

银行业 2012 年年度报告

评级：增持 维持评级

行业研究

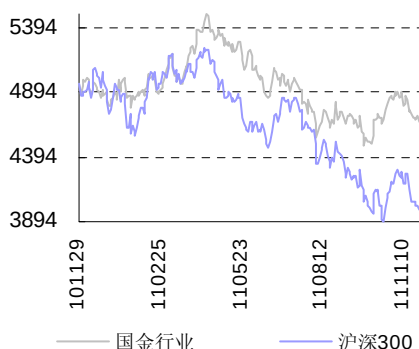
长期竞争力评级：高于行业均值

银行业 2012 年年度报告

——经济减速 VS 政策放松

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	14.02
市场优化平均市盈率	22.26
国金银行业指数	4661.01
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5831.45



相关报告

1. 《上市银行 3 季度业绩回顾》，2011.11.1
2. 《非息收入下降快,依靠拨备释放利润》，2011.10.31
3. 《拨备计提幅度依然不大》，2011.10.31

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号: S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**“经济减速+政策适度放松”背景下，银行业绩高增长动力逐步放缓，资产质量正常化和量稳价稳的行业走势中，银行的估值水平难有提高。更重要的是全流通背景下，大盘股估值提升除了业绩驱动外，更多的还得考虑资金面的宽松程度。对于明年银行股的股价表现，我们认为主要还是依靠业绩增长拉动，对估值修复持保守态度。维持对银行业的“增持”评级。
- **我们的选股标准是：**1) 资金成本低，能够抵御未来吸存难度加大趋势的银行；2) 贷款定价转移能力强，小企业目标定位明确，契合政策扶持方向的银行；3) 具备超越行业平均水平的子板块。综合而言我们推荐“民生、招行、农行、南京”。民生是基于明确的小微银行定位，新增信贷资源一半以上投向小微企业，这是其它跟进小企业市场的银行所做不到的（不推荐宁波是因为区域局限较大，风险控制上不如全国性银行）；招行是基于高端零售银行优势明显，高端客户粘性大，银行卡沉淀存款比例高；农行的县域网点多，城市存款吸收难度增加但县域存款潜力大，并且 12 年 1 月至 13 年 7 月之间是大小非解禁真空期；南京是基于债券的故事，前 3 季度浮亏了 2 亿（交易类浮亏 4000 万记入损益，其余是可供出售计入资本公积部分），到目前已经浮盈。债券配置 3 季度基本完成，久期增加到 10 年以上，债券收益率进一步下行对公司业绩弹性更大。

行业观点

- **“经济下行+政策放松”环境下的银行股表现，本质上看的是经济下滑会不会超预期。**如果经济软着陆，不良低于预期，银行可能会迎来悲观预期下的估值修复；但如果不良高于预期，投资氛围还会更悲观。
- **明年的宏观背景可能和 04 年下半年比较接近。**97 年宏观调控，但接下来的是长达 2 年的通缩；07-08 年宏观调控，但 08 年底逼出了 4 万亿的刺激政策。较为相似的只有 1H04-1Q05，04 年下半年也是宏观调控见效，通胀下行趋势确立，经济减速，货币政策由全面从紧转为中性。
- **1H04-1Q05 经济小幅下滑，上市银行资产质量上面临的是不良贷款的温和生成，银行板块和大盘基本上是同步下跌了 15% 左右。**
- **我们回顾了美国银行业历史上的几次不良生成时期：**87-88 年和 89-91 年期间不良恶性爆发，对应的是 ROA 的历史低点，银行股在不良爆发前半段下跌幅度大，明显落后指数。01-02 年银行资产质量受网络泡沫影响较小，不良生成温和，ROA 波动不明显，虽然此后碰上“9.11”事件，但银行较为抗跌，超额收益明显。
- **对银行基本面业绩驱动因素分析：**
 - **规模增速和今年差异不大。**我们预计 2011/2012 年金融机构新增人民币贷款 7.5 万亿/8 万亿（同比增长 15.6%/14.4%）；大行贷款增长 13%-14%，股份制贷款增长 16%-18%，城商行贷款增长 20% 左右。生息资产增速不会超过贷款增速太多，原因在于今年同业利差较薄，而资本监管新规又提高了同业资产的资本占用，较难再出现去年 4 季度到今年 1 季度同业资产大幅扩张的情况。
 - **息差高点出现在明年 1 季度。**明年的单季息差走势我们认为呈“^”型，即在 1 季度到达顶点后开始略微下行。但由于今年的息差是逐季抬高，因而从全年的角度来看，不考虑降息情况明年息差 2.72%（和今年 4 季度单季息差持平），较 11 年全年提高 7BP。中性情景下（对称降息一次，各 25BP），明年息差降低 6BP，全年也能维持在今年 2.66% 的水平。

- **不良贷款正常化，但不等同于大幅上升。**从各国历史来看，不良大幅飙升时期伴随的往往是 GDP 的迅速下降，明年中国经济虽然减速，但远远未到深度衰退的地步。我们判断明年不良生成温和，信贷成本较今年不会明显提高。
- **目前的资本缺口对市场冲击明显好于第一版框架。**除已公布再融资计划的外，权重法测算下还存在资本缺口的上市银行为农行（353 亿）、交行（202 亿）、兴业（136 亿）浦发（36 亿），合计额外融资需求不到 750 亿。其它降低资本缺口的方法还有：1）采用内部评级法；2）收缩同业资产。**第二支柱不确定性主要体现在逆周期监管。**但我们估计这部分主要是逆周期调整，比如像 09 年贷款投放突然猛增，或是经济明显过热下动用，在货币政策适度稳健的情况下大幅提高权重的可能性不大。
- **银行股未来大机会只存在于流动性大幅放松，在流动性不是很好的时候银行的价值更多体现在低估值下的防守。**即便未来发现银行资产质量稳健，悲观预期修正，但流动性不具备支撑的环境下，银行股也难以重现持续远超大盘的反弹。
- 虽然目前的总市值还不到 07 年顶点的 75%，但流通市值却是当时的 2 倍，假设流通股换手率不变简单测算，指数同样涨 1%目前所需要的资金量是 07 年的 2.5 倍。而从股票供需来看，供给端新股 IPO 大量发行，而需求端信贷结构性放松而非全面放松，市场供需失衡，决定了明年依然是结构性行情，银行股即便业绩稳健，股价向上弹性也落后于其它板块。
- **转型中的银行其估值水平可以是传统银行的 2-3 倍。从完整的周期来看，只有零售银行才能获得持续的溢价。**贷款增速明年还是会表现出今年的趋同化特点，我们更需要关注的是新增贷款的结构差异，小企业贷款投放多的银行在息差上会体现出优势。目前的监管政策也鼓励贷款资源上提高对小企业的支持力度，促使银行向零售业务转型。

图表 1: 上市银行估值水平
国内银行估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)		PE (摊薄前)		EPS (摊薄后)		PE (摊薄后)		BVPS(摊薄前)		PB (摊薄前)		BVPS(摊薄后)		PB (摊薄后)		ROE(%)	
		27/Nov	流通股本	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行	持有	4.22	2,622.25	0.60	0.72	7.01	5.85	0.60	0.72	7.01	5.85	2.71	3.13	1.56	1.35	2.71	3.13	1.56	1.35	22.23	23.04
建设	持有	4.73	94.39	0.68	0.81	6.99	5.87	0.68	0.81	6.99	5.87	3.24	3.71	1.46	1.27	3.24	3.71	1.46	1.27	20.90	21.72
农行	持有	2.54	153.42	0.41	0.52	6.27	4.90	0.41	0.52	6.27	4.90	2.04	2.38	1.25	1.07	2.04	2.38	1.25	1.07	19.90	21.78
中行	持有	2.89	69.72	0.46	0.54	6.34	5.37	0.46	0.54	6.34	5.37	2.65	3.19	1.09	0.91	2.65	3.19	1.09	0.91	17.19	16.87
交通	持有	4.54	297.36	0.81	0.98	5.61	4.65	0.81	0.98	5.61	4.65	4.31	5.11	1.05	0.89	4.31	5.11	1.05	0.89	18.78	19.09
招商	买入	11.48	176.66	1.66	2.15	6.91	5.33	1.36	1.76	7.88	6.08	7.61	9.03	1.51	1.27	7.56	8.99	1.42	1.19	18.01	19.63
中信	持有	4.18	264.18	0.63	0.77	6.60	5.43	0.63	0.77	6.60	5.43	3.58	4.09	1.17	1.02	3.58	4.09	1.17	1.02	17.68	18.80
浦发	买入	8.62	114.79	1.40	1.74	6.17	4.94	1.40	1.74	6.17	4.94	7.50	8.76	1.15	0.98	7.50	8.76	1.15	0.98	18.62	19.93
民生	买入	5.82	225.88	1.01	1.34	5.77	4.34	0.95	1.26	6.13	4.61	4.67	5.60	1.25	1.04	4.74	5.69	1.23	1.02	20.04	22.19
兴业	持有	12.38	59.92	2.21	2.69	5.59	4.61	2.21	2.69	5.59	4.61	10.49	12.73	1.18	0.97	10.49	12.73	1.18	0.97	21.11	21.09
光大	持有	2.86	40.00	0.45	0.59	6.31	4.82	0.36	0.47	7.95	6.07	2.33	2.70	1.23	1.06	2.47	2.84	1.16	1.01	14.58	16.61
华夏	买入	10.60	37.84	1.24	1.55	8.54	6.84	1.24	1.55	8.54	6.84	9.25	10.55	1.15	1.01	9.25	10.55	1.15	1.01	13.42	14.71
深发展	买入	15.79	31.05	2.19	2.80	7.21	5.63	1.78	2.28	8.87	6.93	11.73	14.04	1.35	1.12	12.43	14.74	1.27	1.07	14.32	15.46
北京	持有	9.47	62.28	1.39	1.72	6.82	5.50	1.18	1.47	8.00	6.46	7.87	8.97	1.20	1.06	8.32	9.42	1.14	1.01	14.22	15.57
南京	持有	8.90	29.69	1.02	1.27	8.74	6.99	1.02	1.27	8.74	6.99	7.16	8.19	1.24	1.09	7.16	8.19	1.24	1.09	14.22	15.56
宁波	持有	9.31	24.74	1.14	1.40	8.14	6.67	1.14	1.40	8.14	6.67	6.53	7.78	1.42	1.20	6.53	7.78	1.42	1.20	17.50	17.95
大行平均						6.65	5.50			6.65	5.50			1.34	1.15			1.34	1.15	20.05	20.85
股份制平均						6.52	5.18			7.04	5.57			1.23	1.04			1.20	1.02	17.40	18.61
城商行平均						7.90	6.38			8.29	6.70			1.29	1.11			1.27	1.10	15.31	16.36
Average/Sum						6.81	5.48			7.18	5.77			1.27	1.08			1.25	1.07	17.67	18.75

H股估值水平

评级	股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)		PE (摊薄前)		EPS (摊薄后)		PE (摊薄后)		BVPS(摊薄前)		PB (摊薄前)		BVPS(摊薄后)		PB (摊薄后)		ROE(%)	
			11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
	27/Nov																			
工行(H)	4.17	124%	0.60	0.72	5.66	4.73	0.60	0.72	5.66	4.73	2.71	3.13	1.26	1.09	2.71	3.13	1.26	1.09	22.23	23.04
建行(H)	5.18	112%	0.68	0.81	6.26	5.25	0.68	0.81	6.26	5.25	3.24	3.71	1.31	1.14	3.24	3.71	1.31	1.14	20.90	21.72
农行(H)	3.07	101%	0.41	0.52	6.19	4.84	0.41	0.52	6.19	4.84	2.04	2.38	1.23	1.05	2.04	2.38	1.23	1.05	19.90	21.78
中行(H)	2.36	150%	0.46	0.54	4.23	3.59	0.46	0.54	4.23	3.59	2.65	3.19	0.73	0.60	2.65	3.19	0.73	0.60	17.19	16.87
交行(H)	4.79	116%	0.81	0.98	4.84	4.01	0.81	0.98	4.84	4.01	4.31	5.11	0.91	0.77	4.31	5.11	0.91	0.77	18.78	19.09
招行(H)	13.66	103%	1.66	2.15	6.72	5.18	1.36	1.76	8.19	6.32	7.61	9.03	1.47	1.24	7.56	8.99	1.48	1.24	18.01	19.63
中信(H)	4.02	127%	0.63	0.77	5.19	4.27	0.63	0.77	5.19	4.27	3.58	4.09	0.92	0.80	3.58	4.09	0.92	0.80	17.68	18.80
民生(H)	6.03	118%	1.01	1.34	4.88	3.67	0.95	1.26	5.19	3.90	4.67	5.60	1.06	0.88	4.74	5.69	1.04	0.87	20.04	22.19
Average		119%			5.50	4.44			5.72	4.61			1.11	0.95			1.11	0.95	19.34	20.39

汇率: 0.82

H股估值已考虑了汇率因素

深发展考虑定增融资200亿,2011年完成, EPS、BVPS已考虑平安银行并表

招行考虑10配2.2, 融资350亿, 2011年完成

民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿, 2011年完成

光大考虑H股IPO融资315亿,2011年完成

北京行考虑定增融资118亿,2011年完成

来源: 公司数据, 国金证券研究所

内容目录

银行基本面业绩驱动因素分析	6
规模：增速和今年差异不大	6
息差：不会较今年缩窄	7
信贷成本：经济下行 pk 政策放松	10
有没有相似的历史环境作为参考？	12
不良生成阶段银行表现：美国经验	13
1987-1988：欠发达国家贷款危机	14
1989-1991：商业地产泡沫	15
2001-2002：网络泡沫及 9.11 事件	16
资本缺口还有多大？	17
对银行股未来属性的判断	19
转型及创新看点	21
转型对估值的作用	21
明年的转型看点	22
投资策略与选股	23
投资策略	23
选股逻辑	23

图表目录

图表 1：上市银行估值水平	3
图表 2：2012 年社会融资总量和人民币贷款新增预测	6
图表 3：不被差别准备金下的贷款上限测算	7
图表 4：全球主要国家 CPI 预测 20111107	8
图表 5：对称降息 1 次对上市银行净息差影响测算（已考虑债券、同业收益率下降）	8
图表 6：加息和议价能力对贷款收益率影响分拆	9
图表 7：商业银行贷款利率较基准利率浮动情况	9
图表 8：上市银行存贷款重定价期限结构（1H11）	10
图表 9：2012 年 GDP 增速预测	10
图表 10：外汇储备当月新增额构成	11
图表 11：人民币贬值预期	11
图表 12：保证金存款缴纳准备金安排	11
图表 13：美国银行业信贷成本和 GDP 增速关系	12

图表 14: 日本银行业信贷成本和 GDP 增速关系	12
图表 15: 04 年下半年 GDP 减速	12
图表 16: 04 年下半年 CPI 下行	12
图表 17: 1H04-1Q05 上市银行不良余额 (百万)	13
图表 18: 1H04-1Q05 银行股和大盘表现	13
图表 19: 美国银行业历史不良率	13
图表 20: 1984-2002 年美国银行业不良率构成	14
图表 21: 1980-1989 美国商业银行信贷成本	15
图表 22: 1980-1989 美国商业银行盈利能力	15
图表 23: 1987 年美国银行股逆大盘下跌 20%	15
图表 24: 1990-1999 美国商业银行信贷成本	16
图表 25: 1990-1999 美国商业银行盈利能力	16
图表 26: 1989 年 4 季度-1990 年 3 季度美国银行股下跌一半	16
图表 27: 2000-2009 美国商业银行信贷成本	17
图表 28: 2000-2009 美国商业银行盈利能力	17
图表 29: 2001-2002 年美国银行股较为抗跌	17
图表 30: 权重法下新资本充足率管理办法 (征求意见稿) 对资本充足率影响 静态测算	18
图表 31: 上市银行同业资产 (不含准备金) 占比	19
图表 32: 业绩增长稳健, 但 2012 估值只有 1.1xPB (考虑融资增厚 BVPS)	19
图表 33: 06 年 7 月至 09 年 9 月银行股 Beta>1	20
图表 34: 09 年 10 月至今银行股 Beta<1	20
图表 35: 09 年下半年银行股流通股本扩张了 5 倍	20
图表 36: 沪深两市 A 股流通市值和总市值 (亿)	20
图表 37: 银行股流通市值和总市值占 A 股比重	20
图表 38: 香港市场中恒生银行的 PB 估值溢价	21
图表 39: 美国市场中富国银行的 PB 估值溢价	21
图表 40: 恒生银行 1999-2001 不良率优势明显	22
图表 41: 富国银行 2000-2001、2008-2009 不良率优势	22
图表 42: 小微专项金融债发行对上市银行存贷比优惠及利润影响	22
图表 43: 上市银行 2012 盈利能力与 PB 估值	24
图表 44: 上市银行 2011 盈利能力与 PB 估值	24
图表 45: 上市银行盈利增长和 PE 估值	24

银行基本面业绩驱动因素分析

规模：增速和今年差异不大

- **信贷增长：**假设 2011/2012 年金融机构新增人民币贷款 7.5 万亿/8 万亿（同比增长 15.6%/14.4%）。我们预计大行贷款增长 13%-14%，股份制贷款增长 16%-18%，城商行贷款增长 20%左右。
- 货币政策正常化最直接的表现就是新增社会融资总量/GDP 比例下降。在经历了 09 年的贷款投放高峰后，我们判断 12 年新增信贷为 8 万亿左右，增速略低于 15%，新增社会融资总量/GDP 回落到 25%左右。

图表 2：2012 年社会融资总量和人民币贷款新增预测

	社会融资总量 (新增)	名义 GDP	GDP 增速	占比	社会融资总量 (余额)	增速	人民币贷 款占比	人民币贷款
2002	19,565	120,333		16.3%	141,646		92.0%	18,000
2003	34,198	135,823	12.9%	25.2%	175,844	24.1%	81.0%	27,700
2004	28,680	159,878	17.7%	17.9%	204,524	16.3%	78.8%	22,600
2005	28,624	184,937	15.7%	15.5%	233,148	14.0%	82.1%	23,500
2006	40,101	216,314	17.0%	18.5%	273,249	17.2%	79.3%	31,800
2007	59,217	265,810	22.9%	22.3%	332,466	21.7%	61.3%	36,300
2008	68,671	314,045	18.1%	21.9%	401,137	20.7%	71.5%	49,100
2009	140,822	340,903	8.6%	41.3%	541,959	35.1%	68.1%	95,900
1Q10	45,125						57.4%	25,924
1H10	81,447						56.7%	46,197
3Q10	110,600						56.8%	62,777
2010	142,700	397,983	16.7%	35.9%	684,659	26.3%	55.6%	79,341
1Q11	41,900						53.5%	22,400
1H11	77,600						53.7%	41,700
3Q11	98,000						58.0%	56,800
2011E	125,000	461,661	16.0%	27.1%	809,659	18.3%	60.0%	75,000
2012E	130,000	521,677	13.0%	24.9%	939,659	16.1%	61.5%	80,000

来源：Wind，国金证券研究所

- 贷款增速上，大行受差别准备金限制，股份制受吸存和存贷比考核制约，城商行受限于贷款额度。大行不被差别的贷款增速为 13%-14%，股份制为 16%-18%，城商行基本不受差别准备金限制。从全行业来看，12 年不被差别的贷款额度上限也大概在 8 万亿左右。

图表3：不被差别准备金下的贷款上限测算

	全行业	上市银行	招行	民生	光大	浦发	华夏	中行	建行	交行	工行	农行	兴业	深发展	中信	北京行	南京行	宁波行
差别目标准备金率(a*b)			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
调整系数(a)			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
资本充足率偏差值(b=CT-C)			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏观审慎资本充足率(CT=最低要求C+系统重要性要求d+逆周期)			11.39%	10.73%	10.93%	11.23%	13.06%	12.83%	12.58%	11.89%	12.51%	11.85%	10.92%	11.08%	12.83%	12.27%	11.67%	15.53%
最低资本要求(C)			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
系统重要性要求d			1.21%	0.97%	0.77%	1.16%	0.50%	2.10%	2.30%	2.00%	2.50%	2.20%	0.96%	0.50%	1.04%	0.50%	0.50%	0.50%
逆周期要求(逆周期贷款贡献度*贷款增速偏差)			2.18%	1.76%	2.16%	2.07%	4.56%	2.73%	2.28%	1.89%	2.01%	1.65%	1.96%	2.58%	3.79%	3.77%	3.17%	7.03%
实际资本充足率C(9月底数)			11.39%	10.73%	10.93%	11.23%	13.06%	12.83%	12.58%	11.89%	12.51%	11.85%	10.92%	11.08%	12.83%	12.27%	11.67%	15.53%
各银行资产占基准银行资产规模比重			0.60	0.49	0.38	0.58	0.25	2.64	2.70	1.00	3.47	2.66	0.48	0.21	0.52	0.20	0.06	0.05
信贷增速目标																		
不被差别的增速			15.95%	15.95%	18.35%	15.92%	33.18%	14.76%	14.03%	13.92%	13.59%	13.46%	16.51%	23.84%	20.26%	29.44%	26.62%	44.78%
逆周期信贷贡献度=宏观经济热度参数0.85*系统重要性参数			51.31%	41.34%	32.54%	49.13%	21.25%	89.25%	97.75%	85.00%	#####	93.50%	40.77%	21.25%	44.25%	21.25%	21.25%	21.25%
信贷趋势线方程			143.5x+1	113.01x+	70.431x+	144.43x+	53.708x+	409.25x+	572.76x+	230.51x+	658.77x+	472.67x+	109.07x+	54.43x+3	124.8x+11474			
2011年1季度信贷规模调整余额		311,623	13,202	10,670	7,971	11,428	5,425	42,991	54,976	20,785	64,315	49,450	8,876	4,136	11,848	3,575	902	1,073
2011年2季度信贷规模调整余额		321,377	13,632	11,009	8,182	11,862	5,586	44,219	56,695	21,476	66,292	50,868	9,204	4,299	12,223	3,755	939	1,137
2011年3季度信贷规模调整余额		331,095	14,063	11,348	8,394	12,295	5,747	45,446	58,413	22,168	68,268	52,286	9,531	4,462	12,597	3,928	979	1,170
2011年4季度信贷规模调整余额		340,849	14,493	11,687	8,605	12,728	5,908	46,674	60,131	22,859	70,244	53,704	9,858	4,625	12,972	4,117	1,023	1,219
2011年度9月底贷款规模余额			14,038	11,356	8,244	12,225	5,676	45,914	58,888	22,228	68,609	52,227	9,601	4,577	12,815	3,928	979	1,170
2011年末贷款规模余额	554,196		14,487	11,995	8,634	12,716	5,994	47,287	60,306	22,943	70,505	53,712	10,041	4,740	13,240	4,117	1,023	1,219
RoRWA			2.24%	1.70%	1.50%	1.70%	1.32%	1.80%	2.43%	1.79%	2.67%	2.13%	1.88%	1.61%	1.85%	1.83%	1.83%	2.11%
Retained Rate			75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	58%	58%	58%	58%	58%	75%	75%	58%	75%	75%	75%
2010年9月底资本充足率			11.39%	10.73%	10.93%	11.23%	13.06%	12.83%	12.58%	11.89%	12.51%	11.85%	10.92%	11.08%	12.83%	12.27%	11.67%	15.53%
2011年1季度信贷增速预测			15.95%	15.95%	18.35%	15.92%	33.18%	14.76%	14.03%	13.92%	13.59%	13.46%	16.51%	23.84%	20.26%	29.44%	26.62%	44.78%
2011年1季度新增信贷规模余额	27,552	16,531	821	377	800	532	1,231	2,049	2,385	735	2,552	2,396	301	381	1,009	510	118	335
2011年1月份信贷增速不受差别的极值	10,627	7,439	369	170	360	239	554	922	1,073	331	1,148	1,078	135	172	454	229	53	151
2010年度末资本充足率资本充足率			11.46%	10.48%	10.72%	11.11%	12.61%	12.07%	12.08%	14.20%	13.53%	11.90%	10.79%	11.00%	12.69%	12.05%	17.11%	18.60%
2011年1季度资本充足率			11.26%	10.48%	10.09%	10.99%	10.71%	11.83%	11.97%	14.02%	13.44%	11.70%	10.83%	10.48%	12.06%	11.06%	15.68%	14.99%
2011年2季度信贷增速预测			15.71%	15.34%	15.77%	15.43%	22.14%	13.64%	13.41%	16.43%	14.47%	16.30%	16.30%	21.03%	18.51%	23.76%	45.50%	42.23%
2011年2季度新增信贷预测	16,768	10,061	465	325	39	444	-402	913	1,607	1,326	2,828	1,527	362	81	236	20	225	64
2010年2季度资本充足率			11.36%	10.53%	10.33%	10.96%	11.58%	11.88%	12.04%	13.55%	13.35%	11.71%	10.83%	10.62%	12.13%	11.36%	13.50%	14.81%
2010年3季度信贷增速预测			15.90%	15.48%	16.51%	15.37%	26.21%	13.69%	13.48%	15.87%	14.38%	13.31%	16.29%	21.70%	18.68%	25.16%	35.24%	41.39%
2010年3季度新增信贷	18,996	11,397	526	407	307	493	431	1,421	1,986	682	2,199	1,610	380	227	465	268	-42	37
2011年3季度末资本充足率			11.44%	10.54%	10.31%	10.92%	11.17%	11.83%	12.05%	13.46%	13.38%	11.71%	10.84%	10.51%	12.04%	11.12%	14.25%	14.89%
2010年4季度信贷增速预测			16.06%	15.50%	16.43%	15.29%	24.28%	13.64%	13.49%	15.77%	14.41%	13.32%	16.31%	21.14%	18.47%	24.03%	38.76%	41.79%
2010年4季度新增信贷	18,441	11,064	522	395	239	489	89	1,369	1,958	778	2,283	1,611	382	173	417	191	96	74
2010年全年新增信贷	81,756	49,054	2,333	1,504	1,385	1,958	1,348	5,752	7,936	3,521	9,861	7,145	1,424	863	2,128	989	397	509
2010年全年增速	14.75%		16.11%	12.54%	16.04%	15.40%	22.49%	12.16%	13.16%	15.35%	13.99%	13.30%	14.18%	18.21%	16.07%	24.03%	38.76%	41.79%

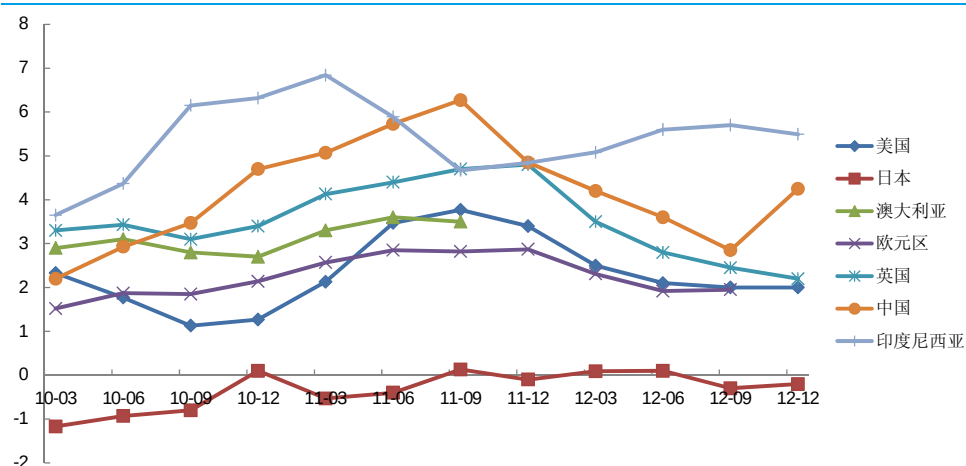
来源：公司数据，国金证券研究所

- **生息资产增长：**我们认为明年银行生息资产增速不会超过贷款增速太多，原因在于今年同业利差较薄，而资本监管新规又提高了同业资产的资本占用，较难再出现去年4季度到今年1季度同业资产大幅扩张的情况。

息差：不会较今年缩窄

- **通胀压力下行，海外经济衰退以及欧债危机导致的金融体系不稳定，导致全球都开始新一轮放松。**Bloomberg 显示大部分国家年底后 CPI 都会拐头向下，中国 2012 年 1 季度 CPI 能回落到 4% 以下。国金宏观组预计明年滋生降息预期的时点在 2 月份-2 季度期间，全年空间 1-2 次。

图表 4：全球主要国家 CPI 预测 20111107



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 息差高点出现在明年 1 季度。明年的单季息差走势我们认为呈“Λ”型，即在 1 季度到达顶点后开始略微下行。但由于今年的息差是逐季抬高，因而从全年的角度来看，不考虑降息情况明年息差 2.72%（和今年 4 季度单季息差持平），较 11 年全年提高 7BP。中性情景下（对称降息一次，各 25BP），明年息差降低 6BP，全年也能维持在今年 2.66%的水平。悲观情境下降息两次（第 2 次降息时点在 4 季度，确认通胀不会反复才继续降息），第 2 次降息的影响也主要体现在 13 年。

图表 5：对称降息 1 次对上市银行净息差影响测算（已考虑债券、同业收益率下降）

结构为 3Q11 数据	加息对贷款利率影响	贷款占生息资产比重	生息对生息资产收益率影响	加息对存款成本影响	存款占计息负债比重	加息对计息负债成本影响	计息负债/生息资产	加息对净息差的影响	债券占生息资产比重	1 年内到期的债券比重	债券收益率上升对净息差影响	同业资产占生息资产比重	准备金占生息资产比重	除准备金的同业资产占生息资产比重	同业负债占生息资产比重	同业收益变动的影响	此次组合正常对净息差的总体影响
招商银行	-0.25%	60.79%	-0.15%	-0.08%	86.19%	-0.07%	94.28%	-0.08%	16.78%	18.21%	0.00%	22.43%	15.01%	7.42%	11.16%	0.00%	-0.08%
民生银行	-0.25%	55.91%	-0.14%	-0.11%	80.38%	-0.09%	94.13%	-0.06%	9.87%	41.53%	-0.01%	34.22%	14.22%	20.00%	16.94%	0.00%	-0.07%
浦发银行	-0.25%	50.73%	-0.13%	-0.14%	82.78%	-0.11%	94.09%	-0.02%	11.53%	25.70%	0.00%	37.74%	14.06%	23.67%	15.24%	-0.01%	-0.03%
华夏银行	-0.25%	52.71%	-0.13%	-0.13%	78.99%	-0.10%	94.20%	-0.04%	10.01%	30.72%	0.00%	37.28%	14.05%	23.23%	16.57%	-0.01%	-0.05%
中国银行	-0.25%	55.24%	-0.14%	-0.11%	81.06%	-0.09%	88.90%	-0.06%	17.02%	28.56%	-0.01%	27.74%	19.04%	8.70%	15.35%	0.01%	-0.06%
建设银行	-0.25%	53.67%	-0.13%	-0.09%	90.35%	-0.08%	93.56%	-0.06%	25.76%	22.13%	-0.01%	20.57%	18.73%	1.84%	7.96%	0.01%	-0.06%
交通银行	-0.25%	57.91%	-0.14%	-0.09%	79.23%	-0.07%	94.25%	-0.08%	18.45%	21.75%	-0.01%	23.63%	17.08%	6.56%	18.35%	0.01%	-0.07%
工商银行	-0.25%	50.18%	-0.12%	-0.10%	88.42%	-0.09%	91.84%	-0.05%	26.28%	19.49%	-0.01%	23.54%	19.75%	3.79%	9.76%	0.01%	-0.05%
农业银行	-0.25%	46.73%	-0.12%	-0.09%	91.52%	-0.08%	94.80%	-0.04%	22.77%	29.23%	-0.01%	30.50%	21.93%	8.57%	6.90%	0.00%	-0.05%
兴业银行	-0.25%	46.36%	-0.12%	-0.09%	65.09%	-0.06%	95.44%	-0.06%	11.98%	76.33%	-0.01%	41.66%	11.96%	29.70%	30.43%	0.00%	-0.07%
深发展	-0.25%	57.72%	-0.14%	-0.12%	78.45%	-0.09%	96.88%	-0.05%	19.24%	25.10%	-0.01%	23.03%	12.69%	10.34%	20.39%	0.01%	-0.05%
中信银行	-0.25%	60.97%	-0.15%	-0.12%	91.53%	-0.11%	91.64%	-0.06%	10.43%	46.33%	-0.01%	28.59%	13.94%	14.65%	6.01%	-0.01%	-0.07%
光大银行	-0.25%	54.13%	-0.14%	-0.09%	79.08%	-0.07%	95.28%	-0.07%	10.71%	46.62%	-0.01%	35.15%	13.92%	21.24%	18.91%	0.00%	-0.08%
北京银行	-0.25%	44.95%	-0.11%	-0.09%	76.85%	-0.07%	94.38%	-0.05%	20.94%	14.66%	0.00%	34.11%	14.35%	19.76%	19.51%	0.00%	-0.05%
南京银行	-0.25%	37.21%	-0.09%	-0.14%	74.80%	-0.10%	92.94%	0.00%	28.62%	41.36%	-0.02%	34.17%	11.41%	22.76%	23.01%	0.00%	-0.02%
宁波银行	-0.25%	51.08%	-0.13%	-0.13%	81.84%	-0.10%	92.57%	-0.03%	21.16%	53.96%	-0.02%	27.76%	15.48%	12.28%	13.50%	0.00%	-0.05%
Average	-0.25%	52.27%	-0.13%	-0.11%	81.66%	-0.09%	93.70%	-0.05%	17.60%	33.86%	-0.01%	30.13%	15.48%	14.66%	15.62%	0.00%	-0.06%

来源：公司数据，国金证券研究所

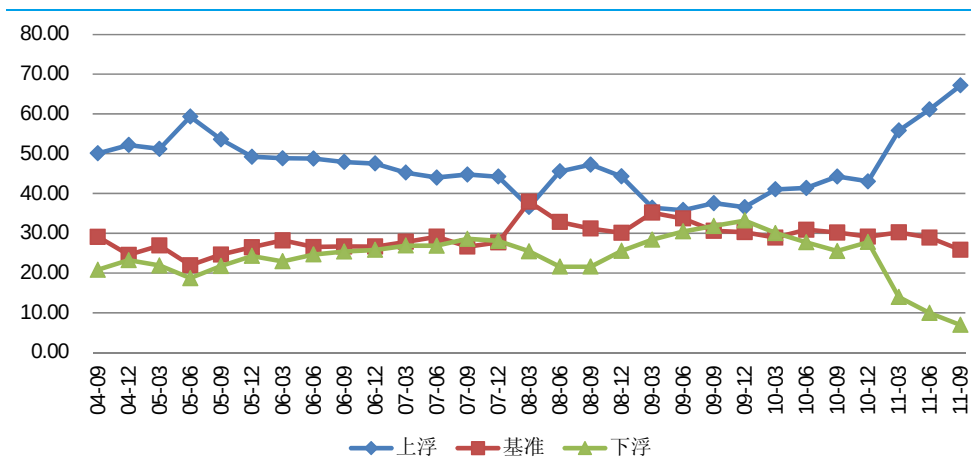
- 4 季度息差保持平稳。06-07 年加息周期息差上行主要靠的是法定利差扩大：活期上调 9BP 维持了半年后又降回，利率上浮比例较 06 年反而略有下降，2006-1H08 上市银行贷款平均利率上行 236BP，基准利率上调就贡献了其中的 174BP；而 10-11 年主要靠的是信贷紧缩下的议价能力：活期共上调了 14BP，利率上浮比例较年初上升了 20%，下浮比例较年初下降 20%，加息和议价能力各自贡献了 3Q10-3Q11 贷款收益率上行的一半（基准利率上行解释了 120BP，议价能力提升解释了另外的 127BP）。截至 9 月末贷款利率上浮占比已超过 67%，而下浮占比不足 7%，进一步挖掘议价潜力的空间有限。

图表 6：加息和议价能力对贷款收益率影响分析

	2006-1H08				3Q10-3Q11			
	贷款收益率 上升	其中：加息 对贷款利率 影响	其中：议价 能力对贷款 利率影响	议价能力上 行贡献	贷款收益率 上升	其中：加息 对贷款利率 影响	其中：议价 能力对贷款 利率影响	议价能力上 行贡献
招商银行	3.04%	1.71%	1.33%	43.7%		1.19%		
民生银行	1.95%	1.74%	0.21%	10.7%		1.21%		
浦发银行	2.60%	1.78%	0.82%	31.5%		1.20%		
华夏银行	2.51%	1.74%	0.77%	30.6%		1.21%		
中国银行	1.78%	1.70%	0.08%	4.8%		1.19%		
建设银行	1.77%	1.74%	0.03%	1.9%		1.18%		
交通银行	1.78%	1.72%	0.06%	3.5%		1.19%		
工商银行	2.16%	1.73%	0.42%	19.7%		1.18%		
农业银行						1.19%		
兴业银行	2.70%	1.74%	0.96%	35.5%		1.19%		
深发展	3.29%	1.73%	1.56%	47.4%		1.21%		
中信银行	2.29%	1.73%	0.56%	24.5%		1.21%		
光大银行						1.20%		
北京银行	2.70%	1.79%	0.91%	33.6%		1.20%		
南京银行	2.16%	1.75%	0.41%	19.1%		1.21%		
宁波银行	2.27%	1.72%	0.55%	24.4%		1.22%		
Average	2.36%	1.74%	0.62%	26.3%	2.47%	1.20%	1.27%	51.5%

来源：公司数据，国金证券研究所

图表 7：商业银行贷款利率较基准利率浮动情况



来源：Wind，国金证券研究所

- **明年 1 季度是息差拐点。**存量按揭贷款在 12 年初集中重定价，对 12 年初贷款收益率产生影响，我们判断明年 1 季度息差仍能略微上行。但 2 季度息差下降可能性较大：1）一年期以上重定价的存款占比高于贷款，10、11 年 5 次加息中有 4 次发生在今年 1 季度附近或之前，到明年 2 季度一年期以上存款逐渐步入重定价；2）今年靠理财产品冲了较多的存款时点数，在银监会规范下，理财产品成本（继续维持 6%-7% 利率的可能性较大）明年转入存款成本会带来息差的下行；3）明年银行的负债业务还是比较艰巨，吸存难度大、存款定期化，都会提高银行的付息成本。对于同业利差我们判断保持平稳。

图表 8：上市银行存贷款重定价期限结构（1H11）

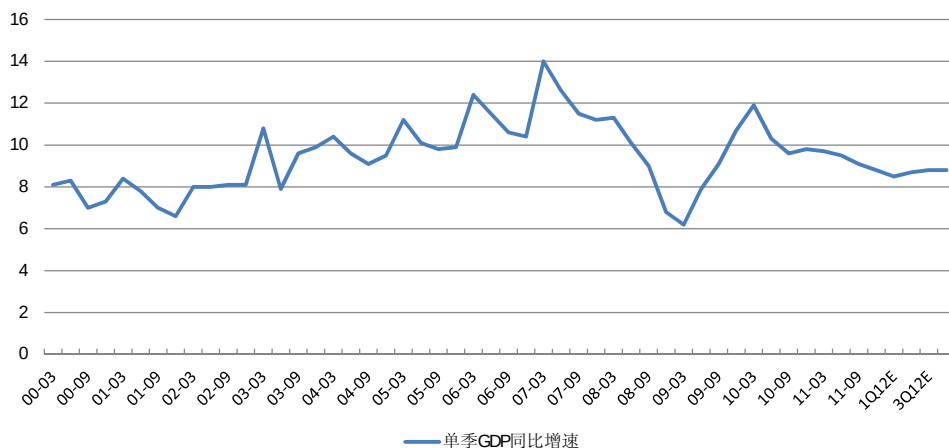
利率风险	贷款						存款					
	3个月内	3-12月	1-5年	5年以上	不计息	平均期限	3个月内	3-12月	1-5年	5年以上	不计息	平均期限
招商银行	71.7%	24.6%	2.6%	1.2%	0.0%	0.45	79.2%	16.5%	2.9%	1.1%	0.3%	0.42
民生银行	81.8%	17.5%	0.6%	0.1%	0.0%	0.31	68.8%	29.8%	1.4%	0.0%	0.0%	0.39
浦发银行	39.5%	58.0%	1.5%	0.9%	0.0%	0.58	67.5%	23.7%	8.5%	0.0%	0.3%	0.56
华夏银行		89.9%	1.1%	8.8%	0.3%	1.10		93.8%	4.8%	0.5%	0.9%	0.82
中国银行	43.2%	54.5%	1.0%	0.6%	0.7%	0.53	69.3%	23.7%	5.8%	0.1%	1.1%	0.48
建设银行	27.4%	71.0%	0.4%	1.1%	0.0%	0.62	71.7%	23.2%	4.5%	0.1%	0.5%	0.44
交通银行	56.8%	41.1%	1.4%	0.7%	0.0%	0.48	75.3%	20.1%	4.1%	0.0%	0.4%	0.41
工商银行	32.1%	65.6%	0.4%	1.4%	0.5%	0.61	67.3%	25.0%	5.5%	0.1%	2.1%	0.48
农业银行	58.6%	40.8%	0.1%	0.5%	0.0%	0.43	71.2%	21.6%	5.9%	0.0%	1.2%	0.47
兴业银行	50.3%	46.9%	0.9%	0.3%	1.7%	0.47	71.2%	20.1%	8.6%	0.0%	0.2%	0.54
深发展	66.0%	32.0%	1.7%	0.2%	0.0%	0.42	69.9%	23.4%	6.2%	0.5%	0.0%	0.51
中信银行	67.8%	31.6%	0.5%	0.1%	0.0%	0.38	74.1%	20.3%	4.5%	0.1%	1.0%	0.43
光大银行	30.2%	66.8%	2.4%	0.6%	0.0%	0.63	68.0%	24.5%	5.9%	0.9%	0.6%	0.53
北京银行	49.9%	33.1%	12.5%	4.5%	0.0%	0.93	74.5%	17.5%	7.8%	0.1%	0.0%	0.51
南京银行	77.0%	19.7%	2.3%	1.0%	0.0%	0.41	69.6%	24.4%	5.9%	0.1%	0.0%	0.49
宁波银行	48.0%	50.0%	0.6%	0.6%	0.8%	0.49	72.2%	20.6%	6.2%	0.0%	0.9%	0.48
average	53.4%	46.4%	1.9%	1.4%	0.2%	0.55	71.3%	26.8%	5.5%	0.2%	0.6%	0.50

来源：公司数据，国金证券研究所

信贷成本：经济下行 pk 政策放松

- **宏观背景：“外忧内患”**。明年经济减速已成共识：内有投资减速，特别是地产投资拉动下滑明显；外是外需走弱，欧洲逐季下行、美国低水平复苏共同导致出口逐季下滑。国金宏观组认为未来经济降速是大趋势，明年经济呈“L”型，同比增速前低后稳。

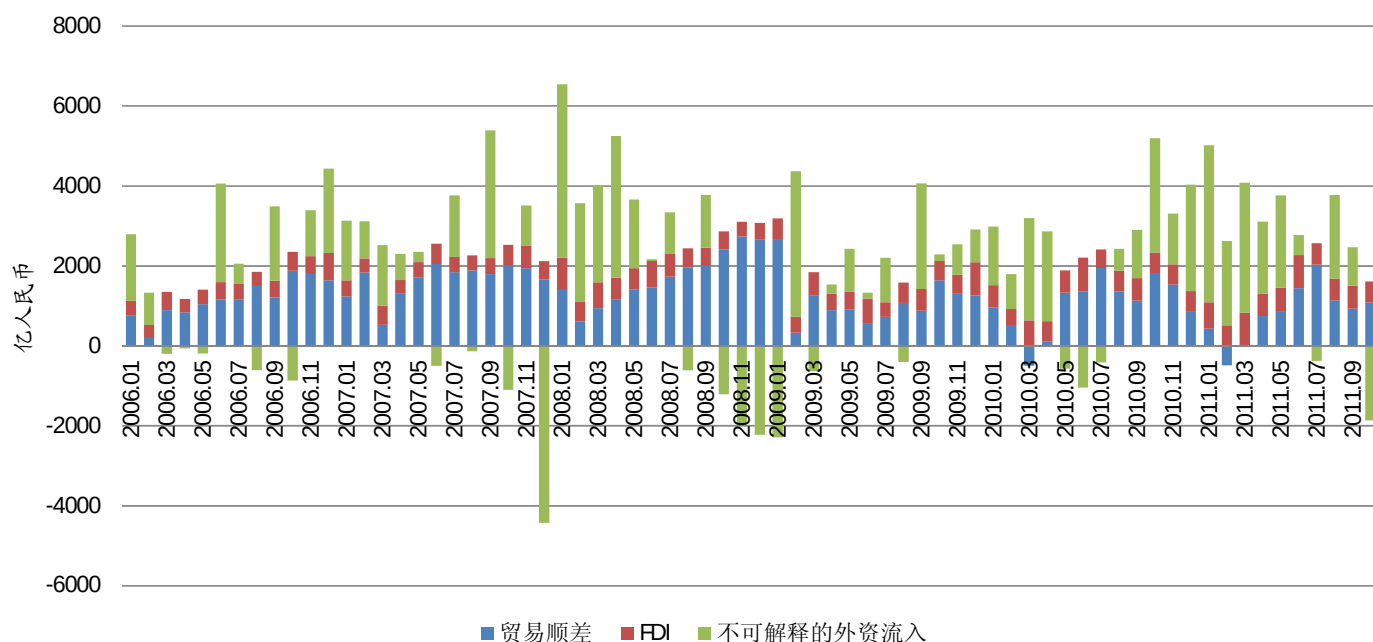
图表 9：2012 年 GDP 增速预测



来源：Wind，国金证券研究所

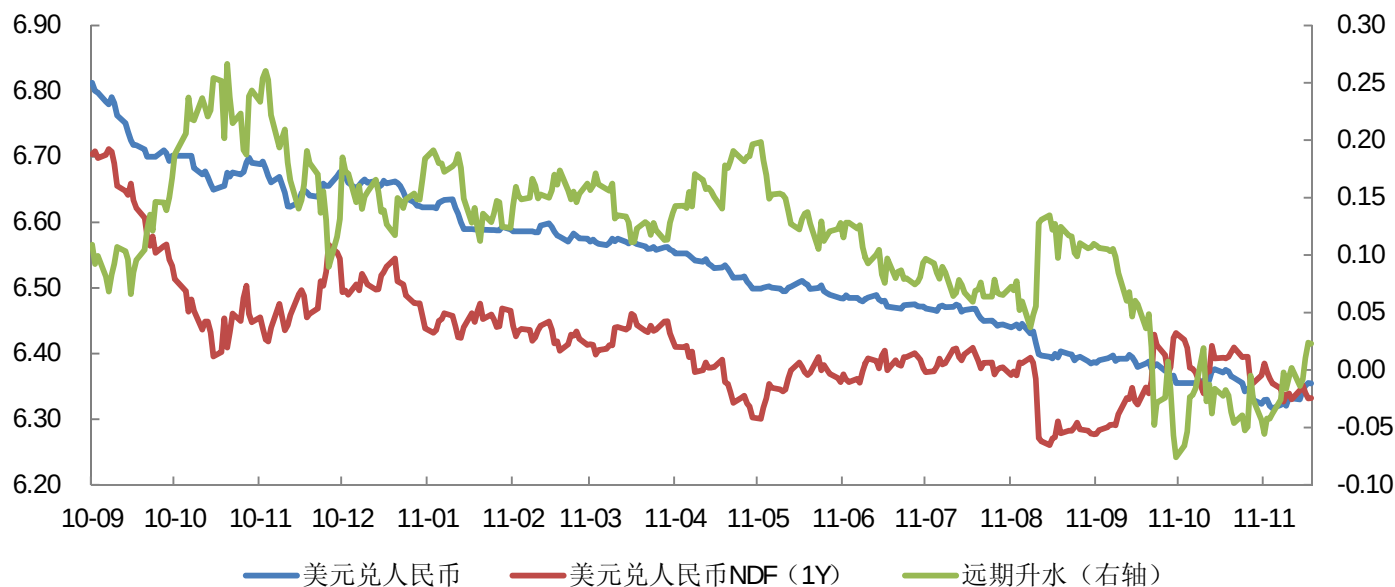
- **资金面：衰退性质的流动性松动**。目前的政策松动与 09 年大规模刺激不可同日而语，稳定是主基调，带动经济向上的持续性不强。国金宏观组判断降准（或类降准政策）的时间窗口为 12 月经济工作会议前后、1 月、2 月，未来存在降准 2-3 次的可能。理由在于：
 - **10 月份外汇占款首次下降**。目前人民币贬值预期短期难以扭转，尤其是资本项目下热钱流出明显（可能是欧美经济动荡，资金从国内抽走转回欧美救急），用保证金存款缴款对冲外汇占款已无必要，央行对准备金率的调整可能提前。

图表 10: 外汇储备当月新增额构成



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 人民币贬值预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

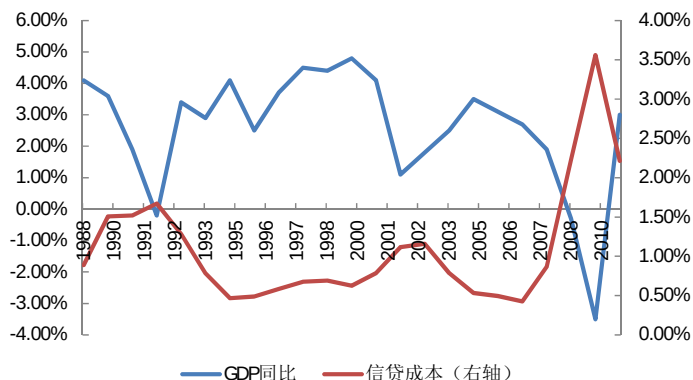
图表 12: 保证金存款缴纳准备金安排

	2011-09	2011-10	2011-11	2011-12	2012-01	2012-02
大型银行	5日 701	5日 1387	5日 1387	5日	5日	5日
中小型银行	15日 871	15日 845	15日 845	15日 845	15日 1127	15日 1127
Sum	1572	2232	2232	845	1127	1127

来源: 公司数据, 国金证券研究所

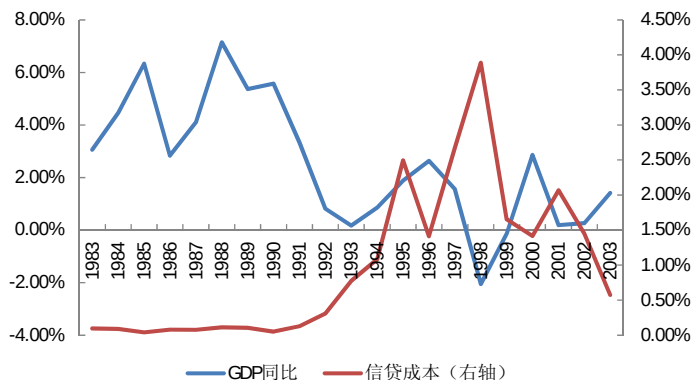
- 不良贷款正常化，但不等同于大幅上升。从各国历史来看，不良大幅飙升时期伴随的往往是 GDP 的迅速下降，明年中国经济虽然减速，但远远未到深度衰退的地步。我们判断明年不良生成温和，信贷成本较今年不会明显提高。

图表 13：美国银行业信贷成本和 GDP 增速关系



来源：CEIC, FDIC, Bank of Japan, 国金证券研究所

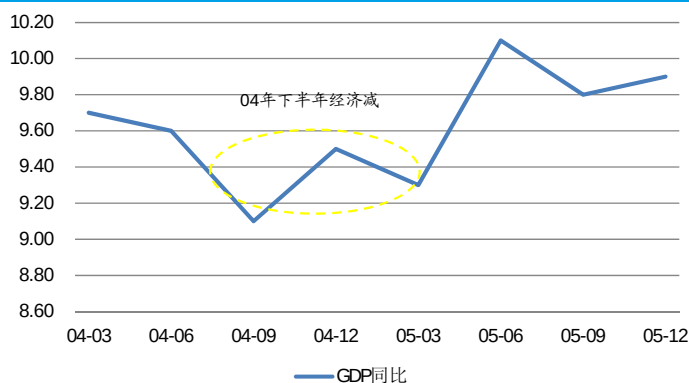
图表 14：日本银行业信贷成本和 GDP 增速关系



有没有相似的历史环境作为参考？

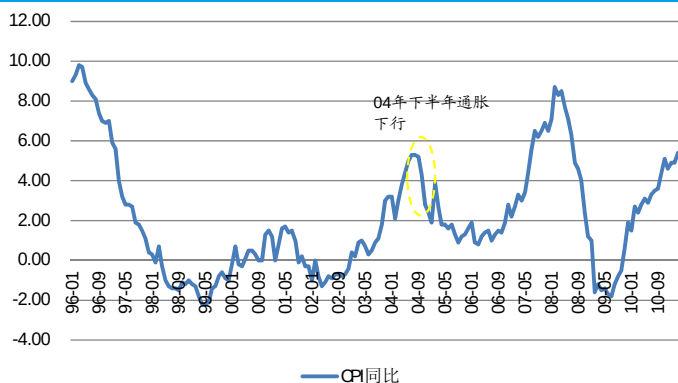
- “经济下行+政策放松”环境下的银行股表现，本质上看的是经济下滑会不会超预期。如果经济软着陆，不良低于预期，银行可能会迎来悲观预期下的估值修复；但如果不良高于预期，投资氛围还会更悲观。
- 明年的宏观背景可能和 04 年下半年比较接近。97 年宏观调控，但接下来的是长达 2 年的通缩；07-08 年宏观调控，但 08 年底逼出了 4 万亿的刺激政策。较为相似的只有 1H04-1Q05，04 年下半年也是宏观调控见效，通胀下行趋势确立，经济减速，货币政策由全面从紧转为中性。

图表 15：04 年下半年 GDP 减速



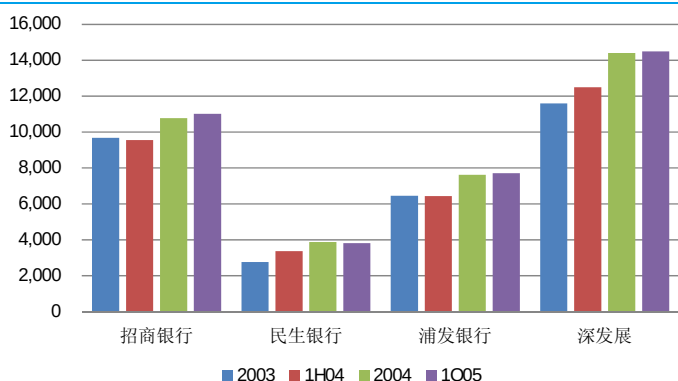
来源：CEIC, 国金证券研究所

图表 16：04 年下半年 CPI 下行



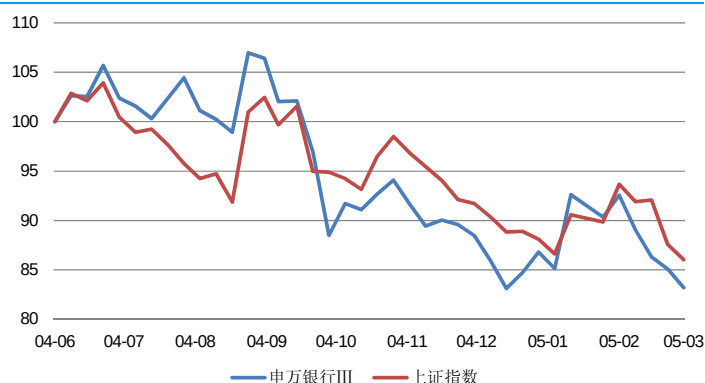
- 1H04-1Q05 经济小幅下滑，上市银行资产质量上面临的是不良贷款的温和生成，银行板块和大盘基本上是同步下跌了 15% 左右。

图表 17: 1H04-1Q05 上市银行不良余额 (百万)



来源: Wind, 公司数据, 国金证券研究所

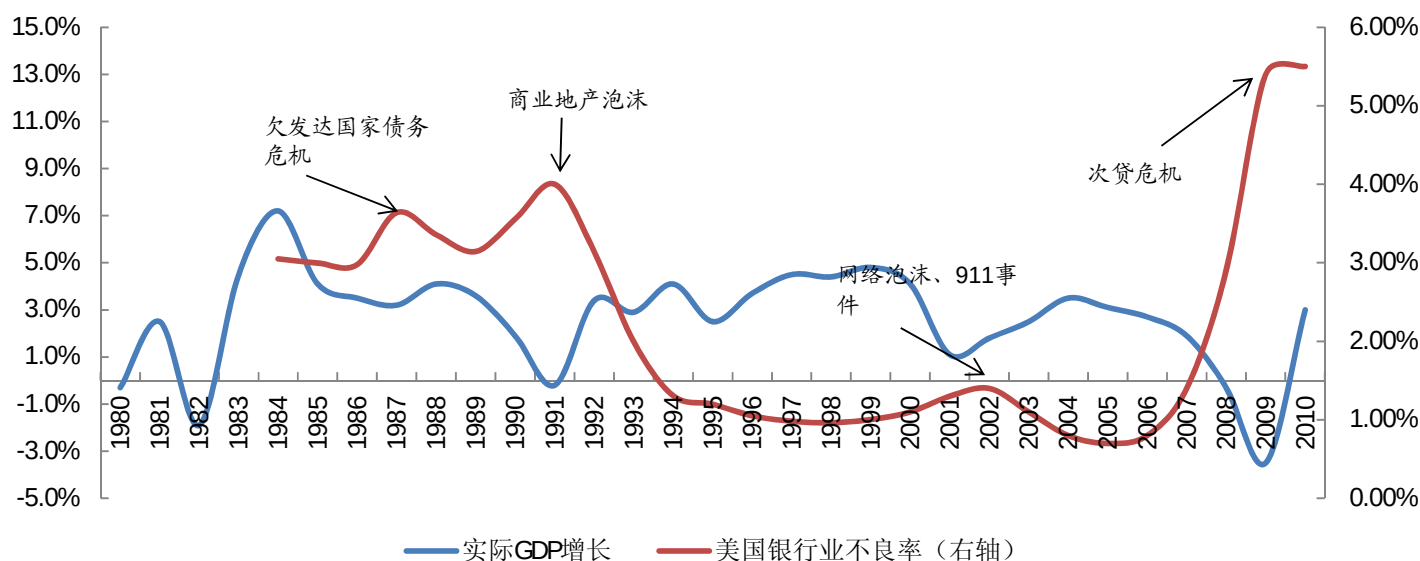
图表 18: 1H04-1Q05 银行股和大盘表现



不良生成阶段银行表现: 美国经验

- 1984 年至今美国银行业不良率上升时期共有 4 次, 其中 89-91 年、01-02 年、08-09 年这 3 次伴随着 GDP 的大幅下降, 87-88 年期间 GDP 增速平稳。08-09 年金融危机距离不远, 无需过多赘述, 我们主要回顾前 3 次的不良上升期间。

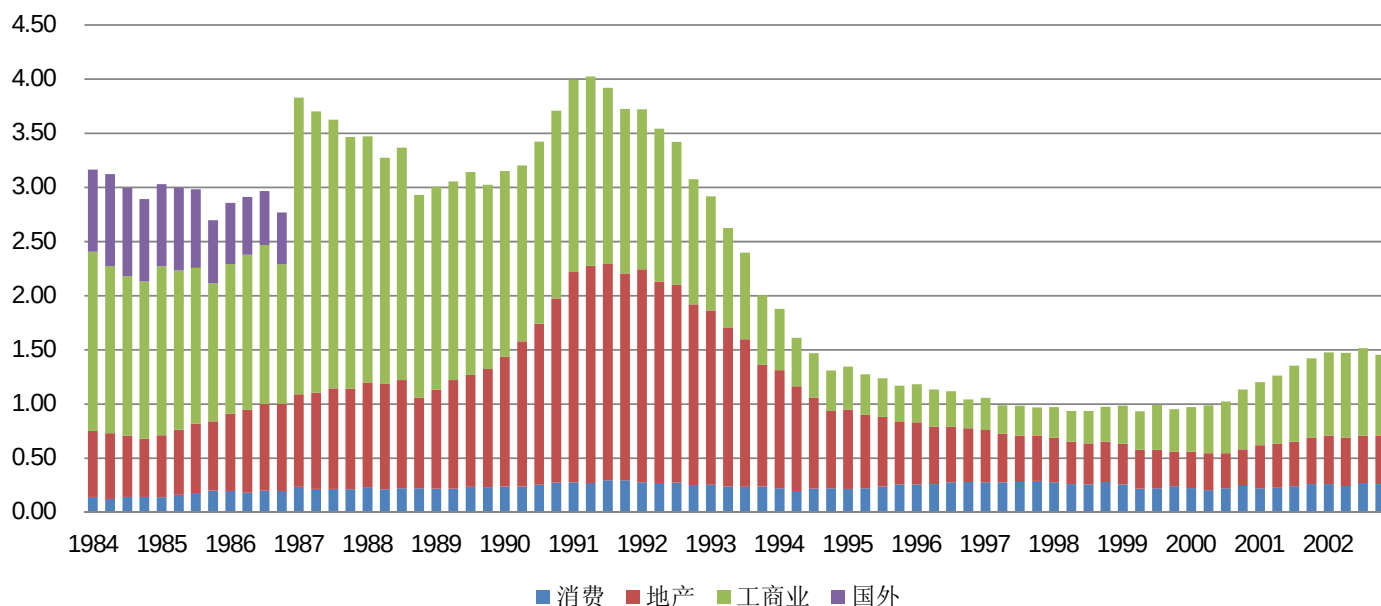
图表 19: 美国银行业历史不良率



来源: Bloomberg, FDIC, 国金证券研究所

- 从不良生成的结构来看, 87-88 年是因为国外贷款出问题, 89-91 是地产大量坏帐, 01-02 是工商业贷款。

图表 20：1984-2002 年美国银行业不良率构成



注：1984-1986 年外国贷款被单独分类，1986 年后外国贷款被分类为工商业贷款

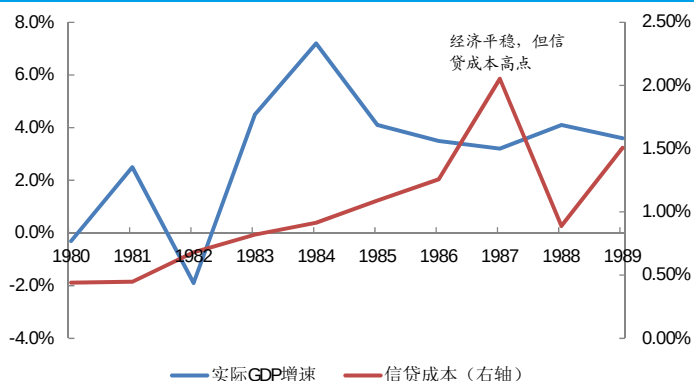
来源：FFIEC，国金证券研究所

- **不良生成温和下，股价并没受到大影响。**美国 1984-2002 年三次不良生成期间银行股表现不一：87-88 年和 89-91 年期间不良恶性爆发，对应的是 ROA 的历史低点，银行股在不良爆发前半段下跌幅度大，明显落后指数。01-02 年银行资产质量受网络泡沫影响较小，不良生成温和，ROA 波动不明显，虽然此后碰上“9.11”事件，但银行较为抗跌，超额收益明显。

1987-1988：欠发达国家贷款危机

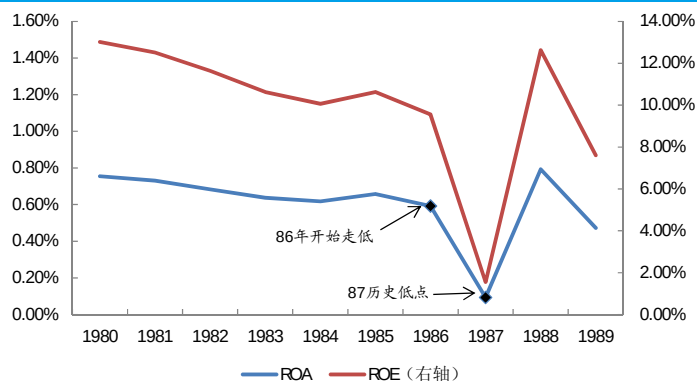
- LDC 国家的贷款兴起于 70 年代美国银行的海外扩张。1979 年的第二次石油危机引发的大通胀使得利率大幅飙升，而近 2/3 的 LDC 国家贷款和利率浮动的 Libor 利率挂钩（每 6 个月重定价一次），再加上美元升值，LDC 国家偿债压力迅速上升。迫于偿债压力与国内货币贬值引发的资本外逃，拉美国家只能以贷偿贷，1979-1982 年拉美国家债务从 1590 亿美元增加到 3270 亿美元。1982 年，墨西哥宣布无力支付到期利息，拉美债务危机正式爆发，到 1982 年底，约 40 个国家拖欠利息。1983 年开始，美国银行业组织力量开始与债务国就债务的重新安排问题进行双边谈判，一直持续到了 80 年代末。美国监管机构一直没有要求银行对 LDC 债务立刻进行拨备，因为当时 LDC 贷款已经达到银行总资本+总拨备的 2 倍，立刻进行拨备将引发银行破产，引起经济与政治危机。直到 1987 年，花旗银行债券评级被下调，花旗主动对此进行大额拨备，引发了行业整体的评级下调与拨备计提，行业信贷成本达到高峰。

图表 21: 1980-1989 美国商业银行信贷成本



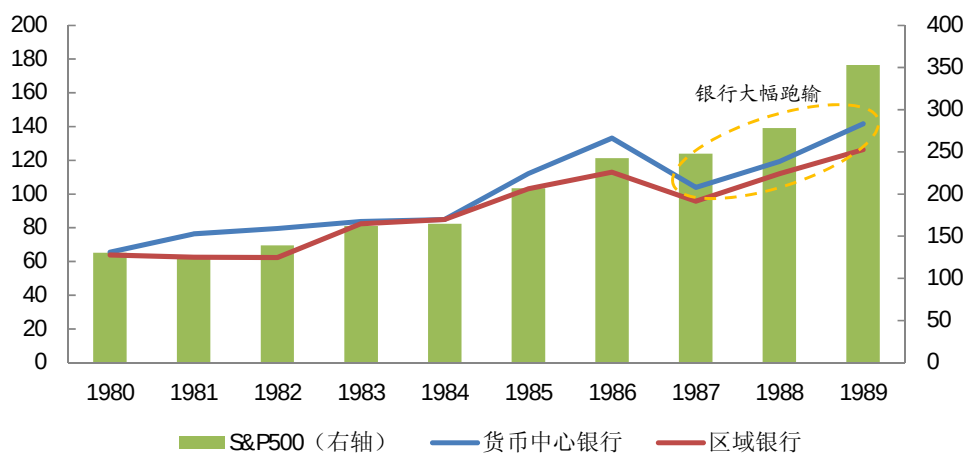
来源: Bloomberg, FDIC, 国金证券研究所

图表 22: 1980-1989 美国商业银行盈利能力



- 87 年大幅计提拨备导致银行股价下跌。虽然在 80 年代初，LDC 贷款就已经受到监管机构的关注，但金融市场并没有反映这一预期，1980-1986 年银行股表现和大盘基本平行。直到 1987 年，银行股才明显跑输大盘，这个缺口反映了 LDC 国家的贷款损失。

图表 23: 1987 年美国银行股逆大盘下跌 20%

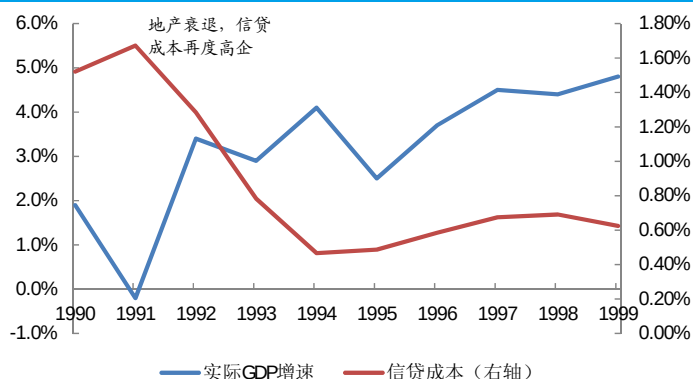


来源: Bloomberg, FFIEC, 国金证券研究所

1989-1991: 商业地产泡沫

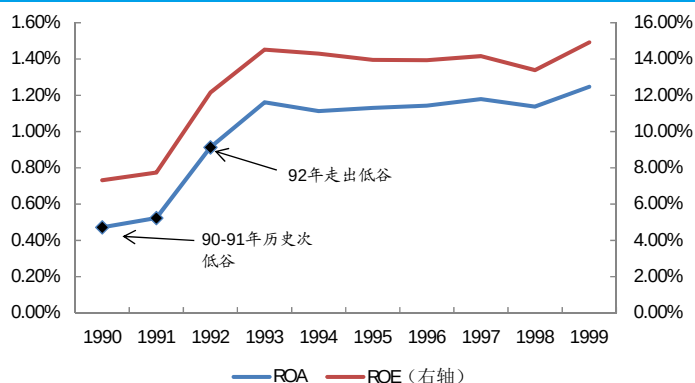
- 《1981 年经济复苏税收法案》规定了较大幅度的减税和房地产折旧的变化，促进商业房地产投资的利润升高，这引发了对商业地产的投资狂热，大量商业建筑新建，空置率上升。《1986 年税收改革法案》撤销了 1981 年的折旧政策成了商业地产价格调整的契机，但是价格下跌最快的阶段一直拖延到 1990 年。1990 年 8 月海湾战争爆发，油价由 17 美元飙升至 10 月的 41 美元（随后在 91 年 1 月回落至 20 美元附近），引发一轮小的经济衰退，成为压垮商业地产价格泡沫破灭的最后一根稻草，商业地产不良与银行破产高潮出现。

图表 24：1990-1999 美国商业银行信贷成本



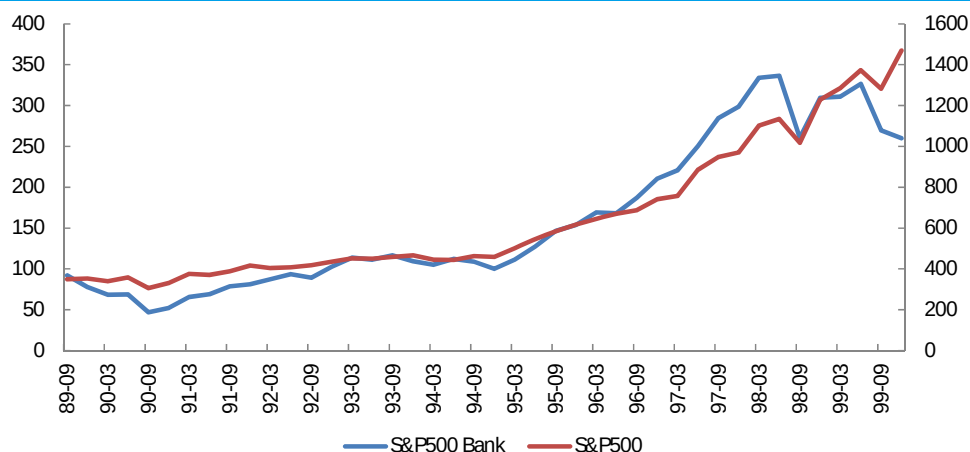
来源：Bloomberg, FDIC, 国金证券研究所

图表 25：1990-1999 美国商业银行盈利能力



- 不良上升前半段银行下跌严重。虽然地产不良在 91 年末到达顶点，但银行股价低点出现在 90 年海湾战争的时候。由于经历了 80 年代末一连串的打击，银行的投资预期极度悲观，89 年 9 月到 90 年 9 月一年时间银行股下跌了一半。随着 90 年后互联网技术革命带领新经济崛起，悲观预期修正，银行股开始大幅反弹。

图表 26：1989 年 4 季度-1990 年 3 季度美国银行股下跌一半

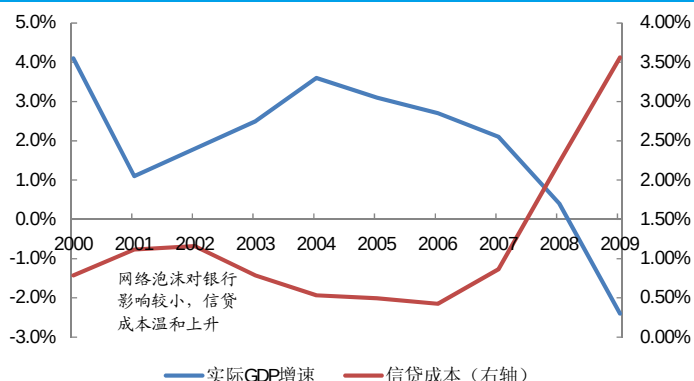


来源：Bloomberg, 国金证券研究所

2001-2002：网络泡沫及 9.11 事件

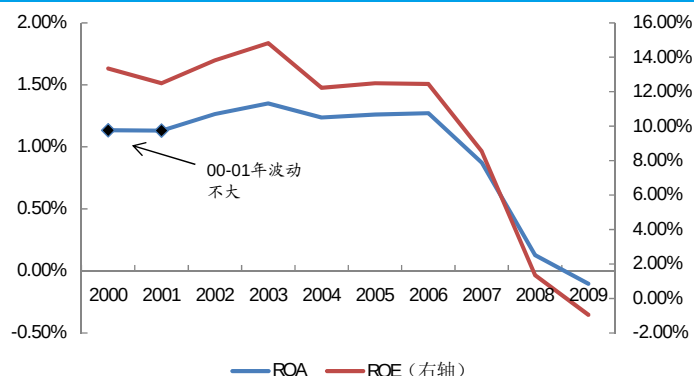
- 2000 年网络泡沫蒸发，结束了美国经济自 1991 年以来长达 10 年的高速增长期，2001 年突如其来的“9.11”事件更是严重打击了消费者和投资者信心，加剧了经济下滑速度。但这次衰退的根源和银行关系不大，一是互联网公司大多依靠风险投资或资本市场直接融资，银行涉足新经济贷款较少；二是遭受“9.11”事件打击最重的是当时美国经济的优势领域，如航空、保险、旅游和商业等。因而银行资产质量在此轮经济下行周期中受损相对较小，不良生成和历史相比更为温和。

图表 27：2000-2009 美国商业银行信贷成本



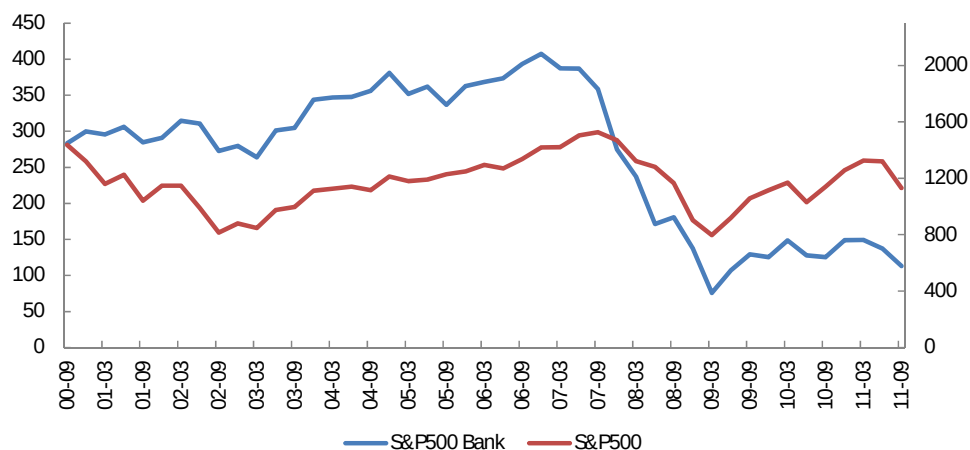
来源：Bloomberg, FDIC, 国金证券研究所

图表 28：2000-2009 美国商业银行盈利能力



- 银行股在此轮经济下行周期较为抗跌。原因可能是在 98 年银行股已经提前下跌（90 年代银行累计跑赢大盘较多，再刚好碰上亚洲金融危机，心理影响的传导使得银行股受到拖累），到 2000 年不良开始温和上升时，投资者发现银行受影响不大。01-02 年大盘下跌较多，但银行股下跌幅度不大。

图表 29：2001-2002 年美国银行股较为抗跌



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

资本缺口还有多大？

- 和以前的融资不同，这一轮融资完全是为了满足监管需要，对投资回报率并无提高。明年银行股 PB 估值只有 1.1 倍，而增发价是不能低于一倍净资产的，银行选择一味扩张规模带来的业绩超额增长显然填补不了融资权益摊薄的损失。我们判断未来银行更多会选择在资本内生增长下的规模适度扩张，而不是靠权益融资来比拼速度。
- 目前的资本缺口对市场冲击明显好于第一版框架。新版《商业银行资本管理办法》（征求意见稿）平均影响上市银行核心资本充足率 0.5% 左右，较第一版内部意见稿的 1%-2% 大为减轻，大规模再融资必要性下降。上市银行中，除已公布再融资计划的外，还存在资本缺口的为农行（353 亿）、交行（202 亿）、兴业（136 亿）浦发（36 亿），合计额外融资需求不到 750 亿。

图表 30：权重法下新资本充足率管理办法（征求意见稿）对资本充足率影响静态测算

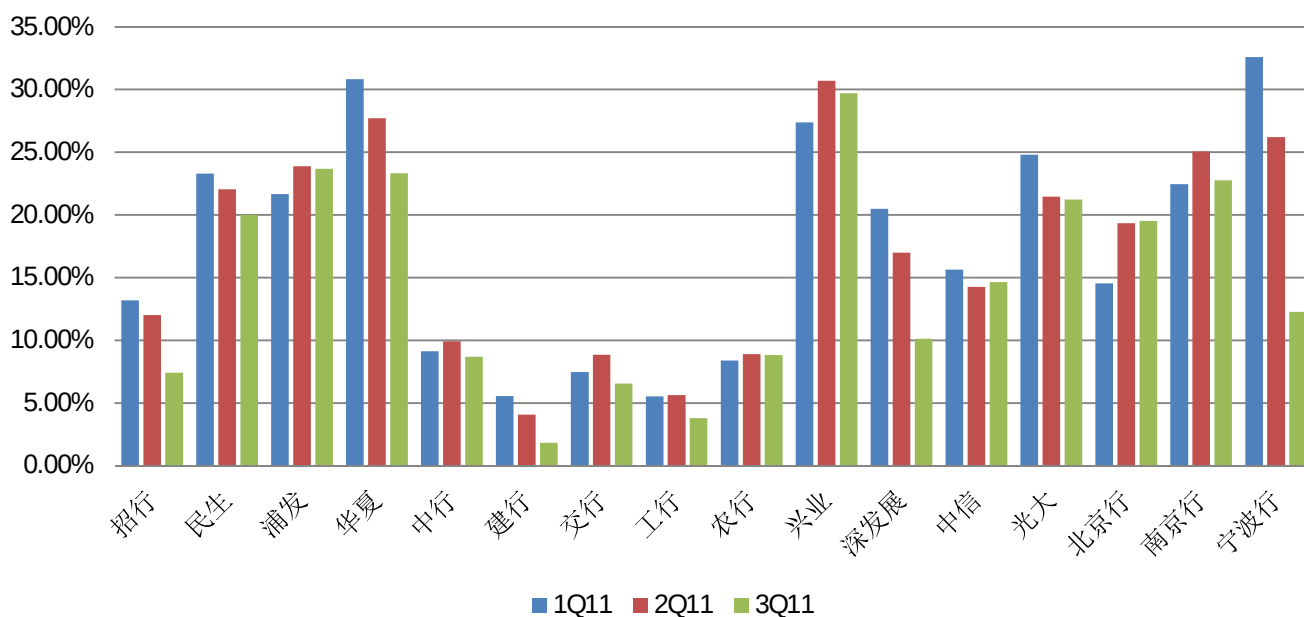
	招行	民生	浦发	华夏	中行	建行	交行	工行	农行	兴业	深发展	中信	光大	北京行	南京行	宁波行
核心资本	141292	115675	132463	58774	687767	696007	248271	999280	563335	100391	37538	136268	86743	45287	18314	16825
风险加权资产	1660530	1490984	1424833	597681	6549927	6579846	2629009	8105103	6018954	1199824	535848	1508690	1059721	443539	151141	146813
核心资本调整																
资本扣除																
无形资产（除土地使用权）	1504	1156	212	0	2989	1514	519	1374	1671	289	186	221	217	0	29	36
减值准备缺口	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
对核心资本影响	-1504	-1156	-212	0	-2989	-1514	-519	-1374	-1671	-289	-186	-221	-217	0	-29	-36
核心充足率影响	-0.09%	-0.08%	-0.01%	0.00%	-0.05%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.01%	-0.02%	0.00%	-0.02%	-0.02%
风险加权资产调整																
操作风险																
总收入,2008	55549	34823	34313	17575	214508	268525	76604	311100	211467	29761	14502	40286	24470	12401	3225	3375
总收入,2009	51562	41502	36558	17140	218805	268057	80316	310327	222460	31543	15146	40944	24196	11890	3613	4172
总收入,2010	71478	53932	49744	24448	264107	324605	101353	381476	291722	43270	18171	56491	35623	15616	5322	5935
操作风险资本	5953	4342	4021	1972	23247	28706	8609	33430	24188	3486	1594	4591	2810	1330	405	449
对风险加权资产影响	74412	54274	50256	24651	290592	358828	107614	417876	302354	43572	19925	57384	35120	16628	5067	5618
核心充足率影响	-0.36%	-0.27%	-0.32%	-0.39%	-0.45%	-0.55%	-0.37%	-0.60%	-0.45%	-0.29%	-0.25%	-0.33%	-0.26%	-0.37%	-0.39%	-0.42%
风险权重调整																
对商业银行业务																
同业资产(3Q11)	190878	405887	586397	247974	961781	212276	277873	559294	996731	605683	79327	327662	331526	166454	58490	27709
3个月以内占比	79%	85%	67%	81%	55%	85%	86%	86%	85%	66%	84%	87%	90%	80%	66%	90%
对风险加权资产影响	39758	89159	108165	52817	154098	46683	61880	124164	219454	110232	17341	73558	76534	34931	10701	6389
核心充足率影响	-0.20%	-0.44%	-0.66%	-0.80%	-0.24%	-0.07%	-0.22%	-0.19%	-0.33%	-0.70%	-0.22%	-0.42%	-0.55%	-0.75%	-0.80%	-0.48%
零售贷款																
非按揭零售贷款	230577	240795	30431	18186	366722	323540	136995	688032	494235	70997	65951	69978	93703	11419	3608	3403
对风险加权资产影响	-57644	-60199	-7608	-4547	-91681	-80885	-34249	-172008	-123559	-17749	-16488	-17495	-23426	-2855	-902	-851
核心充足率影响	0.31%	0.33%	0.05%	0.08%	0.15%	0.13%	0.12%	0.27%	0.20%	0.13%	0.22%	0.11%	0.19%	0.07%	0.07%	0.07%
贷款承诺																
原到期日为1年以内	10882	10	0	0	57729	141320	252815	220404	224964	0	0	60965	14557	0	1987	0
对风险加权资产影响	2176	2	0	0	11546	28264	50563	44081	44993	0	0	12193	2911	0	397	0
核心充足率影响	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.05%	-0.18%	-0.07%	-0.07%	0.00%	0.00%	-0.07%	-0.02%	0.00%	-0.03%	0.00%
小企业贷款																
小企业贷款	113970	207649	559300	113233	323970	825899	119700	0	490091	79251	34000	87050	146900	136135	22635	12932
占比	7.1%	17.9%	43.7%	19.6%	5.2%	13.0%	4.8%	0.0%	8.9%	8.3%	7.4%	6.3%	17.0%	34.7%	23.1%	11.1%
口径	小企业	商贷通	中小企业	小企业	小企业	小企业	小企业	小企业	小企业	小企业	小微企业	小企业	中小企业	中小企业	小企业	小企业
对风险加权资产影响	-28493	-51912	-20974	-28308	-80993	-206475	-29925	0	-122523	-19813	-8500	-21763	-5509	-5105	-5659	-3233
核心充足率影响	0.15%	0.28%	0.14%	0.49%	0.13%	0.34%	0.11%	0.00%	0.19%	0.14%	0.11%	0.13%	0.04%	0.12%	0.47%	0.26%
总计：对风险加权资产影响	30210	31324	129840	44613	283563	146415	155883	414113	320719	116242	12278	103877	85631	43599	9604	7923
核心资本充足率影响	-0.06%	-0.08%	-0.76%	-0.68%	-0.39%	-0.21%	-0.51%	-0.58%	-0.45%	-0.72%	-0.12%	-0.57%	-0.59%	-0.91%	-0.71%	-0.56%
3Q11核心资本充足率	8.10%	7.75%	9.01%	9.58%	9.92%	10.57%	9.24%	10.03%	9.36%	8.08%	9.97%	10.43%	8.24%	9.68%	10.89%	12.33%
调整后核心资本充足率	8.04%	7.67%	8.25%	8.90%	9.53%	10.36%	8.73%	9.45%	8.91%	7.36%	9.85%	9.86%	7.65%	8.77%	10.18%	11.77%
附属资本调整																
超额拨备																
贷款(3Q11)	1598087	1159751	1281274	576804	6250505	6341638	2507583	7599040	5487462	958349	459673	1384243	865863	392778	97942	117009
组合拨备	27521	20899	20812	12344	100794	118898	37255	145058	142556	10539	6404	15645	16405	5839	1679	1291
拨备(3Q11)	34527	25375	24684	16626	140173	160732	54013	188653	209237	12794	8042	20689	20320	7563	2345	1751
不良贷款(3Q11)	9420	7139	5174	5531	61880	64642	23593	69190	87956	3299	2101	8267	5599	2121	801	777
不会影响到核心资本容忍不良率上升	0.85%	0.84%	0.88%	0.96%	0.51%	0.67%	0.50%	0.74%	0.94%	0.55%	0.71%	0.40%	0.92%	0.74%	0.78%	0.33%
min(组合拨备, 1%贷款)	15981	11598	12813	5768	62505	63416	25076	75990	54875	9583	4597	13842	8659	3928	979	1170
min(拨备-150%覆盖, 1.25%贷款)	19976	14497	16016	7210	47353	63769	18624	84868	68593	7846	4890	8288	10823	4382	1144	585
对附属资本影响	3995	2899	3203	1442	-15152	353	-6452	8878	13719	-1738	294	-5554	2165	454	164	-585
二级资本充足率影响	0.24%	0.19%	0.22%	0.24%	-0.23%	0.01%	-0.25%	0.11%	0.23%	-0.14%	0.05%	-0.37%	0.20%	0.10%	0.11%	-0.40%
合计：资本充足率影响	0.18%	0.11%	-0.54%	-0.44%	-0.62%	-0.20%	-0.76%	-0.47%	-0.22%	-0.86%	-0.07%	-0.94%	-0.39%	-0.81%	-0.60%	-0.96%
3Q11资本充足率	11.39%	10.73%	11.24%	13.06%	12.84%	12.58%	11.89%	12.51%	11.85%	10.92%	11.08%	12.83%	10.93%	12.27%	11.67%	15.53%
调整后资本充足率	11.57%	10.84%	10.70%	12.62%	12.22%	12.38%	11.13%	12.04%	11.63%	10.06%	11.01%	11.89%	10.54%	11.46%	11.07%	14.57%
融资缺口	已有融资+已有融资		3601	无	无	无	20242	无	35339	13643	已有融资	无	已有融资	已有融资	无	无

注：除备注外其余均为 1H11 数据

来源：公司数据，国金证券研究所

- 若考虑内部评级法带来的资本节约，融资缺口还能进一步缩小。信用风险计算采用内部评级法，较权重法可节约资本充足率 0.2-0.4 个百分点（如工行表示，内评法通过会提升资本充足率 1.17%）。目前有望第一批率先实行内评法的名单包括五大行和招行。
- 另外银行还可以收缩同业资产来降低影响。同业资产规模较容易控制，比如宁波，采用 2010 年末数据测算的话，同业资产风险权重调高对其影响 1.44 个百分点，但到 3 季度末其同业较年初压缩了 70%，这一影响已经大幅减少为 0.48 个百分点。

图表 31：上市银行同业资产（不含准备金）占比



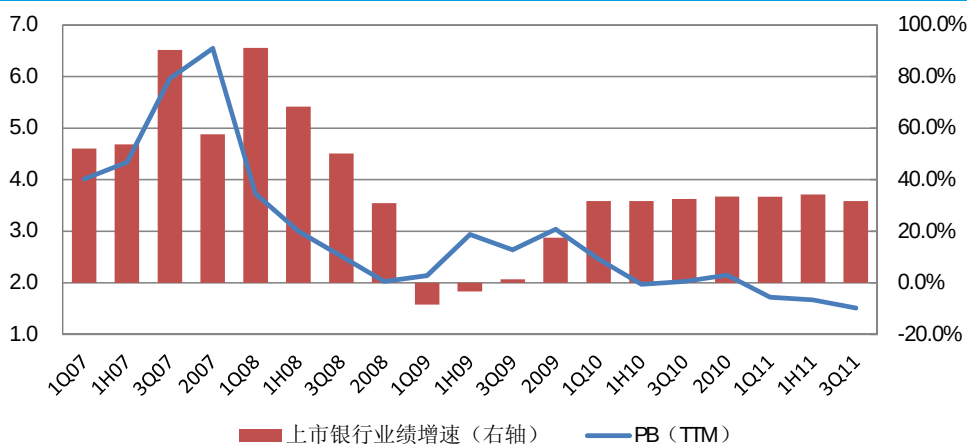
来源：公司数据，国金证券研究所

- **第二支柱不确定性主要体现在逆周期监管。**对于融资平台贷款、中长期贷款、行业贷款集中度风险状况（我们判断是较高风险的行业，如房地产、两高一剩等政策限制）的风险权重，银监会有相机抉择调整的权力。但我们估计这部分主要是逆周期调整，比如像 09 年贷款投放突然猛增，或是经济明显过热下动用，在货币政策适度稳健的情况下大幅提高权重的可能性不大。

对银行股未来属性的判断

- **高增长低估值悖论。**银行股业绩一直较好，但股价表现为何不如人意，估值一低再低？而且 10-11 年悲观预期总是把银行股砸出个坑，但悲观预期的修复银行却始终没能跳出坑来？除了对房地产、融资平台贷款看不清外，资金不宽松下盘子太大也是一个不可忽视的因素。

图表 32：业绩增长稳健，但 2012 估值只有 1.1xPB（考虑融资增厚 BVPS）

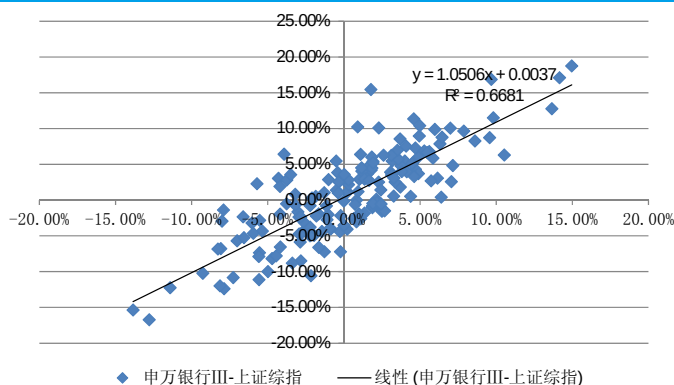


来源：Wind，公司数据，国金证券研究所

- **09 年大小非集中解禁促成银行股由高弹性向低弹性的转变。**2009 年上半年上市银行 A 股流通股本总共不到 1000 亿股，3 季度大小非解禁高峰

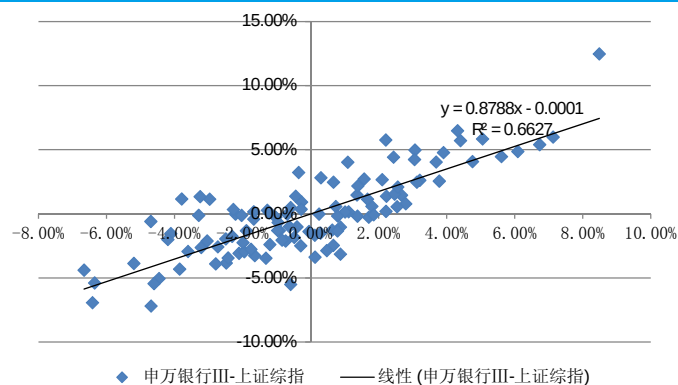
后，上市银行 A 股流通股本迅速扩大到 5000 多亿股，银行沦为低 Beta 板块。虽然 10、11 年监管因素造成了银行的低估值，但这并非银行低弹性的原因，因为监管只是降低了行业的估值中枢，却不会改变弹性。

图表 33：06 年 7 月至 09 年 9 月银行股 Beta>1

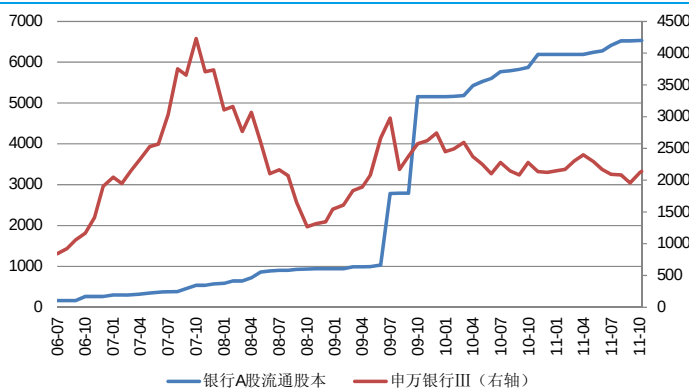


来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：09 年 10 月至今银行股 Beta<1



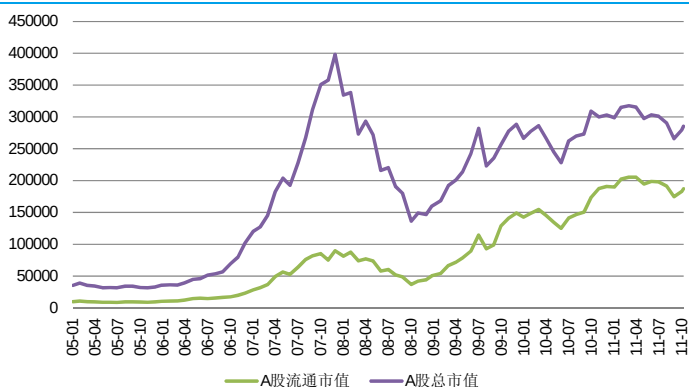
图表 35：09 年下半年银行股流通股本扩张了 5 倍



来源：Wind，国金证券研究所

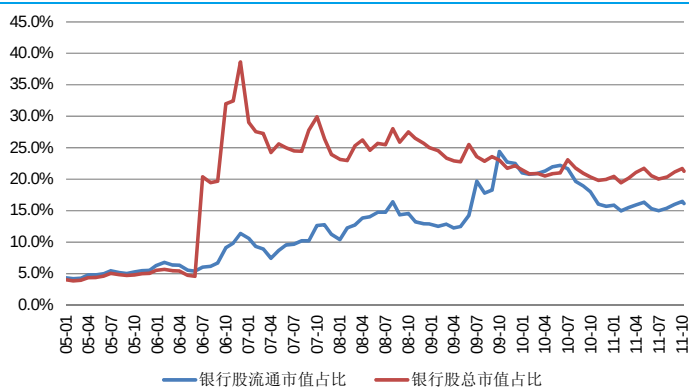
- 虽然目前的总市值还不到 07 年顶点的 75%，但流通市值却是当时的 2 倍，假设流通股换手率不变简单测算，指数同样涨 1%目前所需要的资金量是 07 年的 2.5 倍。而从股票供需来看，供给端新股 IPO 大量发行，而需求端信贷结构性放松而非全面放松，市场供需失衡，决定了明年依然是结构性行情，银行股即便业绩稳健，股价向上弹性也落后于其它板块。

图表 36：沪深两市 A 股流通市值和总市值（亿）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：银行股流通市值和总市值占 A 股比重



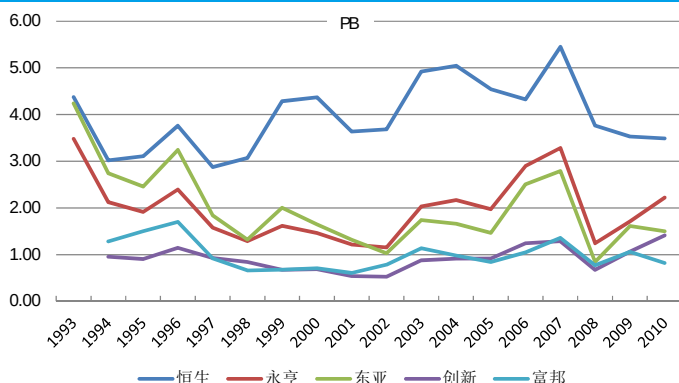
- 银行股未来大机会只存在于流动性大幅放松，在流动性不是很好的时候银行的价值更多体现在低估值下的防守。即便未来发现银行资产质量稳健，悲观预期修正，但流动性不具备支撑的环境下，银行股也难以重现持续远超大盘的反弹。

转型及创新看点

转型对估值的作用

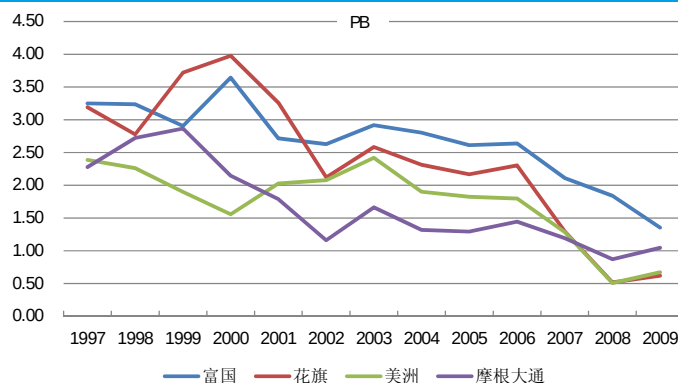
- 银行的溢价来自于模式创新，尤其是当这种模式创新能带来更高风险资本回报时。在快速创新的现代金融体系里，转型溢价成为银行价值的最主要组成部分。从各国银行的发展历史看，转型中的银行其估值水平可以是传统银行的 2-3 倍。

图表 38：香港市场中恒生银行的 PB 估值溢价



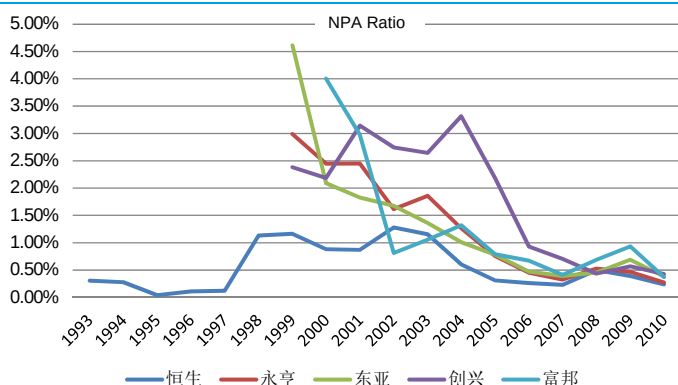
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 39：美国市场中富国银行的 PB 估值溢价



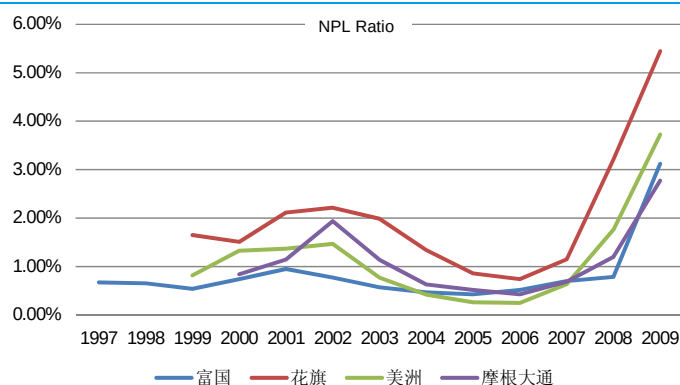
- 银行转型的两大方向：一是零售化，专注于个人和中小企业客户传统业务应对利率市场化和脱媒威胁；二是全能化，追求综合性、多元化的业务结构，通过投资银行和资本市场业务扩张分享直接融资市场的发展。
- 从完整的周期来看，只有零售银行才能获得持续的溢价。市场对零售化和全能化都给过高溢价，零售银行估值提升的契机在于利率市场化推进以及金融脱媒加剧，全能银行估值提升在于经济快速发展以及抢占市场份额实现的高速增长。典型高溢价零售银行如香港的恒生银行和美国的富国银行，零售业务的弱周期性使得其估值溢价始终存在；全能银行的代表花旗银行也曾在 1998-2000 年获得了极高的溢价，但由于业绩顺周期波动幅度大，溢价很不稳定，在经济衰退期间下滑尤为明显（如 2001 年和 2008 年，08 年甚至变成了估值折价）。
- 专注于熟悉的业务，规避掉“灾难性”的风险。零售银行优势在于资金成本低，专注于现有风险控制体系成熟的零售贷款领域（包括个人和小企业），无需冒未知风险就能赚钱；而全能银行越来越需要涉足高风险的复杂业务（如资产证券化等）才能获得较高的回报。在年景好的时期，零售银行的不良率与其他银行差不多，体现不出优势。但在坏年景其不良率上的优势就得到体现。

图表 40: 恒生银行 1999-2001 不良率优势明显



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表 41: 富国银行 2000-2001、2008-2009 不良率优势



明年的转型看点

- 贷款增速明年还是会表现出今年的趋同化特点, 我们更需要关注的是新增贷款的结构差异, 小企业贷款投放多的银行在息差上会体现出优势。目前的监管政策也鼓励贷款资源上提高对小企业的支持力度, 促使银行向零售业务转型。
- 小微专项金融债支持: 这个对银行利润贡献不大, 也不算在额外的信贷额度, 更多体现在存贷比节约, 一定程度改善信贷投放被存款流失和日均存贷比考核绑架的现状。
- 目前各家银行拟发的小微专项金融债发行规模: 中行 300 亿、交行 450 亿、民生 500 亿、招行 200 亿、兴业 300 亿、浦发 300 亿、深发展 400 亿、北京 200 亿, 其中民生的已经获批。其余各家上市银行也在申请准备中。

图表 42: 小微专项金融债发行对上市银行存贷比优惠及利润影响

单位: 百万	简单测算存贷比(3Q11)	中小或小微企业贷款余额(1H11)	中小或小微企业占比	备注	小微企业专项金融债拟发行	专项金融债占小微企业贷款比	存贷比优惠	新增净利润占比	资本充足率下降
招行	76.5%	113,970	7.1%	银监口径小企业					
民生	75.5%	207,649	17.9%	商贷通	50,000	24.1%	3.3%	0.26%	0.26%
浦发	72.4%	559,300	43.7%	中小企业	30,000		1.7%	0.20%	0.18%
华夏	72.8%	113,233	19.6%	银监口径小企业					
中行	78.4%	323,970	5.2%	银监口径小企业	30,000	9.3%	0.4%	0.02%	0.04%
建行	65.1%	825,899	13.0%	银监口径小企业					
交行	79.3%	119,700	4.8%	银监口径小企业	45,000	37.6%	1.4%	0.11%	0.15%
工行	62.6%								
农行	56.5%	490,091	8.9%	银监口径小企业					
兴业	75.6%	79,251	8.3%	银监口径小企业	30,000	37.9%	2.4%	0.23%	0.21%
深发展	73.1%	34,000	7.4%	小微企业	20,000	58.8%	3.2%	0.19%	0.29%
中信	74.0%	87,050	6.3%	银监口径小企业					
光大	73.6%	146,900	17.0%	中小企业					
北京	63.5%	136,135	34.7%	中小企业	20,000		3.2%	0.56%	0.42%
南京	61.3%	22,635	23.1%	银监口径小企业					
宁波	68.4%	12,932	11.1%	银监口径小企业					
Sum					451,000		0.8%	0.05%	0.10%

假设: 1) 其它大行和股份制小微金融债平均发行规模为 300 亿, 南京和宁波平均 80 亿

2) 新增小微企业贷款收益率为 8.5%, 金融债成本 5.5%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 另一个看点是小微条线向高端延伸。根据招行《2011 中国私人财富报告》调查结果, 企业主占到国内高净值人群的 61%。高端客户一方面能带来更高的存款派生, 这是对未来存款放缓趋势的提前应对; 另一方面是高端客户交叉销售率高, 能够提供更多的中间业务附加值。

投资策略与选股

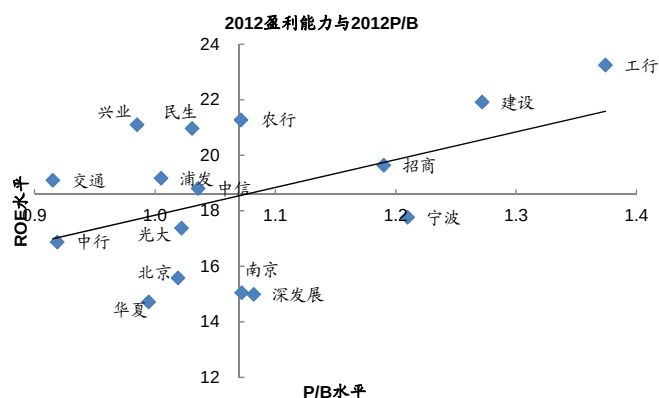
投资策略

- “经济减速+政策适度放松”背景下，银行业绩高增长动力逐步放缓，资产质量正常化和量稳价稳的行业走势中，银行的估值水平难有提高。更重要的是全流通背景下，大盘股估值提升除了业绩驱动外，更多的还得考虑资金面的宽松程度。对于明年银行股的股价表现，我们认为主要还是依靠业绩增长拉动，对估值修复持保守态度。维持对银行业的“增持”评级。
- 业绩符合预期的可能较大：对量和价的判断上，市场不存在较大分歧；资产质量上，明年政府换届（政治上保持稳定），经济也是以稳为主，信贷成本较大可能和今年保持平滑。对于 2012 年上市银行净利润增速，我们判断在 18%-20%，其中规模贡献 15%，息差贡献 0-2%，非息收入贡献 2%，成本收入比下降贡献 1%。

选股逻辑

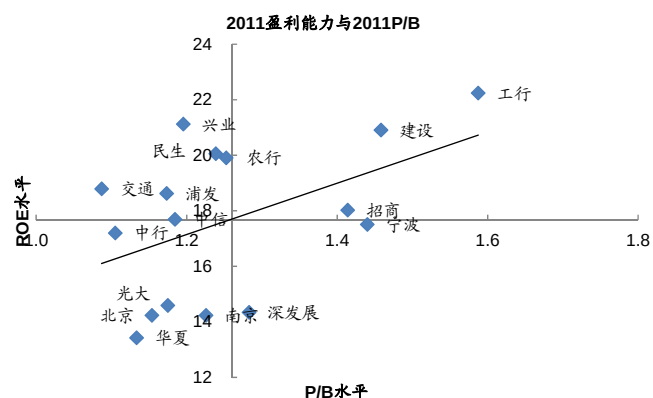
- 我们的选股标准是：1）资金成本低，能够抵御未来吸存难度加大趋势的银行；2）贷款定价转移能力强，小企业目标定位明确，契合政策扶持方向的银行；3）具备超越行业平均水平的子板块。综合而言我们推荐“民生、招行、农行、南京”
 - 民生是基于明确的小微银行定位，新增信贷资源一半以上投向小微企业，这是其它跟进小企业市场的银行所做不到的（这里不推荐宁波是因为区域局限较大，风险控制上不如全国性银行）；
 - 招行是基于高端零售银行优势明显，高端客户粘性大，银行卡沉淀存款比例高；
 - 农行的县域网点多，城市存款吸收难度增加但县域存款潜力大，并且 12 年 1 月至 13 年 7 月之间是大小非解禁真空期。
 - 南京的债券前 3 季度浮亏了 2 亿（交易类浮亏 4000 万计入损益，其余是可供出售计入资本公积部分），到目前已经浮盈。债券配置 3 季度基本完成，久期增加到 10 年以上，债券收益率进一步下行对公司业绩弹性更大。

图表 43: 上市银行 2012 盈利能力与 PB 估值

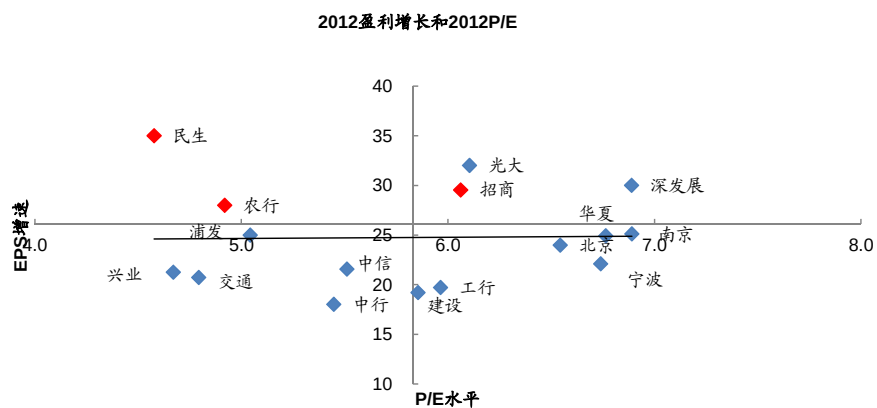


来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表 44: 上市银行 2011 盈利能力与 PB 估值



图表 45: 上市银行盈利增长和 PE 估值



来源: 公司数据, 国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B