

暗流涌动 波澜不惊

行业年度报告

◆ 2012 年行业基本面 “量稳价平”，景气度略有回落

2011 年是银行业盈利景气高点，基本面表现为“量稳价升风险平”。2012 年银行业基本面将呈现“量稳价平”态势，传统存贷业务是基础，但盈利更趋多元化：信贷规模稳步增长，资金业务仍然较为活跃；息差同比表现将平稳，但环比在上半年或将见顶，周期性回落和结构性提升潜力交织；中间业务收入占比继续扩大，但高基数下增速略缓；资产质量面临宏观经济波动的风险，但银行体系风险缓释能力强，预计不良率温和反弹，信用成本有所上升。我们预计行业盈利增速在 2012 年放缓至 19%，中小银行盈利增速仍能维持在 20% 以上。

◆ 信用风险和负债来源是 2012 年两大经营挑战

明年银行业将在信用风险和负债来源方面面临考验：一是信用风险。GDP 增速回落带来的企业利润下降和房地产价格波动风险尚未释放；同时明年货币条件的松动将较为有限。尽管局部风险暴露尚不至于明显冲击银行体系，但需警惕宏观经济的系统性风险。二是吸存压力。负利率环境明年会缓解，但不会根本扭转，银行对存款和资金的争夺战会继续上演。这种争夺一方面依靠强大的渠道和服务；另一方面依靠业务的创新。在选股上，风险和负债基础是两大要件。

◆ 深度折价反应悲观预期，基于盈利增长的绝对收益可期

尽管周期性因素影响的行业景气度略降，但目前银行股估值已经反应悲观预期。银行股在盈利景气高点时并未享有溢价，却因诸多宏观和行业政策影响而出现深度折价，盈利与估值严重背离。目前四大行股息收益率已显著高于一年期定存率和国债收益率。基于银行业尚属稳健的盈利水平以及深度折价，我们维持对行业买入的投资评级，明年看 20% 以上的绝对收益空间：主要来自行业自然的盈利增长；其次来自估值的小幅修复。

选股上注重盈利增长与估值的平衡，风险、负债与转型潜力是主要选择要件。基于此，推荐中小银行组合：招商银行、民生银行、南京银行、华夏银行。

◆ 风险分析：

我们的观点已基于悲观的预期，但并非极端的预期。在宏观经济出现极端的系统性风险时，银行亦难幸免。

买入（维持）

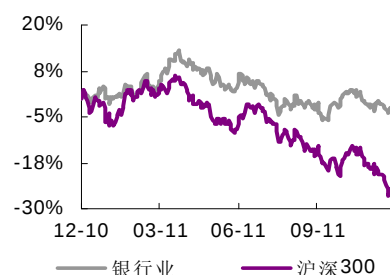
分析师

沈维 (执业证书编号：S0930510120026)
021-22169121
shenwei@ebcn.com

联系人

何益臻
021-22169329
heyz@ebcn.com

行业与上证指数对比图



证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
600016	民生银行	6.01	0.66	0.96	1.24	9.1	6.3	4.9	买入
600036	招商银行	11.63	1.19	1.62	2.07	9.7	7.2	5.6	买入
601009	南京银行	9.37	0.78	1.08	1.43	12.0	8.7	6.6	买入
600015	华夏银行	11.35	0.87	1.23	1.65	13.0	9.2	6.9	买入

目录

主要结论:	5
一、温故知新, 2012 两大经营挑战	5
1.1、2011 是周期性的行业景气高点	5
1.1.1、2011 年银行股在超预期业绩与偏紧政策中波动	5
1.1.2、2011 年是银行业周期性的景气高点	6
1.2、2012 年挑战一之“风险”	7
1.2.1、面临经济波动考验, 景气度高位回落	7
1.2.2、货币条件松动有限, 异于 2008 年	8
1.3、2012 年挑战二之“负债(存款)”	9
1.3.1 负利率制约存款增长, 存款瓶颈凸显	9
1.3.2 金融工具创新加速脱媒进程	10
1.3.3 低成本资金占比下降	11
1.3.4 存款准备金率面临多次下调以缓解流动性	12
1.4、2012 年行业监管利空渐淡	13
二、行业景气度高位回落, 2012 年“量稳价平”	14
2.1、量稳, 但非关键变量	15
2.2、价平: 息差同比持平, 环比上半年或见顶	16
2.2.1、信贷: 周期性回落压力与结构性提升潜力交织	16
2.2.2、同业: 市场化利率顺周期, 随 GDP/CPI 下行	17
2.2.3、成本: 吸存压力难有趋势性缓解	17
2.2.4、存准率下调将利好息差	18
2.3、中间业务收入: 占比将继续扩大	19
2.4 资产质量: 不良率承压, 但风险缓释能力较强	19
2.4.1 不良率改善放缓, 关注和逾期贷款开始反弹	19
2.4.2 需警惕的是系统性风险	20
2.4.3 银行的风险缓释能力强: 客户选择、利润、拨备和资本	21
2.4.4 预计不良率温和反弹, 信用成本有所上行	22
三、投资策略与个股推荐	23
3.1、银行股深度折价反映悲观预期, 维持买入评级	23
3.2、推低估值的优质中小银行	24
3.2.1、招商银行(600036)	25
3.2.2、民生银行(600016)	25
3.2.3、南京银行(601009)	26
3.2.4、华夏银行(600015)	26

图目录

图 1: 银行股全年在超预期的盈利增长和偏紧的货币政策中波动	6
图 2: 前三季度上市银行合计净利润同比增速高达 31.8%	6
图 3: 不断上调的存款准备金率制约了银行盈利资产扩张, 超储率降至历史最低	6
图 4: 2011 年 GDP 平稳较快增长, 通胀回升, 进入升息周期	7
图 5: 上市银行资产回报率处于历史最好水平	7
图 6: 2012 年 CPI 高位回落	8
图 7: 2012 年 GDP 增长温和放缓	8
图 8: 工业企业利润增速大幅回落	8
图 9: 房地产价格指数呈下滑趋势	8
图 10: 社会融资总量连续三年维持高位	9
图 11: 国内货币的超额供应尚未完全消化	9
图 12: 储蓄负利率下存款外流	10
图 13: 贷款增速快于存款增速, 存贷比小幅上升	10
图 14: 金融创新的加速分流了银行存款	11
图 15: 目前信贷仅占社会融资总量的 58%	11
图 16: 低成本资金占比逐年下降	12
图 17: 活期和储蓄存款占比下降	12
图 18: 人民币兑美元升值趋势减缓, 外汇占款增速将远小于今年	13
图 19: 明后两年年信贷增速平稳	15
图 20: 银行议价能力与市场流动性状况呈负相关关系	16
图 21: 中小企业占比高的银行息差相对较高	17
图 22: 同业利率波动呈顺周期	17
图 23: 票据利率和资金紧张程度负相关	17
图 24: 主流理财产品收益率在 3-8%, 高于存款成本	18
图 25: 目前同业资产和债券收益率均高于法储利率	18
图 26: 中间业务收入占比将继续扩大	19
图 27: 建行、工行、农行、民生、招行具备相对优势	19
图 28: 不良贷款和不良率趋势性双降, 但幅度已趋缓	20
图 29: 上半年逾期类贷款仅农行、华夏略下降	20
图 30: 上半年关注类贷款建行、招行、浦发、光大、北京、南京均小幅反弹	20
图 31: 全行业小企业贷款占比仅 19.1%	21
图 32: 上市银行抵质押和担保贷款占比约 75%	22
图 33: 预计不良贷款温和反弹	23
图 34: 预计 2012 年信用成本率继续上升	23
图 35: 银行业市盈率估值已是历史最低, 深度折价已反映悲观预期	24
图 36: 银行业市净率也是历史最低	24
图 37: 银行股股息收益率显著高于 10 年期国债和定存	24

表目录

表 1: 公开市场操作空间有限	13
表 2: 行业监管利空得到充分释放	13
表 3: 各银行 2007 至 2010 年经历了一个黄金时期	14
表 4: 上市银行归因分析, 规模的贡献度较为稳定	16
表 5: 制造业、房地产业和基建领域贷款占比高达 60%以上	20
表 6: 银行抵御风险的主要指标, 利润、拨备和资本是其三道屏障	22
表 7: 预测明年行业盈利增速 19%, 中小银行超过 20%	23
表 8: 招商银行业绩预测和估值指标	25
表 9: 民生银行业绩预测和估值指标	25
表 10: 南京银行业绩预测和估值指标	26
表 11: 华夏银行业绩预测和估值指标	27
表 12: 上市银行业绩预测和估值指标	28

主要结论：

维持行业买入的评级。基本面看，明年银行业“量稳价平”；传统存贷业务是基础，但盈利更趋多元化。(1) 信贷规模稳步增长，假设全年新增人民币信贷 8 万亿，对应 14-15% 的信贷增速；资金业务仍将较为活跃。(2) 由加息以及议价能力提升带来的息差回升空间在 2011 年已基本释放。尽管流动性不会发生大范围的松动，但在政策微调基调下，我们判断明年整体的资金供求紧张格局会略好于今年，银行贷款议价能力有回落压力；但在内外部动力的推动下，银行体系中小和小微企业贷款占比将继续提升，部分抵消贷款议价能力回落的影响。(3) 金融脱媒化有所加剧，银行业转型大趋势下，中间业务收入仍将保持较快的增速。

明年银行业将在信用风险和负债来源方面面临考验：(1) 资产质量的风险。GDP 增速在持续回落，企业利润仍在下降的通道中；此外，房地产领域和地方融资平台领域的压力仍未释放。(2) 吸存压力。负利率环境明年会缓解，但不会根本改变，银行对存款和资金的争夺战会继续上演。这种争夺一方面依靠强大的渠道和服务；另一方面依靠业务的创新。这种竞争并不完全体现为资金成本的上升。在选股上，风险和存款仍是两个重要的要件。

尽管周期性因素影响的行业景气度有所下降，但是目前银行股的估值已经充分反应了悲观的预期。银行股在盈利景气高点的时候并未享受到应有的估值溢价，反因诸多宏观经济和行业政策的影响而出现深度折价。盈利与估值发生严重背离，目前的估值水平低于 2008 年金融危机时期。基于银行业尚属稳健的盈利水平以及当前的深度折价，我们维持对行业买入的投资评级，明年看 20% 以上的绝对收益空间：主要来自行业自然的盈利增长。其次可能来自估值的小幅修复。

我们的观点已基于悲观的预期，但并非极端的预期。在宏观经济出现极端的系统性风险时，银行亦难以幸免。

风险提示：宏观经济波动的系统性风险。

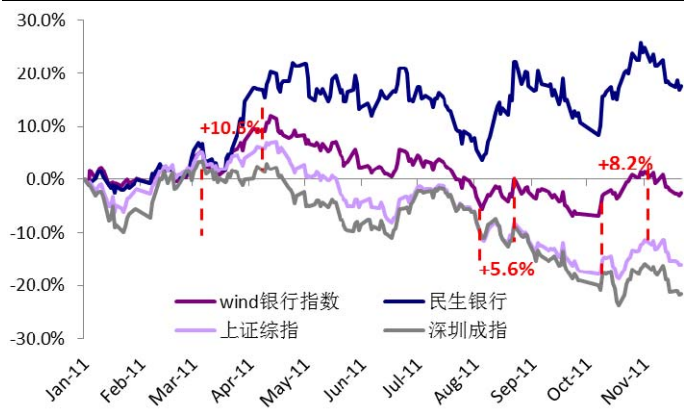
一、温故知新，2012 两大经营挑战

1.1、2011 是周期性的行业景气高点

1.1.1、2011 年银行股在超预期业绩与偏紧政策中波动

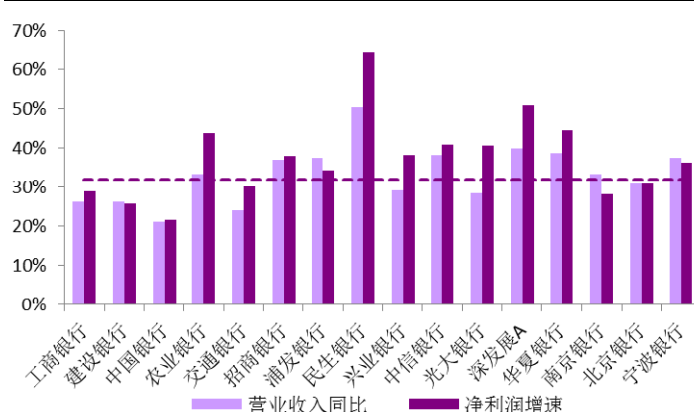
回顾 2011 年，银行股全年在超预期的盈利增长和偏紧的货币政策中波动。2011 年，GDP 保持了平稳较快增长，各项资产质量指标整体仍趋向改善，尽管幅度趋缓；加息和偏紧的资金供求格局带动银行贷款议价能力的大幅上行，加之票据和同业等市场化利率亦明显走高，息差上行成为业绩的重要推手。前三季度上市银行合计净利润同比增速高达 31.8%，超预期的盈利增长主导了 2011 年银行股的阶段性行情，今年银行股的几次较大幅度的上涨均在其定期报告披露前后。

图 1: 银行股全年在超预期的盈利增长和偏紧的货币政策中波动



资料来源: wind

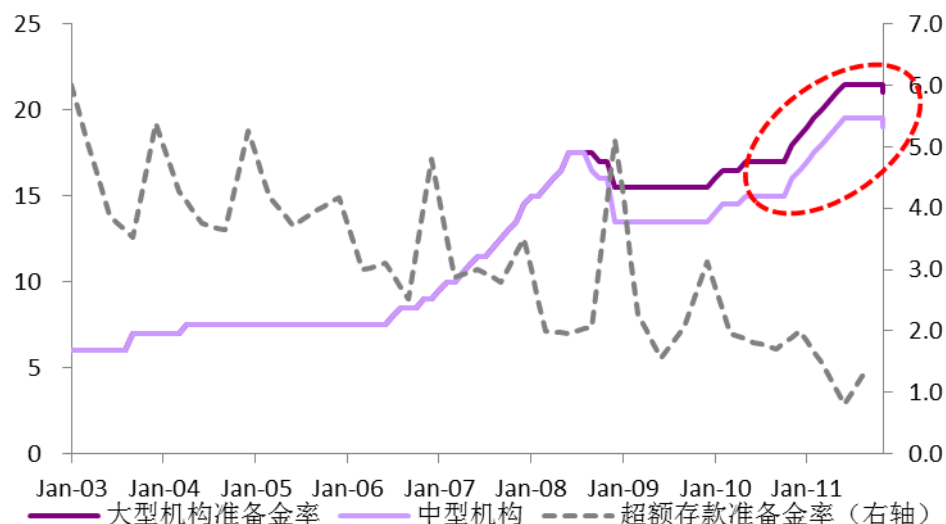
图 2: 前三季度上市银行合计净利润同比增速高达 31.8%



资料来源: wind

不过通胀压力下偏紧的货币政策仍制约着银行股的持续表现，尤其是不断上调的存款准备金率制约了银行盈利资产扩张，市场流动性不足也影响了银行股的估值提升。此外，对地产和融资平台贷款风险的担忧仍然挥之不去。

图 3: 不断上调的存款准备金率制约了银行盈利资产扩张，超储率降至历史最低



资料来源: wind

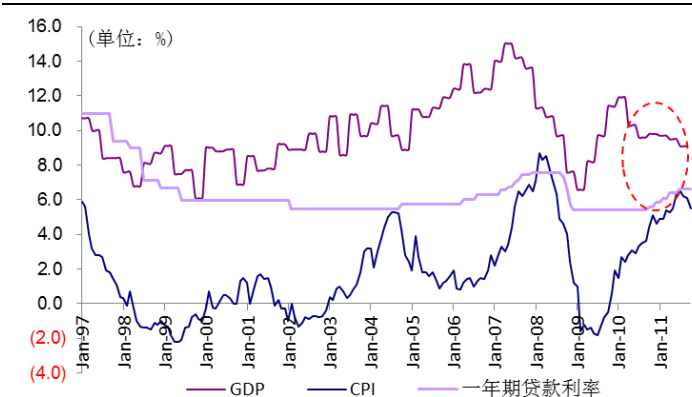
1.1.2、2011 年是银行业周期性的景气高点

银行业是典型的双周期行业，其基本面盈利表现与宏观经济和货币政策周期有极大相关性。因为不同的经济和利率周期特征对银行业的息差、规模和信用成本等主要盈利驱动因素的作用迥异。且在规模、息差和信用成本这三个主要的周期性因素中，由于平均余额口径的平滑作用，规模对业绩增长的贡献度相对平稳，波动不大。息差和拨备的周期性波动更为显著。

2011 年银行业基本面呈现“价升量稳风险平”的态势，收入和利润增速在 2010 年的高基数上继续快速增长。在加息累积效应、贷款议价能力提升以及同业和票据利率走高的共同作用下，息差上行成为 2011 年银行业业绩的主要推手。尽管银行吸存成本有所上升，但并不完全在息差中体现。此外，信贷资产质量变动滞后于经济周期，实际不良贷款净生成率仍处于低位。前三季度上市银行合计收入和净利润同比分别增长 28.8% 和 31.8%，各项指标均处于历史的最好

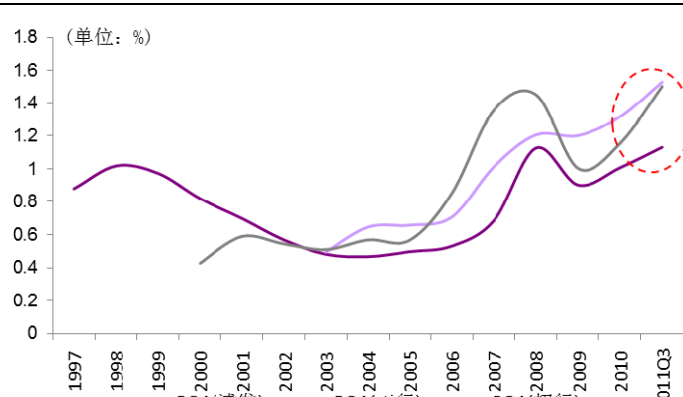
水平。

图 4：2011 年 GDP 平稳较快增长，通胀回升，进入升息周期



资料来源：wind

图 5：上市银行资产回报率处于历史最好水平



资料来源：wind

1.2、2012 年挑战之一“风险”

展望 2012 年，信用风险与负债来源将是银行业面临的主要挑战，也是影响全年业绩表现的关键因素。宏观经济的不确定性使商业银行资产质量的系统性风险加大。近年来中国银行业信用状况总体稳定并呈持续改善态势，资产质量各项指标处于历史最好水平。随着监管及银行自身管理体制的不断完善，拨备基础和资本水平不断提升，资产质量的局部风险暴露尚不至于对银行体系造成显著影响。

需要警惕的是宏观经济系统性风险。一是经济增速下行周期中，伴随通胀回落，企业盈利状况恶化导致还款意愿和还款能力下降，银行表内信贷以及担保、承诺等表外业务风险将同时加大。二是 2009 年超常信贷投放导致信贷结构失衡，地方融资平台和房地产行业的集中度风险上升，尤其是房地产调控带来的房地产及相关行业波动给银行资产质量带来的压力。

与 2008 年面临的情形不同，货币条件的再度放松面临诸多制约，刺激后的再刺激可能顾虑重重。我们预计 2012 年货币条件的松动将是有限的：一是支撑前期通胀不断走高的国内货币超额供应的因素尚未完全消化；二是外围经济下行风险仍存，海外亦有再次量化宽松的可能性；三是政策将主要着眼于长期的可持续增长，短期在于托经济的底部。

1.2.1、面临经济波动考验，景气度高位回落

根据光大宏观的预测，2012 年 GDP 增速从今年的 9.2% 下滑至 8.5%。一方面世界主要发达经济体疲软依旧。美国经济仍将继续缓慢复苏，而欧元区由于财政和信贷紧缩效果叠加或将陷入温和衰退，这使得外围经济下行风险存在。外需的持续减弱使得净出口对 GDP 向下的拉动幅度将进一步扩大。国内方面，消费在 2012 年难有大的变动，而房地产调控政策持续将带来房地产投资增速的下降，制造业投资也会温和放缓。不过基建投资会在政策刺激下低位回升，一定程度抵消房地产投资下滑的不利影响。经济下行过程中，通胀呈趋势性回落。10 月 CPI 同比增速已回落至 4.2%，预计明年上半年通胀将维持今年年末的下行趋势，然后因基数效应及宏观经济层面因素而缓慢升高。

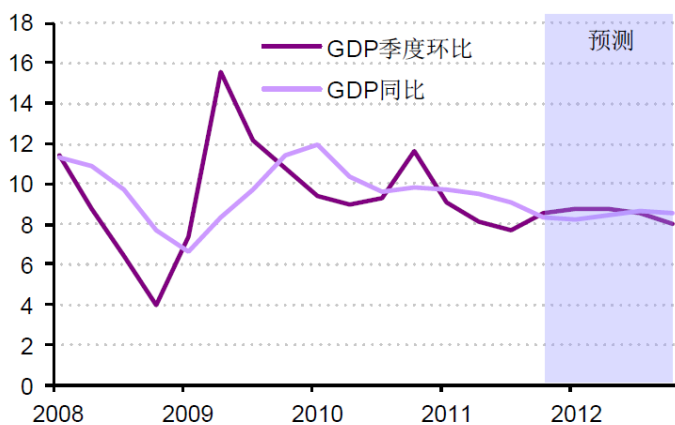
与经济回落和通胀下行伴随的是企业利润增速的下降。今年在外围经济疲软和紧缩的货币政策下，工业企业利润增速从 2010 年初的高点开始显著下滑，截

止今年9月工业企业利润累计同比增速27%，已接近08年经济危机初的水平，并且趋势仍在下滑中。此外，伴随着持续的房地产调控，房地产价格指数已出现明显下行趋势，而预计房地产调控政策在2012来了仍难有显著的松动。企业盈利增速下滑和房地产价格波动施压于银行资产质量。

图 6：2012 年 CPI 高位回落

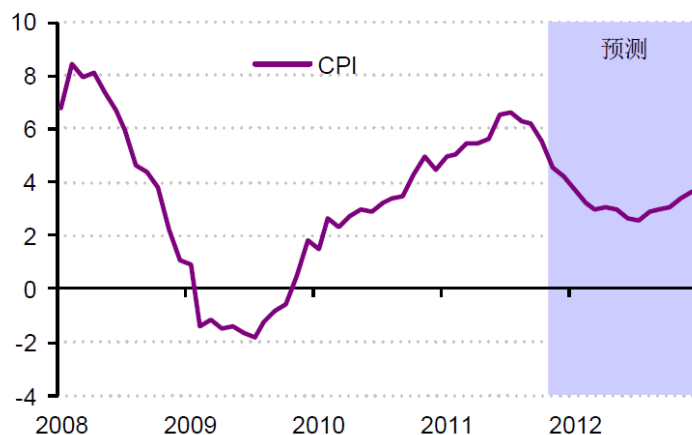
图 7：2012 年 GDP 增长温和放缓

GDP增速（%，年率）



资料来源：wind

同比变化率（%）

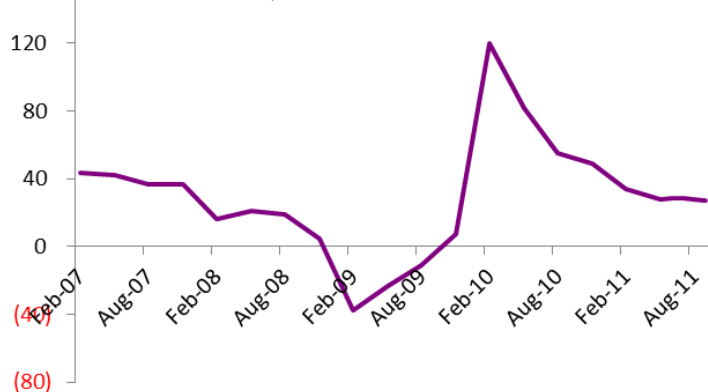


资料来源：wind

图 8：工业企业利润增速大幅回落

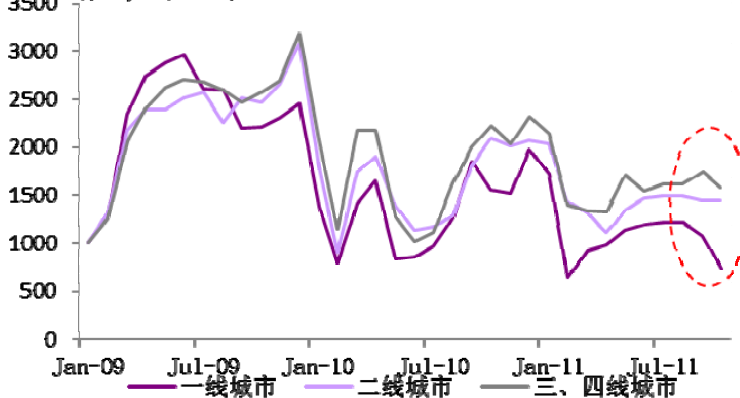
图 9：房地产价格指数呈下滑趋势

工业企业利润累计同比明显下滑（%）



资料来源：wind

房地产价格指数



资料来源：wind

1.2.2、货币条件松动有限，异于2008年

在经济增速与通胀双回落的背景下，政策已开始“预调微调”，试图在“保增长”和“稳物价”之间达到平衡。10月末，在GDP增速和通胀双回落的背景下，政策出现“微调”。10月最后几日部分大行信贷放量，当月新增信贷规模达5868亿元，较9月大幅增长1168亿元。11月9日和16日央行连续2周下调一年期央票发行利率，累计幅度9.65bp。在外汇占款三年来首现负增长后，央行于11月末意外的降低存款准备金率0.5个百分点，以对冲外汇占款的减少。

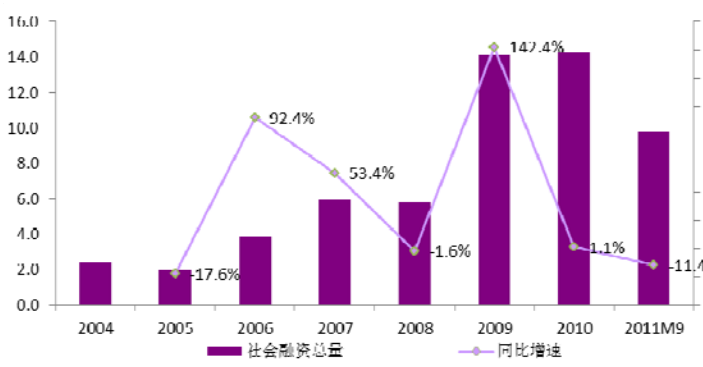
与2008年面临的情形不同，货币条件的再度放松因面临诸多制约而空间有限。一是国际经济形势和环境复杂多变、海外仍有再次量化宽松的可能；二是国内通胀绝对水平仍处高位，2009年以来未应对金融危机而超常规发行的货币仍需要较长时间的消化；三是政策本身将更着眼于长期的可持续增长，短期仅在托经济的底部。

从最新的 10 月份数据观察，经济仍在下滑通道中。工业生产继续放缓，10 月份规模以上工业增加值跌至 12.4%，是自 2009 年 9 月以来的最低值。固定资产投资也持续回落。经济增长趋势性下行，尽管政策开始微调，但因力度和空间有限，短期内难以扭转经济运行的大方向。

此外，09 年至今社会融资总量已连续三年维持高位。09 年社会融资总量达到 14.27 万亿，较 08 年大幅增长 142%，并且 2010 年在高基数上仍小幅增长 1.1%。今年前三季度在监管层的主动调控下，社会融资总量同比下降 11.4%，但绝对量仍然远高于 2009 年以前的水平。4 季度在政策的预调微调的背景下，全年社会融资总量较去年仅会小幅下降。

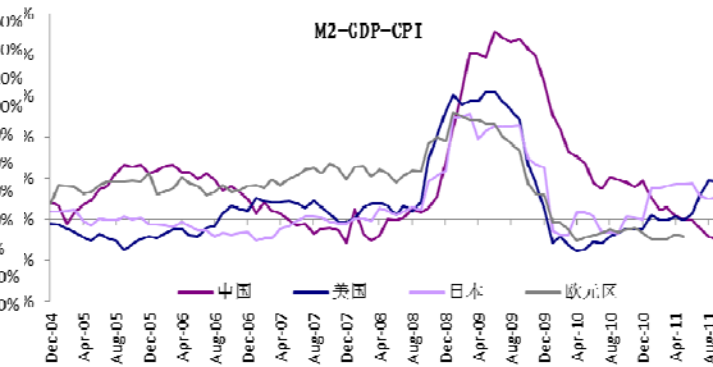
以 M2 增速减去实际 GDP 增速和 CPI 增速来衡量，我们会发现从 09 年开始我国货币的相对供给量远高于世界其他主要经济体（各国统计 M2 的口径有所不同，但不影响对该指标趋势的判断）。我们预计货币政策的松动主要表现在信贷增量会在今年的基础上略有提高，并且继续下调存款准备金以对冲可能面临的流动性风险。尽管 2012 年通胀压力减弱，但仍会与目前一年期定存利率 3.5% 的水平接近。

图 10：社会融资总量连续三年维持高位



资料来源：wind

图 11：国内货币的超额供应尚未完全消化



资料来源：wind

1.3、2012 年挑战二之“负债（存款）”

2011 年银行业的存款竞争已然十分激烈，一方面是负利率环境驱动存款外流，另一方面是严厉的贷存比考核机制。各类理财产品发行成为银行业争夺存款和资金的主要方式。2012 年，我们预计存款竞争格局仍难有明显缓解。一方面，尽管通胀水平开始回落，但考虑劳动力成本上升、资源价格改革等长期结构性因素，长期通胀率仍可能保持在 4%-5% 的水平，储蓄负利率状况难以根本性扭转。另一方面，人民币升值预期减弱使得外汇占款增速趋势性下降也施压于存款增长。此外，金融工具的创新加速金融脱媒，这对银行传统的存贷业务带来挑战，存款替代品不断增多。

1.3.1 负利率制约存款增长，存款瓶颈凸显

从历史数据观察，储蓄存款增速与通胀水平之间存在明显、稳定的负相关关系。货币政策通常滞后于物价变动，控通胀措施会引致货币供应的收缩；此外，储蓄替代品吸引力增强使存款流出银行体系。截至今年 10 月存款同比增速已从 09 年最高的 29% 下降至近 10 年的最低值 13.6%。近几年贷款增速已快于存款增速，贷存比的下降趋势在 08 年之后停止并逐渐开始缓慢的回升，存贷比由 08 年底的 64% 缓慢上升至今年 10 月的 67.5%。

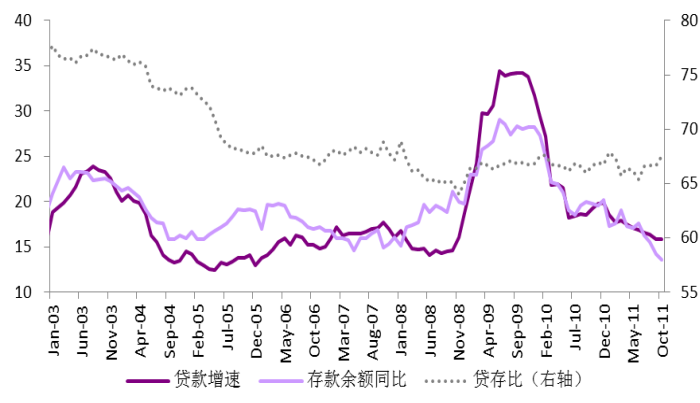
负利率环境下，银行存款不仅面临来自非银行金融机构的激烈竞争，同时在银行体系内部，由于严格贷存比监管，大行存款也面临来自中小银行的争夺。由于存款利率的非市场化，大量发行理财产品成为银行参与存款竞争的最重要方式，理财产品的频繁进出使得存款的季节性波动也较以往更为强烈。

图 12: 储蓄负利率下存款外流



资料来源: wind

图 13: 贷款增速快于存款增速，存贷比小幅上升

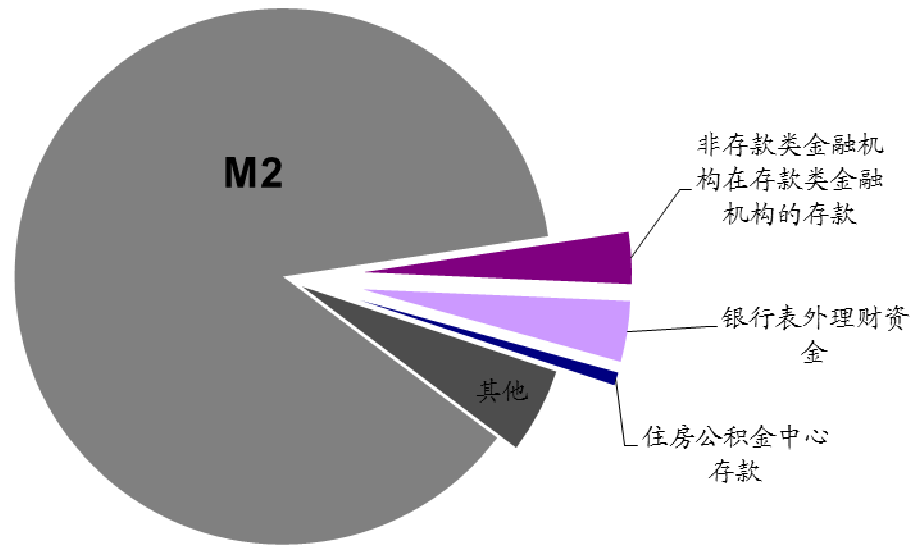


资料来源: wind

1.3.2 金融工具创新加速脱媒进程

金融工具的创新不断使企业与居民投资渠道日渐丰富，分流了部分企业与居民的存款，这种负债端的“脱媒”主要表现在（1）非存款类金融机构在存款类金融机构的存款，包括信托公司、租赁公司、证券机构、保险机构在存款类金融机构的活期和定期存款。央行第三季度货币政策执行报告显示，今年9月末该项存款为2.8万亿元，比年初增加5499亿元，同比增长31.9%。（2）住房公积金中心存款，这部分存款能够在支取时或以住房公积金贷款的形式构成对实体经济的货币供应。9月末，该存款余额为6992亿元，比年初增加1130亿元，同比增长39.0%。（3）银行表外理财资金，这部分直接分流了银行存款，是商业银行竞争客户资金资源的重要方式。9月末，商业银行表外理财产品余额为3.3万亿元，比年初增加9275亿元，同比增长45.7%。（4）其他还包括境外金融机构在境内的存款、货币市场基金、资金信托投资计划、银行承兑汇票等。今年10月M2同比增速12.9%，存款同比增长13.6%，远低于银行表外理财资金以及非存款类金融机构存款的增幅。

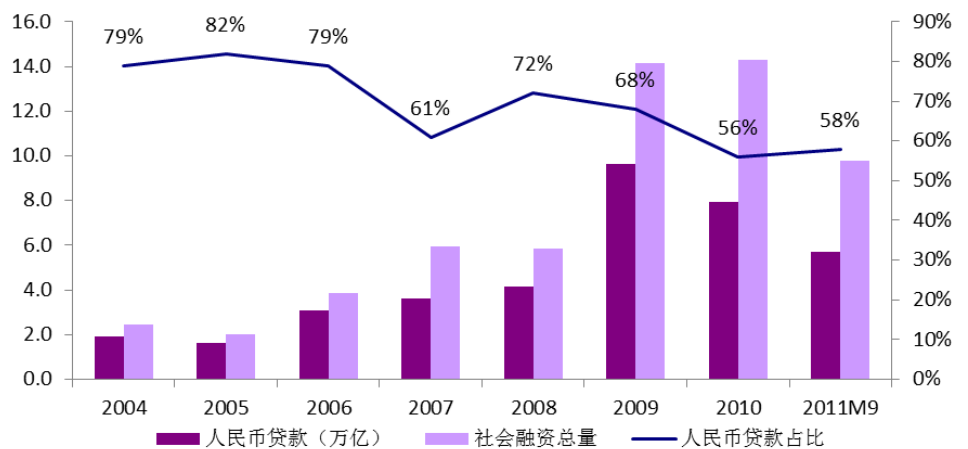
图 14: 金融创新的加速分流了银行存款



资料来源: wind

企业融资的多元化也加速了银行资产端的“脱媒”。尽管信贷仍是企业主要资金来源，但其占社会融资总量的比重已经从 05 年的 82% 下降至今年 3 季度的 58%，取而代之的是委托贷款（10.9%）、债券融资（8.6%）等表外融资以及尚不纳入社会融资总量统计的民间借贷等方式的迅速发展。

图 15: 目前信贷仅占社会融资总量的 58%

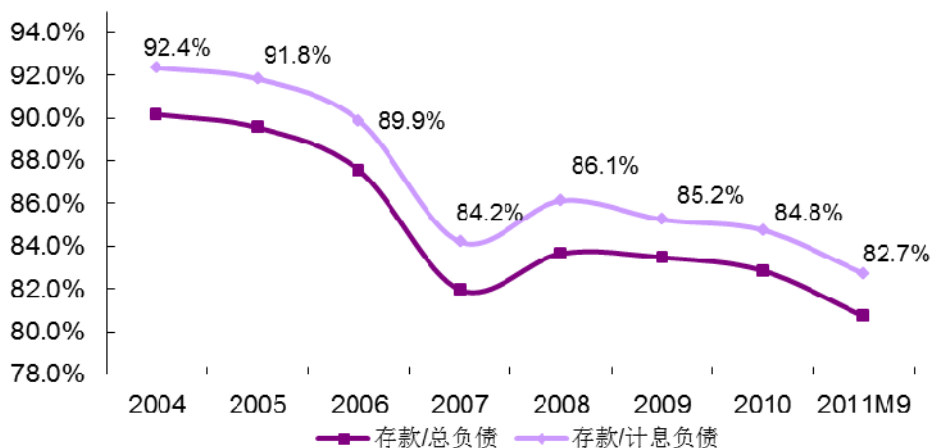


资料来源: wind

1.3.3 低成本资金占比下降

由于利率管制的存在，存款是银行低成本资金来源，存款增速的减缓使得银行面临负债成本上升的压力。存款占银行计息负债比重呈下降趋势。以上市银行（不含农行）合计口径，作为低成本资金来源的存款占银行计息负债比重由 2004 年的 92.4% 降至 82.7%。

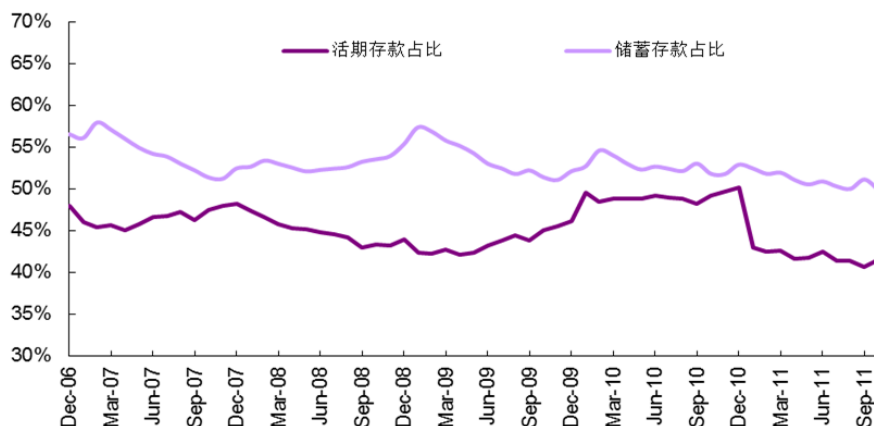
图 16: 低成本资金占比逐年下降



资料来源: wind

此外,我们观察到活期存款占比和储蓄存款占比均呈现的下滑趋势。活期存款占比由06年底的48%下降至目前的41%左右;储蓄存款占比由06年底的57%下降至目前低于50%的水平。

图 17: 活期和储蓄存款占比下降



资料来源: wind

我们预计明年负利率环境会有所缓解,但不会根本改变。银行对存款和资金的争夺战会继续上演。这种争夺一方面依靠强大的渠道和服务。另一方面依靠业务的创新。这种争夺并不完全体现为成本的上升。因此,在选股上,风险和存款仍是两个重要的要件。

1.3.4 存款准备金率面临多次下调以缓解流动性

由于信用风险和流动性风险的加大,预计明年央行仍面临多次的存款准备金率下调。一方面,明年公开市场央票和正回购到期量锐减,央行公开市场操作空间有限。另一方面,人民币兑美元升值趋势减缓,外汇占款增速将远小于今年,决策层有可能通过继续下调存款准备金率来为银行间市场提供流动性。

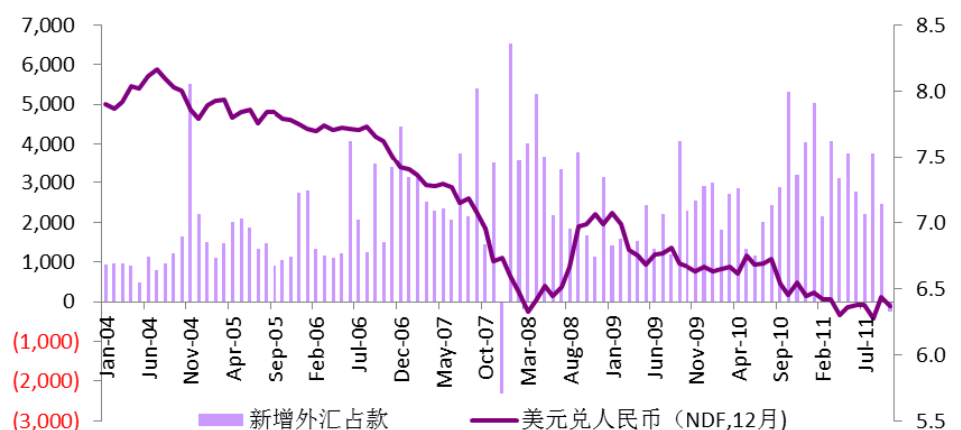
我们测算准备金每下调1%将释放流动性超过7000亿元,目前大行准备金率为21%,中小银行为19%,准备金率的下调将使银行盈利资产得到扩张,目前同业资产和债券收益率均高于法储利率,将利好于息差,是促使明年银行股上涨的主要催化剂。

表 1: 公开市场操作空间有限

	央票到期	正回购到期	投放量合计	票据发行	正回购	回笼合计	净投放量
2007	36,103	6,995	43,998	40,571	11,555	53,026	-9,028
2008	31,326	35,790	67,116	42,960	33,250	76,210	-9,094
2009	44,060	38,020	82,080	38,240	41,710	79,950	2,130
2010	45,875	24,590	70,465	42,350	21,290	63,640	6,825
2011	31,750	26,250	58,000	14,090	24,790	38,880	19,120
2012	7,800	1,550	9,350				9,350
2013	10,340		10,340				10,340

资料来源: wind

图 18: 人民币兑美元升值趋势减缓, 外汇占款增速将远小于今年



资料来源: wind

1.4、2012 年行业监管利空渐淡

2010 年以来, 不断出台的严厉行业监管措施在帮助银行防范系统性风险的同时, 也带来了极大的再融资和拨备计提压力, 并成为压制银行股表现的一大因素。我们预计, 2012 年来自行业监管方面的利空将逐渐减弱。当前银行的监管措施已经较为充分, 并且部分监管政策已严于巴塞尔 III 的规定。

表 2: 行业监管利空得到充分释放

监管措施	内容	影响
资本管理办法	核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 5%、6%和 8%; 储备资本要求为 2.5%, 逆周期资本要求为 0-2.5%; 系统重要性银行附加资本为 1%。正常时期系统重要性银行核心和总资本充足率不低于 9.5%和 11.5%, 非系统重要性银行不低于 8.5%和 10.5%。	1.倒逼银行向资本集约经营模式转型; 2.对再融资的边际影响有限
流动性风险管理	四个主要指标: 流动性覆盖率 (不低于 100%)、净稳定融资比例 (不低于 100%)、贷存比 (不高于 75%) 和流动性比例 (不低于 25%)	促使商业银行调整自身资金结构, 有一定的缓冲期, 整体达标压力小。
杠杆率	商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于 4%	1.主流大中型银行均达标; 2.资本充足率之外对再融资无边际压力

日均存贷比	存贷比日均不得高于 75% 的监管标准，目前监管并不严格，但新上任的银监会主席尚福林多次表示要严格执行存贷款指标日均考核。	加剧存款竞争，抑制放贷；影响表外理财产品发行
票据业务	叫停商业银行为“逃规模”所做的不规范的票据业务	加强信贷管制，实体经济融资难度加大
理财产品	原则上不允许发行一个月及其以下期限的理财产品，并规范理财产品销售	增加部分银行年末考核难度，但银行已有所准备，影响有限
银信合作	融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%；2011 年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内。	1. 大部分已转入；2. 信贷类理财产品占比下降，固定收益类理财产品主导；
准备金范围	央行要求保证金存款开始缴纳存款准备金	弥补目前存款监管的一个漏洞，目前大行已缴存结束

资料来源：wind

二、行业景气度高位回落，2012 年“量稳价平”

银行业的规模扩张和盈利成长在过去 3-5 年中经历了一个黄金时期：07-10 年间，上市银行合计收入和利润复合增长率分别高达 17.1% 和 27.1%，其中浦发、华夏、民生过去三年盈利复合增速超过 40%。与此相对应的是规模的高速扩张，过去三年行业贷款总额和总资产的复合增速达到 21.2% 和 21.2%。

这一黄金增长期有其特定的宏观和行业背景：02-07 年间，国内经济高速增长，且经历了一次完整的加息周期；此外，主要商业银行经历了股改上市，制度红利的释放有力推动了业绩的成长。08-09 年间，金融危机影响下国内经济增长放缓，一系列保增长措施出台。超常的规模增长及拨备释放弥补了息差下行，使行业盈利保持了较高的增速。10 年至 11 年，政策由“保增长”转为“控通胀”，行业进入加息周期，并且信贷投放并未大幅度的削减。2010 年银行业整体收入和利润增速达 29% 和 33%。2011 年前三季度整体收入和利润增速达 29% 和 32%。

我们对 2012 年行业基本面的判断是：“量稳价平”：（1）信贷规模稳步增长，预计全年新增人民币信贷 8 万亿，对应 14-15% 的信贷增速；资金业务将更活跃。（2）息差同比表现平稳，环比或在上半年见顶。由加息以及议价能力提升带来的息差回升空间在 2011 年已基本释放。政策微调下，尽管流动性不会发生大范围的松动，但明年整体的资金供求环境会略好于今年，银行贷款议价能力有回落压力；但中小和小微企业贷款占比提升会部分抵消贷款议价能力回落压力。（3）中间业务收入仍将保持较快的增速。（4）资产质量面临宏观经济系统性波动的风险，但银行体系的风险缓释能力较强。预计明年不良率温和反弹，信用成本有所上升。

预计行业盈利增速在 2012 年放缓至 19%，中小银行盈利增速仍能保持在 20% 以上。

表 3：各银行 2007 至 2010 年经历了一个黄金时期

	营业收入	2007-2010 复合增长率		
		净利润	贷款总额	总资产
工行	14.4%	26.7%	18.6%	15.7%
建行	13.8%	25.0%	20.1%	17.9%

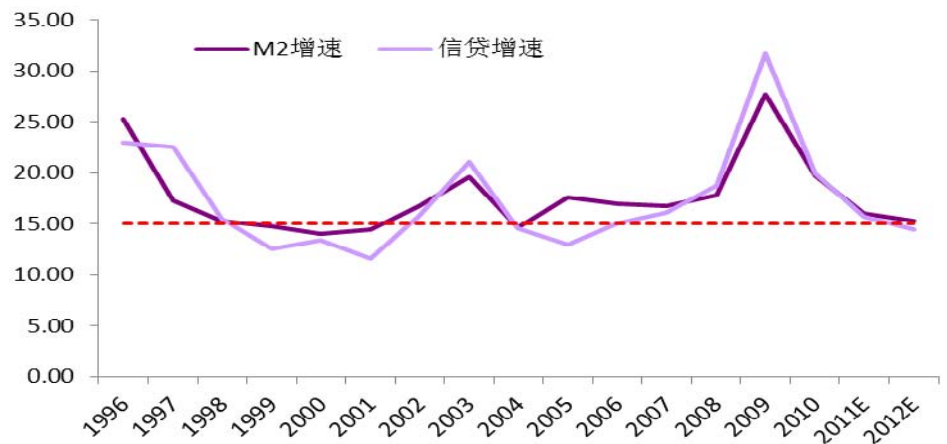
中行	15.3%	22.9%	25.7%	20.4%
农行	17.5%	29.4%	12.6%	24.9%
交行	18.7%	23.9%	26.5%	23.4%
招行	20.3%	19.1%	28.6%	22.4%
浦发	24.4%	51.6%	27.7%	33.8%
民生	29.4%	40.5%	24.0%	25.6%
兴业	25.4%	29.2%	28.8%	29.5%
中信	26.1%	37.4%	30.0%	27.2%
光行	21.0%	36.4%	23.1%	26.2%
深发展	18.6%	33.4%	22.5%	27.3%
华夏	19.7%	41.8%	19.9%	20.6%
南京	40.2%	36.5%	39.9%	42.8%
北京	27.0%	26.7%	28.6%	27.4%
宁波	38.1%	34.7%	40.7%	51.6%
合计	17.1%	27.1%	21.2%	21.2%

资料来源: wind

2.1、量稳，但非关键变量

2012 年通胀压力减弱，外需疲软需要政策放松刺激内需来保增长，明年的新增信贷会略有上升。我们预计 2012 年新增人民币信贷在 8 万亿左右，M2 同比增速在 14%至 15%，与上轮（1998~2007）稳健货币政策时期的均值相当。需要注意的是虽然 M2 增速绝对值较此前低，但由于金融创新的影响，M2 的统计口径有所低估。根据央行货币执行报告的表述，在加入金融创新等因素后，目前实际货币增速只比 1998 年至 2007 年的平均增速 15.9%略低，与实体经济的需要是基本相适应的。

图 19: 明后两年信贷增速平稳



资料来源: wind

实际上，尽管新增信贷规模一直是银行业绩增长最主要的驱动因素，但其贡献度相对平稳，波动小，这主要是由于平均余额口径上的平滑效应。在信贷回归常态后，增量规模已经不是业绩波动的关键变量。我们的业绩归因分析显示：

(1) 规模增长在 07-10 年间对业绩的贡献度分别为 17%、16%、18%和 17%，在信贷超常投放的 2009 年，其贡献度也仅比 2008 年提升 2 个百分点。(2) 息差与拨备呈现周期性波动，其中息差是波动最大的因素，在 07 年的升息周

期中，对业绩有正面贡献，但降息周期中的 09 年则成为业绩增长主要拖累；贷款减值准备的波动亦较大，09 年拨备释放成为业绩增长的主要来源；(3) 结构性因素的变动相对平稳。此外，历年来手续费收入的增长对业绩均产生小幅正面驱动。

表 4: 上市银行归因分析，规模的贡献度较为稳定

驱动因素贡献度	2007	2008	2009	2010
生息资产规模增长	17%	16%	18%	17%
净息差	16%	0%	-21%	3%
净利息收入	33%	16%	-3%	20%
手续费及佣金净收入	10%	4%	3%	5%
营业费用	7%	10%	-6%	0%
资产减值准备	10%	-18%	23%	-3%
营业利润	58%	17%	17%	31%

资料来源: wind

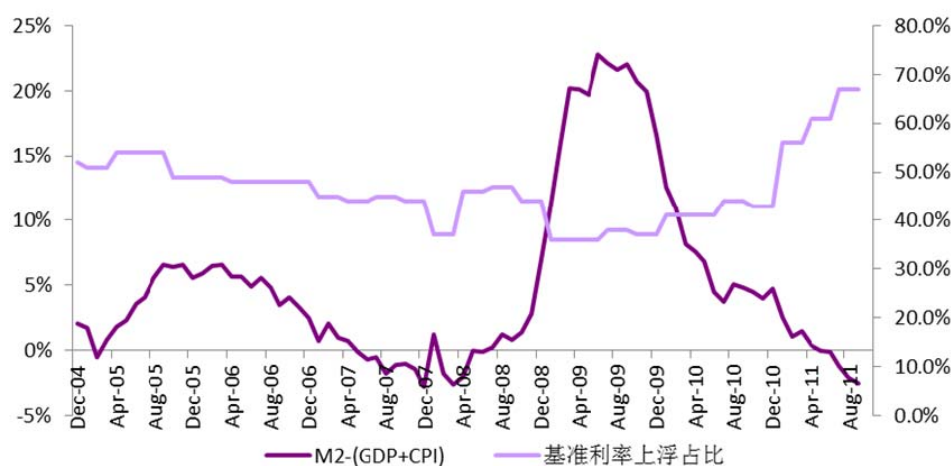
2.2、价平：息差同比持平，环比上半年或见顶

2.2.1、信贷：周期性回落压力与结构性提升潜力交织

息差是影响银行业绩波动的最主要因素。我们认为明年息差上行和下行因素并存，息差同比将与今年基本持平，但环比表现将于上半年见顶。从信贷类资产收益率来看，周期性回落压力与结构性提升潜力交织。

周期性回落压力体现在：一是除了按揭贷款在明年年初重定价外，升息周期中的重定价效应进入尾声。二是银行对同等客户的议价能力将触顶回落。这主要基于明年信贷供求紧张格局将较今年缓和的判断。一般而言，银行议价能力与市场流动性状况呈负相关关系。我们以 M2 增速与(GDP+CPI)增速的差额作为观察流动性的指标，目前该差额已经降为负值，在 12 年经济“保增长”的前提下信贷资金供求紧张格局将有所改善，银行议价能力较今年会减弱。

图 20: 银行议价能力与市场流动性状况呈负相关关系



资料来源: wind

结构性提升潜力主要来自银行信贷结构调整带来的息差上行空间。预计银行体系的中小、小微企业贷款在内因和外因的共同促进下占比会进一步提升。外在动力在于今年中小企业贷款难的问题和其可能触发的风险已经引起了市场和监管层的关注。银监会、财政部等机构出台了多个措施鼓励银行业金融机构提

供贷款支持中小企业融资，包括允许商业银行发行支持小微企业贷款的次级债、调整风险权重、小企业贷款不计入存贷比考核、以及对中小企业减免部分税赋等。内在动力在于中小企业的议价能力较低，增加对中小企业贷款占比也是银行应对利率市场化威胁、加快银行转型的途径之一。典型的例子是民生银行，由于近几年大力发展商贷通业务，中小和小微企业贷款占比在所有商业银行中位列前列，息差大幅提升。今年前三季度计息差 3.04%，在上市券商中位列第一，收入和净利润同比分别增长 50.4% 和 64.4%，也远高于行业平均水平。

图 21：中小企业占比高的银行息差相对较高



资料来源：wind

2.2.2、同业：市场化利率顺周期，随 GDP/CPI 下行

同业利率呈顺周期性，今年在通胀、加息以及银行间市场流动性逐步收紧的过程中，市场利率持续上行。（1）今年 CPI 最高达 6.5%，市场化利率反映通胀的变化趋势。（2）通胀引发货币政策收紧，10 年末至今年上半年，央行已 12 次上调存款准备金并 5 次加息，导致可用于债券及同业市场配置的资金增速回落，偏紧的资金面传导至价格层面。进入 2012 年，随着 GDP 和通胀双双回落，微调基调下流动性缓解，同业利率均值或略有回落。

此外，票据利率主要反映的是实体经济资金的紧张程度，今年年化利率高达 10%，但明年资金供求格局略缓，票据利率有望回落。

图 22：同业利率波动呈顺周期

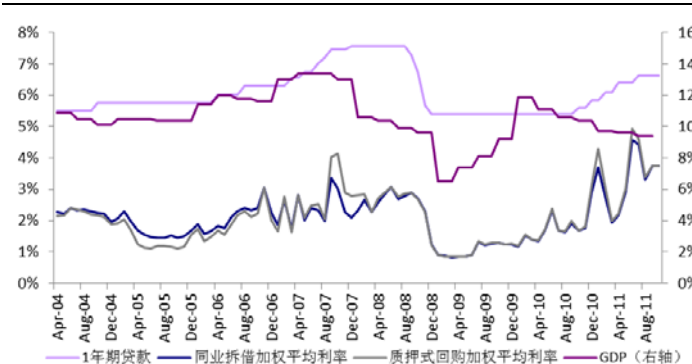
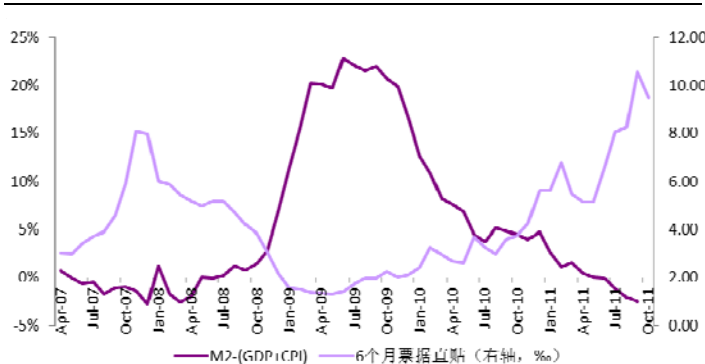


图 23：票据利率和资金紧张程度负相关



资料来源：wind

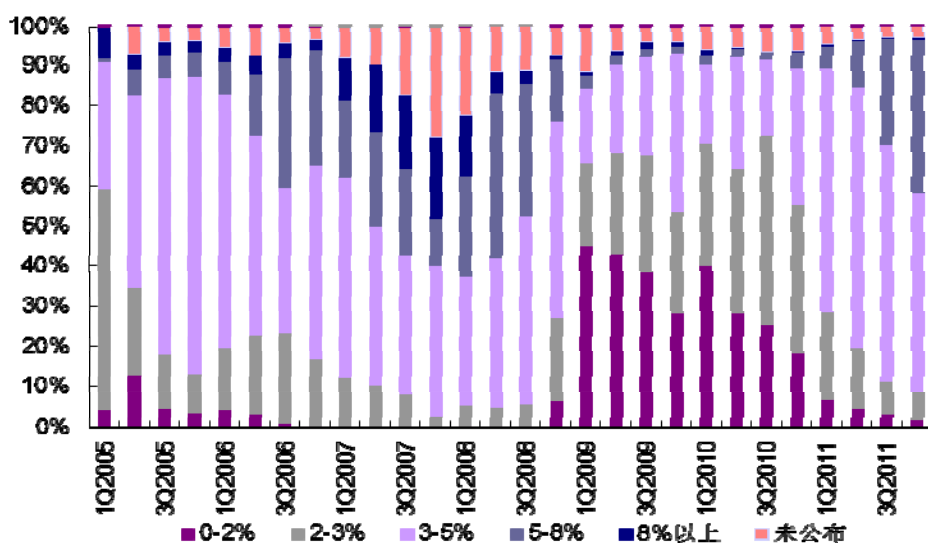
资料来源：wind

2.2.3、成本：吸存压力难有趋势性缓解

我们在第一部分已经阐述过，银行低成本的资金来源在减少：一方面存款占银行计息负债比重呈下降趋势。另一方面，存款中活期占比和储蓄占比也呈现的下滑趋势。

在负利率状况未能实质性扭转的情况下，银行仍需面对储蓄替代品对存款的竞争。储蓄替代品可能来自公募基金、券商理财、阳光私募、信托等各类资产管理业务，也来自银行自己发行的理财产品。今年银行理财市场呈现爆发式增长，预计未来其对存款的替代趋势仍不会减弱。而主流银行理财产品的收益率均远高于同期限的存款利率。截止3季度末，银行表外理财产品余额 3.3 万亿，同比增 45.7%，主流理财产品收益率在 3-8%。

图 24: 主流理财产品收益率在 3-8%，高于存款成本

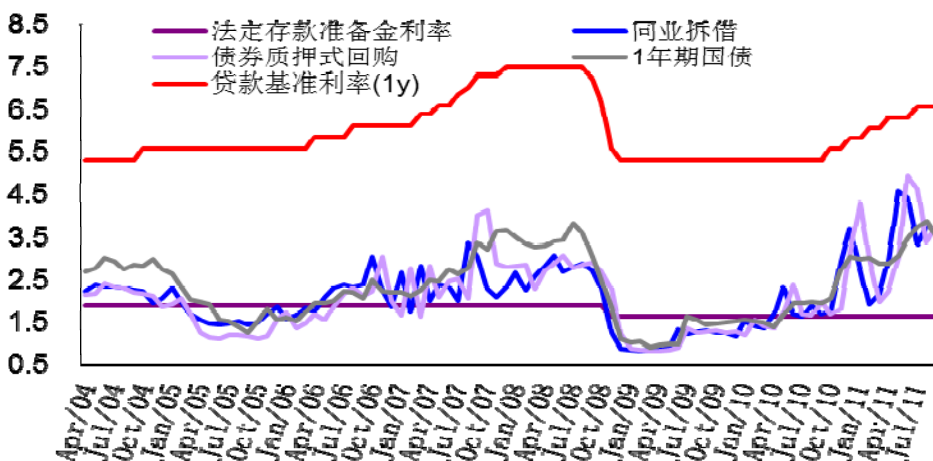


资料来源: wind

2.2.4、存准率下调将利好息差

由于公开市场到期量锐减，外汇占款增速放缓，明年央行继续下降存款准备金率是大概率事件。准备金每下调 1 个百分点释放流动性近 7000 亿元，目前同业资产收益率和债券市场收益率均高于法储利率，准备金下调致盈利资产的扩张将利好于行业息差的回升。

图 25: 目前同业资产和债券收益率均高于法储利率



资料来源: wind

2.3、中间业务收入：占比将继续扩大

2011 年前三季度手续费及佣金净收入同比增速 45%，华夏、民生、宁波银行增速在 80%以上。2012 年，预计中间业务收入仍将快速增长，在营收中占比将继续扩大。但由于今年高基数的原因，增速可能略有放缓。

明年中间业务收入仍将保持较快的增长：一是结构转型压力下，银行内部对中间业务的考核权重在加大。二是资金脱媒是大势所趋，利息收入非息化将继续演绎。我们预计在高基数下 2012 年中间业务收入放缓至 30%，但占比提升至 21%。传统的结算代理、托管和银行卡业务与新兴的投行、现金管理和理财业务会保持齐头并进的格局。

从目前中间业务收入占比及 2011 年增速来看，建行、工行、农行、民生、招行具备相对优势。

图 26：中间业务收入占比将继续扩大

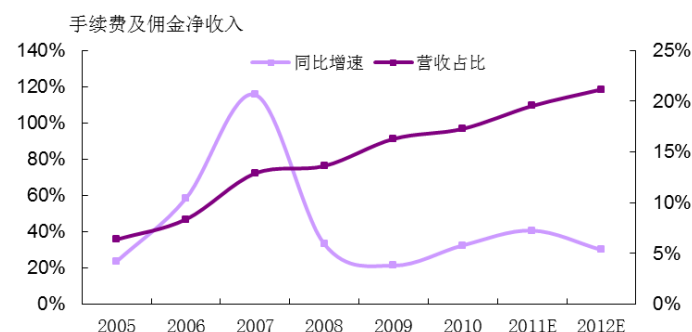
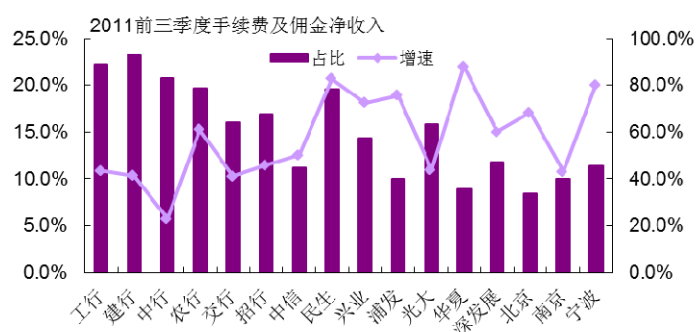


图 27：建行、工行、农行、民生、招行具备相对优势



资料来源：wind

资料来源：wind

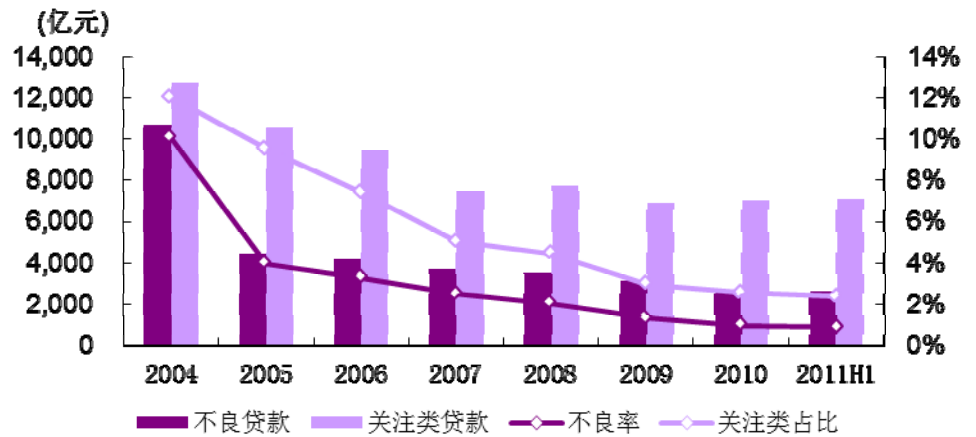
2.4 资产质量：不良率承压，但风险缓释能力较强

2012 年，银行业面临的资产质量压力较大：一方面，银行不良率经历了较长的下降周期，目前处于一轮周期的低点并且改善趋势已经放缓。另一方面，08 年四季度起为保增长施行的刺激政策在信贷方面埋下隐患，主要集中在地方融资平台和房地产领域。此外，经济转型背景下传统调整产业存量信贷亦是风险点。但鉴于银行谨慎的客户选择、强劲的盈利能力、充足的拨备和资本金，对风险的缓释能力较强，预计明年不良贷款率仅温和反弹，信用成本率小幅回升。

2.4.1 不良率改善放缓，关注和逾期贷款开始反弹

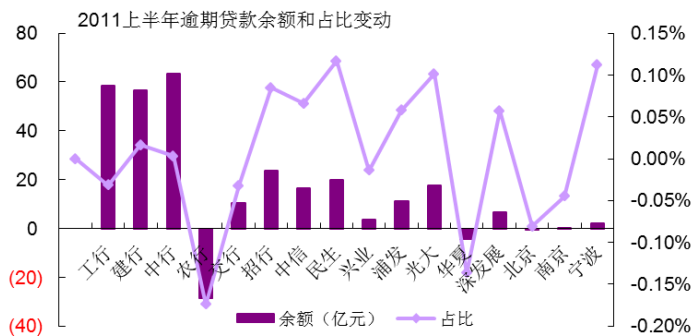
我们统计了 14 家上市银行（不含农行和光大银行）04 年以来不良和关注类资产的变动情况。04 年上述银行合计不良率高达 10.08%，至 11 年中期已下降至 0.88% 的地位，中小银行不良率水平已低于 1%。而行业关注类贷款占比亦由 04 年 12% 下降至 11 年中期 2.38%。与此同时，资产质量的改善幅度在 09-11 年间已明显趋缓，部分银行关注与逾期类贷款已反弹。今年上半年逾期类贷款仅农行、华夏略下降，关注类贷款建行、招行、浦发、光大、北京、南京均小幅反弹。

图 28: 不良贷款和不良率趋势性双降, 但幅度已趋缓



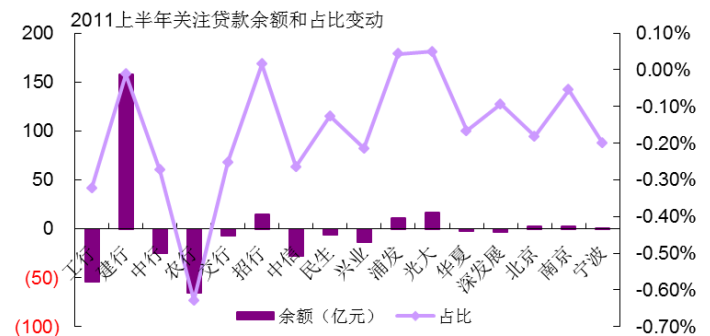
资料来源: wind

图 29: 上半年逾期类贷款仅农行、华夏略下降



资料来源: wind

图 30: 上半年关注类贷款建行、招行、浦发、光大、北京、南京均小幅反弹



资料来源: wind

2.4.2 需警惕的是系统性风险

宏观经济的不确定性使商业银行资产质量的系统性风险加大, 但局部风险暴露尚不至于对银行体系造成显著影响, 需要警惕的是宏观经济系统性风险。

银行系统的存量信贷主要集中于三大领域: 地方融资平台、房地产相关 (包括法人房地产贷款及住房按揭贷款) 以及传统制造业, 这与当前经济结构的特征吻合。我们统计了各家上市银行上述三类贷款的占比情况, 从 11 年中报数据观察, 上市银行上述贷款合计占比高达 68%。大银行相关贷款占比最高, 城商行偏低, 股份制银行居中。南京、民生、深发展和华夏银行的相关贷款合计占比在 60% 以下, 处于业内较低水平。

表 5: 制造业、房地产业和基建领域贷款占比高达 60% 以上

2011H	制造业	房地产业	住房按揭	基础设施	合计
工行	13.9%	7.5%	16.1%	31.1%	68.5%
建行	17.3%	7.1%	19.2%	24.4%	68.0%
中行	20.8%	7.8%	19.2%	22.1%	69.9%
农行	21.1%	11.0%	14.6%	20.0%	66.7%
交行	19.6%	6.4%	13.3%	27.3%	66.6%
招行	17.7%	7.9%	20.9%	15.8%	62.3%
中信	20.6%	5.7%	12.7%	22.8%	61.7%

民生	13.5%	12.2%	9.2%	14.6%	49.6%
兴业	15.5%	9.9%	20.9%	20.4%	66.7%
浦发	20.7%	9.8%	16.1%	20.7%	67.3%
光大	18.0%	10.4%	15.2%	20.8%	64.4%
华夏	26.4%	9.0%	7.8%	14.2%	57.5%
深发展	20.5%	5.5%	15.9%	8.1%	50.1%
北京	12.4%	13.7%	11.2%	26.2%	63.5%
南京	18.3%	7.0%	11.9%	6.8%	44.0%
宁波	26.2%	9.6%	17.1%	8.8%	61.7%

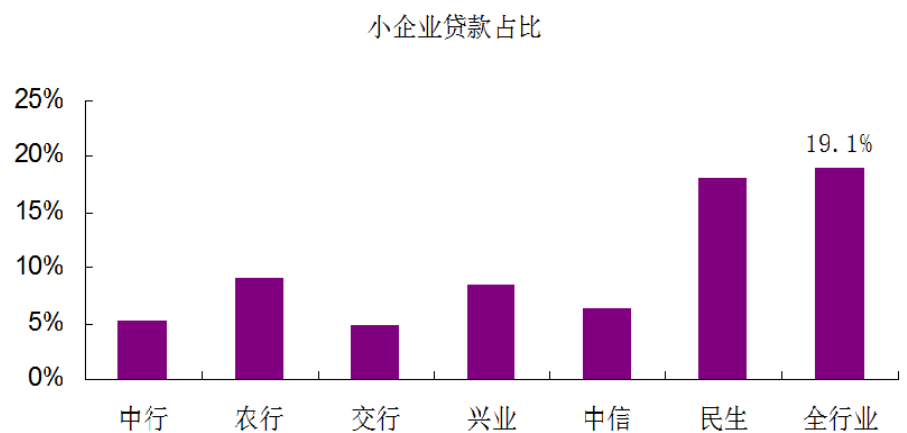
资料来源: wind

2.4.3 银行的风险缓释能力强: 客户选择、利润、拨备和资本

尽管面临宏观经济波动的系统性风险,但银行对风险有较强的缓释能力,这主要来自客户选择、盈利能力、拨备基础和资本水平四个方面。

在长期的利率管制与信贷额度管制下,银行客户集中于大中型企业和高信用等级客户,这些客户资质相对优良。而小微企业对宏观经济的波动更为敏感,在经济下行和信贷紧缩时,首先遭到冲击的是中小企业;在经济上行和货币宽松时首先惠及反而是大型企业,使得小微企业的不良率明显高于大中型企业。目前银行体系全行业小微企业贷款占比仅 19.1%,而多数上市银行小微企业贷款占比低于 10%。

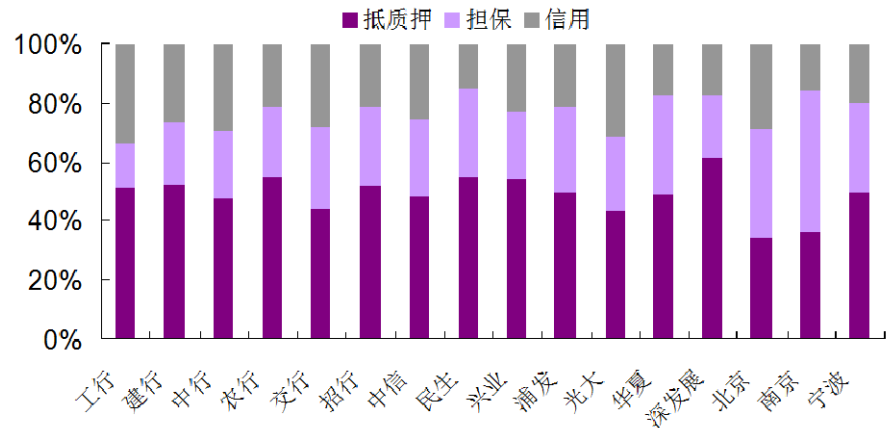
图 31: 全行业小微企业贷款占比仅 19.1%



资料来源: wind

再从抵押担保的角度上市银行抵质押和担保贷款占比合计约为 75%。主要银行不动产抵押率 70%,动产质押率在 50%至 70%之间。一定程度也起到风险缓释作用。

图 32: 上市银行抵质押和担保贷款占比约 75%



资料来源: wind

银行业抵御风险的另外三道防线是利润、拨备和资本。首先，行业盈利能力是第一道屏障，2010 年行业税后盈利 8991 亿元，预计 2011 年税后盈利约 1.12 万亿。充足的拨备是第二道屏障，拨贷比 2.44%，高于行业不良贷款率 1.54 个百分点，拨备覆盖率高达 271%。资本构成其第三道屏障，行业核心资本充足率高达 10.1%，对系统性风险抵御能力强。并且上市银行风险缓释能力将明显优于行业平均水平。

表 6: 银行抵御风险的主要指标，利润、拨备和资本是其三道屏障

2011Q3	ROE	不良贷款率	拨备覆盖率	拨贷比	资本充足率
工行	25.4%	0.91%	273%	2.48%	10.03%
建行	25.2%	1.02%	249%	2.53%	10.57%
中行	19.2%	0.99%	223%	2.21%	9.92%
农行	23.1%	1.60%	238%	3.81%	9.36%
交行	21.3%	0.94%	229%	2.15%	9.24%
招行	26.3%	0.59%	367%	2.16%	8.10%
中信	22.3%	0.60%	250%	1.50%	10.43%
民生	25.2%	0.62%	355%	2.19%	7.75%
兴业	25.2%	0.34%	388%	1.34%	8.08%
浦发	20.2%	0.40%	477%	1.93%	9.01%
光大	21.9%	0.65%	363%	2.35%	8.24%
华夏	18.1%	0.96%	301%	2.88%	9.58%
深发展	26.4%	0.43%	366%	1.57%	8.38%
北京	22.8%	0.54%	357%	1.94%	9.68%
南京	15.9%	0.82%	293%	2.39%	10.89%
宁波	20.2%	0.66%	225%	1.50%	12.33%
行业	22.1%	0.90%	270.70%	2.44%	10.10%

资料来源: wind

2.4.4 预计不良率温和反弹，信用成本有所上行

鉴于以上对银行面临的资产质量风险的概述，预计 2012 年行业不良率温和反弹，信用成本率会小幅回升。拨备对盈利的贡献度减弱，但风险释放的节奏仍相对温和。我们预计未来两年信用成本率可能升至 0.80% 左右，主要源于资产质量的压力以及相对严格的拨备监管要求；而不良率则将相对平稳，预计在

1.10%左右。

图 33: 预计不良贷款温和反弹

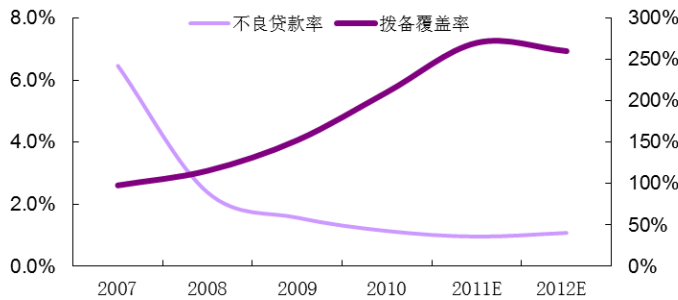
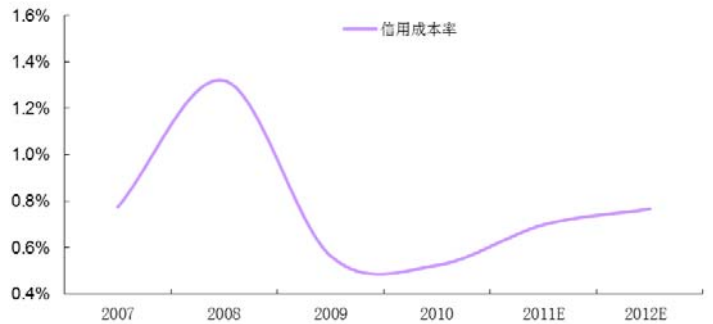


图 34: 预计 2012 年信用成本率继续上升



资料来源: wind

资料来源: wind

综合以上考虑我们预测明年行业盈利增速放缓至 19%，其中中小银行盈利增速仍会超过 20%。

表 7: 预测明年行业盈利增速 19%，中小银行超过 20%

16 家上市银行合计 (亿元)	2009	2010	2011E	2012E	2010	贡献度 2011E	2012E
生息资产平均余额	475,242	577,738	681,731	811,260	18%	14%	15%
净息差	2.32%	2.43%	2.63%	2.63%	4%	8%	0%
利息净收入	11,002	14,039	17,930	21,336	22%	22%	15%
手续费及佣金净收入	2,252	2,979	4,170	5,422	5%	7%	5%
其他非息净收入	656	541	649	779	-1%	1%	1%
营业收入	13,911	17,559	22,749	27,537	26%	30%	21%
营业税金及附加	829	1,013	1,319	1,597	1%	0%	0%
管理费用	5,039	5,961	7,621	9,362	6%	1%	-1%
资产减值损失	1,381	1,607	2,499	3,154	2%	-5%	-1%
营业支出	7,416	8,764	11,668	14,400	9%	-4%	-2%
税前利润	6,494	8,795	11,081	13,137	35%	26%	19%
所得税	1,401	2,009	2,438	2,890	-2%	0%	0%
净利润	5,132	6,843	8,643	10,247	33%	26%	19%
利润增速		33%	26%	19%			

资料来源: wind

三、投资策略与个股推荐

3.1、银行股深度折价反映悲观预期，基于盈利增长的绝对收益可期

截止今年 12 月 16 日，上证综指从年初已累计下跌 20.8%，深证成指下跌 27.1%，但 wind 银行指数仅下跌 2.74%，今年相对收益显著，其中民生银行（+18.33%）、华夏银行（+3.30%）、建设银行（+1.53%）获得了绝对收益。今年前三季度行业盈利增长 31%，同时 PE、PB 估值则是历史最低水平。用 TTM 整体法计算，目前上证 A 股的 PE 为 10.8 倍，wind 银行股 PE 为 6.88 倍，相对于上证 A 股折价 36%；用上一年报净资产计算上证 A 股 PB 是 1.94 倍，wind 银行股 PB 仅 1.56 倍，折价 20%。银行股目前的低估值与市场对银

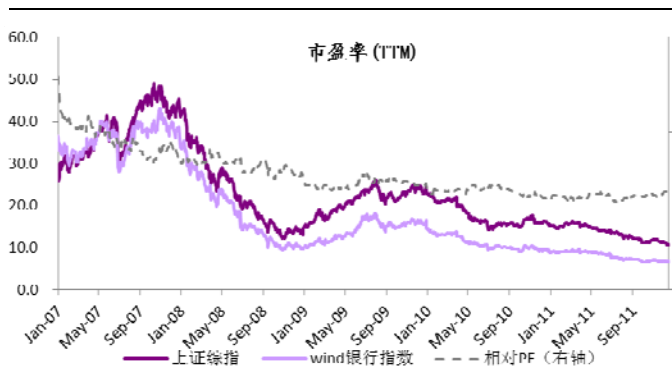
行资产质量的担忧和监管标准趋严带来的融资需求有关。目前银行股深度折价已反映悲观预期，具有极大的安全边际。

银行股的低估值还表现在大银行的股息收益率已显著高于一年期定存利率和国债收益率，甚至高于一般银行理财产品收益率。而中小银行估值水平还低于大银行。以 2011 年上市银行业绩，按去年分红率（四大行平均为 38%）估计工、农、中、建四大国有行股息率分别为 5.52%、5.66%、6.53%、6.23%，均高于十年期国债（3.48%）和一年期定存收益率（3.50%）。

基于银行业尚属稳健的盈利水平以及当前的深度折价，我们维持对行业买入的投资评级，明年看 20% 以上的绝对收益空间：第一来自行业自然的盈利增长。第二来自估值的小幅修复。

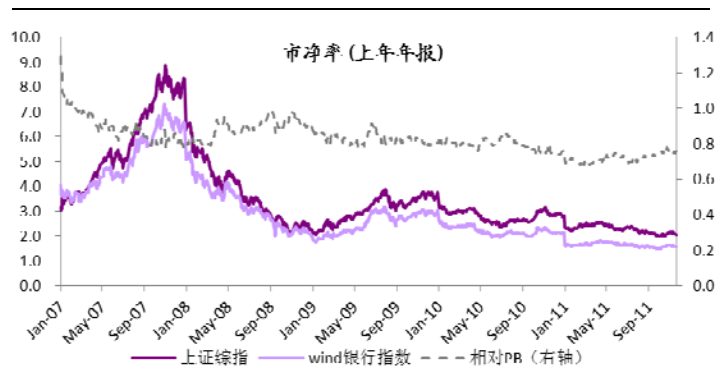
我们的观点已基于悲观的预期，但并非极端的预期。在出现极端的系统性风险时，银行亦难以幸免。

图 35：银行业市盈率估值已是历史最低，深度折价已反映悲观预期



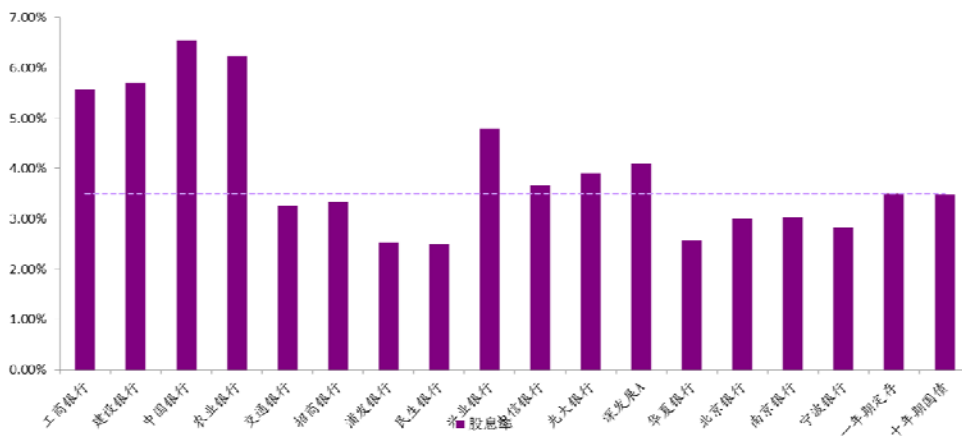
资料来源：wind

图 36：银行业市净率也是历史最低



资料来源：wind

图 37：银行股股息收益率显著高于 10 年期国债和定存



资料来源：wind

3.2、优选低估值的优质中小银行

选股上注重盈利增长与估值的平衡，风险、负债与转型潜力是主要选择要件。基于此，推荐中小银行组合：招商银行、民生银行、南京银行、华夏银行。此外，基本面稳健和股息回报率高的国有大行亦可适当配置。

3.2.1、招商银行 (600036)

投资逻辑:

- 1) 低负债成本优势，资产端收益提升潜力；
- 2) 风格审慎，资产质量安全性较高，拨备坚实；
- 3) 资本内生积累能力较强，对未来的利率市场化有适应能力；
- 4) 配股完成后，再融资压力消除。

预测 2011-2013 年 EPS 为 1.62 元、2.07 元、2.56 元，给予 6 个月目标价 17 元。目前股价对应 11/12 年 PE 为 7.3 倍、5.8 倍，PB 1.52、1.20 倍。买入评级。

表 8: 招商银行业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	51,446	71,377	94,117	118,132	146,314
营业收入增长率	-6.98%	38.74%	31.86%	25.52%	23.86%
净利润 (百万元)	18,235	25,769	34,988	44,622	55,269
净利润增长率	-12.94%	41.32%	35.77%	27.54%	23.86%
EPS (元)	0.95	1.19	1.62	2.07	2.56
ROE	19.65%	19.23%	20.66%	20.86%	21.80%
P/E	12.47	9.96	7.33	5.75	4.64
P/B	2.45	1.91	1.52	1.20	1.01

资料来源: wind

3.2.2、民生银行 (600016)

投资逻辑:

- 1) 息差和资产回报水平显著改善；
- 2) 转型潜力：事业部改革、小微企业转型见成效；
- 3) 再融资即将完成，年中有望进入可转债转股期；
- 4) 估值安全边际大。

预测 2011-2013 年 EPS 为 0.96 元、1.24 元、1.61 元，给予 6 个月目标价 7.5 元。目前股价对应 11/12 年 PE 为 6.4 倍、4.9 倍，PB 1.25、1.03 倍。买入评级。

表 9: 民生银行业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	42,060	54,768	80,718	102,797	130,182

营业收入增长率	20.11%	30.21%	47.38%	27.35%	26.64%
净利润（百万元）	12,108	17,688	27,318	35,182	45,736
净利润增长率	53.40%	46.09%	54.44%	28.79%	30.00%
EPS（元）	0.54	0.66	0.96	1.24	1.61
ROE	13.75%	16.89%	19.72%	20.91%	22.10%
P/E	11.25	9.24	6.35	4.93	3.80
P/B	1.55	1.57	1.25	1.03	0.84

资料来源：wind

3.2.3、南京银行（601009）

投资逻辑：

- 1) 资本、拨备及存款均无明显压力；
- 2) 寄望于城商行异地扩张放行和差异化额度管控下的成长性值得期待；
- 3) 前期超跌，PB 估值有优势；
- 4) 债券业务特色。

预测 2011-2013 年 EPS 为 1.08 元、1.43 元、1.86 元，给予 6 个月目标价 15 元。目前股价对应 11/12 年 PE 为 8.7 倍、6.6 倍，PB 1.34、1.19 倍。买入评级。

表 10：南京银行业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,628	5,306	7,201	9,733	12,889
营业收入增长率	12.53%	46.25%	35.73%	35.16%	32.43%
净利润（百万元）	1,545	2,318	3,195	4,238	5,532
净利润增长率	6.08%	50.09%	37.84%	32.61%	30.55%
EPS（元）	0.84	0.78	1.08	1.43	1.86
ROE	12.82%	12.27%	15.28%	18.00%	20.53%
P/E	11.17	12.03	8.72	6.58	5.04
P/B	1.43	1.48	1.34	1.19	1.04

资料来源：wind

3.2.4、华夏银行（600015）

投资逻辑：

- 1) 资本和拨备无明显压力
- 2) 息差和股价弹性较高

3) 内部管理改善带来的业绩改善前景

4) 短期超调，估值优势。

预测 2011-2013 年 EPS 为 1.23 元、1.65 元、2.18 元，给予 6 个月目标价 15 元。目前股价对应 11/12 年 PE 为 9.0 倍、6.8 倍，PB 1.22、1.07 倍。买入评级。

表 11：华夏银行业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	17,130	24,479	33,133	42,437	54,116
营业收入增长率	-2.74%	42.90%	35.35%	28.08%	27.52%
净利润（百万元）	3,760	5,990	8,450	11,298	14,944
净利润增长率	22.45%	59.29%	41.07%	33.70%	32.28%
EPS（元）	0.75	1.20	1.23	1.65	2.18
ROE	12.44%	16.87%	13.46%	15.79%	17.98%
P/E	14.8	9.3	9.0	6.8	5.1
P/B	1.84	1.57	1.22	1.07	0.92

资料来源：wind

表 12: 上市银行业绩预测和估值指标

		EPS (元)				BVPS (元)			P/E(X)			P/B(X)		
		股价	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
A 股														
国有大银行														
601398	工商银行	4.15	0.47	0.60	0.74	2.35	2.78	3.32	8.77	6.92	5.61	1.77	1.49	1.25
601939	建设银行	4.56	0.54	0.69	0.85	2.78	3.20	3.71	8.45	6.61	5.36	1.64	1.43	1.23
601988	中国银行	2.91	0.37	0.48	0.58	2.31	2.64	3.04	7.78	6.06	5.02	1.26	1.10	0.96
601288	农业银行	2.58	0.29	0.41	0.53	1.67	1.93	2.26	8.83	6.29	4.87	1.54	1.34	1.14
601328	交通银行	4.46	0.63	0.79	0.99	3.97	4.16	4.88	7.07	5.65	4.51	1.12	1.07	0.91
中小股份制银行														
600036	招商银行	11.63	1.19	1.62	2.07	6.22	7.83	9.88	9.74	7.18	5.62	1.87	1.49	1.18
600000	浦发银行	8.59	1.03	1.41	1.78	6.59	7.67	8.77	8.36	6.09	4.83	1.30	1.12	0.98
600016	民生银行	6.01	0.66	0.96	1.24	3.90	4.83	5.86	9.13	6.26	4.85	1.54	1.24	1.03
601166	兴业银行	12.45	1.72	2.23	2.91	8.52	10.61	13.08	7.25	5.57	4.28	1.46	1.17	0.95
601998	中信银行	3.99	0.46	0.61	0.76	3.08	3.44	3.88	8.68	6.54	5.25	1.30	1.16	1.03
601818	光大银行	2.76	0.32	0.38	0.49	2.01	2.52	2.94	8.73	7.26	5.63	1.37	1.10	0.94
000001	深发展 A	15.33	1.80	2.60	3.43	9.63	11.86	14.63	8.52	5.90	4.47	1.59	1.29	1.05
600015	华夏银行	11.35	0.87	1.23	1.65	7.13	9.17	10.45	12.98	9.23	6.88	1.59	1.24	1.09
城商行														
601169	北京银行	9.50	1.09	1.46	1.86	6.83	7.73	8.90	8.70	6.51	5.11	1.39	1.23	1.07
601009	南京银行	9.37	0.78	1.08	1.43	6.22	7.03	7.92	12.04	8.68	6.55	1.51	1.33	1.18
002142	宁波银行	9.50	0.81	1.09	1.38	5.47	6.19	7.02	11.80	8.72	6.88	1.74	1.53	1.35
国有行									8.18	6.31	5.07	1.47	1.29	1.10
股份制银行									9.17	6.75	5.22	1.50	1.23	1.03
城商行									10.84	7.97	6.18	1.54	1.37	1.20
A 股银行									9.18	6.84	5.36	1.50	1.27	1.08
H股 人民币														
大型银行														
1398	工商银行	3.78	0.47	0.60	0.74	2.35	2.78	3.32	8.00	6.31	5.11	1.61	1.36	1.14
0939	建设银行	4.43	0.54	0.69	0.85	2.78	3.20	3.71	8.21	6.42	5.21	1.59	1.38	1.19
3988	中国银行	2.30	0.37	0.48	0.58	2.31	2.64	3.04	6.16	4.80	3.97	1.00	0.87	0.76
1288	农业银行	2.60	0.29	0.41	0.53	1.67	1.93	2.26	8.89	6.33	4.90	1.55	1.35	1.15
3328	交通银行	4.34	0.63	0.79	0.99	3.97	4.16	4.88	6.88	5.49	4.38	1.09	1.04	0.89
中小股份制银行														
3968	招商银行	12.63	1.19	1.62	2.07	6.22	7.83	9.88	10.58	7.80	6.10	2.03	1.61	1.28
1988	民生银行	5.20	0.66	0.96	1.24	3.90	4.83	5.86	7.90	5.42	4.19	1.33	1.08	0.89

资料来源: wind

分析师声明

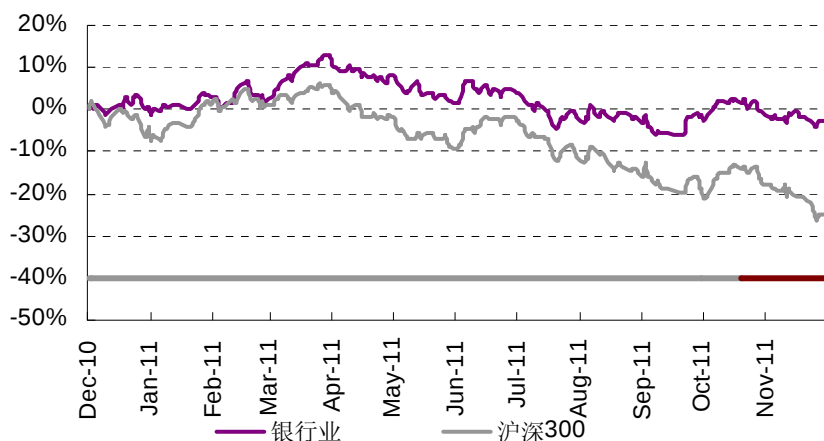
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，毕业于武汉大学，金融硕士。曾任光大证券非银行金融分析师，目前任银行业分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所（KPMG）金融服务部门。对金融市场和银行体系有较深的理解和研究。目前上市银行全覆盖，重点公司包括浦发银行、民生银行、招商银行、深发展银行、华夏银行、光大银行、建设银行、工商银行、南京银行、宁波银行。

投资建议历史表现图

银行业



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-11-06	买入
2011-11-13	买入
2011-11-13	买入
2011-11-20	买入
2011-11-27	买入
2011-12-04	买入
2011-12-11	买入
2011-12-13	买入
2011-12-14	买入
2011-12-18	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资者的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebcn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebcn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebcn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebcn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebcn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebcn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebcn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebcn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebcn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebcn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebcn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebcn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebcn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebcn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebcn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebcn.com