

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

周期底部之殇

—银行业 2012 年下半年投资策略

证券研究报告-行业策略

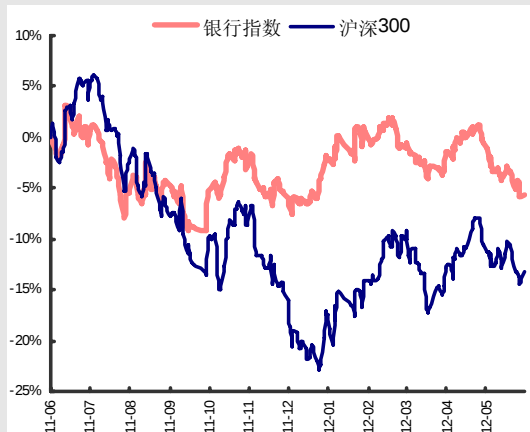
同步大市（维持）

发布日期: 2012 年 6 月 11 日

盈利预测和投资评级

股票简称	11EPS	12EPS	13EPS	评级
北京银行	1.44	1.62	1.91	买入
民生银行	1.05	1.06	1.25	买入

银行板块相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

经济周期底部, 银行业的盈利能力将处于下降通道。业绩的弱弹性决定了股价的弱弹性, 我们维持行业“同步大市”的投资评级。

投资要点:

- 今年 1 季度上市银行的盈利能力基本稳定, 2 季度我们判断已进入下降初始阶段, 而未来一段时间可以预见的趋势是向下的。导致盈利能力下降的主要趋势性因素将是非对称性降息以及贷款议价能力的下降。此外债券收益率的下行、票据贴现利率的下行与占比的上升, 都将带动银行盈利能力的下降。
- 11 年由于信贷紧缩以及存贷比的紧张, 贷款出表的现象十分突出, 同业业务由于在贷款出表的操作中起重要作用, 由此也扩张得十分迅速。但今年由于宏观环境的转变以及监管的严格, 贷款出表的现象将大大减少, 同业业务的机会减少, 业务规模或将面临收缩。同业业务对上市银行 11 年业绩增长的作用很大, 因而今年业务机会的消失对业绩会形成负面冲击。更重要的是同业业务的问题在市场上并没有引起充分的重视, 因此该因素很可能引起业绩的低于预期。
- 虽然 12 年银行业的业绩增速以及其估值, 与 A 股各板块横向比较仍然具备优势, 但在经济周期的底部, 银行股较弱的业绩弹性, 决定了其偏弱的股价弹性。若政策刺激力度加大, 经济在二三季度见底的话, 判断大盘会呈现震荡上行的走势, 由于业绩预期及流动性的改善, 银行股也会随大盘上行, 但难以有明显超越大盘的表现。
- 我们维持对行业“同步大市”的投资评级。个股方面重点推荐北京银行 (601169) 与民生银行 (600016)。
- 风险提示: 1、宏观经济硬着陆; 2、房地产价格大幅下挫

目 录

1、银行业运行的大环境	4
2、息差将进入下行通道	5
2.1 “非对称降息”挤压银行利润	5
2.1.1 央行打出非对称降息组合拳	5
2.1.2 四大行存款率先上浮，中小银行跟进	6
2.1.3 部分贷款利率可触及 0.8 倍的区间下限	6
2.1.4 “非对称降息”对业绩影响负面	6
2.2 贷款议价能力将呈现下降趋势	7
2.2.1 实体经济的不景气导致贷款需求减弱	7
2.2.2 我们关注“价”远胜于“量”	9
2.2.3 为什么 1 季度一般贷款利率仍保持稳定	9
2.2.4 政府投资的兴起不会令趋势扭转	11
2.3 低收益票据融资替代高收益一般贷款	12
2.3.1 票据贴现利率下降，占比提升	12
2.3.2 负面影响分两个方面考察	13
2.3.3 静态影响不显著，但需要关注动态趋势	13
2.4 债券收益率下降明显	14
2.4.1 5 月存准率的下调意味着宽松货币政策的开始	14
2.4.2 债券收益率应声下降	15
2.4.3 比当前收益水平更重要的是未来趋势	15
3、同业业务的负面影响不能小视	16
3.1 11 年同业业务定胜负	16
3.2 机遇源于信贷紧缩及存贷比考核	17
3.3 12 年的业务机会在消失	18
3.4 负面影响不可小视	19
4、资产质量的变化或滞后于经济周期	20
4.1 资产质量不会大面积恶化	20
4.1.1 二三季度经济底部的能见度很高	20
4.1.2 平台贷款的风险或将进一步缓解	20
4.2 经济见底后不良贷款或将继续上升	20
4.2.1 国外数据显示资产质量的底部滞后于经济底部	20
4.2.2 滞后现象有其内在的原因	21
4.3 预期转好，不良贷款对股价冲击有限	22
5、进攻性最早要等到四季度	23
5.1 盈利能力处于下降通道制约股价走强	23

5.2 经济确定性复苏时将有超越大盘的表现	23
6、个股推荐与估值比较	24
7、风险提示	25

1、银行业运行的大环境

12年前5个月，我国经济继续运行在下降的通道中，并且近两个月经济数据出现了突然恶化的迹象。

由于经济数据的低于预期，财政政策刺激的力度开始加大，同时货币政策也在明显转向宽松。

虽然3月份时，通胀出现了反复，但一方面，目前国内经济不振，内生的通胀压力并不大；另一方面，近期国际大宗商品价格迅速下降，也有助于引导国内通率的下行，因而我国通胀回落的大趋势并未改变。通胀压力的减弱为积极财政政策与宽松货币政策的持续奠定了良好的基础。

随着宏观调控政策刺激力度的加大，我国经济在二三季度见度的可能性较大，若一切运行良好，市场或可在四季度形成对经济复苏的明确预期。

宏观经济状况构成了银行业运行的大环境，也构成了我们研判银行业各项变量的基础。

从贷款来看，供过于求的局面在一二季度已发生，三季度仍将延续，但由于财政政策的力度加大，供过于求的程度会有好转。四季度经济若步入明显复苏的阶段，加上积极财政政策的持续，供求关系或将趋向平衡。

息差方面，一季度整个行业仍然保持稳定，贷款的议价能力也并未随着信贷的供过于求而出现下降，但这仅是短期现象。而近期央行变相“非对称降息”举措将直接打击银行业的息差。总体我们判断下半年银行业的息差将运行在下降的通道中。

资产质量方面，去年下半年就出现了行业性的不良贷款上升。我们通过对国外数据的研究，发现资产质量的变化将滞后经济周期1、2个季度，如果三季度经济复苏的话，资产质量的好转恐怕要等到四季度，如果四季度经济复苏的话，资产质量的好转恐怕要等到明年。但由于平台贷款政策的松动，可能会对不良贷款的变化情况造成一些扰动，导致资产质量同步经济周期出现好转。

虽然12年银行业的业绩增速以及其估值，与A股各板块横向比较仍然具备优势，但在经济周期的底部，银行股较弱的业绩弹性，决定了其偏弱的股价弹性。若政策刺激力度加大，经济在二三季度见底的话，判断大盘会呈现震荡上行的走势，由于业绩预期及流动性的改善，银行股也会随大盘上行，但难以有明显超越大盘的表现。

2、息差将进入下行通道

2.1 “非对称降息”挤压银行利润

2.1.1 央行打出非对称降息组合拳

6月7日晚央行宣布自8日起下调存贷款基准利率，并扩大存贷款利率浮动空间，存款利率浮动上限由1.0倍上调至1.1倍，贷款利率浮动下限由0.9倍下调至0.8倍。

表1：存贷款最新基准利率水平

		基准利率（%）	下调幅度（%）
贷款	六个月以内	5.85	0.25
	六个月至一年	6.31	0.25
	一至三年	6.40	0.25
	三至五年	6.65	0.25
	五年以上	6.80	0.25
存款	活期	0.40	0.10
	三个月	2.85	0.25
	半年	3.05	0.25
	一年	3.25	0.25
	二年	4.10	0.30
	三年	4.65	0.35
	五年	5.10	0.40

资料来源：中原证券、中国人民银行

虽然本次降息，存贷款的利率都有下调，但由于存款利率浮动区间上限扩大至1.1倍，而目前银行由于存款竞争激烈，预计大部分的银行存款都会接近上限定价。如按目前存款基准利率的1.1倍计算，除活期存款利率略低于降息前的水平之外，其余各期限定期存款利率均有小幅上升。即央行通过“下调基准利率+扩大浮动区间”的方式实现了非对称性加息。

表2：若存款按1.1倍上限定价，则总体利率水平基本保持不变

	活期	三个月	半年	一年	二年	三年	五年
原基准利率（%）	0.50	3.10	3.30	3.50	4.40	5.00	5.50
新基准利率 1.1 倍（%）	0.44	3.14	3.36	3.58	4.51	5.12	5.61
利率变动（%）	-0.06	0.03	0.06	0.08	0.11	0.12	0.11
权重假设	45%	18%	18%	10%	5%	2%	2%
存款利率水平总体变动（%）	0.0067						

资料来源：中原证券、中国人民银行

2.1.2 四大行存款率先上浮，中小银行跟进

央行降息当日，四大行均在网站公布了存款利率的调整情况，活期存款执行上限定价，1年及以下期限定期存款利率维持降息前的水平不变（较目前基准利率上浮约1.08倍，接近上限水平），2-5年期定期存款利率执行基准定价。四大行作出表率，中小银行纷纷效仿，并且中小银行2-5年期定期存款利率还有可能上浮，1年及以下定期存款利率也有可能上浮至1.1倍的上限。

若活期存款以及1年及以下期限定期存款的利率均执行上限定价，2-5年期定期存款利率执行基准定价，按表2中同样的权重测算，存款总体利率水平的变动接近于零。

2.1.3 部分贷款利率可触及0.8倍的区间下限

虽然1季度执行下浮利率的贷款占比仍然很低，仅有5%左右，但随着贷款供大于求状况的持续，预计2季度下浮占比将有所增加。我们在接下来的部分将有详细的分析。

住房按揭贷款的市场上，个人客户转换银行的成本较低，并且对利率更加敏感，预计这部分贷款会首先开始执行0.8倍的下限定价。

随着政府投资力度的加大，相关项目的贷款会有增加，大型国企客户的议价能力强，贷款需求疲弱的背景下，这部分贷款的定价也很可能触及浮动区间的下限。

2.1.4 “非对称降息”对业绩影响负面

如果是对称降息的话对息差的影响并不显著，并且由于活期存款利率的下调，估算下来甚至略有正面影响。按照上市银行平均结构数据（贷款占生息资产50%，存款占生息资产75%，活期存款占存款45%）来估算，全部重定价后息差将有1.8BP的提升。

但由于四大行的存款利率已率先进行了上浮，中小银行若不跟随将面临客户资源的流失，全行业的大部分存款利率接近上限定价基本上是可以确定的事。

按照贷款定价结构不变，活期存款与1年及以下期限定期存款利率执行上限定价，2-5年期定期存款利率执行基准定价来估算，全部重定价后息差将下降约13BP。考虑到12年仅影响7个月，并且重定价是逐步进行，估算对12年息差的影响在5BP左右。

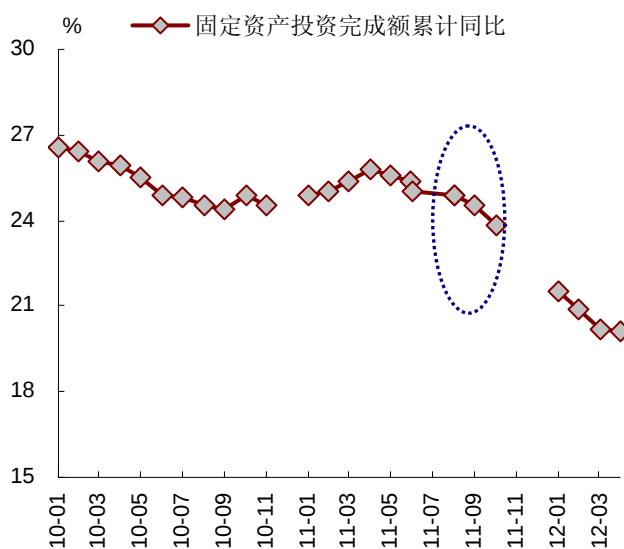
2.2 贷款议价能力将呈现下降趋势

2.2.1 实体经济的不景气导致贷款需求减弱

今年以来在银行的经营环境上,日渐清晰的一点是贷款需求的减弱。如果说在二季度初的时候,仍然有机构认为连续多月的贷款增长低于预期是供给面的原因,那么目前市场对于这一点应该已经没有任何异议了。

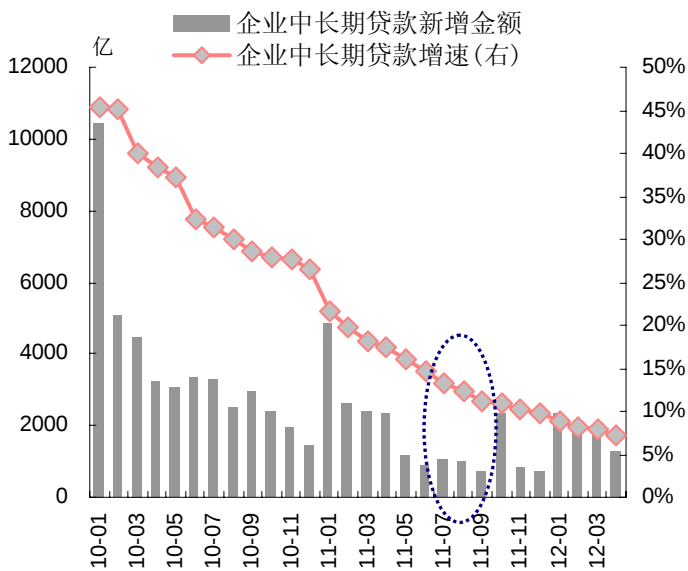
企业中长期贷款需求与固定资产投资的相关性高。去年3季度起,固定资产投资增速开始下滑,而企业中长期贷款需求的减弱在去年3季度已显端倪,4季度便已十分明显。只是今年1、2季度的信贷供给明显较去年3、4季度宽松,因而供需矛盾在今年体现得更加明显。

图1: 11年3季度固定资产投资开始明显下滑



资料来源: 中原证券、Wind

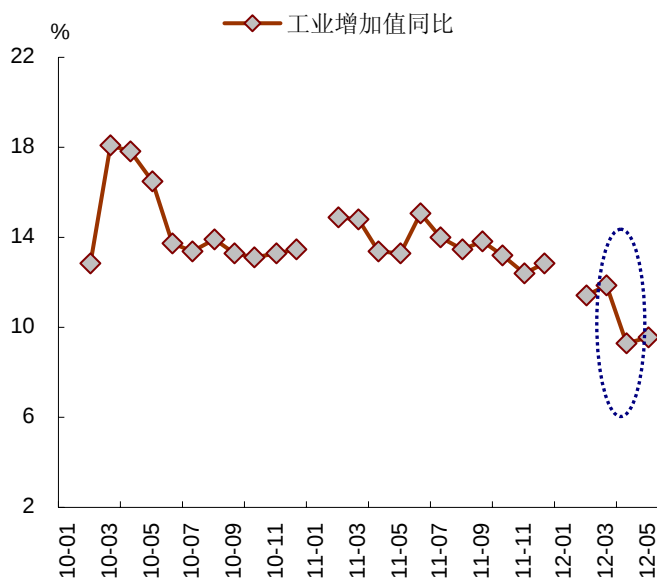
图2: 企业中长期贷款需求的减弱在11年3季度已显端倪



资料来源: 中原证券、中国人民银行

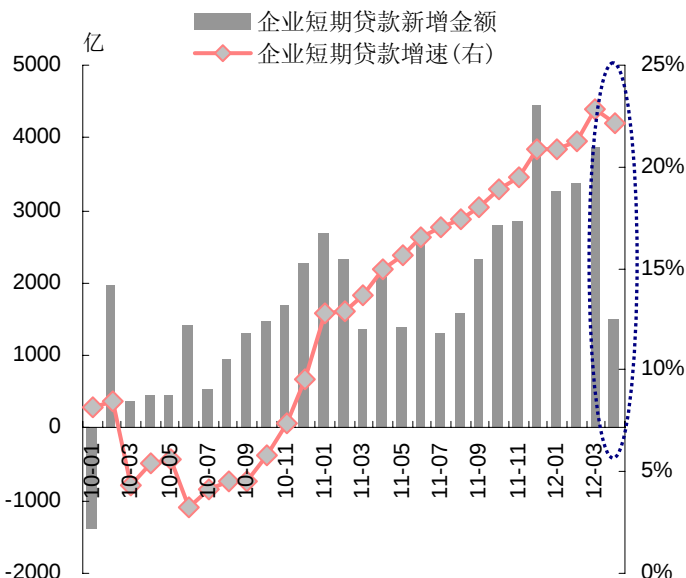
企业短期贷款的增长相对较为稳定，但在今年4月也出现了陡降，部分是由于1季度末冲时点因素导致的3月的虚增，部分推测也与工业生产的不振有关。

图3：12年4月工业增加值增速迅速下降



资料来源：中原证券、Wind

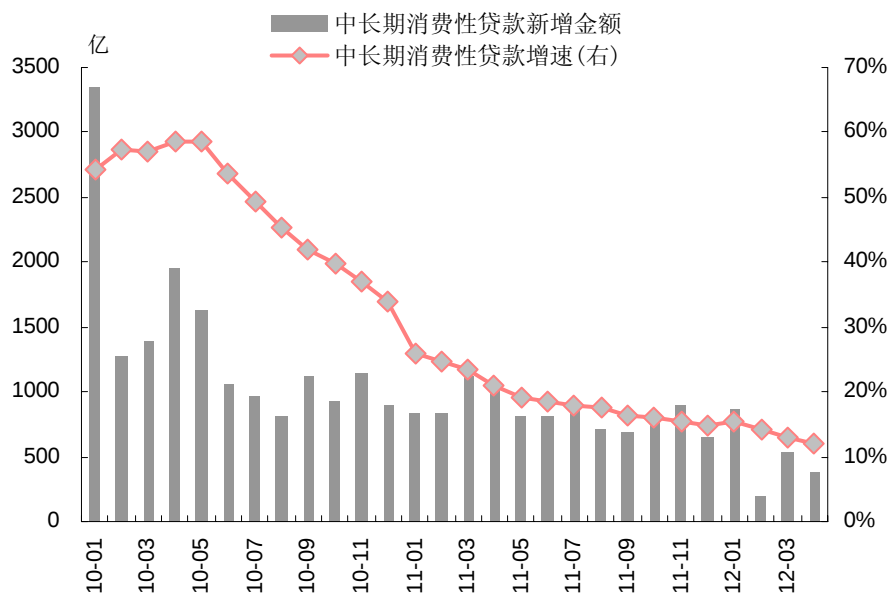
图4：企业短期贷款新增金额陡降



资料来源：中原证券、中国人民银行

住户中长期贷款的需求受房地产限购政策的影响很大，近一年的时间每月新增量都很低，且呈现下降的态势。

图5：限购政策下住户中长期消费性贷款增速不断下滑



资料来源：中原证券、中国人民银行

2.2.2 我们关注 “价” 远胜于 “量”

通常来讲，供给不变需求下降时，会出现量与价的同时下降。但是动态考虑的话，我们认为规模的问题不值得太过担忧：

首先，信贷增量是重要的宏观调控中间目标。贷款需求不振增长乏力的时候，货币政策刺激的力度会加大，以促进贷款的供给。这种情况下，信贷投放量未必会大幅低于目标，取而代之的是贷款利率的更快下行。换言之，通过货币政策的刺激，信贷投放将一定程度上以价换量。

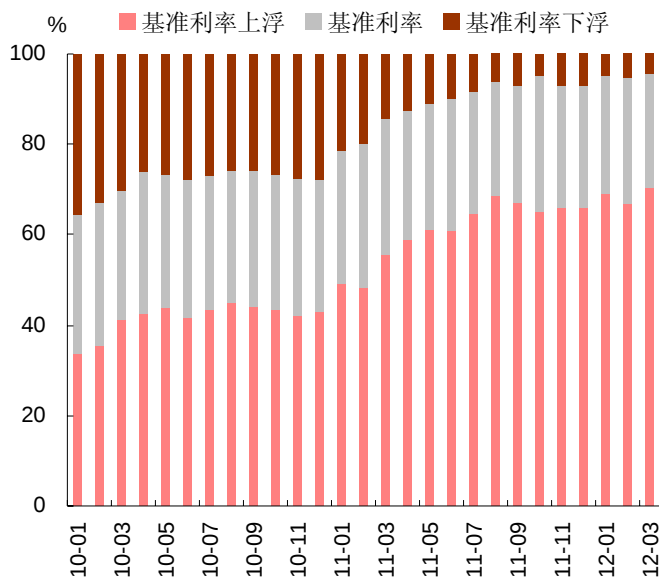
其次，信贷投放量略低于预期的话，本身对银行业绩的影响并不大。比如，年初定的贷款目标是8万亿，增速为14.6%，即使实际仅有7万亿，增速降到12.8%，对利润增速的影响也仅1.8个百分点，并不是很明显的影

响。因而针对贷款需求减弱这一情况，我们主要的关注点不在规模上，而在可能引起的贷款议价能力下降这一方面。

2.2.3 为什么1季度一般贷款利率仍保持稳定

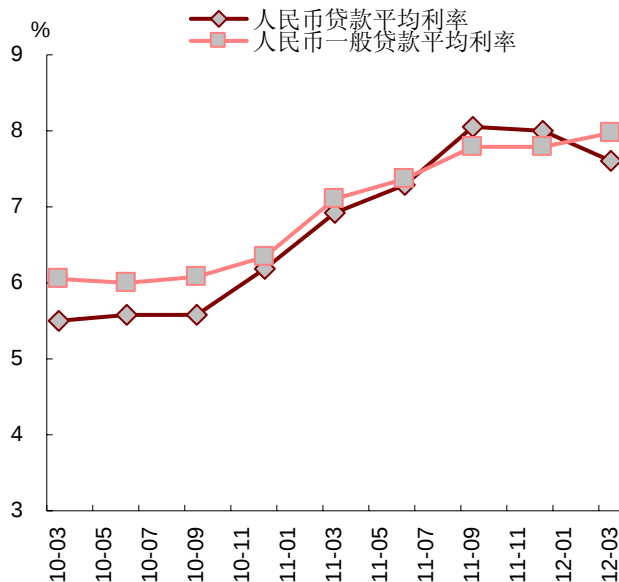
尽管1季度贷款的需求减弱是确定的事实，但从央行披露的1季度数据中，我们并没有看到执行上浮利率贷款占比的下降，3月份一般贷款的加权平均利率7.97%，较去年12月份仍有17BP的上升。

图6：12年1季度贷款议价能力保持稳定



资料来源：中原证券、中国人民银行

图7：一般贷款加权平均利率仍有小幅上升



资料来源：中原证券、中国人民银行

贷款供大于求，利率却不降反升，这未免违背常识。我们认为这种情况的出现，主要是由于贷款利率的短期“粘性”。

价格粘性，是指短期中价格的调整慢于市场供求关系的变化，价格不能够迅速调整使得市场出清。

开拓客户需求时间、成本的投入，短期来看，银行的客户群通常较为固

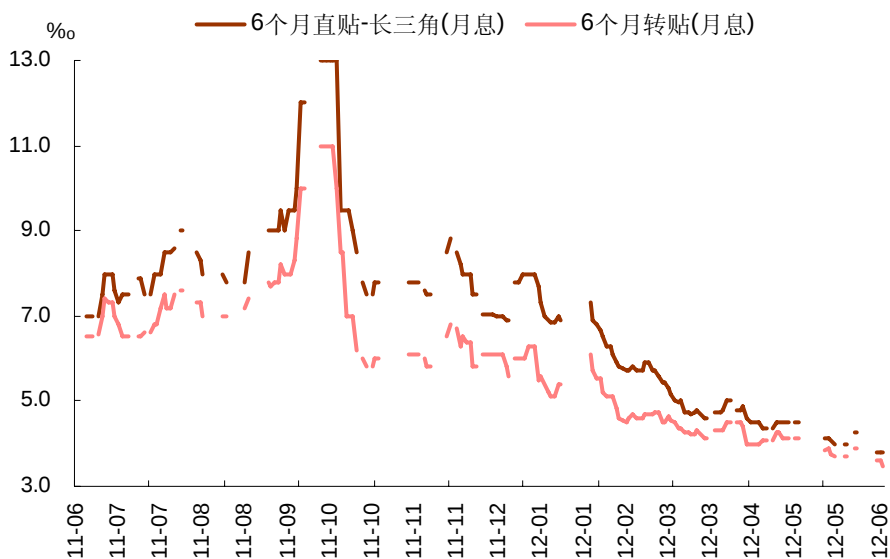
定。同时短期内，企业的贷款需求更多的取决于生产状况以及固定资产投资计划，对于贷款利率的敏感性并不高，贷款需求曲线较为陡直。对于银行而言，在现有的客户群中，降低贷款利率去换得贷款量的增长，从盈利的角度看未必划算。

同时由于信息不对称的存在，以及客户更换贷款银行的隐性成本，使得短期内银行可以将利率维持在高于均衡利率（市场出清利率）的水平。

但由于市场竞争的存在，这种状况难以长期维持。长期看，如果所有银行都将利率维持在高位，对于某家银行而言，就可以通过略为优惠的利率从竞争对手抢得客户。换言之，这家银行面临的贷款需求曲线是较为平坦的。因而出于自利动机，该银行会有动力去降低贷款利率，其行为也将带动整体利率的下降。

在票据贴现市场上，价格更加透明，信息不对称的程度轻，客户更换银行的成本低，市场更接近于完全竞争形态，因而票据贴现利率的调整更加迅速。

图8：今年以来票据贴现市场的利率调整十分迅速



资料来源：中原证券、Wind

除了价格粘性的原因外，在银监会规范银行收费的背景下，银行将附加收费转移到贷款利率上，推测也是导致1季度贷款利率不降反升的另一原因。这一原因导致的贷款利率上升也是一次性的事件，不具备可持续性。

因而我们认为，虽然1季度由于价格粘性的原因，贷款利率并未因需求的减弱而回落，但从长期来看，贷款利率下降的确定性仍是很强的。

2.2.4 政府投资的兴起不会令趋势扭转

积极的财政政策将在下半年的稳增长中起到重要作用。

政府投资将派生出贷款需求，有助于缓解信贷供过于求的状况。但我们认为这并不足以改变贷款议价能力下行的趋势。

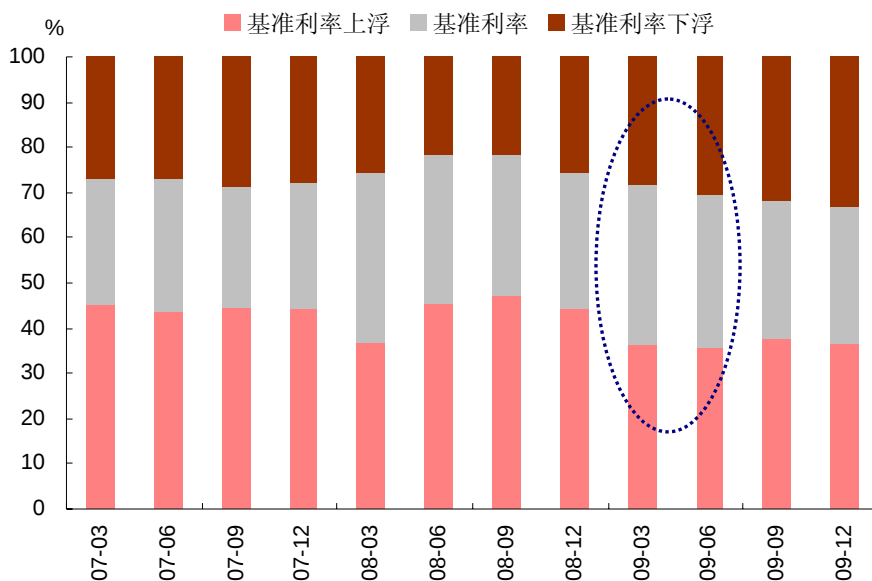
首先，政府投资项目的贷款，利率定价通常较低。

其次，从目前情况看，财政政策目的是稳增长，并没有激进的必要，信贷能够达到供求平衡就是不错的情况。

如果积极财政政策下，出现了信贷供不应求的局面，实际上也就是政府投资在挤出民间投资。出现这种情况的话，财政政策的力度就过大了，又存在宏观调控纠偏的需要。当然下半年并非完全没有出现这种情况的可能，但就目前的情形看，其可能性还比较小。

第三、反过来讲，若情势恶化到财政政策需要激进的程度，信贷政策也会进一步放松。出现这种情况，则09年上半年会是一个比较好的借鉴。08年4季度执行上浮利率的贷款占比为44%，至09年1季度迅速下降至36%。

图9：09年上半年贷款议价能力下降较多

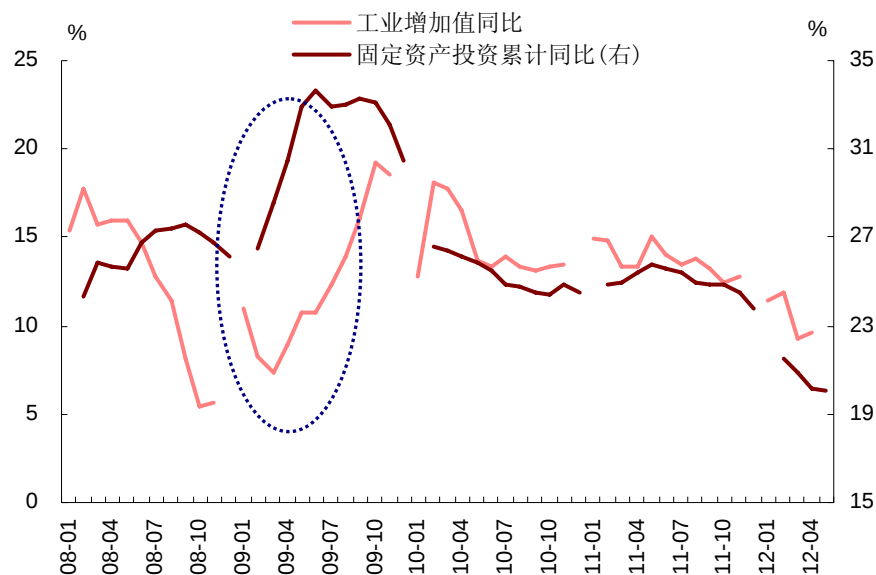


资料来源：中原证券、中国人民银行

最后，虽然长期贷款的需求会上升，但短期贷款的需求可能会减弱。投资需求增长，传导到经济增长的加速，再传导到其他领域需求与工业生产的增长需要一个时滞。从09年的情况看，工业增加值的明显回升滞后于固定资产投资。

虽然09年上半年企业短期贷款的量并不少，但我们认为主要是由于供给的增加导致的。从逻辑上讲，生产的不振将导致流动性贷款需求的减少这一条是成立的。

图10: 09年工业增加值的明显回升滞后于固定资产投资



资料来源：中原证券、Wind

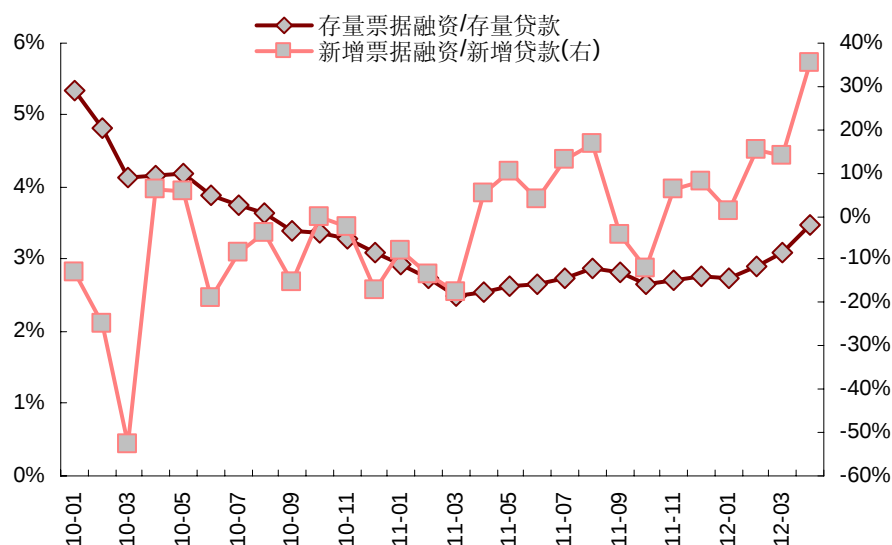
因而我们认为，积极的财政政策有助于缓解贷款供不应求的状况，但不足以逆转贷款议价能力下降的趋势。当然财政政策的力度是下半年可能存在变数的地方，我们会保持谨慎的态度并积极关注。

2.3 低收益票据融资替代高收益一般贷款

2.3.1 票据贴现利率下降，占比提升

由于信贷环境的由紧转松，今年以来票据贴现利率迅速回落，而票据融资占总贷款的比重也有较快上升。

图11: 12年票据融资占总贷款的比重较快回升



资料来源：中原证券、中国人民银行

2.3.2 负面影响分两个方面考察

票据贴现对今年总贷款收益水平的负面影响可以从两方面来看：

首先是票贴利率的下降。若未来几个月的直贴利率维持目前大约4%的水平不变，则2012年存量票据贴现的平均利率，较2011年要低2.12%。去年票据融资占总贷款的比重平均是2.7%，票贴利率下降对总贷款收益的影响大约5.7BP。

表3：票据贴现平均利率（%）

		JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC
2011 年	6 个月直贴利率—长三角	6.0	6.8	5.5	5.2	5.1	6.5	8.0	8.2	10.7	9.1	7.9	7.5
	存量票贴利率	5.3	6.2	6.1	5.8	5.3	5.6	6.5	7.6	8.9	9.3	9.2	8.2
	年度存量票贴利率	7.00											
2012 年	6 个月直贴利率—长三角	7.1	6.1	4.9	4.6	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
	存量票贴利率	7.5	6.9	6.0	5.2	4.6	4.3	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
	年度存量票贴利率	4.88											

资料来源：中原证券、Wind

注：表中假设票据贴现的平均原始期限为3个月

假设未来几个月新增票据贴现的利率维持当前水平不变（4%）

用6个月期的票贴利率去替代所有期限的票贴利率在计算绝对值时会造成差异，但我们关注的重点是差值大小，因而这一问题可以忽略

其次是票据融资占比上升的影响，低收益的票据融资对一般贷款形成替代。目前6个月法定基准利率5.85%，6个月直贴利率4%左右，利差约1.85%。以此估算，票据融资占比每提升1个百分点，对总贷款收益的影响将近2BP。

2.3.3 静态影响不显著，但需要关注动态趋势

从今年前几个月的情况看，票据贴现的占比在上升，但幅度较小，尚不足1个百分点。如果未来占比不再上升，同时票据贴现的利率维持在目前水平不再下降的话，票据融资对银行今年贷款收益的负面影响约7BP，对息差的影响约3—4BP。

息差3—4BP的下降对业绩增速的影响并不显著，但动态看，贷款供过于求的背景下票据融资占比的继续上升，以及流动性宽松背景下票贴利率的下降，都会令负面影响扩大，需要加以关注。

2.4 债券收益率下降明显

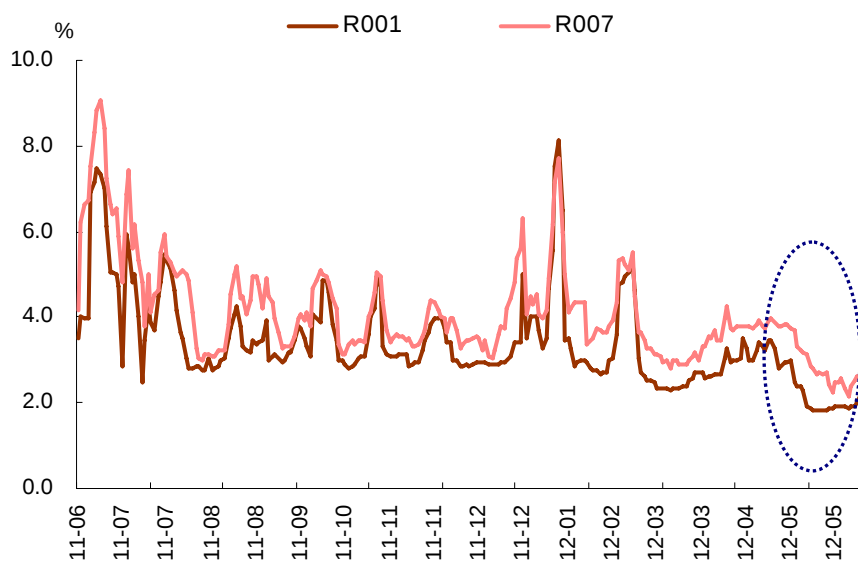
2.4.1 5月存准率的下调意味着宽松货币政策的开始

5月18日存准率的下调是本轮下调以来的第三次（前两次分别是11年12月5日，以及12年2月24日），但政策意图较前两次并不相同。去年12月的调整主要目的是为了对冲热钱的流出，缓解流动性过紧的局面。今年2月的下调虽有政策微调的意图，但缓解流动性的紧张仍是最重要的目的。而5月的这次下调，则明显是为了执行更宽松货币政策。

首先从调整时点看，前两次在宣布调整之前的交易日，回购利率都曾出现短暂的急升，显示资金链受到冲击。而本次在调整之前，回购利率却呈现下行走势，显示资金面本身正在趋向宽松。

通过观察存准率下调后货币市场利率的变化，可以很明显的看到政策意图的变化。前两次下调后，除了利率剧烈波动的特殊情况外，R001与R007基本上还是在3%—4%的区间内运行，较下调前没有明显的下降。但本次下调后，R001迅速降到了2%左右，R007降到2.5%左右，显示本次下调不仅仅是对冲热钱流出那样简单，执行更宽松的货币政策是本次下调的主要目的。

图12：降准后R001与R007的运行区间下降了一个平台

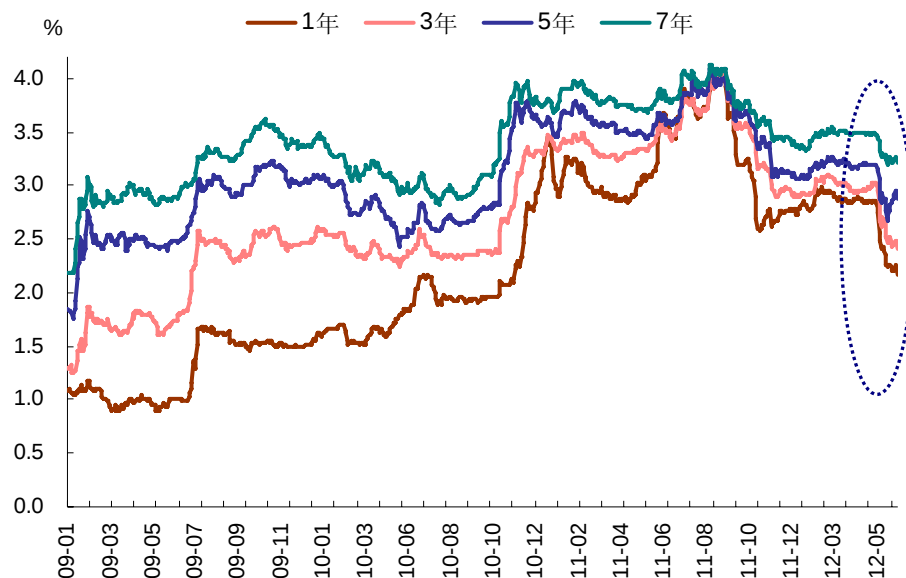


资料来源：中原证券、Wind。

2.4.2 债券收益率应声下降

受宽松货币政策以及经济增长预期较差的影响，5月宣布降准后，各期限的利率产品收益率均有较大幅度下行。以国债为例，目前3年期固定利率国债的收益率为2.41%，较5月宣布降准前已下降了54BP。

图13: 降准后国债收益率急剧下行



资料来源：中原证券、Wind。

展望后市的话，由于CPI仍处在下行通道中，加之货币政策的宽松，债券收益率的下行应该是大趋势。

2.4.3 比当前收益水平更重要的是未来趋势

债券的久期较长，因而银行债券资产的收益水平较二级市场的收益率水平会有一个滞后。银行持有的债券中，到期期限在1-5年的这部分占比最大，因而存量债券资产的收益水平需要追溯到几年前的债市收益率上。

从历史数据看个大概的话，09年与10年的债市收益率都比较低，11年比较高，12年又降了一个平台。如果把几年平均起来看，今年银行债券资产的收益率水平未必会低于去年。但如果二级市场收益率水平保持不变的话，银行债券资产收益率水平的下降仅是时间问题。更重要的是，债券二级市场收益率仍处在下行的大趋势中。

3、同业业务的负面影响不能小视

3.1 11年同业业务定胜负

考察上市银行11年利息净收入的增长情况，可以看到一个现象：存贷利差的提升幅度以及息差的提升幅度，与利息净收入增速的高低没有明显的对应关系；而生息资产平均规模的增幅与利息净收入增速之间，则存在明显的对应关系。

图14：利息净收入增速与息差没有明显对应关系

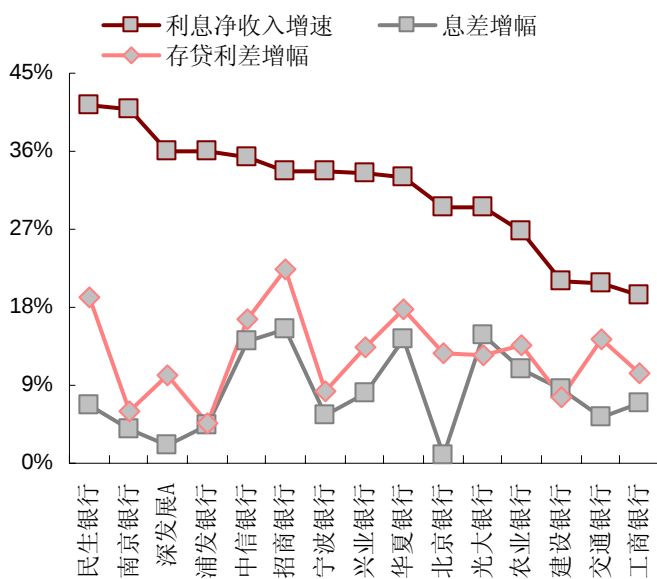
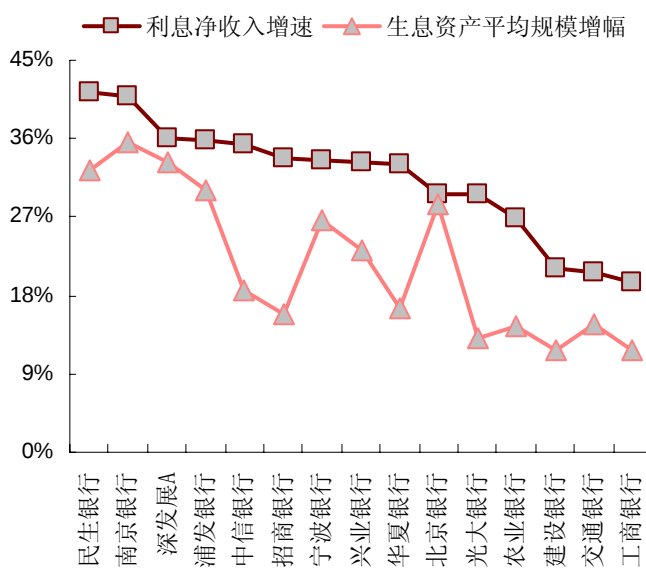


图15：利息净收入增速与生息资产规模有明显对应关系



资料来源：中原证券、公司公告

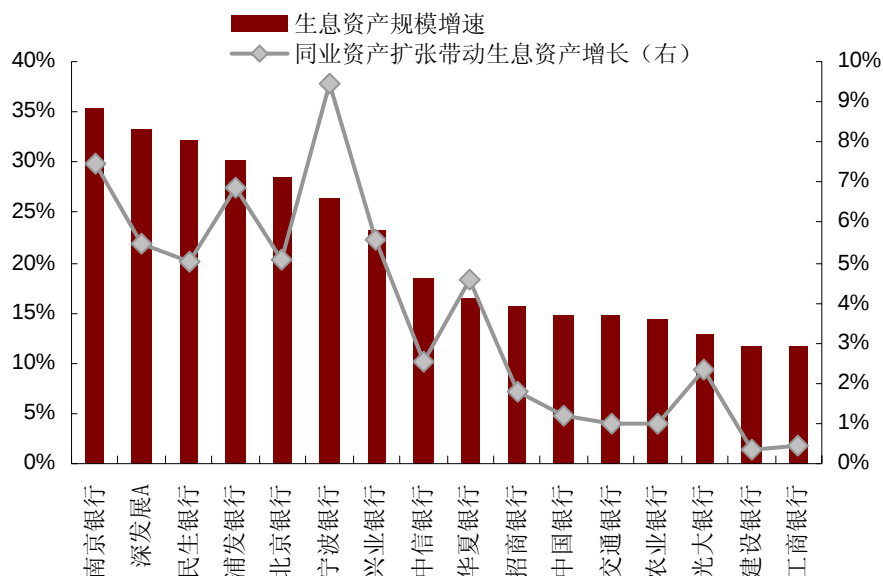
资料来源：中原证券、公司公告

除了3家城商行11年的贷款增速略高于20%外，其余上市银行的贷款增速基本在15%左右，贷款规模增速的差异并不大，生息资产增长较快的银行主要是非信贷资产增长得快。

也就是说，非信贷资产的扩张对11年银行利息净收入的增长起到了重要的作用。

11年上市银行非信贷资产扩张的重点在同业业务方面，生息资产规模增长迅速的银行基本上同业资产扩张的贡献（同业资产增速×同业资产占生息资产比重）都比较大。

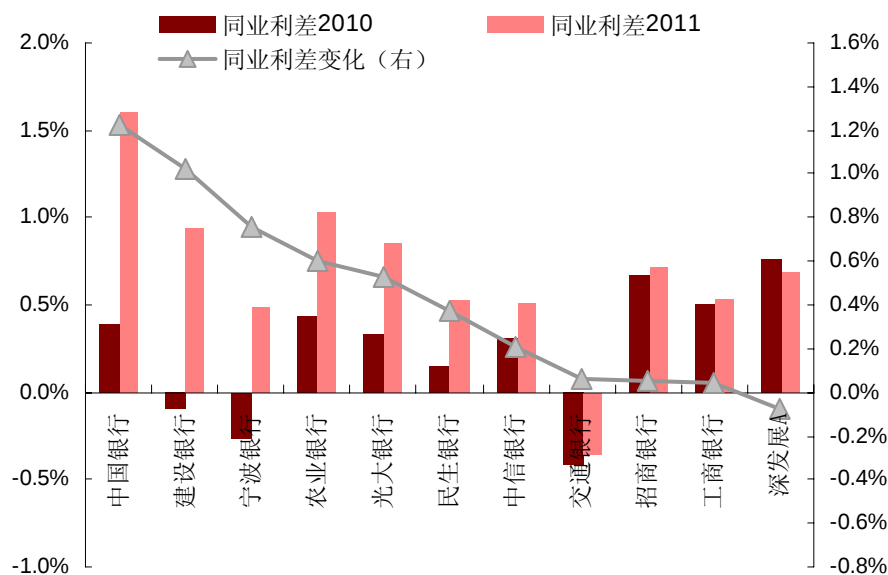
图16: 同业资产扩张对规模增长的带动作较大



资料来源：中原证券、公司公告

除了同业业务规模的扩张外，上市银行同业资产与同业负债之间的利差也普遍有所扩大。

图17: 11年上市银行的同业利差普遍扩大



资料来源：中原证券、公司公告

3.2 机遇源于信贷紧缩及存贷比考核

同业业务在11年的迅猛增长以及利差的扩张主要有两方面的原因：

第一、由于11年央行执行紧缩的货币政策，资金链紧张的局面时有发生，货币市场利率经历了几次剧幅的波动。一些银行抓住了利率波动的机会，以高利率融出资金，增加了同业业务的收益。

第二、由于信贷额度控制以及存贷比考核，11年银行贷款出表的情况很普遍。票据的买断式回购以及同业代付业务是实现出表的主要手段。

票据的买断式回购在逆回购方是记入买入返售金融资产科目。不少银行11年的票据买入返售业务都有快速增长，这部分的回购利率要高于普通债券的回购利率。

同业代付业务在受托行而言通常将代付款项其记入拆出资金科目，对应的拆借利率也要高于普通拆借。（对于各上市银行同业代付业务情况的推断请参见我们5月18日外发的报告《上市银行11年及12年1季度经营情况综述：业绩驱动力的减弱将逐一兑现》，此处不再赘述。）

3.3 12年的业务机会在消失

12年由于宏观经济环境的变化以及监管的更加严格，同业业务的机遇将不再存在。

首先，货币政策明显较11年宽松，回购利率剧幅波动的情况大大减少。

其次，11年的信贷市场是供不应求，而12年是供大于求，信贷额度的约束明显减弱，对银行而言贷款出表的必要性大大降低，从而同业业务的机会也在减少。

最后，监管的严格也使得贷款的出表越来越困难。票据业务的违规操作在11年就已经得到规范，今年银监会又加强了对同业代付业务的监管。财政部近期出具了《关于银行业金融机构同业代付业务会计处理的复函》，通过对会计处理方式的明确，使得银行无法通过同业代付实现贷款的出表。同业代付对于银行而言也就失去了大半意义。

表4：会计处理方式规范后，无法通过同业代付来实现贷款的出表

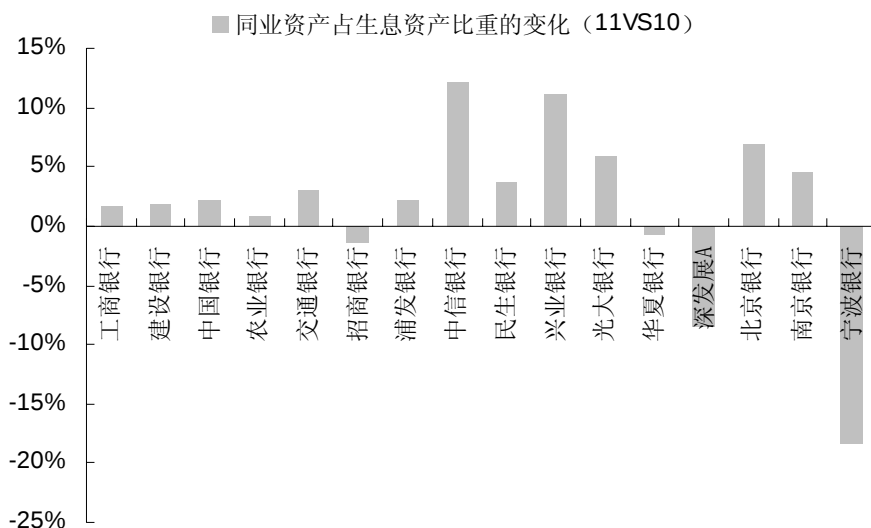
原来的会计处理方式		规范后的会计处理方式	
受托行	借：同业资产	受托行	借：同业资产
	贷：同业负债		贷：同业负债
委托行	记入表外资产	委托行	借：贷款
			贷：同业负债

资料来源：中原证券、财政部

3.4 负面影响不可小视

我们判断12年银行同业业务迅速增长的势头无法维持，同业资产占生息资产的比重可能会出现下降，同时同业业务的利差将普遍收窄。

图18: 同业资产占比的变化可以很剧烈



资料来源：中原证券、公司公告

我们测算了同业利差收窄以及同业资产占比降低对银行利息净收入的影响。这里有几个假设：

一、同业资产占生息资产的初始比重为20%（11年末，股份制银行及城商行的比重多数超过20%，国有银行比重多数低于20%，在5%—10%之间）。初始比重越高，负面影响越大。

二、初始息差水平为2.80%（银监会公布的今年1季度银行业的息差水平）。初始息差水平越高，负面影响越小，反之负面影响越大。

三、初始的同业利差水平为0.7%（11年披露了同业利差的上市银行的平均水平）。初始同业利差越高，负面影响越大。

下表中可以看到，若同业利差收窄20—40BP，同业资产占生息资产比重下降5—10个百分点，对利息净收入的影响大约有百分之三点多。

表5: 同业利差收窄及同业资产占比下降对利息净收入的负面影响

		同业利差收窄 (BP)					
		0	20	40	60	80	100
同业资产占比下降 (%)	0	0.00%	1.43%	2.86%	4.29%	5.71%	7.14%
	5	1.25%	2.32%	3.39%	4.46%	5.54%	6.61%
	10	2.50%	3.21%	3.93%	4.64%	5.36%	6.07%
	15	3.75%	4.11%	4.46%	4.82%	5.18%	5.54%

资料来源：中原证券

4、资产质量的变化或滞后于经济周期

4.1 资产质量不会大面积恶化

4.1.1 二三季度经济底部的能见度很高

目前经济形势较弱，但从物价因素来看，积极的财政政策以及宽松的货币政策具备可持续的基础。

首先，根据我们农林牧渔行业研究员的判断，由于年初疫情较为严重，猪肉价格后续会有一波较大幅度的反弹，将对CPI形成冲击。但由于目前待繁母猪存栏量仍处于高位，猪肉价格的上涨不具有可持续性，属于短期冲击。

其次，近期国际原油及其他大宗商品价格跌幅较深，对我国的总供给曲线形成了有利的冲击，有助于物价的下行。

虽然从刺激力度来看，“四万亿”难以重现，但目前我国经济面临的外部环境亦好于08年底，经济在二三季度见底的可能性很大。

从宏观经济运行的角度来看，后续资产质量大面积恶化的可能性很小。

4.1.2 平台贷款的风险或将进一步缓解

从上市银行披露的数据来看，11年不良贷款率上升的行业主要集中在与政策融资平台相关的行业，包括：租赁和商务服务业、交运仓储邮政业、水利环境公共设施业。

看贷款投放的话，上市银行对这三个行业的态度普遍比较谨慎，相关贷款增速普遍低于总贷款的增速水平。严厉的平台贷款监管政策应该是这些行业不良贷款率上升的主要原因。

今年的经济环境下，“稳增长”目标的重要性在日益提升，为配合积极财政政策的出台，监管层对平台贷款态度会明显软化。一方面对于存量贷款的监管可能会趋于宽松；另一方面由于信贷阀门的重开，平台公司的流动性状况将得到缓解，存量贷款的违约风险也将下降。

平台贷款这一方面，今年的情况应该会比较稳定，甚至会略有好转。

4.2 经济见底后不良贷款或将继续上升

4.2.1 国外数据显示资产质量的底部滞后于经济底部

我们研究了银行资产质量与经济周期的关系。

我国银行业前十年由于体制改革以及历史遗留问题的解决等原因，不良贷款率呈现迅速下降的趋势，与经济周期的关系并不明显，因而国内数据缺乏研究价值，我们参考了国外的数据。

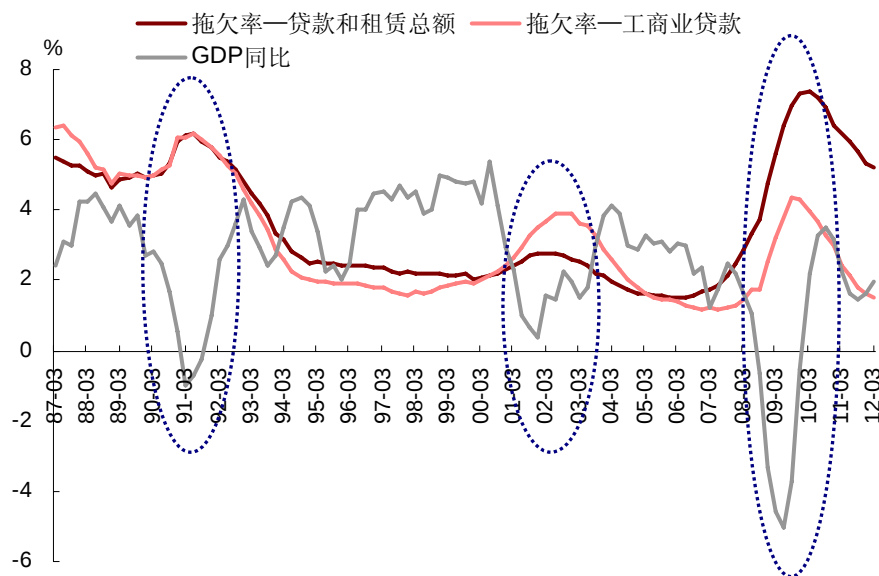
从美国的数据中可以看到，贷款的拖欠率与GDP之间总体上呈现反向

的关系，GDP增长快时，拖欠率低，GDP增长慢时，拖欠率高，这是完全符合常识的。

但是如果从变化趋势来看，可以发现拖欠率的顶部要滞后于GDP的底部，也就是说当经济刚开始复苏的时候，银行的资产质量并未同步的好转，还会继续恶化一断时间。

从美国经济的三次大底来看，这一现象都很明显。第一次是在91年的1季度GDP见底，而拖欠率在当年2季度见顶，滞后1个季度。第二次是在01年的4季度GDP见底，而拖欠率在次年2季度见顶，滞后2个季度。第三次是在09年的2季度GDP见底，而工商业贷款拖欠率在当年3季度见顶，滞后1个季度，贷款和租赁总额拖欠率在次年1季度见顶，滞后3个季度。最后一次贷款和租赁总额拖欠率的见顶时间滞后较多，主要是受房地产相关贷款的影响。

图19: 美国贷款拖欠率的下降滞后于GDP的回升



资料来源：中原证券、Wind

4.2.2 滞后现象有其内在的原因

资产质量变化滞后于经济周期这一现象，有其内在的原因。

对贷款人而言，当刚开始面临经济增长下滑的时候，虽然盈利及经营现金流也随之下降，但由于账上有一定数量的现金及现金等价物作为缓冲，短期的债务清偿还不至于受到影响。

但当经济增长低迷的情况持续一段时间后，随着原有现金储备的不断消耗，企业将开始出现债务偿付方面的困难。

当经济步入复苏的初期时，随着盈利能力的改善，企业经营现金流开始增长，但还不能抵过现金储备的消耗，因而企业债务偿付方面的困难并不能立即得到改善。

以上是资产质量变化滞后于经济周期的经济层面的原因。由此判断,即使我国经济在三季度见底回升,银行的不良贷款在三季度也很有可能继续攀升。除此之外,还有两个方面的原因也会导致我国银行业后续不良贷款变化的滞后。

首先,贷款的五级分类在很大程度上依赖主观判断,许多有问题的贷款在没有实际出现违约时,不会被划入不良。换言之,银行账面上体现出来的不良贷款变化实际上是滞后于资产质量的真实变化的。

其次,我国下半年的经济增长还将由投资驱动,其中由政府主导的基建投资将起到关键性的作用。这种情况下,经济的增长会是由国有大型企业带动,民营中小企业的反应会滞后一些。而国有大型企业贷款的资产质量本身就是比较稳定的,资产质量的改善要到中小企业的盈利状况得到改善的时候才能看得到。

4.3 预期转好,不良贷款对股价冲击有限

尽管经济在二三季度见底的可能性较大,但银行不良贷款的上升势头或将再持续一段时间。

即便如此,只要经济未来的预期是在转好,不良贷款的滞后效应便不需要担忧,因而这一问题对股价的负面冲击有限。反之,市场如果因为不良贷款的上升而抛售银行股,甚至可能形成一次银行股的交易性机会。

5、进攻性最早要等到四季度

5.1 盈利能力处于下降通道制约股价走强

今年1季度上市银行的盈利能力基本稳定，2季度我们判断已进入下降初始阶段，而未来一段时间可以预见的趋势是向下的。

导致盈利能力下降的主要趋势性因素将是非对称性降息以及贷款议价能力的下降。此外债券收益率的下行、票据贴现利率的下行与占比的上升，都将带动银行盈利能力的下降。

11年由于信贷紧缩以及存贷比的紧张，贷款出表的现象十分突出，同业业务由于在贷款出表的操作中起重要作用，由此也扩张得十分迅速。但今年由于宏观环境的转变以及监管的严格，贷款出表的现象将大大减少，同业业务的机会减少，业务规模或将面临收缩。

同业业务对上市银行11年业绩增长的作用很大，因而今年业务机会的消失对业绩会形成负面冲击。更重要的是同业业务的问题在市场上并没有引起充分的重视，因此该因素很可能引起业绩的低于预期。

由于银行的盈利能力处于下降的通道，若三季度大盘在政策刺激下震荡上行，银行也仅能取得同步大市的表现，难以走出很强劲的超越大盘的行情。我们维持对行业“同步大市”的投资评级。

5.2 经济确定性复苏时将有超越大盘的表现

从基本上判断，当银行盈利能力下降到底部区域，盈利能力的预期开始好转时，银行股会有趋势性的超越大盘的行情。这种情况将出现在宏观经济确定性复苏的阶段，或许我们对四季度可以有所期待。

6、个股推荐与估值比较

个股方面，我们重点推荐民生银行（600016）与北京银行（601169）。

民生银行定位明确且富有创新精神，近两年的经营业绩已经验证了转型的成效，未来在小微金融 2.0，分支行专业化试点以及私人银行业务方面，仍有多项看点。

北京银行，我们结合贷款增长、息差稳定性以及拨备等因素，判断公司 12 年的业绩增速将领先同业水平。

表 6：上市银行盈利预测与估值比较

股票简称	收盘价	区间涨跌幅(%)	每股收益(摊薄)			市盈率			每股净资产	市净率
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	1Q2012	1Q2012
工商银行	4.16	-4.59	0.60	0.73	0.85	6.98	5.72	4.90	2.93	1.42
建设银行	4.45	-4.91	0.68	0.83	0.97	6.57	5.37	4.60	3.45	1.29
中国银行	3.00	-1.96	0.44	0.51	0.56	6.74	5.91	5.36	2.73	1.10
农业银行	2.63	-3.66	0.38	0.44	0.51	7.01	6.04	5.19	2.14	1.23
交通银行	4.50	-4.44	0.82	0.86	1.02	5.49	5.23	4.40	4.65	0.97
招商银行	10.92	-5.76	1.67	1.63	1.88	6.52	6.69	5.79	8.22	1.33
浦发银行	8.34	-8.95	1.46	1.83	2.07	5.70	4.56	4.02	8.42	0.99
中信银行	3.99	-10.54	0.66	0.78	0.89	6.06	5.10	4.50	3.92	1.02
民生银行	6.08	-8.43	0.98	1.06	1.25	6.18	5.73	4.86	4.90	1.24
兴业银行	12.61	-9.35	2.36	2.48	2.87	5.33	5.08	4.39	11.49	1.10
光大银行	2.80	-3.14	0.45	0.46	0.50	6.27	6.13	5.56	2.55	1.10
华夏银行	9.38	-10.36	1.35	1.65	1.89	6.97	5.67	4.96	9.68	0.97
深发展 A	14.81	-7.55	2.01	2.33	2.75	7.38	6.36	5.39	14.99	0.99
北京银行	9.33	-8.44	1.22	1.62	1.91	7.65	5.76	4.90	8.93	1.04
宁波银行	9.21	-8.50	1.13	1.32	1.50	8.16	6.99	6.15	6.84	1.35
南京银行	8.44	-9.83	1.08	1.28	1.44	7.80	6.57	5.88	7.63	1.11
银行指数	2022.31	-5.30	n.a.	n.a.	n.a.	6.62	5.81	5.05	1.92	1.22
沪深 300	2524.33	-4.27	n.a.	n.a.	n.a.	10.92	n.a.	n.a.	n.a.	1.65

资料来源：中原证券、Wind

注：银行指数以及沪深300指数2011年市盈率与市净率为整体法计算，2012、2013年市盈率为算术平均法计算

7、风险提示

风险提示：1、宏观经济硬着陆；2、房地产价格大幅下挫。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。