

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

息差无需多虑，资产质量为制胜关键

—银行业 2013 年年度投资策略

证券研究报告-行业策略

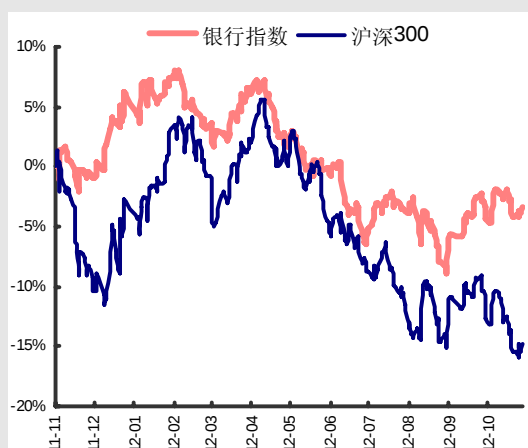
强于大市（上调）

发布日期: 2012 年 11 月 27 日

盈利预测和投资评级

股票简称	11EPS	12EPS	13EPS	评级
北京银行	1.02	1.30	1.45	买入
民生银行	0.98	1.27	1.23	增持
兴业银行	2.36	2.62	2.79	增持

银行板块相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

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:

明年在“稳货币、宽财政”的政策组合下，银行业息差将不再面临动态压力，而资产质量变化的预期将成为决定板块走势的关键因素，目前这一预期已初显好转迹象，同时平台融资方式的转变有助于缓解估值上的制约，我们看好板块在下一阶段的行情表现。

投资要点:

- **息差不再面临动态压力。**在“稳货币、宽财政”的政策组合下，三季度贷款议价能力的下滑趋势明显放缓，目前信贷的供求正趋于平衡。未来从汇率的政治制约、经济的复苏进程、通胀压力等方面考虑，货币政策保持“中性”基调的可能性最大，拖累息差的动态因素已不存在。
- **市场对资产质量的预期正出现好转。**经济复苏有利于资产质量的长期变化，但资产质量的短期变化将有所滞后，这一情形下预期会主导市场走势。银行间市场的信用利差是反应市场对于企业违约风险预期的同步指标，目前这一指标出现好转迹象。
- **估值制约有望缓解。**平台融资方式向直接融资的转变，有助于缓解投资人对于平台贷款的“信息不对称”困境，从而降低对风险溢价的要求，利于估值提升。另一方面在“L”型复苏的背景下，许多行业面临估值国际化的问题，但银行业的估值早已率先与国际接轨，这将是明年银行业的一个相对优势。
- **13 年业绩增速降至 8%。**受降息的后续影响，明年上半年银行业的息差还将运行在下行通道中，其中一季度的降幅预计较大。全年利息净收入增速将较今年继续下降，但中间业务收入增长有望回归正常。我们预测银行业 13 年整体的净利润增速在 8% 左右。
- **上调行业评级至“强于大市”。**目前几项重要的动态驱动因素正朝积极的方向变化，我们上调对行业的评级至“强于大市”。个股方面重点推荐北京银行（601169）、民生银行（600016）、兴业银行（601166）。
- **风险提示:** 1、利率市场化加速推进；2、经济复苏不利，金融风险进一步扩散。

引言

2012年前三季度，A股各行业业绩增长迅速下滑，银行股则以17%的正增长鹤立鸡群。尽管如此，银行股的行情表现却很平淡，这一反差反映了市场在衰退的经济环境下，对银行业主要驱动因素走弱的预期。

近两个月来，经济面出现了乐观的变化，政府基建投资对稳增长的作用开始显现，各项主要经济数据出现好转，信贷需求也由迅速减弱转向企稳。然而与此同时，受制于汇率问题的压力，货币政策的放松力度却明显弱于预期。而未来结合国际政治制约、必要性以及风险性几方面考虑，货币政策进一步放松的可能性都很小。积极的财政政策与中性的货币政策这一组合将有利于银行业息差的企稳。

银行业的资产质量变化滞后于经济周期，这意味着未来几个月的不良贷款生成率仍然会处在比较高的水平，但市场的预期会先于实际情况的变化，并主导行情走势。银行间市场的信用利差是一个可以反映企业违约风险预期的一个比较好的指标，根据该指标，目前市场对于违约风险的预期稳定且有所好转。

09年以来平台贷款的问题一直在压制着银行股的估值。今年以来政府投资重新兴起，但融资方式却发生大的转变，贷款渠道的重要性下降，债券、信托等直接融资渠道的重要性上升。新的融资方式下，一部分的信用风险不再由银行承担，而另一部分仍需由银行承担的信用风险则变得更为透明。随着信息不对称困境的缓解，投资者面对的风险有所降低，估值制约有望减弱。

受到今年两次降息的影响，银行业息差的下降趋势仍将持续，但新增的不利因素已不存在，2013年全年的业绩增长我们估算在8%左右。由于几项主要驱动因素正在发生积极的变化，我们看好银行股在下一阶段的行情表现。

随着我国经济潜在增速的放缓，后续“L”型复苏的可能性较大，这种情况下，一些行业会面临着估值与国际市场接轨的问题，但银行业却不存在这个问题，这也是2013年银行业将拥有的一个相对优势。

目 录

引言	2
1、“稳货币、宽财政”组合为息差托底	4
1.1 财政积极货币稳健，银行息差得益	4
1.2 利率被汇率绑架，汇率被政治绑架	5
1.3 2013 年“稳货币”可否持续？	7
1.4 拖累息差的动态因素已不存在	8
2、资产质量变化的拐点隐现	10
2.1 经济最差的时段或已过去，但资产质量变化有滞后性	10
2.2 寻找资产质量预期变化的同步指示器	10
2.3 市场要适应不良余额的正常上升	12
3、平台公司融资方式转变下的价值创造	14
3.1 间接融资到直接融资的转变	14
3.2 信息不对称提高风险压低估值	15
3.3 风险的降低即是价值的创造	15
4、看好下一阶段的行情表现	17
4.1 业绩增速今年 15%，明年降至 8%	17
4.2 上调行业评级至“强于大市”	18
4.3 个股推荐与估值比较	19
5、风险提示	20
5.1 利率市场化的加速推进	20
5.2 经济复苏不利，金融风险进一步扩散	20

1、“稳货币、宽财政”组合为息差托底

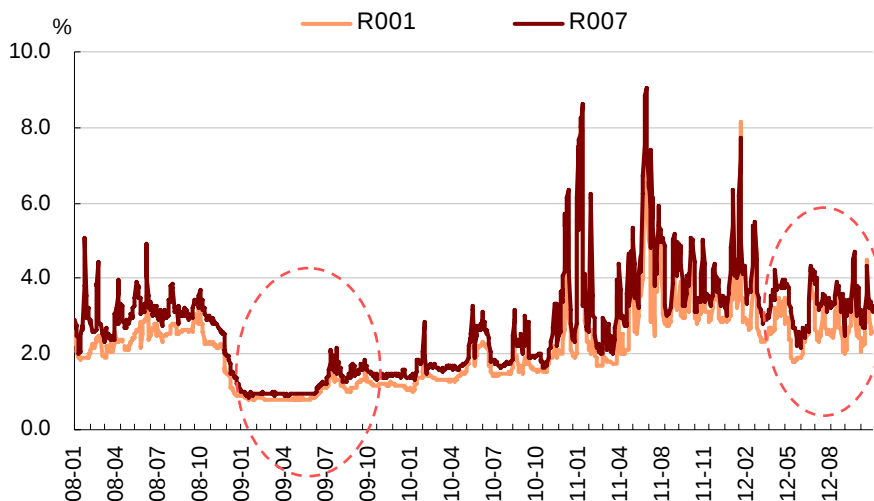
1.1 财政积极货币稳健，银行息差得益

今年由于经济的持续衰退，二季度开始财政政策的基调明显转向积极，基建投资增速迅速上升，并带动了固定资产投资增速以及工业增加值增速在9月的企稳回升。

然而在财政政策加码的同时，货币政策却并未出现预期中的放松，无论从银行体系流动性或是从信贷投放来看都是如此。

在今年5月央行本轮第3次降准之后，银行间市场流动性一度出现非常宽裕的局面，但并未维持太长时间，到了6月R001及R007的利率中枢再度上移。随后几个月由于热钱流出较多，市场普遍预期央行会降准对冲，但央行却出乎意料的仅是使用短期逆回购工具向市场注入流动性，而注入的量也仅仅是将流动性维持在尚可的水平，远未达到显著宽松。

图 1：当前的货币政策宽松程度远逊于 09 年



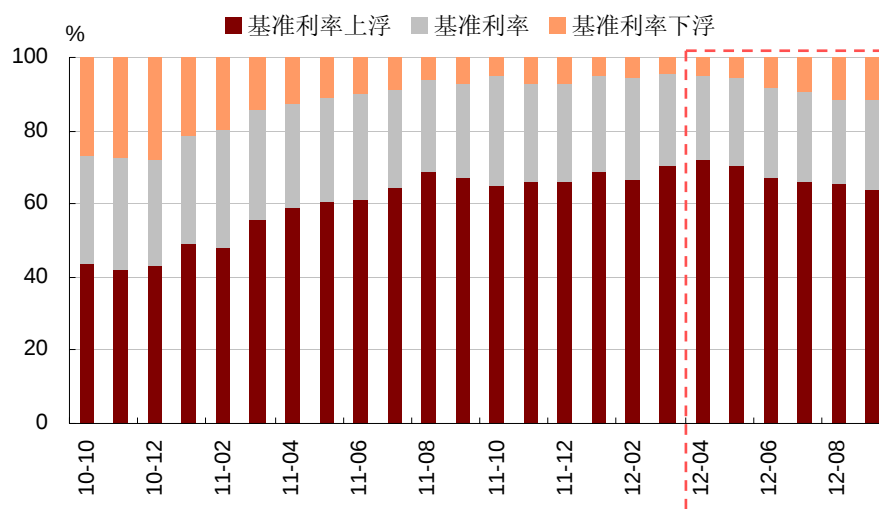
资料来源：中原证券、Wind

信贷政策也未配合财政政策出现明显放松。前十个月人民币贷款共投放了7.23万亿，年初机构普遍认为全年信贷目标在8万亿左右，按“3: 3: 2: 2”、“月不过四”的节奏，前十月的目标投放量在7.04万亿，与实际投放量的差距并不明显。而央行在三季度末曾明令禁止商业银行冲规模，并且叫停部分银行的贴现业务，这一系列举动也显示管理层并没有明显要放松信贷的意图。

这种“稳货币、宽财政”的政策组合有利于银行业息差的稳定。首先是贷款收益方面，积极财政政策本身以及其对经济的拉动作用都有助于稳定贷款需求，而偏紧的信贷额度控制从另一方面遏制了贷款议价能力的快速下滑。从央行披露的贷款定价数据中可以看到，三季度贷款议价能力以及贷款利率的下滑幅度均较二季度放缓，而一般贷款利率的下降主要是受到近两次降息的影响。除了信贷资产外，中性的货币政策也利于债券等非信贷资产收

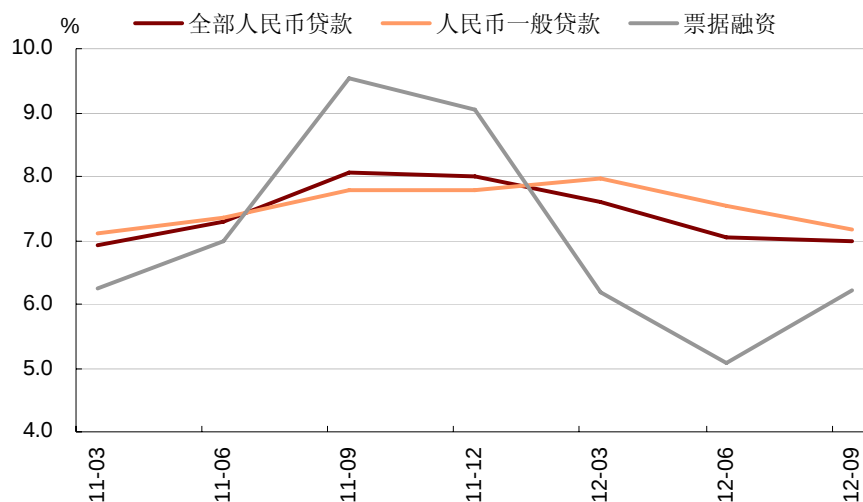
益水平的稳定。

图 2: 贷款议价能力的下滑在二季度最明显, 三季度势头趋缓



资料来源：中原证券、中国人民银行

图 3: 9 月一般贷款利率较 6 月下降 37BP, 降息的影响约 31BP, 议价能力下降的影响仅约 6BP



资料来源：中原证券、中国人民银行

1.2 利率被汇率绑架, 汇率被政治绑架

对于判断2013年银行业息差而言, 货币政策仍是一个关键性的因素, 目前中性的货币政策在明年是否可以持续是我们关注的焦点, 而要回答这个问题, 首先要判断为什么在今年经济增长低靡的状况下, 央行会在货币政策的短暂放松后又将基调转为中性。

对于央行货币政策放松力度低于预期的原因, 市场多是从物价、房地产调控或者热钱流出的角度去考虑, 而我们认为汇率才是背后最关键的原因。

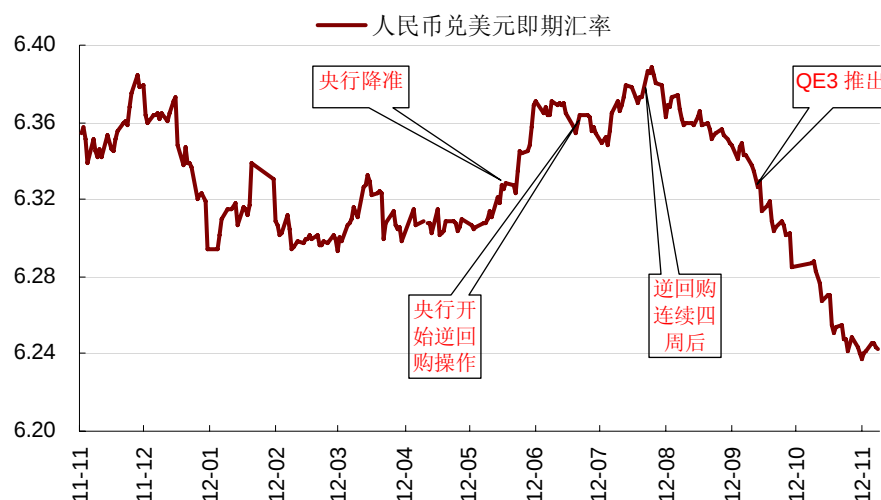
根据利率平价定理: $i_{\text{本国}} - i_{\text{外国}} = (E_{\text{预期}} - E_{\text{即期}}) / E_{\text{即期}}$ (i —名义

利率；E—直接标价法汇率），本国对外国的即期汇率由两大因素决定，一是本国与外国之间的利差水平，二是市场对未来汇率的预期。

5月央行的降准，除了引起货币市场利率快速下降外，也引起了人民币的迅速贬值。而到了7月末，由于央行连续的逆回购操作打消了市场对于货币政策进一步宽松的预期，同时货币市场利率上升，人民币兑美元汇率贬值的趋势开始扭转。

比较逆回购与降低存准率这两种操作方式对于汇率的影响，虽然它们都可以用来向市场投放合意数量的流动性，从而使得市场利率维持在目标水平，但对预期汇率的影响却有差异。下调存准率的信号传递效应更为明显，市场通常将其解读为货币政策的持续性放松，这将使得人民币的预期汇率进一步贬值，而逆回购操作通常被认为是短期的货币政策放松，对预期汇率的冲击较小。换言之，降准将通过“利差”以及“预期”两条渠道来影响即期汇率，而逆回购只会对通过“利差”一条渠道来影响即期汇率，如果央行顾忌汇率的话，逆回购显然是更好的选择。

图 4：5 月降准后人民币迅速贬值，7 月央行逆回购操作下人民币开始升值



资料来源：中原证券、Wind

中国之所以不愿意人民币汇率对美元贬值，我们认为出要是出于政治上的考虑，首先又是受到今年美国大选的影响。

在奥巴马代表的民主党与罗姆尼代表的共和党的对决中，对华问题是双方争执的焦点之一，共和党对待中国的态度较民主党更为强硬，罗姆尼曾宣称上任第一天便将宣布中国为“汇率操给国”。在这一背景下，若人民币对美元贬值，将会助长罗姆尼在竞选中的优势，而若其成功当选，对人民币汇率施压的可能性也更大，这又将加大中国经济的波动。在这样的国际政治环境下，中国有必要将汇率目标放在更重要的位置，牺牲货币政策的独立性，从而维持人民币汇率水平的稳定。

1.3 2013 年“稳货币”可否持续？

11月7日美国总统竞选结果出台，奥巴马成功连任，人民币汇率所受到的国际政治约束将有所减轻，中国货币政策的自由度将加大，未来一阶段整体的货币环境有望较此前宽松。

而未来的货币政策究竟可以放松到什么样的程度，我们认为可以从三个方面来衡量：一、汇率问题上的政治制约。美大选的结束将减轻政治压力，但这并不意味着压力的完全消失，汇率由于牵涉到各国的利益转移，将持续受到政治因素的影响。二、放松的必要性。这主要是从保增长方面考虑。三、放松的风险性。主要是从物价的方面来考虑。

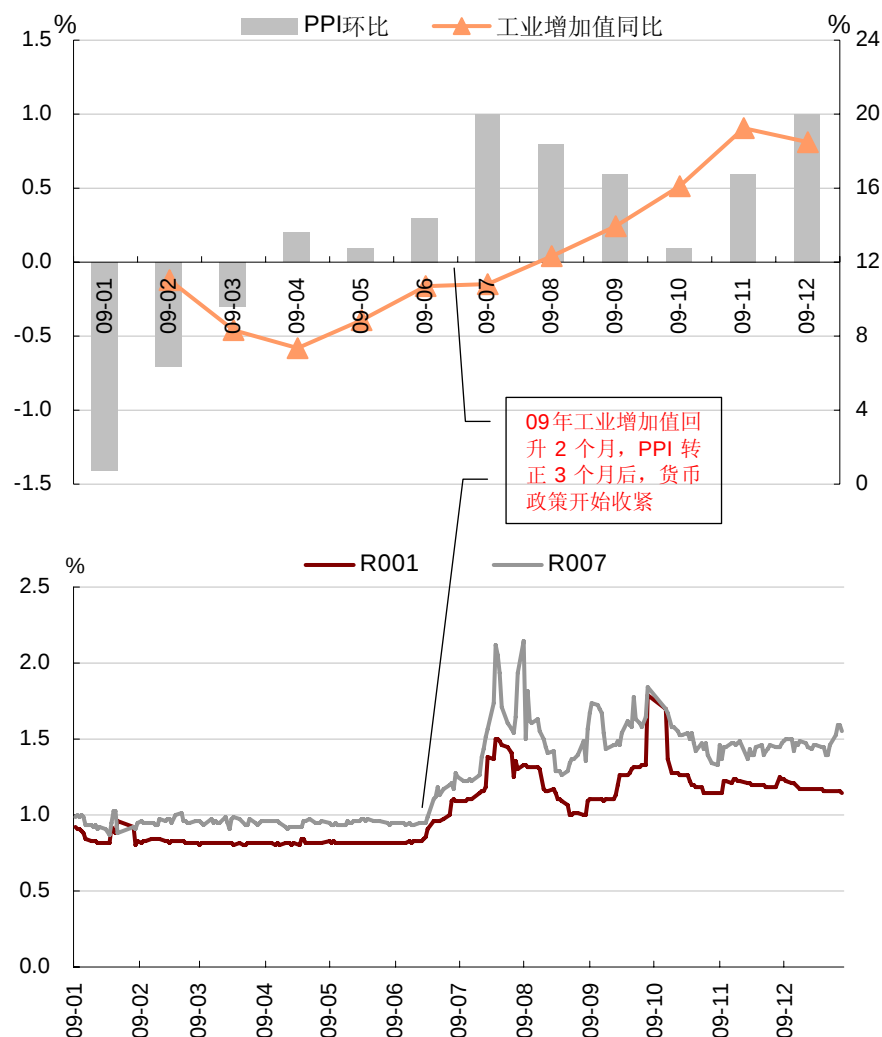
就汇率的政治制约而言，目前来看受钓鱼岛事件的进展以及美国经济复苏进程的影响较大。在钓鱼岛问题得到圆满解决前，中国在政治上需要与美国保持良好关系，在汇率问题上不可能太强硬。

美国经济复苏进程的影响较为复杂。如果经济复苏不利，美国政府对于人民币升值的诉求会更加迫切，汇率问题面临的压力会比较大。如果美国经济复苏强劲，一方面人民币汇率面临的压力会减轻，中国可以加大货币政策的放松力度，但另一方面，美国的复苏很可能带动大宗商品价格的上涨，同时也将带动美元汇率超调后的升值修复，大宗商品价格上涨叠加人民币贬值将使中国面临物价上升的压力，这将加大我国货币政策放松的风险。而从必要性来看，由于美国的复苏将有利于我国的出口需求，增强我国经济增长动力，货币政策放松的必要性将减弱。

随着局势变化，上述政治制约可能会得到缓解，但若此期间中国经济维持了目前良好的复苏态势，则无论从必要性还是从风险性来看，届时货币政策大力度放松的时机都已过去。从09年的经验看，货币政策自6月末7月初开始收紧，而当时工业增加值增速仅从底部开始反弹2个月，PPI环比刚转正3个月。目前我国工业增加值增速已连续反弹2个月，10月份的PPI环比也已由负转正。未来的经济环境下通胀对经济增长的敏感性更高，货币政策的运用也会更加审慎。

因而总体上，我们认为随着美国大选的结束，下一阶段我国的货币环境可能会略有宽松，但由于国际政治压力仍然存在，货币政策放松的力度有限，而未来随着经济的复苏，进一步放松的可能性将大幅降低。2013年的货币政策将保持“中性”的基调。

图 5: 09 年 PPI 环比转正 3 个月后货币政策收紧



资料来源: 中原证券、统计局、Wind

1.4 拖累息差的动态因素已不存在

由于存贷款重定价周期尚未结束, 今年6、7月两次降息对存贷利差的负面影响仍将持续, 但这是属于预期中的可度量的影响, 而目前基本已不存在不利于银行业息差的新增因素。

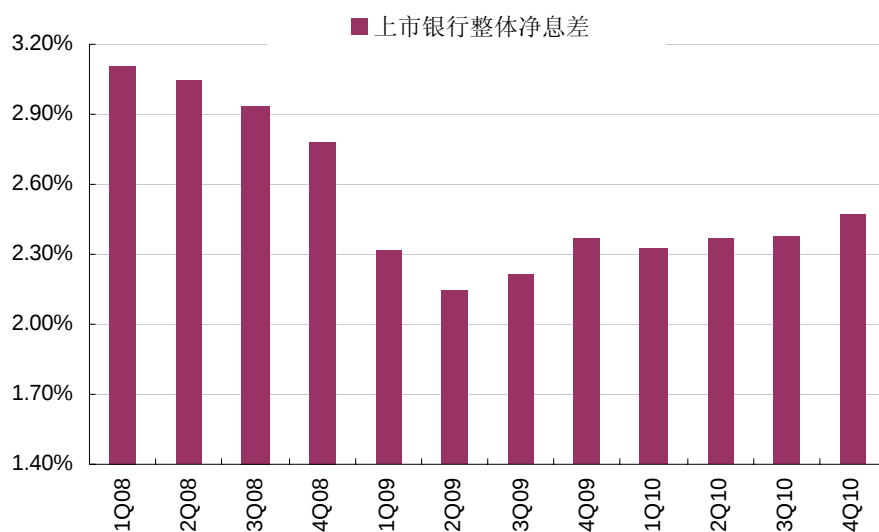
贷款议价能力方面, 无论是票据贴现利率, 还是央行公布的贷款定价数据, 都显示目前信贷市场的供求关系正在趋向平衡。展望2013年, 随着经济的复苏, 信贷需求有望进一步增长, 而信贷政策将保持稳健中性, 供求关系总体将呈现平衡的局面。

而债券等非信贷资产方面, 中性的货币政策下, 市场利率的下行缺乏流动性的支持, 而经济的回暖也将进一步阻碍利率的下降, 银行非信贷类资产的收益率可保持稳定。

总体而言, 在本轮复苏中, 银行业息差的下滑将比较缓和, 不会出现类似09年时剧烈下滑的情况。降息对存贷利差以及银行业绩增长的负面作用

仍在持续，但由于相关影响完全可预期，并不会左右银行股的行情表现。

图 6：09 年上半年在极度宽松货币政策下银行息差剧烈下滑



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

注：为了前后口径的一致，上市银行中不包括2010年上市的农业银行与光大银行

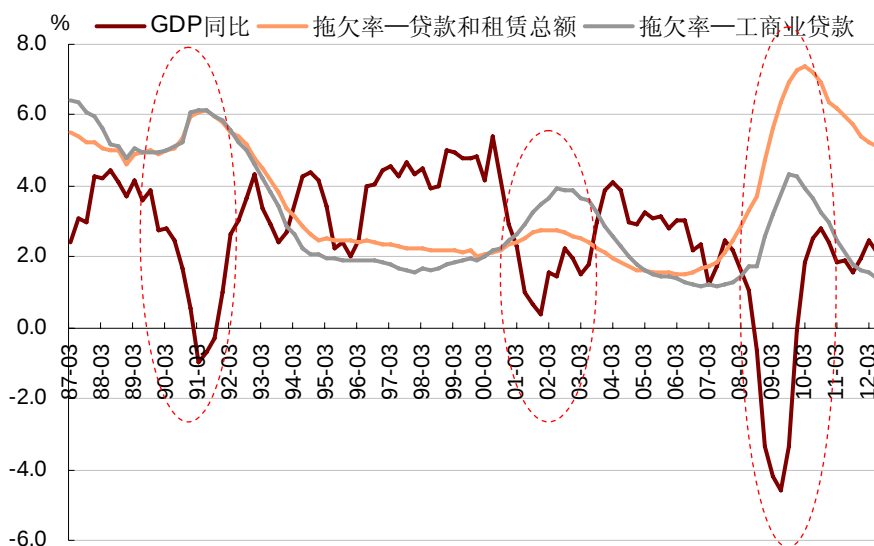
2、资产质量变化的拐点隐现

2.1 经济最差的时段或已过去，但资产质量变化有滞后性

银行的资产质量问题是今年市场关注的焦点，这与整个宏观环境的变化息息相关。近几个月随着积极财政政策对经济拉动作用的显现，各项主要经济数据皆出现了积极的变化，未来几个季度经济持续复苏的可能性较大。

尽管未来宏观环境将有所好转，然而银行业资产质量的变化还将滞后于经济周期。通过对美国银行业的相关数据中可以看到，贷款拖欠率与GDP增速之间总体呈现反向的关系，但拖欠率的顶部要滞后于GDP的底部，滞后的时间大约在1—2个季度。（更详尽的分析请参见报告《银行业2012年下半年投资策略：周期底部之殇》）

图7：美国贷款拖欠率的下降滞后于GDP的回升1-2个季度



资料来源：中原证券、Wind

2.2 寻找资产质量预期变化的同步指示器

当经济增速触底回升时，虽然资产质量暂时仍会延续恶化的趋势，但趋势扭转是预期中的，而股价的变化往往与预期的变化同步，因此投资要走在实际资产质量的变化之前。

这里给投资决策带来的问题是，实际资产质量的变化滞后于资产质量预期的变化，而逾期贷款、不良贷款等数据的披露又滞后于实际资产质量的变化。从资产质量预期的好转到最后确实看到银行相关数据的改善，期间可能要经历半年以上的时间，盯住滞后指标将错失投资良机。

利息保障倍数等一些反应企业偿债能力的指标，可以预示银行未来资产质量的变化趋势，因而此类指标可视为与资产质量预期的变化同步，但企业财务数据同样披露频率太低，数据确认滞后于实际财务状况变化的时间较

长。

统计局每月公布的经济指标同步于资产质量预期的变化,其中预示作用较好的主要有工业增加值增速、PMI、工业企业利润增速等。这些指标披露的频率高,能够比较及时的反应出经济正发生的变化,但主要问题是一次数据的改善可能并不代表趋势的扭转,市场预期也并不一定跟着改善,这样在判断上仍然会有比较大的难度。

而基于以下几方面的考虑,我们认为银行间债券市场的信用利差指标可以对资产质量预期的变化起到较好的同步指示器作用。

一、投资者对各等级信用债未来违约损失风险的预期,是决定信用利差最重要的因素,这样我们可以反过来通过观察信用利差的变化,来了解市场对企业信用状况的预期。

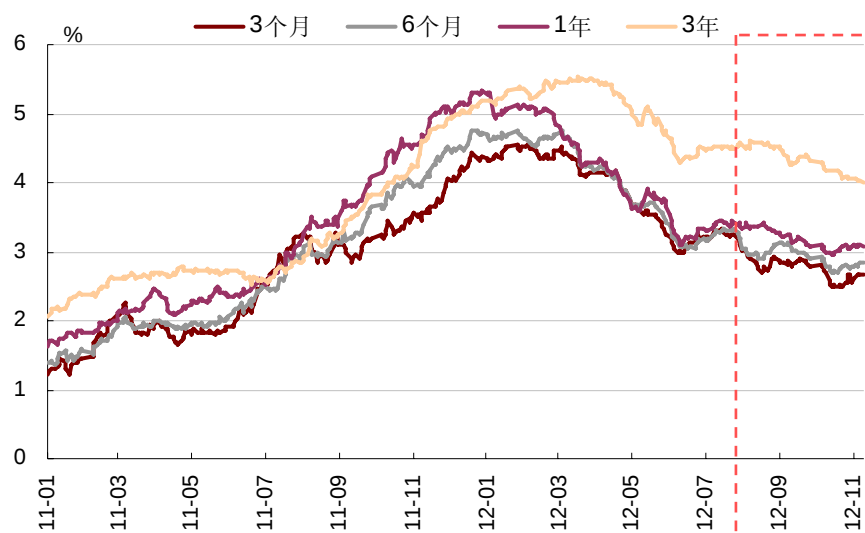
二、银行是银行间市场信用债的主要投资者之一,其对企业违约风险的感受较一般投资者更贴近实际情况,具有比较好的指引意义。

三、信用利差数据在每个交易日收盘后即可得到,实时性很强。

银行间较低信用级别(A+、A与A-)的中期票据及短融,其与政策性金融债之间的利差大多在今年1季度达到最高值,2季度有一定幅度下降,随后盘整。自3季度中后期开始, A+与A级的信用利率又开始缓慢下降, A-级的信用利差保持着盘整走势。

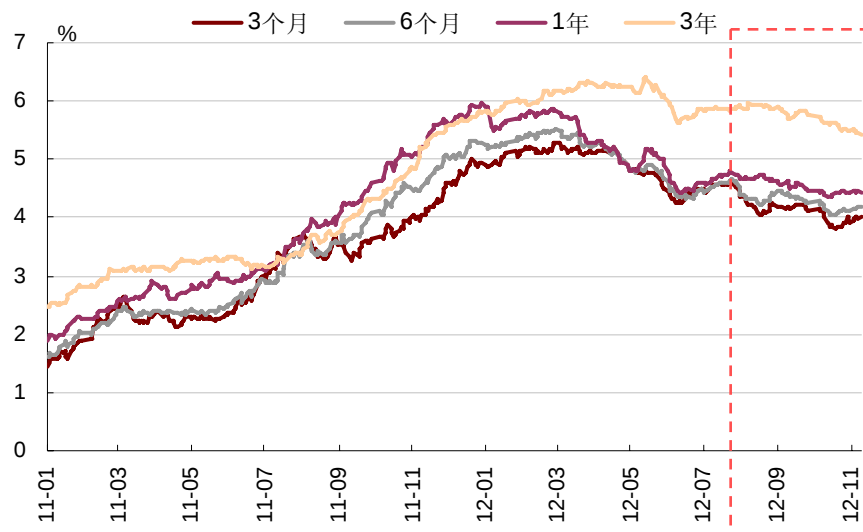
从信用利差的走势判断,目前市场对于企业违约风险的预期总体是平稳且有所好转的。

图8: A+级中期票据及短融信用利差开始下降



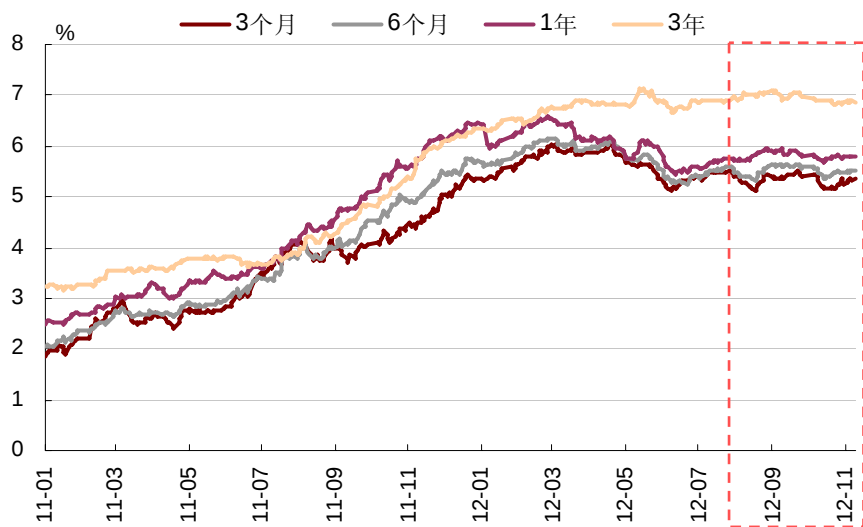
资料来源: 中原证券、Wind

图9: A级中期票据及短融信用利差缓慢下降



资料来源: 中原证券、Wind

图10: A-级中期票据及短融信用利差保持平稳



资料来源: 中原证券、Wind

2.3 市场要适应不良余额的正常上升

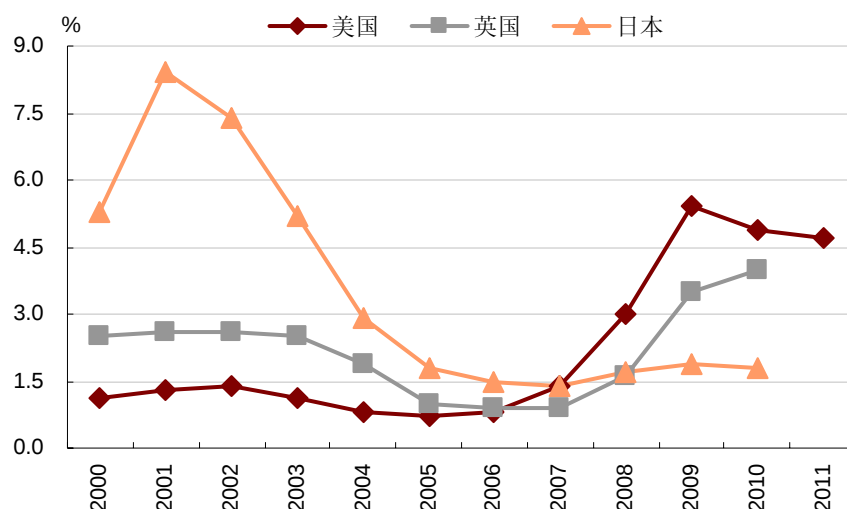
这部分最后,我们认为市场对于不良贷款的问题在认识上要有一个转变,过去十年我们已经习惯了不良贷款余额以及比率的双降,但这并不是正常态,这只是银行业体制改革叠加经济快速增长所呈现出的结果。

随着银行业体制改革边际作用的递减以及经济增长率中枢的下移,不良贷款率长期下降的趋势已终结。未来不能再以“双降”作为判断银行业资产质量稳定的标准,市场要正常看待不良贷款余额的上升,只要不良贷款生成率保持合理平稳的水平,不良贷款率维持在合理的范围内,银行的资产质量就可被视为稳定。

参考发达国家银行业的历史数据，美、英两国银行业的不良率在08年金融危机爆发前较低，之后急剧攀升，日本则相反，21世纪初的几年不良率处在较高的水平，05年后大幅下降并一直维持在较低的水平。综合这几国的情况来看，不良率处在1%—2%之间应该都属于比较好的水平。

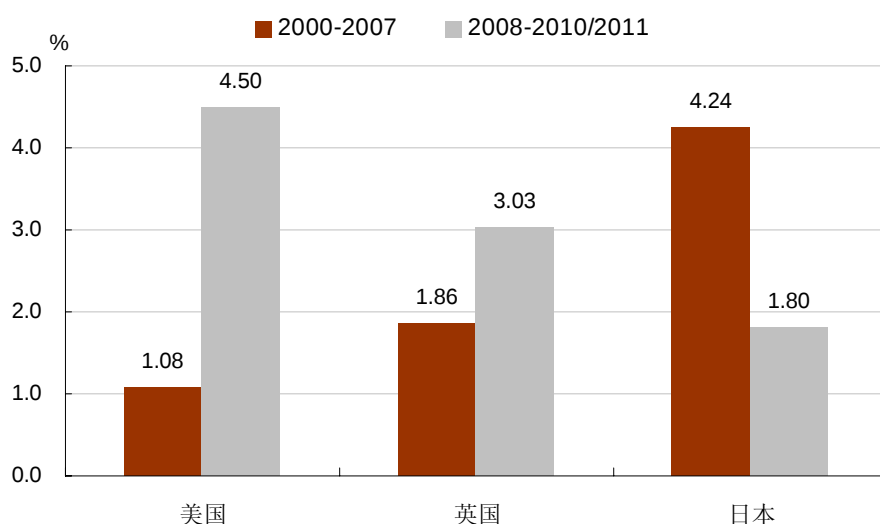
如果一家银行的目标不良率为1%，假设贷款每年增长15%，那么大致可推算出每年的不良贷款生成率要控制在0.14%的水平，如果目标不良率为2%，则每年的不良贷款生成率要控制在0.28%左右。

图 11: 美、英、日三国银行业不良贷款率走势



资料来源：中原证券、Wind

图 12: 美、英、日三国银行业不良贷款率分段平均值



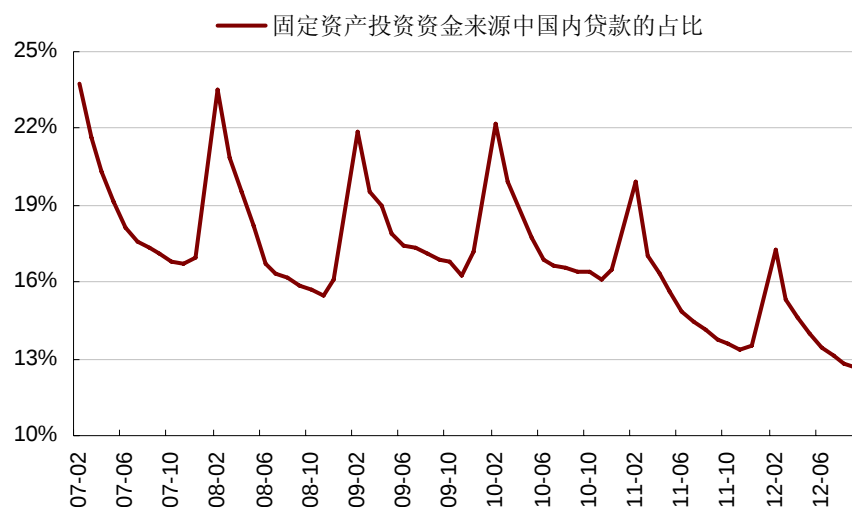
资料来源：中原证券、Wind

3、平台公司融资方式转变下的价值创造

3.1 间接融资到直接融资的转变

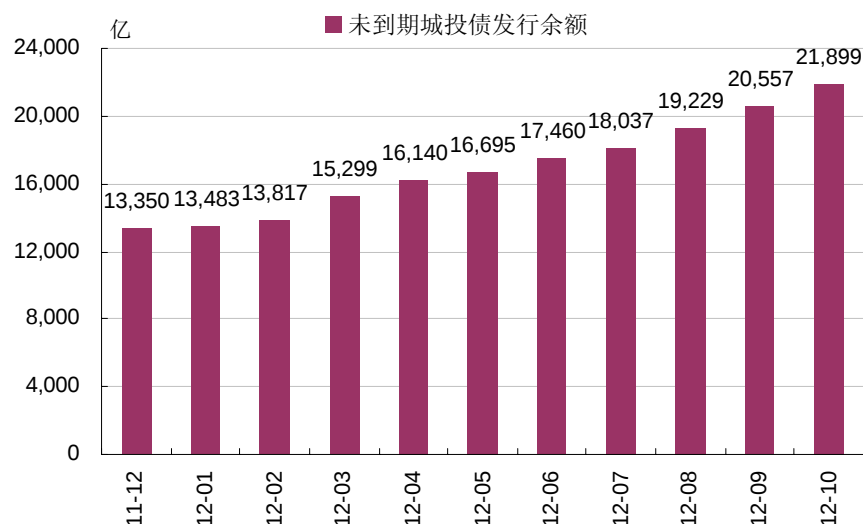
09年时为配合“四万亿”财政刺激计划的实施，信贷闸门大开，银行是平台公司最主要的融资渠道。今年财政政策的力度也很大，但本轮政府基建投资的资金来源情况不同于09年，银行信贷的占比在迅速降低，债券及信托对平台融资的重要性在快速上升。

图 13: 固定资产投资资金来源



资料来源：中原证券、统计局、Wind

图 14: 10 月末未到期城投债余额较年初增长 64%



资料来源：中原证券、Wind

3.2 信息不对称提高风险压低估值

09年贷款向平台公司的大规模投放，导致了市场对于银行资产质量的忧虑，并且这么多年来一直压制着银行业的估值水平。

PE估值的高低，无非是对两大类因素的反应：一、对未来盈利状况的预期；二、投资者要求的必要收益率水平。比如利率市场化改革这样的事件，由于其在将来会导致银行业盈利能力的下降，因而会制约银行业的估值水平。但对于平台贷款的问题，投资者很难说清最终是否会对银行盈利形成冲击，以及将形成多大的冲击，平台贷款问题之所以压制估值，主要还不是体现在盈利预期上，而是体现在风险溢价上。换言之，由于平台贷款的问题加大了银行股的投资者所面临的风险，因而被要求更高的必要收益率作为补偿。

平台贷款令投资者承受的风险可以进一步细分为两个方面。一是平台贷款在实际偿付上的风险，即平台公司本身是否能获得足够的现金流来清偿贷款本息，这是所有贷款都有的风险。二是信息不对称造成的风险，也就是投资者搞不清银行在平台贷款方面是否存在道德风险问题，毕竟就平台贷款的问题从银行渠道了解到的信息与从其他渠道了解的信息，其中有很多不符的地方，这是平台贷特有的风险（或者说在平台贷的问题上尤其突出）。

可以拿私人借款作为譬喻。设想某人借款给一个不认识的人，该借款人收入稳定且信誉良好，但由于贷款人不了解这些情况，他所知觉到风险是比较大的，会要求较高的利率作为补偿。但如贷款人熟识该借款人，可以根据相关信息对借款人的偿付能力作出合理评价，那么他所面临的风险就会大大降低，从而可以要求较低的利率。后一种情况下，贷款人仅要承受借款人实际是否可以偿付的风险，而前一种情况下，贷款人除了要承受实际偿付风险外，他还要承受信息不对称的风险。

平台贷款之所以压制银行股的估值，主要是由于其加大了投资者所面临的风险，而这一风险除了受平台公司本身偿债能力的影响外，还受到信息不对称的影响。或者说平台贷款最大的风险，就是投资者不知道这里面究竟有多大风险。

3.3 风险的降低即是价值的创造

对于平台公司的信托融资，银行用自有资金参与的占比很少，主要是非保本型的理财资金在参与。而对于城投债，银行仍然是主要持有者之一，平台的融资方式由贷款向发债的转变，并未改变银行与平台公司之间的债权债务关系，投资者仍然要承受平台公司偿债能力的风险。但由于债券较之贷款在信息披露、会计处理等方面都更加透明规范，投资者面临的信息不对称的风险将大大降低。

比如在会计处理方面，一笔问题贷款是否被认定为不良，其中有较大的人为操控空间，当本息无法正常偿付时，银行也可以通过各种手法掩盖拖延风险，外部人很难获知实情。但就公开发行的债券来说，如果发生违约的情况，全市场都可获知这一信息。而根据企业会计准则，如果债务人违反合同条款，银行需就该金融资产计提减值准备，会计上可以操纵的空间较小，银

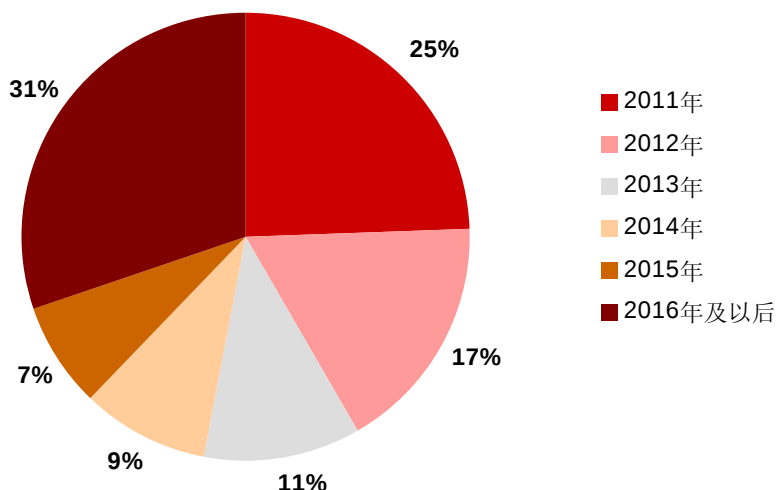
行整张资产负债表的可靠性将大为提高。

因而我们认为，平台的融资方式从贷款向直接融资的转变，将在很大程度上解决投资者面临的信息不对称难题，降低市场对银行股风险溢价的要求，从而减轻估值上的制约。平台公司融资方式的转变由于降低了不确定性，从而为投资者创造了价值。

根据审计署2011年发布的报告《全国地方政府性债务审计结果》，在2010年末的地方政府性债务余额中，有42%的部分都在今年年底前到期。根据部分银行披露的情况，在“降旧控新”的要求下平台贷款的余额保持着下降的趋势，并且基本不存在即使是“合规”的延长还款期限或展期的情况。

随着09—10年期间投放的大量平台贷的陆续到期偿还，以及其在贷款总额中占比的降低，平台贷款的问题对银行估值的制约有望逐渐减弱。

图15：2010年末政府性债务到期时间分布



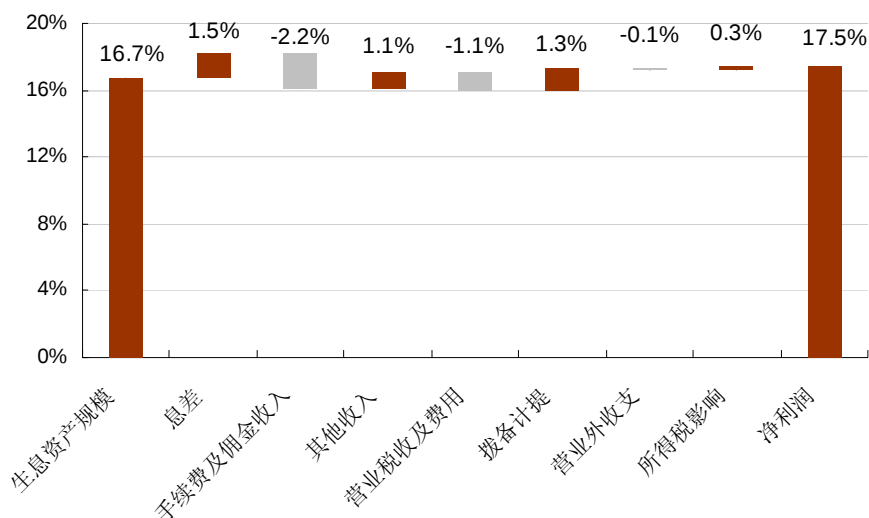
资料来源：中原证券、审计署报告

4、看好下一阶段的行情表现

4.1 业绩增速今年 15%，明年降至 8%

今年前三季度，上市银行营业收入及净利润皆同比增长17%。从驱动因子看，主要是生息资产规模增长的贡献，另外息差与拨备因子也有小幅贡献。中间业务收入受银监会规范收费的影响较大，仅增长7%，对净利润增速有小幅拖累。

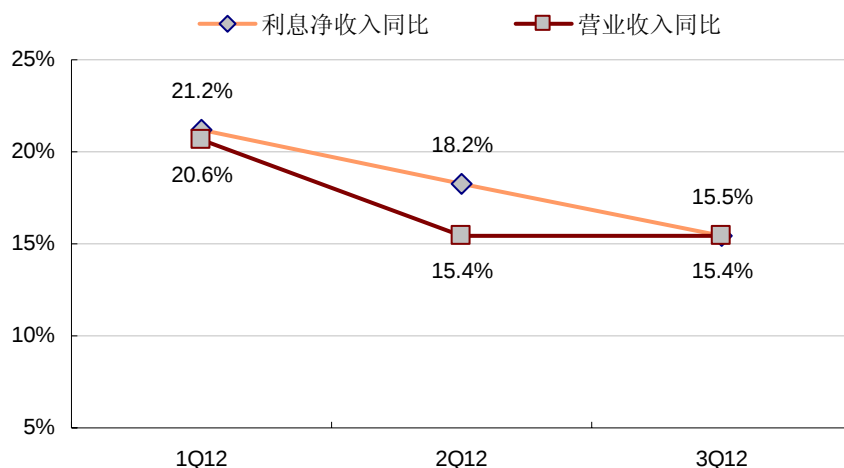
图16：12年前三季度银行业整体利润增长的驱动因素



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

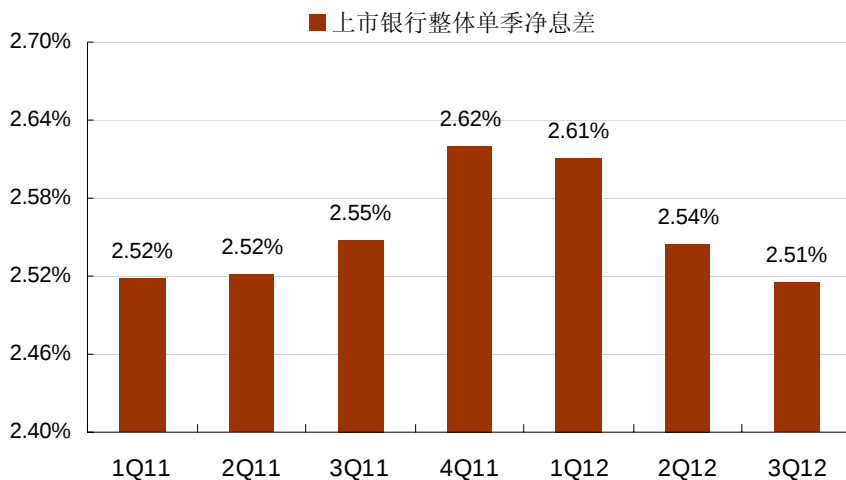
单季利息净收入同比增速呈现逐季下滑的趋势，主要是息差的驱动力在减弱。中间业务收入在二季度出现同比负增长，导致营收增速的下滑幅度超过利息净收入，三季度中间业务收入增速反弹，也带动了营收增速的企稳。

图17：单季利息净收入增速逐季下滑，单季营业收入增速3季度企稳



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

图18: 12年息差的驱动力逐季减弱



资料来源：中原证券、公司公告、Wind

四季度息差的驱动力还将进一步减弱，单季利息净收入同比增幅预计将由三季度的16%降至11%，单季营业收入同比增幅由15%降至11%。全年营业收入增速预计将在15%左右，若四季管理费用增速维持前三季度水平不变，信贷成本与去年同期相同，则全年的净利润增速约在15%。

展望2013年，受降息影响息差的下降趋势预计将延续到明年二季度，其中一季度由于大量按揭贷款重定价，息差会下降较多。信贷规模仍将维持平稳增长，预计全年利息净收入较今年增长9%左右。中间业务的增长有望回归正常，在20%的增速假设下，全年营业收入较今年预计将增长11%。若管理费用增速及信贷成本维持今年的水平不变，则净利润增速大约将降至8%。

4.2 上调行业评级至“强于大市”

最近两个月的数据显示我国经济已于底部企稳，未来有望运行在复苏的轨道中，我们看好银行股在下一阶段的行情表现，将评级上调为“强于大市”。上调评级的理由主要基于以下三点：

一、我们判断下一阶段的货币政策仍将维持“中性”的基调，未来不太可能看到货币及信贷的大幅放松，再度降息的可能性也在迅速降低，另一方面财政政策将保持积极，拉动经济增长与融资需求，这一政策组合有助于支撑银行业息差的企稳。

二、随着经济开始复苏，未来企业的盈利能力与偿债能力将出现好转，利于银行资产质量的稳定。虽然资产质量的实际变化要滞后于经济周期，但预期会领先好转并影响行情，来自于债券市场的信用利差指标已开始显示这一预期的变化。

三、平台贷款问题是制约银行业估值的一大因素，而平台贷款的风险有很大一部分是来源于信息不对称。今年以来很明显的一点是平台的融资方式在由贷款向债券融资转变。债券相比于贷款在信息披露与会计处理方面都更

加透明、规范，有助于解决信息不对称的困境。同时存量平台贷款占贷款总额的比重也在不断降低，随着09年时投放的大量问题贷款的陆续到期，银行股面临的估值制约有望减弱。

我们认为在以上三条因素中，第二条资产质量预期的好转是促发行情的关键因素，第一条息差的企稳则是行情的保障因素，第三条估值制约的减弱是行情的助涨因素。

此外，随着我国经济潜在增速的放缓，后续“L”型复苏的可能性较大，这种情况下，一些行业会面临着估值与国际市场接轨的问题，但银行业却不存在这个问题，这也是2013年银行业将拥有的一个相对优势。

4.3 个股推荐与估值比较

个股方面，我们重点推荐北京银行、民生银行、兴业银行。

北京银行：公司前三季度拨备前营业利润增速在上市银行中居前，资产质量表现亦较为平稳，但由于公司增提了大量拨备，导致净利润增速在上市银行中仅处于中等水平，市场未能完全认知其真实的业绩表现。目前公司拨贷比已接近2.5%，后续反哺的空间很大，市场认可度有望提高。此外公司的核心资本充足率水平高出监管标准较多，随着杠杆的充分利用，未来EPS的增长空间更大，但目前在估值上并未体现出来。

民生银行：公司的战略推进情况基本良好，上半年小微企业贷款增速一度放缓，三季度重新加速。小微金融对公司业绩的提升作用持续显现，私人银行的发展势头迅猛。公司今年的不良贷款生成率在同业中略高，但总体保持平稳，且就其贷款结构来讲属于很不错的水平。小微贷款的风险控制经历了周期的考验，未来市场的认同度有望继续提高。

兴业银行：公司一向以灵活的经营机制、快速的市场反应能力见长，在今年不太好的宏观形势下，公司保持了高速增长，经营能力再次得到验证。未来我们看好公司企业金融条线专业化改革对业务发展的促进作用，同时金融市场条线改革也有助于公司保持在同业业务上的优势。

表 1：上市银行盈利预测与估值比较

股票简称	每股收益(摊薄)			收盘价	市盈率			每股净资产	市净率
	2011A	2012E	2013E		2011A	2012E	2013E	3Q2012	3Q2012
工商银行	0.60	0.68	0.76	3.85	6.46	5.62	5.08	3.07	1.25
建设银行	0.68	0.76	0.81	4.16	6.14	5.49	5.11	3.63	1.14
中国银行	0.44	0.46	0.46	2.74	6.16	5.90	5.99	2.84	0.97
农业银行	0.38	0.44	0.50	2.61	6.95	5.92	5.24	2.24	1.17
交通银行	0.68	0.78	0.87	4.17	6.10	5.32	4.77	4.93	0.85
招商银行	1.67	1.62	1.80	9.99	5.97	6.15	5.55	8.85	1.13
浦发银行	1.46	1.80	1.89	7.47	5.11	4.14	3.96	9.10	0.82
中信银行	0.66	0.80	0.90	3.63	5.51	4.53	4.03	4.17	0.87
民生银行	0.98	1.27	1.23	6.14	6.24	4.85	4.99	5.44	1.13
兴业银行	2.36	2.62	2.79	12.56	5.31	4.80	4.50	12.78	0.98

光大银行	0.45	0.58	0.61	2.59	5.80	4.47	4.25	2.72	0.95
华夏银行	1.35	1.70	1.74	8.55	6.35	5.04	4.91	10.39	0.82
平安银行	2.01	1.97	2.09	13.13	6.54	6.67	6.27	15.95	0.82
北京银行	1.02	1.30	1.45	7.25	7.13	5.58	5.01	7.96	0.91
宁波银行	1.13	1.42	1.53	8.97	7.95	6.34	5.86	7.42	1.21
南京银行	1.08	1.34	1.47	7.71	7.13	5.77	5.23	7.97	0.97
银行指数	n.a.	n.a.	n.a.	1952.00	6.27	5.41	5.05	1.92	1.15
沪深 300	n.a.	n.a.	n.a.	2175.60	9.94	n.a.	n.a.	n.a.	1.49

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

5、风险提示

5.1 利率市场化的加速推进

今年央行在一个月两次扩大贷款利率的浮动下限，利率市场化推进的进程快于预期，13年利率市场化仍有继续推进的可能。若届时经济复苏良好，信贷供求大体平衡，则贷款利率下限降低对贷款收益水平的冲击会较小。但存款利率上浮的提高对存款成本的影响预计仍然较大，除非贷存比考核的约束进一步放宽，否则在财富管理大发展的背景下，商业银行面临的存款压力会持续存在。

作为一种已知的趋势，利率市场化对银行业盈利能力的长期影响已被市场充分预期，并已在估值中充分反应。但若利率市场化的推进速度与力度超过市场预期，则市场短期恐仍将做出负面反应，不过我们认为持续的时间不会太长。

5.2 经济复苏不利，金融风险进一步扩散

经济的持续复苏仍面临不确定因素，市场对于明年经济形势的看法仍存在分歧，近几年来快速发展的影子银行也增加了整个金融体系在面对经济衰退时的脆弱性，目前浙江地区小范围的民间借贷危机尚未出现蔓延的迹象，但仍需谨慎相关风险。

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。