

2013 年银行业投资策略

——基本面拐点渐凸显，估值水平有望平稳提升

报告摘要：

从 2011 年三季度开始，银行股的基本面景气持续下降，表现为业绩增速逐季下降、净息差逐步见顶回落、中间业务收入增速见顶回落等，2013 年，这种景气度的下降还将持续，但是我们预计基本面的拐点可能已经逐步隐现，这种基本面拐点主要体现在不良贷款余额的增加趋势扭转和净息差逐步开始寻底并且平稳缓慢回升，我们预计这两方面基本面的拐点很可能都将在 2013 年中期起逐步显现，原因在于整体宏观经济可能在 2013 年一季度开始逐步见底回升，考虑到银行对于宏观经济的相对滞后性，因此银行基本面的拐点可能在 2013 年中期以后逐步显现。

资本市场历来会提前反映基本面的拐点，因此我们预期虽然 2013 年上半年尤其是 1 季度银行股还受到中长期贷款重定价、存款定期化导致净息差继续环比下降、不良贷款余额受制于宏观经济的滞后反映还将环比增加等因素的困扰，但是市场的关注点可能逐渐转移到银行股基本面的拐点在中期后逐步显现的情况，因此 整体来看，相对于 2012 年银行基本面景气度逐季下降的尴尬境地，2013 年银行基本面可以说是先抑后扬，整体基本面状况有了一定程度的改善。

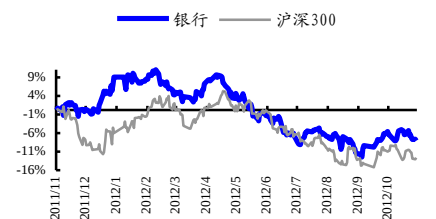
从宏观层面上说，2013 年货币政策可能还将在稳健中适度放松；银监会在资本监管上会较大概率地出台实质放松政策；除了可能的降息会进一步收窄银行的息差之外，其余的政策预判特别是银监会资本监管的实质放松将极大的有助于银行股估值水平的提升。

与此同时，在 2011 年三季度开始的银行基本面逐季下降的过程中，银行股的估值水平伴随整体大盘新低的不断涌现而不断下降，已经充分反映出未来银行股成长性下降和不良贷款余额增加的情况，而 2013 年中期以后，银行股的基本面又逐渐迎来改善拐点，因此我们判断，2013 年全年，银行股的投资环境正在逐步转好，部分银行股股价低于净资产的情况将得到实质改善，银行股的估值水平很有可能会迎来实质提升。因此我们上调银行股的投资评级为优于大势。

我们在选股思路上将资产质量的安全边际和未来的业绩增长潜力有机结合，相对倾向于优质的股份制银行，目前，我们将 2013 年的重点投资品种暂时定为兴业、民生、北京和平安银行。

2013 年银行板块投资的主要风险在于货币政策上进一步降息的可能性、宏观经济见底回升的不确定性、银监会放松资本监管的不确定性、银监会等监管机构清理表外业务带来的经营风险以及可能的存款保险制度改革的推进超出我们的预期。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1.88%	-1.59%	-8.92%
相对收益	5.30%	4.35%	8.02%

重点公司

投资评级

招商银行	推荐
民生银行	推荐
交通银行	推荐
兴业银行	谨慎推荐
平安银行	推荐
北京银行	谨慎推荐
建设银行	谨慎推荐

相关报告

《银行业 2012 年 11 月份月报》

2012-11-14

《上市银行 2012 年三季报综合分析》

2012-11-09

《银行业 2012 年 10 月份月报》

2012-10-16

《银行业 2012 年 9 月份月报》

2012-09-14

证券分析师：唐亚疆

执业证书编号：S0550511020010

(021)20361165 tanggy@nesc.cn

目 录

1. 宏观经济和货币政策展望.....	3
1.1. 宏观经济.....	3
1.2. 货币政策.....	3
1.3. 银监会监管政策.....	3
2. 2013 年银行投资策略出发点	3
2.1. 银行业景气度 2012 年持续下降.....	4
2.2. 银行股走势与 GDP 增速和 M2 增速具有较强的正相关关系	12
2.3. 2012 年全年上市银行的利润增速在 16%左右，依旧具有相对优势	14
3. 2013 年影响银行股走势的主要事件.....	15
3.1. 净息差走势判断.....	15
3.2. 刷卡手续费率下调对银行股的影响.....	20
3.3. 银监会新资本监管办法对银行的影响.....	22
3.4. 不良贷款温和暴露的程度.....	24
4. 2013 年银行股投资策略——基本面拐点渐凸显，估值水平将提升..	27
4.1. 2013 年银行股投资策略.....	27
4.2. 选择股票的着眼点.....	28
4.3. 重点投资品种.....	29
4.4. 2013 年主要投资风险提示.....	30

1. 宏观经济和货币政策展望

参照东北证券宏观组对于宏观经济和货币政策的展望，本篇报告建立在以下宏观经济和货币政策假设的基础上，预计宏观经济将在 2013 年一季度后期逐步见底，2013 年货币政策有可能进一步放松，降准降息都存在一定的可能性，银监会方面不会推迟巴塞尔协议三的实施时间，将进一步鼓励商业银行发行创新资本工具和提高利润留存比例来补充资本和提高资本的内生能力，存贷比依旧不可能完全取消，窗口调整的可能性大，新增贷款方面，2012 年新增人民币贷款在 8.3 万亿元左右，2013 年我们目前初步判断，由于考虑到金融脱媒和社会融资总量的增长，虽然明年有政治周期存在，但是我们依旧不认为明年新增人民币贷款会有明显幅度的增长，预计维持在 8.5 亿元左右。

1.1. 宏观经济

根据东北证券宏观经济组假设，2012 年全年经济增速将在 7.8% 左右；M2 增速维持在 13.8% 左右，全年 CPI 在 2.6% 左右，2013 年第一季度，经济增长还有进一步下探的风险，在一季度后期可能逐步见底缓慢回升，2013 年全年经济增速预计在 8% 左右，M2 增速比 12 年略有回升，在 14-14.5% 之间，全年 CPI 维持在 2.6% 左右。

表 1: 2013 年宏观经济核心指标预测概览

	GDP	工业	CPI	PPI	投资	消费	出口	进口	M1	M2
2012-09	7.4	9.1	1.9	-3.6	20.5	14.8	9.9	2.4	7.3	14.8
2012-10		9.6	1.7	-2.8	20.7	14.5	11.6	2.4	6.1	14.1
2012-11		9.8	2.2	-1.8	21.0	14	9.3	2.5	6.5	14
2012-12	7.8	10.3	2.6	-1.0	21.1	14.2	10.5	7.0	7.4	13.8
2013-03	7.5-8	10.1-10.8	2.5	-1.2	19 (17.5-19.5)	13.5-14.2	7-11	8-10	8.1	14.0
2013	8	10.6	2.6	1.2	19	14-15	10-13	9-11	8.5	14.5

资料来源：东北证券宏观

1.2. 货币政策

根据宏观策略组和我们自己的判断，2013 年货币政策整体将以稳健为主，放松力度不会有非常明显的扩大，12 年新增人民币贷款增量在 8.3 万亿元左右，13 年全年可能在 8.5 万亿元左右，与 12 年情况基本相同略有放大，13 年上半年可能依旧会有 1~2 次法定存款准备金率的下降过程，可能还会有一次降息过程，但是排除会进行非对称降息，基本以对称降息为主；但是从目前的情况看，央行对降息还会比较谨慎。

1.3. 银监会监管政策

对于 13 年银监会监管政策我们初步判断：银监会出台的新资本监管方法已经确定将在 13 年年初正式实施，虽然近期外围有些国家推迟新资本协议的实施时间，但是银监会官员已经表态，中国不会跟进，银行卡刷卡费率下调将会较快出台；银行重分类和城商行异地扩张政策在 2013 年应该会推出，银监会基本不会对存贷比政策进行调整，但会在窗口指导上实施一些微调。

2. 2013 年银行投资策略出发点

2013 年判断银行股投资策略有三个出发点，1、从基本面角度看，银行景气度在 2013 年上半年还将持续下降；无论是净息差环比下降还是不良贷款的持续暴露都尚在进行中；但是基本面拐点已经渐行渐近，预计 2013 年中期以后将逐步显现；2、从上市银行股走势看，银行股走势与 GDP 增速和 M2 增速具有较强的正相关关

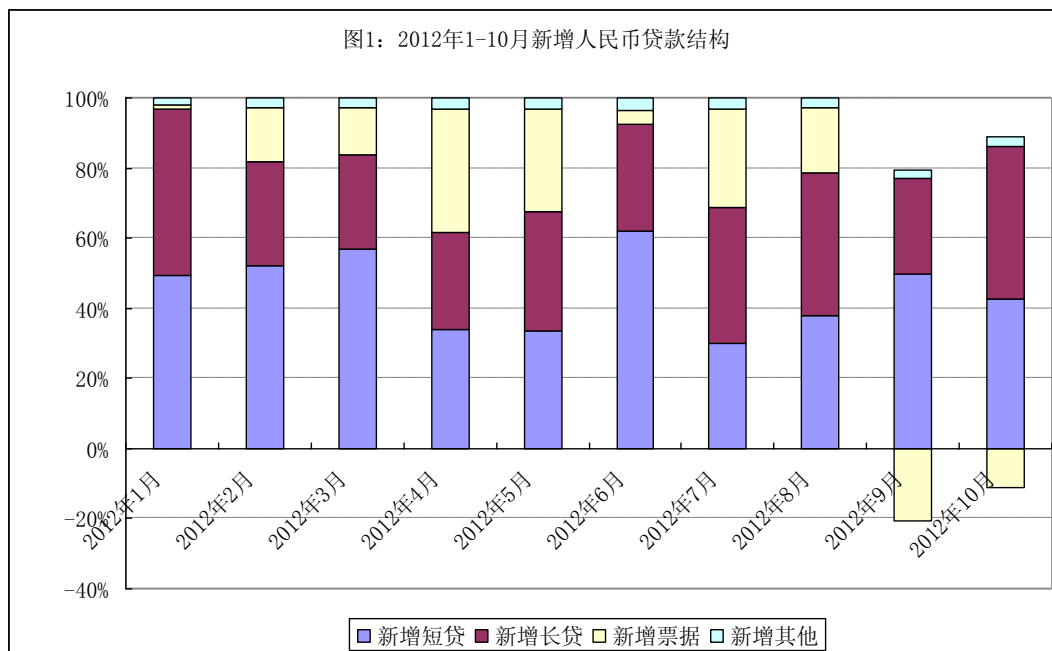
系,因此 GDP 增速和 M2 增速何时见底持续回升依旧是银行股全年正面回升的关键指标; 3、上市银行依旧将保持稳健的利润增速, 而且其估值水平已经被绝对低估, 具备了获得绝对收益的充分条件。

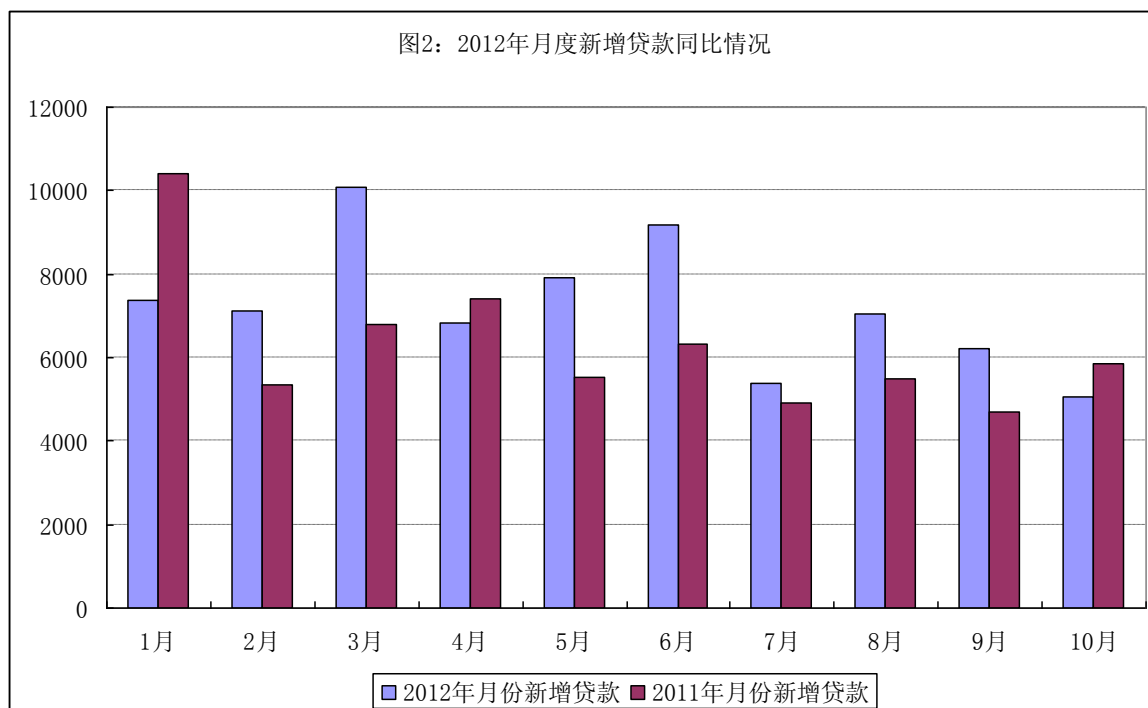
2.1. 银行业景气度 2012 年持续下降

从上市银行 2011 年年报和 2012 年前三季度季报中, 我们可以清晰的看到银行业高景气已经过去, 2013 年目前看来起码上半年依旧处在景气度持续下降的周期, 下半年是否能够见底还具有一定的不确定性, 景气度下降主要体现在:

2.1.1 信贷需求上半年持续走弱, 下半年依旧没有明显好转

2012 年上半年信贷短贷(含票据)激增长贷少增。下半年新增贷款结构有所好转, 但是由于实体经济持续疲弱, 因此信贷需求也没有实质好转, 从前 10 个月的情况看, 1-10 月人民币贷款增加 7.23 万亿元, 同比多增 9590 万亿元, 如果未来 2 个月每个月新增贷款的中数在 5000 亿元左右, 则 2012 则年全年新增人民币贷款在 8.3 万亿元左右。2012 年 10 月份, 住户贷款增加 1456 亿元, 其中, 短期贷款增加 305 亿元, 中长期贷款增加 1151 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 3586 亿元, 其中, 短期贷款增加 2467 亿元, 中长期贷款增加 1685 亿元, 票据融资减少 732 亿元。从 10 月份当月新增贷款的结构看, 票据融资继续不增反减, 与前 8 个月的情况明显不同, 同时这也是 10 月份新增人民币贷款低于预期的一个比较主要的原因, 中长期贷款占新增贷款的比重为 56.14%, 相对于 8 月份的 23.54%和 9 月份的 46%有了较快的提高, 主要原因依旧是票据融资的减少: 具体参见图 1 和图 2:





资料来源：中国人民银行，东北证券

2.1.2 净息差环比回落

2012 年中期，从同比情况看，由于存贷利差依旧同比大幅度扩大，使得同比净息差依旧扩大，扩大了 14 个基本点，从同比情况看，除了平安银行和中国银行净息差同比有所下降之外，其他上市银行均保持了净息差同比上升的情况。

2012 年前三季度，从同比情况看，与中期的情况发生了质的变化，中期同比净息差依旧扩大，但是前三季度净息差同比出现了下降，下降了 5 个基本点，从上市银行的情况看，上市银行前三季度净息差同比上升和下降的情况互现，9 家上升，民生银行 1 家持平，招商、中信、华夏、平安、工商、南京 6 家银行同比下降，下降幅度最大的是平安银行。

表 2：上市银行净息差一览

	11 年全 年净息 差	11 年全 年净息 差同比 扩大	12 年中期净息 差	12 年中期净息差同比扩 大	12 年前三季度 净息差	12 年前三季度 净息差同比扩 大
招 商 银行	3.06%	0.41%	3.11%	0.14%	3.04%	-0.02%
浦 发 银行	2.60%	0.11%	2.64%	0.15%	2.55%	0.04%
民 生 银行	3.14%	0.20%	3.14%	0.14%	3.04%	0
兴 业 银行	2.48%	0.16%	2.74%	0.35%	2.67%	0.32%
交 通 银行	2.59%	0.13%	2.61%	0.07%	2.60%	0.02%

中 信 银行	3.00%	0.37%	2.89%	0.00%	2.82%	-0.14%
华 夏 银行	2.80%	0.34%	2.80%	0.15%	2.72%	-0.08%
平 安 银行	2.54%	0.05%	2.42%	-0.21%	2.38%	-0.18%
工 商 银行	2.61%	0.17%	2.66%	0.06%	2.59%	-0.02%
中 国 银行	2.12%	0.08%	2.10%	-0.01%	2.12%	0.02%
建 设 银行	2.70%	0.21%	2.71%	0.05%	2.74%	0.06%
宁 波 银行	3.23%	0.47%	3.47%	0.50%	3.03%	0.36%
南 京 银行	2.86%	0.34%	2.68%	0.12%	2.52%	-0.09%
北 京 银行	2.25%	-0.05%	2.34%	0.055%	2.39%	0.13%
农 业 银行	2.85%	0.28%	2.84%	0.06%	2.82%	0.02%
光 大 银行	2.49%	0.31%	2.70%	0.29%	2.73%	0.27%
平均	2.67%	0.22%	2.72%	0.14%	2.61%	-0.05%

资料来源：银行定期报告，东北证券

从净息差环比情况看 2012 年第一季度环比平均回落了 2 个基本点，其中，除了招商、民生、交通、工商、农业和光大实现了净息差的环比上升之外，其余 10 家银行的净息差一季度均有所回落。二季度看，在贷款定价能力下滑、同业资产占比提高以及存款定期化进一步加剧的趋势下，净息差环比出现了进一步回落的趋势，整体上市银行的净息差第二季度环比平均继续回落了 2 个基本点，从 16 家银行的具体情况看，除了兴业、交通、工商、建设和宁波银行之外，其余银行第二季度的净息差均呈现环比回落的情况，第三季度在央行降息和存款利率上限放开的情况下，单季度净息差环比出现了较大幅度的下降，平均回落了 14 个基本点，从具体上市银行的情况看，大银行的情况相对比较稳定，小银行的净息差环比回落幅度更大，中国银行、建设银行和农业银行第三季度净息差环比还有小幅度上升，工商银行第三季度净息差环比持平，其余银行的第三季度的净息差环比都出现了比较明显的回落，回落幅度较大的是民生、宁波、南京、浦发和光大。具体参加下表：

表 3：上市银行净息差环比情况一览

	12 年 Q1 环比变化	12 年 Q2 净息差	12 年 Q2 环比变化	12 年 Q3 净息差	12 年 Q3 环比变化
招 商 银行	0.06%	3.03%	-0.18%	2.92%	-0.11%
浦 发 银行	-0.05%	2.64%	-0.01%	2.41%	-0.23%
民 生 银行	0.01%	3.16%	-0.13%	2.85%	-0.31%

兴 业 银 行	-0.02%	2.80%	0.16%	2.68%	-0.12%
交 通 银 行	0.02%	2.64%	0.04%	2.45%	-0.09%
中 信 银 行	-0.07%	2.71%	-0.33%	2.60%	-0.11%
华 夏 银 行	-0.16%	2.62%	-0.22%	2.55%	-0.07%
平 安 银 行	-0.02%	2.36%	-0.05%	2.31%	-0.05%
工 商 银 行	0.01%	2.64%	0.10%	2.64%	0.00%
中 国 银 行	-0.04%	2.08%	-0.03%	2.14%	0.06%
建 设 银 行	-0.07%	2.78%	0.11%	2.83%	0.05%
宁 波 银 行	-0.06%	3.43%	0.13%	3.11%	-0.32%
南 京 银 行	-0.28%	2.64%	-0.05%	2.35%	-0.29%
北 京 银 行	-0.06%	2.38%	0.11%	2.36%	-0.02%
农 业 银 行	0.07%	2.8%	-0.17%	2.86%	0.06%
光 大 银 行	0.11%	2.68%	-0.03%	2.52%	-0.16%
平均	-0.02%	2.69%	-0.02%	2.55%	-0.14%

资料来源：东北证券

2.1.3 中间业务收入增速回落

11 年全年中间业务收入是银行业务的亮点，增速明显超过了净利息收入增速，具体见表 2、表 3：

表 2：2011 年上市银行手续费净收入增长一览

	2009 年	2010 年	2010 年同比增速	2011 年	2011 年同比增速
平安银行	11.81	15.85	34.25%	36.65	131.19%
宁波银行	4.52	4.89	8.21%	7.19	47.19%
浦发银行	22.07	40.49	83.44%	67.16	65.88%
华夏银行	10.24	14.45	41.04%	29.76	105.94%
民生银行	46.64	82.89	77.72%	151.01	82.18%
招商银行	79.93	113.30	41.75%	156.28	37.93%
南京银行	3.28	4.75	44.63%	7.30	53.90%
兴业银行	31.16	48.01	54.08%	88.45	84.23%
北京银行	6.50	9.64	48.32%	16.13	67.26%
农业银行	356.40	461.28	29.43%	687.50	49.04%

交通银行	113.99	144.79	27.02%	195.49	35.02%
工商银行	551.47	728.40	32.08%	1015.50	39.42%
光大银行	31.57	47.09	49.16%	69.73	48.10%
建设银行	480.59	661.32	37.61%	869.94	31.55%
中国银行	460.13	544.83	18.41%	646.62	18.68%
中信银行	42.20	56.96	34.98%	88.37	55.14%
合计	2252.50	2978.93	32.25%	4133.07	38.74%

资料来源：银行报表，东北证券

12 年第一季度，银行中间业务收入增速明显下降，基数的提高、宏观经济形势的不确定和银监会加强收费监管是可能的原因。

表 3：2012 年一季度上市银行手续费净收入增长一览

	2010Q1	2011Q1	2011Q1 同比增长	2012Q1	2012Q1 同比增长
平安银行	3.18	4.82	51.66%	14.48	200.60%
宁波银行	1.45	1.77	21.43%	2.50	41.71%
浦发银行	8.53	14.74	72.83%	18.40	24.80%
华夏银行	3.78	6.97	84.37%	8.75	25.42%
民生银行	20.59	29.51	43.32%	51.38	74.11%
招商银行	24.16	39.22	62.33%	48.40	23.41%
南京银行	0.95	1.67	75.88%	2.33	39.29%
兴业银行	9.85	16.16	64.02%	26.23	62.31%
北京银行	2.24	4.27	90.87%	6.18	44.71%
农业银行	108.57	177.49	63.48%	212.70	19.84%
交通银行	34.69	49.56	42.87%	60.41	21.89%
工商银行	182.56	259.27	42.02%	286.22	10.39%
光大银行	12.62	19.13	51.57%	24.75	29.42%
建设银行	168.65	231.54	37.29%	243.02	4.96%
中国银行	156.56	185.82	18.69%	211.52	13.83%
中信银行	11.77	18.50	57.18%	26.27	42.00%
合计	750.15	1060.44	41.36%	1243.54	17.27%

资料来源：银行报表，东北证券

12 年中期，银行中间业务收入增速继续出现了下降，预计应该与第一季度一样，基数提高、银监会加强收费监管依旧是主要原因，具体参见表 4：

表 4：2012 年中期上市银行手续费净收入同比增长一览

证券代码	证券简称	2012 年中期	2011 年中期	2012 年中期同比增长	2010 年中期	2011 年中期同比增长
000001.SZ	平安银行	27.7929	11.8764	134.02%	7.4983	58.39%
002142.SZ	宁波银行	4.3364	2.5018	73.33%	2.6028	-3.88%
600000.SH	浦发银行	38.7739	32.9819	17.56%	18.2532	80.69%
600015.SH	华夏银行	19.9934	15.2723	30.91%	8.0165	90.51%
600016.SH	民生银行	100.3000	79.1900	26.66%	45.0900	75.63%
600036.SH	招商银行	97.3200	81.6300	19.22%	53.4600	52.69%
601009.SH	南京银行	4.8910	3.4477	41.86%	2.3631	45.90%

601166.SH	兴业银行	62.1800	37.9200	63.98%	21.3276	77.80%
601169.SH	北京银行	12.4663	8.9365	39.50%	4.7386	88.59%
601288.SH	农业银行	389.2900	371.3600	4.83%	224.5900	65.35%
601328.SH	交通银行	109.6200	100.4400	9.14%	71.2500	40.97%
601398.SH	工商银行	548.0400	537.9100	1.88%	368.8900	45.82%
601818.SH	光大银行	49.3792	38.0140	29.90%	25.4378	49.44%
601939.SH	建设银行	492.4300	476.7100	3.30%	336.4200	41.70%
601988.SH	中国银行	342.5000	349.7400	-2.07%	283.0600	23.56%
601998.SH	中信银行	54.0500	38.9800	38.66%	25.2900	54.13%
	合计	2,353.3631	2,186.9106	7.61%	1,498.2879	45.96%

资料来源：银行报表，东北证券

12 年前三季度，银行中间业务收入增速继续出现了下降，预计应该与前两个季度一样，基数提高、银监会加强收费监管依旧是主要原因，具体参加表 5：

表 5：2012 年前三季度上市银行手续费净收入同比增长一览

证券代码	证券简称	2012Q3	2011Q3	2012Q3 同比增长	2010Q3	2011Q3 同比增长
000001.SZ	平安银行	41.56	24.30	71.02%	11.50	111.34%
002142.SZ	宁波银行	6.58	6.50	1.20%	3.61	80.11%
600000.SH	浦发银行	61.09	49.22	24.11%	28.01	75.73%
600015.SH	华夏银行	30.42	21.83	39.38%	11.60	88.17%
600016.SH	民生银行	156.81	117.94	32.96%	64.56	82.68%
600036.SH	招商银行	146.52	118.65	23.49%	81.43	45.71%
601009.SH	南京银行	7.04	5.25	34.25%	3.67	43.05%
601166.SH	兴业银行	99.16	59.07	67.87%	34.26	72.43%
601169.SH	北京银行	18.42	12.62	45.91%	7.50	68.34%
601288.SH	农业银行	581.10	548.24	5.99%	340.32	61.10%
601328.SH	交通银行	155.43	150.44	3.32%	106.65	41.06%
601398.SH	工商银行	796.87	782.95	1.78%	545.63	43.49%
601818.SH	光大银行	66.77	53.50	24.81%	37.19	43.84%
601939.SH	建设银行	699.21	687.92	1.64%	486.81	41.31%
601988.SH	中国银行	499.30	508.27	-1.76%	413.44	22.94%
601998.SH	中信银行	81.58	62.04	31.50%	41.33	50.11%
	合计	3447.86	3208.73	7.45%	2217.50	44.70%

资料来源：银行报表，东北证券

从环比情况看，2012 年第一季度上市银行中间业务收入整体还呈现环比正增长的局面，只有兴业银行和中信银行出现了环比负增长，2012 年第二季度，上市银行中间业务收入整体就出现了环比负增长的局面，平安、宁波、民生、农业、交通、工商、光大、中国银行出现了中间业务收入的环比负增长，负增长幅度较大的有宁波、农业、交通、中国银行，2012 年第三季度，上市银行中间业务收入整体继续负增长，华夏、南京、北京、交通、工商、光大、建设和中信银行，其中交通银行和工商银行是连续两个季度中间业务收入负增长，第三季度环比负增长幅度较大的有南京银行、光大银行和建设银行。

表 6：2012 年前三季度上市银行手续费净收入环比增长一览

证券简称	2012Q1	2012Q1 环比增长	2012Q2	2012Q2 环比增长	2012Q3	2012Q3 环比增长
平安银行	14.4795	17.26%	13.3134	-8.05%	13.76	3.37%
宁波银行	2.5027	263.71%	1.8337	-26.73%	2.24	22.42%
浦发银行	18.3981	2.57%	20.3757	10.75%	22.31	9.52%
华夏银行	8.7466	10.30%	11.2469	28.59%	10.43	-7.30%
民生银行	51.3800	55.37%	48.9200	-4.79%	56.51	15.52%
招商银行	48.4000	28.62%	48.9200	1.07%	49.20	0.57%
南京银行	2.3304	13.26%	2.5606	9.88%	2.15	-15.92%
兴业银行	26.2300	-10.72%	35.9500	37.06%	36.98	2.87%
北京银行	6.1791	76.32%	6.2873	1.75%	5.95	-5.34%
农业银行	212.7000	52.74%	176.5900	-16.98%	191.81	8.62%
交通银行	60.4100	34.10%	49.2100	-18.54%	45.81	-6.91%
工商银行	286.2200	23.08%	261.8200	-8.52%	248.83	-4.96%
光大银行	24.7534	52.47%	24.6258	-0.52%	17.39	-29.38%
建设银行	243.0200	33.51%	249.4100	2.63%	206.78	-17.09%
中国银行	211.5200	52.89%	130.9800	-38.08%	156.80	19.71%
中信银行	26.2700	-0.23%	27.7800	5.75%	27.53	-0.90%
合计	1,243.5398	34.53%	1,109.8234	-10.75%	1094.49	-1.38%

资料来源：银行报表，东北证券

2.1.4 不良贷款温和暴露

从资产质量的情况看，2012 年整体是不良贷款环比持续上升的情况；从 2012 年第一季度的环比看，除了农业、交通、工商、建设、中信 5 家银行以外，其余 11 家银行的一季度末的不良贷款余额均比 2011 年年末的水平环比上升，从 2012 年中期的情况看，上市银行的不良贷款继续增加，除了农业和建设银行中期同比和二季度环比不良贷款都维持下降的趋势，其他 14 家上市银行中期同比和二季度环比不良贷款余额都出现了明显的增加。从 2012 年前三季度的情况看，上市银行的不良贷款继续增加，除了农业银行前三季度继续减少，工商银行和农业银行第三季度末的水平比中期水平环比减少之外，其余所有上市银行前三季度末的水平不论与年初水平相比还是与中期水平相比都继续出现增加。预计整体 2012 年全年，不良贷款可能都将是环比上升的情况，具体关注表 7：

在 2012 年三季报中，有较多银行没有公布关注贷款和逾期贷款的情况，因此我们没有做此方面的统计，但是我们预计与中期的情况类似，关注贷款的情况同比和环比可能涨跌互现，但是逾期贷款应该与不良贷款的情况类似，出现了较为明显的环比增加趋势。

表 7：上市银行不良余额变动

	2012Q1	2012Q1 环比变化	2012 年中期环比变化	2012 年 Q2 环比变化	2012 前三季度环比变化	2012Q3 环比变化
平安银行	37.08	9.7	16.96	12.77	23.63	6.86
宁波银行	8.92	0.6	1.47	0.89	2.12	0.65

浦发银行	66.94	8.67	18.40	10.04	28.95	10.34
华夏银行	57.13	1.13	0.75	-0.13	3.37	2.52
民生银行	83.85	8.46	14.00	6.07	21.52	7.15
招商银行	94.6	2.87	8.00	5.30	18.35	8.22
南京银行	8.04	0.01	0.78	0.76	1.53	0.74
兴业银行	40.37	3.22	4.96	1.95	14.40	9.43
北京银行	22.39	1.04	3.46	2.57	5.42	1.98
农业银行	850.14	-23.44	-27.31	-5.01	-34.07	-5.57
交通银行	218.91	-0.95	9.77	11.18	28.87	20
工商银行	728.19	-1.92	17.58	21.55	17.41	-3.73
光大银行	60.01	2.67	5.26	2.23	12.53	7.26
建设银行	706.91	-2.24	-1.97	-0.78	20.3	25.28
中国银行	639.39	6.65	0.56	-4.55	8.25	5.37
中信银行	82.7	-2.71	7.61	10.96	10.7	2.18
合计	3705.57	13.76	80.26	75.81	183.28	98.68

资料来源：东北证券

表 8：上市银行关注类贷款变动

	2011 年同比变化	2012Q1	2012Q1 环比变化	2012 年中期环比变化	2012Q2 环比变化
平安银行	18.88	46.77	2.67	5.14	2.47
宁波银行	3.3378	23.16	-1.86	-2.38	-0.52
浦发银行	39.0044	127.15	22.93	28.93	6.00
华夏银行	-0.6099	84.74	-6.33	-3.49	2.84
民生银行	32.04			19.94	
招商银行	27.42			9.29	
南京银行	7.6571	32.89	0.72	3.72	3.00
兴业银行	-9.53	72.29	15.32	13.38	-1.94
北京银行	38.98			-36.12	
农业银行	-20.14			-66.19	
交通银行	-41.31	635.45	53.66	134.67	81.01

工商银行	40.11		2.67	168.35	
光大银行	-34.99		-1.86	59.76	
建设银行	-9.96		22.93	-6.71	
中国银行	444.59		-6.33	-5.14	
中信银行	34.36			-39.75	
合计	570.8294			283.40	

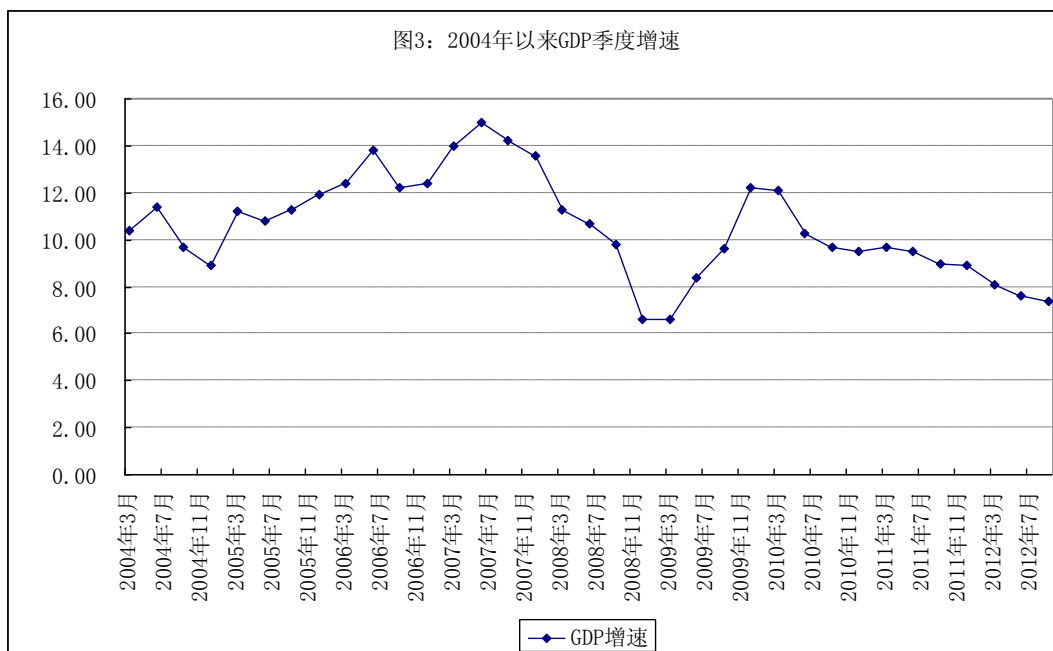
2.2. 银行股走势与 GDP 增速和 M2 增速具有较强的正相关关系

我们在 2012 年年度策略中已经提及，银行股走势长期与宏观经济指标具有较强的正相关关系，在 2013 年全年我们依旧要密切关注银行股走势与 GDP 增速和 M2 增速的正相关关系；因为这两个指标在 2013 年一季度之后可能逐步出现转机。

2.2.1 银行股走势与 GDP 增速的关系

中国的上市银行虽然已经成为商业化运作，但由于在经营上承担了国家宏观调控特别是货币政策传导者的地位，因此其走势与宏观经济环境密切相关，我们还原了 2004 年以来 GDP 增速与银行股走势的关系，我们发现非常明显的周期吻合度，第一周期：2006 年二季度我国 GDP 增速达到高点，季度增速为 13.1%，其后开始了为期两个季度的回落，第四季度回落至 12.8%，2007 年一季度又开始提速，从银行股走势看，银行股在 2006 年 7 月初达到短期高点，其后开始为期一个月的调整，但调整时间明显短于宏观经济调整时间，2006 年 8 月初结束调整进入主升浪，第二周期：我国 GDP 从 2007 年三季度开始见顶回落，到 09 年 1 季度达到本轮周期的最低点，季度增速从 14.50% 一直下滑到 6.6%；09 年二季度开始见底回升，从银行股走势看，银行股指数在 2007 年 11 月份达到高点，其后开始调整，至 2008 年 10 月 27 日结束调整，开始进入新一轮主升浪；其调整时间也明显短于宏观经济调整时间，第三周期：我国 GDP10 年一季度达到本轮反弹高点，10 年二季度开始见顶回落，目前还没有看到回落周期结束，从银行股指数看，银行股在 2008 年 10 月 27 日见底回升后，在 09 年 8 月初达到高点，随后开始回落，见低和见顶的时间都早于 GDP 增速。

从上述比较我们可以得出初步结论：1、银行股的大行情周期基本于大宏观周期吻合，2、银行股见底和见顶的时间似乎倒要早于宏观周期见底或见顶的时间，体现了市场先行的特征，3、如果此轮 GDP 增速回落最晚将在 13 年一季度见底，那我们是否可以预期本轮银行的调整也将在一季度末逐步结束调整，转守为攻。



资料来源：WIND 资讯

2.2.2 银行股走势与 M2 增速的关系

同样，我们还还原了 2004 年以来银行股走势与 M2 增速的关系，04 年以来，我国 M2 增速同样经过了几轮大的周期，2007 年 1 月份 M2 增速见底随后开始回升，从银行股走势看，银行股在 2006 年 7 月初达到短期高点，其后开始为期一个月的调整，但调整时间明显短于宏观经济调整时间，2006 年 8 月初结束调整进入主升浪，2007 年 11 月，M2 增速见顶随后开始回落，一直到 2008 年 11 月份在开始见底回升，在此期间，银行股指数在 2007 年 11 月份达到高点，其后开始调整，至 2008 年 10 月 27 日结束调整，开始进入新一轮主升浪；2010 年 2 月份 M2 增速见顶，其后持续回落，目前还在回落的过程中，从银行股指数看，银行股在 2008 年 10 月 27 日见底回升后，在 09 年 8 月初达到高点，随后开始回落。

整体来看，银行股指数与 M2 增速基本较为同步，有时会提前一到二个季度，但是没有滞后，因此，从此轮情况看，目前我们预测，本轮 M2 增速可能会在二季度末三季度初见底后较为缓慢的回升，即使考虑到此轮见底后由于金融脱媒等原因导致的 M2 增速回升的缓慢给予银行股一定的滞后期，也支持银行股在二季度末三季度初逐步结束调整。

图 4：2004 年以来 M2 增速一览表



资料来源：WIND 资讯

2.3. 2012 年全年上市银行的利润增速在 16%左右，依旧具有相对优势

2.3.1 上市银行 2012 年利润增速预测

2012 年，整体上市银行的增长面临一定的隐忧，这些隐忧包括存款增长逐渐放缓和竞争加剧导致负债端成本上升压力较大、有效贷款需求放缓和银行自身的资本约束导致信贷增速放缓、收费监管和基数提高导致中间业务收入放缓，银行向零售业务转型和基数较低导致成本收入比继续下降幅度收窄，资产质量不良温和暴露导致信贷成本整体呈现上升态势，这些不利影响在一季报、中报和三季报中已经得到部分的显现，因此我们又适当调整了我们前期对于银行股的盈利预测。调整结果见下表，上市银行 2012 年净利润同比增长为 16.56%。

表 9：上市银行 2012 年归属于母公司净利润同比增长一览表

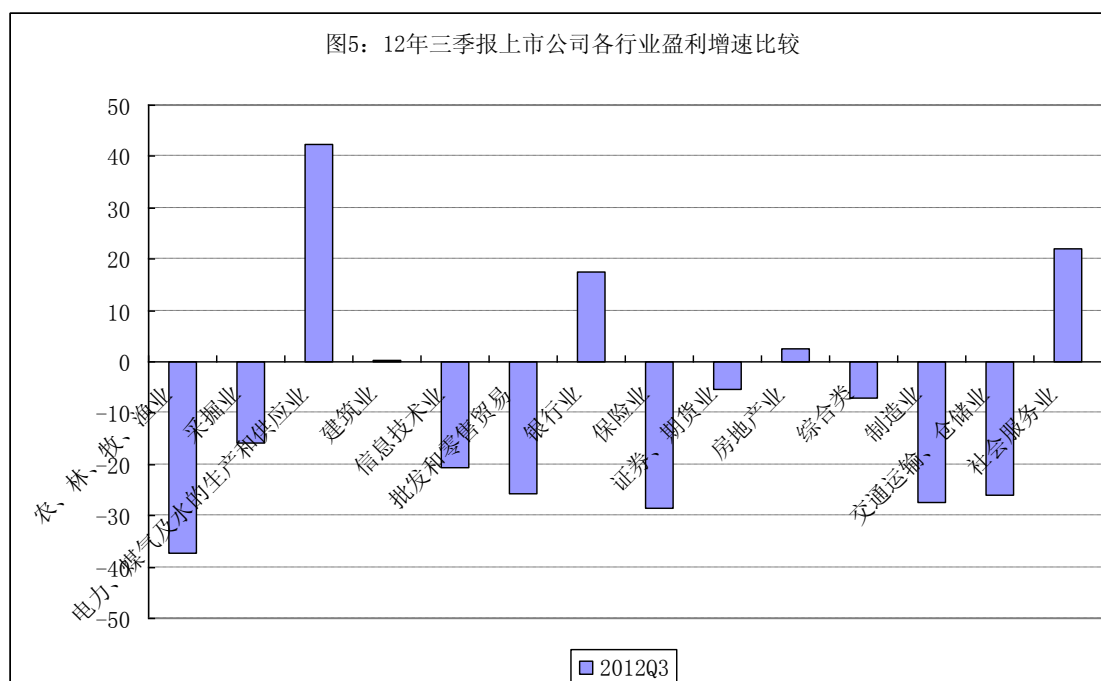
证券简称	2011	2011 年同比增长	2012E	2012 年同比增长
平安银行	102.79	63.57%	127.93	24.46%
宁波银行	32.54	40.12%	42.63	31.00%
浦发银行	272.86	42.28%	332.67	21.92%
华夏银行	92.22	53.97%	121.64	31.90%
民生银行	279.2	58.81%	365.19	30.80%
招商银行	361.29	40.20%	454.29	25.74%
南京银行	32.12	38.97%	39.05	21.58%
兴业银行	255.05	37.71%	359.12	40.80%
北京银行	89.47	31.51%	110.62	23.64%
农业银行	1219.27	28.52%	1493.61	22.50%
交通银行	507.35	29.95%	564.96	11.36%
工商银行	2082.65	26.10%	2329.82	11.87%

光大银行	180.68	41.26%	232.21	28.52%
建设银行	1692.58	25.52%	1960	15.80%
中国银行	1241.82	18.93%	1322.04	6.46%
中信银行	308.19	43.28%	343.63	11.50%
合计	8750.06	29.17%	10199.41	16.56%

资料来源：东北证券

2.3.2 上市银行相比其他行业依旧具有稳健增长优势

12 年三季报披露显示，十六家上市银行盈利增长 17.43%，位居证监会十四大分类行业第 3 位，有 9 个行业前三季度盈利为负增长。具体参见图 5：



资料来源：WIND，东北证券

统计数据显示，前三季度规模以上工业企业利润同比负增长 1.80%，国有企业利润同比负增长 11.8%，均大幅低于前三季度银行同比增长 17.43% 的水平。但如果以此攻击银行暴利显然不妥，因为银行业本身具有业绩稳健增长的天然属性，盈利增长弹性较低，好年景时差于工业企业，坏年景时好于工业企业。

3. 2013 年影响银行股走势的主要事件

3.1. 净息差走势判断

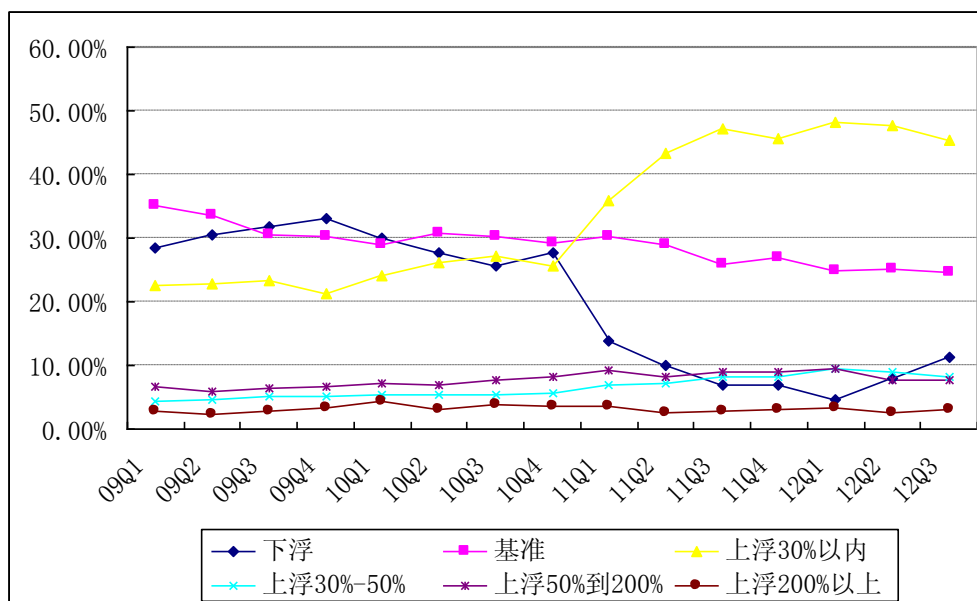
正如我们前文所述，由于央行降息、同业负债成本上升、存款竞争加剧、贷款定价能力从高位逐步回落等因素的影响，2012 年前三季度，整体上市银行的净息差水平呈现环比回落的态势，从 2013 年的未来走势看，净息差依旧没有见底，2013 年尤其是 2013 年上半年依旧是净息差继续温和回落的过程，

3.1.1 贷款定价能力虽然比高峰有所回落，但整体依旧处于较高水平

从银行整体议价能力的变化上，虽然去年整体议价能力的绝对水平已经很高，但是由于一季度整体的贷款供给在存贷比的严格限制下依旧较为紧张，因此 2012 年第一季度整体贷款定价能力与去年全年相比还是有了明显的提高，第二季度整体贷款定价能力出现了明显的掉头向下的趋势，执行上浮利率的贷款占比明显下降，

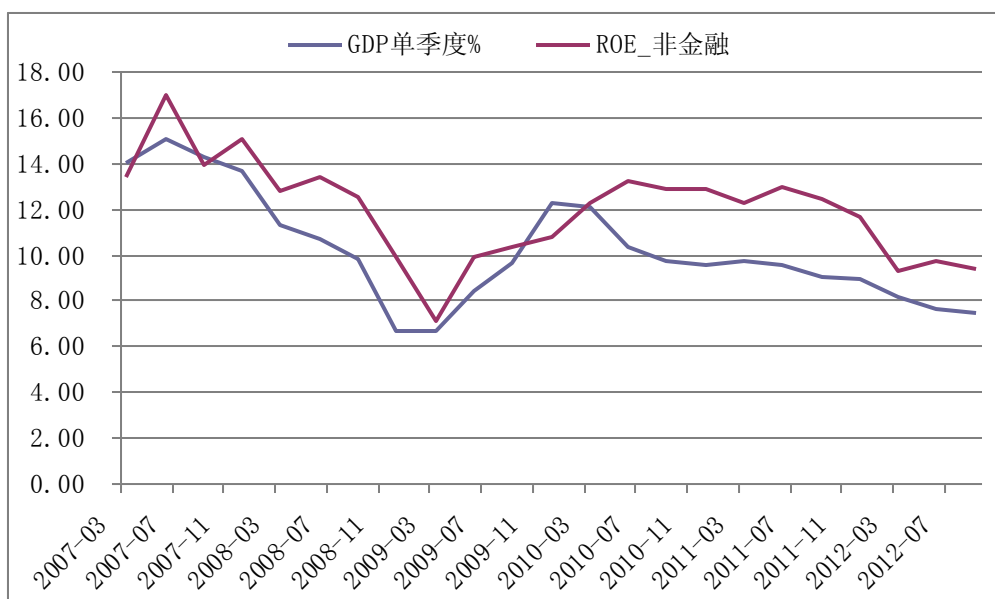
执行下浮和基准利率的贷款占比有所上升，2012年3月份，执行上浮利率的贷款的占比为70.43%，比年初上升4.41个百分点。执行下浮利率和基准利率的贷款占比分别为4.62%和24.95%，比年初分别下降2.40个和2.01个百分点；到历史新高，6月，行上浮利率的贷款占比为66.99%，比3月下降3.44个百分点。执行下浮利率和基准利率的贷款占比分别为7.92%和25.08%，比3月份分别上升3.30个和0.13个百分点。9月，执行下浮利率的贷款占比为11.31%，比6月上升3.39个百分点。执行基准利率和上浮利率的贷款占比分别为24.57%和64.12%，比6月的情况分别下降0.51个和2.87个百分点。具体参考图6：

图6：金融机构贷款定价能力一览



资料来源：中国人民银行，东北证券

但是从历史绝对情况看，目前执行上浮利率贷款的比重依旧处于绝对高位，而且从贷款的绝对利率水平看，2012年第三季度末，9月，贷款加权平均利率为6.97%，比6月下降0.09个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为7.18%，比6月下降0.37个百分点；票据融资加权平均利率为6.23%，比6月上升1.16个百分点。个人住房贷款利率稳步下行，9月加权平均利率为6.20%，比6月下降0.48个百分点。一般贷款的加权平均利率和工业企业的ROE水平相比整体还处于高企的状态；（9月末，整体上市的非金融企业的ROE水平为9.33%）；未来随着整体银行进一步让利和宏观经济走弱的后续影响，我们预计贷款定价能力还会平稳回落，贷款的加权平均利率水平也会稳健回落。具体参考图7：



3.1.2 明年一季度将迎来较多中长期贷款的重新定价，银行的贷款平均收益率将进一步下降

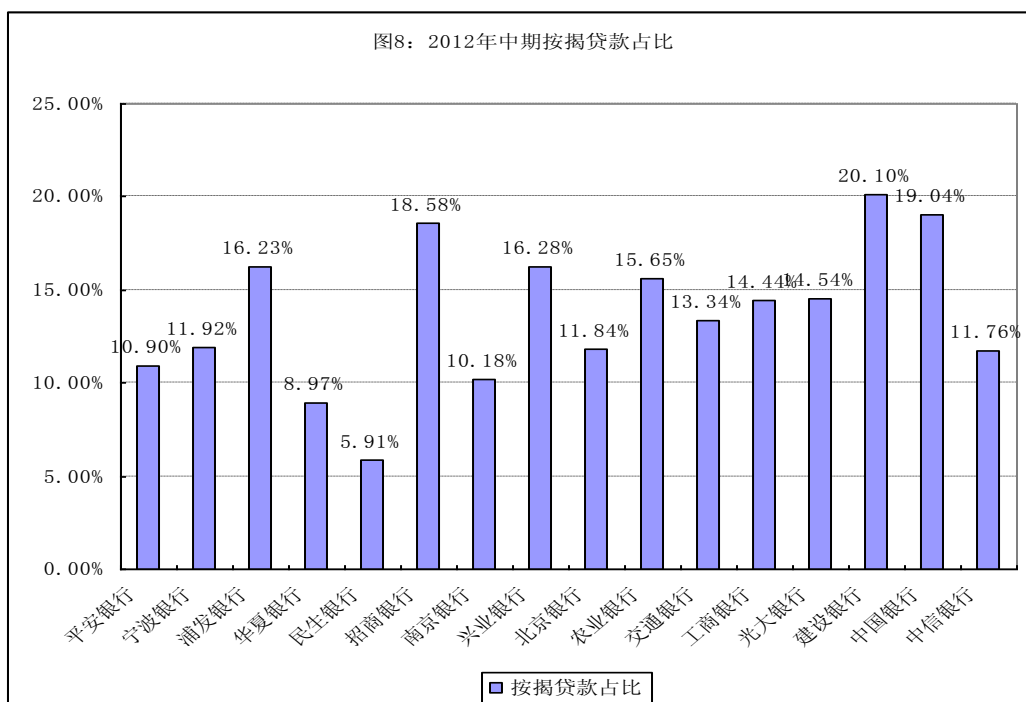
由于今年6月和7月央行进行了两次降息，整体1年期的贷款基准利率下调了56个基本点，其余档次的贷款利率均累计下调了50个基本点，当然存款基准利率也随之下调，1年期的存款基准利率累计下调了50个基本点，其余各档次的存款利率累计下调幅度不一，在资产和负债重新定价的过程中，存在着重新定价周期不一致的问题，特别是长期贷款和长期存款，而相对来说，长期存款的重定价周期比较分散，而包括个人房地产抵押贷款等中长期贷款很多是在每年年初统一重新定价的，因此明年一季度银行会面临着中长期贷款收益率集中下降而长期存款成本下降不明显的问题，导致整体的存贷利差可能进一步缩小。

表 10：央行两次下调基准利率后基准贷款利率累计下调幅度表：

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
6 个月	6.10%	5.60%	-0.50%
1 年	6.56%	6.00%	-0.56%
1 至 3 年	6.65%	6.15%	-0.50%
3 至 5 年	6.90%	6.40%	-0.50%
5 年以上	7.05%	6.55%	-0.50%

资料来源：中国人民银行，东北证券

从目前的情况看，由于很多企业的中长期贷款也选择在基准利率调整后的次月就重新定价，但是大部分个人房地产抵押贷款还是倾向于选择在次年1月份重新定价，因此在考虑对具体上市银行的影响看，我们集中考虑贷款中按揭贷款的部分，按揭贷款占比较高的银行在明年重定价中受到的影响可能会相对较大。上市银行2012年中期按揭贷款占比参见图8：



资料来源：银行定期报告，东北证券

如果我们不考虑贷款的差别定价，仅从基准利率的角度看，则长期贷款的基准利率下幅 50 个基本点，影响上市银行的贷款平均收益率在 2-10 个基本点之间，其中受到影响较大的是建行、招行、中行、浦发、兴业和农业银行。

3.1.4 存款定期化趋势还在继续，仍将对银行的净息差带来不利影响

从存款的期限结构看，存款定期化的趋势还在继续，2012 年中期 16 家上市银行的平均活期存款占比为 46.87%，比年初的 49.49%下降了 2.62 个百分点，各个上市银行均出现下降趋势，目前活期存款占比超过 50%的上市银行有宁波、招商、农业、工商和建设银行，中期下滑较为明显的银行有浦发、华夏、民生、兴业、农业和交通银行，均下滑了 3 个百分点以上。

2012 年前三季度，部分银行公布了存款的期限结构，从公布的情况看，存款定期化的趋势还在继续，前三季度下滑较为明显的银行有宁波、浦发、南京、兴业和交通银行，均下滑了 5 个百分点以上。

表 11：上市银行中期存款定期化趋势继续

证券代码	证券简称	2012 年中期活期存款占比	2011 年年底活期存款占比	2012 年中期环比变化
000001.SZ	平安银行	32.22%	32.18%	-0.04%
002142.SZ	宁波银行	53%	55.80%	-2.80%
600000.SH	浦发银行	33%	36.30%	-3.30%
600015.SH	华夏银行	38%	41.20%	-3.20%
600016.SH	民生银行	38%	42.50%	-4.50%
600036.SH	招商银行	53.50%	54.58%	-1.08%
601009.SH	南京银行	39%	41.80%	-2.80%
601166.SH	兴业银行	41%	44.80%	-3.80%
601169.SH	北京银行	48%	48.60%	-0.60%
601288.SH	农业银行	53%	56.30%	-3.30%

601328.SH	交通银行	46%	49.40%	-3.40%
601398.SH	工商银行	49%	51.10%	-2.10%
601818.SH	光大银行	41%	42.40%	-1.40%
601939.SH	建设银行	50%	52.90%	-2.90%
601988.SH	中国银行	42%	44.10%	-2.10%
601998.SH	中信银行	42%	44.80%	-2.80%
	合计	46.87%	49.49%	-2.62%

表 12: 上市银行前三季度存款定期化趋势继续

证券代码	证券简称	2012 年三季度末活期存款占比	2011 年年底活期存款占比	2012 年前三季度环比变化
000001.SZ	平安银行	n. a	32.18%	n. a
002142.SZ	宁波银行	49.10%	55.80%	-6.70%
600000.SH	浦发银行	31.08%	36.30%	-5.22%
600015.SH	华夏银行	n. a	41.20%	n. a
600016.SH	民生银行	n. a	42.50%	n. a
600036.SH	招商银行	49.86%	54.58%	-4.72%
601009.SH	南京银行	35.68%	41.80%	-6.12%
601166.SH	兴业银行	38.52%	44.80%	-6.28%
601169.SH	北京银行	n. a	48.60%	n. a
601288.SH	农业银行	53%	56.30%	-3.30%
601328.SH	交通银行	42.30%	49.40%	-7.10%
601398.SH	工商银行	48.01%	51.10%	-3.09%
601818.SH	光大银行	39.84%	42.40%	-2.56%
601939.SH	建设银行	48.90%	52.90%	-4.00%
601988.SH	中国银行	n. a	44.10%	n. a
601998.SH	中信银行	n. a	44.80%	n. a
	合计	n. a	49.49%	n. a

资料来源: 公司报告, 东北证券

3.1.3 初步结论

考虑银行后续净息差的变化还要考虑到后续是否有继续降息的动力, 这取决于此次降息后宏观经济的走势以及未来 CPI 的走势, 目前东北证券宏观预测明年可能还有 1-2 次的降息过程, 但是考虑到降息时间以及降息方式均未定, 而且我们也认为央行整体对于降息过程还比较谨慎, 因此我们暂时不考虑未来可能的降息对银行 2013 年净息差的影响, 在这些判断下, 我们预测的上市银行的净息差情况如下表: 上市银行的加权平均净息差 2012 年和 2013 年分别为 2.58% 和 2.40%。同比分别回落 9 个基本点和 18 个基本点。

表 13: 上市银行 2012 年预测净息差水平一览

	11 年全年净息差	11 年全年净息差同比扩大	12 年全年净息差预测	12 年净息差同比缩小	13 年全年净息差预测	13 年全年净息差同比缩小
招 商	3.06%	0.41%	2.95%	-0.11%	2.68%	-0.27%

银行						
浦发银行	2.60%	0.11%	2.47%	-0.13%	2.26%	-0.21%
民生银行	3.14%	0.20%	2.95%	-0.19%	2.70%	-0.25%
兴业银行	2.48%	0.16%	2.67%	0.12%	2.43%	-0.24%
交通银行	2.59%	0.13%	2.53%	-0.06%	2.35%	-0.18%
中信银行	3.00%	0.37%	2.75%	-0.25%	2.52%	0.23%
华夏银行	2.80%	0.34%	2.62%	-0.18%	2.35%	0.27%
平安银行	2.54%	0.05%	2.35%	-0.03%	2.27%	-0.08%
工商银行	2.61%	0.17%	2.53%	-0.08%	2.37%	-0.16%
中国银行	2.12%	0.08%	2.13%	0.01%	2.02%	-0.11%
建设银行	2.70%	0.21%	2.68%	-0.02%	2.52%	-0.16%
宁波银行	3.23%	0.47%	2.95%	-0.28%	2.63%	-0.32%
南京银行	2.86%	0.34%	2.48%	-0.38%	2.32%	-0.16%
北京银行	2.25%	-0.05%	2.35%	0.10%	2.15%	-0.20%
农业银行	2.85%	0.28%	2.81%	-0.04%	2.55%	-0.26%
光大银行	2.49%	0.31%	2.65%	0.16%	2.33%	-0.32%
平均	2.67%	0.22%	2.58%	-0.09%	2.40%	-0.18%

资料来源：东北证券

3.2. 刷卡手续费率下调对银行股的影响

据媒体报道，央行已于 2012 年 11 月 19 日下发通知至各商业银行，按照这份名为《中国人民银行关于切实做好银行卡刷卡手续费标准调整实施工作的通知》的文件称，国家有关部门共同研究提出了银行卡刷卡手续费标准调整方案，并已报国务院同意，为确保 2013 年 2 月 25 日起全面执行新的收费标准，此次手续费下调仅涉及境内银行卡的消费交易，2003 年施行的商户刷卡手续费规定自 2013 年 2 月 25 日起同时废止。此次刷卡费率总体下调幅度在 23%至 24%。

报道称，央行通知附件显示的银行卡刷卡手续费标准，维持了现行刷卡手续费行业差别化定价，行业分类主要分成餐饮娱乐类、一般类、民生类以及公益类四大类，总体下调幅度在 23%至 24%，其中餐饮娱乐类下调幅度为 37.5%。

第一类为餐娱类，包括餐饮、娱乐、珠宝、工艺美术品、房地产及汽车销售，

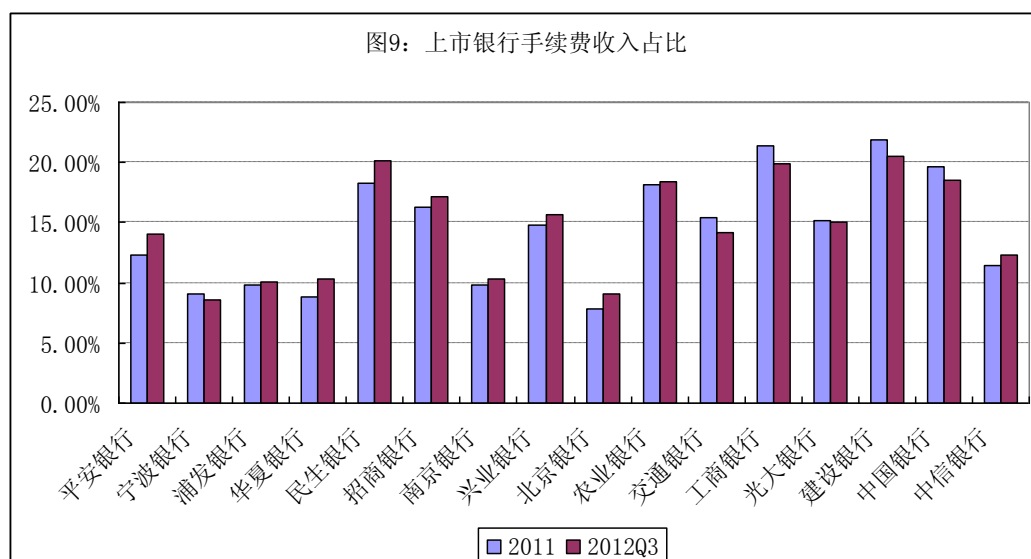
整体费率由原来的 2% 下调到 1.25%，降幅达 37.5%。其中发卡行服务费 0.9%，银行卡清算机构网络服务费 0.13%，收单服务费基准价（可上下浮动 10%）0.22%，房产汽车销售单笔费率由原来的每笔 10 元，全部上调到 80 元封顶。

第二类为一般类，包括百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社、景区门票等，整体费率下调到 0.78%，其中发卡行服务费 0.55%，银行卡清算机构网络服务费 0.08%，收单服务费基准价（可上下浮动 10%）0.15%，同时批发类封顶 26 元。

第三类为民生类，主要包括超市、大卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票等，整体费率为 0.38%。第四类则是零费率的医院、教育等公益类。

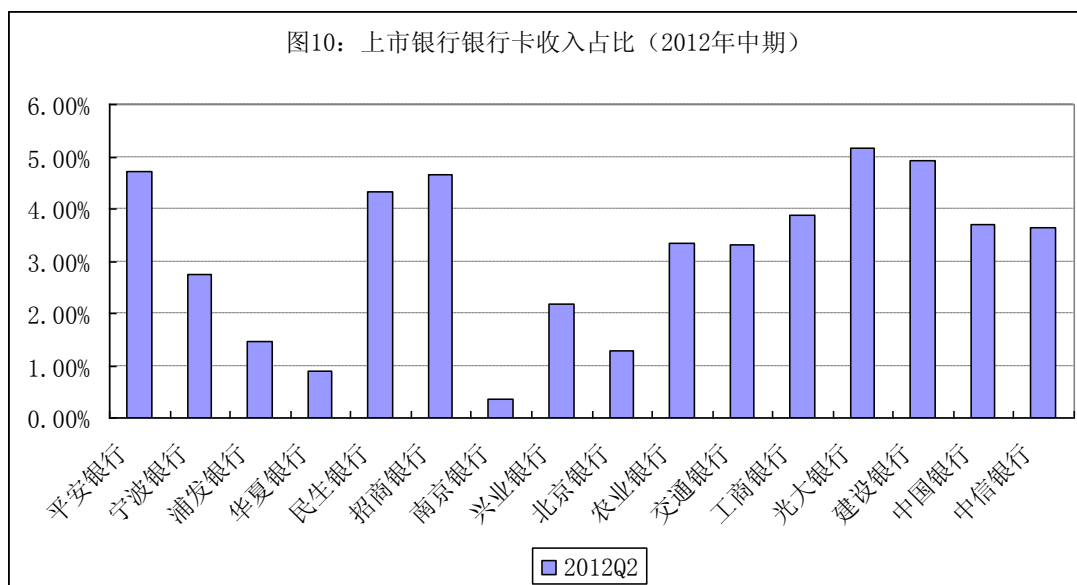
银行卡收单业务的利润主要来源于于结算手续费。根据行业不同，费率分别为 0.5%—4% 不等。手续费分成一般遵循 7: 2: 1 的比例，“7”归发卡行所有；“2”归收单方所有；“1”则为银联所有。刷卡手续费的下调，将对银行卡收入占比较大的银行产生一定的不利影响。

截至 2012 年三季度末，上市银行手续费净收入占比为 17.87%，比 2011 年年底的 18.50% 有所下降，主要原因是经利息收入的增长幅度超过了手续费收入的增长幅度，手续费收入占比比较高的是四大国有商业银行和民生、招商银行和交通银行，具体参见图 9：



资料来源：WIND 资讯

从手续费收入的增速看，2011 年上市银行还保持了较高的手续费收入增速，同比增速为 38.74%，12 年第一季度以来，银行中间业务收入增速明显下降。基数的提高、宏观经济形势的不确定和银监会加强收费监管是可能的原因。具体参见上文；我们预计 2013 年全年银行手续费收入的增长大约维持在 15% 左右，考虑其他非息净收入，整体非息净收入的增长维持在 17% 左右，具体到上市银行中，由于银行卡收入会在上半年首当其冲受到影响，因此银行卡收入占比较高的国有大银行、招行、平安、民生、光大和交行可能受到的不利影响较明显。具体参见图 10：



资料来源：银行定期报告，东北证券

不过 2012 年中期，上市银行银行卡收入占总收入的比重平均只有 3.65%，目前整体刷卡手续费收入下调的比重在 25%左右，我们假设从 2013 年年初就开始下调，并且假设刷卡手续费下调会有效促进银行卡交易量的放大，则按照中期的水平静态计算，将影响 2013 年全年税前收入 1.25%，如果考虑银行收入占比的提高和银行卡交易量的放大，实质影响略有不同，不过整体我们与己不利影响会控制在 1.5%以内，对银行的不利影响非常有限。

3.3. 银监会新资本监管办法对银行的影响

银监会 6 月 8 日正式发布该《商业银行资本管理办法（试行）》（下称《办法（试行）》）全文，拟于 2013 年 1 月 1 日实施，新规规定系统性重要银行的资本充足率要求和核心资本充足率要求分别为 11.5%和 9.5%；非系统性重要银行的资本充足率要求和核心资本充足率要求分别为 10.5%和 8.5%，并且规定，商业银行应在 2018 年底前达到办法规定的资本充足率监管要求，鼓励有条件的商业银行提前达标。

但是由于当前全球经济增长依然较为低迷，银行资本补充渠道受阻，放松对银行业的资本要求成境外监管机构的一致取向。若维持较高的资本充足率要求，将束缚银行的信贷资产扩张能力，削弱银行对实体经济的支持力度。希腊、香港、欧盟、美国相继放松、推迟实施巴塞尔协议资本要求，这种逆周期的资本监管有利于金融体系的稳定和经济增长的恢复。在全球其他国家纷纷放松、推迟实施巴塞尔协议资本要求的背景下，我国银监会官员称中国并不准备推迟实施资本管理办法的新规，仍将于 2013 年 1 月 1 日正式实施《商业银行资本管理办法（试行）》。

但是，近日媒体报道，银监会日前已开始对工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和招商银行开展资本计量高级方法评估。业内人士测算，实施资本计量高级方法后，银行将更加节约资本，资本充足率有望提升 40-50 个基点。这或许是变相的放松我国资本监管的一种举措。

在新规中，银行将实施资本计量权重法，符合监管要求的银行在此基础上将同时率先实施高级方法。高级方法将分别对信用风险（内部评级法）、市场风险（内部模型法）和操作风险（高级计量法）进行计量。尤其是内评法将会对银行资本水平的估算产生较大影响。较之权重法，高级方法将通过内部模型对风险状况进行评估，极大促进银行对风险的敏感性和风险认知评估能力。业内人士表示，六家银行

实施内评法计量资本，将在资本计算上拥有较大灵活度和自主权。特别是在零售业务方面将极大的节约资本占用，零售业务的综合风险权重将从目前的 60% 下降到 20%-30%，对于零售业务占比较高的银行将起到较大的节约资本的总用。

从上市银行最新的资本情况和报道看，从 09 年开始的上市银行再融资潮已经初步步入尾声，这一方面由于尚主席主管后，银监会对银行资本要求的态度明显缓和，另一方面由于银行整体通过积累利润内生补充资本的能力也有了较大的提高，最明显的例证是前三季度上市银行中有 11 家的核心资本充足率在没有外部融资的情况下比 11 年年底环比有所提高，第三方面则是因为在贷款需求走弱、资本压力、转型等诸多因素的影响下，银行未来的加权风险资产扩张速度也有所走弱，对资本的消耗力度减少。最后一方面就是前文所述在全球其他国家都倾向于放松资本监管的前提下，银监会也会同步资本计算和资本补充工具等方面的创新来变相的放松资本监管，这也就是说，在不考虑城商行 IPO 的情况下，资本市场银行股本供给增加的压力将逐步减轻，从这一点说有利于银行估值水平的提高。具体情况参见表 14；

表 14：上市银行 2012 年三季度末资本充足率一览

证券简称	2012 年 Q3 资本充足率 (%)	2012 年 Q3 核心资本充足率 (%)	2011 年年末资本充足率 (%)	2011 年年末核心资本充足率 (%)	Q3 资本充足率变化 (%)	Q3 核心资本充足率变化 (%)	尚未完成的融资方案
平安银行	11.30	8.47	11.51	8.46	-0.21	0.01	通过向平安定向增发募集不超过 200 亿元
宁波银行	14.66	11.89	15.36	12.17	-0.7	-0.28	
浦发银行	12.07	8.87	12.7	9.2	-0.63	-0.33	
华夏银行	11.23	8.43	11.68	8.72	-0.45	-0.29	
民生银行	n. a	8.12	10.86	7.87	n. a	0.25	发行可转换债券，募集资金在 200 亿元左右
招商银行	11.56	8.47	11.53	8.22	0.03	0.25	“A+H” 配股，募集资金不超过 350 亿元
南京银行	13.34	10.45	14.96	11.76	-1.62	-1.31	
兴业银行	11.12	8.27	11.04	8.2	0.08	0.07	
北京银行	-	-	12.06	9.59	n. a	n. a	
农业银行	12.07	9.76	11.94	9.5	0.13	0.26	
交通银行	14.51	11.58	12.44	9.27	2.07	2.31	
工商银行	13.61	10.51	13.17	10.07	0.44	0.44	
光大银行	11.21	8.24	10.57	7.89	0.64	0.35	H 股上市，募集资金 380 亿元左右
建设银行	13.87	11.35	13.68	10.97	0.19	0.38	
中国银行	13.16	10.38	12.97	10.07	0.19	0.31	
中信银行	13.72	10.07	12.27	9.91	1.45	0.16	

资料来源：东北证券

结合 2012 年第三季度末的资本充足率计算，到 2013 年年底，在上市银行中农行、华夏、民生和中行存在一定的核心资本缺口，可能需要通过股权融资方式弥补，按照核心资本法定要求计算，农行资本缺口在 400 亿元左右，华夏在 60 亿元左右，民生在 100 亿元左右，中行在 200 亿元左右，整体核心资本缺口预计将达到 800 亿元，但是，由于银行要求在 2018 年年底达标，因此这种计算只是极限计算方法，

我们判断四大银行整体在同一时期融资的可能性非常小。

3.4. 不良贷款温和暴露的程度

银监会公布数据显示, 12 年前三季度银行业不良贷款较年初实现单降, 其中不良余额较年初增长 11.9% (增加 509 亿元), 不良率下降 5BP 至 0.95%。

从 2012 年前三季度的情况看, 上市银行的不良贷款继续增加, 除了农业银行前三季度继续减少, 工商银行和农业银行第三季度末的水平比中期水平环比减少之外, 其余所有上市银行前三季度末的水平不论与年初水平相比还是与中期水平相比都继续出现增加。预计整体 2012 年全年, 不良贷款可能都将是环比上升的情况, 具体关注上文表 7:

在 2012 年三季报中, 有较多银行没有公布关注贷款和逾期贷款的情况, 因此我们没有做此方面的统计, 但是我们预计与中期的情况类似, 关注贷款的情况同比和环比可能涨跌互现, 但是逾期贷款应该与不良贷款的情况类似, 出现了较为明显的环比增加趋势。具体关注上文表 8:

我们预计, 2013 年上半年将是不良贷款继续温和暴露的时期, 但是我们预计不良贷款暴露依旧是以温和的形势呈现, 不会出现反转式增长, 主要原因在于我们相信中国的宏观经济基本面虽然减速, 但是依旧将保持平均 7-8% 的稳健增长, 工业企业的盈利能力也基本能覆盖贷款的加权平均利率, 贷款的主要风险区域比如平台贷款、房地产贷款、民间融资涉及贷款、两高一剩贷款等在管理层和银行自身的主动管理和风险管控下, 风险有所控制, 因此我们预计 2013 年整体商业银行的不良贷款率大致与 2012 年持平, 由 2012 年全年的 0.96% 上升 0.97-1% 之间, 考虑 2012 年全年人民币贷款余额增加 8.3 万亿元左右, 2013 年全年人民币贷款余额继续增加 8.5 万亿元左右, 我们预计 2012 年年底的不良贷款余额大约在 5088 亿元左右, 比 2011 年年底的 4279 亿元上升大约 809 亿元; 2013 年年底的不良贷款余额大约在 5917-6100 亿元之间, 比 2012 年全年的水平大约上升 900 亿元到 1000 亿元之间。

从上市银行的情况看, 我们预计上市银行基本跟随整体行业的变化, 出现不良贷款率基本稳定小幅上升, 不良贷款余额有一定比例的上升, 目前我们预测 2012 年年底上市银行不良贷款率为 0.95%, 不良贷款余额为 5088 亿元, 2013 年年底上市银行不良贷款率为 0.97%, 不良贷款余额为 6000 亿元。具体参见表 15:

表 15: 上市银行不良贷款情况预测

	不良贷款余额 (亿元)			不良贷款率 (%)		
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
平安银行	32.89	68	105.00	0.5300	0.94	1.25
宁波银行	8.35	12	18.00	0.6800	0.85	1.01
浦发银行	58.58	97	135.00	0.4400	0.63	0.77
华夏银行	56.25	63	76.00	0.9200	0.86	0.92
民生银行	75.93	115	156.00	0.6300	0.8	0.94
招商银行	91.90	118	142.00	0.5600	0.64	0.7
南京银行	8.02	9.8	13.00	0.7800	0.78	0.83
兴业银行	37.36	62	95.00	0.3800	0.54	0.69
北京银行	21.50	32	45.00	0.5300	0.65	0.77
农业银行	872.45	850	885.00	1.5500	1.32	1.24
交通银行	220.31	273	328.00	0.8600	0.95	1.02
工商银行	732.16	781	855.00	0.9400	0.9	0.88

光大银行	56.98	78	103.00	0.6400	0.79	0.94
建设银行	708.11	755	868.00	1.0900	1.04	1.06
中国银行	634.28	665	751.00	1.0000	0.95	0.96
中信银行	86.04	108	142.00	0.6000	0.63	0.73
合计	3701.12	4086.80	4717.00	0.97	0.95	0.97

资料来源：东北证券

2012 年第一季度，我们计算的 16 家上市银行年化的平均信贷成本为 0.53%，同比上升了 3 个基本点，与 11 年全年的水平比下降了 7 个基本点，从各个银行的具体情况看，除了华夏、招商、农业和中国银行 4 家：

2012 年中期，我们计算的 16 家上市银行年化的平均信贷成本为 0.52%，比第一季度的水平下降了 1 个基本点，比 11 年全年的水平下降了 8 个基本点，从各个银行的具体情况看，信贷成本与 11 年全年的水平相比涨跌互现，增加比较明显的有宁波、兴业、北京、光大，下降比较明显的，存在较为明显释放拨备支持利润增长的银行有华夏和浦发。

2012 年前三季度，我们计算的 16 家上市银行年化的平均信贷成本为 0.5%，比第一季度的水平下降了 3 个基本点，比 11 年全年的水平下降了 10 个基本点，从各个银行的具体情况看，信贷成本与 11 年全年的水平相比涨跌互现，增加比较明显的有兴业、中信、光大，下降比较明显的，存在较为明显释放拨备支持利润增长的银行有华夏和浦发。

表 16：上市银行 2012 年第一季度信贷成本同比变化

	2011Q1	2012Q1	2012Q1 同比变化
平安银行	0.23%	0.40%	0.17%
宁波银行	0.30%	0.56%	0.26%
浦发银行	0.28%	0.49%	0.21%
华夏银行	1.09%	0.75%	-0.34%
民生银行	0.67%	1.08%	0.41%
招商银行	0.50%	0.47%	-0.03%
南京银行	0.60%	0.65%	0.05%
兴业银行	0.20%	0.68%	0.48%
北京银行	0.24%	0.46%	0.22%
农业银行	0.80%	0.78%	-0.02%
交通银行	0.53%	0.56%	0.03%
工商银行	0.42%	0.51%	0.09%
光大银行	0.34%	0.40%	0.06%
建设银行	0.32%	0.40%	0.08%
中国银行	0.35%	0.34%	-0.01%
中信银行	0.52%	0.61%	0.09%
合计	0.50%	0.53%	0.03%

资料来源：公司报表，东北证券

表 17：上市银行 2012 年中期信贷成本环比变化

	11 年全年	2012 中期	2012 中期变化
平安银行	0.40%	0.46%	0.06%
宁波银行	0.57%	0.56%	-0.01%

浦发银行	0.57%	0.38%	-0.19%
华夏银行	0.82%	0.64%	-0.18%
民生银行	0.80%	0.72%	-0.08%
招商银行	0.53%	0.52%	-0.01%
南京银行	0.76%	0.88%	0.12%
兴业银行	0.29%	1.08%	0.79%
北京银行	0.65%	0.76%	0.11%
农业银行	1.17%	0.78%	-0.39%
交通银行	0.49%	0.51%	0.02%
工商银行	0.44%	0.51%	0.09%
光大银行	0.47%	0.58%	0.11%
建设银行	0.70%	0.62%	-0.08%
中国银行	0.32%	0.28%	-0.04%
中信银行	0.43%	0.66%	0.21%
合计	0.60%	0.52%	-0.08%

资料来源：公司报表，东北证券

表 18：上市银行 2012 年前三季度信贷成本环比变化

	11 年全年	2012 前三季度	2012 前三季度变化
平安银行	0.40%	0.44%	0.04%
宁波银行	0.57%	0.49%	-0.08%
浦发银行	0.57%	0.45%	-0.12%
华夏银行	0.82%	0.60%	-0.22%
民生银行	0.80%	0.69%	-0.11%
招商银行	0.53%	0.43%	-0.10%
南京银行	0.76%	0.80%	0.04%
兴业银行	0.29%	1.12%	0.83%
北京银行	0.65%	0.63%	-0.02%
农业银行	1.17%	0.76%	-0.41%
交通银行	0.49%	0.49%	0.00%
工商银行	0.44%	0.42%	-0.02%
光大银行	0.47%	0.60%	0.13%
建设银行	0.70%	0.45%	-0.25%
中国银行	0.32%	0.27%	-0.05%
中信银行	0.43%	0.58%	0.15%
合计	0.60%	0.50%	-0.10%

资料来源：公司报表，东北证券

对于信贷成本未来的预测，我们基本判断由于不良贷款还是呈现温和暴露的态势，因此各银行将基本保持拨备力度不变，部分银行（最典型的是中信银行）由于更换管理层和前期的拨贷比长期处于低位，将会适当增加拨备的计提力度，整体我们预测上市银行 2012 年全年的信贷成本在 0.55% 左右，2013 年全年维持在 0.52% 左右。具体参见表 19：

表 19：上市银行信贷成本预测

	11 年全年	2012E	2013E
--	--------	-------	-------

平安银行	0.40%	0.50%	0.48%
宁波银行	0.57%	0.57%	0.42%
浦发银行	0.57%	0.50%	0.41%
华夏银行	0.82%	0.58%	0.48%
民生银行	0.80%	0.64%	0.57%
招商银行	0.53%	0.42%	0.40%
南京银行	0.76%	0.75%	0.63%
兴业银行	0.29%	1%	0.78%
北京银行	0.65%	0.72%	0.44%
农业银行	1.17%	0.85%	0.71%
交通银行	0.49%	0.50%	0.46%
工商银行	0.44%	0.39%	0.38%
光大银行	0.47%	0.55%	0.43%
建设银行	0.70%	0.46%	0.42%
中国银行	0.32%	0.35%	0.36%
中信银行	0.43%	0.66%	0.72%
合计	0.60%	0.55%	0.52%

资料来源：东北证券

4. 2013 年银行股投资策略——基本面拐点渐凸显，估值水平将提升

4.1. 2013 年银行股投资策略

4.1.1 2012 年和 2013 年上市银行盈利预测

我们的盈利预测建立在上文的假设前提基础上，即假设 2012 年全年人民币贷款新增 8.5 万亿元，2013 年全年净息差依旧呈现同比收窄趋势，全年收窄 18 个基点，上市银行的不良贷款依旧呈现温和暴露的情况，但是不良贷款率基本稳定，上市银行的信贷成本呈现持续下降的趋势，出现拨备反哺利润的情况。在这些假设的基础上，我们初步计算出 2012 年和 2013 年上市银行的盈利预测；预测 2012 年和 2013 年上市银行净利润增长分别为 16.56% 和 7.44%。具体情况参见表 20：

表 20：上市银行 2012 年、2013 年盈利预测

证券简称	2011	2011 年 同比增长	2012E	2012 年 同比增长	2013E	2013 年同比 增长
平安银行	102.79	63.57%	127.93	24.46%	139.62	9.14%
宁波银行	32.54	40.12%	42.63	31.00%	47.3	10.95%
浦发银行	272.86	42.28%	332.67	21.92%	372.98	12.12%
华夏银行	92.22	53.97%	121.64	31.90%	137.33	12.90%
民生银行	279.2	58.81%	365.19	30.80%	413.75	13.90%
招商银行	361.29	40.20%	454.29	25.74%	520.84	14.65%
南京银行	32.12	38.97%	39.05	21.58%	42.26	8.22%
兴业银行	255.05	37.71%	359.12	40.80%	421.97	17.50%
北京银行	89.47	31.51%	110.62	23.64%	130.77	18.22%
农业银行	1219.27	28.52%	1493.61	22.50%	1645.51	10.17%
交通银行	507.35	29.95%	564.96	11.36%	596.6	5.60%
工商银行	2082.65	26.10%	2329.82	11.87%	2455.83	5.41%

光大银行	180.68	41.26%	232.21	28.52%	255.6	10.07%
建设银行	1692.58	25.52%	1960	15.80%	2049.97	4.59%
中国银行	1241.82	18.93%	1322.04	6.46%	1373.73	3.91%
中信银行	308.19	43.28%	343.63	11.50%	354.28	3.10%
合计	8750.06	29.17%	10199.41	16.56%	10958.34	7.44%

资料来源：东北证券

4.1.2 2013 年投资策略逻辑

从 2011 年三季度开始，银行股的基本面景气持续下降，表现为业绩增速逐季下降、净息差逐步见顶回落、中间业务收入见顶回落等，2013 年，这种景气度的下降还将持续，但是我们预计基本面的拐点可能已经逐步隐现，这种基本面拐点主要体现在不良贷款余额的增加趋势扭转和净息差逐步开始寻底并且平稳缓慢回升，我们预计这两方面基本面的拐点很大可能都将在 2013 年中期起逐步显现，原因在于整体宏观经济可能在 2013 年一季度开始逐步见底回升，考虑到银行对于宏观经济的相对滞后性，因此银行基本面的拐点可能在 2013 年中期以后逐步显现。

资本市场历来会提前反映基本面的拐点，因此我们预期虽然 2013 年上半年尤其是 1 季度银行股还受到中长期贷款重定价、存款定期化导致净息差继续环比下降、不良贷款余额受制于宏观经济的滞后反映还将环比增加等因素的困扰，但是市场的关注点可能逐渐转移到银行股基本面的拐点在中期后逐步显现的情况，因此整体来看，相对于 2012 年银行基本面景气度逐季下降的尴尬境地，2013 年银行基本面可以说是先抑后扬，整体基本面状况有了一定程度的改善。

从宏观层面上说，2013 年货币政策可能还将在稳健中适度放松（包括可能的存款准备金率的调整和可能的基准利率的下调），银监会在资本监管上会较大概率的出台实质放松政策（参照我们前文 3.3 的论述）；除了可能的降息会进一步收窄银行的息差之外，其余的政策预判特别是银监会资本监管的实质放松将极大的有助于银行股估值水平的提升。

与此同时，在 2011 年三季度开始的银行基本面逐季下降的过程中，银行股的估值水平伴随整体大盘新低的不断涌现而不断下降，已经充分反映出未来银行股成长性下降和不良贷款余额增加的情况，而 2013 年中期以后，银行股的基本面又逐渐迎来改善拐点，因此我们判断，2013 年全年，银行股的投资环境正在逐步转好，部分银行股股价低于净资产的情况将得到实质改善，银行股的估值水平很有可能会迎来实质提升。

4.1.3 2013 年银行股投资策略

鉴于我们上文的分析，我们认为目前银行股的投资环境已经开始缓慢好转，而银行股的极端低估值水平又使得银行股估值水平的提升有如干柴烈火，一点即燃，因此我们认为，从股票投资的角度，银行股的底部已经显现，未来将是股价和估值水平平稳持续提高的过程。因此我们上调银行股的投资评级为优于大势。

4.2. 选择股票的着眼点

从具体的投资品种上看，由于 2013 年上半年还是景气度持续下行过程，在此过程中，可能银行板块整体还会受到资产质量问题的困扰，此时在选股时还要适当注意资产质量的安全边际，二季度以后随着基本面拐点渐行渐近，可能人们会更加关注具有经营特色和业绩增长潜力较大的优质股份制银行（目前银行还是处于利率市场化的大背景之下，负债业务的竞争加剧和成本上升是长期趋势，因此在资产业务上具有核心竞争力的业务和持续的创新能力和银行未来能够获得长期较高增长潜力的重要前提），因此我们在选股思路上将资产质量的安全边际和未来的业绩增长潜力有机结合，相对倾向于优质的股份制银行，目前，我们将 2013 年的重点投

资品种暂时定为兴业、民生、北京和平安银行。

4.3. 重点投资品种

兴业银行

兴业银行的投资亮点在于：1、兴业银行在中型银行中有望逐渐确立领头羊的位置，综合素质较高；2、海西题材，估值偏低；3、与中国联通、人保、中国烟草等的合作在中长期内进一步增强其在零售业务方面的竞争能力；并能为其带来成本较低的存款来源；4、拨贷比虽然较低（季度末为 1.93%），但是作为非系统重要银行将在 2016 年达标，对于经营业绩的影响将非常平滑。5、综合化经营取得一定进步。兴业国际信托公司经营顺利发展。6、资金业务优势明显，银银平台业务和买入返售业务的优势还将持续体现。

预测 2012 年和 2013 年分别实现净利润 359.12 亿元和 421.97 亿元，同比分别增长 40.8%和 17.5%，实现考虑定向增发之后的每股净利润为 2.79 元和 3.28 元，估值处于绝对低估状态。

民生银行

商贷通业务是最大的投资亮点，未来三年的目标是要做到 5000 亿，2011 年末，商贷通的余额为 2324.95 亿元，比年初增加了 735.09 亿元，截至三季度末，银行小微贷款余额达到 2,805 亿元，比上年末新增 480 亿元，增幅 21%；小微客户数达到 79.23 万户，比上年末增加 33.43 万户。

2012 年全年商贷通业务的增量可能比 2011 年略少，主要原因一是商贷通业务均是短期贷款，随着贷款存量的逐渐增加，还款额也在加大，导致贷款净增量有所减少，二是 2012 年经济增速下滑，很多私营企业的贷款实质需求也有萎缩，预计 2012 年全年的小微贷款的增量在 550 亿元左右，从小微金融业务发展的战略上看，银行还是按照小微金融业务的新增贷款占总体银行新增贷款的 50%来进行安排的（虽然 2012 年前三季度只有 34%）；目前这一战略没有改变，2013 年我们预计银行在商贷通业务上还是要通过 2.0 升级版的新的平台的上线，从早期的单纯贷款的商贷通业务进一步向全面的小微金融的方向发展，在存款派生、金融产品交叉销售和风险控制方面进一步提高。

从目前的初步分类看，民生银行的前几大平台贷款的客户都属于支持类的平台，从平台贷款的余额情况看，2011 年年末，民生银行的平台贷款的余额为 1567.95 亿元，减少了 404.45 亿元，2012 年到期的比例在 48%左右，银行目前正在对于即将到期的还款逐笔排查，银行认为整体问题不大

预测民生银行 12 年实现净利润 365.19 亿元，净利润增速为 30.8%，实现每股收益 1.29 元，13 年实现净利润 413.75 亿元，净利润增速为 13.9%，实现每股收益为 1.46 元，估值处于绝对低估状态。

北京银行

北京银行的经营优势包括：1、总部业务在北京使得北京银行的主要贷款客户是大型部委或者优质企业的总部，贷款组合的安全性较高，2、强大的成本控制能力，成本收入比在上市银行中一直名列前茅，3、卓有成效的风险控制能力，拨备覆盖率和拨贷比位居可比银行前列，其实其拨备前利润增长率要远远高于其他城商行，但是其处于审慎考虑，在 2012 年前三季度继续加大拨备计提力度，导致其净利润增速一直较低，市场可能没有充分认识到这一点，由于其三季度末的拨贷比已经达到 2.49%，未来具有一定的拨备释放能力，从而可以保证其一定的业绩增长潜力。经营缺点主要是中间业务收入占比较低，北京银行总部的经营经验能否成功放大到全国其他分行还有待观察。

我们预测北京银行 2012 年和 2013 年分别实现净利润 110.62 亿元和 130.77 亿元，

同比分别增长 23.64%和 18.22%，尤其是 2013 年具有较高的增长潜力。

平安银行

新平安银行的最大看点依旧来自于两行整合和在平安集团支持下的交叉销售前景，交叉销售的潜力使新平安银行在存款增长、净息差稳定、中间业务收入增长、零售业务方面的信用卡和公司业务方面的供应链金融业务的发展具有一定的潜力，虽然这些潜力可能需要较长时间才能发挥，在 2012-2013 年期间，公司可能受制于整体银行业增速下滑的不利影响，但是从长期角度看，公司有望逐渐确立起独特的竞争优势，在利率市场化的差异化竞争中获胜。

我们预测平安银行 2012 年和 2013 年分别实现净利润 127.93 亿元和 139.62 亿元，同比分别增长 24.46%和 9.14%，虽然其增长优势在 2013 年还不能明确显现，但是我们看好其长期发展，依旧维持推荐评级。

4.4. 2013 年主要投资风险提示

2013 年银行板块投资的主要风险在于货币政策上进一步降息的可能性、宏观经济见底回升的不确定性、银监会放松资本监管的不确定性、银监会等监管机构清理表外业务带来的经营风险以及可能的存款保险制度改革的推进超出我们的预期（我们预期 2013 年在存款保险制度的改革上不会有实质性动作，故在报告正文中并未提及）。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760