

银行业：高分红、低估值，真正的防御性行业

行业分类：银行

2011. 12. 13

研究员：郭懿
执业证书编号：S0640511010006
电话：010-84802074
联系人：全翾
电话：0755-82893795

投资要点：

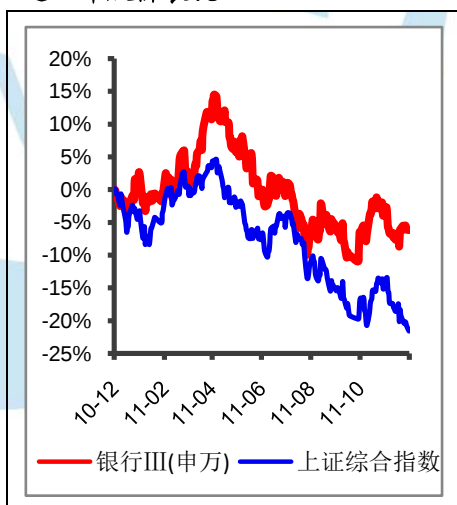
- 宏观不确定性增加的情况下，投资人更偏好防御性行业。目前包括消费在内的行业都被大家看作是防御性行业，但是实际上看这些行业并不具有真正的抗周期特性。从国外市场上看，具有较高并且稳定的分红的行业才是真正的抵抗周期的波动，银行本身具有这样的特性。
- 当前工行、建行和中行的股息率已经接近或超过 5%，2012 年预期不良率上升 20bp，工行和建行的股息率仍超过 5%。当前银行业估值处于长期合理估值的底部，而且在各行业中，也属于最低水平，并与国际估值基本相当。高分红、低估值建议长期持有工行和建行。
- 预计 2012 年上市银行净利润增长 19%。按揭贷款重定价效应使得净息差在一季度达到最高点，此后受负债端利率上升的影响，净息差逐季回落，全年均值与 2011 年基本持平。2011 年高速增长财务顾问及担保承诺业务，在 2012 年将受政策和周期的影响收入增速下滑，使得手续费及佣金整体收入的增速放缓到 25-30%。2012 年不良率将温和上升 10bp，房地产行业 and 中小企业贷款不良率上升的概率较大。
- 中短期内，我们看好明年一季度的投资机会，主要原因：一是每年第一季度信贷投放均相对宽松，而且明年一季度存款准备金率进一步下调的概率较大，从而对市场的流动性产生较大利好；二是，如上述分析，一季度是业绩增速的最高点。因此，中短期内，建议关注招商银行、民生银行、南京银行。
- 风险提示：**宏观经济硬着陆，资产质量严重恶化

银行业评级 增持

主要数据

上证指数	2443
行业指数	2043
总市值(亿元)	58434
流通 A 股市值(亿元)	28960
PB	1.32

近一年股价表现



正文目录

一、宏观经济的不确定性增强	4
二、2012 年不良率上升 20bp，工行建行股息率仍能超过 5%	6
2.1 工、中、建三大行的当前股息率已经接近或超过 5%	6
2.2 2012 年预期不良率上升 20 个BP，工行和建行的股息率仍超过 5%	8
三、高分红、低估值，真正的防御品种	9
3.1 银行当前估值处于各行业最低水平，而且与国际估值基本相当	9
3.2 银行当前市场估值 1.32 倍，处于合理长期估值的底部	10
3.3 高分红、低估值，建议长期持有工商银行和建设银行	11
四、2012 年行业盈利增速将达到 19%	12
4.1 净息差先扬后抑，全年均值较 2011 年基本持平	12
4.1.1 2012 年市场流动性宽松，不过吸储压力持续存在	12
4.1.2 贷款规模增长放缓 债券投资比例上升	14
4.1.3 存贷款利率对称下调 25bp，整体净息差将下降 2-3bp	16
4.1.3 净息差高点在一季度	16
4.2 不良贷款余额将小幅反弹，不良率温和上升 10bp	17
4.3 手续费及佣金业务净收入增速放缓至 25-30%	17
五、中短期投资策略：优选招商、民生、南京银行	18
5.1 中短期优选品种：招商银行、民生银行、南京银行	18
5.2 重点公司分析	18

图表目录

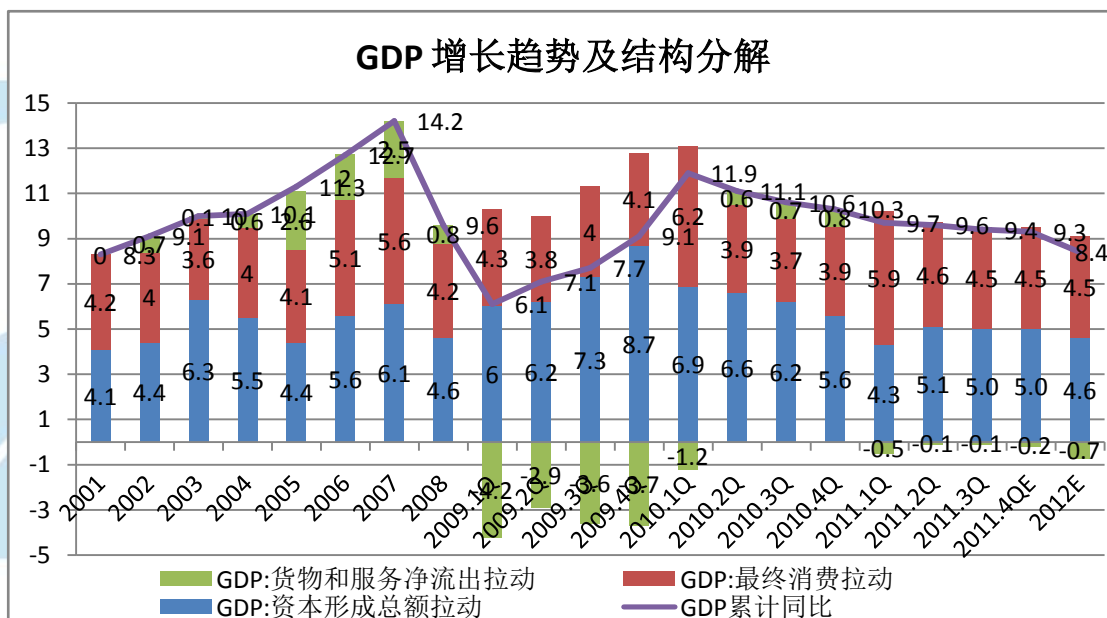
图表 1: GDP 增长趋势及结构分析	4
图表 2: 存款增速下降限制了银行的放贷空间	5
图表 3: 过去 12 个月累计社会融资总额呈现下降趋势	5
图表 4: 2012 年翘尾因素	6
图表 5: 工商银行股息率敏感性分析	9
图表 6: 建设银行股息率敏感性分析	9
图表 7: 银行业在各行业中估值最低	10
图表 8: 银行业估值与国际估值接轨	10
图表 9: 上市银行当前市场估价	11
图表 10: 2012 年预期净息差及业绩增速	12
图表 11: 市场利率处于高位但出现下降迹象	13
图表 12: 中小银行存贷较高	13
图表 13: 中小银行存款成本较高	14
图表 14: 各年存款成本与 1 年期存款利率均值比较	14
图表 15: 上浮贷款的比例持续上升	15
图表 16: 新增贷款额年度趋势	15
图表 17: 对称下调 25bp 对净息差及业绩的影响	16
图表 18: 不良率及拨备覆盖率对比	17
图表 19: 重点公司盈利预测	18

一、宏观经济的不确定性增强

近期通胀下行态势基本确立，增长继续放缓。受欧债危机的影响，明年的外部需求不容乐观，内需方面受房地产的拖累，固定资产投资增长下降是大概率事件，使得宏观经济的不确定性逐步增强。

2011 年 3 季度 GDP 增速 9.1%，较二季度继续回落，预计 4 季度 GDP 同比增幅可能回落至 8.8% 左右，全年增长 9.3%。2012 年一季度增长继续回落至 8.7% 水平，全年增长 8.4%，消费和投资各贡献 50% 的经济增长。

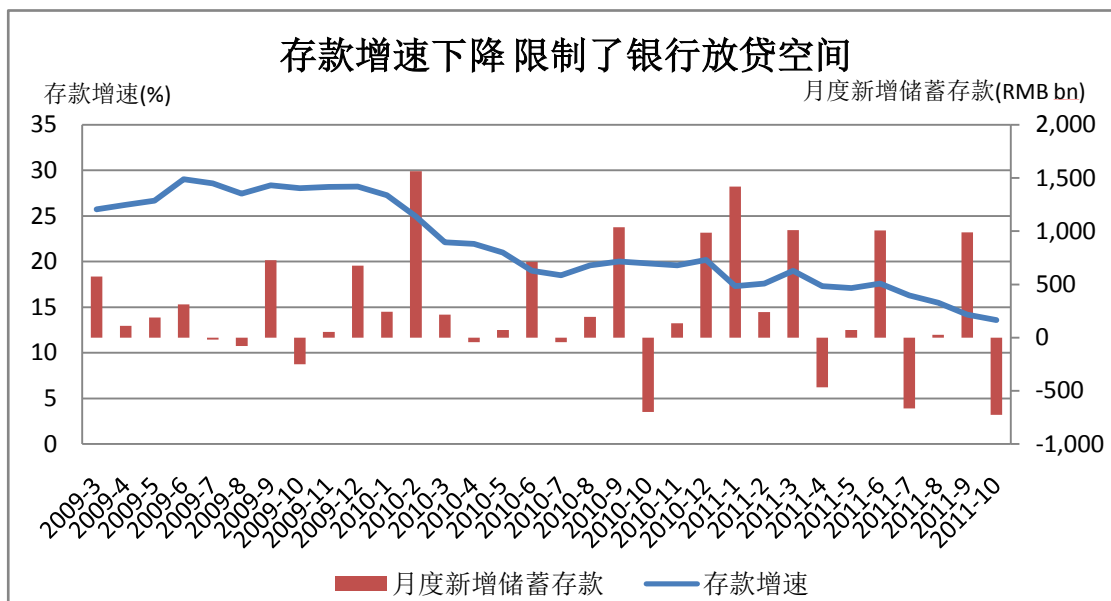
图表 1: GDP 增长趋势及结构分析



数据来源: WIND, 中航证券研究所, 贝塔策略工作室

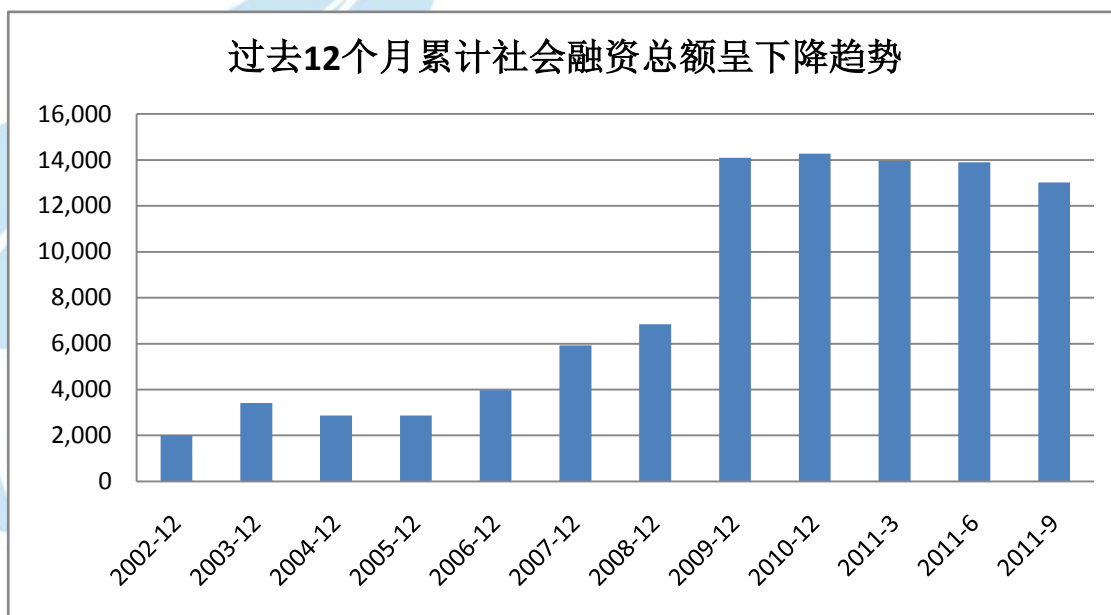
如果 2012 年美国经济零增长，同时欧元区经济负增长，中国出口将现负增长，对经济增长产生 0.6-1.0 个百分点的负面影响。政府确实会采取更加宽松的货币政策，但鉴于银行的存贷比处于高位，储蓄存款和外汇占款持续下降，大幅放贷空间不大，只能通过连续下调存款准备金率来放大货币乘数，对冲外部冲击恐慌下货币自动收缩的负面影响。

图表 2：存款增速下降限制了银行的放贷空间



数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图表 3：过去 12 个月累计社会融资总额呈现下降趋势

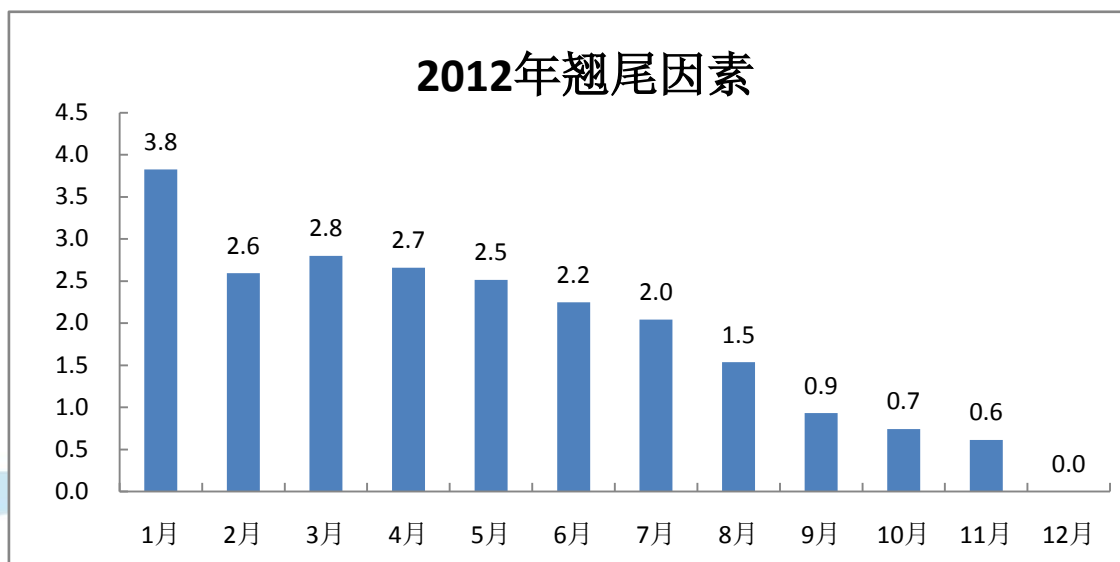


数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

2011 年前 3 季度 CPI 同比涨幅 5.7%，预计，4 季度物价上涨压力将有所缓解，全年 CPI 水平回落到 5.5%。2012 年一季度价格依然在 4% 左右运行，翘尾因素从二季度开始减弱，短期通胀压力降低，将逐步回落到 3% 以下，全年预计在 3.2% 左右。不过，随着中国城市化率的提高，人口迁移的效率在降低，增长的货币化现象突现，即，当实际增长速度超过潜在增长

率时，通货膨胀率就会上升。而且，在中国完成产业结构的转型前，这种通胀压力将长期存在。

图表 4：2012 年翘尾因素



数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

二、2012 年不良率上升 20bp，工行建行股息率仍能超过 5%

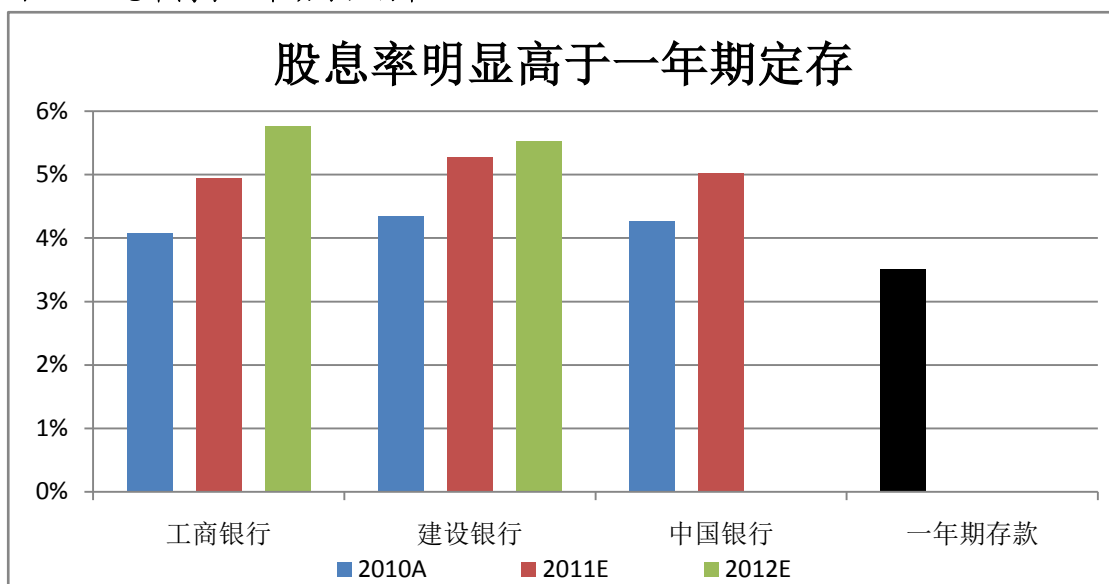
宏观不确定性增加的情况下，投资人更偏好防御性行业。目前包括消费在内的行业都被大家看作是防御性行业，但是实际上看这些行业并不具有真正的抗周期特性。从国外市场上看，具有较高并且稳定的分红的行业才是真正的抵抗周期的波动，银行本身具有这样的特性。

2.1 工、中、建三大行的当前股息率已经接近或超过 5%

相比于 2008、2009 年，2010 年上市银行的分红率较低，在 35-40%水平，但由于估值较低，上市国有银行的股息率已经超过 4%，其中建设银行的股息率 4.34%，中国银行股息率 4.26%，工商银行股息率 4.07%，均已超过一年期定期存款利率。

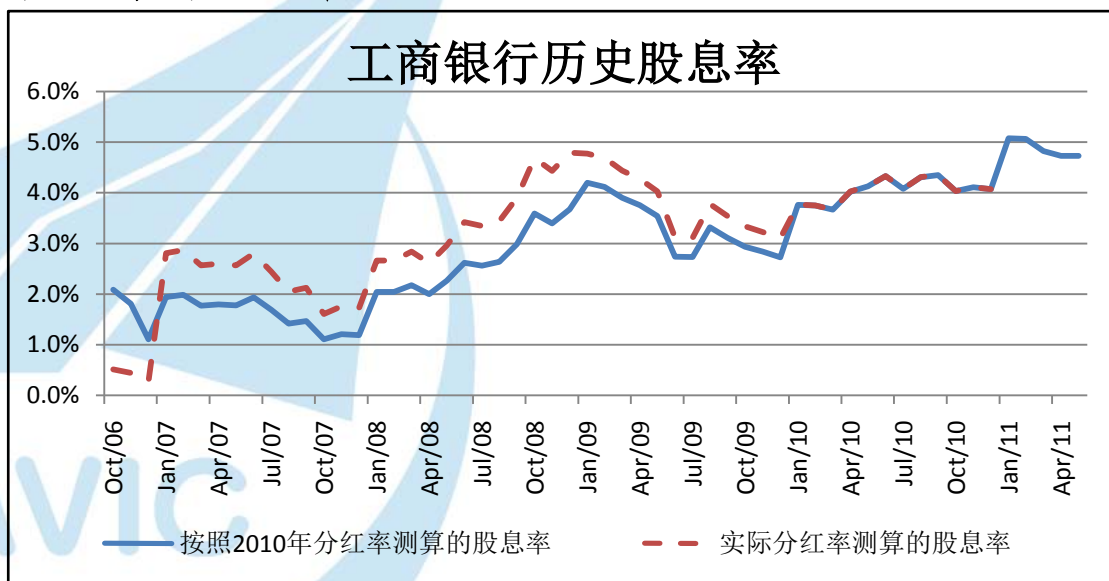
如果考虑到 2011 年每股收益的预期增长，建设银行、中国银行和工商银行的股息率将分别达到 5.02%、5.27%和 4.94%。剔除分红率差异后，当前股息率处于历史最高水平。

图 1：股息率高于一年期存款利率



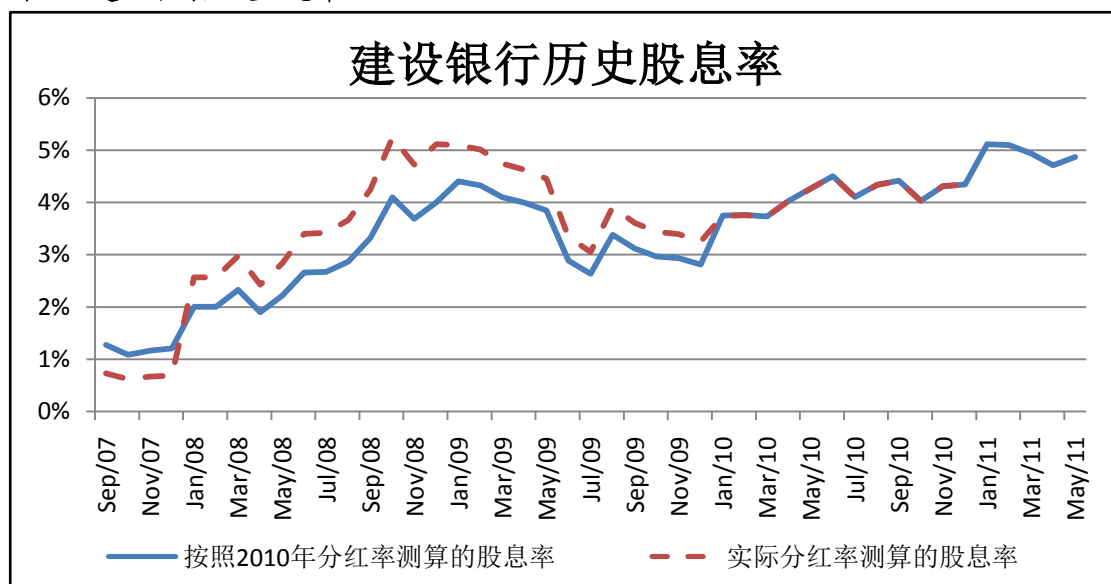
数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 2：工商银行历史股息率



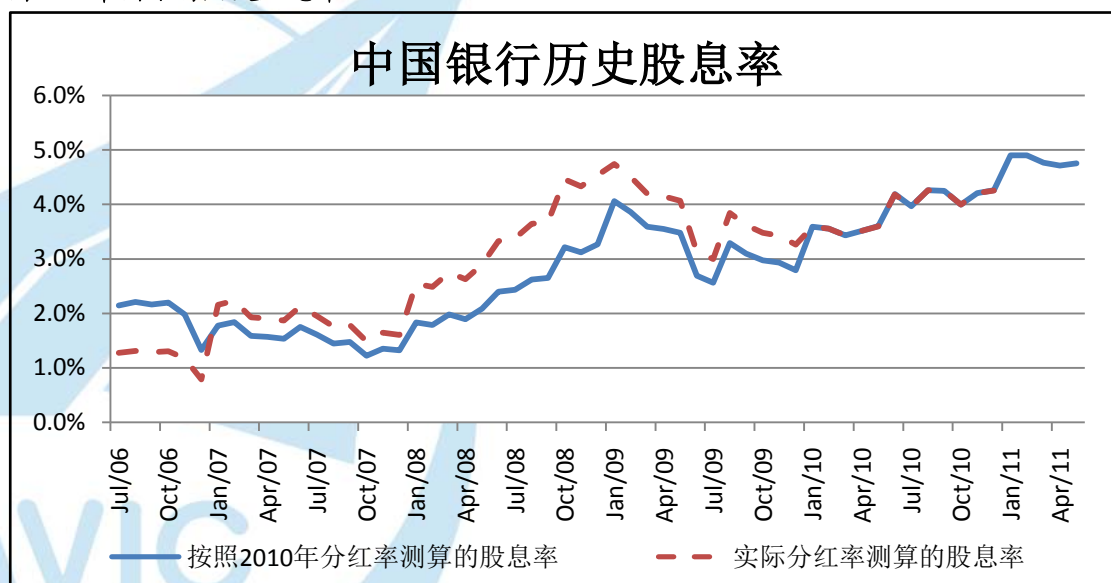
数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 3：建设银行历史股息率



数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 4：中国银行历史股息率



数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

2.2 2012 年预期不良率上升 20 个 BP，工行和建行的股息率仍超过 5%

由于明年经济增速放缓，而货币政策适度宽松，但是信贷偏紧的局面仍然无法完全改善。我们预计 2012 年银行业的不良率会温和上升，幅度在 10bp。

敏感性分析发现，假设 2012 年工商银行的不良率上升到 1%，净息差 2.61%，按照 2010

年的分红率计算，股息率为 5.76%；不良率上升到 1.1%，股息率为 5.44%。假设 2012 年建设银行的不良率上升到 1.1%，净息差 2.67%，按照 2010 年的分红率计算，股息率为 5.53%；不良率上升到 1.2%，股息率为 5.17%。

图表 5：工商银行股息率敏感性分析

工商银行		不良率变动				
股息率		0.90%	0.95%	1.00%	1.05%	1.10%
净息差	2.57%	6.09%	5.93%	5.68%	5.52%	5.36%
	2.59%	6.17%	5.93%	5.76%	5.52%	5.36%
	2.61%	6.17%	6.01%	5.76%	5.60%	5.44%
	2.63%	6.25%	6.01%	5.84%	5.60%	5.44%
	2.65%	6.25%	6.09%	5.84%	5.68%	5.52%

数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图表 6：建设银行股息率敏感性分析

建设银行		不良率变动				
股息率		1.00%	1.05%	1.10%	1.15%	1.20%
净息差	2.63%	5.82%	5.67%	5.46%	5.24%	5.03%
	2.65%	5.89%	5.67%	5.46%	5.31%	5.10%
	2.67%	5.96%	5.74%	5.53%	5.31%	5.17%
	2.69%	5.96%	5.82%	5.60%	5.38%	5.17%
	2.71%	6.03%	5.82%	5.67%	5.46%	5.24%

数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

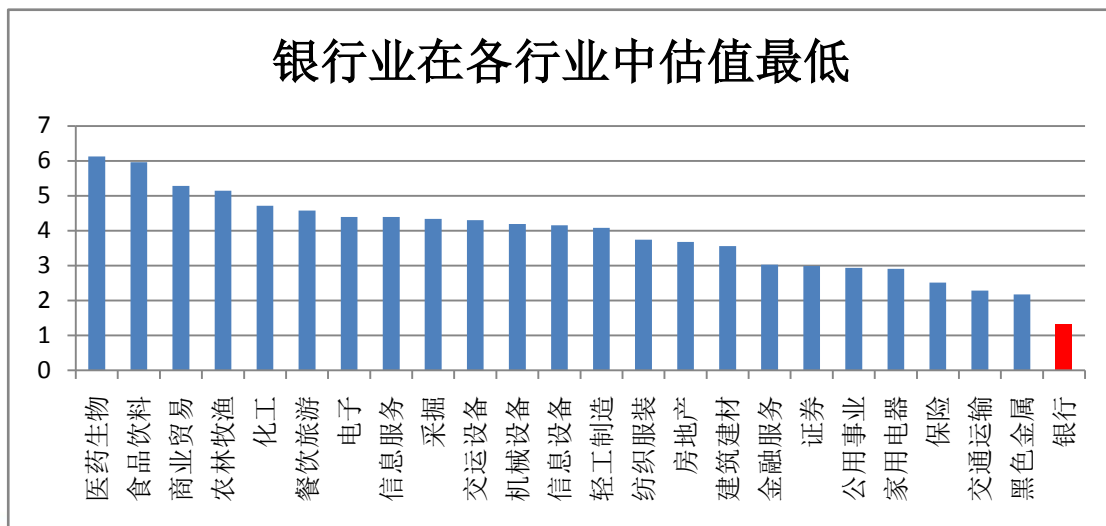
三、高分红、低估值，真正的防御品种

3.1 银行当前估值处于各行业最低水平，而且与国际估值基本相当

目前银行股的平均市场估价在 1.32 倍 PB。对比其它各行业的估值水平，银行业的估值最低。从国际估值水平看，银行及保险的估值水平基本与国际接轨，其他各行业的估值水平

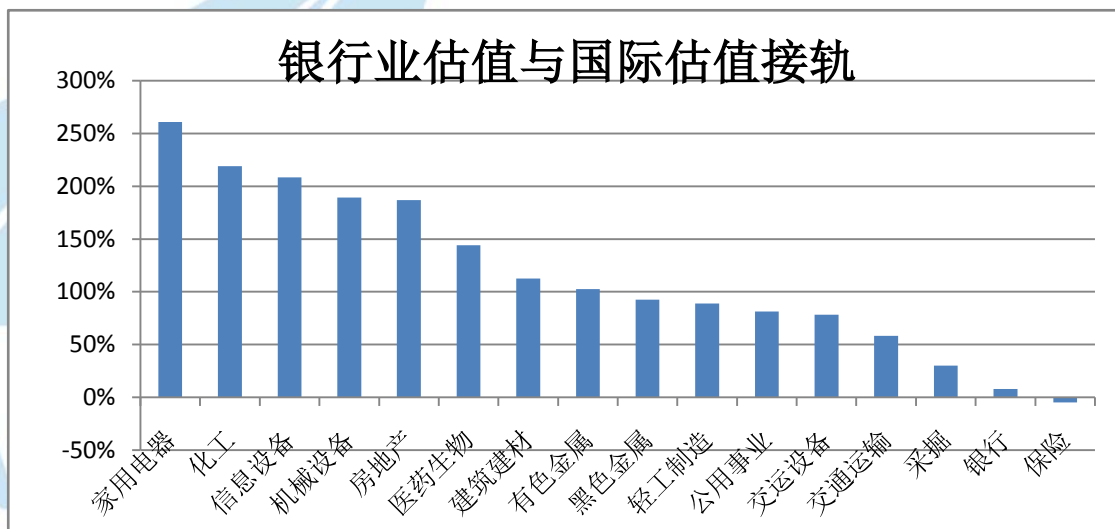
和国际估值水平仍有一定的差距。

图表 7：银行业在各行业中估值最低



数据来源：中航证券研究所

图表 8：银行业估值与国际估值接轨



数据来源：中航证券研究所

3.2 银行当前市场估值 1.32 倍，处于合理长期估值的底部

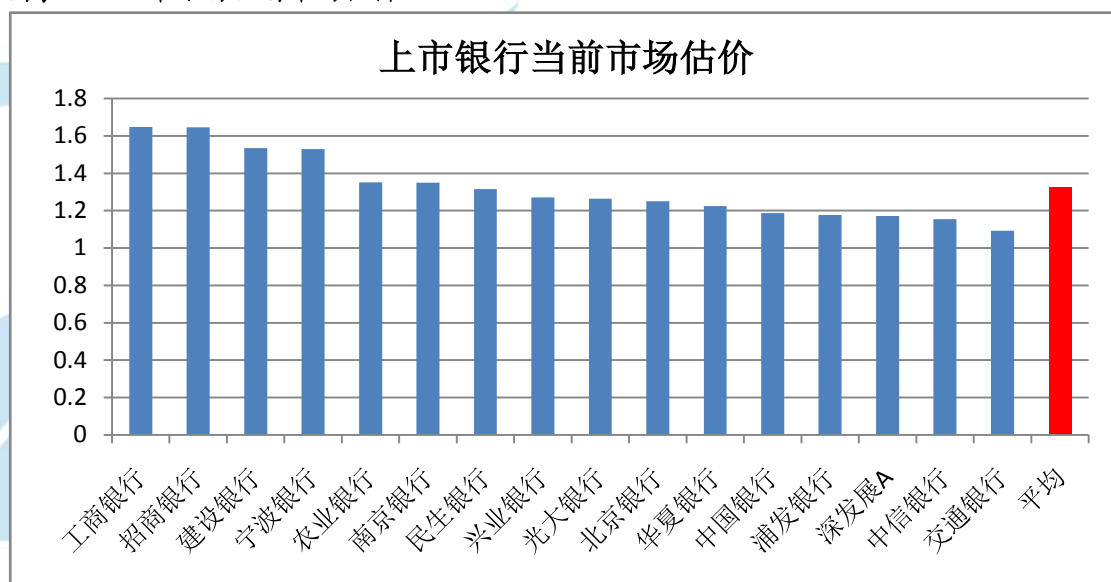
目前银行股的平均市场估价在 1.32 倍 PB，其中大银行的估价高于中小银行估价，与国外银行业大银行比中小银行享有更高的估值溢价相一致。

对比美国银行业的历史估值，在金融海啸冲击前 10 年，美国大型银行的有形净资产回报

率均值在 23% 左右，行业平均为 17.6%，与国内上市银行目前的平均水平相当；考虑金融海啸冲击后，1997 年-2010 年美国银行业平均的有形净资产回报率降到了 14.2%，大型银行的平均回报率降到 15%-20%，接近国内上市银行当前水平。综上，长期中国际银行业的有形净资产的回报率维持在 15%-20% 水平。

过去 20 年国际大型银行的平均市净率在 1.0-1.5 倍之间，剔除无形资产后市值与有形净资产之比在 1.8-2.0 倍水平。而当前我国上市银行平均 ROE（剔除商誉）为 17.3%，合理市净率 1.80 倍，考虑到非利息收益上升的正面影响，以及信用成本和业务成本上升的负面影响，长期中 ROE（剔除商誉）在 14%-17% 之间，对应行业平均市净率 1.2-1.7 倍。当前上市银行平均市净率 1.32 倍，处于合理估值底部。

图表 9：上市银行当前市场估价



数据来源：中航证券研究所

3.3 高分红、低估值，建议长期持有工商银行和建设银行

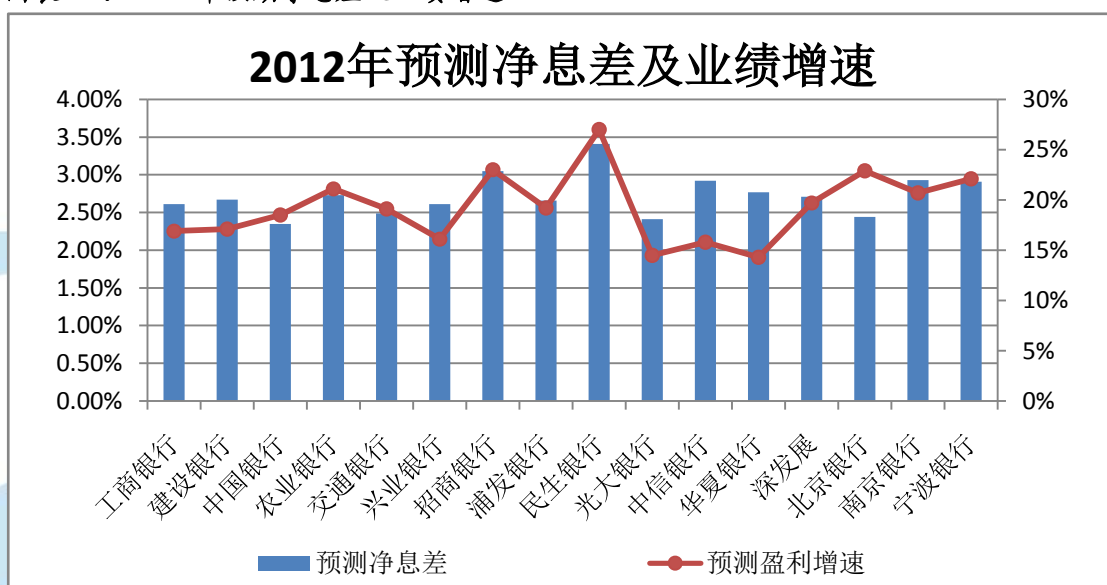
当前股价下，2012 年工商银行和建设银行的股息率仍将超过 5%，显著高于一年期存款利率，与短期理财产品收益率相当。从估值角度看，银行业的整体估值不仅处于各行业最低水平、与国际估值水平相当，而且处于长期合理估值的底部。

在宏观经济不确定性增加的情况下，股票的防御性尤为重要。高分红低估值的银行股建议长期持有。

四、2012 年行业盈利增速将达到 19%

预计 2011 年全年上市银行净利润同比增速 28%，2012 年银行业净利润同比增速将会达到 18%-20%。而且，预计 2012 年银行累计利润增速将呈现前高后低的态势，一季度应该为利润增速的最高点。做出此判断的原因，一是净息差的高点出现在一季度；二是由于 2011 年一季度净利润基数相对其他季度较低。

图表 10：2012 年预期净息差及业绩增速



数据来源：中航证券研究所

4.1 净息差先扬后抑，全年均值较 2011 年基本持平

4.1.1 2012 年市场流动性宽松，不过吸储压力持续存在

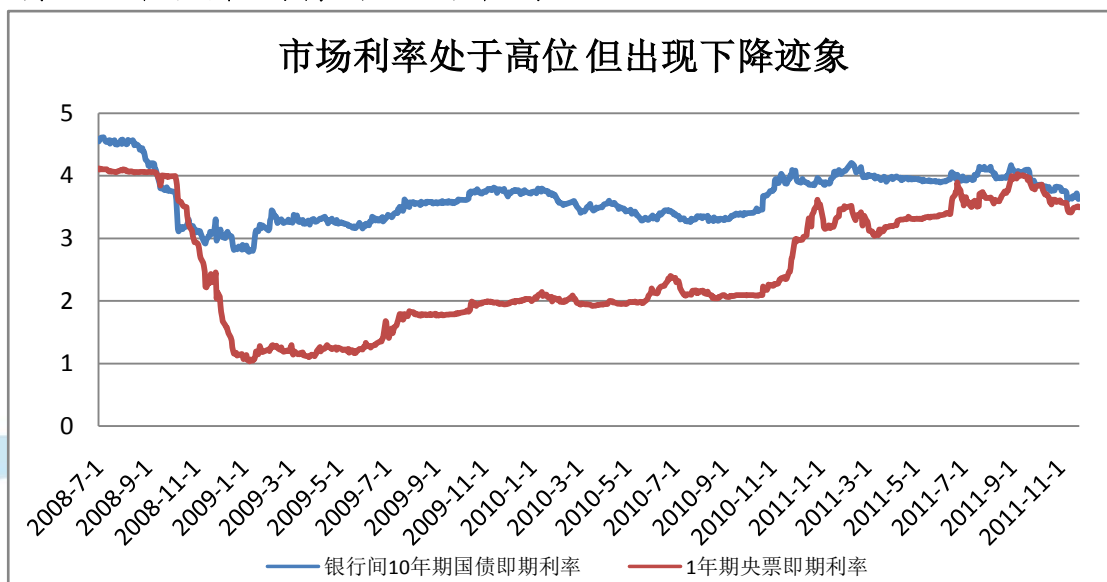
通胀下行创造了政策放松的条件，而外汇占款减少对基础货币的供给力量减弱，使得存款准备金率有多次下调的可能。预计未来存款准备金率的逐步下调，有助于缓解流动性压力，因此 2012 年市场整体流动性较今年宽松，资金市场利率以及债券收益率将小幅下行。

三季度末上市银行存款余额较中期出现负增长（整体法，剔除深发展），除前期宏观调控造成的流动性趋紧的原因外，存款表外化的持续、超短期理财产品的进一步规范也加剧了银行揽储的压力。预计明年上半年揽储压力依然较大，但是随着通胀的逐步下行以及负利率的收窄，存款增速或将有所回升。不过，随着通胀趋势性回落，使得中长期存款的利率优势显

现，定期存款的比例将有所增加，预计 2012 年全年存款成本将上升 10bp。

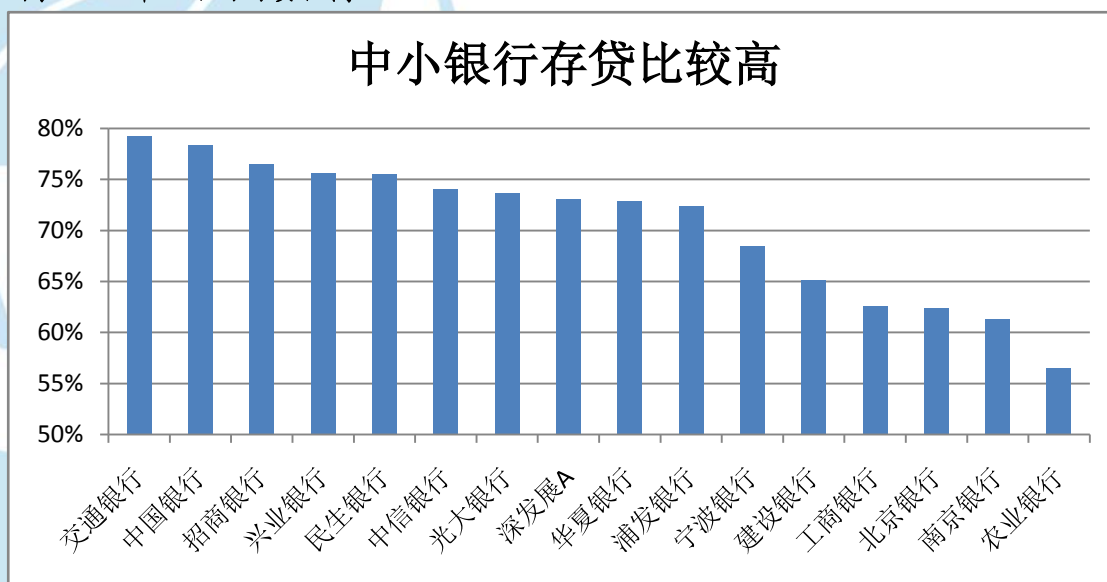
具体到各类型银行，中小银行较大型银行的负债成本压力大，而中小银行中贷存比高，业务创新低，客户粘性低的成本压力较大。

图表 11：市场利率处于高位但出现下降迹象



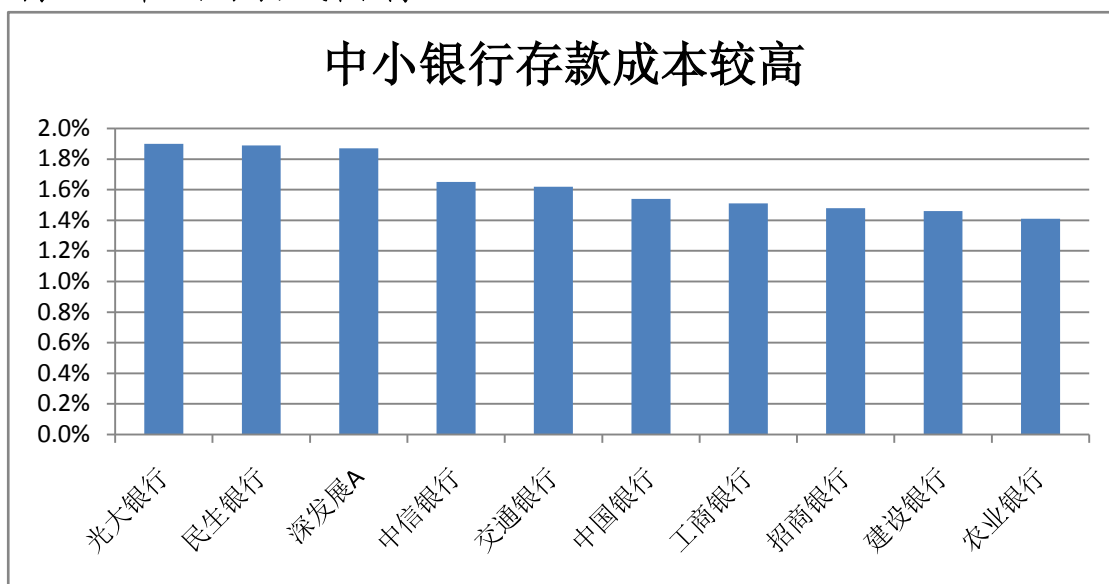
数据来源：中航证券研究所

图表 12：中小银行存贷较高



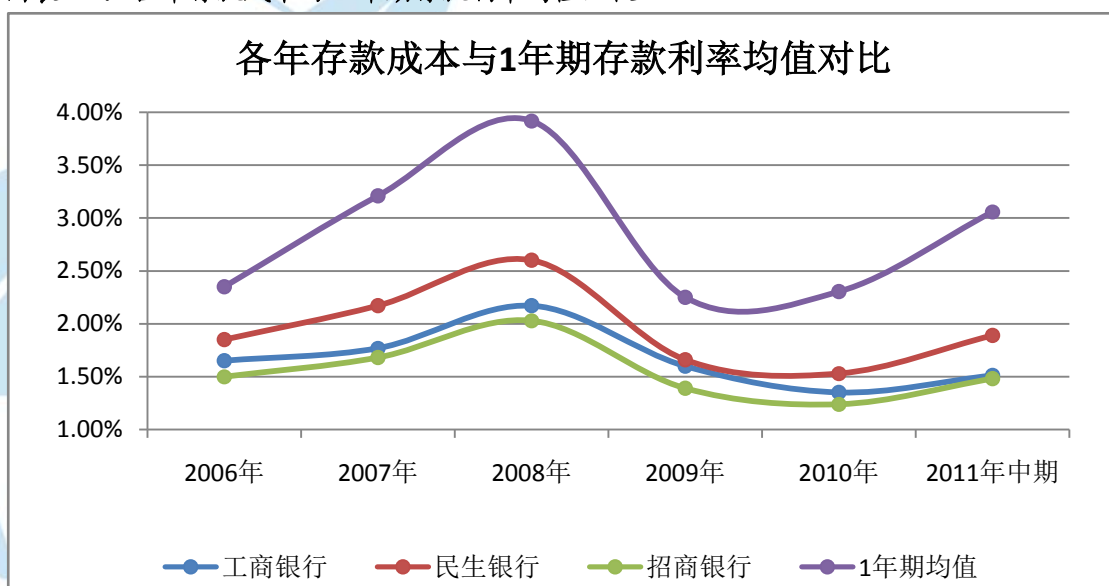
数据来源：中航证券研究所

图表 13: 中小银行存款成本较高



数据来源: 中航证券研究所

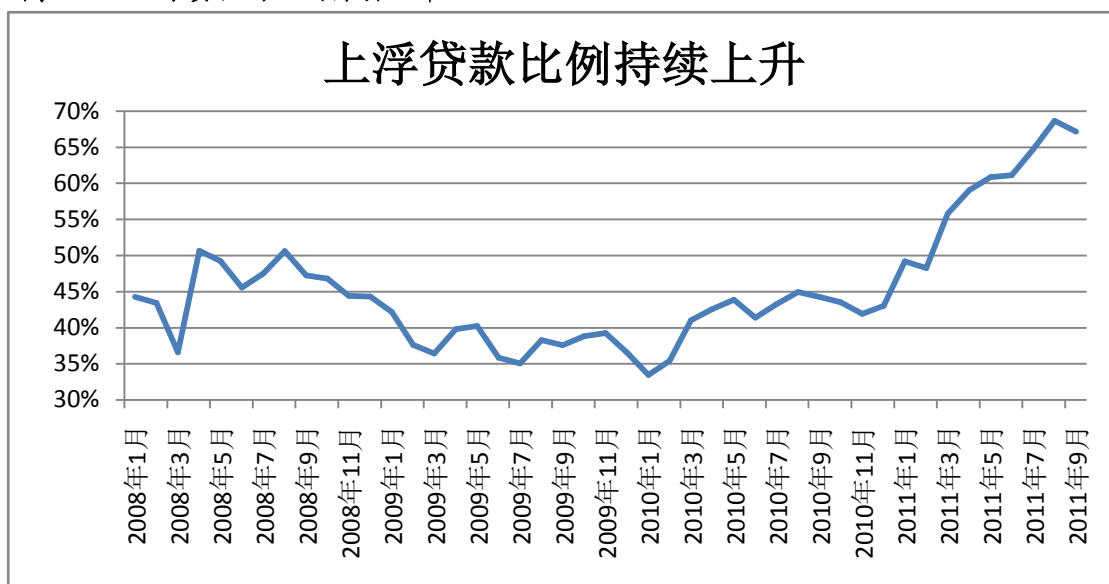
图表 14: 各年存款成本与 1 年期存款利率均值比较



数据来源: 中航证券研究所

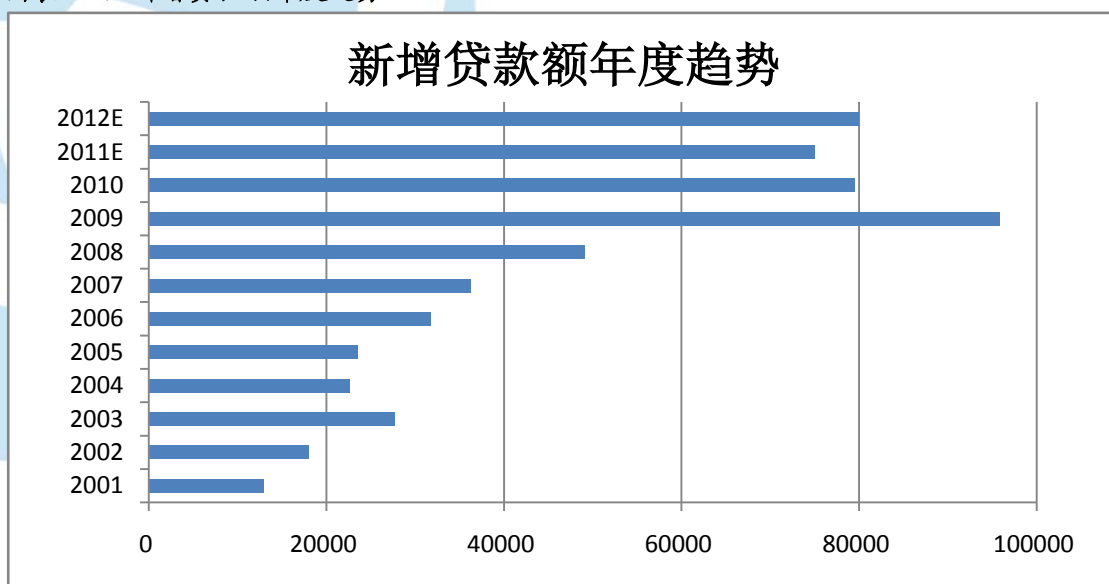
4.1.2 贷款规模增长放缓 债券投资比例上升

三季度我国金融机构贷款余额环比增速小幅回落,上市银行贷款余额较中期增加 2.47%;前三季度,中小企业新增贷款占总增量比例高到 38%,使得上浮贷款的比例从年初的 49.2% 上升到三季度末的 67.2%。

图表 15：上浮贷款的比例持续上升


数据来源：中航证券研究所

在明年存款增长压力较大的情况下，贷款增长也将继续受到限制。预测 2012 年的新增贷款在 8 万亿元，同比增速在 14.6%，低于历史平均水平。而且从目前的情况看，随着表外资产的逐步转入表内，对风险资本需求的增加，银行在 2012 年在管控风险压力下放贷将较为理性。未来随着债券市场显著回暖，预计银行将加大债券的配置力度，10 月份新增债券投资 1868 亿元，年内最高水平。

图表 16：新增贷款额年度趋势


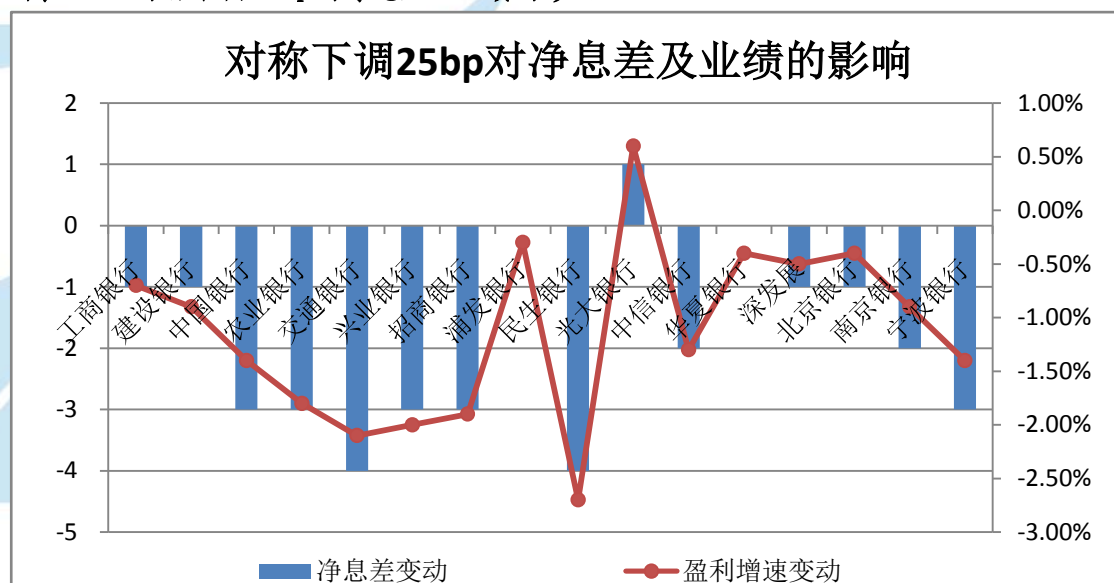
数据来源：中航证券研究所

新增贷款方面，预计 40%投向中小企业，因此有利于贷款收益率保持稳定。按揭贷款的重定价也可以提升贷款整体收益率水平。预计 2012 年全年贷款收益率将维持在 7.7%-7.8% 的水平。

4.1.3 存贷款利率对称下调 25bp，整体净息差将下降 2-3bp

由于在中国完成产业结构的转型前，通胀压力将长期存在。因此，年内降息的可能性不大。不过，我们仍对存贷款统一下调 25bp，活期存款利率不变的情况下上市银行净息差变动做了相应分析，结果是整体净息差下降 2-3bp，对盈利的负面影响在 1-1.5 个百分点。其中，交行、民生、中行、宁波的净息差降幅较大，对盈利的影响也较大。

图表 17：对称下调 25bp 对净息差及业绩的影响



数据来源：中航证券研究所

4.1.3 净息差高点在一季度

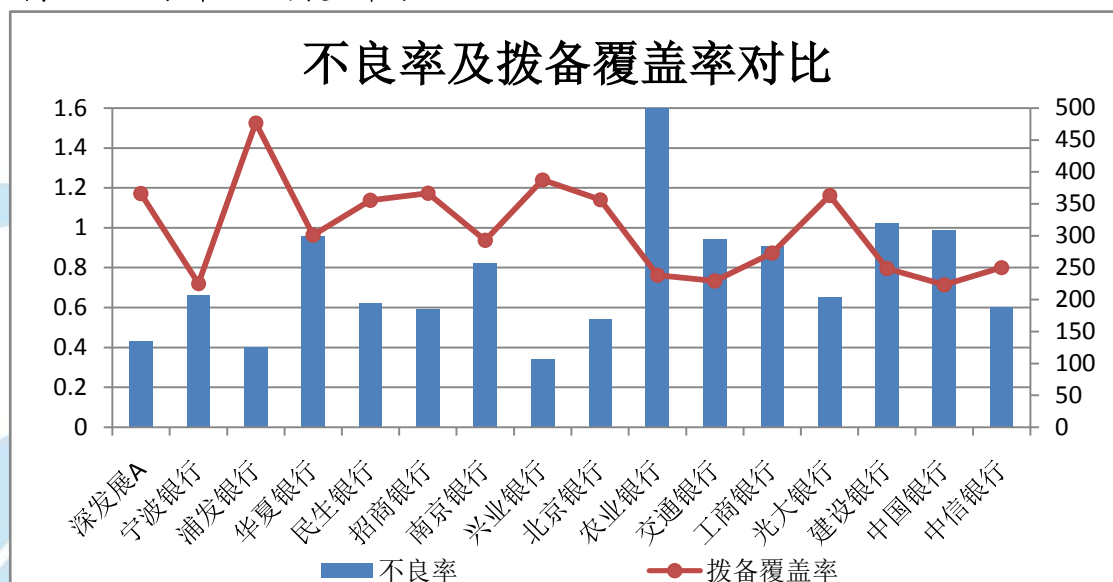
根据上述各影响因素分析，我们判断，明年全年息差面临逐步回落的趋势，一季度在按揭贷款重定价的带动下息差环比四季度会有小幅提升，大致在 5bp，此后，由于存款成本的提升以及资金市场利率的下行，净息差逐季回落。预计全年均值与 2011 年基本持平。

4.2 不良贷款余额将小幅反弹，不良率温和上升 10bp

三季度，上市银行的平均不良率为 0.75%，平均拨备覆盖率为 310%，平均拨贷比为 2.18%。较高的拨备覆盖率可以对不良率的短期上升起到缓冲作用。

由于明年经济增速放缓，而货币政策仅适度宽松，信贷偏紧的局面难以改变，预计银行不良率会温和上升，上升幅度 10bp。其中，房地产及中小企业贷款不良率上升的概率较大，融资平台贷款风险受政策因素影响将延后。

图表 18：不良率及拨备覆盖率对比



数据来源：中航证券研究所

4.3 手续费及佣金业务净收入增速放缓至 25-30%

前三季度上市银行手续费及佣金净收入同比增长 57.34%，但多数银行第三季度的手续费及佣金净收入环比下滑，其中民生、北京和华夏银行的环比下滑幅度超过了 20%。

从各项业务的占比结构上看，除民生银行资产托管业务的占比上升幅度较大外，其他大部分公司对公中间业务的占比提升较大，主要受财务顾问业务及担保承诺业务的快速发展影响。而从各项业务收入新增部分占总新增部分的比例看，除上述财务顾问业务及担保承诺业务外，结算清算以及银行卡业务也是主要来源。

我们认为，未来预期财务顾问业务、担保承诺业务收入放缓的情况下，理财业务以及结算清算业务收入的增长仍是明年中间业务的主要贡献来源。预计明年手续费及佣金净收入增

速将放缓至 25-30%。

五、中短期投资策略：优选招商、民生、南京银行

5.1 中短期优选品种：招商银行、民生银行、南京银行

中短期内，我们看好明年一季度的投资机会，主要原因：一是每年第一季度信贷投放均相对宽松，而且明年一季度存款准备金率进一步下调的概率较大，从而对市场的流动性产生较大利好；二是，如上述分析，一季度是业绩增速的最高点。因此，中短期内，建议关注招商银行、民生银行、南京银行。

5.2 重点公司分析

招商银行：零售业务领先，按揭贷款重定价收益大

民生银行：小微金融领先者，贷款定价能力强于同业

南京银行：将明显受益于债券市场的回暖

图表 19：重点公司盈利预测

	EPS (元)			目标价
	2010	2011E	2012E	(元)
招商银行	1.19	1.27	1.55	14.8
民生银行	0.66	0.88	1.12	6.8
南京银行	0.78	0.97	1.17	10.5

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

郭懿，SAC 执业证书号：S0640511010006，经济学硕士，从事金融行业研究，秉承价值投资理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83692635

公司网址： www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。