

2012-12-26

证券研究报告

行业研究 / 行业动态

银行

增持/维持评级

分析师

戴志锋

SAC 执业证书编号:s1000510120056

(0755)82125044

daizf@mail.htlhsc.com.cn

林媛媛

SAC 执业证书编号:s1000510120010

(0755)8236 4427

linyy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

张立山

(0755) 82704951

zhangls@mail.htlhsc.com.cn

上帝的归上帝，恺撒的归恺撒

——银行股低估值的不合理因素简析

结论：

银行股低估值有某些合理性，也有不合理因素：**趋势投资和价值投资的背离加大**，银行股不适合做趋势投资，其负向反馈不断强化和自我实现；**市场“非对称性预期”**，资产质量上的宏观假设过于悲观，同样假设下，多数上市中小企业难有成长性。未来趋势投资和价值投资的背离有望回归：资本市场监管思路变化，“故事”可能无法兑现。“上帝的归上帝，恺撒的归恺撒”，银行股值得部分投资者的钟爱。

分析：

目前银行股的低估值具有某些合理性，例如目前是银行景气高点、银行利润来自保护、供给过多、资产质量未来的不确定性等等。但我们也想指出，市场给予银行股低估值，也具有某些不合理因素。

趋势投资和价值投资的背离。“暴富心态”下，A股偏好“故事可讲”、能快速拉升的“趋势性投资机会”；而价值投资需要“时间换空间”，投资者们等不起。而银行股恰恰最不适合做趋势投资：银行股市值占比最高，同质性很强、同涨同跌，资金很难快速拉升；银行基本面较清楚，难有“吸引人的故事”。趋势投资和价值投资背离不断加大，更多资金寻找趋势投资机会，银行股负向反馈不断强化和自我实现，银行估值不断创新低。

银行股中的“非对称性预期”。交流中，发现市场对银行股和其他板块（如中小板）的宏观经济预期是不一致的。市场不断质疑银行未来的资产质量和信用成本，这是短期难证伪的命题。但是，如果银行的客户（中国经济的中高端代表）系统性地无法还钱了，宏观经济会怎样？如果银行信用成本大幅上升（目前银行拨备容忍现在不良率从0.8%上升至1.6%），违约率有多高，宏观经济又会怎样？同样的宏观假设下，很多上市的中小企业生存都有困难，勿论其成长性了。

这种“非对称性预期”可能源于投资情绪造成的“选择性判断”，亦可能源于“局部+局部>整体”的认知偏差。

“上帝的归上帝，恺撒的归恺撒”。A股的投资理念是长期形成的，背后有深层次原因。但我们判断：趋势投资和价值投资的背离不会持续扩大，甚至近期会缩小：1）资本市场监管思路变化利于价值投资；2）随着经济

2012-12-26

行业研究 / 行业动态

银行

增持/维持评级

分析师

戴志锋

SAC 执业证书编号:s1000510120056

(0755)82125044

daizf@mail.htlhsc.com.cn

林媛媛

SAC 执业证书编号:s1000510120010

(0755)8236 4427

linyy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

张立山

(0755) 82704951

zhangls@mail.htlhsc.com.cn

回落,某些“故事”可能无法兑现,趋势投资的风险会加大。我们无意评价各种投资理念的好坏,但判断投资风格会趋向均衡的方向,“上帝的归上帝,恺撒的归恺撒”,银行股也有其优点,值得某些投资者的钟爱。也是基于这个逻辑,我们看好银行股的安全性和稳定投资收益。

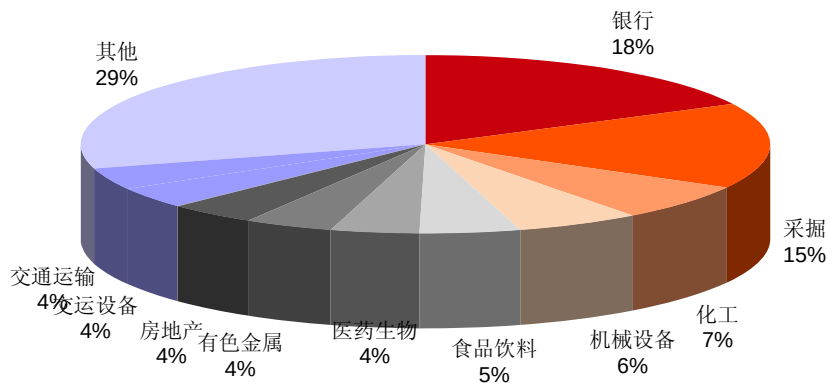
银行业 2012 年度策略:稳定的利润增长,确定的投资收益。2012 年银行股有 10%-20%的绝对收益,主要是盈利提升带来的投资收益。12 年银行利润增速 15%-20%,净资本增速 11%-18%;谨慎假设银行估值不提升;无论从 PB 还是 PE 角度,业绩提升能推动银行股价 12 年全年上升 10%-20%。

银行股明年 1 季度投资策略:货币因素 VS 结构因素。如果 1 季度主导因素是货币因素,货币放松调整的预期会不断强化,作为“高货币弹性”的银行版块在货币政策初放时,会有较高的绝对收益,明年 1 季度的靓丽行情可期!如果 1 季度主导因素是结构因素,市场会不断质疑“放货币—多投资—拉经济”传统模式的持续性和效率性,则对宏观经济混乱的预期必然影响对银行资产质量和未来盈利能力的预期。这种背景下,银行股只能守住目前低估值,有安全边际和相对收益,估值提升空间不大。

推荐个股:推荐符合经济转型和行业发展方向的民生银行、资本节约发展模式的招商银行;看好资金关注度高弹性大的南京银行和华夏银行;看好安全边际高的浦发银行和北京银行。

风险提示:经济下滑超预期、人民币升值预期逆转。

图 1： 银行股市值占比最高，同质性很强



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

表格 1： 主要银行的获取贷款的企业数（万），客户是中国经济的中高端代表

全国企业数	工商	建设	农业	招商	民生 含商贷通
1000 万以上	11.6	8.5	6.8	2.6	13.2

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 2： 高拨备容忍不良率较大幅度的上升

	11 年 3Q 不良率	拨备容忍的 不良率	容忍不良率 上升	11 年 风险成本	12 年(E) 风险成本
大银行	1.09%	1.76%	0.67%	0.59%	0.58%
股份制	0.58%	1.39%	0.81%	0.55%	0.56%
城商	0.67%	1.31%	0.64%	0.62%	0.65%
平均	0.76%	1.57%	0.81%	0.58%	0.58%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 3： 资本市场监管思路变化，强调价值投资和长期

日期	讲话
12 月 20 日	郭树清提六方面完善公司治理 强化机构专业能力
12 月 16 日	郭树清建议将全国近 2 万亿的养老保险资金和 2 万亿的住房公积金组织起来投资股市
12 月 15 日	证监会主席郭树清：尽快出台人民币回流资本市场 RQFII 实施办法
12 月 14 日	证监会主席郭树清表示，要加大力度培育机构投资者队伍，研究加大鼓励各类长期资金投资股票市场的政策措施。
11 月 11 日	郭树清要求提升上市公司现金股利

资料来源：媒体报道，华泰联合证券研究所

表格 4：06 年-11 年，各板块的相对表现

	2006	2007	2008	2009	2010	2011/12/25
全 A 股	111.9%	166.2%	-62.9%	105.5%	-6.9%	-21.9%
中小板			-54.2%	96.6%	21.3%	-36.3%
创业板					9.0%	-33.1%
银行业	173.7%	96.0%	-64.0%	103.8%	-22.5%	-5.0%
国有行		23.8%	-59.3%	78.6%	-28.0%	-2.3%
股份行	171.2%	121.6%	-67.8%	121.4%	-26.5%	-2.1%
城商行			-59.9%	128.5%	-35.7%	-14.7%

资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

表格 5：银行高 ROE，高利润增速、稳定性与低估值的背离

	2012PE	PB 最新	2010 年 ROE	2006-2011 净利润增速(预测)	2006-2010 ROE 均值	2006-2010 ROE 离差
银行业	5.5	1.4	20.7	35%	20.6	4.2
全部 A 股	9.5	1.9	16.2	24%	15.6	2.3
中小企业板	16.6	3.1	15.3	36%	18.7	2.5
创业板	20.7	3.1	14.6	95%	27.6	10.0
农、林、牧、渔业	21.3	3.6	9.2	34%	8.1	1.9
采掘业	10.2	2.0	17.2	7%	18.9	4.2
制造业	13.2	2.5	12.9	25%	11.1	2.7
电力、煤气及水	16.5	1.7	8.7	-1%	7.9	4.8
建筑业	8.2	1.4	12.8	32%	14.7	4.4
交通运输、仓储业	10.1	1.4	16.1	13%	10.9	5.8
信息技术业	18.4	2.9	8.8	37%	11.1	6.4
批发和零售贸易	13.9	2.7	14.5	31%	13.7	2.5
保险业	13.1	2.6	15.4	20%	14.5	6.1
房地产业	7.6	1.8	14.4	43%	11.9	2.9
社会服务业	16.6	2.8	11.7	26%	10.3	1.3
传播与文化产业	23.5	3.5	12.4	66%	8.2	4.8
综合类	11.2	2.3	7.8	22%	6.5	1.5

资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

表.可比上市银行的盈利预测及估值

		P/E				P/B			P/PPOP		
		股价	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	4.170	8.81	6.97	6.04	1.77	1.51	1.31	5.98	4.75	4.12
601939.SH	建设银行	4.560	8.45	6.61	5.70	1.63	1.38	1.20	5.58	4.41	3.84
601288.SH	农业银行	2.580	8.83	6.38	5.09	1.55	1.31	1.12	5.11	3.87	3.22
601988.SH	中国银行	2.900	7.75	6.40	5.50	1.20	1.04	0.92	5.22	4.08	3.49
601328.SH	交通银行	4.520	6.51	5.65	4.52	1.14	1.04	0.84	4.07	3.58	2.86
600036.SH	招商银行	11.690	9.79	8.84	7.18	1.88	1.55	1.33	6.49	5.94	4.94
601998.SH	中信银行	4.030	7.31	6.85	5.86	1.26	1.09	0.94	4.63	4.23	3.63
600000.SH	浦发银行	8.540	6.39	6.21	5.02	0.99	1.09	0.92	4.10	3.91	3.24
600016.SH	民生银行	6.000	9.12	6.51	5.18	1.52	1.23	1.02	5.63	4.10	3.32
601166.SH	兴业银行	12.520	4.05	5.60	4.87	0.82	1.19	0.99	2.85	3.85	3.23
601818.SH	光大银行	2.800	8.85	6.53	5.62	1.39	1.19	1.01	5.50	4.12	3.55
600015.SH	华夏银行	11.220	9.35	9.08	7.16	1.58	1.22	1.06	4.58	4.82	4.04
000001.SZ	深发展A	15.420	10.04	7.65	6.18	1.51	1.19	0.99	6.53	4.64	3.84
601169.SH	北京银行	9.420	8.62	8.28	6.78	1.38	1.12	0.99	5.99	5.47	4.49
601009.SH	南京银行	9.250	11.88	8.78	6.89	1.45	1.28	1.10	8.18	6.09	4.85
002142.SZ	宁波银行	9.340	11.60	8.93	7.55	1.70	1.47	1.29	8.13	6.13	4.98
上市银行平均			8.59	7.20	5.95	1.42	1.24	1.06	5.54	4.62	3.85
国有银行			8.07	6.40	5.37	1.46	1.26	1.08	5.19	4.14	3.51
股份银行			8.11	7.16	5.88	1.37	1.22	1.03	5.04	4.45	3.72
城商行			10.70	8.66	7.07	1.51	1.29	1.13	7.43	5.89	4.77
		评级	EPS			BVPS			PPOPS		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	增持	0.47	0.60	0.69	2.35	2.77	3.19	0.70	0.88	1.01
601939.SH	建设银行	增持	0.54	0.69	0.80	2.80	3.30	3.79	0.82	1.03	1.19
601288.SH	农业银行	增持	0.29	0.40	0.51	1.67	1.97	2.31	0.51	0.67	0.80
601988.SH	中国银行	增持	0.37	0.45	0.53	2.42	2.80	3.14	0.56	0.71	0.83
601328.SH	交通银行	增持	0.69	0.80	1.00	3.98	4.33	5.40	1.11	1.26	1.58
600036.SH	招商银行	买入	1.19	1.32	1.63	6.21	7.53	8.82	1.80	1.97	2.37
601998.SH	中信银行	增持	0.55	0.59	0.69	3.19	3.70	4.27	0.87	0.95	1.11
600000.SH	浦发银行	增持	1.34	1.37	1.70	8.59	7.86	9.29	2.08	2.18	2.63
600016.SH	民生银行	买入	0.66	0.92	1.16	3.94	4.86	5.89	1.07	1.46	1.81
601166.SH	兴业银行	增持	3.09	2.23	2.57	15.35	10.51	12.63	4.40	3.25	3.88
601818.SH	光大银行	增持	0.32	0.43	0.50	2.01	2.35	2.76	0.51	0.68	0.79
600015.SH	华夏银行	增持	1.20	1.24	1.57	7.11	9.22	10.54	2.45	2.33	2.78
000001.SZ	深发展A	增持	1.54	2.02	2.50	10.18	12.99	15.52	2.36	3.32	4.02
601169.SH	北京银行	增持	1.09	1.14	1.39	6.84	8.39	9.55	1.57	1.72	2.10
601009.SH	南京银行	增持	0.78	1.05	1.34	6.39	7.24	8.43	1.13	1.52	1.91
002142.SZ	宁波银行	增持	0.81	1.05	1.24	5.51	6.35	7.22	1.15	1.52	1.88
上市银行平均			0.93	1.02	1.24	5.53	6.01	7.05	1.44	1.59	1.92
国有银行			0.47	0.59	0.70	2.64	3.03	3.57	0.74	0.91	1.08
股份银行			1.24	1.27	1.54	7.07	7.38	8.72	1.94	2.02	2.42
城商行			0.89	1.08	1.32	6.24	7.33	8.40	1.28	1.59	1.96
		实际	ROAA			ROAE			RORWA		
		流通市值(亿)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	4,100	1.3%	1.5%	1.5%	22.1%	23.4%	23.2%	2.5%	2.6%	2.5%
601939.SH	建设银行	10,212	1.3%	1.5%	1.5%	21.4%	22.7%	22.6%	2.4%	2.6%	2.5%
601288.SH	农业银行	829	1.0%	1.2%	1.3%	21.4%	22.2%	23.7%	1.9%	2.2%	2.3%
601988.SH	中国银行	2,619	1.1%	1.2%	1.2%	18.0%	18.1%	18.4%	2.0%	2.0%	1.9%
601328.SH	交通银行	1,876	1.1%	1.2%	1.1%	20.2%	20.2%	19.7%	1.8%	1.9%	1.8%
600036.SH	招商银行	1,772	1.2%	1.3%	1.4%	22.7%	21.0%	19.9%	2.0%	2.1%	2.1%
601998.SH	中信银行	514	1.1%	1.2%	1.2%	18.8%	18.8%	17.4%	1.7%	1.8%	1.7%
600000.SH	浦发银行	585	1.0%	1.1%	1.2%	20.0%	19.0%	19.8%	1.7%	1.8%	1.8%
600016.SH	民生银行	1,261	1.1%	1.3%	1.4%	18.2%	21.6%	21.6%	1.6%	1.8%	1.9%
601166.SH	兴业银行	409	1.2%	1.2%	1.2%	24.4%	23.5%	22.2%	2.2%	2.1%	2.0%
601818.SH	光大银行	110	1.0%	1.1%	1.1%	19.7%	19.6%	19.5%	1.6%	1.6%	1.5%
600015.SH	华夏银行	236	0.6%	0.7%	0.8%	18.2%	17.2%	15.8%	1.3%	1.4%	1.5%
000001.SZ	深发展A	458	0.9%	1.0%	1.0%	13.7%	16.2%	16.1%	1.4%	1.6%	1.4%
601169.SH	北京银行	336	1.1%	1.0%	1.1%	17.0%	16.0%	15.5%	2.0%	1.8%	1.8%
601009.SH	南京银行	183	1.2%	1.3%	1.3%	14.9%	15.5%	17.2%	2.1%	2.1%	2.1%
002142.SZ	宁波银行	90	1.1%	1.1%	1.1%	18.1%	17.6%	18.2%	2.1%	2.1%	2.0%
上市银行平均			1.1%	1.2%	1.2%	19.3%	19.5%	19.4%	1.9%	2.0%	1.9%
国有银行			1.2%	1.3%	1.3%	20.6%	21.3%	21.5%	2.1%	2.2%	2.2%
股份银行			1.0%	1.1%	1.2%	19.5%	19.6%	19.1%	1.7%	1.8%	1.7%
城商行			1.1%	1.1%	1.2%	16.7%	16.4%	17.0%	2.1%	2.0%	2.0%
		净利润增速	净利润增速			净利息收入增速			营业净收入增长		
		2006-2010	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
601398.SH	工商银行	35.6%	28.4%	26.4%	15.4%	23.6%	22.4%	14.7%	23.1%	24.6%	15.2%
601939.SH	建设银行	30.6%	26.3%	28.0%	15.9%	18.7%	22.4%	14.5%	21.1%	24.6%	15.0%
601288.SH	农业银行	0.0%	46.0%	38.5%	25.3%	33.3%	26.7%	17.7%	30.7%	29.4%	18.7%
601988.SH	中国银行	35.6%	29.2%	21.1%	16.3%	22.1%	24.3%	16.4%	21.0%	25.2%	16.8%
601328.SH	交通银行	32.5%	29.8%	26.9%	13.6%	27.7%	24.3%	13.0%	25.9%	25.0%	13.9%
600036.SH	招商银行	38.0%	41.3%	35.2%	23.0%	41.4%	31.1%	19.1%	39.2%	29.9%	19.6%
601998.SH	中信银行	55.0%	50.2%	30.3%	16.8%	33.8%	31.1%	16.7%	36.7%	31.4%	16.8%
600000.SH	浦发银行	54.6%	45.1%	33.7%	23.8%	34.8%	35.0%	20.0%	35.9%	35.2%	20.3%
600016.SH	民生银行	47.1%	45.2%	48.6%	25.8%	42.3%	35.0%	21.4%	30.2%	38.7%	22.2%
601166.SH	兴业银行	48.6%	39.4%	30.1%	15.2%	39.8%	31.0%	18.9%	36.9%	31.0%	18.9%
601818.SH	光大银行	0.0%	67.3%	35.5%	16.3%	55.2%	29.0%	17.9%	46.5%	29.5%	18.0%
600015.SH	华夏银行	42.4%	59.3%	41.3%	26.7%	44.0%	31.8%	14.3%	42.9%	33.3%	14.7%
000001.SZ	深发展A	0.0%	29.4%	33.5%	21.8%	29.6%	33.7%	20.5%	25.6%	33.8%	24.2%
601169.SH	北京银行	33.5%	20.8%	22.3%	22.1%	32.2%	29.3%	21.7%	31.5%	28.9%	21.5%
601009.SH	南京银行	40.4%	49.7%	35.3%	27.4%	45.9%	43.0%	27.2%	46.2%	37.9%	26.5%
002142.SZ	宁波银行	38.4%	59.3%	29.9%	18.4%	43.9%	34.4%	22.8%	38.2%	35.7%	23.0%
上市银行平均			41.0%	41.7%	32.3%	20.2%	35.5%	30.3%	18.5%	33.2%	30.9%
国有银行			33.6%	31.9%	28.2%	17.3%	25.1%	24.0%	15.3%	24.3%	25.8%
股份银行			47.6%	47.2%	36.0%	21.2%	40.1%	32.2%	18.6%	36.7%	32.9%
城商行			37.5%	43.3%	29.2%	22.6%	40.7%	35.6%	23.9%	38.6%	34.2%

资料来源：华泰联合证券研究.公司公告 注：深发展按增发后估算。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。