



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

否已极，泰未来

——银行业2012下半年投资策略

银行业研究小组
张帆 S0120511030001
联系人：金佳
8621-68761616-8218
jinjia@tebon.com.cn
2012/7/10

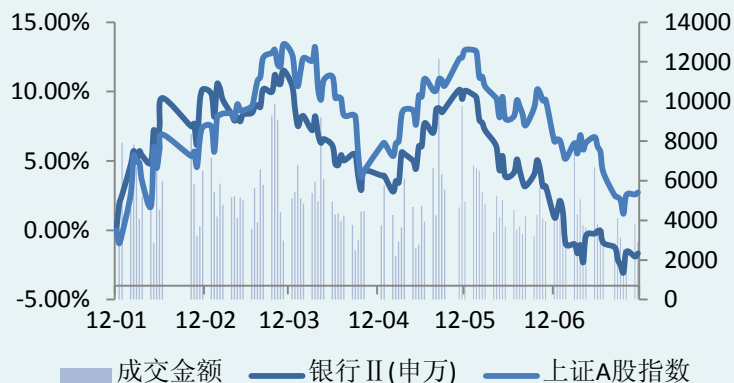
核心观点

1. 银行股估值已处于低位，具备足够的安全边际
2. 银行业的长期ROE将保持在14%的水平，以绝对估值方法计算相当于3.42倍的PB（2012），银行股的长期投资价值被低估
3. 经历两次市场扩容，银行股相对大盘的估值溢价中枢下行，现阶段的合理相对PB约为0.9倍，对应合理的阶段性PB（2012）约为1.9倍，银行股被阶段性低估。
4. 下调2012年银行业净利润增速至15%。好的盈利机会主要源于在超跌之后的资金配置需求推动和中报的发布。下半年存在估值修复的需求，且具备极高的安全边际，银行股获得小幅绝对收益的可能性较大；但明显的相对收益的获得较为困难。下调银行业评级至“中性”。
5. 价值投资者应坚守银行股被低估的判断，目前阶段也是逢低配置的好时机。从长期看，一旦经济企稳，市场对银行业的担忧减弱，银行业盈利回升，便是估值显著回升、获得丰厚回报之时。
6. 在利率市场化和金融脱媒的大背景下，优选个股：①贷款资产端优势银行；②存款负债端优势银行；③受存贷款业务约束较小的银行。推荐民生银行、招商银行、南京银行、兴业银行。

银行板块历史表现回顾

2012上半年表现回顾

图1 银行板块2012上半年历史表现



今年年初，受益于政策放松和流动性渐宽，银行股表现良好，跑赢大盘；但经济数据反复、利率市场化和对资产质量的担忧，令银行股逐渐走弱，截止至6月底，银行板块涨幅-1.55%，跑输上证A股4.09个百分点。

无论从行业比较还是历史数据来看，银行股的估值都处于底部，具备极高的安全边际。

图2 银行板块横向对比估值较低

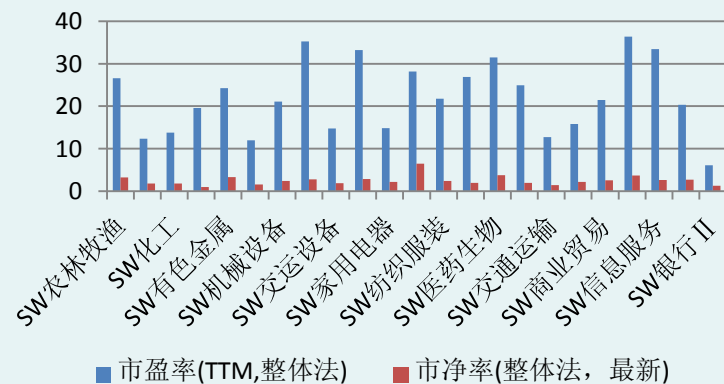


图3 银行板块纵向对比估值较低



低估的原因

银行股估值持续低位，与其逆周期的高增长形成鲜明的对比。造成银行股低估值的主要原因如下：

1. 宏观经济下行，资产质量存隐忧，不良率上升，侵蚀银行短期利润

第一，经历4万亿的扩张盛宴，银行向地方融资平台发放了大量贷款，这些贷款成为经济衰退期中最大的资产质量隐患。第二，房地产调控并无放松迹象，房地产牵涉甚广，房价下跌将引发银行新一轮的资产质量风险。第三，政策定向支持小微企业，但小微企业受经济周期影响明显，不良上升现象将日渐显现。

2. 利率市场化冲击银行的长期盈利能力

利率管制的逐步放开打破银行的利差垄断优势，将在未来提高银行的存款成本，降低贷款收益，使银行的长期盈利能力下降。

3. 流通股供应量快速扩张，银行股相对A股的估值溢价逐步走低，即使大盘估值不下降，银行股估值也陷入低迷。

银行股的长期投资价值被低估

从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

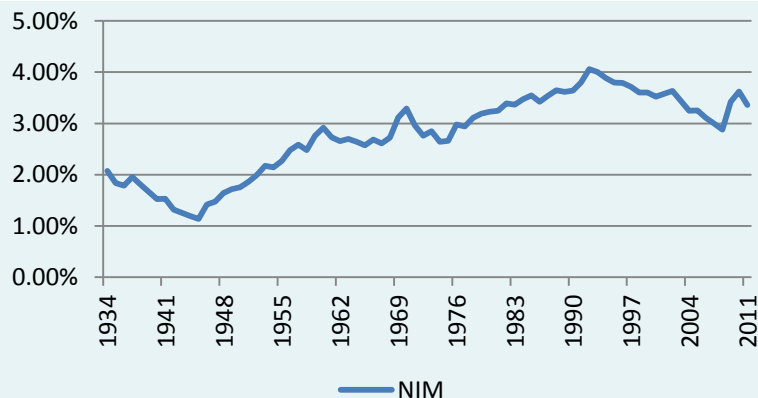
净息差

美国在30年代大萧条后强制执行分业经营，实行利率管制及低利率政策，整体净息差较低。

80年代，美国经历利率市场化，最终取消储蓄账户利率上限；同时，金融脱媒过程持续，企业债发行爆发，直接融资占比明显加大，导致银行只能将贷款发放给中小企业，净息差扩大。

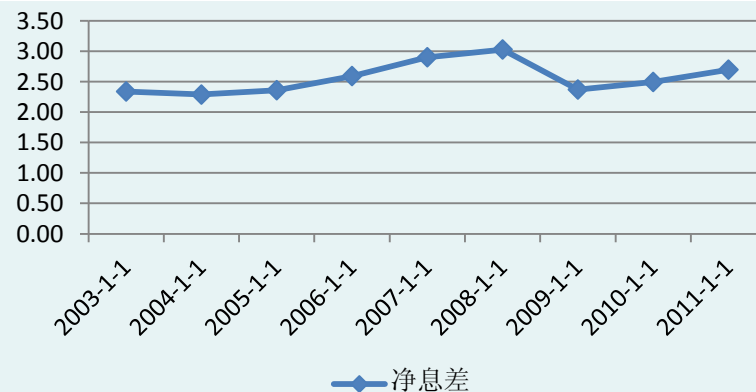
中国未来净息差在利率市场化期间可能略有下降，但最终经过资产负债结构的调整，净息差有望上升。

图4 19世纪30年代以来美国NIM变动



资料来源：FDIC, 德邦证券研究所

图5 2003年以来中国NIM变动



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

中间业务收入占营业收入比重

美国自70年代开始，伴随着金融自由化改革和混业经营，中间业务收入占比从20%上升至40%。

在经济跨越衰退周期进入稳定后，我国银行业的中间业务将继续稳步推进，支付结算、银行卡、交易类、托管、投资银行、财富管理等将取得长足发展，中间业务收入占比持续提升。

图5 19世纪30年代以来美国中间业务收入占比变动

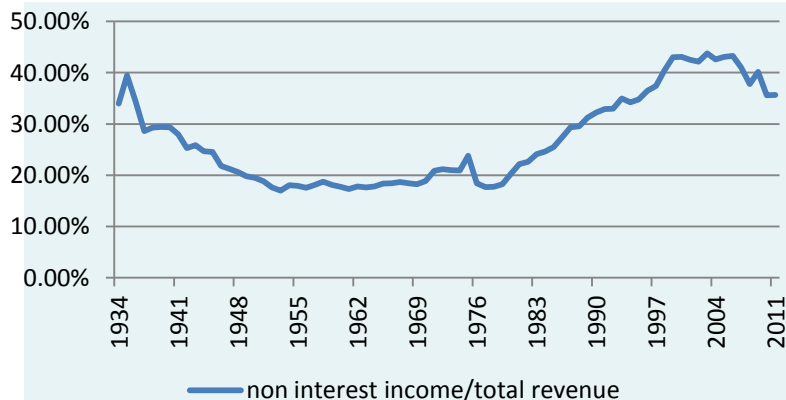
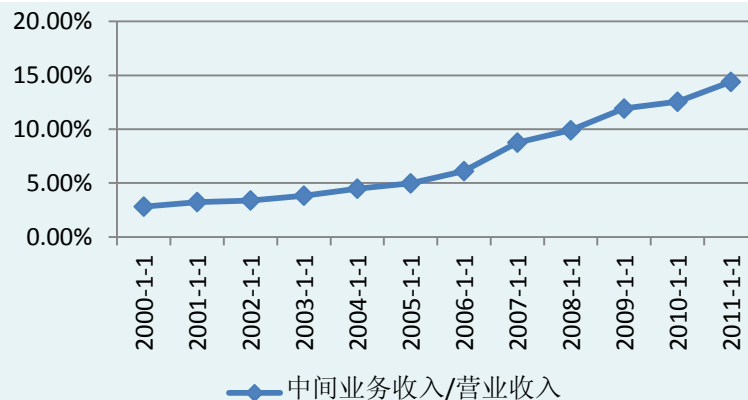


图6 2000年以来中国中间业务收入占比变动



资料来源：FDIC, 德邦证券研究所

资料来源：WIND, 德邦证券研究所

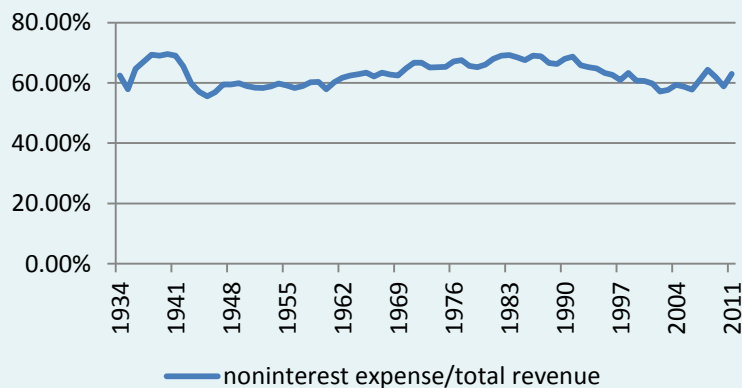
从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

成本收入比

美国银行业的成本收入比基本上保持在60%的水平，是所有银行经营指标中最为稳定的一个。

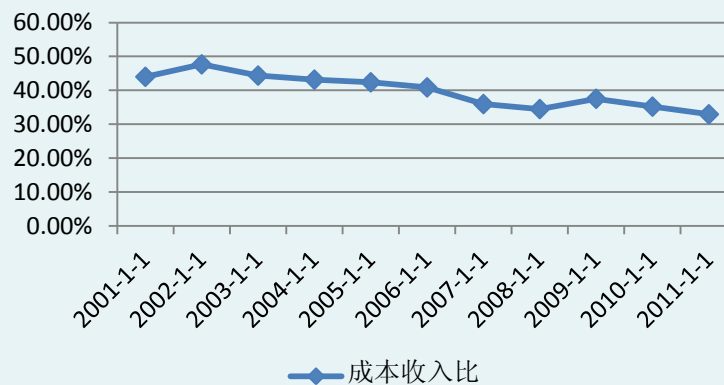
我国在走过经济的刘易斯拐点后，人口红利逐渐消失，银行业的人力成本可能会有所上升；但另一方面，IT技术的升级、改造和整合，将大大降低银行业的管理成本。我们预测，未来中国银行业的成本收入比将保持平稳。

图7 19世纪30年代以来美国成本收入比变动



资料来源：FDIC, 德邦证券研究所

图8 2000年以来中国成本收入比变动



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

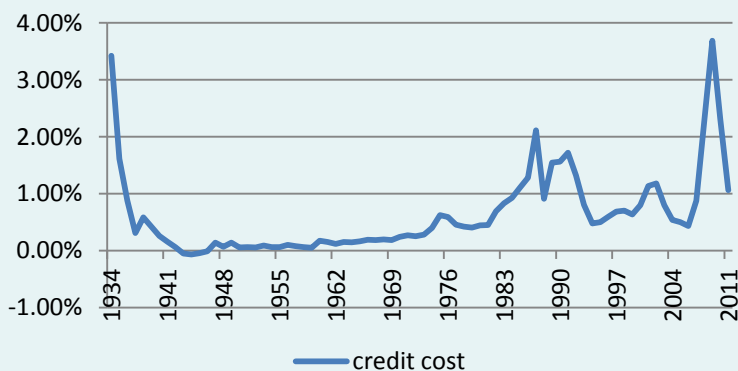
从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

信用成本

美国银行业的信用成本在70年代开始有所上升，这与金融自由化的推进有关。在金融危机的年份里，信用成本的上升较为显著。

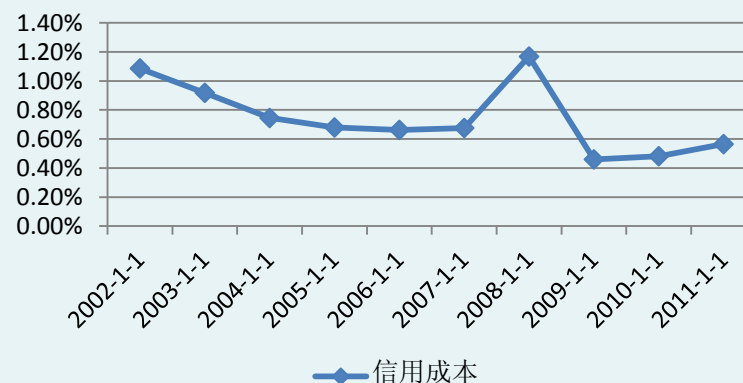
我们认为，中国银行业未来发展将出现分化。大银行逐渐往国际化经营发展，业务的分散和国别选择等均将影响其不良率的表现，但信用成本相对保持低位；中小银行将通过提高资产端收益率等手段抵消负债端成本的上升，对不良的容忍率也将提升，最终表现为信用成本的显著上升。

图9 19世纪30年代以来美国信用成本变动



资料来源：FDIC, 德邦证券研究所

图10 2002年以来中国信用成本变动



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

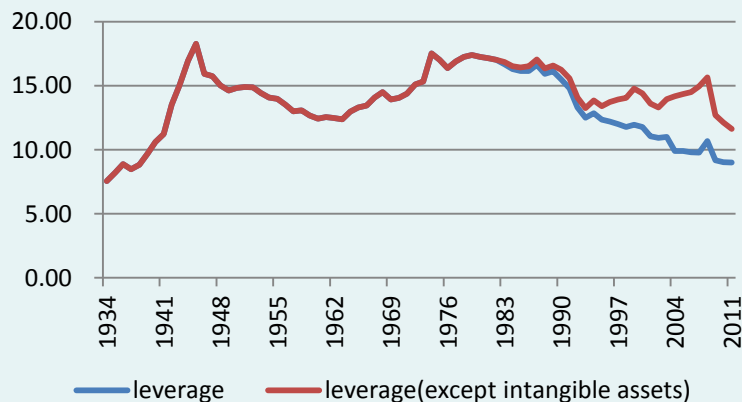
从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

杠杆率

美国银行业的杠杆率在经历90年代的并购浪潮后大幅降低，因为其中包含的大额商誉增厚了净资产。剔除商誉后的杠杆率基本保持平稳，金融危机后，中枢下降到10%左右。

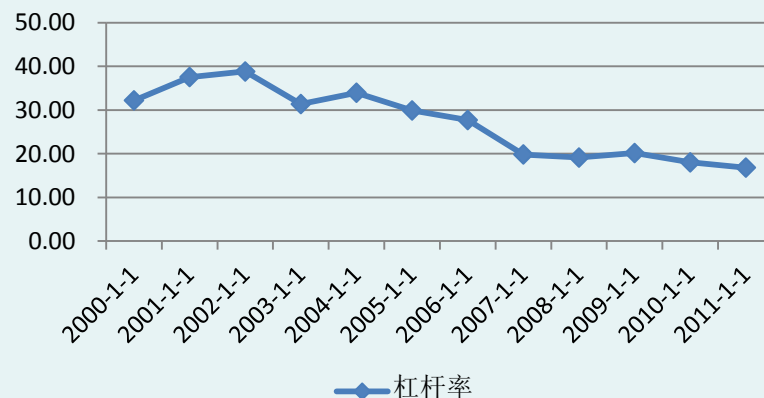
银行的并购行为在中国并不是不可实现的。在经历激烈的竞争后，一些资产质量低、管理能力差的小银行可能会被大银行兼并，这一过程将降低商业银行的杠杆率；同时，随着银行中间业务盈利能力的提升，银行在长周期中也将经历一波去杠杆的过程，最终的杠杆率可能略有下降。

图11 19世纪30年代以来美国杠杆率变动



资料来源：FDIC, 德邦证券研究所

图12 2000年以来中国杠杆率变动



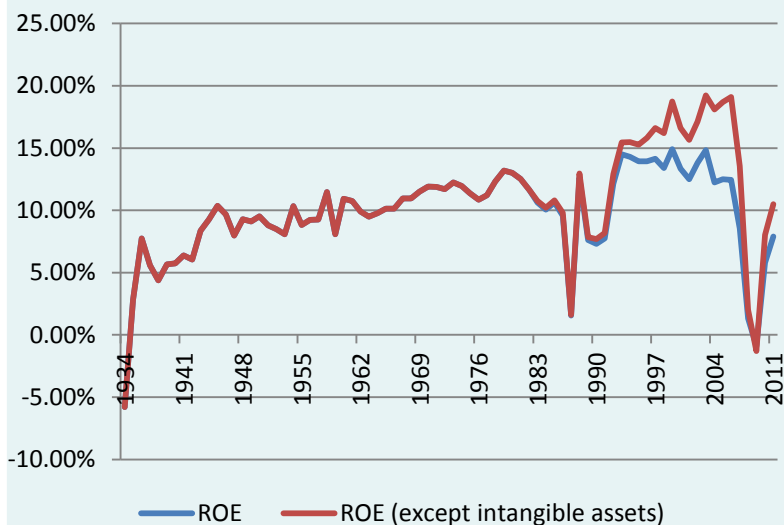
资料来源：WIND, 德邦证券研究所

从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

ROE

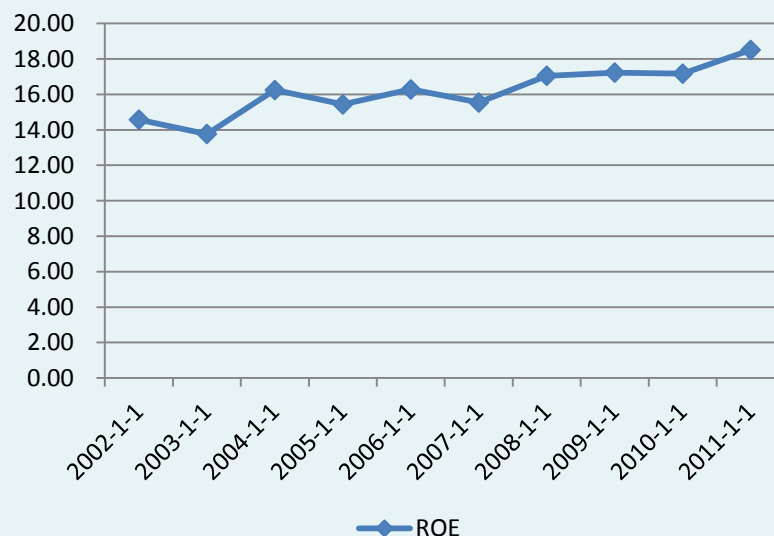
从长期看，我国银行业受到利率市场化及金融脱媒影响，未来维持20%以上的高ROE水平已不现实。研究美国和欧洲等国家近20年来ROE变化的数据，中国银行业ROE水平将缓慢下降，一般认为，我国银行业ROE长期水平将维持在14%左右的水平。

图13 19世纪30年代以来美国ROE变动



资料来源：FDIC, 德邦证券研究所

图14 2002年以来中国ROE变动



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

从美国长周期指标变动看中国银行业长期均衡水平

用模型估算中国银行业长期ROE水平如下：

根据 $ROE=ROA \times \text{杠杆率}$

$\approx (\text{营业收入} - \text{营业税金} - \text{管理费用} - \text{资产减值损失}) \times (1 - \text{所得税率}) \times \text{杠杆率} / \text{总资产}$

$= (\text{利息收入} + \text{非息收入} - \text{营业税金} - \text{管理费用} - \text{资产减值损失}) \times (1 - \text{所得税率}) \times \text{杠杆率} / \text{总资产}$

给予以下假设：

生息资产/总资产=0.9；

贷款/生息资产=0.5；

营业税金及附加/营业收入=7%

；

成本收入比=35%；

中间业务收入/营业收入=40%

；

杠杆率=10；

所得税率=20%

中国银行业长期均衡ROE水平
为13.54%（如表1）。

表1 中国银行业长期ROE敏感性分析

ROE		净息差						
		2.10%	2.40%	2.70%	3.00%	3.30%	3.60%	3.90%
信用成本	0.50%	12.72%	14.79%	16.86%	18.94%	21.01%	23.08%	25.16%
	1.00%	10.92%	12.99%	15.06%	17.14%	19.21%	21.28%	23.36%
	1.50%	9.12%	11.19%	13.26%	15.34%	17.41%	19.48%	21.56%
	2.00%	7.32%	9.39%	11.46%	13.54%	15.61%	17.68%	19.76%
	2.50%	5.52%	7.59%	9.66%	11.74%	13.81%	15.88%	17.96%
	3.00%	3.72%	5.79%	7.86%	9.94%	12.01%	14.08%	16.16%
	3.50%	1.92%	3.99%	6.06%	8.14%	10.21%	12.28%	14.36%

资料来源：德邦证券研究所

中国银行业理论价值模型测算

权益资本成本

无风险利率	3.3%
市场超额溢价	7.0%
贝塔值	0.85
权益资本成本	9.2%
股息分配率	60.0%

表2 银行业理论价值情景分析

	长期ROE	稳定增长率	对应合理每股价格	对应合理PB2012
乐观	16%	6.40%	¥16.20	5.28
中性	14%	5.60%	¥10.49	3.42
悲观	12%	4.80%	¥7.65	2.50

资料来源：德邦证券研究所

我们用绝对估值法DDM两阶段模型对银行行业的长期投资价值进行估算。

假设2012年ROE可维持在20%水平，熨平周期波动，至2020年，银行的ROE回归到长期均衡水平。在2012至2020年间，银行行业的分红率为30%，2020年后，银行进入永续增长阶段，分红率稳定在60%。

在乐观、中性和悲观三种情境下，银行行业的合理PB2012为5.28X、3.42X和2.5X，均高于目前的1.24X水平。

事实上，经测算，目前的银行估值水平（1.24X）隐含的长期ROE仅为8%！

银行股的长期投资价值被明显低估。

从流通股供应量看银行股被阶段性低估

研究思路

板块的估值并不总是积极地向长期价值回归，受到的影响因素很多，如宏观周期波动、流动性、供应量的相对变化、预期变化等。

对银行业的分析，我们遵循资金的“大类资产配置——行业配置——个股选择”的流向路径，从流通股供应量的角度，研究银行的阶段性估值中枢。

图15 一种资金流向的路径图



资料来源：德邦证券研究所

①的过程关系到A股的系统性风险问题，涉及的内容太多，也并非我们银行业研究能判断。

但我们可以抛开①的过程，研究②，以银行估值相对大盘的溢价率（相对PB）为代表。我们发现，2002年至今，全部A股流通股的复合增长率为33.2%，但银行股的流通股供应量复合增长率却为71.8%，其中经过07年和09年的两次大扩容，银行股相对A股的估值溢价经历了两次中枢下行阶段。

通过预测未来银行股相对A股供应量的情况，我们可以判断阶段性的合理的银行相对PB，结合德邦策略组对大盘的判断，可以大致得出现阶段银行股较为合理的PB水平。

银行股相对PB分析

研究2002年以来银行股的相对PB，我们发现，银行股供应量占比与相对PB的波动关系密切。

2007年之前，银行股供应量占A股的比例在5%以下，对应的相对PB在1.1到1.7之间波动。

2007年至2009年，银行股占比上升到5%-20%的区间，相应的相对PB中枢下降到0.9左右水平。

2009年以来，银行股扩容力度加大，占A股供应量的比例多数时间在30%-40%区间内，相应的相对PB进一步下降到0.7左右。

图16 2002年以来银行股供应量与A股供应量之比



图17 2002年以来银行股相对PB



银行股阶段性估值的敏感性分析

我们认为，在银行股供应量占比不继续攀升的前提下，现在的市盈率已经跌破阶段性的估值中枢，短期内亦有回调需求。

我们对阶段性的银行股估值中枢做了敏感性分析（如表3），目前阶段合理的估值应为1.89倍PB(2012)。

因此，从流通股供应量角度来看，银行股价值被阶段性低估。

表3 银行股阶段性合理PB的敏感性分析

银行股PB		A股PB						
		1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7
银行股估值 溢价率(相对 PB)	0.5	0.75	0.85	0.95	1.05	1.15	1.25	1.35
	0.7	1.05	1.19	1.33	1.47	1.61	1.75	1.89
	0.9	1.35	1.53	1.71	1.89	2.07	2.25	2.43
	1.1	1.65	1.87	2.09	2.31	2.53	2.75	2.97
	1.3	1.95	2.21	2.47	2.73	2.99	3.25	3.51

投资观点和推荐公司

投资观点

经济进入降息周期，利率市场化大幕开启，短期内我们对银行业的判断偏谨慎。我们下调2012年银行业净利润增速至**15%**。受连续降息影响，2013年的利润增速也不容乐观。

我们坚持银行股被低估的观点，但不认为下半年银行股将明显受益于流动性的复苏，因为目前影响资金流向的因素更为复杂。

好的盈利机会主要源于在**超跌之后的资金配置需求**推动以及**中报的发布**。下半年存在估值修复的需求，且具备极高的安全边际，银行股获得小幅绝对收益的可能性较大；但明显的相对收益的获得较为困难。下调银行业评级至“**中性**”。

价值投资者应**坚守银行股被低估的判断**，目前阶段也是逢低配置的好时机，从长期看，一旦经济企稳，市场对银行业的担忧减弱，银行业盈利回升，便是估值显著回升、获得丰厚回报之时。

对个股的选择，我们认为在利率市场化和金融脱媒的大背景下，优选：

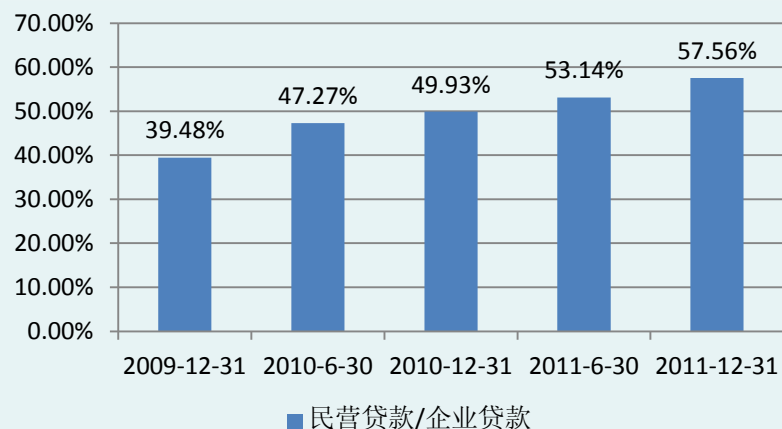
1. 贷款资产端优势银行
2. 存款负债端优势银行
3. 受存贷款业务约束较小的银行

1. 民生银行

资产端业务优势明显，民营、小微的客户结构令公司具备更高的议价能力，符合利率市场化和金融脱媒的方向。

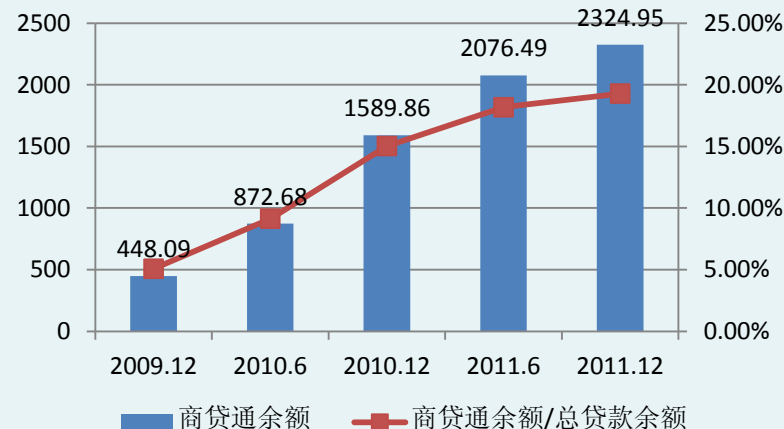
未来民生银行将继续推进资产端优势，同时通过结算、现金管理等服务加强负债端管理，成本上升可控。

图18 民营企业贷款上升



资料来源：公司报告, 德邦证券研究所

图19 商贷通余额稳步增长



资料来源：公司报告, 德邦证券研究所

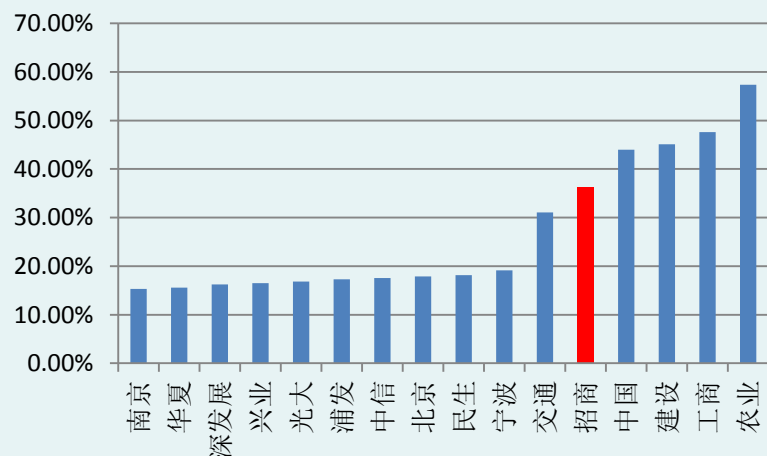
2.招商银行

零售银行优势明显，存款端活期存款占比股份制中最高，使得银行获得的资金成本较低。

小企业业务模式日益成熟，吸取同业在小微业务中的经验和教训，具备快速复制能力，今后在资产端的优势也将日益显著。

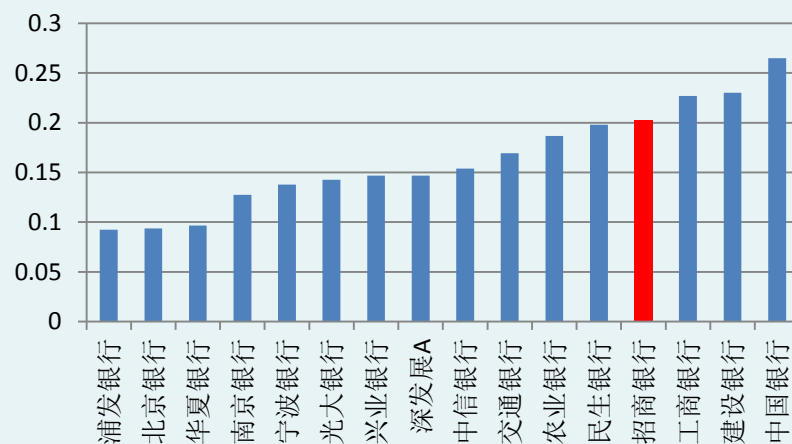
财富管理高端服务深入人心，有助于提升未来中间业务盈利能力。

图20 招商银行个人存款比例占比较高



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

图21 招商银行中间业务收入占比较高



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

3.兴业银行

经营灵活，同业业务优势明显。对于资金价格走势较为敏感，多次预判加息和降息的转折点，并且在资产和负债端的配置上做出相应的调整。

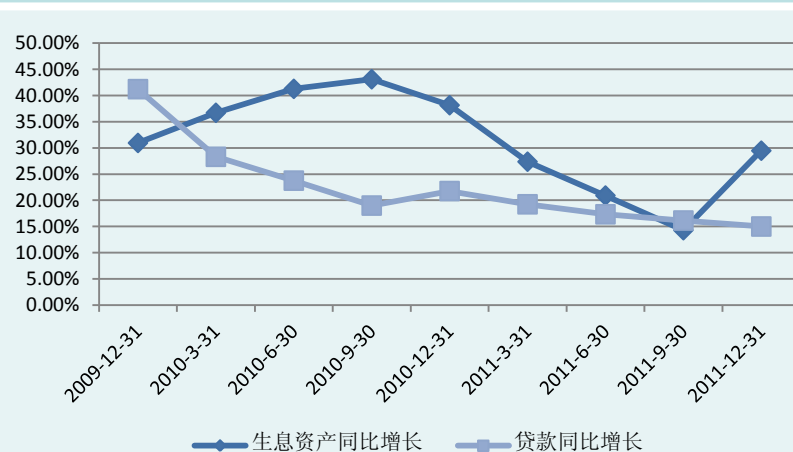
受存贷款利率放开影响较小，融资渠道多样化，适应未来利率市场化要求。

图22 兴业银行资产结构变化



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

图23 兴业银行生息资产和贷款同比增速



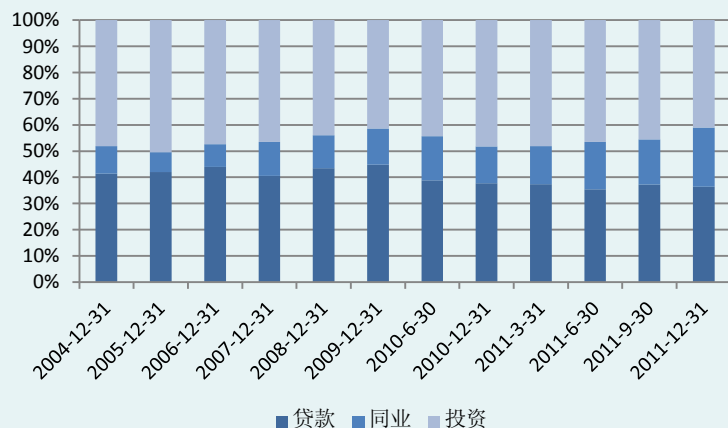
资料来源：WIND, 德邦证券研究所

4.南京银行

城商行异地开设分行或重启，南京银行有望首先实现突破，助力规模扩张。

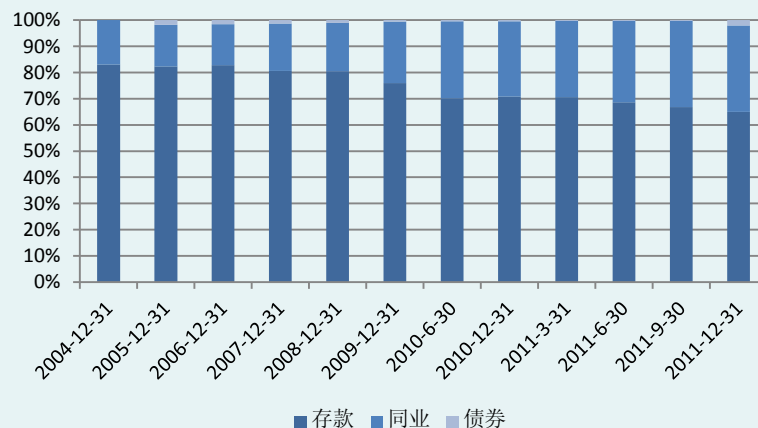
债券业务起步早、占比高，现券交易量、结算代理量在同业中处于领先。证券投资业务较为进取，对宏观经济和货币市场的把握较为精准。通过债券业务优势带动其他资金业务的发展和资产的有效配置，长期来看具备较高的可持续发展能力。

图24 南京银行资产结构变化



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

图25 南京银行负债结构变化



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

表4 银行板块估值一览

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB 2012Q1	EPS			PE		
					2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)	2011 (A)	2012 (E)	2013 (E)
000001. SZ	深发展A	15.16	775.68	1.01	2.01	2.32	2.78	7.56	6.54	5.45
002142. SZ	宁波银行	9.98	291.27	1.50	1.13	1.35	1.56	8.85	7.37	6.40
600000. SH	浦发银行	8.13	1486.68	1.00	1.46	1.76	2.04	5.56	4.63	3.98
600015. SH	华夏银行	9.47	631.54	1.00	1.35	1.66	1.96	7.03	5.69	4.82
600016. SH	民生银行	5.99	1713.28	1.22	1.05	1.22	1.46	5.73	4.89	4.12
600036. SH	招商银行	10.92	2280.65	1.40	1.67	1.78	2.08	6.52	6.13	5.26
601009. SH	南京银行	8.52	254.73	1.16	1.08	1.32	1.59	7.88	6.43	5.36
601166. SH	兴业银行	12.98	1391.45	1.17	2.36	2.49	2.94	5.49	5.22	4.42
601169. SH	北京银行	9.77	717.95	1.09	1.44	1.47	1.73	6.80	6.65	5.65
601288. SH	农业银行	2.59	8282.25	1.29	0.38	0.46	0.54	6.90	5.60	4.81
601328. SH	交通银行	4.54	2772.48	1.00	0.82	0.86	0.99	5.54	5.25	4.58
601398. SH	工商银行	3.95	13658.46	1.45	0.60	0.69	0.79	6.62	5.74	5.03
601818. SH	光大银行	2.84	1132.17	1.17	0.45	0.50	0.57	6.36	5.69	5.00
601939. SH	建设银行	4.20	10400.46	1.31	0.68	0.78	0.90	6.20	5.36	4.67
601988. SH	中国银行	2.82	7844.04	1.10	0.44	0.51	0.58	6.34	5.53	4.88
601998. SH	中信银行	4.00	1880.85	1.02	0.66	0.78	0.90	6.07	5.14	4.43

数据来源：WIND, 德邦证券研究所，数据截至2012-6-29

风险提示

宏观经济下滑超预期，银行资产质量大幅下降，利润增速放缓超预期；
银行股供应量快速扩张，导致阶段性估值中枢下移

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。