

银行牌照白送要不要？



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

报告发布日期

2011 年 08 月 10 日 星期三

金麟

银行业高级分析师

执业证书编号：S0860209120209

联系人

姚栋

021-63325888-7541

Yaodong@orientsec.com.cn

我们的观点：

多家银行已经跌至 1 倍 PB！随着近期的市场急挫，银行本已明显偏低的估值水平已经变得“不堪入目”：当前上市银行平均 2011 和 2012 年 PE 分别为 6.72 和 5.73 倍，2011 和 2012 年 PB 分别为 1.23 和 1.06 倍。换言之，目前看 2012 年 PB，整个银行板块基本都在 1 倍净资产附近。交行（0.84 倍）、北京、民生、华夏和南京当前的股价已经低于 2012 年的净资产。即使看 2011 年 PB，交行也在 1 倍以下，北京、华夏、中行、民生和南京银行 PB 则在 1.1 倍左右。

BVPS 很实在，固定资产增值、牌照和客户资源全部白送！在短期内银行是否可能出现亏损？答案是否定的。即使平台贷款有风险部分（现金流部分覆盖或未覆盖，根据口径来源不同，规模大约在 1-2 万亿）全部 100% 损益并且在 1 年内完全确认，银行也不会出现行业性亏损。预计 2011 年中国银行业能实现 2 万亿左右的税前利润，并且仅上市银行就拥有 1.2 万亿的超额拨备（组合类拨备，对正常和关注类贷款计提，用以应对未来的可能损失）。既然不会行业性亏损，当前的 BVPS 就是实实在在的。当前多家银行 1-1.1 倍的 PB 意味着这些银行的二级市场股东在以账面价值出售银行资产。如果是财政部在做这种事情，相信会有大量声音质疑“国有股权流失”，但为什么聪明的二级市场投资者会做这种傻事？况且银行近年来的固定资产增持和银行牌照以及客户价值都完全没有体现在净资产的账面价值之中。假设上市银行的固定资产增值率为 200%，而银行牌照和客户价值按存款规模的 1% 计算，上市银行的 BVPS 将增加 16%-37% 不等。若考虑到这三块附加价值，银行当前 2011 年 BVPS 平均仅有 1 倍，最低的交通银行更是仅有 0.8 倍！换言之，**现在在二级市场卖交行股票的投资者，不仅是在成本价卖一块 ROE20% 以上的股权资产，更搭配白送了固定资产增值、该行拥有的除了券商之外的全金融牌照资源，以及 2654 家网点和大量对公对私的客户基础。**如果您也认为这种现状不合理，那么银行股的低估是显而易见的。

银行合理 PB 应不低于 1.8 倍，目前行业股价低估至少 1/3。从 2010 年中期开始，我们通过《如果长期内我们尚未死去》、《银行股已经明显低估》等一系列报告证明了不论从行业来看，还是从个股来看，银行股的合理估值至少都不应低于 1.8 倍 PB。对照此标准，当前股价至少有 1/3 的低估。

估值修复的催化剂，看中报行情和政策纠偏。中短期内银行估值修复的催化剂，一是看中报行情。稳定快速增长（平均 35%）的银行中报有助于重新聚拢银行股的人气。二是看政策纠偏。我们认为，前期促使行业大幅下挫的资本充足率新规（征求意见稿）和“不得展期或借新还旧”的平台贷款整顿原则已经不可能更加严厉，相反，可能考虑到现实的可行性而修正地更为温和。个股上，除了继续推荐农行、民生和深发展，鉴于交行明显不合理的低估值水平，我们将其纳入组合。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附图：相关上市公司近期资金流向





注: 超级资金(>50万股或100万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
 散户资金(<1万股或5万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
 当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
 60日累计: 当日净量的60日累计值;
 10日均值: 60日累计线的10日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn