

证券研究报告·行业动态

银行板块估值新解

行业动态信息

银行板块的困局：股价严重背离业绩

市场目前对银行板块困局也是无可奈何。一边是超越市场预期的业绩高成长，市场中最便宜的股票；一边是银行板块股价持续回落，难以出现较好表现。银行板块股价背离业绩的原因究竟在哪里？如何破解这一困局呢。我们更愿意：脱离行业层面，从宏观层面来解释银行板块估值。

银行股困局新解：风险调整以后的实际经济增长率

银行股估值同经济增长率有着密切关系。但需要两点修正。其一，考虑通胀率的负面影响。其二，考虑银行面对的资产质量风险。我们依据风险收益的配比关系构建了一个最新的经济指标——经风险调整后的实际经济增长率（以下称：指标），其=（名义经济增长率-通胀率）/信用风险因子。信用风险因子使用银行贷款呆账准备金来测度，其充分反映出银行自身预期到的可能违约资产规模和需要增加的拨备额，是一个相对客观的风险度量指标。

新指标和银行板块估值间的实证检验

样本期：2001 年 4 季度到 2011 年 2 季度，样本数 39 对，季度数据。银行板块的 PE 和 PB 同以上的指标间存在大致同步的变动趋势。从 2001 年到 2006 年，指标持续回落，银行板块的 PE 和 PB 也持续回落。2006 年到 2007 年年底，指标出现短暂反弹，银行板块估值也出现反弹。2008 年以来，指标先小幅回升，而后回落，银行板块估值也呈现这种倒 U 型的态势。

通过计量回归方法，我们得出结论：主要的检测变量都通过检验，构建的指标能解释银行板块指数估值，而且估值和指标间存在正向关系。如果指标持续下降，银行板块指数的估值将持续回落；如果指标上涨，银行板块指数的估值将不断向上。

银行板块呈现估值修复行情的条件

基于指标，我们得到银行板块呈现估值修复行情的条件。其一，中国经济增长好于市场预期，对资产质量的担忧有所缓解。其二，通胀率开始回落。通胀率回落速度快于名义 GDP 回落速度，实际 GDP 开始有所回升。其三，贷款呆账准备金基本维持稳定。平台贷有了新的说法，地方政府可通过发债来筹资，平台贷款质量问题缓解，银行需要增加拨备规模不会出现大幅提高。三个条件中任何一个条件出现都可能带来银行股的估值修复。

投资建议：4 季度银行板块估值修复行情启动

4 季度，通胀率预期回落，经济增长预期改观，贷款呆账准备金小幅增加，经风险调整后实际经济增长率提高，银行股的估值修复行情启动。指标提高主要来自 4 季度末通胀率回落。预期 11 年银行净利润增长率 30%。11 年/12 年银行业 PE/PB 分别为：7.28/6.03，1.30/1.13，我们继续行业维持“增持”评级。重点推荐组合是：民生、深发展、招商、农行和工行。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

魏涛

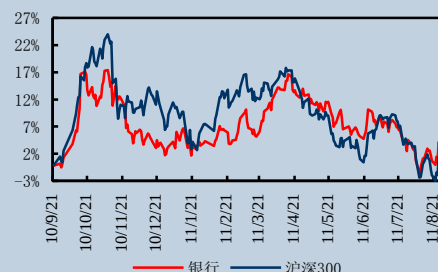
weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

发布日期：2011 年 9 月 21 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|-------------------------------|
| 11.09.13 | 半年报综述：股价背离业绩，转机在于政策 |
| 11.08.30 | 银行业：保证金存款缴纳准备金，将冻结资金 4500 亿左右 |
| 11.08.07 | 银行业周报(0801-0805)：国际传导，雪上加霜 |

银行板块的困局：股价严重背离业绩

市场目前对银行板块困局也是无可奈何。一边是超越市场预期的业绩高成长，市场中最为便宜的股票；一边是银行板块的股价持续的回落，难以出现较好的表现。银行板块股价背离业绩的原因究竟在哪里？如何破解这一困局呢。

银行板块再融资主要是监管政策变动带来的问题，短期内对银行股负面，但是长期内有助于增强银行抵御风险能力，资本金充足也能有效地打开业务拓展的空间。平台贷款一直在考验银行风险管理能力，成为其资产质量方面的一颗定时炸弹。这些理由都是行业层面的问题。其负面影响也已经被消化到银行板块的股价中。从更为长期是视角来看，银行板块长期萎靡不振，难以出现较大的绝对收益，我们认为还需要从宏观层面上给出充分的解释。

股价中包含两个成份：业绩和估值。业绩是现实的，不可更改的，银行板块股价下降自然来自估值的持续回落。而银行股的估值主要同银行业投资回报率相关，如果银行业的净资产收益率在滑落，自然带来估值不断下。我们更愿意：脱离行业层面，从宏观层面来解释银行板块估值回落。经济增长率可以视为实体宏观经济的一种投资收益率，而银行体系可以近似等价于宏观实体经济的代表体（我国是银行主导的金融体系，银行业创造的净利润占上市公司创造净利润的 46%，银行业业绩成长对实体经济的依赖程度极高），从而银行股估值的同经济增长率就有着密切关系。

这里必须作出两点修正。其一，考虑通胀率的负面影响。我们认为银行板块上涨的宏观条件是：经济增长率上行和通胀率下行，估值修复需要两个条件同时具备。其二，考虑银行面对的资产质量风险。股价都是对风险和收益相互平衡以后的综合反映。

银行股困局新解：风险调整以后的实际经济增长率

依据以上的思路，我们构建了：风险调整以后的实际经济增长率这个指标，然后来分析这个指标同银行股估值间的相关关系，判断这个指标是否能够充分解释银行股估值回落的趋势。

$$\text{风险调整以后的实际经济增长率} = \frac{\text{实际GDP增速}}{\text{风险因子}} = \frac{\text{名义GDP增速} - \text{通胀率}}{\text{贷款呆账准备金}}$$

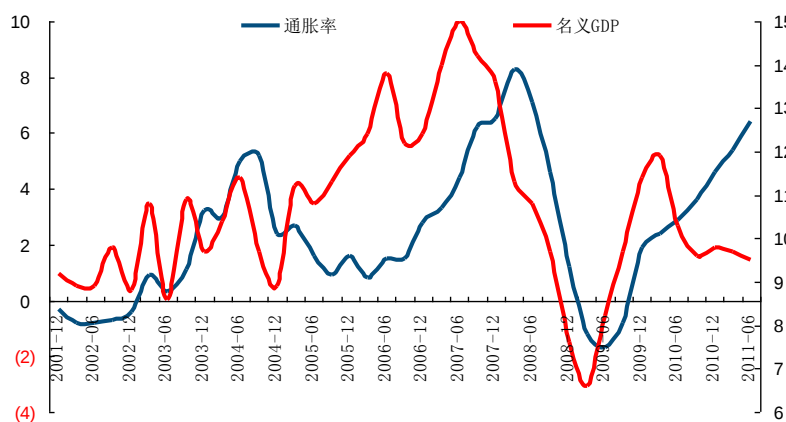
我们重点解释为何使用贷款呆账准备金来作为银行板块的风险因子的测算指标。

市场认为放出去的贷款都可能存在违约的风险，信贷风险是主要的风险因子。我们借助贷款呆账准备金来测算这些风险因子。因为：无论是拨备覆盖率还是拨贷比最终都反映在贷款呆账准备金中，而且这部分准备金充分反映出银行自身预期到的可能的违约资产规模和需要增加的拨备额，是一个相对客观的风险度量指标。

我们选择的样本期是：2001 年 1 季度到 2011 年 2 季度，使用的都是季度数据，总计 39 对数据。我们使用了从 2011 年 1 季度以来，上市银行公布的贷款呆账准备金。由于 winds 中部分上市银行没有公布这部分数据，我们使用简单算术平均值来测算。

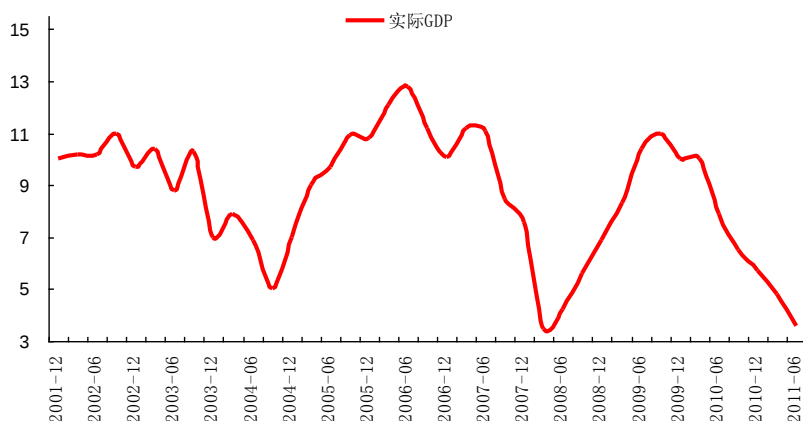


图 1：中国名义 GDP 增长率和通货膨胀率



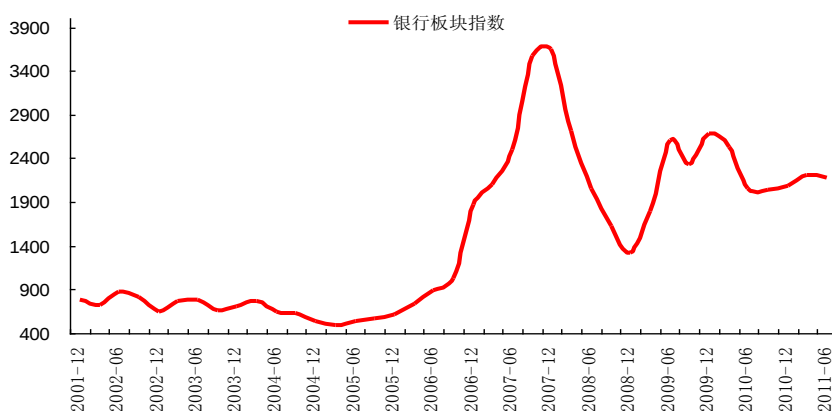
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 2：中国的实际 GDP 增速



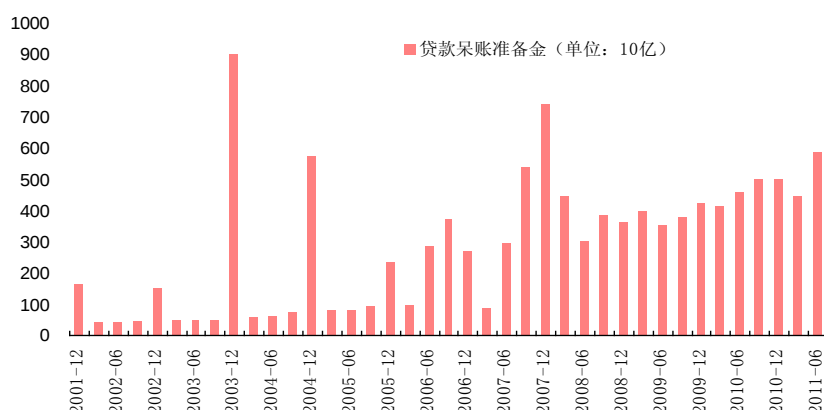
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 3：银行板块指数的变动



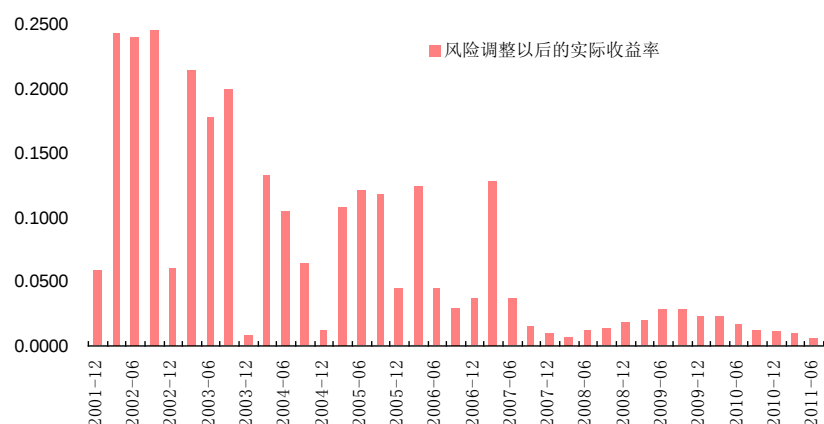
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 4：上市银行贷款呆账准备金（算术平均值）



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 5：风险调整以后的银行板块的实际收益率



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

银行板块估值和经风险调整以后的实际经济增长率

从图 6 和图 7 可以看出：银行板块的 PE 和 PB 同以上的指标之间存在大致相同的变动特征。从 2001 年到 2006 年期间，经风险调整以后的实际经济增长率（以下称：指标）持续回落，银行板块对应的 PE 和 PB 也持续回落。2006 年到 2007 年年底期间，指标出现了短暂的反弹，银行板块估值也出现反弹。2008 年以来，指标先小幅回升，而后持续回落，银行板块估值也呈现这种倒 U 型的态势。

基于这种分析，我们构建了计量分析模型来测算两者之间的数量关系。

$$PE_t = \alpha + \beta(RRgdp)_t + \varepsilon_t$$

$$PB_t = \alpha + \beta(RRgdp)_t + \varepsilon_t$$

测算结果显示，两个模型的各项指标都是显著，拟合优度达到 25%以上，各个系数也都通过显著性检验。

回归结果如下：

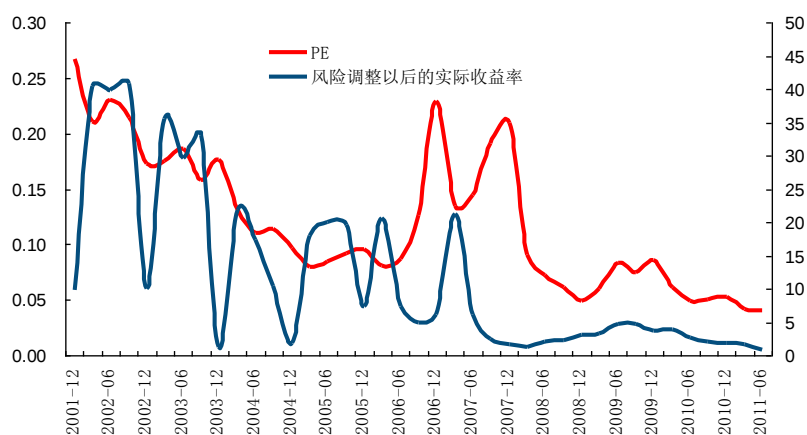
$$PE_t = 14.85 + 71.31(RRgdp)_t$$

$$(7.38) \quad (3.66) \quad R^2 = 27\%$$

$$PB_t = 2.93 + 10.89(RRgdp)_t$$

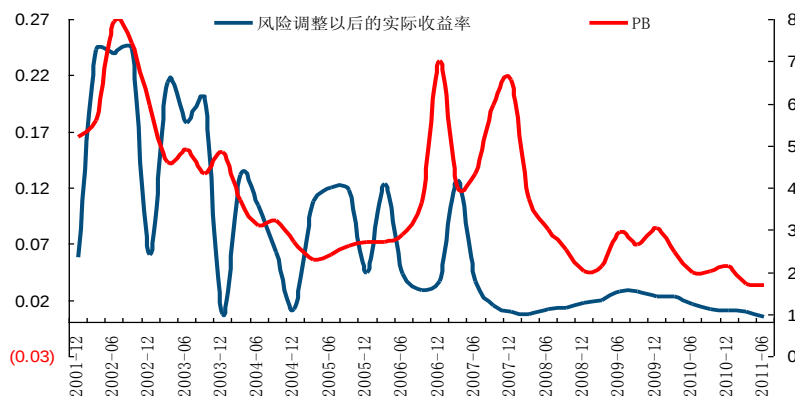
$$(8.89) \quad (3.40) \quad R^2 = 24\%$$

图 6：风险调整以后的银行板块的实际收益率



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 7：银行板块面对的风险调整以后的收益率和市净率的相关关系图

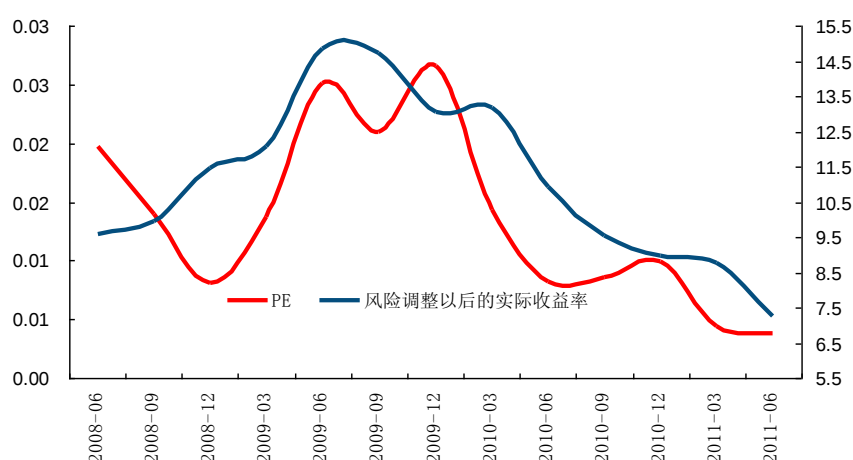


数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

以上回归分析显示：我们构建的指标能够解释银行板块指数估值。如果指标持续下降，银行板块指数的估值将持续回落；如果指标上涨，银行板块指数的估值将不断向上。

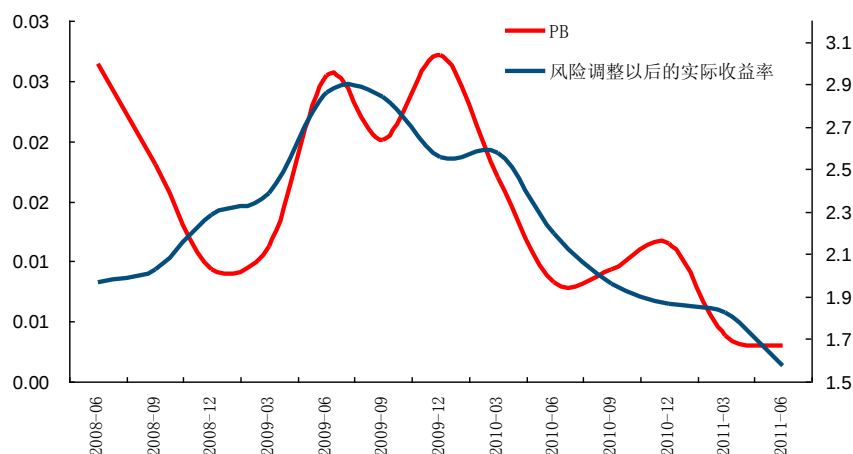
如图 8 和图 9 所示：在 2008 年 4 季度——2009 年 3 季度期间，风险调整以后的实际经济增长率在上升（主要原因是名义经济增长上行，通胀率下行，导致实际经济增长率提高，同时银行业的贷款呆账准备金保持基本稳定），银行板块的 PE 和 PB 都在提高；而在 2009 年 4 季度——2011 年 2 季度期间，风险调整后的实际经济增长率在下降（主要原因是名义经济增长率下行，通胀率上行，导致实际经济增长率下行，同时银行业的贷款呆账准备金开始大幅度提高），银行板块的 PE 和 PB 都开始下降。

图 8：风险调整以后的实际经济增长率和银行板块的估值（PE）



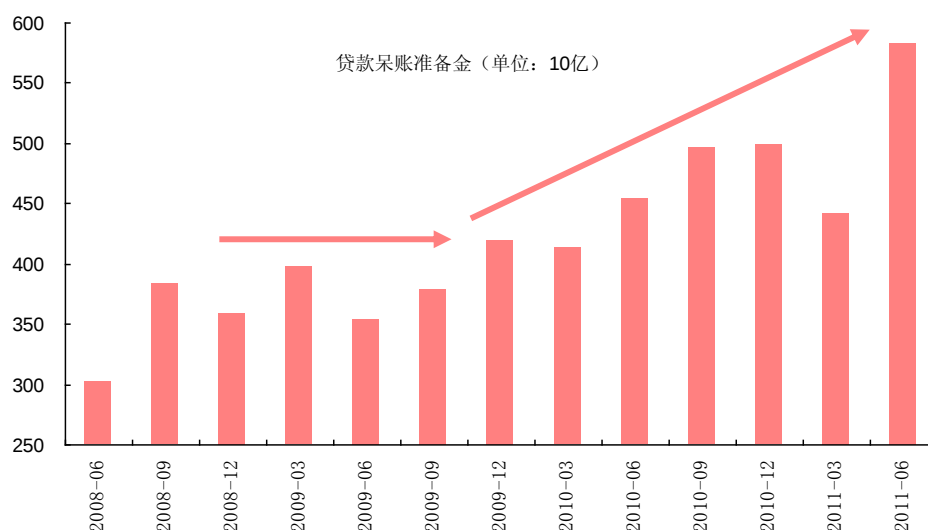
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 9：风险调整以后的实际经济增长率和银行板块的估值（PB）



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 9：2008 年 2 季度以来的贷款呆账准备金（简单平均值）



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

预测分析和投资建议

2011 年银行业业绩增长确定，我们预测 2011 年净利润同比增长 30%，银行股股价未来的变动方向将主要取决于银行股估值变动情况。既然我们构建的指标能够解释银行股估值变动状况，从而我们使用这个指标来预测未来银行板块估值的变动趋势。

按照以上的分析，银行板块要想呈现估值修复的行情只会在以下三种情况下出现。

其一，中国经济增长好于市场预期，对资产质量的担忧有所缓解。

其二，通胀率开始回落。通胀率回落速度快于名义 GDP 回落速度，实际 GDP 开始有所回升。

其三，贷款呆账准备金基本维持稳定。平台贷有了新的说法，地方政府可以通过发债来筹资，平台贷款质量问题有所缓解，银行需要增加的拨备规模不会出现大幅度的提高。

由于银行板块的估值变动是一个相对中长期的问题，我们构建的指数也是一个偏中长期的，其中有一致性内容，那么据该指数也只能给出对银行板块估值中长期（至少 1-2 个季度）的预判。从中长期来看，以上三个条件同时出现，或者至少一个条件出现，银行板块都有可能呈现估值修复行情，但是个别条件带来估值修复行情弱于三个条件同时出现的估值修复行情。

目前的经济条件是否具备以上条件。我们认为：至少具备其中的 2 个条件。首先，4 季度，通胀率回落是确定性事件。8 月通胀率 6.2%，已经从上月 6.5% 的高位开始下降，而且由于基数效应、经济周期原因，通胀率回落具有较大的确定性。其次，经济增长率的预期相对比较悲观，预期的改观需要等待宏观政策的调整。9 月 19 日，国务院会议决定商业银行可以向公租房项目发放贷款，可以向符合条件的地方政府融资平台发放保障性住房建设贷款，保障性住房有了必要的资金支持以后，将填补商品房投资建设的下滑。一边是银行的信贷投放



规模将扩张；另一边是，以固定资产投资为主要启动力量的中国经济增长将获得新的增长动力，市场对经济增长预期将有改观。最后，贷款呆账准备金可能继续提高，但是提高的幅度相对有限。2011 年年中，16 家上市银行平均的拨贷比是 2.13%，同 2.5% 的拨贷比监管指标有一定的距离，3 季度和 4 季度，银行的贷款呆账准备金将继续增加，但是由于大型银行拨贷比接近 2.5%，同时也要求在 2014 年年底达标，有充分的缓冲期，大型银行需要增加的部分相对较小。

基于以上分析，4 季度，通胀率预期回落，经济增长预期改观，贷款呆账准备金小幅增加，银行股面对的风险调整后实际经济增长率将提高，银行股将呈现估值修复行情。风险调整后的实际经济增长率提高主要来自 4 季度末通胀率回落。

而且 2011 年全年银行业净利润增长率也将达到 30%。11 年/12 年银行业 PE/PB 分别为：7.28/6.03, 1.30/1.13, 我们继续维持“增持”评级。重点推荐银行股组合是：民生、深发展、招商、农行和工行。

表 1 16 家上市银行盈利预测表

	EPS			BVPS		
	2009	2010	2011E	2009	2010	2011E
深发展	1.62	1.80	2.10	6.59	9.62	12.07
浦发	1.15	1.34	1.46	5.92	8.54	7.82
华夏	0.75	1.20	1.20	6.06	7.11	8.96
招商	0.95	1.19	1.36	4.85	5.79	7.39
北京	0.90	1.09	1.18	6.03	6.83	8.24
交通	0.61	0.69	0.92	3.34	3.96	4.51
工行	0.39	0.47	0.60	2.02	2.35	2.65
建行	0.46	0.54	0.69	2.38	2.79	3.22
中行	0.32	0.38	0.46	2.03	2.39	2.71
中信	0.37	0.55	0.59	2.63	3.08	3.62
民生	0.54	0.66	0.97	3.95	3.90	4.87
南京	0.84	0.78	1.04	6.55	6.34	7.07
宁波	0.58	0.81	1.05	3.90	5.51	6.24
兴业	2.66	3.09	2.18	11.92	15.35	10.23
农行	0.25	0.29	0.41	1.32	1.67	1.91
光大	0.23	0.32	0.41	1.44	2.01	2.31

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

表 2 上市银行估值表

	PE			PB		
	2009	2010	2011E	2009	2010	2011E
深发展	10.55	9.48	8.15	2.59	1.78	1.42
浦发	7.91	6.82	6.25	1.54	1.07	1.17
华夏	14.03	8.81	8.82	1.74	1.49	1.18
招商	12.29	9.81	8.64	2.42	2.03	1.59
北京	10.83	8.97	8.34	1.62	1.43	1.19



交通	7.62	6.74	5.10	1.40	1.18	1.04
工行	10.70	8.71	6.91	2.04	1.75	1.56
建行	9.91	8.40	6.55	1.91	1.63	1.41
中行	9.27	7.68	6.46	1.45	1.23	1.09
中信	12.87	8.57	8.04	1.79	1.53	1.30
民生	10.94	8.99	6.12	1.50	1.53	1.22
南京	10.10	10.91	8.18	1.30	1.34	1.20
宁波	16.64	12.05	9.23	2.49	1.76	1.55
兴业	4.98	4.28	6.07	1.11	0.86	1.29
农行	10.28	8.80	6.29	1.95	1.54	1.34
光大	13.47	9.74	7.48	2.14	1.53	1.33

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

风险分析

其一，地方政府融资平台类的个案再次不断出现；

其二，银行拨备计提大幅增加；



分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者（2008 年），银行业分析师。专注于将金融学理论和具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chen yangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。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、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。