

# 从早春回望当下 - 2009年银行业投资策略

邱志承（金融行业核心分析师）

2008年11月

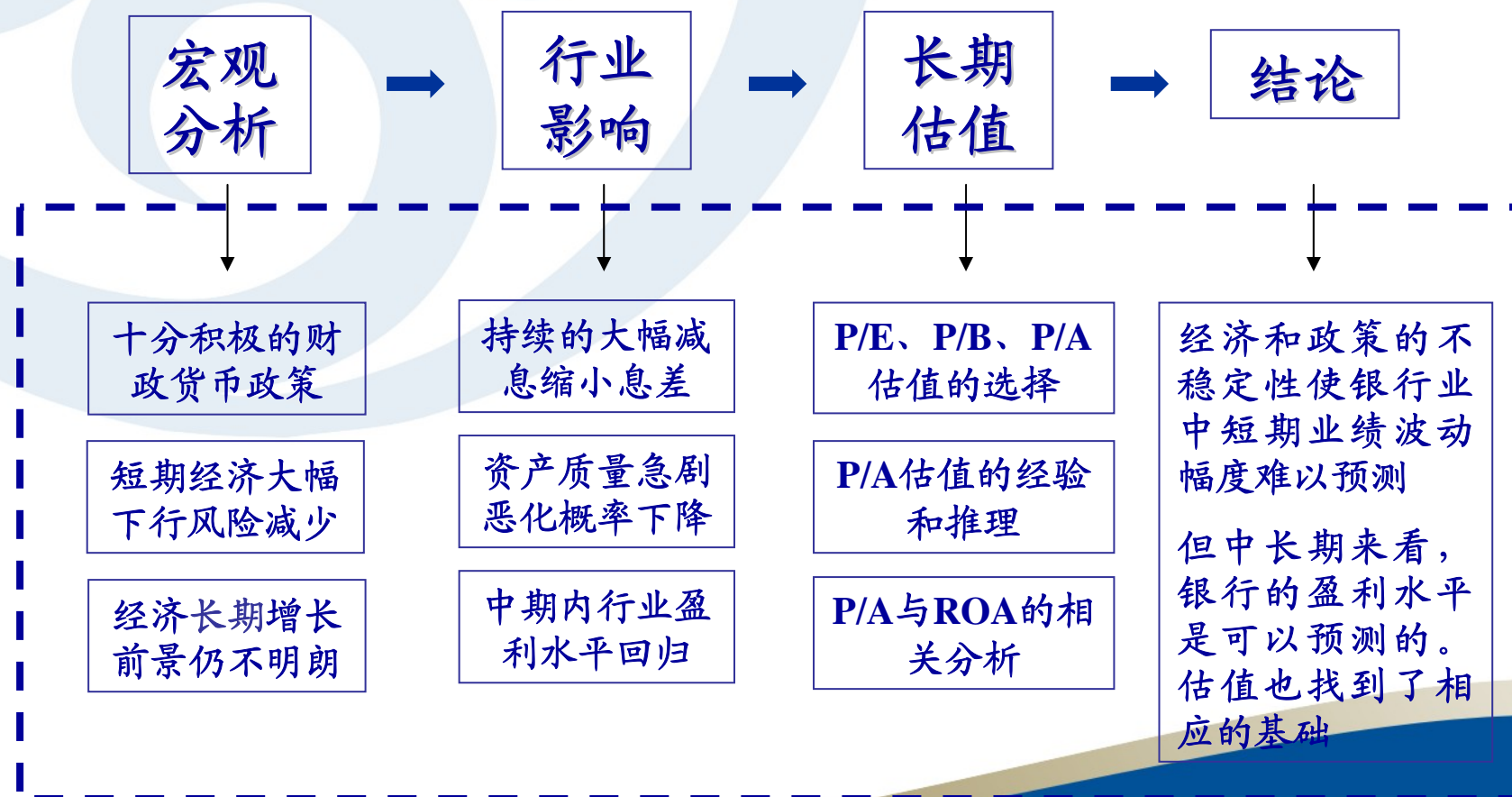


# 引子

## 2008年，我们关注：

- 宏观经济的起伏和调控政策的陆续推出
- 货币政策对于息差的影响
- 经济下行对于资产质量的影响
- 银行业长期可持续发展的盈利能力，及对应的估值水平

# 报告的主线与逻辑:





## 重点公司盈利预测及投资评级

代码	简称	EPS (元)			投资评级	
		2008E	2009E	2010E	上期	本期
600000	浦发银行	2.34	1.85	1.75	增持	增持
601328	交通银行	0.58	0.52	0.51	增持	增持
600036	招商银行	1.58	1.47	1.41	增持	增持
601169	北京银行	0.82	0.62	0.64	增持	增持

## 报告思路

- 我们更多采用从上到下的视角，这一方面是由于中国的银行同质性较强，另一方面也是经济波动和宏观策略对银行业整体的影响，要大于各家银行的差异带来的影响
- 银行业不仅仅受经济周期起伏的影响，还是货币政策传输的渠道。因此不光面临宏观经济下行的风险，政策风险很大
- 我们没有水晶球，不可能准确预测本轮下行经济周期的幅度和时间，但投资本质上是把握大概率事件。如果我们对于中国中长期的经济发展抱有信心，那么可以从站在未来经济复苏的时点上来回望当下，进而寻找中长期的投资机会

## 概要

1. 大幅的减息将使净利息收入下降
2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大
3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测
4. 从未来经济复苏的时点来对现在估值

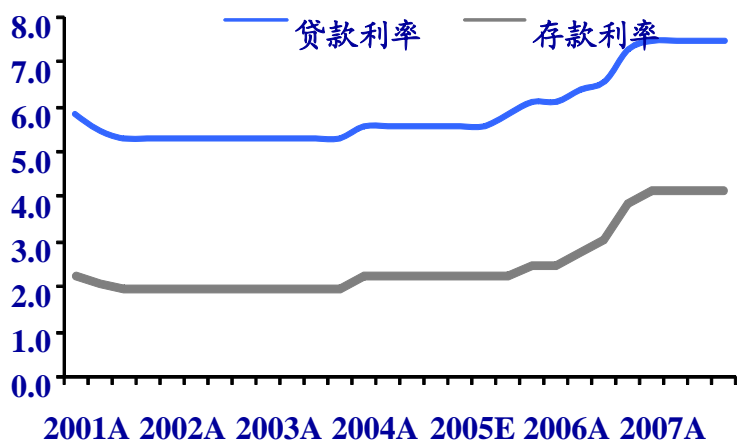
# 1.大幅的减息将使净利息收入下降

影响息差的因素主要是法定利率水平、存款定期化程度和贷款利率的浮动

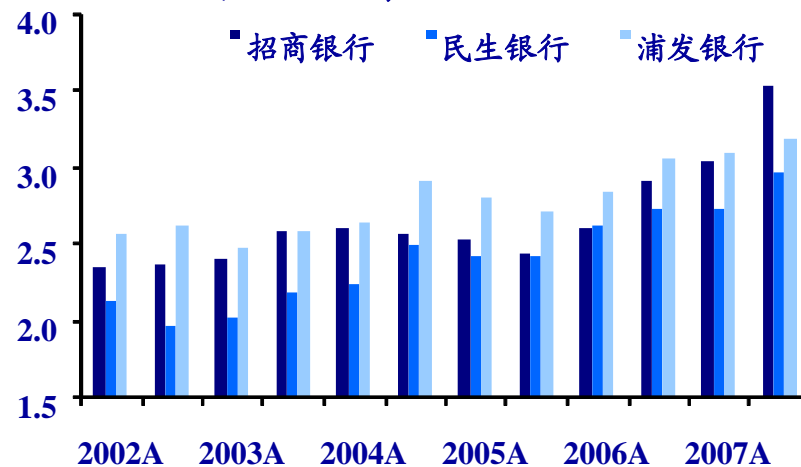
目前的宏观经济形势十分严峻，而且宏观调控更加灵活和前瞻。2009年法定利率很有可能降到低于2003年的最低水平，此外还有可能扩大全部贷款利息的下浮幅度，通过利率市场化迫使银行增加对中小企业的贷款

难以预测未来具体怎么减息，及定期化和贷款利率的浮动幅度。但三家银行2008年息差较2003年上升了近100个基点，这很可能是未来两年息差回落的幅度

法定一年期存贷款利率（%）



老三家银行净息差（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

# 1.大幅的减息将使净利息收入下降

3季度息已经有了明显的回落

	净息差 (NIM)				净利差 (SPREAD)			
	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008
工商银行	3.02	3.01	2.87	2.79	2.88	2.87	2.72	2.63
建设银行	3.31	3.26	3.28	3.20	3.17	3.11	3.12	3.03
中国银行	2.87	2.70	2.59	2.54	2.66	2.50	2.39	2.34
交通银行	3.12	3.13	2.92	2.80	2.99	2.98	2.78	2.66
大型银行平均	3.08	3.02	2.91	2.83	2.93	2.87	2.75	2.67
招商银行	3.33	3.54	3.55	3.20	3.21	3.42	3.41	3.06
中信银行	3.32	3.41	3.46	3.44	3.13	3.22	3.26	3.21
民生银行	2.84	2.77	3.16	3.08	2.71	2.62	3.00	2.91
浦发银行	3.19	3.25	3.16	3.16	3.08	3.11	2.97	2.98
兴业银行	2.79	2.98	3.07	2.92	2.63	2.81	2.89	2.73
华夏银行	2.78	2.77	2.82	2.65	2.67	2.65	2.71	2.50
深发展A	3.08	3.30	2.98	2.90	2.91	3.12	2.80	2.72
中型银行平均	3.05	3.15	3.17	3.05	2.91	2.99	3.01	2.87
北京银行	2.93	2.98	2.98	3.07	2.72	2.79	2.75	2.86
南京银行	2.96	3.20	3.04	2.86	2.60	2.88	2.69	2.49
宁波银行	3.35	3.49	3.48	3.50	3.16	3.24	3.17	3.22
小型银行平均	3.08	3.22	3.17	3.14	2.83	2.97	2.87	2.86
全部银行平均	3.08	3.13	3.10	3.01	2.89	2.95	2.90	2.81

资料来源：公司公告，海通证券研究所



# 1.大幅的减息将使净利息收入下降

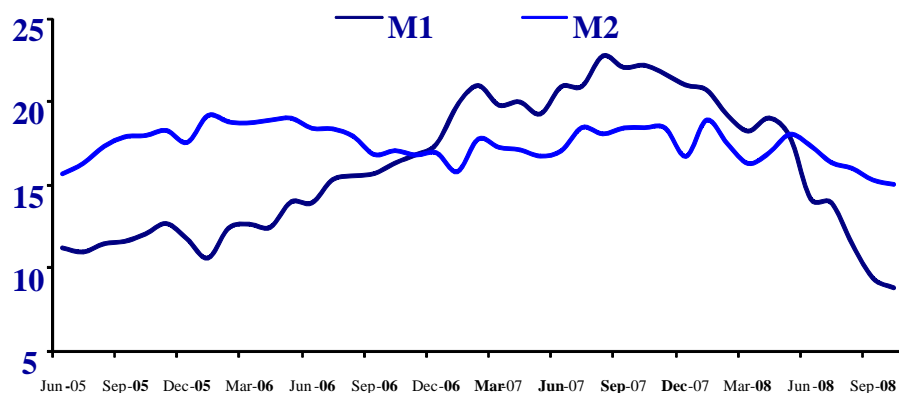
虽然信贷额度控制取消了，但GDP和通胀的回落使M2增速明显下降，这会从根本上制约2009年银行资产规模的增速

息差的回落和银行规模增速的下降，将使息差收入出现负增长

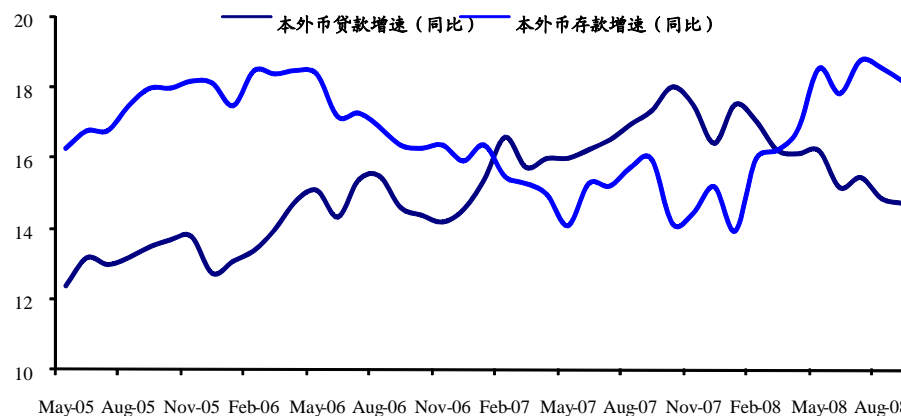
净利息收入增长测算 (%)

		息差缩减幅度							
		20	30	40	50	60	70	80	90
盈利资产增长	8.0	0.6	-3.2	-6.9	-10.6	-14.3	-18.1	-21.8	-25.5
	9.0	1.5	-2.3	-6.0	-9.8	-13.6	-17.3	-21.1	-24.8
	10.0	2.4	-1.4	-5.2	-9.0	-12.8	-16.6	-20.3	-24.1
	11.0	3.3	-0.5	-4.3	-8.1	-12.0	-15.8	-19.6	-23.4
	12.0	4.3	0.4	-3.4	-7.3	-11.2	-15.0	-18.9	-22.8
	13.0	5.2	1.3	-2.6	-6.5	-10.4	-14.3	-18.2	-22.1
	14.0	6.1	2.2	-1.7	-5.7	-9.6	-13.5	-17.4	-21.4

M1和M2增速 (%)



存贷款增速 (%)



## 概要

1. 大幅的减息将使净利息收入下降
2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大
3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测
4. 从未来经济复苏的时点来对现在估值

## 2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大

3季度上市银行贷款质量的下降仅仅是开始

	加回核销后不良率变动 (%)				不良率 (%)			
	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008
工商银行	-0.23	-0.15	-0.01	0.07	2.74	2.51	2.41	2.37
建设银行	-0.12	-0.21	0.04	0.10	2.60	2.28	2.21	2.17
中国银行	-0.17	-0.27	-0.12	0.07	3.12	2.77	2.58	2.58
交通银行	-0.01	-0.02	-0.03	0.02	1.94	1.88	1.83	1.75
大型银行平均	-0.13	-0.16	-0.03	0.07	2.60	2.36	2.26	2.22
招商银行	-0.01	0.02	-0.28	-0.05	1.54	1.54	1.25	1.20
中信银行	0.00	-0.13	0.03	-0.25	1.48	1.46	1.45	1.37
民生银行	0.11	-0.01	0.08	0.06	1.22	1.16	1.21	1.22
浦发银行	-0.09	-0.07	-0.16	0.01	1.46	1.38	1.22	1.19
兴业银行	-0.02	-0.07	0.02	0.08	1.15	1.05	1.04	1.06
华夏银行	2.74	0.01	NA	NA	2.25	2.15	2.06	2.09
深发展A	-0.41	-0.32	-0.38	-0.12	5.62	5.15	4.64	4.28
中型银行平均	0.33	-0.08	-0.12	-0.05	2.10	1.98	1.84	1.77
北京银行	0.00	-0.18	NA	NA	2.06	1.94	1.74	1.58
南京银行	-0.24	-0.07	-0.33	0.01	1.79	1.72	1.39	1.37
宁波银行	0.01	0.03	0.02	0.26	0.36	0.38	0.40	0.64
小型银行平均	-0.12	-0.07	-0.16	0.14	1.40	1.35	1.18	1.20
全部银行平均	0.11	-0.10	-0.08	0.02	2.10	1.96	1.82	1.78

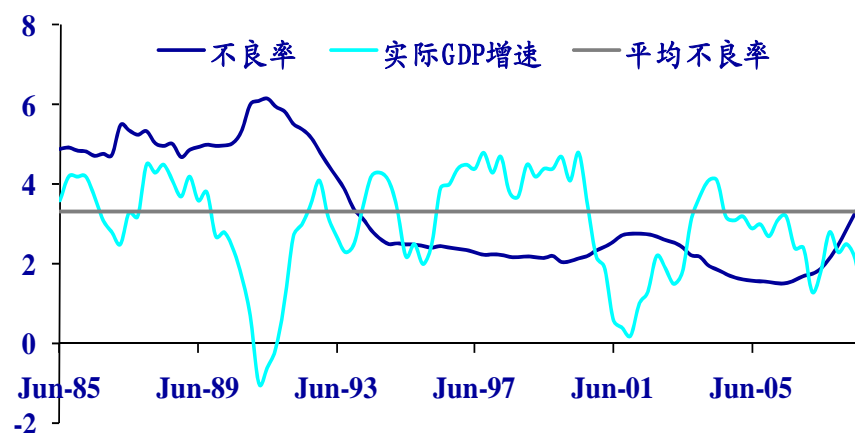
## 2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大

资产质量的下降幅度，现在来看几乎是一个不可准确预测的变量，但4万亿的政府支出和货币政策放松，至少能在短期防止经济大幅下滑，银行资产质量大幅恶化的可能性下降，2009年信贷成本上升幅度相应有限

不过，如果没有长期、制度性改善的政策出台，中国经济扩张的宏观政策仅能减缓经济下行的速度，银行资产质量的下行趋势还将持续

银行业不良率的上升一般会滞后于宏观经济。除了GDP的滞后影响以外。国内银行业的考核和监督方面的原因，也会带来对于不良贷款的确认是的滞后，静态的观察目前的不良率有明显的误导

美国大型银行不良率与GDP增速(%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

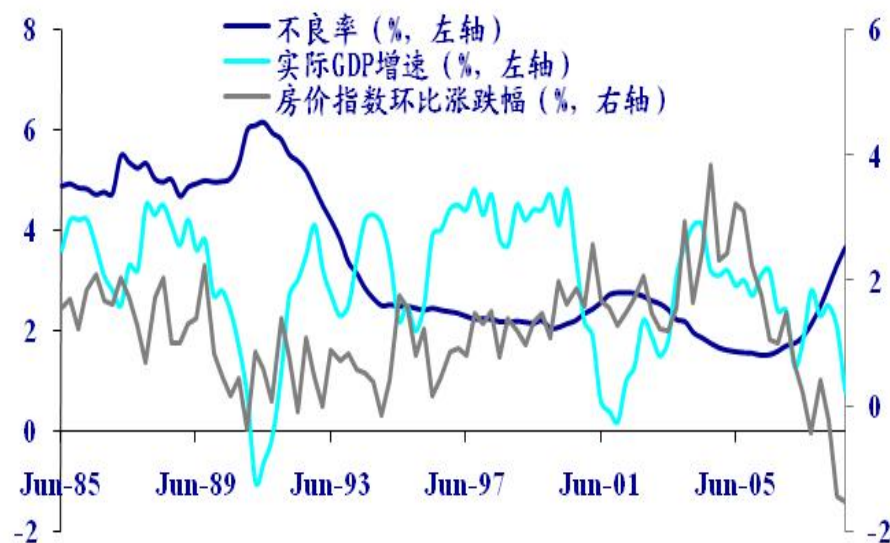


## 2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大

我们试图探寻未来不良余额变化的趋势

参考美国银行业不良率变动同宏观经济运行、房价变化和企业经营状况之间的相关性来选定因变量

### 美国不良率与GDP增速、房价走势



### 美国不良率与企业销售额、利润增速



## 2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大

我们使用逐步回归法以及主成分分析法来筛选自变量和消除多重共线性，依靠两步回归法来弱化序列相关的影响，回归结果发现：不良率的反弹较经济下行有一定的滞后，而滞后自变量5个季度是统计上最为显著的

回归方程： $npl5_t - 0.665 * npl5_{t-1} = 16.680 - 5.144 * factor1$

因子方程： $factor1 = 0.160 * GDP + 0.155 * M2/GDP + 0.153 * HOSER + 0.165 * CAT + 0.155 * CIR + 0.140 * SG + 0.168 * EBITI$

主成分因子系数	factor1
GDP	0.160
M2/GDP	0.155
居民房价收入比 (HOSER)	0.153
流动资产周转率 (CAT)	0.165
资本增值率 (CIR)	0.155
企业销售收入增速 (SG)	0.140
利息保障倍数 (EBITI)	0.168
因子累计解释能力	82.93%

两步回归结果	系数	t统计量	p值
截距项	16.680	97.362	0.00
因子一	-5.144	-30.617	0.00
因变量	$npl5_t - 0.665 * npl5_{t-1}$		
调整R平方	0.933		
F统计量P值	0.000		
DW统计量	1.652		

说明： $npl5_t$ 和 $npl5_{t-1}$ 分别表示加回核销的，滞后自变量5个季度的商业银行不良率及其一阶滞后项；0.655为第一次回归DW统计量所隐含的相关系数

全球金融动荡与经济调整下的中国资本市场

海通证券2009年投资策略报告会

## 2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大

我们将回归结果还原，显示：**GDP增速、M2/GDP、居民房价收入比、流动资产周转率、资本增值率、企业利润增速、企业利息保障倍数与不良率均成负相关，相关关系显著**

从预测数据来看，在不考虑未来核销的情况下，不良余额上升的趋势已经形成，不良率在2009年1季度有可能因为贷款余额的较快增长出现回调，但整体上也呈升高的态势

	NPL加回核销 (%)	加回核销不良余额 (十亿元)	NPL剔除核销 (%)	核销后不良余额 (十亿元)
3Q2008	11.11	28.35	6.01	12.47
4Q2008	11.47	28.44	5.72	12.55
1Q2009	11.92	30.01	6.28	14.12
2Q2009	12.32	31.21	6.72	15.32
3Q2009	13.20	32.55	7.16	16.66
4Q2009	13.75	33.50	7.45	17.61

资料来源：海通证券研究所

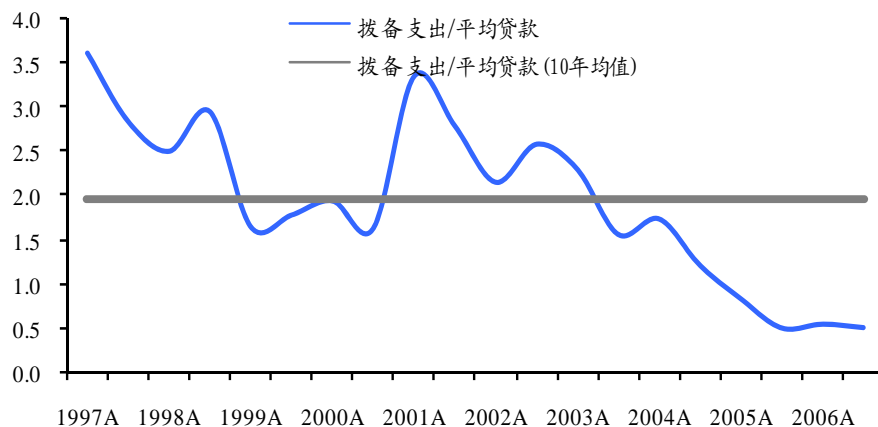
## 2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大

日本银行业在1997年亚洲金融危机时信贷成本最高，近期有所下降，10年的平均水平为1.95%，目前虽下降到了0.5%左右，但这一信贷成本对应的息差只有1.2%左右

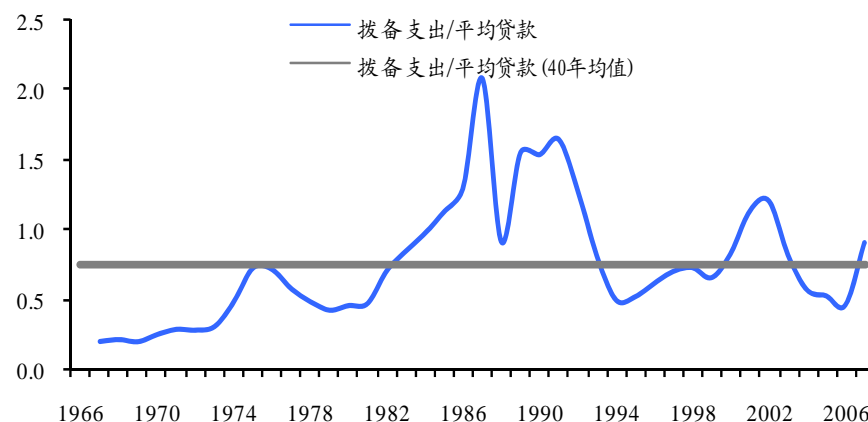
美国银行1997-2007年平均的信贷成本是0.75%。S&L危机时达到2%，次贷危机时也在2%以上

而2008年银行信贷成本在0.6%左右，假设2009年不良率上升1个百分点，信贷成本将上升到1%左右，不过短期内较高的拨备覆盖率能提供部分缓冲

日本银行业信贷成本(%)



美国银行业信贷成本(%)





## 概要

1. 大幅的减息将使净利息收入下降
2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大
3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测
4. 从未来经济复苏的时点来对现在估值

### 3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测

目前银行业不仅仅面临宏观经济下行的风险，政策风险很大。政府了为宏观经济大局的需要，有可能进一步推出对让渡银行业利益的政策

就象我们之前报告里写的，目前银行业1%以上的ROA和20%以上ROE的盈利水平是不可持续的。在2009年银行业整体的ROA水平会明显下降，下降主要源于息差水平的收缩和信贷成本的上升

可能具体方式是：除大幅减息外，央行扩大全部贷款利息的下浮空间，通过推进利率市场化的方式，迫使增加对中小企业的贷款，而这又会提高银行的信贷成本。在宏观恶化的情况下，银行未来甚至有可能短期处于微利，这意味着业绩出现大幅的下降

从目前的宏观经济政策的角度看，息差的收缩风险有所上升，而信贷成本短期内大幅上升的风险有所下降，但ROA回落的趋势没有改变

### 3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测

中性假设	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	
存贷比	66.0	68.0	69.1	70.0	69.0	69.0	69.0	69.0	69.0	存贷比稳定
财务杠杆	20.8	16.6	15.8	17.0	19.0	22.5	28.0	28.0	28.0	其杠杆一直上升到其32倍上限
NIM	2.31	2.34	2.66	2.85	2.35	2.15	2.10	2.30	2.30	快速回落，创2000年后最低水平
非息收入比重	9.3	9.9	12.0	13.0	15.0	15.5	16.0	16.5	17.0	混业经营推进迟缓，非息上升有限
费用收入比	45.1	44.7	42.5	41.0	43.0	45.0	47.0	49.0	49.0	收入增长下降，费用收入比上升
信贷成本	0.67	0.71	0.68	0.60	0.70	0.80	0.95	0.85	0.85	信贷成本上升到历史较高水平
有效税率	32.7	30.5	30.9	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	两税合并后有效税率明显下降
派息率	30.0	30.0	30.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	派息率为证监会要求3年较低水平
RWA/总资产	60.0	60.0	60.0	60.8	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	

中性结论	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	
ROE	13.6	11.4	14.1	20.1	16.4	15.1	14.9	18.1	18.3	ROE在高位主要得益于杠杆的提升
ROA	0.66	0.68	0.90	1.18	0.86	0.67	0.53	0.65	0.65	ROA逐步下降到2005年左右的水平
ROAA(拨备前)	1.40	1.44	1.74	1.93	1.58	1.40	1.33	1.40	1.41	
ROAA(税前)	0.98	0.98	1.30	1.54	1.12	0.87	0.69	0.84	0.85	
资产规模扩张	9.6	6.4	9.4	12.0	13.7	13.4	13.9	13.6	13.7	规模增速与未来M2基本同步
净利息收入增长		8.0	24.3	20.0	-6.2	3.8	11.3	24.4	13.7	
非息收入增长		16.0	54.6	31.2	10.7	7.9	15.6	29.0	17.9	
拨备支出增长		14.5	6.4	0.4	31.6	30.7	36.5	1.6	13.7	
营业收入增长		8.7	27.3	21.3	-4.0	4.4	12.0	25.1	14.4	
营业费用增长		8.0	21.0	17.0	0.7	9.2	16.9	30.5	14.4	
可支持的利润增长		10.6	43.5	47.9	-17.3	-11.6	-9.5	37.6	14.9	ROA逐步下降，利润继续下降
核心资本充足率	8.03	10.01	10.56	9.68	8.78	7.42	5.96	5.96	5.96	充足率已显不足，再融资压力较大

### 3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测

悲观假设	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	
存贷比	66.0	68.0	69.1	70.0	69.0	69.0	69.0	69.0	69.0	存贷比稳定
财务杠杆	20.8	16.6	15.8	17.0	22.0	29.0	39.0	39.0	39.0	其杠杆一直上升到其40倍上限
NIM	2.31	2.34	2.66	2.85	2.20	2.10	2.00	2.20	2.20	快速回落，创2000年后最低
非息收入比重	9.3	9.9	12.0	13.0	15.8	16.3	16.8	17.3	17.8	混业经营推进迟缓，非息上升有限
费用收入比	45.1	44.7	42.5	41.0	47.0	49.0	51.0	53.0	53.0	费用收入比被动大幅上升
信贷成本	0.67	0.71	0.68	0.60	1.10	1.20	1.20	1.00	0.90	信贷成本持续在高位
有效税率	32.7	30.5	30.9	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	两税合并后有效税率明显下降
派息率	30.0	30.0	30.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	派息率为证监会要求3年最低水平
RWA/总资产	60.0	60.0	60.0	60.8	59.9	59.9	59.9	59.9	59.9	

悲观结论	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	
ROE	13.6	11.4	14.1	20.1	11.2	10.7	11.1	17.4	19.6	ROE在高位主要得益于杠杆的提升
ROA	0.66	0.68	0.90	1.18	0.51	0.37	0.29	0.45	0.50	ROA逐步下降到历史较低水平
ROAA(拨备前)	1.40	1.44	1.74	1.93	1.38	1.28	1.18	1.25	1.26	
ROAA(税前)	0.98	0.98	1.30	1.54	0.66	0.48	0.37	0.58	0.65	
资产规模扩张	9.6	6.4	9.4	12.0	11.6	11.3	12.0	13.9	15.7	规模增速与未来M2基本同步
净利息收入增长		8.0	24.3	20.0	-13.9	6.2	6.7	25.3	15.7	
非息收入增长		16.0	54.6	31.2	8.2	10.3	10.6	29.8	19.8	
拨备支出增长		14.5	6.4	0.4	104.5	22.8	13.0	-5.1	4.1	
营业收入增长		8.7	27.3	21.3	-11.0	6.9	7.3	26.0	16.4	
营业费用增长		8.0	21.0	17.0	2.0	11.4	11.7	31.0	16.4	
可支持的利润增长		10.6	43.5	47.9	-52.1	-19.1	-13.4	77.4	30.7	利润大幅下降后剧烈反弹
核心资本充足率	8.03	10.01	10.56	9.68	7.59	5.75	4.28	4.28	4.28	充足率已显不足，再融资不可避免



### 3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测

由于这次中国经济面临的挑战很大，银行业对于经济下行的敏感程度不是线性的，在经济出现大起大落的时候，银行的业绩波动水平要大于其他行业的平均水平，特别考虑目前银行盈利水平过高，未来业绩下行风险更大

银行盈利能力将回归正常水平，未来银行盈利能力可能不仅仅是周期性回落，更会是趋势性下降。通过前面的测算，我们认为未来银行业ROA回落的幅度在1/3-1/2左右，在财务杠杆不大幅提高情况下，ROE水平在10-15%左右，略高于上市公司平均水平

虽然我们可以判断ROA回落幅度，但我们难以预测回落的速度和路径。如果ROA的大幅回落在2009年完成，将出现30%以上的大幅负增长，但这是上市银行不愿意看到的，很有可能通过财务手段平滑利润，但这只改变业绩波动的路径，不会改变终点

当然也有可能出现悲观情景，连续的业绩大幅负增长

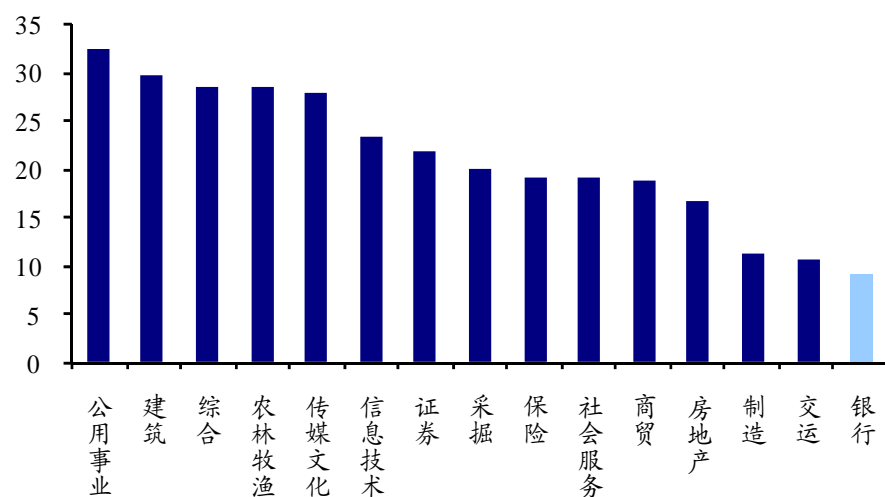
## 概要

1. 宏观经济、货币政策与银行的息差
2. 贷款质量将持续下降，但2009年失控的概率不大
3. 业绩下行风险大，业绩波动路径难以预测
4. 从未来经济复苏的时点来对现在估值

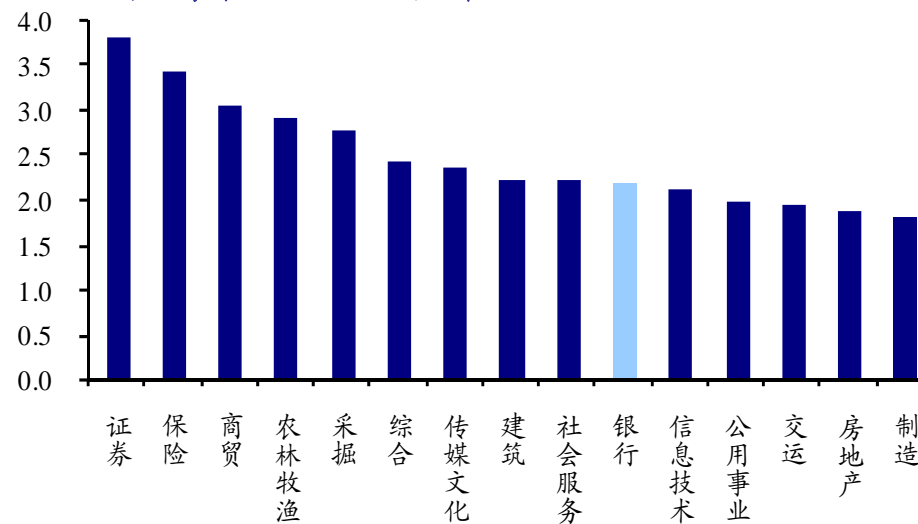
## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

- 银行板块的估值在A股市场中处于低位，如果未来银行板块业绩回落幅度要不大于市场的平均水平，目前银行股是存在相对的估值优势的
- 这一判断最大的风险来自于宏观经济的下行，经济大幅波动情况下，银行业由于高杠杆性，其下行风险很大的。此外中国银行业面临政策性风险

银行板块P/E估值

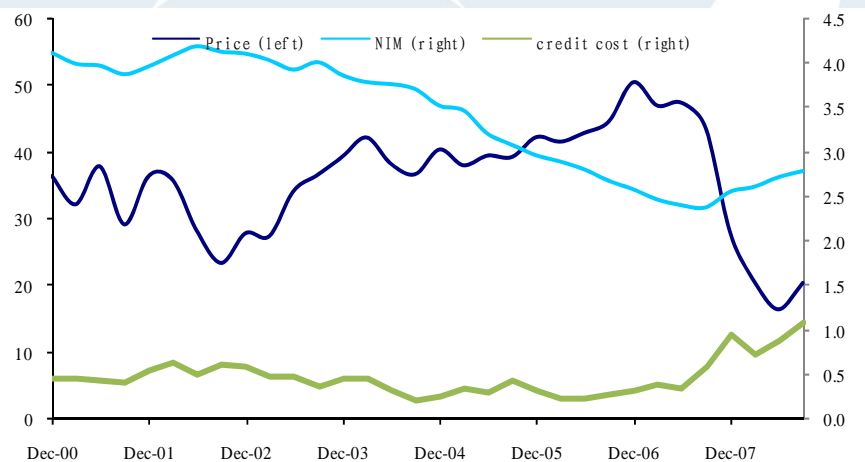


银行板块P/B估值

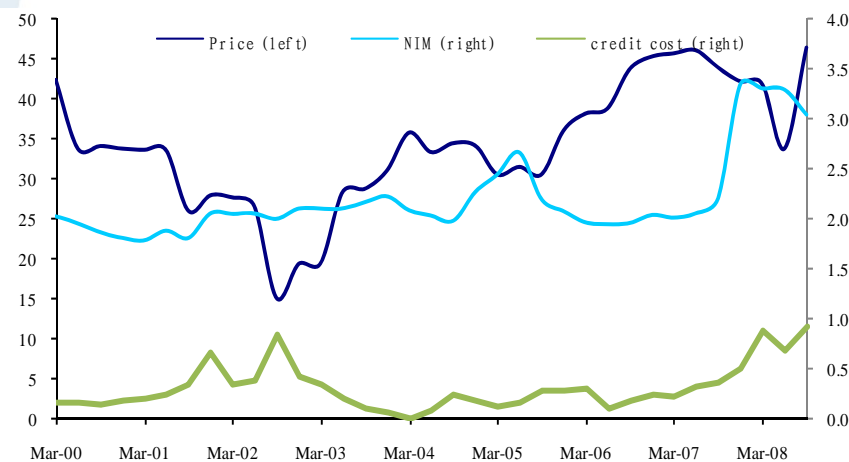


## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

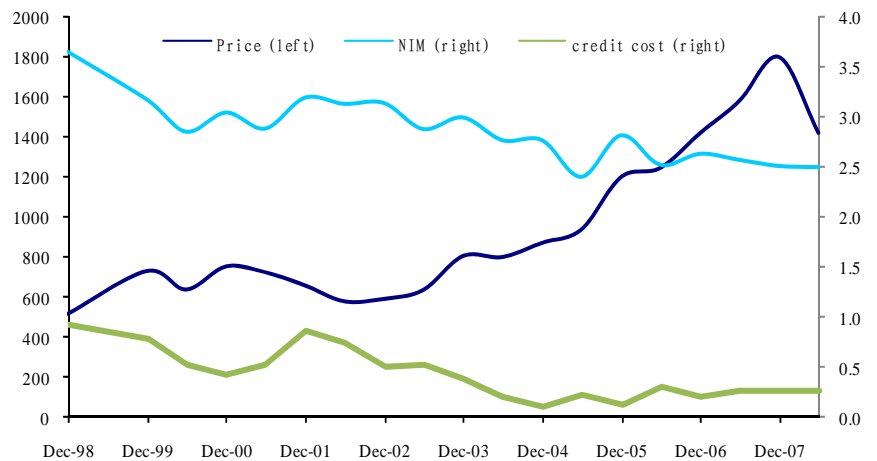
### 花旗集团股价、息差与信贷成本 (%)



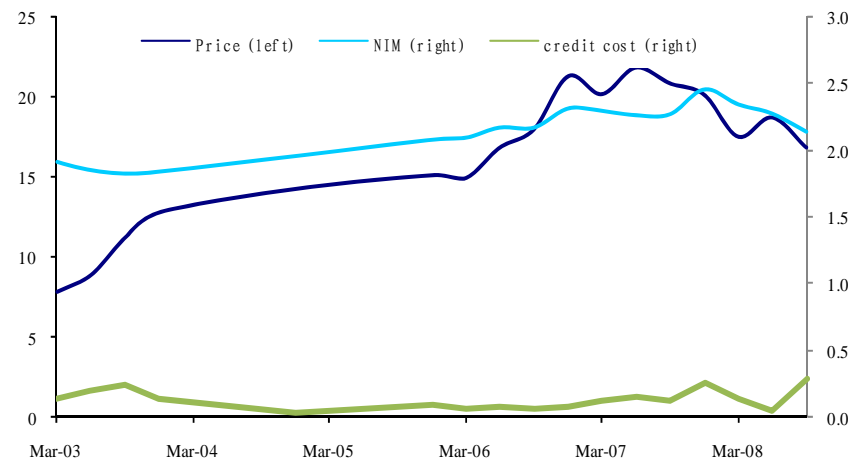
### 摩根大通 股价、息差与信贷成本 (%)



### 渣打银行股价、息差与信贷成本 (%)



### 星展银行股价、息差与信贷成本 (%)





## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

	11月26日	P/E (X)					P/B (X)				
	股价	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
工商银行	3.96	12.3	13.2	14.6	13.6	13.3	2.19	2.05	1.94	1.81	1.70
建设银行	4.29	9.7	10.3	11.9	10.9	10.1	2.12	1.97	1.84	1.69	1.55
中国银行	3.23	11.3	10.9	10.7	9.2	7.3	1.61	1.50	1.40	1.29	1.13
交通银行	4.84	8.2	8.9	8.9	7.8	6.6	1.65	1.49	1.36	1.22	1.09
招商银行	12.26	7.6	8.2	8.5	7.6	6.1	2.11	1.80	1.57	1.37	1.18
中信银行	4.18	11.1	15.2	13.8	12.1	11.0	1.69	1.58	1.46	1.35	1.24
民生银行	4.14	8.0	10.5	10.2	9.1	7.7	1.40	1.33	1.17	1.04	0.93
浦发银行	12.99	5.4	6.9	7.2	6.7	6.1	1.76	1.30	1.11	0.95	0.82
兴业银行	14.40	5.9	7.9	7.2	6.3	5.4	1.46	1.31	1.16	1.02	0.90
华夏银行	7.80	10.5	13.4	13.1	12.0	11.3	1.43	1.33	1.26	1.19	1.14
深发展	9.50	7.5	8.7	7.5	6.2	4.7	1.55	1.39	1.22	1.07	0.91
北京银行	8.34	10.1	12.3	11.6	10.0	8.9	1.65	1.48	1.34	1.20	1.08
南京银行	8.77	10.5	12.7	13.8	13.3	10.4	1.44	1.35	1.27	1.18	1.09
宁波银行	6.94	12.7	17.3	15.8	14.6	11.8	1.96	1.89	1.78	1.67	1.54
		P/PPoP (X)					P/A (市值/总资产, %)				
		2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
工商银行		7.04	6.99	7.23	6.67	6.40	13.5%	12.5%	11.6%	10.7%	9.9%
建设银行		6.10	6.26	6.42	5.91	5.63	13.5%	12.3%	11.1%	10.0%	9.2%
中国银行		6.26	6.09	5.87	5.02	4.17	11.9%	11.0%	10.1%	9.2%	8.5%
交通银行		5.05	4.97	4.85	4.31	3.81	9.7%	8.6%	7.6%	6.9%	6.2%
招商银行		5.24	5.56	5.26	4.32	3.64	12.1%	9.9%	8.4%	7.1%	6.0%
中信银行		6.91	8.17	7.06	6.11	5.42	13.4%	11.4%	9.9%	8.9%	8.0%
民生银行		4.54	5.05	4.36	4.00	3.55	7.2%	6.0%	5.7%	5.3%	4.4%
浦发银行		3.66	4.20	4.03	3.67	3.30	6.7%	6.4%	5.5%	4.7%	4.1%
兴业银行		4.32	4.71	3.92	3.20	2.84	7.6%	6.3%	5.6%	4.8%	4.2%
华夏银行		4.28	4.66	3.75	3.20	2.82	5.5%	4.7%	4.1%	3.5%	3.0%
深发展		3.75	3.86	3.18	2.58	2.20	6.7%	5.2%	4.3%	3.6%	3.0%
北京银行		6.86	8.20	6.81	5.73	4.94	12.3%	10.5%	9.0%	7.9%	7.0%
南京银行		7.92	9.28	9.19	7.86	6.46	16.6%	13.8%	11.7%	9.8%	8.3%
宁波银行		8.99	9.09	7.55	6.52	5.42	18.7%	15.1%	12.3%	10.0%	8.1%

## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

我们采用P/A(市值/总资产)的估值方法，有几方面的原因：

只要中国M2还是增长的，银行的资产也将持续增长，未来的银行业的资产规模比利润和净资产更可靠

虽然对未来的估值，现在要给予贴现和打折，但中国银行业资产规模的增速在10-15%左右，未来会有所下降，但持续明显低于10%的概率不大。这与估值的贴现率比较接近，因此经济调整需要的时间对于我们估值的结果影响并不敏感。而这几乎是现在最不确定的因素，这种估值方式能够使我们在一定程度上忽略宏观经济的影响

P/A(市值/总资产)估值对应的是ROA，银行的这一指标也能最好地反映其经营和盈利能力，不会受到期间再融资的影响，我们本报告和之前的报告都把银行的ROA作为主要的研究和分析指标

我们下面将用历史和海外数据和估值公式来计算未来合理的P/A

## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

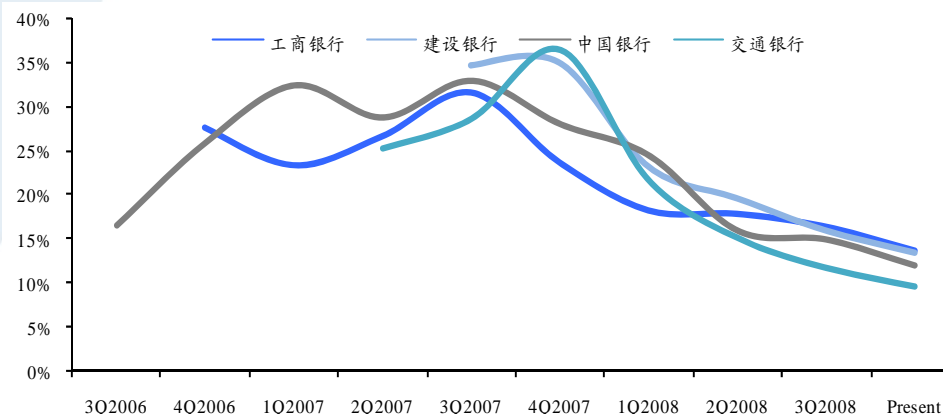
大型银行上市时间较短，目前P/A (市值/总资产)在13%左右，要明显高于中型银行的平均水平

中型银行历史上最低的P/A在2005年的2季度，那时平均值为6.5%，最高值在2007年3季度，平均值为28%，而目前平均水平为8.6%

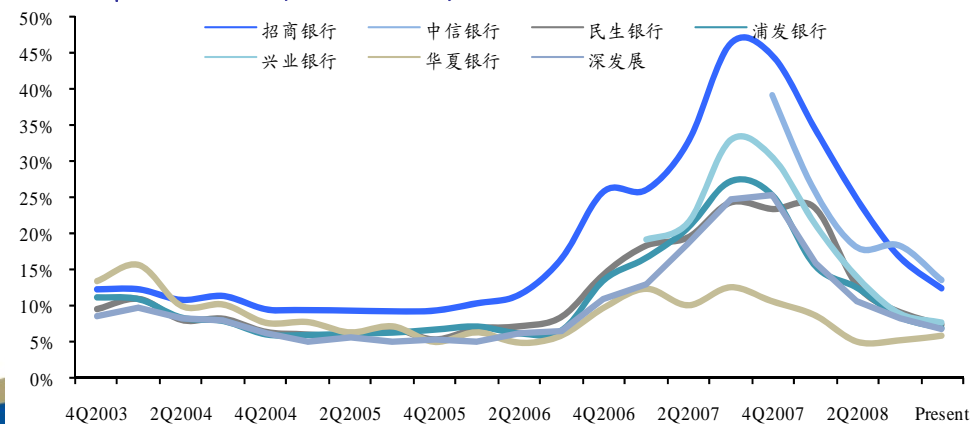
海外银行在一般的P/A也6-7%

	P/A (%)	ROA (2008E)	ROA (2009E)
花旗集团	3.1	0.10	N/A
摩根大通	6.5	0.52	0.75
美国银行	6.0	0.69	N/A
汇丰控股	3.7	0.69	0.77
渣打银行	6.9	0.87	0.91
星展银行	6.7	0.87	0.90

### 大型银行历史的P/A



### 中型银行历史的P/A

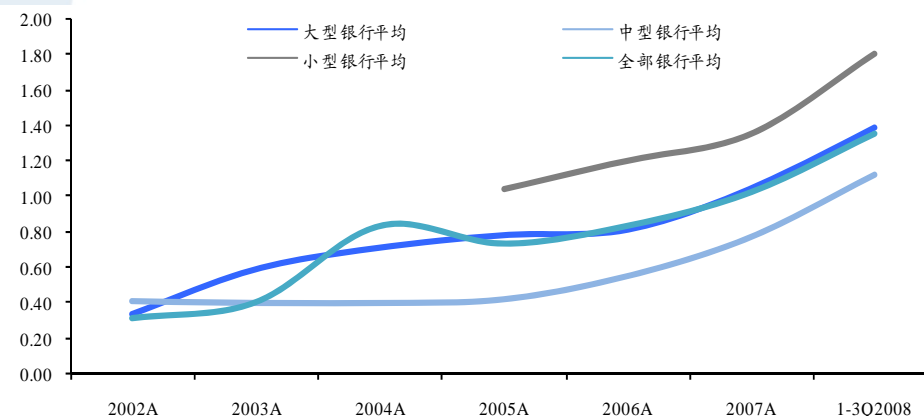


## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

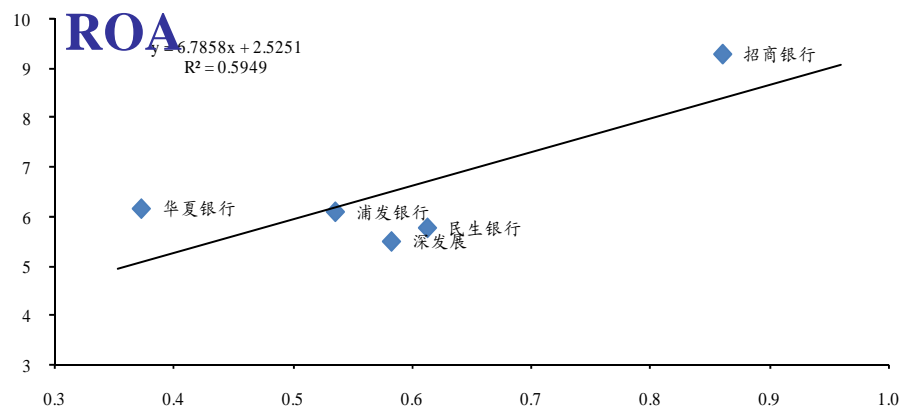
我们分别用2Q2005 P/A与2006 ROA;  
及2008 P/A与2009 ROA回归。从回归  
方程中可以发现目前市场对于未来  
ROA的预期较2005年要明显乐观

从谨慎出发,简单假设经济复苏时,  
银行的P/A为2005年低点的水平,再假  
设银行的规模增速和Ke基本相等,那  
银行股价平均有25%左右的下行空间

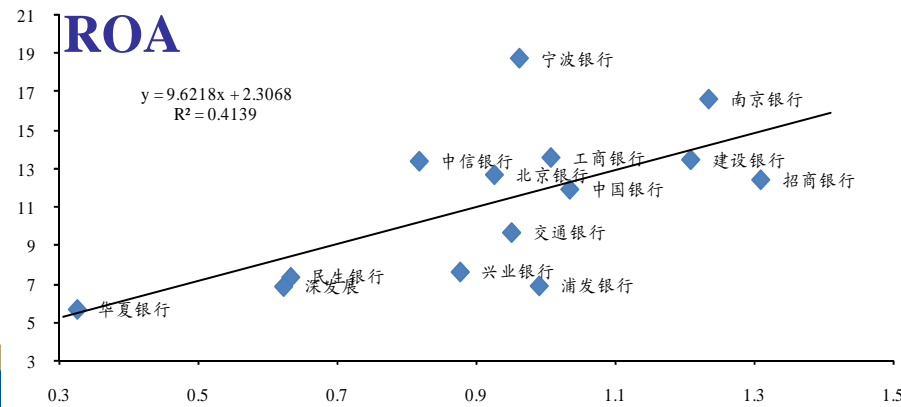
### 上市银行ROA的上升



### 上市银行2Q2005的P/A与2006年



### 上市银行2008的P/A与2009年





## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

在参考了历史数据后，我们再从理论上推导合理的P/A的水平

我们从： $P/B = (ROE-g) / (K_e-g)$  推出  $P/A = (ROA-g/L)/(K_e-g)$

L为财务杠杆，设必要核心充足率 = 7.50%，资产风险权重 = 60%，推出  $L = 22.2$

由于经济面临较大的不确定性，我们假设 $K_e$ 为12%，进而算得出下表

		ROA									
		0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95
g	5.0	3.9	4.6	5.4	6.1	6.8	7.5	8.2	8.9	9.6	10.4
	5.5	3.9	4.7	5.4	6.2	7.0	7.7	8.5	9.3	10.0	10.8
	6.0	3.8	4.7	5.5	6.3	7.2	8.0	8.8	9.7	10.5	11.3
	6.5	3.8	4.7	5.6	6.5	7.4	8.3	9.2	10.1	11.0	11.9
	7.0	3.7	4.7	5.7	6.7	7.7	8.7	9.7	10.7	11.7	12.7
	7.5	3.6	4.7	5.8	6.9	8.0	9.2	10.3	11.4	12.5	13.6
	8.0	3.5	4.7	6.0	7.2	8.5	9.7	11.0	12.2	13.5	14.7
	8.5	3.3	6.2	9.1	11.9	14.8	17.6	20.5	23.3	26.2	29.1
	9.0	3.2	6.5	9.8	13.2	16.5	19.8	23.2	26.5	29.8	33.2
	9.5	2.9	6.9	10.9	14.9	18.9	22.9	26.9	30.9	34.9	38.9
10.0	2.5	7.5	12.5	17.5	22.5	27.5	32.5	37.5	42.5	47.5	

## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

未来经济即使复苏后，很可能长期经济增长潜力会有所下降，企业盈利能力也将低于2000年后的平均水平，银行作为分享宏观经济的行业，其盈利水平也将下降。而估值也将由于全流通而回落到与实体经济相当

2006年，上市银行的平均ROA水平分别0.59%，在此估值下隐含的长期增长率为5.25%左右，在熊市里出于谨慎，我们假设经济复苏时市场对于银行板块的隐含增长率也为5.25%，那么在复苏时点银行板块的P/A估值为：

中性情景： $P/A = (ROA-g/L)/(Ke-g) = 6.13\%$ ； $P/B = (ROE-g) / (Ke-g) = 1.36$

悲观情景： $P/A = (ROA-g/L)/(Ke-g) = 3.91\%$ ； $P/B = (ROE-g) / (Ke-g) = 0.87$

假设：经济复苏在2012年，银行资产的增速为13%，中性情景下那么目前对应的P/A为6.3-6.4%；悲观情景下P/A为4.0-4.1%，两个情景下，下跌的空间分别是25%和52%（不考虑再融资）

(%)	P/A	ROA (2005E)	ROA (2006E)	隐含增长率
招商银行	9.3	0.59	0.86	5.50
民生银行	5.3	0.54	0.61	5.40
浦发银行	6.7	0.51	0.54	4.70
华夏银行	4.8	0.40	0.37	NA
深发展	5.4	0.15	0.58	5.40
平均值	6.3	0.44	0.59	5.25

## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

由于我们是假设未来3-5年后经济复苏，不同银行的增长潜力不同，长期的P/A估值也将明显受到影响

资产规模的增长将使部分银行再融资，这会对估值产生明显的不利影响

	核心资本充足率 (%)		P/A (摊薄后, %)		ROA	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
工商银行	10.27	10.13	10.7	9.9	0.69	0.66
建设银行	8.57	8.25	9.9	9.1	0.76	0.75
中国银行	9.77	10.06	9.2	8.5	0.84	0.98
交通银行	9.46	9.70	6.8	6.1	0.68	0.73
招商银行	7.37	7.49	7.3	6.2	0.79	0.83
中信银行	11.33	11.33	8.3	7.4	0.85	0.84
民生银行	7.02	6.53	5.7	5.2	0.46	0.46
浦发银行	7.63	7.62	4.8	4.2	0.59	0.56
兴业银行	7.60	7.51	4.8	4.2	0.62	0.63
华夏银行	6.83	6.53	4.0	3.6	0.35	0.35
深发展	5.20	5.07	5.3	4.4	0.47	0.51
北京银行	15.25	15.23	8.0	7.1	0.87	0.85
南京银行	16.97	15.68	9.8	8.3	0.70	0.75
宁波银行	7.87	6.86	9.9	8.9	0.60	0.60

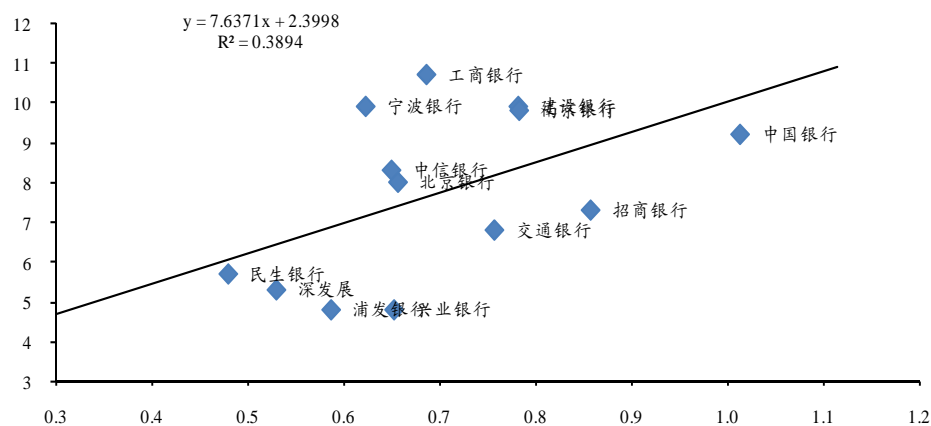
## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

前面分析了在两个情景下，银行板块P/A估值的绝对调整幅度，再分析一下相对估值。需要注意：经济复苏具体的时间对于我们的结论影响不大

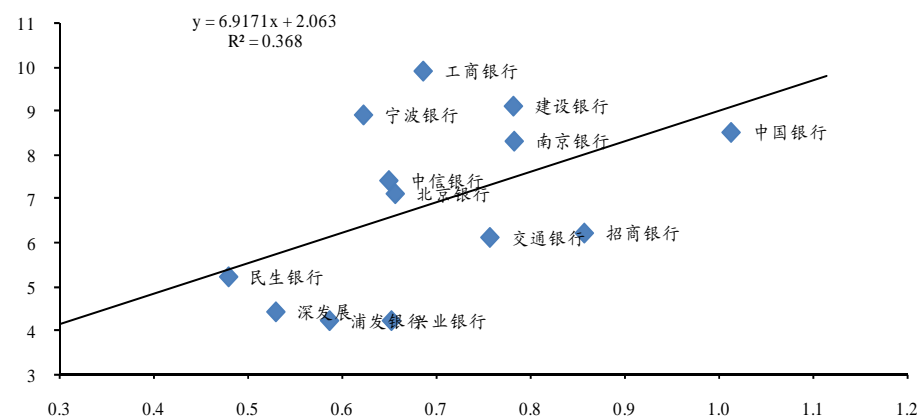
我们假设必要的核心资本充足率为7.5%，未来不足部分，假设以1倍P/B增发弥补，然后假设经济复苏在2012年，股价在2011年提前反映这一预期

把预期的P/A和ROA进行回归分别，在我们假设的经济复苏点2012年来看，工行、宁波银行、建行估值较高；而兴业、招行和浦发估值较有吸引力

上市银行2011的P/A与2012年



上市银行2012的P/A与2012年





## 4.从未来经济复苏的时点来对当下估值

观点总结：由于目前中国宏观经济面临不确定性很大，我们也难以预测在经济转折点上的银行业

我们前面的分析结果主要基于 三项主要假设：

- 中国经济虽然会经历中期的调整，但长期还将保持较快的增长，只不过长期的潜在增速有所回落；
- 在实体经济盈利能力下降，金融垄断逐渐减少的情况下，银行业的资产盈利能力也将回归正常水平；
- 上市银行在此轮下行过程中，业绩会有较大的波动，但不会出现大幅的亏损

从短期来看，银行业的业绩波动是很难把握的，但基于上面的假设，其长期盈利能力是可以预期的。我们选择最可靠的指标去把握这种预期

资产增长是受经济周期影响较小的，而ROA是最能反映银行经营业绩的指标，P/A估值受经济复苏时点假设影响较小。设想我们处在经济的复苏点上，用P/A和ROA的关系，反过来寻找目前估值的下降空间和相对估值优势的投资标的

# 附表:

	EPS (元)					BVPS (元)				
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
工商银行	0.312	0.310	0.287	0.311	0.321	1.783	1.919	2.035	2.189	2.339
建设银行	0.432	0.408	0.361	0.395	0.427	2.008	2.159	2.316	2.530	2.760
中国银行	0.275	0.294	0.304	0.355	0.450	1.867	2.008	2.150	2.338	2.682
交通银行	0.583	0.520	0.514	0.584	0.696	2.916	3.201	3.506	3.883	4.344
招商银行	1.577	1.470	1.411	1.584	1.957	5.764	6.761	7.731	8.850	10.284
中信银行	0.375	0.270	0.306	0.335	0.379	2.480	2.637	2.862	3.090	3.352
民生银行	0.495	0.404	0.378	0.425	0.504	2.893	3.073	3.477	3.894	4.315
浦发银行	2.337	1.847	1.753	1.884	2.083	7.327	9.910	11.662	13.546	15.629
兴业银行	2.381	1.792	1.886	2.128	2.462	9.833	10.911	12.259	13.822	15.646
华夏银行	0.782	0.564	0.509	0.542	0.568	5.510	5.873	6.132	6.375	6.543
深发展	1.195	1.060	1.210	1.463	1.928	6.044	6.745	7.637	8.736	10.226
北京银行	0.822	0.620	0.635	0.732	0.830	5.046	5.563	6.094	6.702	7.388
南京银行	0.823	0.711	0.682	0.715	0.918	6.092	6.499	6.954	7.473	8.189
宁波银行	0.543	0.407	0.444	0.481	0.593	3.533	3.668	3.909	4.168	4.520

### 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

**谢谢！ 欢迎交流！**

**邱志承 CFA 银行业核心分析师**

**范坤祥 银行业分析师**

**电话：021-23219396**

**Email: qiuzc@htsec.com  
fankx@htsec.com**