

银行业(跑赢大市, 上调) - 价值重估何时才能发生?

- ❖ **市场对不良贷款的担忧过度。**根据银监会上周公布的监管数据, 截止三季度末, 银行业不良贷款总额为 4,787 亿元(人民币, 下同), 环比增长 4.9%, 不良率环比微增 0.01%至 0.95%。与此相比, 整体拨备覆盖率为全球最高, 达到 290%。根据 150%的监管标准, 理论上说目前的拨备水平可以支撑不良率达到 1.84%而无需增加额外拨备计提。回顾银行业近 10 年的不良资产状况及行业监管、内部管理水平的改善, 我们认为过去银行业高不良率的形成具有特定的历史原因和体制原因。经历 2003-2005 年及 2008 年底的两次大规模不良资产剥离后, 健全的内控和现金管理制度的引入使商业银行抵御非系统性风险的能力大幅提高。我们认为, 未来三年, 即使在悲观情况下, 银行业整体不良率也不会高于 2%, 因此无须过度担心资产质量恶化导致的利润表衰退。
- ❖ **再融资压力将大幅减轻。**2009 年天量信贷导致银行业资本急剧消耗, 因而近年来掀起了密集的融资潮, 对银行业估值带来沉重压力。截止今年三季度, 银行业整体核心资本充足率已较 2009 年初的 9.2%上升至 10.6%。我们认为目前银行业融资压力已大幅减轻, 有以下几方面支持该论点: 1)目前大部分融资项目已经结束; 2)利润高增长带来的资本内生能力大幅增强; 3)银行主动调整资产负债结构降低加权风险资产增速; 4)监管层鼓励创新资本工具补充资本; 5)未来信贷增速将放缓, 社会融资渠道多元化; 6)资产证券化降低资本消耗; 7)中国版巴塞尔 III 放宽了资本达标的时限, 目前上市银行的资本充足率甚至全部已经达到 2017 年的监管要求。因此, 我们认为未来压制行业估值的融资因素实质上已经不复存在, 但其对估值的影响仍有待市场验证和消化。
- ❖ **估值何时回归?**对比国外商业银行的估值, 我们发现目前国内银行业 PE 明显偏低, PB 属中等水平。欧美银行资产负债表中由于并购带来的大量无形资产压低了其真实的 PB 水平。目前国内银行业 PB 低于新兴市场和美国, 高于欧洲。欧洲银行持有大量欧债且互持现象严重, 债务危机很容易传递至商业银行。而美国银行则拥有大量表外化的证券资产和金融衍生品, 隐含的风险实际上降低了其资产负债表质量。相比而言, 国内商业银行的资产负债表健康得多, 首先没有大量无形资产, 其次没有有毒资产, 再次表外资产规模较小。因此, 无论从 PE 还是 PB 来看目前国内银行的估值明显偏低。我们认为, 估值回归需满足以下几个条件: 1)宏观经济企稳; 2)资产质量见底回升; 3)金融创新的陆续出台, 资本压力靴子落地。我们认为时间可能在明年上半年出现, 因此我们上调内银板块评级至“跑赢大市”。

招银国际研究部
(852) 3900 0856
research@cmbi.com.hk

中国银行业

估值表

(截至 12 月 31 日)	收盘价 (HK\$)	评级	目标价 (HK\$)	EPS (Rmb)		BVPS (Rmb)		PE		PB	
				FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12	FY13	FY12	FY13
农业银行 (1288)	3.35	买入	3.81	0.44	0.49	2.32	2.67	6.1	5.5	1.2	1.0
招商银行 (3968)	14.14	买入	16.40	1.92	1.85	9.53	10.82	5.9	6.2	1.2	1.1
民生银行 (1988)	7.32	买入	9.44	1.17	1.20	5.83	7.00	5.0	4.9	1.0	0.8
中信银行 (998)	3.93	买入	4.63	0.74	0.70	4.25	4.69	4.3	4.5	0.7	0.7
重庆农商行 (3618)	3.40	买入	4.75	0.55	0.61	3.31	3.73	5.0	4.5	0.8	0.7

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。