

## 銀行業(跑贏大市，上調) - 價值重估何時才能發生？

- ❖ **市場對不良貸款的擔憂過度。**根據銀監會上周公佈的監管資料，截止三季度末，銀行業不良貸款總額為 4,787 億元(人民幣，下同)，環比增長 4.9%，不良率環比微增 0.01%至 0.95%。與此相比，整體撥備覆蓋率為全球最高，達到 290%。根據 150%的監管標準，理論上說目前的撥備水準可以支撐不良率達到 1.84%而無需增加額外撥備計提。回顧銀行業近 10 年的不良資產狀況及行業監管、內部管理水準的改善，我們認為過去銀行業高不良率的形成具有特定的歷史原因和體制原因。經歷 2003-2005 年及 2008 年底的兩次大規模不良資產剝離後，健全的內控和現金管理制度的引入使商業銀行抵禦非系統性風險的能力大幅提高。我們認為，未來三年，即使在悲觀情況下，銀行業整體不良率也不會高於 2%，因此無須過度擔心資產品質惡化導致的利潤表衰退。
- ❖ **再融資壓力將大幅減輕。**2009 年天量信貸導致銀行業資本急劇消耗，因而近年來掀起了密集的融資潮，對銀行業估值帶來沉重壓力。截止今年三季度，銀行業整體核心資本充足率已較 2009 年初的 9.2%上升至 10.6%。我們認為目前銀行業融資壓力已大幅減輕，有以下幾方面支持該論點：1)目前大部分融資專案已經結束；2)利潤高增長帶來的資本內生能力大幅增強；3)銀行主動調整資產負債結構降低加權風險資產增速；4)監管層鼓勵創新資本工具補充資本；5)未來信貸增速將放緩，社會融資管道多元化；6)資產證券化降低資本消耗；7)中國版巴塞爾 III 放寬了資本達標的時限，目前上市銀行的資本充足率甚至全部已經達到 2017 年的監管要求。因此，我們認為未來壓制行業估值的融資因素實質上已經不復存在，但其對估值的影響仍有待市場驗證和消化。
- ❖ **估值何時回歸？**對比國外商業銀行的估值，我們發現目前國內銀行業 PE 明顯偏低，PB 屬中等水準。歐美銀行資產負債表中由於並購帶來的大量無形資產壓低了其真實的 PB 水準。目前國內銀行業 PB 低於新興市場和美國，高於歐洲。歐洲銀行持有大量歐債且互持現象嚴重，債務危機很容易傳遞至商業銀行。而美國銀行則擁有大量表外化的證券資產和金融衍生品，隱含的風險實際上降低了其資產負債表品質。相比而言，國內商業銀行的資產負債表健康得多，首先沒有大量無形資產，其次沒有有毒資產，再次表外資產規模較小。因此，無論從 PE 還是 PB 來看目前國內銀行的估值明顯偏低。我們認為，估值回歸需滿足以下幾個條件：1)宏觀經濟企穩；2)資產品質見底回升；3)金融創新的陸續出臺，資本壓力靴子落地。我們認為時間可能在明年上半年出現，因此我們上調內銀板塊評級至“跑贏大市”。

招銀國際研究部  
(852) 3900 0856  
research@cmbi.com.hk

中國銀行業

估值表

(截至 12 月 31 日)	收盤價 (HK\$)	評級	目標價 (HK\$)	EPS (Rmb)		BVPS (Rmb)		PE		PB	
				FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12	FY13	FY12	FY13
農業銀行 (1288)	3.35	買入	3.81	0.44	0.49	2.32	2.67	6.1	5.5	1.2	1.0
招商銀行 (3968)	14.14	買入	16.40	1.92	1.85	9.53	10.82	5.9	6.2	1.2	1.1
民生銀行 (1988)	7.32	買入	9.44	1.17	1.20	5.83	7.00	5.0	4.9	1.0	0.8
中信銀行 (998)	3.93	買入	4.63	0.74	0.70	4.25	4.69	4.3	4.5	0.7	0.7
重慶農商行 (3618)	3.40	買入	4.75	0.55	0.61	3.31	3.73	5.0	4.5	0.8	0.7

來源: 公司及招銀國際研究部

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。