

李珊珊  
755-82943260  
liss@ccs.com.cn

## 风险可控 理性估值

### 银行业2008年2季度投资策略

2008年4月21日

金融

银行业

推荐(维持)

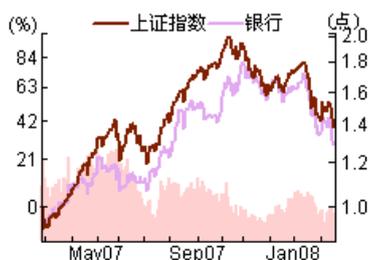
上证指数 4238

#### 行业规模

		占比%
股票家数(只)	14	0.93%
总市值(亿元)	66558	25.5%
流通市值(亿元)	8736	12.7%
重点公司市值(亿元)	63335	24.3%

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.8	-31.7	13.2
相对表现	12.0	13.8	22.1



#### 相关报告

1、《银行业 2008 年投资策略》  
2007/11/07

- **动态地看, 信贷控制的实际影响幅度较小。**信贷控制的实际影响如果动态地看, 影响并不大。首先因为信贷供需失衡在加剧, 商业银行定价能力提高, 贷款结构也在积极进行着调整, 资产利率走高; 其次, 信贷资产证券化等变相放贷增长较快; 而且虽然贷款增长受限, 但预计今年生息资产规模仍将保持较快增长。1 季度存款出现定期化趋势, 定期占比较年初上升 2.2 个百分点, 但由于贷款重新定价和贷款利率的走高, 即使考虑到非对称加息和准备金率继续上调的可能, 全年利差和 07 年基本持平仍可以预期。
- **中国经济将经历正常调整, 而非衰退, 资产质量风险可控。**从宏观经济看, 我们认为中国 08 年开始经历的将是一轮经济下行的小周期, 经济减速, 但不是衰退, 更不是危机。根据国际经验, 经济正常的调整和小的周期会影响银行的资产质量和盈利能力, 但不会产生趋势性的影响。美国商业银行 1960 年代以后近 40 年的历史经验表明, 商业银行的盈利能力在正常的经济波动中具有较好的稳定性。从中国商业银行本身来看, 公司治理和风险控制的改善是非常明显的。银行的贷款结构中, 房地产相关贷款占比和成熟市场比并不高, 特别是个人按揭贷款的首付比例较高, 基础资产质量较好。而且从企业角度看, 08 年以来工业企业偿债能力有所下降, 但处于历史高位。所以我们判断未来一到两年内不良贷款的反弹将处于可以消化和控制的区间。
- **当前估值仍以 PE 为主, 结合 PB。**中国银行股 PB 相对偏高是由中国商业银行高杠杆和传统存贷业务为主的盈利模式决定的, 加之 07 年宏观经济景气见顶和利率政策的支撑, 中国银行业在 07 年实现了非正常高增长和较高的 ROE。08 年盈利增速放缓但仍较快, 预计 ROE 仍将维持高位, 但随着 09 年及以后盈利增长的放缓, 我们预计 ROE 和 PB 将逐步回归正常区间。但盈利稳定增长仍可预期, 我们认为目前仍以 PE 为主, 结合 PB。事实上, 美国优质商业银行 1990s 的 PE 和 PB 也在 20 倍和 3 倍左右的区间。
- **即使考虑 Ke 上升因素目前估值依然安全, 维持银行业推荐评级。**无风险利率和风险溢价上升导致合理估值区间下移约 20%, 可以给予平均约 20 倍的 PE 估值定位。即使考虑该因素, 目前银行股估值依然安全。不考虑城商行, 银行股 08 年和 09 年平均动态 PE 只有 15.0 倍和 11.2 倍, PB 只有 3.1 和 2.4 倍。仍维持银行业“推荐”评级, 重点推荐招行、兴业、浦发, 看好民生银行的长期发展前景。

#### 重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08PB	评级
招商银行	29.4	1.04	1.58	2.02	18.6	14.6	5.0	强烈推荐-A
浦发银行	30.5	1.26	1.70	2.23	13.8	13.7	2.9	强烈推荐-A
兴业银行	33.7	1.72	2.46	3.23	13.7	10.4	3.5	强烈推荐-A
民生银行	7.3	0.44	0.52	0.68	14.0	10.7	2.3	强烈推荐-A
工商银行	5.8	0.24	0.36	0.45	16.2	13.0	3.1	审慎推荐-A
建设银行	6.9	0.30	0.43	0.51	15.9	13.4	3.3	审慎推荐-A
深发展	23.2	1.16	1.70	47.55	13.6	0.5	3.1	审慎推荐-A
华夏银行	11.3	0.50	0.93	1.27	12.1	8.8	2.9	审慎推荐-B
中国银行	4.7	0.22	0.29	0.36	16.2	13.1	2.4	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券研发中心

## 目 录

<b>一、信贷略有放缓对盈利动态影响可能更小</b> .....	5
1、银行定价能力提高，平均贷款利率走高 .....	5
2、今年存款定期化造成的成本上升不会超过贷款利率上升幅度.....	6
3、信贷增长放缓，但生息资产增长仍较快 .....	8
4、中小企业贷款占比上升，贷款利率上浮比例提高 .....	6
<b>二、中国经济将经历正常调整而非衰退，资产质量风险可控</b> .....	9
1、企业偿债能力有所下降，但仍处于高位 .....	9
2、国际经验：经济小幅波动不影响资产质量变化趋势 .....	10
2、美国：盈利能力在正常经济周期中具有较强的弹性 .....	12
3、房地产贷款：整体占比不高，风险可控 .....	13
<b>三、当前银行股的估值方法和估值定位</b> .....	17
1、Ke上升导致估值下降 .....	17
3、当前估值仍应以PE为主，结合PB .....	17
2、从中国历史和国际经验看，当前估值都较安全 .....	19
<b>四、维持行业推荐评级</b> .....	22

## 图表目录

图 1: 2006-2007 年各类商业银行利率上浮贷款占比.....	5
图 2: 温州民间借贷利率持续攀升.....	5
图 3: 08 年 1 季度人民币贷款延续中长期化趋势.....	6
图 4: 08 年 1 季度票据融资占比继续下降.....	6
图 5: 08 年 1 季度活期存款占比下降.....	7
图 6: 08 年 1 季度居民活期存款占比下降.....	7
图 7: 2005-1Q008 商业银行信贷资产类理财产品发行支数.....	8
图 8: 2005-1Q008 商业银行贷款利率提高对盈利贡献敏感度分析.....	6
图 9: 1999.2-2007.2 工业企业利息覆盖倍数.....	9
图 10: 1999.2-2007.2 工业企业财务费用占比.....	9
图 11: 美国银行业不良贷款率和 GDP 增长.....	10
图 12: 香港银行业不良贷款率和 GDP 增长.....	10
图 13: 韩国银行业不良贷款率和 GDP 增长.....	11
图 14: 日本银行业不良贷款率和 GDP 增长.....	11
图 15: 1998-2007 年台湾银行业不良贷款率和 GDP 增长.....	11
图 16: 次贷危机以来美国银行业逾期贷款比率也只上升了 1%.....	12
图 17: 1968-2004 年美国商业银行 ROE 和 ROA.....	12
图 18: 美国破产和未破产银行商业房地产贷款/资产.....	13
图 19: 美国破产未破产银行商业房地产贷款/房地产贷款.....	13
图 20: 1992-2007 年台湾银行业房地产业贷款占比.....	14
图 21: 1970-2007 日本银行业房地产和建筑业贷款占比.....	14
图 22: 1980-1990 年美国银行业房地产业贷款占比.....	13
图 23: 1984-1994 年日本银行业房地产贷款不良率.....	13
图 24: 2006 年香港主要商业银行房地产相关贷款占比.....	15
图 25: 2004-2007 年中国商业银行房地产相关贷款占比.....	15
图 26: 2007 年中国主要上市银行房地产相关贷款占比.....	15
图 27: 2006-2007 年上市商业银行不良贷款率.....	16
图 28: 中国无风险利率走高.....	17
图 29: 美国商业银行行业权益资产比率.....	18
图 30: 中国商业银行行业权益资产比率.....	18
图 31: 主要上市银行 2006-2007 年 ROAA.....	19
图 32: 主要上市银行 2006-2007 年 ROAE.....	19
图 33: 主要上市银行历史滚动 PB 走势.....	20
图 34: 主要上市银行历史滚动 PE 走势.....	20
图 35: 美国花旗银行历史 PE 和 PB 走势.....	21
图 36: 美国美洲银行历史 PE 和 PB 走势.....	21
图 37: 美国富国银行历史 PE 和 PB 走势.....	21

图 38: 印度 HDFC 银行历史 PE 和 PB 走势 ..... 21  
图 39: 印度国民银行历史 PE 和 PB 走势 ..... 22  
图 40: 印度银行历史 PE 和 PB 走势 ..... 22  
图 41: 1Q2008-2008 主要上市银行盈利增长预测..... 23

表 1: 存贷款结构变化对利差的影响分析 ..... 7  
表 2: 不良贷款反弹对盈利影响在两种极端假设下的敏感性分析 ..... 16  
表 3: 上市银行估值一览 ..... 23  
表 4: 商业银行估值国际比较 ..... 24

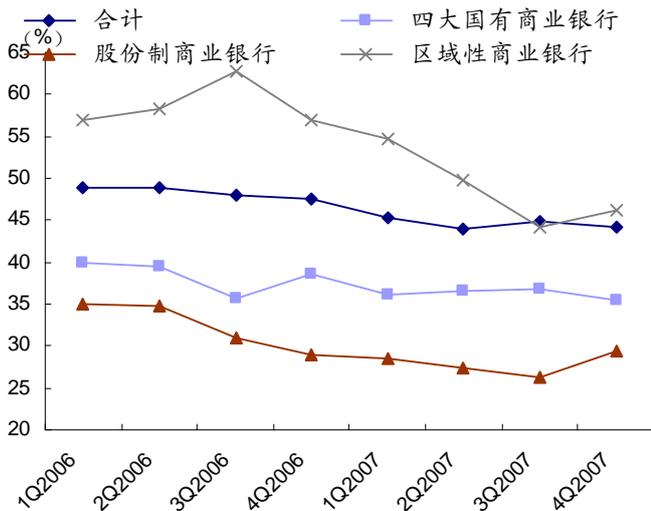
## 一、信贷略有放缓对盈利动态影响可能更小

从今年1季度新增人民币贷款规模来看，央行总量控制的效果还是很明显的。信贷控制的实际影响如果动态地看，影响并不大，因为信贷供需失衡在加剧，商业银行定价能力提高，贷款结构也在积极进行着调整，还可以通过变相方式放贷，而且虽然贷款增长受限，但预计今年总体资产规模仍将保持较快增长。

### 1、银行定价能力提高，平均贷款利率走高

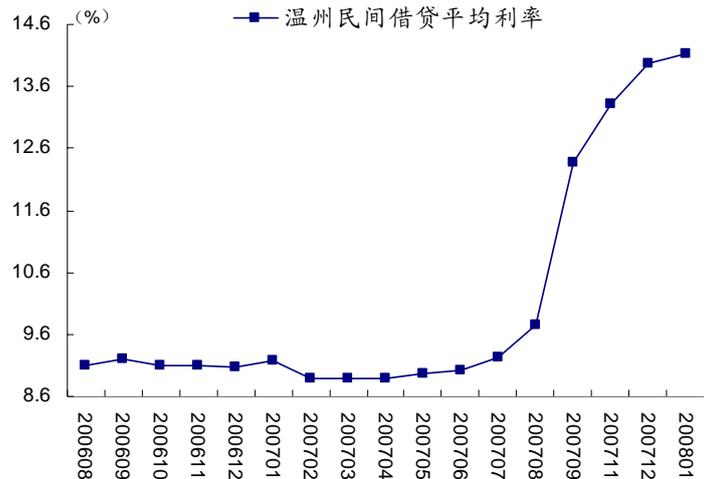
从去年4季度看，商业银行贷款利率升幅幅度已较为明显。商业银行1年期贷款加权平均利率为7.25%，比第三季度上升0.1个百分点，比第一季度上升0.74个百分点。金融机构发放的全部贷款中，上浮利率贷款占比较3季度下降0.52个百分点，这主要是四大国有商业银行贷款利率上浮比例较3季度下降了1.34个百分点，股份制商业银行和区域性商业银行贷款利率上浮比例较3季度分别大幅上升了3.16和2.18个百分点。

图 1：2006-2007 年各类商业银行利率上浮贷款占比



资料来源：货币政策执行报告 招商证券研发中心

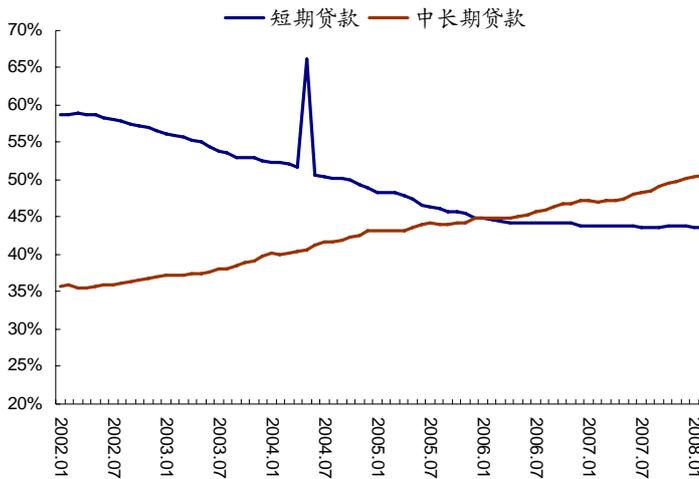
图 2：温州民间借贷利率持续攀升



资料来源：央行温州支行 招商证券研发中心

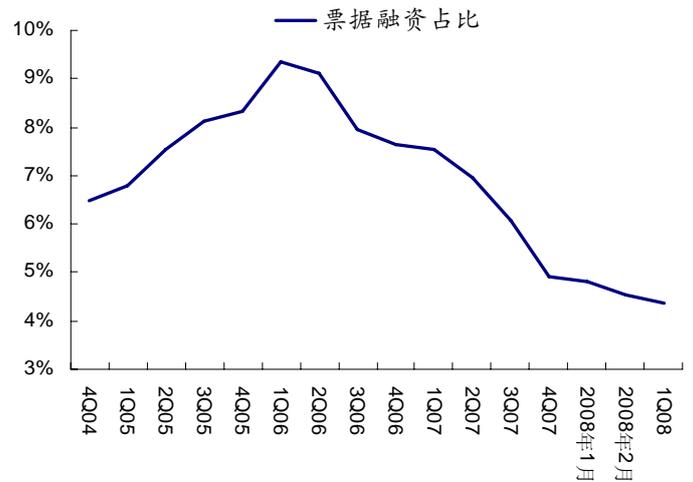
由于信贷供不应求状况的加剧，商业银行在客户结构和期限结构上也在进行积极地调整，提高优质客户贷款占比，提高中长期贷款占比，降低低利率的票据贴现占比等。08年1季度，中长期贷款占比延续上升趋势，票据融资占比则继续下降。

图 3: 08 年 1 季度人民币贷款延续中长期化趋势



资料来源: 中国人民银行 招商证券研发中心

图 4: 08 年 1 季度票据融资占比继续下降

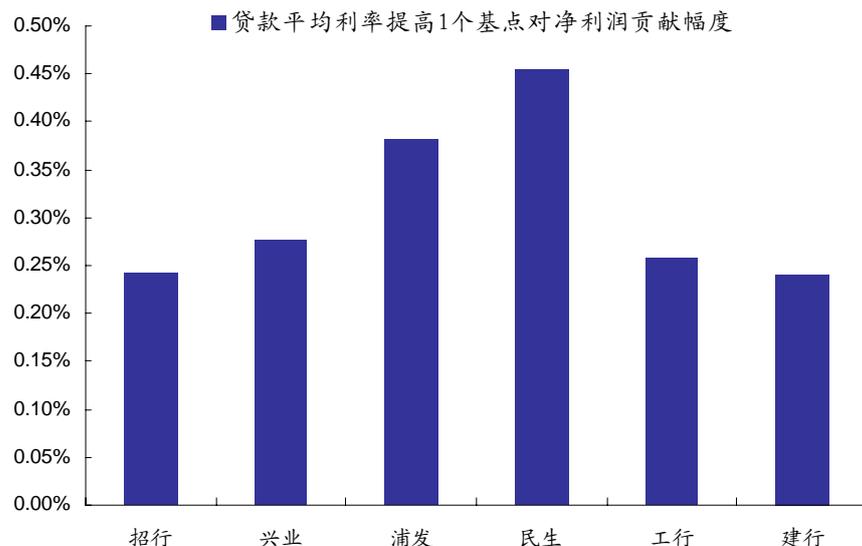


资料来源: 中国人民银行 招商证券研发中心

## 2、加大中小企业贷款发展力度

今年以来, 多家银行继续大力拓展优质的中小企业贷款业务, 特别是信用环境较好的江浙, 长三角地区业务。假设中小企业贷款利率较基准利率上浮 20%, 那么该类贷款占比每提高 1 个百分点, 平均贷款利率将提高 1.5 个基点。而平均贷款利率每提高 1 个基点, 净利润提高幅度在 0.4% 左右。即中小企业贷款占比提高 1 个百分点, 净利润提高幅度在 0.6% 左右。那么中小企业贷款占比提高 2 个百分点基本可以弥补贷款增速放缓 1 个百分点对净利润的影响。

图 5: 商业银行贷款利率提高对盈利贡献敏感度分析



资料来源: 招商证券研发中心

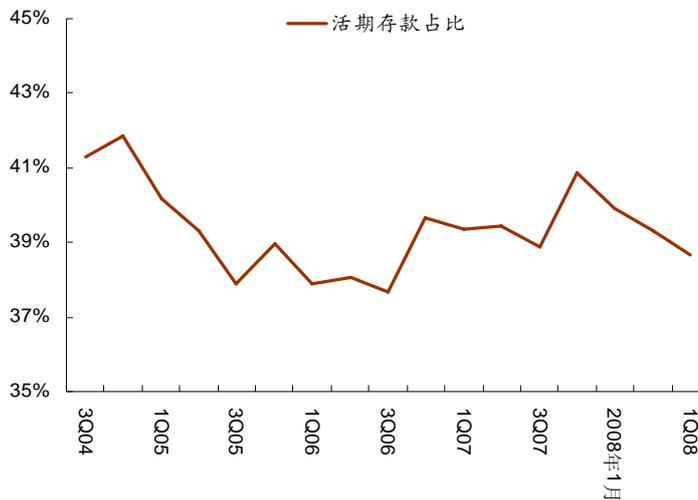
### 3、今年存款定期化造成的成本上升不会超过贷款利率上升幅度

受 07 年底非对称加息和近期股市低迷影响，08 年以来定期存款占比有所提高，截至 3 月底，定期存款占比 45.9%，较年初上升 2 个百分点。但由于目前继续加息的空间有限，存款定期化趋势是否会继续有待观察。

我们对存款定期化对利差影响做了敏感性分析。假设年均定期存款占比提高 1 个百分点，即使不考虑企业贷款重新定价，中长期贷款占比提高和贷款整体上浮比例的提高，仅仅个人按揭贷款 1 月 1 日重新定价足以弥补目前的定期化造成的利率的上升。

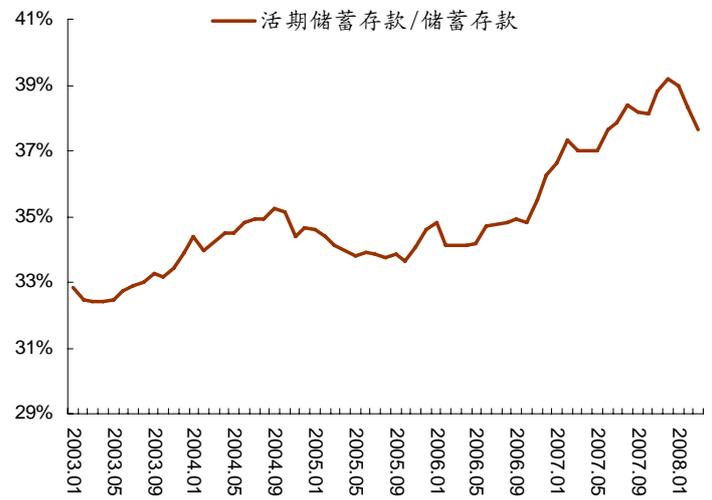
总体上看，考虑到非对称加息和上调存款准备金率预期，我们保守假设上市银行 08 年净利差接近去年全年净利差。

图 6：08 年 1 季度活期存款占比下降



资料来源：中国人民银行 招商证券研发中心

图 7：08 年 1 季度居民活期存款占比下降



资料来源：中国人民银行 招商证券研发中心

表 1：存贷款结构变化对利差的影响分析

		对净利差影响(-)					
活期存款占比下降		工行	中行	招行	浦发	民生	
	1%	2.86	2.83	2.88	2.91	2.52	BP
	<b>2%</b>	<b>5.73</b>	<b>5.65</b>	<b>5.75</b>	<b>5.82</b>	<b>5.03</b>	<b>BP</b>
中长期贷款占比上升		对净利差影响(+)					
	1%	0.47	0.52	0.58	0.61	0.60	BP
	<b>2%</b>	<b>0.93</b>	<b>1.04</b>	<b>1.17</b>	<b>1.22</b>	<b>1.20</b>	<b>BP</b>
个人按揭重新定价		对净利差影响(+)					
		3.98	6.52	6.25	5.65	5.80	BP
<b>假设活期存款占比下降 2%， 中长期贷款占比上升 2%，对 净利差影响合计 (+/-)</b>		<b>(0.81)</b>	<b>1.91</b>	<b>1.67</b>	<b>1.05</b>	<b>1.97</b>	<b>BP</b>

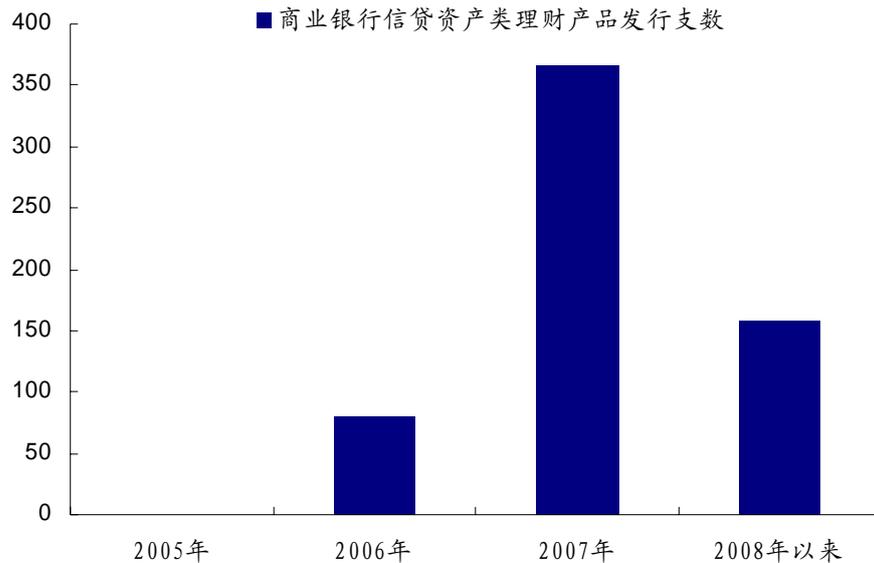
数据来源：招商证券研发中心

#### 4、银行对企业融资方式趋于多元化

随着金融创新的深化，银行能够通过理财产品、信托等方式变相放贷。从1-4月份的情况看，商业银行信贷资产类的理财产品已经发行了 158 支，而去年全年发行量也只有 366 支，虽然去年发行量增长已经较快。

证券化资产余额已较年初的 199 亿元增至 328 亿元。

图 8：2005-1Q08 商业银行信贷资产类理财产品发行支数

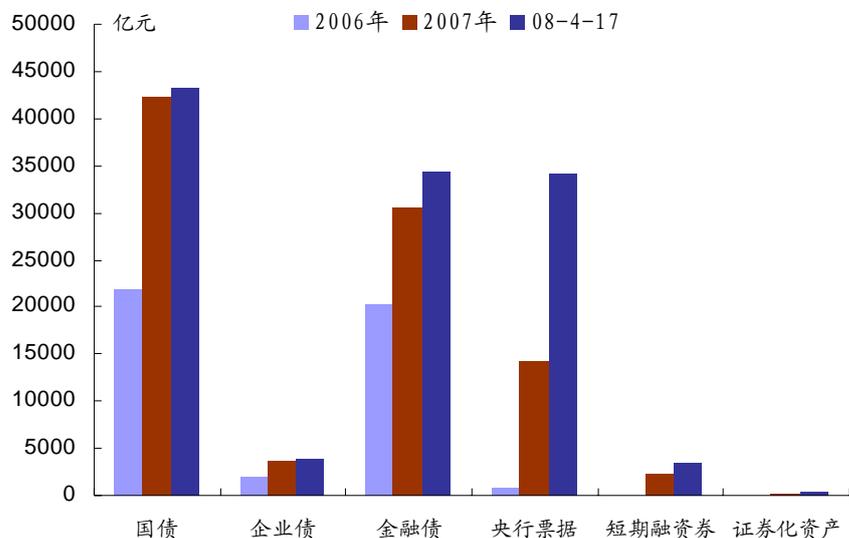


资料来源：Wind 资讯 招商证券研发中心

#### 5、信贷增长放缓，但预计生息资产增长仍较快

截至3月底，央票余额 3.4 万亿元，是年初的 2.4 倍。金融债 3.4 万亿元，较年初增长了 13%。企业债 3914 亿元，较年初增长了 7.3%。

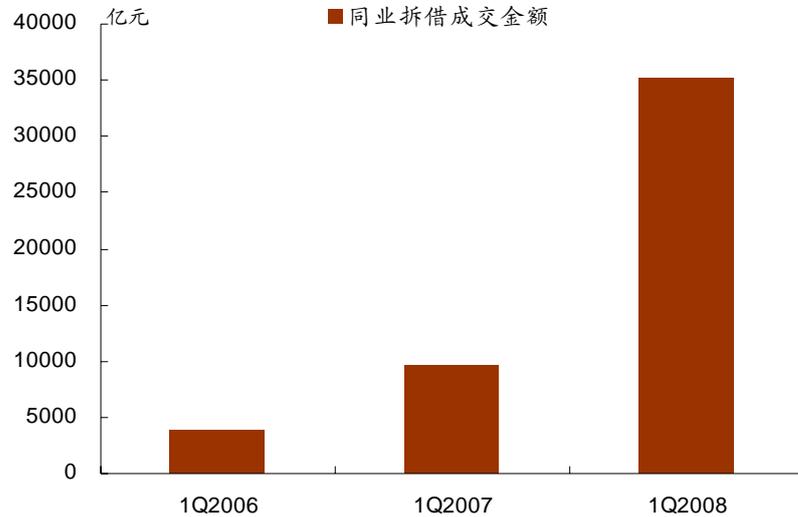
图 9：2006-2008.4.17 债券结构分布



资料来源：Wind 资讯 招商证券研发中心

2008年1季度同业拆借共成交3.5万亿元，同比增长2.65倍。

图 10: 1Q2006-1Q2008 同业拆借成交金额



资料来源: Wind 资讯 招商证券研发中心

## 二、中国经济将经历正常调整而非衰退，资产质量风险可控

### 1、企业偿债能力有所下降，但仍处于高位

首先，从企业角度看，08年以来工业企业偿债能力有所下降，但处于历史高位。截至2月底，工业企业利息覆盖倍数5.89，较去年的高点下降1.1个百分点，但由于去年基数较高，仍处于历史高位。

图 11: 1999.2-2007.2 工业企业利息覆盖倍数

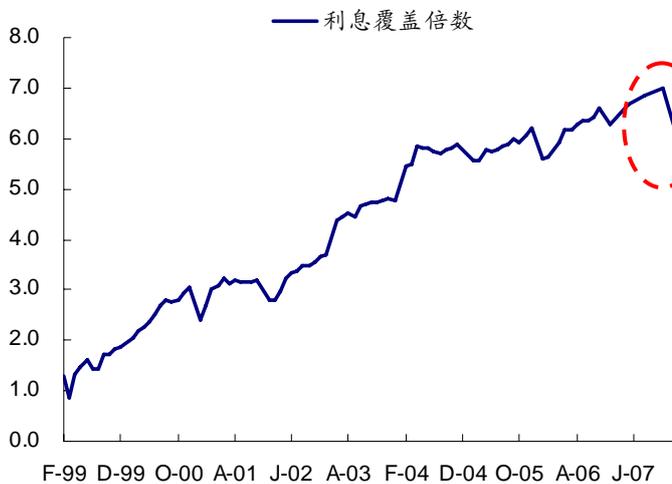
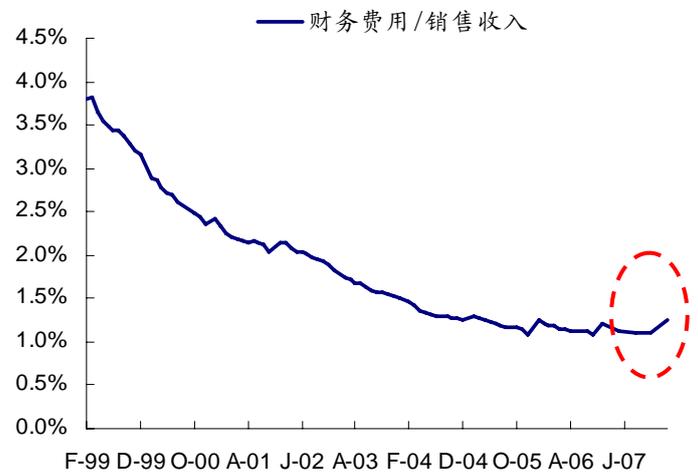


图 12: 1999.2-2007.2 工业企业财务费用占比



资料来源: Wind 招商证券研发中心

资料来源: Wind 招商证券研发中心

## 2、国际经验：经济小幅波动不影响资产质量变化趋势

首先，我们认为看中国银行业的未来，国际经验，而非中国自身的历史，更具有可比性。因为中国过去的商业银行不是真正的银行，目前银行的公司治理、风险控制的改善确实是很明显的。

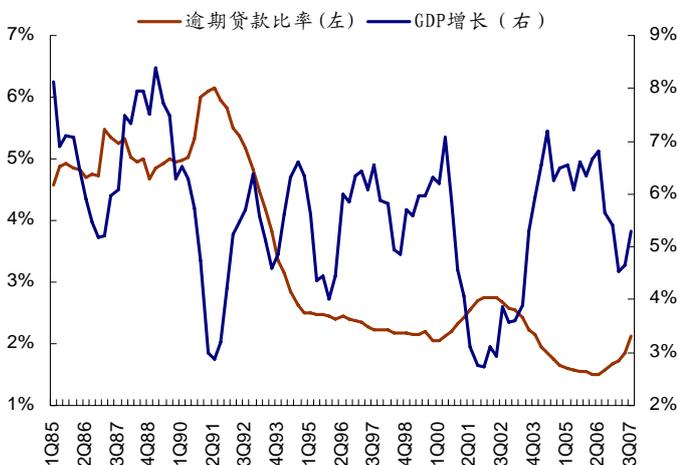
其次，我们认为中国 08 年开始经历的将经历一轮经济下行的小周期，经济减速，但不是衰退，更不是危机。我们认为应该区分正常的小幅经济调整和大的经济衰退或经济危机、金融危机的区别。根据国际经验看，前者会影响银行的资产质量和盈利能力，但不会产生趋势性的影响，而后者则会造成银行盈利能力和资产质量的大幅下滑。

韩国经济在 1999 年高速增长，但因为银行公司治理问题，不良贷款率依然很高，2002 年以后韩国银行业经过改革基本面也是有了明显改善，经济增速震荡下降，不良贷款率却能够稳步下降。

台湾 98 年到 01 年不良贷款率的大幅攀升主要是由于银行降低授信标准，同时在股市房市泡沫化阶段，房地产与股票逐渐成为部分银行的主要授信担保品，积累大量风险。在泡沫崩溃时，导致银行体系的不良贷款率大幅攀升。01 年之后不良率的下降一直很稳定，尽管经济增长存在波动。

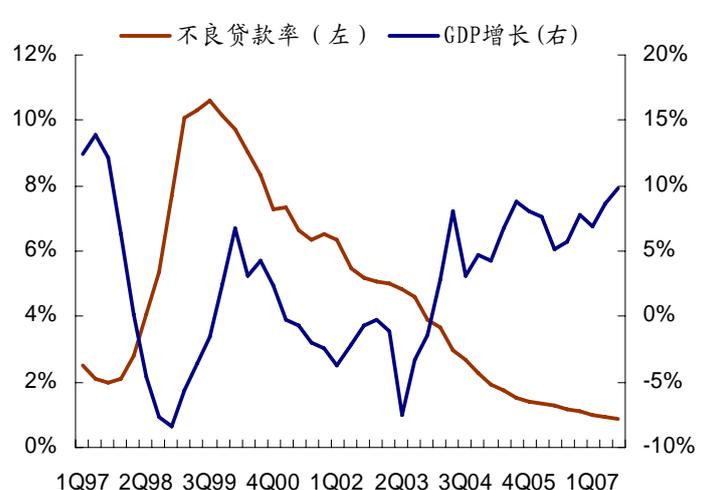
在市场化程度较高，公司治理完善的银行体系下，经济的小幅波动不会影响不良贷款率的变化趋势。只有在经济出现大幅波动时，资产质量才会出现明显恶化，如 1998 年的亚洲金融危机，美国 90 年代初 GDP 增速大幅下滑，或是这一轮次贷危机。但美国作为一个最成熟的经济体，拥有最完善的金融体系，即使在 90 年代初的经济大调整和这一次的次贷危机，不良贷款率上升幅度仍然相对有限，其中 90 年代初不良率的上升幅度只有不到 2 个百分点，07 年底的不良率较年初的上升幅度也只有 1 个百分点。

图 13：美国银行业不良贷款率和 GDP 增长



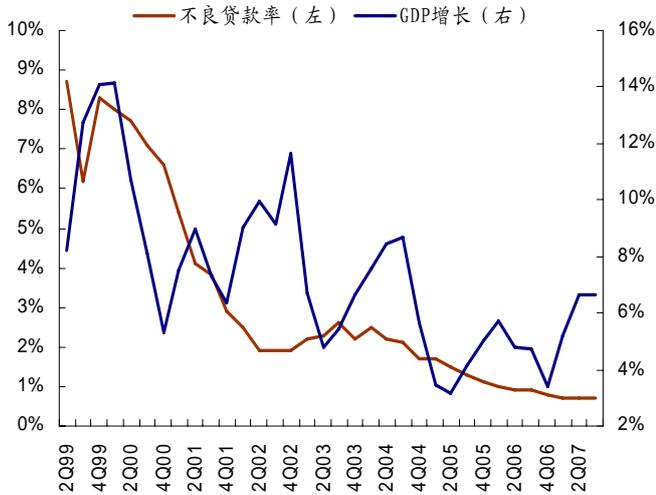
资料来源：CEIC 招商证券研发中心

图 14：香港银行业不良贷款率和 GDP 增长



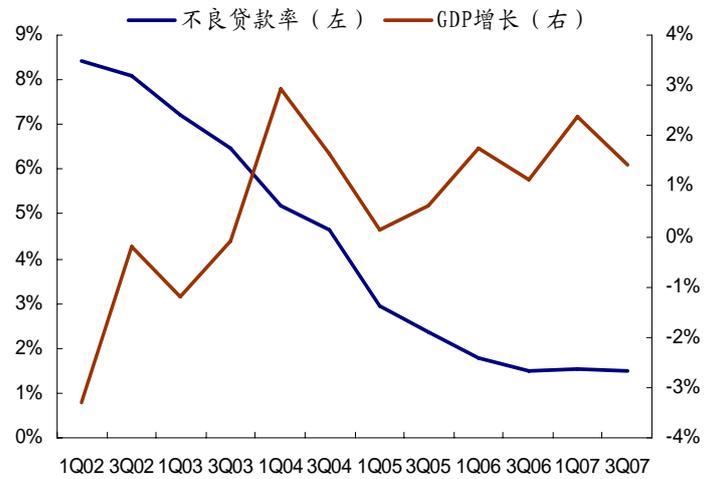
资料来源：CEIC 招商证券研发中心

图 15: 韩国银行业不良贷款率和 GDP 增长



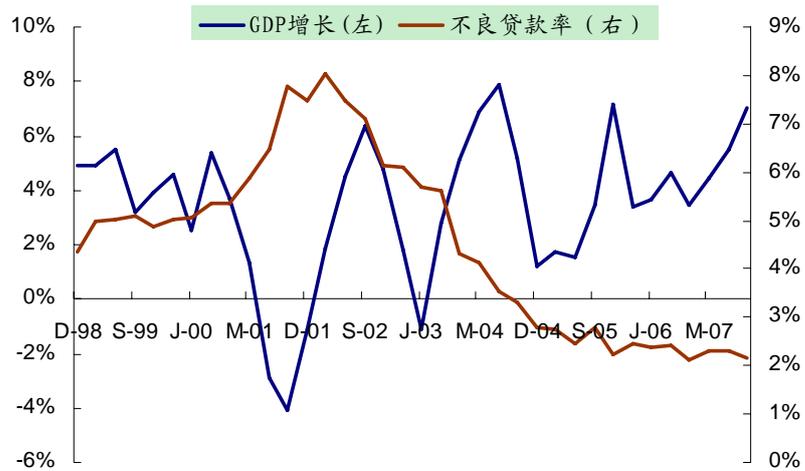
资料来源: CEIC 招商证券研发中心

图 16: 日本银行业不良贷款率和 GDP 增长



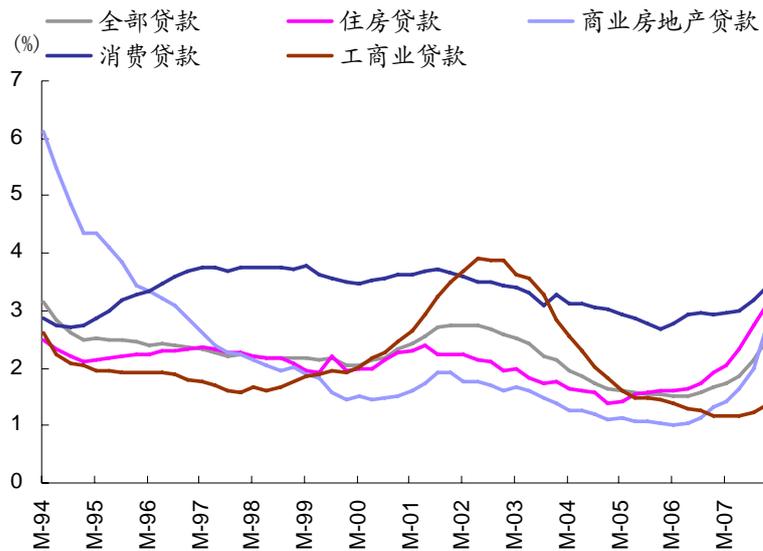
资料来源: CEIC 招商证券研发中心

图 17: 1998-2007 年台湾银行业不良贷款率和 GDP 增长



资料来源: CEIC 招商证券研发中心

图 18: 次贷危机以来美国银行业逾期贷款比率也只上升了 1%



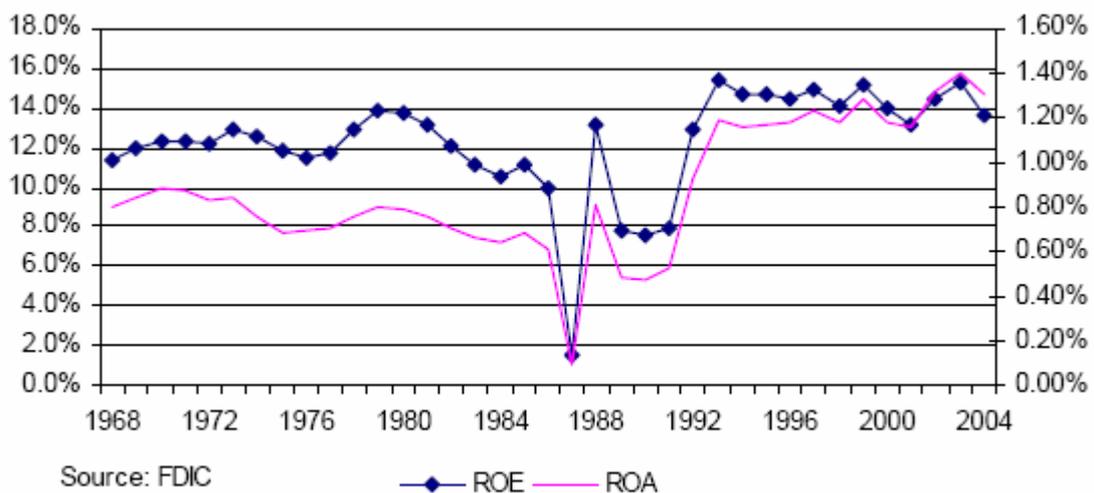
资料来源: CEIC 招商证券研发中心

## 2、美国：盈利能力在正常经济周期中具有较强的弹性

美国商业银行在正常经济周期中盈利能力的表现相当稳健。美国银行业 80 年代的破产潮之前和之后的盈利能力充分说明了商业银行的业绩弹性。2001-2002 年经济下滑，但银行业绩表现依然较好。

虽然我们国家的银行还远远不能和美国现在的银行相提并论，但至少可以和美国上世纪 60 年代到 80 年代相比。

图 19: 1968-2004 年美国商业银行 ROE 和 ROA



Source: FDIC

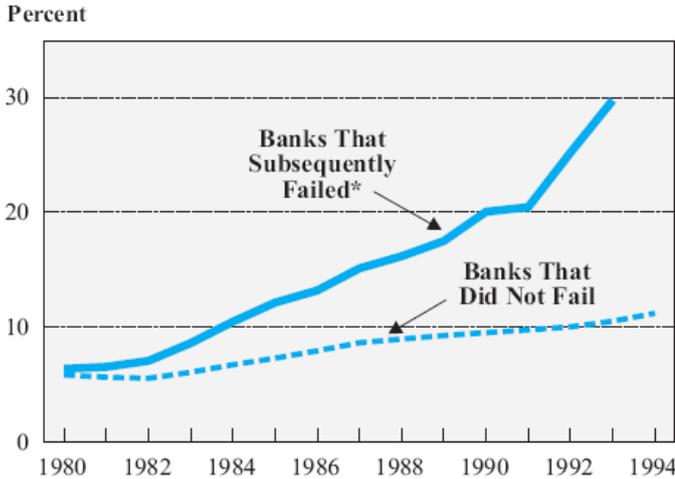
◆ ROE — ROA

资料来源: FDIC 招商证券研发中心

### 3、房地产贷款：整体占比不高，风险可控

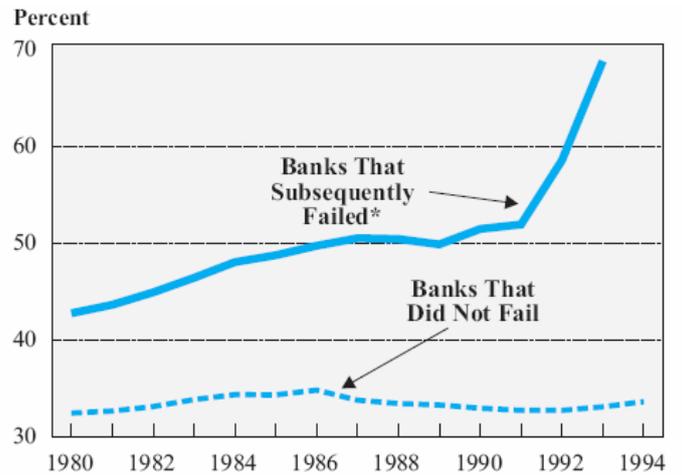
首先，根据美国经验，在 20 世纪 80 年代破产的银行的整体房地产贷款占比明显高于未破产银行。必须承认，房地产贷款偏高确实会加大银行业风险。

图 20: 美国破产和未破产银行商业房地产贷款/资产



资料来源: FDIC 招商证券研发中心

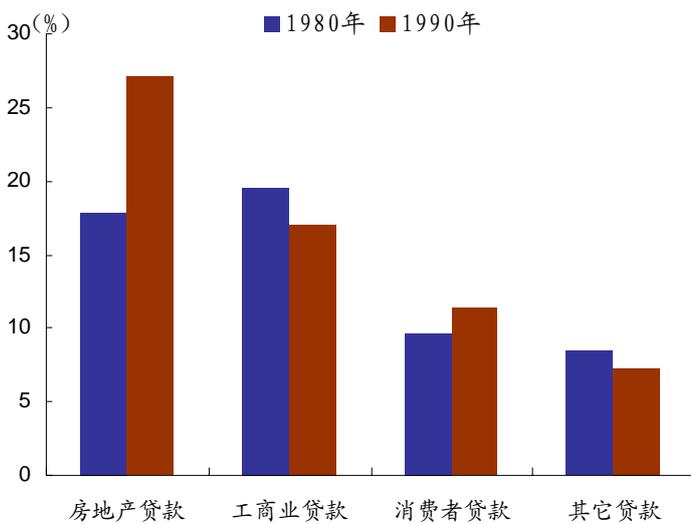
图 21: 美国破产未破产银行商业房地产贷款/房地产贷款



资料来源: FDIC 招商证券研发中心

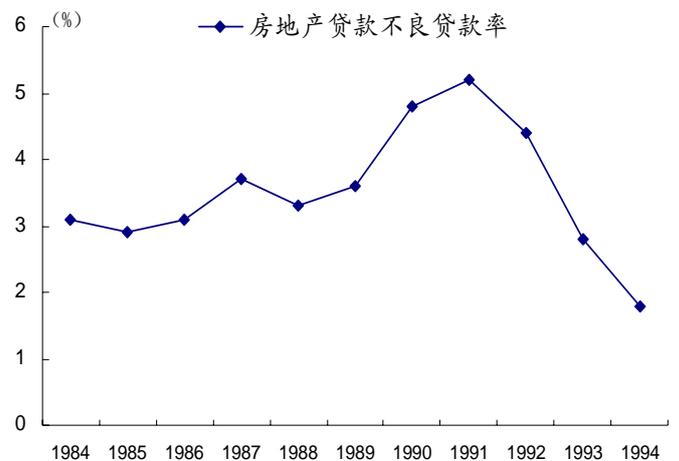
美国上个世纪八十年代直接融资的发展，竞争的加剧使银行不得不寻求新的放贷渠道，即房地产贷款。房地产贷款占比从 1980 年的 80 年代美国银行业的大量破产与房地产贷款大幅增加，而且放贷门槛降低有关。

图 22: 1980-1990 年美国银行业房地产业贷款占比



资料来源: CEIC 招商证券研发中心

图 23: 1984-1994 年日本银行业房地产贷款不良率



资料来源: CEIC 招商证券研发中心

台湾银行在 90 年代中期降低放贷门槛，房地产贷款占比达到 40%以上，日本 90 年代末，房地产建筑业贷款占比也达到 20%，由于房地产泡沫崩溃，银行损失惨重。

图 24: 1992-2007 年台湾银行业房地产业贷款占比

图 25: 1970-2007 日本银行业房地产和建筑业贷款占比



资料来源: CEIC 招商证券研发中心

资料来源: CEIC 招商证券研发中心

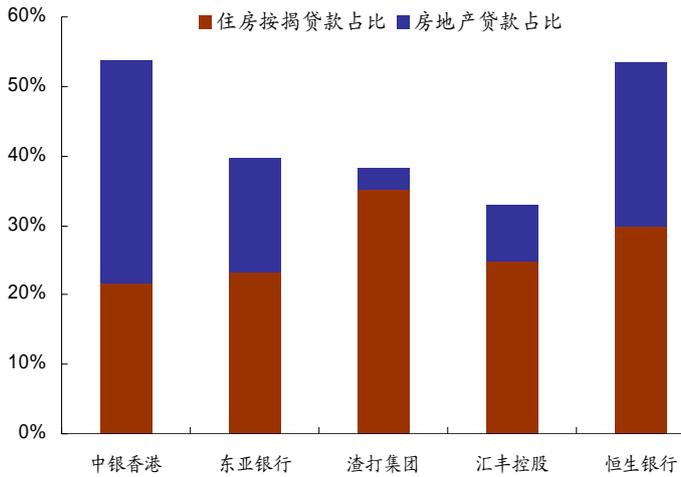
中国信贷一直供不应求，银行对房地产业加大贷款力度更多是一种主动投放，而台湾、美国当年则是由于银行信贷投放渠道收窄被动加大房地产贷款。从目前的房地产贷款占比看，房地产开发类和住房按揭贷款合计占比也只有 18.3%，而且 11.5% 是个人住房贷款，开发类贷款只是一小部分。而且 2008 年银行普遍主动性地收缩房地产贷款，预计该类贷款占比将逐步下降。

监管层对房地产相关贷款的管理由来已久，上市银行近年来也越来越重视房地产贷款的风险控制。

大开发商目前的现金流状况明显好过两三年前，同时不少企业也现金充沛。实力不足的开发商可能以被收购的形式出局，而无需拖垮整个楼市。

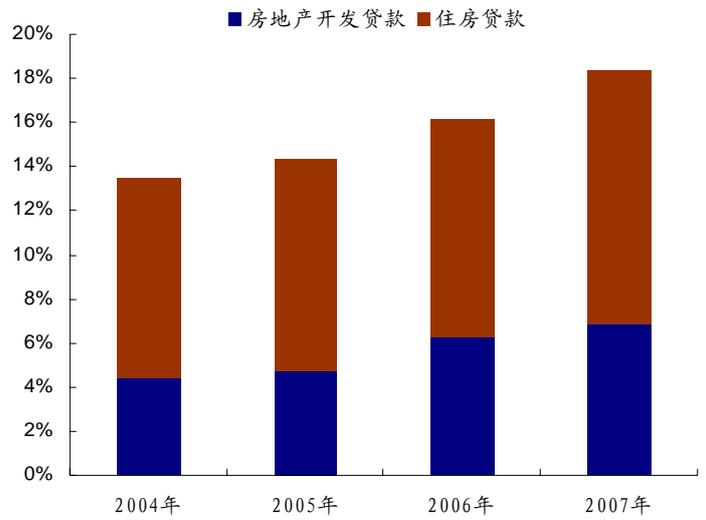
特别是个人按揭贷款，中国的个人按揭贷款首付比例较高，较高的门槛保证了基础资产质量较好。而基础资产出问题是美国次贷危机的最重要的原因。

图 26: 2006 年香港主要商业银行房地产相关贷款占比



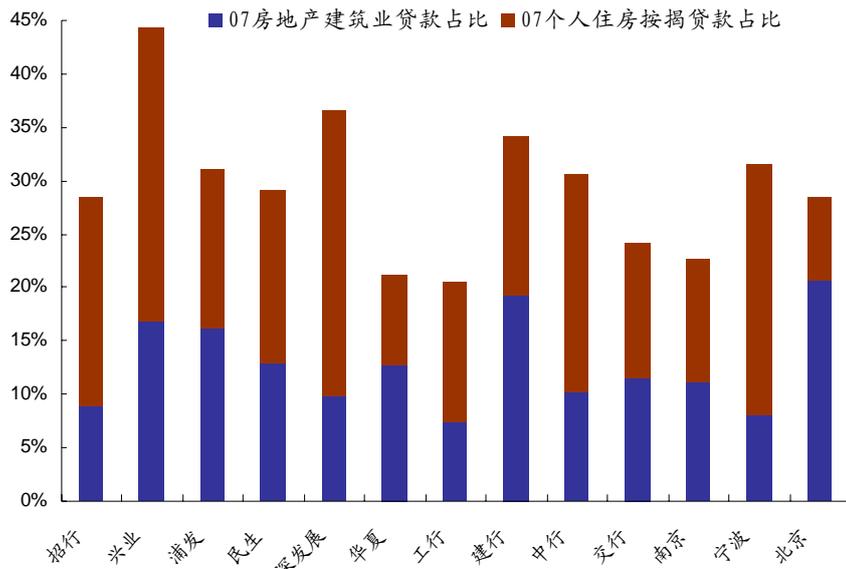
资料来源: 各公司报表 招商证券研发中心

图 27: 2004-2007 年中国商业银行房地产相关贷款占比



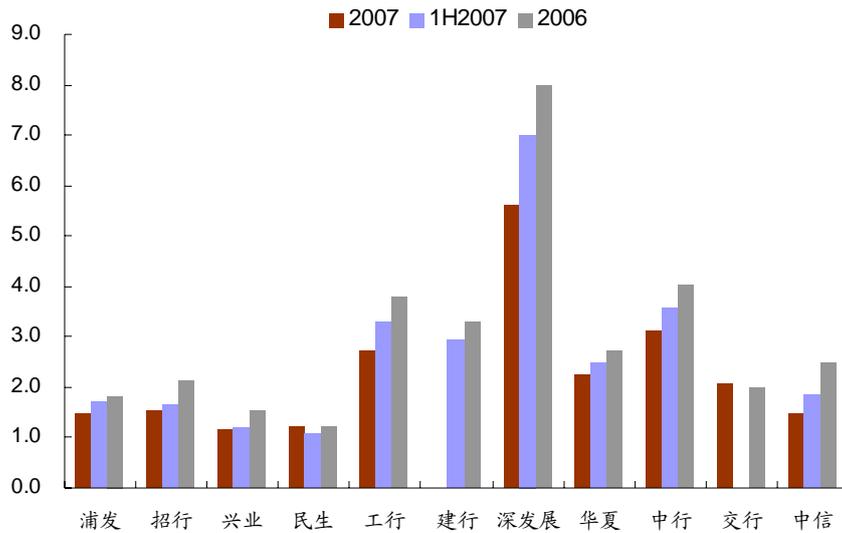
资料来源: 货币政策执行报告 招商证券研发中心

图 28: 2007 年中国主要上市银行房地产相关贷款占比



资料来源: 各公司报表 招商证券研发中心

图 29: 2006-2007 年上市商业银行不良贷款率



资料来源: 各公司报表 招商证券研发中心

表 2: 不良贷款反弹对盈利影响在两种极端假设下的敏感性分析

	浦发银行			兴业银行		
	现有预期	假设		现有预期	假设	
2008 不良贷款率	1.52%	2.02%	2.52%	1.23%	1.73%	2.23%
对超过现有预期的新增不良贷款不新计提拨备						
拨备覆盖率	188.3%	141.7%	113.6%	162.5%	115.6%	89.6%
对目前预测盈利的影响幅度		0	0		0	0
对超过现有预期的新增不良贷款计提 100% 的拨备						
拨备覆盖率	188.3%	166.4%	153.3%	162.5%	144.5%	134.5%
对目前预测盈利的影响幅度		21.6%	43.1%		15.8%	31.5%
	招商银行			民生银行		
	现有预期	假设		现有预期	假设	
2008 不良贷款率	1.80%	2.30%	2.80%	1.01%	1.51%	2.01%
对超过现有预期的新增不良贷款不新计提拨备						
拨备覆盖率	150.2%	117.5%	96.5%	160.8%	107.6%	80.9%
对目前预测盈利的影响幅度		0	0		0	0
对超过现有预期的新增不良贷款计提 100% 的拨备						
拨备覆盖率	150.2%	139.3%	132.3%	160.8%	140.7%	130.6%
对目前预测盈利的影响幅度		13.1%	26.1%		25.9%	51.8%

数据来源: 招商证券研发中心

### 三、当前银行股的估值方法和估值定位

#### 1、Ke 上升导致估值下降

06-07 年银行股的 A-H 股溢价主要来自两个方面：经济处于景气高点，人民币升值和 A 股的流通比例较低导致的供不应求，A 股无风险利率较低，人民币升值仍在持续。但随着流通市值占比的上升，供求发生显著逆转，利率走高提高无风险收益率，以及宏观和市场预期不明朗，都导致 Ke 的上升。

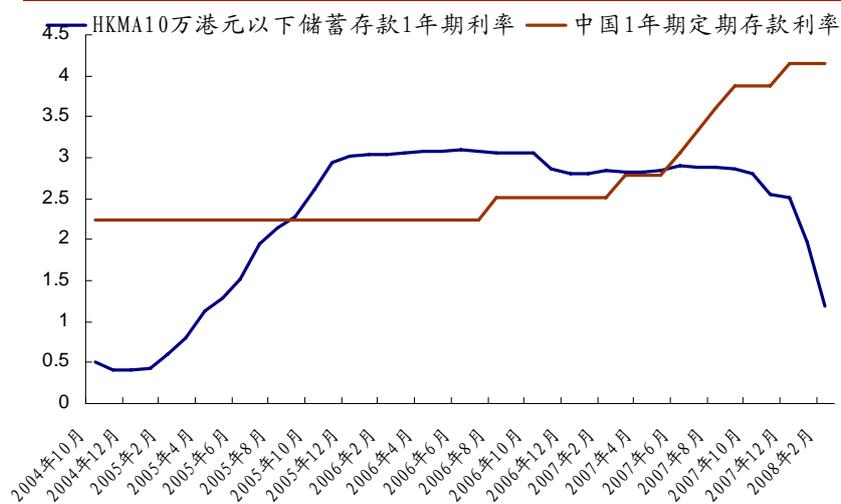
考虑这些因素，如果假设当前 Ke 较 07 年初平均提高大约 1.5 个百分点（10%到 11.5%），目前的合理估值区间下降约 20%。

考虑到人民币升值和非流通股上市都是渐进的过程，我们认为 A-H 股溢价收窄也将是逐步的。

假设  $g=4\%$ ，简单假设一阶段增长模型，

$$P1/P0=(K0-g)/(K1-g)=(10\%-4\%)/(11.5\%-4\%)=6/7.5$$

图 30：中国无风险利率走高



资料来源：CEIC 招商证券研发中心

#### 3、当前估值仍应以 PE 为主，结合 PB

我们认为当前估值仍应以 PE 为主，结合 PB，这是由中国银行的盈利模式决定的。

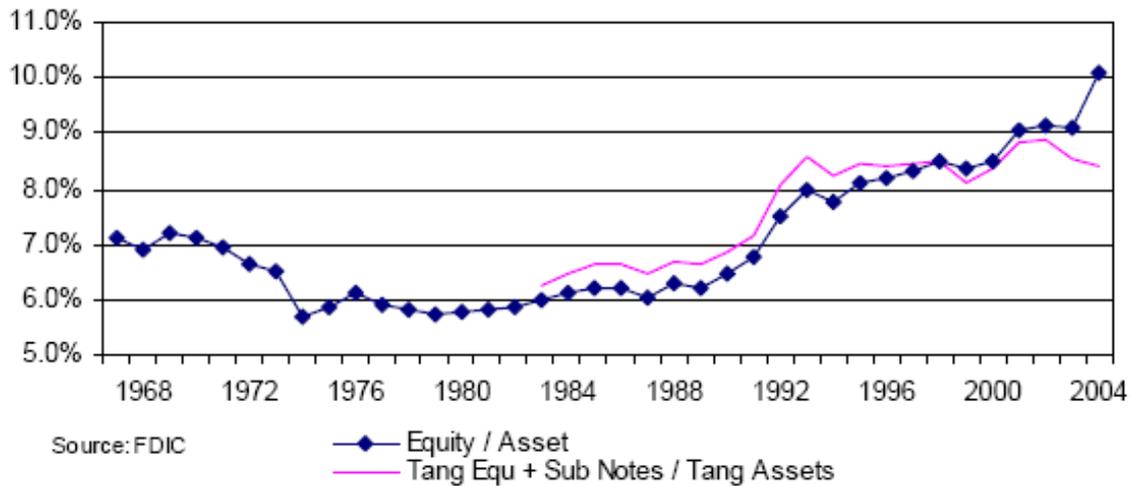
中国银行业高杠杆的盈利模式和 07 年上市银行盈利的非正常高增长导致 07 年上市银行 ROE 普遍偏高，从而导致 PB 短期内相对偏高。

按照中国银行业目前的盈利模式，ROE 正常情况下不应超过 20%，而 07 年多家银行的 ROE 超过 20%，个别银行甚至超过 30%。08 年上市银行 40%的盈利增长仍属较快，

ROE 仍将维持高位，但随着 09 年以后盈利增长的趋缓，ROE 将回归正常，PB 也将回归正常区间。但由于至少未来几年内盈利的稳定增长是可以预见的，所以我们认为目前在估值在仍以 PE 为主，结合 PB。

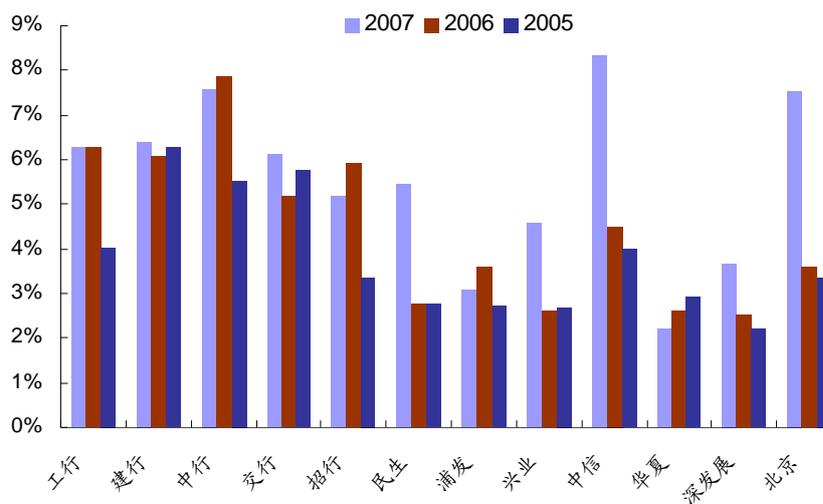
美国银行业的发展历史表明，权益资产比率较低是经济发展初期阶段的产物，随着未来贷款需求增速的放缓，盈利模式的变迁，资本充足率的逐步上升，权益资产也会经历逐步上升阶段，目前美国商业银行权益资产比率在 10%左右，而我们国家多数商业银行这一比率在 4%-6%。从长期趋势看，随着中间业务占比的上升，资产规模扩张速度的放缓，权益资产比率的上升，ROE 将趋向于 20%以下，ROA 则趋向于 1%以上。

图 31: 美国商业银行行业权益资产比率



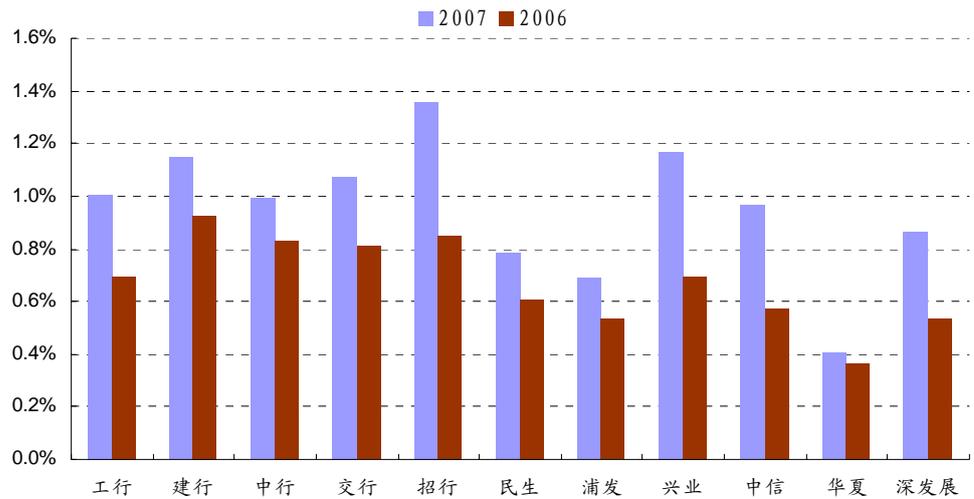
资料来源: FDIC 招商证券研发中心

图 32: 中国商业银行行业权益资产比率



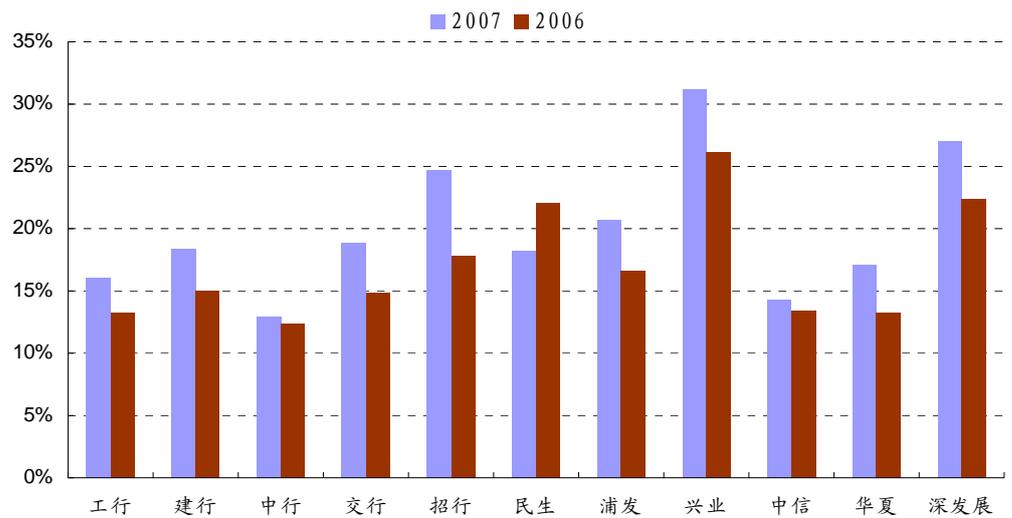
资料来源: 各公司报表 招商证券研发中心

图 33: 主要上市银行 2006-2007 年 ROAA



资料来源: 各公司报表 招商证券研发中心

图 34: 主要上市银行 2006-2007 年 ROAE

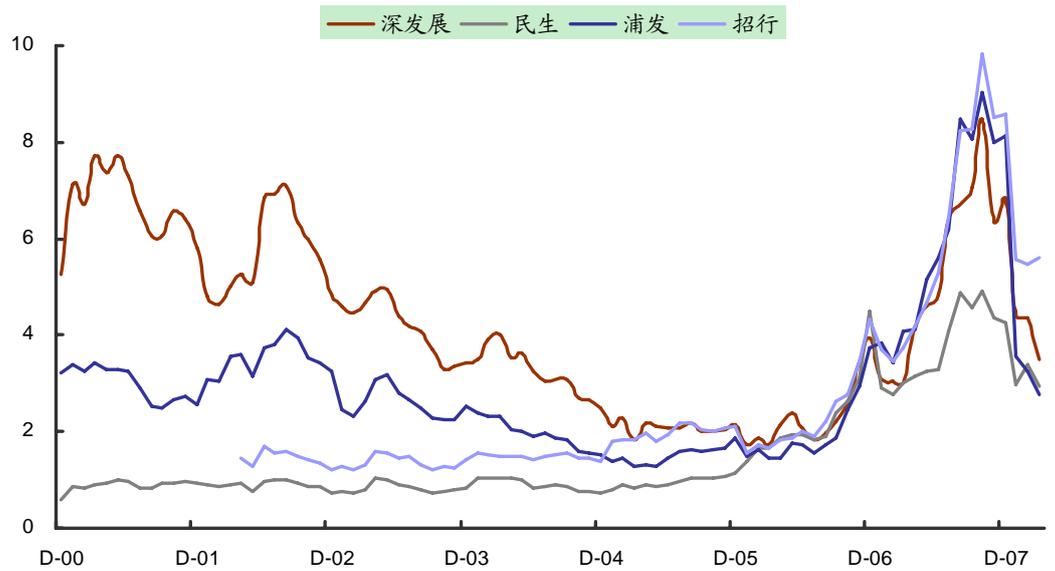


资料来源: 各公司报表 招商证券研发中心

## 2、从中国历史和国际经验看，当前估值都较安全

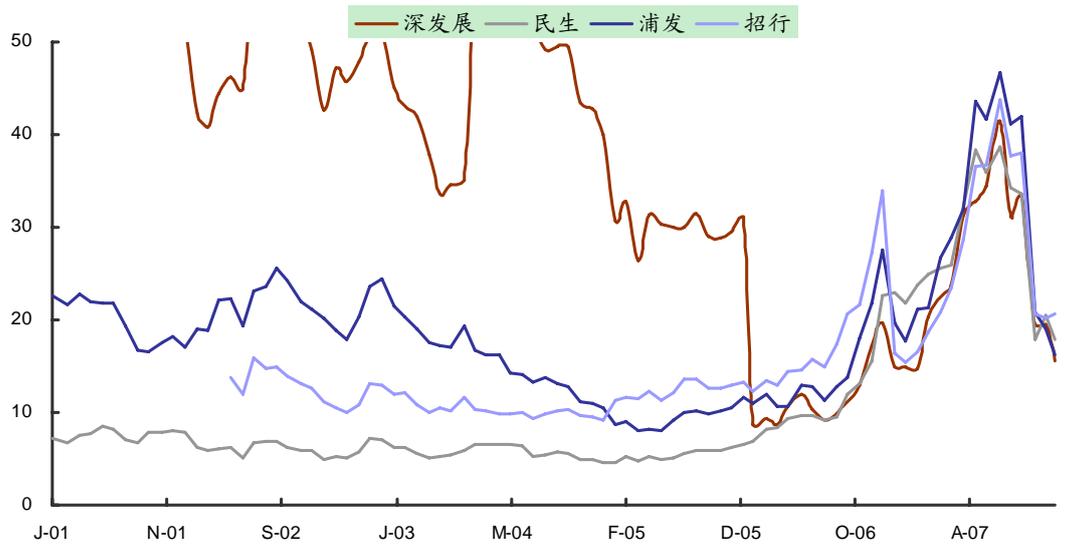
纵向比较自身历史，目前中国上市银行的 PE 和 PB 已经处于较低位置。

图 35: 2000-2008 主要上市银行历史 PB 走势



资料来源: Wind 招商证券研发中心

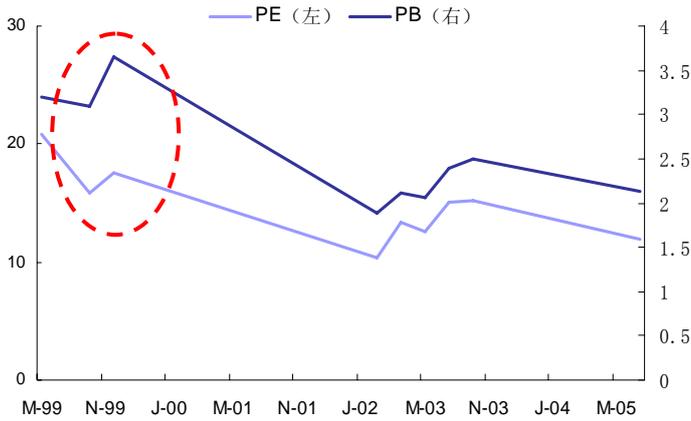
图 36: 2001-2008 主要上市银行历史 PE 走势



资料来源: Wind 招商证券研发中心

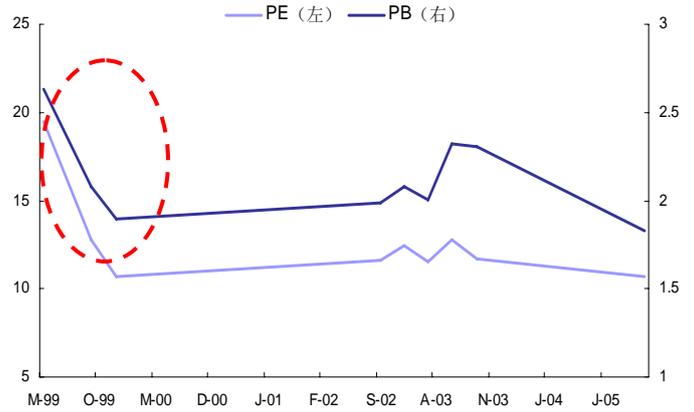
我们认为，中国当前的银行股与当前美国或香港的银行股估值并不具有可比性。上个世纪 90 年代是美国银行业发展较快的时期。1999 年美国优质银行的 PE 还处于 20 倍左右的水平，PB 也在 3 倍以上或是接近 3 倍的水平。这一 PE 估值水平甚至高于中国目前银行股的估值。

图 37: 美国花旗银行历史 PE 和 PB 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

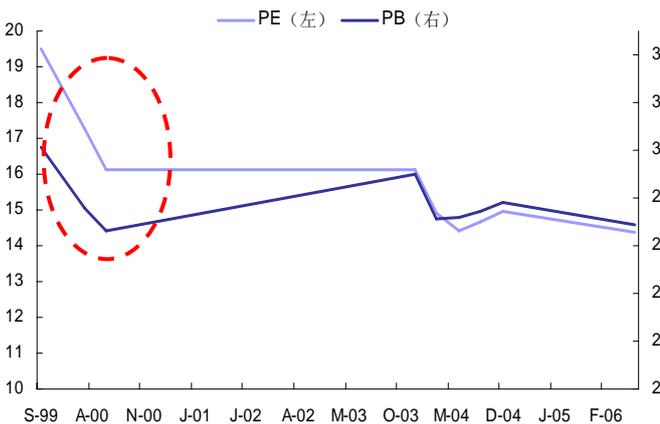
图 38: 美国美洲银行历史 PE 和 PB 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

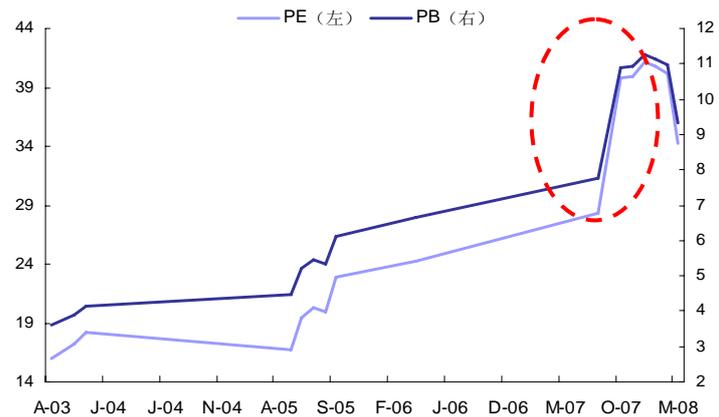
虽然中印两国经济状况有很大差异,但高成长性的优质银行之间相对来说还是具有一定可比性的。与印度银行股估值比较,当前我国的银行股估值也相对较低。印度最优秀的零售银行, HDFC 银行动态 PE 在 30 倍以上,动态 PB 近 10 倍,远远高于招商银行目前的估值。由于印度有着发达的直接融资市场,社会对银行体系的依赖度显著弱于中国,印度的国有银行从成长性上来说,整体上显著低于我们的大型国有银行,但估值水平并不比我们低。

图 39: 美国富国银行历史 PE 和 PB 走势



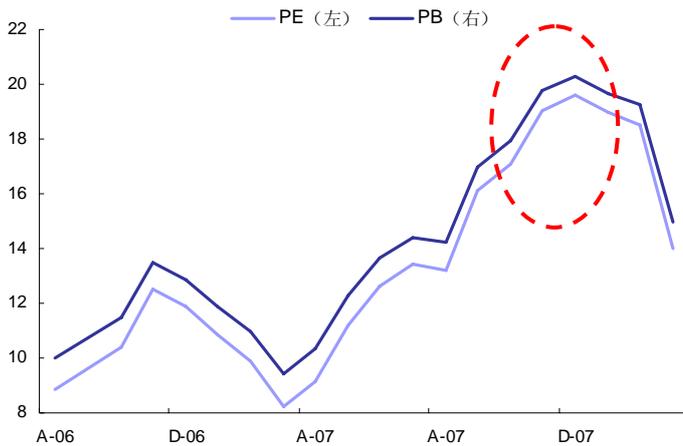
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 40: 印度 HDFC 银行历史 PE 和 PB 走势



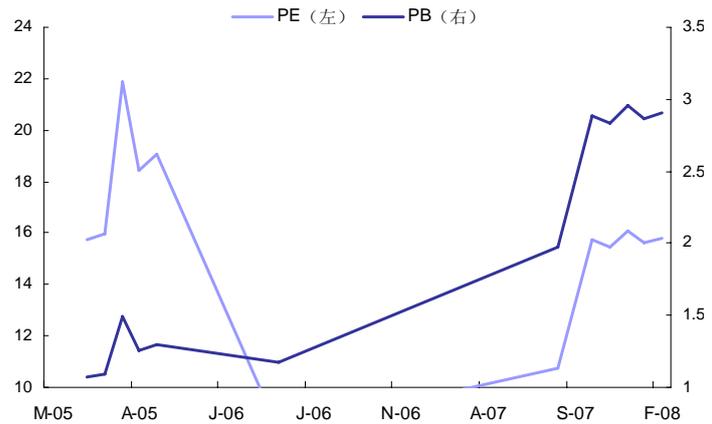
资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 41: 印度国民银行历史 PE 和 PB 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 42: 印度银行历史 PE 和 PB 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

#### 四、维持行业推荐评级

我们认为,对宏观经济和房地产市场预期的明朗方能扭转银行股走势。我们认为本轮宏观经济的下滑属于小周期中的正常调整,而非经济衰退或危机。银行本身风险控制能力的提高,企业内生调节能力的提高使得银行系统再次出现大面积坏帐的可能性较小。不良率的小幅上升将在银行可以消化的范围内。股东要求回报率的上升使整体估值下降约 20%,考虑到该因素,我们给予行业平均约 20 倍的 PE,同时在估值方法上,我们倾向于当前仍以 PE 为主,结合 PB。

目前银行股估值较低,不考虑城商行,银行股 08 年和 09 年平均动态 PE 只有 15.0 倍和 11.2 倍, PB 只有 3.1 和 2.4 倍。我们仍然维持银行业“推荐”评级,继续重点推荐优质高成长,经营稳健的股份制银行,包括招行、兴业、浦发,看好民生银行的长期发展前景。

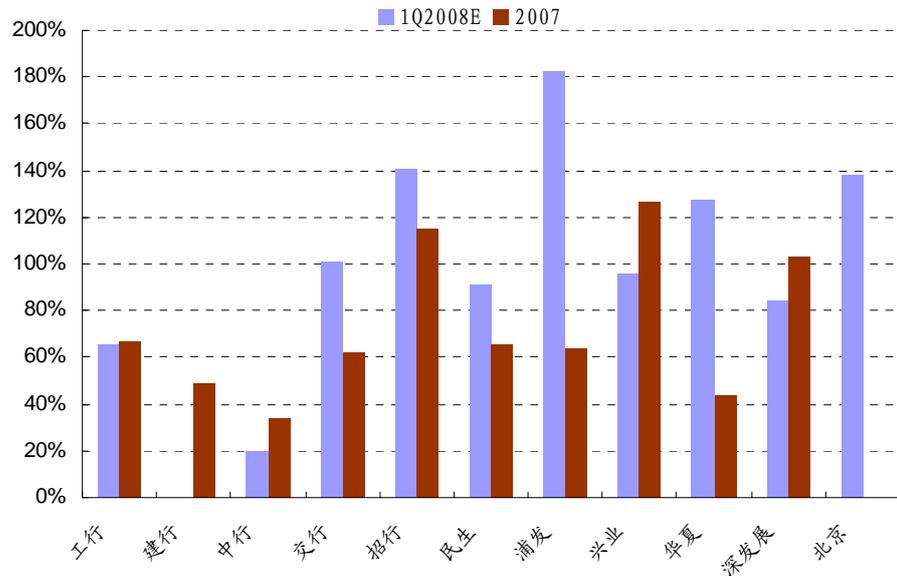
**招商银行:** 08 年仍存在业绩超预期的可能,个人业务和中间业务市场地位不断提高,公司业务风险控制较好,抗周期能力较强。

**浦发银行:** 公司 08 年业绩 100% 的增长确定性很高,即使考虑摊薄因素,目前也已处于安全边界内。同时有上海市金融平台整合的预期。

**兴业银行:** 前期下跌幅度较大,目前估值较低,08 年动态 PE 只有 13.7 倍,规模扩张的速度在同业中仍将较快。

**民生银行:** 我们看好公司长期的发展前景,预计事业部制改革的成效在 09 年将开始凸显。

图 43: 2007-1Q2008 主要上市银行盈利增长预测



资料来源: 招商证券研发中心

表 3: 上市银行估值一览

重点公司	06EPS	07EPS	08EPS	09EPS	06PE	07PE	08PE	09PE	07PB	08PB	09PB	投资评级
招商银行	0.48	1.04	1.58	2.01	60.8	28.3	18.6	14.6	6.4	5.0	3.9	强烈推荐-A
浦发银行	0.77	1.26	1.70	2.23	39.6	24.2	13.8	13.7	4.7	2.9	2.5	强烈推荐-A
兴业银行	0.95	1.72	2.46	3.23	35.5	19.6	13.7	10.4	4.3	3.5	2.8	强烈推荐-A
民生银行	0.38	0.44	0.52	0.68	19.3	21.6	14.0	10.7	2.7	2.3	2.0	强烈推荐-A
工商银行	0.15	0.24	0.36	0.45	39.7	23.8	16.2	13.0	3.6	3.1	2.6	审慎推荐-A
建设银行	0.21	0.30	0.43	0.51	33.3	23.2	15.9	13.4	3.8	3.3	2.8	审慎推荐-A
深发展	0.67	1.16	1.70	47.54	34.6	20.1	13.6	0.5	4.1	3.1	0.5	审慎推荐-A
华夏银行	0.35	0.50	0.93	1.27	32.5	22.5	12.1	8.8	3.6	2.9	2.4	审慎推荐-B
中国银行	0.17	0.22	0.29	0.36	28.5	21.2	16.2	13.1	2.6	2.4	2.1	审慎推荐-A
交通银行	0.28	0.42	0.62	0.80	34.2	22.5	15.2	11.8	3.8	3.2	2.6	中性-A
中信银行	0.12	0.21	0.33	0.41	52.8	29.8	19.0	15.3	2.9	2.6	2.3	中性-A
北京银行	0.43	0.54	0.82	1.01	32.2	25.5	16.7	13.6	3.2	2.8	2.5	中性-A
宁波银行	0.31	0.38	0.51	0.63	42.1	34.2	25.5	20.7	4.0	3.6	3.2	中性-A
南京银行	0.49	0.50	0.70	0.84	28.7	28.5	20.3	16.8	2.6	2.4	2.2	中性-B

数据来源: 招商证券研发中心

注: 民生银行 08 年盈利预期未考虑海通股权因素, 但考虑送股后股本摊薄因素, 浦发银行考虑了 10 送 3 股和增发因素。

表 4: 商业银行估值国际比较

	PE06	PE07	PE08	PB06	PB07	PB08	PEG 07	PEG 08	ROE (%)	ROA (%)	市值 亿美元	资产 亿美元
<b>中国</b>												
招商银行	60.8	28.3	18.6	7.8	6.4	5.0	0.2	0.4	22.5	1.2	604	1872
浦发银行	39.6	24.2	13.8	5.4	4.7	2.9	0.4	0.1	20.1	0.7	190	1307
兴业银行	35.5	19.6	13.7	8.3	4.3	3.5	0.2	0.3	30.2	1.1	241	1216
民生银行	19.3	21.6	14.0	3.8	2.7	2.3	0.3	0.2	17.8	0.7	151	1314
工商银行	39.7	23.8	16.2	4.1	3.6	3.1	0.4	0.3	17.1	1.0	2714	12406
建设银行	33.3	23.2	15.9	4.7	3.8	3.3	0.5	0.3	21.1	1.3	1940	9426
深发展	34.6	20.1	13.6	7.0	4.1	3.1	0.2	0.2	33.7	0.8	76	504
华夏银行	32.5	22.5	12.1	4.1	3.6	2.9	0.5	0.1	17.9	0.4	68	846
中国银行	28.5	21.2	16.2	3.1	2.6	2.4	0.6	0.5	15.1	1.1	1559	8565
交通银行	34.2	22.5	15.2	4.9	3.8	3.2	0.4	0.3	18.7	1.0	657	3005
中信银行	52.8	29.8	19.0	6.2	2.9	2.6	0.2	0.3	12.4	0.9	339	1445
北京银行	32.2	25.5	16.7	7.0	3.2	2.8	0.5	0.3	18.1	1.1	122	506
宁波银行	42.1	34.2	25.5	8.3	4.0	3.6	0.7	0.8	15.7	1.3	46	105
南京银行	28.7	28.5	20.3	6.5	2.6	2.4	0.5	0.5	14.0	1.2	37	109
<b>平均</b>	<b>34.8</b>	<b>27.0</b>	<b>18.8</b>	<b>6.0</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>15.6</b>	<b>1.1</b>	<b>460</b>	<b>2289</b>
<b>香港</b>												
汇丰	12.0	10.7	9.8	1.8	1.7	1.6	2.1	1.9	16.2	0.9	1988	23543
恒生	23.3	21.4	19.0	6.0	5.5	5.1	2.4	2.3	35.3	2.6	360	7460
渣打	20.2	17.0	15.0	2.8	2.7	2.5	0.9	0.8	15.1	1.0	479	3292
中信	13.5	13.1	10.9	1.2	1.2	1.1	0.3	0.2	7.6	1.2	30	1021
工银	17.8	16.3	14.6	2.0	1.9	1.7	2.1	1.9	11.9	1.0	28	1464
中银	14.6	14.9	13.9	2.4	2.3	2.2	0.5	0.5	17.4	1.6	263	10676
东亚	19.2	17.2	15.1	2.4	2.3	2.2	2.4	2.1	14.5	1.2	87	3940
大新	9.9	11.0	9.8	1.4	1.3	1.2	0.7	0.6	14.6	1.4	18	1090
永亨	18.8	17.6	16.0	3.4	3.1	2.8	2.3	2.1	20.5	1.6	40	1397
<b>平均</b>	<b>16.6</b>	<b>15.5</b>	<b>13.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>17.0</b>	<b>1.4</b>	<b>366</b>	<b>5987</b>
<b>美国</b>												
花旗	5.7	5.2	4.7	1.0	0.9	0.8	1.9	0.7	3.1	0.2	1200	21876
美洲	7.9	7.7	7.1	1.3	1.2	1.1	1.1	0.9	10.8	0.9	1663	17157
摩根	12.1	9.7	9.3	1.3	1.2	1.1	2.4	1.9	12.9	1.1	1519	15621
富国	11.9	10.8	9.8	2.2	2.0	1.8	1.2	1.0	17.4	1.5	979	5754
五三银行	7.8	7.5	6.9	1.1	1.2	1.1	1.5	1.3	11.2	1.0	109	1110
美国运通	15.3	12.8	11.5	5.1	4.4	3.9	1.3	1.1	37.3	2.9	518	1498
<b>平均</b>	<b>10.1</b>	<b>9.0</b>	<b>8.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>15.4</b>	<b>1.3</b>	<b>998</b>	<b>10503</b>
<b>韩国</b>												
Kookmin	8.1	7.6	7.0	1.5	1.3	1.2	1.4	1.4	17.8	1.3	221	2193
Pusan	10.8	9.8	9.0	1.7	1.5	1.4	1.6	1.4	15.6	0.6	22	260
韩国实业	8.5	7.4	7.2	1.5	1.3	1.1	1.8	1.8	18.9	1.0	72	1195
乌日金融	8.5	6.9	7.4	1.3	1.1	1.0	1.9	1.7	16.2	14.0	153	153
新韩	11.3	9.9	9.4	2.1	1.8	1.6	1.1	1.0	14.9	10.6	219	254
<b>平均</b>	<b>9.5</b>	<b>8.3</b>	<b>8.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>16.7</b>	<b>5.5</b>	<b>137</b>	<b>811</b>
<b>印度</b>												

印度国民银行	18.9	18.9	12.4	3.0	2.8	1.9	0.6	0.5	16.0	0.8	236	2049
印度银行	22.9	16.1	10.7	3.5	2.9	2.3	#N/A	#N/A	19.9	0.9	39	356
HDFC 银行	43.7	38.8	31.4	8.3	7.0	4.2	1.1	0.8	19.5	1.4	111	230
Panjab 国民 银行	10.9	10.2	8.8	1.7	1.5	1.4	0.4	0.4	15.6	1.0	42	418
Canara 银行	7.0	6.3	6.2	1.3	0.9	0.8	0.4	0.3	16.6	1.0	24	419
Baroda 银行	10.1	9.7	7.8	1.3	1.2	0.0	0.4	0.3	13.3	0.9	27	369
<b>平均</b>	<b>18.9</b>	<b>16.7</b>	<b>12.9</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>1.8</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>16.8</b>	<b>1.0</b>	<b>80</b>	<b>640</b>

资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

注: 其中中国市场的 ROE 和 ROA, 总资产数据为 2007 年报数据, 市值和 PEPB 为最近交易日数据。

## 分析师简介

**李珊珊**：北京大学经济学硕士，2005.7-2007.9 任国信证券金融业分析师，现为招商证券银行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ± 5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。