

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2019年8月银行业投资策略:金融开放与监管继续推进》——2019-08-05
 《大零售信贷系列研究之二:CapitalOne的数据驱动型银行模式研究》——2019-07-18
 《2019年7月银行业投资策略:坚守优质个股》——2019-07-02
 《事件点评:传票事件影响不必夸大》——2019-06-26

证券分析师:王剑

电话:021-60875165
 E-MAIL:wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:S0980518070002
 证券分析师:陈俊良
 电话:021-60933163
 E-MAIL:chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

银行股是否运行在估值走廊下限?

● 主要逻辑与结论

决定银行股PB估值的核心变量是ROE、分红率、折现率,其中又是以ROE最为关键。目前A股银行股PB徘徊在0.8倍左右的历史低位附近,且处于近几年0.8-1.0倍的估值走廊下限。我们的分析表明,目前有把握相信ROE下探空间不大,因此PB下限可能较为可靠,银行股已具备确定性较大的投资机会。

● 银行股PB估值原理

从DDM模型出发,经过公式调整,可以发现决定PB的三个主要自变量是ROE、分红率、折现率。其中,银行倾向于留存利润用于补充资本,因此仅按交易所指引分红,分红率很难大幅提升。折现率主要受宏观、市场等外界因素影响。因此,基本面角度对PB影响最大的变量其实是ROE,也是本报告重点关注的对象。

● ROE仍可能下探但空间不大

通过杜邦分解,将ROE分拆,析出三个主要影响指标:净息差、资产质量、权益乘数。(1)净息差仍有下行空间,主因是信贷需求走弱,以及即将推进的利率并轨(具体方式尚不明),但下行幅度应该不如2014-2016年的货币宽松叠加信贷投向转变。净息差下行是拉低未来ROE的主因。(2)资产质量预计平稳,因为过去5年未在全行业出现信贷低质、过度投放的局面。(3)权益乘数下行空间很小,主要是由于严监管已处于常态化,过去几年去杠杆导致的杠杆下降最剧烈的时期已过。我们的敏感性分析表明,ROE下探空间不大,可能企稳在12%上下。

● 投资建议

基于板块较高的ROE水平,以及估值进一步大幅下探的可能性较小,我们维持行业“超配”评级。个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行,和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行,推荐工商银行、农业银行、招商银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

● 风险提示

对净息差的预测仍有不确定性;对资产质量的预测基于现有宏观经济形势,有可能会有预期外变化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (十亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601398	工商银行	买入	5.46	1859	0.86	0.89	6.4	6.1
601288	农业银行	买入	3.46	1187	0.59	0.62	5.9	5.6
600036	招商银行	增持	34.99	870	3.59	4.11	9.8	8.5
002142	宁波银行	买入	22.78	122	2.42	2.82	9.4	8.1
601128	常熟银行	增持	7.96	22	0.64	0.77	12.4	10.4

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

起因	4
银行股 PB 估值原理	4
分红率很难大幅提升	5
决定 ROE 的三大关键指标	6
ROE 的拆解分析	6
从三个分拆指标看 ROE 未来趋势	7
ROE 下行的敏感性分析	11
难以把握的折现率	12
结论: ROE 下探空间不大, 估值有望企稳	13
投资建议	13
风险提示	13

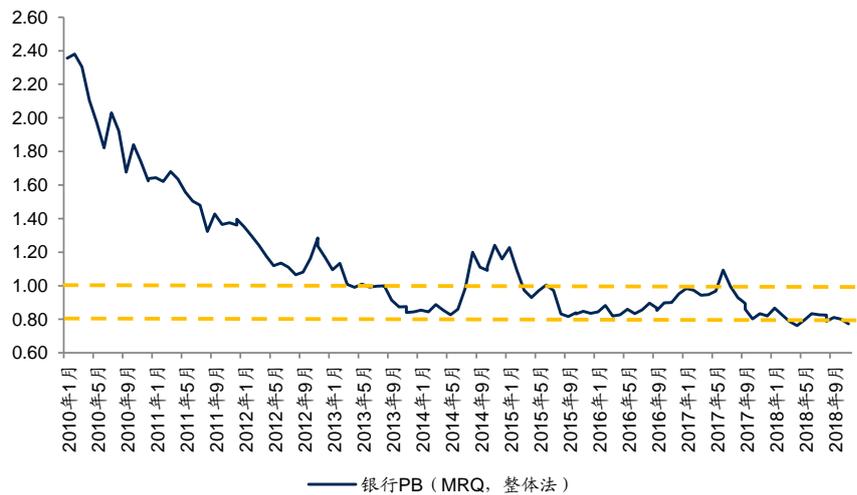
图表目录

图 1: 银行板块估值走势.....	4
图 2: 银行一般贷款加权平均利率走势.....	8
图 3: 银行贷款中执行基准利率上浮的贷款占比合计.....	8
图 4: 上一轮不良资产周期的银行业不良贷款率变化.....	9
图 5: 近几年权益乘数持续下降.....	10
表 1: 将权益乘数分解至资产负债科目.....	10
表 2: 行业 ROE 杜邦分解.....	11
表 3: 行业 ROE 杜邦分解 (含 2019E).....	12
表 4: ROA 在不同净利息收入/平均资产和资产减值损失/平均资产假设下的敏感性分析.....	12
表 5: ROE 在不同 ROA 和权益乘数假设下的敏感性分析.....	12
表 6: 重点个股估值表.....	14

起因

近一年来，A股银行股继续运行在估值走廊下限。所谓估值走廊，是指从2014年开始，银行股整体估值（PB）大致运行在0.8-1.0倍的区间内，除2015年大牛市明显突破过上限，以及2018年底、2019年初略微突破过上下限，其余时间的大致运行区间是相对清晰的。

图 1：银行板块估值走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据股价公式 $P=PB \cdot BVPS$ ，在 PB 不变的情况下，BVPS 每年会以 $ROE \cdot (1 - \text{分红率})$ 的速度增厚，除权后的 P 也以此速度增长，而分红也是投资者获取的收益，因此投资者可获取约等于 ROE 的投资回报。

基于此，如果我们有把握相信银行股估值走廊的可靠性，那么此时便可以买入并耐心持有银行股，赚取约为 ROE 左右的回报（目前行业 ROE 在 12% 左右，未来可能还有一点下探空间，但空间很小了，见后文分析）。即，若 PB 持续维持在 0.8 倍左右的底部，则能够赚取略高于 ROE 的收益。而若 PB 回升，则同时赚取 ROE 和估值差的收益（类似一种“戴维斯双击”）。而主要的风险，则是 PB 严重突破估值走廊下限，进一步下探，造成投资损失。

因此，我们本报告旨在完成两件事：（1）先厘清估值 PB 的决定因素，比如 ROE 等；（2）再判断 ROE 等因素的变化方向，用以判断 PB 是否会显著变化。

银行股 PB 估值原理

我们从最常用的股息折现模型（DDM）出发。根据 DDM 模型（不考虑股息所得税，后同）：

$$P = D / (r - g) \rightarrow P = BVPS \cdot ROE \cdot d / (r - g) \rightarrow PB = ROE \cdot d / (r - g)$$

其中，d 为分红比例或分红率，g 为盈利增速，r 为折现率。

但上式中，ROE 与 g 之间存在明显相关性， $g = ROE(1 - d)$ ，即不考虑补充资本的情况下，利润增长来自利润留存。因此，需要将上式中的 ROE 与 g 消去其一。我们此处选择消去 g（其实也可选择消去 ROE，但那个公式的经济学含义不够直观），得到：

$$PB = \frac{ROE \cdot d}{(r - ROE) + ROE \cdot d}$$

上式有三个经济学的含义:

- ✓ 一是其他条件相同的情况下, ROE 越高的公司 PB 越高, 这很容易理解, 因为盈利能力越强的股票估值越高;
- ✓ 二是当 $PB > 1$ 时分红率越低 (即成长空间越大) 估值越高, 而 $PB < 1$ 时提高分红率则有助于提升估值。但目前大部分上市银行是按照交易所指引保持一个 20-30% 左右的分红率, 常年变化不大, 因此在我们的后续分析中, d 可视为一个常量;
- ✓ 三是其他条件相同的情况下, 当 r 高过 ROE 时, PB 就会小于 1, 也就是公司给股东带来的回报率不及折现率时, 就会破净。而且同样情况下, 折现率高也会导致 PB 偏低。

上面公式中, 自变量有三个, 即分红率 (d)、ROE、折现率 (r)。我们逐一探讨。

分红率很难大幅提升

分红率最简单, 因此从它开始。

先考虑一个极端情况, 即 $d=1$, 也就是银行把当年利润全部分配。那么上式简化为 $PB=ROE/r$ 。这其实就是永续债的估值模型, 银行股就是一张永续债, 其票息率就是 ROE, 因此其估值就是票息率除以折现率。此时, 当 $r > ROE$ 时, PB 是低于 1 的, 即这张永续债低于面值交易。如果银行未来 ROE 能够保持在如今的位置大致不变, 那么“永续债模型”非常逼近现实, 我们从这一模型出发, 再调整变量, 使之更加逼近现实。

我们先把 d 调整为 $d < 1$, 即当年利润不全部分掉, 而是分一部分。这一情况可视为, 持有这张永续债的投资者, 在收到全部票息后, 将收到的部分票息被动 (或被迫) “再投资”, 买回了该永续债。这里, 会涉及两个问题: (1) 投资者从自身利益最大化角度, 是不是应该再投资? (2) 投资者应如何再投资 (是直接被动再投资, 还是自己到二级市场上买)?

对于第 (1) 个问题, 基本上取决于 ROE 和 r 的对比。 r 是投资者要求的回报率, 包括了他的机会成本和风险溢价等。如果 ROE 显著高过 r , 说明再投资的收益超过投资者自己管理这笔资金, 那么可能是应该再投资的; 而如果 ROE 显著低于 r , 则可能不应该再投资。为何加“可能”二字呢? 因为我们还需要考虑再投资的买入价。由前面第三条经济学含义可知, ROE 显著低于 r 时, 该永续债就会低于面值交易, 此时投资者以更低市价买入后, 其实际收益率 (或称实际 ROE, 即“净利润/股票市价”) 可以超过自己的 r , 因此便宜到一定程度还是有投资价值的。

而买入价是多少, 则可能取决于第 (2) 个问题, 就是分红时, 本质是投资者被动按面值“买入”, 但如果他去二级市场买, 则可以按市价买入, 这就是两种买法的价格区别。如果此时该永续债低于面值交易, 那么其实他去二级市场买入更合算。而如果该永续债高于面值交易, 则明显是不分红 (这也就意味着被动按面值进行了再投资) 更合算。

这也就是上述第二条经济学含义: $PB < 1$ 时提高分红率, 对股东更有利, 因为此时投资者拿到的分红部分, 不会被强迫按面值进行再投资。

但很可惜, 资本是银行做生意的本钱, 银行都有增加资本实力的需求, 因此总是希望尽可能多留存利润补充资本, 不大可能大比例分红。换言之, 如果按照自由现金流的思路, 银行是一个利润很高而自由现金流很差的行业, 因此不受很多投资者青睐。

现实中, 我国很多上市银行大体上按照交易所指引来派息, 基本上 20-30% 左右,

d 几乎是一个常量。因此，对于很多估值大幅破净的上市银行而言，并没有主动提高分红率来拉升估值的选择，其估值就会常年很低。

决定 ROE 的三大关键指标

根据凯恩斯在《通论》中提出的预期理论，市场投资者在为股票定价时，代入上述公式的，并不是上市公司眼下的 ROE，而是投资者对其未来 ROE 的预期。换言之，投资者是在为“未来”估值。因此，我们有必要了解的是 ROE 未来的可能趋势。为此，我们通过 ROE 分解的方法，剖析几项关键指标对 ROE 趋势的影响。

ROE 的拆解分析

银行业产生业绩的特殊性，使投资者对其未来 ROE 预期的把握极其困难。影响银行 ROE 的因素很多，我们一般进行杜邦分解，将 ROE 进行详细分解，以便判断其未来走向：

$$\begin{aligned} ROE &= ROA \cdot \text{权益乘数} \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产}} \cdot \text{权益乘数} \end{aligned}$$

再把上式中的“净利润”直接展开为整张利润表的计算公式，即下式：

$$\begin{aligned} \text{净利润} &= \text{净利息收入}(NI) + \text{手续费和佣金净收入}(NF) - \text{业务及管理费用}(EX) \\ &\quad - \text{资产减值损失}(AL) + \text{其他收支}(O) \end{aligned}$$

将上式代入 ROE 分解公式，得：

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{NI + NF - EX - AL + O}{\text{平均资产}} \cdot \text{权益乘数} \\ ROE &= \left(\frac{NI}{\text{平均资产}} + \frac{NF}{\text{平均资产}} - \frac{EX}{\text{平均资产}} - \frac{AL}{\text{平均资产}} + \frac{O}{\text{平均资产}} \right) \\ &\quad \cdot \text{权益乘数} \end{aligned}$$

其中，由于大部分银行平均生息资产约占平均资产的 95% 以上，因此：

$$\frac{NI}{\text{平均资产}} \approx \frac{NI}{\text{平均生息资产}} = \text{净息差}(NIM)$$

然后，我们常用的信用成本率专指贷款，即“贷款资产减值损失/平均贷款”，而如果将其分子扩展为全部资产的减值损失，分母扩展为全部资产，则会得到“资产减值损失/平均资产”，用以衡量全部资产的资产损失，我们暂且将其称为“全资产信用成本率”。

最后，将 NIM、全资产信用成本率体现到 ROE 分解公式，得：

$$\begin{aligned} ROE &\approx \left(NIM + \frac{NF}{\text{平均资产}} - \frac{EX}{\text{平均资产}} - \text{全资产信用成本率} + \frac{O}{\text{平均资产}} \right) \\ &\quad \cdot \text{权益乘数} \end{aligned}$$

其中，对于大部分银行而言，业务及管理费用、其他收支都是非常稳定的，或者影响很小的，因此可忽略（但如果是跨越多年的分析，则不能忽略其变化）。一部分银行的“手续费和佣金净收入/平均资产”也非常稳定，不是轻易能大幅提高的（部分银行该项可能变动较大，不可忽略）。因此，这些非常稳定的项，不会显著拉动 ROE 变化，可轻微关注，我们将这些项全统称为“其他”项，暂不讨论之。

$$ROE \approx (NIM - \text{全资产信用成本率} + \frac{\text{其他}}{\text{平均资产}}) \cdot \text{权益乘数}$$

所以，判断 ROE 趋势时，重点关注三个指标的趋势，就是 NIM、资产质量（体现为“资产减值损失/平均资产”，但其中影响最大的还是贷款的资产质量）、财务杠杆（以权益乘数表示）。

过去几年，银行业 ROE 一路下行，NIM、资产质量都处下行态势，而权益乘数过去较高，但经近几年的严监管、去杠杆之后，也处于下行之中。因此，在三个指标先后下行的情况下，ROE 逐年下降。

从三个分拆指标看 ROE 未来趋势

站在如今的时点往未来看，除资产质量可能稍显稳定之外，大部分银行的 NIM、权益乘数可能都仍有下行压力。当然，也有一部分投资者认为，资产质量也有压力。因此，投资者在为银行股估值时，代入估值公式的 ROE，并不是眼下银行报表上的 12%，而是一个更低的值。

那么，现在代入的 ROE 值究竟是多少呢？很难算清，但是，可以肯定的是，它几乎是全市场偏悲观的一个值。因为，极端低估值反映的并不是市场“平均预期”，而是市场上最悲观的一群投资者的预期。

假设有两个投资者 A 和 B，A 预期 ROE 是 12%，我们假设对应 PB 为 0.9 倍（此处为随意假设，不是计算值，仅用于说明原理），B 预期是 10%，假设对应 PB 为 0.8 倍。当股价跌到 0.9 倍时，A 可能就不会再卖了，甚至有可能开始尝试建仓，而此时 B 会继续卖出，导致股价进一步下跌到 0.8 倍。因此，股价并不是市场“平均预期”决定的，是边际交易决定的，而某些极端市场环境下，边际交易来自最极端预期的一小群投资者。

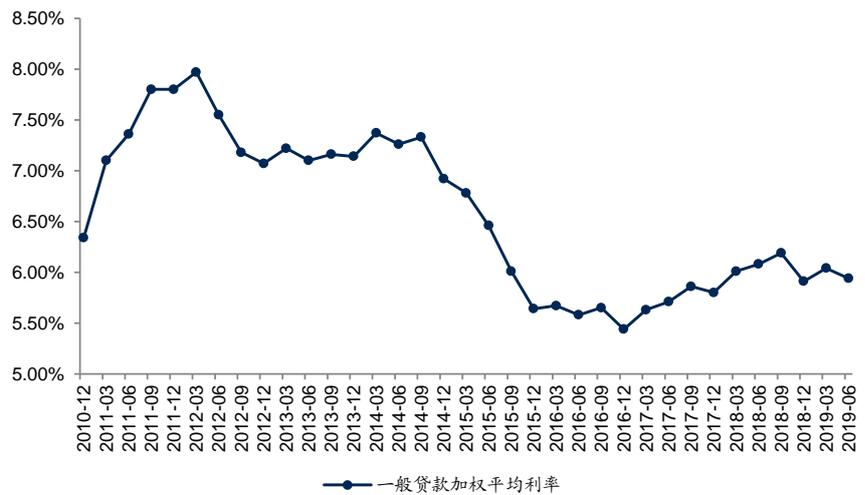
但是，我们从 NIM、资产质量、权益乘数三项指标上看，大部分银行 ROE 其实已没太多的下行的空间。

➤ 预计今年 NIM 会普遍下行，但幅度是温和的。

NIM 下行主因是经济走弱导致信贷需求走弱，因而贷款定价下行。但是，这一下行幅度可能是温和的。况且部分银行还会调整信贷结构，增加高收益的零售信贷等品种，部分负债成本也因为货币宽松而下降，因此也能抵消一部分贷款定价下行的影响，MIM 的降幅可能不如市场预期的那么大。

上一次 NIM 大幅下行是 2014 年之后，可以从央行公布的数据上看到，全行业贷款平均利率出现了大幅下降，2016 年底到达低位，较 2014 年高位已降了近 200BP。

图 2: 银行一般贷款加权平均利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

可众所周知, 该期间央行降息可没降这么多, 1 年期贷款的基准利率, 2014 年中是 6.15%, 至 2015 年底是 4.75%, 降幅 140BP, 即使考虑到实际贷款利率在基准之上平均上浮 20%, 那么实际贷款利率降幅也仅 168BP, 不能解释实际贷款利率的全部降幅。

事实上, 2014 年之后发生的一大变化, 是信贷投向变化, 这是拉低实际贷款利率的另一重要原因。2011 年发端于温州的中小企业流动性危机, 引发了一场持续于 2011-2014 年的全国性民营企业、小微企业的债务违约潮, 成为了不良贷款集中发生的领域, 很多银行于是在 2013 年左右开始收缩民企、小微的信贷投向, 改为投向城投、国企等相对安全的领域, 这些领域定价低, 于是贷款定价上浮水平整体下降。

图 3: 银行贷款中执行基准利率上浮的贷款占比合计



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上浮倍数与基准利率齐降, 两个效果叠加, 导致 2014-2016 年实际贷款利率大幅下降, 银行净息差收窄。

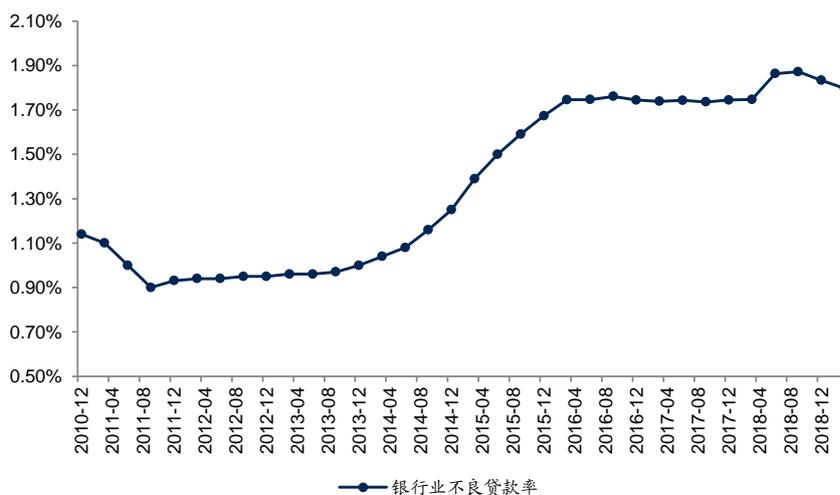
再反观现在, 基准利率已不再变动, 上浮倍数也变动不大。往后看, 如果信贷需求持续走弱, 则信贷定价下行, 体现为上浮倍数下行。再往后看, 如果央行

利用 LPR 继续引导贷款利率下降（目前具体方式不明），那么则可能导致信贷利率再下行一些。但不管如何，贷款平均利率离 2016 年低位并不太远，下行空间已不可能像 2014-2016 年那种幅度。

➤ 资产质量已不构成主要威胁

对于银行经营来说，产生一定比例的不良资产是非常正常的现象，就像其他企业的日常费用一般，是完全能够用当年利润去合理覆盖的。但是，2013 年开始（温州是 2011 年开始），全国不良率出现了非常明显的上行，从 2013 年末的 1%，冲到 2016 年三季度末的 1.76%，而后才逐渐走平（2018 年不良率重新上升主要由监管趋严导致一些逾期贷款被计入不良所致，不全是经济变动导致）。

图 4：上一轮不良资产周期的银行业不良贷款率变化



资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

当然，上述数据是反映了全行业的情况，而部分区域、部分银行情况更为严重，这是一次典型的不良资产周期。

这一轮不良资产周期，除了正常的经济周期原因外，更为主要的原因，是“四万亿”刺激时带来的信贷过度投放，而后“涝旱急转”宏观调控造成的企业大面积债务违约。事实上，如果是自然的经济周期波动，未必会有这种规模的不良资产周期。“四万亿”之后，2008-2010 年，形成了天量信贷投放，且投放流程极其不规范，很多时候信贷审核流于形式，其质量之差可想而知。2010 年开始宏观调控，温州等最为敏感的地区便于 2011 年开始暴露不良。随着调控效果深入，不良暴露区域逐渐扩散至全国，因此在 2014-2015 年形成暴露的高峰。随着“四万亿”及之后过度投放的低质量贷款的逐步出清，这一轮不良资产周期接近尾声，部分银行甚至明确表示，其历史不良包袱已基本清理干净。站在现在时点，回顾过去 5 年，未发生如此不规范的全行业信贷投放（部分领域、部分品种则不能说没有），因此，我们有把握相信，即使经济进一步下行，银行不良的暴露也会是温和的，不会出现过去几年那种大规模暴露。况且目前全行业拨备覆盖率又已回升至 200% 附近，安全垫也已较厚，新的拨备计提压力已小了。

➤ 权益乘数全行业稳定，部分银行可仍有所下行

前几年，权益乘数持续下降，也是拉低 ROE 的一大原因。以下数据来自 A 股老 16 家上市银行的合并数字。

图 5: 近几年权益乘数持续下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

再将权益乘数分解开来, 考察被去杠杆的主要业务品种。权益乘数的分子是总资产(那当然也可以是总负债与权益), 我们把分子按资产类别展开, 同时也按负债类别展开, 以便观测去杠杆的主要业务品种。

从 2013-2018 年的展开结果来看, 可以用一种相对清晰但不一定严谨的分析: 首先是这几年多次降准, “存放央行/权益”下降了 1.01, 部分降准资金用于偿还 MLF 等, 因此理论上“向央行负债/权益”本应同步下降 1 左右, 但“向央行负债/权益”却增 0.38, 说明偿还之后银行又重新通过 MLF 等获取了央行资金, 且多达 1.39。这些资金在资产端被运用了去, 可资产端贷款、同业资产、投资三者合计是降 0.81(三者分别为-0.58、-0.91、0.67, 其中同业资产降最多, 而投资还是增加的), 因此, 贷款、同业资产、投资三者其实是原本下降 2.2, 然后用央行新借资金投放了 1.39, 如此才只降 0.81。然后, 贷款、同业资产、投资三者原先降的 2.2, 可能会回笼相应的派生存款, 因此“存款/权益”降 2.2。这样, 去杠杆进程, 资产负债两端的数字变化基本上得以解释。

而若从 2016-2018 年的展开结果来看, 情况不太一样, 主要是同业负债、同业资产与投资收缩比较明显(存款收缩也是来自同业投资所派生货币的回笼), 贷款已平稳。

表 1: 将权益乘数分解至资产负债科目

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 较 2013 变化	2018 较 2016 变化
权益乘数	15.42	14.54	14.40	14.58	13.85	13.48	-1.93	-1.10
央行及现金	2.40	2.22	1.80	1.77	1.61	1.39	-1.01	-0.37
贷款	7.76	7.35	7.15	7.19	7.11	7.18	-0.58	-0.01
同业资产	1.65	1.31	1.22	1.02	0.78	0.75	-0.91	-0.27
投资	3.14	3.21	3.75	4.12	3.88	3.81	0.67	-0.31
其他资产	0.46	0.45	0.49	0.49	0.47	0.35	-0.11	-0.14
存款	11.41	10.41	9.89	9.76	9.25	9.20	-2.21	-0.56
向央行负债	0.05	0.12	0.12	0.39	0.44	0.42	0.38	0.03
同业负债	2.04	2.03	2.26	2.13	1.83	1.60	-0.43	-0.53
发行债券	0.27	0.34	0.48	0.63	0.67	0.76	0.48	0.13
其他负债	1.65	1.65	1.66	1.67	1.65	1.50	-0.15	-0.17

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

严监管、去杠杆政策最早可追溯至 2013 年“钱荒”, 近几年有所反复但大方向不变。可见, 在一系列政策作用下, 银行很多原本不合规的资产业务被遏制。尤其是经过 2017-2018 年两年的严厉去杠杆, 重点遏制了同业业务的无度扩张, 部分同业业务占比高的上市银行权益乘数已明显下降。目前严监管已常态化,

预计 2019-2020 还有点去杠杆压力，但空间不大了，因为大部分银行的同业业务占比均已下降。

➤ 总结

上述 NIM、资产质量、权益乘数三个指标，除 NIM 还有明显下行压力外，另两个指标压力已较小。而且，NIM 下行压力也小于 2014-2016 年间。因此，我们预计 ROE 下行空间已不大。

ROE 下行的敏感性分析

由于前文我们只能定性判断 NIM、资产质量、权益乘数的变化方向，尚无法精准预测，因此，我们尝试通过敏感性分析的方式，来把握这三个指标变化可能对 ROE 带来的影响。

我们先整理了老 16 家 A 股上市银行的财务数据，并全部加总，进行全行业的整体测算。然后，我们按上述分解方法，先把 ROE 分解为 ROA 和权益乘数，然后再把 ROA 分解为“净利息收入/平均资产”“业务及管理费用/平均资产”“资产减值损失/平均资产”“其他/平均资产”四个指标。之所以比前述三个指标增加了一个“业务及管理费用/平均资产”，是因为分析覆盖多年，费用变化对 ROA 的影响是不可忽略的。本段测算的股东权益、净利润等均指归属母公司股东的，均值用期初期末值简单平均，因此与披露的准确值会略有差异，与前文图 5 的期末值计算权益乘数也会有点差异。

表 2: 行业 ROE 杜邦分解

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 较 2013 变化
ROE	20.28%	18.59%	15.95%	14.18%	13.37%	12.73%	-7.55%
权益乘数	15.85	14.97	14.11	13.91	13.71	13.16	-2.69
ROA	1.28%	1.24%	1.13%	1.02%	0.98%	0.97%	-0.31%
净利息收入/A	2.47%	2.51%	2.40%	2.02%	1.93%	1.94%	-0.54%
费用/A	-1.20%	-1.19%	-1.10%	-0.89%	-0.79%	-0.79%	0.41%
减值损失/A	-0.29%	-0.43%	-0.58%	-0.60%	-0.59%	-0.68%	-0.39%
其他/A	0.30%	0.34%	0.42%	0.49%	0.43%	0.50%	0.20%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从上表可知，2018 年 16 家上市银行整体 ROE 约为 12.73%，较 2013 年下降 7.55 个百分点。其中，权益乘数下降 2.69，ROA 下降 31BP。其中，ROA 下降 31BP，其中“净利息收入/平均资产”贡献了 54BP 的降幅，“资产减值损失/平均资产”贡献了 39BP 的降幅，因此，净息差收缩和不良资产是拉低 ROA 的主因，两者合计贡献了 92BP 的降幅。但同时，费用节省和其他因素对 ROA 产生正贡献，因此减缓了 ROA 的下滑，银行通过节省费用支持了盈利。

然后，我们在 2018 年 ROE 的基础上展望 2019 年，假设费用等其他因素基本不变，先忽略之，重点关注权益乘数、“净利息收入/平均资产”、“资产减值损失/平均资产”的影响。由于金融去杠杆压力已小，我们假设 2019 年权益乘数仍能保持在 13 倍左右（最新一期报表即 2019 年一季报为 13.13 倍），“净利息收入/平均资产”为 1.84%（较 2018 年下降 10BP，这其实是非常悲观的假设），“资产减值损失/平均资产”为 0.60%（与 2018 年基本持平，但其实 2019 年拨备计提压力已明显轻于 2018 年，因此这一假设也是非常悲观的）。在这些悲观假设的情况下，我们发现 2019 年 ROE 仅比 2018 年略降 39BP，仍有 12.33%。如果净息差、资产减值损失好于预期，那么甚至 ROE 还会更高。

表 3: 行业 ROE 杜邦分解 (含 2019E)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
ROE	20.28%	18.59%	15.95%	14.18%	13.37%	12.73%	12.33%
权益乘数	15.85	14.97	14.11	13.91	13.71	13.16	13.00
ROA	1.28%	1.24%	1.13%	1.02%	0.98%	0.97%	0.95%
净利息收入/A	2.47%	2.51%	2.40%	2.02%	1.93%	1.94%	1.84%
费用/A	-1.20%	-1.19%	-1.10%	-0.89%	-0.79%	-0.79%	-0.79%
减值损失/A	-0.29%	-0.43%	-0.58%	-0.60%	-0.59%	-0.68%	-0.60%
其他/A	0.30%	0.34%	0.42%	0.49%	0.43%	0.50%	0.50%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

因此, 虽然 ROE 下行是较为确定的, 但是降幅空间确实不大了。长远看, 我国预计银行业 ROE 可能将在 12% 上下企稳。

为更有把握地了解上述测算, 我们还提供了敏感性分析, 首先是观察“净利息收入/平均资产”、“资产减值损失/平均资产”变化对 ROA 的影响:

表 4: ROA 在不同净利息收入/平均资产和资产减值损失/平均资产假设下的敏感性分析

		净利息收入/平均资产 (约为 NIM)								
		1.54%	1.64%	1.74%	1.84%	1.94%	2.04%	2.14%	2.24%	2.34%
资产减值损失/平均资产 (全资产信用成本率)	-0.40%	0.85%	0.95%	1.05%	1.15%	1.25%	1.35%	1.45%	1.55%	1.65%
	-0.50%	0.75%	0.85%	0.95%	1.05%	1.15%	1.25%	1.35%	1.45%	1.55%
	-0.60%	0.65%	0.75%	0.85%	0.95%	1.05%	1.15%	1.25%	1.35%	1.45%
	-0.68%	0.57%	0.67%	0.77%	0.87%	0.97%	1.07%	1.17%	1.27%	1.37%
	-0.78%	0.47%	0.57%	0.67%	0.77%	0.87%	0.97%	1.07%	1.17%	1.27%
	-0.88%	0.37%	0.47%	0.57%	0.67%	0.77%	0.87%	0.97%	1.07%	1.17%
	-0.98%	0.27%	0.37%	0.47%	0.57%	0.67%	0.77%	0.87%	0.97%	1.07%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

然后, 再观察 ROA、权益乘数变化对 ROE 的影响:

表 5: ROE 在不同 ROA 和权益乘数假设下的敏感性分析

		ROA								
		0.77%	0.82%	0.87%	0.92%	0.97%	1.02%	1.07%	1.12%	1.17%
权益乘数	11.50	8.82%	9.40%	9.97%	10.55%	11.12%	11.70%	12.27%	12.85%	13.42%
	12.00	9.21%	9.81%	10.41%	11.01%	11.61%	12.21%	12.81%	13.41%	14.01%
	12.50	9.59%	10.22%	10.84%	11.47%	12.09%	12.72%	13.34%	13.97%	14.59%
	13.00	9.98%	10.63%	11.28%	11.93%	12.58%	13.23%	13.88%	14.53%	15.18%
	13.50	10.36%	11.03%	11.71%	12.38%	13.06%	13.73%	14.41%	15.08%	15.76%
	14.00	10.74%	11.44%	12.14%	12.84%	13.54%	14.24%	14.94%	15.64%	16.34%
	14.50	11.13%	11.85%	12.58%	13.30%	14.03%	14.75%	15.48%	16.20%	16.93%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

可见, ROE 虽然仍有一定下行, 但我们认为下行空间非常有限, 投资者已在现价中给予了充分预期, 甚至是过度悲观的预期。

难以把握的折现率

折现率是一个较为棘手的指标, 因为它重要, 构成了估值的重要分母, 却又不可精准测量, 只能做定性的方向性分析。折现率主要由无风险利率、风险溢价构成, 两者都不容易测量。

无风险利率是投资者的机会成本, 典型的取数方法是用 10 年国债收益率, 但现实中这一取法也并不一定可靠, 因为 10 年国债收益率并不是很多投资者的机会成本。过去, 刚性兑付使部分原本不应当作为无风险利率的产品收益率 (比如理财产品、信托产品) 实质上成为了很多人的机会成本, 抬高了无风险利率。打破刚兑后缓解了这一现象。目前, 从方向上看, 2019 年以来无风险利率走低,

是可以肯定的，未来也不太可能很快回升。因此，我们暂时不用担心无风险利率上行导致的估值回落。

风险溢价就比较难把握了。理论上，投资者对银行各种经营风险（信用风险、利率风险、流动性风险等）的担忧，都会体现到风险溢价上。前文提及的不良资产就是重要的风险之一，但目前来看整体平稳。此外，影响银行经营风险的重要因素是其杠杆，杠杆越高，经营风险越大，信用风险、流动性风险都可能被杠杆放大，甚至影响一家银行的平稳经营。因此，从理论上而言，杠杆下降，虽然不利于 ROE，但却可能降低风险溢价，有利于估值。这一点，我们在前期的报告《银行估值体系探讨：低估值之谜》中已经提及。

结论：ROE 下探空间不大，估值有望企稳

我们从估值原理出发，决定估值水平中枢的主要是分红率、ROE、折现率。分红率可能是一个不太容易变化的指标。折现率继续观察。而作为对 PB 影响最关键的指标，ROE 目前仍处下行趋势，但下降空间已经不大，投资者已给予过度悲观的预期。因此，我们认为目前银行业的 PB 水平是足够低的，短期内或许仍有波动，但进一步大幅下探的可能性较小，估值走廊下限可能对股价有一定约束力。若出现超预期下探，则更是投资机会。

投资建议

基于板块较高的 ROE 水平，以及估值进一步大幅下探的可能性较小，我们预计银行板块赚取稳定回报的确定性较大，维持行业“超配”评级。个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行，和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行，推荐工商银行、农业银行、招商银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

风险提示

对净息差的预测仍有不确定性，取决于央行推行贷款 LPR 定价的具体方式，而该方式尚未公布，因此仍然可能有一定不确定性。

对资产质量的预测基于现有宏观经济形势，如果国内外宏观经济形势或政策出现了预期外的变化，则可能影响上述预测。

上述分析主要基于行业整体，尤其是 16 家 A 股上市银行的数据，不一定能代表各个个股，不排除某些个股出现独立趋势。

表 6: 重点个股估值表

收盘日: 2019/8/10	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601398.SH	工商银行	5.46	13.7%	13.0%	12.3%	4.1%	3.9%	4.2%	0.87	0.79	0.72	6.6	6.4	6.1
601288.SH	农业银行	3.46	13.4%	12.4%	11.9%	5.1%	4.4%	4.5%	0.76	0.70	0.64	6.1	5.9	5.6
601988.SH	中国银行	3.56	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.69	0.64	0.59	6.1	5.8	5.5
—														
600036.SH	招商银行	34.99	16.6%	16.7%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.74	1.54	1.36	11.2	9.8	8.5
601166.SH	兴业银行	18.60	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.88	0.79	0.71	6.5	6.0	5.5
600016.SH	民生银行	5.78	13.0%	12.3%	11.1%	1.0%	3.9%	4.8%	0.62	0.56	0.52	4.9	4.7	4.5
600000.SH	浦发银行	11.37	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.9%	0.76	0.68	0.61	6.2	5.5	5.2
601998.SH	中信银行	5.61	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.68	0.63	0.58	6.4	6.1	5.9
000001.SZ	平安银行	14.52	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	1.13	1.02	0.93	10.4	9.7	9.1
601818.SH	光大银行	3.77	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.68	0.62	0.57	6.1	5.8	5.5
600015.SH	华夏银行	7.26	12.3%	10.0%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.57	0.52	0.48	5.6	5.5	5.5
—														
601169.SH	北京银行	5.31	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.64	0.59	0.55	5.8	5.5	5.1
601009.SH	南京银行	8.07	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.01	0.89	0.79	6.4	5.6	5.0
002142.SZ	宁波银行	22.78	19.0%	18.2%	17.8%	19.9%	18.2%	16.1%	1.85	1.53	1.32	11.2	9.4	8.1
600919.SH	江苏银行	6.83	12.4%	12.7%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.77	0.70	0.64	6.6	5.8	5.2
—														
601128.SH	常熟银行	7.96	13.3%	12.3%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.70	1.32	1.21	14.7	12.4	10.4
平均			13.4%	12.8%	12.4%	7.8%	8.0%	7.8%	0.94	0.83	0.75	7.4	6.8	6.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032