



中国银行行业：后疫情时代的 银行股估值



投资建议

建议关注明年 1 月、4 月业绩发布时预计利润增速较高的公司，如杭州银行、苏州银行、江苏银行、成都银行、沪农商行以及平安银行。

理由

从市盈率的角度出发，明年为重要时点。我们预计市盈率明年会逐步到达底部，之后可能会呈小幅上升态势。行业估值历史来看，2012-2022 年期间，银行股整体 PB 估值是震荡下行的。ROE 由 10 年前的 20% 左右跌至现在的 10% 左右，由于银行业整体盈利每年有所增长，ROE 下降更多表现为银行业盈利增速低于总规模和资本增速。原因主要为信用风险上升和银行整体经营杠杆倍数下降，我们预计这两项原因均将在明年迎来明显拐点。

ROE 下降的主要原因为坏账增加和经营杠杆倍数下降。根据我们此前测算，2012-2020 年间，银行业 ROA 从 1.28% 左右降到 0.9% 以下，主要为银行信用减值损失增加导致，扣除风险后的单位资产收入较为稳定。此外，银行经营杠杆倍数从 2012 年的 16x 多降至 2020 年的 13x 多，对 ROE 也有影响。坏账方面，中国银行业在 2020 年底时，账面上的不良贷款率拐点已经出现，且呈现连续的趋势，从我们做出预判到现在，银行业不良率已经连续下降 8 个季度，且未来会进一步下降。从历史上来看，银行业不良率一般下降 3-4 年后股价开始反应，我们预计 2023 年时应该会出现股价的明显反应。银行经营杠杆倍数方面，我们预计将发生方向性变化。

平均市场负债率由 2010 年之前 97%以上的最高点下降至 20 年来的最低位 91.6%左右,经营杠杆倍数下降背后的原因是 2004 年、2007 年及 2012 年分别出版了新版的资本管理办法,对银行的资本管理趋严。2023 年将会发布《巴塞尔协议 III》最终版,虽然对银行资本要求的约束放松幅度很小,但是此为过去 20 年来首次放松,我们认为这将是方向性的改变。

疫情之下银行股估值的极端情况。2021-2022 年间银行业 PE 估值创新低,之前处于稳定波动区间。不同于全球大部分国家地区银行业较波动的盈利以及资产减值准备计提标准,中国银行业较为稳定,不良波动周期为 20 年,因此 PE 能反映银行业盈利能力。2015-2020 年,银行业 PE 估值底部在 5.5x-6x 之间,顶部为 8x 多。2020 年疫情以及 2021 年地产风险后,PE 估值底部向下突破至 4.13x,比 2014 年时的低位更低。我们认为现在的基本面实际优于 2014 年,主要因为地产风险和疫情的综合影响导致低估值。

后疫情时代银行股估值修复预计分为三段进行。经济体整体不良率上升时,工业企业资产负债率下降。2019 年工业企业资产负债率到达历史最

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50045

