

证券研究报告—动态报告/策略快评

投资策略

市场思考随笔之四十四

2020 年 05 月 25 日

银行股如何走出低估值陷阱

证券分析师： 燕翔 010-88005325 yanxiang@guosen.com.cn
联系人： 许茹纯 021-60933151 xuruchun@guosen.com.cn
联系人： 朱成成 0755-81982942 zhuchengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

银行股让人很闹心，既爱又恨，一方面估值极其便宜，另一方面就是始终不涨，特别是 2020 年以来，银行板块整体表现一直落后于市场整体。本文讨论了我们对银行板块为什么估值低的探讨、回顾了过去十年了银行板块三次大行情的历史经验，并对未来银行板块的走势谈了下我们策略的看法。

银行板块估值低而且不涨（相对收益较差）实际上并不是中国特色，而是全球的普遍现象，对比中国和海外银行股的估值情况，可以发现 A 股银行的市净率（PB）并不比海外银行低，只是市盈率略低于海外银行，这背后反映了中国银行的盈利能力（ROE）比海外银行高。

全球范围内的持续低利率甚至负利率是造成银行股估值水平极低的重要原因，因为在这种环境下银行未来的持续盈利能力将受到极大的挑战。这里也可以发现一个问题，就是低利率环境下的高股息策略，并不适用于银行板块。为什么？因为从远期来看，长期低利率假设下银行股的高股息是无法持续保证的，至少市场是这么认为的。

过去十年 A 股市场中银行股大概有过三次比较靓丽的行情，第一次是在 2012 年 12 月到 2013 年 1 月，这一次行情的催化剂是 2012 年“二次刺激”以后地产和基建起来了，银行板块走出了弱复苏的逻辑。第二次是 2014 年 7 月到 12 月，这一次没有基本面的逻辑，属于纯粹的低估值修复，但也是需要看到，这样的低估值修复可能并不是内生的自发的，也是在外力作用下产生的，这个外力就是 2014 年下半年的“一带一路”以及超市场预期降准和降息，曾记否，2013 年还在“钱荒”。第三次是从 2017 年下半年到 2018 年年初，这一次的逻辑是供给侧改革以后整个经济的名义增速大幅回升，名义增速回升过程中，银行的规模、息差、资产质量都会得到明显受益。

所以总结过去十年的经验，可以发现银行股的行情大体上由两种逻辑驱动，一是经济复苏的逻辑（2012、2017），二是外力作用下的估值修复（2014）。

展望未来，探讨银行股未来的走势，可以从绝对收益和相对收益两个角度去看。

首先第一点，银行股的绝对收益应该没太大问题。如果持有一个相对较长的时间（比如一年），如果目前已经达到估值下限的银行板块市净率不再创新低，那么持有一年的期望收益率就是板块的 ROE，也就是大概在 12% 左右，如果随着经济的好转板块估值还有修复的可能性，那么这个期望收益率还会更高。

第二点相对收益，我们判断出现以下三种情况，银行股大概率会获得相对超额收益：一是市场出现连续调整，由于银行股当前估值已经处于“极端便宜”的水平，防守属性强，市场调整中预计将会有超额收益。二是再次出现超预期的政策变化，比如房地产政策放松或者现在市场热议的财政赤字货币化，银行板块也可能像 14 年超预期降息后一样获得不错的表现。三是在全球流动性极度宽松的情况下，如果通货膨胀出现，整体经济名义增速将回升，银行股预计也会表现很不错，类似 2017 年的情况。

综合来看，目前 A 股的银行股“退可守”应该问题不大，“进是否可攻”取决于前述相对收益情况二和三是否会出现，从我们的判断来看，这种情况在今年年底到明年年初是有可能出现的。

■ 银行股“低估值”“不涨”是全球普遍现象

在 A 股市场中，银行板块的估值最低，市盈率仅有 6 倍，从市净率角度来看的话，银行股破净更是极其平常的事情。事实上，银行股估值太低并不是 A 股市场独有的，如果我们把视线范围放得更广一些，会发现这在全球其实都是一个非常普遍的现象。

我们在表 1 中汇总整理了在 A 股及海外上市的主要银行以及它们的估值情况。对比来看，当前 A 股主要的银行市盈率均值在 6.2 倍，中位数 5.4 倍，华夏银行的 PE 最低仅为 4.5 倍；绝大部分银行的市净率均小于 1，市净率均值在 0.8 倍，中位数 0.7 倍，仅有招商和宁波银行尚未破净。海外银行的估值同样普遍较低，表中主要银行的市盈率均值和中位数在 7.9 倍，略高于 A 股，但市净率的均值和中位数分别仅有 0.6 倍和 0.5 倍，比 A 股的还要低，海外银行市净率在 0.2、0.3 倍这样极低水平的情况非常多。这背后也反映了中国银行的盈利能力（ROE）要比海外银行高。

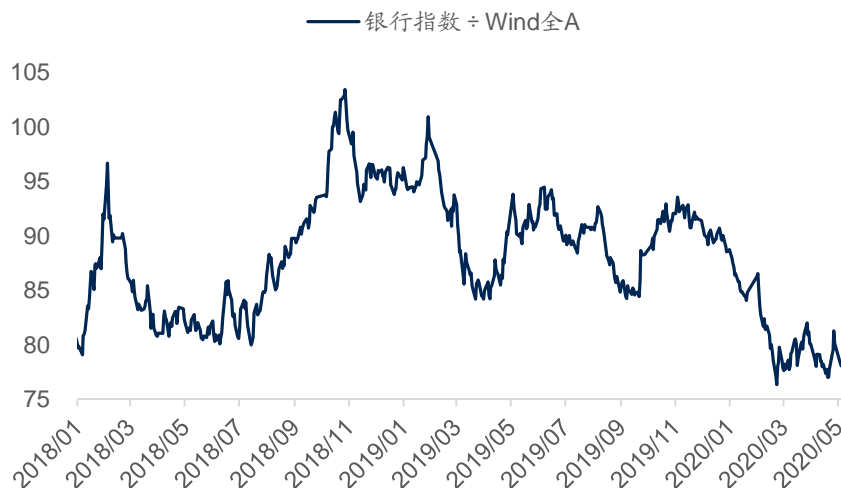
表 1：A 股及海外银行股的估值均普遍较低

A 股银行	PE (2020 年 5 月)	PB (2020 年 5 月)	海外银行	PE (2020 年 5 月)	PB (2020 年 5 月)
工商银行	5.8	0.7	摩根大通	9.4	1.2
建设银行	5.9	0.7	美国银行	8.3	0.8
农业银行	5.5	0.7	汇丰控股	28.2	0.5
中国银行	5.4	0.6	富国银行	7.9	0.6
招商银行	9.1	1.4	花旗集团	5.5	0.5
邮储银行	7.1	0.8	加拿大皇家银行	8.5	1.4
交通银行	4.9	0.5	道明银行	8.0	1.1
兴业银行	5.0	0.7	三井住友金融集团	8.6	0.3
浦发银行	5.1	0.6	巴克莱银行	5.8	0.2
平安银行	8.8	0.9	劳埃德银行	4.9	0.4
民生银行	4.6	0.5	苏格兰皇家银行	3.5	0.3
中信银行	5.1	0.5	渣打集团	8.1	0.3
光大银行	5.1	0.6	德意志银行	-2.3	0.2
宁波银行	10.6	1.7	瑞银集团	7.1	0.6
华夏银行	4.5	0.5	法巴银行	6.8	0.2
平均值	6.2	0.8	平均值	7.9	0.6
中位数	5.4	0.7	中位数	7.9	0.5

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

我们在之前《失效的低估值策略》报告中指出过，大致从 2018 年底开始至今，A 股市场中低估值策略失效了，低估值组合收益率显著跑输大盘，银行板块的走势便是这一现象的重要体现。图 1 报告了申万银行指数相对于 Wind 全 A 指数的超额收益走势情况。从图中可以看出，从 2018 年底左右至今，银行指数的超额收益在不断下降，银行指数显著要跑输大盘。

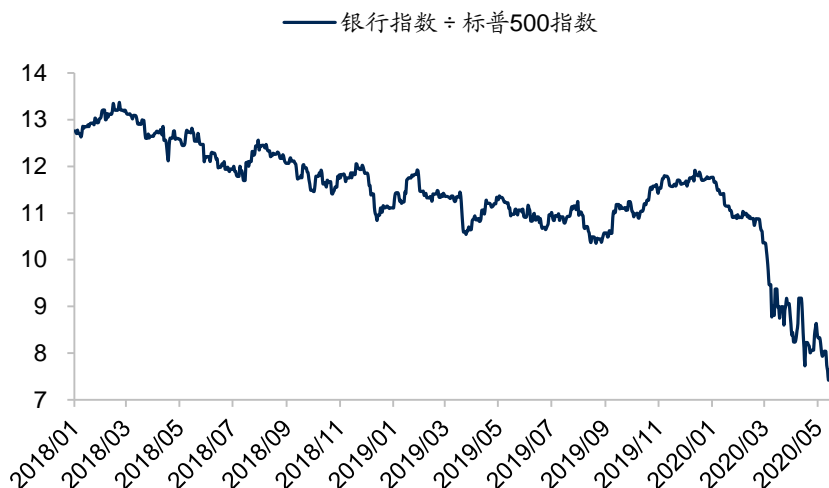
图 1：2018 年至 2020 年 A 股市场上指数超额收益走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

值得注意的是，银行股“不涨”这一现象在海外同样是普遍存在的。美股银行股的超额收益走势虽然和 A 股银行指数超额收益的走势并不完全一致，但方向是相同的，大概是从 2018 年开始，美国标普 500 银行指数相对于标普 500 指数便开始走弱，银行板块显著跑输标普 500 指数整体市场表现。

图 2：美国银行指数和标普 500 比值

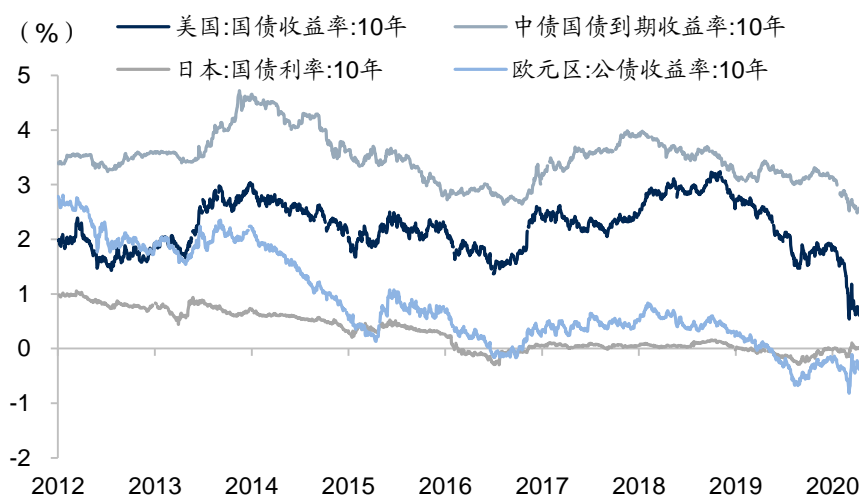


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

那么造成全球银行股普遍呈现“低估值”、“不涨”的原因是什么呢？我们认为这背后的主要原因可能是在于全球低利率环境下银行可赚取的息差空间大幅降低，而息差却是银行最主要的收益来源，这种环境下银行未来的持续盈利能力将受到极大的挑战。

2019 年以来全球货币政策转向宽松，美联储非但直接结束了此前连续的加息周期，而且连续三次降息，使得全球利率中枢明显下行，各个国家的利率水平均有明显回落。进入 2020 年之后，为应对新冠疫情的爆发，全球主要经济体央行宽松政策还在不断加码，全球流动性极度宽松。在这个背景下，当前全球主要经济体的利率水平基本均处于历史低位。截至 2020 年 5 月 22 日，中国 10 年期国债收益率为 2.6%，基本处于历史最低水平，国外来看，美国、日本、欧元区十年期国债利率分别为 0.66%、0.00%和-0.40%，同样处于历史低位。

图 3：全球流动性宽松下利率极低



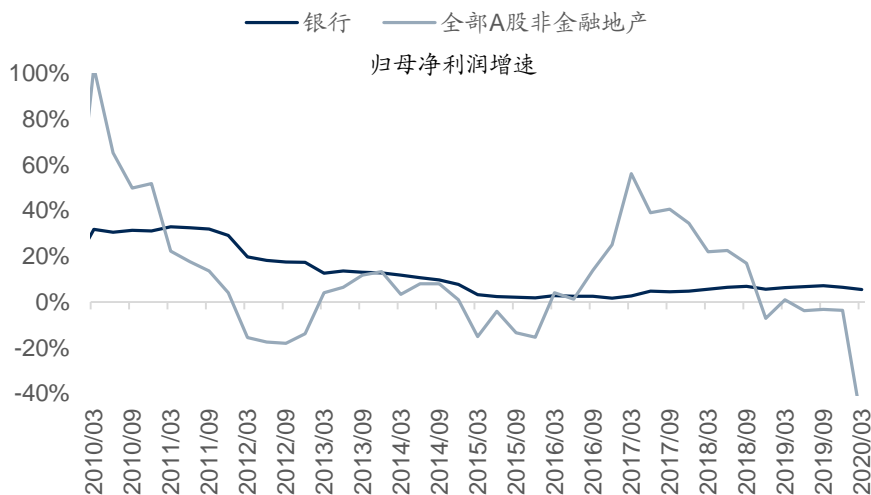
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 银行分析师普遍认可基本面没有太大问题

我们认为，造成银行股价波动更多的是市场层面因素而不是基本面上的，事实上，虽然近些年有所下降，但是银行业的 ROE 和利润增速都没有大问题。

从最新披露的上市银行 2019 年报和 2020 年一季度数据来看，银行业净利润增速大致平稳，基本符合预期。上市银行整体 2019 年归母净利润同比增长 6.4%，2020 年一季度同比增长 5.4%，一季度增速的回落主要是其他非息收入扰动导致，盈利关键驱动因素则基本保持稳定。横向对比来看，银行业要远远好于 A 股市场其他行业上市公司的盈利表现，剔除金融地产外，2019 年和 2020 年一季度全部 A 股的利润增速分别为-4%和-53%。

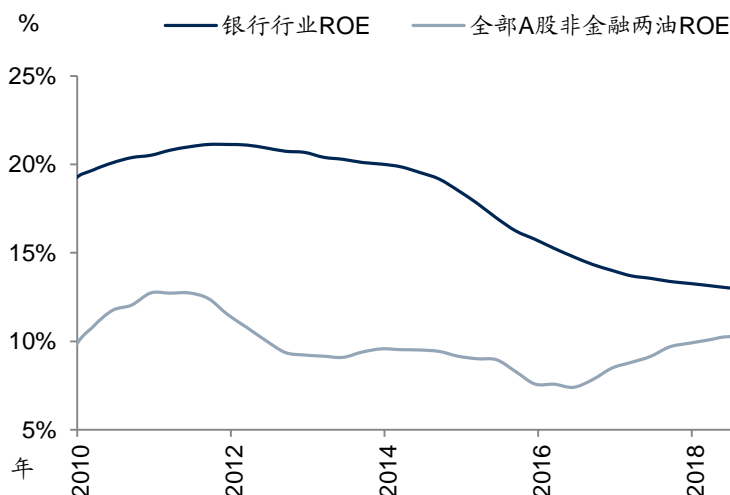
图 4：银行及全部 A 股（非金融地产）利润增速变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

用另一个重要指标 ROE 去度量银行业的基本面，也能够得到同样的结论。2020 年一季度银行行业整体 ROE 为 11.5%，较之前有所下降，但同期全部 A 股非金融两油的 ROE 降至 6.8% 的低位。从绝对水平来看，银行业上市公司的盈利能力确实是远超 A 股整体的。

图 5：银行及全部 A 股（非金融两油）ROE 变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

对于后续的盈利情况，银行分析师也普遍预期将保持平稳。根据国信银行组的测算，2020 年对银行净利润增速影响最大的是资产质量，对 2021 年影响最大的是净息差，但预计后续银行净利润的增速仍将维持在 5% 左右的水平低位增长。从 Wind 一致预期来看，市场对于后续上市银行的利润增长并不悲观，2020 年以及 2021 年预期的平均利润增速分别为 10.2% 和 11.1%，基本保持平稳。

表 2：A 股银行个股业绩增速预期并不差

A 股银行	2017 年实际扣 非净利润增速 (%)	2018 年实际扣 非净利润增速 (%)	2019 年实际扣 非净利润增速 (%)	2020 年一致预 期净利润增速 (%)	2021 年一致预 期净利润增速 (%)
平安银行	2.5	6.6	13.7	13.5	14.6
宁波银行	19.7	19.1	23.4	17.1	18.8
江阴银行	9.7	6.9	14.3	15.1	15.7
张家港行	9.1	12.8	8.6	13.2	12.6
郑州银行	7.0	-27.6	8.0	7.8	8.3
青岛银行	-9.9	7.2	12.7	13.8	19.2
青农商行	11.5	17.4	16.9	16.9	17.0
苏州银行	7.0	6.9	12.3	8.1	11.7
浦发银行	4.6	3.0	3.4	4.4	6.3
华夏银行	0.7	5.4	5.0	2.9	3.3
民生银行	3.8	1.6	6.4	4.7	5.1
招商银行	14.1	14.9	15.0	12.2	13.6
无锡银行	13.4	9.2	13.1	9.9	12.7
江苏银行	11.5	10.2	11.6	8.5	10.6
杭州银行	12.7	19.5	21.6	16.0	18.1
西安银行	2.3	15.6	13.9	9.0	11.5
南京银行	17.0	14.3	12.2	12.4	13.9
渝农商行	12.5	1.6	-1.2	12.4	10.0
常熟银行	21.5	18.9	20.0	26.4	16.0
兴业银行	3.9	2.9	9.0	7.2	10.2
北京银行	5.2	6.9	7.9	6.3	7.1
上海银行	7.0	17.4	12.7	10.9	11.2
农业银行	4.5	5.0	4.6	4.0	4.7
交通银行	4.3	5.5	4.6	3.2	4.5
工商银行	2.9	4.1	5.1	4.0	4.4
长沙银行	22.5	13.7	13.9	13.0	13.6
邮储银行	33.1	3.2	10.7	11.0	12.3
光大银行	4.2	7.2	11.0	9.7	11.6
成都银行	52.4	20.8	19.3	16.0	15.2
紫金银行	7.0	12.4	15.8	12.0	14.3
浙商银行	7.8	5.0	12.5	11.5	12.6
建设银行	5.2	5.7	4.8	5.0	4.5
中国银行	18.3	5.1	4.2	0.4	3.6
贵阳银行	23.0	14.0	13.6	11.1	12.1
中信银行	1.9	4.7	8.0	7.1	7.0
苏农银行	13.2	10.5	12.3	9.9	10.9
平均值	10.8	8.5	11.1	10.2	11.1
中位数	7.4	7.0	12.2	10.4	11.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 再回首过去三轮（2012、2014、2017）银行股行情

2010 年以来，银行股大体上出现过三轮较为强势的上涨行情，分别发生在 2012 年底、2014 年底和 2017 年下半年。

图 6：2000 年至 2020 年低市净率指数超额收益走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2012 年底：地产基建发力，经济弱复苏

在 2012 年年底反弹行情前的市场表现非常不好，大盘从 5 月初开始基本是连续阴跌了 7 个月，上证综指下跌幅度高达 19%。2012 年底反弹行情中银行成为了领涨板块，从 2012 年 12 月到 2013 年 1 月，两个月的时间里，银行板块累计涨幅高达 42%。

促使 2012 年底银行板块大行情的逻辑主要有两个：

一是政策全面放松。2012 年随着经济增速的快速下行，中国政府采取了“新一轮”的经济刺激政策，包括两次降准、两次降息，批复大量投资项目，基建投资增速快速拉升。货币政策方面，一是在 2011 年 12 月 5 日下调存款准备金率 0.5% 的基础上，于 2012 年 2 月 24 日和 5 月 18 日两次下调存款准备金率各 0.5%。二是中国人民银行分别于 6 月 8 日、7 月 6 日两次下调金融机构人民币存贷款基准利率。财政政策方面，2012 年国家发改委审批通过了一大批投资项目，其中就有当时特别有名的宝钢湛江项目。

图 7：2012 年出台了新一轮经济刺激政策，基建增速被拉起



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

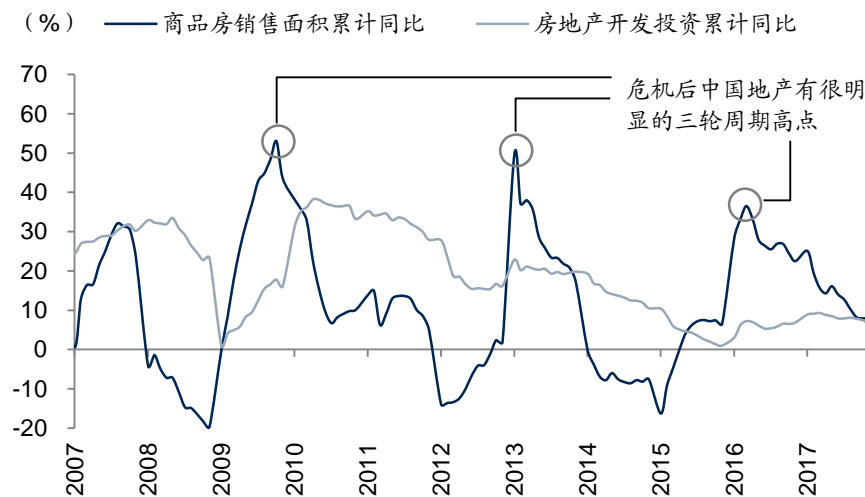
但实际上，政策放松并没有成为行情启动的充分条件，股市在 2012 年二三季度是持续下跌的。所以，应当说政策放松为行情启动做了铺垫，真正诱发年底行情大启动的因素的经济出现了复苏。经济复苏体现在几个指标上，一是房地产销售面积增速从 2012 年中开始大幅回升，一直要持续到 2013 年的“国五条”发布前，这也是为什么这波行情中银行和地产领涨的基本面原因；二是社会融资规模的余额同比数据出现了明显回升；三是 PMI 数据在年底时也出现了连续回升。

图 8：2012 年下半年社融增速开始触底回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：2012 年地产政策放松下新一轮地产上行周期

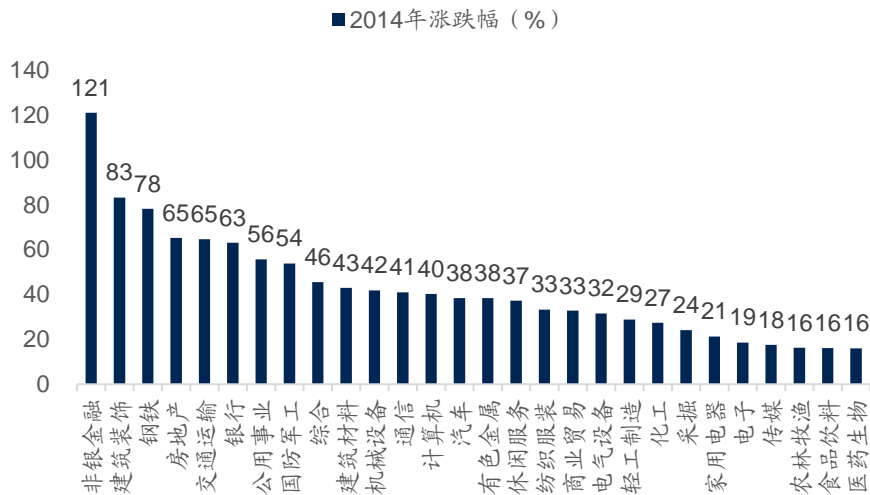


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2014 年：一带一路+超预期降息，低估值修复

2014 年底银行板块再次高歌猛进，从 11 月到 12 月两个月内银行板块累计上涨了 53%，而同期万得全 A 指数的涨幅是 21.3%。

图 10：2014 年申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

引发这波行情爆发的催化剂应该说是非常明确的，那就是央行的全面降息。2014 年央行货币政策的动作非常多，总体方向是在经济出现进一步下行的过程中，改变了 2013 年“钱荒”式的货币收紧，货币政策开始放松。

一是 2014 年出现了“定向降准”。2014 年 4 月 16 日，国务院常务会议指出，“对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率。落实县域银行业法人机构一定比例存款投放当地的政策。”随后，中国人民银行于 2014 年 4 月和 6 月，分别下调县域农村商业银行和农村合作银行人民币存款准备金率 2% 和 0.5%，对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5%。

二是 2014 年年底的降息，宣告了货币政策的彻底转向，直接引爆了 2014 年年底股票市场的行情。事实上，2014 年 11 月的降息在当时是非常“意外”的，因为就在一年以前，央行还非常坚定地要收紧货币，不能通过货币宽松来使得金融系统中存在的各种问题进一步蔓延。所以即使到 2014 年下半年，市场上很多观点都仍然认为降息可能性非常小。

这次超预期的降息迅速激发了市场的热情，低估值修复下银行板块也收获了非常不错的表现。

2017 年：供给侧改革，名义经济增速大幅回升

从 2017 年下半年开始一直到 2018 年 1 月，银行股走出了一波显著的上升行情，指数累计涨幅达到了 35%。

引发此轮行情的驱动力主要来自于经济复苏，企业基本面的修复一方面促使银行坏账下降，另一方面也为银行盈利带来利好，银行的规模、息差、资产质量都得到了明显受益。

2016 年开始供给侧改革的效果逐渐显现，PPI 同比增速从年初以来持续回升，中国经济在供给侧结构性改革下，也出现了明显向好的势头，整个工业企业利润明显回升，上市公司利润乃至经济增速都在工业利润回升的带动下出现了明显改善。

2017 年经济进入到“加速复苏”的阶段，国内名义 GDP 增速从 2016 年底的 10% 上升到 2017 年一季度 12%，并在随后的三个季度也都一直维持 11% 以上的速度增长。而从结构上来看，供给侧结构性改革不但使很多原来产能过剩的行业走出困境，不少行业利润在 2017 年甚至都创了新高。以钢铁业为例，以往不错的年份中全行业利润在 1700 亿元左右，2015 年通缩跌至了 526 亿元，2016 年恢复到 1659 亿，到 2017 年，由于新增供给完全没有了，价格暴涨下，全行业利润到了 3419 亿元，几乎是以往最好年份利润的一倍。

图 11：供给侧改革下 2016 年 PPI 增速开始持续回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：2016 年下半年开始名义 GDP 大幅回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总结 2010 年以来过去三轮银行股的上涨行情，其中有两次（2012 年和 2017 年）银行股的行情是在经济弱复苏环境中发生的，另外一次（2014 年）没有经济基本面的好转，是在超预期政策变化（钱荒后的降准降息+一带一路）下出现的低估值修复。

■ 如何看待未来银行板块走势？

探讨银行股未来的走势，可以从绝对收益和相对收益两个角度去看。

首先第一点绝对收益，如果持有一个相对较长的时间（比如一年），如果目前已经达到估值下限的银行板块市净率不再创新低，那么持有一年的期望收益率就是板块的 ROE，也就是大概在 12% 左右，如果随着经济的好转板块估值还有修复的可能性，那么这个期望收益率还会更高。银行板块的绝对收益应该还是比较不错的。

第二点相对收益，我们判断出现以下三种情况，银行股大概率会获得相对超额收益：

一是市场出现连续调整，由于银行股当前估值已经处于“极端便宜”的水平，防守属性强，市场调整中预计将会有超额收益。

二是再次出现超预期的政策变化，比如房地产政策放松或者现在市场热议的财政赤字货币化，银行板块也可能像 14 年超预期降息后一样获得不错的表现。

三是在全球流动性极度宽松的情况下，如果通货膨胀出现，整体经济名义增速将回升。正如 17 年供给侧改革带来的名义增速大幅回升过程中，银行走出了一波显著的上升行情，经济弱复苏环境中预计银行板块会有显著的绝对收益和超额收益。

风险提示：宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

相关研究报告:

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

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