



王剑：银行低估之迷 ——EVA 估值法进阶指南



意见领袖 | 王剑

我们继续探讨银行股的低估值之谜，这个老生常谈的话题。这问题研究了好几年了，低估值现象一直持续，未见改观。



01

股息折现

我们依然先从经典的股息折现模型出发。银行股的价值 (P) 是其未来股息 (D) 的折现：

$$P = \sum \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

股息折现模型逻辑简单直白，易于理解。但这模型有一个硬伤，就是对银行股未来很远的股息，其折现值占最终的估值结果（P）的比例很高。比如，我们使用股息折现模型时，一般会对银行股未来的经营分 2-3 个阶段进行预测，越是后面的阶段，离现在越远，预测越不靠谱。

比如，我们此前使用过一个虚拟的银行来演示股息折现法，该行的预测为：

	第一阶段			第二阶段						第三阶段 永续阶段	
年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
净资产	114.0	131.5	151.1	172.3	194.0	212.9	229.5	244.0	256.2		
净利润	20.0	25.0	28.0	30.2	31.0	29.1	27.7	26.4	24.4		
ROE	20.00%	21.93%	21.29%	20%	18%	15%	13%	12%	10%		
分红率	30%	30%	30%	30%	30%	35%	40%	45%	50%		
股息	6.0	7.5	8.4	9.1	9.3	10.2	11.1	11.9	12.2		
股息增长率		25.0%	12.0%	7.9%	2.6%	9.5%	8.7%	7.3%	2.7%	2.7%	

基于上述预测，使用 10% 的折现率，得到 2019 年底的银行价值为 125 元。而如果我们把三个阶段各自的股息折现加总，则分别是 18 元、34 元、73 元，分别占总估值 125 元的 14%、27%、58%。所以，越是靠后的阶段，也是越不可靠的阶段，在估值结果中的占比反而越高，这也是股息折现模型的一大缺陷。

之所以出现这一缺陷，是因为股息折现模型的逻辑是：将银行的现有净资产视为沉没成本，而将未来的现金流入视为价值所在。但事实上，银行现有的净资产也是属于股东的真实财富，彻底将其视而不见也不太合理。

02

EVA 折现

因此，可以换一种思路。新思路为：将银行净资产也视为股东所拥有的财富，是真金白银；然后，将这笔净资产未来所能产生的价值——用经济利润（EVA，又称经济增加值，即利润中超过股权成本的额外部分）来衡量——折现，净现值加总。净资产与 EVA 现值之和，即为银行的总价值。

EVA 估值模型的结果，银行的净资产存量价值占总价值的比例较高，远期 EVA 现值的占比低一些，能够有效克服股息折现模型的缺陷。当然，它也有自己的问题。

理论上，股息折现模型和 EVA 折现模型是等价的。当然，这只是理论上。我们用虚拟的银行例子来说明其两者的关系。首先是一家净资产为 B ，每年盈利能力为 ROE ，并将全部利润用于分红的银行。其每年的净利润、股息为： $B \cdot ROE$ 。

$$P = \sum \frac{ROE \cdot B}{(1+r)^t} = \sum \frac{(ROE - r + r) \cdot B}{(1+r)^t} = \sum \frac{r \cdot B}{(1+r)^t} + \sum \frac{(ROE - r) \cdot B}{(1+r)^t} = B + \sum \frac{EVA}{(1+r)^t}$$

$$= B + \frac{EVA}{r}$$

其中, $(ROE-r) B$ 就是 EVA。

因此就得到了 EVA 折现模型:

$$P = B + \frac{EVA}{r}$$

这样, 银行的价值就体现为了两部分: 净资产, 外加未来创造的 EVA 的折现。

这个公式也很直观地推导出了 PB (在上式两边除以 B):

$$PB = 1 + \frac{EVA}{Br} = 1 + \frac{ROE - r}{r} = \frac{ROE}{r}$$

一家银行有没有破净, 就是 ROE 和折现率比大小。如果 ROE 还不如自己的折现率高 (意味着 EVA 为负数), 那么投资于这样的银行股当然是毁灭价值的, 就该破净交易。

如果考虑一个分红比例 (d), 而不是将净利润全部分红, 那么其结论也是类似的。在这种情况下, 银行的净利润、净资产 (B)、EVA 会以 $g=ROE$

(1-d) 的速度在增长 (假设 ROE 长期不变)。其股息折现模型为 (式中 B、EVA 均为第一期的 B、EVA):

$$P = \frac{B \cdot ROE \cdot d}{(1+r)^1} + \frac{B(1+g) \cdot ROE \cdot d}{(1+r)^2} + \dots = \sum \frac{B \cdot (1+g)^{t-1} \cdot ROE \cdot d}{(1+r)^t}$$

$$= \frac{B \cdot ROE \cdot d}{1+g} \sum \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} = \frac{B \cdot ROE \cdot d}{1+g} \sum \frac{1}{\left(\frac{1+r}{1+g}\right)^t} = \frac{B \cdot ROE \cdot d}{r-g}$$

同样可得转换为 EVA 折现模型:

$$P = \frac{B \cdot ROE \cdot d}{r-g} = B - B + \frac{B \cdot ROE \cdot d}{r-g} = B + \frac{B \cdot (ROE \cdot d - r + g)}{r-g}$$

$$= B + \frac{B \cdot (ROE \cdot d - r + ROE(1-d))}{r-g} = B + \frac{B \cdot (ROE - r)}{r-g} = B + \frac{EVA}{r-g}$$

净利润部分分红情况下的 EVA 折现模型为:

$$P = B + \frac{EVA}{r-g}$$

显然, 若 EVA 为负数, 则 P 小于 B, 即银行股破净。这一点结论和全分红情况下是一致的。也就是说, 如果 B 没问题, 那么导致破净的原因就是 EVA 为负, 即银行创造利润的水平还不如折现率, 那么这种资产是消灭

价值的。

03

清算价值

接下来就得讨论一个问题：B 真的没问题吗？B 的最大问题是，它用的是会计上的历史账面价值。

一方面，如果有隐藏的不良资产尚未确认，那么 B 就是虚高的。那么就很容易解释 PB 小于 1。比如 $PB=0.9$ ，股价是 9 元，B 是 10 元，但其实 B 是虚高的，剔除掉隐藏的不良资产后，真实的 B 只有 9 元，那么这银行的真实 PB 其实是 1 倍。

这种观点是银行股轻微破净的那几年较为流行的。但随着这几年 PB 继续下行，其解释力明显不行了。因为，现在很多银行的 PB 已经掉到 0.5 倍以下，假设真实 PB 是 1 倍，那么倒算出来的隐藏不良资产非常夸张，可能高达 20% 多。而很多低估值银行的资产质量不可能差到这个程度。因此，隐藏不良资产不足以解释过低的 PB。

我们先不考虑资产质量风险。

此时，影响 B 的，还有另外一个因素：B 的公允价值与其历史账面价值的偏差。公允价值是指该资产的未来现金流按最新的利率进行折现，由于利率会变化，所以最新的公允价值会偏离原来的账面价值。

一家银行的 B 是其资产价值与负债价值之差。银行财务报表上的资产价值、负债价值是按历史计账的。银行的资产、负债一旦确定名义利率后，日后遇上利率发生变化，那么其公允价值就会发生变化。

我们依然从股息折现模型出发。银行价值是未来股息的折现，为 P 。但如果按最新的市场利率折现，计算出银行净资产的公允价值，记为 M ， M 与 P 有偏差（因为两次折现的利率不同）。我们先来理解一下这个偏差 $(P-M)$ 。

P 是净资产的合理估值，而 M 是按当时的利率算出来的净资产的公允价值。 M 的意思是：如果你现在清算了这家银行，将其贷款、存款按当时的市场利率进行出售，那么能够净收回资金 M 。所以这 M 也可称为“清算价值”。但很显然，银行股票在市场上交易，不会按这个 M 的价格来交易，而是会偏离。我们可以将偏离理解为：这家银行此刻不清算，那么这个“不清算”的行为等价于（还是借用 EVA 估值模型的思维）：既然清算能得到 M ，那我此刻不清算，就等于是用 M 元的资金买下这笔资产，然后这笔资产将来能为我创造更多 EVA，将未来的 EVA 折现，得到一笔现值。这笔现

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_43790

