

熊市中走来的我们 是否需要挑战乐观极限



银行业
2007 年投资策略

行业策略·行业研究
2006 年 11 月

强于大市 (维持)

投资要点

- ❖ 行情走到今天，银行股涨幅可观。下一步如何走？我们认为关键不是静态估值水平，而是未来净利润增长速度是多少？如果我们预期未来 15 年净利润复合增长 20%，合理 PB 自然是 3-4 倍左右，所以仍要回到分析师擅长的基本面分析，看能否找到支持净利润长期高增长的并且投资者可以接受的理由。
- ❖ 从熊市中走来的我们，原来的预测是比较保守的，在大牛市到来之时，是否需要重新检讨自己的预测条件，告诉投资者最乐观的前提条件是什么？或者说是否需要挑战乐观极限？还有哪些可以期待的乐观前提呢？混业经营放开后非息收长增速可以再提高、所得税下调以及营业税下降等。以招商银行为例，如果非息收入增速提高（15 年复合增长由 25.8% 升至 33.4%），所得税 08 年下降至 26%，当前理论值可达 14 元左右（相应 PB 为 3.6 倍，一年后理论值 17 元 PB4 倍）。如果 2011 年开始下调营业税率一年一个百分点直至取消，则当前理论值可达 20 元（相应 PB 为 5.2 倍，一年后 26 元 PB6.2 倍）。
- ❖ 风险因素：中国经济大波动、银行转轨风险、短期内被过度看好后的棒杀。
- ❖ 仍然维持银行业强于大市的投资评级。维持招商买入评级，其质地为中国最好银行，未来增长率会更高些，给予一年后 20 元的目标价。民生、浦发、中行增持评级。对于工行，做为主承销商分析师现仍是静默期，不作评级。

不考虑增资	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB
招商银行	12.67	33.91	24.63	3.30	3.01
招商 H	15.58	41.70	30.28	4.06	3.71
浦发银行	15.23	22.11	17.05	2.62	2.33
民生银行	6.82	20.62	18.15	3.77	3.29
华夏银行	5.47	14.45	13.10	2.00	1.91
深发展	10.28	37.26	28.49	3.62	3.25
中国银行	3.65	25.74	21.85	2.42	2.27
中行 H 股	3.82	26.39	22.38	2.53	2.37
交行 H 股	7.25	31.55	27.17	4.15	3.81
建行 H 股	4.11	17.24	14.66	2.84	2.43
工商银行	3.80	24.98	20.53	2.74	2.54
工行 H 股	4.05	26.63	21.89	2.92	2.71
A 股平均(不考虑增资)		21.99	17.84	2.65	2.39
H 股平均		28.70	23.28	3.30	3.00
考虑增资 (增发价较高)	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB
民生银行 (增发价 6)	6.82	27.96	21.41	2.37	2.20
A 股平均(考虑增资)		26.63	21.01	2.72	2.50
考虑增资 (增发价较低)	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB
民生银行 (增发价 5.7)	6.82	27.96	21.41	2.44	2.26
A 股平均(考虑增资)		26.63	21.01	2.73	2.51

分析师

杨青丽

电话: 010-84588601

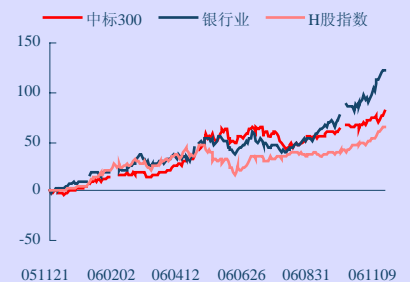
邮件: yql@citics.com

吕小九

电话: 010-84588029

邮件: lxjiu@citics.com

银行业相对中标 300、H 股指数表现



资料来源: 中信量化投资分析系统

目 录

当前银行股投资策略：不断挑战乐观极限？	1
1、基于过去思维惯性的判断	1
2、银行股面临的国内外形势	1
3、重新思考的预测条件：问题关键不在静态 PBPE 而是未来增长率	1
4、个股选择	3
5、其它因素及买入时机	3
6、仍然维持银行业强于大市的投资评级	3
风险因素	4
1、基本面风险	4
2、市场预期改变	4
关键不是静态估值水平高低，而是未来净利润增长率	5
绝对估值才能真正说明股票的合理价值所在	5
绝对估值中最重要的应该是未来净利润增长率	6
美国银行业 1933—2004 成长历史为我们的预测提供参考	7
一、美国商业银行的资产负债结构演变	8
1、资产结构演变：更加多元化；低收益率资产下降，高收益率资产上升	8
2、负债结构演变：更加多元化；主动性负债增加	12
3、贷存比变化	15
4、总资产、净资产增长率趋势	16
二、美国商业银行的盈利演变	17
三、美国商业银行回报率演变	22
四、美国银行股价变动的历史趋势	24
五、与中国的银行业有何关系？	25

当前银行股投资策略：不断挑战乐观极限？

1、基于过去思维惯性的判断

横向地跨行业或同行业国际比较，银行股的 PB、PE 不太高就觉得比较安全，但不是特别低就觉得上升潜力不大。这是我们对估值水平高低的一般的判断方法。

应该说，当前银行股处于不高不低的中间估值水平，全球来看，并为过份高估。这样就存在进退维难的状况。我们是再前进一步，还是要歇一歇，先出来再说？如果是以前的习惯，获利了结是必然的。但国内外环境是否在变化？是否需要调整思维习惯？

2、银行股面临的国内外形势

(1) 国际资金看好中国经济增长并有较强升值预期

H 股一年多来大幅上涨及 H 股相对 A 股的溢价或许是国际资金看好中国经济增长并有较强升值预期的佐证。

(2) 国有银行外资战略股东三年后才能退出降低了短期风险

(3) 国内经济高速平稳增长为银行稳定增长奠定坚实基础

06 年 GDP 增速达 10% 以上，同时宏观调控较为平稳，不会引发经济大起大落，银行资产质量稳定提高，从而银行业绩平稳增长。

(4) 混业经营及降税预期使中国银行股仍在一定吸引力

在外部环境较好、估值水平通常地看处于合理水平的情况下，可以说，银行股下跌并无太大空间。分析师，是固守旧的思维套路，人云亦云，还是跳出框框，就潜在所有可能情况进行探索，并向投资者报告一些新思路？

我们觉得分析师一定意义上是侦察兵或先遣队（难免有先行先牺牲的可能），不能躺在历史业绩上固步自封，应勇于勤于发现新线索，只要不是盲目的预测，应该都是值得去探索的。我们不太愿意说原话走旧路，我们选择挑战自我，向投资者展示我们新的思考。

但分析探索的还是归于分析师的本职工作，即未来的预测。

3、重新思考的预测条件：问题关键不在静态 PBPE 而是未来增长率

(1) 长期净利润增长率

假定未来派息率、折现率等仍是我们设定的值保持不变，则影响估值的主要是净利润增长率。我们原来在预测时，比较保守，假定利差逐步缩小，准备覆盖率逐步提高（不考虑回拨增加利润的可能），非息收入高增长期只放在 2010 年之前，不考虑所得税、营业税下调的可能。

表 1: 原来预测的长期净利润增长率

净利润复合增长率	原来预测				提高 20%
	5 年	10 年	15 年	说明	15 年
招商银行	28.41	20.07	15.81		18.97
浦发银行	20.73	12.49	9.65		11.58
民生银行	25.77	17.62	12.82		15.38
华夏银行	15.04	3.83	3.67		4.40
深发展	41.39	18.94	9.06	06 年净利润高增长 基于少提准备, 基础不实	10.87
交通银行	21.82	13.75	9.47		11.36
建设银行	10.57	9.45	6.62		7.94
中国银行	20.32	15.57	12.60		15.12
工商银行	16.93	13.99	11.55		13.86

资料来源: 中信证券研究部

我们认为, 我们原来的预测可能较为保守。主要是基于以下二个依据:

未来 15 年我们对中国上市银行净利润增长率的预测最高没有超过 16%, 假定未来 15 年 GDP 增长 8% (中国仍处重工业化阶段, 城镇化逐步推进, 经济增长潜力仍较大), 通胀 2%, 银行净利润增长率应不低于名义 GDP 10%。由于我国服务业占比仍较低, 未来服务业增长应快于 GDP, 银行作为最具发展潜力的服务业之一, 其净利润增长率应快于名义 GDP。

正如我们在本报告最后所述及的美国银行业 1933—2004 年的发展历史所揭示: 1935 年以来, 除个别年份外, 净利润增长率皆为正。1935—2004 年总收入、净收入、净利润、GDP 年平均增长率分别为 8.91%、8.65%、19.14%、4.04%。而 1935—1965 年平均净利润年增长率扣除 1935、1936 年异常值为 7.87% (若不扣除, 为 8.43%), 1966—1989 年净利润平均年增长率扣除 1987 和 1988 年的异常值, 也有 7.06% (若不扣除, 为 35.69%)。1990—2004 年平均为 14.83%, 说明净利润高增长期是在 90 年代以后, 这与收入及净收入不一样。说明 90 年代以后, 虽然收入增长没有 10% 以上, 但由于计提准备、费用支出增长较慢, 使净利润增长速度超过净收入增长, 1990—2004 年计提准备及费用支出的增长率年平均分别为 2.21%、5.99%, 低于该期间净收入增长率 6.77%。

90 年代是美国经济高增长期 (基本上没有高于 5%), 低于中国目前的增长率, 并且 90 年代应是美国经济较为成熟的时期, 90—2004 年的 15 年间美国银行整体上净利润能增长 15% 左右, 反过来看我们对中国银行业的预测, 在中国高经济增长率背景下, 我们最高的 15 年增长率只有 15% 多。说明我们的预测还是较为谨慎的。

如果我们乐观一些, 提高未来长期净利润增长率, 估值水平可以提高到什么程度?

可以这么粗略计算, 其它条件不变, 现金流随净利润而增长, 折现估值自然也随净利润而增长。如果未来 15 年净利润增长率提高 20%, 估值水平也会提高 20%。可以看到, 提高之后的净利润增长率最高的招商为 19%, 考虑到其高质量的资产、高准备覆盖率、高零售及中间业务增长潜力, 这个增长率应该说仍不是特别乐观的。

其它银行原来的净利润增长率预测更低, 也存在提高的可能。

(2) 所得税下降

所得税下调已经进入议事日程，如果所得税下调至 25%，并可能在 2008 年实现的话，银行估值水平（此因素放在 08 年再折现回来）可以提高 10% 左右。

（3）营业税取消

我国银行业营业税达 5%，金融界一直在呼吁，有关部门尚未将此事纳入实施过程。我们认为，下降仍是趋势所在，如果近期实现有困难，我们将此因素放在 2011 年开始实施，当年降一个百分点并在以后保持 2011 年的水平，则银行当前日折现的估值水平可以提高 3% 至 10%。大银行现有免营业税的利息收入占比较高（30% 左右），中小银行约为 20% 左右，大银行受惠相对小一些。

综上，重新考虑这些因素后，中国银行股的估值水平可以提高 20%—80%。当然这是在考虑负面因素如经济大波动、市场化进程、外资进入影响较小的估计。

从以上探讨可以知道，如果未来净利润增长率很高，理论的折现价值也会很高，合理的 PBPE 也会很高。所以，问题的关键不是静态 PBPE 有多高，而是未来的净利润增长率会有多乐观或悲观？

4、个股选择

股份制银行，如招商、民生、浦发的不良率低，准备覆盖率高，未来计提准备压力与大银行比较，是较低的。同时贷款增长及非息收入增长会快于大银行。因此，股份制优质银行的未来预期内的净利润增长空间更大。

同时中小银行预期外的增长潜力也较大。由于规模较小，购并及混业经营将可能带来更大的利润贡献率。由于股份制银行贷款利息收入占比高，营业税收基础相对较大，降营业税的获利空间更大。

5、其它因素及买入时机

指数期货的推出，对大市值的银行股会有重大积极影响。

大银行资本充足率较高，放贷速度有限，购并扩张的可能性大。

H 股银行的走势必然会对 A 股银行产生影响。正如招商银行 H 与 A 的差价，导致 A 股下跌空间有限。

6、仍然维持银行业强于大市的投资评级

维持招商买入评级，其质地为中国最好银行，未来增长率会更高些，给予一年后 20 元的目标价。民生、浦发、中行增持评级。对于工行，做为主承销商分析师现仍是静默期，不作评级。

表 2：上市银行估值水平

不考虑增资	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB	2006EPS	2007EPS	2006BVPS	2007BVPS
招商银行	12.67	33.91	24.63	3.30	3.01	0.37	0.51	3.84	4.20
招商 H	15.58	41.70	30.28	4.06	3.71	0.37	0.51	3.84	4.20
浦发银行	15.23	22.11	17.05	2.62	2.33	0.69	0.89	5.81	6.53
民生银行	6.82	20.62	18.15	3.77	3.29	0.33	0.38	1.81	2.07
华夏银行	5.47	14.45	13.10	2.00	1.91	0.38	0.42	2.74	2.86
深发展	10.28	37.26	28.49	3.62	3.25	0.28	0.36	2.84	3.16
中国银行	3.65	25.74	21.85	2.42	2.27	0.14	0.17	1.51	1.61
中行 H 股	3.82	26.39	22.38	2.53	2.37	0.14	0.17	1.51	1.61

不考虑增资	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB	2006EPS	2007EPS	2006BVPS	2007BVPS
交行 H 股	7.25	31.55	27.17	4.15	3.81	0.23	0.27	1.75	1.91
建行 H 股	4.11	17.24	14.66	2.84	2.43	0.24	0.28	1.45	1.69
工商银行	3.80	24.98	20.53	2.74	2.54	0.15	0.19	1.39	1.50
工行 H 股	4.05	26.63	21.89	2.92	2.71	0.15	0.19	1.39	1.50
A 股平均(不考虑增资)		21.99	17.84	2.65	2.39				
H 股平均		28.70	23.28	3.30	3.00				
考虑增资 (增发价较高)	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB	2006EPS	2007EPS	2006BVPS	2007BVPS
民生银行 (增发价 6)	6.82	27.96	21.41	2.37	2.20	0.24	0.32	2.87	3.10
A 股平均(考虑增资)		26.63	21.01	2.72	2.50				
考虑增资 (增发价较低)	20061117 价格	2006PE	2007PE	2006PB	2007PB	2006EPS	2007EPS	2006BVPS	2007BVPS
民生银行 (增发价 5.7)	6.82	27.96	21.41	2.44	2.26	0.24	0.32	2.80	3.02
A 股平均(考虑增资)		26.63	21.01	2.73	2.51				

资料来源：各行公开报告 中信证券研究部

风险因素

1、基本面风险

即绝对估值大幅下降的可能性。

(1) 不良资产增长导致的计提准备上升。因为贷款是平稳增长的，竞争格局稳定、利率汇率市场化是渐进的，从而利差稳定。只有在彻底市场化到来之时，才会存在绝对估值大幅下降的可能。十一五期间仍是渐进地推进市场化，不会彻底放开。

目前宏观经济稳定增长，大起大落的可能性不大，从而整体上银行不良资产增长在可控制程度之内。

(2) 银行管理转型风险

我国银行业正在进行 IT、流程改造，这是一项长达 5 年以上的浩大工程，也是利益重新调整分配的改革，是银行管理理念的全新尝试。转型同时还要与已经转型的国际同行进行激烈的业务竞争。其挑战是较大的，转型风险也是较大的。

2、市场预期改变

部分地由于中国经济持续增长，由于升值预期，由于国有银行引入境外战略投资者，并在三年后可以退出，国际市场掀起了前所未有的投资中国银行业的热情，境外投资者预期也将获取可观回报。利益使然，应该说三年内市场对银行股的预期应该不会有颠覆性的反向变化，而我国经济环境、金融政策、改革进度也是支持的。除非是将银行股估值定为全球最高之后的捧杀可能！

国内投资者预期回报率高，可能不会积极选择按预期增长的股票（或回报率不是太高的股票），反而导致平稳增长没有意外的银行股价低迷不振。但这种情况或许由于国际市场影响及国内投资者的丰富而正在改变。

关键不是静态估值水平高低，而是未来净利润增长率

绝对估值才能真正说明股票的合理价值所在

1、相对估值：静态 PB、PE 比较是一般投资者评价股票高低的方法

个人认为，只要不是处于全球（或全球同规模银行的）最高和最低水平，就可以说价格不是最高或最低，可以说处于适中水平，是较合理的。因为，静态估值本来就是不可比的，除了数据源的取数时间存在差异外，各国银行面临的政策也不同，如分业混业、税率、经济环境不同，很难在同一口径下严格比较。所以，静态估值只是一个大致参考。

目前，中国银行业的估值水平处于大多数银行所处区间，并不过高。因此，还是合理区间之内。

PB、PE 主要看哪个？我们认为其实是一回事，如果认为 PB 过高，股价应该下降的同时，PE 也是随之下跌的。银行业看 PB 一是习惯，二是对银行要求更严格。因为业绩增长的同时，PE 也同步下降，但 PB 下降幅度明显慢于 PE，因为新增的 B（净资产）只是部分 E（要扣除分红）。即假定 20 倍的 PE 是合理的，如果净利润增长 30%，在 20 倍的 PE 水平下，股价也应该增长 30%，但在净利润增长 30%，3 倍 PB 是合理的情况下，股价增长就不应该是 30%，而是新增留存利润与原净资产之比（比净资产回报率略低些）。其它行业也可以用这个相对保守的 PB 指标，为什么不用？或许因为银行是高负债率的行业，稳定更重要。

以上说的是静态的横向比较，即如何通过 PB、PE 确定银行估值水平的高低。但目标位在哪里？是较高的那个吗？（市场一般投资者可以这么推测），但如果这样，岂不陷入了股票的自我循环？你比我，我比你，成了永动机（事实上股市有点像你比我我比你的永动机）。所以，理论上说，若要找到真正源头，那就必须回到绝对估值上。

同时如果银行增资，PB 就会大幅下降，这是否就意味着更便宜？说 PB、PE 是一回事，又说 PB 更保守，那么到底以什么为估值根据？这就不是静态估值能回答的了，必须回到绝对估值上。

2、绝对估值：折现方式取得目标价是专业投资者评估股票的方法

我们知道，股票是以未来现金流折现为基础的，银行主要以股票现金分红进行折现（也有自由现金流折现的）。如果没有折现，就不存在股票，就不会有数倍于每股收益、数倍于每股净资产的股票价格出现。

在各种假设条件下，我们通过折现得到银行的目标价值（折现日可以为当前日、未来 3 个月、未来 6 个月，从而得出当前目标值、未来 3 个月、未来 6 个月目标值），该价值与当期的每股收益、每股净资产比，得出目标的 PE、PB。所以，有什么样的目标折现值，就有什么样的目标 PE、PB 水平，是统一的。

绝对估值考察的重点是，假设条件是不是可以接受的？是不是超乎想像的？假设条件是否考虑了应该考虑的未来所有因素？如果假设条件是合适的，由此推出的目标值、目标 PB、目标 PE 也是可以接受的。

假设条件中非常重要的一点是未来 5 年、10 年、15 年净利润增长率是多少？是否满足资本充足率约束？净利润增长的动力主要是非利息收入还是原

来的利息收入？这都与银行现在制订的未来发展战略有关。

目标值与当前值的比较，可以得出银行股（当前或未来一段时间）的获利空间大小。

相对估值与绝对估值可以相互参考。毕竟普通投资者还没有专业的折现模型，静态比较可能还是行为习惯。

如果综合考虑，目前处于合理区间，未来随着业绩增长，银行股价也会逐渐伴随业绩而增长，如果股价伴随业绩每年增长 10%—20%，是投资者可以接受的回报率，投资者会有长期持有银行股的想法或评级。除非认为现在估值高，或认为 10%—20% 的年回报率太低。

3、判断股票值不值关键不是静态估值水平

从绝对估值我们可以看出，如果未来净利润增长率很高，自然合理估值水平也会很高，我们就不会对一个高增长的高 PB 或高 PE 股票有高处不胜寒的感觉，相反会觉得很安全。

所以，我们应该探讨的是影响银行股未来现金流的各个因素会是什么样的？我们能接受的乐观条件是什么？

绝对估值中最重要的应该是未来净利润增长率

绝对估值由以下分子与分母决定。

1、分子：现金分红

现金分红决定于净利润及派息率。

(1) 净利润主要决定于利息收入、利差、非利息收入、营业费用、计提准备、营业税、所得税。

影响利息收入的因素有生息资产增长速度和利差的变化。

生息资产增长速度，主要是贷款增长速度，与银行战略有关，有的只求低速，如工行（未来贷款增长率不高于 10%），有的激进（如民生），也与资本充足率（高的话，潜在增长空间大）有关。

利差是扩大还是缩小？在利率市场化稳步推进的情况下，短期基本稳定，长期是逐步缩小的。当前负债成本低且稳定、生息资产收益率并不高的银行，利差下降的空间较小。

非利息收入与现在的业务基础及未来规划有关，如招商，现在已有中间业务优势及客户基础，未来增长潜力会较大。

营业费用与当前人均水平高低、及业务扩张有关。

计提准备与现在资产质量、覆盖率水平及未来资产质量有关。

营业税及所得税率取决于国家政策。

在非息收入占比不大、利差趋势相同、贷款增速受资本及调控约束并无太大差异、营业费用随业务增长也无意外的情况下，影响净利润的主要是计提准备及税收政策。所以，看银行股价未来有无超额收益率出现，就要看计提准备是否超预期地低？税收政策能否落实？

如果现在资产质量并不高，覆盖率低，未来计提准备还会增加，就不会出现意外。资产质量我们主要看逾期贷款增长率、逾期贷款与五次分类不良的差额、不良扣除准备与贷款扣除准备的比率、重组贷款扣逾期后的净额增长、待处理抵债资产扣准备后的净额增长、贷款行业构成、贷款前十大客户、贷款平均利率等指标。高资产质量下的增长才是可信的。

如果这计提准备及税收二项没有意外，银行股应该是稳定增长的行业，如净利润增长3年内20%—30%之间。

购并因素可能会提高净利润增长速度，使净利润增长超出预期。

银行业务增长、毛利率也受竞争格局影响。在外资逐渐进入（通过延缓外资机构的设立审批），威胁不大的情况下，对目前银行不会形成致命冲击。

（2）派息率

派息率一般银行都有规划。如果超出原来预期，股价应该有较大上涨空间。现在一般为20%—40%。

2、分母：折现率

折现率根据资本资产定价模型，考虑市场无风险收益率、股市预期回报率、以及个别银行风险因素。只有个别银行风险因素决定了各银行折现率的不同。

我们在考虑个别银行的风险因素时，主要以银行现有资产质量来确定。如招商银行，我们通过上述资产质量各指标的分析，判断其风险较低，给予较低的贝塔值，从而折现率也较低，得出的估值水平会较高。

3、未来现金流中最重要的因素应该是净利润增长率

在派息率预期不变的情况下，影响估值的最重要因素应该是净利润增长率。如果净利润增长率高，银行合理估值水平也会很高。

股利折现合理价值=现金分红/(股权成本-增长率)，这是简化的估值模型。我们在实际预测时，尽量预期较长时期的现金流（如15年左右），之后是0增长。我们重要的是15年内增长率是多少，依据是什么？

在信贷稳定增长、利率市场化稳步推进、毛利率稳定、资产质量稳定、费用率稳定的前提下，影响净利润增长的主要是非息收入、税收。

美国银行业 1933—2004 成长历史为我们的预测提供参考

美国商业银行30年代以来70多年的资产收入收益率等演变的简要总结：资产负债结构更加多元化；低收益率资产下降，高收益率资产上升，主动性负债增加。资产结构中贷款占比逐步提高。贷款中工商业贷款占比逐步降低，房地产抵押贷款占比逐步提高，信用卡贷款占比提高很快；80年代以来，逾期30天以上贷款占比呈下降趋势；非息收入占比经历了一个高-低-高的U形；美国银行的总资产回报率与净资产回报率皆在90年代以来迅速提高，现为70多年来最高水平。主要大商业银行的股价在90年代之前徘徊不前，但在之后却迅猛上涨，涨幅达8倍至10倍左右。

美国商业银行70多年的资产收入收益率等演变的原因分析：混业-分业-混业的经历；美国90年代的高经济增长期；银行在90年代的管理创新(业务流

程再造等)；美国资本市场越来越繁荣；等等。

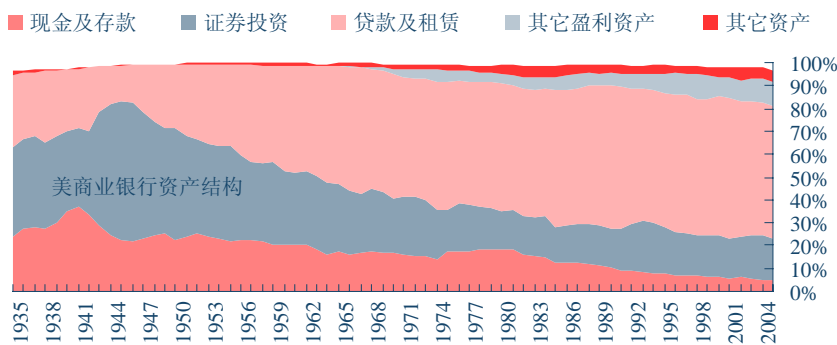
中国银行业目前仍以批发业务为主（消费贷款占比在 20%以下），中间业务收入占比低（基本上在 15%以下，分业经营是重要原因），总资产回报率较低（低于 1%），管理架构仍不是集中和扁平化的，业务及管理的数据化模型化仍处于初级阶段。面对国际先进银行，中国银行业的差距是明显的，压力及挑战是巨大的，而留给中国银行提高竞争力的时间也是紧迫的。

中国银行业都在进行转型，方向基本上是一致的，如业务结构逐步增加零售、中间业务比重，管理方面以 IT 作支撑再造业务流程，监管约束加强，银行经营模式从粗放向精细转变。但我们现正处于一个较高的经济增长阶段，这是我们银行业能够较快提高竞争力的重要外部环境。如果配以渐进的利率汇率、引入外资的改革方式，混业经营突破，税负降低，中国各银行的积极进取，中国银行业应该也会迎来高质量高效益高回报的未来。

一、美国商业银行的资产负债结构演变

1、资产结构演变：更加多元化；低收益率资产下降，高收益率资产上升

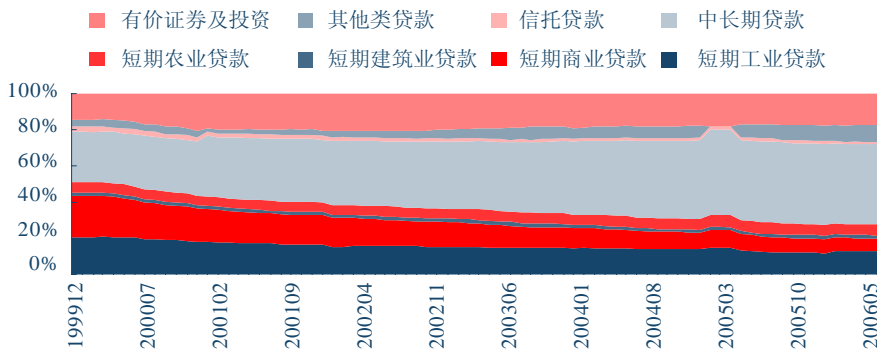
图 1：美国商业银行资产结构变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

从图 1 可以看出，美国商业银行贷款占比自 40 年代以来持续提高，1944 年为 15.86%，2004 年末为 57.43%，60 年提高了 41.57 个百分点，平均每年提高 0.69 个百分点。而证券投资占比持续下降，1944 年为 60.95%，2004 年末为 18.44%，60 年下降了 42.52 个百分点，平均每年下降 0.71 个百分点。这应该是充分反映了 30 年代金融危机之后，分业经营的变化，使商业银行证券投资比例下降。

其它盈利资产逐步提高，占比从 1965 年的 0.55% 上升至 2004 年的 10.57%，39 年提高近 10 个百分点，每年平均提高 0.25 个百分点，其它盈利资产不断增加是盈利资产多元化的体现。现金及存款占资产比重不断下降，从 1940 年的 37.18%，下降至 2004 年的 4.61%，64 年下降近 33 个百分点，平均每年下降 0.51 个百分点。现金及存款占比的下降意味着商业银行更加注重经营效率，逐步减少低收益率资产，增加高收益率资产。

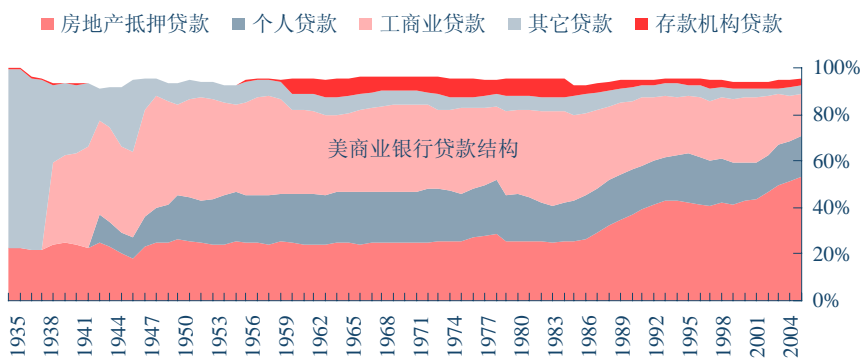
图 2：中国商业银行资产结构变化


资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

由图 2 所示，中国银行业的资产配置中，贷款占比稳定略有上升，中长期贷款的比重呈明显的上升趋势，从 1999 年到现在提升了 10 个百分点，中长期贷款占比的提高表明银行的资产收益率水平也在提升。另外，非信贷资产在移行政资产配置中的低比例也说明了我国资本市场上不发达，可供银行投资的证券产品较少。

从图 2 还可以看出，短期贷款占比的下降的主要原因是短期商业贷款的减少。中国商业银行之前经常向企业提供短期贷款供长期使用，但是这类贷款的发生损失的概率非常大，随着管理能力和风险意识的提升，银行开始避免此类贷款的出现。

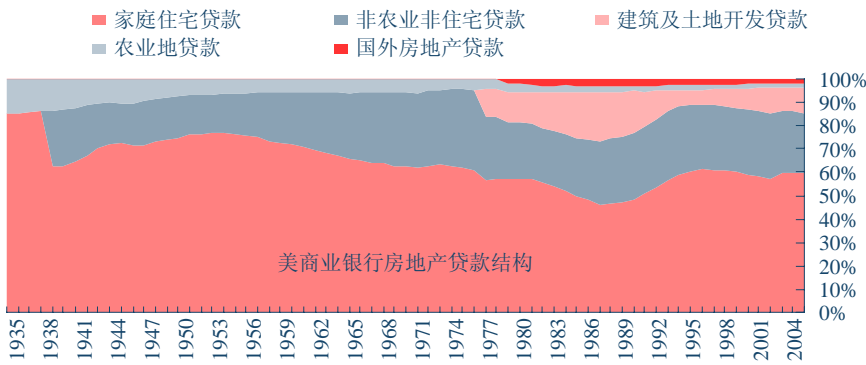
(1) 贷款结构：房地产抵押贷款、信用卡贷款占比上升、工商业贷款占比下降

图 3：美国商业银行资产中不断提高的贷款的结构变化


资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部 个人贷款指信用卡透支、汽车等消费贷款

从图 3 可以看出，美国商业银行 30 年代以来，工商业贷款占比持续下降，从 47 年的 47.92% 下降至 2004 年的 18.51%，57 年下降了 20.84 个百分点，平均每年下降 0.37 个百分点。而房地产抵押贷款占比持续上升，从 1947 年的 24.66% 上升至 2004 年的 53.48%，57 年提高了 26.96 个百分点，平均每年提高 0.47 个百分点。

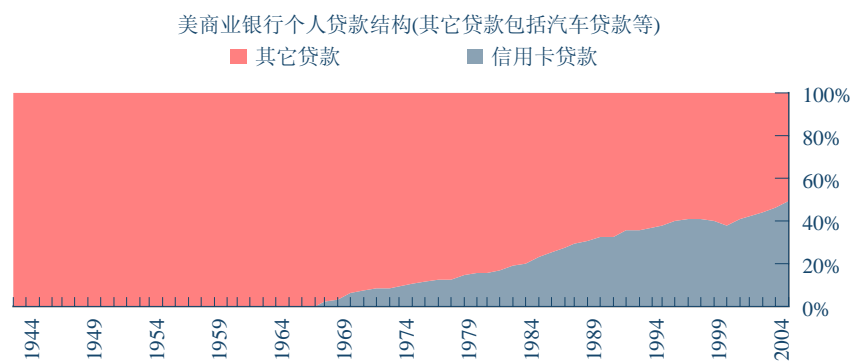
图 4：美国商业银行贷款中不断增加的房地产贷款的结构变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

从图 4 可以看出，房地产贷款中主要还是住宅贷款，占比一直在 45% 以上，1937 年占比为 86.23%，2004 年占比为 59.82%。建筑及土地开发贷款占比历史上没有超过 21%，2004 年只有 11.05%。非农业非住宅的商业性房地产贷款占比一直在 35% 以下，2004 年为 25.42%。农业的贷款占比下降。国外房地产贷款在 80 年代以后逐步增加。

图 5：美国商业银行贷款中占比较稳定的个人贷款的结构变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

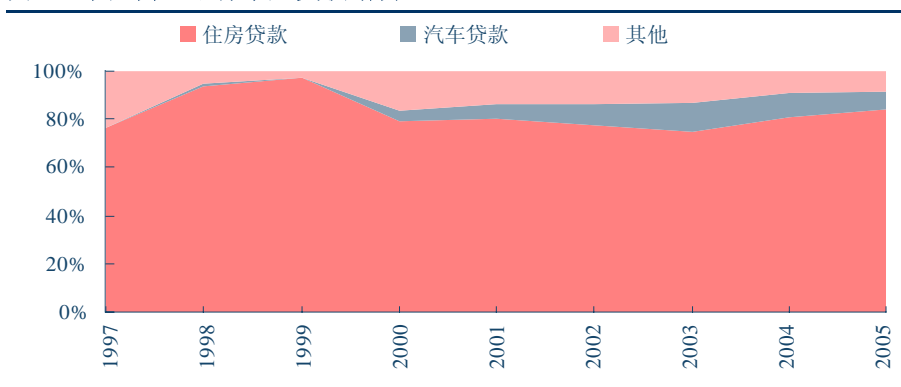
个人贷款虽然在贷款中的比例一直较为稳定，1947 年以来基本上在 15%-23% 之间，但其中，信用卡贷款占比明显提高很快，从 1967 年在个人贷款中的比例的 2.63%，2004 年提高至 48.97%，37 年提高近 46.35 个百分点，平均每年提高 1.25 个百分点。

工商业贷款占比下降，可能是美国资本市场越来越发达，工商企业纷纷利用债券、股票融资有关。使美国商业银行不得不寻找其它贷款出路，并发现住房贷款及信用卡贷款其实是分散风险的资产运用项目，也是有能力防范好风险的，使之成为安全的“传统”的银行业务。

表 3：中国商业银行贷款主要行业投向结构(2006H)

	深发	浦发	招商	民生	华夏	建行	中行	交行	工行
制造业	25.79%	27.95%	14.44%	27.62%	25.11%	17.73%	24.60%	26.00%	19.29%
商业贸易旅游	13.68%	11.93%	9.17%	10.22%	17.81%	2.71%	13.44%	17.00%	8.26%
能源及原材料	10.39%	12.50%	24.91%	9.97%	10.31%	23.77%	23.19%	15.00%	20.96%
房地产建筑业	11.13%	16.53%	7.15%	11.37%	11.31%	14.50%	9.97%	10.00%	8.74%
小计	61.22%	69.64%	55.66%	59.18%	64.54%	58.72%	71.21%	68.22%	57.26%
个人贷款	13.02%	13.95%	16.19%	14.71%	9.16%	18.50%	22.51%	13.00%	15.40%
贴现	15.48%	9.74%	18.11%	9.72%	22.74%	9.13%	11.21%	13.00%	12.00%

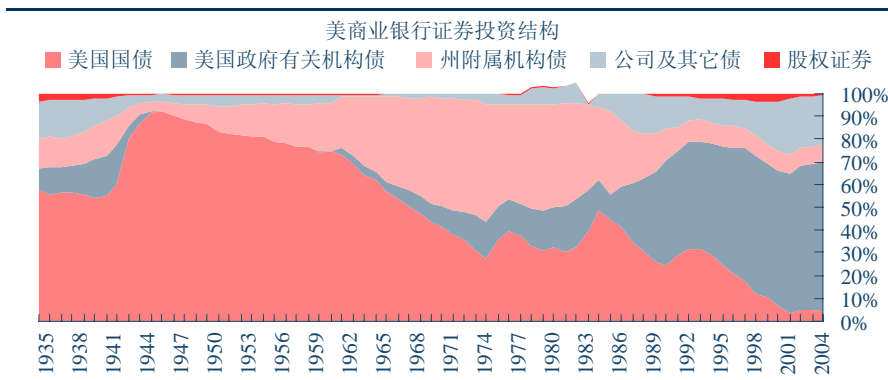
资料来源：公司报告，中信证券研究部

图 6：中国商业银行个人贷款结构


资料来源：CEIC，中信证券研究部

中国商业银行的个人贷款近年发展良好，但是个人贷款占比除了中行建行由于政策原因较高外，其他银行的都在 15% 左右的水平上。中国商业银行的个人贷款绝大部分为住房抵押贷款，信用大贷款和汽车金融等消费性贷款占比仍然较低，参考美国商业银行的住房贷款和个人贷款结构，中国的商业银行在这些业务上还有很大的发展空间。

(2) 证券投资结构：政府机构债、公司债占比增加

图 7：美国商业银行资产中占比持续下降的证券投资的结构变化


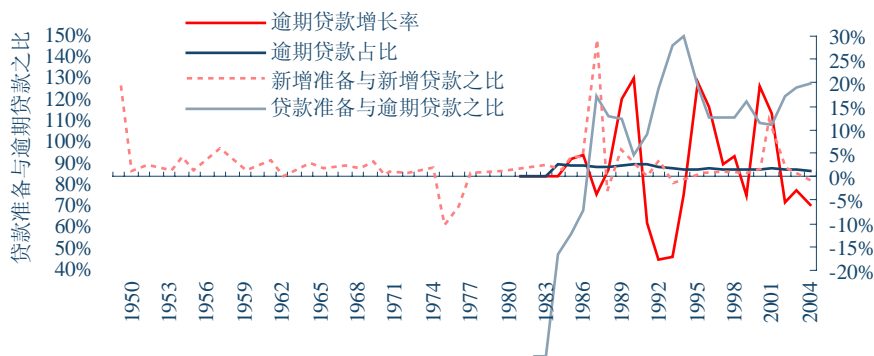
资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

从图 1 我们知道，证券投资在资产中的占比持续下降，从图 6 可以看出，证券投资中主要是美国国债的占比大幅下降(1945 年占证券投资的 92.55%，可能与战争有关，而 2004 年只有 4.12%，61 年下降了 88.4 个百分点，平均每年下降 1.45 个百分点)，而政府有关机构的债券是大幅上升的(1947 年占比几乎为

0, 而 2004 年为 65.88%), 公司及其它债也有所增加(1947 年为 0.39%, 2004 年为 21.79%), 股权投资占比并不高(35 年以来没有超过 4%, 2004 年在证券投资中占 1%)。

(3) 资产质量：逾期 30 天以上贷款占比持续下降

图 8：美国商业银行的资产质量



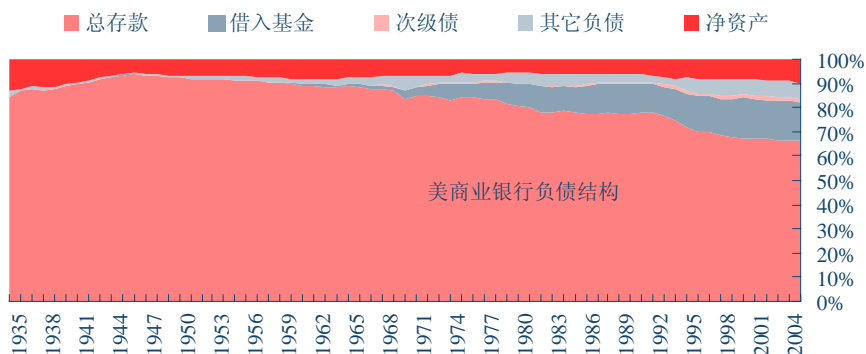
资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部 逾期贷款指逾期 30 天以上的贷款

1984 年以来，美国商业银行整体上逾期 30 天以上贷款与总贷款之比持续下降，从 1984 年的 2.56% 下降到 2004 年的 1.17%，贷款准备与总贷款之比也持续提高，从 1984 年的 47.81% 提高到 2004 年的 127.83%。逾期 30 天以上贷款的年增长率在 1990、1995、2000 年达到 20% 左右的高点，逾期贷款高增长周期约 5 年一次。

当年新增准备与新增贷款之比在 1949 年、1987 年、2001 年达到高峰，分别为 21.07%、29.28%、11.99%。当年新增准备与新增贷款之比在 1975、1988 年、2004 年落到低谷，分别为 -10.18%、-3.11%、-0.75%。1987 年也是亚洲金融危机爆发前后，美国商业银行大笔计提准备，幅度为 1949 年以来最高，而下一年却大幅减少计提，形成谷底。一高一低对照鲜明。说明银行业计提准备的波动，即如果哪一年计提多了之后，以后就可能少提。

2、负债结构演变：更加多元化；主动性负债增加

图 9：美国商业银行负债结构变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

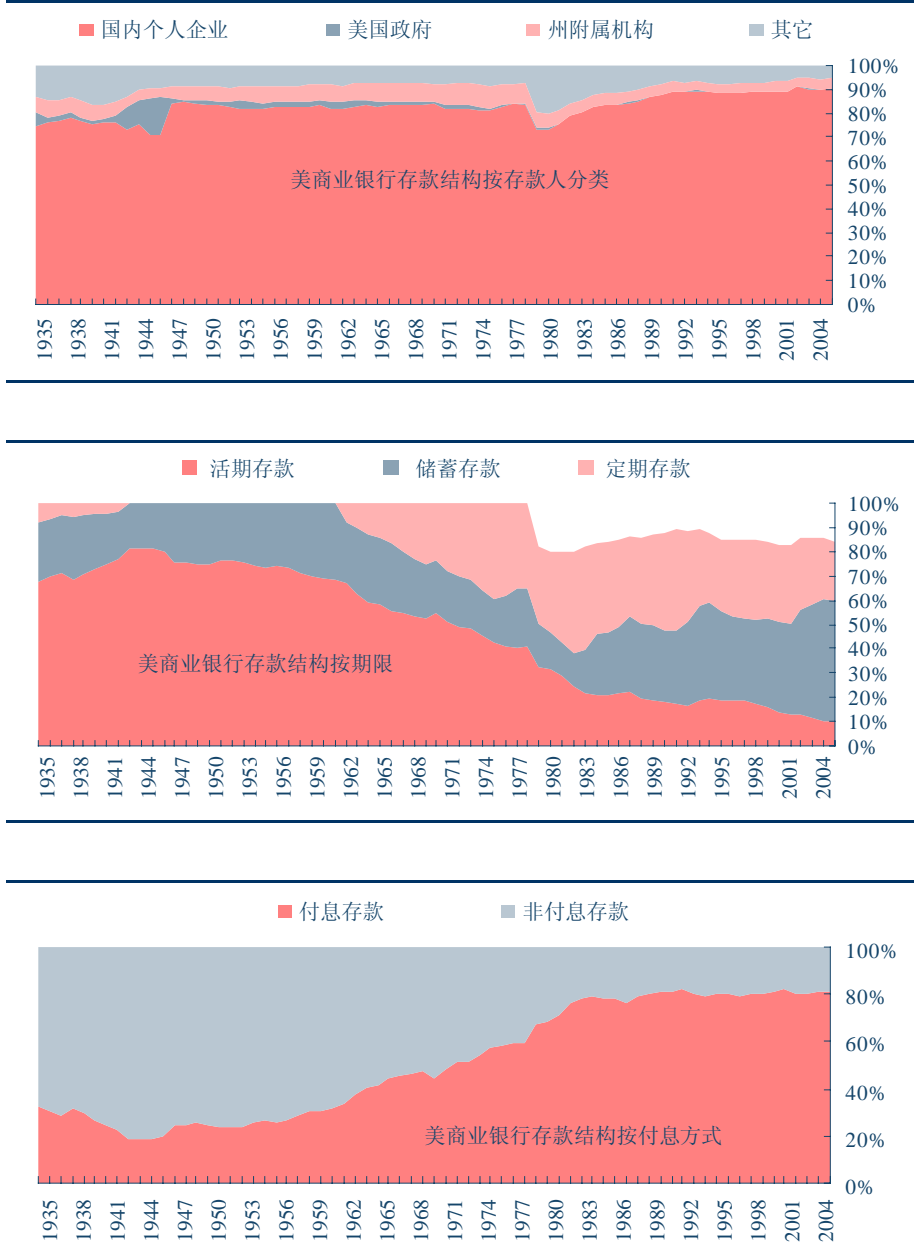
从图 8 可以看出，美国商业银行负债结构更加多元，使存款占比下降(1934 年为 84%，2004 年为 66.48%，79 年下降了近 17.52 个百分点，平均每年下降 0.25 个百分点)，而借入资金、次级债、其它负债不断增加，三项在 1934 年都没有，到

2004 年占总负债的比例分别为 15.62%、1.31%、6.48%，这是美国商业银行主动负债增加的表现，也是美国资本市场金融工具多样化的结果。

自有资金即净资产占比从 1935 年以来大致走了一个 U 形(1934 年为 13.24%，逐步下降到 1974 年的最低点 5.71%，随后逐步回升，最高达 2004 年的 10.1%)，体现了自有资金实力的变化，当前处于历史较高水平。

(1)总存款结构：非政府类存款占比增加；高成本负债增加

图 10：美国商业银行负债中不断下降的存款的结构变化



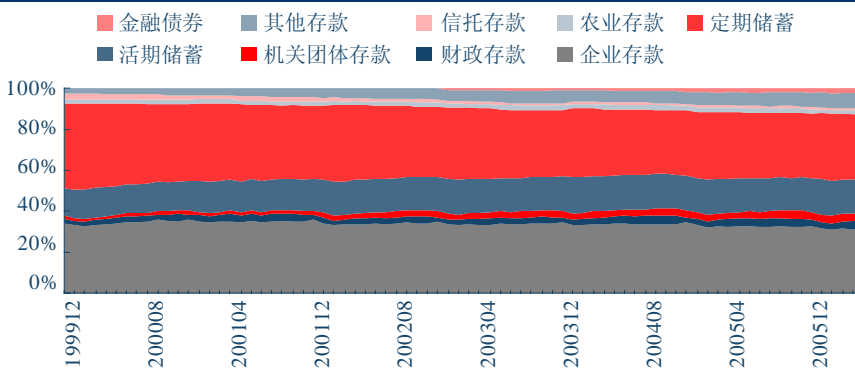
资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

从图 9 可以看出，国内企业个人存款占比一直很高，但仍然持续缓慢上升，1934 年占比为 74.98%，2004 年为 90.34%，70 年提高 15.36 个百分点。2004 年州附属机构及其它存款的占比分别为 4.26%、5.32%。

从期限分类来看，活期存款占比下降明显，定期存款、储蓄存款增加较多。1934年活期存款占比达67.49%，而2004年只有9.7%，70年下降57.70个百分点，平均每年下降0.82个百分点。同时定期存款占比在2004年达到24.89%（1961年为7.63%），储蓄存款占比在2004年达到49.83%（1934年为24.88%）。除此之外，国外存款也有所增加。

伴随定期存款、储蓄存款的增加，付息存款占比持续上升，1934年付息存款占比为32.51%，而2004年则达到81.18%，70年增加48.67个百分点，平均每年提高0.7个百分点。

图 11：中国商业银行负债结构变化

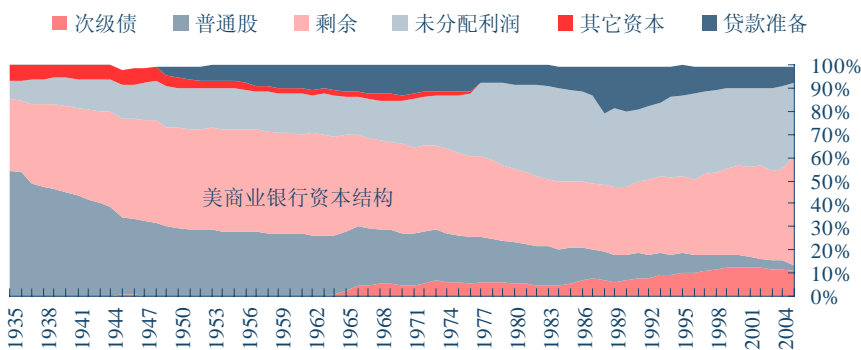


资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

中国商业银行的资金来源也在逐渐多元化，从2002年开始出现了新的项目-金融债券，并且比重在逐渐提高，但是与美国相比，非存款类的资金来源仍然偏低，尚有很大的发展空间。另外一个明显的特征是定期储蓄存款的占比在逐步降低，我们认为这可能是居民以前基本上只有定期存款这一理财方式，而随着我国金融业的发展，人们逐渐开始接触并选择更多的非存款类理财产品。

(2)总资本结构：未分配利润、次级债占比持续提高

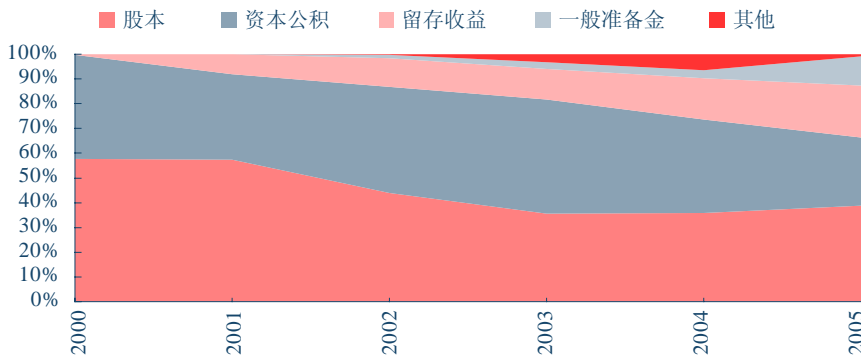
图 12：美国商业银行的资本结构变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

股票融资并非美国商业银行主要资本来源，股本在总资本中的比例逐步下降，由1934年的54.44%下降至2004年的2.88%，而未分配利润由1934年的7.64%提高至2004年的31.10%，次级债也从无到有，2004年占比为10.65%。

图 13: 中国商业银行的净资产结构变化

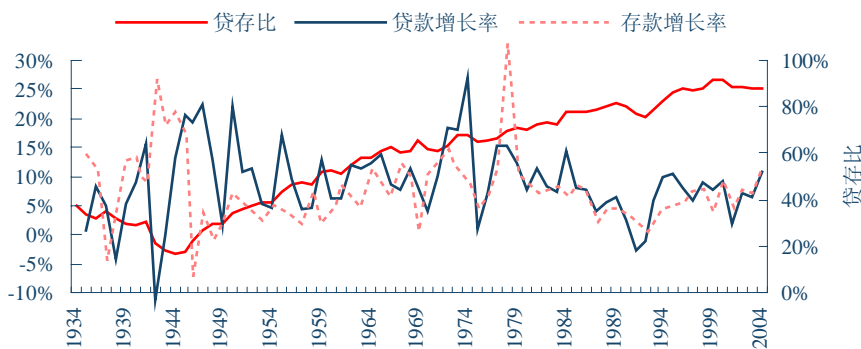


资料来源: 公司报告, 中信证券研究部

与美国商业银行相比, 中国商业银行现阶段主要还是依靠股票融资作为最重要的资金来源, 不过其占比也在逐步下降, 留存收益以及一般准备金总资本中的占比在快速提升。

3、贷存比变化

图 14: 美国商业银行贷存比变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

1945 年以来, 美国商业银行的贷款增长率大部分年份大于存款, 致使贷存比持续上升, 贷款在总资产中的比例也不断提高。贷存比从 1945 年的最低点 17.43% 上升至 2004 年的 87.76%, 59 年提高了 70.32 个百分点, 平均每年提高 1.19 个百分点。

贷款增长率在 1944—1984 年的 40 年间, 年增长率较高, 平均为 11.43%, 1984—2004 年的 20 年内, 年增长率较低, 平均为 6.53%。存款年增长率在以上两个时段平均分别为 7.60%、5.46%。

表 4: 中国上市商业银行贷存比 (2006H)

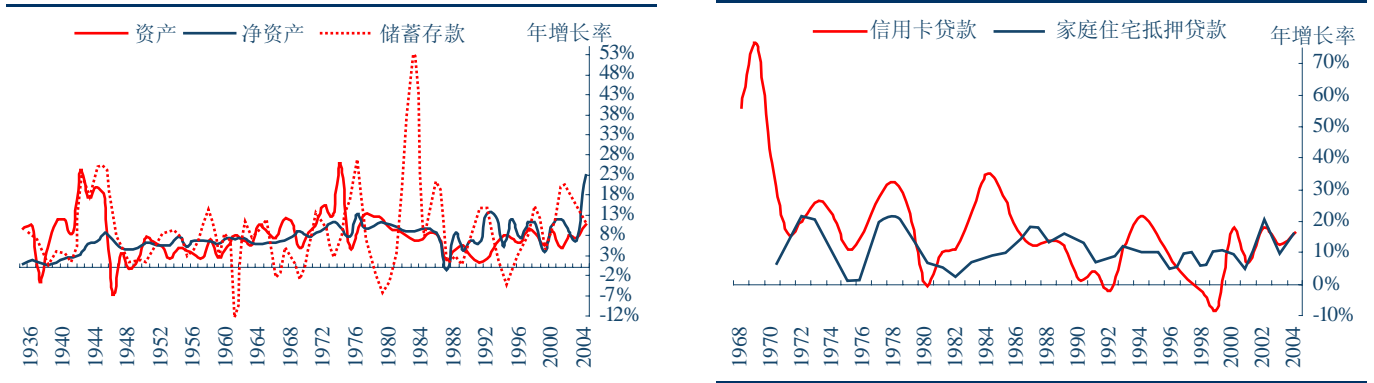
	深发展	浦发	华夏	民生	招行	中行	建行	交行	工行
贷存比	83.20%	77.10%	77.20%	79.10%	75.6%	59.0%	62.7%	66.9%	56.60%

资料来源: 公司报告, 中信证券研究部

中国银行业由于有贷存比上限的监管限制, 尚未对存款进行主动定价以控制存款的增长, 以及最近宏观调控对贷款的限制等原因, 贷存比整体上低于美国商业银行。

4、总资产、净资产增长率趋势

图 15: 美国商业银行资产增长率

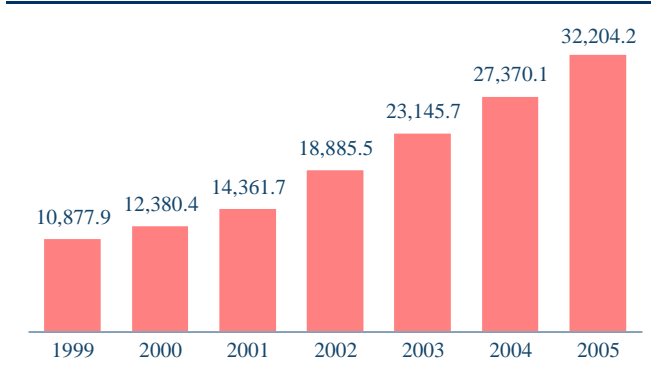


资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

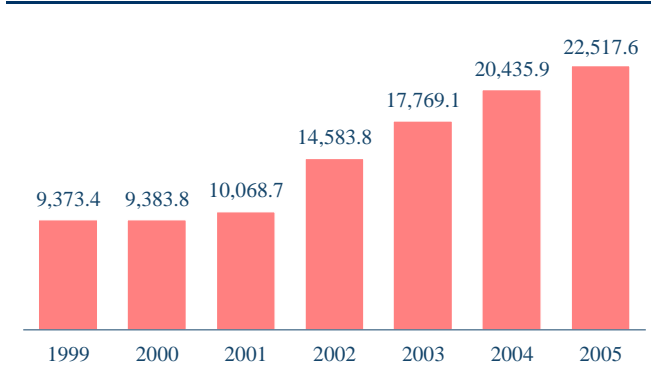
总资产和净资产除个别年份外, 1935 年以来年增长率皆为正数, 储蓄存款增速大部分年份高于总资产和净资产。1988 年以后, 净资产增长速度在绝大部分时间内高于总资产, 主要是盈利增长较快。

1935 年至 2004 年美国商业银行资产、净资产、储蓄存款 70 年的年均增长率分别为 7.84%、7.36%、8.83%, 1968 年至 2004 年 37 年的信用卡贷款年均增长率为 17.67%, 1970 至 2004 年 35 年的家庭住宅抵押贷款年均增长率为 10.87%。

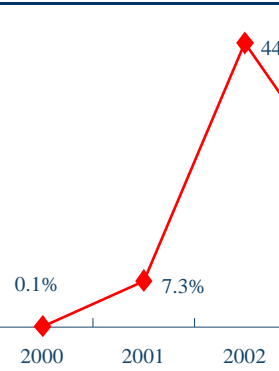
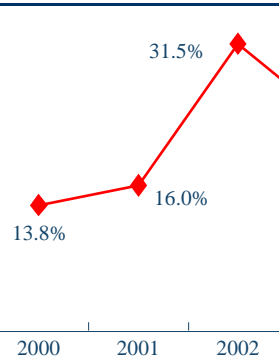
图 16: 中国商业银行存贷款规模增长
存款规模变化(十亿)



贷款规模变化(十亿)



资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部

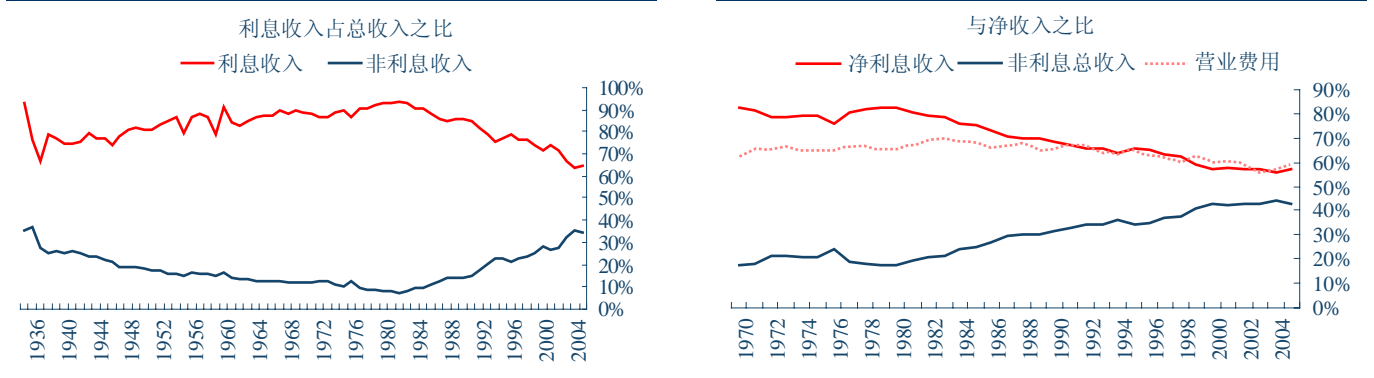


中国商业银行的存贷款规模一直保持较高的增长速度

二、美国商业银行的盈利演变

1、美国商业银行的收入结构演变

图 17：美国商业银行收入结构变化

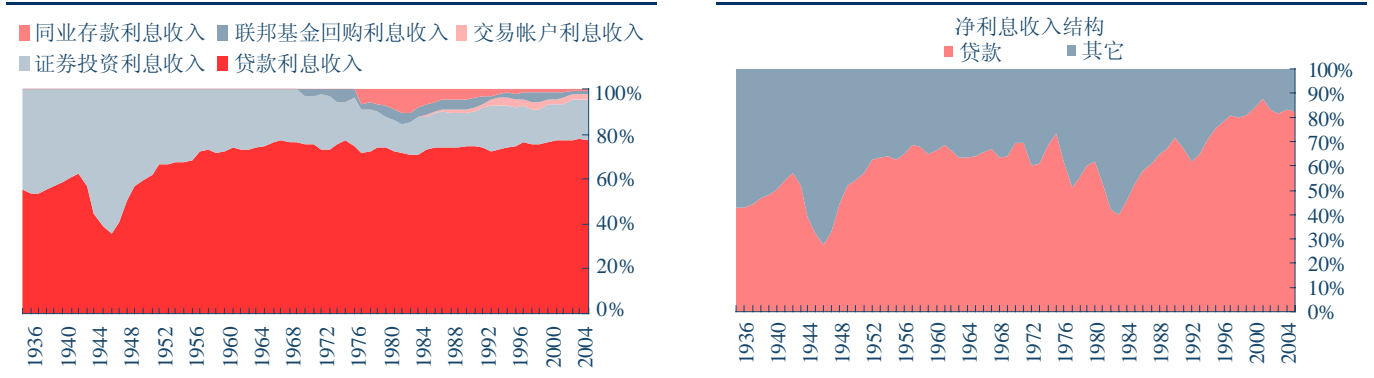


资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

净收入等于净利息收入加非利息总收入减营业费用指所有非利息支出（不包括税及计提准备）

美国商业银行非息收入占总收入的比重在 2004 年为 34.4%，占净收入的比重为 42.93%。非息收入占比从 1930 年代至今经历了高一低一高的轮回。这与美国混业—分业—混业的历程有很大关系。1934 年非息收入与总收入之比为 24.57%，1980 年代末至 1980 年代初，美国商业银行非息收入占达到最低点，非息收入占总收入之比在 1981 年为 7.09%，非息收入与净收入之比在 1978 年为 17.14%。

图 18：美国商业银行利息收入结构变化

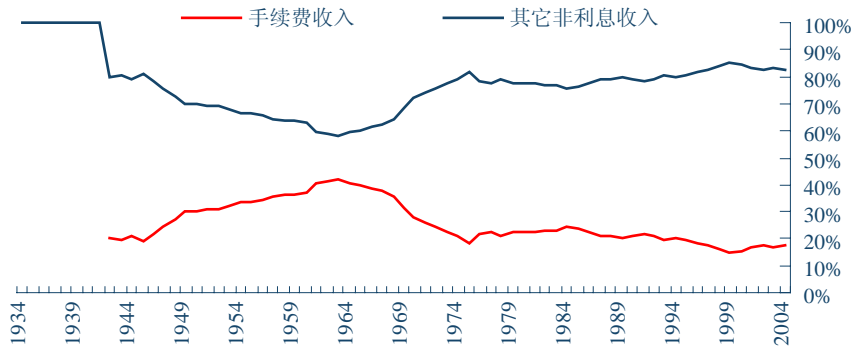


资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

美国商业银行的利息收入中，贷款利息收入仍是最重要来源，并且在 1930 年代以来占比持续提高，从 1934 年的 55.68% 不断提高到 2004 年的 77.45%。贷款利息收入与存款利息支出之差的贷款利息净收入在利息净收入的占比更是占有绝对优势，2004 年该比例为 82.75%，而 1934 年仅为 42.5%，70 年中占比增加近一倍，平均每年提高 0.57 个百分点。

证券投资利息收入是第二大利息收入来源，但 1934 年以来占比持续下降，占总收入之比从 1934 年 44.32% 下降至 2004 年的 17.32%。

图 19: 美国商业银行非利息收入结构变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

2004 年美国商业银行的非利息收入中, 手续费收入只占不到 20%, 并且占比有下降趋势, 大量的其它非利息收入, 2004 年其它非利息收入占比为 82.65%, 1934 年以来的最低点时 1963 年也有 58.35%。其它非利息收入较多, 与美国金融市场发达从而商业银行投资工具多、以及混业经营有很大关系。

表 5: 中国商业银行收入结构 (2006H)

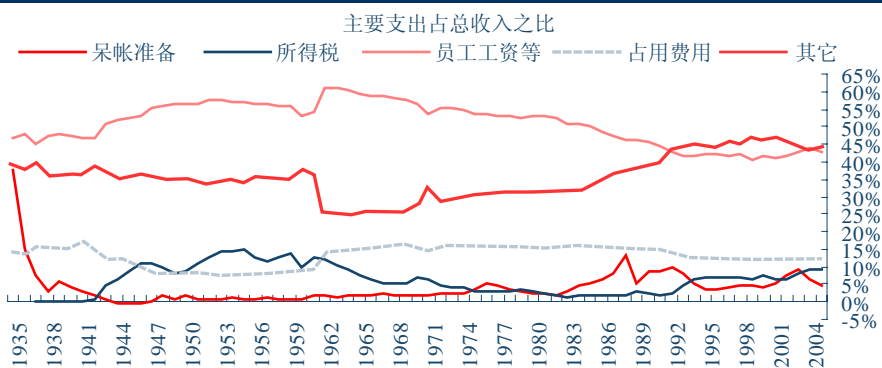
	工行	中行	建行	交行	招行	民生	浦发	深发展	华夏
净利息收入占比	90.36%	84.33%	92.13%	90.90%	86.24%	91.32%	94.90%	90.90%	91.63%
净手续费占比	9.29%	10.59%	8.85%	6.42%	10.28%	7.28%	3.20%	4.54%	4.31%
非利息收入占比	9.64%	15.67%	7.87%	9.10%	13.76%	8.68%	5.10%	9.10%	8.37%

资料来源: 公司报告, 中信证券研究部

与美国商业银行相比, 中国商业银行非息收入占比明显偏低, 而且来源单一, 主要来自于手续费收入, 这充分反映了中国金融业分业经营的特点, 银行基本上没有来自投资银行业务、保险业务、证券化业务等方面的收入, 只能依靠网点优势赚取结算、代理等收入; 另外由于历史原因, 我国银行也没有来自存款账户管理的收入。

2、美国商业银行盈利能力、准备计提、费用等比率

图 20: 美国商业银行呆帐准备、工资等占总收入之比的变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

由于 30 年代危机, 美国商业银行呆帐准备占总收入之比在 1934 年、1935 年很高, 有 37.49%、15.17%, 到 1942 年逐渐下降到 0 附近, 一直到 1984 年基本在 5% 以下, 1942—1983 年平均为 1.75%, 但由于 1988 年前后金融危机的出

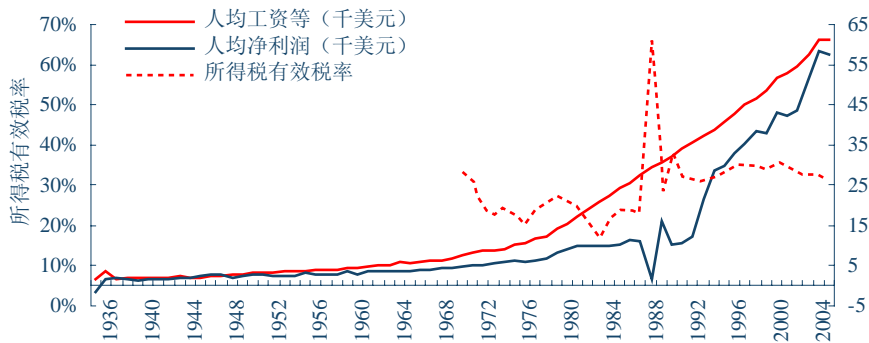
现，呆帐准备与总收入之比开始提高，从 1984 年一直到 2004 年，占比基本维持在 5% 以上，平均为 6.42%。2004 年为 4.9%。

工资占总收入之比与其它费用与总收入之比呈反向运行趋势。工资与总收入之比从 1934 年的 46.57% 上升至 1961 年的最高点 61.86%，之后回落，2004 年为 43.04%。而其它费用与总收入之比从 1934 年的 38.98%，逐步下降至 1962 年的 24.89%，之后上升，2004 年为 44.46%。

所得税与总收入之比在 1945—1963 年最高，每年皆在 8% 以上，1943—1970 年在 5% 以上，1971—1992 年回落至 5% 以内，1993 年以来逐步提高，2004 年为 9.15%。

占有费（物业租赁等）与总收入之比 1961 年以来相对比较稳定，皆在 12% 以上。1984 年为其间的高点（16.71%），之后略呈下降之势，2004 年为 12.5%。

图 21：美国商业银行人均员工费用、人均净利润与所得税率变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

美国商业银行人均员工费用伴随人均净利润的增加从 1980 年代开始快速提高，几乎没有下降的年份，与人均净利润的波动性比较，人均员工费用体现了较强的刚性。并且 1934 年以来人均工资皆高于人均净利润。

1936 年美国商业银行人均净利润及人均工资分别为 0.21、0.183 万美元，慢慢提高至 1976 年的 0.625、1.175 万美元，40 年每年复合增长分别为 2.76%、4.76%。1976—2004 年的 28 年间，每年人均净利润及人均工资的复合增长率分别为 8.26%、6.06%。2004 年人均净利润及人均工资分别为 5.8 万、6.1 万美元。

所得税有效税率在 1987 年达到异常值，可能主要是金融危机期间，计提准备较多导致。1971—1986 年所得税有效税率皆在 30% 以下，而 1988—2004 年以来皆在 30% 以上，1999 年为较高值 35.5%，之后有所回落，2004 年为 31.85%。

表 6：中国上市商业银行人均费用、人均利润及有效税率(2006H)

	工行	中行	建行	交行	招行	民生	浦发	深发展	华夏
人均员工费用(万)	5.25	8.86	6.52	6.42	12.75	16.85	9.41	12.00	10.88
人均营业费用(万)	16.14	23.47	19.66	20.94	39.61	59.92	58.28	30.43	48.78
人均利润(万)	14.15	19.25	15.47	21.06	26.72	32.68	29.91	9.50	18.78
有效税率	34%	36%	29%	35%	37%	39%	39%	39%	33%

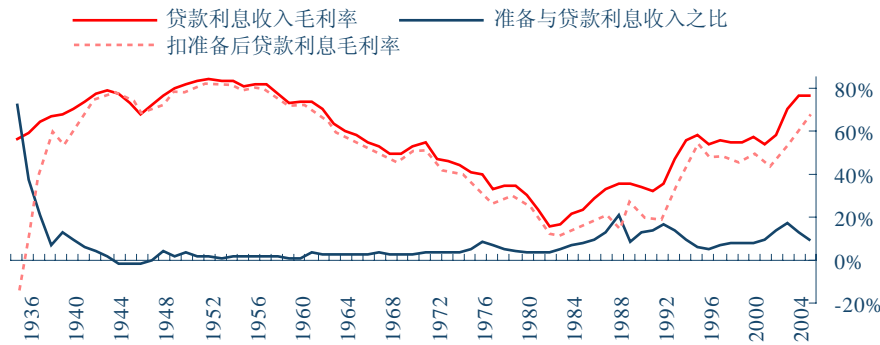
资料来源：公司报告，中信证券研究部

中国商业银行的人均员工费用和人均净利润远低于美国商业银行，反映出在员工激励和经营效率方面的差异。

中国上市商业银行的有效税率普遍高于美国商业银行，除了较高的法定税率外，对于各项成本的税前扣除限制也是原因之一。

3、美国商业银行贷款毛利率、SPREAD、NIM 变化

图 22：美国商业银行贷款利息毛利率变化

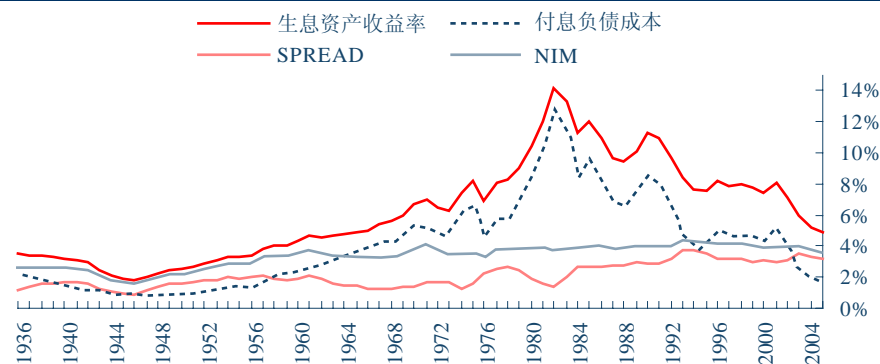


资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

美国商业银行贷款利息收入（或扣除准备后）毛利率从 1938 年以来大致经历了一个 N 形。前期 1935 年的 75%（扣准备后为 55%），升至 1950 年的最高点，为 89.17%（扣准备后为 88.28%），之后逐步回落，到 1981 成为最低点，为 26.56%（扣准备后为 24.37%）。随后又逐步提高，2004 年为后期最高点，为 71.87%（扣准备后为 64.33%）。

贷款毛利率在 60—70 年代的下降，可能与利率市场化进程、及金融脱媒有相当关系。商业银行在此过程中，竞争过度，导致盈利空间大幅缩小。终于引发了一些金融机构的破产，随后，商业银行可能更加理性，毛利率又开始扩大。

图 23：美国商业银行 SPREAD、NIM 变化



资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

从美国商业银行 1934 年以来的 SPREAD、NIM 变化走势可以看出，市场化改革使银行生息资产收益率及付息负债成本从 60 年代开始迅速走高，到 80 年代达最高点，而利差（SPREAD）却在 70—80 年代降到较低点（1973、1981 年为两个低点，分别为 1.26%、1.39%）。1982 年以后利差较为稳定地提升，这 20 多年的利差水平为为 1934 年以来的最高水平。2004 年为 3.53%。

表 7：中国上市商业银行 Spread 及 NIM 水平(2006H)

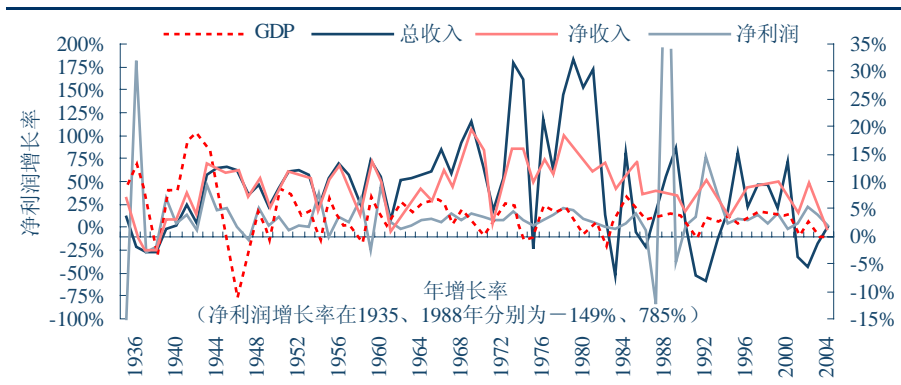
	工行	中行	建行	交行	招行	民生	浦发	深发展	华夏
生息率	3.93%	4.14%	4.15%	4.121%	3.92%	4.63%	4.46%	4.47%	3.75%
成本率	1.39%	2.02%	1.56%	1.60%	1.58%	2.33%	1.84%	2.12%	2.06%
Spread	2.53%	2.12%	2.59%	2.52%	2.33%	2.30%	2.63%	2.35%	1.70%
NIM	2.55%	2.26%	2.70%	2.57%	2.42%	2.37%	2.73%	2.43%	1.77%

资料来源：公司报告，中信证券研究部

由于利率仍受到管制，中国商业银行的利差水平稳定且各银行之间的差异不大。中国商业银行的整体利差水平低于美国商业银行，我们认为这与国内银行缺乏风险定价权有关。

4、美国商业银行收支的增长率变化

图 24：美国商业银行收入、利润增长率变化



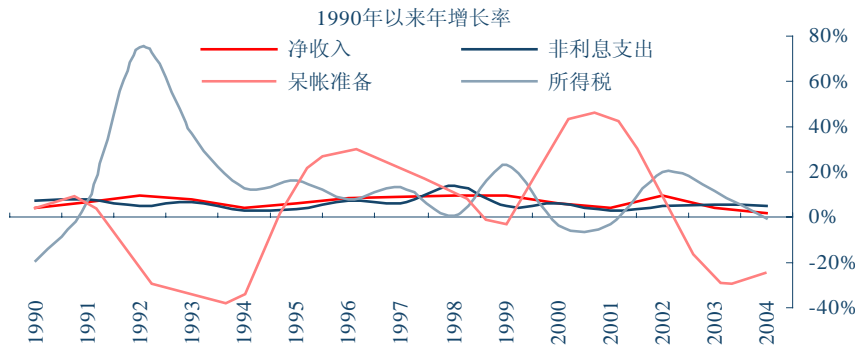
资料来源：美国存款保险公司网站 中信证券研究部

1935 年以来，除个别年份外，净利润增长率皆为正。1935—2004 年总收入、净收入、净利润、GDP 年平均增长率分别为 8.91%、8.65%、19.14%、4.04%。1970 年后，总收入比净收入的波动性更大。总收入和净收入在 1966—1989 年增幅很高，平均年增长率分别为 14.27%、11.75%，但毛利率下降，使净收入增长率低于总收入。而 1935—1965 年平均为 7.77%、7.17%，1990—2004 年平均为 2.71%、6.77%，明显低于中间阶段，毛利率提高，净收入增长率高于总收入。

而净利润增长率 1966—1989 年平均年增长率扣除 1987 和 1988 年的异常值，只有 7.06%，不扣除为 35.69%。1935—1965 年平均净利润年增长率扣除 1935、1936 年异常值为 7.87%、不扣除为 8.43%，1990—2004 年平均为 14.83%，说明净利润高增长期是在 90 年代以后，这与收入及净收入不一样。说明 90 年代以后，虽然收入增长没有 10% 以上，但由于计提准备、费用支出增长较慢，使净利润增长速度超过净收入增长，1990—2004 年计提准备及费用支出的增长率年平均分别为 2.21%、5.99%，低于该期间净收入增长率 6.77%。

净利润增长率在 1930 年代、1980 年代出现金融危机时期，波动巨大，扣除波动大的 4 个年份，平均年增长率为 9.18%。除去金融危机时代的异常值，净利润年增长率达 30% 以上的年份有 1939 年 (39.67%，在 37、38 年连续 20% 的负增长之后)、1943 年 (46.24%)、1954 年 (37.66%)、1958 年 (31.94%)、1960 年 (45.33%，59 年负增长 25% 之后)、1992 (34.54%) 和 1993 年 (78.34%)。

图 25: 美国商业银行各项主要支出增长率变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

表 8: 中国上市商业主要损益项目增长率变化

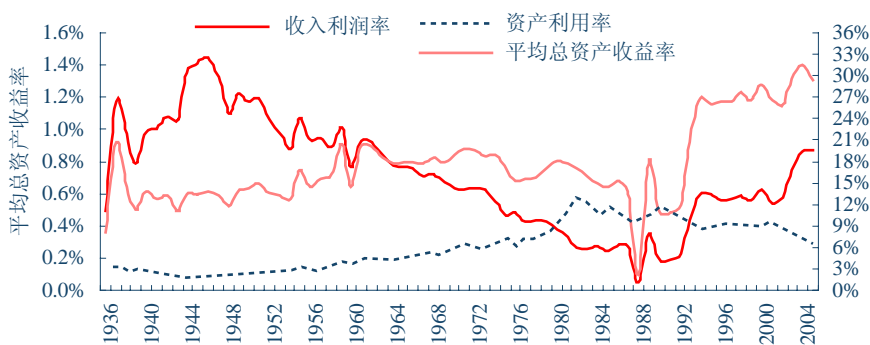
	2001	2002	2003	2004	2005
总收入	37.16%	25.79%	39.31%	38.02%	25.51%
净收入	34.75%	33.36%	36.42%	36.29%	23.52%
非利息支出	30.08%	33.86%	27.75%	34.00%	25.62%
净利润	55.70%	20.73%	24.38%	34.07%	27.79%

资料来源: 公司报告, 中信证券研究部

上表是以招商银行、民生、浦发、深发展和华夏银行 2000-2005 年的盈利加总计算的各项增长率, 这些项目均保持 30% 的增长水平, 比较平稳。

三、美国商业银行回报率演变

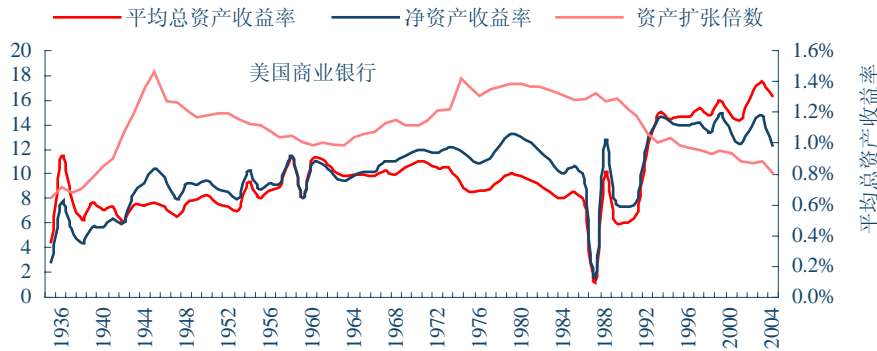
图 26: 美国商业银行总资产收益率变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

美国商业银行总资产收益率在 1937 年—1953 年的 17 年间较为平稳, 基本分布在 0.49%—0.67% 之间。1954 年开始略有抬高, 至 1986 年的 19 年间分布在 0.61%—0.91%。1987 年金融危机, 降至最低点 0.09%, 之后逐渐回升, 从 1992 年开始新的最高水平回报期, 1992—2004 年的 13 年间总资产回报率在 0.92%—1.4% 之间。2004 年总资产收益率为 1.31%。收入利润率是最后一个高回报阶段影响总资产回报率的最重要原因。因为资产利用率是在 90 年代以来并没有明显提高。

图 27: 美国商业银行净资产收益率变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

92年以来达最高水平,基本在12—15%之间,2004年为12.32%。净资产收益率运行趋势基本与总资产收益率一致。说明净资产收益率的提高主要是建立在总资产收益率基础之上,而不是单单通过扩大杠杆。资产扩张倍数在90年代以来反而有所下降,1972年—1990年资产扩张倍数较高,达15—17倍,91年至2004年逐步下降,2004年为9.9倍。

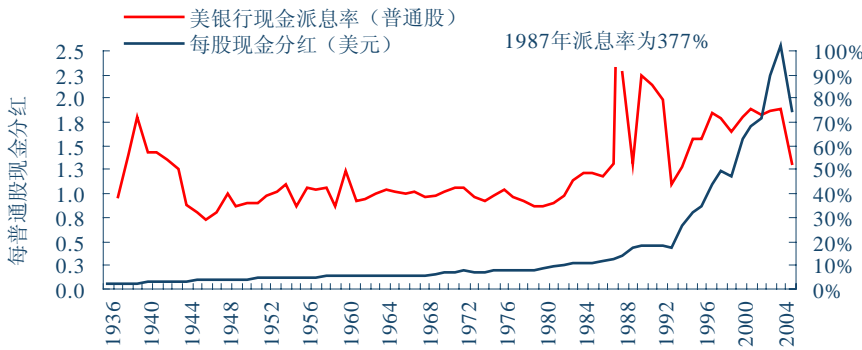
表 9: 中国上市商业银行盈利能力水平(2006H)

	工行	中行	建行	交行	招行	民生	浦发	深发展	华夏
利息收入	1.91%	2.00%	2.06%	1.97%	1.96%	2.29%	2.22%	2.24%	1.85%
利息支出	0.78%	0.91%	0.72%	0.75%	0.75%	1.12%	0.86%	1.02%	0.98%
手续费及佣金收入	0.13%	0.16%	0.14%	0.10%	0.17%	0.11%	0.07%	0.08%	0.05%
手续费及佣金支出	0.01%	0.03%	0.01%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
其他经营净收入	0.00%	0.07%	0.01%	0.04%	0.05%	0.02%	0.03%	0.06%	0.04%
营业费用	0.42%	0.47%	0.61%	0.40%	0.53%	0.54%	0.52%	0.64%	0.52%
营业税金及附加	0.08%	0.06%	0.00%	0.00%	0.09%	0.10%	0.11%	0.11%	0.09%
加: 营业外收支净额	0.00%	-0.01%	0.00%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.21%
拨备前利润	0.75%	0.78%	0.85%	0.75%	0.78%	0.64%	0.81%	0.62%	0.55%
减: 资产损失准备	0.18%	0.10%	0.18%	0.13%	0.22%	0.16%	0.37%	0.29%	0.26%
减: 所得税	0.20%	0.25%	0.20%	0.21%	0.21%	0.19%	0.17%	0.13%	0.10%
少数股东收益	0.00%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股东净利润	0.37%	0.38%	0.48%	0.40%	0.36%	0.29%	0.27%	0.20%	0.20%
年化后总值产收益率	0.74%	0.76%	0.96%	0.80%	0.72%	0.58%	0.54%	0.40%	0.40%
资产扩张倍数	23.30	16.92	16.33	18.05	27.08	37.41	35.85	43.55	35.15
净资产收益率	17.24%	12.86%	15.68%	14.44%	19.50%	21.70%	19.36%	17.42%	14.06%

资料来源: 公司报告, Bloomberg, 中信证券研究部

从表中可以看出,中国上市银行的净资产收益率并不低于美国银行,但是这主要是由高杠杆/高资产扩张倍数带来的,从总资产回报的角度而言,中国的银行的盈利能力远逊于美国银行。中国的商业银行改善总资产回报率的机会在于提高非息业务占比、减轻税负以及改善风险管理以降低信贷风险成本。

图 28: 美国商业银行派息率变化



资料来源: 美国存款保险公司网站 中信证券研究部

伴随人均净利润、资产回报率在 90 年以来的大幅提高, 派息率也创出历史最高水平。1942—1985 年普通股派息率分布在 29.38%—50.02%之间, 平均为 39.67%。1986 年开始派息率大幅提高, 到 2004 年, 派息率分布在 44%—89%之间 (扣除 1987 年的异常值), 平均 (扣 1987 年) 的异常值为 67.69%。

值得注意的是, 美国商业银行的派息率 1933 年以来一直在 30% 以上, 在金融危机盈利下降时期, 如 1987 年左右派息率并没有下降, 反而上升。

表 10: 中国上市商业银行分红率水平

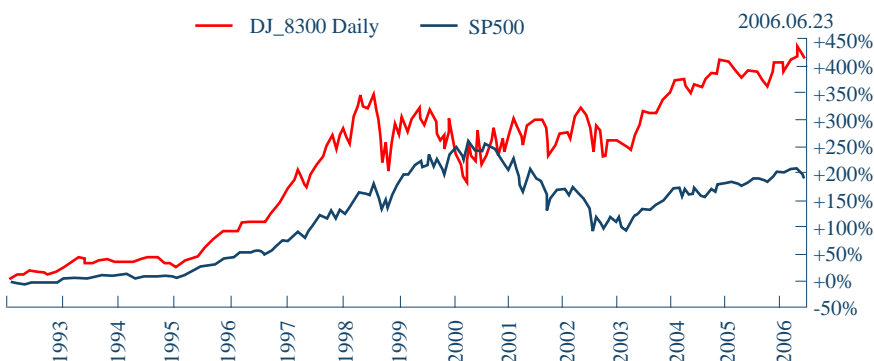
工行	建行	中行	交行	招行	浦发	民生	华夏	深发展
45%-60%	35%-45%	35%-45%	35%-45%	22%	20%	13%	33%	0%

资料来源: 公司报告, Bloomberg, 中信证券研究部

根据公司宣告的目标或历史数据的统计结果, 中国上市银行的派息率整体上远低于美国银行, 我们认为这是因为中国的银行业正处于高速发展阶段, 需要保留更多的盈利以支持增长。另外, 上市大银行的目标分红比率中小股份制银行高, 也是因为改制后的大银行资本充足率高, 且增长速度低于中小银行。

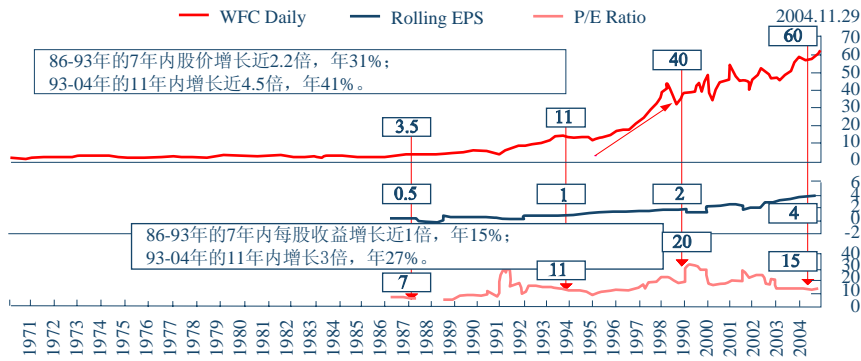
四、美国银行股价变动的历史趋势

图 29: 美国银行指数历史趋势



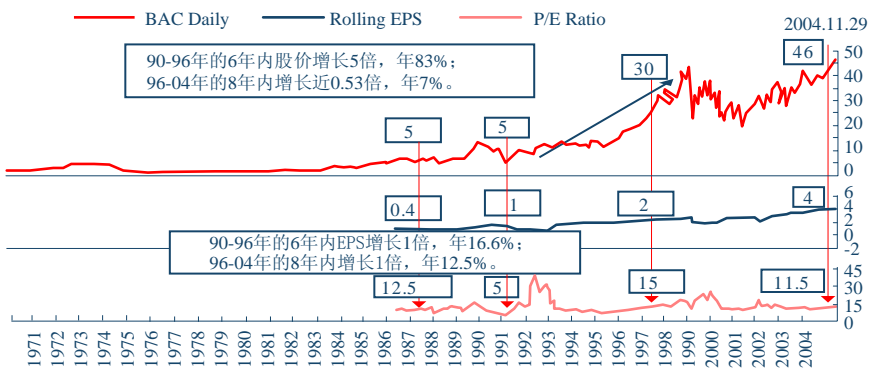
资料来源: BIGCHART 中信证券研究部

图 30: 美国富国银行股价历史趋势



资料来源: BIGCHART 中信证券研究部

图 31: 美国美洲银行股价历史趋势



资料来源: BIGCHART 中信证券研究部

与回报率大幅提高及估值水平提高有关, 90年代以来美国银行大幅上涨。92年以来银行指数上涨400%, 大盘只上涨200%。富国银行、美洲银行等美国大商业银行股价80年代的不到5美元, 上升至今达40美元以上。

五、与中国的银行业有何关系?

中国银行业目前仍以批发业务为主(消费贷款占比在20%以下), 中间业务收入占比低(基本上在15%以下, 分业经营是重要原因), 总资产回报率较低(低于1%), 管理架构仍不是集中和扁平化的, 业务及管理的数据化模型化仍处于初级阶段。面对国际先进银行, 中国银行业的差距是明显的, 压力及挑战是巨大的, 而留给中国银行提高竞争力的时间也是紧迫的。

中国银行业都在进行转型, 方向基本上是一致的, 如业务结构逐步增加零售、中间业务比重, 管理方面以IT作支撑再造业务流程, 监管约束加强, 银行经营模式从粗放向精细转变。但我们现正处于一个较高的经济增长阶段, 这是我们银行业能够较快提高竞争力的重要外部环境。如果配以渐进的利率汇率、引入外资的改革方式, 混业经营突破, 税负降低, 中国各银行的积极进取, 中国银行业应该也会迎来高质量高效益高回报的未来。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法规或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2006 版权所有。保留一切权利。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20% 之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5% 之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上；

	北京	上海	深圳	中信证券（香港）有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市笋岗路 12 号中民时代广场 B 座 33 层 (518029)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)82485094	(852) 2237 6409
传真:	(010)84865894	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			