

一样的花 不一样的果

——银行业分析方法新视角

行业评级

增持/ 维持评级

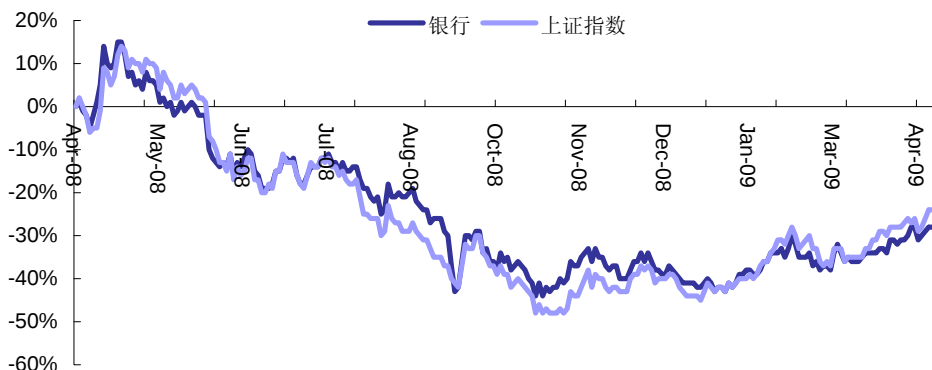
相关研究

《短可攻，长慎守》2008/09/10

《静而后动，危中有机》2008/12/10

- 许多传统的银行业分析方法、指标和模型，运用时都存在一定的局限，某些时候甚至给出了误导性的信息。因此，有必要对这些方法、指标和模型进行更为全面和细致的梳理，并进行必要的修正。与此同时，会计业绩和各种会计数据，也极大受到各行披露政策偏好的影响，因此，通过差异调整使得横向更具可比性，也是必要的。
- 在本文中，我们提出了一些补充的分析方法、指标和模型：衡量资产质量的存量拨备计提缓冲、增量拨备计提缓冲（此外，我们发现不良的历史回收状况和不良生成的跨周期变动情况，能提供非常有用的信息）；衡量利率风险的息差变动按季分解模型、息差变动来源分解模型；衡量资本内生能力的 ROL（贷款回报率）、杠杆调整 ROE；衡量收入结构和经营效率的单位资产非息收入、单位资产成本率。我们将看到，对于同样的数据，这些方法和指标，在许多时候确实提供了更为深刻的洞察力。
- 我们也尝试使用统一的口径，对各行的业绩进行重构。重构或者说还原的逻辑是，公司的分析应更多基于其相对真实和可比的业绩，而不是管理层希望给我们看到的会计数据。调整的项目主要包括拨备、薪酬、税收；与此同时，我们也对于无形资产和商誉是否调整的情景进行了区分。结果显示，经还原的“真实”业绩，与会计利润相去甚远，各行间差异也较大。而有意思的是，股价的波动似乎更多是跟随会计利润，而不是调整后相对“真实”的业绩，换言之，截至目前，市场往往更愿意被动接受管理层希望给我们看到的，而不是进行更加独立和客观的分析。
- 目前普遍使用的利润驱动因素分解模型，由于没有考虑不同收入来源的成本配比，通常低估了息差影响，而高估成本和拨备影响。换言之，模型一方面低估了过往息差扩大对于银行业绩的正面贡献，另一方面也将低估息差缩小对于未来两年业绩的负面影响。对此，我们对模型进行了修，对于规模、息差和非息收入的成本来源进行了更细致的划分和配比。

最近 52 周股价表现



分析师
 吴松凯
 +755-82492207
 wusongkai@lhqz.com

目 录

第一部分 关于银行业分析方法	3
第二部分 传统分析框架和我们的观点	4
一、资产质量	4
1、传统指标及其局限	4
2、关注不良的历史回收状况和跨周期变动情况所提供的信息	4
3、资产负债表缓冲：存量拨备计提缓冲	6
4、损益表缓冲：增量拨备计提缓冲	6
二、利率风险	8
1、利率风险的几个方面	8
2、前瞻：息差变动按季分解模型	9
3、历史：息差变动来源分解模型	10
三、规模增长潜力	10
1、资金的支撑	11
2、资本的支撑	11
3、ROL 和经杠杆调整的 ROE	11
四、收入结构和经营效率	13
1、单位资产手续费（非息）收入	13
2、单位资产成本率	13
3、关注损益表计提员工费用和现金流量表实际支付的差异	13
第三部分 统一框架下的业绩重构	14
一、会计利润？“真实”利润？	14
二、更“真实”的净资产？	17
第四部分 业绩增长的归因分析	18
一、对现有模型的修正	18
二、过往几年业绩的模型结果	19

第一部分 关于银行业分析方法

目前使用的关于银行业分析的许多指标和模型，大多历经长时间的提炼和浓缩，很好的反映了行业或公司基本面的一些特性。

不过，作为银行业的专门分析人员，这些指标提供的简练信息有时候可能无法满足我们对于其深度的要求。在某些情况下，过于简单的使用这些传统的指标和分析方法，可能会给我们提供误导性的信息。

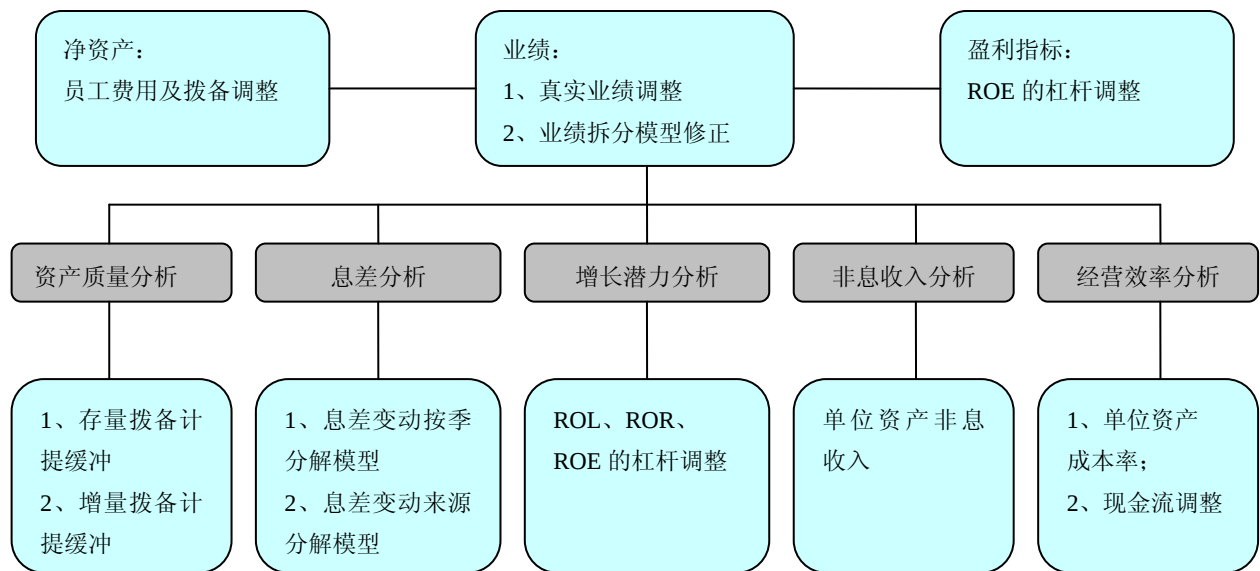
比如，在其他条件不变的情况下，息差扩大 1 倍，将导致成本收入比下降 50%（不考虑非息收入），而该变化显然与银行的成本控制和经营效率无关。如果简单使用成本收入比的指标进行分析，其结果则是经营效率的大幅提高。

在本文中，我们将对传统的分析框架、方法和指标进行梳理和思考，并尝试提出了一些补充的分析方法、指标和模型。此外，我们也尝试使用统一的口径，对银行的业绩进行重构，剔除会计政策和披露偏好的影响，使其相互之间更具可比性。

我们的目的，不是想颠覆传统的方法，而是希望能对数据的解读提供一些崭新的视角，以弥补现有指标和模型的不足。我们后面也将看到，对于同样的数据，我们引入的方法和指标，确实在许多时候提供了更为合理的解读。

图 1 显示了我们引入或构建的分析方法、指标和模型。

图 1、联合证券研究所关于银行业分析方法和指标的主要贡献



说明：1、该图蓝色部分主要展示了联合证券创建或改进的指标、模型及分析方法；
2、指标、模型及分析方法的具体定义及运用详见后面内容。

下文结构如下，第二部分介绍我们引入的一些分析指标和模型的定义和运用；第三部分尝试在统一的框架或口径下，对各行的业绩、净资产进行调整，使其更具可比性；第四部分对于当前业界普遍使用的利润驱动因素分解模型进行修正。

第二部分 传统分析框架和我们的观点

在这一部分，我们将从资产质量、利率风险、增长潜力、手续费（非息）收入和经营效率的角度，对传统的分析指标进行梳理，与此同时，提出我们的一些思考，构建和引入一些新的分析指标，希望能给投资者对于信息的分析提供一些新的视角。

一、资产质量

1、传统指标及其局限

关于资产质量，目前最为广泛使用的几个指标是不良率、不良净生成率、不良贷款拨备覆盖率和信用成本。

不良率（不良贷款/贷款总额）主要用于反映存量贷款的资产质量。由于历史原因和各行核销政策的差异，单看不良率的变化，并不能有效衡量资产质量的实际变动情况，因此目前大家使用更多的是加回核销、转出并扣减收回的不良贷款净生成率。

不良贷款拨备覆盖率（拨备余额/不良贷款）主要用于考察拨备的充足程度。该指标的局限是，指标的高低，仅仅反映的是存量拨备相对于存量不良贷款的充足与否，而无法提供对于新增不良贷款缓冲能力的衡量。

打个比方，假设一家银行有 100 亿元的拨备和 50 亿元的不良贷款，拨备覆盖率为 200%，如果核销其中的 40 亿元不良贷款，则拨备变为 60 亿元，不良贷款变为 10 亿元，拨备覆盖率变为 600%。事实是，前后两种情况下的抗风险能力并无差别。

信用成本（当期计提贷款拨备/贷款平均余额）主要用于衡量与信贷风险相对应的成本支出。理论上，信用成本应该是一个预期损失的概念，由两部分构成，一是新增贷款的预期违约概率和违约损失，二是原有贷款预期违约概率和违约损失的变化。由于预期损失的难以衡量，所以信用成本的提取，很多时候更多是基于当前不良的实际变动和管理层对于会计政策的偏好和选择。

对于基于当期的不良实际变动提取拨备，我们是赞同的。一方面是纯粹的预期难以衡量，更多受主观意愿的影响，而当前的资产质量变动在某种程度上确实给我们提供了未来预期违约概率和违约损失的有用信息；另一方面，同样由于预期的主观意愿太强，考察实际资产质量变动也可以使各行的拨备提取基于一个更为可比的基础。然而，信用成本中，来自管理层会计政策的偏好和选择部分，则应予以剔除，使各行的比较口径更为一致。

2、关注不良的历史回收状况和跨周期变动情况所提供的信息

虽然银监会给了统一的标准，不过贷款五级分类的执行细则仍由各行内部自行制定，因此操作上具有一定的主观性。换言之，不良贷款生成的差异，有时候可能来自贷款分类政策的不同，而无关乎信贷质量问题。

我们认为以下两方面的信息或许可以协助我们对于各行的分类标准进行更为有效的判断，一是各行历年的不良贷款清收情况，二是各行不良贷款生成的跨周

期变动情况。

更高的不良回收历史，可能意味着更严格的贷款分类划分，换言之，如果我们发现一家银行的不良回收历来优于另一家银行，那么我们有理由认为，第一家银行在不良贷款分类的划分标准上可能更为严格。

在跨周期下更平稳的不良净生成率，则可能意味着更多的人为平滑，具体详见下面分析。

表 1、不良贷款率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	2.87	2.45	1.31	3.96	11.41
2005 年	2.58	1.97	1.28	3.04	9.33
2006 年	2.12	1.83	1.23	2.73	7.99
2007 年	1.54	1.46	1.22	2.25	5.62
08 年 H1	1.25	1.22	1.21	2.06	4.64

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 2、不良贷款核销率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	0.09	0.18	0.15	0.29	0.65
2005 年	0.18	0.28	0.17	0.39	0.42
2006 年	0.06	0.28	0.11	0.41	0.33
2007 年	0.09	0.15	0.15	0.53	1.14
08 年 H1	0.01	0.00	0.16	0.47	0.60

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 3、不良贷款净生成率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	0.40	0.57	0.65	0.79	2.82
2005 年	0.48	0.36	0.53	0.36	0.54
2006 年	0.06	0.55	0.35	0.40	0.33
2007 年	-0.18	0.06	0.33	0.46	0.09
08 年 H1	-0.30	-0.15	0.38	0.45	-0.30

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 3 显示，招行 04-05 年有较高的不良净生成率，而后下降；浦发 04-06 年有较高的不良净生成率，而后下降；民生和华夏 04-08 年不良净生成率却十分稳定。

在 07 年和 08 年 H1 企业盈利如此强劲的情况下，民生和华夏却维持着并不显著低于 04-05 年的不良净生成率水平，第一个解释是这两家银行最近两年的风险偏好显著上升（民生或有这种可能，但华夏似乎不是这样），第二个解释是这两家银行在不良贷款的确认上相对滞后了（我们更倾向于接受这种解释，通过平滑各期不良贷款生成——进而平滑各期信用成本——最后达到平滑各期业绩的目的）。

如果这种推论成立，并且这两家银行将继续保持这种分类风格，那么这两家银行在 09-10 年的不良净生成率或许不会显著高于前面两家的银行（招行和浦发），但在经济开始转好的年份，如 2011 年或 2012 年，我们也许还会看到这两

家银行不良贷款的持续释放。

3、资产负债表缓冲：存量拨备计提缓冲

正如上述分析，不良贷款拨备覆盖率并不能很好地衡量现有拨备对于新增不良贷款的缓冲。为了更好的衡量各行对于新增不良贷款缓冲能力的差异，我们引入了存量拨备计提缓冲的概念。

存量拨备计提缓冲指扣除了不良贷款所需拨备之后的剩余拨备对于正常贷款的覆盖率，计算方法如下：后四类贷款按照 5%、35%、70%和 100%计算出应所需的拨备，然后用拨备余额减去该实际需要的不良拨备，最后用剩余部分的拨备除以正常贷款。简单地说，该指标其实就是扣除不良贷款拨备后的正常贷款拨备覆盖率。

表 4、不良贷款拨备覆盖率					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	101	117	113	61	35
2005 年	111	142	103	69	43
2006 年	136	151	117	84	48
2007 年	180	191	113	109	48
08 年 H1	216	215	114	126	54

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 5、存量拨备计提缓冲					%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	1.05	1.36	0.71	0.23	-3.44
2005 年	1.18	1.57	0.57	0.45	-1.76
2006 年	1.37	1.62	0.55	0.56	-1.00
2007 年	1.58	1.85	0.52	0.83	-0.20
08 年 H1	1.72	1.75	0.57	1.18	-0.12

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 5 给出了各行存量拨备计提缓冲的值，招行、浦发较高，而深发展较低，这和拨备覆盖率揭示的基本一致。和拨备覆盖率揭示不一致的是，华夏和民生两家行的拨备覆盖率大致相同，而存量拨备计提缓冲却相差较大，原因是两家行的不良率不一致，不良贷款中后三类构成也不一致。

4、损益表缓冲：增量拨备计提缓冲

增量拨备计提缓冲的指标与存量拨备计提缓冲类似，不同的是，存量拨备计提缓冲是指留存拨备对于资产负债表的缓冲，而增量拨备计提缓冲则是指当期计提的拨备对于损益表的缓冲。

增量拨备计提缓冲概念的提出，主要缘于部分卖方观点认为较高的当期信用成本，提供了较高的风险缓冲。该观点的潜在假设是各行信用成本将趋一致，这显然忽略了各行风险偏好和管理水平的差异。

增量拨备计提缓冲的使用，一方面可用以考察当期计提的风险成本，多大程度可以在损益表上对新增不良形成缓冲；另一方面也可用以剔除了各行拨备计提政策差异对于损益表的影响。

增量拨备计提缓冲指当期计提的风险成本-由实际资产质量变动确定的风险成本。亦即，根据该标准确定各行当期实际应当计提的拨备，再与当期会计计提的拨备相比，会计拨备多提部分，即为增量拨备计提缓冲，亦即对于损益表中新增不良贷款的缓冲能力。当期实际应计提的拨备，根据贷款规模和资产质量变化确定，具体为正常贷款为 1%，后四类分别为 5%、35%、70%和 100%。

由于增量拨备计提缓冲的计算比较复杂，一个简化的替换指标是使用当期计提的拨备-不良净生成率。不过应当指出的是，相比增量拨备计提缓冲，该指标有两方面的不足：一是忽略了正常贷款所需要计提的拨备，二是忽略了不良贷款中后三类构成的差异。该指标其实假设了新增不良按 100%计提拨备，以此为标准确定银行当期的拨备提取充足与否。

表 6、信用成本						%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展	
2004 年	0.81	1.11	0.56	0.88	1.51	
2005 年	0.84	0.96	0.55	0.76	1.21	
2006 年	0.68	0.89	0.52	0.94	1.10	
2007 年	0.49	0.70	0.45	1.17	0.96	
08 年 H1	0.44	0.39	0.48	1.25	0.86	

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 7、增量拨备计提缓冲						%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展	
2004 年	0.50	0.60	-0.24	0.12	-0.02	
2005 年	0.19	0.35	-0.29	0.03	0.62	
2006 年	0.33	0.24	-0.18	0.06	0.30	
2007 年	0.43	0.57	-0.27	0.30	0.58	
08 年 H1	0.31	-0.01	0.01	0.47	-0.09	

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 8、信用成本-不良净生成率						%
	招行	浦发	民生	华夏	深发展	
2004 年	0.41	0.54	-0.09	0.09	-1.31	
2005 年	0.36	0.6	0.02	0.4	0.67	
2006 年	0.62	0.34	0.17	0.54	0.77	
2007 年	0.67	0.64	0.12	0.71	0.87	
08 年 H1	0.74	0.54	0.1	0.8	1.16	

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

以深发展 08 年 H1 为例，我们对几个指标的差异进行比较。深发展 08 年 H1 信用成本为 0.86%，低于华夏，而高于其他三家银行。信用成本-不良净生成率指标高达 1.16%，也显示计提的拨备显著多于不良的生成。不过，增量拨备计提缓冲指标却显示，当期拨备的计提小于实际要求，究其原因，主要是贷款的大量投放和不良贷款中的可疑类贷款向下严重迁徙。

民生的拨备政策则历来不够谨慎，从 04-07 年，增量拨备计提缓冲均为负数。当然，我们的计提标准较为严格，如果按照银监会的标准，民生的计提基本符合要求，不过可能也仅仅是基本符合要求。

华夏在 07 年之前计提力度也不够大，不过 07 年和 08 年 H1 计提力度明显

提高，这点可以从增量拨备计提缓冲的指标看出。与此对应的是，存量拨备计提缓冲的指标在最近两年得到了较大的提升，如表 19 显示。

浦发和招行历来拨备计提较为谨慎，历年增量拨备计提缓冲均较高。浦发由于核心资本充足率的原因，08 年 H1 该指标开始下降。而得益于较高的不良回收，招行虽然 08 年 H1 信用成本显著低于同业，但增量拨备计提缓冲指标值却处于较高水平。

二、利率风险

1、利率风险的几个方面

利率风险，主要看三个方面，一是资产负债结构，二是重定价期限错配，三是 ROA 的缓冲能力。

资产负债结构决定了息差的最终水平。关于资产负债结构，有两点值得强调，一是活期存款较多的银行，在降息环境中往往面临更大的息差压力，但这其实只是优势的阶段性减弱，而非劣势；二是各行生息资产收益率的差异，很大部分来自风险偏好导致的资产配置不同的影响，而未必和资产运用能力有明显关系。

重定价期限错配决定了息差达到其最终水平的时间和路径。关于重定价期限错配，也有两点需要强调，一是重定价应重点关注对于利率真正敏感的部分，如活期存款通常具有利率粘性，应单独考虑；二是重定价缺口的久期越短的银行，在降息环境中息差会下降得更快，但同时也会越快站稳，因为息差的最终水平主要由资产负债结构决定，而不是重定价期限错配程度。

ROA 的高低决定了银行对于息差变动的缓冲能力。ROA 越高，同样程度的息差下降，对于业绩的影响就会越小，反之亦然。关于这一点，市场有时可能会忽略。事实上，由于我们所有因素的分析最终的落脚点都是业绩，而 ROA 就是业绩的最终衡量指标，因此所有因素最后都必须结合到对于 ROA 的影响上面来，这也是我们始终强调的。

表 9、资产结构和重定价缺口的差异，导致各行息差敏感度不一

%

	投资/ 总资产	按揭/ 总资产	贷款/ 定期 存款	利率敏感性缺口（占总资产%）					其中：1 年 以内
				3 个 月内	3 至 12 个月	1 至 5 年	5 年 以上	累计 缺口	
工行	34	6	109	17	16	16	5	54	33
建行	32	8	140	21	23	11	5	60	45
中行	29	10	97	18	14	9	4	45	32
交行	28	6	136	24	13	5	4	47	38
招行	31	9	173	46	12	3	1	61	58
中信	27	6	153	44	9	2	1	56	53
浦发	20	9	148	17	29	2	1	48	45
民生	20	8	134	31	1	6	3	40	32
兴业	28	13	182	18	31	3	0	51	48
华夏	20	4	125	29		4	8	41	29
深发展	30	14	107	14	15	5	1	36	30
北京	30	4	153	17	35	-1	5	56	52
南京	36	4	136	10	12	20	7	49	21
宁波	17	8	152	21	16	5	5	47	37

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

2、前瞻：息差变动按季分解模型

对于息差的判断，我们建议可以看两个模型，一是息差变动按季分解模型，二是息差变动来源分解模型。这一节主要讨论息差变动按季分解模型，息差变动来源分解模型留待下一节分析。

息差变动按季分解模型，主要是利用重定价缺口数据，静态衡量息差按季变动的情况。由于目前不少分析人员都使用了缺口数据，测算息差按年变动的情况，因此，该模型并没有多少原创性。我们主要做了两件事，一是加入新增业务的影响，二是期限划分更细，以期给投资者关于息差的下降趋势以及哪个季度触底等提供更为细节性的信息。

值得一提的是，由于缺口数据是一种静态的模型，并且缺口内的分布需要假设，因此模型的结果和实际情况肯定会有较大差异。模型的作用也就是给我们提供一些下降幅度和趋势的信息，以及各行影响幅度和路径的差异，这点我们需要强调。模型可以进一步扩张至按月变动的情况，不过由于假设更多，其准确性也就面临进一步降低的可能。

表 10、08 年几次降息影响的逐季分解									BP
	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
工行	0	-18	-27	-35	-40	-43	-46	-49	-51
建行	-3	-29	-42	-53	-59	-62	-64	-66	-68
中行	-4	-32	-35	-38	-40	-42	-44	-46	-48
交行	-16	-47	-54	-60	-63	-64	-65	-65	-66
招行	-26	-79	-90	-98	-102	-103	-103	-104	-105
中信	-32	-77	-83	-87	-89	-90	-90	-91	-91
浦发	-7	-41	-58	-71	-78	-79	-79	-80	-80
民生	-20	-59	-60	-59	-59	-60	-61	-62	-64
兴业	-7	-51	-66	-79	-86	-87	-88	-89	-90
华夏	-10	-30	-36	-39	-42	-43	-45	-46	-47
深发展	-8	-54	-59	-62	-64	-65	-66	-67	-68
北京	0	-15	-37	-58	-67	-68	-68	-69	-69
南京	-3	-18	-28	-35	-41	-45	-49	-53	-56
宁波	-1	-26	-35	-41	-44	-46	-47	-49	-50
合计	-10	-41	-51	-58	-63	-64	-65	-67	-68

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、上述计算为静态结果，未考虑结构的变化、议价能力的改变和重定价的期权风险；

2、模型假设所有降息发生在 08 年 9 月底，快于实际降息的时间表，因此模型前 3 季度的重定价可能快于实际的结果，亦即实际的息差下降可能慢于我们的计算（不考虑其它因素情况下）；

3、工行、建行、中行持有大量利率极低的重组债券（特别是工行，持有近万亿）在 09 和 10 年到期，所以息差的实际下降幅度低于上表计算；

4、民生 08 年贷款利率上浮明显，09 年议价能力面临较大下降，因此息差的实际下降幅度大于上表计算；

5、招行剔除了发债（为收购永隆发行的 300 亿债券）和永隆并表影响，如果考虑，息差的实际下降幅度大于上表计算。

表 10 是 08 年几次降息的静态结果，结论有两个：1) 其影响主要在 09 年 1 季度，而后趋缓，这和市场的普遍认识大体一致；2) 和市场认识不完全一致的是，息差在 1 季度或 2 季度之后仍面临下降压力，特别是 1、2 季度下降幅度较小的城商行。换言之，模型结果并不十分支持当前市场部分人士认为 09 年 1 季度或 2 季度息差见底的观点。

这里需要强调的是，大部分的量化分析或模型，大部分时间可能都只是在印证我们的感性认识和直觉。不过并非说明这些分析没有必要，因为它使得我们的认识或分析的基础更为夯实。

正如我们总在不断的试图做盈利预测一样，关于盈利上升或下降的趋势我们在做预测之前可能就已经有了自觉判断，而具体的预测值却是不管我们怎么努力，如何把我们的模型变动更复杂，总是几乎不可能做得准确，结果市场并没有因此而放弃盈利预测的努力。

3、历史：息差变动来源分解模型

对于未来预测，确实基于太多的假设，有时候回看过去的情况，或许能给我们更多的启发。鉴于此，我们引入了息差变动来源分解模型，尝试对过去的息差变动来源进行分解，一方面给我们息差驱动因素更真切的认识，另一方面也可作为前瞻性模型（如上节讨论的息差按季变动模型）的回测。

表 11、招行 07 年及 08 年 H1 息差扩大的来源分解		BP
	2007 年	2008 年 H1
利率因素	38.7	72.6
存贷款利率	5.4	13.7
其他资产利率	30.5	53.5
其他负债利率	2.8	5.4
结构因素	0.5	-2.0
一般贷款	-0.4	0.8
自营贷款	1.9	-0.1
自营存款	5.5	3.3
资产结构	-14.3	-10.1
负债结构	7.8	4.1
合计	39.3	70.6

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 11 可以看到，招行 07 年和 08 年上半年息差的扩大，更多来自其他资产利率的提高，而不是存款贷款利率的上调。究其原因，是央行每次存贷款利率的变动，大多是对称性的，其利息收支很大程度上相互抵消。因此，更多边际影响来自市场化利率的变化（包括债券、买入返售、拆借等）。

由于市场利率除了受到存贷款利率的影响，某些时候更多受到货币政策宽松还是偏紧的影响。因此，对于息差的影响，我们或许更应该关注后面的货币政策是否变得比现在更宽松，而不主要是存贷款基准利率还会不会再下降 27 或是 54BP。

也正如我们在 08 年上半年货币偏紧的时候就始终强调的，宽松的货币对于银行未必有利，即使这种宽松没有伴随着大幅的降息。在宽松的货币下，银行要么持有大量低利率的超额储备，要么配置大量国债和央行票据并将其利率打压到极低水平，要么投放大量贷款并准备承担随之而来的信贷危机。

三、规模增长潜力

规模增长的潜力，客观上主要看两个东西，一是资本，二是资金。当然，管理层的扩展意愿显然不能忽略，对于十分激进的管理层，可能最终会选择粗放以

及高风险的扩张，这里我们暂不做讨论。

1、资金的支撑

资金的支撑，一个是看调整弹性，一个是看成长记录。

调整弹性，一个看贷存比，这是用以考察资金来源的流动性状况；另一个看一般贷款占总资产的比例，这是用以考察资金运用的流动性状况。关于这点，市场认识也大体一致。

成长记录，通常看的是成长历史，这点我们没有异议，不过。我们认为一个不能忽略的指标是，成长的离差水平（（最高增速-最低增速）/平均增速），这个指标的用处是，可以在一定程度上给出公司执行能力的有效信息。更为平稳的离差水平，或可以反映出更好的执行力。

2、资本的支撑

资本的支撑，通常使用的一个指标是核心资本充足率，即核心资本与风险资产的比例。由于监管机构对于核心资本有着最低的监管要求，因而，银行机构风险资产扩张的能力，往往受到核心资本充足率水平的制约。

不过，我们想要指出的是，核心资本充足率实际上反应的是存量资本对于扩张的支撑能力。对于长期成长，一个更不能忽略的指标是资本的内生能力，即内生资本对于扩张的支撑能力。

资本的内生能力，通常使用的指标是 ROE。不过，由于银行的高杠杆特性，以及各行杠杆水平的较大差异，该指标的使用可能存在局限，我们将在下一节中进行重点讨论。

3、ROL 和经杠杆调整的 ROE

ROE 可以剖解如下：杠杆倍数*ROA，其中杠杆倍数代表风险偏好，ROA 代表资产运用能力。

鉴于银行风险的隐蔽性和滞后性，我们认为鼓励高风险偏好并给予过度风险承担予以正面激励可能是不合适的。换言之，在进行更为根本的分析时，我们有必要去掉杠杆的影响，使其建立在更为可比的风险偏好和风险水平上。

正因如此，ROA 被越来越多的使用，作为衡量银行盈利能力的核心指标。不过，ROA 也存在不足，虽然考虑了杠杆的差异，但没有考虑资产构成的差异，即资产风险水平的差异。

一个理论上更优的指标是 ROR，即风险资产收益率（Return on Risk Capital）。该指标的不足是计算麻烦，因为风险资产的披露通常在一个不太显眼的地方。另外，也有部分人对于风险资产计算的合理性和透明度抱有怀疑。

在此，我们引入一个指标，ROL（Return on Loan，贷款回报率），作为 ROR 的一个简单替代。基于的理由是，当前国内银行体系的风险来源主要还是信贷风险。

该指标如何运用呢？假如 ROL 为 1，即 100 亿的贷款规模，利润是 1 个亿。

假设新增贷款的核心资本充足率为 7，那么这 1 个亿的利润，亦即 1 个亿的新增资本，大概可以支持 14.4 亿元的新增贷款（ $1/0.07$ ），即 14.4 的增长。如果考虑 25 的分红，则大概可以支持 11 的增长。

换言之，如果该指标过低，如低于 1，即意味着快速的扩张一定需要通过不断的外部融资，或者说，一定是在没有考虑资本约束下的粗放型扩张。

ROL 的另一个运用是，可以作为衡量银行盈亏平衡点的指标。假设有效税率为 25%，不良损失率为 65，ROL 为 1%，则不良生成率上升超过 2.05% 银行将面临损失（ $2.05 = 1/(1-25)/65$ ，其中 1% 指 ROL 水平，25 指有效税率，65 指新增不良的损失率）。

表 12、增长的资本及资金来源

	资本约束			调整弹性		历史成长	
	核心充足率	ROR	ROL	贷存比	贷款/资产	04-07 增长	离差/均速
招行*	7.0	2.1	2.3	65	50	23	8
浦发	5.0	1.3	1.3	72	56	25	41
民生	6.6	0.9	1.0	79	58	21	65
华夏*	7.6	1.0	1.0	71	51	18	20
深发展	5.3	1.2	1.3	73	57	19	33

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、核心资本：浦发和深发展为 08 年末数据；招行为 08 年 Q3 数据，并考虑了永隆收购调整；民生和华夏为 08 年 H1 数据，其中华夏考虑了增发调整；

2、ROR（ROL）为 09 年预测数据，如果需维持核心充足率 8，则 1 的 ROR(ROL)将支持 12.5 的风险资产（贷款）增长；

3、调整弹性计算采用 08 年 Q3 数据。

从资金的角度看：1）各行资金来源的历史增长情况相差不远，深发展和华夏较低的增速主要是历史问题所致；2）招行贷存比、贷款资产比、历史增速的离差水平等指标均低于同业，表明公司的调整弹性较大，执行力也较优。

从资本的角度看：1）浦发和深发展受存量资本的约束较大，即核心资本充足率较低；2）民生和华夏受增量资本的约束较大，即 ROL（或 ROR）较低。

关于 ROE，我们另外引入的一个指标是经杠杆调整的 ROE。计算方法如下：ROR*统一的杠杆倍数。有两点需要说明：1）ROR 可用 ROL 或 ROA 代替，取决于我们定义风险资产的严格性；2）统一的杠杆倍数的定义如下：如果我们认为 7 的核心资本充足率是合理的，并将其确定为各行应盯住的目标，则统一的杠杆倍数为 14.4（ $1/7$ ）。

经杠杆调整 ROE 的使用，有时候是为了权益资本回报率合理衡量的需要。假设某家银行核心资本充足率为 4%，ROE 水平为 17.5%，正如上述分析，如果我们认为 7% 的核心资本充足率对于中国银行业是合适的，则该银行的经杠杆调整的 ROE 为 10（ $17.5/(4/7)$ ）。换言之，10% 的 ROE 水平才是该行在合理的风险承担下的回报率，17.5% 的 ROE 其实是过度风险承担的结果。

经杠杆调整 ROE 的使用，另一些时候则是为了横向与其它行业比较的需要。ROR（或 ROL 和 ROA）可以较好的衡量银行的盈利能力，不过指标在其它行业的使用并不普遍，无法将其跨行业比较。另外，由于银行的高杠杆和风险经营的特征，风险偏好的差异对于银行业绩影响重大。因此，在与其它行业进行盈利能力比较时，使用合理风险水平下的 ROE（经杠杆调整的 ROE），可能是必要的。

四、收入结构及经营效率

1、单位资产手续费（非息）收入

衡量手续费收入，惯常使用的指标是手续费收入占比（手续费收入/营业收入），用以衡量收入的构成和结构的优劣。通常的观点是，手续费收入占比越高，收入来源越广，越不依赖于传统的利差收入，结构越好。

该指标的不足是，横向比较或纵向考察的时候，往往容易受到息差不同或是变动的影响。

譬如，日本银行业非息收入占比与美国大致可比，可是息差却远低于美国，如果剔除该影响，或换言之，如果日本息差和美国银行业一样，那么其非息收入占比将远低于美国银行业。

纵向比较也会有类似的问题，息差的扩大会导致手续费收入占比的下降，而反之，息差的缩小则会导致手续费收入占比的提升，而这些都与手续费收入本身没有关系。

鉴于此，我们建议在进行收入结构比较或考察收入结构变化是，使用单位资产手续费收入（手续费收入/平均资产余额）作为补充，用于剔除息差的差异或变动带来的影响。

2、单位资产成本率

衡量经营效率，惯常使用的指标是成本收入比（经营成本/营业收入），该指标越低，则说明成本控制越好，或是成本支出的效益越高。

不过，该指标的使用，可能面临着与手续费收入占比相似的问题。即，成本收入比的下降，很可能来自息差的扩大，而不是经营效率的提高。过去几年，国内银行业成本收入比持续下降，不过究其原因，更多来自息差的扩大，而非成本的控制。

因此，与上面类似，我们建议在进行成本效率考察时，使用单位资产的成本率作为补充。原因是，当前国内的银行体系基本还是规模驱动，在这种情况下，考察成本和规模变动的关系，可能比考察成本和收入变动的关系更优。

当然，该指标忽略了手续费收入快于（或慢于）规模变动导致的经营成本变动的需求。因此，更细致的分析，则有必要使用第四部分讨论的业绩增长的归因分析。

3、关注损益表计提的员工费用和现金流量表实际支付员工费用的差距

关于经营效率，另一个需留意的问题是损益表计提的员工费用与现金流量表实际支付员工费用的差异。原因是，我们留意到损益表计提的员工费用和现金流量表实际支付的员工费用普遍存在明显不同，而且各行的情况也存在明显差异。

表 13、历年员工费用（损益表）

百万元

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	2,262	1,544	1,322	693	943
2004 年度	3,417	2,092	1,819	815	1,006
2005 年度	4,241	2,792	2,514	1,188	1,086
2006 年度	5,053	4,110	3,672	1,614	1,472
2007 年度	8,092	5,760	6,175	2,541	2,130
2008 年 H1	5,555	3,515	3,992	1,643	1,283

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 14、历年员工费用（现金流）

百万元

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	2,138	1,064	1,059	781	807
2004 年度	2,810	1,268	1,695	1,041	864
2005 年度	3,795	1,334	2,357	1,239	1,041
2006 年度	4,971	2,382	3,217	1,466	1,231
2007 年度	7,244	3,502	6,082	2,312	1,820
2008 年 H1	3,787	2,817	2,750	1,607	1,268

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 15、当期留存费用与当前费用总额之比

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	5	31	20	-13	14
2004 年度	18	39	7	-28	14
2005 年度	11	52	6	-4	4
2006 年度	2	42	12	9	16
2007 年度	10	39	2	9	15
2008 年 H1	32	20	31	2	1

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 13 显示的是历年损益表计提的员工费用，表 14 显示的是现金流量表显示的实际支付的员工费用，可以看到的是，两者差距历来较大，一个特别的典型是浦发。

从表 15 可以看到，浦发历年计提但没实际支付的员工费用大约占计提费用的 40-50%，相比之下，华夏的费用计提则略显不足。

关于上述现象，以及各行大量积累下来的应付员工薪酬，有必要进一步考察和分析。不过出于统一口径和比较的需要，我们将在下一部分的业绩重构中，使用现金流量表实际支付的员工费用暂时替换损益表计提的员工费用。

第三部分 统一框架下的业绩重构

一、会计利润？真实利润？

在这一部分，我们将尝试使用统一的口径，对各行的业绩进行重构。我们业绩重构或者说还原的逻辑是，公司的分析应更多基于其相对真实的业绩，而不仅是管理层想要给我们看到的会计数据。

我们给出了 5 家 04 年前就上市银行的重构结果，原因是这几家银行的数据

更具持续性和可比性。另外，我们这里想更多强调的是重构的思路和方法，而不主要是这几家银行过往几年的结果。

对于会计利润的调整，需要考虑的东西很多。我们遵循的原则有两个，一是重要性原则，二是可比性原则。也就是说，我们首先是根据历史状况，找出历来对业绩影响比较大的会计差异，然后按照统一的口径进行调整，使各行的业绩更具可比性。

基于此，我们主要选择了以下的调整项目：员工费用、拨备和所得税。

第一个调整的项目是员工费用。调整的依据主要是历年损益表员工费用和现金流量表实际支付员工费用的巨大差距，由于我们没办法确定每年具体这个差距多少为合理，也由于这里的调整主要的目的是各行业绩的更有效比较，因此，我们直接使用现金流量表实际支付的员工费用作为员工费用，对损益表的利润进行调节。

第二个调整项目是拨备。主要依据是各行拨备的计提和实际不良变动的差异极大。我们的做法是计算每年规模和资产质量变动对应实际的拨备需求（具体算法详见第二部分关于增量拨备计提缓冲的讨论），然后看看会计计提的拨备和实际资产变动要求的拨备差异有多大，据此进行调整。

第三个调整的项目是税收。有效税率除了受国债利息等可抵税收入的影响，也受到不可抵扣费用的影响。由于不可抵抗费用中拨备和多计提的员工费用我们已经拨回，剩下的不可抵税费用，很大一部分受核销政策的影响，为使各行更具可比性，我们统一假设所有支出均可抵税。换言之，税率的计算，我们直接使用当期的法定税率，然后扣减国债利息的抵税影响。

表 16、历年会计利润 百万元

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	2,230	1,566	1,391	802	425
2004 年度	3,144	1,930	2,038	1,017	290
2005 年度	3,930	2,485	2,703	1,289	352
2006 年度	7,108	3,353	3,832	1,457	1,303
2007 年度	15,243	5,499	6,335	2,101	2,650
2008 年 H1	13,245	6,375	6,046	1,928	2,144

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 17、经调整的“真实”业绩 百万元

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	3,870	3,054	1,721	756	-291
2004 年度	4,930	3,828	2,035	1,333	493
2005 年度	5,424	4,656	2,759	1,702	1,102
2006 年度	8,241	5,837	3,826	2,170	1,833
2007 年度	17,347	10,011	6,020	3,252	3,323
2008 年 H1	15,444	6,774	7,124	2,957	2,057

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 18、各行“真实”与会计业绩之差相去较大

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	74	95	24	-6	-169
2004 年度	57	98	0	31	70
2005 年度	38	87	2	32	213
2006 年度	16	74	0	49	41
2007 年度	14	82	-5	55	25
2008 年 H1	17	6	18	53	-4

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

表 19、历年会计利润的 PE 水平

倍

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	27.7	26.3	24.6	33.4	39.0
2004 年度	18.2	14.2	13.8	17.1	44.3
2005 年度	17.4	15.4	10.9	15.4	34.0
2006 年度	33.8	27.7	27.1	21.3	21.6
2007 年度	38.2	41.8	33.9	38.3	33.4
2008 年 H1	13.0	9.8	8.9	10.1	10.8
2009 年 2 月	13.3	16.9	13.9	21.2	17.6

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

说明: 1、除 09 年 2 月外, 其他 PE 水平为期末时点市值/当期利润;

2、09 年 2 月 PE 为 09 年 2 月底市值/07 年利润。

表 20、历年真实业绩的 PE 水平

倍

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2003 年度	15.9	13.5	19.9	35.4	-56.9
2004 年度	11.6	7.2	13.9	13.1	26.0
2005 年度	12.6	8.2	10.7	11.7	10.8
2006 年度	29.2	15.9	27.1	14.3	15.4
2007 年度	33.6	23.0	35.6	24.7	26.6
2008 年 H1	11.2	9.2	7.5	6.6	11.2
2009 年 2 月	11.7	9.3	14.6	13.7	14.0

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

说明: 1、除 09 年 2 月外, 其他 PE 水平为期末时点市值/当期利润;

2、09 年 2 月 PE 为 09 年 2 月底市值/07 年利润。

结果显示: 1) 整体而言, 调整后的业绩普遍较调整前的利润有较大幅度的上升, 即过去几年银行的利润有隐藏之嫌。2) 各行差异较大, 如浦发从 03-07 年, 调整后的业绩增厚幅度, 大多在 80 以上; 民生 03-07 调整后的增厚幅度, 则大多在 10 以下, 换言之, 民生的会计利润“真实性”或许更强; 招行增厚幅度 03 年很高, 而后逐渐下降, 显示过往今年业绩的增长, 部分来自“真实”业绩和会计业绩差异部分的逐渐释放; 深发展增厚部分的波动较大, 主要缘于其在平滑业绩和解决不良历史包袱之间的权衡。

我们的结论是, 各行关于业绩披露的会计政策相去甚远, 拨备的历史包袱可能是一个解释, 但显然不是全部的原因。华夏过往几年会计业绩低于调整后的“真实”业绩似乎与解决不良的历史包袱有较大的关系, 不良贷款覆盖率也从 04 年的 61% 上升到了 08 年 H1 的 126% (如表 4 所示)。而招行和浦发“真实”业绩和会计业绩之间的差异, 显然与历史包袱没有太大关系, 更多是相对较为谨慎的会计政策所致, 浦发和招行的不良贷款拨备覆盖率从 2004 年的 117% 和 101% 上升到了 215% 和 216%。

另外，我们也比较了历年调整前后各行的 PE 水平，我们发现，各行之间的比价关系，市场似乎更参照会计利润，而非我们调整后的“真实”业绩。也就是说，从历史看，市场往往愿意接受管理层希望给我们看到的数字，而不是更为独立和客观的比较和分析。

二、更真实的净资产？

我们的逻辑是，既然历年的业绩未必真实，那么作为业绩累积结果的净资产可能也需要调整。

遵循业绩的调整思路，相应的项目主要为应付员工薪酬和多于实际要求的拨备。无形资产和商誉调整与否存在争议，我们使用了两个口径，一个是只调整拨备和员工薪酬，另一个则在前一个的基础上将无形资产和商誉全部扣除。

关于无形资产和商誉的问题，可能需从不同的角度进行探讨。对于商誉的扣除，即意味着任何收购资产的实际估值都为净资产，不应存在任何溢价，其实这也是值得商榷。事实上，我们从美国 6 大银行的资产负债表中可以看到，有形资产大多低于净资产的 50%。不过，从资本的角度，其实又是应该扣除的，因为这两种资产在计算核心资本时无法算入，无法支持风险资产的扩张。

或换一个角度：1）在正常环境中，无形资产和商誉是无须扣除的，原因是如果买方出价合理，说明该无形资产和商誉确实存在着类似有形资产的创利能力，与其他有形的股东权益可比；2）在压力环境中，无形资产和商誉则有必要扣除，原因是这时候市场更多看的是各行对于风险的缓冲，而无形资产和商誉这时显然难以发挥什么作用。

表 21、调整前后的净资产及 PB 水平

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
BPS	5.68	6.73	3.03	5.47	5.05
BPS 调整 1	6.47	8.99	3.02	5.75	4.53
BPS 调整 2	5.09	8.95	2.75	5.75	4.51
PB	2.51	2.64	1.55	1.69	2.73
PB 调整 1	2.21	1.98	1.55	1.61	3.04
PB 调整 2	2.80	1.99	1.70	1.61	3.06

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、BPS 调整 1 包含应付薪酬和拨备调整；

2、BPS 调整 2 指在调整 1 的基础上加上无形资产及商誉调整；

3、深发展 BPS 为 08 年底数据，其它为 08 年 3 季度数据（华夏考虑增发）。

调整后的净资产变化显著。

按口径 1 调整的每股净资产（只考虑应付薪酬和拨备调整）：浦发由 6.73 元上升为 8.99 元，约增厚 1/3；招行由 5.68 元上升为 6.47 元，约增厚 14%；华夏由 5.47 元上升为 5.75，约增厚 5%；民生由 3.03 元变为 3.02 元，调整前后大致相同；深发展由 5.05 元下降为 4.53 元，约减少 10%。

按口径 2 调整的每股净资产（在口径 1 的基础上扣除无形资产和商誉）：招行 5.09 元，分别比调整前和口径 1 下降 10% 和 21%，主要是剔除了永隆收购带来的约 200 亿元的无形资产和商誉；民生 2.75 元，比调整前和口径 1 均下降 9%，主要是将海通的持股按净资产进行重估；浦发、华夏和深发展分别为 8.95 元、

5.75 元和 4.51 元，与口径 1 的结果大致相同，原因是这几家行几乎没有无形资产和商誉。

调整后的 PB 水平变化也较大。

调整后 PB 水平下降的有浦发和华夏，分别从 2.64 和 1.69 下降为 1.99 和 1.61。浦发的下降幅度约 25%，主要得益于大量的应付员工薪酬和拨备。华夏虽有所下降，但幅度不大。

调整后 PB 上升的有招行、民生和深发展，分别从 2.51、1.55 和 2.73 上升为 2.8、1.7 和 3.06。招行的原因是永隆收购导致大约 200 亿的无形资产和商誉核销，如果扣除该影响，PB 下降 12%。民生的原因是海通股价相对其资产的虚增部分，如果扣除该影响，则 PB 与原来基本持平。深发展则缘于拨备不足，不过如果考虑到深发展核销部分的回收因素，调整前后的净资产和 PB 水平可能大致持平。

第四部分 业绩增长的归因分析

一、对现有模型的修正

每次披露业绩之后，不少分析人员都会对业绩变动的来源进行分析。之后，会得出结论，业绩的变动，有多少来自规模的增长，多少来自息差的扩大，多少来自拨备的减少，多少来自经营效率的提高，等等。

通过把业绩的来源进行量化分解，可以让我们把各驱动因素的影响看得更为清晰，也有助于我们对于未来这些因素的可能变化带来的影响有更好的理解。因此，虽然这只是一个事后工作，却是很有必要。事实上，正是很多事后的回顾工作，给我们提供了看清未来的洞察力。

不过，据我们的观察，目前大部分分析人员的利润驱动因素分解模型都没有考虑不同收入来源的成本配比，即没有考虑规模增长带来的收入和息差扩大带来的收入有什么不同，也没有考虑利息收入和非息收入有什么不同。

举一个例子，某家银行资产规模 100 亿，净利息收入 3 亿，各项支出 2 亿，利润 1 亿（假设没有所得税）。由于加息，第二年净利息收入变成 6 亿，可是由于还是那些资产和网点，成本支出没有改变，支出还是 2 亿，利润则变成了 4 亿，增长 300%。简单的分解，净利息收入增长 100%，因为规模没变，所以息差贡献了 100% 的增长；然后支出没有同比增长到 4 个亿，因此也贡献了 2 个亿的利润增长，即贡献了 200% 的增长。这是当前不少利润驱动因素分解模型通常的做法。

实际的情况是这样吗？按这里的拆分，包括管理费用和资产减值等贡献了 200% 的业绩增长。进一步的解释是，经营效率提高了。事实上，从成本收入比上看，我们也会得出这样的结论，因为营业收入大幅增长，而经营费用没变，成本收入比出现了大幅下降。可是，更为真实的情况是，整个业绩的增长和经营管理没有任何关系，仅仅就是因为央行的加息。

鉴于此，我们觉得有必要对现有的模型进行修正，将收入和支出进行更细致的分类和配比，避免对于息差变动影响的普遍低估和经营效率的高估。

表 22、建行 07 年业绩增长来源分解

	某知名券商的结果		联合证券的结果	
	贡献	占比	贡献	占比
净利息收入影响	37.3	75.8	54.8	111.2
规模增长	21.3	43.1	20.1	40.7
净息差扩大	16.1	32.6	34.7	70.5
非息收入	7.5	15.2	11.4	23.1
成本	6.4	12.9	-5.8	-11.9
拨备	2.2	4.5	-6.9	-14.0
税收	-4.1	-8.4	-4.1	-8.4
合计	49.3	100.0	49.3	100.0

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

说明: 1、建行 06、07 年成本收入比为 44%和 41.5%;

2、07 年 1 次性计提退休员工费用 90 亿元, 扣除该影响, 成本收入比下降到 37.4%, 业绩贡献上升为 7.9%。

表 22 以建行 07 年报表为例, 比较了某知名券商和我们的模型分拆结果。两个模型的差异主要在于息差、成本和拨备的贡献。我们模型的息差贡献达 70.5, 而该券商模型的息差贡献仅为 32.6, 差距达 37.8。该券商模型的成本及拨备贡献分别为 12.9 和 4.5, 显示效率的提高和风险的改善 (假设拨备是风险状况变动的真实体现); 我们模型的成本及拨备贡献则分别为 -11.9 和 -14, 结论与其相去甚远。

差异的原因, 主要是前面的模型 (据我们所知, 也是大部分分析人员当前普遍使用的模型) 假设息差扩大导致的收入增加同样需要成本和拨备的支撑, 其结果可能是低估了息差变动对于业绩的影响, 同时高估了成本和拨备的影响。

一个引申的结论是, 既然前面的模型低估了息差的扩大对于业绩的贡献, 当然也会低估息差的下降对于业绩的负面影响。换言之, 通过该模型驱动因素的变化, 来判断未来驱动因素可能变化的潜在影响, 可能会给出极为明显错误的信息。

二、过往几年业绩的模型结果

为更好的看清过往几年银行业绩增长的来源, 我们使用驱动因素分解模型, 对银行 04-08 年 Q3 的增长来源进行分解。

表 23、2004-2008 年 Q3 利润驱动因素分解

	规模	息差	非利息收入	信贷成本	营业税	管理费用	营业外净额	所得税	净利润
全部 2004 年度	14.1	7.7	3.7	3.2	-0.6	-1.6	4.6	1.0	32.0
全部 2005 年度	16.4	0.2	-1.0	14.2	-0.2	-2.5	0.5	-7.2	20.3
上市 2006 年度	18.8	2.2	-1.5	-0.5	-0.5	2.2	1.1	3.7	25.5
银行 2007 年度	19.1	30.3	12.9	2.3	0.9	-7.7	-0.2	-0.6	56.9
08 年度 Q3	16.6	16.9	4.8	-7.8	-0.7	1.3	-0.3	18.9	49.6

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

表 24、2008 年 Q3 业绩环比变化分解

	汇总	国有银行	股份制银行	城商行
规模影响	2.8	2.3	4.3	6.1
息差影响	-3.9	-3.2	-7.1	2.0
净利息收入影响	-1.1	-0.8	-2.8	8.2
佣金及费用影响	-3.8	-4.1	-2.8	1.3
其他非利息收入影响	-5.0	-6.4	-0.8	4.8
非利息收入影响	-8.8	-10.6	-3.6	6.1
风险成本影响	3.3	4.0	1.0	-2.5
营业税影响	-1.0	-1.0	-1.1	1.0
经营成本影响	-1.9	-1.0	-4.9	2.2
营业外收支净额影响	-0.4	-0.5	-0.4	2.0
所得税影响	-1.2	-1.4	-0.3	-5.8
合计	-11.1	-11.4	-12.0	11.2

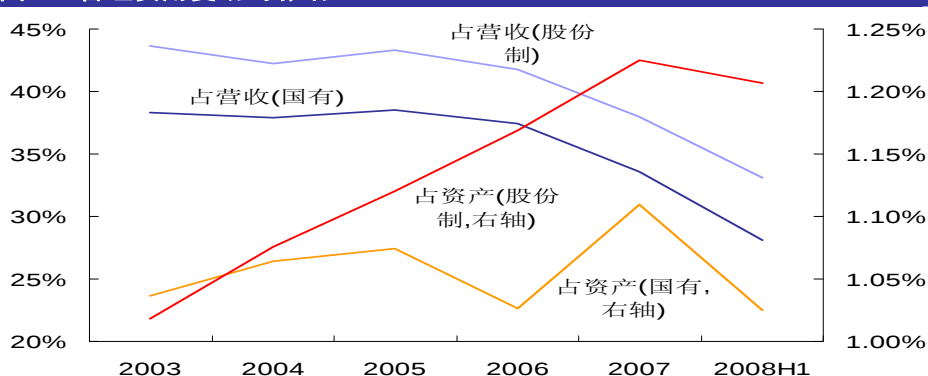
数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

表 25、不良贷款净生成率

	招行	浦发	民生	华夏	深发展
2004 年	0.40	0.57	0.65	0.79	2.82
2005 年	0.48	0.36	0.53	0.36	0.54
2006 年	0.06	0.55	0.35	0.40	0.33
2007 年	-0.18	0.06	0.33	0.46	0.09
08 年 H1	-0.30	-0.15	0.38	0.45	-0.30

数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

图 2、管理费用变动的影响



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

说明：1、2008 年的管理费用根据上半年数据的年化计算；

2、2007 年数据对工行 125 亿元和建行 90 亿元的一次性退休员工费用作了调整。

结果显示，规模和息差是近几年业绩增长的最主要贡献因素。规模同时也是最稳定的增长来源，04-08 年，规模增速基本处于 15-20 之间。息差在 04-06 年较为稳定，07-08 年贡献显著上升，主要得益于过去两年的加息。但从表 23 可以看到，由于宽松的货币及下半年开始的降息，息差 08 年 3 季度环比已经出现下滑。

受益于资本市场的火爆，非利息收入 07 年贡献了 13 的业绩增长，08 年 3 季度贡献了 5 的业绩增长，但由于过分透支，08 年 3 季度环比已经出现了明显的下滑。

对于风险成本，我们并没有看到显著的顺周期特征，从好的一面解释，是各行的拨备计提较为谨慎，在经济状况较好的时期仍坚持较大的拨备力度；从不好的一面解释，就是各家行存在明显的通过拨备平滑业绩的行为。当然，实际情况是应该两者兼而有之。

图 2 和表 23 显示，虽然成本收入比持续下降，可是管理效率历年的贡献却不大。主要原因是成本收入比的下降，更多得益于息差扩大导致的营业收入增加，而不是成本的有效控制（这正是我们上面所讨论的）。事实上，在成本收入比下降的过程中，我们没有见到单位资产成本率的下降，相反，在这个过程中，股份制银行的单位资产成本率却持续上升。

09 年的正面因素：

规模将成为重要的驱动因素。正如我们 09 年度策略报告提及的，对于部分基数较小的银行，抵御息差缩小的主要手段就是以量补价。当然，如果过于激进，其结果可能是风险的过度承担和资本的快速消耗。

经营费用的贡献也将显著上升。虽然前几年的管理费用对于业绩的贡献并不显著，不过究其原因，主要是业绩高速增长下银行员工收入的大幅提升。09 年面临的情况是，由于息差大幅下降带动营业收入增速的走弱，我们将一方面看到成本收入比的上升，但另一方面将看到各行相较前几年更为实在的成本控制，成本对于业绩或将呈正面影响。

其他驱动业绩变化的正面因素包括贷款利率下滑导致的实际营业税下降、拨备的调节和待售类债券的出售。

09 年的负面因素：

息差将是 09 年最大的压力。事实上，我们看到，息差成为了过去两年业绩上涨几乎最为重要的动力，与之对应的是，在未来降息的过程中，息差的下降将同样发挥重要的影响，只不过这次是负面的。

相比较息差，不良的影响相对不显著，虽然不良贷款的增加在所难免。原因是：1）由于一般贷款只占总资产的一半，而不良的实际损失通常不会高于 60%-70%，所以业绩对于不良变动的敏感性远小于息差（详见我们的 09 年度策略报告）；2）由于实体经济的 ROE 水平这两年大幅提高，同时银行的贷款主要集中在大中型企业（全国工商注册企业近 1000 万户，而工行贷款客户 6 万户，建行 8 万户，招行 1 万户，并且其中大部分客户为交叉客户），不良贷款的实际生成预计不会大幅超越预期；3）由于过去几年一直加大拨备提取的力度，08 年各行覆盖率普遍处于较高水平，09 年拨备提取的变化相比不良的变化可能更为平稳。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。