

到底怎么给银行股估值？

——中国银行业估值体系深度研究报告

行业评级

增持/ 维持评级

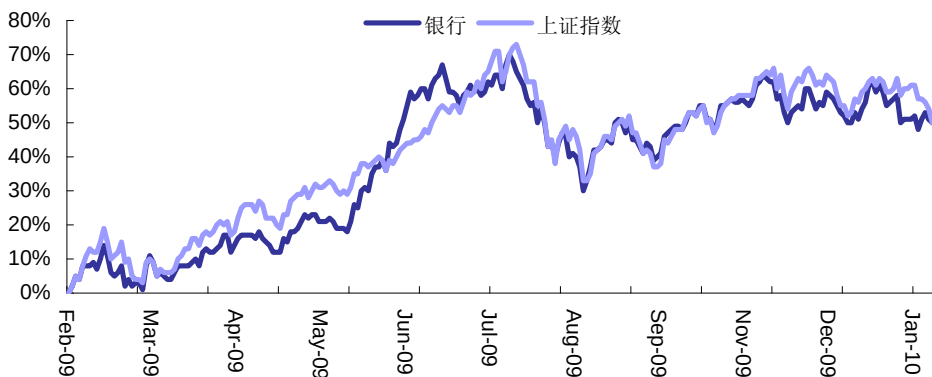
相关研究

《短可攻，长慎守》2008/09/10
 《由 2 月份信贷超万亿想到的》
 2008/03/05
 《一样的花，不一样的果——银行业分析方法新视角》2009/04/16
 《寻寻觅觅——银行业的估值》
 2009/04/22
 《华夏银行：便宜了，还是贵了？》
 2009/05/15
 《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新订位》2009/06/12
 《曾经的高坏账率难以复返——90 年代不良贷款成因考察》2009/07/16
 《7 万亿信贷资金，何去何从？》
 2009/08/03
 《会计利润 VS 真实业绩——银行中期业绩回顾》2009/09/06
 《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08
 《基本面趋势确定，情绪间或扰动——银行业 2010 年度报告》2009/11/26

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

- 在这篇报告中，我们尝试对当前琳琅满目的各种估值方法进行梳理，包括 PE, PB, PA, PB-ROE 和 PA-ROA。在这当中，希望帮助投资者对于各种方法的运用，局限，以及相互关联和内在逻辑有更为清晰的了解。
- 重申 PE 的核心地位：1) 其他的方法体系，如 PB, PB-ROE 或是 PA-ROA，或存在更明显的缺陷，或最后得到的还是 PE；2) 当前反对 PE 的一些声音，或是缘于对银行业的错误理解，或是缘于境外状况的简单套用。
- 其他的估值方法：1) PB 忽略了 ROE，且倾向于鼓励不断融资；2) PA 忽略了 ROA，也容易鼓励高杠杆；3) PB-ROE 和 PA-ROA 其实源于 PE ($PE = PB/ROE = PA/ROA$)，当然，也忽略了杠杆的影响，其中 PB-ROE 的杠杆体现在 ROE，而 PA-ROA 的杠杆体现在 PA。
- 模型的修正及运用：1) 我们尝试给出 PA-ROA 和 PB-ROE 的修正模型，在估值项和盈利项剔除杠杆差异的影响，其中，PA-ROA 参考了高盛的结果，而 PB-ROE 则属于我们独创；2) 类似的，我们也给出了 PE 的修正模型，以解决会计利润的真实性和杠杆差异没有考虑的问题；3) 进一步，我们给出了几种情况，PB-ROE 和 P-ROA 能够提供极为有用的信息。
- 其他的贡献：1) 引入经济资本及其对应 ROE 的概念，用以关联资本和真实盈利能力；2) 引入风险资产分解分析法，用以考察风险资产的运用效率和改善空间；3) 引入基于风险资产的息差概念，用以弥补传统息差定义存在的不足。
- 关于估值折价：1) 从基本面看，无论 PE 还是 PB，银行相对于产业部门，都没有大幅折价的理由；2) 银行估值的大幅折价，或缘于非对称预期，而导致非对称的流动性供给。这对于短期和长期，可能都有深长意味。
- 维持行业“增持”评级。短期偏好招行、兴业和民生，长期偏好招行、兴业和宁波，对于关注绝对收益的投资者，工行和建行则是不错的选择。

最近 52 周股价表现



目 录

第一部分 PE 估值方法的重申	4
为什么我们偏好 PE?	4
PE 估值的几个挑战	5
PE 方法, 应注意的问题	7
第二部分 PB 和 PB-ROE	8
PB 估值, 遗漏了 ROE	8
PB-ROE, 忽略了杠杆	9
第三部分 PA 和 PA-ROA	10
PA, 遗漏了 ROA	10
PA-ROA, 又回到了 PE	10
第四部分 PB-ROE 和 PA-ROA 的比较	11
PB-ROE 与 PA-ROA 的异同	11
PA-ROA, 为什么还有杠杆的影响?	13
第五部分 PA-ROA 的修正模型	13
PA-ROA 修正模型一	13
PA-ROA 修正模型二	14
第六部分 ROR 与 ROL: 关注核心盈利能力	15
资本要求提高带来的长期影响	15
好银行与差银行差距将逐渐拉开	15
估值: 回归长期基本面	15
核心盈利能力的有效衡量	16
如何定义杠杆	16
ROR 与 ROL 的使用	17
基于风险资产的息差分析	18
基于 ROR 的分解体系	18
息差高低差异的原因	18
一个例子: 两种不同的息差定义	19
基于风险资产息差的其他运用	20

第七部分 PB-ROE 的修正模型	20
PR-ROR 与 PB-ROE 的修正	20
经杠杆调整 ROE 的运用	21
PE 模型的修正	21
第八部分 PB-ROE 与 PA-ROA: 如何使用?	21
PE 的分解及均衡盈利能力分析	21
估值逻辑: 理论与现实	22
第九部分 关于估值折价的思考	23
1、折价, 或缺乏基本面支撑	23
低杠杆, 弱周期: PE 无须折价	23
PB 估值: 理应溢价	24
再融资: 或增加股东价值	24
2、折价, 或缘于非对称预期	24
第十部分 主要结论	26

在最近的交流中，一个的感觉是，投资者对于银行估值体系的普遍迷茫。这种迷茫：1）来自于银行合理估值水平的确定；2）来自于银行板块相对折价背后的逻辑；3）也来自于银行估值方法的比较和使用：在琳琅满目的各种方法中，究竟该如何选择，各种方法又该如何使用。

在这篇报告中，我们试图对当前普遍使用的各种有关银行的估值方法做一梳理，介绍各种方法的用途和局限之处。在这基础上，希望协助读者理清各种方法之间的相互关系和内在逻辑，从而建立一套相互关联而互相补充的估值思想和方法体系。

关于银行的合理估值和相对折价背后的逻辑，我们前期的报告已有较为充足的论述，这里不再详细展开，仅截取部分观点供读者参考（详见第九部分）。有兴趣的读者，可参阅我们前期的报告，如《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22，《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位》2009/06/12，《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08，《基本面趋势确定，情绪间或扰动——银行业 2010 年年度报告》2009/11/26。

几点说明：1）本报告主要集中于方法的理论、逻辑及技术细节探讨，因此内容上可能有些晦涩；2）我们后续有专题报告，考察 A 股银行的估值逻辑及演化，作为该报告的补充，有兴趣的读者可以留意；3）受限于篇幅，这里没有探讨绝对估值的方法，对该问题感兴趣的投资者，请参阅我们前期的报告（《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）。

另需强调的是，由于水平所限，本文的分析难免有纰漏之处：结论未必正确，逻辑也未必足够严密。我们只是希望能够抛砖引玉，给读者提供一些有用的视角，引起读者对于估值问题更深入的思考。

第一部分 PE 估值方法的重申

为什么我们偏好 PE？

正如我们在报告（《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）中提到的：使用 PB，还是使用 PE，其实取决于哪种方法更有助于我们看清行业或公司盈利模式的本质。

理论上，PE 的考虑应优先于 PB，因为我们买的是公司未来的盈利能力，而不是随时准备清算的资产。不过，确也存在一些情况，PB 的运用要优于 PE。

下面几种情况下，使用 PB 可能是合适的：1）盈利波动极大而无法合理评估；2）资本极易重置而无法持续享有溢价；3）面临极大的经营压力而存在资产清算的风险。

我们留意到一种现象，银行业的分析员大多喜欢使用 PB，而其它许多行业的分析员则大多喜欢使用 PE。

不过，至少在短期内，我们并没有看到境内银行具有上述几种适用 PB 的特征当中明显的一种。

我们看到的是，银行的业绩波动，无论是过去，还是未来两年，都没有显著

高于其它行业，稳定性尚佳。（详见报告《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位》2009/06/12）

另外，进入壁垒和利率管制，短期内放开的可能性也不大（事实上，07-09年的金融危机，可能是阻碍而不是加速这种进程），银行未来一段时间仍将享受垄断溢价。（详见报告《短可攻，长慎守》2008/09/10）

当然，由于潜在的政府信用，以及更为健康的资产负债表，境内银行的偿付风险极低，因而也不大存在资产清算的可能。（详见报告《由2月份信贷超万亿想到的》2008/03/05）

如果经济不陷入衰退，而仍能保持较快的增长，则银行作为垄断的资金融通中介，也仍将保持较快增长。而未来，随着综合化经营的逐渐放开，银行作为全面金融服务提供商，也将从业务领域的丰富中获益。

换言之，在未来一段时间，银行仍将处于半垄断下的较快增长。因此，PE仍是未来一段时间银行业估值较为合适的指标，至少比A股其它的许多行业更合适。（详见报告《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）

PE 估值的几个挑战

当然，问题没这么简单，否则投资也太容易了。不喜欢PE的人，总有不喜欢的道理，如：1）银行杠杆极高，周期特征明显；2）境外成熟市场，银行估值大多也使用PB；3）相比其他行业，银行面临着更为严格的资本监管。

关于第一个问题，我们的观点是，现阶段的中国银行业，更多属于低杠杆和弱周期的行业（有兴趣的读者，可参阅我们前期的报告（《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位》2009/06/12）：

1）从驱动因素方面看，不良的周期性表现可能小于传统认识，而规模在一定程度上甚至表现出逆周期特征，只有息差具有一定的周期性。由于较大的调节空间，经营成本某种程度上也具有逆周期平滑的作用。

2）由于贷款集中在几乎1%的大客户群中，且大量贷款的抵质押率只有60%左右，银行对于宏观风险存在极大的缓冲。换言之，从撬动宏观风险的角度看，中国银行业更多属于低杠杆行业。

当然，这第二点，同时也意味着，未来几年，银行业不良贷款大规模爆发的可能性极小。关于资产质量问题，我们另有多篇报告专门探讨，有兴趣的读者，可以参阅《曾经的高坏账率难以复返——90年代不良贷款成因考察》2009/07/16，《7万亿信贷资金，何去何从？》2009/08/03，《基本面趋势确定，情绪间或扰动——银行业2010年年度报告》2009/11/26。

关于第二个问题，无非是境内外银行是否具有简单可比性的问题。境外银行适用PB，原因可能有两点：1）周期性特征明显，而这又回到了第一个问题；2）银行资产的高风险特性，这点我们这里稍作展开：

1）银行的高风险，很大程度来自高杠杆下的偿付危机，而国内即便是股份制银行，在老百姓心中也享有准政府信用，使得偿付风险远低于境外银行。

2) 由于处在不同阶段, 境内外银行的风险特性, 并不具有可比性。以美国为例, 他们的银行更多是风险和服务的提供者, 而境内银行, 目前则主要是简单的资金融通中介。

3) 从资产负债表上看, 境内银行也明显具有更低的风险: 一是贷款的客户风险更低, 二是融资的流动性风险更低, 三是大量的投资为国债、央票及金融债, 流动性极好且基本没有违约风险。(详细论述, 参见我们前期的报告《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22)

关于第三个问题, 可能只是一个伪命题。一般来说, 银行有着比较严格的资本监管, 而这个问题随着近期银监会关于资本监管的频繁动作而越发受到关注。不过, 这并不反过来意味着其他行业没有资本约束。

我们可以反证一下, 如果其他行业没有资本约束, 为何这些行业 ROE 水平持续低于银行 (详见表 1)? 事实上, 他们的大股东并不笨, 只要稍微提高一些杠杆, 问题不就解决了吗? 他们为什么还要不断的股权融资, 如果持续提高杠杆确实可行的话?

其实, 与银行业来自于监管部门的显性资本约束不同, 其他行业的资本约束则更多是隐性的。虽然没有来自监管部门的约束, 但作为资金提供方的银行和供货商, 会在意他们的偿债能力和负债水平, 从而对他们的杠杆造成约束, 导致他们无法进行所谓的无约束扩张。

表 1、银行业长期以来的 ROE 水平及稳定性均明显优于大多数行业					%
	平均值	最大值	最小值	离差 1	离差 2
农、林、牧、渔业	8.2	11.1	5.3	17.8	67.7
采掘业	15.7	30.1	8.1	30.3	126.2
制造业	11.0	16.1	7.6	20.2	72.9
电力、煤气及水的生产和供应业	11.8	14.8	6.9	15.2	63.8
建筑业	7.5	12.1	4.8	25.3	93.4
交通运输、仓储业	11.5	24.3	6.7	34.0	139.6
信息技术业	8.9	13.6	6.2	24.4	78.9
批发和零售贸易	9.5	16.3	6.3	27.2	99.2
金融、保险业	13.8	21.4	10.1	21.0	75.4
房地产业	9.9	14.4	6.8	20.7	72.3
社会服务业	9.4	12.1	6.4	13.6	58.5
传播与文化产业	7.4	11.4	5.4	18.0	78.5
综合类	7.9	11.2	5.4	25.3	69.4
银行业	15.1	21.2	11.0	17.2	63.4

数据来源: WIND, 联合证券研究所。

说明: 1、根据 2000—2008 每季 ROE 数据整理; 2、离差 1 为标准差/均值, 离差 2 为 (最大值-最小值)/均值。

表 2、各行业业绩增速比较：银行似乎也更优

	采掘业	传播	水电煤气	房地产	建筑业	交通运输	农林牧渔	批发和零售	社会服务业	信息技术	综合类	制造业	银行
2001 年度	26	-19	9	-56	-36	3	-16	-25	8	-9	-33	-48	36
2002 年度	-3	-73	1	77	26	11	-66	-11	-6	-23	-80	21	21
2003 年度	2	-576	26	50	-8	-30	121	14	-46	-38	316	104	27
2004 年度	144	-193	5	19	-32	126	-51	31	144	-27	-43	9	31
2005 年度	25	-25	-17	25	24	-6	-217	-36	-20	-125	-64	-20	28
2006 年度	4	35	35	61	77	8	-169	146	50	-421	71	65	58
2007 年度	37	105	19	109	95	86	191	122	51	652	910	80	87
2008 年度	-17	-20	-108	-7	-20	-75	-41	-6	-25	60	-66	-43	33
00-08 复合	21	6	N/A	24	7	-2	-10	16	8	15	-5	8	39
00-08 标准差	50	212	45	51	49	63	135	68	61	299	343	57	22

数据来源：Wind，联合证券研究所。

说明：水电煤气 08 年亏损，因此无法计算复合增速。

PE 方法，应注意的问题

需说明的是，虽然我们偏好 PE，但并不意味着我们排斥其他估值方法的使用。事实上，PE 的使用，确也存在一些局限：

1) 银行披露的会计利润，往往有些明显的人为痕迹（当然，其他行业也不例外），主要来自贷款拨备和员工费用的计提。鉴于此，我们曾给出一套可比口径的盈利调整方法，有兴趣的读者，可参阅我们前期的报告（《一样的花，不一样的果——银行业分析方法新视角》2009/04/16）。

2) PE 没有考虑资本充足率的差异，亦即，没有剔除杠杆差异的影响。当然，这个问题几乎存在于各种传统的估值方法之中，我们后面会有详尽的论述。对此，我们也给出了针对这一问题的修正方法，具体留待后面介绍。

3) 正如我们此前一篇文章（《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）中提到的，无论何种估值方法，“理论上看似来源于模型和参数，其实往往都是我们情绪的产物”。因此，多种方法相互补充，从不同侧面提供估值的参考信息，可能是必要的，也是有帮助的。

除了传统的 PB 方法，在银行的估值分析中，使用比较多的，还包括 PA、PB-ROE 和 PA-ROA。事实上，由于 PE 和 PB 的局限“显而易见”，越来越多的分析人员把目光投向了 PB-ROE 和 PA-ROA。

对此，我们的观点是：PB-ROE 和 PA-ROA 可以作为 PE（或 PB）的有效补充，但无法完全替代。

无法完全替代的理由：1) 相对于大部分投资者来说，PE（或 PB）更容易理解，行业之间的比较也更为便利；2) 这些估值体系，要么存在更为明显的问题，要么只是 PE 的简单变形，这点我们在后面会有详尽的论述。

能够有效补充的原因：这些体系，大多来源于 PE 的分解，类似于杜邦体系相对于 ROE 的分解，这点我们后面会有详尽阐述。正因为此，这些体系可以提供一些简单的 PE 无法直接提供的有用信息。具体详见第八部分的分析。

其实，写到这里，我们提倡的方法体系的框架和脉络，也就渐行清晰了。整体上，我们希望建立这样的一套估值体系：以 PE 为核心，PB-ROE 和 PA-ROA 等多种方法作为补充。

下面，我们就上述估值方法的局限及使用，做详细的探讨。与此同时，针对这些方法存在的问题，我们也给出一些修正的建议。

第二部分 PB 和 PB-ROE

PB 估值，遗漏了 ROE

如上所述，虽然强调 PE 的核心地位，但我们并不排斥 PB 的使用。事实上，如果更加关注资本本身，忽略资本之外可以为公司创造收益的因素，如行业壁垒等，出于更加谨慎的态度，PB 估值并无不可。

正如我们在报告（《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）中提到的：我们反对的，只是非对称的使用估值方法，即银行使用 PB，而其他许多本来更适合使用 PB 的行业却使用 PE。

应当说明的是，PE 和 PB 之间并没有鸿沟。如果我们认为银行业未来能够保持 15% 的 ROE 水平，而同时我们接受 20 倍的 PE，则对应的合理 PB 则应该是 3 倍（ $PB = ROE \times PE$ ）。如果 ROE 为 12%，PE 是 15 倍，则对应的 PB 应该是 1.8 倍。

PB 的用途：1）其实不在于评估一个行业或公司值多少钱，因为这面临太多假设的不确定；2）而在于有时候能给予我们这样的信息：某个行业或公司，估值是否明显偏离了“常识”？

举个例子，如果一个行业没有多少进入壁垒，而 PB 达到 10 倍，那么该行业很大程度被高估了。如果这时候 ROE 很高，那么该行业一定处于不可维系的盈利高点。因为新的资本必将进来，行业盈利必将回归合理的经济利润。

PB 估值存在的第一个问题：忽略了 ROE 差异的影响，而这一点恰恰是一个好行业或好公司区别于其他行业或公司的根本。当然，各银行间拨备和费用计提政策的极大差异，使得这个问题更加的复杂。

PB 估值存在的第二个问题：资本是可以简单募集的，并非核心竞争力。PB 估值带来的悖论是，融资越多估值越高：打个比方，A 银行 PB 为两倍，如果融资增厚净资产一倍，则 PB 变为 1.5 倍，根据 2 倍的 PB，意味着股价 34% 的涨幅；而后如果又增资一倍，是否又意味着股价 34% 的涨幅？

表 3、A 银行和 B 银行，谁更便宜？

	A 银行	B 银行
股东权益	500 亿	500 亿
ROE	10%	20%
不良率	1%	1%
拨备覆盖率	100%	250%
累计多提员工薪酬	20 亿	90 亿
PB 估值	2 倍	2.2 倍

数据来源：联合证券研究所。

PB-ROE，忽略了杠杆

许多分析人员，显然也发现了 PB 估值存在的上述问题，因此，进而引入了 PB-ROE 估值体系。

值得肯定的是，PB-ROE 有效解决了 PB 忽略 ROE 的问题。不过：1) 正如我们下面将看到的，PB-ROE 体系，其实来源于 PE；2) 由于 ROE 没有剔除杠杆差异的影响，该方法倾向于鼓励更高的杠杆。

我们以 ROE 作为横坐标，PB 作为纵坐标，构建 PB-ROE 坐标系。如果从坐标系的交叉处拉出一条直线，然后发现各家银行很好得拟合在直线的周围（如图 1 所示），这说明什么呢？

这其实并不说明 PB-ROE 的估值体系多好地解释了这些银行的估值，而仅仅只是说明了这些银行具有相似的 PE。

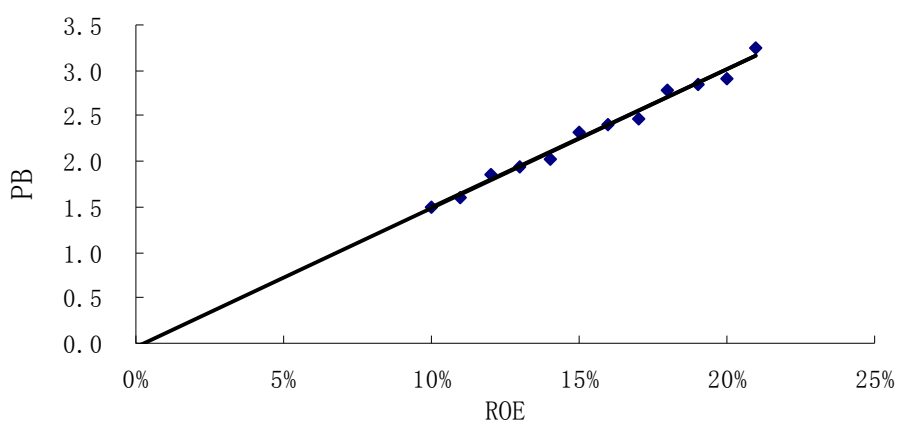
事实上，从 PB-ROE 坐标系交叉处延伸出来的任何一条直线，都代表一个 PE 水平，而具体对应的值就是这条直线的斜率，这可以从公式 $PE = PB/ROE$ 中推出。

换言之，所谓的 PB-ROE 体系，在 PB 的基础上考虑了 ROE，其实又回到了 PE。事实上，这点同样可以从公式 $PE = PB/ROE$ 中看到。

PB-ROE 的第二个问题在于：银行的 ROE 水平，除了受资产盈利能力的影响，也受杠杆水平的影响，这点从公式 $ROE = ROA \times \text{杠杆倍数}$ 可以看到。

这意味着，当我们给予高 ROE 对应溢价的时候，我们面临的是：1) 给予杠杆倍数一致的假设；2) 给予高杠杆对应的溢价。第一种情况似乎不太可能，第二种情况显然不太合理。

图 1：PB-ROE 体系，是如此的有效？



数据来源：联合证券研究所。

说明：上述各点之所以拟合得如此之好，是因为 PE 非常接近，基本处于 14.5-15.5 倍之间。

第三部分 PA 和 PA-ROA

PA，遗漏了 ROA

从规模的角度，一个与 PB 类似的指标是 PA，即总市值/总资产。与 PB 关注资本不同的是，PA 更关注以资产规模为代表的市场地位。

PA 的好处是：由于不受再融资和资本充足水平频繁变动的影响，各行之间 PA 的比价关系，相比 PB 可能更趋稳定。

当然，与 PB 估值类似，PA 估值也存在没有考虑盈利能力差异的问题：PB 没有考虑 ROE，而 PA 没有考虑 ROA。

我们承认的是：鉴于当前银行业主要以利息收入为主，规模应当是我们关于银行分析的核心考察。

我们不承认的是：在此背景下，各行的盈利能力（ROA）差异可以完全忽略。这可能是有失偏颇的。

PA 存在的第二个问题，是忽略了杠杆差异的影响。这点我们在后面有更为详细的分析。

表 4、A 银行和 B 银行，谁又更便宜？

	A 银行	B 银行
总资产	100 亿	100 亿
权益	5 亿	10 亿
权益/资产	5%	10%
净利润	0.3 亿	1.5 亿
ROA	0.3%	1.5%
PA	10%	12%

数据来源：联合证券研究所。

PA-ROA，又回到了 PE

为解决 PB 忽略 ROE 的问题，引入了 PB-ROE。为解决 PA 忽略 ROA 的问题，对应的方法自然是引入 PA-ROA。

简单看，该方法也是对于 PB-ROE 的有效提升。原因在于，PA-ROA 使用了 ROA，有效解决了 ROE 忽略杠杆差异的问题。

与构建 PB-ROE 坐标系类似，我们以 PA 为纵坐标，ROA 为横坐标，构建 PA-ROA 坐标系。从原点出发画一条直线，我们也许会发现，大部分的点，和这条直线拟合得还不错（如图 2 所示）。

不过，这同样并不表明 PA-ROA 体系多好地解释了这些银行的估值，而仅仅只是说明了这些银行具有相似的 PE，这点和 PB-ROE 体系基本无异。

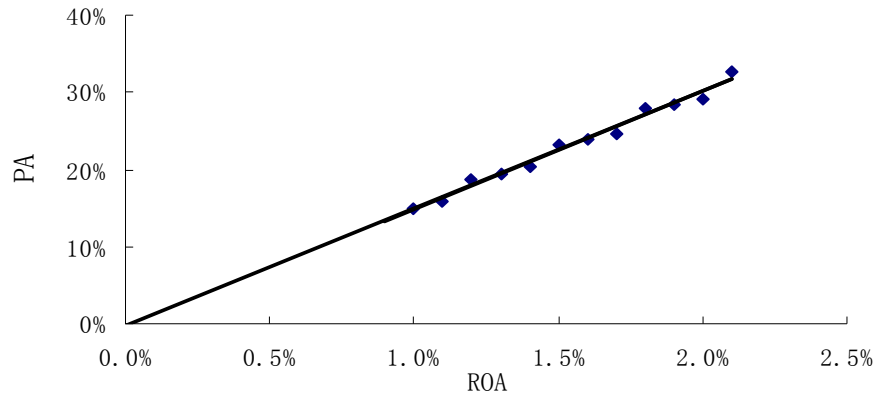
从公式 $PE = PA/ROA$ 中可以看到，其实从 PA-ROA 体系中，我们最终得到的，很大程度还是 PE。

随之而来的问题是，明明 ROA 相较 ROE，已经剔除了杠杆的影响，为什么

我们从 PA-ROA 体系中得到结果，还是 PE 呢？也就是说，PA-ROA 体系和 PB-ROE 体系，为什么看似没什么本质区别呢？

在回答这个问题之前，我们不妨先看个例子。

图 2：PA-ROA 体系，完美解释了市场的估值逻辑？



数据来源：联合证券研究所。

说明：上述各点之所以拟合得如此之好，是因为 PE 非常接近，基本处于 14.5-15.5 倍之间。

第四部分 PB-ROE 和 PA-ROA 的比较

PA-ROA 与 PB-ROE 的异同

我们先看个例子。有三家银行，股东权益都为 10 亿元，A 银行资产为 100 亿元，B 银行资产为 200 亿元，C 银行资产为 300 亿元；A 银行利润 1 亿，ROA 和 ROE 分别为 1% 和 10%；B 银行利润 2 亿，ROA 和 ROE 分别为 1% 和 20%；C 银行利润 1.5 亿，ROA 和 ROE 分别为 0.5% 和 15%。（具体详见表 5）

我们先看看 PB-ROE 体系的结果。

情景 1：在 PB-ROE 体系中，如果 A、B、C 银行 PB 都为 2 倍，那么连接 A、B、C 银行坐标点（分别为（2,10%）、（2,20%）和（2,15%））的直线，即为平行于 ROE 坐标轴，与 PB 坐标轴垂直相交的一条直线。这样的结果，也许并不是我们希望看到的，因为它明确表明了 PB 和 ROE 没有任何关系。

情景 2：在 PB-ROE 体系中，如果银行 A、B、C 银行的 PE 都为 15 倍，情况怎么样呢？这时候，A、B、C 银行的坐标点分别为（1.5,10%）、（3,20%）和（2.25,15%），连接 A、B、C 银行的直线，将是 从原点出发，斜率为 1.5/10%，或者 3/20%，或者 2.25/15% 的直线。由于 $PE = PB/ROE$ ，该直线的斜率就是 A 银行，B 银行，或者 C 银行的 PE 值。

我们再看看 PA-ROA 体系的结果。

情景 3：在 PA-ROA 体系中，如果 A、B、C 银行 PA 一致，假设都为 10%，那么连接 A、B、C 银行坐标点的直线，将是平行于 ROA 坐标轴而与 PA 坐标轴垂直相交的一条直线。同样，对于喜欢该体系的人，可能也会很“郁闷”，因为我

们期望看到的是一条倾斜向原点的直线, 这样才表明 PA 和 ROA 的良好拟合关系。

情景 4: 在 PA-ROA 体系中, 如果 A、B、C 银行 PE 都为 15 倍, 情况怎么样呢? 这时候, A、B、C 银行的坐标点分别为 (15%, 1%)、(15%, 1%) 和 (7.5%, 0.5%), 连接 A、B、C 银行的直线, 将从原点出发, 斜率为 15%/1%, 或者 7.5%/0.5% 的直线。根据公式 $PE = PA/ROA$, 该直线的斜率就是 A 银行, B 银行, 或者 C 银行的 PE 值。

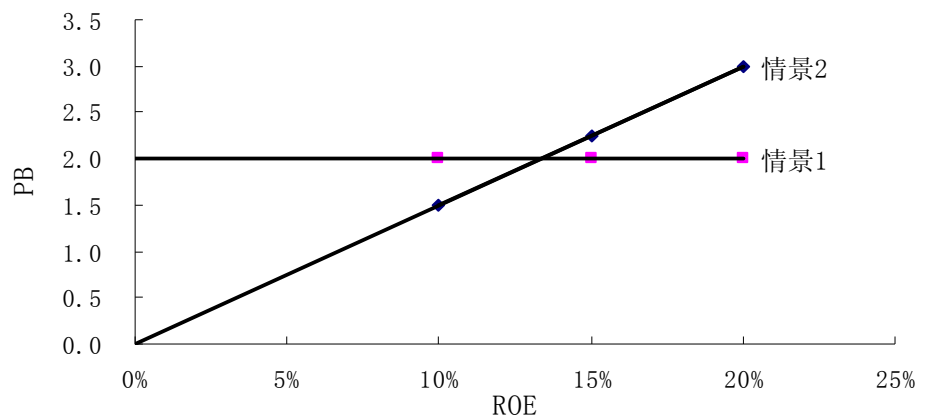
综上所述, 无论是 PB-ROE, 还是 PA-ROA, 从原点出发的直线, 线上的点都具有相同的 PE 值。换言之, 这些体系, 本质上都“亲”PE 估值, 或者说来源于 PE 估值。

表 5、A、B、C 银行情况概要

	A 银行	B 银行	C 银行
股东权益	10 亿	10 亿	10 亿
总资产	100 亿	200 亿	300 亿
净利润	1 亿	2 亿	1.5 亿
ROA	1.0%	1.0%	0.5%
ROE	10%	20%	15%

数据来源: 联合证券研究所。

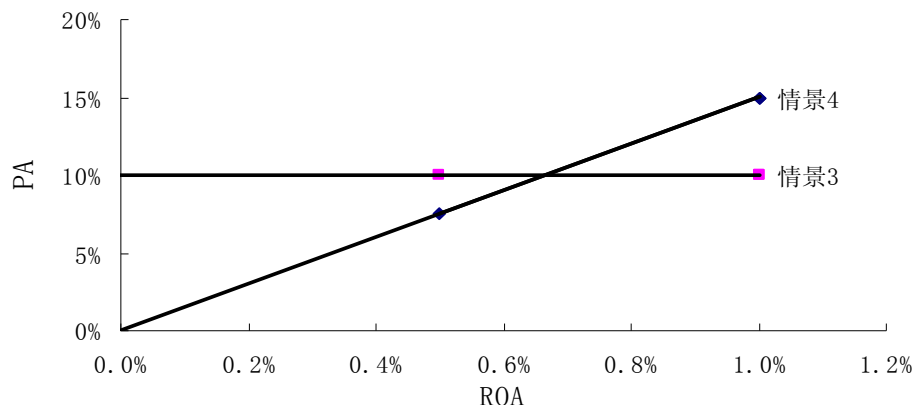
图 3: PB-ROE 体系: 情景 1 和情景 2, 我们更倾向谁?



数据来源: 联合证券研究所。

说明: 情景 1 中三银行 PB 均为 2 倍, 情景 2 中三银行 PE 均为 15 倍。

图 4: PA-ROA 体系: 情景 3 和情景 4, 我们又倾向谁?



数据来源: 联合证券研究所。

说明: 情景 3 中三银行 PA 均为 10%, 情景 4 中三银行 PE 均为 15 倍。

PA-ROA, 为什么还有杠杆的影响?

重新回到第三部分第二节的问题, 明明 ROA 相较 ROE, 已经剔除了杠杆差异的影响, 为什么 PA-ROA 体系得出来的结果, 却又和 PB-ROE 体系的基本一致? ——即从原点拉出的任一条线, 斜率都为 PE 值。

我们看看上一节的例子。在 PB-ROE 体系中, 杠杆的差异, 体现在 ROE 的差异上; 而在 PA-ROA 体系中, ROA 剔除了杠杆的影响, 但杠杆的差异却转而出现到了总资产上面 (来自于指标 A/B, 其中 A 为总资产, B 为净资产), 进一步, 也就体现在了 PA 上面。

其实, 这一点可以从下面的公式分解中看到: $PA/ROA = (P/A)/ROA = P/(A \cdot ROA) = P/(B \cdot \text{杠杆倍数} \cdot ROA) = P/(B \cdot ROE) = (P/B)/ROE$, 其中: $ROE = ROA \cdot \text{杠杆倍数}$, $PA = P/A = P/(B \cdot \text{杠杆倍数})$ 。

与之对应的是, 正如我们在第三部分第一节中提到的: PA 的使用中, 同样也没有剔除杠杆差异的影响, 这点和 PA-ROA 是一致的。

进一步, 上面的分析同时清楚的表明, 无论是 PE-ROE 体系, 还是 PA-ROA 体系, 之所以不同的点能够得到很好的拟合, 通常是因为这些点的 PE 值具有比较好的可比性, 而未必是这些体系本身的有效性。

需强调的是, 我们并非想论证这些体系的无用, 而只是想说明: 如果仅仅通过这些体系的拟合程度, 来证明这些体系的有效程度, 可能是有失偏颇的。换言之, 体系的有效性, 需从别的侧面论证。这点, 我们后面有进一步的讨论。

第五部分 PA-ROA 的修正模型

PA-ROA 修正模型一

针对传统 PA-ROA 方法没有考虑杠杆差异 (亦即资本充足差异) 的问题, 高盛某知名银行研究员 (Roy I. Ramos), 曾给出了 PA-ROA 的修正模型。

在其修正模型中，市场价值 P ，除了股权价值，也加入了负债的账面价值，即 $PA' = (P+D)/A$ ，而非一般的 $PA = P/A$ 。

根据该定义，我们可以得到： $PA' = (P+D)/A = P/A + (A-B)/A = 1 + P/A - B/A = P/A + (1-B/A)$ ，其中 P 为总市值， A 为总资产， D 为负债账面价值， B 为股东权益。

换言之，该方法其实等于传统 PA 加上 $(1-B/A)$ ，如果把常数项 1 去掉，则为 $PA-B/A$ 。该方法的好处是：一定程度上考虑了资本充足差异的影响。

值得一提的是，在该方法下，净资产多寡的差异，均以 1 倍 PB 扣除。从这点上看，该方法显然也并不“亲近”于 PB 估值，而是在 PE 的基础上，剔除净资产多寡的影响。

如果我们将公式稍作变动，则 $PA' = P/A + (1-B/A) = 1 + (P-B)/A$ ，由于 1 为常数项，可以忽略不计，而 $(P-B)$ 其实就是净资产的市场增值部分，也就是我们所熟悉的 MVA (Market-Value-Added)。

换言之， PA' 考虑的是净资产的市场增值部分相对于 A 的比值，而非全部净资产市场价值相对于 A 的比值。

PA-ROA 修正模型二

当然，上述的修正模型，在细微之处，也存在一些问题。例如，在纵坐标 PA' 中， P 为股东权益的市场增值部分，即剔除了净资产账面价值，但在横坐标 ROA 中，却没有考虑净资产多寡对于盈利造成的影响。

换言之，在该模型中，纵坐标 PA 和横坐标 ROA 存在非对称使用净资产差异的情况。这种忽略，影响会有多大？

我们不妨看看下面的例子：

两家银行，负债资金成本均为 $200BP$ ，其中 A 银行权益/资产比为 10% ， B 银行权益/资产比为 5% 。

在资产利息收益率相同的假设下， A 银行的息差将比 B 银行高 $10BP$ (A 银行资产的付息成本为 $200BP \times 90\% = 180BP$ ， B 银行资产的付息成本为 $200BP \times 95\% = 190BP$)，在 25% 税率的假设下， ROA 高 $7.5BP$ 。

也就是说，在其他条件一致的假设下，如果 B 银行 ROA 为 1% ，则 A 银行 ROA 为 1.075% 。

分析结果表明，对于杠杆接近的银行，这个问题大致可以忽略；但对于杠杆差异较大的银行，这个问题则有必要考虑。

针对该情况，我们对于 ROA 修正如下： $ROA' = (\text{会计利润} - \text{资本盈余} \times \text{无风险收益率}) / \text{平均总资产}$ ，其中，资本盈余 = 账面资本 - 经济资本，关于经济资本的定义，详见第七部分。

表 6、资本充足差异如果较大，可能对 ROA 造成实质影响

	A 银行	B 银行
总资产	100 亿	100 亿
权益	10 亿	5 亿
负债	90 亿	95 亿
有效税率	25%	25%
权益/资产	10%	5%
负债/资产	90%	95%
负债成本	200BP	200BP
资产利息收益率	450BP	450BP
息差	450BP-200BP*90%=270BP	450BP-200BP*95%=260BP
ROA	1.075%	1.00%

数据来源：联合证券研究所。

说明：假设 A、B 银行除权益资产比之外，其他条件完全一样。

第六部分 ROR 与 ROL：关注核心盈利能力

更严格资本监管带来的长期影响

近段时间以来，随着银监会对于资本监管的日渐严格，市场对于银行杠杆的问题也日趋重视。

对于估值的影响，正如我们报告（《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08）提到的：

好银行与差银行差距将逐渐拉开

更为严格的资本要求（核心充足率 7%或 8%），带来的一个影响是，业务模式的转型或将加速，方向是资本节约型的业务。与此同时，我们将看到的是，好银行与差银行的差距也将逐步拉大。

在原有资本要求下，那些过度依赖资本消耗业务而内生资本创造能力较弱的银行，可以通过更高的杠杆来弥补这种能力的差距。

而在更高的资本要求下，高杠杆变得困难，能力的差异将更为清晰的展露。这种展露带来的进一步影响是，市场对于这种银行的评价将更趋客观，它们的外部融资可能变得越来越困难。

硬币的另一面是，资本运用效率较高的银行，发展空间则可能得到提升。应当说明的是，这里的资本运用效率，指的是资本的节约，而不是更高的杠杆。

估值：回归长期基本面

我们不妨看看下面的公式： $PE = D/(K-G) = (1-G/ROE)/(K-G)$ ，其中 D 为分红比例，ROE 为权益回报率、G 为增长率、K 为风险折现率。也就是说，PE 水平和 ROE 成正比，和 K 成反比；ROE > K，PE 和 G 成正比，反之成反比。

观察当前银行估值，市场唯一关注的似乎只有 G，对于 ROE 和 K，关注不多，至少从估值上反映出来的是这样。

与之对应的是，我们看到的估值差异，通常只来自于板块，越小的银行估值

越高——小银行的成长预期通常更高。

这种估值理念，并不能说一定没有道理。

正如我们在之前报告（《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位暨 09 下半年策略》）中提及的，对于 K 的错误估值，其实是难以套利的，因此过分关注未必能给投资者带来更多的收益。

而对于 ROE，在原有的资本监管下，较低盈利能力的银行可以通过更高的杠杆水平，来达到同样甚至更高的 ROE 水平。虽然更高的杠杆意味着更高的风险，可正如上面提到的，市场对于风险并不关注，因此，这种做法并不会导致估值的反向表现。

然而，在越来越严格的资本要求下，各行面临着杠杆平均化的问题。与此同时，在越来越倾向于风险为本的监管框架下，资产质量的差异将不仅表现为损益表拨备费用的差异，也表现为风险资产计量的差异，结果是好银行越发节约资本，而差银行反之。

结果是，风险资产盈利能力较低的银行 ROE 将显著下降。而 ROE 的下降，要么表现为更低的分红水平，要么表现为更低的内生增长率。

继而，这些银行未来的成长，将相比以前更加依赖于外部融资。而在杠杆均化导致的盈利能力更加清晰展露的情况下，也就是说投资者更容易辨别好银行和差银行的情况下，这些银行是否能源源不断的从市场拿钱，是一件需慎重考虑的事情。

也就是说，越发严格的监管，将有利于敦促市场更加关注于银行的长期基本面，而非仅仅是短期的盈利，甚而是现在那些通常具有明显人为痕迹的短期盈利。

从这一点看，应当是好事，至少我们乐于见到这样的转变。

核心盈利能力的有效衡量

如何定义杠杆

既然杠杆和核心盈利能力变得如此重要，接下来的问题便是，如何定义杠杆，以及如何定义核心盈利能力。当然，这两个问题是相互对应的。

一般来说，杠杆的定义有两种方法：1）以总资产为基础的定义，即总资产/净资产；2）以风险资产为基础的定义，即风险资产/净资产。

通常而言，对于杠杆，普遍使用的是第一种定义。不过，我们倾向于使用第二种定义，原因如下：

1）从监管的角度看，更为严格的资本监管，将使得资本使用效率的提高变得更为现实和迫切，而与资本直接相关的，是风险资产而非总资产；

2）从风险的角度看，当前境内银行主要集中于信贷风险，而单信贷风险而言，风险资产显然提供了比总资产更好的风险衡量。

第一种定义更为普遍的原因，可能有二：1）更符合我们的理解，与其他行业也更具可比性；2）根据我们的“拿来”主义，美国金融行业的杠杆也就是这样

定义的。

我们的理解是，第一种定义，在美国可能是适用的，原因在于，一般风险资产的计算，重点考虑信贷风险，而随着交易品种的日趋复杂，非信贷资产的风险，有时未必小于信贷资产，这点从欧美银行在这一轮危机中的损失可以看到。

事实上，这些非信贷资产的风险，无论是流动性风险还是市场风险，在一般的风险资产计算中，往往无法得到充分的衡量。其结果是，欧美等银行的风险资产计算，往往低估了实际承受的风险水平。

境内的银行有点不太一样，即我们的非信贷资产，绝大部分是国债、准国家信用的金融债和央行票据，不管是违约风险、市场风险，还是流动性风险，都几乎可以忽略。

在这样的情况下，也许我们关注的重点，主要还应该是信贷风险。也就是说，风险杠杆的定义，使用第二种而非第一种定义，可能更为合适，即：风险资产/核心资本（或净资产）。

表 7、境内银行两种定义下的杠杆水平对比

	全部上市	国有	股份制	城商行
基于总资产定义的杠杆	18.7	17.9	23.1	13.2
基于风险资产定义的杠杆	11.2	10.5	14.7	7.6

数据来源：联合证券研究所。

ROR 与 ROL 的使用

根据上面的分析，与之对应的，在衡量核心盈利能力上，也应当更加关注以风险资产为支撑的指标，而不完全是以总资产为支撑的指标。对应的指标为 ROR（return on risk assets），即净利润/平均风险资产。

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。当然，风险资产的构成，也有必要做适当的分解。

在此，重申一个我们曾经提出的指标（有兴趣的读者，请参阅报告《一样的花，不一样的果——银行业分析方法新视角》2009/04/16），ROL（Return on Loan，贷款回报率），作为 ROR 的一个补充。

引入该指标的理由：1）当前国内银行体系的风险来源主要还是信贷风险；2）该指标有助于我们更好的分析和理解风险资产的来源和构成。

需说明的是，这里贷款的定义，其实是信贷资产所对应的风险资产的概念，所以，在计算中：1）剔除票据，主要包括一般贷款；2）按揭贷款按照 50% 的权重考虑。

该指标如何运用呢？假如 ROL 为 1%，则 100 亿的信贷风险资产规模，利润是 1 个亿。假设新增信贷的核心资本充足率要求为 8%，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 12.5 亿元的新增信贷风险资产（1/8%），即 12.5% 的增长。如果考虑 25% 的分红，则大概可以支持 9.4% 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 的第二个运用是，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%，银行将面临实际损失（ $2.05\% = 1/(1-25\%)/65\%$ ，其中 1% 指 ROL 水平，25% 指有效税率，65% 指新增不良的损失率）。

ROL 的第三个运用，在于风险资产的分解和分析。打个比方，A 银行和 B 银行，风险资产都为 100 亿，其中 A 银行信贷风险资产 70 亿，B 银行信贷风险资产 95 亿，这意味着什么呢？

第一个含义：A 银行的风险资产构成中，可能有大量低收益资产，换言之，A 银行的资本使用效率可能不如 B 银行；第二个含义：A 银行风险资产的调整空间较大，进而提高资本使用效率的空间也较大。

当然，实际的情况如何，是否 B 银行真的更有效率，或者是否 A 银行资本使用更具优化空间，都需进一步分析。ROL 的分解，给我们提供了这个问题的起点，而不是终点。这点有必要谨记。

表 8、各行风险资产构成情况

		工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发展
指标 1	08 年	49%	56%	57%	51%	58%	63%	57%	73%	50%	48%	59%
	09H1	48%	54%	61%	49%	56%	67%	60%	68%	57%	51%	62%
指标 2	08 年	40%	44%	41%	44%	44%	49%	48%	52%	38%	44%	44%
	09H1	40%	43%	44%	44%	43%	54%	48%	53%	44%	47%	44%
指标 3	08 年	83%	79%	72%	86%	76%	79%	83%	72%	76%	91%	75%
	09H1	84%	80%	72%	91%	77%	81%	80%	77%	76%	91%	70%

数据来源：公司资料；联合证券研究所。

说明：指标 1：风险资产/总资产；指标二：信贷风险资产/总资产；指标 3：信贷风险资产/风险资产。

基于风险资产的息差分析

基于 ROR 的分解体系

既然 ROR (ROL) 是我们重点的考察对象，基于 ROR 的损益项目分析（与基于 ROA 的损益项目分析对应），可能是必要的，也是有帮助的。

基于 ROR 的损益项目分解体系，我们后面会有专门报告讨论，这里不做详细展开，有兴趣的读者，可以留意我们后续关于估值和分析方法的系列报告。

有两点说明：1) ROA 和 ROR 的因素分解，可以互为补充，建议不要纠缠于何种方法更为重要；2) 鉴于息差在当前所受到的关注，我们这里将对息差的问题单独进行一些较为细致的阐述。

息差高低差异的原因

在过去的一段时间，息差正在变得越来越重要，几乎成了最受关注的指标。当然，我们承认息差是衡量资产盈利能力的极好指标，但对于指标值及其变化，有必要进一步分析。

对于高息差，有必要问这样几个问题：1）来源于负债的低成本，还是资产的高收益？2）如果是资产的高收益，是结构还是产品利率导致？3）如果是产品利率导致，是源于更强的定价能力，还是更高的风险偏好？

如果高息差来自于更低的负债成本，或是更强的定价能力，我们是欢迎的；如果高息差来自于更占资本的资产结构（比如更高的信贷资产占比），或是更高的风险偏好，则其含金量需进一步评估。

第三种情况对应的是更高的风险资产，进而资本要求；第四种情况对应的是更高的潜在信用风险，进而长期拨备计提。

对于第四种情况，评估比较困难，很多时候只能从逻辑和赏识判断，而且在经济向上的情况下，短期问题不大，也不是大家当前所关心的，我们留待后续探讨。

这里，我们重点讨论第三种情况，即更加资本消耗的资产结构，因为这种情况在过去的一年中表现尤为明显，且和资本紧密相连，而资本又是当前尤为重要的核心考量之一。

一个例子：两种不同的息差定义

看看下面的例子：有两家银行，A 银行和 B 银行，其中 A 银行的风险资产占比为 60%，息差为 2.6%；B 银行的风险资产占比为 40%，息差为 2.4%。假设有效税率为 25%，在其他条件一致的假设下，如果 B 银行 ROA 为 1%，则 A 银行 ROA 应为 1.15%。

在这个例子中，A 银行息差明显高于 B 银行，进而 ROA 也明显高于 B 银行，可是，这是我们应该要的吗？

需说明的是，B 银行的 ROR 为 $1/0.4=2.5\%$ ，而 A 银行的 ROR 仅为 $1.15\%/0.6=1.92\%$ 。由于 ROR 和经济资本（经济资本的定义，详见第七部分）紧密关联，如果从资本使用效率的角度看，B 银行可能更优。

进一步，B 银行更高的经济资本回报率，主要缘于更高的基于风险资产的息差水平（与一般息差的定义不同，该指标定义为：净利息收入/平均风险资产）：A 银行基于风险资产的息差水平为 $2.6\%/60\%=4.34\%$ ，而 B 银行基于风险资产的息差水平为 $2.4\%/40\%=6\%$ 。

表 9、哪家银行息差更高？

	A 银行	B 银行
总资产	100 亿	100 亿
风险资产	60 亿	40 亿
有效税率	25%	25%
风险资产/总资产	60%	40%
息差	2.4%	2.6%
ROA	1.15%	1.00%
ROR	$1.15\%/60\%=1.92\%$	$1\%/40\%=2.5\%$
基于风险资产的息差	$2.6\%/60\%=4.34\%$	$2.4\%/40\%=6\%$

数据来源：联合证券研究所。

基于风险资产息差的其他运用

同样，在分析息差的变动和敏感性上，我们会遭遇相同的问题：

1) 某家银行，在过去一段时间息差优于其他银行的表现，可能来自于风险资产占比的上升，即更加资本消耗的资产结构，而未必是更强的定价能力或其他的积极因素。

2) 某家银行，更敏感的资产结构，可能来自更高的信贷资产占比，进而更高的风险资产占比和资本要求。如上述 A、B 两家银行，如果贷款利率的变动幅度大于非信贷资产利率，则 A 银行的敏感性将高于 B 银行，亦即，在加息情境下，A 银行将优于 B 银行。

假设 A、B 银行的资本总额一致，资本充足率一致，则他们的风险资产也将一致（或简单的，信贷资产也将一致）。根据 A、B 银行风险资产 60%和 40%的占比，可以推算出 B 银行的资产规模高于 A 银行 50%。

在这种情况下，只要非信贷资产利率的上升不低于负债利率的上升，则 B 银行净利息收入的增加将多于 A 银行，进而业绩和 ROR 的提升也将优于 A 银行，虽然从息差的变动看，由于更为庞大的资产基数而显得获益较小。

因此，相比传统的息差，我们觉得某些时候，基于风险资产的息差，即净利息收入/平均风险资产，可能更有参考价值，或者至少，可以作为传统息差分析的有效补充。

应当说明的是，如我们前面提到的，风险资产的构成，可以简单分为两部分：一是与信贷资产相关的，二是信贷资产之外的。由于息差主要来自信贷风险资产的影响，因此，除了考察基于 ROR 的息差水平，我们建议同时考察基于 ROL 的息差水平。

（各行风险资产的构成，详见表 8）

第七部分 PB-ROE 的修正模型

PR-ROR 与 PB-ROE 的修正

类似 PB-ROE 和 PA-ROA，由 ROR 出发，与之对应的估值体系是 PR-ROR。关于 PR-ROR，与 PA-ROA 类似的：1) 根据 $PE = PR/ROR$ 可知，该体系本质上仍来源于 PE；2) 虽然 ROR 剔除了杠杆差异的影响，但 PR 中仍有杠杆影响的痕迹；3) 无法和资本的问题直接相关联。

为此，我们尝试结合 PR-ROR 和 PB-ROE 优势，给出 PB-ROE 的修正模型。需说明的是，我们不敢期望该模型趋于完善，只是希望对于读者理解估值模型的本质能有所裨益。

这里的 ROE，计算如下：调整后利润/经济资本，其中，调整后利润 = (会计利润 - 资本盈余 * 无风险收益率)，资本盈缺 = 账面资本 - 经济资本，经济资本 = 风险资产 * 目标核心资本充足率。

应当说明的是，这里的经济资本，主要基于风险资产，按照统一的口径（目

标核心资本充足率) 计算, 因此和公司披露的账面资本, 会存在差异。

当然, 上述 ROE 的计算, 也可简单如下: $ROR \times \text{杠杆倍数}$, 杠杆倍数定义为: 如果我们认为 8% 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, 则杠杆倍数为 12.5 倍 ($1/8\%$)。这里的 ROE, 即为我们之前提出的经杠杆调整的 ROE (有兴趣的读者, 可参阅我们前期的报告《一样的花, 不一样的果——银行业分析方法新视角》2009/04/16)。

另外, 在估值体系中, 除了应对经济资本的盈利能力进行定价, 也应考虑账面资本的盈缺差异。因此, 这里的 PB, 计算如下: $PB = (P - B3) / B2$, 其中 B1 为账面资本, B2 为经济资本, $B3 = B1 - B2$ 。

经杠杆调整 ROE 的运用

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 20%, 如上所述, 如果我们认为 8% 的核心资本充足率是合适的, 则该银行的经杠杆调整的 ROE 为 10% ($20\% / (8\% / 4\%)$)。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, 20% 的 ROE 其实是过度风险承担的结果。

经杠杆调整 ROE 的使用, 另一些时候是为了横向与其它行业比较的需要。ROR (或 ROL、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。

PE 模型的修正

正如我们第一部分中提到的, PE 存在的问题, 一是会计利润的真实性和可比口径的问题, 二是与其他多种方法类似, 没有考虑资本充足差异的问题。

与修正 PB-ROE 类似, 我们针对上述两个问题进行如下修正:

1) 关于业绩真实性的问题, 可以通过我们报告 (《一样的花, 不一样的果——银行业分析方法新世纪》2009/04/16) 中介绍的业绩还原方法予以解决。

2) 对于没有考虑资本充足差异的问题, 解决方法如下: 调整 $PE = \text{调整 } P / \text{调整 } E = (P - B3) / (\text{会计利润} - B3 \times \text{无风险收益率})$, 其中, B1 为账面资本, B2 为经济资本, $B3 = B1 - B2$; 经济资本 = 风险资产 * 目标核心资本充足率。

第八部分 PB-ROE 与 PA-ROA: 如何使用?

PE 的分解及均衡盈利能力分析

上面的分析显示, 基于资产盈利能力的估值体系 (无论是 PB-ROE, PA-ROA), 其实都源自于 PE, 本质上和 PE 并无显著差别。

但这并不意味着这些体系, 在估值分析中没有价值。事实上, PE 只提供了一个简单的结果, 而这些体系, 可以让我们从不同角度理解 PE 背后的东西。

例如：PB-ROE，可以让我们看到 PE 的差异，多少来源于 PB，多少来源于 ROE；PA-ROA，则可以让我们从 PA 和 ROA 的角度，理解 PE；同理，PR-ROR 也具有相似的功能。

上述的各种分解，可以让我们更加清楚市场估值的逻辑，也就是说，这些分解体系，让我们从不同角度理解了银行的盈利能力和市场的定价逻辑。

进一步，正如我们第一部分提到的，PE 的有效性，极大的受到业绩真实性的影响。当然，这个问题，如我们第七部分所述，某种程度可以通过我们报告（《一样的花，不一样的果——银行业分析方法新世纪》2009/04/16）中介绍的业绩还原方法予以解决。

另一种解决方法，是运用 ROA，或者 ROR 的因素分解，通过分析损益表各项因素的长期均衡状态，进而确定银行正常化状态下的 ROA，或者 ROR，最终确定银行的均衡盈利水平。

估值逻辑：理论与现实

上面的分析显示，在 PB-ROE（或 PA-ROA）体系中，任一经由原点出发的直线，其斜率 PB/ROE（PA/ROA）便是这条直线上任一点所对应的 PE 值。

不过，这也意味着，如果在 PB-ROE 体系中（下面以 PB-ROE 体系为主讨论，PA-ROA 体系类似），我们得到的不同银行的最优拟合是经由原点的直线，则表明市场完全忽略了不同银行 ROE 的差异，而给予任一单位盈利一致的估值。

简单的说，就是不管各银行的 ROE 如何，都给予了相同的 PE 水平。这合理吗？

其实，ROE 水平的高低，改变的不仅仅是公式 $PB = (ROE - G) / (K - G)$ 中的 ROE，其实有着更多的含义：1）ROE 越高，说明业绩缓冲能力越强，即在相同条件下，风险越小；2）ROE 越高，即资本的内生能力越强，即资本支撑增长的能力越强。

换言之，ROE 的高低，同时改变的是风险状况和增长的边界条件，即 K 和 G。

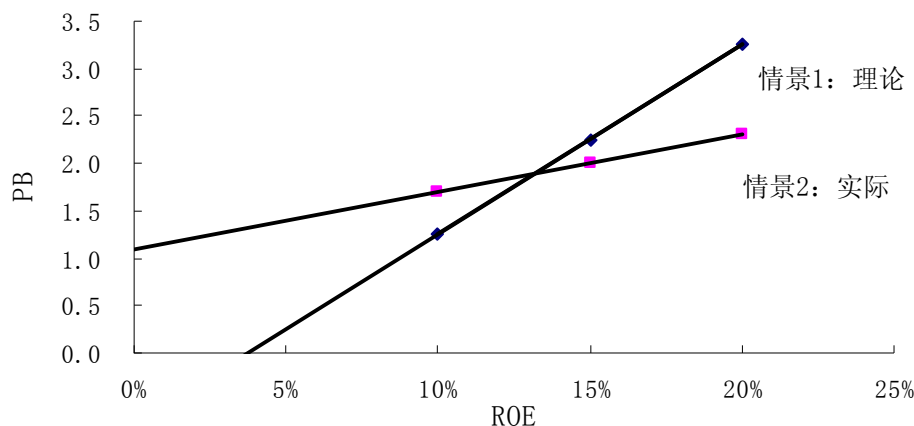
这意味着，在理论上，我们需要给予高 ROE 的银行溢价。而从拟合直线和坐标系的关系看，则意味着拟合直线不应经过坐标系的原点，应该向着 PB 的方向倾斜，而交于 ROE 坐标的正轴（如图 5 情景 1 所示）。

而这同时也意味着，我们需要给予高 ROE 的银行更高的 PE 水平，反之亦然。

如果拟合直线最终交于 ROE 的负坐标轴（如图 5 情景 2 所示），则表明市场可能给予高 ROE 折价而非溢价，这可能来自两方面原因：1）市场判断，ROE 差异不具可持续性；2）市场估值理念本身的错乱。如果是后一种，则对于长期投资者来说，可能意味着套利机会。

当然，我们这里讨论的 ROE，应该是剔除了杠杆差异影响的 ROE，如我们第七部分中提到的经杠杆调整 ROE，或至少是 ROA、ROR 等相比传统 ROE 更能代表核心盈利能力的指标。

图 5：理论上我们应该得到情景 1，实际中不排除得到情景 2



数据来源：联合证券研究所。

第九部分 关于估值折价的思考

表 10 显示，银行的估值，无论是 PE，还是 PB，相对于其他行业，都出现相当大的折价。对于这种折价背后的逻辑，我们一直存疑，也曾多次探讨过这种折价的是否合理。

有兴趣的读者，可以参阅我们前期的报告，如《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22，《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位》2009/06/12，《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08，《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08，《基本面趋势确定，情绪间或扰动——2010 年年度报告》2009/11/26。

由于篇幅有限，这里不再赘述，现将主要观点截取如下：

折价，或缺乏基本面理由

低杠杆，弱周期：PE 无须折价

在 6 月份，我们写了一篇报告（《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位》2009/06/12），在这篇报告中，我们尝试重新定义中国银行业的周期性特征。

我们的主要观点，正如第一部分已提到的：现阶段的中国银行业，并非传统认识中的高杠杆和强周期行业，而更多属于低杠杆和弱周期行业。

进一步，如果经济不陷入衰退，而仍能保持较快的增长，则银行作为垄断的资金融通中介，仍将保持较快增长。而未来，随着综合化经营的逐渐放开，银行作为全面金融服务提供商，也将从业务领域的丰富中获益。

然随之而来的结论是，既然银行业风险并不更高，盈利更加稳定，而长期发展压力也并不显著大于产业部门，PE 的折价，似乎缺乏合理支撑，至少从基本面上看如此。

关于银行和其他产业部门长期发展压力的比较，我们前期的报告曾有详尽论

述，有兴趣的读者，请参阅报告《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22。

PB 估值：理应溢价

如上所述，虽然我们强调 PE 的核心地位，但并不完全排斥 PB 的使用。退一步，如果更加关注资本本身，而忽略资本之外可以为公司创造收益的因素，如行业壁垒等，出于更加谨慎的态度，PB 估值并无不可。

然，银行业 PB 的折价，就有道理吗？

长期以来，银行业 ROE 水平及稳定性，均大幅优于市场平均，而如我们前期的报告反复论述的，未来可以预见的很长一段时间，银行业 ROE 水平，仍将保持不低于 15-20% 的水平（具体论述及逻辑，参见我们的报告《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08），而产业部门，平均高于 10%，就算不错了。

也就是说，无论是过去，现在，或者未来可以预见的时间内，银行业的 ROE 水平，及稳定性，仍将明显优于产业部门。

因此，如果考察 PB，同样没理由折价，相反应该溢价。

再融资：或增加股东价值

针对传统估值方法没有考虑再融资的问题，我们引入了分两步的再融资公司估值法：首先评估封闭状态下的公司价值，然后考察融资是否满足增加股东价值的条件。

关于再融资是否增加股东价值，我们给出三个条件：ROE 高于资本必要报酬率，增发能够带来额外的收益流增长，增发价格高于 1 倍 PB。

实际的情况是，在可预见的一段时间内，银行业 ROE 水平显著高于资本必要报酬率基本是可以确定的；增发似乎也不太可能以低于 1 倍 BP 的价格进行；且，目前大部分的银行增发，似乎也在扩充着增长的边界。

换言之，如果从纯价值的角度考察，这些增发，大多是增加股东价值的。

对于再融资问题的探讨，以及估值的分析，有兴趣的读者，请参阅我们前期的两篇报告（《资本缺口 VS 信心缺口——银行再融资问题探讨》2009/10/08，《基本面趋势确定，情绪间或扰动——2010 年年度报告》2009/11/26）。

折价，或缘于非对称预期

正如我们在报告（《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）中提到的，“作为宏观经济的整体反映，银行承载了市场对于经济前景的所有悲观预期，但这种悲观并没有被对称地加载到其它所有行业身上。”

“如果银行是经济的整体反映，其它各个行业是局部反映，市场当前是热衷于从局部身上挖掘各种故事，而保持对整体的悲观，从而也就导致了当前这种局部汇总之和显著好于整体的局面。”

这种非对称的另一个版本：对于 A 股的其他许多行业，你只要告诉投资者明年可以挣钱就可以了，3-5 年后甚至连企业能不能存在都不在乎。然而，大家对

于银行，却是异乎寻常的“价值投资”，非得找到银行倒下的证据不可。

殊不知，也许远在银行长期发展压力真正显现之前，现在的许多估值已然上天的上市公司，也许早就不存在了。

这种非对称预期，或也称非对称性偏好，有来自行业理解上的原因，但更为根本的，也许在于银行利润占比太高和市值占比太大。利润太高使得我们对于利润的增长缺乏想象，而市值太大使得市场炒作起来倍感吃力。

不涨了自然就得找理由，各种负面的解释，包括短期的，长期的，而且大多还是基本面的（毕竟我们中的许多人，都不愿公开标榜自己的投机），便都涌了出来。对于各种消息和声音，我们也都选择性过滤，让自己原来的某种理解可以得到进一步强化。

其实，A股中银行利润占比过高，一个重要原因在于实体部门太多的利润没有上市，而并非银行在实体经济中利润占比真的如此之高。举个例子，07年的非金融上市公司，利润大概也就4000亿，而统计局披露的规模以上工业企业的利润总额则是3万亿。

这意味着什么？意味着长期来说，A股可能面临着持续和巨大的供给压力，如果这许多板块的估值继续还这么高。而随着产业部门利润的逐渐上市，非金融板块利润和市值占比偏低，有利于讲故事和炒股价的局面，也将逐渐改变。

我们担忧的是，如果当前银行的估值，确实是一个市值庞大而没有投机资金眷顾的行业的合理价格（而非对于行业的错误理解导致的过分打压），那么，随着供给的持续释放，非金融板块整体的估值中枢，将何去何从？

一个值得思考的证据：从最近几次产业资本入股银行的情况看，大多并没有明显的折价，不少甚至给了溢价；与之对应的是，产业资本入股其他行业的时候，却鲜见溢价，倒是经常大幅的折价。

这难道不值得我们深思吗？

表 10、各行业估值水平比较

板块名称	市盈率(前推 12 个月)	市净率(最新报告期)
全部 A 股	25.5	3.48
深证 A 股	41.0	4.78
中小企业板	47.4	6.24
银行业	15.7	2.58
保险业	52.2	4.82
证券、期货业	36.1	4.75
农、林、牧、渔业	40.4	5.75
采掘业	22.3	3.33
制造业	40.8	4.13
电力、煤气及水的生产和供应业	32.8	2.74
建筑业	29.9	2.57
交通运输、仓储业	29.4	3.16
信息技术业	24.5	4.52
批发和零售贸易	44.2	5.06
金融、保险业	19.0	2.95
房地产业	28.4	3.25
社会服务业	40.8	4.23
传播与文化产业	47.2	5.45
综合类	55.2	5.05

数据来源: Wind, 公司资料, 联合证券研究所。

数据日期: 2010 年 1 月 26 日。

第十部分 主要结论

在这篇报告中,我们尝试对当前琳琅满目的各种估值方法进行梳理,包括 PE, PB, PA, PB-ROE 和 PA-ROA。在这当中,希望能够帮助投资者对于各种方法的运用,局限,以及相互关联和内在逻辑有更为清晰的了解。

正如我们以前反复论述的,PE 更适合现阶段银行业的估值:1) 其他的方法体系,如 PB, PB-ROE 或是 PA-ROA,或存在更明显的缺陷,或最后得到的还是 PE;2) 当前反对使用 PE 的一些声音,或是缘于对银行业的错误理解,或是缘于对境外状况的简单套用。

对于其他估值方法的考察,显示:1) PB 忽略了 ROE,且倾向于鼓励不断的融资;2) PA 忽略了 ROA,也容易鼓励高杠杆;3) PB-ROE 和 PA-ROA 其实源于 PE ($PE = PB/ROE = PA/ROA$),当然,也忽略了杠杆的影响,其中 PB-ROE 的杠杆体现在 ROE,而 PA-ROA 的杠杆体现在 PA。

鉴于上述问题,我们尝试给出 PA-ROA 和 PB-ROE 的修正模型,在估值项和盈利项同时剔除杠杆差异的影响,其中,PA-ROA 部分参考了高盛知名银行研究员 Roy I. Ramos 的结果,而 PB-ROE 则属于我们独创。

类似的,我们也尝试给出 PE 的修正模型,以解决 PE 面临的两个技术性问题:一是会计利润的真实性和可比口径的问题,二是没有考虑资本充足情况差异的问题。此外,我们给出了几种情况,在这些情况下,PB-ROE 和 P-ROA 能够为 PE 分析提供极有价值的信息。

这篇报告的贡献,还包括:1) 引入经济资本及其对应 ROE 的概念,用以关

联资本和真实的盈利能力；2）引入风险资产分解分析法，用以考察风险资产的运用效率和改善空间；3）引入基于风险资产的息差概念，用以弥补传统息差定义存在的不足。

此外，关于银行板块大幅折价的问题，我们的观点是：1）从基本面看，无论 PE 还是 PB，银行相对于产业部门，都没有大幅折价的理由；2）银行估值的大幅折价，或缘于非对称预期，而导致非对称的流动性供给。

对于短期和长期，这可能都有着深长的意味。

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 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.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@lhzq.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 2010 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。