

# 如果长期内我们尚未死去

## 研究结论

传统对公信贷模式在当下达到了阶段性高点，当前经济背景下已很难继续提升。中国银行业将进入一个没有历史经验可供借鉴的全新海域。我们希望国际比较能够提供新的思考的线索。虽然长期中我们都将死去，但我们仍应有探索长期价值的勇气。

- 基于资本的方法论和各国银行业不同的运营模式。传统杜邦分析不适用于银行业，因此我们尝试构建了银行 ROE 的解构体系。基于这种解构方法，我们看到三类银行经营模式：高风险—高收益—高资本占用的“三高”型银行以美国为典型；低风险—低收益—低资本占用的银行以法国为典型；而包括中资银行在内的多数国家处于中间类型。以上分类意味着我们很难不考虑模式的差异性而就净息差这样的局部指标来进行片面的国际比较。
- 长期来看中资银行收费业务收入增长难抵利率市场化影响，作为 ROE 拆解的两大要素之一 ROA 有下降要求。纵比来看当前存贷利差虽然处于历史较低水平，但仍高于大多数外国同行，利率市场化影响较负面；中间业务收入有提升空间，但从手续费收入/总资产来看，对 ROA 的提升空间难以抵消利率市场化的负面影响；此外，偏低的成本收入比和信用成本率也很难长期持续。判断长期内 ROA 将可能从当前的 0.99% 下降至 0.82%。
- 另一要素杠杆率将在 2009 年的基础上有一定的下降。(1) 为满足银监会 11.5%/10% 的资本充足率要求，杠杆率需要从当前的 18.1 倍下降至 17 倍左右；(2) 从巴塞尔 I 过渡到巴塞尔 II，再到未来可能实施的巴塞尔 III，风险计量覆盖范围不断扩大，资产风险系数有提高的要求；(3) 在当前全球强化银行监管的大背景下，行业监管很难有放松的预期。
- 因此，预测银行业 18.71% 的 ROE 可能在短期内下降至 17% 左右，并在利率市场化之后的长期内下降至 14%。测算 14% 的信贷增速下，每年银行融资需求为 470 亿元，且将以 14% 的速度递增。
- 另一种视角：RoRWA。我们再次强调 RoRWA 的重要性。该指标更好地链接了 ROA 与杠杆率，是更有效的银行比较指标，还有助于我们刻画不同类型的银行增长路径。PB/RoRWA 是我们目前能找到的最合理估值指标，随着未来银行经营模式的分化，该指标的优越性会日益明显。
- 我们认为，银行合理 PB 应在 2.0X，而 1.8—2.4X 是合理区间。目前银行股 2009 和 2010 年 PB 分别在 2.16 和 1.80 倍（不包括宁波银行），低估 5% 左右。即使不考虑 PE 的提升，投资银行股每年的收益率也在 11% 左右，略高于股权成本。银行股仍有估值修复的空间。个股选择上，我们更侧重 (1) RoRWA 高的银行，或 (2) RoRWA 提升空间大的银行。我们认为，站在现在来看，未来有望通过战略转型而在利率市场化和脱媒化挑战下更好地生存下来的银行将包括招行、宁波、民生、交行和深发展。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。  
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

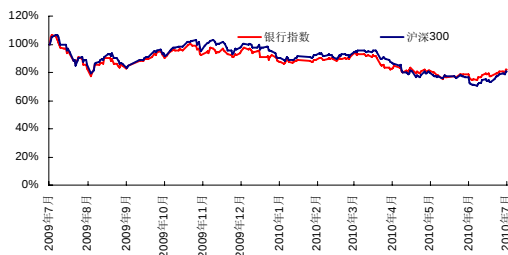
行业

银行

报告日期

2010 年 7 月 31 日

## 行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

7.78

-1.56

-18.10

相对表现 (%)

-3.25

4.40

1.02

资料来源：WIND

## 重点公司盈利预测及投资评级

|       | 09EPS | 10EPS(E) | 11EPS(E) | 股价    | 评级 |
|-------|-------|----------|----------|-------|----|
| 招商银行  | 0.95  | 1.19     | 1.47     | 14.52 | 买入 |
| 交通银行  | 0.62  | 0.69     | 0.84     | 6.56  | 增持 |
| 民生银行  | 0.54  | 0.66     | 0.82     | 5.59  | 买入 |
| 宁波银行  | 0.58  | 0.79     | 0.85     | 12.49 | 增持 |
| 深发展 A | 1.62  | 2.06     | 2.50     | 17.50 | 增持 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 相关研究报告

|                |           |
|----------------|-----------|
| 重申稳定增长基础上的中报行情 | 2010-7-28 |
| 同比增长稳定 中报行情可期  | 2010-6-27 |
| 银行涉房贷款质量将好于预期  | 2010-5-24 |

# 目 录

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| 报告起因 .....                                | 4         |
| <b>1、周期性因素来看，盈利驱动因素已见顶回落 .....</b>        | <b>4</b>  |
| 1.1 驱动因素之一：贷款增速长期下降 .....                 | 4         |
| 1.2 驱动因素之二：净息差反弹潜力基本释放 .....              | 5         |
| 1.3 驱动因素之三：贷款质量面临下滑压力 .....               | 6         |
| 1.4 中短期增长潜力耗尽，行业研究呼唤新视角 .....             | 7         |
| <b>2、基于资本的方法论以及各国银行业运营模式差异 .....</b>      | <b>7</b>  |
| 2.1 基于资本视角的方法论 .....                      | 7         |
| 2.2 根据以上研究方法的国际比较数据 .....                 | 8         |
| 2.3 三种基本经营类型 .....                        | 10        |
| 2.4 中资银行经营模式总结 .....                      | 13        |
| <b>3、ROA 分析：收费业务收入增长难抵利率市场化影响 .....</b>   | <b>13</b> |
| 3.1 净息差：存贷利差有收窄要求 .....                   | 13        |
| 3.2 中间业务收入：难以完全弥补利率市场化的影响 .....           | 14        |
| 3.3 成本收入比：长期内面临提升压力 .....                 | 17        |
| 3.4 信用成本率：有小幅上升要求 .....                   | 18        |
| 3.5 总结：长期内 ROA 可能有 17BP 的下降 .....         | 19        |
| <b>4、杠杆率：在 2009 年的基础上将有一定下降 .....</b>     | <b>20</b> |
| <b>5、ROE 结论及相关推论 .....</b>                | <b>22</b> |
| 5.1 长期 ROE 可能下降至 14% 左右 .....             | 22        |
| 5.2 可持续规模增速短期内下降至 12%，长期内下降至 10% 以内 ..... | 22        |
| 5.3 今后每年融资需求在 500 亿元左右 .....              | 22        |
| 5.4 战略转型压力加大，银行未来业务模式分化将加速 .....          | 23        |
| <b>6、另一种视角：RoRWA .....</b>                | <b>23</b> |
| 6.1 资产风险系数的差异化将使得 RoRWA 更具优越性 .....       | 24        |
| 6.2 用 RoRWA 来刻画银行的增长路径 .....              | 25        |
| 6.3 银行最合理的估值指标：PB/RoRWA .....             | 25        |
| 6.4 PB/RoRWA 估值应用中应注意的一个问题 .....          | 26        |
| <b>7、投资建议：当前估值合理，关注有战略空间的个股 .....</b>     | <b>26</b> |
| 7.1 银行股估值中枢为 2.0 倍 PB，1.8-2.4 为合理区间 ..... | 26        |
| 7.2 当前投资银行股的收益率略超过股权成本 .....              | 28        |
| 7.3 个股分化将加大，看好战略有优势的银行 .....              | 29        |

## 图表目录

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2009 年银行的天量信贷投放将不可复现.....                          | 5  |
| 图 2: 息差环比上升动力不足, 2009 年 4 季度水平将是此轮反弹的高点 .....           | 5  |
| 图 3: 当前中资银行不良生成率仅仅只有 9BP.....                           | 6  |
| 图 4: 信用成本率已经降至历年来新低 .....                               | 6  |
| 图 5: 我们的 ROE 拆解方法 .....                                 | 8  |
| 图 6: 美国银行业消费贷款年均损失率 (charge-off rate) 超过 2.3 个百分点.....  | 11 |
| 图 7: 当前中资银行存贷利差处于历史较低水平.....                            | 13 |
| 图 8: 但与利率市场化国家相比, 中国的存贷利差仍有不小的下降空间 .....                | 14 |
| 图 9: 2006-2009 年, 中国信贷市场呈现不断分散化的趋势.....                 | 16 |
| 图 10: 中国银行业当前的成本收入比明显低于国外同行 .....                       | 17 |
| 图 11: 外资银行的信用成本率与不良生成率基本相当, 这与中资银行现状颇为不同 .....          | 18 |
| 图 12: 与本次危机前 (2001-2006) 的外资银行比, 中资银行当前的信用成本率其实不算低..... | 19 |
| 图 13: 2009 年底, 多家银行距离银监会的资本要求都存在差距.....                 | 21 |
| 表 1: 各国银行 ROE 的拆解 .....                                 | 8  |
| 表 2: 各国银行 ROA 的拆解 .....                                 | 9  |
| 表 3: 各国银行杠杆率的拆解 .....                                   | 10 |
| 表 4: 美国银行业个贷占比明显偏高, 服务零售客户的特征更明显 .....                  | 10 |
| 表 5: 法国银行业贷款占生息资产比例显著偏低.....                            | 12 |
| 表 6: 存贷利差下降 80BP 将造成 ROA 降低 40BP .....                  | 14 |
| 表 7: 2004-2009 年, 国外银行手续费收入/总资产一般不超过 0.8% .....         | 15 |
| 表 8: 若手续费收入/总资产提高 40BP, ROA 上升幅度将在 23BP .....           | 16 |
| 表 9: 手续费收入的发展难以抵消利率市场化的潜在冲击 .....                       | 16 |
| 表 10: 若手续费收入占比提高到 32.5%, 则与其他国家的水平基本相当 .....            | 17 |
| 表 11: 若成本收入比提高 4 个百分点, 将影响 ROA 8BP .....                | 18 |
| 表 12: 信用成本小幅提高对 ROA 影响有限 .....                          | 19 |
| 表 13: 长期内中资银行 ROA 构成将有明显变化.....                         | 20 |
| 表 14: 银行为了满足当前监管要求, 杠杆率需要从 18.1 倍下降至 17 倍左右 .....       | 21 |
| 表 15: 我们对不同银行业务模式的总结 .....                              | 23 |
| 表 16: 中资银行当前的资产风险系数差异不大, 因此 ROA 与 RoRWA 排序基本没有差异 .....  | 24 |
| 表 17: 长期 14% 的 ROE 对应一阶段 DDM1.8 倍 PB.....               | 27 |
| 表 18: 三阶段 DDM 对应银行股 1.98 倍合理 PB .....                   | 27 |
| 表 19: 17% 的 ROE 对应 2.4 倍合理 PB .....                     | 27 |
| 表 20: 银行股的 Beta 基本上等于 1.....                            | 28 |

## 报告起因

从 2009 年下半年以来，银行业进入多事之秋。监管加强与经济预期回落双重压力下，银行股累计跌幅达到 27.33%。目前银行业估值已经跌至平均 10.5 倍 2010 年 PE 和 1.71 倍 2010 年 PB（均不包括宁波银行），着实便宜。

从基本面来看，银行业同样是令人失望的。可见的未来，贷款需求、净息差和贷款质量都将趋势向下。长期来看，银行还面临利率市场化和脱媒化的重大挑战。监管压力进一步加大亦是全球银行业面临的长期事件。

总而言之，银行业的传统对公信贷模式在 2008 年达到它的顶峰，在 2009 年超跌之后，于 2010 年又达到一个阶段性高点。从现在这个高点往后看，这种传统的信贷模式的日渐式微已是大概率事件。中国银行业将进入一个没有自身历史经验可供借鉴的全新海域——2000 年之前承担了中国经济改革成本，2001-2007 年的资产剥离和改革上市，2002-2008 年受益于经济黄金五年的业绩持续快速增长，以及 2009 年以来配合经济刺激计划的“以量补价”，以上这些经验统统难以成为我们判断银行业所面临的战略挑战和转型机遇的基础。

我们希望国际比较能够提供可供借鉴的线索，以此帮助我们判断未来中资银行 ROE 可能下滑至怎样的水平，并以此来对当前银行股的估值水平做出更全面评估。

伟人的那句名言“在长期中，我们都将死去”常常被用来反对过分脱离现实因素的好高骛远的想象，但我仍然认为，如果脱离了追求“道”的勇气，“术”最终亦将无可附焉。

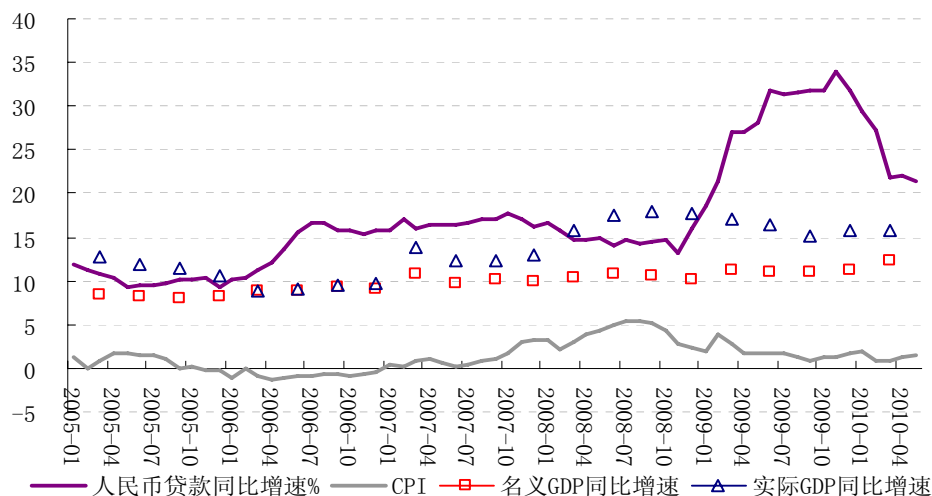
## 1、周期性因素来看，盈利驱动因素已见顶回落

2009 年 3 季度开始，银行业绩进入反弹期。首先，规模保持较快增长，贷款需求强劲；其次，净息差在 2009 年 2 季度超跌的基础上持续反弹；最后，2008 年底上市银行从严认定了一批不良贷款，在 2009 年经济复苏背景下，银行的贷款质量表现明显好于预期。

但在可见的宏观经济周期环境下，银行三大盈利驱动因素进一步改善的空间已经非常有限，银行的利润增速将可能在今年下半年逐季回落（当然，这主要与 2009 年前低后高的基数特征有关，但也与银行环比增长动力减弱有关）。至于明后年，贷款增长目前看来是唯一的驱动因素，行业利润增速可能回落到 13-15% 的水平。

### 1.1 驱动因素之一：贷款增速长期下降

2009 年，人民币贷款增速达到创纪录的 31.74%。2010 年，预计贷款增速将超过 17%。但预计 2010 年之后，贷款增速将逐步回落到 13-14% 的区间。理由包括：（1）2009-2010 年，4 万亿投资相关贷款需求构成银行贷款增长的主要动力。但固定资产投资项目的用款需求主要集中在前 3 年，这意味着从 2011 年开始这部分贷款需求就将逐步下滑，届时银行需要用其他部分的贷款增长来填这一部分的坑。（2）经济潜在增速的长期下滑将降低实体经济的信贷需求。（3）脱媒化将分流社会融资需求。

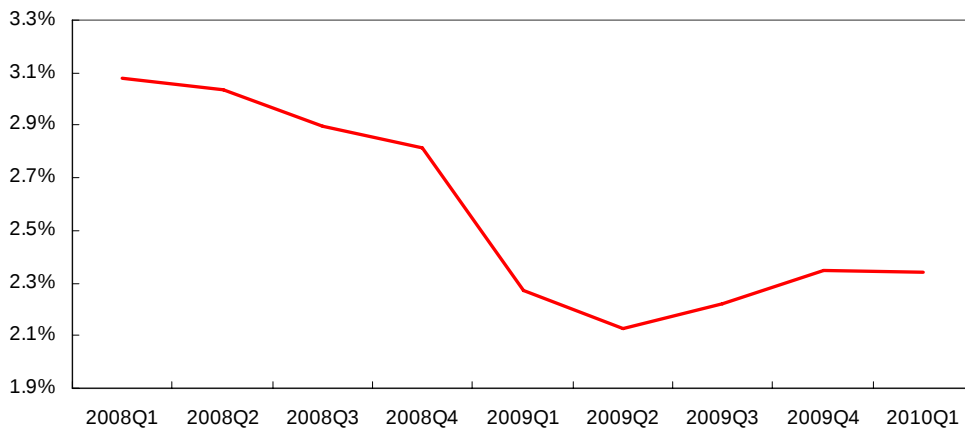
**图 1：2009 年银行的天量信贷投放将不可复现**


资料来源：CEIC，东方证券研究所

在目前这个时点上，某些观点可能会期待货币政策放松后，信贷管控松动给银行带来规模加速增长的机会。我们认为，经过 2009 年上半年加速放贷-2009 年下半年银监会大棒惩戒之后，银行对于作为政治任务的贷款投放会心怀警惕。而按照正常的商业周期规律，经济下滑除了会导致贷款需求下滑之外，还会导致银行对贷款的风险预期上升，二者共同作用之下，贷款增速会有一个自然回落的过程。

## 1.2 驱动因素之二：净息差反弹潜力基本释放

经过 2008 年的多次降息之后，2009 年银行业净息差在 2 季度见底。2009 年 3-4 季度以来，我们看到了银行净息差的持续反弹。反弹的动力包括（1）CPI 反弹带动的存款活期化；（2）流动性收紧造成的货币市场利率回升；（3）部分银行小幅加大了风险敞口；（4）票据贴现占比下降，贷款占生息资产比例上升。

**图 2：息差环比上升动力不足，2009 年 4 季度水平将是此轮反弹的高点**


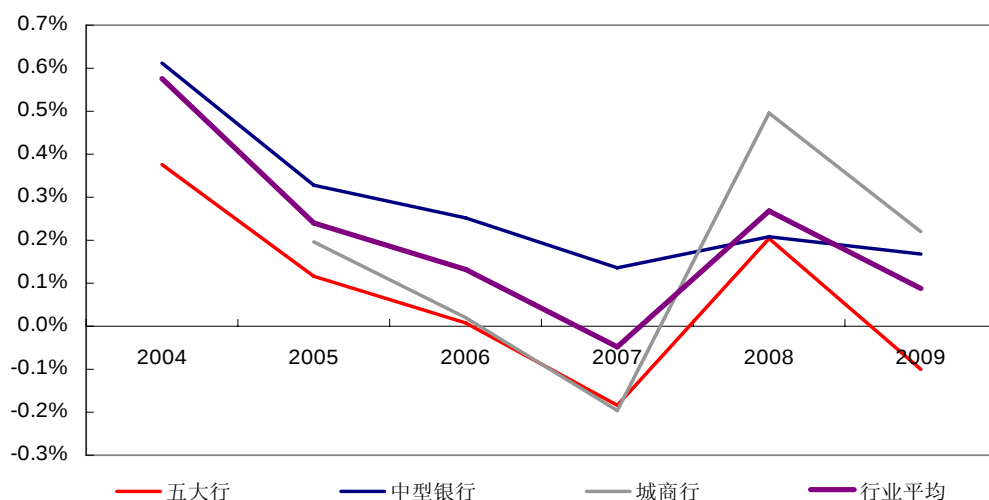
资料来源：上市公司，东方证券研究所

但 2010 年 1 季度，单季度净息差已经结束了反弹的走势，环比略有下降。我们认为，通过资产负债结构调整来推动净息差上升的潜力已经基本释放完毕，后面几个季度净息差超脱 2009 年 4 季度的。原因在于：（1）存贷比再监管对银行影响超预期。再监管造成银行 2 季度存款成本上升，而这种上升在 2 季度仅会部分体现，而将在 3 季度之后才全部体现；（2）CPI 的逐渐回落会导致存款的定期化、货币市场利率下跌以及加息预期的减弱。

### 1.3 驱动因素之三：贷款质量面临下滑压力

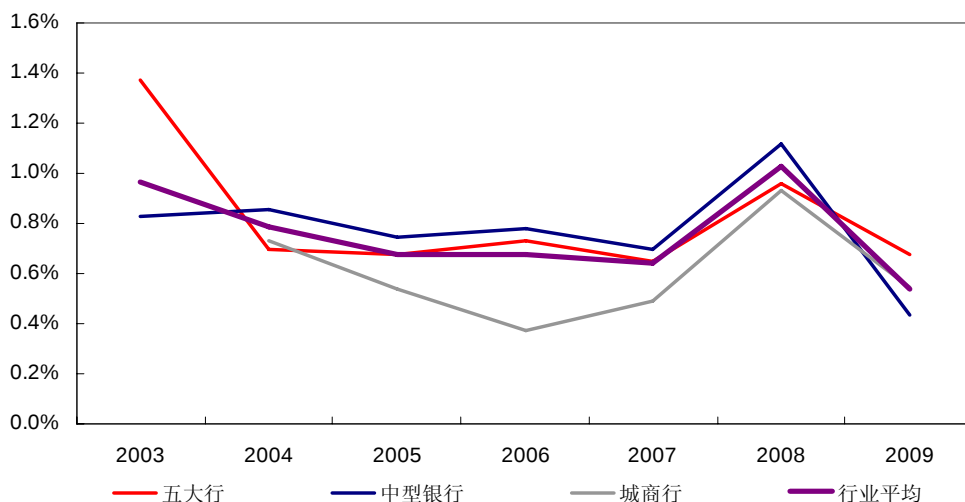
2009 年，银行贷款质量表现非常出色，不良生成率仅为 9BP，这意味着目前 2009 年平均 54BP 的信用成本率仍有一定释放空间。但未来经济的减速势必对银行的贷款质量构成压力。

**图 3：当前中资银行不良生成率仅仅只有 9BP**



资料来源：上市公司，东方证券研究所

**图 4：信用成本率已经降至历年来新低**



资料来源：上市公司，东方证券研究所

## 1.4 中短期增长潜力耗尽，行业研究呼唤新视角

综合来看，银行从 2009 年 3 季度以来的较快增长趋势已经基本到头，未来经济的回落将使得这个行业的增速下降到一个平稳或可称为“平庸”的水平。从中短期的周期性因素来看，银行股向上的催化剂已经十分有限。

在周期性因素趋于平庸背景下，我们不得不更多地思考关于银行这个行业的内在逻辑，以解决两个问题：（1）长期来看，行业将落于何处？21 世纪前 10 年的快速增长已经告一段落，中国银行业当前的盈利一方面依赖于过去快速增长导致的良好贷款质量，另一方面严重依赖于中国的官定利率环境。未来经济放缓、利率市场化和脱媒化对银行会产生多大的影响？而我们曾期待的非息收入增长空间有多大？换言之，充分考虑了这些长期内不可持续的因素之后，银行业 ROE 将落于何处？

（2）2009 年下半年以来，随着资本杠杆被显著收紧，银行这个行业的资本驱动特征明显增强。作为研究者，我们应该发掘什么样的新工具来更好地分析和跟踪这个行业？

## 2、基于资本的方法论以及各国银行业运营模式差异

### 2.1 基于资本视角的方法论

我们希望找到一个类似制造业的杜邦分析方法来拆分银行业的 ROE。由于业务模式的巨大差异，在制造业上广泛采用的杜邦分析，很难用于研究金融行业。我们发现，以下拆分方法能够帮助我们找到一个更有效的银行业比较和细分体系。首先从一个最基本的财务公式出发：

$$ROE = ROA \times \text{杠杆率}$$

#### （1）ROA 的拆解：

$$\begin{aligned} ROA &= \text{净利润} / \text{总资产} = (\text{营业收入} - \text{营业支出}) \times (1 - \text{所得税率}) / \text{总资产} \\ &= ((\text{利息收入} + \text{非息收入}) - (\text{营业费用} + \text{拨备})) \times (1 - \text{所得税率}) / \text{总资产} \\ &= ((\text{利息收入} + \text{非息收入} - \text{营业费用}) / \text{总资产} - \text{拨备} / \text{总资产}) \times (1 - \text{所得税率}) \\ &\approx ((\text{净息差} + \text{非息收入} / \text{总资产}) \times (1 - \text{成本收入比}) - \text{全生息资产的信用成本率}) \times (1 - \text{所得税率}) \end{aligned}$$

即：ROA 由几个因素决定：

- i. 净息差，正相关
- ii. 非息收入/总资产，正相关
- iii. 成本收入比，负相关
- iv. 全生息资产的信用成本率，负相关
- v. 所得税率，负相关。

#### （2）杠杆率的拆解：

$$\begin{aligned} \text{杠杆率} &= \text{总资产} / \text{净资产} \\ &= (\text{总资产} / \text{风险加权资产}) \times (\text{风险加权资产} / \text{核心资本净额}) \times (\text{核心资本净额} / \text{净资产}) \\ &= (1 / \text{资产风险系数}) \times (1 / \text{核心资本充足率}) \times \text{有效净资产比率} \end{aligned}$$

其中：我们定义：

风险加权资产/总资产=资产风险系数

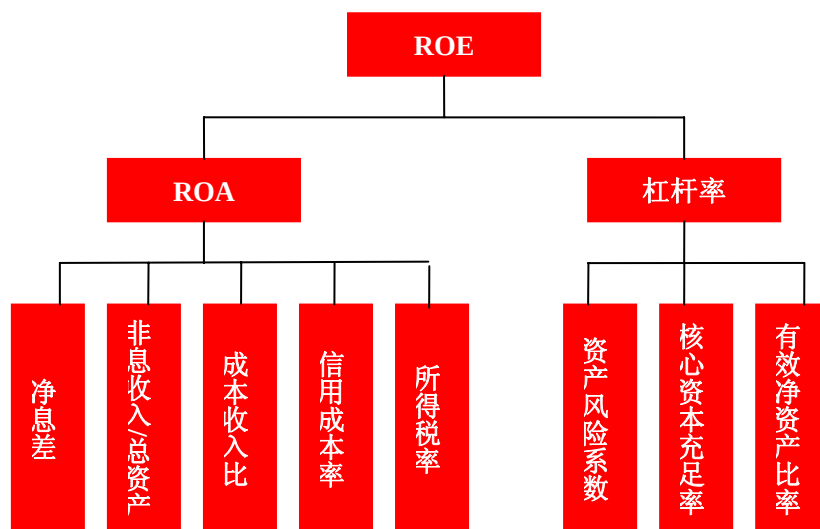
核心资本净额/净资产=有效净资产率

即：杠杆率由三个因素决定：

- 1、资产风险系数：生息资产的风险越大，资本占用越显著，杠杆率因此降低
- 2、核心资本充足率水平。当监管层提高银行资本要求，银行的杠杆扩张能力将被降低
- 3、有效净资产率。净资产中能够被认定为核心资本的比例

总结一下我们的解构方法：

**图 5：我们的 ROE 拆解方法**



资料来源：东方证券研究所

## 2.2 根据以上研究方法的国际比较数据

根据以上拆分结构，我们整理主要国家和地区银行业的财务结构如下。原本较新的数据更有参考意义，我们偏向采用 2004-2009 年的数据，但欧美银行业 2007 年以后受到金融危机冲击过大，因此我们同样考察 2001-2006 年的指标水平：

**表 1：各国银行 ROE 的拆解**

|    | ROA①      |           | 杠杆率②      |           | ROE③=①×②  |           |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|    | 2001-2006 | 2004-2009 | 2001-2006 | 2004-2009 | 2001-2006 | 2004-2009 |
| 美国 | 1.33%     | 0.93%     | 12.32     | 11.93     | 15.71%    | 10.65%    |
| 英国 | 0.69%     | 0.44%     | 24.5      | 28.58     | 16.69%    | 11.81%    |
| 法国 | 0.36%     | 0.27%     | 29.12     | 28.97     | 10.19%    | 7.75%     |
| 德国 | 0.20%     | 0.25%     | 34.7      | 39.78     | 5.43%     | 7.68%     |
| 日本 | 0.23%*    | 0.32%*    | 27.34     | 24.53     | 5.07%*    | 6.62%*    |
| 香港 |           | 1.21%     |           | 13.05     |           | 15.65%    |

|          |         |       |         |
|----------|---------|-------|---------|
| 台湾       | -0.11%* | 20.87 | -2.45%* |
| 中国(2009) | 1.04%   | 18.21 | 18.71%  |

资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

注: 采取算术平均。因为是乘积关系, 前二者平均数的积与后者的平均数略有差异

注: 标有\*的数据剔除了个别异常数据

注: 美国样本包括美国银行、花旗集团、JP 摩根、富国银行和美国合众银行; 英国样本包括苏格兰皇家银行、巴克莱银行和劳埃德银行; 法国样本包括法国巴黎银行、法国兴业银行、法国农业信贷银行、法国南特人民银行和法国工商信贷银行; 德国样本包括德意志银行、德国商业银行、德国邮政银行、奥登堡州立银行和欧洲抵押银行; 日本样本包括三菱日联、三井住友、瑞穗集团、理索纳金控、住友信托和信金中央银行; 香港样本包括渣打银行、恒生银行、中银香港、东亚银行、永亨银行; 台湾样本包括合作金库银行、彰化银行、台企银、远东国际银行、大众银和安泰银。下同。

**表 2: 各国银行 ROA 的拆解**

|                | 营业收入     |                   |                         | 营业支出       |                      | 营业利润/<br>总资产<br>⑥=③*(1-<br>④)- ⑤ | 有效税<br>率<br>⑦ | ROA<br>⑧=⑥*<br>(1-⑦) |
|----------------|----------|-------------------|-------------------------|------------|----------------------|----------------------------------|---------------|----------------------|
|                | 净息差<br>① | 非息收入/<br>总资产<br>② | 营业收入/<br>总资产<br>③ ≈ ①+② | 成本收入比<br>④ | 全生息资产的<br>信用成本率<br>⑤ |                                  |               |                      |
| 美国 (2001-2006) | 3.70     | 2.75              | 5.72                    | 55.89      | 0.60                 | 1.96                             | 20.32         | 1.33                 |
| 美国 (2004-2009) | 3.28     | 2.47              | 5.12                    | 57.27      | 1.00                 | 1.36                             | 17.74*        | 0.93                 |
| 英国 (2001-2006) | 2.03     | 1.70              | 3.30                    | 59.32      | 0.38                 | 1.05                             | 30.11         | 0.69                 |
| 英国 (2004-2009) | 1.62     | 1.29              | 2.51                    | 61.92      | 0.60                 | 0.58                             | 22.18         | 0.44                 |
| 法国 (2001-2006) | 0.66     | 1.62              | 2.27                    | 73.02      | 0.14                 | 0.54                             | 25.94         | 0.36                 |
| 法国 (2004-2009) | 0.58     | 1.31              | 1.93                    | 76.76      | 0.18                 | 0.39                             | 20.04*        | 0.27                 |
| 德国 (2001-2006) | 1.17     | 1.11              | 2.22                    | 77.93      | 0.18                 | 0.36                             | 33.21*        | 0.20                 |
| 德国 (2004-2009) | 1.06     | 0.94              | 1.93                    | 79.08      | 0.14                 | 0.35                             | 25.42         | 0.25                 |
| 日本 (2001-2006) | 0.88     | 0.63              | 1.52                    | 73.97      | 0.39                 | 0.03                             | 28.52*        | 0.23                 |
| 日本 (2004-2009) | 0.90     | 0.73              | 1.62                    | 62.12      | 0.16                 | 0.42                             | 26.81*        | 0.32                 |
| 香港 (2004-2009) | 2.08     | 1.35              | 3.12                    | 51.80      | 0.15                 | 1.49                             | 18.48         | 1.21                 |
| 台湾 (2004-2009) | 1.60     | 0.63              | 1.99                    | 73.51      | 0.99*                | -0.47                            | 19.35         | -0.11                |
| 中国             | 2.24     | 0.56              | 2.60                    | 40.81      | 0.25                 | 1.29                             | 22.56         | 0.99                 |

资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

注: 标有\*的数据剔除了个别异常数据

表 3：各国银行杠杆率的拆解

|          | 资产风险系数    |           | 核心资本充足率   |           | 有效净资产率    |           | 财务杠杆率     |           |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|          | ①         |           | ②         |           | ③         |           | ④=③/(①*②) |           |
|          | 2001-2006 | 2004-2009 | 2001-2006 | 2004-2009 | 2001-2006 | 2004-2009 | 2001-2006 | 2004-2009 |
| 美国       | 75.80     | 72.60     | 8.35      | 8.97      | 76.24     | 75.53     | 12.32     | 11.93     |
| 英国       | 46.65     | 38.99     | 7.76      | 8.45      | 83.09     | 88.54     | 24.50     | 28.58     |
| 法国       | 32.37     | 32.26     | 7.98      | 8.41      | 74.13     | 78.13     | 29.12     | 28.97     |
| 德国       | 36.08     | 35.19     | 7.38      | 8.63      | 83.25     | 94.93     | 34.70     | 39.78     |
| 日本       | 54.67     | 51.14     | 7.02      | 7.98      | 84.88     | 81.59     | 27.34     | 24.53     |
| 香港       | 55.58     |           | 10.48     |           | 72.16     |           | 13.05     |           |
| 台湾       | 63.75     |           | 7.64      |           | 94.33     |           | 20.87     |           |
| 中国(2009) | 55.21     |           | 8.98      |           | 89.75     |           | 18.10     |           |

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 2.3 三种基本经营类型

根据对资本的不同使用模式，可以将不同国家的银行分为以下三类：

### (1) “三高”型银行：高风险-高收益-高资本占用型

此类银行的典型是美国银行业。美国银行业的客户基础风险程度高于平均，通过承担风险，美国银行业也获得了更高的收益。但同时较高的资产风险权重也加大了对资本的占用，限制了财务杠杆的使用。因此我们看到，美国银行业拥有显著偏高的净息差、信用成本率和资产风险系数。虽然这帮助美国银行业获得了更高的 ROA 水平，但其财务杠杆率却明显受限，尽管核心资本充足率仅略高于其他国家的银行，财务杠杆率却只能放大到 12 倍左右，与中资银行相比少了 1/3。换言之，美国银行业在“风险杠杆”和“财务杠杆”间，更多地选择了风险杠杆。

由于债券市场高度发达，对公客户主要通过金融市场来完成融资，美国银行业的客户基础主要是小企业客户和消费者。美国银行业个人贷款占比明显高于其他国家。

表 4：美国银行业个贷占比明显偏高，服务零售客户的特征更明显

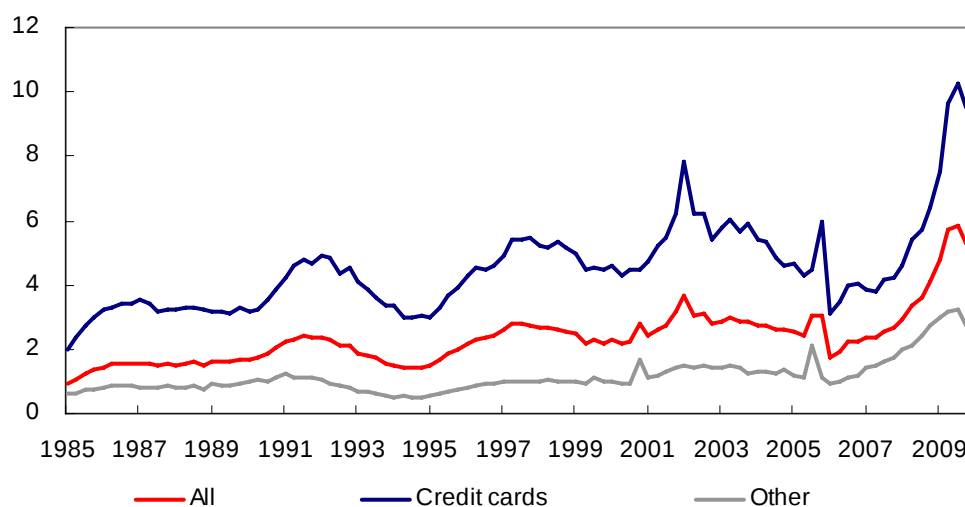
|    |         | 2009   | 2008   | 2007   | 2006   | 2005   | 2004   |
|----|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美国 | 美国银行    | 64.16% | 63.20% | 62.90% | 65.92% | 61.95% | 62.84% |
|    | 花旗银行    | 71.69% | 69.34% | 76.13% | 75.52% | 77.91% | 74.01% |
|    | 摩根大通    | 54.94% | 52.90% | 58.97% | 61.97% | 59.93% | 61.55% |
|    | 美国合众银行  | 46.06% | 45.32% | 47.81% | 47.89% | 47.21% | 45.27% |
|    | 富国银行    | 57.02% | 54.91% | 58.06% | 59.66% | 63.18% | 64.28% |
| 英国 | 巴克莱银行   | 45.58% | 40.44% | 43.31% | 44.96% | 52.89% | 40.10% |
|    | 劳埃德银行   | 61.46% | 57.41% | 59.24% | 62.28% | 62.88% | 65.54% |
|    | 苏格兰皇家银行 | 24.99% | 22.34% |        |        |        |        |
| 法国 | 法国兴业银行  | 37.30% | 35.98% | 38.09% | 39.12% | 36.91% | 35.68% |
| 德国 | 德意志银行   | 32.77% | 30.74% | 35.33% | 38.62% | 40.75% | 41.15% |

|    |         |        |        |        |        |        |        |
|----|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|    | 德国商业银行  | 37.88% | 33.47% | 35.03% | 35.93% | 34.60% | 34.10% |
|    | 德国邮政银行  | 69.89% | 72.09% | 76.23% | 74.26% | 57.74% | 49.22% |
|    | 柏林银行    | 36.28% | 35.62% | 34.77% | 33.69% | 35.09% | 34.54% |
|    | 奥登堡州立银行 | 63.19% | 63.95% | 64.62% |        |        |        |
| 日本 | 三菱日联    | 26.57% | 27.67% | 31.58% | 29.68% | 19.91% | 19.99% |
|    | 住友信托    | 20.31% | 20.57% | 19.04% | 16.91% |        |        |
| 香港 | 渣打银行    | 40.28% | 38.66% | 43.90% | 47.62% | 51.67% | 43.33% |
|    | 中银香港    | 30.49% | 32.17% | 33.61% | 36.55% |        |        |
|    | 东亚银行    | 36.92% | 37.86% | 45.01% | 51.04% | 51.78% | 54.39% |
|    | 永亨银行    | 47.17% | 45.12% | 47.41% | 49.48% | 86.75% | 87.95% |
| 台湾 | 彰化银行    | 35.00% | 30.91% | 31.36% | 30.77% |        |        |

资料来源：银行年报，东方证券研究所

由于很低的授信门槛、很高的客户覆盖率和宽松的产品设计，美国银行业贷款损失也明显高于其他国家。例如，1985年以来，美国银行业所发放的消费贷款的损失率年均均在2.3%以上。

**图6：美国银行业消费贷款年均损失率（charge-off rate）超过2.3个百分点**



资料来源：美联储，东方证券研究所

## （2）“三低型”银行：低风险-低收益-低资本占用

相比之下，法国银行业更多地选择使用财务杠杆来获得 ROE。该国银行资产的扩张并非主要依靠信贷资产，相反，主要依赖的是低风险-低资本占用的同业和债券资产。贷款占其生息资产的比重仅在 30% 左右。所以我们看到，虽然其净息差惨不忍睹的低，但这并非由于存贷业务不赚钱的缘故，而是因为同业资产占比过高。因此，该国银行业的资产风险系数不到美国银行业的一半，所以支撑起了 30 倍左右的财务杠杆，这一水平约为美国银行业的 2.5 倍。德国银行业的经营特点也与此相类似。

**表 5：法国银行业贷款占生息资产比例显著偏低**

|    |          | 2009   | 2008   | 2007   | 2006   | 2005   | 2004   |
|----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美国 | 美国银行     | 54.49% | 62.43% | 62.87% | 58.79% | 52.66% | 57.08% |
|    | 花旗银行     | 35.56% | 40.21% | 40.25% | 39.57% | 43.16% | 45.03% |
|    | 摩根大通     | 35.52% | 38.67% | 38.11% | 43.16% | 45.73% | 46.68% |
|    | 美国合众银行   | 79.78% | 81.26% | 76.24% | 76.80% | 76.87% | 74.64% |
|    | 富国银行     | 72.20% | 75.40% | 77.46% | 78.36% | 74.88% | 76.94% |
|    | 汇丰控股     | 47.78% | 51.26% | 49.82% | 54.41% | 57.46% | 60.32% |
| 英国 | 巴克莱银行    | 49.77% | 46.00% | 36.50% | 34.21% | 40.46% | 53.65% |
|    | 劳埃德银行    | 71.01% | 62.46% | 65.26% | 59.90% | 62.33% | 60.45% |
|    | 苏格兰皇家银行  | 66.32% | 67.21% | 59.55% | 67.29% | 67.11% | 67.94% |
| 法国 | 法国巴黎银行   | 37.91% | 26.56% | 28.82% | 30.38% | 26.74% | 27.20% |
|    | 法国农业信贷银行 | 27.24% | 24.50% | 24.32% | 22.10% | 20.35% | 24.30% |
|    | 法国兴业银行   | 40.75% | 37.82% | 33.74% | 32.97% | 32.68% | 37.79% |
|    | 南特银行     | 27.55% | 23.27% | 24.20% | 22.27% | 31.13% | 31.18% |
|    | 工商信贷银行   | 57.27% | 55.27% | 34.13% | 47.01% | 43.45% | 42.78% |
| 德国 | 德意志银行    | 19.47% | 13.37% | 11.09% | 12.70% | 17.62% | 18.68% |
|    | 德国商业银行   | 44.13% | 48.38% | 48.77% | 49.80% | 36.17% | 36.72% |
|    | 德国邮政银行   | 50.86% | 47.10% | 47.19% | 48.41% | 38.74% | 38.28% |
|    | 柏林银行     | 35.36% | 34.23% | 34.09% | 37.01% | 39.65% | 45.23% |
|    | 奥登堡州立银行  | 71.24% | 78.53% | 77.01% | 78.51% | 79.01% | 76.66% |
| 日本 | 三菱日联     | 54.14% | 54.79% | 53.50% | 55.32% | 50.67% | 51.46% |
|    | 瑞穗集团     | 55.02% | 49.52% | 49.53% | 50.20% | 50.20% | 55.20% |
|    | 三井住友     | 64.30% | 66.89% | 68.17% | 64.21% | 65.06% | 63.58% |
|    | 理索纳控股    | 73.04% | 73.54% | 72.85% | 72.79% | 74.37% | 75.40% |
|    | 住友信托     | 62.97% | 62.18% | 60.33% | 58.56% | 63.75% | 67.75% |
|    | 信金中央金库   | 23.08% | 23.55% | 22.93% | 24.02% | 29.64% | 35.38% |
| 香港 | 渣打银行     | 57.52% | 57.61% | 57.88% | 62.49% | 61.89% | 57.31% |
|    | 中银香港     | 50.73% | 47.39% | 44.34% | 45.43% | 45.74% | 42.54% |
|    | 恒生银行     | 44.32% | 46.03% | 44.13% | 44.12% | 47.76% | 48.43% |
|    | 东亚银行     | 64.43% | 62.40% | 60.18% | 60.30% | 61.78% | 60.01% |
|    | 永亨银行     | 58.15% | 63.50% | 56.66% | 50.61% | 55.59% | 54.61% |
| 台湾 | 合作金库银行   | 90.60% | 86.61% | 78.30% | 89.69% | 82.43% | 78.37% |
|    | 彰化银行     | 74.43% | 75.15% | 77.61% | 70.99% | 69.77% |        |
|    | 台企银      | 83.76% | 83.73% | 86.55% | 80.19% | 89.26% | 89.30% |
|    | 远东国际银行   | 79.50% | 76.55% | 81.89% | 82.39% | 83.09% |        |
|    | 大众银行     | 83.33% | 89.28% | 77.94% | 74.75% | 88.29% | 76.14% |
|    | 安泰银行     | 66.76% | 71.33% | 70.40% | 86.83% | 85.24% | 74.42% |

资料来源：银行年报，东方证券研究所

### (3) 中间类型

大部分银行都处于中间类型，在风险杠杆与财务杠杆的权衡中处于相对均衡的位置。中国银行业也属于这种类型：风险杠杆中等，体现为资产风险系数一般，而偏高的净息差主要来自于官方的利差保护；杠杆率中等。

## 2.4 中资银行经营模式总结

中国银行业目前属于中间类型，风险杠杆与财务杠杆间的取舍相对均衡。根据前面的对比框架，我们可以看到影响中资银行业 ROE 的几个关键原因：（1）较高的净息差；（2）偏低的中间业务收入占比；（3）明显偏低的成本收入比。以上这些因素使得中资银行拥有较高的 ROA。但在监管层 2009 年减杠杆压力下，中资银行的（4）核心资本充足率略高于其他国家的银行，因此杠杆率受到一定的限制。

尽管杠杆率受到一定限制，但由于 ROA 明显偏高，因此中资银行的 ROE 在各国银行中是最高的。这种偏高的 ROE 的可持续性如何？长期来看利率市场化对中资银行较高的净息差构成的压力是否能够被中间业务收入的增长所弥补？我们会继续因袭前述的分析框架，进一步进行剖析。

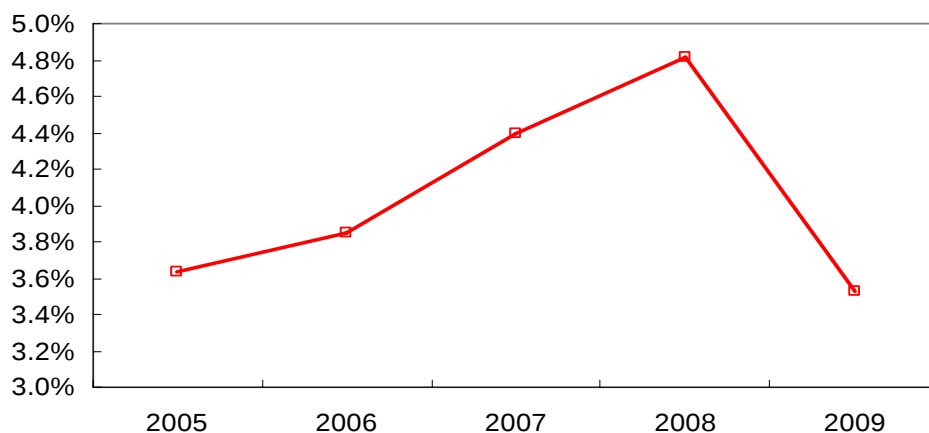
## 3、ROA 分析：收费业务收入增长难抵利率市场化影响

### 3.1 净息差：存贷利差有收窄要求

中资银行偏高的净息差面临的主要威胁是利率市场化。不过要强调的是，净息差并非一个有效的比较指标。以法国银行业为典型，偏低的贷款占比自然会降低净息差。由于银行的生息业务主要是存贷款业务和资金业务两大块，而中资银行的同业业务市场化程度已经比较高，因此存贷利差的收窄前景，是我们观察利率市场化潜在威胁的主要着眼点。

纵比来看，中资银行目前的存贷利差在经历了 2008 年的降息周期之后，于 2009 年达到了近年来的低点 3.53%。

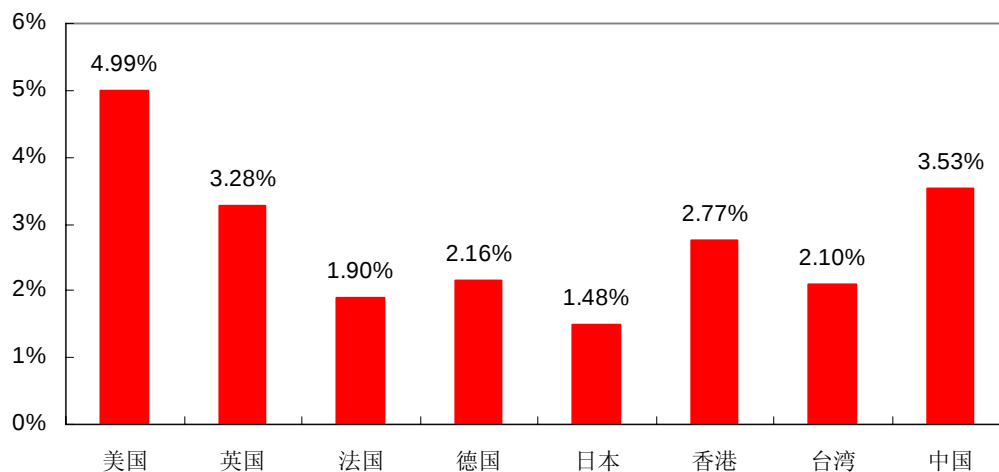
**图 7：当前中资银行存贷利差处于历史较低水平**



资料来源：上市公司，东方证券研究所

但即使如此，3.53%的存贷利差仍然要高于大多数国家的水平。目前仅美国的存贷利差高于中国，但如前所述，这在较大程度上与该国的银行业大量运用风险杠杆有关。除美国之外，其他样本平均的存贷利差水平为 2.28%；若剔除长期低利率的日本、风险偏好较低的法国以及银行业过度竞争的台湾样本，平均存贷利差也只有 2.74%。与之相比，利率市场化之后中资银行业存贷利差收窄 80BP 应属中性估计。

**图 8：但与利率市场化国家相比，中国的存贷利差仍有不小的下降空间**



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

存贷利差收窄，对净息差以及 ROA 影响的敏感性测算如下。若按照我们“利率市场化将缩窄存贷利差 80BP”的估计，则会使得 ROA 因此下降 40BP。

**表 6：存贷利差下降 80BP 将造成 ROA 降低 40BP**

| 存贷利差降幅 | 存贷利差降至 | 净息差降幅 | 净息差降至 | ROA 下降 |
|--------|--------|-------|-------|--------|
| 20BP   | 3.33%  | 13BP  | 2.11% | 10BP   |
| 40BP   | 3.13%  | 26BP  | 1.98% | 20BP   |
| 60BP   | 2.93%  | 39BP  | 1.85% | 30BP   |
| 80BP   | 2.73%  | 52BP  | 1.72% | 40BP   |
| 100BP  | 2.53%  | 65BP  | 1.59% | 50BP   |
| 120BP  | 2.33%  | 78BP  | 1.46% | 60BP   |
| 140BP  | 2.13%  | 91BP  | 1.33% | 70BP   |

资料来源：东方证券研究所

### 3.2 中间业务收入：难以完全弥补利率市场化的影响

市场中有这样的观点：中资银行非息收入占比目前不超过 20%，而外资银行普遍在 50%左右，因此银行的非息收入仍然有巨大的成长空间。我们认为，这种观点对银行非息收入的成长空间过于乐观，原因在于利差保护人为扩大了银行的存贷利差和息差，当前的非息收入占比因此而被摊薄。故

而，要考察长期内中资银行非息收入的成长空间，非息收入占比或者手续费收入占比都不是合理的指标。

那么合理的考察指标是什么？我们认为，要解答这个问题，首先要理解银行收费业务的“基础”。虽然收费业务本身不占用资本、不进入表内，但却通常与表内项目相关联。例如，信用卡业务依托于信用卡透支授信余额；账户管理收费和清算结算收费依托于存款和贷款基础，等等。因此，非息收入/总资产应该是一个合理的考察角度。另外，同业资产的收费空间可能要小于存贷款业务，从这个角度来说，用非息收入/贷款来考察法国这样贷款占比偏低的银行体系可能会更加合理。

**表 7：2004-2009 年，国外银行手续费收入/总资产一般不超过 0.8%**

|          | 非息收入/<br>总资产 | 其中：交易利润/<br>总资产 | 手续费收入/<br>总资产 | 手续费收入/<br>贷款净额 |
|----------|--------------|-----------------|---------------|----------------|
| 美国       | 2.47%        | 0.15%           | 2.04%         | 4.28%          |
| 英国       | 1.29%        | 0.56%           | 0.75%         | 1.73%          |
| 法国       | 1.31%        | 0.45%           | 0.79%         | 2.78%          |
| 德国       | 0.94%        | 0.14%           | 0.68%         | 2.31%          |
| 日本       | 0.73%        | 0.16%           | 0.55%         | 1.12%          |
| 香港       | 1.35%        | 0.20%           | 0.69%         | 1.46%          |
| 台湾       | 0.63%        | 0.14%           | 0.40%         | 0.62%          |
| 中国(2009) | 0.56%        | 0.09%           | 0.42%         | 0.82%          |

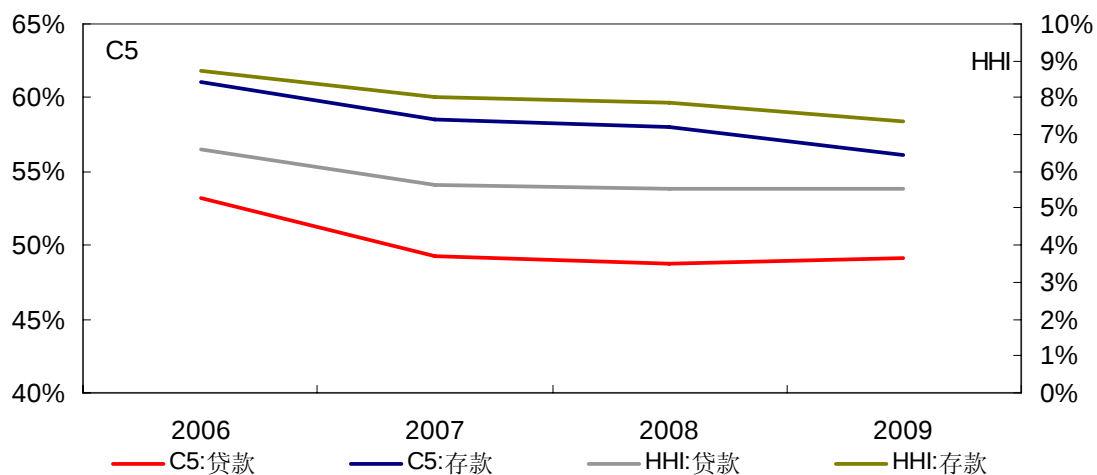
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

考察以上指标，我们首先注意到，对于金融市场发达的全能型银行国家来说，交易利润对 ROA 的贡献相对显著。鉴于中国相对严格的监管传统，以及目前欧美银行业去自营的监管趋势，我们认为中资银行在这方面的提升空间将比较有限。

那么最重要的部分——手续费收入的成长空间有多大？（1）从手续费收入/总资产来看，除了美国之外，各国银行这一指标的水平普遍在 0.8% 以内。美国是一个幸福的例外，收费业务贡献之大显著高于其他国家，其原因可能与该国较高的渠道利润率、悠久的收费服务传统、高风险的产品创新有关。对于中资银行来说，如果考察手续费收入/总资产，40BP 的成长空间已经是比较乐观的估计了。

（2）如果考察手续费收入/贷款，情况会乐观一些。即使如此，认为中资银行可能在该指标上达到法国的水平也是不妥当的，毕竟后者从同业务中获得的手续费收入并没有从分子中扣除。法国、美国之外，我们再扣除因过度竞争导致费率过低的台湾样本，余下 4 个国家平均水平为 1.66%，这与我们关于“手续费收入/总资产提高 40BP”的假设正好相一致（ $40BP/0.42\% \approx 80BP/0.82\%$ ）。更何况，下面几个因素对于中资银行开展收费业务构成长期约束：

- i. 中国零售行业净利润率仅 2-3%，对渠道收费空间不大；
- ii. 中资银行长期面临较重的社会责任要求；
- iii. 民众没有接受收费服务的习惯；
- iv. 中资银行当前在渠道和客户上的高度垄断长期内不可持续。近年来信贷市场集中度正不断下降就是一个例证。

**图 9：2006-2009 年，中国信贷市场呈现不断分散化的趋势**


资料来源：CEIC，东方证券研究所

若手续费收入/总资产提升 40BP，对于 ROA 的贡献为 23BP。这意味着收费业务的成长将无法抵消利率市场化对 ROA 构成的负面影响。

**表 8：若手续费收入/总资产提高 40BP，ROA 上升幅度将在 23BP**

| 手续费收入/总资产<br>上升 | 手续费收入/总资产<br>上升至 | 对应的<br>手续费/贷款 | ROA 上升 |
|-----------------|------------------|---------------|--------|
| 20BP            | 0.62%            | 1.21%         | 12BP   |
| 30BP            | 0.72%            | 1.41%         | 18BP   |
| 40BP            | 0.82%            | 1.60%         | 23BP   |
| 50BP            | 0.92%            | 1.80%         | 29BP   |
| 60BP            | 1.02%            | 1.99%         | 35BP   |

资料来源：东方证券研究所

**表 9：手续费收入的发展难以抵消利率市场化的潜在冲击**

| ROA 变化 (BP) |       | 手续费收入/总资产提升 |      |      |      |      |
|-------------|-------|-------------|------|------|------|------|
|             |       | 20BP        | 30BP | 40BP | 50BP | 60BP |
| 存贷利差降低      | 40BP  | -2          | +6   | +14  | +21  | +29  |
|             | 60BP  | -11         | -3   | +4   | +12  | +20  |
|             | 80BP  | -20         | -13  | -5   | +3   | +11  |
|             | 100BP | -29         | -22  | -14  | -6   | +2   |
|             | 120BP | -39         | -31  | -23  | -15  | -8   |

资料来源：东方证券研究所

如果未来存贷利差降低 80BP，而手续费收入/总资产提高 40BP，则手续费收入占比可以提高到 32.5%，基本与其他国家的银行业达到相同水平。

**表 10：若手续费收入占比提高到 32.5%，则与其他国家的水平基本相当**

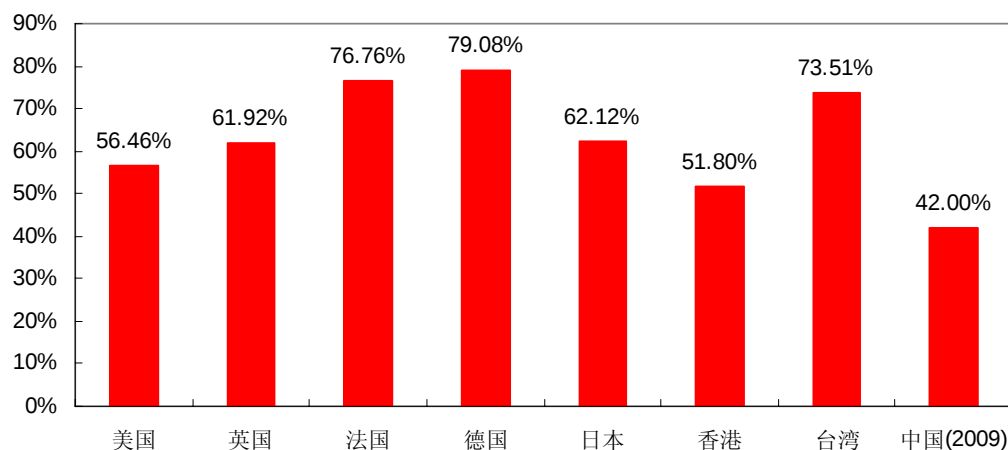
|    | 2009   | 2008   | 2007   | 2006   | 2005   |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美国 | 38.39% | 44.66% | 44.07% | 39.24% | 37.78% |
| 英国 | 25.41% | 35.48% | 32.31% | 29.98% | 30.27% |
| 法国 | 43.49% | 53.58% | 45.42% | 37.61% | 38.21% |
| 德国 | 33.30% | 50.42% | 37.61% | 33.17% | 36.80% |
| 日本 | 34.10% | 33.50% | 33.93% | 33.21% | 31.87% |
| 香港 | 22.61% | 24.22% | 24.64% | 20.48% | 20.86% |
| 台湾 | 24.27% | 20.26% | 20.23% | 15.85% | 15.57% |

资料来源：东方证券研究所

### 3.3 成本收入比：长期内面临提升压力

假设上述收入规模的变化之后，由于分母有所减少，成本收入比也相应地从 40.8%（包括营业税及附加）提高到 42.0%，而这一水平远低于外资银行的平均水平。

**图 10：中国银行业当前的成本收入比明显低于国外同行**



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

我们认为，成本收入比的提高有其必然性，原因如下：（1）不论是小企业贷款，还是零售理财、信用卡业务，或者是投行等收费业务，都是高成本收入比的业务。（2）判断银行体系多元化、信贷市场分散化的趋势还会延续，这意味着银行内市场化程度较高的岗位，例如客户经理、风险管理、理财师等，在薪资上的谈判地位将得到长期的加强。

因此，我们认为未来中资银行成本收入比将长期上升，上升幅度至少在 4 个百分点。

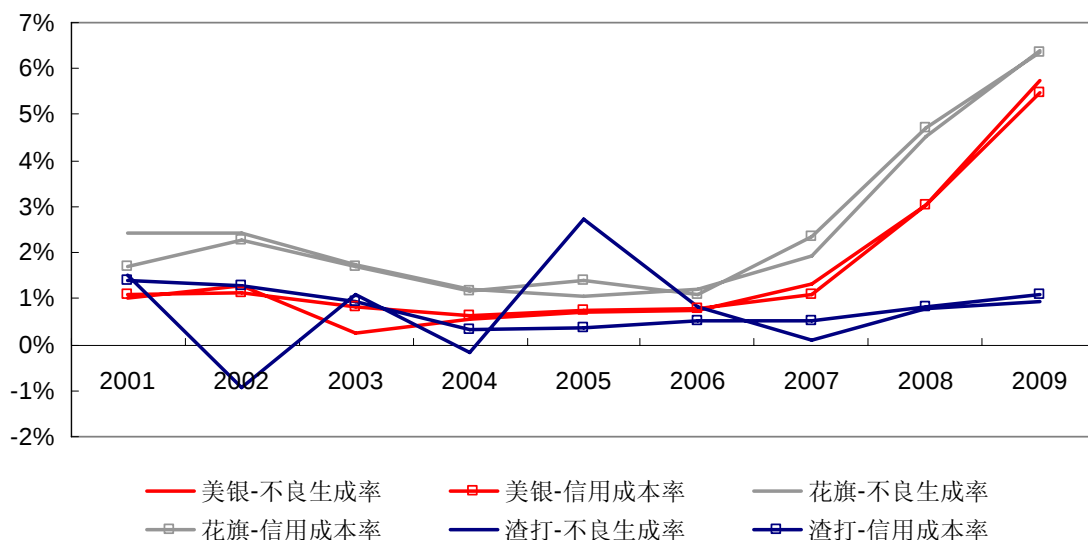
**表 11：若成本收入比提高 4 个百分点，将影响 ROA 8BP**

| 成本收入比提高 | ROA 降低 |
|---------|--------|
| 2 个百分点  | 4BP    |
| 4 个百分点  | 8BP    |
| 6 个百分点  | 12BP   |
| 8 个百分点  | 16BP   |
| 10 个百分点 | 20BP   |

资料来源：东方证券研究所

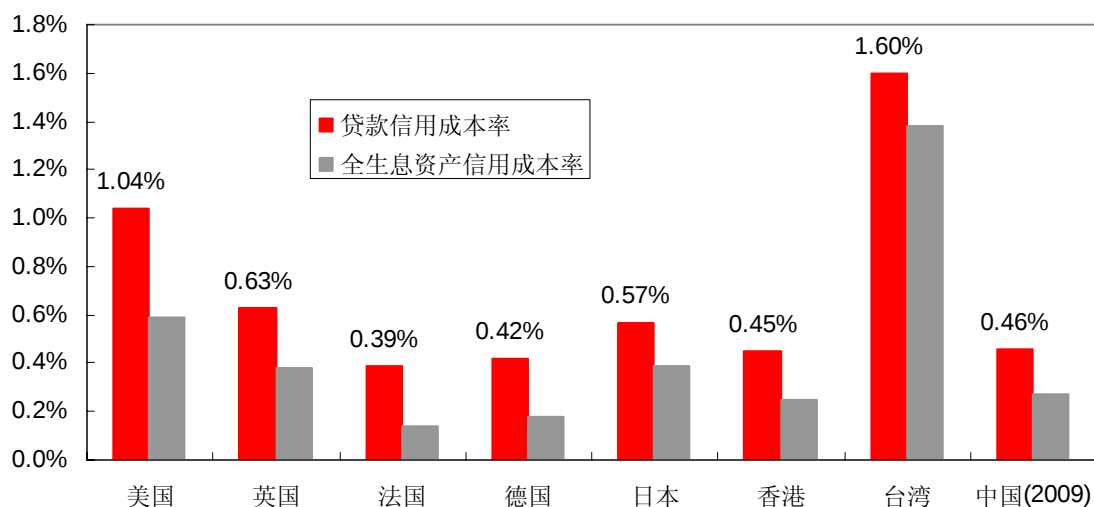
### 3.4 信用成本率：有小幅上升要求

在上文中我们已经谈到，经过 21 世纪前 10 年的快速经济增长，中国银行业当前的贷款质量（从不良生成率来看）处于历史最好水平。未来贷款质量下行是大概率事件。不过中外资银行有所区别的是，外资银行的不良生成率与信用成本率大体相当，但中资上市银行 2009 年信用成本率为 49BP（算术平均），而不良生成率只有 12BP（算术平均），这为贷款质量的向下提供了一定的缓冲空间。

**图 11：外资银行的信用成本率与不良生成率基本相当，这与中资银行现状颇为不同**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

与其他国家横比来看，当前中资银行 46BP（上市银行整体法）的信用成本率处于中等略偏低的水平。在这里我们遇到了样本选取上的困难：若将 2007 年之后数据纳入样本范围，则不良生成情况会显著提高；但如果不考虑 2007 年以后数据，2001-2006 年流动性释放的过程毕竟压低了实际的贷款风险。当然，中资银行的不良生成率不可能向过度放大风险杠杆的美国银行业靠拢，但谨慎预计，随着经济增速长期下降，银行的信用成本率仍有小幅的上升要求。

**图 12：与本次危机前（2001-2006）的外资银行比，中资银行当前的信用成本率其实不算低**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

因此我们认为，长期来看中资银行的信用成本向上提升空间并不很大。这一点会与市场上的很多观点相左。我们的观点是，未来信用成本的波动仍然是银行业绩周期性的主要影响因素，在经济下行阶段，银行信用成本将会有明显上升要求；但长期来看，中资银行 ROA 的最大负面威胁主要还是利率市场化对净息差的影响，而非信用成本率偏低。

**表 12：信用成本小幅提高对 ROA 影响有限**

| 贷款信用成本率提高 | ROA 下降 |
|-----------|--------|
| 5BP       | 2BP    |
| 10BP      | 4BP    |
| 15BP      | 6BP    |
| 20BP      | 8BP    |

资料来源：东方证券研究所

### 3.5 总结：长期内 ROA 可能有 17BP 的下降

至于第五个 ROA 决定因素：有效税率，通常相对稳定且国别间差异较小，因此不展开讨论。总结起来，中资银行将面临如下的 ROA 构成变化：

**表 13：长期内中资银行 ROA 构成将有明显变化**

|        | 营业收入     |                   |                         | 营业支出       |                      | 营业利润/                   | 有效      | ROA       |
|--------|----------|-------------------|-------------------------|------------|----------------------|-------------------------|---------|-----------|
|        | 净息差<br>① | 非息收入/<br>总资产<br>② | 营业收入/<br>总资产<br>③ ≈ ①+② | 成本收入比<br>④ | 全生息资产的<br>信用成本率<br>⑤ | 总资产<br>⑥=③*(1-<br>④)- ⑤ | 税率<br>⑦ | ⑧=⑥*(1-⑦) |
| 2009 年 | 2.24     | 0.56              | 2.60                    | 40.81      | 0.25                 | 1.29                    | 22.56   | 0.99      |
| 长期     | 1.72     | 0.96              | 2.53                    | 46.0       | 0.30                 | 1.06                    | 22.56   | 0.82      |

资料来源：东方证券研究所

结论包括：（1）长期内中资银行的 ROA 可能从当前的 0.99% 下降至 0.82%；（2）其中，利率市场化是最大的负面因素；（3）而手续费收入是最主要的提升因素，但看起来难以完全抵消利率市场化的影响。

## 4、杠杆率：在 2009 年的基础上将有一定下降

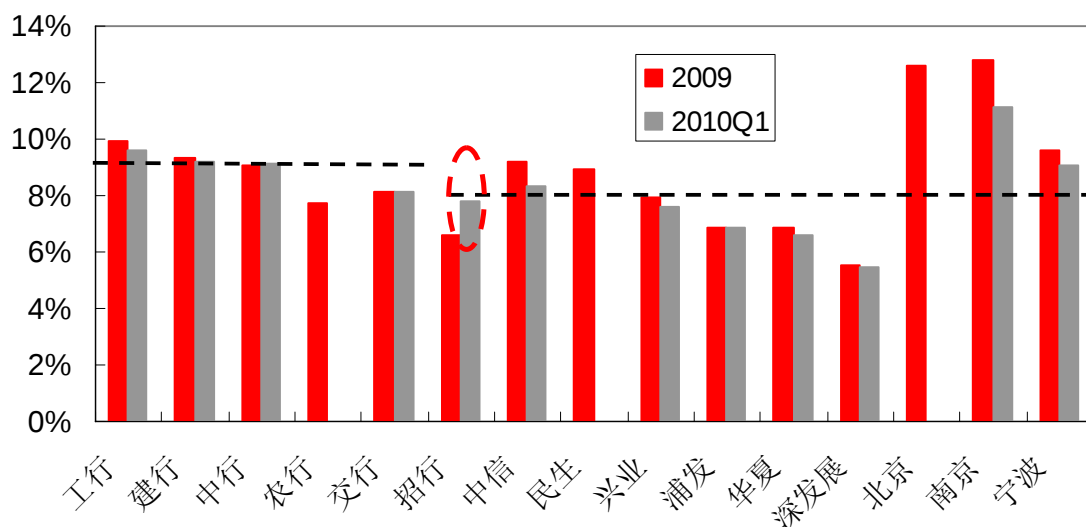
在杠杆率分析的三个要素中，资产风险系数将因巴塞尔 II 协议的实施而提高，核心资本充足率则会在 2009 年的基础上继续提高，这些都意味着中资银行杠杆率的进一步下降。

（1）资产风险系数提高是趋势。中资银行目前正从巴塞尔 I 过度到巴塞尔 II。巴塞尔 I 主要覆盖信用风险和市场风险，巴塞尔 II 将覆盖扩大至操作风险，而即将出台的巴塞尔 III，可能进一步将流动性风险纳入计量范围，并提高资产的风险系数。

从目前了解的情况来看，在首批实行巴塞尔 II 协议的 7 家银行中，大多数都可能因实行新资本协议而造成核心资本充足率下降。例如，近期中行表示，可能因为实现巴塞尔 II 而导致核心资本充足率下降 30-40BP，这就意味着资产风险系数将有 3-4% 的上升。

（2）核心资本充足率水平将在 2009 年的基础上有所提高

目前银监会的资本监管要求是大银行和中小银行分别达到 11.5% 和 10% 的资本充足率要求，同时银监会又要求银行核心资本占总资本的比例不低于 80%，这就意味着要求大银行和中小银行的核心资本充足率不能低于 9.2% 和 8.0%。2009 年底，14 家上市银行中有 7 家低于以上资本要求。同时，如果考虑到银行不可能长期趴在最低资本要求上而需要留足一定安全边际，比如我们可以设定该安全边际为 0.5 个百分点或 1 个百分点，则需要再融资的银行家数进一步增加到 8 家和 10 家。

**图 13：2009 年底，多家银行距离银监会的资本要求都存在差距**


资料来源：上市公司，东方证券研究所

资本充足率要求会使得银行杠杆下降至什么程度？我们假设银行都精确地实现目标核心资本充足率：资本不足的银行进行再融资，资本过剩的银行回购股票，则在 0.5 和 1 个百分点的安全边际基础上，银行的财务杠杆率将分别从 18.10 倍下降至 17.40 和 16.65 倍。我们更倾向于采用后者作为长期杠杆率的估计。

**表 14：银行为了满足当前监管要求，杠杆率需要从 18.1 倍下降至 17 倍左右**

|     | 融资前   |       | 加 0.5 个百分点的安全边际 |         |          | 加 1 个百分点的安全边际 |        |          |
|-----|-------|-------|-----------------|---------|----------|---------------|--------|----------|
|     | CCAR  | 财务杠杆率 | 目标 CCAR         | 需要融资    | 融资后财务杠杆率 | 目标 CCAR       | 需要融资   | 融资后财务杠杆率 |
| 工行  | 9.90% | 17.49 | 9.7%            | -120.62 | 17.79    | 10.2%         | 175.45 | 17.07    |
| 建行  | 9.31% | 17.32 | 9.7%            | 202.70  | 16.75    | 10.2%         | 462.58 | 16.07    |
| 中行  | 9.07% | 16.99 | 9.7%            | 326.63  | 16.04    | 10.2%         | 584.82 | 15.36    |
| 交行  | 8.15% | 20.20 | 9.7%            | 292.49  | 17.29    | 10.2%         | 386.84 | 16.53    |
| 招行  | 6.63% | 22.29 | 8.5%            | 217.43  | 18.25    | 9.0%          | 275.52 | 17.41    |
| 中信  | 9.17% | 17.27 | 8.5%            | -69.32  | 18.44    | 9.0%          | -17.96 | 17.56    |
| 民生  | 8.92% | 16.20 | 8.5%            | -42.23  | 16.97    | 9.0%          | 7.46   | 16.08    |
| 兴业  | 7.91% | 22.35 | 8.5%            | 42.07   | 20.94    | 9.0%          | 77.72  | 19.89    |
| 浦发  | 6.90% | 23.88 | 8.5%            | 151.06  | 19.72    | 9.0%          | 198.26 | 18.71    |
| 华夏  | 6.84% | 27.96 | 8.5%            | 71.56   | 22.80    | 9.0%          | 93.15  | 21.61    |
| 深发展 | 5.52% | 28.72 | 8.5%            | 107.04  | 19.20    | 9.0%          | 125.01 | 18.21    |

|        |        |       |      |         |       |      |         |       |
|--------|--------|-------|------|---------|-------|------|---------|-------|
| 北京     | 12.57% | 14.20 | 9.0% | -103.41 | 19.22 | 9.5% | -88.93  | 18.30 |
| 南京     | 12.77% | 12.42 | 9.0% | -34.04  | 16.93 | 9.5% | -29.53  | 16.14 |
| 宁波     | 9.58%  | 16.77 | 9.0% | -5.62   | 17.73 | 9.5% | -0.76   | 16.89 |
| 上市公司总计 | 8.98%  | 18.10 |      | 1035.73 | 17.40 |      | 2249.63 | 16.65 |

资料来源：东方证券研究所

注：发展较快的城商行需要保持更高的资本水平以降低融资频率，因此我们小幅提高了他们的目标核心资本充足率

因此，一方面为了满足当前银监会的资本要求，银行的杠杆率将被迫从 1.81 倍下降至 17 倍左右；另一方面，巴塞尔 II 的逐步实施以及巴塞尔 III 的可能实施，都将长期提高银行的资产风险系数，从而进一步降低银行的杠杆率。巴塞尔委员会近期还表示，将首度规定全球银行业者普遍适用的杠杆比率要求，最快于 2018 年生效。行业去杠杆化的压力将长期存在。

## 5、ROE 结论及相关推论

### 5.1 长期 ROE 可能下降至 14%左右

根据前述的两个结论：（1）长期 ROA 将从 0.99%下降至 0.82%；（2）长期杠杆率将从当前的 18.1 倍下降至 16.65-17.4 倍；我们可以得出长期 ROE 可能从目前的 18.71%下降至 14%左右（13.65%-14.27%）。

不过从短期来看，ROA 的下降还不至于发生，甚至 2010 年息差 10BP 左右的反弹还可能略略推高 2010 年的 ROA 水平；但此番银行再融资潮之后杠杆率的下降将得以实现。预计短期内银行的 ROE 大约在 17%左右的水平。

### 5.2 可持续规模增速短期内下降至 12%，长期内下降至 10%以内

长期内 ROE 的下降也会降低对规模增长的支持能力。根据  $g = ROE \times (1 - D)$  测算，假设 30%的分红率，资本可持续的规模增速将从 13%下降至 10%左右（9.56%-9.99%）。

短期来看，如果银行业 ROE 维持在 17%左右，则可持续增速将在 12%左右。

### 5.3 今后每年融资需求在 500 亿元左右

由于银行减杠杆导致内生增长减弱，因此虽然中期来看贷款增速将随着 GDP 增速放缓而下降，银行仍然将面临持续的资本缺口。

根据过去几年的经验，中国银行业贷款的增速大体等于实际 GDP 增速+通胀率+固定系数，这个固定系数在 2-3%左右。如果假设中国经济增速下滑至 9%，通胀率在 2-3%，那么银行的贷款增速将下滑到 14%左右，这一水平仍略高于银行 12%的可持续增速，这意味着每年银行都需要额外的资本注入。

根据 2009 年底的数据测算，我们测算每年融资需求在 470 亿元，且将每年以 14% 的速度递增。

## 5.4 战略转型压力加大，银行未来业务模式分化将加速

行业的这些长期趋势使得银行战略转型的压力空前之大。走规模扩张的传统对公信贷增长路径局限性日益明显：（1）大中型对公客户将是受到脱媒化和利率市场化影响最显著的客户群；（2）去杠杆背景下，快速规模增长对资本的消耗显著加大。

因此，商业银行将不得不寻求盈利模式的切换，以（1）降低对资本的消耗速度；（2）应对未来利率市场化和脱媒化的冲击。参考国际经验，并结合业界最近 10 年来战略转型的实践，目前比较有希望的盈利模式主要是（1）零售理财。典型业务模式是为高净值客户提供财富管理服务，通过咨询和产品销售获得收入。承担较低的信用风险敞口，但人员成本占比比较高。目前中国居民收入的快速增长以及财富分配的两极分化使得该业务模式颇具潜力。在银行的社会责任影响下目前零售银行业出现的“一九现象”表明做零售一定要做高端，而不能着眼于走量。（2）消费信贷。典型产品包括信用卡、车贷，收益高但坏账率也偏高。美国银行业将这一模式发挥到了极致。但由于高度依赖于消费文化，在当前中国的空间相对较小。“卡奴”现象还使得该模式面临社会舆论的道德压力。（3）小企业贷款。通过业务模式创新，进入传统对公模式下难以处理的小企业融资需求。小企业面临缺乏有效抵押品、单笔规模过小等问题，而通过批量化处理和数量化，银行可以克服以上障碍，从而享受这个细分市场的高议价能力。（4）综合经营。顺应直接融资占比长期上升的市场机遇，进入投行、经纪、保险、信托、资产管理等领域，从融资中介转为服务中介。由于进入新的业务领域可以发挥银行在渠道和客户上的优势，因此多元化的过程将产生新的收益， $1+1>2$ 。

我们尝试着将上述模式的不同财务特征描述如下。总的来说，对于中资银行来说，这些新的业务模式容量都相对有限，难以满足所有银行的转型要求，也就是只有少数银行能够有效地实现华丽转身。但从另外的意义上说，未来中资银行同质化程度将明显降低，盈利模式和财务特征将日益多元化。

**表 15：我们对不同银行业务模式的总结**

|        | 净息差 | 非息收入占比 | 信用成本 | 成本收入比 | 资本占用 | 增加值 |
|--------|-----|--------|------|-------|------|-----|
| 传统对公业务 | 中   | 低      | 中    | 低     | 中    | 低   |
| 零售理财   | 中   | 高      | 低    | 高     | 低    | 高   |
| 消费信贷   | 高   | 中      | 高    | 高     | 低    | 中   |
| 小企业贷款  | 高   | 中      | 高    | 高     | 低    | 高   |
| 综合经营   | 中   | 高      | 低    | 中     | 低    | 中   |

资料来源：东方证券研究所

## 6、另一种视角：RoRWA

在本文的前半部分，我们通过解构 ROE 来建立一个全面的 ROE 分析框架，拆分了银行的资产收益性与杠杆率，并以此描述不同类型的银行。但我们同样需要一个“结构”的指标来链接资产的收益性与杠杆率，这样一个指标在我们进行绩效比较和估值评估方面将有重要的作用。这样一个指标就是我们曾于 2008 年 10 月在《透视财务杠杆背后的银行真实价值》一文中提出的 RoRWA 指标。

## 6.1 资产风险系数的差异化将使得 RoRWA 更具优越性

让我们来看看 ROE、ROA 和 RoRWA 三个指标：

ROE 是最有用，却也是最没用的指标。说它最有用，因为它可以用于跨行业比较，也可以用于评估估值中枢；说它最没用，是因为它受到杠杆率的显著影响，而在银行这么一个资本驱动的行业，高杠杆率造成的 ROE 是不可持续的。

正因此，在 A 股银行业的研究体系中，ROA 日益替代了 ROE，PB/ROA 日益替代了 PE。ROA 基本上剔除了杠杆率的影响，因此对于评估银行间差异和估值来说更加合理。

但 ROA 也并非完美，最主要是由于该指标还是因袭制造业的指标体系，但没有考虑到银行业的特点：不同资产的风险权重是不同的。这个缺陷在目前看来并不明显，因为中资银行的资产风险系数都很接近（这是因为目前中资银行的资产配置结构比较类似，并且在巴塞尔 I 的框架下，各贷款类别的风险系数差异很小）

**表 16：中资银行当前的资产风险系数差异不大，因此 ROA 与 RoRWA 排序基本没有差异**

|        | 2007   | 2008   | 2009   |
|--------|--------|--------|--------|
| 工行     | 51.47% | 49.44% | 50.93% |
| 建行     | 56.56% | 56.25% | 54.54% |
| 中行     | 65.42% | 59.43% | 61.06% |
| 农行     |        | 49.48% | 49.93% |
| 交行     | 58.23% | 52.27% | 57.88% |
| 招行     | 53.92% | 59.44% | 56.95% |
| 中信     | 62.41% | 63.57% | 58.40% |
| 民生     | 63.20% | 73.76% | 71.20% |
| 兴业     | 48.22% | 50.85% | 54.01% |
| 浦发     | 60.75% | 57.94% | 58.62% |
| 光大     | 50.68% | 58.39% | 58.95% |
| 华夏     | 49.58% | 48.46% | 51.13% |
| 深发展    | 62.77% | 59.87% | 62.20% |
| 北京     | 45.29% | 46.61% | 54.56% |
| 南京     | 46.73% | 54.54% | 61.04% |
| 宁波     | 55.43% | 60.02% | 60.73% |
| 上市公司总计 | 55.38% | 56.27% | 57.63% |

资料来源：东方证券研究所

但由于中资银行未来的业务模式将日益差异化，并且巴塞尔 II 将从明年开始实施，ROA 的局限性也将益加明显。当资产的风险系数发生分化而导致 ROA 与 RoRWA 排序产生差异时，RoRWA 的结果更加可靠，因为该指标不仅考察了资产的盈利能力，还兼顾了资产的资本占用情况。

总结 RoRWA 的优越性：（1）联接了 ROA 与杠杆率；（2）是不同业务模式的银行间更有效的比较指标。而 RWA 这个指标的意义在于：（1）是资本监管的基础，受到监管层的背书。（2）帮助我们更有效衡量资产的风险性，特别是对于实施了巴塞尔 II 的银行来说更是如此。

## 6.2 用 RoRWA 来刻画银行的增长路径

RoRWA 可以帮助我们更好地理解银行的增长路径。我们把 EPS 拆解为：

EPS = 净利润 / 股本

= (净利润 / 加权风险资产) × (加权风险资产 / 核心资本) × (核心资本 / 股本)

= RoRWA × (1 / 核心资本充足率) × BVPS × 有效净资产系数

（1）依赖于再融资的规模扩张路径。大多数中小银行的增长速度超过内生资本积累速度，在保持 RoRWA 的前提下，这会导致核心资本充足率的不断被摊薄，而该过程对 EPS 有提升作用。之后银行再通过高 PB 融资来增厚 BVPS。这一循环的两个阶段都对股东的 EPS 成长有正面作用，但对二级市场会构成更频繁的扰动。大多数中资银行目前都依循这一路径实现增长。虽然该增长方式下不断的再融资会导致股东收益(EPS)的增长跟不上净利润增速，但仍然将高于仅靠内部利润留存积累的增长速度，即：

$ROE \times (1-D) < \Delta EPS / EPS < \text{净利润增速}$

因此，在判断以城商行为代表的此类规模扩张型银行的时候，我们一方面不能忽视核心资本充足率下降导致的再融资对股东权益的摊薄，但另一方面也应该认识到这种增长方式依然帮助提升了老股东所享有权益的增长速度，因此是创造价值的。

不过这种规模扩张的过程有一个前提，即 RoRWA 的可持续性，换言之，是盈利模式的可复制性。规模扩张中这种可复制性可能遭遇 4 方面瓶颈：（1）存款瓶颈。相对于贷款，存款资源的拓展难度往往更大，特别是优质的零售存款、活期存款。存贷比的上升会降低息差。（2）贷款质量瓶颈。规模增长不能以牺牲风控为代价。（3）费用瓶颈。过去某些银行的规模扩张高度依赖人力资源掠夺战略：即以高薪资吸引他行人才，并带来客户资源流入。这种增长方式虽然贡献了规模高增长，但不断提高的成本收入比会侵蚀 RoRWA。（4）资本瓶颈。特别是在杠杆率限制加强了之后，规模增长对资本的需求明显上升。相信这也是 2010 年以来我们看到大量中小银行排队等待上市的重要原因。

（2）内生增长路径。即依赖于 RoRWA 的提升。这种提升可以是 ROA 的改善，或者资产风险系数的降低。管理提升、业务模式转型或资本的节约经营都能够对 RoRWA 产生促进。近年来国有银行的增长主要遵循该路径。对于股东来说，遵循这种增长路径的银行没有频繁的再融资压力，虽然利润增速相对偏慢，但也有不错的投资价值。

内生增长模式下，银行没有融资需求，其利润增速就是股东权益的增速：

$\Delta EPS / EPS = \text{净利润增速} = ROE \times (1-D)$

（3）自然增长。当 RoRWA 的改善空间已经相对有限，而规模增长也缺乏市场空间，银行将回归自然增长状态。这个时期可以观察到分红率的上升。

## 6.3 银行最合理的估值指标：PB/RoRWA

在 PE、PB/ROE、PB/ROA、PB/RoRWA 等估值指标中，PB/RoRWA 是最合理的。

PE 估值曾一度在 2005-2007 年风行，一方面由于当时的市场氛围，另一方面则由于 4% 的核心资本充足率要求尚不构成显著的资本压力，使得市场比较忽视杠杆趋同的必然性。但 2008 年的熊市使得市场更侧重通过 PB 来寻找底部，并对银行 ROE 的周期性有了深刻的认识。

如果要剔除 ROE 的周期性对估值指标构成的扰动，我们可以采用 PB/ROE，其中对 ROE 采用完整周期的平均。这一估值方式在本质上与 PE 相同，不同的是筛除了周期性波动的影响。但最大问题是没有把握银行这个资本驱动型行业的本质，即杠杆趋同的必然性。

如果短期内高杠杆造成的高 ROE 是不可持续的，那么我们将不得不转而采用 PB/ROA，以剔除杠杆率构成的扰动。同样地，通过对完整周期的 ROA 进行平均我们还可以剔除周期性的影响，以避免在牛市高估那些业绩高周期性的个股。

但 PB/ROA 也不是完善的指标。虽然目前 A 股银行的资产风险系数差别不大，但我们通过国际比较已经看到了不同经营模式下的银行，资产风险系数可以有巨大的差异，如美国与法国之比较。而随着（1）中资银行经营模式分化加剧；（2）巴塞尔 II 的实施，银行间 ROA 与 RoRWA 的差异会越来越显著。

因此，在 2008 年 10 月份的《透视财务杠杆背后的银行真实价值》对银行估值指标进行理论探讨，并尝试推荐了 PB/RoRWA 之后，我们再次向市场推荐这一指标。虽然 RoRWA 并不如 ROA 那般被投资者所熟悉，但却比后者更贴合银行业的本质。相比其他估值指标，PB/RoRWA 的优越性体现为：（1）剔除周期性影响；（2）剔除杠杆率差异；（3）更体现监管要求和行业本质。

## 6.4 PB/RoRWA 估值应用中应注意的一个问题

回忆一下我们对 ROE 的拆分：ROA 与杠杆率，其中杠杆率我们又将其拆分为（1）资产风险系数；（2）核心资本充足率；（3）有效净资产率。RoRWA=ROA/资产风险系数，也就是说 RoRWA 兼顾了 ROA 与资产风险系数，在核心资本充足率趋同的前提下，RoRWA 衡量了长期内的 ROE 差异。

不过，以上逻辑是否有所遗漏？对了，就是我们目前还忽视了有效净资产率这个“鸡肋”。虽然说以国家为样本进行比较，该指标差异度确实很小，但个别银行间的差异却可能很大。在巴塞尔 I 和 II 的框架下，构成这种差异的主要有几个因素：（1）可供出售金融资产公允价值变动；（2）商誉；（3）未合并的权益投资。其中特别是商誉的影响比较大。那么怎么处理？我们建议的方式是将商誉从净资产中扣除，即采取调整后的 PB/RoRWA。

## 7、投资建议：当前估值合理，关注有战略空间的个股

### 7.1 银行股估值中枢为 2.0 倍 PB，1.8-2.4 为合理区间

基于我们此前的结论，即银行股 ROE 长期内看 14%，短期内看 17%，根据

$$PB = (ROE - g) / (r - g)$$

14%ROE 对应的银行合理估值在 1.8 倍 PB。

**表 17：长期 14% 的 ROE 对应一阶段 DDM1.8 倍 PB**

| PB    |   | r (%) |      |      |      |      |
|-------|---|-------|------|------|------|------|
|       |   | 8     | 9    | 10   | 11   | 12   |
| G (%) | 3 | 2.20  | 1.83 | 1.57 | 1.38 | 1.22 |
|       | 4 | 2.50  | 2.00 | 1.67 | 1.43 | 1.25 |
|       | 5 | 3.00  | 2.25 | 1.80 | 1.50 | 1.29 |
|       | 6 | 4.00  | 2.67 | 2.00 | 1.60 | 1.33 |
|       | 7 | 7.00  | 3.50 | 2.33 | 1.75 | 1.40 |

资料来源：东方证券研究所

但我们把 1.8 倍 PB 理解为银行股的估值下限，毕竟短期内银行股的 ROE 是 17% 而不是直接掉至 14%。假设一个三阶段的 DDM：

- (1) 3 年维持在 17%ROE 的第一阶段
- (2) 5 年的过渡期
- (3) 长期内 14% 的 ROE

我们算出的合理 PB 估值水平在 1.98 倍。

**表 18：三阶段 DDM 对应银行股 1.98 倍合理 PB**

| PB    |   | r (%) |      |      |      |      |
|-------|---|-------|------|------|------|------|
|       |   | 8     | 9    | 10   | 11   | 12   |
| G (%) | 3 | 2.29  | 1.85 | 1.55 | 1.32 | 1.14 |
|       | 4 | 2.73  | 2.13 | 1.72 | 1.44 | 1.23 |
|       | 5 | 3.47  | 2.54 | 1.98 | 1.61 | 1.35 |
|       | 6 | 4.95  | 3.22 | 2.35 | 1.84 | 1.5  |
|       | 7 | 9.39  | 4.58 | 2.98 | 2.18 | 1.71 |

资料来源：东方证券研究所

如果根据 17% 的 ROE，测算出的合理 PB 则在 2.4 倍。

**表 19：17% 的 ROE 对应 2.4 倍合理 PB**

| PB    |   | r (%) |      |      |      |      |
|-------|---|-------|------|------|------|------|
|       |   | 8     | 9    | 10   | 11   | 12   |
| G (%) | 3 | 2.80  | 2.33 | 2.00 | 1.75 | 1.56 |
|       | 4 | 3.25  | 2.60 | 2.17 | 1.86 | 1.63 |
|       | 5 | 4.00  | 3.00 | 2.40 | 2.00 | 1.71 |
|       | 6 | 5.50  | 3.67 | 2.75 | 2.20 | 1.83 |
|       | 7 | 10.00 | 5.00 | 3.33 | 2.50 | 2.00 |

资料来源：东方证券研究所

因此，我们认为银行股的合理估值水平在 2 倍 PB。1.8 倍 PB 是估值下限，即使悲观地认为银行当前因利率管制而享有的制度租是不可接受的，1.8 倍 PB 也是合理的。2.4 倍 PB 则是估值上限，对应的投资观点为乐观地认为银行目前的盈利能力长期内可以持续，中国政府将在分配次序上愿意牺牲一部分经济效率而长期扶持银行业，以避免金融危机的冲击。

目前银行股 2009 和 2010 年 PB 分别在 2.16 和 1.80 倍（不包括宁波银行），低估 5% 左右。

## 7.2 当前投资银行股的收益率略超过股权成本

我们可以用以下公式来估算投资银行股的回报：

$$\text{收益率} = \text{股息率} + \text{盈利增长} + \Delta \text{PE} - \text{股权摊薄}$$

根据 10.6 倍的 2010 年 PE 和 30% 的分红率假设计算，当前银行股的股息回报率总体大致在 2.8% 左右。

盈利增速则依赖于前提假设：若不发生利率市场化，行业的利润增速大体在 12-15% 区间；但利率市场化可能导致一段时期的零增长或者负增长。平均来看，长期利润的平均增速将低于资产规模增速，估计在 8-10% 左右。

PB 有 5% 的提升空间，不过估值修复的时间长短存在不确定性。

根据前述每年 460 亿元融资需求测算，每年股本摊薄平均在 1-1.5%。

算下来，银行股每年的投资收益率在 11% 左右。考虑到银行的 Beta 水平一般，这一收益率水平基本上略高于股权成本。

**表 20：银行股的 Beta 基本上等于 1**

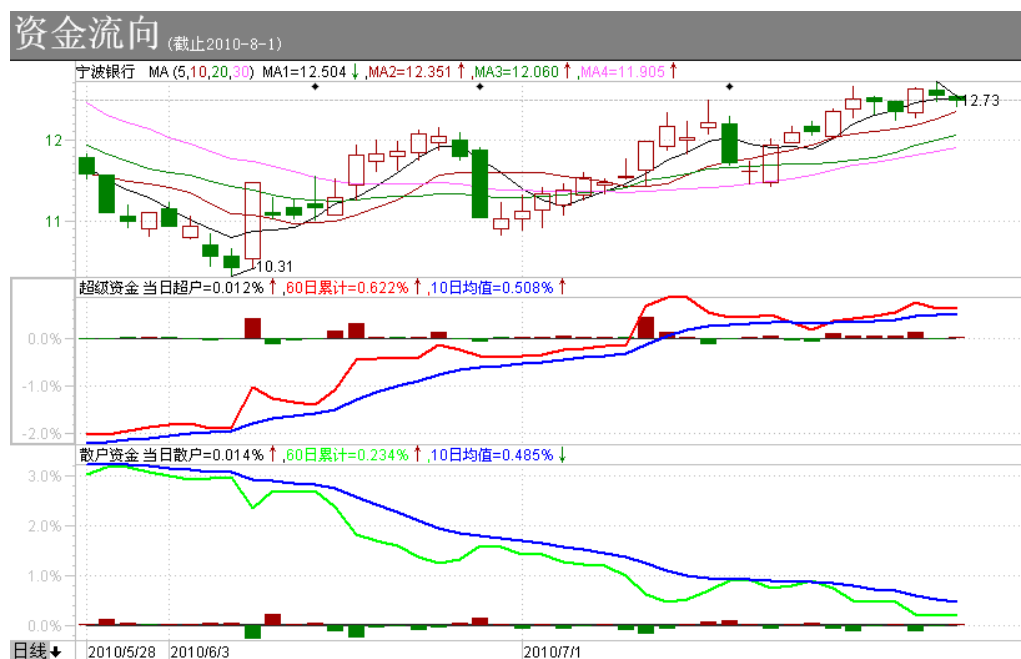
|     | 2008 年 1 月 1 日至今 |          |
|-----|------------------|----------|
|     | 原始 Beta          | 调整后 Beta |
| 工行  | 0.7986           | 0.8651   |
| 建行  | 0.8863           | 0.9238   |
| 中行  | 0.7871           | 0.8573   |
| 交行  | 1.0230           | 1.0154   |
| 招行  | 1.1398           | 1.0937   |
| 民生  | 1.0742           | 1.0497   |
| 中信  | 1.0555           | 1.0372   |
| 浦发  | 1.2190           | 1.1497   |
| 兴业  | 1.2062           | 1.1382   |
| 华夏  | 1.1727           | 1.1157   |
| 深发展 | 1.1699           | 1.1139   |
| 北京  | 1.0787           | 1.0528   |
| 南京  | 1.0689           | 1.0462   |
| 宁波  | 1.1256           | 1.0842   |

资料来源：东方证券研究所

### 7.3 个股分化将加大，看好战略有优势的银行

如前所述，随着战略转型的加速推进，未来中资银行的个体差异将显著扩大。另一个推动上市银行差异化的原因则是未来大量中小银行的上市。在未来日益多元化的上市银行个股选择中，我们将更加侧重两类银行：（1）RoRWA 高的银行，或（2）RoRWA 提升空间大的银行。RoRWA 高的银行，意味着内生增长能力强，投资者面临的再融资摊薄压力比较轻，未来进入自然增长阶段，亦可维持一个更高的分红率水平。RoRWA 提升空间大的银行，主要包括那些管理提升空间大、战略转型前景明朗的银行。特别是后一类银行，通常是更能带来投资机遇的。站在现在来看，未来有望通过战略转型而在利率市场化和脱媒化挑战下更好地生存下来的银行将包括交行、深发展、民生、招行和宁波。其中招行和宁波已经初步完成了各自的业务转型；民生从 2008 年开始找准了业务转型的方向，目前战略完成度也比较高；交行和深发展都已经取得了不错的成果，初步搭建了未来业务的框架，但还有一些瓶颈尚未突破。

附图：相关上市公司近期资金流向



## 资金流向

(截止2010-8-1)



## 资金流向

(截止2010-8-1)





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)