

银行业：中间业务阵地战，规模优势难撼动

行业分类：银行

2011. 05. 30

研究员：杜丽虹 S0640511010013

郭懿 S0640511010006

电话：010-84802074

联系人：刁志学

电话：0755-83689065

投资要点：

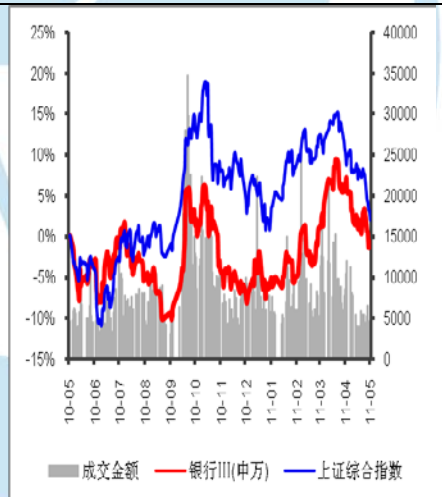
- ◆ 当前，中国银行业处于风险资本回报率的高峰，虽然贷款增速有所减缓，但再融资压力相应减小，即使考虑潜在风险的释放，上市银行平均的风险资本回报率也将达到 18.5%，在当前回报率下，上市银行平均估值达到 2.5 倍市净率。
- ◆ 巴塞尔协议 III 落实过程中更严格的资本充足率要求和拨贷比要求，会削弱中小银行在风险控制上的相对优势，杠杆率的降低使上市银行平均的风险资本回报率下降 1.5 个百分点至 17.0%，平均估值降低至 2.0 倍市净率。
- ◆ 负利率时代，其他金融机构的理财产品在竞争银行存款，利率市场化正在悄然推进。如果未来资金成本上升 30%，则上市银行平均的风险资本回报率会下降 4 个百分点至 13.0%，平均估值降至 1.2 倍市净率。
- ◆ 传统贷款业务的收益率在降低，但轻资本业务快速崛起，我们预期 5 年后上市银行平均的净手续费收入占比将从当前的 12% 提高到 25% 水平，部分银行达到 30% 以上，从而推动风险资本回报率提升 3 个百分点至 16.1%，平均估值达到 1.65 倍市净率。
- ◆ 轻资本变局中，大型零售银行单位产品的创新成本更低，短期内规模优势难以撼动；而对公银行中间业务增速更快，但融资顾问费与资金业务收益不稳定，创新空间受到政策限制，未来的成长空间在于立体投行和行业专业化的探索，关注民生银行模式探索。
- ◆ 目前上市银行平均估价 1.65 倍市净率，与我们的估值水平一致，市场整体估值合理。其中，工商银行、建设银行、招商银行、南京银行低估；民生银行、农业银行、浦发银行、北京银行估值合理；华夏银行、深发展高估。

银行业评级 增持

主要数据

上证指数	2710
行业指数	2259
总市值（亿元）	63271
流通 A 股市值（亿元）	31207
PB	1.65

近一年行业表现



正文目录

一、拨备与资金成本上升，重资本业务价值衰减，轻资本业务价值替代.....	4
1.1 当前风险资本回报率：18.5%	4
1.2 巴III对风险资本回报率的冲击：1.5个百分点.....	5
1.3 利率市场化对风险资本回报率的冲击：4个百分点.....	7
1.3.1 理财市场的发展与利率市场化的悄然推进.....	7
1.3.2 利率市场化的国际经验借鉴：净息差下降10-20%.....	8
1.3.3 利率市场化对风险资本回报率的冲击：4个百分点.....	9
1.4 轻资本业务对风险资本回报率的贡献：3个百分点.....	13
1.4.1 过去几年上市银行净手续费收入年均增长50%.....	13
1.4.2 轻资本业务占比将提升到30%以上.....	14
1.4.3 轻资本业务的回报率贡献：3个百分点.....	15
1.5 风险资本回报率排名：工行、建行、招行居前.....	15
二、规模优势难以撼动，轻资本业务图谋变局.....	17
2.1 规模瓶颈依然难以突破	17
2.2 对公业务的创新空间受到政策限制	19
2.3 变局：上市银行的中间业务“阵地战”	23
三、整体估值合理，工行、建行、招行、南京银行低估	27
3.1 当前风险资本回报率下合理估值：2.5倍.....	27
3.2 巴III影响下的合理估值：2.0倍	27
3.3 巴III影响+利率市场化冲击下的合理估值：1.2倍.....	28
3.4 巴III+利率市场化+轻资本业务扩张的合理估值：1.65倍.....	28
3.5 整体估值合理，工行、建行、招行低估.....	28

图表目录

表 1: 上市银行当前情况下的风险资本回报率	4
表 2: 巴塞尔协议III影响下, 上市银行风险资本回报率	6
表 3: 巴III+利率市场化影响下, 上市银行风险资本回报率	11
表 4: 巴III+利率市场化+轻资本业务增长情况下, 上市银行风险资本回报率	16
表 5: 上市银行手续费业务结构图	24
表 6: 上市银行 2010 年中间业务收入增长	26
表 7: 上市银行当前重点业务与 2010 年高增长业务对比	26
表 8: 上市银行合理估值与当前市净率	29
图 1: 上市银行当前情况下的风险资本回报率排名	5
图 2: 巴塞尔协议III影响下, 上市银行风险资本回报率	7
图 3: 银行理财产品对储蓄存款的替代	8
图 4: 美国利率市场化对银行实际净息差的影响	9
图 5: 中国的实际利率为负	10
图 6: 中国存贷款增速	10
图 7: 2011 年 1 季度上市银行存贷比	11
图 8: 巴III+利率市场化对上市银行风险资本回报率的影响	12
图 9: 过去 5 年上市银行的手续费净收入与利息净收入增长率对比	13
图 10: 16 家上市银行 2005 年的收入结构	14
图 11: 16 家上市银行 2010 年的收入结构	14
图 12: 巴III+利率市场化+轻资本业务增长对上市银行风险资本回报率的影响	15
图 13: 上市银行成本收入比	18
图 14: 上市银行净手续费收入占比	18
图 15: 上市银行储蓄存款占比	19
图 16: 上市银行活期存款占比	20
图 17: 上市银行 2010 年吸收存款的平均成本	20
图 18: 上市银行的存贷比	21
图 19: 上市银行的净手续费收入占比	22
图 20: 上市银行过去 5 年年均净手续费收入增速	23

一、拨备与资金成本上升，重资本业务价值衰减，轻资本业务价值替代

1.1 当前风险资本回报率：18.5%

2011 年将是银行业风险资本回报最好的年份，信贷紧缩下民间借贷利率普遍在两位数水平，银行净息差持续扩大，同时，对地方融资平台的清理和对地产开发贷、按揭贷门槛的提高，降低了潜在风险，而贷款增速的减缓则减轻了银行补充资本金的压力——2011 年，银行业将处于风险资本回报的高峰。

根据我们的测算，考虑潜在风险的释放，16 家上市银行当前风险资本回报率的均值为 18.5%，较 2009 年提高了 3 个百分点，其中，招商银行以 23.4% 高居榜首，兴业银行以 22.9% 排名第二，往后依次是工商银行、南京银行、宁波银行、深发展、中信银行、建设银行、浦发银行、北京银行、农业银行、交通银行、光大银行、民生银行、中国银行、华夏银行。

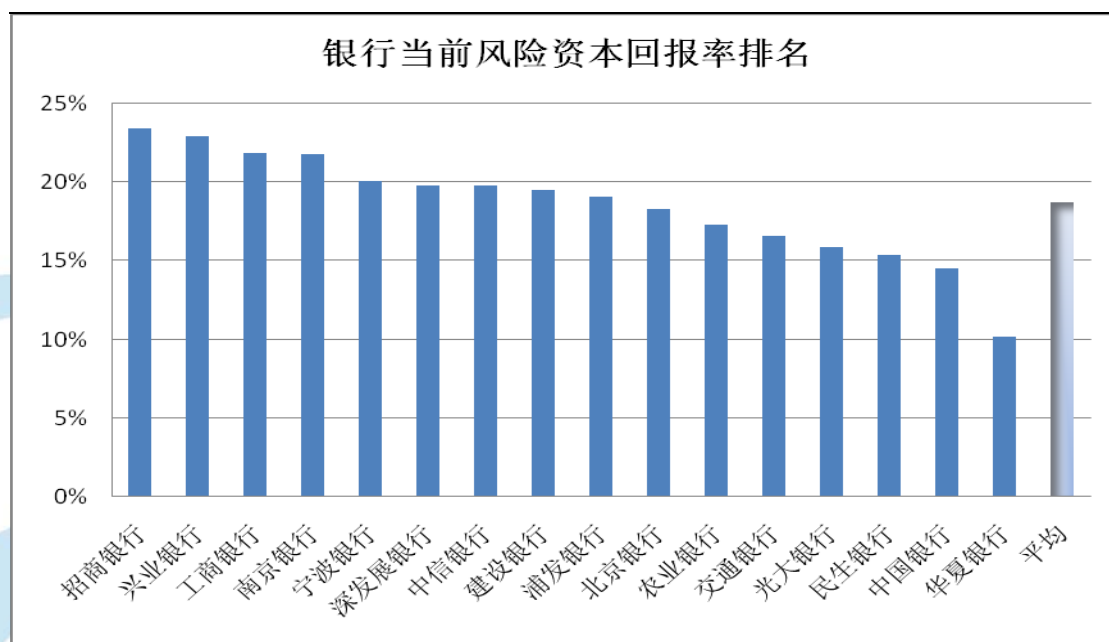
表 1：上市银行当前情况下的风险资本回报率

	当前情况下的风险资本回报率
招商银行	23.40%
兴业银行	22.90%
工商银行	21.90%
南京银行	21.80%
宁波银行	20.10%
深发展银行	19.80%
中信银行	19.80%
建设银行	19.50%
浦发银行	19.10%
北京银行	18.30%
农业银行	17.30%
交通银行	16.60%
光大银行	15.90%

民生银行	15.40%
中国银行	14.50%
华夏银行	10.20%
平均	18.73%

数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 1：上市银行当前情况下的风险资本回报率排名



数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

1.2 巴 III 对风险资本回报率的冲击：1.5 个百分点

金融海啸后，修订的巴塞尔协议 III 提高了对银行业的监管门槛，在此基础上，中国银监会将系统性重要银行的资本充足率门槛确定为 11.5%，非重要性银行的资本充足率要求则从当前的 10% 提高至 10.5%，同时，各家银行的拨贷比（贷款损失准备/贷款总额）不得低于 2.5%，上述新规在一定程度上提高了银行业的信用成本和资本需求。在具体落实过程中，监管机构对于系统性重要银行给出了 2 年的缓冲期，其他银行则给出了 5 年的缓冲期，缓冲期内，上市银行平均的风险资本充足率将下降 1.5 个百分点，至 17% 的水平。

在结构方面，鉴于巴 III 的核心思想就是“不相信”银行间自身风险控制能力的差异，

从而以“一刀切”的标准来替代差异化标准，结果在新规下，银行间风险控制能力的差异被弱化，低不良率的中小银行面临拨备上升的压力，受此影响，招商银行、兴业银行、深发展的风险资本回报率将下降 3-4 个百分点，其他银行的降幅普遍在 0-2 个百分点。

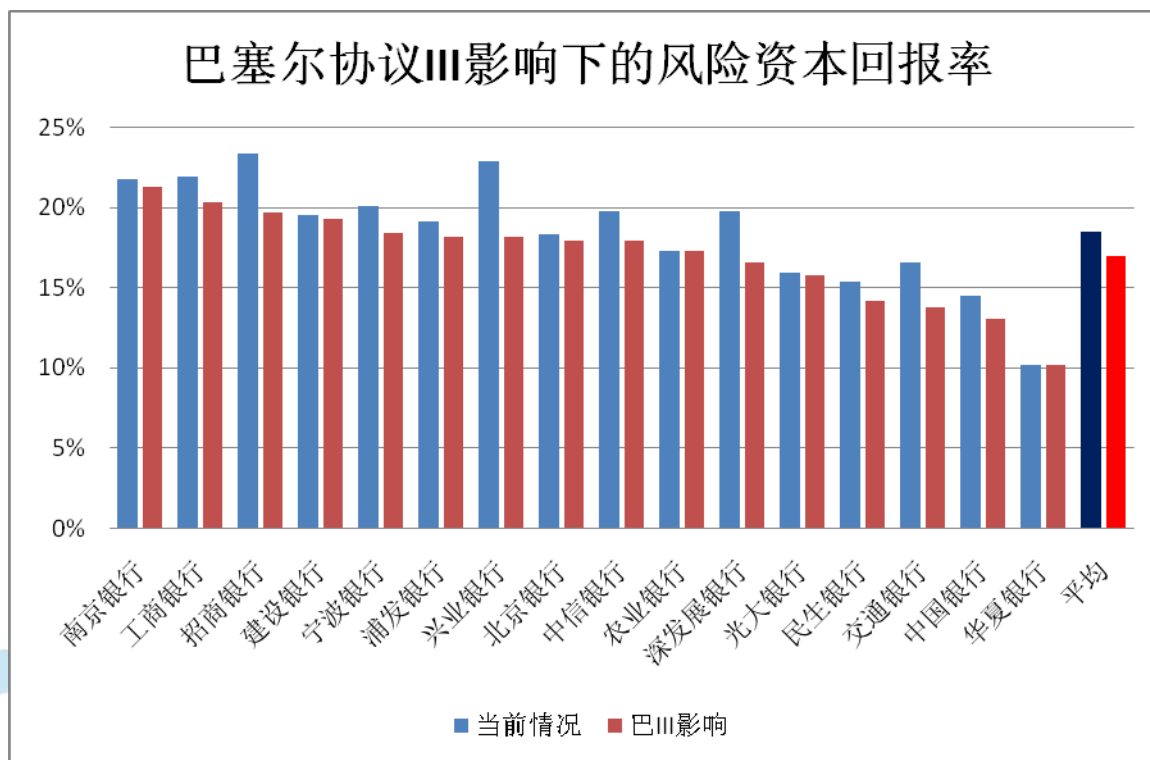
在监管新规影响下，风险资本回报率的排名，南京银行升为第一，工商银行第二，招商银行第三，建设银行第四，宁波银行第五。

表 2：巴塞尔协议 III 影响下，上市银行风险资本回报率

	巴塞尔协议 III 影响下的风险资本回报率
南京银行	21.3%
工商银行	20.3%
招商银行	19.7%
建设银行	19.3%
宁波银行	18.4%
浦发银行	18.2%
兴业银行	18.2%
北京银行	17.9%
中信银行	17.9%
农业银行	17.3%
深发展银行	16.6%
光大银行	15.8%
民生银行	14.2%
交通银行	13.8%
中国银行	13.1%
华夏银行	10.2%
平均	17.0%

数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 2：巴塞尔协议 III 影响下，上市银行风险资本回报率



数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

1.3 利率市场化对风险资本回报率的冲击：4 个百分点

1.3.1 理财市场的发展与利率市场化的悄然推进

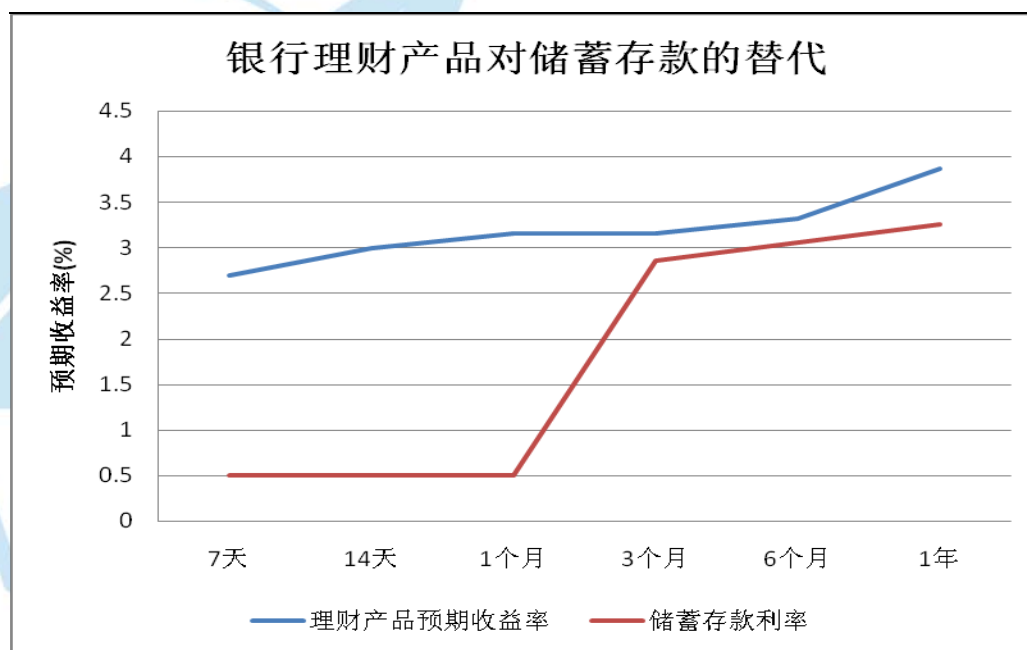
利率市场化是银行业发展的必然趋势。目前，我国贷款利率已基本实现市场化定价，企业协议存款也逐步实现市场化，只有居民储蓄存款的利率定价尚未放开。但在实际利率为负的背景下，非银行金融机构的投资理财产品对银行高端客户形成强有力竞争，银行存款的分流现象日益显现。

以信托产品为例，2010 年发起的非证券投资类信托产品 1500 多款，募集资金 2200 亿元，平均的预期年化收益率 7.8%，较 2010 年 1 年期银行存款利率均值高出 5.5 个百分点；2011 年信贷紧缩背景下，信托市场空前繁荣，截止 5 月 20 日，已成立的非证券投资类信托 1025 个，募集资金 1500 亿元，平均的预期年化收益率进一步上升到 8.3%，较 1 年期存款利率高出 5 个百分点，较 3 年期存款利率高 4 个百分点；此外，目前处于推介中的信托产品预期年

化收益率更高，平均达到 9%。尽管上述信托产品的起点金额通常在 100 万以上，并具有潜在的信用风险，但确实对银行大额存款形成了冲击。与信托产品相比，保险理财产品属于低风险、低收益产品，目前万能险结算利率普遍在 4.0% 水平，低于信托等产品，但比 1 年期存款利率仍高出 0.5-1.0 个百分点。

为了应对其他金融机构的存款争夺，银行自身也推出了多种形式的理财产品，过去 6 个月内新发行的银行理财产品有 9000 多种，其中 80% 以上为 6 个月内的短期理财产品，70% 以上产品的预期年化收益率在 3% 以上，其中 7 天期产品的预期年化收益率平均为 2.7%，14 天期产品平均为 3.0%，均显著高于活期存款利率，而 1 个月和 3 个月期产品的预期收益率均值都为 3.15%，也较 3 个月存款利率（2.85%）高出 30 个基点……理财产品对储蓄存款的替代也意味着某种形式的利率市场化正在悄然进行，银行的实际资金成本在上升。

图 3：银行理财产品对储蓄存款的替代



数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

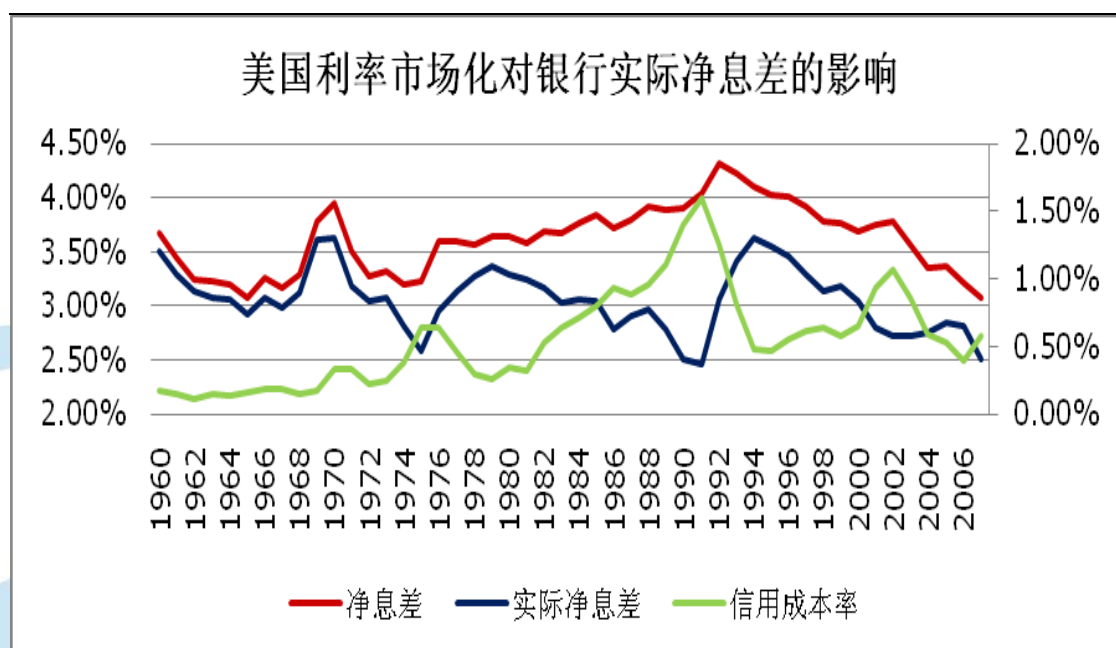
1.3.2 利率市场化的国际经验借鉴：净息差下降 10-20%

国际上，利率市场化初期，净息差下降 10-20%。

美国从 1970 年开始推行利率市场化，到 1986 年完成，历时 15 年，在推行利率市场化的

最初 3-4 年，银行净息差下降 75 个基点，降幅达到 18.9%。此后，净息差呈上升趋势，并逐步恢复到市场化之前水平，但信用成本率从 1970 年的 0.3% 上升到 1985 年的 0.8%，剔除信用成本后的实际净息差仍下降 20% 左右。日本、台湾的经验也显示，利率市场化的最初几年，净息差下降 10-20%。

图 4：美国利率市场化对银行实际净息差的影响

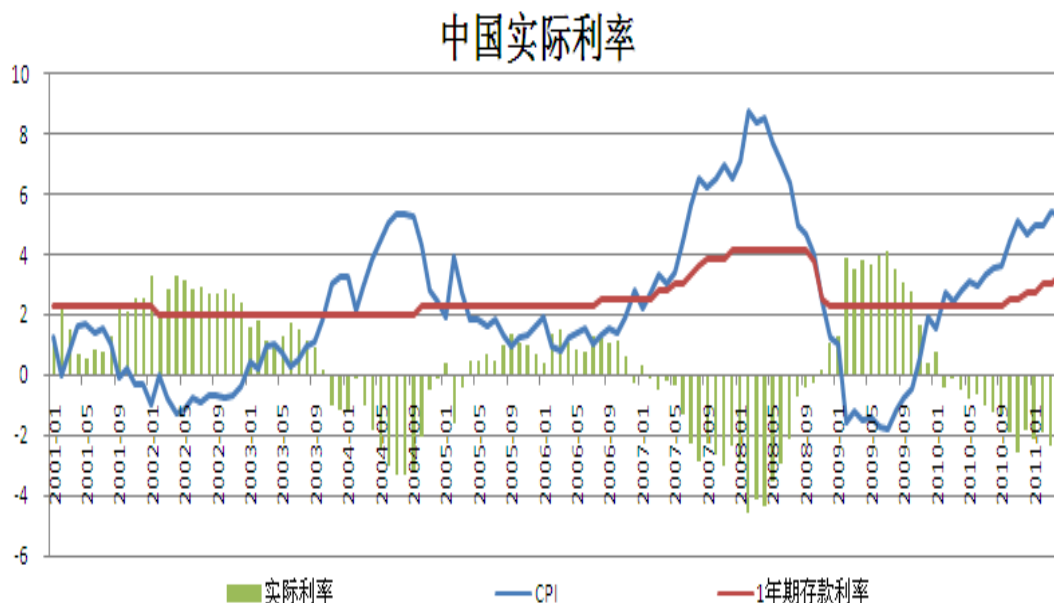


数据来源：CEIC，中航证券研究所，贝塔策略工作室

1.3.3 利率市场化对风险资本回报率的冲击：4 个百分点

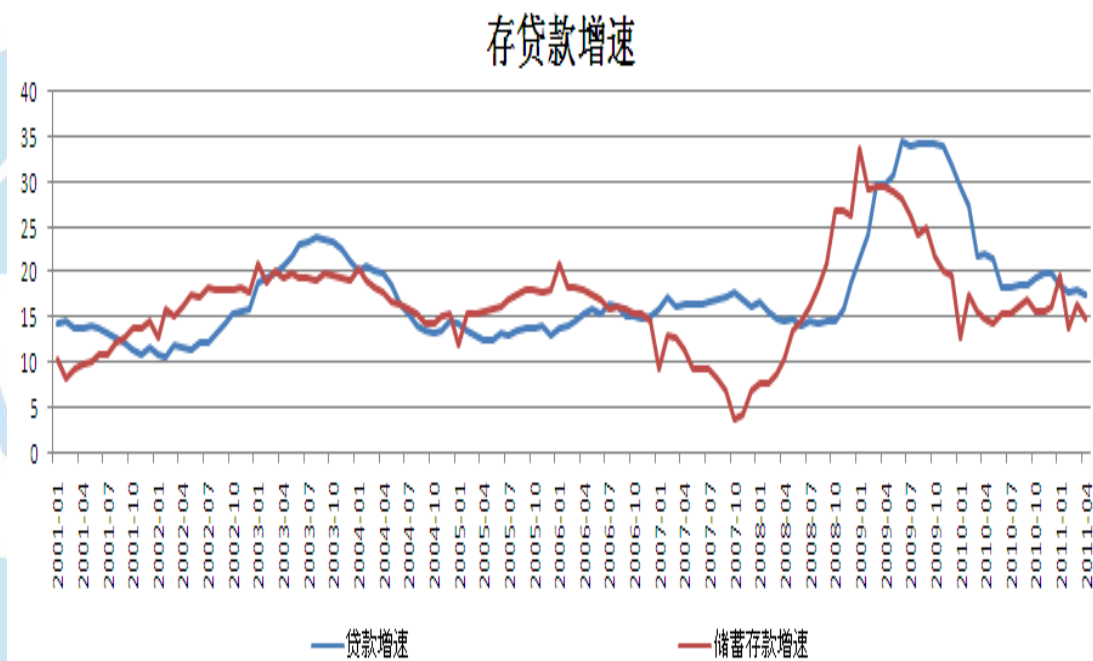
中国自 2010 年 2 月进入负利率时代以来，储蓄存款增速一直低于 20%，4 月储蓄存款还环比减少了 5000 亿；存款增速减缓导致多家银行逼近贷存比红线，一季报已有 2 家银行的贷存比超出 75% 的红线；进入 6 月份以后，银监会将对银行贷存比指标实行日监控，这意味着银行间的存款争夺将更为激烈。考虑到其他理财产品的收益率竞争，我们预期利率市场化过程中，银行的平均资金成本将上升 30%（1 个百分点）。

图 5：中国的实际利率为负



数据来源：WIND，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 6：中国存贷款增速



数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 7: 2011 年 1 季度上市银行存贷比



数据来源: 上市公司季报, 中航证券研究所, 贝塔策略工作室

在资本监管门槛提高和利率市场化的双重影响下, 上市银行平均的风险资本回报率将降低至 13.0%, 对储蓄存款依赖度较高的银行受冲击更大, 在综合考虑了资本门槛提高和资金成本提高双重因素后, 风险资本回报率的排名: 南京银行第一, 工商银行第二, 建设银行第三, 招商银行第四, 宁波银行第五

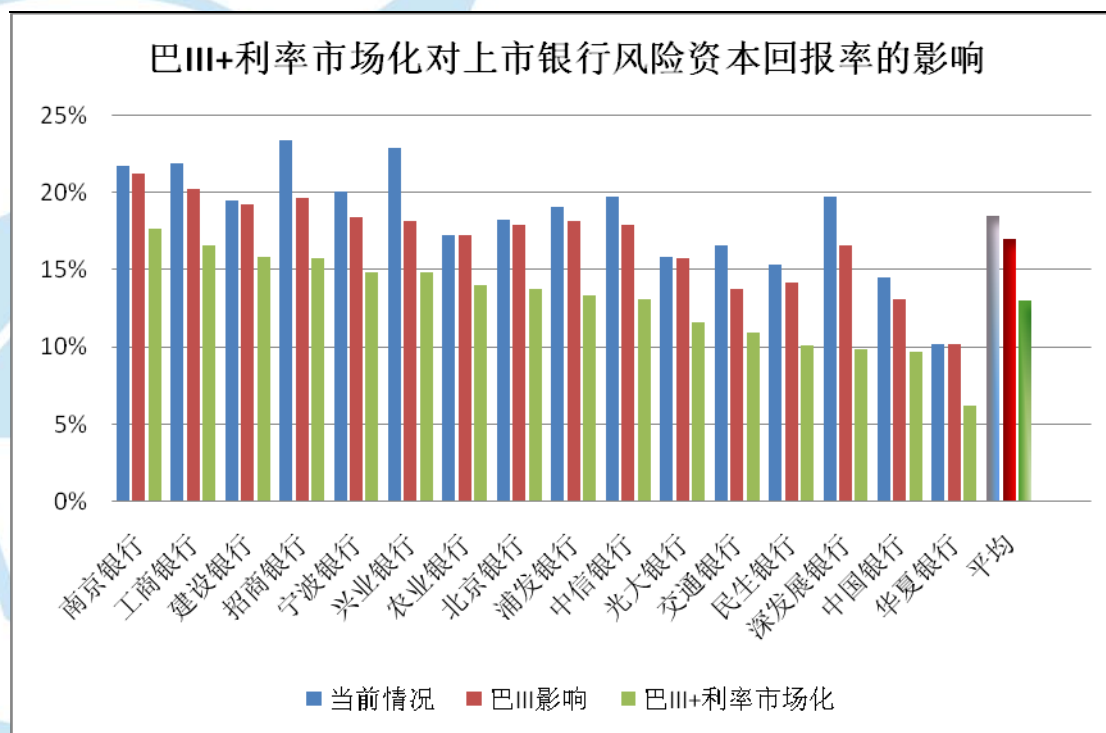
表 3: 巴 III+利率市场化影响下, 上市银行风险资本回报率

	巴 III+利率市场化影响下的风险资本回报率
南京银行	17.70%
工商银行	16.60%
建设银行	15.90%
招商银行	15.80%
宁波银行	14.90%
兴业银行	14.90%
农业银行	14.00%
北京银行	13.80%

浦发银行	13.40%
中信银行	13.10%
光大银行	11.60%
交通银行	11.00%
民生银行	10.10%
深发展银行	9.90%
中国银行	9.70%
华夏银行	6.20%
平均	13.04%

数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 8：巴 III+利率市场化对上市银行风险资本回报率的影响



数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

1.4 轻资本业务对风险资本回报率的贡献：3个百分点

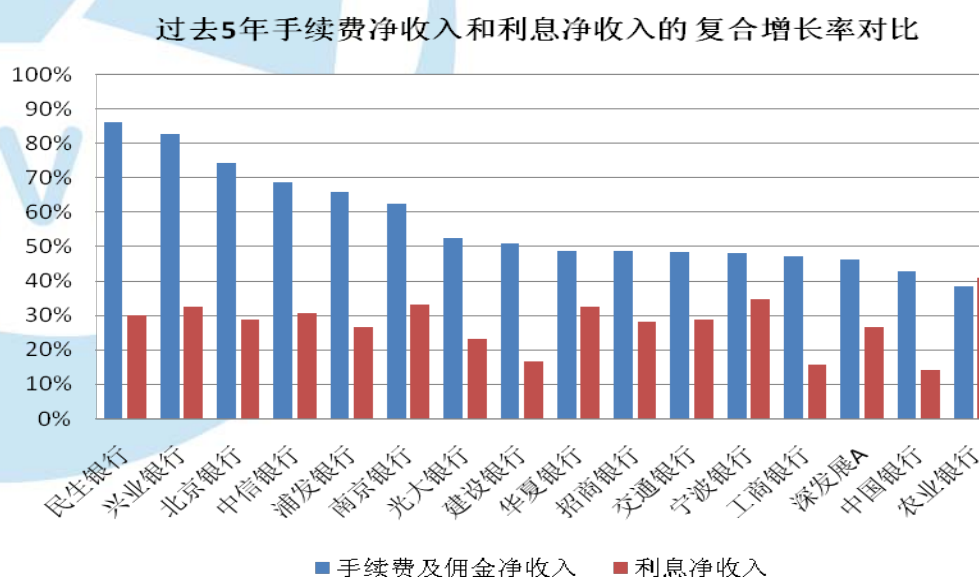
1.4.1 过去几年上市银行净手续费收入年均增长 50%

更严格的风险资本监管与利率市场化的潜在影响，意味着银行以贷款扩张为主、赚取净利差收益的“重资本”模式面临挑战，中国银行业正加速转向以中间业务增长为主、赚取手续费和佣金收入的“轻资本”模式。

过去 5 年，16 家上市银行平均的净手续费及佣金收入年均增长率为 49.8%，而同期利息净收入的平均增长率为 28.6%，手续费及佣金收入的增速显著高于净利息收入增长，结果，上市银行净利息收入在总收入中的占比（中位数）从 2005 年的 91.3% 下降到 2010 年的 86.0%，而净手续费及佣金收入的占比（中位数）则从 2005 年的 4.6% 上升到 2010 年的 12.2%。

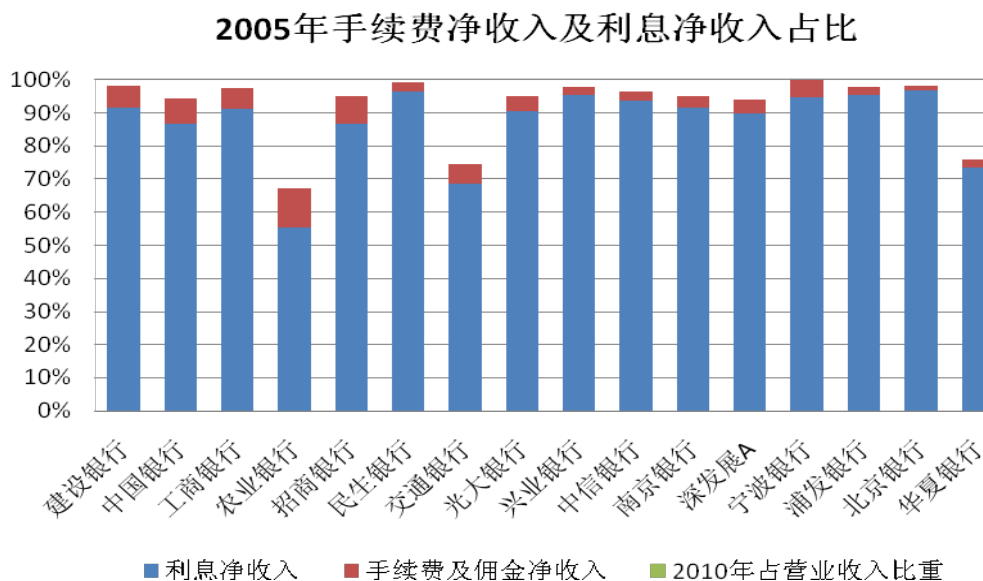
其中，民生银行的净手续费及佣金收入增速最快，达到年均 80% 以上，其次是兴业银行，北京银行、中信银行、浦发银行、南京银行、光大银行、建设银行的增速也都在 50% 以上，增速最慢的农业银行年均增长率也达到 38% 水平。高增长推动下，2010 年建设银行的净手续费及佣金收入占比突破 20%，其他三大国有银行和招商银行的净手续费收入占比在 15-20% 水平，民生银行在融资顾问费的推动下也使净手续费收入占比突破 15%。

图 9：过去 5 年上市银行的手续费净收入与利息净收入增长率对比



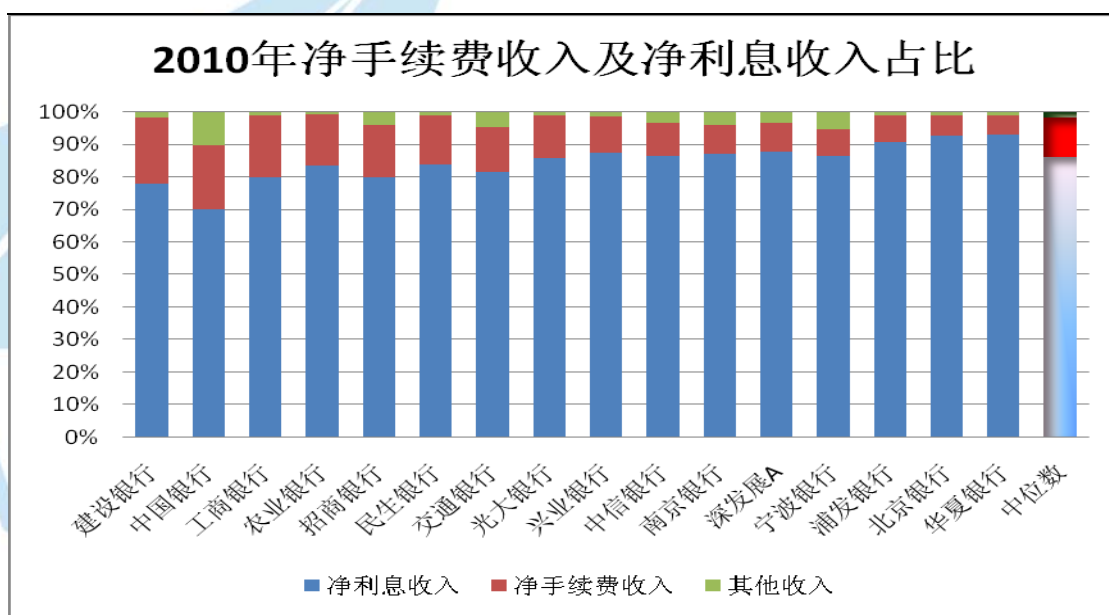
数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 10: 16 家上市银行 2005 年的收入结构



数据来源: 上市公司年报, 中航证券研究所, 贝塔策略工作室

图 11: 16 家上市银行 2010 年的收入结构



数据来源: 上市公司年报, 中航证券研究所, 贝塔策略工作室

1.4.2 轻资本业务占比将提升到 30%以上

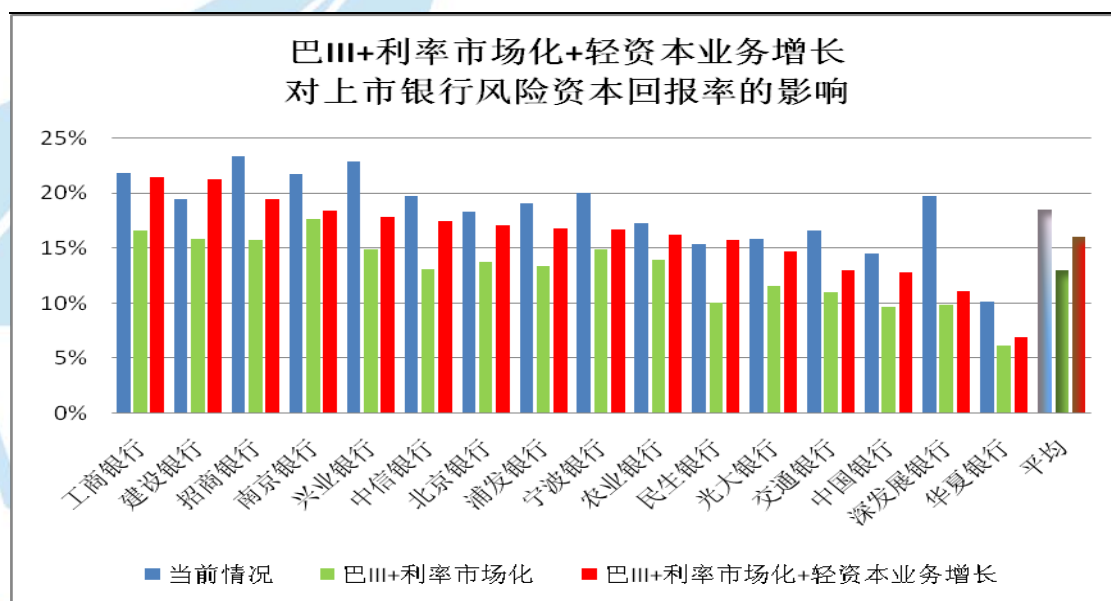
未来, 随着重资本业务拨备成本和资金成本的日益升高, 我们预期银行业将加速向轻资

本业务转型。以过去 5 年的历史增速计算，5 年后上市银行平均的净手续费及佣金收入在总收入中的占比将提高到 25% 水平，较 2010 年提升 10-15 个百分点。其中，工商银行、建设银行、中国银行，及其他中间业务增长较快的股份制银行，净手续费收入在总收入中占比将达到 30% 以上。

1.4.3 轻资本业务的回报率贡献：3 个百分点

根据我们的测算，净手续费收入在总收入中的占比每提高 5 个百分点，上市银行平均的风险资本回报率提高 0.8 个百分点，因此，即使考虑巴塞尔协议 III 和利率市场化的冲击，如果未来 5 年银行业能够继续保持轻资本业务的高增长态势，平均的风险资本回报率将恢复到 16.1% 水平，虽然低于当前水平，但较巴 III 和利率市场化冲击下的风险资本回报率均值提高 3 个百分点，其中，工商银行、建设银行、北京银行、民生银行的风险资本回报率恢复到当前的高峰水平。

图 12：巴 III+利率市场化+轻资本业务增长对上市银行风险资本回报率的影响



数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

1.5 风险资本回报率排名：工行、建行、招行居前

传统模式下，银行靠贷款增长和利差扩大推动利润增长，而贷款成本主要由两部分组成，一部分是资金成本，主要体现为吸收存款的利率成本和网点运营的管理成本，另一部分是信

用成本，表现为坏帐的拨备和公司整体的资本金准备。

随着金融体系的发展，巴塞尔协议 III 的落实将提高银行的信用成本，即，为防控信用风险，每 1 单位的贷款增长需要占用更多资本金，这将使上市银行平均的风险资本回报率降低 1.5 个百分点；另一方面，利率市场化的冲击将提高银行的资金成本，通胀预期下，存款成本也将随之上升，并导致上市银行风险资本回报率降低 4 个百分点。显然，以传统贷款为主的重资本业务收益贡献在降低。

在此背景下，以中间业务为代表的轻资本业务快速崛起，轻资本业务风险低、占用资本金少，能够有效提高银行的风险回报率。过去 5 年，上市银行平均的净手续费收入年均增长 50%，显著高于净利息收入年均 28% 的增幅，我们预期未来 5 年，银行轻资本业务将加速增长，使上市银行平均的净手续费收入占比从当前的 12% 提高到 25% 左右，部分银行提高到 30% 以上，从而推动风险资本回报率上升 3 个百分点。

新模式下，上市银行风险资本回报率的排名：工商银行第一，建设银行第二，招商银行第三，往后依次是南京银行、兴业银行、中信银行、北京银行、浦发银行、宁波银行、农业银行、民生银行、光大银行、交通银行、中国银行、深发展银行、华夏银行。

表 4：巴 III+利率市场化+轻资本业务增长情况下，上市银行风险资本回报率

	巴 III+利率市场化+轻资本业务增长
工商银行	21.50%
建设银行	21.30%
招商银行	19.50%
南京银行	18.40%
兴业银行	17.90%
中信银行	17.50%
北京银行	17.10%
浦发银行	16.80%
宁波银行	16.70%
农业银行	16.30%
民生银行	15.80%

光大银行	14.70%
交通银行	13.00%
中国银行	12.80%
深发展银行	11.10%
华夏银行	6.90%
平均	16.08%

数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

二、规模优势难以撼动，轻资本业务图谋变局

2.1 规模瓶颈依然难以突破

尽管我们对新监管形势下的资本需求与利率市场化潜在冲击进行了预估，但是中国银行业的规模瓶颈依然难以突破。

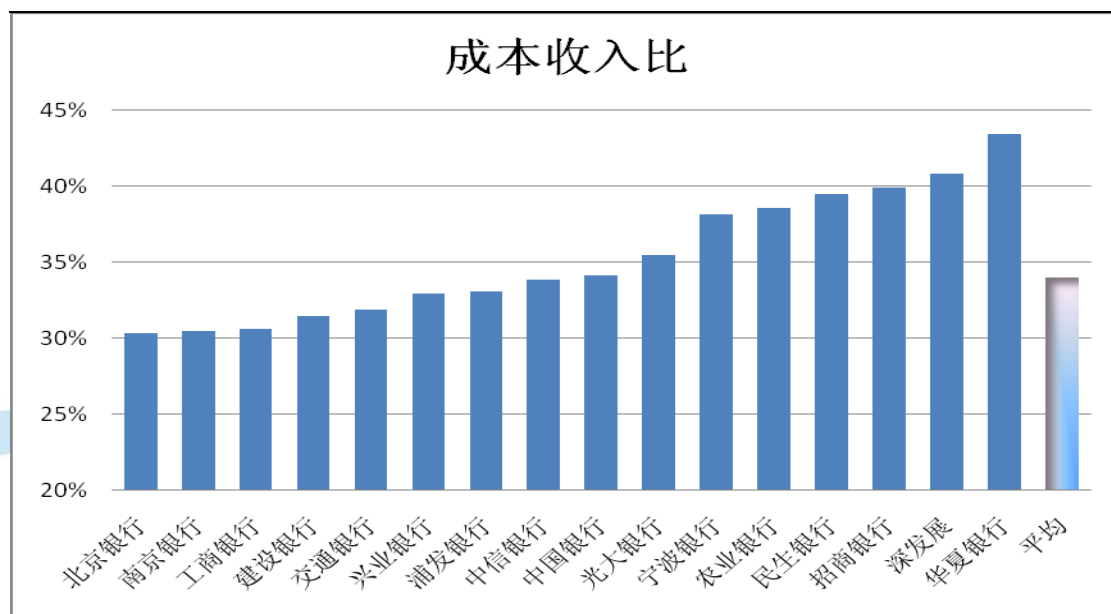
规模的优势主要表现为更低的成本收入比和更高的净手续费收入占比。2009年，上市银行成本收入比均值（中位数）为38.9%，2010年净息差的扩大和中间业务的发展使行业平均的成本收入比下降了近5个百分点，至34.0%，对息差敏感的银行降幅更大，其中，中信银行下降了6.1个百分点，招商银行也下降了4.3个百分点，结果，工商银行和建设银行的成本收入比优势弱化，但仍比民生银行、招商银行等低8-9个百分点，从而贡献了相同资本投入下更高的回报率。

如果说成本收入比方面，北京银行、南京银行等城商行还可以通过对区域市场的深耕来对抗四大行的规模效应，那么，在轻资本业务方面，四大国有银行的网点优势则更加显著，工商银行、建设银行、中国银行三家的净手续费收入在总收入中占比均在19%以上，即使是手续费业务增长最慢的农业银行，2010年的收入占比也达到15.88%，轻松超越了最早发展零售中间业务的招商银行。

未来，巴塞尔协议III的落实过程中，大银行的资本充足率要求不变，中小银行的资本充足率要求提高0.5个百分点，同时，所有银行的拨贷比均不得低于2.5%，这就意味着中小银行的风险控制优势也被弱化。

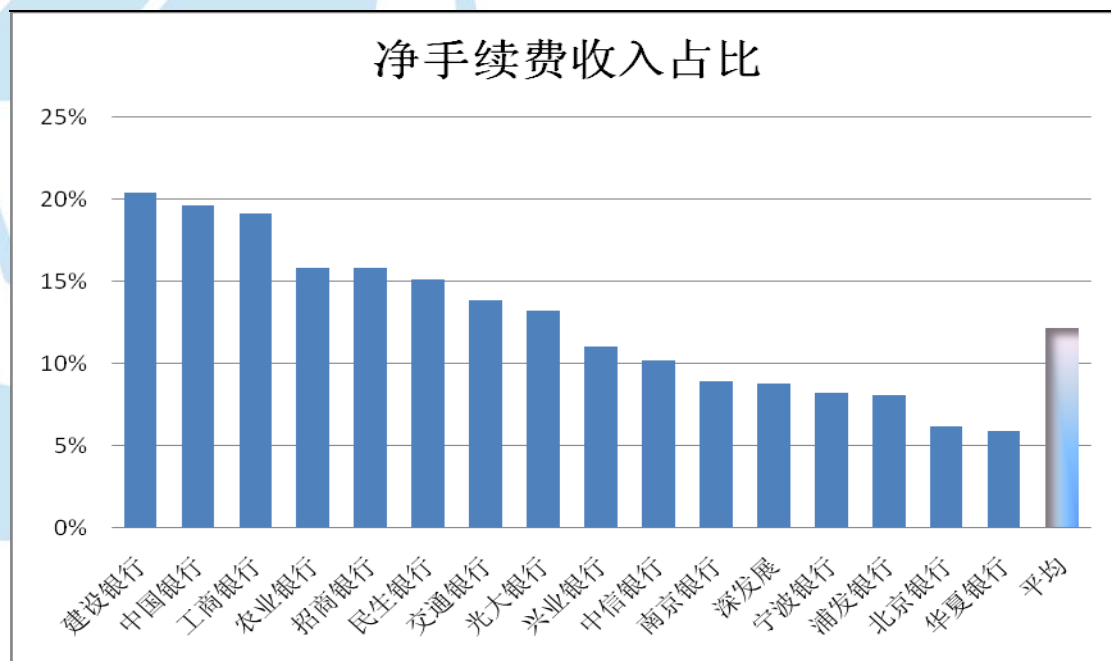
当然，利率市场化的进程中，中小银行可能把扩张网点的成本转化为利率溢价来吸引存款，而大型银行由于储蓄存款占比更高，所以，对资金成本的变动更加敏感，但更低的贷存比提高了大型银行对利率市场化的容忍度。所以，短期中，四大行的规模优势难以撼动。

图 13: 上市银行成本收入比



数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

图 14: 上市银行净手续费收入占比

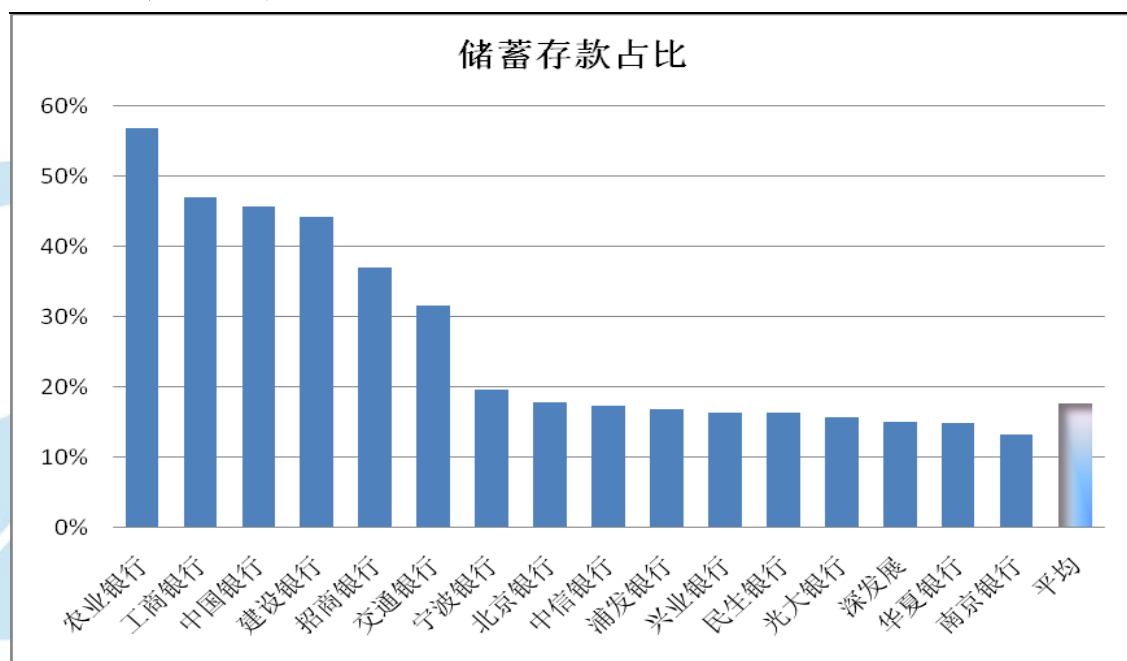


数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

2.2 对公业务的创新空间受到政策限制

以储蓄存款占比 30% 为界，我们将上市银行分为零售银行（储蓄存款占比高于 30%）和对公业务银行（储蓄存款占比低于 30%），不难看出，零售银行的排名普遍优于对公业务银行，工商银行、建设银行、招商银行分列前三，加上农业银行、中国银行、交通银行后，6 家零售银行平均的风险资本回报率达到 17.4%，较对公业务银行平均的风险资本回报率（15.3%）高出 2.1 个百分点。零售银行的优势明显。为什么会出现这一现象？

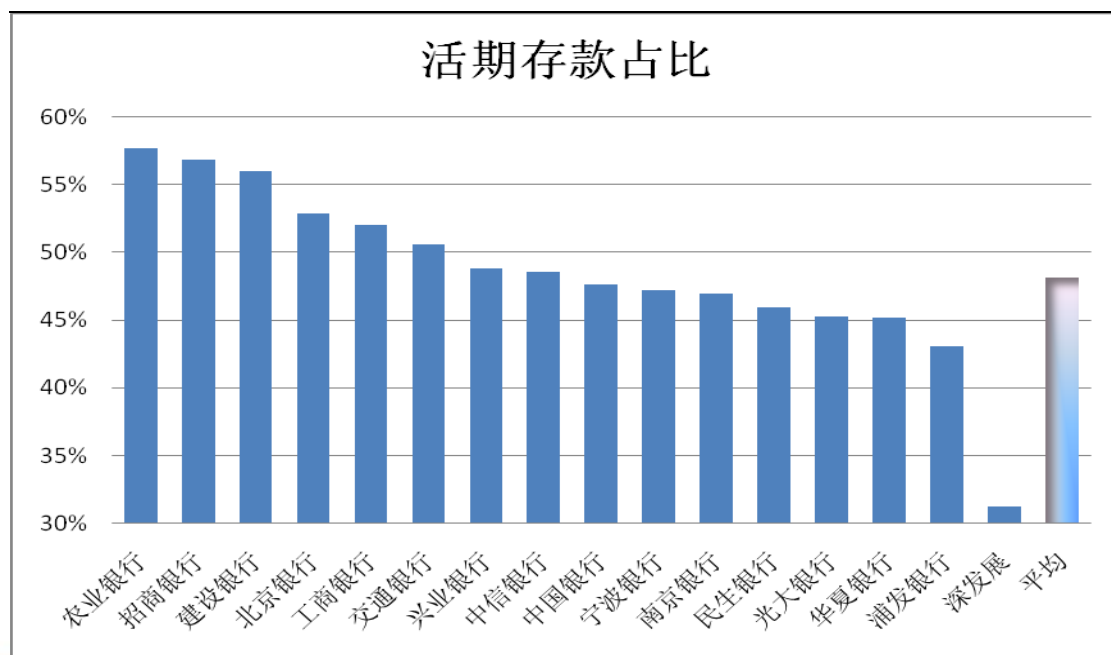
图 15：上市银行储蓄存款占比



数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

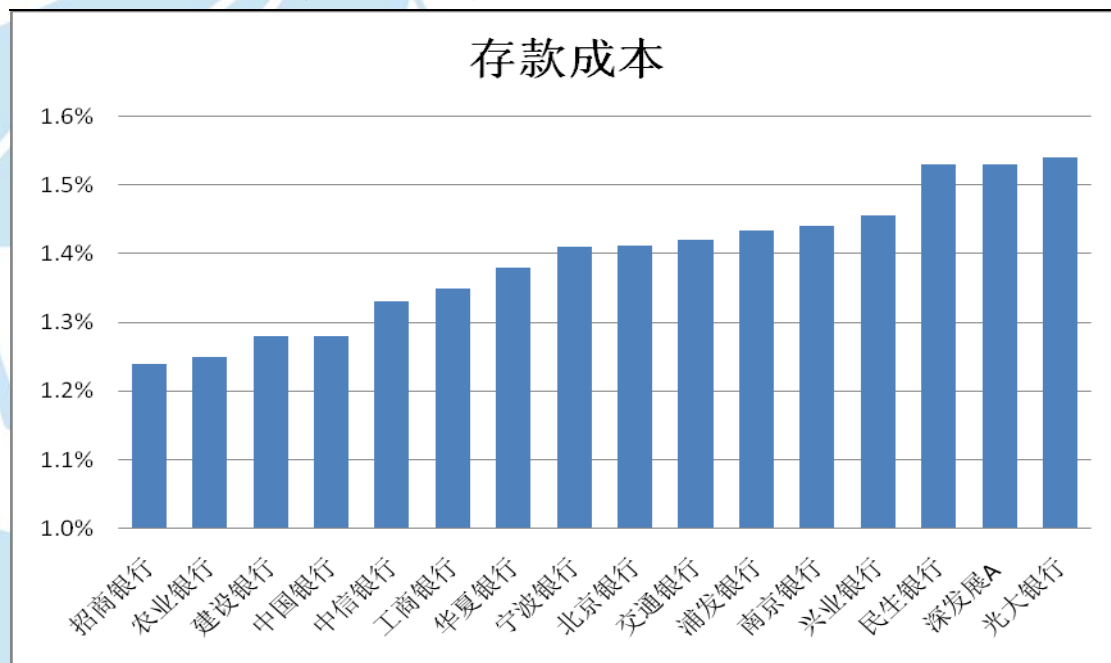
对公银行的瓶颈主要表现为更高的资金成本和更低的净手续费收入占比。图 16 显示，零售银行中，除中国银行外其他几家银行的活期存款占比均在 50% 以上，平均的活期存款占比达到 53.6%，平均的存款利率成本 1.30%；与之相对，对公业务银行活期存款占比平均为 45.5%，较零售银行低 8 个百分点，平均的存款利率成本为 1.45%，较零售银行高 15 个基点。更高的资金成本在一定程度上冲抵了对公业务银行的贷款溢价，为了博取高息差，对公银行承担了更高的潜在风险。

图 16: 上市银行活期存款占比



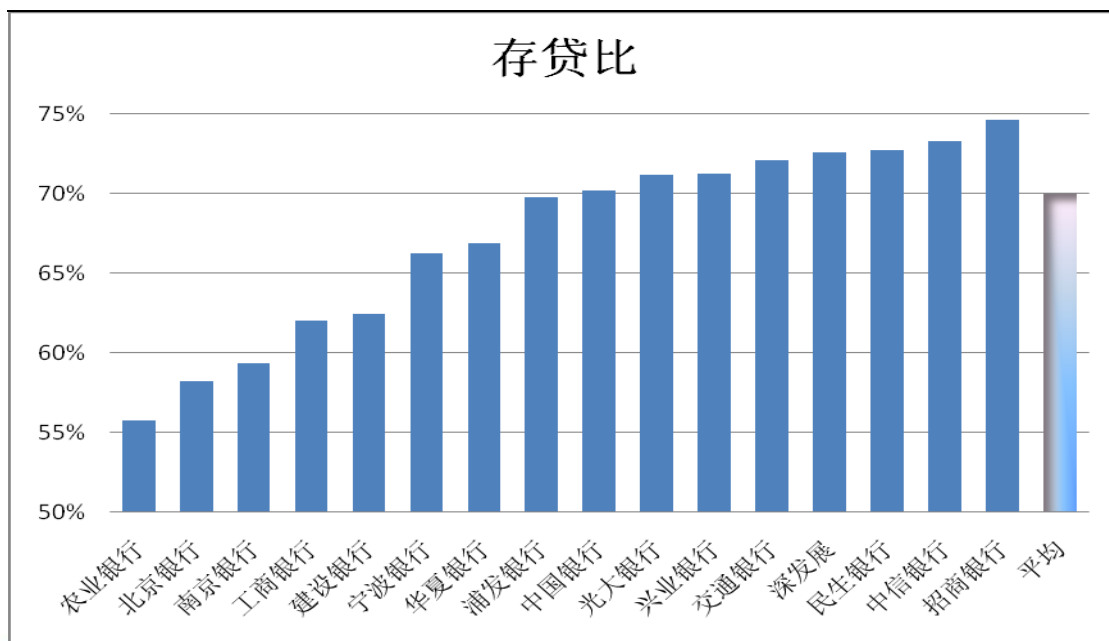
数据来源: 上市公司年报, 中航证券研究所, 贝塔策略工作室

图 17: 上市银行 2010 年吸收存款的平均成本



数据来源: 上市公司年报, 中航证券研究所, 贝塔策略工作室

图 18：上市银行的存贷比



数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

实际上，只要有存贷比的限制，对公银行的发展空间就始终受到零售业务的制约：2010 年末 16 家上市银行中半数贷存比超过 70%，2011 年 6 月商业银行的贷存比将受到每日监控，银行对存款的依赖度进一步加强，存款的竞争成本也将随之上升。

为了获取存款，对公银行被迫扩张网点、增加人员，从而推高了业务管理费。数据显示，如果将网点扩张成本都计入零售业务部门，则对公银行的零售业务回报率不到 10%，考虑利率市场化冲击后，有些甚至出现负回报。以中信银行为例，其零售业务部 2010 年的营业利润率仅为 6.87%，而同期对公业务部的营业利润率为 59.77%，即使考虑零售业务更低的风险资本需求，当前的风险资本回报率也仅为 6.3%，显著低于对公业务部门 21.1% 的风险资本回报率。

与之相对，随着中间业务的发展，零售银行的现有网点得到更加充分的利用，业务拓展的边际成本低，利润率高，以工商银行为例，零售业务的营业利润率高达 55.52%，当前环境下的风险资本回报率 30%，高于对公业务 16.2% 的风险资本回报率。

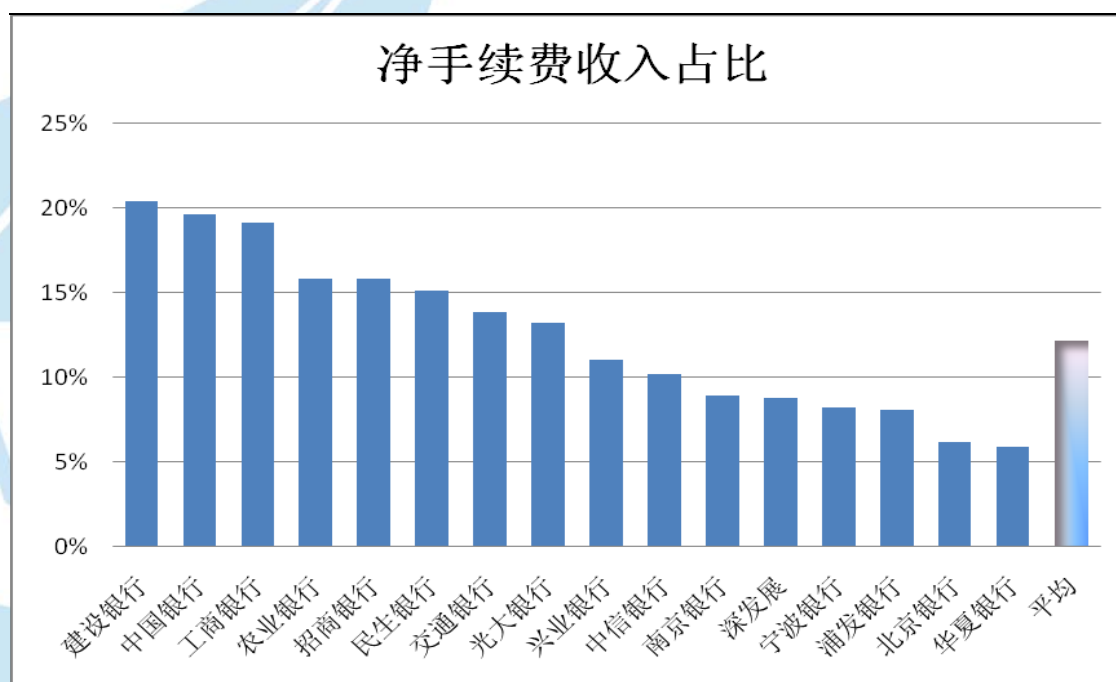
既然对公银行扩张零售业务的直接回报很低，为什么还要扩张网点？这是因为在现行监管体系下，零售业务的扩张是对公业务成长的基础，因此，尽管零售业务的直接收益低，但

间接价值贡献很大。为此，民生银行和宁波银行都将网点扩张成本计入对公业务部门，结果两家银行零售业务部门的营业利润率分别达到 44.86% 和 55.86%，由此计算的风险资本回报率高达 46.9% 和 47.5%，它显示了零售业务发展的潜在贡献——零售业务短板已严重制约了对公业务的发展。

另一方面，对混业经营的限制使对公银行中间业务的拓展一直找不到明确的方向，从图 19 中可以看出，净手续费收入占比排名前 5 位的都是零售银行，只有民生银行一家靠着融资顾问费将净手续费收入占比从 2009 年的 11.09% 提高到 2010 年的 15.13%，超越交通银行排在第 6 位，但此类财务顾问费是与信贷市场的流动性密切相关的，在信贷宽松的环境下，财务顾问费也将大幅缩水，因此，如何保持对公中间业务的平稳快速增长仍是各家银行都面临的难题。

综上，在贷存比与分业经营的双重限制下，对公银行处于模式劣势。

图 19：上市银行的净手续费收入占比

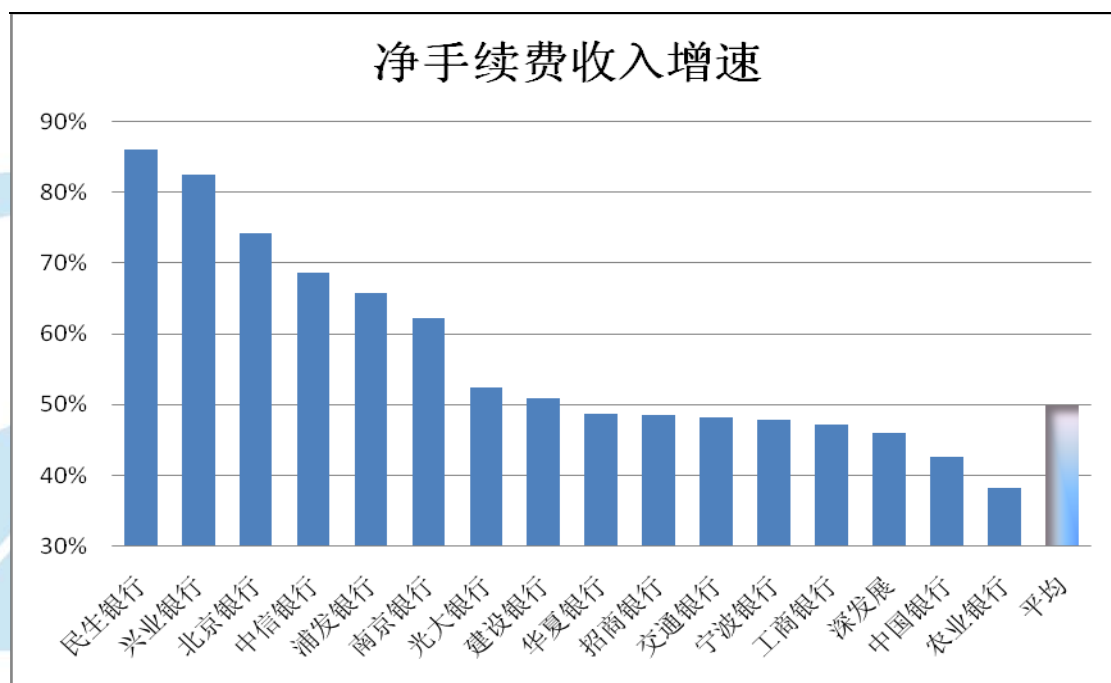


数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

2.3 变局：上市银行的中间业务“阵地战”

为了抵御资本拨备的提高及利率市场化的冲击，中国银行业正努力进行中间业务的探索与拓展，尤其是同时遭遇规模瓶颈与业务瓶颈双重束缚的对公银行，尽管其当前手续费收入占比较低，但增速很高：过去 5 年上市银行净手续费收入增速排名中，前 7 位都是对公业务银行，平均的年增速达到 63.4%，与之相对，零售银行中，除建设银行外，其他 5 家银行的年均净手续费增速均不到 50%，平均的增速为 45.9%，比对公银行低 17.5 个百分点。

图 20：上市银行过去 5 年年均净手续费收入增速



数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

在中间业务快速增长的同时，各家银行根据自身特点形成了不同的收入结构，表 5 为 2010 年上市银行的手续费及佣金收入结构，其中，结算清算和资产托管业务属于面向金融机构的银银中间业务，投资银行（债券承销、财务顾问）及担保承诺业务是典型的对公中间业务，而理财业务（基金代理、保险代理、信托及银行自主理财产品）、银行卡业务及代收代缴业务属于零售中间业务。由表 5 可见，从市场整体来看，结算清算、投资银行、理财业务、银行卡业务是最重要的手续费收入来源，各占到手续费收入的 15-20%，但不同银行间的结构差异已经出现分化。

工商银行凭借规模优势在结算清算业务和理财业务上确立了显著优势，对公中间业务的占比则与市场平均水平一致；同样是零售银行巨头的建设银行，也弱化了其对公中间业务，而强调理财业务和银银中间业务，但不同于工商银行在清算结算上的优势，建设银行更强调资产托管业务；农业银行和交通银行过去几年中间业务发展都较慢，农业银行仅形成了清算结算业务上的相对优势，而交通银行则形成了银行卡业务的相对优势；招商银行作为典型的零售银行，除了在私人银行和银行卡业务上均形成相对优势外，还利用自身的私人银行平台大力拓展了资产托管业务，从而在银银业务上突破了规模瓶颈。尽管重点不同，但 6 家零售银行的共同特征是其对公中间业务的占比都不高。

与之相对，在 10 家对公银行中，有 6 家财务顾问及承销费占比高于 20%，有 4 家银行担保承诺业务收入占比高于 10%，从而与零售银行的中间业务形成差异化竞争。其中，民生银行的中间业务发展最好，除投资银行及担保承诺业务占比较高外，还在资产托管业务方面取得了突破，贡献了总手续费收入的 20%，占比居各家银行之首；与民生银行的“多点开花”不同，兴业银行中间业务的优势集中表现为更高的融资顾问费，顾问收入占到手续费收入的 50%，这也导致了其中间业务增长的高波动；至于浦发银行，它集中体现了对公银行的特点，投资银行和担保承诺业务贡献了手续费收入的 50%以上；而北京银行则凭借区域优势，在投资银行业务之外拓展了清算、结算业务；其他几家对公银行都在对公业务外重点发展了零售中间业务，中信银行把发力的重点放在投资银行和银行卡业务上，宁波银行强调担保承诺和银行卡业务，华夏银行强调担保承诺和理财业务；此外，南京银行为了配合其资金业务特色，在投资银行业务外，拓展了清算结算和理财业务，而深发展则另辟蹊径，以贸易融资和银行卡业务推动了银银中间业务和零售中间业务的发展，至于光大银行，唯一的亮点是理财业务。

表 5：上市银行手续费业务结构图

	对金融机构		对企业		对个人			其他
	结算清算	资产托管	承销/财务顾问	担保承诺	理财业务	银行卡	代收代缴	
工商银行	25%	4%	20%	4%	28%	18%	1%	0.7%
建设银行	14%	10%	19%	5%	26%	18%	0%	8.0%
中国银行	15%	0%	0%	17%	19%	16%	0%	32.6%
农业银行	32%	2%	23%	3%	20%	13%	0%	6.5%
交通银行	19%	4%	19%	7%	9%	30%	0%	11.2%

招商银行	11%	14%	0%	9%	25%	30%	0%	10.8%
民生银行	11%	20%	36%	17%	2%	12%	0%	3.0%
兴业银行	3%	4%	48%	6%	19%	15%	0%	3.8%
浦发银行	7%	0%	35%	17%	16%	15%	0%	10.5%
深发展	27%	3%	15%	0%	12%	34%	0%	8.9%
华夏银行	3%	4%	17%	24%	28%	17%	0%	7.5%
光大银行	13%	0%	19%	10%	29%	19%	0%	10.3%
中信银行	17%	3%	27%	6%	23%	23%	0%	0.2%
北京银行	24%	0%	28%	6%	18%	17%	0%	7.7%
南京银行	23%	1%	29%	0%	38%	1%	0%	6.2%
宁波银行	17%	0%	15%	13%	12%	38%	0%	5.0%
中位数	16%	3%	19%	7%	20%	17%	0%	17.2%

数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

表 5 是上市银行已经形成的中间业务布局，由表 5 可见，当前各家银行已经初步形成“阵地战”格局，从银银中间业务到对公中间业务，再到零售中间业务，似乎各有千秋，但仔细分析会发现，对公中间业务仍然是最弱势的一块。从某种意义上讲，当前我国的对公中间业务并非完全的中间业务，无论是融资顾问费，还是担保承诺费，都要承担一定的风险，并面临周期波动的考验，与这种风险性中间业务相比，真正意义上的投资银行业务仍处于探索阶段。也因此，2010 年各家银行、尤其是对公银行，都在巩固当前优势业务的同时努力拓展新的业务空间，表 6 是 2010 年上市银行各项中间业务的收入增速。

由表 6 可见，从行业整体看，资产托管业务增长最快，其次是结算清算业务、银行卡业务、投资银行业务、理财业务和担保承诺业务。其中，工商银行和交通银行各业务增速相对平衡，建设银行重点巩固了理财业务优势，农业银行在现有的结算清算业务外，重点拓展了对公中间业务，招商银行则重点弥补担保承诺业务劣势；对公银行方面，民生银行在所有银银中间业务和对公中间业务上发力，深发展把发展重心集中于零售中间业务上，兴业银行则努力拓展结算清算和理财业务，浦发银行在巩固投行业务基础上拓展理财业务……总之，各家银行或巩固当前优势业务，或开拓新业务领域，中间业务阵地战正进行着快速变局，而这

种变局决定着银行的未来，尤其是对公银行，这可能是他们赶超零售银行的唯一一次机会，从这个角度分析，我们更看好那些能够把对公业务优势更有效外溢的银行，在这方面，民生银行、南京银行和中信银行给了我们更多期待。

表 6：上市银行 2010 年中间业务收入增长

	对金融机构		对企业		对个人		
	结算清算	资产托管	承销/财务顾问	担保承诺	私人银行	银行卡	代收代缴
工商银行	31%	53%	24%	26%	32%	45%	11%
建设银行	52%	22%	17%	25%	49%	34%	
中国银行	22%			22%	-2%	57%	
农业银行	24%	11%	69%	109%	-9%	34%	
交通银行	39%	8%	38%	9%	-15%	30%	
招商银行	29%	16%		54%	24%	43%	
民生银行	209%	179%	87%	58%		-17%	
兴业银行	87%	50%	43%	18%	100%	48%	
浦发银行	52%	34%	92%	24%	70%	27%	
深发展	29%	60%	-8%		88%	58%	
华夏银行	16%	121%	-18%	44%	68%	66%	
光大银行	63%		34%	28%	26%	62%	
中信银行	56%	84%	21%	44%	37%	26%	
北京银行	71%		68%	24%	-8%	42%	
南京银行	134%	1211%	15%		49%	-3%	
宁波银行	39%		67%	46%	4%	0%	
中位数	46%	52%	36%	27%	32%	38%	

数据来源：上市公司年报，中航证券研究所，贝塔策略工作室

表 7：上市银行当前重点业务与 2010 年高增长业务对比

	当前重点业务	2010 年增速高于平均水平的业务
工商银行	结算清算\私人银行	平均

建设银行	资产托管\私人银行	私人银行
农业银行	结算清算	承销顾问\担保承诺
交通银行	银行卡	平均
招商银行	资产托管\私人银行\银行卡	担保承诺
民生银行	资产托管\承销顾问\担保承诺	结算清算\资产托管\承销顾问\担保承诺
兴业银行	承销顾问	结算清算\私人银行
浦发银行	承销顾问\担保承诺	承销顾问\私人银行
深发展	结算清算\银行卡	私人银行\银行卡
华夏银行	担保承诺\私人银行	资产托管\担保承诺\私人银行\银行卡
光大银行	私人银行	结算清算\银行卡
中信银行	承销顾问\银行卡	资产托管\担保承诺
北京银行	结算清算\承销顾问	结算清算\承销顾问
南京银行	结算清算\承销顾问\私人银行	结算清算\资产托管\私人银行
宁波银行	担保承诺\银行卡	承销顾问\担保承诺

数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

三、整体估值合理，工行、建行、招行、南京银行低估

3.1 当前风险资本回报率下合理估值：2.5 倍

当前，中国银行业处于风险资本回报率的高峰，虽然贷款增速有所减缓，但再融资压力也相应减小，资本回报率处于历史峰值，即使考虑潜在风险的释放，上市银行平均的风险资本回报率也将达到 18.5%，在当前回报率下，上市银行平均估值达到 2.5 倍市净率。

3.2 巴 III 影响下的合理估值：2.0 倍

巴塞尔协议 III 落实过程中更严格的资本充足率要求和拨贷比要求，会削弱中小银行在风险控制上的相对优势，杠杆率的降低使上市银行平均的风险资本回报率下降 1.5 个百分点至 17.0%，平均估值降低至 2.0 倍市净率。

3.3 巴 III 影响+利率市场化冲击下的合理估值：1.2 倍

在拨备门槛提高的同时，贷存比的监管也变得更加严格，此外，负利率时代，信托、保险等其他金融机构的理财产品在竞争银行存款，银行自身也在推出理财产品，其结果是存款竞争更加激烈，利率市场化正在悄然推进。如果未来资金成本上升 30%，则上市银行平均的风险资本回报率会下降 4 个百分点至 13.0%，平均估值降至 1.2 倍市净率。

3.4 巴 III+利率市场化+轻资本业务扩张的合理估值：1.65 倍

随着拨备需求的增加和资金成本的上升，传统贷款业务的收益率在降低，银行需要从重资本业务向轻资本业务转型，即，从以净利息收益为主的盈利模式转向以手续费、佣金等中间业务收益为主的盈利模式。

过去 5 年，上市银行净手续费收入的年均增速达到 50%，对公银行平均增速达到 63%，净手续费收入在总收入中占比（中位数）从 2005 年的 4.60% 提高到 2010 年的 12.15%；未来 5 年如果能继续保持中间业务的高速增长，则净手续费收入占比将提高到 25% 水平，四大行、招行及其他增速较快的对公业务银行将提高到 30% 以上，从而推动风险资本回报率提升 3 个百分点至 16.1%，平均估值达到 1.65 倍市净率。

3.5 整体估值合理，工行、建行、招行低估

当前资本市场上，上市银行平均估价 1.65 倍市净率，与我们的估值水平一致，市场整体不存在高估。

其中，工商银行、建设银行的规模优势未在市场估价中体现，从而出现 30% 以上的低估空间；此外，招商银行作为零售银行代表，私人银行价值有望进一步提升，低估 30%；南京银行、兴业银行的资金业务提高了风险资本回报率，即使考虑融资顾问费的波动和潜在风险的释放，其合理估值仍可以达到 2 倍左右，低估 20% 以上；民生银行、农业银行、浦发银行、北京银行估值合理；华夏银行、深发展高估。

投资建议：买入工商银行、建设银行、招商银行、南京银行、兴业银行、民生银行；卖出华夏银行、深发展。

表 8：上市银行合理估值与当前市净率

	当前风险回报	巴 III 影响	巴 III+利率市场化	巴 III+利率市场化+轻资本业务扩张	当前 PB	上升空间
北京银行	2.11	1.96	1.18	1.75	1.51	16%
工商银行	5.75	3.22	1.63	2.66	1.77	50%
光大银行	1.48	1.47	0.97	1.29	1.66	-22%
华夏银行	0.72	0.72	0.48	0.52	2.2	-76%
建设银行	2.67	2.54	1.48	2.23	1.66	34%
交通银行	1.61	1.18	0.92	1.09	1.35	-19%
民生银行	1.4	1.23	0.87	1.47	1.41	4%
南京银行	5.47	4.49	1.92	2.15	1.47	46%
宁波银行	3.1	2.16	1.31	1.63	2.03	-20%
农业银行	1.72	1.72	1.13	1.49	1.58	-6%
浦发银行	2.45	2.06	1.13	1.66	1.52	9%
深发展 A	2.88	1.63	0.85	0.93	1.72	-46%
兴业银行	NA	2.06	1.31	1.96	1.54	27%
招商银行	NA	2.78	1.47	2.65	2.05	29%
中国银行	1.26	1.1	0.84	1.07	1.36	-21%
中信银行	2.84	1.95	1.10	1.85	1.57	18%
平均	2.53	2.02	1.16	1.65	1.65	

数据来源：中航证券研究所，贝塔策略工作室

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

杜丽虹，SAC 执业证书号：S0640511010013，清华大学金融学博士，一直从事地产、金融行业研究，目前任中航证券地产行业首席研究员。

郭懿，SAC 执业证书号：S0640511010006，经济学硕士，从事金融行业研究，秉承价值投资理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

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

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

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。