

上市银行综合实力排名及估值分析

2009年，宽松的货币政策下，贷款规模大幅增长，但过剩的流动性降低了银行贷款的议价能力，而基准利率的下降则进一步削弱了银行的利差收益，14家上市银行及农行的净利息收益率下降了67个基点，其中招行降幅更达到119个基点，如果不是不良率下降所释放的减值准备，银行业平均的利润水平将低于2008年。

2010年流动性的收紧和升息周期的临近使银行的利差收益扩大，但随着政策的退出和调控的启动，我们预期不良率将有所上升，而监管标准的提高和新一轮的融资潮也引起了市场的恐慌。

2009年的批量放贷、地产泡沫、地方融资平台整顿以及零售等新兴业务的潜在风险到底会对银行业产生怎样的冲击？此轮融资中有多少是用于弥补潜在的资本缺口，有多少是用于推动未来的增长？在当前市场环境和监管环境下，究竟哪类银行具有更强的盈利能力？

我们的测算结果显示，地产开发贷款、个人住房抵押贷款、地方融资平台三类受到调控冲击的贷款合计占到上市银行贷款总额的三分之一，如果地产开发贷款和地方融资平台的不良率上升到10%、个人住房抵押贷款和信用卡的不良率翻倍，其他企业贷款有20%的关注类贷款迁徙为不良贷款，则上市银行增加的坏帐额将恰好“吃掉”1年的净利润，并使平均的风险资本需求与贷款总额之比上升2.25个百分点至10.4%，而风险资本回报率则下降4.2个百分点至14.6%。

减少的资本金、增加的风险资本需求，使得银行在不增长的情况下也会出现资本拨备的不足，测算结果显示，15家上市银行（含农行）在内生增长的情况下合计出现4500亿的资本金缺口，这意味着目前已公布的IPO和再融资计划中，将有四分之三用于弥补此前的资本欠帐，仅四分之一用于推动增长；如果剔除农行IPO影响，则上市银行的资本缺口约2200亿，相当于再融资总额的50%，由此导致现有股东价值稀释10%左右。

综合考虑不良率上升和再融资稀释的负面效应，及净息差扩大的正面效应，上市银行平均的合理市净率在1.5倍左右，与2008年低谷水平相近，目前仅有建行低估，工行估值合理。

一、上市银行综合实力排名

1.1 排名结果

1.1.1 总排名

根据我们的测算，长期中，建设银行的风险资本回报率将达到19.6%，高居排名榜第1；其次是工商银行，18.2%；深发展经过前两年不良贷款的集中清理后，不良率大幅降低，风险资本需求减少，从而使总风险资本回报提高到18%水平，排名第3，但对这一结果是否可持续，仍有待观察；排名4-6位的依次是兴业银行、招商银行、宁波银行……华夏银行和农业银行排名垫底。15家上市银行平均的风险资本回报率为14.59%。

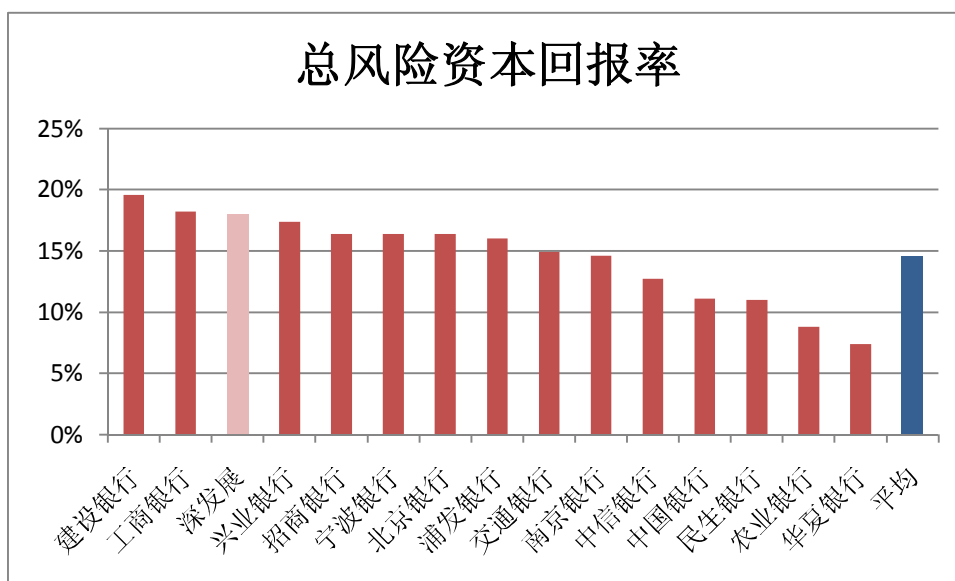


图 1 上市银行的总风险资本回报率

1. 1. 2 分项排名

最佳风险控制银行：招商银行

在不良率动态变迁的基础上，各家银行的风险资本需求占贷款总额的比例显示了各家银行对信用风险的控制能力，计算结果显示，除大规模清理不良贷款的深发展外，招商银行的风险资本需求最低，仅相当于贷款总额的 8.3%，排名风险控制榜第 1，其次是浦发银行、民生银行、宁波银行、中信银行，而农业银行、南京银行和华夏银行排名垫底。

表 1 上市银行风险资本需求/贷款总额

	风险资本需求/贷款总额
深发展	7.80%
招商银行	8.30%
浦发银行	8.50%
民生银行	9.40%
宁波银行	9.70%
中信银行	9.80%
兴业银行	9.80%
北京银行	10.60%
交通银行	10.90%
建设银行	11.00%
中国银行	11.10%
工商银行	11.40%
华夏银行	12.30%
南京银行	12.50%
农业银行	13.10%
平均	10.41%

最“吸金”银行：建设银行

除了风险控制能力，银行的存贷款结构、中间业务收入占比、成本收入比决定了银行的盈利能力，我们以调整后税前利润与平均资产总额的比值来显示剔除风险因素后银行的赚钱能力（假设经过两次对称加息 54 个基点，使利率恢复到历史平均水平），结果，建设银行以 1.61% 排名第 1，其次是工商银行、兴业银行、南京银行、北京银行，华夏银行和农业银行排名垫底。

表 2 调整后税前利润/资产总额均值

	调整后税前利润/资产总额均值
建设银行	1.61%
工商银行	1.47%
兴业银行	1.36%
南京银行	1.35%
北京银行	1.34%
交通银行	1.33%
宁波银行	1.30%
深发展	1.27%
招商银行	1.19%
浦发银行	1.16%
中信银行	1.14%
中国银行	1.02%
民生银行	0.98%
农业银行	0.81%
华夏银行	0.66%
平均	1.20%

1. 2 排名依据

1. 2. 1 核心标准：风险资本回报率

银行的价值来自于风险与回报的匹配，传统的银行就是用资本金来吸收资产风险换取利差收益，因此资本金的盈利能力决定了银行的价值。国外的统计经验也显示，在银行的市净率（PB）与资本回报率（ROE）之间有着显著的正相关关系，但 ROE 指标的缺陷是如果银行自身的资本金不足，则所谓的高回报只是高杠杆下的假象，次贷危机中欧美银行业的高杠杆、高回报模式就遭遇了普遍的批评。

多少资本金才是充足的？2010 年银监会提高了对银行业的资本充足率要求，国有大型银行的监管门槛从此前的 8% 提高到 11%，而股份制银行和城商行的监管门槛则从 8% 提高到 10%，然而统一的标准并不能够反映银行的真实风险与资本需求，随着新巴塞尔协议的逐步落实，银行业在资本需求上的差异也将逐渐显现。

巴塞尔协议的核心理念就是用资本来吸收风险，在此基础上形成风险资本回报率，它的分子体现了银行的盈利能力，而分母则反映了银行的风险管理能力，综合起来体现了整体的

竞争实力。

1. 2. 2 风险资本回报率的测算

与银行自身测算的风险资本回报不同,我们希望把银行业的动态发展趋势融入风险资本回报的测算中,而这种动态性体现在两个方面,一是不良率的动态变迁,一是利差收益的动态趋势。针对前者,我们以各类贷款的预期不良率为基础,测算了各家银行在新巴塞尔协议下的信用风险和总风险资本需求;针对后者,我们在 2009 年利润额的基础上,扣除当年减值准备变动的利润贡献及准备金率调整的影响,然后根据预期的利率变动和各家银行的利率弹性调节利差收益,由此得出调整后的利润:

$$\text{风险资本回报率} = \text{调整后利润} / \text{总风险资本需求}$$

$$\text{调整后利润} = (\text{2009 年税前利润} - \text{2009 年减值准备释放的利润} + \text{加息周期下扩大的利差收益} - \text{存款准备金率变动的影响})$$

$$\begin{aligned} \text{其中, 加息周期下扩大的利差收益} &= \text{净息差的利率弹性} \times \text{预期升息幅度} \\ \text{总风险资本需求} &= \text{信用风险资本需求} + \text{操作风险资本需求} \end{aligned}$$

1. 2. 3 利差收益的动态趋势

2010 年世界各国都在讨论政策退出,中国也将进入升息周期。对于银行,升息周期的影响来自于两方面,一方面是对银行基准利差的影响——由于活期存款基本不受调息影响,所以,活期存款占比较高的银行在加息周期中净息差扩大较多,此外,贷款占比较高的银行利差收益对利率的敏感性也更强。

另一方面,升息还通过对流动性的调控间接作用于银行的存贷款议价能力。在流动性紧缩的情况下,股份制银行和城商行的利率上浮贷款占比显著提高,净息差扩大;反之,在宽松货币环境下,利率上浮贷款的占比显著下降,净息差缩小。在存款方面,一些存贷比较高的银行为了突破资金限制,大量吸收高成本的协议存款,这类存款对利率更加敏感,加息周期中资金成本上升较多。

综合以上因素,我们测算了对称加息情况下各家银行净息差的利率弹性,测算结果显示,在对称加息 27 个基点的情况下,上市银行的净息差平均扩大 8 个基点。

净息差的利率弹性

$$\begin{aligned} &= \frac{\text{贷款}}{\text{生息资产}} \\ &\times \left[\text{贷款利率弹性} \times (1 - \text{营业税率}) - \frac{(1 - \text{活期存款占比})}{\text{存贷比}} \times \text{存款利率弹性} \right] \end{aligned}$$

1. 2. 4 不良率的动态变迁

不良率的上升会影响信用风险的资本需求,以一般企业贷款为例,在违约概率为 1%时,

根据新巴塞尔协议，风险资本的拨备需求为风险资产总额的 7.39%，但在违约概率提高到 2% 的情况下，风险资本的拨备比例提高到风险资产总额的 9.19%……个人住房抵押贷款尽管当前的违约率较低，但对违约概率的上升更加敏感，当违约概率为 0.5% 时，风险资本需求的拨备比例仅为风险资产总额的 5.31%，当违约概率提高到 1% 时，风险资本需求的拨备比例将提高到 7.64%，当违约概率为 2% 时，风险资本的拨备比例将达到 10.77%……总之，不良率的上升趋势将削弱银行资本的盈利能力。

调控冲击下，银行的不良率会上升多少？

地产开发贷款

根据我们对 A+H 共 102 家地产上市公司（剔除亏损企业）的测算，如果调控政策持续到 2011 年，热点城市地产开发的周转速度将下降 50%（2008 年较 2007 年高峰期下降 40%），30% 的大型地产企业将面临较严重的资金缺口。

从全国范围看，相比于一线城市和热点旅游城市，部分二三线城市在 2009 年的房价涨幅并不是很高，未来受到的调控冲击也相对较小，但这部分项目的售价较低，在总销售金额中的占比约为三分之一，其余三分之二的市场份额仍将受到调控冲击。

以此计算，在调控的第 2 年，全国范围将有 20% 的地产企业出现较严重资金缺口，假设一半转化为关注类贷款，一般转化为不良贷款，则地产开发贷款的不良贷款率将上升到 10% 左右，约为当前开发贷款不良率的 5 倍（2009 年商业银行地产开发贷款的不良率为 1.93%）。鉴于此，我们将各家银行地产开发贷款的短期不良率调升至当前 5 倍，长期不良率提升至当前 2 倍。

个人住房抵押贷款

如果说开发贷款的不良率与销售量相关，那么，个人住房抵押贷款的不良率则与房价相关。根据我们的测算，北京、上海等一线城市当前的月供收入比已达到 130-140%，要满足刚性需求人群的承受力，一线城市房价需下降 40-50%，这部分地产泡沫将通过收入的上涨和房价的下降两个渠道同时消化，即用 2 年的时间使收入上涨 20%，房价下降 20-30%（即，回到 2009 年 5 月份的房价水平），在 30% 的首付要求下，2010 年一季度的新增贷款面临违约压力，而这部分贷款约占到存量贷款的 10%，但其中恶意违约的比率较低，在财务状况允许的情况下，多数购房人仍会选择偿还房贷，只有少数高杠杆的投机客在资金链断裂的情况下可能出现违约。我们预期这部分投机客占到 10-20%，从而使个人住房抵押贷款的违约率翻倍。

地方政府融资平台

地方政府融资平台也是一类变相的地产开发贷款，因为抵押物多为土地或房产。这类贷款的历史不良率很低，但这并非真实的不良率。参考调控背景下开发贷款 10% 的不良率，我们认为地方政府融资平台的不良率也将达到 10% 水平，但规模不会继续攀升。

一般企业贷款

2009 年的巨额放贷隐藏着潜在的威胁，从历史看，天量贷款背后一定是不良率的上升，为此我们假设一般企业贷款中 20% 的关注类贷款迁徙为不良贷款，中小企业贷款的不良率长期中上升一倍。

信用卡贷款

从新兴市场的经验看，信用卡推出的前期不良率普遍较低，但经过 6-7 年的透支习惯养

成和不良率累积，将进入一个信用卡风险的集中爆发期。中国从 2003 年正式引入信用卡至今，已经历了 7 年的风险累积期，近期信用卡贷款的不良率确实呈现快速上升趋势——2009 年全国商业银行信用卡贷款的不良率已从去年的 2.39% 上升到 2.83%，我们预期未来几年信用卡不良率总体呈上升趋势，不良率至少翻倍。

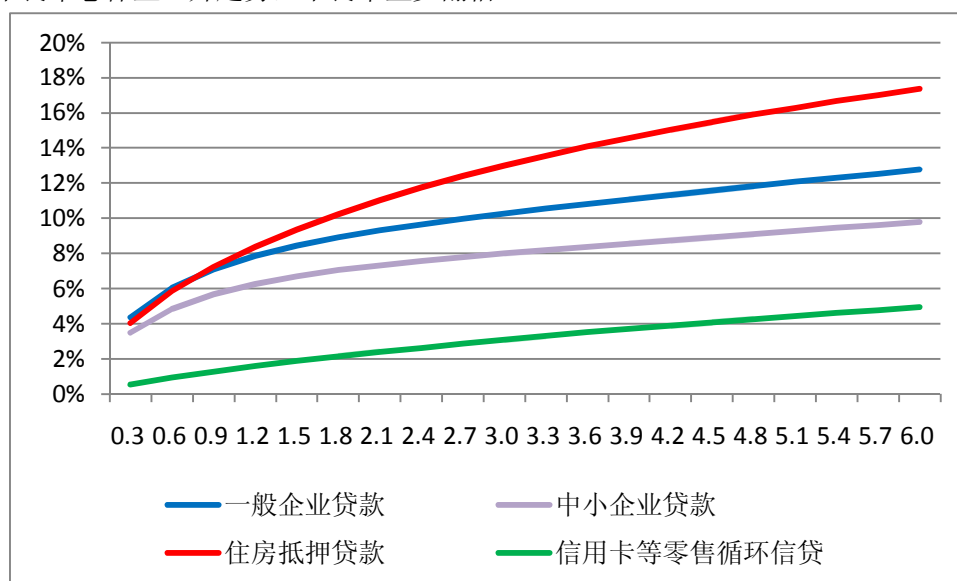


图 2 新巴塞尔协议内部评级法下不同类型贷款的风险资本需求比例

基于以上假设我们测算了各家银行的信用风险资本需求及总风险资本需求，结果显示，如果银行的不良率维持在 2009 年水平，则总风险资本需求仅相当于贷款总额的 8.15%，但不良率上升后，总风险资本需求与贷款总额之比在 7.8-12.5% 之间，其中，工、中、建和交行的风险资本需求与贷款总额之比在 11% 左右，其他股份制银行（不含华夏）和宁波银行在 8-10% 之间，南京银行、华夏银行、农业银行在 12% 以上，平均的风险资本需求与贷款总额之比为 10.4%。

二、 估值分析

2010 年，金融股遭遇重挫，人们普遍担心对地产的调控和对地方融资平台的清理会导致银行不良率的大幅上升，此外，监管门槛的提高引发的再融资潮，也成为抑制银行股估值的重要因素。我们的测算显示，不良率的上升压力导致合理估值下降 30%，而再融资的稀释效应导致合理估值再降 10%，结果，上市银行平均的合理市净率为 1.5 倍。

2. 1 潜在不良率上升的影响：估值下降 30%

如果地产调控政策延续到 2011 年，核心地区将有 30% 的地产企业面临较大资金缺口，全国范围内这一比例在 20% 左右，从而使地产开发企业的不良贷款率上升到 10% 水平，即，短期内开发贷款的不良率可能上升到当前水平的 5 倍，长期中上升至 2 倍；而地方融资平台的不良率也将达到 10%，但规模不会进一步扩大；个人住房抵押贷款和信用卡贷款在长期中不良率将翻倍；一般企业贷款方面，2009 年的巨额贷款后面，我们预期 20% 的关注类贷款将迁徙为不良贷款。

在上述不良率假设下，上市银行平均的风险资本需求与贷款总额之比将从 8.15% 提高到 10.4%，上升 2.25 个百分点，这与银监会要求的大银行资本充足率提高 3 个百分点、中小银行资本充足率提高 2 个百分点的要求基本一致。

进一步，风险资本需求的上升会导致风险资本回报的下降，平均的风险资本回报将从 18.8% 下降到 14.6%，下降 4.2 个百分点，换句话说，在资本拨备充足的情况下，国内银行业长期平均的回报率在 15% 左右，长期回报的下降使银行业平均的估值水平下降 30%。

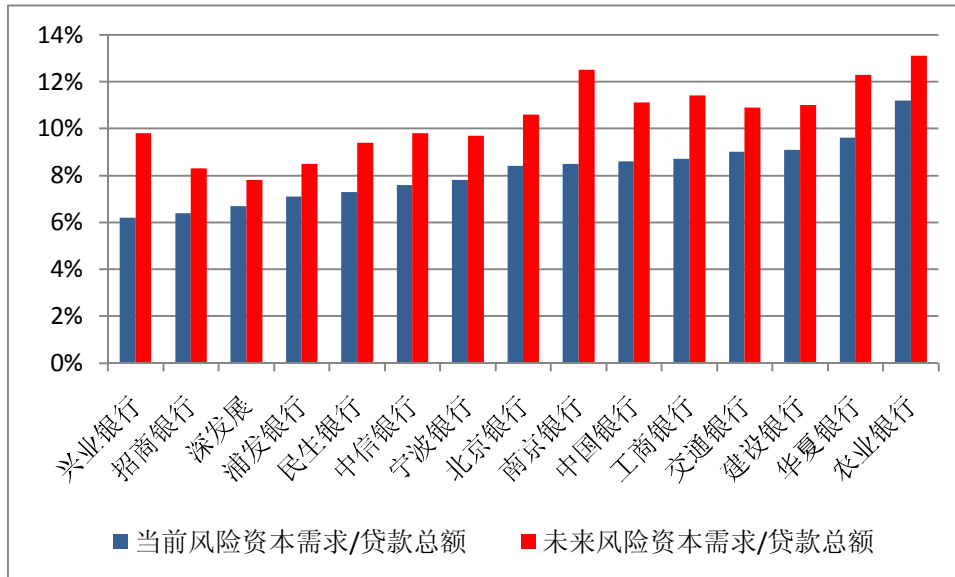


图 3 上市银行风险资本需求与贷款总额之比

2. 2 再融资的稀释效应：估值再降 10%

不良率的上升不仅会导致资本回报的下降，在上升过程中还会导致坏帐的增加和核心资本的减少，以工行为例，我们预期不良率的上升将导致公司损失 1240 亿元，相当于 1 年的净利润，建设银行和中国银行的坏帐损失都在 900-1000 亿之间，股份制银行一般在 100-300 亿之间，15 家上市银行的总坏帐损失约为 5200 亿，与 2009 年 5000 亿的净利润总额相当，即，上述不良率的上升恰好“吃掉”1 年的利润。

减少的资本金、增加的风险资本需求，使得银行即使不增长，当前的资本拨备也是不足的。我们的测算结果显示，工商银行在不依靠外部资本推动增长的情况下，仍有 510 亿的资本缺口，我们称之为“内生增长下的资本缺口”；工行计划再融资 700 亿，也就是说有 500 亿用来弥补当前的资本欠帐，另外 200 亿用以推动未来增长，其中，推动增长的 200 亿融资额并不会带来稀释效应，但弥补资本缺口的 500 亿却会带来稀释，从而使当前投资人价值损失 6%。建设银行在不依靠外部资本推动增长的情况下（内生增长下）有 320 亿的资本缺口，建行计划再融资 750 亿，即，320 亿用来弥补资本欠帐，另 430 亿用来推动增长，其中弥补资本缺口的 320 亿会导致当前投资人价值稀释 5%；中国银行内生增长下的资本缺口 750 亿，计划再融资 1000 亿，四分之三用来弥补资本欠帐，四分之一用于推动增长，当前投资人价值稀释 14%；至于农行，此次上市募集的资金仍不足以弥补此前的资本缺口；股份制银行方面，除中信银行和华夏银行的资本缺口较大外，其他银行的资本缺口较小；城商行均不存在内生增长下的资本缺口。

总体来看，上市银行（含农行）内生增长下的资本缺口约为 4500 亿，目前已完成和已提出的 IPO 和再融资金额合计约 6000 亿，即，四分之三的融资额将用于弥补内生资本缺口，

四分之一用来推动未来几年的增长；如果剔除农行 IPO 影响，则上市银行的资本缺口约 2200 亿，相当于再融资总额的 50%，由此带来上市银行平均稀释 10%左右。

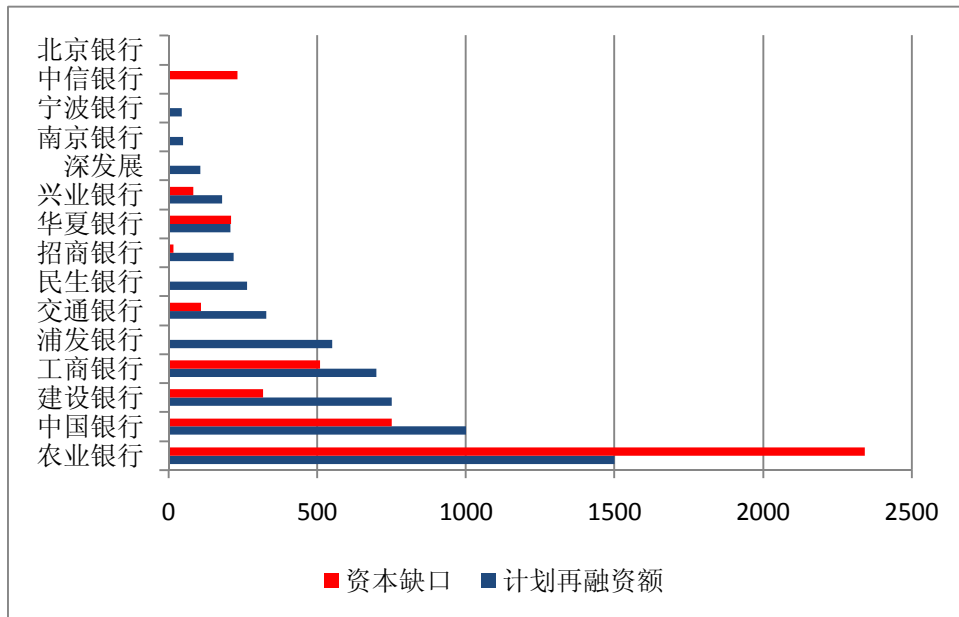


图 4 上市银行内生增长下的资本缺口与计划再融资额 (亿元)

2. 3 估值结果：平均市净率 1.5 倍

过去 5 年沪深 300 指数的平均市盈率 23 倍，由此推算 A 股市场投资人要求的资本回报率约为 12%。银行股多为权重股，行业平均的 BETA 值为 1.02 倍，即，投资人要求的回报率与市场整体水平一致，为 12%。在内生增长模式下，假设银行每年的风险回报中 12%用于分红，其余用于推动增长，即：

$$\text{合理 PB} = \frac{\text{分红率} \times \text{风险资本回报率}}{\text{投资人要求的回报率} - \text{增长率}} = \frac{\frac{k}{r} \times r}{k - (r - k)} = \frac{k}{2k - r}$$

(其中，k 为投资人要求的回报率，r 为风险资本回报率)

以目前上市银行平均 14.6%的风险资本回报率计算，合理的市净率仅为 1.3 倍，要想达到 2 倍的市净率，风险资本回报率至少应达到 18%水平，而当前上市银行中风险资本回报率达到 18%的只有工行、建行和大幅减计后的深发展，因此，多数银行的合理市净率均在 2 倍以下，考虑稀释效应后更低。

表 3 是考虑了所有负面影响后上市银行的合理估值，只有建设银行 1 家的合理估值较当前估值高出 20%以上，工商银行的估值水平与当前水平一致，其余各家银行的合理估值均低于当前估值水平。平均的估值水平在 1.5 倍左右，与 2008 年的低谷相近。

表 3 上市银行合理估值

	总风险资本回报率	合理 PB	当前 PB	历史最低 PB
工商银行	18.20%	1.95	1.98	1.89
建设银行	19.60%	2.59	1.95	1.81

中国银行	11.10%	1.00	1.66	1.58
农业银行	8.80%	1.00		
交通银行	14.90%	1.25	1.90	1.48
招商银行	16.40%	1.56	2.43	1.96
民生银行	11.00%	1.00	1.52	1.28
中信银行	12.70%	1.00	2.05	1.55
深发展	18.00%	1.99	2.60	1.41
浦发银行	16.00%	1.51	2.28	1.64
兴业银行	17.40%	1.63	2.36	1.26
华夏银行	7.40%	1.00	1.79	1.32
北京银行	16.40%	1.59	1.96	1.42
宁波银行	16.40%	1.57	2.94	1.74
南京银行	14.60%	1.28	2.02	1.29
平均	14.59%	1.46	2.20	1.55

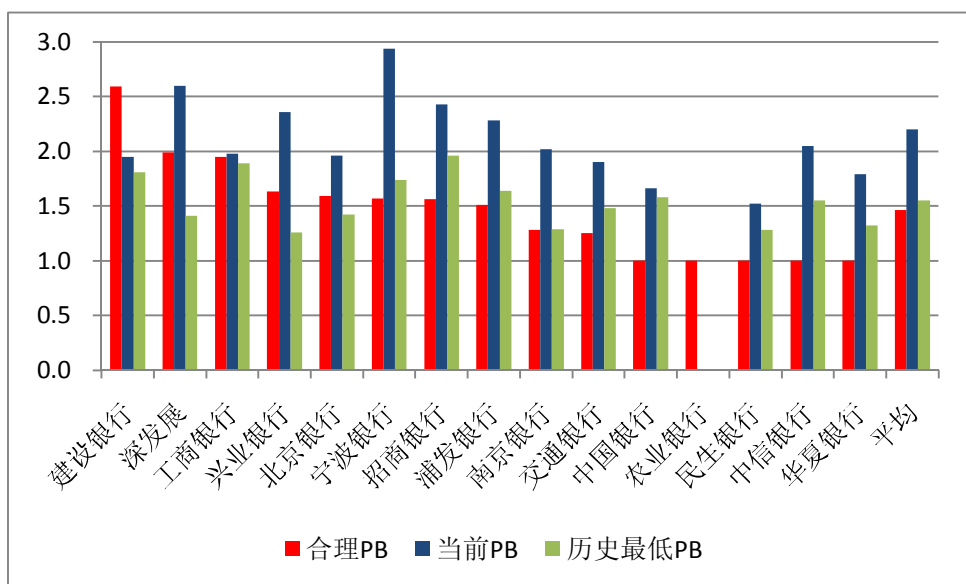


图 5 上市银行的合理估值

三、 单项比较

3. 1 盈利能力的比较

3. 1. 1 净息差的弹性：升息周期中，招行、中信、浦发受益最多

2009 年宽松的货币环境导致银行的净息差大幅下降，2010 年流动性的紧缩提升了银行的贷款议价能力，预期银行的净息差将有所扩大，但不同银行的受惠程度不同。

由表 4 可见，股份制银行的贷款在总生息资产中占比较高，利率弹性较高（流动性紧缩背景下的利率上浮贷款占比提高），结果，升息周期中，股份制银行和宁波银行的贷款利率升幅更大。

不过，股份制银行的资金成本也对基准利率敏感，尤其是民生银行、中信银行、深发展几家，活期存款占比低、定期存款的利率敏感性较强，结果，升息周期中，上述几家银行的存款利率升幅也较大。

综合来看，股份制银行整体的净息差弹性更大，其中招行在对称升息 27 个基点的情况下，净息差将扩大 13 个基点，其次是中信银行、浦发银行、宁波银行等，而四大行和城商行（除宁波银行以外）的净息差变动不大。

净息差的利率弹性

$$= \frac{\text{贷款}}{\text{生息资产}} \times \left[\text{贷款利率弹性} \times (1 - \text{营业税率}) - \frac{(1 - \text{活期存款占比})}{\text{存贷比}} \times \text{存款利率弹性} \right]$$

表 4 上市银行净息差弹性测算

	贷款/生息资产	贷款利率弹性	存贷比	活期存款占比	定期存款利率弹性	对称加息 27 个基点时净息差变化 (bp)
招商银行	59.51%	1.25	75.93%	54.75%	0.65	12.9
中信银行	61.03%	1.10	76.80%	48.00%	0.69	9.5
浦发银行	59.55%	1.02	75.76%	45.18%	0.53	9.4
宁波银行	61.25%	1.02	74.32%	57.86%	0.75	9.0
华夏银行	51.65%	1.17	71.85%	43.66%	0.60	8.9
交通银行	59.03%	1.05	76.46%	48.08%	0.66	8.8
民生银行	66.14%	1.18	81.89%	48.61%	1.01	8.7
兴业银行	55.24%	1.04	78.98%	50.61%	0.71	8.1
中国银行	61.51%	0.90	70.75%	47.01%	0.51	7.9
建设银行	54.13%	0.96	58.39%	55.17%	0.49	7.8
工商银行	55.16%	0.99	57.26%	50.87%	0.53	7.2
农业银行	46.69%	1.02	53.50%	55.49%	0.50	7.0
北京银行	52.49%	0.99	60.33%	56.53%	0.64	6.8
南京银行	48.02%	1.17	63.59%	48.46%	0.88	5.2
深发展	66.02%	0.88	78.61%	31.73%	0.72	3.8
平均						8.1

3. 1. 2 中间业务收入贡献：四大银行占优

2009 年 15 家上市银行（含农行）平均的净手续费及佣金收入占比达到 11.8%，其中四大行和招商银行的中间业务收入贡献均在 15%以上，但其他股份制银行和城商行的中间业务收入占比较低，北京银行、华夏银行、浦发银行、深发展、南京银行、兴业银行的占比均不到 10%。究其原因，主要是国内银行在对公中间业务上一直未能实现模式突破。

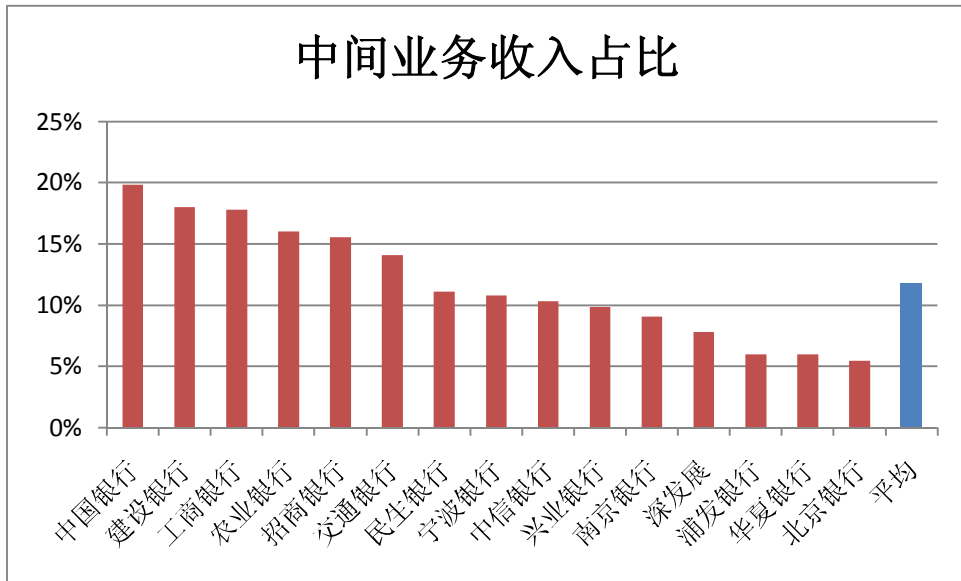


图6 上市银行中间业务收入占比

3. 1. 3 成本收入比：北京银行、南京银行、工商银行占优

在成本控制方面，上市银行平均的成本收入比为 38%，一些存贷比较高、网点扩张压力大的银行近年来成本收入比快速攀升，如华夏银行、招商银行、农业银行、民生银行、深发展、宁波银行的成本收入比均在 40%以上，总体看，股份制银行和宁波银行处于劣势地位。

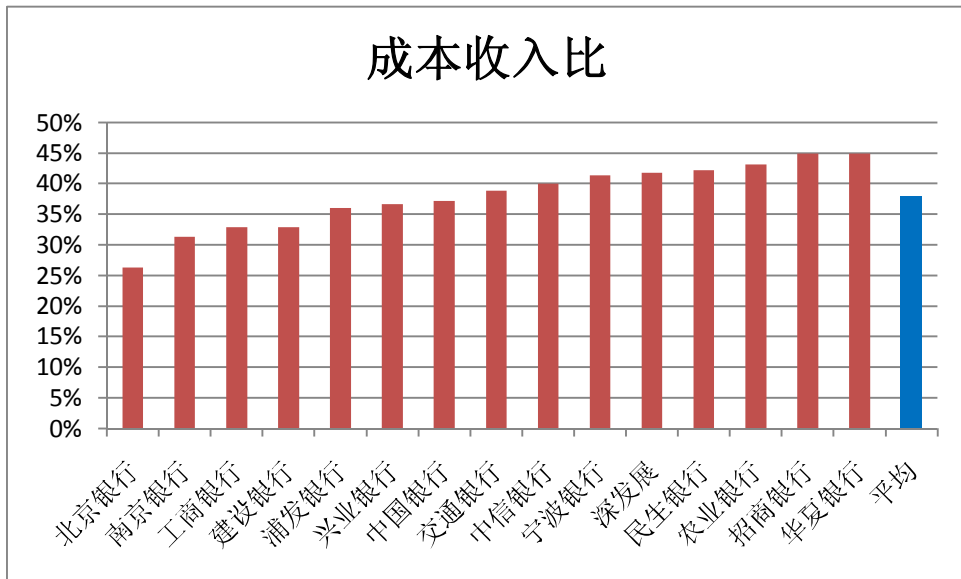


图7 上市银行的成本收入比

3. 1. 4 盈利能力的综合比较：建行、工行最优

综上，尽管股份制银行和宁波银行在升息周期中净息差的弹性更高，但在中间业务贡献和成本收入比方面的劣势抵消了净息差扩大的优势，结果，建设银行和工商银行整体盈利能力占优，其次是侧重于资金业务发展的兴业银行和南京银行。

3. 2 风险控制的比较

3. 2. 1 不良率的控制：四大行劣势

四大行的不良率高已经不是什么秘密，但在经济结构转型和政策调控下，我们预期股份制银行和城商行的不良率上升幅度更大。

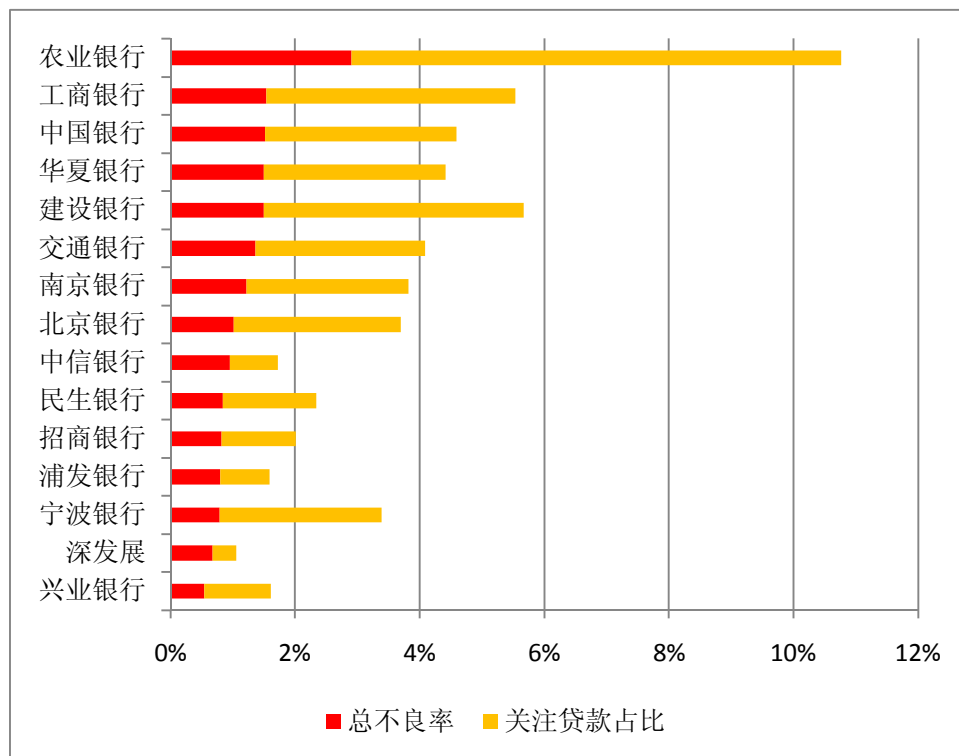


图 8 上市银行的不良贷款及关注贷款占比

3. 2. 2 贷款结构的影响：股份制银行和城商行优势缩小

在房地产开发贷款方面，商业银行房地产开发贷款的平均占比为 6.7%，上市银行的平均占比达到 8.5%，其中，北京银行、民生银行、农业银行三家占比最高，均达到 10%以上。

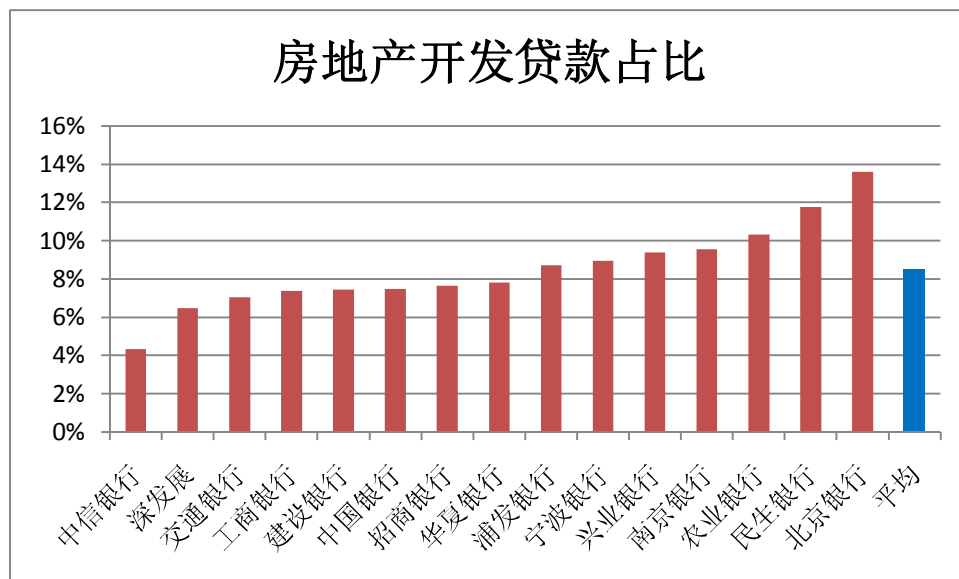


图 9 上市银行房地产开发贷款占比

个人住房抵押贷款方面，商业银行个人住房抵押贷款的平均占比为 12.5%，上市银行平均为 14.2%，其中，招商银行、兴业银行的占比均在 20%以上。

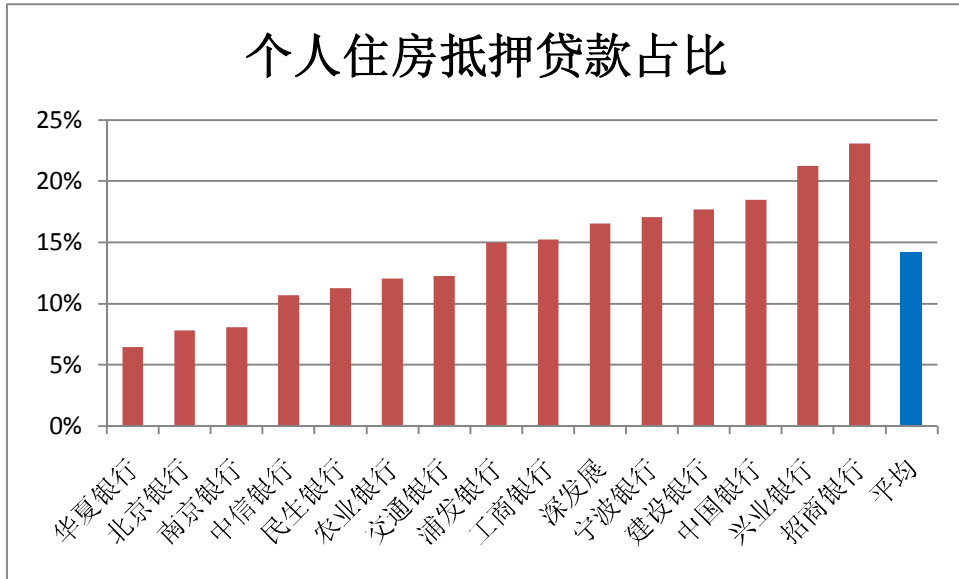


图 10 个人住房抵押贷款占比

在地方融资平台贷款方面，银监会估算的全国商业银行地方融资平台贷款平均占比为 17%，上市银行披露的结果普遍低于银监会估算结果，地方融资平台贷款的平均占比为 10.8%，其中，南京银行和兴业银行披露的地方融资平台贷款占比较高，在 20%以上，其他各家在 14%以下。

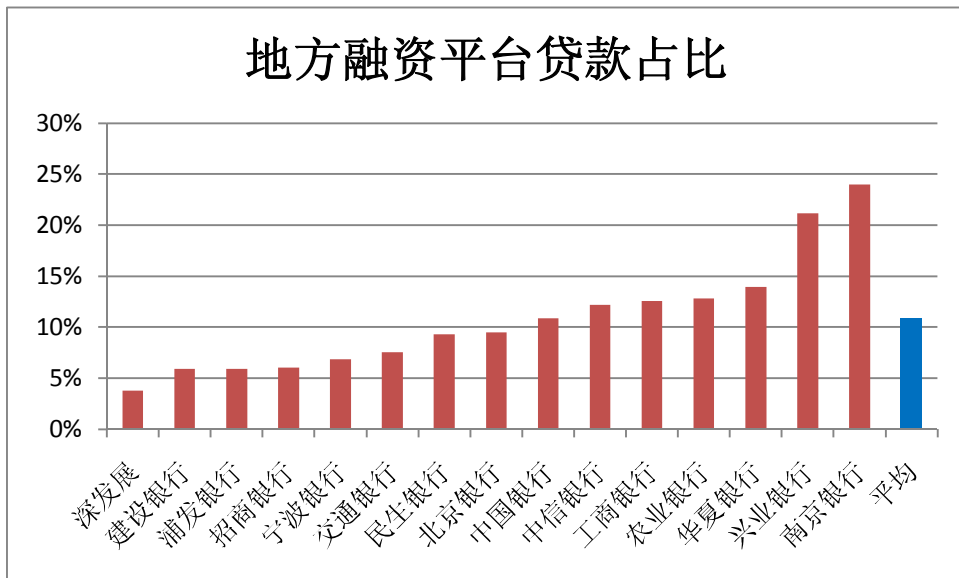


图 11 上市银行地方融资平台贷款占比

以上三类贷款合计占到上市银行贷款总额的 33%，即，三分之一的贷款将直接受到调控冲击，而上升的坏帐将“吃掉”上市银行 1 年的净利润总额，并使风险资本需求与贷款总额之比提高 2.25 个百分点，使风险资本回报率下降 4.2 个百分点。其中，兴业银行和南京银行的风险资本需求比例上升较多，股份制银行和城商行的风险控制优势在缩小。

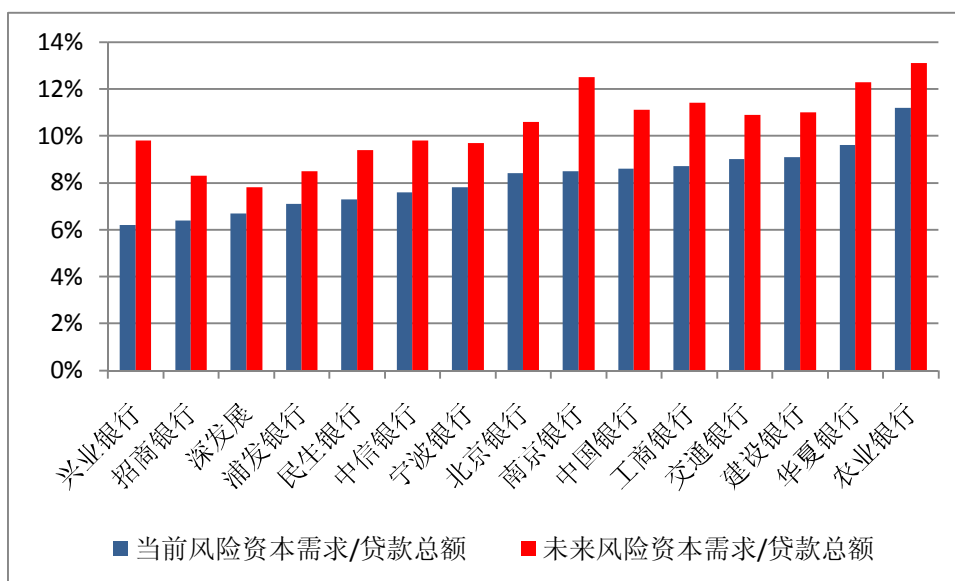


图 12 上市银行风险资本需求与贷款总额之比

3. 3 综合比较：建行、工行最优

综合净息差弹性、中间业务收入贡献、成本收入比、当前不良率及贷款结构的影响，建行和工行的风险资本回报率更高，华夏银行和农业银行最低，以对公业务为主的股份制银行则面临排名下降的压力。

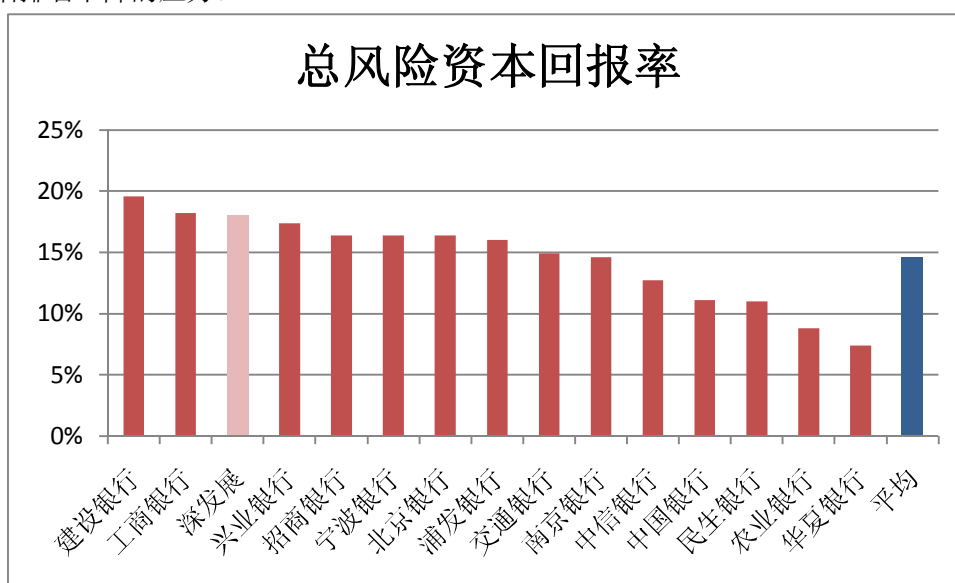


图 13 上市银行的总风险资本回报率

四、 排名启示

4. 1 对公业务困境——昂贵的存款

2009 年的排名中，华夏银行和农业银行受历史遗留问题影响排名垫底，中国银行受境外业务拖累排名第 12，而中信银行和民生银行这 2 家以对公业务为主的股份制银行也表现不佳，分列第 11 和第 13 位，显示了对公业务银行所面临的整体困境。

以民生银行为例，2009 年公司的存贷比已突破 75% 的监管上限，零售业务的吸储能力成为公司发展的瓶颈，低成本的储蓄存款更成为公司内部的稀缺资源，为此民生银行大力拓展零售网点，所有支行都被定位于零售业务中心；在内部转移定价中，为了鼓励零售业务的发展，利润贡献的划分也更加倾向于稀缺资源，对公部门的所有贷款溢价几乎都转化为零售部门的利润——低成本的零售存款遇到利率上浮的高息贷款，结果，民生银行零售业务的风险资本回报率高达 21.5%，而对公业务则只有 6.1%。类似的情况也发生在宁波银行身上，宁波银行零售业务的风险资本回报以 27.5% 排名第 2，仅次于工商银行，但对公业务却只有 11.4% 的风险资本回报，排名居中。以上分业务的风险资本回报显示，在当前的监管环境和市场环境下，对于传统对公银行来说，零售业务的边际回报更高。

不过，这只是一种监管下的畸形结果。首先，为了获取储蓄存款，对公银行必须要承担更高的运营成本，42% 的成本收入比较工商银行高出 10 个百分点；其次，由于达不到规模效应的门槛，网点的数量虽然增加了，却不能充分发挥作用，对公银行中间业务收入占比仍然较低；第三，储蓄存款的占比还是较低，为了突破存贷比限制，银行不惜吸收高成本的企业协议存款，从而提高了整体的资金成本。结果，以对公业务为主的银行，为了突破存贷比的限制，直接或间接地支付了高昂的成本，从而降低了整体的风险资本回报率。

表 5 对公业务的风险资本回报率

	对公业务风险资本回报率
建设银行	15.80%
深发展	15.70%
中信银行	13.10%
招商银行	13.00%
工商银行	12.40%
宁波银行	11.40%
南京银行	10.40%
北京银行	9.80%
中国银行	8.40%
农业银行	6.30%
民生银行	6.10%
交通银行	
浦发银行	
兴业银行	
华夏银行	
平均	11.13%

表 6 零售业务的风险资本回报率

	零售业务风险资本回报率
工商银行	31.50%
宁波银行	27.50%
民生银行	21.50%

建设银行	21.00%
深发展	19.80%
北京银行	17.00%
中国银行	15.90%
南京银行	9.00%
招商银行	8.90%
农业银行	8.10%
中信银行	0.90%
交通银行	
浦发银行	
兴业银行	
华夏银行	
平均	16.46%

4. 2 综合性银行的优势：存贷比限制下的天然屏障

在当前监管环境下，不仅以对公业务为主的银行在零售业务上边际回报更高，以零售业务为主的银行在对公业务上的边际回报也更高。以招商银行为例，贷款的溢价收益更多体现为对公业务议价能力，结果，招商银行对公业务的风险资本回报高达 13%，与中信银行相当，但零售业务的风险资本回报却只有 8.9%，排名靠后。

总之，全能化的发展似乎是每家银行的必然选择。然而，全能化只能突破监管的瓶颈，解决成长的束缚，却无法提高回报，实际上，成长速度越快，风险回报的下降压力就更大——因为专业化银行在全能化过程中支付了高昂的成本（包括网点扩张中的开办摊销及运营成本，以及在有限网点下难以发挥的中间业务规模效应，和有限网点下难以分散的零售业务信用风险等），结果，专业化银行的风险回报普遍低于综合性银行，建行和工行在总排名榜中占据了前 2 名，其中，工行在零售业务的风险资本回报榜上排名第 1，而建行则在在对公业务风险资本回报榜上排名第 1，其合理估值也要比股份制银行和城商行高出 20-50%。

4. 3 国际上全能银行的估值回归

今天，中国的综合性银行具有更高的风险回报，但是在国际上，全能银行真的具有估值优势吗？

作为全能银行的代表，花旗集团自 2000 年以后估值水平就呈现下降趋势，次贷危机前，公司的市净率已从最高时的 4 倍降至 2.3 倍，次贷危机爆发后，股价更一度暴跌为仙股，2010 年 1 月的市净率也仅恢复到 0.6 倍水平。与之相对，更专注于零售领域的富国银行(Wells Fargo)和更专注于投资银行领域的高盛 2010 年初的市净率均在 1.3 倍水平。换句话说，次贷危机中风险的串联，使花旗整体的估值较每个业务分拆后的估值之和低 50%。

其实不仅花旗面临这样的估值困境，其他全能银行也有类似问题。表 7 是我们以美国专业化银行的估值为依据，根据各家全能银行的业务利润贡献比例，加权计算的全能银行分拆后的市净率。由表可见，次贷危机前（2006 年底），花旗集团与汇丰控股的合并估值与分拆估值基本一致，而摩根大通、美洲银行和德意志银行的合并估值较分拆估值低 30-40%，只有瑞银集团和巴克莱集团的合并估值较分拆估值高出 10-20%，平均来看，全能银行的估值

较对应领域里的大型专业化银行折价 10%。次贷危机后，全能银行的折价率更高，2010 年初全能银行的估值较对应领域里大型专业化银行平均折价 26%。

以上数据显示，在国际市场中，全能银行的估值优势已消失——经过十年发展，投资人更加理性看待全能银行，全能银行的估值已经回归；不仅如此，次贷危机的爆发让投资人看到，全能银行的抗风险能力并不一定更高，金融危机中各业务间的风险串联可能使它遭遇更大的折价，唯一的好处只是“Too Big To Fail”。

然而，现阶段，中国银行业的监管政策并不支持专业化银行的发展，它要求银行具有均衡、全面的能力，但问题是，沿着全能化的路径，股份制银行和城商行将很难超越工行和建行，天生的规模劣势要求专业化银行必须实现模式突围。

表 7 次贷危机前，全能银行合并估值较分拆估值的溢价率

	零售金融	传统对公	投资银行	投资管理	替代投资	分拆估值	合并估值	全能银行溢价率
花旗	55%		33%	7%	6%	2.26	2.30	2%
摩根大通	48%	7%	35%	10%		2.28	1.44	-37%
美洲银行	55%	11%	22%	12%		2.23	1.57	-30%
瑞银集团	15%		37%	48%		2.67	3.23	21%
德意志银行	13%	15%	56%	11%	5%	2.39	1.54	-36%
巴克莱集团	42%	19%	30%	9%		2.24	2.51	12%
汇丰控股	42%	27%	26%	5%		2.18	2.18	0%
平均								-10%

(注：以上业务结构数据均为 2006 年利润贡献数据，实际估值为 2006 年 12 月 31 日股价除以 2006 年底每股净资产)

表 8 次贷危机冲击后，全能银行较分拆业务的溢价率

	零售金融	传统对公	投资银行	投资管理	替代投资	加权估值	实际估值	全能银行溢价率
花旗	55%		33%	7%	6%	1.05~1.18	0.61	-45%
摩根大通	48%	7%	35%	10%		1.09~1.28	0.98	-17%
美洲银行	55%	11%	22%	12%		1.12~1.30	0.66	-45%
瑞银集团	15%		37%	48%		1.24~1.59	1.18	-17%
德意志银行	13%	15%	56%	11%	5%	1.13~1.43	0.77	-40%
巴克莱集团	42%	19%	30%	9%		1.14~1.37	0.77	-39%
汇丰控股	42%	27%	26%	5%		1.16~1.40	1.57	23%
平均								-26%

(注：以上业务结构数据均为 2006 年利润贡献数据，由于次贷危机后，一些业务出现巨额亏损，所以很难确定危机后的真实业务比例。实际估值以 2010 年 1 月 22 日（奥巴马提出金融改革方案次日）股价除以当时可得的最新每股净资产数据。)

4. 4 国内专业化银行的突围路径：对公中间业务

如何提高专业化银行的风险资本回报，并降低对存款业务的依赖度？除了证券化的途径，对公中间业务的发展是现代银行模式突围的重要路径。

随着金融体系的发展，银行业以贷款利息为主的收益模式正在发生改变，自上世纪 70 年代以来，美国银行业非利息收入的占比已从 20%左右提高到 40%，其中大型银行的占比更高，达到了 50%水平，但增长的绝不仅仅是零售中间业务——托管和存款之外的非利息收入对总收入的贡献从上世纪 90 年代初的 17%增加到当前的 27%水平，其中既包含了信用卡、支票帐户、ATM 的手续费收入，也包含了投资银行、交易结算和证券化收入，当然，小银行（资产规模小于 1 亿美元的银行）这部分收入占比较低，仅为 10%左右，而大银行（资产规模大于 10 亿美元的银行）却可以达到 30%。实际上，从全能银行的业务结构看，以投资银行和资本市场为特征的对公中间业务已贡献了经营利润的 30-40%。

花旗集团各业务部门利润贡献(2006年)

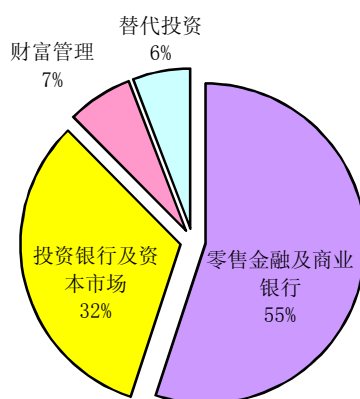


图 14 花旗集团各业务部门的利润贡献（2006 年）

摩根大通各业务部门利润贡献(2006年)

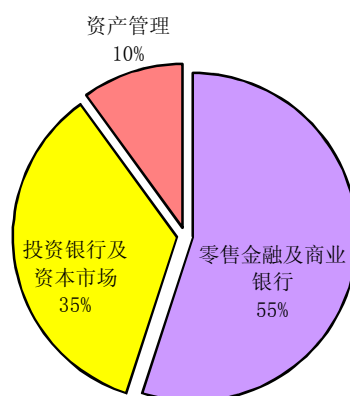


图 15 摩根大通各业务部门的利润贡献（2006 年）

美洲银行各业务部门利润贡献(2006年)

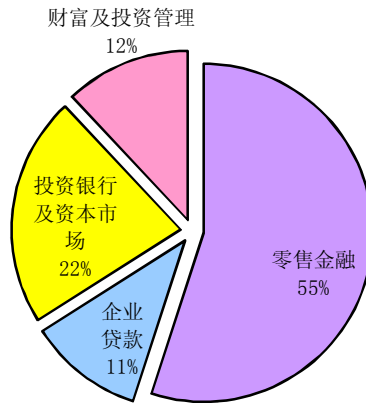


图 16 美洲银行各业务部门利润贡献比例 (2006 年)

瑞银集团各业务部门的利润贡献(2006年)

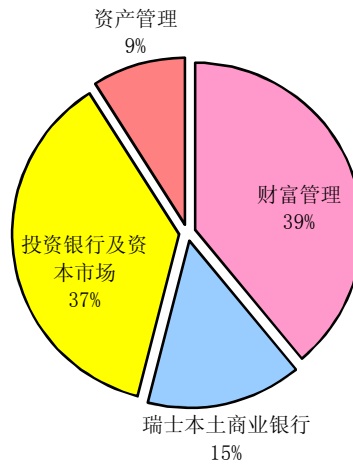


图 17 瑞银集团各业务部门利润贡献比例 (2006 年)

巴克莱集团各业务部门利润贡献(2006年)

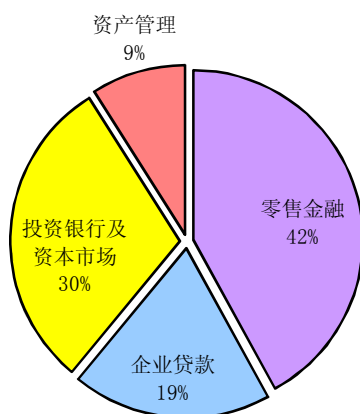


图 18 巴克莱集团各业务部门利润贡献比例（2006 年）

汇丰控股各业务部门利润贡献(2006年)

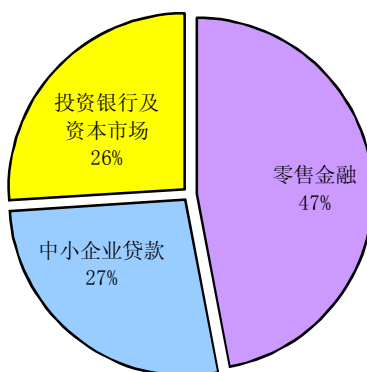


图 19 汇丰控股各业务部门利润贡献（2006 年）

当然，次贷危机也暴露了一些“伪中间业务”的风险。随着资本市场的发展，金融机构正逐步由交易中介转变为交易主体，不仅证券化收入大幅上升，很多大型银行更热中于交易和发行各类证券化衍生产品，结果，美国商业银行证券投资中交易帐户的占比从 3%上升到 50%，从而放大了次贷危机中的风险暴露。

真正的对公中间业务是以帮助企业客户进入并适应资本市场、应用资本市场工具来管理风险和推动成长的金融服务，它包括并购、重组等投行业务，也包括资金管理业务，以及以服务于客户为目的的汇率和利率风险管理业务等。这类业务不仅自身的风险承担低、风险资本回报高，还能够降低贷款部门的客户风险，提高贷款议价能力和整体风险回报。

总之，未来银行业的成长根本还在于模式的创新。

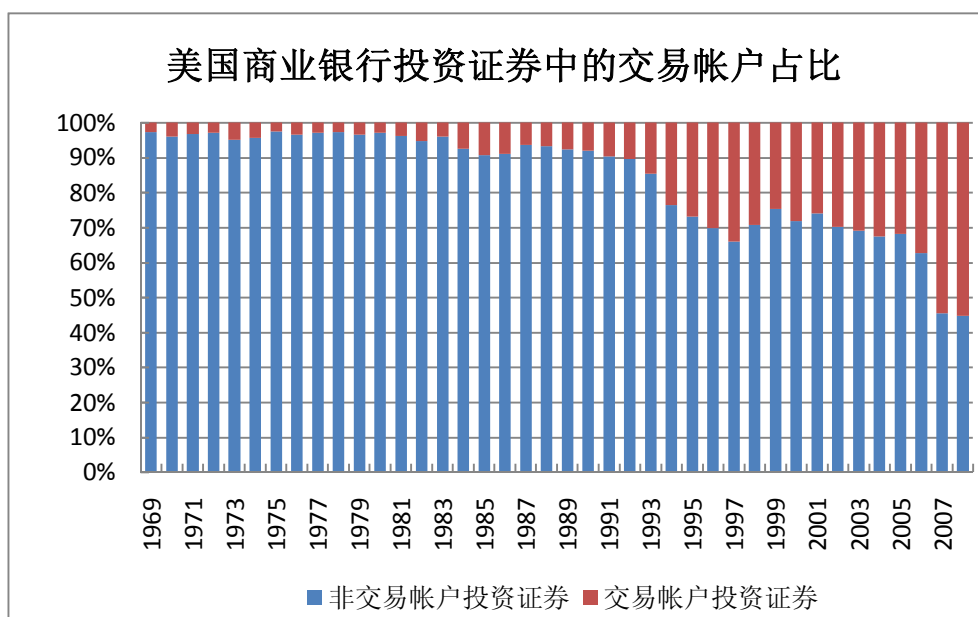


图 20 美国商业银行投资证券中的交易帐户占比

4. 5 未来价值决定：模式创新的溢价

与欧美银行相比，中国银行业的成长性更高，但潜在的风险也更高，所以平均的合理市净率只有 1.5 倍，与国际银行业的估值水平相近——尽管 2009 年中国的银行成为世界上最赚钱的银行，但这并不表示它拥有特殊的溢价空间，未来中国银行业的溢价空间仅来自于模式的创新。

实际上，从美国银行的发展历史看，当前业务价值只占银行总价值潜力的三分之一到二分之一：转型中的银行其估值水平可以是传统银行的两到三倍，即使在转型完成后的一段时间里，仍可享受 50%左右的溢价。

美国运通的转型溢价

美国运通创造了信用卡公司的另类运营模式，与一般信用卡银行以利息收益为主不同，美国运通的主要收益来自于合作商家的返点收益，也因此，庞大的商家网络成为运通的核心竞争优势——2005 年，运通平均每 16 秒增加一家合作商家，增加的商家为消费者提供了更广泛的刷卡空间和优惠力度、吸引了更多客户，而更多的消费客户又反过来增加了美国运通对商家的吸引力和谈判地位，使其迅速实现商家和消费者两端的规模化发展。这种模式被称为“以支付为中心的盈利模式”。近年来，运通进一步强化了它的返点收益模式，在国际化扩张中，运通将自己的商家和营销渠道开放给世界各地的银行，合作发行联名卡，联名卡享受运通卡的所有商家折扣，并由合作银行提供信贷支持，而在收益分成方面，合作银行赚取利息收益，运通则获取返点收益——新模式下运通的信贷风险进一步降低，风险资本回报率也进一步提高，并由此获得了 6 倍以上的市净率，即使是在次贷危机冲击后，其估值也维持在 3 倍以上。

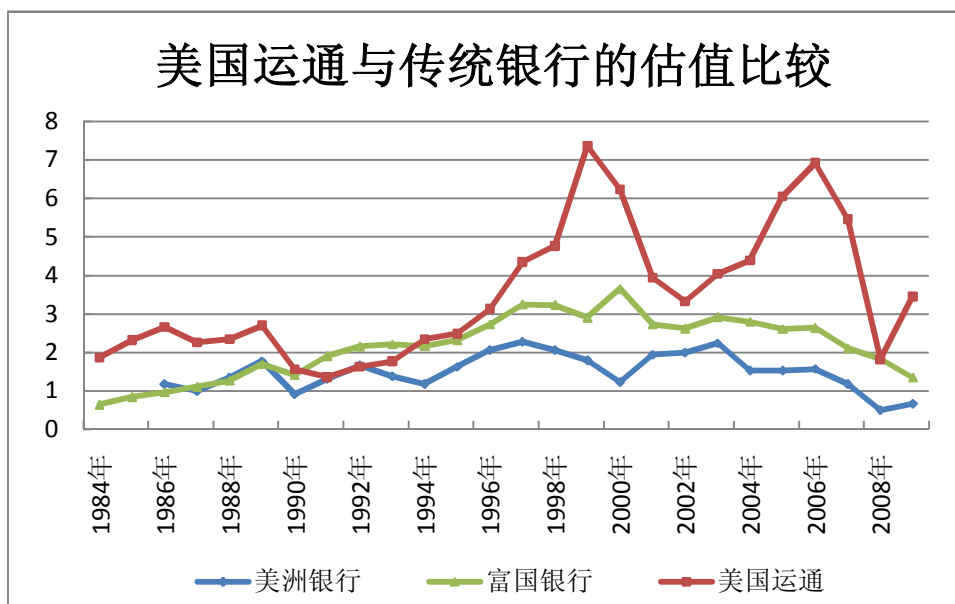


图 21 美国运通与传统银行的估值比较

嘉信理财的转型溢价

在美国，传统投资银行的市净率一般就在 2-3 倍之间，繁荣期可以达到 4 倍，但一些创新业务却可以获得超常估值。如美国最古老的银行纽约银行通过对公交易服务商的全面转型，市净率一度达到 6 倍以上，而借助网络模式实现平价证券业务的嘉信理财（Charles Schwab），市净率一度达到 16 倍，今天仍在 4 倍以上。

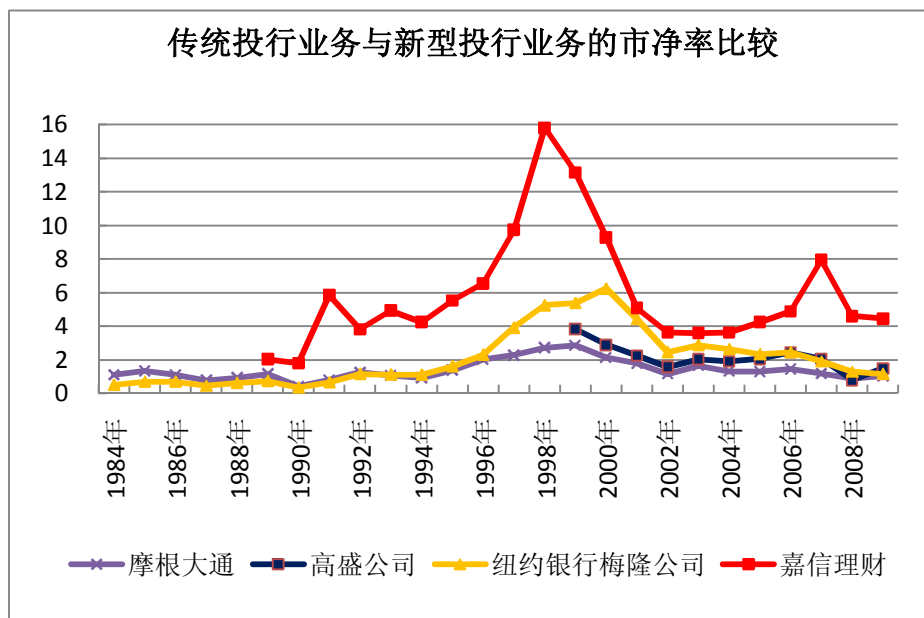


图 22 传统投行业务与新型投行业务的市净率比较

在中国，率先提出零售转型的招商银行也一度获得 50% 以上的溢价，然而随着零售银行模式的推广，招行的优势在缩小（表 9）；2010 年，招商银行提出了“二次转型”的理念，并将其定义为零售业务的精细化和高端化，其他银行也都提出了自己的转型理念，未来能否彻底改变银行业的竞争格局，取决于股份制银行和城商行能否找到模式转型的出路：

在当前经营模式下，股份制银行和城商行的合理估值较工行和建行低 20-50%，仅靠效率的提升难以弥补风险回报的劣势，模式的转型是价值超越的唯一路径。

表 9 国内银行的市净率比较

	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-6-24
工商银行	6.20	8.13	3.54	5.44	1.98
建设银行		5.47	1.92	2.71	1.95
中国银行	3.55	3.96	1.61	2.22	1.66
交通银行		5.96	1.60	2.92	1.90
招商银行	4.36	8.58	2.25	3.94	2.43
浦发银行	3.76	8.12	1.80	2.94	2.28
民生银行	5.37	4.27	1.42	2.95	1.52
中信银行		4.70	1.58	3.11	2.05
兴业银行		6.67	1.49	3.61	2.36
深发展	4.35	6.81	1.79	3.96	2.60
华夏银行	2.67	6.16	1.32	2.13	1.79
北京银行		4.76	1.64	3.31	1.96
宁波银行		6.83	1.93	4.65	2.94
南京银行		3.53	1.36	3.03	2.02
行业平均	4.01	5.83	1.67	3.19	2.10
招商银行溢价率	9%	47%	35%	23%	16%