

探索商业银行估值抬升的路径

——轻型化转型

轻型银行是什么？

轻型银行的本质，是以更少的资本消耗、更集约的经营方式、更灵巧的应变能力，实现更高效的发展和更丰厚的价值回报。轻型银行具备以下几个特征：①轻资产、轻资本：资产结构中风险权重较低的资产比例增加；对公贷款占比降低；非息收入占比提升；②轻管理、轻运营：产品设计以客户为中心，提供有针对性的差异化服务；经营模式实现从物理网点到电脑再到手机的转变；管理架构轻型化、扁平化。

银行为什么要进行轻型化转型？

（一）宏观背景：①经济增速下行，降低银行传统业务之“量”；②利率市场化收窄息差，降低银行传统业务之“价”；③金融脱媒，影响银行传统业务之“基”；④科技发展，冲击银行传统业务之“本”。

（二）微观需求：银行降低资本消耗的内在要求。

案例分析——商业银行如何实现轻型化转型？

通过分析轻型化转型进展较好的招商银行和轻型化进程较慢的华夏银行，可以看出，华夏银行轻型化进程落后于招商银行的原因主要有三：一是零售业务发展不足，二是非息收入发展不足；三是成本收入比较高。

因此，推进商业银行轻型化转型也应从这三方面入手：一是要大力发展零售业务，开拓零售市场；二是要大力发展非息收入，重视中收的发展；三是要着力压降管理费用，同时也应重视金融科技的投入。

商业银行轻型化转型的进程——以招商银行为例

我们用以下几个标准来衡量招商银行的轻型化转型之路：①轻资产：营业收入/总资产。②轻资本：非利息收入/总资本、非利息收入/营收。③轻管理：成本收入比。④轻运营：电子银行。⑤轻结构：零售业务占比。上述指标均表明招行的轻型化进程稳步推进。

轻型化转型如何利好商业银行？

风险加权资产占比的降低将减少资本计提需求，从而提升权益倍数；信贷资源从对公向零售转移将拓宽净息差；另外，非息收入占比的提升和成本收入比的降低与上述因素一起，均利好 ROE 的提升；而 ROE 的提升将带来估值的抬升。

因此轻型化转型有利于抬升银行的估值。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

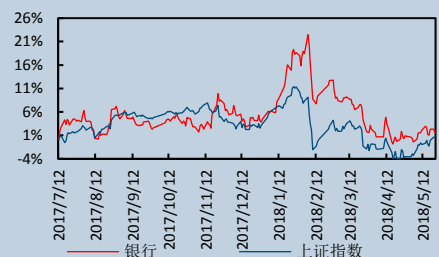
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018年09月12日

市场表现



相关研究报告

目录

轻型银行是什么？	3
(一) 轻资产与轻资本	3
(二) 轻管理与轻运营	3
银行为什么要进行轻型化转型？	3
(一) 宏观背景	3
1. 经济增速下行，降低银行传统业务之“量”	3
2. 利率市场化收窄息差，降低银行传统业务之“价”	4
3. 金融脱媒，影响银行传统业务之“基”	4
4. 科技发展，冲击银行传统业务之“本”	5
(二) 微观需求——银行降低资本消耗的内在要求	5
案例分析——商业银行如何实现轻型化转型？	6
(一) 股份行整体情况	6
(二) 华夏银行轻型化程度落后于招商银行的原因分析	7
1. 零售贷款占比	7
2. 非息收入	8
3. 成本收入比	8
4. 金融科技的发展	9
(三) 商业银行推进轻型化转型的方法	10
商业银行轻型化转型的进程——以招商银行为例	10
(一) 轻资产：营业收入/总资产	10
(二) 轻资本：非利息收入/总资本、非利息收入/营收	11
(三) 轻管理：成本收入比	12
(四) 轻运营：电子银行	13
(五) 轻结构：零售业务规模	13
轻型化转型可抬升银行估值	14
(一) 轻型化发展可提高 ROE	15
1. 理论分析	15
2. 案例分析	15
(二) ROE 提高可抬升估值	16
1. 理论推导	16
2. 数据验证	17
(三) 结论：轻型化转型有利于银行估值抬升	18

轻型银行是什么？

轻型银行的本质，是以更少的资本消耗、更集约的经营方式、更灵巧的应变能力，实现更高效的发展和更丰厚的价值回报。轻型银行具备以下几个特征：

（一）轻资产与轻资本

资产和资本的轻不仅体现在绝对量的轻，更重要的是结构的轻型化，即大力发展无需消耗资产与资本即可带来收入的业务（主要就是非息收入），从而实现以更少的资产和资本带来更多的收入，提升资产和资本的利用效率。轻资产与轻资本主要表现在以下几个方面：

1、风险权重较低的资产比例增加。风险权重较低的资产包括：标准化同业资产、信用卡资产、住房按揭贷款、货币市场投资和交易类资产。

2、零售贷款占比提升。信贷资源中的“重型资源”更大程度上向零售倾斜，相对于对公业务，零售业务具有更加轻型化的特点，为商业银行未来的发展带来更多的活力与更大的空间。

3、非息收入占比提升。资管业务的大力发展将提升非息收入占比，降低了银行对传统存贷业务的依赖性。

（二）轻管理与轻运营

在金融产品的设计方面，将客户价值置于本源，勇于革新颠覆自我，以考虑客户需求为起点，以客户体验和接受度为目标，准确洞察客户需求，有针对性地提供个性化服务。

营销模式从“水泥”到“鼠标”再到“拇指”，即从物理网点到电脑再到手机的转变，积极引导客户自思考、自服务；提倡一对多、制导式的精准营销、积极嫁接各类业务平台，实现批量获取客户。

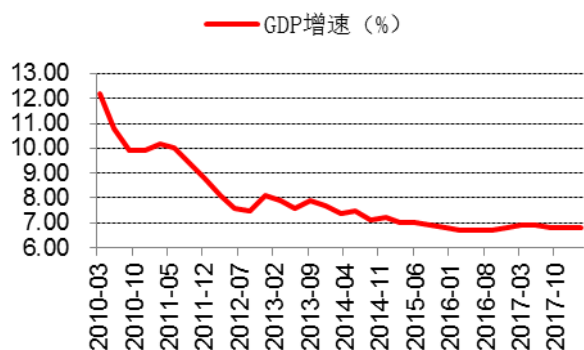
管理架构轻型化、扁平化，按照轻型化发展中资产结构、产品设计、经营模式的需求，界定管理架构边界，整合相关管理职能，合理压缩管理层次。通过提高业务流程和管理流程效率，减少客户服务步骤，经营模式的集约化、轻型化。

银行为什么要进行轻型化转型？

（一）宏观背景

1. 经济增速下行，降低银行传统业务之“量”

随着我国经济发展进入新常态，宏观经济由中高速增长发展转向中高质量发展，GDP 增速持续下行。伴随着 GDP 增速的下行，企业融资需求放缓，金融机构贷款余额也持续下行。

图表1: GDP 增速下行


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

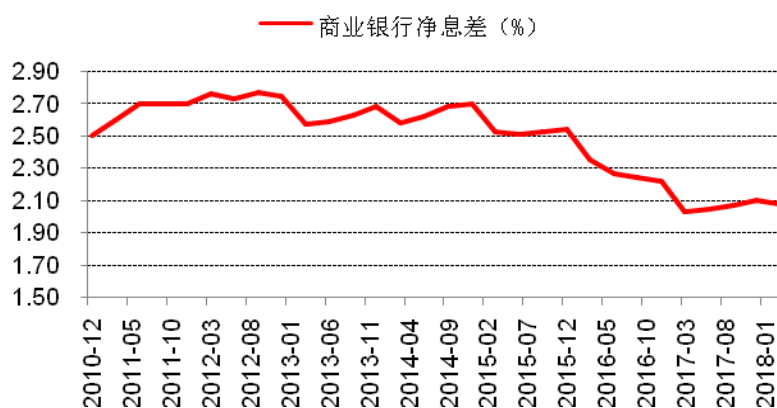
图表2: 金融机构贷款余额增速下行


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

而贷款量的下行势必使得商业银行传统利息收入业务受到一定的影响，因此，如何发展非息收入成为了商业银行发展的题中应有之义。而轻型银行就是以非息收入的发展为重点，有利于商业银行优化收入结构，抵消贷款收缩带来的负面影响。

2. 利率市场化收窄息差，降低银行传统业务之“价”

随着利率市场化进程的推进，商业银行在利率定价上的垄断优势消失，竞争逐渐加剧，带来息差持续收窄。尽管在 2017 年息差水平有所企稳，但仍大幅低于 2012 年 2.7% 以上的高水平。

图表3: 净息差收窄


资料来源:中信建投证券研究发展部

因此，从利息收入方面来看，不论是“量”还是“价”，都在最近几年表现出了下降的趋势；因此，商业银行急需找到一种途径，弥补利息收入方面逐渐收窄的利润空间。在此基础上，进行轻型化转型、发展非息收入成为了商业银行势在必行的一条道路。

3. 金融脱媒，影响银行传统业务之“基”

随着我国金融市场的不断完善，金融产品不断丰富，投融资渠道逐渐增加。

从银行负债端来看，居民的投资渠道不再像之前那样只有银行，为寻求更高的回报率和更为多样化的资产形式，脱离银行等受到管制的金融中介机构，可以在金融市场上购买并持有股票、债券、保险、基金等直接证券。

从银行资产端来看，企业为寻求更为便利的融资渠道和更低的融资成本，脱离银行等受到较强管制且融资成本较高的金融机构，可以直接通过在金融市场上发行股票、债券、商业票据和融资票据等直接证券来筹措资金。

因此，在金融脱媒的过程中，资金供给绕开商业银行体系，直接输送给需求方和融资者，完成资金的体外循环，直接冲击了商业银行开展传统存贷业务的根本。因此，轻型化转型与非息收入的发展显得至关重要。

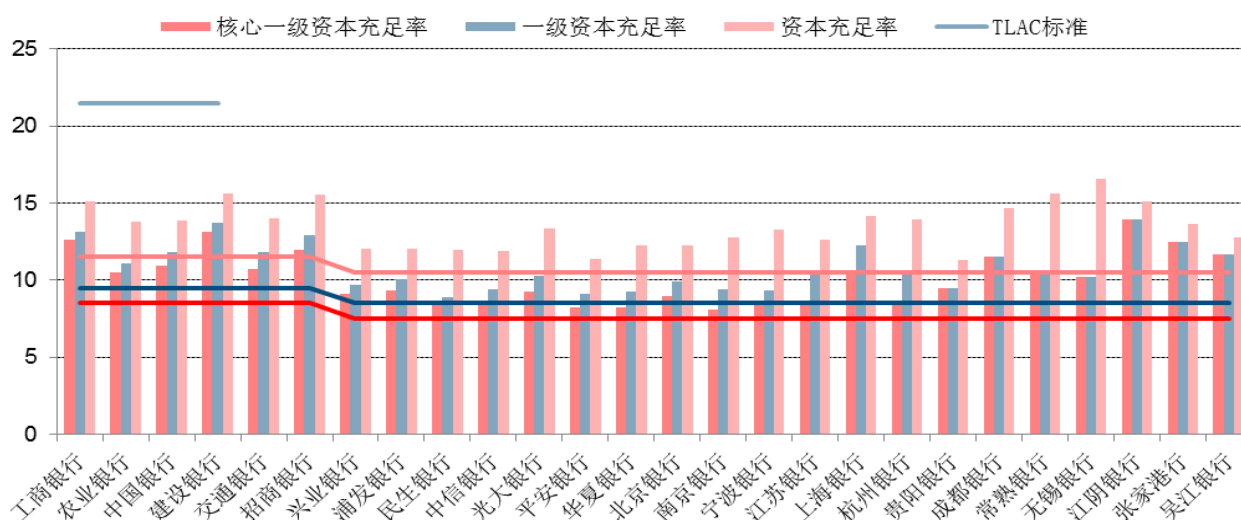
4. 科技发展，冲击银行传统业务之“本”

商业银行的传统存贷业务的开展主要是基于存贷双方的信息不对称，因此，该业务为银行带来的收入实质上是经济中资金达到最优配置所需的成本，而随着信息技术的发展与科技的进步，资金的需求方和提供方之间的信息不对称程度越来越小，因此存贷双方为解决信息不对称问题所需付出的成本相应也在减少，这就意味着银行依靠信息不对称来获取收入的空间会被逐渐压缩。所以，从这个角度上，商业银行也需大力开拓新的收入来源，非息收入起着越来越重要的作用。

（二）微观需求——银行降低资本消耗的内在要求

在强监管、去杠杆、防风险的政策之下，银行的利润增速放缓，规模的扩张却消耗了较高资本。同时表外业务的回表将增加部分业务的风险计提，这让银行的资本充足情况承压。

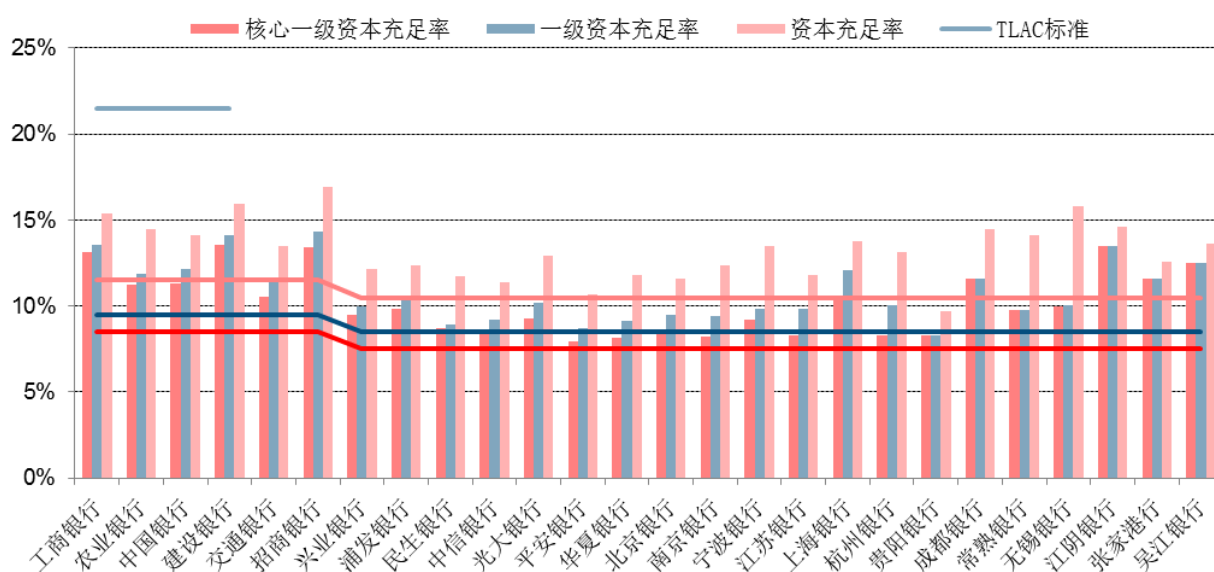
图表4：1Q18 上市银行资本充足率情况



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

以上是基于 2018 年一季度数据进行的静态测算，除四大行需应对即将到来的 TLAC 监管标准之外，其余监管指标均符合要求。但从动态来看，2018 年部分银行资本充足水平仍有压力，我们假设 2018 年银行加权风险

资产增速为最近两年加权风险资产增速的平均值，最近一期的分红比例为 2018 年的分红比例（2018 年净利润为模型预测结果），从而计算出 2018 年的内源融资规模，进而得到 2018 年核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率的动态测算结果。从结果来看，2018 年底各家银行的核心一级资本充足率均能达标，但个别银行的一级资本充足率、资本充足率达标存在压力。如贵阳银行这两项指标可能要低于监管要求，主要是其近年来规模扩展速度很快（加权风险资产增速超 40%），其结果要么需要外部融资补充，要么降低规模扩张速度或增加分红比例。

图表5：上市银行 2018 年资本充足率动态测算结果


资料来源: 中信建投证券研究发展部

因此，四大行面临 TLAC 监管标准的压力，中小银行面临规模扩张与资本充足的矛盾。要解决这个问题，不仅要开源，还要节流，即不单单要依靠外部融资补充资本，更重要的是如何减少资本消耗，而轻型化转型就是商业银行降低资本消耗的重要途径之一。

案例分析——商业银行如何实现轻型化转型？

（一）股份行整体情况

相对于所有上市银行而言，大行资产规模庞大，城商行和农商行不够成熟，因此股份行相对而言是较易转型且转型较快的，因此接下来的分析以股份行为例。

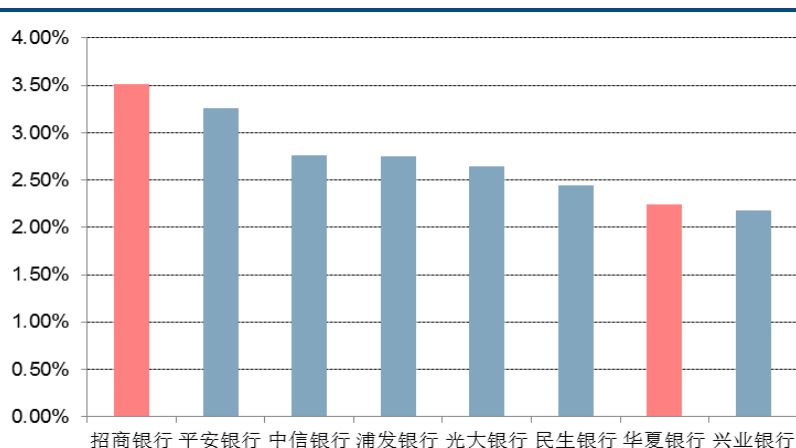
首先，我们以核心一级资本充足率作为衡量“轻资本”的指标，以“风险加权资产占比”作为衡量“轻资产”的指标，用这两个指标来衡量商业银行资本消耗情况和资产消耗情况。2017 年招商银行的核心资本充足率高达 12.06%，远远超过其他股份行的核心一级水平，其风险加权资产占比也是远远低于其他股份行水平，且仍在逐年降低；而华夏银行的核心一级资本充足率仅 8.26%，位居股份行末位，且从最近三年趋势上来看逐年降低，而起风险加权资产占比也处于较高水平且逐年增长。因此，从这两个指标来看，股份行中招商银行当之无愧的成为轻型化转型领先的代表，而华夏银行则在轻型化转型方面进展较慢。

图表6： 股份行核心一级资本充足率与风险加权资产占比

	核心一级资本充足率 (%)			风险加权资产占比 (%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
招商银行	10.83	11.54	12.06	58.60	56.69	56.06
光大银行	9.24	8.21	9.56	68.99	66.29	69.88
浦发银行	8.56	8.53	9.50	66.76	66.22	66.55
兴业银行	8.43	8.55	9.07	64.69	62.48	67.28
民生银行	9.17	8.95	8.63	74.02	64.22	73.54
中信银行	9.12	8.64	8.49	67.71	66.84	76.04
平安银行	9.03	8.36	8.28	66.28	68.86	68.53
华夏银行	8.89	8.43	8.26	65.84	66.88	71.86

资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

另外，轻型银行的本质是以更少的资产和资本消耗带来更多的营收，因此我们以营收占总资产的比重来衡量各股份行利用每单位资产发展营收的能力。同样可以看出，“营收/总资产”指标方面，招商银行仍位于股份行首位，说明招商银行的盈利能力强，每单位资产可创造出更多的营收。

图表7： 2017 年股份行营收占总资产比重


资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

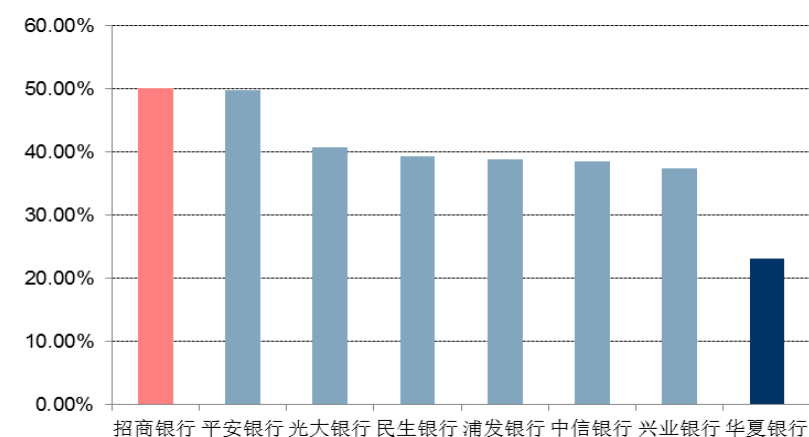
(二) 华夏银行轻型化程度落后于招商银行的原因分析

1. 零售贷款占比

从信贷资源内部结构来看，相对于对公贷款而言，零售贷款的风险权重较低，具有更加轻型化的特点，因此，我们将**零售贷款占比**纳入衡量标准。

2017 年年报显示，招行零售客户规模为 10663 万户，于 2017 年 9 月正式突破一亿大关，在股份行中客户规模居于首位，远高于排名第二、零售客户数为 8005 万的中信银行。2017 年年报显示，招商银行零售金融业务实现营业收入 1083.86 亿元，占总营业收入的 51.29%。可见招商银行零售业务规模在业内颇有领先优势。

从零售贷款占比上来看，2017 年年末，招商银行的零售贷款占比达到 50.08%，远超华夏银行 23.18%的水平。

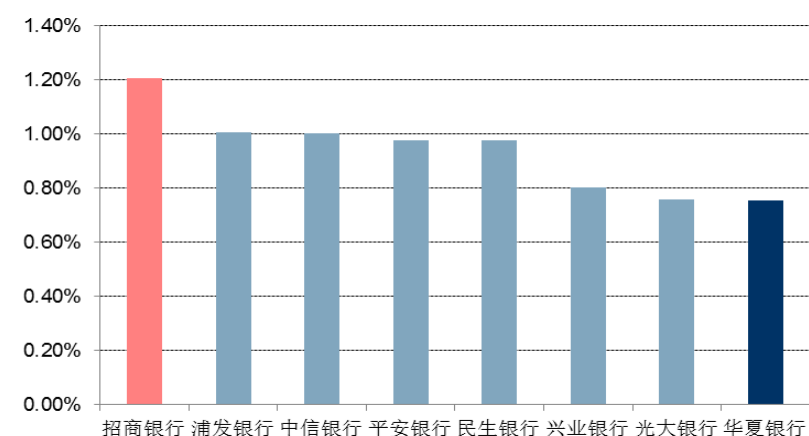
图表8： 2017 年股份行零售贷款占比


资料来源: 公司年报、中信建投证券研究发展部

2.非息收入

非息收入的产生既不需要消耗资产、也不需要消耗资本，因此，**非息收入**的发展情况也是衡量银行轻型化程度的重要标准之一，非息收入占总资本的比重衡量了银行利用相同的总资本发展非息收入的能力。

从“非息收入/总资产”这一指标来看，招商银行依然位居股份行首位，而华夏银行该项指标仍在股份行末位。

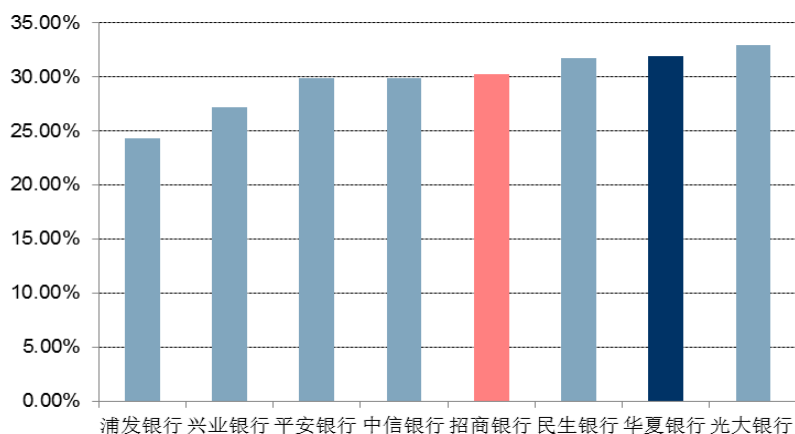
图表9： 2017 年股份行非息收入占总资产比重


资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

3.成本收入比

“轻管理”也是衡量银行轻型化程度的标准之一，因此**成本收入比**也应是考量银行轻型化程度的标准之一。

华夏银行的成本收入比位于股份行高位，而招商银行成本收入比也较高的原因在于招商银行大幅增加了对金融科技的投入，而金融科技带来的产出与投入相比具有一定的滞后性，造成 2017 年招商银行成本收入比小幅回升。但从长期来看，金融科技投入带来的效率提升注定将继续推进招商银行降本增效。

图表10： 2017 年股份行成本收入比


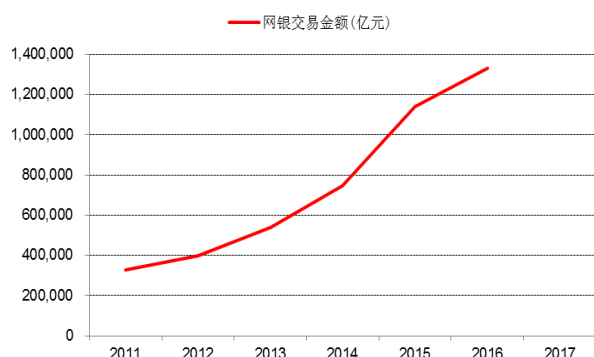
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

4. 金融科技的发展

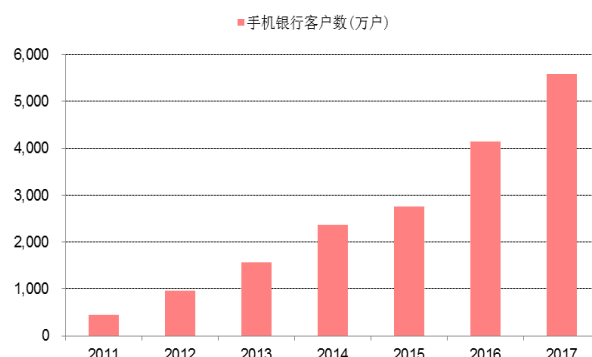
“轻运营”依赖于金融科技的发展，电子银行的发展可助力商业银行综合利用新型媒体、新型平台，结合优质产品和服务体验，建立多层次、多样化的智能轻型客户服务模式，搭建更加轻型有效的获客渠道。招商银行充分利用移动互联网渠道和大数据搭建获客轻平台，打造“批量化、智能化”的获客方式，运用微信平台、手机 APP 等新媒体、新平台打造更好的服务体验以吸引客户。

“招商银行”微信公众号，以产品功能与时下热点结合的方式借势营销，从多角度丰富产品的内涵，加强年轻客户群体对品牌的好感度，助力打造创新、有活力的品牌形象。2017 年，“招商银行”微信公众号累计关注用户数达 1218.78 万户。

现已推出“招商银行 APP6.0”和“掌上生活 APP6.0”。其中，招商银行 App6.0，实现智能理财再进化，为客户提供理财频道、智能服务、闪电贷、财富体检等多项特色产品，打造智能化的个人金融助手，并实现智能、连接、交互三个方向的突破，提升零售体系化核心能力；掌上生活 6.0APP 助力招商银行打造金融变现、支付便捷、风控安全、服务引导的信用卡客户经营体系。

图表11： 招行网银交易金额（亿元）


资料来源: 公司年报、中信建投证券研究发展部

图表12： 招行手机银行客户数（万户）


资料来源: 公司年报、中信建投证券研究发展部

（三）商业银行推进轻型化转型的方法

通过上述分析可以看出，华夏银行轻型化进程落后于招商银行的原因主要有三：一是零售业务发展不足，二是非息收入发展不足；三是成本收入比较高。

因此，推进商业银行轻型化转型也应从这三方面入手：

一是要大力发展零售业务，开拓零售市场；

二是要大力发展非息收入，重视中收的发展；

三是要着力压降管理费用，同时也应重视金融科技的投入。

商业银行轻型化转型的进程——以招商银行为例

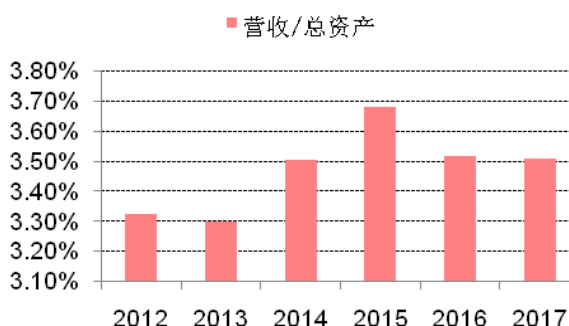
2014年，招商银行明确提出把“轻型银行”作为二次转型的方向，我们以招商银行为例，用以下几个衡量标准来看待“轻型银行”之“轻。”

（一）轻资产：营业收入/总资产

在利率市场化不断推进的背景下，银行需要逐渐向轻资产的经营结构转型，即用更少的资产实现更多的营业收入，因此，我们用营业收入与总资产规模的比值来衡量银行的轻资产状况。

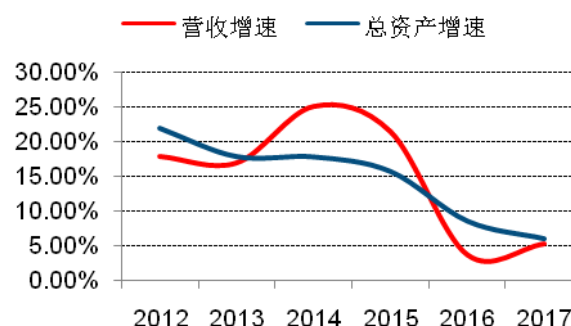
2014年，招商银行提出“轻型银行”战略转型之后，营收/总资产有了明显的提升，营收增速也开始超过总资产增速；2016年以后，随着招商银行提出“金融科技”的发展战略，由于金融科技发展的产出与投入相比具有一定的滞后性，2016/2017两年的营收占总资产比重有所下降，但依然高于轻型银行转型之前。

图表13: 招商银行营收占总资产比重



资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图 图表15: 招商银行营收增速与总资产增速对比



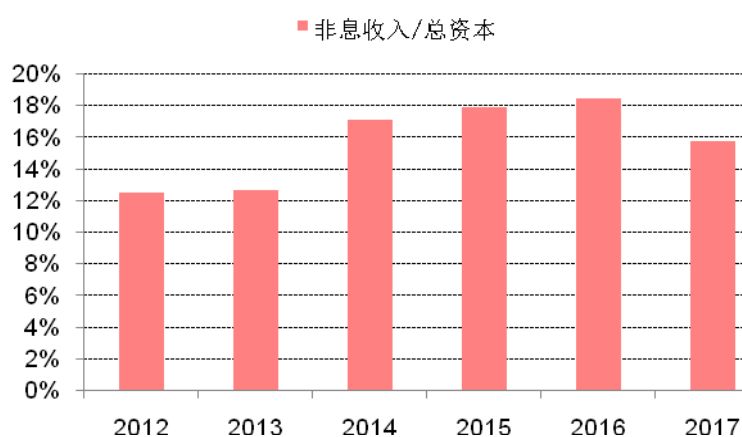
资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

(二) 轻资本: 非利息收入/总资本、非利息收入/营收

相对于传统存贷业务, 非息收入具备更加轻型化的特点, 原因在于非息收入的产生既不需要消耗资产也不需要消耗资本, 因此非息收入占总资本的比重衡量了银行利用相同的总资本发展非息收入的能力, 非息收入占营收的比重衡量了银行非息收入发展的状况。

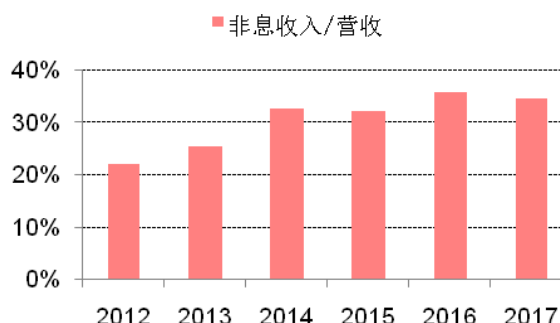
从大体趋势上来看, 2012 年以来, 无论是占营收比重, 还是占总资本比重, 非息收入占比基本呈现出逐年提升的趋势, 非息收入的增速也基本一直快于营收增速。近期来看, 随着金融监管力度加强, 商业银行表外业务面临转型, 中间业务收入普遍下降, 新增资产投放转回表内, 因此, 招行的非息收入指标承压。但从中长期来看, 金融科技给银行提供了越来越多的轻型服务工具, 直接融资大趋势不会逆转。

图表16: 招商银行非息收入占总资本比重



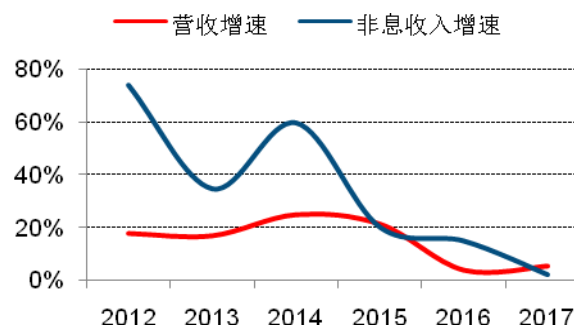
资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表17： 招商银行非息收入占营收比重



资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图 图表19： 招商银行非息收入增速与营收增速对比



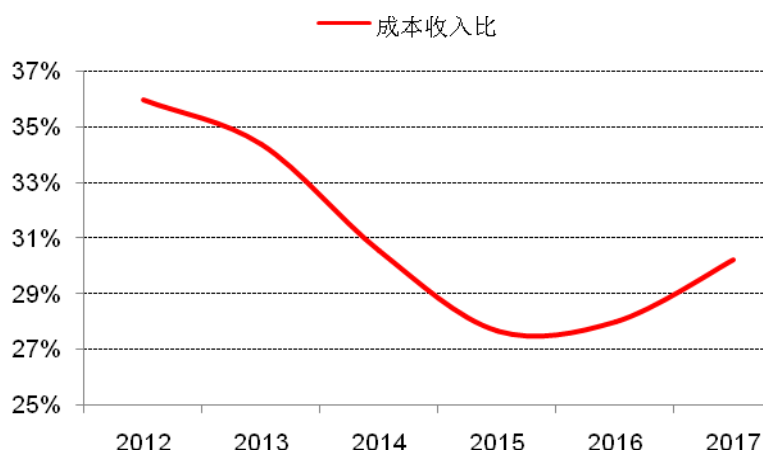
资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

（三）轻管理：成本收入比

“轻管理”要求商业银行将传统的金字塔形管理架构逐渐向扁平化的管理架构转换，以提升管理效率，降低管理成本。

自提出“轻型银行”发展战略以来，招商银行致力于优化管理结构、提升管理效率，成本收入比不断下降。但 2017 年成本收入比有所上升，其原因在于：①金融强监管态势下，部分银行面临表外回表、非标转标的压力，部分业务需要调整，由此带来成本的增加；②随着利率市场的不断深入以及商业银行“回归本源”的要求，银行存款竞争压力增大，负债端压力增加，因此银行需增加业务营销和人员的投入，这也是股份行和城商行成本收入比上升而大行下降的原因；③随着监管趋严带来的影响的消化，17 年银行盈利能力改善，为银行加大投入提供了空间，尤其是各家银行均对加大对金融科技等领域投入，带来了支出的增长。

图表20： 招商银行成本收入比



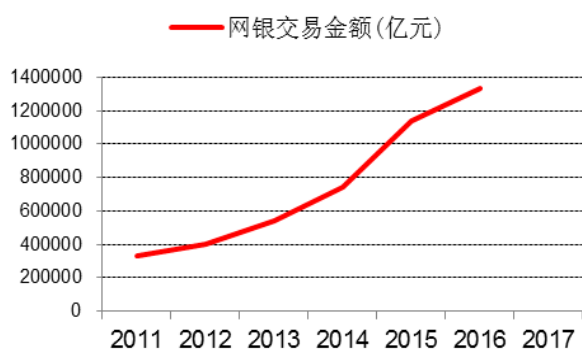
资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

（四）轻运营：电子银行

“招商银行”微信公众号，以产品功能与时下热点结合的方式借势营销，从多角度丰富产品的内涵，加强年轻客户群体对品牌的好感度，助力打造创新、有活力的品牌形象。2017年，“招商银行”微信公众号累计关注用户数达1218.78万户。

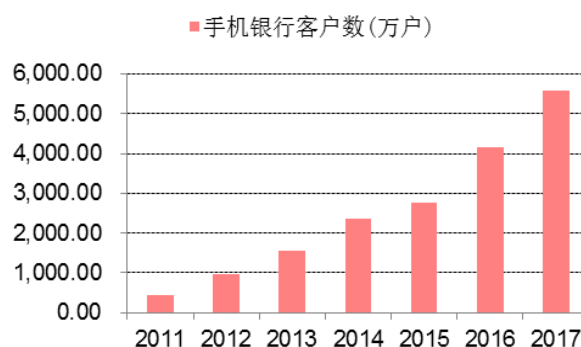
现已推出“招商银行 APP6.0”和“掌上生活 APP6.0”。其中，招商银行 App6.0，实现智能理财再进化，为客户提供理财频道、智能服务、闪电贷、财富体检等多项特色产品，打造智能化的个人金融助手，并实现智能、连接、交互三个方向的突破，提升零售体系化核心能力；掌上生活 6.0APP 助力招商银行打造金融变现、支付便捷、风控安全、服务引导的信用卡客户经营体系。

图表21：招行网银交易金额



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表22：招行手机银行客户数



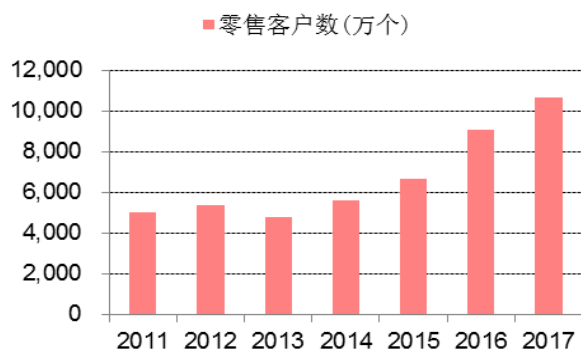
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

（五）轻结构：零售业务规模

与公司业务、同业业务相比，零售业务具有更轻便灵活的特点，所以我们采用零售业务规模作为衡量商业银行业务结构是否轻型的指标。

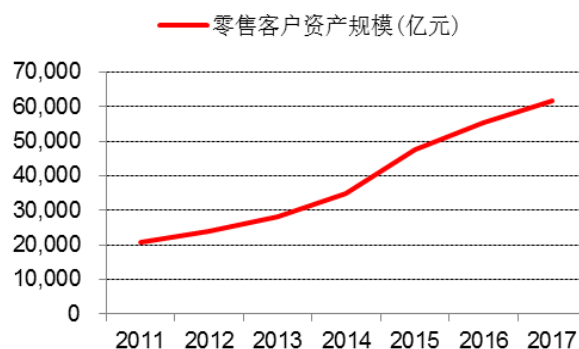
零售业务是招商银行“轻型银行”的战略支点。为贯彻轻型银行的经营策略，招行不断夯实零售小微客户群的经营基础，并顺应市场形势变化，加大对个人住房贷款和信用卡贷款的投放力度，兼顾差异化竞争优势和资本回报水平，重点发展财富管理、小微金融和消费金融三大重点业务。零售业务整体转向以平台获客、移动互联网获客为主。

图表23: 招行零售客户数



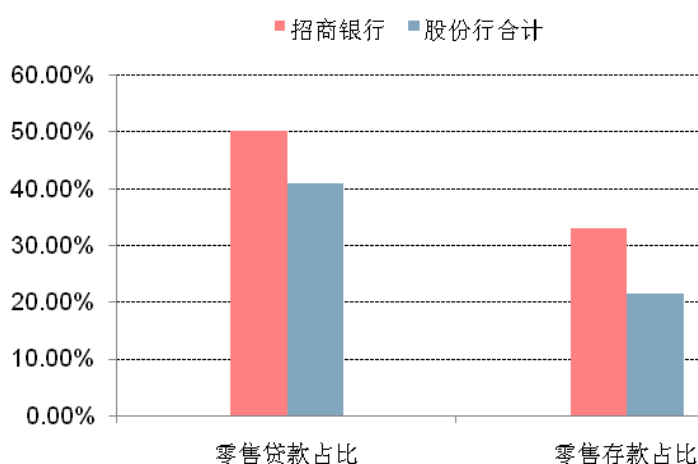
资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表24: 招行零售客户资产规模



资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表25: 2017 年末招商银行与股份行零售业务规模对比



资料来源: Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

轻型化转型可抬升银行估值

根据银行业 ROE 计算公式:

$$ROE = \text{权益倍数} \times \text{净息差} \times \text{生息资产占比} \times (1 + \text{非息收入占比}) \times (1 - \text{成本收入比}) \times (1 - \text{新增拨备占比})$$

银行的轻型化发展可通过提升权益倍数、拓宽净息差、提高非息收入占比、降低成本收入比 4 个方面对 ROE 起到推动作用, 而 ROE 的提高最终将反映在银行股的估值上。因此我们认为, 轻型化转型是银行提升估值的路径之一。

（一）轻型化发展可提高 ROE

1. 理论分析

首先，我们根据商业银行独有的 ROE 公式对 ROE 进行拆解，即：

$$\text{ROE} = \text{权益倍数} \times \text{净息差} \times \text{生息资产占比} \times (1 + \text{非息收入占比}) \times (1 - \text{成本收入比}) \times (1 - \text{新增拨备占比})$$

接下来我们逐项分析商业银行轻型化转型对 ROE 的影响：

（1）权益倍数：银行轻型化发展使得风险权重降低，从而使得等量的资产需计提的资本更少，带来权益倍数的上升，利于 ROE 的提升；

（2）净息差：轻型化发展意味着银行各项业务均向轻型转移，信贷资产也是如此，由于零售贷款比对公贷款的风险权重更低，故信贷资源也将逐渐向零售转型；相比于对公，零售贷款以其更高的收益率将拓宽银行息差，从而利于 ROE 的提升；

（3）生息资产占比：零售业务的发展会带来生息资产内部结构的改变，但对生息资产占比整体的影响不大，无需考虑；

（4）非息收入占比：非息收入以其既不消耗资产也不消耗资本即可产生收入的特点，作为银行轻型化转型的主要着力点，非息收入占比的提升也将带来 ROE 的提升；

（5）成本收入比：轻管理和轻运营的推进有利于降本增效，降低成本收入比，从而利好 ROE 提升；

（6）新增拨备占比：银行轻型化发展对新增拨备占比影响也并不太直接，在此不予考虑。

因此，银行的轻型化转型将提升权益倍数、拓宽净息差、提高非息收入占比、降低成本收入比，均利好 ROE 的提升。

2. 案例分析

我们依然通过招商银行和华夏银行的对比来看轻型化转型如何利好商业银行，根据商业银行 ROE 拆解结果可知：2017 年招商银行 ROE 高于华夏银行 3.52 个百分点的正面因素包括净息差高于华夏银行 42 个 BP、非息收入占比高于华夏银行 5.71 个百分点、成本收入比低于华夏银行 2.73% 个百分点；负面因素包括权益倍数低于华夏银行 1.77、生息资产占比低于华夏银行 0.41 个百分点、新增拨备占比高于华夏银行 0.63 个百分点。

图表26： 2017 年招商银行、华夏银行 ROE 的杜邦分解结果

	权益倍数	净息差	生息资产占比	非息收入占比	成本收入比	新增拨备占比	模型 ROE	误差项	实际 ROE
招商银行	13.03	2.43%	87.52%	34.43%	30.23%	27.13%	18.94%	-3.04%	15.90%
华夏银行	14.80	2.01%	87.93%	28.72%	32.96%	26.50%	16.59%	-4.22%	12.38%
招行-华夏	-1.77	0.42%	-0.41%	5.71%	-2.73%	0.63%	2.35%	1.18%	3.52%

资料来源：Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

可以看出，造成招商银行 ROE 大幅高于华夏银行的 3 个正面贡献均来源于招商银行的轻型化转型成果：

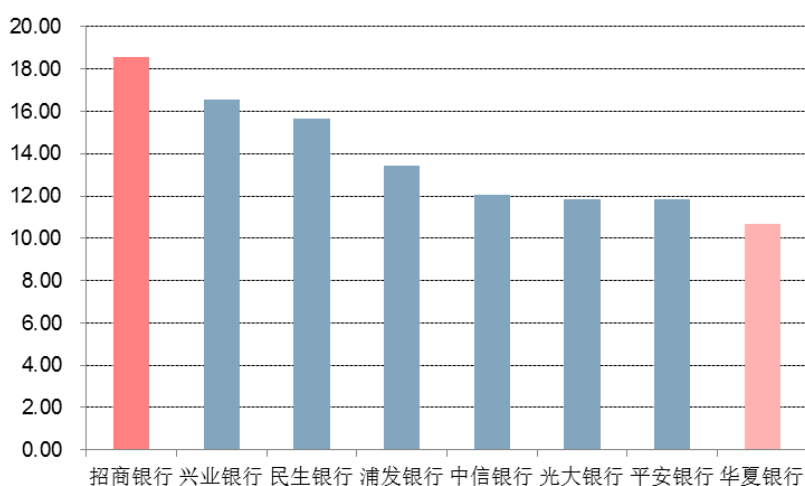
(1) 净息差：相对于对公业务，零售业务具有更加轻型的特点，招商银行零售业务的发展还为拓宽了其净息差，为其较高的 ROE 做出了贡献；

(2) 非息收入占比：非息收入的发展不仅降低了招行的资产和资本消耗，而且还增加了招行的收入来源，有利于其 ROE 的提升；

(3) 成本收入比：轻管理和轻运营的推行有利于招行降本增效，尽管现在在金融科技方面的投入十分巨大，但相比于华夏银行，招行的成本收入比仍有优势，未来，随着金融科技投入的效果逐渐开始显现，招行的成本收入比还将进一步降低，利好其 ROE 的增长。

因此，招行的轻型化转型成果对其高 ROE 产生了巨大的贡献，在股份行中，招行的轻型化转型是最快、成功的，其 ROE 水平也是股份行中最高；而华夏银行的轻型化水平较低，其 ROE 水平也位于城商行末位。

图表27： 1Q18 股份行 ROE 水平



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

通过上述理论和案例分析，可以看出，银行的轻型化转型有利于提升其 ROE 水平。

(二) ROE 提高可抬升估值

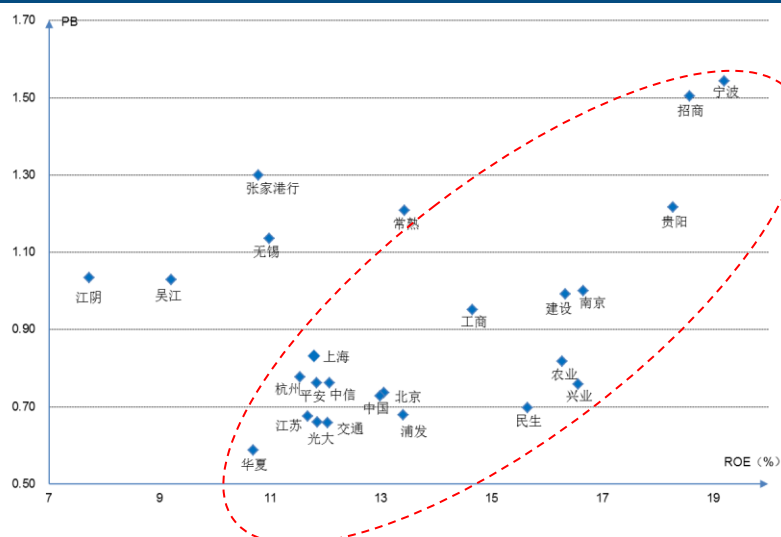
1. 理论推导

首先，商业银行的 $PB = (ROE - g) \div (COE - g)$ ，股息增长率 g 一般作为常数，起到一定程度的修正作用。因此，银行的估值 PB 主要取决于 ROE 与 COE 这两个因素，即分子上的 ROE 反映了银行的收益情况，与估值正相关；分母上的 COE 作为折现率，反映了银行的风险，与 PB 负相关。由于 COE 包含了人们对于公司风险的预期、对于收益率的预期等主观因素，而分子上的 ROE 则是切实公布的较为客观的真实情况，因此 ROE 是影响 PB 的较为重要的自变量。

2.数据验证

由于 COE 包含了人们对于公司风险的预期、对于收益率的预期等主观因素，而分子上的 ROE 则是切实公布的较为客观的真实情况，因此我们在回归分析时选择 ROE 作为自变量，使用各上市银行 1Q18 的年化 ROE 水平和近期股价对应的 PB，分析了各上市银行的 PB 与 ROE 的相关关系，并做出散点图如下：

图表28：上市银行 ROE-PB 相关性

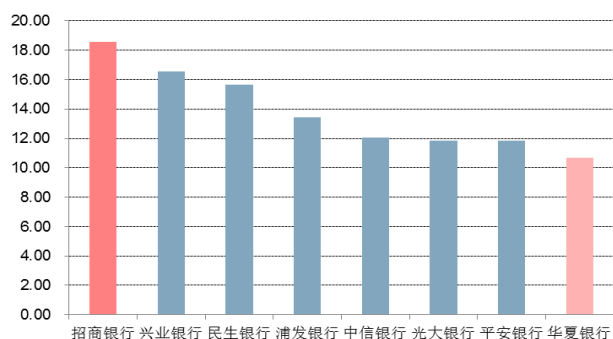


资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

可以看出，除少数农商行之外，大部分银行的 PB 与 ROE 均呈现出显著的正相关关系，这与我们的理论分析是一致的。因此，ROE 的提升是估值抬升的核心逻辑。

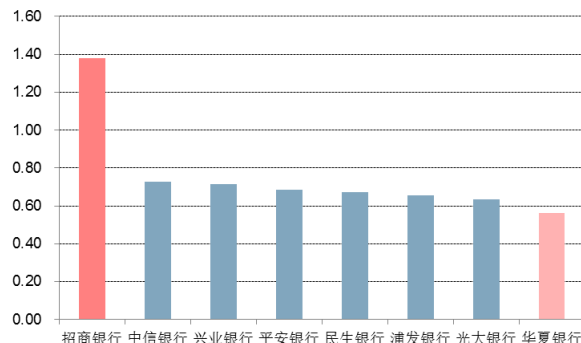
从数据上来看，招商银行的 ROE 水平居股份行首位，其 PB 也居股份行首位；华夏银行的 ROE 居股份行末位，其 PB 也居股份行末位。

图表29：1Q18 股份行 ROE 水平



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表30：7月14日股份行 PB 水平



资料来源: 中信建投证券研究发展部

（三）结论：轻型化转型有利于银行估值抬升

由上文的分析，轻化转型有利于提升银行 ROE，ROE 的提升有利于估值抬升，因此，商业银行的轻型化转型有利于抬升估值。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。

研究助理

方才：毕业于南开大学，金融学博士。2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859