

商业银行产业链全梳理 未来长期增长驱动力是什么？

今天我们要研究的板块，卫生事件过后一直在低位徘徊，反弹力度远低于沪深 300，基本蕴含行业利润增速缩减的预期。



图：行业指数图 来源：WIND

这条产业链，就是经济压舱石——**银行业**。2020 年 6 月，监管层指出，推动金融系统全年向各类企业合理让利。

这个预期，逐步在被市场 price in 。比如，某龙头，2020 年 1 月份以来，从高点 9.39 元/股跌至 6.47 元/股，峰值达-26%。



图：行业指数图 来源：WIND

再比如，某龙头股价从 2020 年 1 月的 40.16 元/股，跌至低点的 28.71 元/股，峰值-25%。



图：行业指数图 来源：WIND

对于银行这条产业链，眼下，我们需要解决几个核心问题：

- 一是，商业银行未来影响因素有哪些？长期、短期的增长分别看什么？
- 二是，商业银行，是否存在结构性增长机会？其增长的驱动力究竟是什么？
- 三是，整个银行业里面，大行、股份行、城商行、农商行，玩家众多，如何从产业角度，做基本面对比分析？

(壹)

银行这条产业链，从上游到下游，依次为：

上游——为具有现金货币创造能力的央行，通过货币投放渠道向银行投放 M1。

中游——吸取存款发放贷款，代表银行有：商业银行、政策性银行、民营银行、外资银行等。

下游——为任何具有贷款需求的个人及企业。



图：商业银行产业链

来源：塔坚研究

本文重点覆盖产业链中游，银行中的商业银行。这个领域按照性质不同，还可以分为四大类。

全国性大行——全国性大型银行，有 6 家，分别是：工商银行、农业银行、中国银行等。

股份银行——为全国大型银行，全国共有 12 家，主要有：招商银行、浦发银行、中信银行、中国光大银行、华夏银行等 12 家。对其中的招商银行，之前我们做过 Excel 模型，详见专业版报告库，此处不详述。

城商行——主要为当地中小企业提供金融服务。受地方财政监管，与地方经济捆绑。代表银行有：宁波银行、常熟银行、北京银行等。

农商行——为当地三农和小微企业提供金融服务。除了受当地财政监管外，还受到当地农村信用社的监管。

2020 年 4 月 3 日，监管层为精准扶持中小微和“三农”企业，实行定向降准，仅针对城商行、农商行下调 1% 存款准备金，共释放长期资金约 4000 亿元。因此，受益于定向降准，**农商行、城商行表现较强的成长性。**

大致了解产业链结构后，问题来了：这条产业链，长期增长前景，该看什么？

(贰)

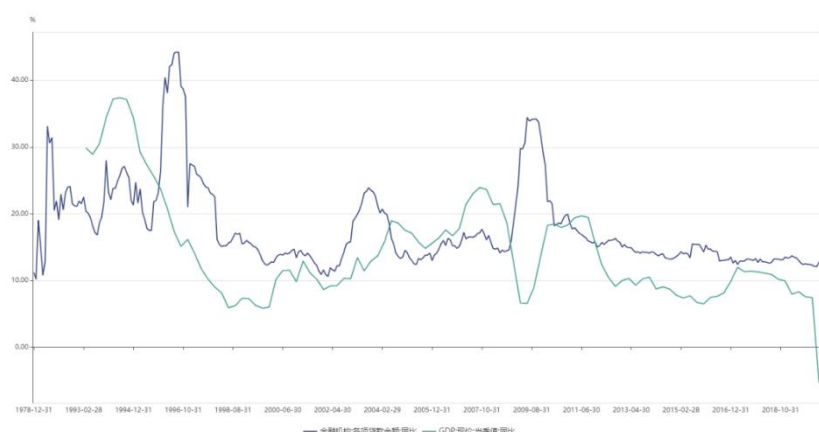
银行这个商业模式，长期核心逻辑有两点，一个是主权货币稳定，另一个就是看存款和贷款。

主权货币稳定，这是银行有投资价值的基本假设，如果一个经济体发生主权违约，货币失锚，那么，在货币价值都不清晰的情况下，银行的价值更是无从谈起。

接下来，在主权货币稳定的前提条件下，银行的基本面，就取决于两件事：贷款、存款。

贷款和存款之间的关系，就如同鸡与蛋，没有明确的先后之分，但考虑到银行的资产为贷款，利息收入来源也是贷款，我们重点来看贷款的增速情况。

首先，历史上，贷款增速大多数时候均要高于名义 GDP 增速，并且，近年来，贷款增速并没有随着经济增速而下行，较为稳定，体现出一定的韧性。



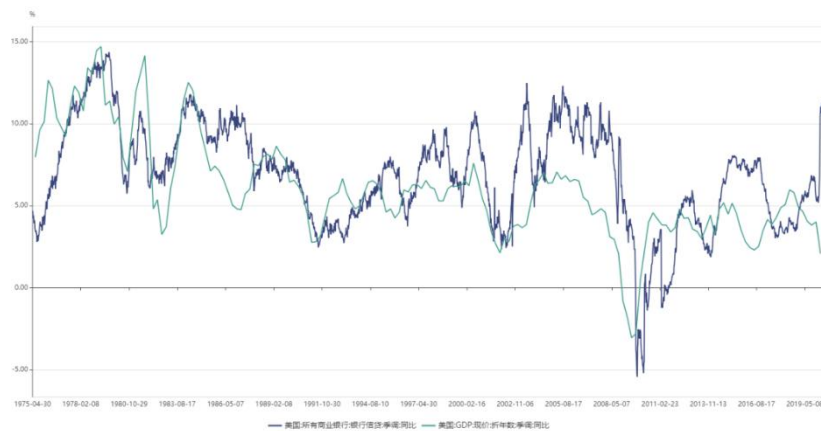
图：人民币贷款增速与我国名义 GDP 增速

来源：Wind 塔坚研究

那么，这样的情况，是我们特有，还是全球普遍的规律呢？

我们来看美国、日本和欧洲三个成熟市场的状况，能够发现，贷款长期高于名义 GDP 增速的情况并不成立，这三个成熟市场中，贷款增速与 GDP 增速直接有着较好的贴合关

系，即，短期内虽然会高于 GDP 增速，典型的如本次卫生事件后，全球贷款增速猛增，但长期来看，会逐步向 GDP 增速收敛。



图：美国信贷增速与美国名义 GDP 增速

来源：Wind 塔坚研究



图：日本信贷增速与日本名义 GDP 增速

来源：Wind 塔坚研究



图：欧洲信贷增速与欧洲名义 GDP 增速

来源：Wind 塔坚研究

那么，问题来了：为什么我国的贷款增速与欧美日等经济体的情况会有所差异，未来是否会逐步向 GDP 增速回归？我们认为，远期虽然会趋向回归，但贷款增速高于名义 GDP 增速的情况，仍然会维持一段时间，这与我国的社会融资情况有关。

我国的社会融资体系依赖于银行体系，从新增人民币贷款占社融的比例来看，2019 年占比高达 66.01%，而同期美国的社会融资体系则依赖于直接融资，即以股权融资等方式为主，直接融资占比 78.6%。

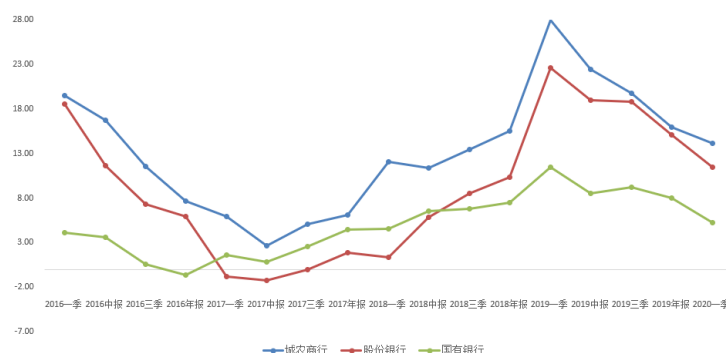
因此，首先，在社融结构以贷款为主的当下，尤其是经济增速仍处在放缓的过程中，银行的贷款增速很难快速收敛，仍然会略高于名义 GDP 增速；第二，直接融资占比，未来有长期提升空间。

不过，需要注意，贷款增速高于名义 GDP 增速，并不意味着银行业相对整体经济，有超额阿尔法，对于银行的商业模式来说，并不是贷款增速越高越好，还需要考虑贷款质量。

举例来看，在经济下行期，即使银行能够逆周期放出大量贷款，但违约的发生会加剧银行的损失，即，可能出现，越放贷，亏损越严重的情况。因此，在不同的经济环境中，银行的经营思路会有一些不同，我们具体来看不同的银行，如何来面对经济环境。

(叁)

细分赛道方面，我们认为，银行体系内，可以分为三条主线来看发展路径：全国性大行、股份银行、城商行/农商行。三个细分赛道的增速中枢存在明显差距：



图：三类银行增速中枢

来源：塔坚科技

三个细分赛道，收入增速中枢由高至低分别是：城、农商行（15%）> 股份行（8%）> 全国性大行（5%）。而股份行在 2017 年整个行业出现负增长。

？

那么，银行之间业绩增长差异究竟是什么导致？各个细分赛道的驱动因子究竟是什么？

根据银行的业务，我们可将其营业利润简化拆分为公式：

营业收入 = 利息净收入 + 非息收入；

其中，利息净收入 = 生息资产 * 净息差

进而推导出这个公式——营业收入 = 生息资产 * 净息差 + 非息收入；

基于此，我们将银行的收入增长驱动因子，拆解为“**生息资产规模增长、净息差、非息业务**”三大因子，来做一个核心比较：

城、农商行			
	2018年	2019年	2020年Q1
收入（同比%）	15.53	16.85	15.82
生息资产增速(同比%)	10.41	6.10	17.65
净息差	2.23	2.16	2.20
非息业务收入(占比%)	20.11	25.01	28.05
股份银行			
	2018年	2019年	2020年Q1
收入（同比%）	10.33	15.10	11.44
生息资产增速(同比%)	2.12	7.23	11.35
净息差	1.94	2.24	2.23
非息业务收入(占比%)	37.65	33.13	36.90
大型国有银行			
	2018年	2019年	2020年1季度
收入（同比%）	8.80	7.78	5.23
生息资产增速(同比%)	6.02	8.19	10.92
净息差	2.31	2.21	2.20
非息业务收入(占比%)	24.96	27.02	31.98

图：商业银行增长因子拆解

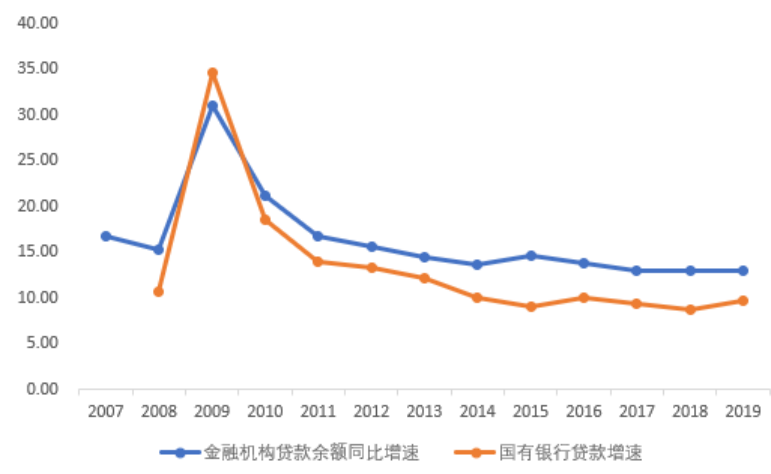
来源：塔坚研究

上图可见，城商行、农商行的生息资产增速较高，呈现出典型的成长特征。

对比上市银行 2018 年、2019 年、2020 年一季度的业绩增长驱动因子，我们能很明显地看出不同银行所面临的处境：

1) 全国性大行——增长受信贷规模增长驱动。

全国性大行增长慢，其增速主要受整体信贷增长驱动。因此，从经济指标来看，大型银行的增速基本与金融机构贷款余额同比增速相近。全国性大型银行是整个银行业风险的底线，起到把握金融总阀门的作用，其经营相对稳健，但盈利增速、净息差也相对落后。



图：商业银行增长因子拆解

来源：塔坚研究

从长期来看，全国性大型银行受信贷增速驱动，为了稳定通胀、防止资产价格膨胀，未来的信贷增速将长期趋向于名义 GDP 增速。叠加经济转型增速放缓，传统银行业务高速增长期已过。因此，全国性大行将维持低增速增长，较难有超额阿尔法。

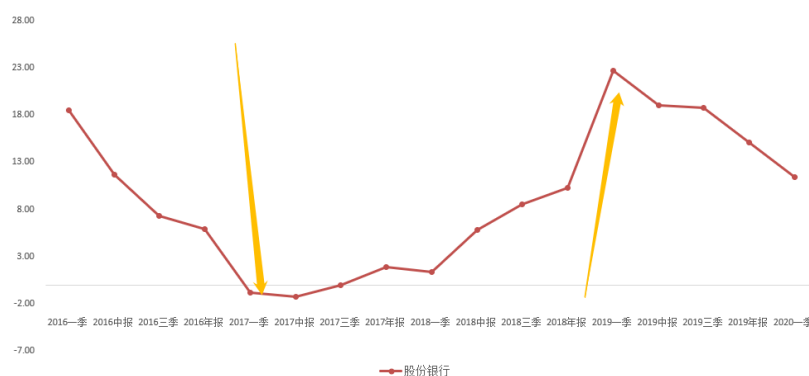
(肆)

股份银行——受货币利率影响较大。

股份银行赛道增长振幅较大，其增长主要与货币情况变动有关：

- 1) 2017 年-2018 年 4 月，资管新规推动的金融去杠杆是货币情况主线，严控金融机构非标产品；
- 2) 2018 年中-2019 年，去杠杆稍缓解，向“稳增长”、“宽货币”转变。

注意，由于**股份银行同业业务占比较高**，这也直接导致股份制银行在两次货币情况转变中，行业增速发生较大变动。



图：股份收入增速

来源：塔坚研究

以各家银行 2017 年年末负债结构为例，可以清晰地发现，股份行（30.6%）、城商行（27.5%）的同业负债，高于全国性大行（13.1%）。

这些银行通过吸收同业负债，主动加杠杆然后将资金运用于同业投资、表内非标投资等，从而实现扩大盈利的目的。但由于 2017 年的银行供给侧改革，导致股份行盈利能力大幅下滑，2019 年供给侧改革基本完成，股份行的增速开始逐步回稳。

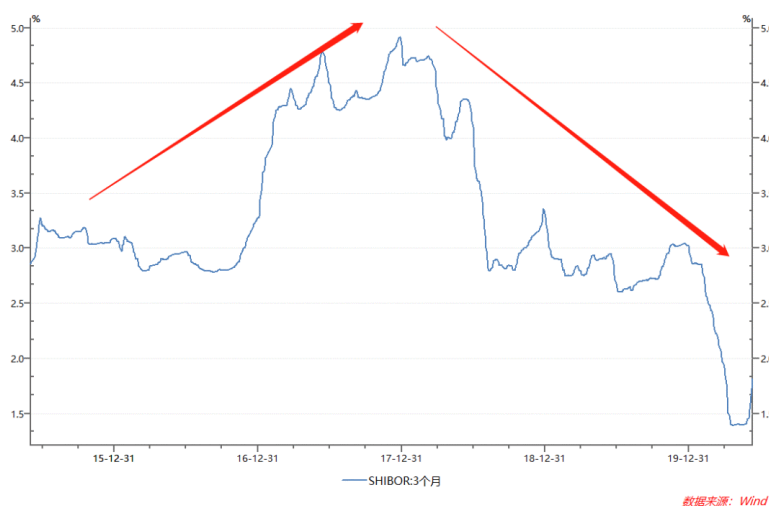
	负债端		
	存款	同业负债	发行债券
工行	81.4%	11.8%	1.6%
农行	82.4%	9.2%	2.1%
中行	77.7%	10.6%	1.9%
建行	79.5%	11.0%	2.3%
交行	65.0%	23.0%	3.0%
国有行平均	77.2%	13.1%	2.2%
光大	56.3%	34.9%	1.7%
华夏	62.1%	28.1%	2.5%
兴业	47.0%	44.6%	3.1%
股份行平均	60.0%	30.6%	2.8%
北京	58.3%	31.2%	6.0%
南京	65.4%	24.1%	4.9%
宁波	61.3%	27.2%	3.4%
城商行平均	61.7%	27.5%	4.7%

图：商业银行增长因子拆解

来源：国信证券

因此，从经济指标来看，股份银行受**货币市场利率**影响较大。当货币市场利率快速下降时，由于同业负债占比高、久期短，负债端成本快速下降，银行再通过加杠杆模式，提升资金运用。从而导致股份行的业绩增速、净息差提升。对比货币市场同业拆借利率（下图选取三个月 SHIBOR）来看，股份银行增速与 SHIBOR 走势相反。

SHIBOR 上行，意味着资金面比较紧，会影响股份行的资金成本。（注：招行是个例外，因其零售业务占比高）



图：3 个月 SHIBOR

来源：WIND

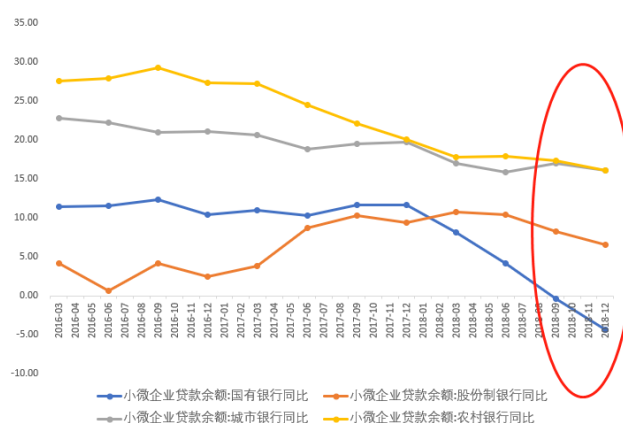
(伍)

看完全国性大行和股份行后，我们来看城商行和农商行。

从增速因子拆分来看，我们发现，城商行、农商行是银行领域的“成长赛道”，其在保证较低的不良率、高拨备覆盖率的前提下，实现了较高的业绩增长，而大部分都是这种专业从事小微信贷业务的中小微银行。

根据 2016 年-2018 年全金融机构小微企业贷款余额增速，城商行、农商行的小微贷款余额同比增速中枢在 20%-30%之间，远高于股份行（8%-10%），而全国性大行在 2018 年小微贷款增速低至负值（-5%）。

除了增长快之外，城农商行的盈利能力也较高，2019 年净息差 2.27% > 股份行的 2.26% > 全国性大行的 2.17%。其原因在于，区域性银行信贷主要来自于收益率较高的小微企业业务。



图：小微企业贷款余额同比增速

来源：塔坚研究

那么，问题来了，为什么区域性银行的增长以及盈利能力，整体高于其他两类银行，能够获取超越行业的“阿尔法”？

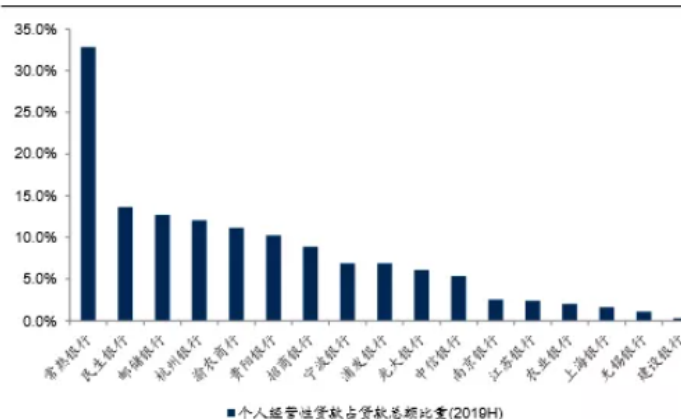
答案：金融供给侧改革。

通过对 2018-2019 年货币市场情况进行复盘可以发现，监管主线已经经历了“**去杠杆-宽货币-供给侧改革**”三个阶段。而供给侧改革的核心，就是要解决中小微企业融资问题、降低小微企业融资成本。

2019 年-2020 年间，央行多次对聚焦当地、服务县域的中小银行定向降准，实行较低的优惠存款准备金率，分三次调整到位，每次将农村商业银行的存款准备金下调 1 个百分点。

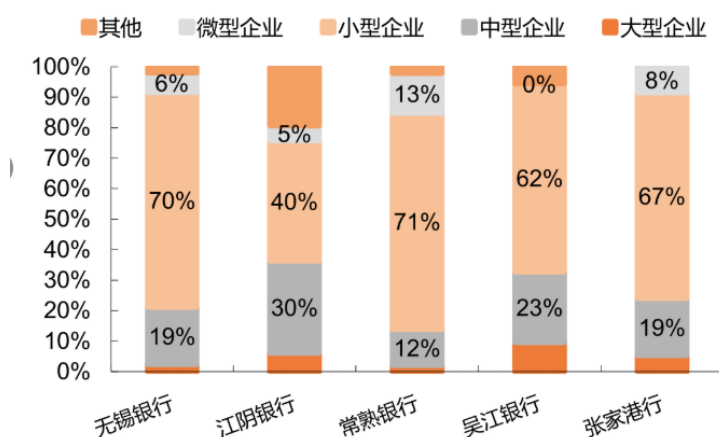
一般而言，**全国性大行做大中企业、城商行做城镇中小微企业、农商行做城乡的中小微企业**。由于区域性银行在各自地方内渠道下沉方面具备先天优势，并且中小微企业的风险定价远高于中大型银行，在政策支持下，可以与大型银行形成差异化竞争。上市银行中，小微企业、个人经营性贷款占比较高的有：常熟银行、无锡银行、民生银行、邮储银行。

图 14：上市银行个人经营性贷款占贷款总额比重



图：个人经营性贷款占比

来源：国信证券



图：中小微企业占贷款比重

来源：天风证券

那么，具体到更加细分的层面，城商行、农商行的增长驱动有什么不同？

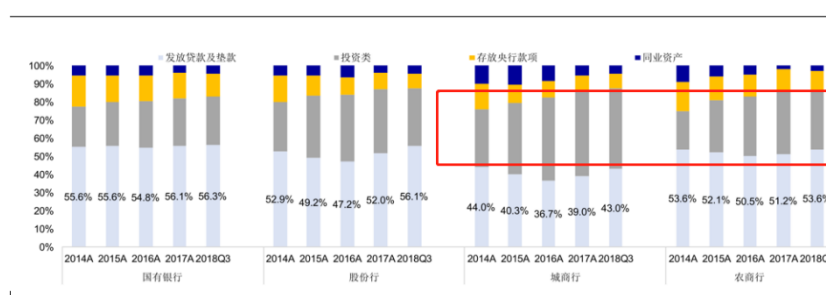
(陆)

答案：一，农商行看并购，二，城商行看投资。 农商行受当地经济制约，想要扩张，只能向外省扩张。但是，监管层并不鼓励农商行新开设异地分支机构，根据银监会发文明确：“农商行原则上”机构不出县（区）、业务不跨县（区）”。因此，向外扩张主要靠并购。这与设立城农商行的核心主旨也有关系，城农商行的建立的初衷，就好比为金融体系建立更加精细的毛细血管，其核心在于精细的扶持小微企业。比如，2020 年 6 月，常熟银行出资 10.5 亿元认购江苏镇江农商行，占其发行后总股本的 33.33%，成为其核心大股东，打开异地市场，成为国内首家跨省并购的农商行。

根据麦肯锡预测，“未来三年大量农商行将被并购，作为农商银行“大本营”的县域市场，以前竞争并不激烈，但现在越来越多的金融机构，开始将触角伸向这个市场，农商银行的生存空间被不断挤压，未来扩张还要看并购。而城商行的扩张，主要看投资业务。投资方面，主要看非利息收入，主要是两部分：一是自主投资业务，另一块业务就是理财。

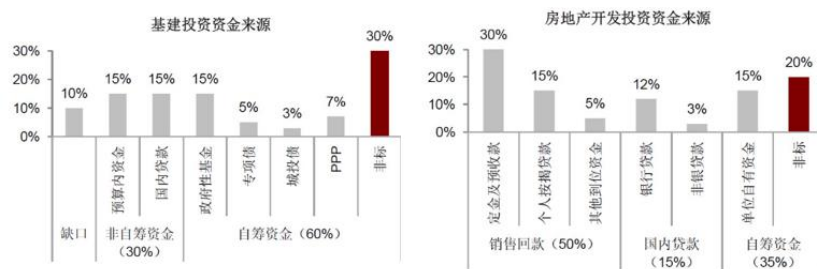
由于城商行业务明显受到网点限制，而不能向异地展开，因此城商行在资产配置方面，为了突破地域限制，城商行大多有较高的投资类资产的比重，投资业务主要是金融债和政府债。

投资业务配置兴盛，是城商行迅速发展的重要原因，以**宁波银行**为例，金融投资占总资产比重达到 45.94%，甚至高于传统贷款占比 39.21%，而全国性大行、股份行的投资类资产仅占比 20%左右。



图：全国性大行、股份、城商行、农商行资产结构 来源：国信证券

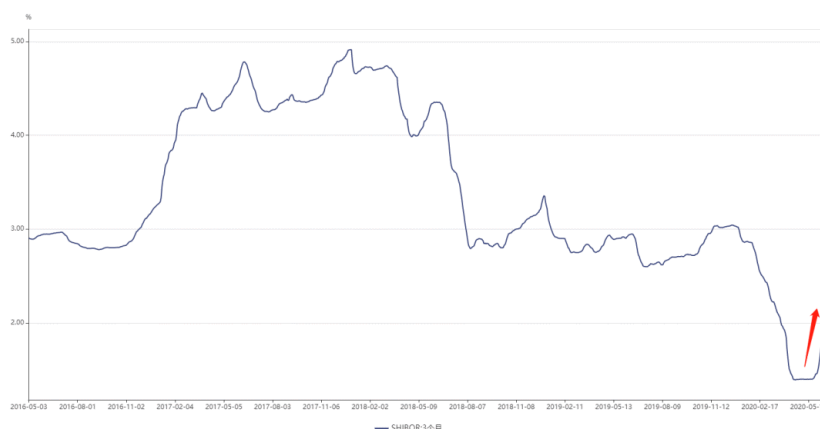
金融债、资管及信托是城商行主要投资类资产，占比分别在 20%、20%、35%左右。这些投资类资产，终端的指向是基建和地产投资，而这又和各地经济状况息息相关。



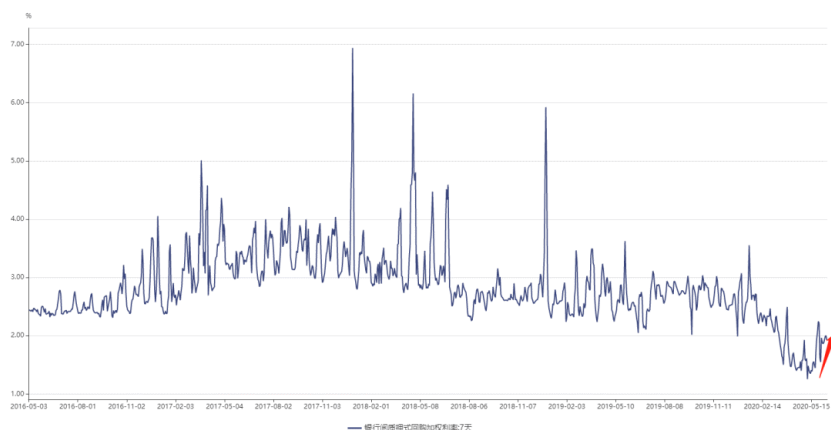
图：基建及投资业务资金来源 来源：招商证券

(柒)

明确了各类银行的增长逻辑后，我们来看银行业如何进行跟踪，跟踪的高频数据方面，我们分为同步和前瞻两种。**同步指标包括，成本和收益指标。**成本主要看利率，包括：同业拆借利率 Shibor：3 个月，DR007，这两者代表银行从金融渠道获得资金的成本，目前，这两者均开始从底部有所回升。



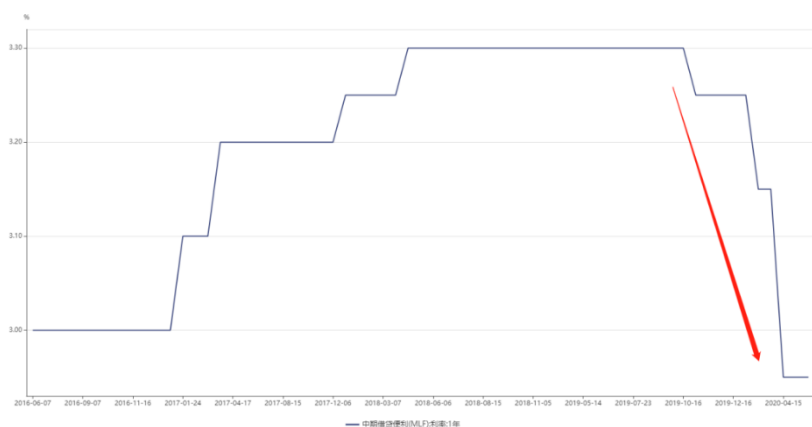
图：Shibor：三个月利率来源：Wind 塔坚研究



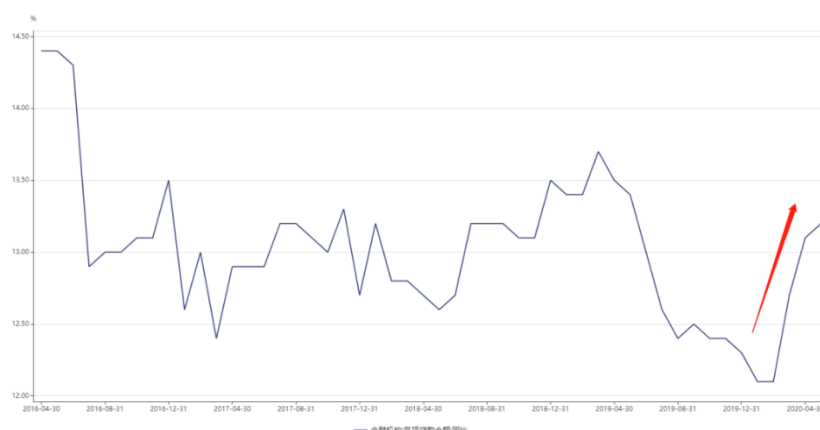
图：DR007 来源：Wind 塔坚研究

收益类，主要看：MLF 利率、贷款增速。目前，由于贷款利率采用 LPR 上下加点报价的方式进行，因此，MLF 利率是重要的收益端参照，目前，为了支持实体，MLF 利率已经开始有所下调，5 月新一次的 MLF 操作中并没有下调利率。

而贷款增速，从 5 月的数据来看，仍处于上升通道中，但从目前监管定调来看，下半年并没有为贷款设立太高的增长目标，全年目标在 13% 左右。



图：MLF 利率 来源：Wind 塔坚研究



图：DR007 利率 来源：塔坚研究

前瞻指标方面，主要看货币情况。 首先，利率型货币工具近期动用已经较少。利率型工具方面，压舱石是存款基准利率，该利率的下调可能会对基础民生带来一定负面影响，因此，短期内，即使要调，先动的也应当是 MLF 利率或逆回购利率。（注：14 日逆回购利率近期已做调整）其次，数量型货币工具，近期的动作较多。一是，央行推出了创新货币工具，直接购买中小微企业贷款，这意味着，愿意为小微企业发放贷款的银行，能够得到更便宜的资金。

二是，公开市场货币净投放，六月首周，央行净回笼 4500 亿元，第二周则净投放 2000 亿元，整体来看，并没有收紧的趋势。



图：公开市场操作：货币净投放 来源：Wind 塔坚研究

三是，窗口指导结构性存款。这块需要关注新闻报道，就不细说了。关于行业高频指标，我们总结一下：同步数据来看，当前银行的经营将逐步进入承压期，货币情况虽然没有明显的收紧导向，但指向趋势非常明确，**银行只有给小微企业放贷款，才能实现增长和降低成本。因此，银行业当前整体仍然处于左侧承压的位置，但给小微企业放贷能力突出的银行，将会与其他银行显现出差异，出现明显的分化。这是一个行业层面的判断。**

(捌)

关于如何判断放贷能力，我们综合来看贷款增长和贷款质量。此处，我们可以将银行的营业利润拆分为公式：**营业利润=生息资产*净息差+非息业务收入-不良贷款*拨备覆盖率**基于此，对银行指标的跟踪，也可以拆解成五个核心指标：

观察指标 1：贷款增速 生息资产主要由两大块组成：贷款、投资类资产，并且贷款收益率高于投资类资产。所以，从贷款增速排名来看（越高越好），前五为浙商银行、长沙银行、贵阳银行、青岛银行、南京银行。此外，宁波银行排名 7/36，兴业银行排名 10/36，平安银行排名 12/36，常熟银行排名 13/36，招商银行排名 28/36。

观察指标 2：净息差 净息差代表银行资产的收益情况，排名来看（越高越好），前五为常熟银行、苏农商行、青农商行、贵阳银行、渝农商行。此外，平安银行 7/36，招商银行排名 8/36，宁波银行 27/36，兴业银行 29/36。

观察指标 3：不良率 不良率排名来看（越低越好），按照从低往高排名，低位前五名为宁波银行、邮储银行、南京银行、常熟银行、上海银行；此外，贵阳银行排名 14/36，招商银行排名 15/36，兴业银行排名 23/36，平安银行排名 29/36。

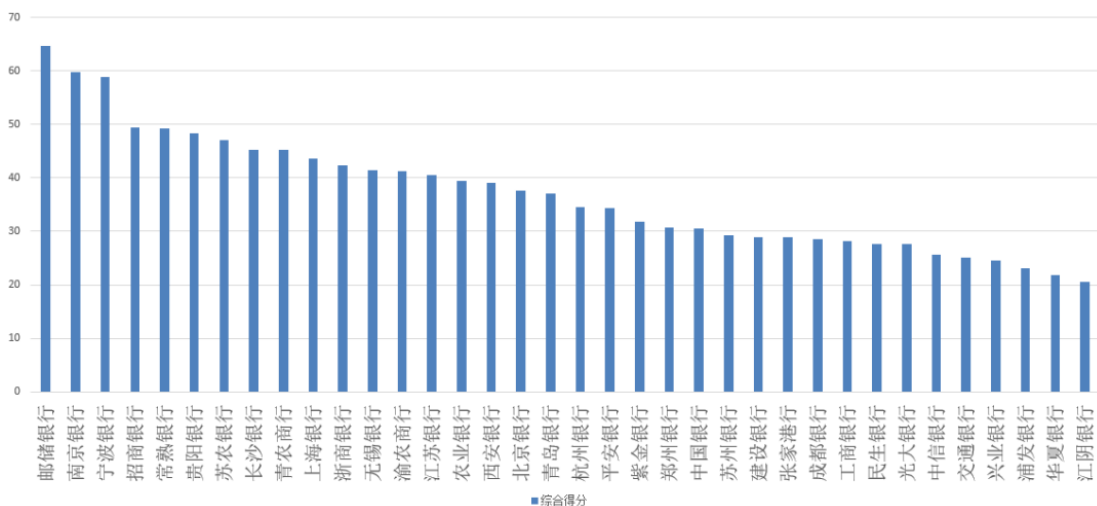
观察指标 4：一季度拨备覆盖率 拨备覆盖的充足程度，代表了银行经营的稳健程度，排名来看（越高越好），前五名为宁波银行、常熟银行、招商银行、南京银行、邮储银行。

注意，拨备覆盖率是银行业的重要指标，我们要选择的，是在高拨备覆盖之下，其他指标好的银行。如果一家银行拨备覆盖低，即便利润高、增长好、估值低，那么盈利质量也是要打折扣的。

判断一家银行是否是“价值陷阱”，往往需要从拨备覆盖率入手。此外，贵阳银行排名 13/36，平安银行排名 25/36，兴业银行排名 27/36。

观察指标 5：非息收入占比 注意，银行通过贷款扩张来驱动利润增长，就会受到监管严格控制，银监会的两个关于贷款发放的监管红线：1) 存贷款比率 $\leq 75\%$ ；2) 贷款增速越高，核心一级资本充足率越高。所以，非息业务这类资本金消耗少的业务占比越高越好，驱动收入增长的同时，不会跨过监管红线。一般上市银行非息收入在总收入占比为 15%~25%之间，普遍认为非息收入占比越高银行的业务发展模式越好。非息收入占比前三大商业银行分别是：民生银行、宁波银行、江苏银行。

根据上述业绩因子进行综合打分后，我们可以得到一个初筛的结果，行业内基本面打分排名前五的银行分别为：邮储银行、南京银行、宁波银行、常熟银行、招商银行。其中，招商和邮储为股份行，南京、宁波为城商行，农商行则只有常熟银行一家。



图：综合打分结果 来源：塔坚研究

银行名称	五年贷款复合增速	三年平均不良率	三年净息差	最新一期拨备覆盖率	非息占比
宁波银行	0.20	0.82	2.02	524.07	41.20
邮储银行	0.19	0.82	2.52	387.30	46.68
南京银行	0.23	0.88	2.07	422.62	45.42
常熟银行	0.18	1.08	3.58	462.83	13.30
上海银行	0.16	1.14	1.69	336.84	34.06
渝农商行	0.13	1.15	2.67	382.41	14.48
西安银行	0.16	1.20	2.27	271.36	25.36
长沙银行	0.29	1.25	2.64	278.58	11.21
无锡银行	0.11	1.26	2.08	322.90	34.32
浙商银行	0.31	1.27	2.09	214.74	29.91

图：部分打分数据 来源：塔坚研究

但上述指标对比仍然较为粗糙，我们后续接着，从经营层面出发，进行第二轮细筛。

(玖)

	证券简称	总市值1 [单位] 十亿 元	价值指标			成长指标			盈利能力指标			风险指标		非利息收入 占比 [报告期] 去 年年报 [单位] %	评级机构 家数 [截止日期] 最新	
			核心一级 资本充足 率 [单位] %	ROE (三年平均) [单位] %	总资产净利 率ROA [单位] %	2019年营 业收入(同 比增长率) [单位] %	贷款同比 增速	一致预测营 业收入2年 复合增长率 [单位] %	一致预测净 利润2年复合 增长率 [单位] %	净息差 [单位] %	净利差[单 位] %	生息资产收 益率 [单位] %	不良贷款 比率 [单位] %			不良贷款拨 备覆盖率 [单位] %
国有银行	交通银行	361.40	11.22	10.64	0.80	9.32	9.3%	5.98	3.83	1.58	1.48	4.04	1.47	171.77	38.02	11
	中国银行	967.20	11.30	11.42	0.92	8.94	10.3%	3.71	1.86	1.84	2.69	3.65	1.37	182.86	31.85	10
	工商银行	1,828.42	13.20	13.26	1.08	10.52	8.7%	4.57	4.20	2.24	2.08	3.84	1.43	199.32	29.03	21
	建设银行	1,468.10	13.88	13.57	1.11	7.09	9.0%	5.69	4.78	2.26	2.12	3.88	1.42	227.69	27.63	17
	农业银行	1,179.54	11.24	12.96	0.90	4.79	11.9%	6.63	4.18	2.17	2.03	3.83	1.40	288.75	22.38	16
	邮储银行	440.38	9.90	11.93	0.62	6.06	16.3%	7.51	11.45	2.50	2.45	4.04	0.86	389.45	13.22	22
股份银行	民生银行	246.27	8.89	12.62	0.87	15.10	14.1%	5.16	4.94	2.11	1.87	4.56	1.56	155.50	45.72	4
	兴业银行	335.50	9.47	13.91	0.96	14.54	17.3%	9.43	7.74	1.94	1.64	4.30	1.54	199.13	43.20	22
	招商银行	898.52	11.95	15.94	1.32	8.51	14.2%	9.19	12.87	2.59	2.48	4.38	1.16	426.78	35.82	34
	平安银行	264.31	9.11	10.62	0.77	18.20	16.3%	12.35	13.88	2.62	2.53	5.17	1.65	183.12	34.79	35
	浦发银行	311.43	10.26	12.55	0.90	11.60	11.9%	8.67	5.35	2.08	2.02	4.56	2.05	133.73	32.43	13
	中信银行	220.95	8.69	10.55	0.76	13.79	10.8%	8.55	7.05	2.12	2.04	4.48	1.65	175.25	32.20	14
	浙商银行	80.83	9.64	12.53	0.76	19.06	19.1%	10.12	12.01	2.34	2.08	4.89	1.37	220.80	26.94	1
	华夏银行	97.86	9.25	10.75	0.78	17.32	16.1%	7.12	3.96	2.24	2.10	4.46	1.83	141.92	23.81	6
	光大银行	189.18	9.20	10.90	0.82	20.47	12.0%	9.43	10.69	2.31	2.18	4.76	1.56	181.62	23.26	22
	宁波银行	164.98	9.62	15.25	1.13	21.26	23.3%	18.51	17.99	1.84	2.41	4.72	0.78	524.08	44.23	27
城商行	江苏银行	68.92	8.59	11.63	0.75	27.68	17.0%	9.68	9.55	1.94	1.72	4.57	1.38	232.79	43.22	13
	上海银行	115.21	9.66	11.79	0.95	13.47	14.3%	8.69	11.06	1.71	1.93	4.44	1.16	337.15	39.12	10
	苏州银行	27.57	11.30	9.95	0.80	21.80	13.5%	8.31	9.90	2.09	2.29	4.91	1.53	224.07	35.65	2
	南京银行	78.96	8.87	15.11	0.97	18.38	18.4%	12.85	13.13	1.85	1.98	4.79	0.89	417.73	34.10	17
	郑州银行	19.77	7.98	11.21	0.70	20.88	22.8%	9.05	8.07	2.16	2.28	5.17	2.37	150.65	33.39	1
	长沙银行	26.69	9.16	15.29	0.93	22.07	27.4%	14.25	13.29	2.42	2.55	4.99	1.22	279.98	27.85	6
	杭州银行	53.43	8.08	10.34	0.68	25.53	18.1%	16.07	17.12	1.83	1.91	4.54	1.34	316.71	27.07	10
	北京银行	104.02	9.22	11.15	0.81	13.77	14.6%	8.87	6.96	2.07	2.07	4.36	1.40	224.69	21.46	11
	成都银行	28.68	10.13	16.62	1.06	9.79	24.3%	12.95	15.59	2.16	2.24	4.31	1.43	253.88	18.89	2
	西安银行	22.89	12.62	12.51	1.03	14.55	15.3%	11.05	10.26	2.26	2.12	4.63	1.18	262.41	18.77	4
农商行	青岛银行	21.80	8.36	8.17	0.68	30.44	36.7%	23.64	16.48	2.13	2.10	4.52	1.65	155.09	17.89	1
	贵阳银行	24.94	9.39	17.96	1.13	16.00	20.1%	11.53	11.57	2.40	2.36		1.45	291.86	17.59	7
	江阴银行	8.99	14.16	8.95	0.84	6.86	11.4%	16.50	13.69	2.46	2.20		1.83	259.13	27.37	2
	青农商行	24.44	10.48	12.92	0.90	16.98	30.5%	17.10	16.95	2.61	2.75	4.94	1.46	310.23	18.77	1
	张家港行	9.63	11.02	9.41	0.79	28.48	18.7%	13.07	12.91	2.74	2.51	4.84	1.38	252.14	17.39	7
	无锡银行	9.11	10.20	11.02	0.79	10.89	12.7%	12.33	11.27	2.02	1.79		1.21	288.18	16.81	4
	苏农银行	7.86	12.17	8.94	0.75	11.79	14.9%	11.41	10.42	2.71	2.54		1.33	249.32	16.75	4
	紫金银行	14.50	11.07	11.32	0.72	10.54	17.0%	11.91	12.86	2.12	2.00		1.68	236.95	14.58	6
	渝农商行	50.91	12.42	13.80	1.01	1.97	14.7%	9.56	11.16	2.33	2.16	4.47	1.25	380.31	12.54	4
	常熟银行	21.10	12.44	12.40	1.08	10.67	18.5%	12.11	21.15	3.44	3.33		0.96	481.28	11.71	27

图：产业链公司情况来源：塔坚研究

从产业链图谱来看，四类银行的回报情况相近，三年平均 ROE 均在 12%-13%左右，ROA 在 0.9%左右；从增速来看，由高至低分别是：城商行、农商行 > 股份银行 > 全国性大行。1) 城商行、农商行，平均增速在 15%-20%左右。城商行、农商行盈利快速增长主要是由资产规模增长来贡献的。其中，城商行规模增速高达 23%，这主要是因其基数低，同时业务牌照较为齐全，以及还在异地开设分支机构，因此规模增速领先于全行业。比较典型的是：杭州银行、长沙银行。

而农商行规模增速高，主要是受发展当地小微企业贷款业务渗透率提升驱动，比较典型的是：常熟银行、张家港银行。此外，宁波银行是由于投资收益拉动非息收入增长。一方

面，2019 年金融工具公允价值变动增长发生收益，另一方面，货币基金投资带来收益增长，说明宁波银行的投资能力较强；而江苏银行通过发展零售业务带来手续费净收入增速较高。

2) 股份银行，平均增速在 8%-9%左右。股份行中，增速较高的是平安银行。对比招商银行，平安银行的贷款增速（16.3%）高于招行（14.3%），并且其净息差（2.63%），也高于招行（2.54%）。其原因在于平安银行的个人零售业务中的信用卡贷款增速快速增长，2019 年其信用卡贷款占比达 23%超过招商银行，排名居首。其信用卡贷款平均收益率高达 7.74%，远高于招商银行的 6.07%。

需要注意的是，信用卡贷款快速发展背后带来了不良率的提升。高速扩张或以风控让步为前提，带来后期的不良暴露。因此，从不良率来看，平安银行（1.65%）大于招商银行

（1.16%）。**3) 全国性大行，平均增速在 5%左右。**全国性大行整体增速都不高，净息差也低于同行业平均水平，其原因在于发放贷款中企业贷款占比高。从增长来看，中大型企业贷款的增速受 GDP 驱动；从收益率来看，企业贷款利率普遍低于零售贷款、小微贷款。因此，五家银行中，未来增长较快的，大概率是常熟银行，以及两家城商行（宁波银行、南京银行）。

(拾)

从回报层面，各家银行的 ROE 分化比较明显，ROE 较高的有宁波银行、贵阳银行、成都银行、南京银行、招商银行，均达到 15% 以上，其余大部分均在 9%-13% 之间。常熟银行是 12%。

2019年	净资产收益率ROE	总资产净利率ROA	权益乘数 [报告期] 去年年报
招商银行	16.13	1.32	12.01
宁波银行	15.14	1.13	13.08
贵阳银行	15.71	1.13	13.90
常熟银行	12.00	1.08	10.33
成都银行	16.63	1.06	15.67
西安银行	12.28	1.03	11.76
渝农商行	12.35	1.01	11.52
南京银行	15.12	0.97	15.28
上海银行	12.01	0.95	12.62
长沙银行	14.19	0.93	14.39
青农商行	12.57	0.90	13.53
江阴银行	9.09	0.84	10.64
北京银行	10.73	0.81	13.10
苏州银行	9.63	0.80	11.86
张家港行	9.27	0.79	11.46
无锡银行	11.11	0.79	13.80
平安银行	10.20	0.77	12.59
苏农银行	8.73	0.75	10.84
江苏银行	11.45	0.75	15.14
紫金银行	10.88	0.72	14.64
郑州银行	8.73	0.70	12.55
杭州银行	11.03	0.68	16.37
青岛银行	8.03	0.68	12.26

图：商业银行 ROE 拆解

来源：塔坚研究

由于，银行是一门加杠杆的商业模式，为了探寻高回报的根源，我们将 ROE 杜邦拆解为 ROA*权益乘数。可以发现，ROE 中位数为 11.45%，ROA 中位数在 1.14%，权益乘数中位数在 13.29。从权益乘数来看，杠杆较高（超过 15）的是成都银行、南京银行、长沙

银行、紫金银行、江苏银行、杭州银行。这类银行主要为城商行，其加杠杆模式较为激进，通过跨区域投资实现扩张，较高的杠杆会增加流动性风险，说明这类银行虽然盈利能力较强，但是盈利质量较差（风险高）。

任何一家银行都能通过加杠杆提高 ROE。因此，高权益乘数导致的高 ROE 无法反应一家银行的真实盈利能力。所以，我们重点关注 ROA 高的银行。 我们挑选出 ROA 较高的

（大于 0.9%）的十家上市银行，将 ROA 继续拆解，可以拆分为一下几大因子。前三项：利息净收入、手续费及佣金净收入、投资净收益是 ROA 的增加项；后三项：管理费用、信用减值损失、所得税是 ROA 的减少项。

2019年	总资产净利率 ROA	利息净收入 (占资产比重)	手续费及佣金净 收入 (占资产比重)	投资净收益 (占资产比重)	管理费用 (占资产比重)	信用减值损失 (占资产比重)	所得税 (占资产比重)
招商银行	1.32	2.33%	0.96%	0.21%	1.17%	0.82%	0.32%
宁波银行	1.13	1.48%	0.59%	0.50%	0.91%	0.57%	0.11%
贵阳银行	1.13	2.16%	0.17%	0.29%	0.69%	0.77%	0.06%
常熟银行	1.08	3.08%	0.18%	0.18%	1.33%	0.90%	0.20%
成都银行	1.06	1.85%	0.08%	0.33%	0.60%	0.54%	0.12%
西安银行	1.03	2.02%	0.21%	0.22%	0.63%	0.66%	0.18%
渝农商行	1.01	2.26%	0.23%	0.06%	0.74%	0.64%	0.22%
南京银行	0.97	1.59%	0.30%	0.43%	0.66%	0.60%	0.17%
上海银行	0.95	1.36%	0.29%	0.50%	0.44%	0.77%	0.09%
长沙银行	0.93	2.04%	0.29%	0.33%	0.87%	0.86%	0.20%
青农商行	0.90	2.08%	0.06%	0.62%	0.77%	0.79%	0.08%

图：商业银行 ROA 拆解

来源：塔坚研究

从以上杜邦分解，可以较为清晰地看出，各银行 ROA 分化的主要因素，主要是经营风格不同导致。从净利息收入对总资产的拉动效应来看，排名前三的有常熟银行、招商银行、渝农商行。说明这三家银行传统业务的净息差水平、创收能力较强。手续费及佣金净收入、投资净收益对总资产的拉动效应来看，排名前三的有宁波银行、上海银行、青农银

行。这三家银行的新业务，包括财富管理、投资业务等创新业务创收能力较强。其中，招商银行，ROA 排名居首，其净利息收入、手续费及佣金收入对资产的拉动效应较强，反应其较强的净息差水平。烧钱项中，由于不良贷款拨备拨备较高，导致信用减值损失（坏账拨备）占比高于同行，并且零售业务占比高，需要的人力管理多，所以管理费用高于同行。常熟银行主要靠利息收入拉动 ROA，说明其以传统的贷款业务为主，投资收益对总资产的拉动效应较弱。

从经营逻辑来看，此类农商行净利息收入/平均资产较高（即净息差较高），与其贷款客户定位、本土存款基础有关，但由于中小微贷款占比高，同样需要大量人力维护，防止信息不对称带来的坏账风险，管理费用应该占比较高。这是业务定位于零售、小微等客户群体时的常见特征，具有此特征的还包括平安银行。宁波银行，利息净收入对 ROA 的拉动效应排名并不高，但投资净收入的拉动效应较强，这类城商行的债券投资、基金投资占比高，虽然收益率低于贷款业务。但是基金投资所得税率较低，而且需要的管理费用也较低，导致 ROA 也较高。具有此类特征的还有上海银行。

对比下来，简单来说，高回报的银行分为三类：一类是招行，零售能力为主，综合实力也很强；一类是放贷能力强，如常熟银行；还有一类是投资能力强，如宁波银行。

(拾壹)

回报梳理完后，还剩一块核心问题需注意——经营风险点……

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。