

证券研究报告—深度报告

银行

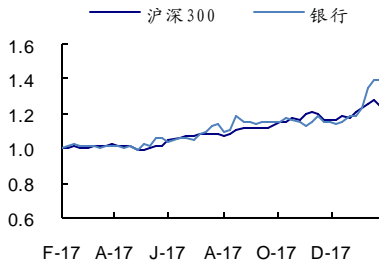
银行业 2018 年春季投资策略

超配

(维持评级)

2018 年 02 月 08 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业投资策略

寻找估值之锚：ROE 提升之路

● 主要逻辑：ROE 预期是估值之锚

2018 年以来，A 股银行股取得较为显著的涨幅，行业和个股 PB 估值水平有所回升，全行业 PB 水平已近 1.2 倍。市场关心何谓合理 PB 水平，本报告尝试给出大致的估值锚值的逻辑基础。

可以用一个粗略的评估方法，大致找到一个 PB 的锚，即： $PB=ROE/COE$ 。COE 为股权折现率。上述 PB 公式的简要逻辑为：一项资产有它的收益率，但持有它也有机会成本。但由于 COE 受影响因素较多，波动极大，因此上述公式较难应用于实战操作，但仍然是一个可供参考的锚值。而其中 ROE 指的是预期的 ROE 变化趋势。本报告主要聚焦于 ROE。

● 2017 年 ROE 因不良改善而回升

根据 2017 年前三季度财务数据，A 股上市银行 ROE 水平高低分化明显。股份行、城商行 ROE 主要由权益乘数支撑，ROA 并不突出。大型银行 ROA、ROE 均较高。农商行则是 ROA、权益乘数、ROE 均不高。

就 2017 年较 2016 年的 ROE 变化值来看，大部分银行 ROE 上升，但不同银行驱动因素不同。股份行、城商行净息差大多下滑，影响总收入，主要受银行间利率上行影响，大型银行则净息差下滑不明显，因为它们对同业负债的依赖较小。但 2017 年全行业资产质量压力普遍减轻，信用成本下降，弥补了净息差下滑的不利影响，对盈利构成强有力的支撑。经济复苏势头延续，银行资产质量企稳将继续贡献盈利。

● 2018 年息差、不良共同驱动 ROE 回升

展望 2018 年，宏观经济保持平稳增长，信贷需求稳定，但信贷和其他融资的供给受限，供需矛盾突出，息差有望进一步上行，且不良继续企稳。上述因素对全行业 ROA 形成更强的驱动，大部分银行 ROE 有望继续回升，对 PB 估值水平的维持构成强有力的支持。但 2018 年监管压力增加，部分个股权益乘数下降，有可能拖累 ROE 水平，需注意个股分化。预计全行业盈利增速在 8% 左右。

● 投资建议

给予行业“超配”评级。重点关注 2018 年受监管影响较小、ROE 上行确定性较大的大型银行。

● 风险提示

若 2018 年下半年经济形势不达预期，则可能从多方面影响银行业经营。如果金融监管措施的节奏和力度把握不当，也可能诱发次生风险。

相关研究报告：

- 《行业重大事件快评：立足风控，打开盈利增长空间》——2016-04-25
- 《行业重大事件快评：首批债转股或万亿，改善银行真实不良，AMC 回归传统业务》——2016-04-05
- 《行业重大事件快评：A 股市场或迎来重量级选手，银行股受青睐》——2016-03-31
- 《行业重大事件快评：下调 MLF 各期限利率 25 个基点，利好银行股》——2016-03-17
- 《行业重大事件快评：不良贷款置换为股权，释放混业经营信号》——2016-03-11

证券分析师：王继林

电话：010-88005302

E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

2018 年以来银行业 PB 显著，行业 PB 已近 1.2 倍，为近年高位。市场关心何谓合理 PB。但我们认为，ROE 预期变化是影响 PB 的关键因素。而分析来看，2018 年行业 ROE 有望继续上行，对 PB 估值水平构成支撑。

给予行业“超配”评级。重点关注 2018 年受监管影响较小、ROE 上行确定性较大的大型银行。

### 核心假设或逻辑

第一，宏观经济增速保持平稳，虽然基建、房地产等投资有所下滑，但制造业、外需等构成支撑。这使银行信贷需求和资产质量均能保持稳定。

第二，金融监管目前仍处高压态势之中，预计将维持全年，不会实质性放松。

### 与市场预期不同之处

第一，市场可能对信贷供需矛盾认识不足。在信贷额度仍有一定管控，而非信贷的其他资产投放均不乐观（甚至有可能收缩）的情况下，整个实体融资难度加大，形势较为严峻。

第二，市场可能对部分中小银行调表压力认识不足。2018 年是监管大力推进年，部分中小银行由于此前同业投资、表外等业务扩张过快，存在回调压力。这里所谓的中小银行大多不在 A 股上市，因此对上市银行直接影响不大，但可能通过资产价格波动对全行业产生影响。

### 股价变化的催化因素

新发信贷的定价持续上升，市场逐渐认识到供需矛盾的严重性，净息差出现超预期上行。

宏观经济数据中制造业数据出现显著向好，体现出经济增长动能切换富有成效。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，目前宏观经济持续复苏利好银行业，但若 2018 年下半年经济形势不达预期，则可能从多方面影响银行业经营。

第二，如果金融监管措施的节奏和力度把握不当，也可能诱发次生风险，给全行业经营带来不确定性，或者给部分整治压力较大的银行造成超预期损失。

## 内容目录

|                     |    |
|---------------------|----|
| 寻找估值之锚.....         | 5  |
| ROE 与 PB 的核心逻辑..... | 6  |
| ROE 详解：寻找核心驱动.....  | 7  |
| 横比：个股 ROE 分化加剧..... | 7  |
| 纵比：较 2016 年全年.....  | 11 |
| 纵比：较 2016 年同期.....  | 13 |
| ROE 展望：个股仍将分化.....  | 15 |
| 行业盈利增速回升.....       | 16 |
| 个股分化仍将加剧.....       | 17 |
| 投资建议.....           | 17 |
| 风险提示.....           | 18 |
| 国信证券投资评级.....       | 19 |
| 分析师承诺.....          | 19 |
| 风险提示.....           | 19 |
| 证券投资咨询业务的说明.....    | 19 |

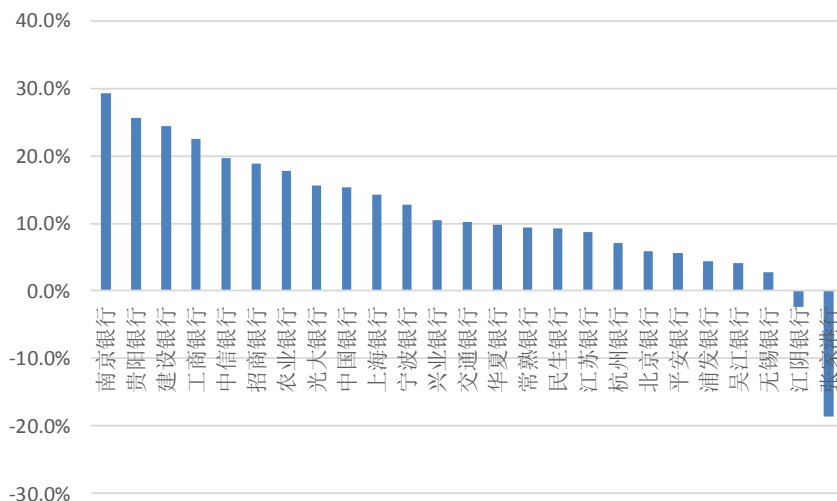
## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2018 年以来个股涨跌分化 .....                      | 5  |
| 图 2: 全行业 PB 已接近 1.2 倍的水平 .....                 | 5  |
| 图 3: 个股 PB 水平逐步抬高 .....                        | 6  |
| 图 4: PB 估值之锚及其决定因素 .....                       | 7  |
| 图 5: 上市银行 2017 年前三季度 ROE .....                 | 8  |
| 图 6: 上市银行 2017 年前三季度 ROA .....                 | 8  |
| 图 7: 2017 年前三季度上市银行权益乘数 .....                  | 8  |
| 图 8: 中小银行通过同业、投资等业务加杠杆 (资产结构) .....            | 9  |
| 图 9: 中小银行通过同业、投资等业务加杠杆 (负债结构) .....            | 9  |
| 图 10: 上市银行 2017 年前三季度杜邦分解重点指标 .....            | 10 |
| 图 11: 2017 年前三季度 ROE 较 2016 年全年变化值 .....       | 12 |
| 图 12: ROE 较 2016 年上升较多的银行涨幅也较大 .....           | 12 |
| 图 13: 2017 年前三季度权益乘数较 2016 年全年变化值 .....        | 12 |
| 图 14: 2017 年前三季度重点指标较 2016 年全年变化值 .....        | 12 |
| 图 15: 2017 年前三季度 ROE 较 2016 年同期变化值 .....       | 14 |
| 图 16: 2017 年前三季度权益乘数较 2016 年同期变化值 .....        | 14 |
| 图 17: 2017 年前三季度重点指标较 2016 年同期变化值 .....        | 14 |
| 图 18: ROE 较 2016 年同期上升较多的银行涨幅也较大 .....         | 14 |
| 图 19: 大多银行 2017 年净息差逐季回升 .....                 | 16 |
| <br>   |    |
| 表 1: 上市银行 2017 年前三季度 ROA 杜邦分解 .....            | 9  |
| 表 2: 上市银行 2017 年前三季度 ROA 杜邦分解各指标排名 .....       | 10 |
| 表 3: 上市银行 2017 年前三季度杜邦分解各指标较 2016 年全年变化值 ..... | 11 |
| 表 4: 2017 年前三季度杜邦分解较 2016 年全年名次变化 .....        | 13 |
| 表 5: 上市银行 2017 年前三季度杜邦分解各指标较 2016 年同期变化值 ..... | 13 |
| 表 6: 2017 年前三季度杜邦分解较 2016 年同期名次变化 .....        | 15 |
| 表 7: 预计 2018 年上市银行盈利增速在 8% 左右 .....            | 17 |

## 寻找估值之锚

2018年开年以来，银行股录得了较为显著的涨幅。截止2月2日，银行指数涨幅达到13.2%，超越沪深300约6.0个百分点。其中，部分个股涨幅较大，达到25%以上，其余大部分个股涨幅也超过10%。

图 1: 2018 年以来个股涨跌分化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

这一轮行情，主要是银行股基本面向好，且估值水平依然相对较低，因此吸引各类资金进入，尤其是部分低风险偏好的资金。

而随着股价上涨，银行股估值水平也获得系统性抬升。全行业 PB 已接近 1.2 倍的水平，这是近两三年时间内首次重新达到如此高位。事实上，自 2012 年以来，银行股全行业 PB 便常年在 1.2 倍以下徘徊（仅在中间 2014-2015 年牛市中短期抬升过），市场可能对银行股低 PB 已习以为常，而把目前的估值水平视为“偏高”。

图 2: 全行业 PB 已接近 1.2 倍的水平

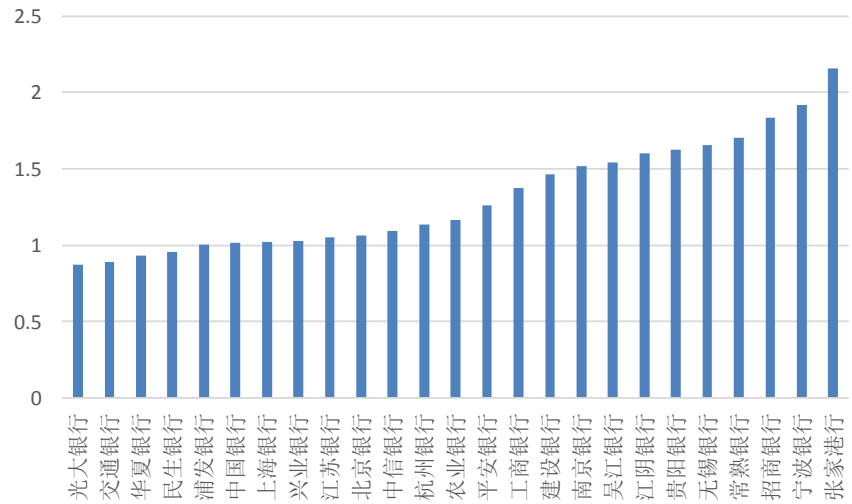


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

部分个股 PB 甚至已达到近年来的一个较高水平。比如，部分中小银行、优质银

行的 PB 已超过 1.5 倍，个别甚至在 2.0 倍左右。仅有少部分个股 PB 依然在 1.0 倍以下，全行业正在消灭“破净股”。

图 3: 个股 PB 水平逐步抬高



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

纵观全球，银行股 PB 分化较大，很难通过全球比较来寻找一个所谓的估值之锚。何谓银行股的合理 PB 成为了世界性难题，莫衷一是。A 股银行股刚刚脱离了徘徊多年的低 PB 区间，此时是否存在高估，以及能否得到基本面因素的合理支撑，也是投资者关心的问题。本报告认为，盈利能力尤其是 ROE 表现是支撑估值的核心变量之一。因此，我们从最为核心的基本面因素出发，考察银行股 ROE 情况，并预测其未来变化趋势。

## ROE 与 PB 的核心逻辑

PB 是一个横向比较的相对估值指标，为金融股所通用，但很难计算出一个所谓的合理 PB。在进行全球比较时，各国分化较大，也很难找到所谓的合理水平。但可以用一个粗略的评估方法，大致找到一个 PB 的锚，即：

$$PB = ROE / COE$$

其中，COE 为股权折现率，包括无风险收益率与风险溢价。风险溢价又取决于投资者对投资风险大小的判断，以及投资者自身的风险偏好（风险偏好越高，那么对每单位风险所要求的风险溢价越低）。

$$COE = \text{无风险收益率} + \text{风险溢价}$$

上述 PB 公式的简要逻辑为：一项资产有它的收益率，但持有它也有机会成本。如果收益率超出机会成本，则该资产可超过面值交易，否则就折价交易。换言之，这和永续债的定价是一个原理，银行股就类似于永续债，ROE 是它的票息率，COE 是折现率。

但事实上，此公式很难直接应用于实战操作，现实中，很多银行 PB 水平也脱离上述公式估算的锚值较远，似乎难以得到合理解释。这主要是因为 COE 非常难以精准把握，尤其是 COE 中还包括风险溢价等偏主观的因素，反映了市场情绪等非基本面信息，更是难以观察与量化的指标。而且，COE 在某些时间点会出现大幅的上下波动，似乎难以得到基本面角度的解释。最为典型的是经济周期拐点，投资者情绪和预期出现重大扭转，即使当年 ROE 未发生重大变化的情况下，估值也会大幅波动。

当然，这并不意味着基本面不重要，因为投资者预期的变化，归根结底也是基于他们对未来基本面变化的判断，包括对未来 ROE 的判断。比如，我国在 2011 年开始宏观调控，经济运行逐步进入结构调整期，银行 ROE 开始见顶回落，虽然回落速度并不快，但由于投资者形成了 ROE 持续向下的悲观预期，再叠加风险偏好快速下降，因此估值快速回落，完全脱离了基本面。而 2016 年开始的经济复苏期，则刚好相反，行业 ROE 略有抬头，但尚未进入快速回升，而投资者预期 ROE 仍将继续上行，因此推动了估值上行。因此，决定估值的是市场预期的 ROE，或说 ROE 预期变化方向，而非 ROE 的已有值。

图 4: PB 估值之锚及其决定因素



资料来源：国信证券经济研究所整理

因此，该公式给出一个联结基本面预期与估值的分析框架：PB 应该与预期 ROE 正相关，投资者对盈利能力的预期越高，则估值理应越高；PB 还与 COE 负相关，折现率越高（可能是资金成本高，也可能是风险溢价高），则估值越低。研究 PB，便可以从 ROE、COE 两个角度入手。本报告主要聚焦于 ROE。

目前，银行股 ROE 经过前一段时间的见底回升之后，扭转了此前投资者所误认为的 ROE 长期向下的悲观预期，因此对估值形成了有力支撑，大幅上修。

接下来的问题便是：此前 ROE 回升的主要驱动因素是什么，以及未来还能否超预期提升。

## ROE 详解：寻找核心驱动

我们利用经典的银行 ROE 杜邦分解，详解过去一段时间 ROE 回升的核心驱动因素，以便观察这些因素的可持续性。为保持数据一致性，后文使用的 ROA、ROE，其分母为期末期初的算术平均，因此与公司报告中披露值略有误差，但不影响分析结果。

### 横比：个股 ROE 分化加剧

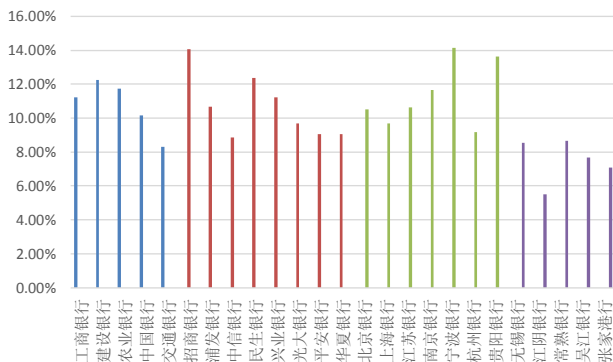
以最新的 2017 年三季度报数据来看，各银行前三季度 ROE（未经年化）高低分化明显。高者比如招商银行、宁波银行，均达到 14% 以上，贵阳银行也高达 13.6%。此外，大部分全国性银行 ROE 位于 9-13% 区间内。另有少数银行，主要是农商行，ROE 低于 9%。整体而言，ROE 落差增加，显示出各银行盈利能力有所分化。

为研究 ROE 高低分化的根源，我们按照经典方法将 ROE 进行杜邦分解。首先，ROE 分解为 ROA 和权益乘数。

从 ROA 水平来看，2017 年前三季度，大部分个股的 ROA 在 0.6-0.7% 间，而大型银行 ROA 普遍较高，有些在 0.9% 以上，同时小型银行 ROA 略低。因此，

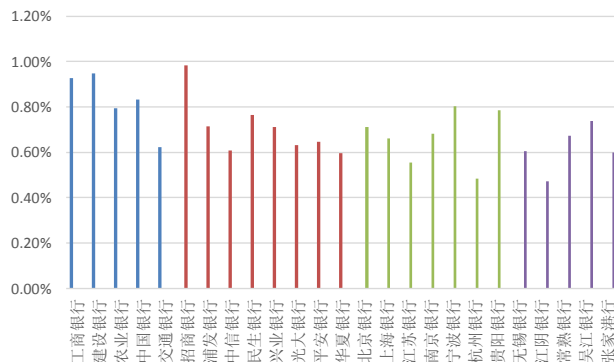
初步结论为，规模经济效应明显，规模越大的银行，ROA 越高。

图 5: 上市银行 2017 年前三季度 ROE



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

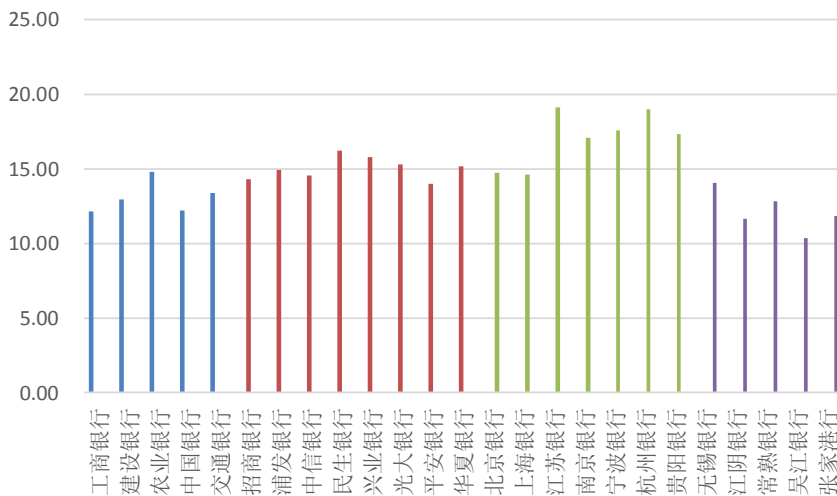
图 6: 上市银行 2017 年前三季度 ROA



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

此外，权益乘数也是拉开 ROE 分化的主因之一。城商行、股份行权益乘数普遍较高，尤其是城商行，大多在 15 倍以上，江苏银行、杭州银行等个股达到 19 倍以上，是它们拉高 ROE 的主要因素（它们的 ROA 水平并不突出，大多小于大型银行，但 ROE 却高过大型银行）。另有些个股在 15 倍以上。大部分个股的权益乘数则在 10-15 倍间，分化落差也较大，其中农商行较低，仅略高于 10 倍。

图 7: 2017 年前三季度上市银行权益乘数



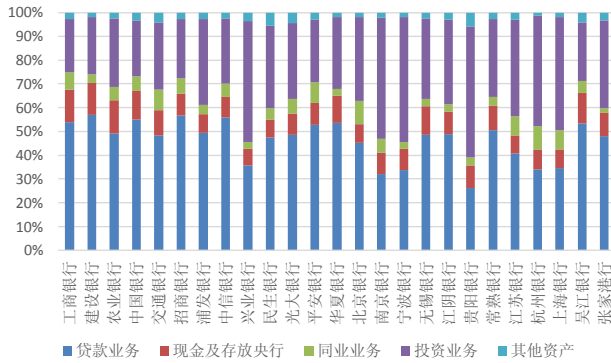
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

权益乘数反映的是整家银行增加财务杠杆的程度。城商行、股份行财务杠杆较高，显示出这类银行加杠杆较为激进，这是它们维持较高 ROE 的主要方式。从资产负债结构上看，这类银行往往通过同业业务加杠杆，资产方是同业业务、投资业务（包括同业投资）的占比较高，负债方则是同业负债占比高。在目前的监管态势下，这类业务受到监管层重点关注，未来它们的杠杆有一定的压缩空间，权益乘数可能显著回落，对 ROE 有不利影响。

而农商行由于还不能大规模跨区域经营，财务杠杆率相对有限，在各类银行中居最低水平，也成为了拉低它们 ROE 的因素。

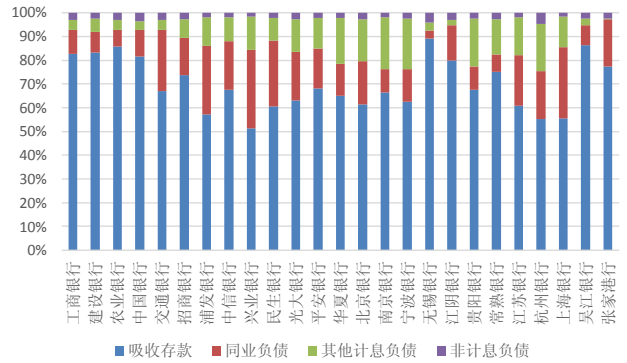


图 8: 中小银行通过同业、投资等业务加杠杆 (资产结构)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (2017 年三季度)

图 9: 中小银行通过同业、投资等业务加杠杆 (负债结构)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (2017 年三季度)

因此, 从 ROE、ROA、权益乘数三个指标来看, 大型银行 ROE、ROA 均较好; 而大部分股份行、城商行则 ROA 表现平庸, 主要靠权益乘数拉高 ROE, 大监管可能压低其未来权益乘数; 农商行则是 ROA、权益乘数均不突出。

然后再将 ROA 进一步分解至利润表上的各行, 完成整表的杜邦分解。

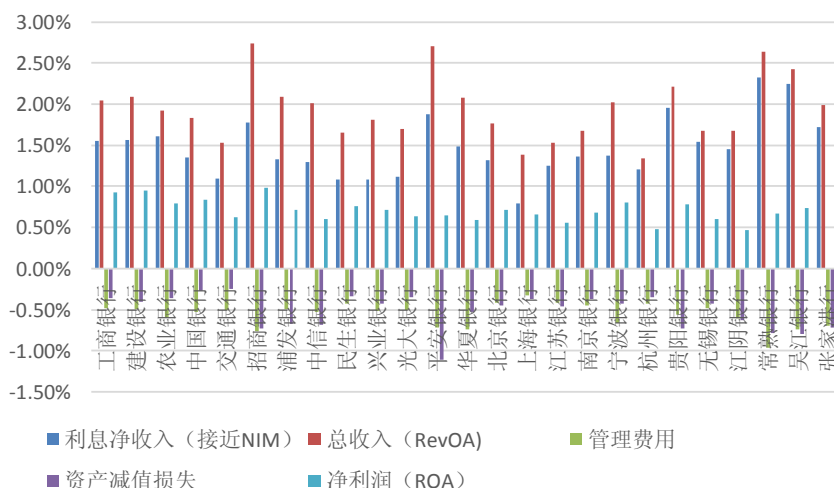
表 1: 上市银行 2017 年前三季度 ROA 杜邦分解

| 占平均总资产        | 工商<br>银行 | 建设<br>银行 | 农业<br>银行 | 中国<br>银行 | 交通<br>银行 | 招商<br>银行 | 浦发<br>银行 | 中信<br>银行 | 民生<br>银行 | 兴业<br>银行 | 光大<br>银行 | 平安<br>银行  | 华夏<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 1.55%    | 1.56%    | 1.61%    | 1.35%    | 1.09%    | 1.78%    | 1.33%    | 1.30%    | 1.08%    | 1.09%    | 1.12%    | 1.88%     | 1.49%    |
| 佣金净收入         | 0.44%    | 0.44%    | 0.29%    | 0.38%    | 0.35%    | 0.82%    | 0.60%    | 0.60%    | 0.44%    | 0.63%    | 0.59%    | 0.79%     | 0.57%    |
| 其他收入          | 0.06%    | 0.09%    | 0.03%    | 0.10%    | 0.08%    | 0.15%    | 0.17%    | 0.12%    | 0.12%    | 0.09%    | 0.00%    | 0.04%     | 0.02%    |
| 总收入 (Rev/OA)  | 2.05%    | 2.09%    | 1.92%    | 1.83%    | 1.53%    | 2.74%    | 2.09%    | 2.01%    | 1.65%    | 1.81%    | 1.70%    | 2.71%     | 2.08%    |
| 营业税及附加        | -0.02%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.03%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.01%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.03%    | -0.02%   |
| 管理费用          | -0.48%   | -0.50%   | -0.60%   | -0.52%   | -0.51%   | -0.77%   | -0.49%   | -0.53%   | -0.43%   | -0.52%   | -0.51%   | -0.72%    | -0.74%   |
| 拨备前利润         | 1.55%    | 1.58%    | 1.32%    | 1.29%    | 1.00%    | 1.96%    | 1.60%    | 1.46%    | 1.22%    | 1.28%    | 1.17%    | 1.96%     | 1.32%    |
| 资产减值损失        | -0.36%   | -0.41%   | -0.35%   | -0.27%   | -0.25%   | -0.73%   | -0.68%   | -0.69%   | -0.34%   | -0.43%   | -0.35%   | -1.11%    | -0.53%   |
| 税前利润          | 1.18%    | 1.18%    | 0.97%    | 1.02%    | 0.75%    | 1.24%    | 0.92%    | 0.77%    | 0.88%    | 0.85%    | 0.82%    | 0.84%     | 0.80%    |
| 所得税           | -0.26%   | -0.23%   | -0.17%   | -0.19%   | -0.13%   | -0.26%   | -0.21%   | -0.17%   | -0.11%   | -0.14%   | -0.19%   | -0.20%    | -0.20%   |
| 净利润 (ROA)     | 0.93%    | 0.95%    | 0.79%    | 0.83%    | 0.62%    | 0.98%    | 0.71%    | 0.61%    | 0.76%    | 0.71%    | 0.63%    | 0.65%     | 0.60%    |
| 占平均总资产        | 北京<br>银行 | 上海<br>银行 | 江苏<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 杭州<br>银行 | 贵阳<br>银行 | 无锡<br>银行 | 江阴<br>银行 | 常熟<br>银行 | 吴江<br>银行 | 张家港<br>银行 |          |
| 利息净收入(接近 NIM) | 1.32%    | 0.80%    | 1.25%    | 1.37%    | 1.37%    | 1.21%    | 1.95%    | 1.54%    | 1.46%    | 2.33%    | 2.25%    | 1.72%     |          |
| 佣金净收入         | 0.43%    | 0.26%    | 0.28%    | 0.21%    | 0.52%    | 0.15%    | 0.26%    | 0.11%    | 0.04%    | 0.21%    | 0.07%    | 0.11%     |          |
| 其他收入          | 0.01%    | 0.33%    | 0.01%    | 0.09%    | 0.13%    | -0.02%   | 0.00%    | 0.03%    | 0.18%    | 0.10%    | 0.12%    | 0.16%     |          |
| 总收入 (Rev/OA)  | 1.77%    | 1.39%    | 1.53%    | 1.67%    | 2.02%    | 1.34%    | 2.21%    | 1.68%    | 1.68%    | 2.64%    | 2.43%    | 1.99%     |          |
| 营业税及附加        | -0.02%   | -0.01%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.01%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.01%   | -0.02%   | -0.02%   | -0.01%    |          |
| 管理费用          | -0.42%   | -0.33%   | -0.42%   | -0.45%   | -0.66%   | -0.42%   | -0.56%   | -0.48%   | -0.61%   | -0.96%   | -0.74%   | -0.70%    |          |
| 拨备前利润         | 1.33%    | 1.05%    | 1.11%    | 1.20%    | 1.34%    | 0.91%    | 1.63%    | 1.17%    | 1.07%    | 1.67%    | 1.67%    | 1.31%     |          |
| 资产减值损失        | -0.45%   | -0.37%   | -0.47%   | -0.37%   | -0.43%   | -0.35%   | -0.73%   | -0.43%   | -0.63%   | -0.79%   | -0.79%   | -0.72%    |          |
| 税前利润          | 0.88%    | 0.69%    | 0.64%    | 0.83%    | 0.91%    | 0.56%    | 0.90%    | 0.74%    | 0.44%    | 0.88%    | 0.88%    | 0.59%     |          |
| 所得税           | -0.17%   | -0.02%   | -0.08%   | -0.15%   | -0.10%   | -0.07%   | -0.12%   | -0.14%   | 0.03%    | -0.21%   | -0.14%   | 0.01%     |          |
| 净利润 (ROA)     | 0.71%    | 0.66%    | 0.56%    | 0.68%    | 0.80%    | 0.48%    | 0.79%    | 0.61%    | 0.47%    | 0.67%    | 0.74%    | 0.60%     |          |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们再挑选其中几个重点指标, 列成下图:

图 10: 上市银行 2017 年前三季度杜邦分解重点指标



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从以上杜邦分解, 可以较为清晰地看出, 各银行 ROA 高下分化的主要因素, 甚至各自的主要经营风格。

其中, 招商银行 ROA 达到 0.98%, 排名第一, 主要是净息差、非息收入均表现强劲, 总收入/平均资产也是排名第一, 反映了较强的净息差水平和创收能力。后续拨备前利润/平均资产、税前利润/平均资产也保持第一。ROA 排名第二、第三的为建设银行、工商银行, 而这两家大银行的拨备前利润/平均资产仅排名第七、第八, 不算特别突出, 而资产减值损失/平均资产较低, 不良资产压力的减轻, 对盈利水平构成重大贡献。

又如, 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, 但由于费用、资产减值损失也较高, 因此最后的 ROA 并不突出。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等。

为更易阅读, 我们还将上表转换为名次表:

表 2: 上市银行 2017 年前三季度 ROA 杜邦分解各指标排名

|               | 工商<br>银行 | 建设<br>银行 | 农业<br>银行 | 中国<br>银行 | 交通<br>银行 | 招商<br>银行 | 浦发<br>银行 | 中信<br>银行 | 民生<br>银行 | 兴业<br>银行 | 光大<br>银行 | 平安<br>银行  | 华夏<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 9        | 8        | 7        | 15       | 22       | 5        | 16       | 18       | 24       | 23       | 21       | 4         | 11       |
| 佣金净收入         | 11       | 10       | 15       | 13       | 14       | 1        | 4        | 5        | 9        | 3        | 6        | 2         | 7        |
| 其他收入          | 16       | 14       | 19       | 10       | 15       | 5        | 3        | 9        | 7        | 12       | 24       | 17        | 20       |
| 总收入 (RevOA)   | 9        | 7        | 13       | 14       | 23       | 1        | 6        | 11       | 21       | 15       | 17       | 2         | 8        |
| 营业税及附加        | 22       | 15       | 10       | 13       | 16       | 25       | 14       | 17       | 1        | 11       | 12       | 24        | 23       |
| 管理费用          | 8        | 10       | 17       | 14       | 11       | 24       | 9        | 15       | 5        | 13       | 12       | 21        | 22       |
| 拨备前利润         | 8        | 7        | 13       | 15       | 24       | 1        | 6        | 9        | 17       | 16       | 19       | 2         | 12       |
| 资产减值损失        | 7        | 10       | 6        | 2        | 1        | 21       | 18       | 19       | 3        | 11       | 5        | 25        | 16       |
| 税前利润          | 2        | 3        | 5        | 4        | 19       | 1        | 6        | 18       | 11       | 13       | 16       | 14        | 17       |
| 所得税           | 25       | 23       | 16       | 18       | 9        | 24       | 22       | 14       | 7        | 12       | 17       | 19        | 20       |
| 净利润 (ROA)     | 3        | 2        | 6        | 4        | 18       | 1        | 10       | 19       | 8        | 12       | 17       | 16        | 22       |
|               | 北京<br>银行 | 上海<br>银行 | 江苏<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 杭州<br>银行 | 贵阳<br>银行 | 无锡<br>银行 | 江阴<br>银行 | 常熟<br>银行 | 吴江<br>银行 | 张家港<br>银行 |          |
| 利息净收入(接近 NIM) | 17       | 25       | 19       | 14       | 13       | 20       | 3        | 10       | 12       | 1        | 2        | 6         |          |
| 佣金净收入         | 12       | 17       | 16       | 20       | 8        | 21       | 18       | 22       | 25       | 19       | 24       | 23        |          |
| 其他收入          | 21       | 1        | 22       | 13       | 6        | 25       | 23       | 18       | 2        | 11       | 8        | 4         |          |
| 总收入 (RevOA)   | 16       | 24       | 22       | 20       | 10       | 25       | 5        | 18       | 19       | 3        | 4        | 12        |          |
| 营业税及附加        | 20       | 4        | 7        | 21       | 8        | 2        | 6        | 9        | 5        | 18       | 19       | 3         |          |
| 管理费用          | 3        | 1        | 2        | 6        | 19       | 4        | 16       | 7        | 18       | 25       | 23       | 20        |          |

|           |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
|-----------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| 拨备前利润     | 11 | 23 | 21 | 18 | 10 | 25 | 5  | 20 | 22 | 4  | 3  | 14 |
| 资产减值损失    | 14 | 9  | 15 | 8  | 13 | 4  | 22 | 12 | 17 | 23 | 24 | 20 |
| 税前利润      | 10 | 21 | 22 | 15 | 7  | 20 | 3  | 10 | 12 | 1  | 2  | 6  |
| 所得税       | 15 | 3  | 5  | 13 | 6  | 21 | 18 | 22 | 25 | 19 | 24 | 23 |
| 净利润 (ROA) | 11 | 15 | 23 | 13 | 5  | 25 | 23 | 18 | 2  | 11 | 8  | 4  |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 纵比：较 2016 年全年

然后，我们将 2017 年前三季度 ROE（年化后）与上年全年比较，同时也与上年同期比较（不用年化）。两种比较方式各有利弊。这是由于 ROE 分布具有季节性，四季度由于费用、拨备支出特征与前三季度不同，因此与上年同期比较更具可比性。但这样同比会忽略上年第四季度的情况，因为有些情况是逐季改善的。因此，两种比较可结合起来分析。

我们首先将 2017 年前三季度 ROE 简单年化，然后与 2016 年全年 ROE 作比较，计算变化值（单位为个百分点或基点）。然后也将杜邦分解后的各行指标也作同样比较。

表 3：上市银行 2017 年前三季度杜邦分解各指标较 2016 年全年变化值

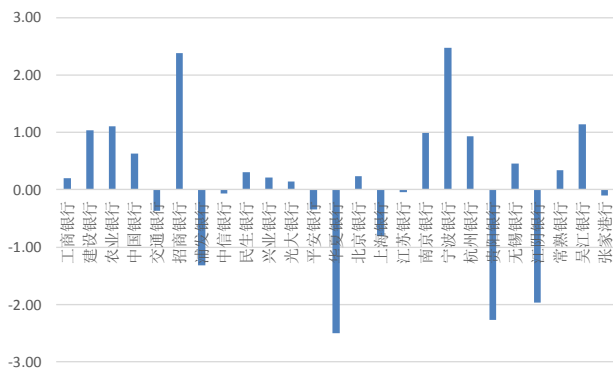
| 单位：BP         | 工商<br>银行 | 建设<br>银行 | 农业<br>银行 | 中国<br>银行 | 交通<br>银行 | 招商<br>银行 | 浦发<br>银行 | 中信<br>银行 | 民生<br>银行 | 兴业<br>银行 | 光大<br>银行 | 平安<br>银行  | 华夏<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 0.02     | -0.06    | 0.01     | 0.04     | -0.28    | 0.00     | -0.22    | -0.19    | -0.54    | -0.37    | -0.32    | -0.38     | -0.25    |
| 佣金净收入         | -0.05    | -0.02    | -0.10    | -0.01    | 0.00     | 0.02     | 0.05     | 0.03     | -0.06    | -0.17    | 0.00     | -0.01     | 0.10     |
| 其他收入          | -0.03    | 0.02     | -0.01    | -0.21    | -0.02    | -0.04    | 0.01     | 0.06     | 0.03     | -0.01    | -0.02    | -0.08     | 0.01     |
| 总收入 (RevOA)   | -0.06    | -0.06    | -0.11    | -0.19    | -0.29    | -0.02    | -0.16    | -0.10    | -0.57    | -0.56    | -0.34    | -0.47     | -0.15    |
| 营业税及附加        | 0.04     | 0.06     | 0.04     | 0.03     | 0.05     | 0.08     | 0.06     | 0.05     | 0.09     | 0.06     | 0.05     | 0.10      | 0.06     |
| 管理费用          | 0.12     | 0.12     | 0.15     | 0.09     | 0.10     | 0.01     | 0.03     | 0.06     | 0.07     | 0.24     | 0.07     | 0.10      | 0.02     |
| 拨备前利润         | 0.10     | 0.12     | 0.08     | -0.08    | -0.15    | 0.06     | -0.07    | 0.01     | -0.41    | -0.26    | -0.22    | -0.28     | -0.07    |
| 资产减值损失        | -0.10    | -0.07    | -0.01    | 0.16     | 0.05     | 0.20     | 0.00     | 0.03     | 0.45     | 0.23     | 0.19     | 0.27      | -0.07    |
| 税前利润          | 0.00     | 0.05     | 0.07     | 0.08     | -0.10    | 0.26     | -0.06    | 0.04     | 0.04     | -0.03    | -0.03    | -0.01     | -0.14    |
| 所得税           | 0.02     | 0.02     | 0.00     | -0.03    | 0.07     | -0.05    | 0.02     | 0.01     | 0.02     | 0.04     | 0.02     | 0.02      | 0.03     |
| 净利润 (ROA)     | 0.02     | 0.07     | 0.07     | 0.05     | -0.03    | 0.21     | -0.04    | 0.05     | 0.06     | 0.01     | 0.00     | 0.01      | -0.11    |
| 净利润 (ROE)     | 0.20     | 1.04     | 1.11     | 0.63     | -0.36    | 2.38     | -1.31    | -0.06    | 0.31     | 0.21     | 0.14     | -0.34     | -2.51    |
| 单位：BP         | 北京<br>银行 | 上海<br>银行 | 江苏<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 杭州<br>银行 | 贵阳<br>银行 | 无锡<br>银行 | 江阴<br>银行 | 常熟<br>银行 | 吴江<br>银行 | 张家港<br>银行 |          |
| 利息净收入(接近 NIM) | -0.13    | -0.56    | -0.08    | -0.45    | -0.30    | -0.23    | -0.15    | 0.12     | -0.38    | -0.26    | 0.19     | -0.01     |          |
| 佣金净收入         | 0.09     | -0.03    | -0.03    | -0.12    | -0.07    | -0.12    | -0.12    | 0.00     | 0.00     | 0.04     | 0.01     | 0.00      |          |
| 其他收入          | 0.00     | 0.30     | -0.01    | -0.04    | 0.11     | -0.02    | -0.10    | 0.01     | 0.08     | -0.01    | 0.03     | -0.16     |          |
| 总收入 (RevOA)   | -0.04    | -0.29    | -0.13    | -0.61    | -0.26    | -0.37    | -0.38    | 0.14     | -0.30    | -0.23    | 0.22     | -0.17     |          |
| 营业税及附加        | 0.04     | 0.03     | 0.05     | 0.08     | 0.05     | 0.04     | 0.06     | 0.03     | 0.03     | 0.03     | 0.03     | 0.04      |          |
| 管理费用          | 0.06     | 0.05     | 0.08     | 0.10     | 0.13     | 0.09     | 0.10     | 0.04     | 0.10     | 0.12     | 0.03     | 0.12      |          |
| 拨备前利润         | 0.06     | -0.21    | 0.00     | -0.43    | -0.09    | -0.24    | -0.24    | 0.20     | -0.16    | -0.09    | 0.28     | 0.01      |          |
| 资产减值损失        | -0.01    | 0.11     | -0.08    | 0.42     | 0.09     | 0.24     | 0.05     | -0.12    | -0.11    | 0.16     | -0.15    | -0.01     |          |
| 税前利润          | 0.05     | -0.10    | -0.08    | -0.01    | 0.00     | 0.00     | -0.19    | 0.08     | -0.27    | 0.07     | 0.12     | -0.01     |          |
| 所得税           | 0.00     | 0.09     | 0.09     | 0.03     | 0.09     | 0.02     | 0.03     | -0.01    | 0.11     | -0.06    | 0.00     | 0.00      |          |
| 净利润 (ROA)     | 0.04     | -0.01    | 0.01     | 0.01     | 0.09     | 0.01     | -0.16    | 0.07     | -0.16    | 0.01     | 0.12     | -0.01     |          |
| 净利润 (ROE)     | 0.23     | -0.81    | -0.04    | 0.99     | 2.47     | 0.93     | -2.27    | 0.46     | -1.97    | 0.34     | 1.14     | -0.10     |          |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

为更直观体现，我们再将上表中的 ROE 变化值、其他重点指标的变化值列于图表之中。

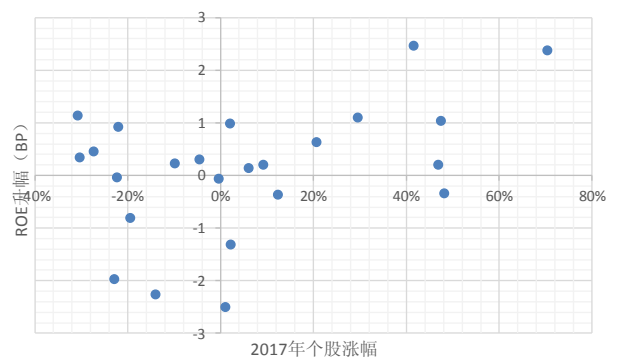
可见，2017 年 ROE 指标改善最为明显的是宁波银行、招商银行以及个别其他大型银行、城商行。而部分银行 ROE 还在下降。

图 11: 2017 年前三季度 ROE 较 2016 年全年变化值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (单位: 个百分点)

图 12: ROE 较 2016 年上升较多的银行涨幅也较大

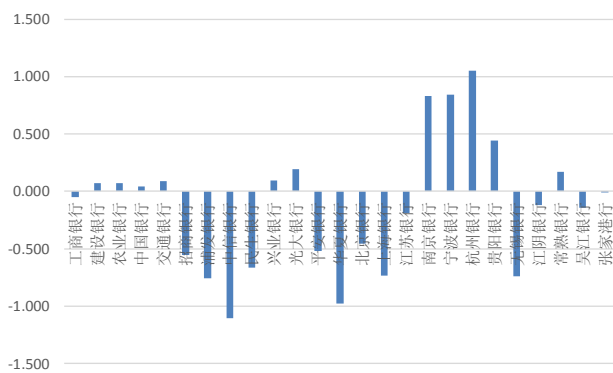


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

而且, 如果结合 2017 年全年股价涨幅来看, 部分 ROE 改善明显的银行确实涨幅靠前(但其余 ROE 变化不大的银行则特征不明显), 拥有可靠的基本面支撑。

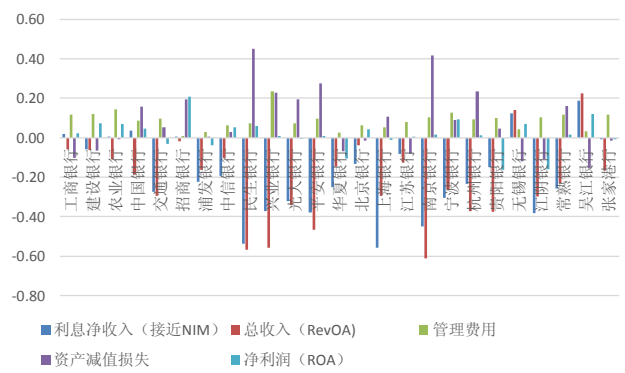
ROE 再分解为权益乘数与 ROA, 先看权益乘数。2017 年与 2016 年相比, 大部分股份行的权益乘数是下降或基本不变的, 体现了 2017 年金融去杠杆的阶段性成果, 但权益乘数的绝对值仍然处于相对高位。而大部分城商行的权益乘数竟然还在增加, 后续还有待观察。

图 13: 2017 年前三季度权益乘数较 2016 年全年变化值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2017 年前三季度重点指标较 2016 年全年变化值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (单位: BP)

然后, 再观察杜邦分解的 ROA 及其他重点指标的变化。部分银行 2017 年净利息收入/平均资产出现下滑(净息差同比收缩), 是侵蚀盈利能力的主因。而且, 股份行、城商行净利息收入/平均资产下滑程度最为明显, 大型银行下滑反而有限, 证明银行间市场利率上行是压缩净息差的主因(存贷款利率则波动较小), 对同业负债依赖较大的股份行、城商行净息差承受较大压力。这一状态在 2018 年可能延续。

但同时, 这些银行资产减值损失/平均资产也下降, 对盈利产生正贡献, 最终使 ROA 保持大体平稳。比如, 招商银行、宁波银行等 ROE 表现强劲的银行, 很大程度上也是受益于资产减值损失/平均资产的下降。足可见, 资产质量改善是 2017 年很多银行保持乃至提升盈利水平的重要原因。经济复苏势头延续, 银行资产质量企稳将继续贡献盈利。

这事实上反映出, 2017 年银行息差同比下滑的压力依然较大(尤其以股份行、城商行为甚), 但资产质量压力已减轻, 因而两者的影响相互抵销, 基本保持了盈利稳定, ROA、ROE 未出现过大的下滑。后续重点关注 2018 年净息差、资产质量的变化趋势。

最后, 我们还要看一下各银行的各杜邦分解指标的名次变化(正数代表名次前

进)。从 ROA、ROE 的排名变化上看，大型银行、城商行排名进步，股份行压力较大。

表 4: 2017 年前三季度杜邦分解较 2016 年全年名次变化

|               | 工商<br>银行 | 建设<br>银行 | 农业<br>银行 | 中国<br>银行 | 交通<br>银行 | 招商<br>银行 | 浦发<br>银行 | 中信<br>银行 | 民生<br>银行 | 兴业<br>银行 | 光大<br>银行 | 平安<br>银行 | 华夏<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 4        | 2        | 4        | 7        | 2        | 0        | -2       | -1       | -9       | -3       | 0        | -2       | -2       |
| 佣金净收入         | -1       | 1        | -2       | -1       | 1        | 0        | 3        | 0        | 0        | 0        | -2       | 0        | 1        |
| 其他收入          | -1       | 2        | 0        | -8       | -2       | -2       | 1        | 8        | 1        | -2       | 0        | -5       | 2        |
| 总收入 (Rev/OA)  | 4        | 3        | 3        | 3        | -2       | 2        | 1        | 3        | -6       | -9       | 1        | -1       | 1        |
| 营业税及附加        | -9       | 6        | -1       | -7       | -2       | -1       | 4        | 0        | 21       | 8        | 3        | 1        | -3       |
| 管理费用          | 2        | 3        | 1        | 0        | 1        | -2       | -2       | -4       | -1       | 4        | -3       | 3        | -3       |
| 拨备前利润         | 1        | 1        | 6        | 0        | -2       | 1        | -1       | 3        | -11      | -6       | -3       | -1       | 2        |
| 资产减值损失        | -6       | -5       | -2       | 4        | 1        | 2        | -1       | 2        | 16       | 4        | 7        | 0        | -6       |
| 税前利润          | -1       | -1       | 2        | 2        | -2       | 3        | -1       | 2        | 1        | -3       | -1       | -3       | -8       |
| 所得税           | 0        | 1        | -2       | -5       | 9        | -3       | 1        | 3        | -2       | 0        | 2        | 1        | 2        |
| 净利润 (ROA)     | -2       | 1        | 1        | 1        | -1       | 3        | -4       | 3        | 1        | -2       | 2        | 2        | -10      |
| 净利润 (ROE)     | -1       | 1        | 5        | 2        | -3       | 1        | -5       | -1       | 0        | -1       | 2        | 0        | -9       |

|               | 北京<br>银行 | 上海<br>银行 | 江苏<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 杭州<br>银行 | 贵阳<br>银行 | 无锡<br>银行 | 江阴<br>银行 | 常熟<br>银行 | 吴江<br>银行 | 张家港<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 1        | 0        | 4        | -6       | -1       | -1       | 1        | 6        | -6       | 0        | 1        | 1         |
| 佣金净收入         | 2        | 2        | 2        | -3       | -2       | -1       | -2       | 0        | 0        | 2        | 0        | 0         |
| 其他收入          | 2        | 6        | -1       | -8       | 12       | 0        | -9       | 2        | 4        | -2       | 3        | -3        |
| 总收入 (Rev/OA)  | 4        | 0        | 0        | -9       | -2       | -2       | -1       | 7        | 0        | -1       | 1        | 0         |
| 营业税及附加        | -9       | -3       | 3        | 2        | 4        | 2        | 10       | -6       | -3       | -10      | -12      | 2         |
| 管理费用          | -1       | 0        | 1        | 2        | 1        | 1        | -1       | -1       | -2       | 0        | -2       | 3         |
| 拨备前利润         | 7        | -3       | 2        | -11      | 3        | -1       | -2       | 5        | -1       | 0        | 8        | 3         |
| 资产减值损失        | -6       | 0        | -8       | 10       | -2       | 9        | 0        | -9       | -3       | 1        | -8       | 0         |
| 税前利润          | 3        | -2       | -1       | -1       | 1        | 1        | -5       | 2        | -2       | 7        | 6        | 1         |
| 所得税           | -4       | 1        | 4        | 3        | 9        | -1       | 0        | -5       | 1        | -11      | -3       | -1        |
| 净利润 (ROA)     | 0        | -2       | 0        | 1        | 3        | 1        | -5       | 4        | -4       | 1        | 7        | -1        |
| 净利润 (ROE)     | 1        | -1       | 1        | 3        | 1        | 4        | -2       | 1        | -1       | 1        | 2        | -1        |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

纵比：较 2016 年同期

进一步,为剔除季节性因素,我们再将 2017 年前三季度 ROE 与上年同期比较。观测的指标与前文相同,也是包括杜邦分解后各指标的变化值(单位为个百分点或基点),以及名次的变化值。

首先是杜邦分解后各指标的变化值:

表 5: 上市银行 2017 年前三季度杜邦分解各指标较 2016 年同期变化值

| 单位: BP        | 工商<br>银行 | 建设<br>银行 | 农业<br>银行 | 中国<br>银行 | 交通<br>银行 | 招商<br>银行 | 浦发<br>银行 | 中信<br>银行 | 民生<br>银行 | 兴业<br>银行 | 光大<br>银行 | 平安<br>银行 | 华夏<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 0.01     | -0.08    | -0.02    | 0.01     | -0.23    | -0.05    | -0.22    | -0.20    | -0.45    | -0.31    | -0.27    | -0.25    | -0.21    |
| 佣金净收入         | -0.06    | -0.04    | -0.11    | -0.02    | -0.03    | -0.08    | 0.01     | 0.02     | -0.03    | -0.16    | -0.02    | -0.16    | 0.07     |
| 其他收入          | -0.03    | 0.00     | -0.02    | -0.21    | -0.01    | -0.04    | 0.02     | 0.03     | -0.02    | 0.00     | -0.02    | -0.09    | 0.01     |
| 总收入 (Rev/OA)  | -0.08    | -0.12    | -0.14    | -0.22    | -0.26    | -0.17    | -0.19    | -0.15    | -0.49    | -0.48    | -0.31    | -0.50    | -0.13    |
| 营业税及附加        | 0.04     | 0.06     | 0.04     | 0.03     | 0.04     | 0.07     | 0.05     | 0.05     | 0.09     | 0.06     | 0.06     | 0.10     | 0.06     |
| 管理费用          | 0.03     | 0.04     | 0.05     | 0.05     | 0.06     | -0.03    | 0.00     | 0.04     | 0.01     | 0.10     | 0.05     | 0.17     | 0.03     |
| 拨备前利润         | -0.01    | -0.03    | -0.05    | -0.15    | -0.16    | -0.13    | -0.13    | -0.06    | -0.40    | -0.32    | -0.21    | -0.24    | -0.05    |
| 资产减值损失        | -0.08    | -0.08    | -0.03    | 0.11     | 0.03     | 0.14     | 0.03     | -0.02    | 0.31     | 0.18     | 0.11     | 0.12     | -0.07    |
| 税前利润          | -0.09    | -0.11    | -0.08    | -0.04    | -0.13    | 0.01     | -0.10    | -0.08    | -0.09    | -0.14    | -0.10    | -0.12    | -0.12    |
| 所得税           | 0.03     | 0.04     | 0.03     | -0.01    | 0.06     | 0.02     | 0.03     | 0.04     | 0.05     | 0.06     | 0.03     | 0.03     | 0.03     |
| 净利润 (ROA)     | -0.06    | -0.06    | -0.05    | -0.05    | -0.07    | 0.03     | -0.07    | -0.04    | -0.04    | -0.08    | -0.07    | -0.08    | -0.09    |
| 净利润 (ROE)     | -0.68    | -0.64    | -0.48    | -0.56    | -0.74    | 0.22     | -1.39    | -1.53    | -0.94    | -1.15    | -0.66    | -1.34    | -1.94    |

| 单位: BP        | 北京<br>银行 | 上海<br>银行 | 江苏<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 杭州<br>银行 | 贵阳<br>银行 | 无锡<br>银行 | 江阴<br>银行 | 常熟<br>银行 | 吴江<br>银行 | 张家港<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | -0.10    | -0.50    | -0.08    | -0.45    | -0.29    | -0.29    | -0.15    | 0.08     | -0.24    | -0.16    | 0.12     | 0.06      |
| 佣金净收入         | 0.02     | -0.03    | -0.05    | -0.13    | -0.09    | -0.11    | -0.02    | 0.00     | -0.01    | 0.04     | 0.01     | 0.00      |
| 其他收入          | -0.01    | 0.21     | 0.00     | -0.04    | 0.09     | -0.07    | -0.11    | -0.02    | 0.01     | -0.01    | -0.02    | -0.14     |

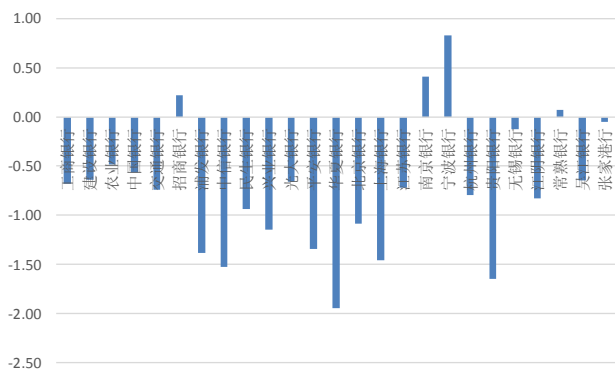
|              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入 (Rev/OA) | -0.10 | -0.31 | -0.13 | -0.62 | -0.29 | -0.47 | -0.28 | 0.06  | -0.23 | -0.14 | 0.11  | -0.08 |
| 营业税及附加       | 0.04  | 0.03  | 0.05  | 0.08  | 0.05  | 0.04  | 0.07  | 0.03  | 0.03  | 0.04  | 0.02  | 0.03  |
| 管理费用         | 0.03  | 0.03  | 0.02  | 0.04  | 0.10  | 0.10  | 0.03  | 0.02  | 0.03  | -0.01 | 0.03  | 0.10  |
| 拨备前利润        | -0.03 | -0.25 | -0.06 | -0.51 | -0.15 | -0.33 | -0.19 | 0.10  | -0.17 | -0.10 | 0.15  | 0.09  |
| 资产减值损失       | -0.04 | 0.13  | -0.03 | 0.43  | 0.08  | 0.20  | -0.01 | -0.11 | 0.02  | 0.09  | -0.19 | -0.11 |
| 税前利润         | -0.08 | -0.12 | -0.10 | -0.08 | -0.07 | -0.12 | -0.19 | -0.01 | -0.15 | -0.01 | -0.05 | -0.02 |
| 所得税          | 0.01  | 0.08  | 0.07  | 0.06  | 0.06  | 0.04  | 0.02  | 0.02  | 0.09  | 0.00  | 0.02  | 0.01  |
| 净利润 (ROA)    | -0.06 | -0.04 | -0.03 | -0.02 | -0.01 | -0.08 | -0.17 | 0.01  | -0.06 | -0.01 | -0.03 | -0.01 |
| 净利润 (ROE)    | -1.09 | -1.46 | -0.72 | 0.41  | 0.83  | -0.79 | -1.65 | -0.12 | -0.83 | 0.07  | -0.65 | -0.05 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

同比来看,大部分银行 2017 年前三季度 ROE 水平是同比下降的,仅宁波银行、南京银行、招商银行显著提升。同时,另有个别银行几乎持平。

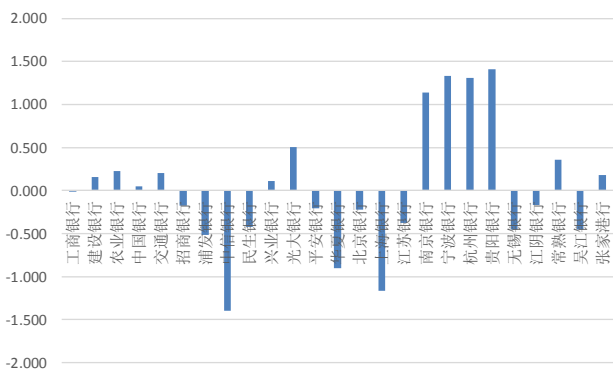
然后是权益乘数的变化值,比较结果与上一节类似:

图 15: 2017 年前三季度 ROE 较 2016 年同期变化值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 16: 2017 年前三季度权益乘数较 2016 年同期变化值



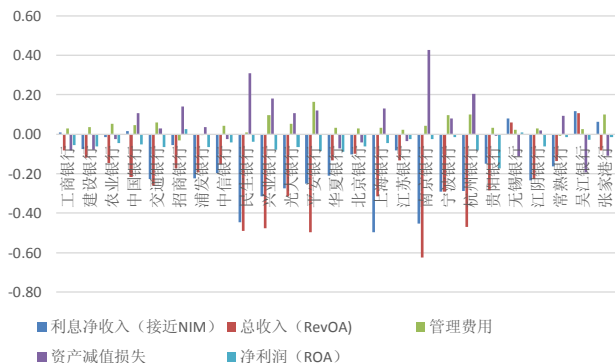
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

再观测杜邦分解中的几个重要指标:

图中结论与前一节也是一致的:净利息收入/平均资产下滑明显,尤其是股份行、城商行,拖累了创收,但很多银行资产减值损失/平均资产对盈利产生正贡献,从而弥补了盈利水平整体下滑水平。银行通过少提拨备来反哺利润,其大背景是资产质量整体有所改善。但 2017 年净息差压力依然较大。

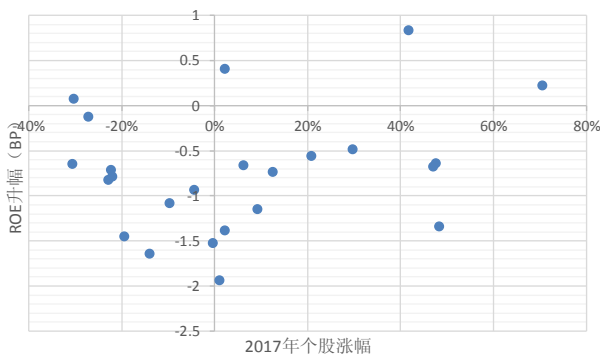
再结合 2017 年个股涨幅来看,情况也类似,ROE 同比升幅大的个股,2017 年股价涨幅也大:

图 17: 2017 年前三季度重点指标较 2016 年同期变化值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 18: ROE 较 2016 年同期上升较多的银行涨幅也较大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

然后,杜邦分解各指标的名次变化,结论与前文也一致:

表 6: 2017 年前三季度杜邦分解较 2016 年同期名次变化

|               | 工商<br>银行 | 建设<br>银行 | 农业<br>银行 | 中国<br>银行 | 交通<br>银行 | 招商<br>银行 | 浦发<br>银行 | 中信<br>银行 | 民生<br>银行 | 兴业<br>银行 | 光大<br>银行 | 平安<br>银行 | 华夏<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 5        | 3        | 5        | 7        | 2        | 0        | -3       | -1       | -9       | -3       | 0        | -2       | -4       |
| 佣金净收入         | -2       | 0        | -1       | 0        | 1        | 1        | 2        | 2        | 2        | 0        | -2       | -1       | 1        |
| 其他收入          | 1        | 0        | 1        | -9       | 1        | -2       | 2        | 6        | -1       | 1        | -1       | -8       | 4        |
| 总收入 (RevOA)   | 5        | 4        | 3        | 3        | -1       | 1        | 2        | 1        | -8       | -6       | 1        | -1       | 2        |
| 营业税及附加        | -9       | 2        | -2       | -7       | -4       | -1       | 1        | 1        | 21       | 5        | 7        | 1        | -3       |
| 管理费用          | 0        | 0        | 1        | -2       | 2        | -5       | -4       | -1       | -3       | 3        | -1       | 3        | 0        |
| 拨备前利润         | 2        | 1        | 3        | -1       | 0        | 1        | -1       | 2        | -10      | -7       | -4       | -1       | 5        |
| 资产减值损失        | -6       | -5       | -2       | 4        | 1        | 2        | 2        | 0        | 15       | 5        | 5        | 0        | -7       |
| 税前利润          | 0        | -2       | 1        | 1        | -1       | 2        | 1        | 1        | -1       | -5       | -2       | -3       | -1       |
| 所得税           | 0        | 0        | 0        | -6       | 4        | 0        | 0        | 3        | 3        | 2        | 2        | 2        | 0        |
| 净利润 (ROA)     | -1       | -1       | 0        | 1        | 0        | 3        | 0        | 1        | 0        | -3       | -1       | -3       | -3       |
| 净利润 (ROE)     | 1        | 0        | 1        | 2        | -2       | 0        | -2       | -2       | 0        | -3       | 4        | -1       | -4       |

|               | 北京<br>银行 | 上海<br>银行 | 江苏<br>银行 | 南京<br>银行 | 宁波<br>银行 | 杭州<br>银行 | 贵阳<br>银行 | 无锡<br>银行 | 江阴<br>银行 | 常熟<br>银行 | 吴江<br>银行 | 张家港<br>银行 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 利息净收入(接近 NIM) | 2        | 0        | 4        | -8       | -4       | -4       | 1        | 8        | -4       | 0        | 1        | 4         |
| 佣金净收入         | 0        | 1        | 1        | -4       | -3       | -1       | 1        | 0        | 0        | 2        | 0        | 0         |
| 其他收入          | 1        | 9        | 3        | -5       | 15       | -7       | -12      | 1        | 2        | 1        | -1       | -2        |
| 总收入 (RevOA)   | 4        | -1       | 2        | -13      | -4       | -4       | -1       | 7        | 0        | 0        | 1        | 3         |
| 营业税及附加        | -11      | -1       | 7        | 2        | 3        | 5        | 15       | -4       | -3       | -8       | -18      | 1         |
| 管理费用          | 1        | 0        | 1        | 0        | 1        | 5        | -1       | 0        | -1       | 0        | -2       | 3         |
| 拨备前利润         | 7        | -4       | 2        | -12      | 3        | -4       | -2       | 5        | -2       | 0        | 9        | 8         |
| 资产减值损失        | -7       | 2        | -7       | 14       | -1       | 9        | -1       | -9       | 0        | 1        | -10      | -5        |
| 税前利润          | 2        | -1       | 0        | 0        | 2        | -1       | -4       | 1        | 0        | 8        | 1        | 1         |
| 所得税           | -4       | 0        | 1        | 5        | 2        | 0        | -3       | -2       | 1        | -6       | -3       | -1        |
| 净利润 (ROA)     | 0        | -1       | 0        | 2        | 2        | 0        | -4       | 2        | 0        | 3        | 3        | 0         |
| 净利润 (ROE)     | -2       | -2       | 0        | 5        | 2        | 3        | -2       | 0        | 0        | 2        | 0        | 0         |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**小结:** 从 2017 年的 ROA、ROE 变化来看, 受监管从严、货币从紧影响, 大型银行相对受益, 中小银行压力较大, 尤其是股份行尤为明显, 资金成本上升压缩了息差空间, 净息差较 2016 年进一步收缩, 拖累盈利。这些政策影响还体现在权益乘数上, 大部分股份行的权益乘数也是较 2016 年下降的, 这是金融去杠杆政策的效果显现, 也对 ROE 造成拖累。而在经济持续复苏的背景下, 资产质量改善、拨备计提压力减轻, 对 2017 年保持盈利稳定有重大贡献。

## ROE 展望: 个股仍将分化

最后, 我们还将基于我们对明年银行业经营形势的预判, 对行业 ROE 变化情况给出一个大致的发展趋势展望。

基于银行股自上而下的分析框架, 在对行业盈利给出预测之前, 我们首先要对宏观经济、行业环境进行简要预判。我们初步预计 2018 年 GDP 增速在 6.7% 左右, 增速保持平稳。但内生动力有所变化, 基建、地产投资增速回落, 制造业动能有所上升, 消费也保持平稳, 外需回暖。经济保持平稳对银行业经营意义重大, 一方面信贷与金融服务需求依然旺盛, 另外一方面也使全行业资产质量形势继续向好。

行业环境方面, 2018 年金融监管将进一步从严, 对银行业务有深远影响。2017 年银行监管以重点检查为主, 主要包括“三三四十”等检查内容, 使监管层对全行业风险有较好掌握。而 2017 年底开始, 实质性的监管整改文件陆续出台, 包括市场关注的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》, 以及银监会关于银信类业务、流动性风险管理、大额风险暴露管理等方面的文件, 也陆续出台(或公开征求意见), 里面不乏新的监管整治要求。在这些一系

列新老监管要求下，很多原先的同业投资、资管理财等方面的做法难以为继，将在 2018 年推进实质性业务调整与整改，尤其是部分中小银行调整压力较大。

### 行业盈利增速回升

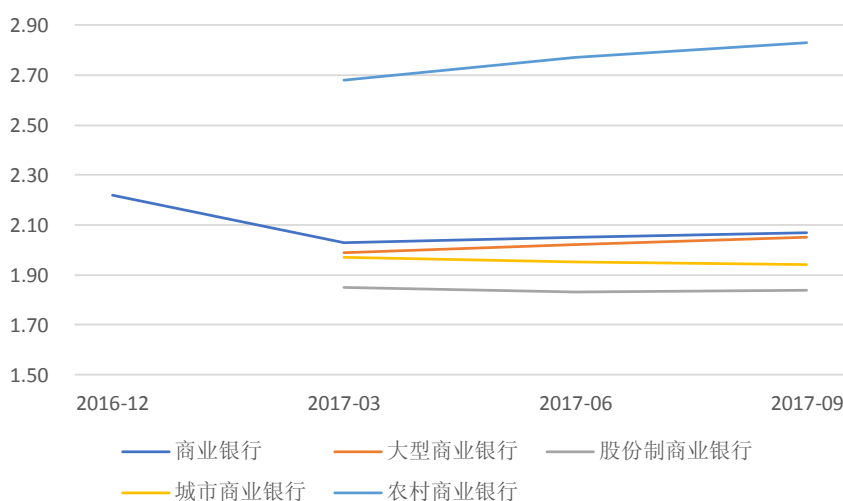
对照杜邦分解的表格，对 ROE 影响最大的指标，包括净利息收入/平均资产（约为净息差）、资产减值损失/平均资产、权益乘数，分别取决于净息差变化、资产质量和银行整体财务杠杆水平。

（1）净息差：2018 年开年以来，由于表内外信贷供给非常紧张，融资服务的供需进一步失衡，预计净息差将显著抬升，较 2017 年同比显著上升，成为推动盈利增长的主要驱动因素。

2017 年，净息差较 2016 年同比下行，拖累盈利，这在前文 ROE 分解中已经体现。导致 2017 年净息差年度下降的原因，是年初重定价因素，即 2014-2015 年的货币宽松，在 2017 年初仍有小部分重定价因素。但如果就年内分季度来看，净息差却是处于逐季回升的状态，每季度上升 2BP 左右。但分类别来看，主要是大型银行表现最为突出，净息差逐季回升，而股份行、城商行则未见明显回升，甚至还在回落。

前文已提及，由于中小银行对同业负债的依赖较高，同业负债占比较大，受银行间市场利率上行影响，同业业务的利差收缩，拖累了整体净息差。而传统的存贷款业务，各类银行的利差均是稳中有升的（下图数据为全行业数据，与上市银行数据有差异）。

图 19: 大多银行 2017 年净息差逐季回升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（单位：%）

展望 2018 年的净息差表现，主要考虑三点因素：

一方面，考虑到中小银行的同业业务在监管压力下占比将进一步收缩，占全行业业务占比将降低，利差更高的存贷款业务占比增加，有利于抬升整体净息差（但这种调整是牺牲财务杠杆的，因此对 ROE 并不有利，见后文）；

另一方面，银行间市场利率在 2016 年底以来持续抬升，主要是为了配合金融去杠杆，目前依然维持高位，进一步显著抬升的可能性已较低（但显著回落的可能性也不大），因此不太可能进一步侵蚀同业业务的利差。换言之，与 2017 年比较，同业业务的利差不太会进一步收缩。但若考虑到重定价因素，部分高收益同业资产陆续到期，不再续做，则利差也依然会有小幅收缩，预计影响有限。



另外，更重要的因素是，在目前表内信贷供给明显不足的情况下，融资需求保持平稳，贷款供需矛盾进一步尖锐，因此信贷定价或将进一步上行。而存款利率也会小幅上行，但幅度将小于贷款。因此，供需因素驱动存贷款利差上行。而存贷款业务占比较高，因此对整体净息差的推动更为明显。

因此，我们预计 2018 年全行业净息差将在 2017 年基础上进一步上行，上行幅度或不亚于 2017 年（年末达到 2.09% 左右），则 2018 年全年净息差可能达到 2.17% 以上。上市银行净息差低于全行业，但我们有把握预计它也同步上行，全年也升 8BP 左右。

（2）资产质量：在海内外宏观经济继续复苏的背景下，全行业资产质量改善已无悬念，只是程度问题。我们预计行业不良率仍处于温和下降的趋势之中，2018 年末不良率约在 1.6% 左右，全年毛增不良总额、新生成额、核销额均大体持平于 2017 年。按此估计，2018 年全年信用成本也与 2017 年相当，约 0.99%，较 2016 年略降。

（3）财务杠杆：我们对 2018 年行业总资产增速的预计为 7% 左右，而净资产增速依然接近 10%（如果再融资总额超预期，则将更高），因此，毫无疑问，财务杠杆、权益乘数下降，对 ROE 有所拖累。但在 ROA 继续提升的驱动下，大部分银行 2018 年的 ROE 较 2017 年稳中有升，对 PB 估值水平的维持构成强有力的支持。但部分中小银行若问题业务收缩较大，权益乘数下降较多，则有可能出现 ROE 下滑，个股分化还将加剧。

其他非息收入、业务及管理费用等指标我们也给予预测，不再逐一赘述。最后，我们预测 2018 年 A 股上市银行盈利增速在 8% 左右，较 2017 年水平显著提升。

**表 7：预计 2018 年上市银行盈利增速在 8% 左右**

| 指标     | 2016   | 2017Q1-3 | 2017E  | 2018E  |
|--------|--------|----------|--------|--------|
| 生息资产增速 | 6.71%  | 10.92%   | 10.00% | 7.00%  |
| 净息差    | 2.08%  | 1.97%    | 1.98%  | 2.06%  |
| 不良率    | 1.69%  | 1.62%    | 1.62%  | 1.60%  |
| 拨备覆盖率  | 162%   | 167%     | 167%   | 172%   |
| 非息收入占比 | 27.43% | 26.80%   | 26.80% | 26.00% |
| 信用成本   | 1.19%  | 1.07%    | 0.99%  | 0.99%  |
| 营业收入   | -0.3%  | 0.7%     | -3.6%  | 10.6%  |
| 净利润    | 2.6%   | 3.9%     | 5.8%   | 8.2%   |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 个股分化仍将加剧

全行业盈利增速 8% 左右，较为可观，但个股分化将会进一步加剧。

基于我们对全行业资产规模增速 7% 左右的预测，这意味着生息资产规模增量在 10 万亿元左右。而信贷的增量便已达约 14 万亿元，这意味着，某些非信贷资产今年将处于余额下降的趋势之中。亦即，虽然全行业不会缩表，但在监管压力之下，表内同业投资等资产将会明显收缩。

因此，不同银行需要对自身资产负债结构进行调整，部分同业投资占比较高的银行有必要压缩同业投资。而贷款的增量受监管层高度管制，不可能大幅增长。其他传统同业、债券投资等类别的资产，则取决于负债的总量和成本是否能够支撑，即，是否有足够的低成本负债去支撑债券投资。对于中小银行而言，在目前的市场环境下，显然无法指望有低成本负债支撑债券投资等。因此，不排除部分同业投资占比过高的中小银行出现缩表。同时，大型银行的优势则仍将进一步强化。

### 投资建议

给予行业“超配”评级。重点关注 2018 年受监管影响较小、ROE 上行确定性较大的大型银行。

## 风险提示

目前，宏观经济在投资、外需等因素拉动下，呈持续复苏状态，对银行业信贷需求、资产质量均有积极意义。但如若 2018 年下半年经济形势不达预期，则可能从多方面影响银行业经营。

金融监管仍在从严，长远看有利于全行业更加稳健发展。但如果节奏和力度把握不当，也可能诱发次生风险，给全行业经营带来不确定性，或者给部分整治压力较大的银行造成超预期损失。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032