

转型价值决定银行估值

一、 谁是下一个招商银行？

招商银行作为国内最先拓展零售业务的银行，其估值水平一直较高，在 2007 年四季度，市净率一度突破 10 倍，是同行中估值水平最高的，较行业平均水平高出 47%，即使在 2008 年的低谷中，招商银行的市净率仍维持在 2 倍以上，较行业平均水平溢价 35%，但到了 2009 年底，招商银行的估值优势受到挑战，市净率较行业平均水平仅高出 23%——招商银行的大胆转型让它一度获得了近 50% 的溢价，然而随着近年来其他银行零售业务的跟进，曾经的转型溢价正在缩小。于是，人们开始寻找下一个招商银行。

表（）国内银行的市净率比较

	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31
浦发银行	3.76	8.12	1.80	2.94
华夏银行	2.67	6.16	1.32	2.13
民生银行	5.37	4.27	1.42	2.95
招商银行	4.36	8.58	2.25	3.94
南京银行		3.53	1.36	3.03
兴业银行		6.67	1.49	3.61
北京银行		4.76	1.64	3.31
交通银行		5.96	1.60	2.92
工商银行				
建设银行		5.47	1.92	2.71
中国银行	3.55	3.96	1.61	2.22
中信银行		4.70	1.58	3.11
深发展	4.35	6.81	1.79	3.96
宁波银行		6.83	1.93	4.65
行业平均	4.01	5.83	1.67	3.19
招商银行溢价率	9%	47%	35%	23%
工商银行	6.2	8.13	3.54	5.44

2009 年底，银监会提高了银行的资本充足率门槛要求，2010 年底之前工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、浦发银行、招商银行几家要达到新巴塞尔协议下的资本要求，在此背景下，各家银行都提出了“二次转型”的概念。

什么是二次转型？二次转型的方向是什么？招商银行对此的解释是零售业务的更加精细化和高端化，其他的银行有各自的解释，但总体上可以归结为两个方向，一是零售化趋势，脱媒威胁下零售业务被很多银行视为未来的发展方向；二是全能化趋势，持此观点的银行认为全能银行的业务平台提供了交叉销售的增值空间。

但我们的研究显示，无论是零售银行还是全能银行在长期中都不能成为转型溢价的源泉，银行的溢价只来自于模式创新——尤其是当这种模式创新能带来更高风险资本回报时。招商银行曾经的溢价不是因为它是零售银行，而是因为它率先进行了模式突破，而今天当创新模式被广泛效仿以后，转型的溢价也就消失了。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。所以，在快速创新的现代金融体系里，转型溢价成为银行价值的最主要组成部分。

那么，谁会成为下一个招商银行？谁会享受更丰厚的转型溢价？今天国内的银行业都有着相似的模式，所谓的二次转型，概念不同，但方向相同，均是在向着大而全的方向发展，并努力提高零售业务比重，所以，没有一家银行能享受真正的转型溢价。

二、 悖论 1：零售银行比批发银行更具优势？

1. 1 零售银行与批发银行的估值比较

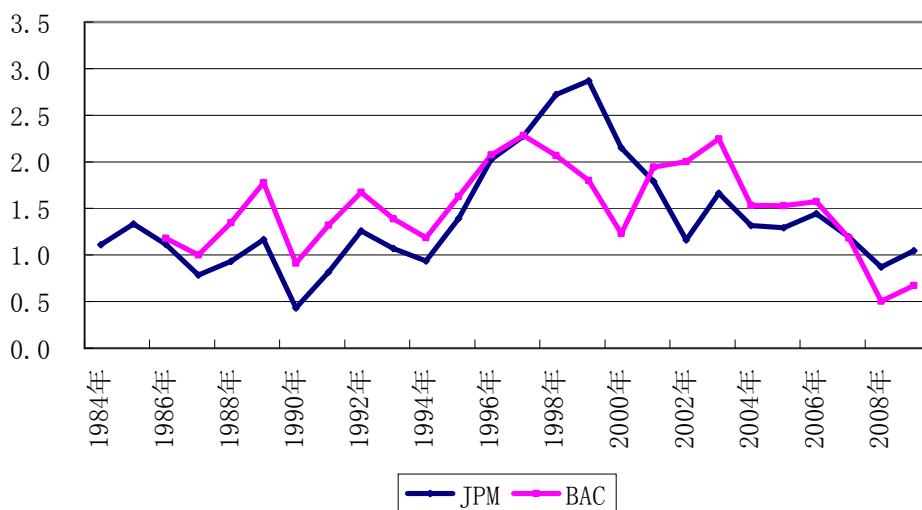
随着资本市场的发展，传统的大企业贷款受到挤压，脱媒威胁下，零售业务成为银行的新宠，尤其是国内，零售业务似乎成为中间业务的代名词。但实际上，从国际市场看，零售银行并不具有显著的估值优势。

以摩根大通为例，它是由 JP 摩根与大通银行合并而成，摩根集团当年一拆三后，JP 摩根继续保持在投资银行、资产管理、交易服务、私人银行等领域的优势，对公业务贡献了年经营利润的 70%左右，2000 年与擅长信用卡等零售业务的大通银行合并后，对公业务仍保持着 60%左右的利润贡献比例，直到 2004 年收购 Bank One Corporation，零售业务的利润贡献比例才超越对公业务，上升到 50-60%。次贷危机中，摩根大通先是在 2007 年收购了贝尔斯登，然后在 2008 年又收购了华盛顿互惠银行，使它成为在富国银行和美洲银行之后的第三大存款机构，零售业务的比重也进一步升高。然而在摩根大通的零售化转型过程中，它的估值并没有上升，反而呈整体下降趋势，从 1999 年的 3 倍市净下降到次贷危机前的 1.5 倍，目前更降至 1 倍水平。而从长期看，转型前后，摩根大通的资本市场估值与以零售业务为主的美洲银行相比，都没有显著的差异。

在欧洲有更多典型的对公业务银行，如德意志银行，对公业务的利润贡献一直在 60%以上，有些年份甚至会达到 80%，其中主要是投资银行和资本市场业务，贡献了营业利润的 40%左右；还有渣打银行，以服务于新兴市场的贸易融资、资金和风险管理等产品为主。由图（）也可以看出，这些对公业务为主的银行在估值上并不一定逊于零售或财富管理为主的银行（美洲银行的零售业务贡献了营业利润的 50%以上，而瑞士银行在 2003 年重组以前，财富管理和瑞士本土的商业银行业务贡献了营业利润的 70%）。

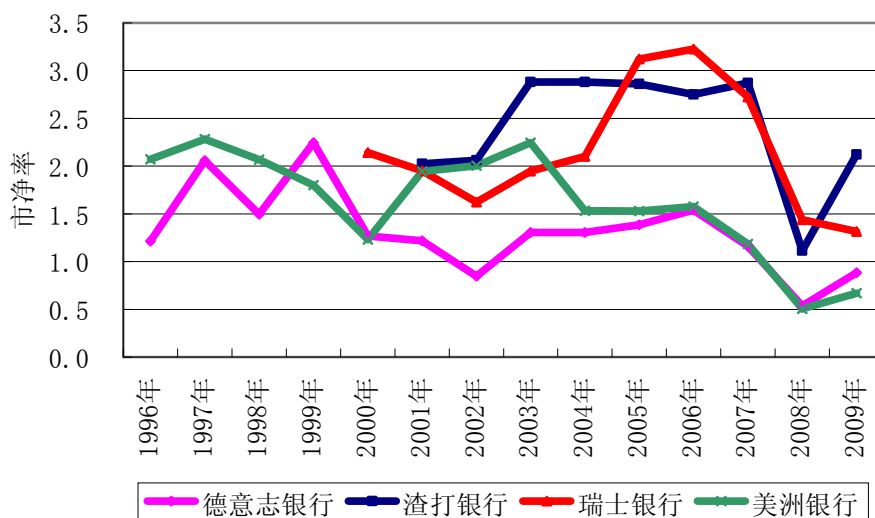
显然，在估值上我们找不到零售银行超越批发银行的证据。

传统对公业务银行与零售业务银行的市净率比较



图（）传统对公业务银行与零售业务银行的市净率比较

欧洲零售银行与对公业务银行的估值比较



图（）欧洲以对公业务为主的银行与以零售业务为主的银行的估值比较

1. 2 零售中间业务与对公中间业务同步崛起

随着金融体系的发展，银行以贷款利息为主的收益模式确实在发生改变，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%。

美国商业银行的收入结构

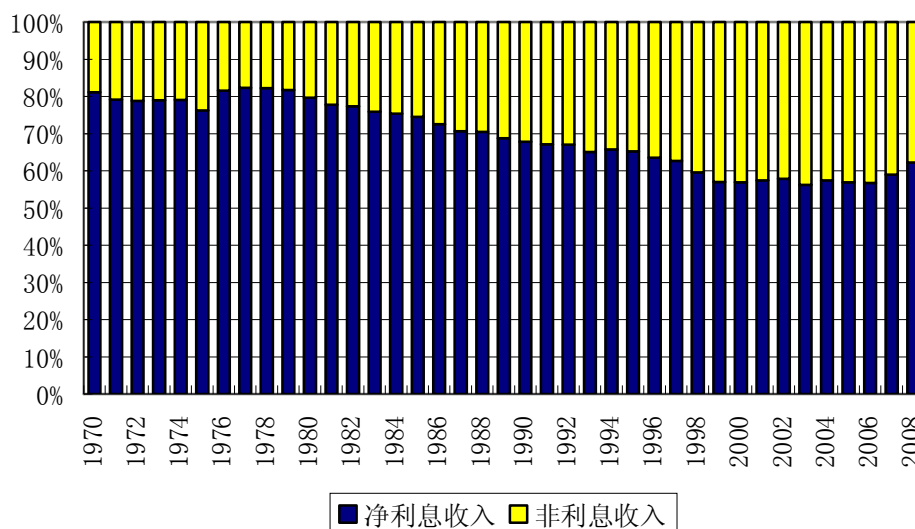


图 () 美国商业银行的收入结构

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占到了相当比重，次贷危机前这部分业务贡献了经营利润的 30-40%，加上中小企业贷款等传统贷款，对公业务贡献了全能银行利润的半壁江山

——资本市场的发展确实侵占了大企业贷款的业务空间，但随之而来的，以服务于资本市场为目的的各种证券化业务、投资银行业务、结构金融业务、交易结算业务、风险管理业务等正日益成为对公业务的主体，结果，在总业务比重中，对公业务仍能与零售业务分庭抗理。

花旗集团各业务部门利润贡献(2006年)

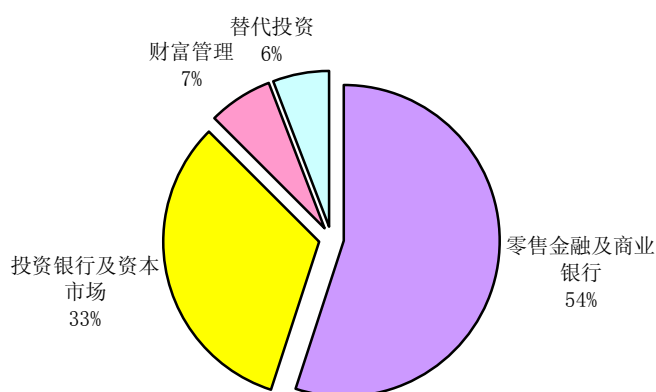


图 () 花旗集团各业务部门的利润贡献 (2006 年)

摩根大通各业务利润贡献(2006年)

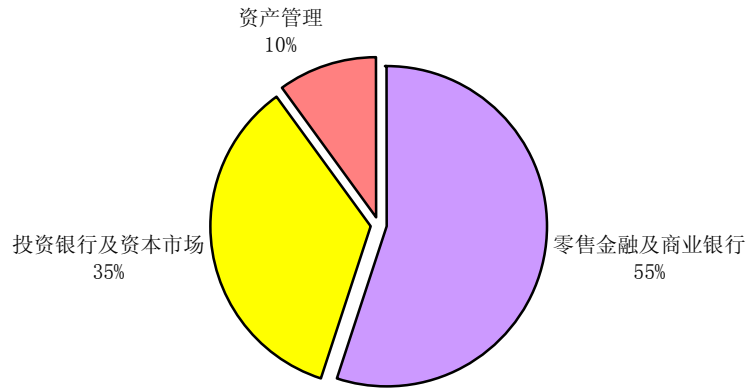


图 () 摩根大通各业务部门利润贡献 (2006 年)

美洲银行各业务部门利润贡献(2006年)

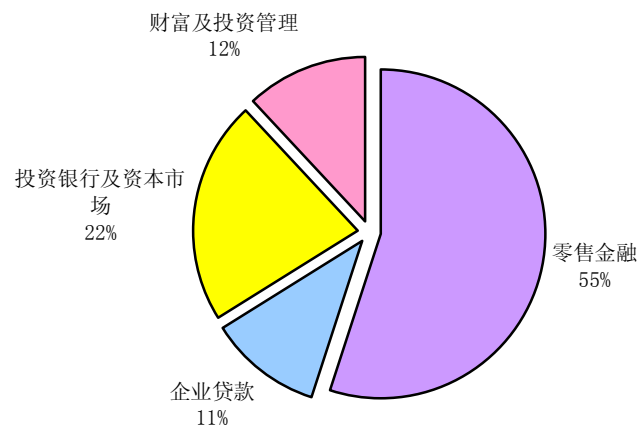


图 () 美洲银行各业务部门利润贡献 (2006 年)

瑞士银行各业务部门的利润贡献(2006年)

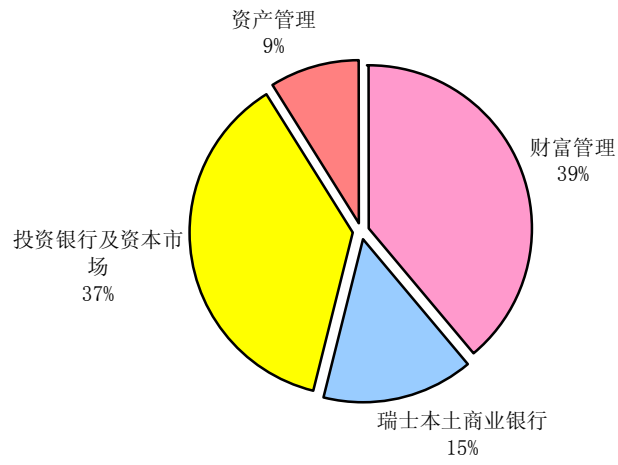


图 () 瑞士银行各业务部门利润贡献 (2006 年)

德意志银行各业务部门利润贡献(2006年)

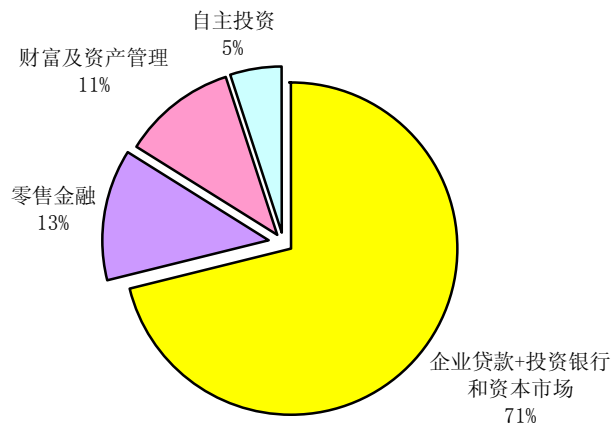


图 () 德意志银行各业务部门利润贡献 (2006 年)

巴克莱集团各业务部门利润贡献(2006年)

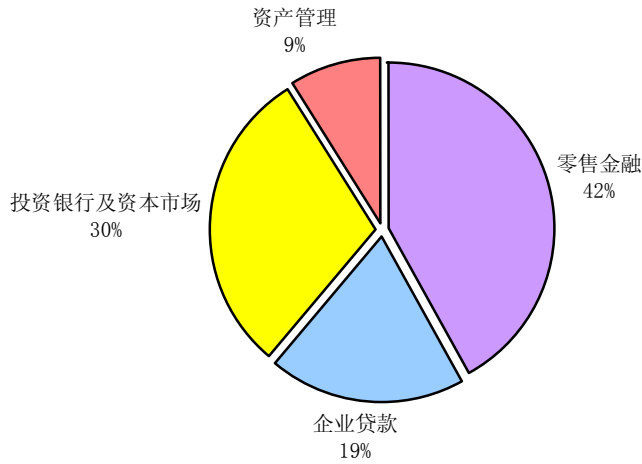


图 () 巴克莱集团各业务部门利润贡献 (2006 年)

汇丰控股各业务部门利润贡献(2006年)

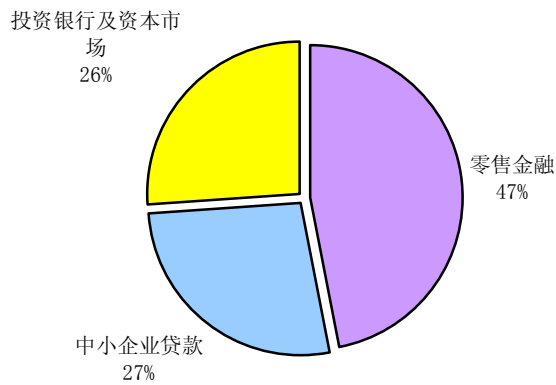


图 () 汇丰控股各业务部门利润贡献 (2006 年)

1. 3 对公业务与零售业务的共同风险导致了次贷危机

当然对公业务与零售业务的发展也并不都是健康的，实际上，对公业务与零售业务在某些领域的超常发展共同导致了次贷危机。

一方面，尽管自上世纪 80 年代以来，美国商业银行的零售贷款占比从 40% 上升到 50% 水平，但增长主要来自于信用卡和住房抵押贷款，其中住房抵押贷款在总零售贷款中的占比从 40% 上升到 70% 水平——相当一部分是次级抵押贷款——正是这部分业务增长成为次贷危机爆发的源头。

美国商业银行的贷款结构

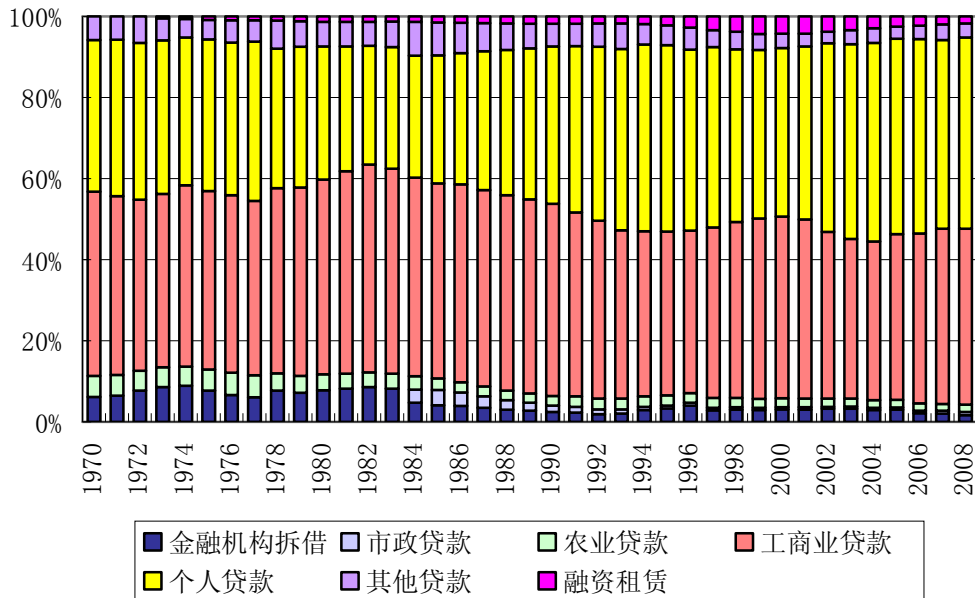


图 () 美国商业银行的贷款结构变化

美国商业银行的零售贷款结构

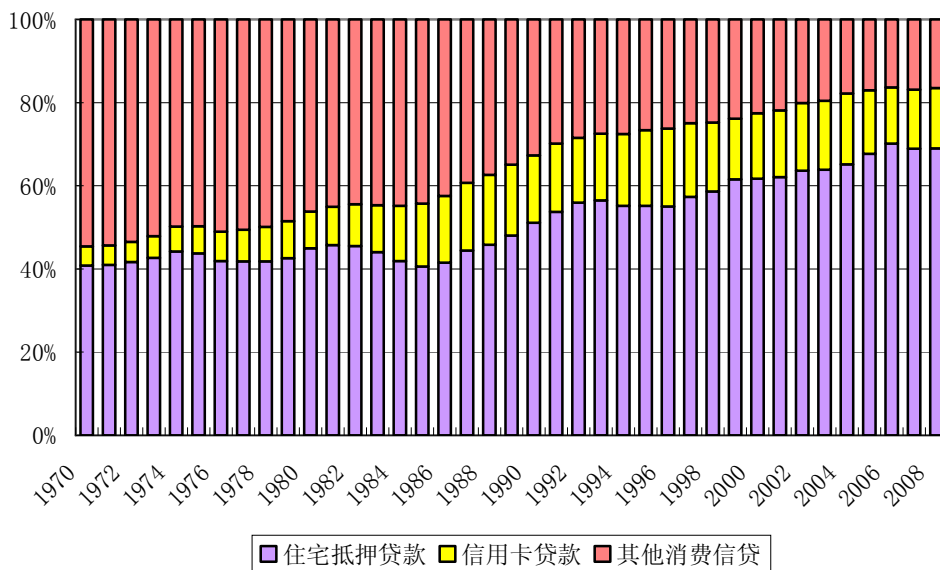
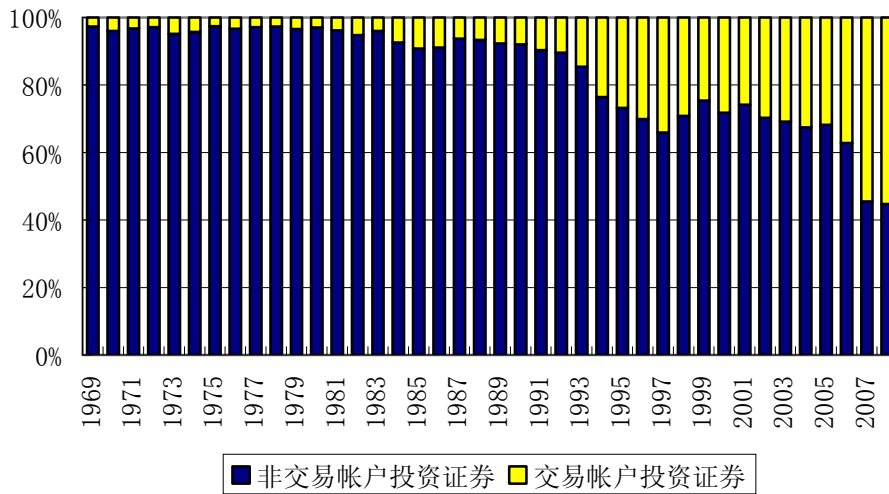


图 () 美国商业银行的零售贷款结构

在次级住房抵押贷款成为危机导火索的同时，对公业务领域的资本市场业务成为风险的放大器。由于巴塞尔协议中市场风险的拨备系数通常低于信用风险，所以，近年来各国银行都出现了交易转型，即，把大量信贷资产或其他投资资产转入交易帐户，不仅证券化收入上升，很多大型银行更是热中于交易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%，从而放大了次贷风险的冲击。

美国商业银行投资证券中的交易帐户占比



图（）美国商业银行证券投资中交易帐户占比

因此，对公业务与零售业务“合谋”导致了次贷危机的爆发，所以，在次贷危机中，对公业务与零售业务都遭遇了巨额损失，如汇丰控股的主要损失来自于零售业务，2008年它在零售金融业务上亏损95亿（英镑），而瑞士银行2008年投资银行部门亏损340亿瑞士法郎，2009年1-9月又确认了64亿瑞士法郎的亏损，至于花旗则陷入了全面性危机，2008年花旗零售金融部门亏损120亿美元，而机构客户部（投资银行和资本市场部）亏损200亿美元，2009年，零售金融部门的亏损继续扩大……

综上，无论是在估值、利润贡献、成长潜力，还是在风险方面，对公业务与零售业务都打了个“平手”，零售银行并不是银行发展的唯一方向。

三、 悖论 2：全能银行的平台创造溢价？

当花旗并购旅行者时，桑迪·威尔的“金融超市”理论让整个金融界为之兴奋，此后10年中，“交叉销售”、经营协同成为银行无限扩张的最佳理由。但也正是这一理论为10年后的金融风暴埋下了隐患。事实也证明花旗与旅行者的合并并不成功，2002年花旗开始分拆出售旅行者的保险业务，此后又不断爆出庞杂业务下的治理丑闻，次贷危机中更沦为“仙股”。其实，过去10年中花旗的估值变化已经反映了金融模式的变化。

从图（）可以看出，作为全能银行代表，花旗集团自2000年以后估值水平呈下降趋势，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当前的市净率均在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%。

全能银行的估值回归

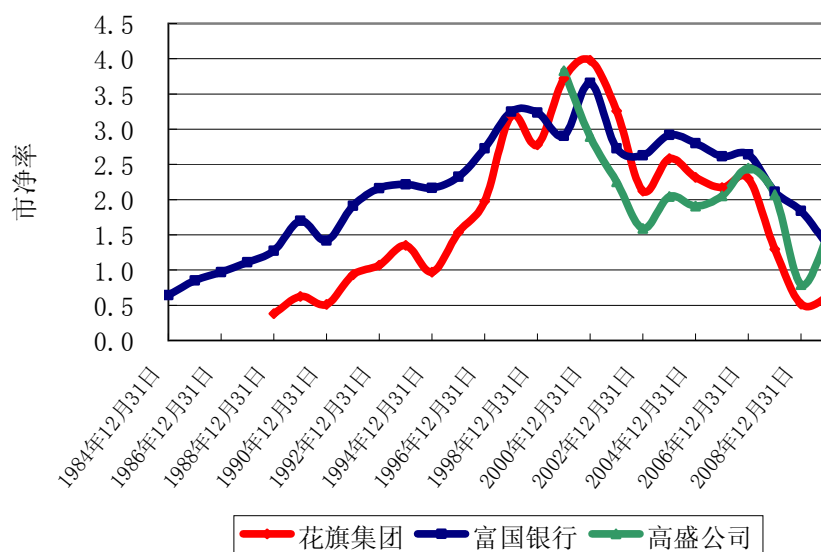


图 () 花旗集团与富国银行、高盛公司的估值比较

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。全能银行通常可以看成是零售银行+传统对公业务+投资银行与资本市场业务（+保险业务）的综合体，然而，次贷危机后，许多全能银行的估值却要比各业务领域中最优秀的专业化公司低。

2010年1月22日，奥巴马公布要求银行分离高风险业务的第二天，美国几大全能银行的估值都有所调整，总体看，欧美大型全能银行的估值在0.6~1.2倍之间（只有汇丰接近1.6倍）。与之相对，美国以存款为主的零售银行，如富国等，估值在1.2~1.4倍水平，以消费信贷为主的零售银行，如Capital One，受次贷冲击更大一些，估值在0.6-0.7倍水平，结果零售金融业务的平均估值在1.0倍水平；传统对公业务（包括中小企业融资、贸易融资、资金管理、风险管理、结算服务等），如渣打银行等，估值在1.5~2.0倍水平，而投资银行，如高盛、摩根的估值在1.0~1.3倍水平；传统投资管理类业务，如北方信托（Northern Trust）、State Street Corporation的估值在1.5~2.0倍之间，替代投资类则在1倍左右（以上数据均以2010年1月22日，奥巴马要求分拆银行高风险业务的新政公布后的银行估值）。

表 () 是我们以上述相对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市净率与实际市净率的比较，由表可见，2010年初，多数全能银行的估值较相应领域里大型专业化公司的加权估值低20-40%。

（注：由于全能银行在经营过程中会不断淘汰风险资本回报率低的业务，加强风险资本回报率高的业务，所以长期中各业务部门的风险资本回报率趋于一致，因此，利润贡献的结构在一定程度上代表了风险资本的长期配置结构，也就成为我们加权的依据）。

表 () 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%
瑞士银行	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 日股价除以 2009 年末每股净资产，未公布年报数据的美国上市银行以 2009 年季报数据为准，欧洲上市银行以 2009 年中报数据为准。)

其实，即使在次贷危机前，全能银行的优势也已消失。2006 年底，以存款为主的零售银行，如富国，估值在 2.6 倍水平，以消费信贷为主的零售银行，如 Capital One，估值在 1.3 倍水平，结果零售金融业务的平均估值在 2 倍水平；传统对公业务，如渣打、德国商业银行等，估值在 1.3~2.8 倍水平，平均也在 2 倍左右；而投资银行，如高盛、摩根的估值在 2.5 倍水平；传统投资管理类业务，如北方信托、State Street Corporation 的估值在 3.0 倍左右，替代投资类则在 1.5~2.0 倍之间。以此计算，各全能银行的加权估值在 2.2~2.7 倍之间，实际中，花旗与汇丰的估值与加权估值相等，瑞士银行和巴克莱集团较各子业务的加权估值有 10-20%的溢价，而摩根大通、美洲银行、德意志银行则有 30-40%的折价。

表 () 次贷危机冲击前，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%	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%
瑞士银行	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)

显然，即使在次贷危机发生前，全能银行的估值优势已经丧失——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，实际上，如果全能银行不能有效控制金融危机中各业务间的风险串联，它还有可能遭遇更大折价。

四、 创新业务溢价

银行的估值溢价既不来自于零售业务，也不来自于全能银行，那么，银行的溢价，除了管理能力上的优势外，还来自于哪里？

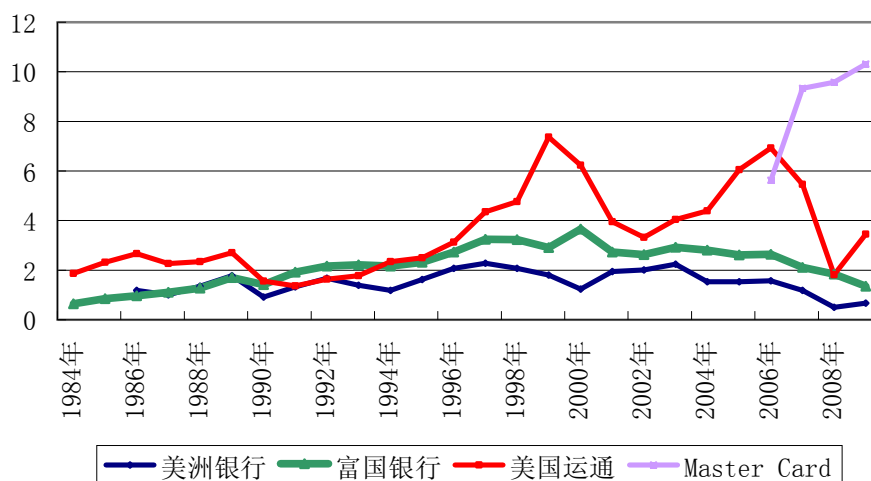
实际上，从业务结构和战略定位看，唯一溢价空间来自于模式创新。

3. 1 证券化背景下的新零售业务

证券化业务起源于上世纪 70 年代的美国，随着证券化的发展，一批专业化公司应运而生，次贷公司就是其中之一，显然它们是高风险的，但并非所有专业化零售金融公司都是高风险的，如美国运通和万事达公司。

在美国，传统零售金融业务的估值一般也就在 2-3 倍水平，最高不超过 4 倍市净率，但美国运通和万事达公司（Mastercard Inc）的市净率却可以达到 6 倍、甚至 10 倍以上。

传统零售业务与创新零售业务的市净率比较



图（）传统零售业务与创新零售业务的估值比较

万事达公司，通过为各会员银行提供信用卡的结算服务而获取收益，2006 年重组为公司形式上市，由于它的轻资产和低风险收益模式，一上市就获得了投资人的青睐，即使经历金融海啸，目前股价较上市时也上涨了四倍，市净率保持在 10 倍以上。



图（）万事达公司股价走势与指数走势比较

（注：蓝色线为万事达公司股价走势，红色线为标普 500 指数走势）

而美国运通则创造了信用卡公司的另一种运营模式。与一般信用卡银行不同，美国运通的信用卡更多具有 Charge Card 而非 Credit Card 的特性。所谓 Charge Card 其实是信用卡的特殊品种，它与一般信用卡的最主要区别就在于透支额度不能循环使用，即，当持卡人收到帐单时，他必须全额偿付，然后才可以进行下一期的透支；而一般信用卡只要求持卡人偿还帐单的一部分（最低偿还额），并保持总信贷额不超过规定限制。所以，与一般信用卡公司相比，运通的卡均贷款余额较少，利息收益也少，发卡行主要赚取的是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（）美国运通的股价走势与指数走势比较
（注：蓝色线为美国运通的股价走势，红色线为标普 500 的指数走势）

3. 2 脱媒威胁下的新型投行业务

除了零售业务领域的创新外，对公业务领域的创新更多。

在美国，传统对公业务的估值一般就在 2-3 倍之间，投资银行在繁荣期可以达到 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向交易服务的全面转型，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。

传统对公业务与新型对公业务的市净率比较

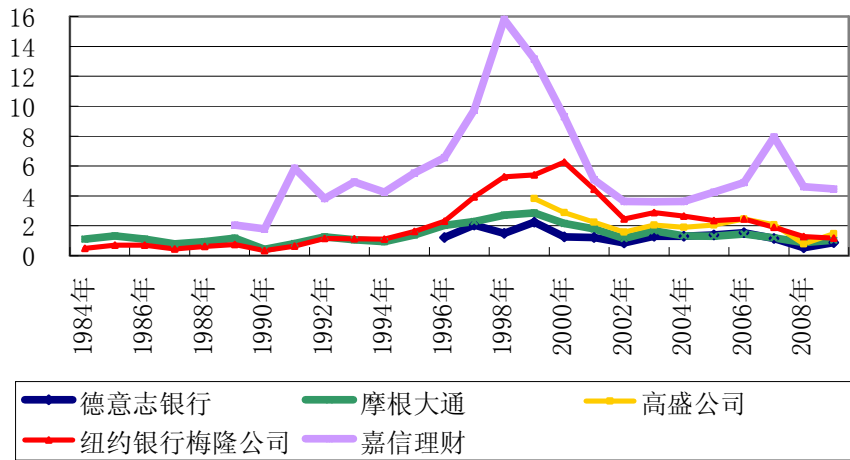


图 () 传统对公业务与新型投行业务的估值比较

美国最古老的银行纽约银行，在上世纪 90 年代末，抛却了所有的传统银行业务，变身作为一家专门服务于资本市场的结算、托管和投资绩效评估银行，它用自己的传统业务从 JP 摩根、美洲银行、富国银行、瑞士一波、巴克莱银行、苏格兰皇家银行、蒙特利尔银行手中换取了公司信托业务（即，服务于机构客户的结算托管业务），成为这一领域的领头羊。

为什么要做这样的转型？这是因为随着金融市场结构的复杂化和全球化的推进，以往简单的结算托管业务已变成一项高度专业化的工作了，在此背景下，单一一家银行或基金公司，在结算托管上投入大量人力、物力是不值得的，但如果能够有一家机构将其他金融机构、企业、政府客户的结算托管服务集合起来，统一投入、统一运营，则将创造巨大的规模效应，而纽约银行盯住的正是这一市场。

结果，从开始转型到与梅隆公司合并前，纽约银行的估值一直较传统银行高出一倍（2007 年，纽约银行与以投资管理为核心业务的梅隆公司合并，它使纽约银行更象是一家传统投行，结果导致估值下降），今天费用等中间收益贡献了纽约银行梅隆公司总收益的 80% 左右。



图 () 纽约银行梅隆公司的股价走势与指数比较

（注：蓝色线为纽约银行梅隆公司的股价走势，红色线为标普 500 指数走势）

另一个模式创新的典范就是嘉信理财，早期它以让投资人自行管理资金的独立客观性而闻名，但真正让嘉信获得资本市场青睐的是上世纪 90 年代的网络革命，它使嘉信成为真正意义上的平价投行，也因此获得了近 2000% 的股价涨幅和最高 16 倍的市净率，至今仍维持在 4.5 倍水平。



图（）嘉信理财的股价走势与指数比较

（注：蓝色线为嘉信理财的股价走势，红色线为标普 500 指数走势）

总之，无论是零售银行还是全能银行都不能成为溢价的源泉，银行的高溢价只来自于模式的创新和由此带来的风险资本回报率提高。当然，并非所有的创新都会获得高估值，如替代投资业务，由于其高风险高收益的特征，在资本市场的估值水平一直不是很高，以黑石为例，自上市以来股价已累积下跌 60% 以上，较指数跌幅还高出一倍。

但有一点是肯定的，随着金融体系的演化，银行业务也需要不断转型以适应新的金融环境。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。

综上，转型溢价是银行最重要的价值组成部分，遗憾的是中国的银行，还都看不到明显的转型溢价。