

Bank



● LISTED BANK VALUATION

上市银行 价值分析



● 潘功胜 著



中国金融出版社

Bank

商业银行战略管理丛书

上市银行 价值分析



● 潘功胜 著



YZLI0890068336

 中国金融出版社

责任编辑：元 霞

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

上市银行价值分析 (Shangshi Yinhang Jiazhi Fenxi) / 潘功胜著. —北京:
中国金融出版社, 2011. 1

(商业银行战略管理丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5801 - 3

I. ①上… II. ①潘… III. ①商业银行—价值论—研究
IV. ①F830. 33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 262268 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16. 75

字数 272 千

版次 2011 年 1 月第 1 版

印次 2011 年 1 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5801 - 3/F. 5361

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前言

十余年来，中国商业银行进行了成功的战略转型，大型商业银行基本上成为上市银行，开始接受全球资本市场的挑战和检验。

始于2007年末的金融风暴给全球银行业带来了巨大冲击。金融体系的监管者、资本市场的投资者、银行的经营管理者都以不同的视角去观察这场金融危机所反映的银行经营模式和监管体系的缺陷，以期重构一个更安全、更高效、更负责任的金融体系。

如何深刻理解金融危机的教训，从商业运营的本质出发，探寻保持银行在全球经济跌宕起伏中持续盈利能力的举措，提升其恒久价值，是中国银行业的经营管理者在反思这场金融危机教训时关注的问题之一。

传统的银行经营分析，如负债管理、资产管理、资产负债管理、流动性管理、财务管理、风险管理等诸多著作多立足于经营管理的“方法论”探讨。如何从银行体系运营角度，以一套较为系统、全面、客观的分析框架，使用全球资本市场统一的指标体系和计算方法，实现对上市银行运营的整体价值分析，并从上市银行运营的整体价值目标和具体管理环节的互动中，实现对上市银行经营管理的诠释，分析不同经济环境下影响上市银行价值的主导要素，长周期、宽视角地探寻改善银行经营管理是上市银行管理者应有的考虑。

本书试图从上市银行经营特性和价值分析理论、价值分析模型与框架、经营分析指标体系、盈利预测、经营分析视角、敏感性分析、风险管理及上市银行运营的战略和周期性分析等八个方面对上市银行的价值分析进行诠释。

今日的中国银行业借祖国腾飞的契机，取得了长足进步，但未雨绸缪，为未来发展进行必要的思考永远是金融界实践者们的一份责任。

太白诗曰：“长风破浪会有时，直挂云帆济沧海。”上市银行经营管理似山路行车，水中泛舟，既有行路之难，也需破浪之势。愿中国银行业能处中国经济为基，执全球战略为策，以之谋发展、谋未来，续写新的辉煌。

潘功胜

2010年12月于北京

目 录

第一章 上市银行价值分析的理论和方法	1
第一节 上市银行价值分析的理论及其特性	1
一、上市银行价值分析的理论 and 现实意义	1
二、上市银行经营的特性 and 对上市银行价值分析的影响	3
第二节 上市银行价值分析的基本方法	6
一、银行价值分析的基本方法及模型评述	6
二、银行价值分析的具体模型评述	7
三、不同分析方法的特点	11
第三节 上市银行价值的不同表现形式	13
一、上市银行价值的四种表现形式	13
二、市场价值和内在价值：折价和溢价	13
第二章 上市银行价值分析框架与模型	16
第一节 现金流贴现模型框架简介	16
第二节 不同现金流贴现模型分析	17
一、上市银行稳定增长股息现金流贴现模型	17
二、上市银行两阶段现金流贴现价值分析模型	20
三、上市银行三阶段股息现金流贴现模型	22
第三节 价值分析艺术：现金流贴现法中不同变量设定的讨论	25
一、贴现率	25
二、股利现金流和终值	28

第三章 上市银行价值分析的指标体系	33
第一节 上市银行市场分析评价体系简介	33
一、英国《银行家》杂志全球 1 000 家银行排名	33
二、国际评级机构采用的评级指标	35
三、资本市场评级体系	36
第二节 上市银行的监管指标体系	39
一、上市银行的监管内容	39
二、上市银行的监管指标	40
第三节 上市银行价值分析的指标	44
一、指标分析——银行盈利预测的基础	44
二、经营水平和盈利能力的指标分析	46
三、价值评估指标	57
第四节 确定投资组合的基本方法	58
一、“Top - Down”方法确定投资组合	58
二、“Bottom - Up”方法确定投资组合	58
三、数量型基金建立投资组合的模式	59
第四章 上市银行的盈利预测	61
第一节 上市银行的盈利模式和资产负债结构特征	61
一、上市银行的盈利模式和资产负债结构分析	61
二、上市银行盈利的主要驱动因素	61
第二节 预测上市银行税后净利润 (NPAT) 模型	64
一、NPAT 数据预测的基本思路	64
二、资产负债表相关数据预测的关键是对增长率 g 的预测	66
三、损益表相关数据预测	71
四、小结	79
第三节 影响上市银行盈利预测的主要方面	79
一、上市银行盈利预测的不确定性	79
二、影响上市银行盈利的主要因素	80

第五章 影响上市银行盈利成长的因素分析	87
第一节 净利息收入影响因素分析	87
一、上市银行净利息收入的含义及构成	87
二、影响利息收入的因素分析	88
三、影响利息支出的因素分析	102
四、NIM 影响因素分析	108
第二节 非利息收入影响因素分析	120
一、非利息收入的含义及构成	120
二、影响净手续费及佣金收入的因素分析	121
三、影响其他非利息收入的因素分析	130
第三节 上市银行营业费用影响因素分析	132
一、营业费用	132
二、关键指标分析——成本收入比	132
第四节 银行资产质量及拨备计提的分析	135
一、资产质量、拨备计提及利润的关系	136
二、影响资产质量的因素	141
三、拨备管理	144
第六章 上市银行收益成长的敏感性分析	148
第一节 敏感性分析及其评析	148
一、敏感性分析的含义	148
二、敏感性分析的目的	150
三、敏感性分析的分类和步骤	150
四、敏感性分析的局限性	152
第二节 净利差的敏感性分析	152
一、NIM 的敏感性分析一：存贷比	153
二、NIM 的敏感性分析二：利率	156
三、NIM 的敏感性分析三：法定存款准备金率	168
四、NIM 敏感性分析的应用	170
第三节 税后利润的敏感性分析	176
一、盈利敏感性分析的因素选取	176

二、敏感性因素分析	176
三、测算举例	178
四、税后利润分析应用	183
第七章 上市银行风险分析	188
第一节 上市银行风险的宏观分析	189
一、宏观经济运行周期与银行资产质量变化紧密正相关	189
二、经济全球化加剧了银行业风险的全球蔓延	191
三、金融监管及改革使银行业面临的风险更加复杂化	193
第二节 上市银行信用风险分析	196
一、上市银行信用风险的含义和成因	196
二、上市银行信用风险的外部环境分析	197
三、上市银行信用风险分析	201
第三节 上市银行市场风险的分析	214
一、上市银行利率风险的分析	214
二、上市银行汇率风险的分析	218
第四节 上市银行流动性风险分析	224
一、上市银行流动性风险内涵	224
二、上市银行流动性风险分析的思路	225
三、大型及中小型银行流动性风险的不同管理策略	228
第五节 上市银行操作风险的分析	229
一、操作风险的含义及衡量	229
二、上市银行操作风险的分析思路	230
第八章 上市银行经营的周期性分析和上市银行的战略管理	232
第一节 长周期、大视野看待上市银行的成长	232
一、经营目标逐步从规模增长转向股东价值创造	232
二、发达金融市场 NIM 收窄, 国际银行间 NIM 差距较大	233
三、非利息收入对营业收入的贡献持续增加	235
四、战略并购是国际银行快速发展的主要手段	238
五、银行规模迅速扩张、市场集中度上升	240
第二节 上市银行的顺周期成长	241

一、上市银行具有顺周期偏好的自然倾向·····	242
二、外部因素强化上市银行顺周期偏好·····	244
三、资本市场推波助澜，股价凸显顺周期变动·····	246
第三节 上市银行的战略与管理要求·····	249
一、《巴塞尔协议 III》对银行未来发展战略的影响·····	249
二、从宏观上减少银行运营的内在顺周期性特征·····	250
三、从微观层面保持上市银行规模、效益与质量的 动态均衡发展·····	251
后 记·····	255

第一章 上市银行价值分析的理论和方法

第一节 上市银行价值分析的理论及其特性

一、上市银行价值分析的理论 and 现实意义

上市银行经营分析是以保障上市银行经营的安全性、流动性、盈利性为目标,探寻保持上市银行在不同经济发展阶段可持续盈利能力的举措,从而提升上市银行的恒久价值。

对于银行安全性、流动性、盈利性的研究,及上市银行经营管理的分析与探讨可谓由来已久,并派生出诸多银行经营管理的传统方法,从最初的负债管理法到资产管理法,再到资产负债管理法,等等。总体而言,这些方法多立足于经营管理的“方法论”和经营管理的手段探讨,而缺乏对银行经营的整体评价。

为此,在银行经营分析理论与方法的探索中,如何以一套系统、全面、客观的分析体系,完备、统一的指标体系,逻辑严密的计算方法,实现对银行商业运营的整体价值分析,并从上市银行运营的整体价值目标和银行运营的具体管理环节上进行归总和演绎,实现对上市银行经营管理全面、细化的诠释,以期在不同经济环境下,探寻影响上市银行价值的主要要素,进而起到改善上市银行在不同历史时期经营管理的作用,成为银行经营管理实践中探索的目标。

企业价值分析并不是一个新的话题。这个问题最早起源于20世纪初。1906年,费雪(Fisher)出版了《资本与收入的性质》一书,完整论述了资本与收入的关系及价值的源泉问题,为现代企业价值评估理论奠定了基石。20世纪60年代,著名理财学家莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)相继发表了影响深远的两篇学术论文《资本成本、公司理财与投资理论》和《股利政策、增长和股票价格》,第一次系统地将不确定性引入到企业价值评估理

论体系之中，精辟论述了企业价值与企业资本结构之间的关系，创立了现代企业价值评估理论。后来的资本资产定价理论和套利定价理论揭示了金融风险和收益之间的对应关系，进一步强化了企业价值精确估计的现实性。目前，企业价值评估已形成了资产净值法、市场比较法、收益现值法和期权估价法等较完善的方法。现实中，企业价值评估的思想和方法在公司的投融资分析、企业管理的价值因素分析、绩效考核、公司战略决策中得到了广泛的运用。

银行作为特殊的企业，由于外部监管、资产、负债及经营机制方面的不同，其价值分析和评估也呈现出较大的特殊性。

上市银行经营状况和整个行业及一个国家的经济金融形势紧密联系在一起。当银行业出现局部风险时，可能因为挤兑或信心的丧失，导致风险传染，最后波及整个行业；一个国家出现经济风险或经济危机，同样也会导致金融业受到重创，所以经济学家经常认为金融和银行体系具有内在脆弱性。这种内在的脆弱性使其价值评估不能独立于外部环境。

银行经营与整体经济运行高度相关，同时为防止金融力量的过度集中和过度竞争，各国对银行都实施了严格的监管，主要包括对市场准入的监管、开设分支机构的监管、银行并购的监管、价格监管等。严格监管，尤其是市场准入的监管使上市银行具有特许权价值，这种无形资产价值构成了上市银行价值评估的重要因素。同时，银行经营的外部效应，使其相对于其他行业，在面对危机时更容易受到政府提供的外部救助，以减少外部效应。尤其是中央银行作为最后贷款人，其在危机出现时出面拯救往往使得上市银行“大而不能倒”，这也形成了上市银行的特殊价值。

鉴于以上因素，上市银行整体价值分析具有以下理论和现实意义：

第一，上市银行价值分析有助于我们从理论上认清上市银行的价值构成，为提升上市银行的价值奠定重要基础。上市银行是经营风险的特殊企业，上市银行的价值更多体现为对风险的管理和控制程度。同时上市银行价值与其在经济生活中的地位有密切联系，对上市银行价值的剖析将更深入地揭示上市银行的运行实质，为重构和提升上市银行价值奠定重要理论基础。

第二，有助于上市银行树立正确的经营目标，为上市银行进行战略计划和战略决策提供支持。随着经济及金融市场全球化不断深化，我国上市银行面临更激烈也更开放的竞争，以企业价值为核心制订战略计划和战略决策，不断提升自身价值，对上市银行是很有必要的。

第三,对上市银行和上市银行各业务单元的价值分析和评估也是考核管理人员业绩,实施以价值创造为基础的薪酬体系的基础,这也有助于上市银行分配制度和激励机制的变革,提升上市银行的活力。

第四,上市银行价值分析和评估还可以帮助判断上市银行股票价值区间,分析上市银行经营风险,以帮助管理层在银行对外兼并收购中作出正确的投资决策,帮助投资者作出卖出或持有的决定,锁定盈利或坚定持有以获得更高收益的决心。

二、上市银行经营的特性和对上市银行价值分析的影响

由于上市银行的经营具有其自身的特性,所以其价值评估不同于其他企业。接下来将对比上市银行和非银行企业资产负债表及损益表结构,以便分析上市银行经营的特性。

(一) 资产负债表方面的特性

银行与非银行企业资产负债表结构具有很大差异(见表1-1)。非银行企业资产负债表中资产的组成主要是房产、工厂及设备、库存和应收款。上市银行资产负债表中,资产组成主要是应收账款,即贷款,主要投入是员工费用及对无形资产的投资,负债方面,银行相对于非银行企业的债务杠杆率要高。

表1-1 银行与非银行的资产负债表中各类资产和负债占比对比表(示例)

单位: %

各类资产	非银行	银行
房产、工厂及设备	25	1
投资	13	2
库存	23	n/a
应收款	32	74
其中:来自顾客	15	49
来自机构	n/a	25
其他应收款	17	0
投资证券	3	19
现金及现金等价物	4	1
其他资产	0	2

续表

各类负债	非银行	银行
股本资本及盈余公积	18	4
预计负债	62	95
其中：应付贸易账款	12	n/a
对金融机构的负债	20	29
对非银行的负债	n/a	38
证券化贷款	n/a	23
其他负债	30	5
其他	20	1
总负债	100	100

（二）损益表方面的特性

银行与非银行企业的损益表结构特征也大不相同（见表1-2）。非银行企业经营支出主要是原料成本和员工费用，而银行企业的经营支出主要是利息支出和员工费用。

表 1-2 银行与非银行企业的损益表结构（示例） 单位：%

收入	非银行	银行
销售	93	n/a
库存变动	1	n/a
利息收入	1	83
服务收入	n/a	7
证券及投资收入	n/a	4
融资业务净收入	n/a	1
其他收入	5	5
总收入	100	100
支出	非银行	银行
原料成本	61	n/a
员工费用	17	10
其他行政费用	n/a	7
固定资产及无形资产折旧	4	2

续表

对应收款及证券的拨备	n/a	5
利息支出	2	71
税项	3	1
其他支出	13	4
总支出	100	100

非银行类企业的收入主要来自销售收入，而银行的收入主要是利息收入和中间业务收入。对于银行来说，利息收入和支出占主导地位，这显示了银行的融资功能。相反，对于非银行企业来说，利息收入及支出不占主导地位，仅是一种融资行为。

（三）银行业经营特性对价值评估的影响

从上述比较可看出，银行及非银行企业的资产负债表及损益表差别很大，这些差异对银行价值评估带来了一定的影响：

1. 资金融通的作用。对非银行企业而言，流动资金只是生产过程中投入的要素之一，但银行却是通过资金的流动来盈利。基于这种特性，在对银行进行估值的时候，主要是通过对银行资金融通的分析来反映银行的价值。

2. 金融市场风险对业务的影响。非银行企业的产品供需风险较大，而利率和汇率风险带来的市场风险相对较小，但银行却恰恰相反，银行日常的商业活动是在评估及管理市场风险的过程中赚取利润。例如，贷款是银行总资产的重要组成部分，利息收入占总收入的比例、利息支出占总支出的比例都很高，且都与利率相关。因此，银行受利率风险的影响相当大。此外，资金交易业务也为银行带来了不同于一般企业的市场风险。近年来，银行交易账户所产生的收入持续增加，从而提升了市场风险对银行的影响。银行有意识地通过承担利率风险、市场风险，并通过期限错配的再融资来赚取利润。同时，由于股权融资占比很小，所以银行所承担的杠杆风险较其他企业高得多，利率的细小变化会对银行构成重大的影响。另外，除了资产负债表内风险，银行也承担资产负债表外业务的风险，如掉期、远期及外汇或股票期权。总的来说，银行所承担的金融市场风险，增加了银行价值的波动性，因而令上市银行的经营管理和价值评估更加复杂。

3. 对宏观经济的依赖。银行在金融市场上进行的上述活动使银行对整体宏观经济依赖性很大，如经济周期、货币流向、资本及地产市场表现等。这些

因素使银行的经营管理和价值分析更为复杂。所以,只有详细分析各项宏观经济参数,并预测其走势,才能更准确地对银行的价值作出评估和预测。

第二节 上市银行价值分析的基本方法

如前所述,上市银行是一个经营货币的服务型企业,其盈利模式、资产负债结构与生产企业和非银行金融企业不同,这决定了对其进行价值评估时参数选择和所使用的方法具有一定特殊性。就外部环境而言,宏观和行业周期性波动、相关地区的法律、监管政策、税务、信用环境等在上市银行价值分析中是不可或缺的,这些因素被视为银行价值分析的前提;就上市银行本身而言,影响其未来盈利的因素很多,这些因素之间相互联系,相互影响,任何一个因素的变动都将对盈利产生复杂影响;就银行业而言,作为一个竞争比较充分的行业,不同指标间的行业平均值具有较好的参考价值;此外,处于不同地区 and 不同发展阶段的银行,价值评估也具有不同特征。所以,上市银行价值分析是一项复杂同时又具有艺术性的工作。

目前,银行价值分析的主要方法可以分为绝对价值分析、相对价值分析、联合价值分析。

一、银行价值分析的基本方法及模型评述

(一) 绝对价值分析

目前,较为成熟的绝对价值分析方法有两种:一是现金流贴现定价模型,该模型目前应用较为广泛,包括 DDM 和 DCF 两种估值模型;二是 B—S 期权定价模型,主要应用于期权定价、权证定价等,该方法作用在于定量评估上市银行价值。

(二) 相对价值分析

相对价值分析是将上市银行市盈率、市净率等价格指标与其他多只股票(对比系)进行对比,得到目标银行合理价值区间。一般来讲,进行相对价值分析时,应从三方面进行比较:一是和银行自身历史数据进行对比;二是和国内同业数据进行对比;三是和国际上的(特别是中国香港和美国)同业数据进行对比。最后,综合考虑三方面比较结果,给出目标银行合理价值分析。相对价值分析通常使用 PE、PB、PEG、EV/EBITDA 等指标。

（三）联合价值分析

联合价值分析是结合绝对价值分析和相对价值分析来综合判断目标银行的相对价值区间的方法。具体操作中，将绝对价值和相对价值根据一定的权重来进行加权，从而得到特定银行的目标价值。

二、银行价值分析的具体模型评述

在上述三种方法中，目前比较常用的具体分析方法有以下几种：

（一）资产净值法

在进行银行价值分析时，资产净值法分别计算资产与负债的价值。该方法的计算基于资产重置价值或者资产清算价值：以重置价值计算银行的资产价值，即计算资产负债表内的资产及负债重置成本的差额，或以清算价值计算银行价值，即使用单个资产的清算价值减去单个负债的清算价值。

以这种方法对银行进行价值分析是具有局限性的：首先，重置价值通常没有完全涵盖那些未记录的商誉、无形资产及表外项目，但恰恰这些未涵盖的项目有时会在银行价值分析中起到重要作用；其次，银行的账面资产通常会根据投资组合或者风险储备进行调整，这些调整对于确定一家银行的估值来说十分必要，但外界几乎不可能对此进行估算；最后，资产净值法没有考虑企业的未来发展及由此产生的额外收益，没有考虑协同效应及并购效应，也没有考虑到管理能力对银行价值的影响。

（二）可比公司法

可比公司法被广泛使用在对上市银行和上市公司的价值分析过程中，是最重要、最常用的分析估值工具之一。这种方法从本质上讲是一种倍数分析，即将估值（分子）与公司表现（分母）进行比较，主要用于分析特定公司与可比同类公司相比所具备的公开市场价值定位。该方法的关键在于选择合适的可比公司和倍数，以确保行业一致性和计算方法的一致性（见图1-1）。

可比公司法一般按照如下程序进行计算：

首先决定与哪些公司比较。一般会选择有下列共同特点的公司：一是公开交易的公司；二是同一行业的公司，且产品类型接近。此外，还要考虑公司业务规模是否大致相同，公司所处的地理位置是否接近，这两家公司是否处于相同的发展阶段。可比公司必须身处共同的行业、共同的位置（位于同一地区或国家），拥有类似的企业规模（就收入与总市值而言）、类似的所有权结构、