

# 关于构建上市银行价与值一致性体制机制的思考

## ——基于8家上市银行2017—2019年会计报告分析

陆岷峰<sup>1</sup>, 周军煜<sup>2</sup>

(1. 江苏银行总行, 江苏 南京 210000; 2. 江苏紫金产业金融发展研究院, 江苏 南京 210046)

**摘 要:**我国上市银行是商业银行的排头兵,也是资本市场的优等生。优秀的上市银行不仅需要强大的价值创造力,而且需要高效的市值管理能力。选取8家上市银行2017—2019年会计报告进行数据分析,结果显示:上市银行的市值与利润、净资产关系不是绝对线性的,利润最大化并不代表市值最大化。三年来上市银行利润增速跑赢大盘,但资本市场估值却大面积破净,这说明上市银行市值管理既要通过合理的产业布局和优质的商业模式来提高净利润、降低经营风险,也要通过与资本市场的有效对接来使资本市场更充分地认知公司以提高或稳定估值,即市值管理的精髓在于产融互动。因此上市银行的市值管理需要打造“产业+资本”双轮驱动,产业端加快综合化经营布局,资本端有效对接资本市场,以构建价与值一致性的体制机制。

**关键词:**上市银行;价与值;资本市场;体制机制

**中图分类号:**F830.2

**文献标识码:**A

**文章编号:**1673-131X(2020)01-0001-06

2019年是银行板块震荡频繁的一年,在宏观经济下行、监管趋严等背景下,银行股估值逐步走低,成为破净重灾区。截至2019年12月16日,收盘的36家上市银行中已有27家银行破净,破净率达到75%。破净即股价低于每股名义净资产,往往出现在市场极度悲观或公司质地非常差的时候。目前A股上证指数接近3000点,较去年低位已经反弹近25%,市场情绪较为乐观,并非市场情绪极度悲观带来的低估值。近年来,上市银行利润增速跑赢大盘,并不是因为行业质地差引发大面积破净。那么,究竟是什么原因致使银行板块大面积破净?大规模破净会影响上市银行服务实体经济能力吗?上市银行要采取什么措施阻止破净的发生,构建价与值一致的体制机制?这些问题值得探究。

上市公司的市值等于利润与市盈率的乘积,这说明决定上市公司市值的因素有两个:一是经营利润,即上市公司的产业面;二是上市公司在资本市场上的估值水平,即上市公司的资本面。上市银行市值管理的精髓就是产融互动,是“产业+资本”的双轮驱动。任何一家上市公司都是在两个市场之

间进行经营的,市值管理的具体执行体现为通过产业经营和布局来提高净利润以及通过与资本市场的有效对接来使资本市场更充分地认知公司的产业布局以提高或稳定估值。因此,本文选取建设银行、农业银行、招商银行、中信银行、江苏银行、南京银行、江阴农商银行、常熟银行8家上市银行作为分析样本,并将以上8家银行分为国有大型银行、全国性股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行四组,以分析上市银行的价值关系。

### 一、上市银行价与值不一致的会计报告表现

市净率(Price to Book Ratio,简称P/B)是每股股价与每股净资产的比率。每股净资产是股票的账面价值,而每股市价是上市公司资产在资本市场上表示的价值,是市场交易结果。每股市价高于账面价值时企业发展前景较好。优质股票的市净率常常达到3,甚至更高。2018年格力电器平均市净率为3.9,贵州茅台平均市净率为9.2。过去十

收稿日期:2020-01-05

基金项目:南京迪普思数据科技公司项目(2020DPS00009)

作者简介:陆岷峰(1962-),男,江苏金湖人,教授,博士后,主要从事宏观经济、商业银行、中小企业研究。

几年间,银行股一直处于持续挤泡沫的过程,市净率从最高的 7.2(2007 年 8 月)持续下行至 0.8(2019 年 11 月)。目前,我国银行股的估值已经接近历史极低水平,处于历史 0.9%分位数,远低于美国银行 1.3 倍的市净率。根据表 1 可知,除招商

银行外,近年来 8 家上市银行的市净率普遍低于 1。从 2019 年第 3 季度末数据看,中信银行市净率低至 0.6,跌破发行价和每股净资产;招商银行市净率最高,为 1.54,在 8 家上市银行中表现最佳,体现了投资者对招商银行发展前景的肯定。

表 1 8 家上市银行市净率

| 银行     | 1Q2017 | 2Q2017 | 3Q2017 | 4Q2017 | 1Q2018 | 2Q2018 | 3Q2018 | 4Q2018 | 1Q2019 | 2Q2019 | 3Q2019 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 建设银行   | 0.94   | 0.94   | 1.07   | 1.13   | 1.09   | 0.87   | 0.89   | 0.83   | 0.90   | 0.91   | 0.85   |
| 农业银行   | 0.82   | 0.84   | 0.92   | 0.88   | 0.89   | 0.77   | 0.87   | 0.77   | 0.80   | 0.73   | 0.70   |
| 招商银行   | 1.20   | 1.43   | 1.54   | 1.67   | 1.53   | 1.34   | 1.55   | 1.21   | 1.58   | 1.60   | 1.54   |
| 中信银行   | 0.87   | 0.79   | 0.80   | 0.77   | 0.79   | 0.75   | 0.72   | 0.63   | 0.73   | 0.64   | 0.60   |
| 江苏银行   | 1.40   | 1.26   | 1.12   | 0.96   | 0.95   | 0.65   | 0.64   | 0.58   | 0.69   | 0.66   | 0.61   |
| 南京银行   | 1.18   | 1.06   | 1.05   | 0.99   | 1.05   | 0.92   | 0.90   | 0.73   | 0.90   | 0.86   | 0.89   |
| 江阴农商银行 | 3.77   | 2.51   | 2.01   | 1.65   | 1.39   | 1.02   | 1.00   | 0.90   | 1.09   | 0.93   | 0.85   |
| 常熟银行   | —      | —      | 1.99   | 1.56   | 1.53   | 1.10   | 1.21   | 1.12   | 1.51   | 1.44   | 1.29   |

注:市净率采用季度末数据,遇节假日顺延一天。

从不同群组来看,招商银行在银行板块一枝独秀,江阴农商银行和常熟银行两家农商行的市净率相对较高,近 7 个季度平均市净率为 1.05,江苏银行和南京银行两家城商行近 7 个季度平均市净率为 0.79;以建设银行和农业银行为代表的国有大型银行市净率则表现较为稳定,方差仅为 0.77%,两家农商行市净率波动幅度较大,方差达到了 66.7%(图 1)。

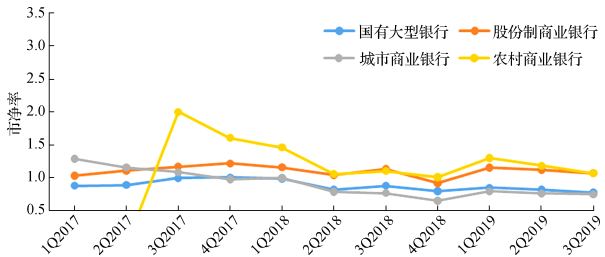


图 1 四大群组上市银行平均市净率

从加权净资产收益率(ROE)来看,8 家上市银行中有 7 家在 2017 年和 2018 年年末超过 10%,其中招商银行的加权 ROE 在 2018 年末达到了 16.57%。招商银行、江苏银行两家银行 2019 年第 3 季度末加权 ROE 已经超过 10%,同比增长 0.6%和 3.6%(表 2)。上市银行利用自有资本获得净收益的能力普遍较强,在 A 股市场上优于其他板块。然而其平均市净率却一直徘徊在历史低位。可见,一方面 A 股上市银行市值普遍存在被低估的情况,即价与值不一致、不统一;另一方面也说明上市银行的市值与利润、净资产的关系不一定是绝对线性的,利润最大化并不代表市值最大化。

表 2 8 家上市银行净资产收益率

| 银行     | 1Q2017 | 2Q2017 | 3Q2017 | 4Q2017 | 1Q2018 | 2Q2018 | 3Q2018 | 4Q2018 | 1Q2019 | 2Q2019 | 3Q2019 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 建设银行   | 4.41   | 8.55   | 12.39  | 14.80  | 4.27   | 8.33   | 12.06  | 14.04  | 3.98   | 7.81   | 11.35  |
| 农业银行   | 4.37   | 8.37   | 12.26  | 14.57  | 4.31   | 8.36   | 11.96  | 13.66  | 3.74   | 7.29   | 10.76  |
| 招商银行   | 4.86   | 9.56   | 14.00  | 16.54  | 4.99   | 9.81   | 14.30  | 16.57  | 4.86   | 9.74   | 14.39  |
| 中信银行   | 3.31   | 6.82   | 9.49   | 11.67  | 3.38   | 6.92   | 9.50   | 11.39  | 3.28   | 6.87   | 9.41   |
| 江苏银行   | 3.57   | 7.31   | 10.73  | 13.72  | 3.55   | 7.26   | 10.74  | 12.43  | 3.67   | 7.48   | 11.13  |
| 南京银行   | 4.63   | 9.51   | 13.71  | 16.94  | 5.01   | 9.81   | 13.65  | 16.96  | 4.75   | 9.61   | 13.42  |
| 江阴农商银行 | 1.99   | 4.04   | 5.84   | 9.10   | 1.98   | 3.94   | 5.76   | 8.92   | 1.82   | 3.72   | 5.84   |
| 常熟银行   | 3.17   | 5.71   | 8.89   | 12.52  | 3.32   | 6.27   | 9.71   | 12.62  | 3.35   | 6.03   | 9.20   |

## 二、上市银行价与值不一致的宏微观分析

### (一)风险管理能力的市场预期差

在宏观经济不确定性增加的背景下,资产质量下降。银行业在资本市场上的估值承压,从 8 家上市银行 2017 年 1 季度至 2019 年 3 季度不良贷款率变化趋势看,除中信银行的不良贷款率稍有上升外,其余上市银行的不良贷款率均处于下降通道。农业银行统计期间的不良贷款率从 2.33% 下降至 1.43%。南京银行的贷款质量表现较好,11 个季度的不良贷款率均小于 1%,其 2018 年第 4 季度的 ROE 表现仅次于招商银行,出色的收益能力与较强的风险管理能力密切相关。江阴农商银行的不良贷款率在统计期间内虽然一直处于下降趋势,但是其不良贷款率在 8 家上市银行内一直最高。银保监会数据显示,2017 年和 2018 年中国银行业平均不良贷款率分别为 1.74% 和 1.83%。因此整体来说,8 家上市银行的不良贷款率在银行业中较低,说明目前银行业的发展处于一轮结构性不良周期的末期,上市银行整体资产负债表趋于健康(图 2)。

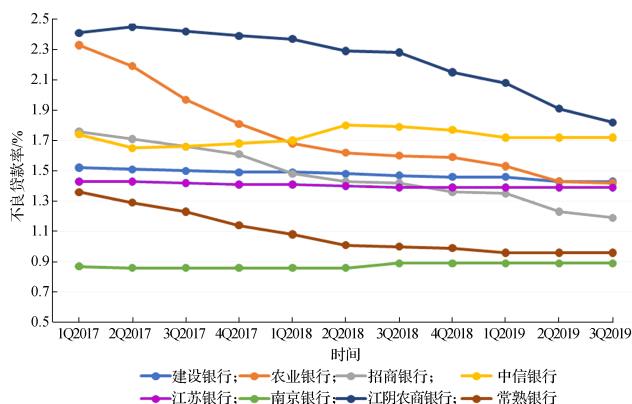


图 2 8 家上市银行不良贷款率

除贷款质量外,另一主要风险管理指标是拨备覆盖率。拨备覆盖率的高低实际反映了银行对于坏账的处理态度。根据银保监会 2018 年 2 月 28 日印发的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》,商业银行拨备覆盖率的监管要求由 150% 调整为 120%~150%。年报数据显示,南京银行的拨备覆盖率处于 8 家上市银行最高的位置,统计期内平均拨备覆盖率达到 445.59%,远超监管要求。8 家上市银行估值相对较低的中信银行

的拨备覆盖率在统计期内都处于相对较低水平,其中 2018 年第 2 季度的拨备覆盖率仅为 151.19%,与南京银行风险管理能力有着较大的差距(图 3)。招商银行和常熟银行的拨备覆盖率在统计期内处于明显的上升趋势,说明这两家银行在处理坏账时作风保守稳健,体现了审慎的经营态度。

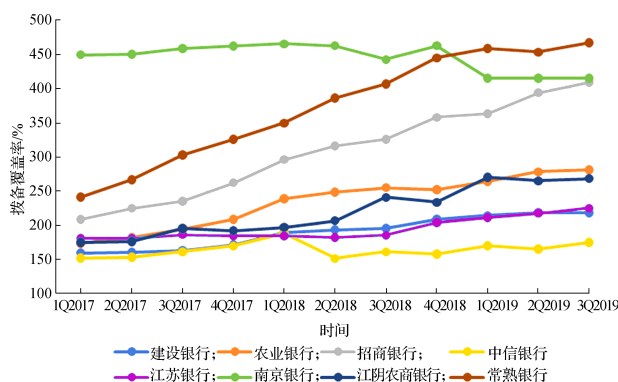


图 3 8 家上市银行拨备覆盖率

### (二)利率市场化下净息差缩减

利率作为反映价格信号的重要调节工具,势必在竞争机制不断完善和利率管制逐步放松的条件下使银行有更加自主的议价空间,最终呈现利率市场完全竞争状态,银行业息差逐渐收窄。从调查结果来看,8 家上市银行净息差维持在 2.4% 以下,且呈现明显的震荡趋势。中信银行和江苏银行的平均净息差只有 1.87% 和 1.65%,实际利率管理能力较弱,难以获得较高的息差收益。常熟银行的净息差较高,统计期内平均净息差达到了 3.53%,高于平均水平(图 4)。

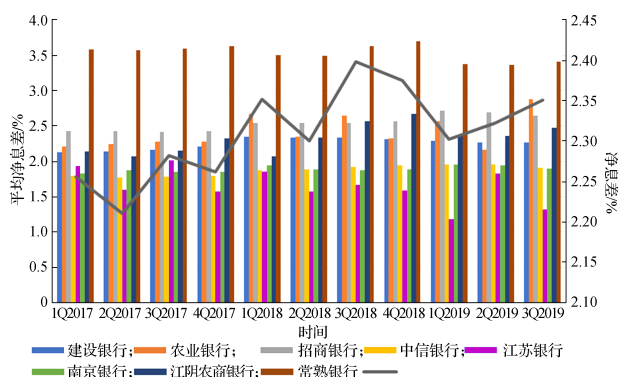


图 4 8 家上市银行净息差

图 5 年报数据显示,7 家上市银行①计息负债成本率明显上升,大部分银行的计息负债成本率已从

① 常熟银行未披露计息负债成本率,因此只有 7 家银行数据。

2017年的2.08%上升至2019年的2.28%,涨幅十分明显,可见这些上市银行的利息端收入遭遇了巨大的冲击。在未来银行竞争加剧以及国内经济增长放缓的背景下,预计整体的计息负债成本率还将继续上升,届时将对银行的盈利造成负面的影响。

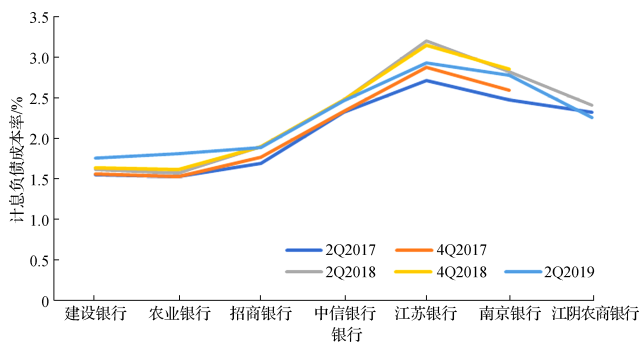


图5 7家上市银行计息负债成本率

### (三) 经营利润过度依赖利息收入

在金融科技和利率市场化的压力下,向更具成长性的业务转型成为各银行的必然选择。尽管大量银行在差异化经营上做出很多努力和尝试,但在战略规划、产品业务、收入机构上,上市银行发展态势整体上差异化仍然不足,同质化经营问题比较突出。在收入结构上,利息收入占比仍然较高,2019年第3季度8家银行平均非利息收入占比只有31.3%,与国际银行业50%以上的占比相比存在明显差距,且不同群组分化十分明显。例如,常熟银行统计期内平均非利息收入为12.48%,净利润过度依赖贷款利息收入。2019年江苏银行的平均非利息收入接近50%,说明江苏银行自合并重组以来,坚持以“融合创新、务实担当、精益成长”企业文化为引领,致力于打造“智慧化、特色化、国际化、综合化”的服务领先银行成效显著。在四大群组里,全国性股份制商业银行的非利息收入占比相对最高,招商银行和中信银行两家银行的平均非利息收入占比达到了37.06%(图6)。

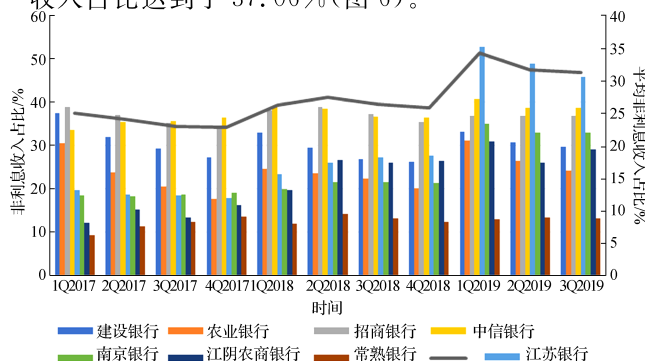


图6 8家上市银行非利息收入占比

## 三、上市银行价与值一致性体制机制的构建

构建上市银行价与值一致性的体制机制,既要管理经营利润(产业面),也要兼顾估值水平(资本面),还要管理两者之间的因果传导和互动关系(产融互动),从而实现企业价值最大化和可持续发展。

### (一) 拓展中间业务收入, 加快综合化经营布局

随着经济结构的调整和利率市场化的推进,银行净息差或许会持续受压,但这也有利于倒逼银行拓展中间业务,加快综合化经营布局。在息差收入持续压降的情况下,中间业务收入占比增大,综合化经营既可以拓宽上市银行收益来源,带来规模效应和范围经济,也可以有效分散经营风险,强化银行风险管理<sup>[1]</sup>。

对于商业银行来说,在科学监管下有序进入包括银行业在内的证券、保险、基金等全金融领域乃至非金融领域以推动银行业进行综合化经营是关键一步。在德国,综合化经营理念表现为“全能银行”模式,德国也是间接融资体系占主导的国家。目前国内已经有不少银行通过建立事业部制、全资子公司、参股或控股子公司等涉足投行、信托等业务,直接或间接参与货币市场和资本市场的运作,加强与非银金融机构合作,创新金融产品,借助合作伙伴的资源渠道,为客户提供综合金融解决方案。因此,商业银行综合化经营需要布局金融全产业链,建立“链式服务体系”,在不同业务产品之间进行交叉销售,为客户提供一揽子金融服务方案,全方位、多元化满足客户各个环节的金融需求<sup>[2]</sup>。此外,商业银行还应基于传统银行业务,针对客户的痛点问题梳理和优化现有产品,不断完善创新体系,加快中间业务发展。

### (二) 合理安排商业模式, 拓展零售板块业务

消费升级和居民财富配置需求增加也给银行零售板块带来了较大的发展空间,因此经济结构调整实则是上市银行发展的重大机遇。A股市场普遍认为,零售业务领先于同业的银行股,估值也远远高于同业平均水平。零售银行业务盈利能力强,资产方主要是各种个人贷款,包括住房按揭、信用卡、车贷、其他消费贷款和个人经营性贷款<sup>[3]</sup>。一方面,由于客户几乎没有议价权且对利率不敏感,受利率自由化影响较小,存款利率相对较低,贷

款利率则相对较高,有利于银行获得较高收益;另一方面,由于我国居民财务杠杆总体较低,零售贷款又极度分散,再加上文化、法律和技术进步等方面的原因,零售贷款的不良率一直稳定在较低水平,这有利于银行获得更安全的回报;再一方面,同零售客户建立较为持续和稳定的关系后,有助于银行通过交叉服务赚取更多的中间业务收入<sup>[4]</sup>。可见,零售银行业务发展前景广阔。过去几年间,由于息差收缩、拨备计提大幅上升以及经营杠杆的下降,银行板块资产收益率大幅下降。零售银行成为中国银行业的主要经营亮点。

### (三)建立“董办主导、全行参与”的投资者关系管理体系

高效的投资者关系管理是上市银行公司治理的主要环节,上市银行在资本市场实现合理估值,对于塑造银行形象至关重要。一是顶层设计,打造高效专业的投资者关系管理核心团队。投资者关系管理工作由董事长牵头,董事会办公室组织策划,形成上下联动的投资者关系管理体系<sup>[5]</sup>。董事会办公室通过与资本市场积极有效对接的方式建立好投资者关系,讲好上市公司经营故事,构建对外传递信息和对内反馈意见的双向传导路径,加强与投资者及潜在投资者之间的沟通,增进投资者对公司的了解和认同。在董事会办公室的全面指导下,各机关部室、分支行全面参与,分层施策,形成“董办主导、全行参与”的投资者管理体制<sup>[6]</sup>。二是制度构建,保障投资者管理制度的执行。学习全球知名上市公司的投资者关系管理理论与实践,借鉴战略合作伙伴的先进经验和做法,召开内部会议制定有关公司治理、信息披露管理、新闻媒体信息发布等多项制度规定,通过一套井然有序、畅通无阻的投资者关系管理制度体系,维护上市银行与投资者之间的关系。三是多元沟通,畅通交流渠道。在定期业绩报告发布后,迅速召开业绩发布会和投资者会,积极主动向市场提供公司信息。不定期结合投资者关注热点以及银行经营亮点和特色,主动配合媒体的采访,回答公众的提问,掌握对外发布信息的主动权,使投资者更深入地了解银行企业文化<sup>[7]</sup>。

### (四)探索尝试“虚拟股权”等新型股权激励策略

管理层和员工持股可以使企业员工的利益与公司的长远利益绑定起来,使员工享有剩余索取权的利益分享机制和拥有经营决策权的参与机制,也

是上市公司主动进行市值管理的重要手段之一。关于员工持股这项股权激励计划,尽管暂时未获监管部门批复,但是招商银行、交通银行和民生银行都相继对于员工持股作出了有益的探索和尝试。因此,在既有政策影响下,上市银行可以尝试建立虚拟股权激励制度。虚拟股权是由上市银行单方认可的员工股权,不是法律上员工拥有所有权的股权,而是上市银行和员工通过契约方式约定的一种具有激励性质的股权,因此不会进行工商登记。在员工离开企业时,股票只能由上市银行回购,清除该员工在上市银行的一切权益。上市银行董事会办公室负责员工股份的托管和日常运作,设置员工持股名册,主要记录员工所持股份数额、配售和缴款时间、分红和股权变化情况。在调离、退休以及离开公司时,将由董事会办公室回购股份,所回购的股份会转做预留股份,股票的回购价格可以定为上年的每股净资产价格。在上市银行经营业绩较好时,可以在完成预定支出后,从净利润中提取固定的份额作为持股员工的收益池。若经营绩效较差,则既不提取净利润,也不进行分红,从而在上市银行内部形成正向激励机制。

### (五)借助战略投资者的独特优势完善市值管理体制

上市银行战略投资者大都是国际先进技术和管理的载体,通过战略投资者的加入,银行能够在技术和管理上直接与国内、国际领先水平接轨,推动公司以及行业产品结构和产业结构的调整与升级,促进公司的技术水平和经营管理水平的提高。战略投资者的市值管理理念也将给公司惯性思维带来冲击,促进公司法人结构的治理和完善<sup>[8]</sup>。战略投资者参股公司有助于明晰产权关系、公司管理制度创新和实行法人结构治理。战略投资者将推动公司按照规则形成规范的公司治理结构,降低代理成本,改善经济效益。

### 参考文献:

- [1] 陆岷峰. 金融科技与长三角金融一体化战略研究[J]. 区域金融研究, 2020(1): 10-16
- [2] 陆岷峰, 徐阳洋. 数字小微金融: 产生场景与发展策略[J]. 西南金融, 2020(1): 28-36
- [3] 陆岷峰. 基于数字银行背景下数字信贷风险控制管理的战略研究[J]. 金融理论与实践, 2020(1): 11-16
- [4] 陆岷峰. 科技金融与金融科技: 相互赋能与共生发展策略研究——基于科技、金融、经济生态圈视角[J]. 金融

教育研究,2020(1):43-49

2015-01-16(F05)

[5] 陆岷峰. 数字员工:人力资源管理新风口[J]. 企业研究,2020(1):27-28

[8] 农村金融研究编辑部. 上市银行市值管理研究[J]. 农村金融研究,2010(10):4

[6] 耿伟. 关于加强上市银行市值管理的思考[J]. 中国银行业,2017(11):71-73

(责任编辑:刘 鑫)

[7] 交通银行. 交通银行市值管理实践[N]. 上海证券报,

## Thoughts on Systems and Mechanisms for Listed Banks to Establish the Consistency of Price and Value: Based on the Analysis of Accounting Reports of Eight Listed Banks from 2017 to 2019

LU Min-feng<sup>1</sup>, ZHOU Jun-yu<sup>2</sup>

(1. Head Office of Bank of Jiangsu, Nanjing 210000, China;

2. Zijin Industry Financial Development Research Institute of Jiangsu, Nanjing 210046, China)

**Abstract:** Chinese listed banks are the vanguard of commercial banks and also the top students of the capital markets. Outstanding listed banks not only need strong value creativity, but also efficient market value management ability. The accounting reports of 8 listed banks from the year of 2017 to 2019 were selected. Data analysis showed that the relationship between market value, profit and net assets of listed banks was not absolutely linear, and the profit maximization did not represent market value maximization. Over the past three years, the profit growth rate of listed banks has outpaced the overall market, but the capital market valuation has broken down substantially. This indicates that market value management of listed banks should not only improve net profit and reduce operational risks through rational industrial layout and high-quality business model, but also make the capital market more fully understand the company and improve or stabilize the valuation through effective docking with the capital market, that is to say, the essence of market value management lies in the interaction between industry and finance. Therefore, the market value management of listed banks should be driven by "industry+capital". The industrial end should speed up the comprehensive operation layout, and the capital end should effectively connect with the capital market, so as to establish the systems and mechanisms of price and value consistency.

**Key words:** listed banks; price and value; capital markets; systems and mechanisms