



王剑：寻找中国银行业的 “小而美”



意见领袖 | 王剑

核心观点

■ 美国中小行估值溢价明显，存在众多高估值的优质中小行

道琼斯 KBW 地区银行指数 PB 值相较于大型银行估值溢价长期维持在 50% 以上，甚至可以达到 100%。不过在经济大幅下行时期，中小行估值溢价会大幅下降，相对大盘也难有超额收益。因此，投资优质中小行宏观经济仍是核心要素。

■ 美国优质中小行虽大都位于经济较好的区域，但经营模式多样化，分析 5 家差异化优质中小行

硅谷银行主要服务 PE/VC 和高科技企业，投贷联动模式是国际认可的典范。第一共和银行聚焦于服务大都会高净值客户或潜在高净值客户，非常注重客户体验，致力于为客户提供优质的住房贷款服务。华美银行将视角聚焦于华裔客户，是全美以华裔为主要市场的银行中规模最大的，将业务拓展到中国。科默斯银行为中小企业提供工商业贷款，并大力发展财富管理业务。夏威夷银行经营模式传统，但具有独特的地理位置优势。5 家银行 ROE 均持续高于行业水平，其中资产质量优异是共有的核心优势。

■ 我国高盈利银行主要分为两类，一是纯线上互联网银行，二是深耕小微的城农商行

纯线上模式需要多维度海量数据为支撑，难以复制，目前发展较好的

都是大股东能提供数据资源的银行。小微信贷探索出了三种模式：人海战术+IPC 技术、信贷工厂模式、大数据风控模式。大数据风控基本上是大型银行在用，中小行普遍采用的是人海战术+IPC 技术，以常熟银行为代表的少部分银行则将信贷工厂模式与传统的人海战术+IPC 技术融会贯通，并逐步融入了大数据风控模式，即所谓的常熟小微模式。常熟银行将其模式成功复制到了村镇银行，证明了该模式可复制性强。

■ 看好小微赛道长期价值

我国经济步入发展新阶段，小微企业日益重要，政策向小微倾斜力度加大。加上过去几十年金融资源向大中型企业倾斜，导致小微领域金融服务严重不足，因此未来小微领域空间广阔。近年来部分中小行逐步探索出了优异的小微业务模式，在小微领域大放光彩，并且小微模式的复制性强，打开了银行的成长空间。当前，上市银行中常熟银行是佼佼者，张家港行“两小战略”持续深化，取得了重大突破。江阴银行 2019 年开始大力拓展小微业务，业务进展顺利。瑞丰银行始终坚持“支农支小”战略，依托德国 IPC 微贷技术，提炼出“三分三看三重”小微技术操作模式。

■ 投资建议（略）

■ 风险提示

1、疫情反复；2、经济下行风险。

目录

一、美国存在众多高估值的优质中小行

1.1 区域性小行享有估值溢价

1.2 高估值中小行盈利能力较强

1.3 5 家优质中小行案例分析

1.4 优质中小行资本市场表现

二、我国不乏“小而美”银行，但经营模式单一

2.1 互联网银行：纯线上模式

2.2 深耕小微的城农商行

三、看好小微赛道长期价值

四、投资建议（略）

五、风险提示



报告正文

一、美国存在众多高估值的优质中小行

1.1 区域性小行享有估值溢价

从银行指数来看, 道琼斯 KBW 地区银行指数 PB 值长期以来持续高于美国四大行 PB 均值, 估值溢价长期维持在 50% 以上, 甚至可以达到 100%。不过次贷危机期间和此轮疫情中估值溢价基本消失, 主要是经济大幅下行周期中, 银行板块面临巨大的经营压力, 市场对银行板块极度悲观, 导致所有类型的银行估值都会降到极低的水平, 也就不存在所谓的估值溢价。因此, 投资银行股宏观经济仍是核心要素, 在经济增长较好阶段, 中小行估值相较大型银行存在估值溢价。

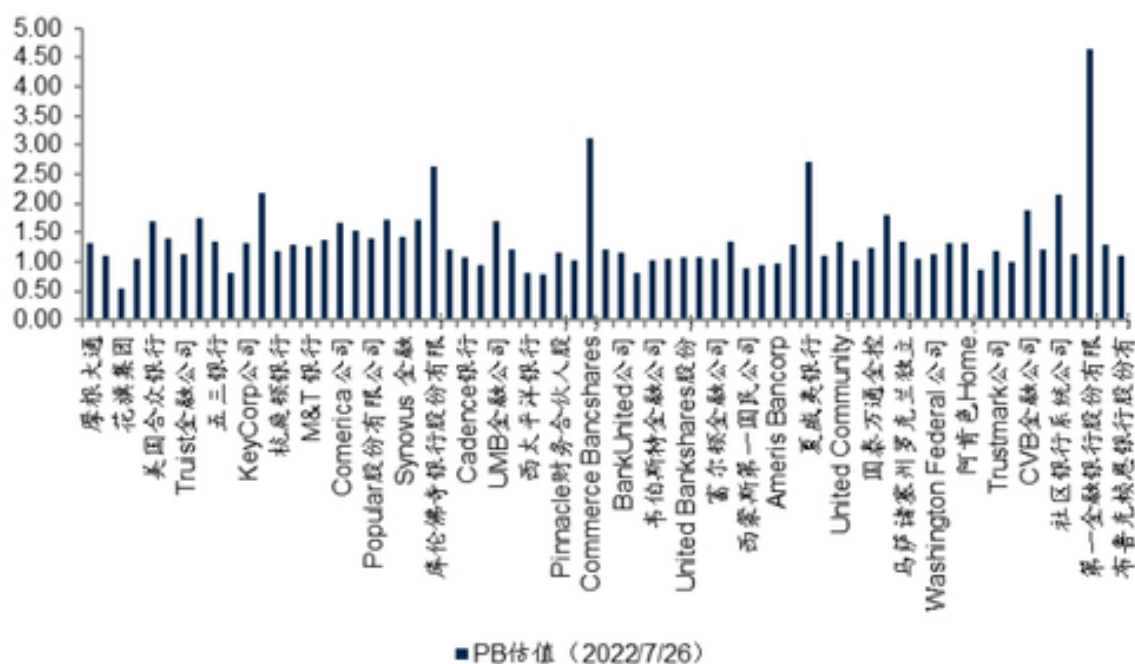
图1：美国 KBW 地区银行指数 PB 值较大行有较高的溢价



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：数据截止 2022 年 7 月 26 日，下同。

从个股来看,我们选取标普 500 地区性银行指数成分股和道琼斯 KBW 地区银行指数成分股作为中小行研究样本,可以发现中小行估值分化非常的大。截止 2022 年 7 月 26 日,第一金融银行股份有限公司 PB 值 4.63x, 科默斯银行 (Commerce Bancshares) PB 值 3.10x、夏威夷银行 PB 值 2.70x, 但联合银行 PB 值仅 0.80x、宾州第一国家银行 (FNB/宾州) PB 值仅 0.77x。

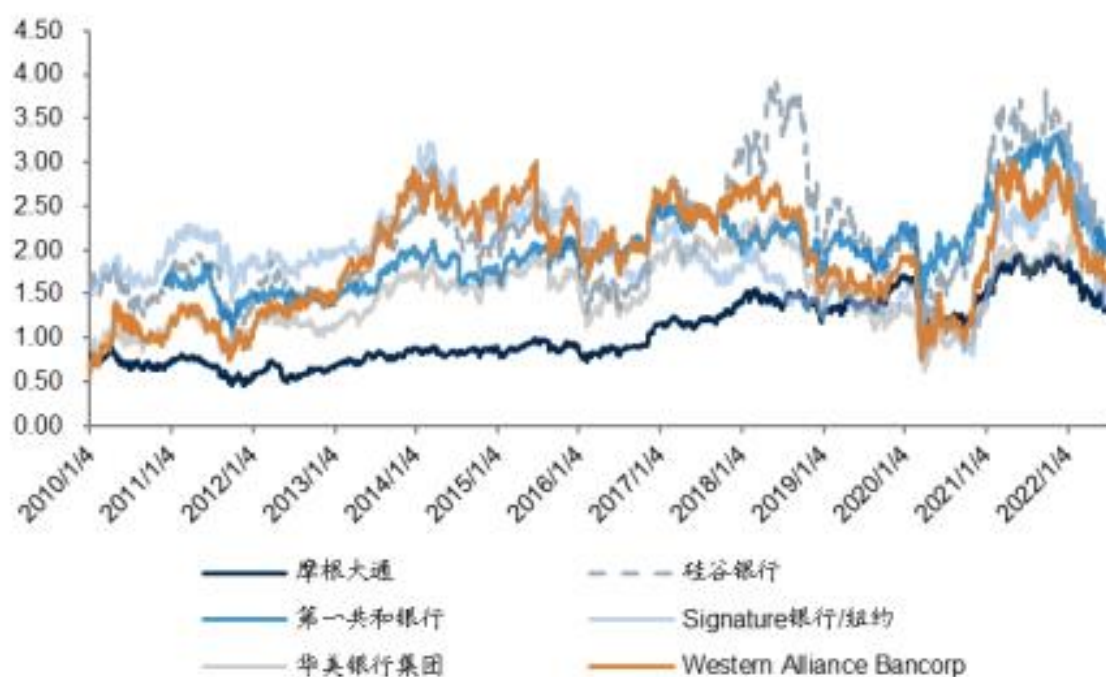
图2：美国部分上市银行个股最新 PB 估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

优质中小行筛选标准，过去一年 PB 均值高于摩根大通（近年来的优质大行）PB 均值 15%，且 PB 估值基本在 1.0x 以上的银行。按此标准，最终筛选出来 10 家中小行：硅谷银行（SVB Financial Group）、第一共和银行（First Republic Bank）、Signature 银行、华美银行集团（EAST WEST BANCORP）、阿莱恩斯西部银行（Western Alliance Bancorp）、库伦佛寺银行（Cullen/Frost Bankers）、科默斯银行（Commerce Bancshares）、夏威夷银行（Bank of Hawaii Corporation）、社区银行系统公司（Community Bank System）和第一金融银行股份有限公司（First Financial Bankshares）。

图3：部分优质中小行 PB 估值明显高于大行



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45349

