

上市資訊

2020年9月号（总第52期）

发行上市服务中心

2020年10月10日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

上交所召开2020年股权投资机构秋季交流会

上交所公示拟增补的科创板上市委员会委员候选人

科创板企业培育中心（上海）一期班

【专题研究】

上市银行估值研究报告

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、 股票发行融资情况

截至9月27日，今年上交所主板IPO上市企业61家，募集资金849.49亿元；科创板IPO上市企业179家，募集资金1853.95亿元。

2、 在会审核企业情况

截至9月27日，证监会按周公布的在审企业共计754家。其中，上交所在审企业345家（主板138家，科创板207家），深交所在审企业409家（中小板74家，创业板335家）。

3、 新增IPO申报情况

截至9月27日，今年新增IPO申报企业共计562家，其中，上交所289家（主板50家，科创板239家），深交所273家。

■ 债券发行上市信息

截至9月30日，本所2020年已完成公司债累计发行2581只，发行金额26957亿元；已完成资产支持证券挂牌1721只（按照挂牌证券只数统计），挂牌金额6180亿元；上交所各类债券挂牌数量已达19383只，比去年底增加4015只，增幅26.13%；债券托管金额已达12.26万亿元，比去年底增加21207万亿元，增幅20.92%。

【交流动态】

1、2020年9月18日，上海证券交易所组织召开2020年股权投资机构秋季交流会。45家头部股权投资机构参会并与上交所签署战略合作协议，上交所和中国证券投资基金业协会相关负责人参加会议。会议上，上交所向股权投资机构通报了科创板市场发展和审核最新情况。与会代表围绕细化红筹企业上市规则、优化股权投资机构减持、引进长期投资者、促进股权投资机构参与上市公司再融资、如何界定科技“硬”属性等进行充分交流，并就科创板进一步发挥改革“试验田”功能，更好服务新经济企业，助力国家科技创新提出建设性意见建议。

2、近期，上交所启动了科创板股票上市委员会委员增补工作，并于2020年9月24日公布了上市委增补委员候选人名单，预计新增聘任委员20名左右。本次增补上市委委员，主要基于三方面考虑：一是推进科创板建设。二是优化科创板上市委委员结构。三是保证科创板上市委平稳运行。

3、2020年9月24日，上海证券交易所发行上市服务中心与上海市科技创业中心联合举办了科创板企业培育中心(上海)高新技术企业政策培训及交流座谈会。为近20家有母子公司高企认定和复审诉求的学员企业，提供精准把脉、专项辅导。

【专题研究】

上市银行估值研究报告

上交所公司监管一部 韩嘉怡 张龔 张乐

商业银行是我国金融体系中的重要组成部分，在发展国民经济的过程中，发挥着调节经济、信用创造、融通资金、配置金融资源等重要职能。在资本市场中，商业银行也一直是稳定军心的大蓝筹。但是，上市银行普遍存在“高利润、低估值”的现象，截至2020年10月9日，36家上市银行中有27家股价破净，市场关注度比较高。本文梳理了A股上市银行的估值特点，探讨银行股估值偏低的原因，并结合近期金融让利的特殊背景分析可能对银行估值的影响，最后提出相应的思考和建议。

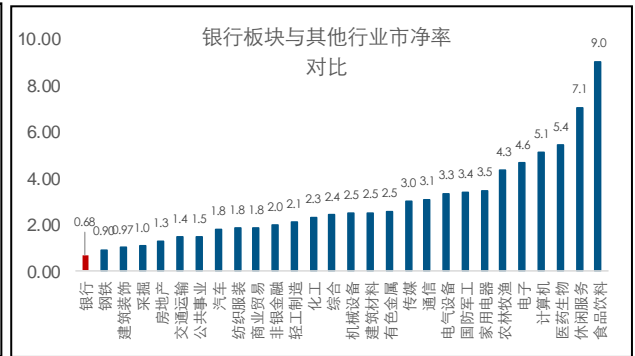
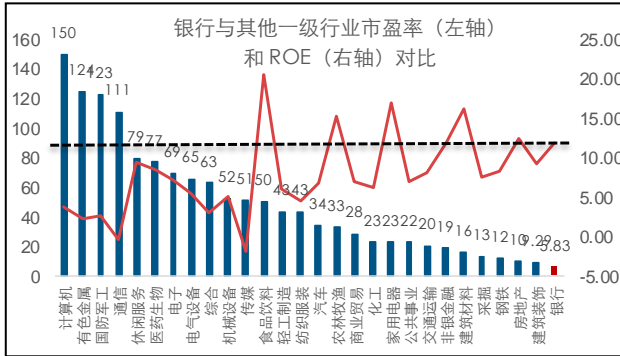
一、我国上市银行估值特点

目前，我国沪深两市的上市银行共计36家，其中沪市28家、深市8家。银行板块是A股第一大权重板块，但长期处于估值偏低的状态。2020年初至7月底，上证综指上涨7.34%，而同期银行板块指数下跌14.72%，走势不仅大幅落后于市场整体表现，还在28个行业板块中位列末位。

整体来看，我国上市银行估值表现呈现如下四方面特征：

一是横向来看，银行板块估值水平远远落后于与A股其他板块，与其盈利能力存在背离。2020年7月，上证综指市净率为1.50，市盈率为14.62，而同期银行板块市净率仅0.68，市盈率仅5.83。银行板块估值指标位列所有板块末位，且市净率

大幅落后于前一位钢铁板块的 0.90，市盈率大幅落后于前一位建筑装饰板块的 9.29。但同时，2019 年银行板块净资产收益率为 11.9%，位列所有板块第 6 位。



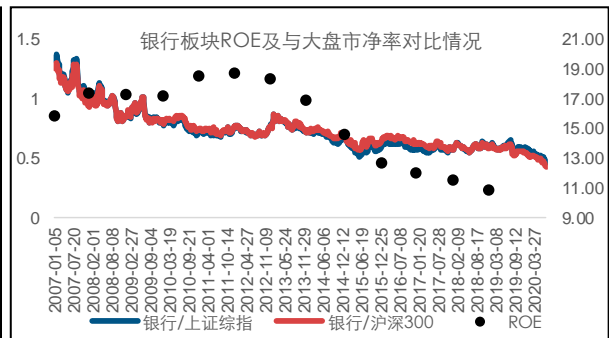
图一 银行板块与其他板块市盈率对比

图二 银行板块与其他板块市净率对比

二是纵向来看，银行板块近年来与大盘整体估值水平差距逐步拉大，当前的估值水平处于历史低位。2007 年银行板块的市盈率和市净率尚能与 A 股平均水平保持基本一致，而到了 2020 年相关指标已经下滑到了 A 股平均水平的一半，估值差距明显扩大。从银行板块自身来看，目前估值水平也处于历史低位，市净率位于近 10 年来 3.81% 的分位点。与此同时，银行板块的净资产收益率（ROE）水平近年来也持续下滑，自 2012 年峰值的 18.69% 下滑至 2019 年的 10.86%，与估值水平的变化趋势同向。

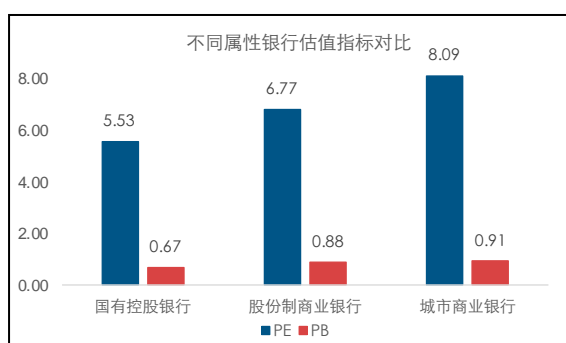


图三 银行板块与大盘市净率对比情况

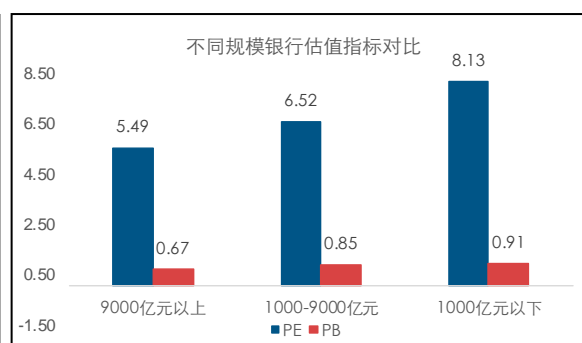


图四 银行板块 ROE 及与大盘市净率对比情况

三是不同属性、规模的银行估值水平存在差异，市值较大的国有控股银行估值偏低，具备市场化优势和经营特色的银行估值相对较高。目前 A 股国有控股商业银行、股份制商业银行和城商行农商行分别有 6、10、20 家，三类银行平均市盈率分别为 5.53、6.77、8.09，市净率分别为 0.67、0.88、0.91。分规模看，市值在 9000 亿元以上的 3 家银行平均市盈率为 5.49，市值在 1000-9000 亿元和 1000 亿元以下的银行市盈率分别为 6.52、8.13。



图五 不同属性银行估值对比



图六 不同规模银行估值对比

虽然银行板块整体估值水平偏低，但仍有部分具有经营特色、走差异化发展道路的银行受到市场青睐，估值表现相对优异，市盈率多在 9 倍以上。例如，招商银行坚持零售定位+优质产品，是银行零售业务龙头，当前市盈率 9.45；平安银行具备金融科技优势，打造“金融+互联网”智能化零售银行，当前市盈率 9.18；宁波银行具备区位优势，治理机制、激励制度完善，业绩呈现高成长性、高盈利能力、高稳定性，当前市盈率 12.69；常熟银行坚持“三农两小”的市场定位，深耕普惠金融的差异化发展道路，成为小微业务异地扩张领先者，当前市盈率 11.44。

四是与境外相比，国内银行板块整体估值水平更低，且下滑趋势明显。从全球范围来看，商业银行估值水平整体偏低，破净现象较为普遍。以美股上市银行为例，2020年7月标普500银行指数市盈率为7.75，市净率为0.80，两项指标均位于24个标普500二级行业板块末位。同期国内申万银行板块市盈率为5.93，市净率为0.64，再叠加A股整体估值水平更高的因素，国内银行板块的估值水平较美国市场更加偏低。纵向来看，除个别年份波动较大外，美股上市银行市盈率整体稳定在6-10倍区间，并未呈现出国内上市银行市盈率持续下降的特点。

对比重要银行来看，境外14家重要上市银行的市盈率均值、中位数分别为7.54、7.86，略高于A股银行，但市净率均值和中位数分别仅有0.65和0.51，低于A股银行。

二、上市银行估值偏低的原因分析

上市银行估值偏低的原因可以从内外部两方面来看，内部因素包括业绩增速平缓、经营模式自带较高风险等，外部因素包括投资者结构特殊、投资者对银行股的认知不足、A股市场估值结构不均衡等。

（一）业绩增速相对平缓、经营模式自带风险

在全球范围内，上市银行的估值整体都偏低，重要原因是银行的业绩增速比较平缓，同时银行业的经营模式自带较高风险。

业绩增速平缓。市盈率和公司当期的净利润并不密切相关，更加反映盈利能力的增长性。2019年和2015年相比，上

市银行的平均归母净利润同比增长了 21.9%，而 A 股全部上市公司的平均归母净利润同比增长了 34.2%。上市银行的净利润绝对值高，但成长性偏弱，可能抑制了估值。

上市金融企业的估值整体偏低，而银行板块的估值又明显低于保险和券商，重要原因之一是我国的传统银行业务市场渗透率已经很高，进一步发展的市场空间相对有限。以“每百万常住人口银行网点数”来衡量的话，全国的平均水平已经达到 163 个，部分省份超过 200 个。从融资结构来看，我国银行贷款占融资总额的比例超过 60%，而债券融资、股权融资等直接融资渠道占比仅 20%左右，与其他国家相比，银行贷款的占比明显偏高。近年来，鼓励直接融资也是整体趋势，银行贷款的占比呈现下降趋势。

经营模式自带较高风险。商业银行最主要的收入来源是利息收入，50%以上的资产是贷款，具有较高的信用风险。在多数市场，商业银行都受到比较严格的监管，对于资本充足率、拨备覆盖率等有很高的要求，以充分应对可能的风险。在强监管和高门槛的背景下，与其他行业公司相比，我国商业银行整体上反而呈现出低风险的特点，但近年来爆雷的包商银行、锦州银行等仍然提醒投资者银行业务本身的风险性不容忽视。

监管和政策对经营成果的影响较大。商业银行是宏观经济的基石单元和金融体系的关键核心，各国政府及行业自律组织往往会对商业银行进行严格监管，以强化银行体系的稳健性，防范系统性风险。监管部门对经营稳健性的严格要求，比如资本充足率的要求，在一定程度上可能制约上市银行的业务扩张

速度。

同时，商业银行的经营成果往往受政策影响较大，投资者难以对公司的业绩保持相对明确的预期。比如，2008年金融危机后退出的“四万亿”刺激政策，带来信贷宽松的同时，对银行的信贷资产质量产生了一定影响；再比如，近期为了支持支持实体企业“疫后”复工复产，金融系统将向实体经济让利1.5万亿元，其中降低制造业融资负担是重要的政策目标之一，而银行作为间接融资的主体，经营业绩也受到了比较明显的负面影响。

（二）投资者结构特殊，个人投资者少、国家队持股占比高

上市银行投资者结构概况。我国上市银行的投资者结构以一般法人为主，专业机构和个人投资者持股比例偏低，国家队持股比例相对较高。目前A股投资者主要分为个人投资者、一般法人、专业机构三类，沪市银行投资者中三者持股比例分别为1.03%、89.30%、4.69%，而沪市整体三者的持股比例分别为20.31%、72.88%、6.50%。从国家队持股比例来看，2019年国家队持有上市银行股份的比例为28.32%，大幅高于持股A股整体的比例13.09%。区分专业机构类型来看，公募基金持有上市银行股份比例偏低，保险、社保基金和QFII持股比例偏高。

投资者结构的形成原因。上市银行特殊的投资者结构一方面来源于其作为重要金融机构的战略意义，国家队持股比例较高；另一方面来源于其高分红、低波动的特点，吸引了偏好长期稳定收益的保险企业、社保基金等机构，但由于股价上涨预

期较低，基金、个人投资者等主体配置银行股的比例较低。

投资者结构对估值的影响。个人投资者较少、偏好长期持有的投资者较多，反过来会抑制银行股估值的大幅波动。最近12个月，A股上市银行的日均换手率为1.5%，仅为A股全部公司平均换手率的一半左右。整体而言，上市银行的中小投资者较少，股票交易活跃度偏低，一定程度上抑制了估值上升。

（三）投资者对银行股的认知不足

商业银行资产规模庞大，专业性较高，充分了解一家银行对于普通投资者而言存在一定的难度。资产分类、拨备计提、坏账核销等都会影响公司的经营成果，但即使是专业投资者也很难通过上市银行的信息披露准确判断其存量资产的质量以及计提拨备的计划，普通的中小投资者更是面临信息不对称的难题。对银行股价值的认知不足，可能直接导致投资积极性不强，抑制银行股的估值。

逆周期计提拨备可能增加经营成果的不可预期性。与境外市场不同，我国银行业拨备计提方式与资产质量周期相关性较弱，甚至具有一定的逆周期性，在经济扩张期反而会增加拨备计提力度，为未来业绩增长提供充足的安全垫。投资者较难通过宏观经济环境推断银行信贷资产的质量以及计提拨备的力度，增加了经营成果的不可预期性。

上市银行存在同质化现象，不利于吸引投资者深入了解。上市银行普遍具有体量大、盈利高等优质公司特点，但银行之间的同质化现象相对严重，特性不突出。即使是按五大行、股份制行、城商行农商行进行分类，每个类别内实力相近的公司

也不少。普通投资者对于上市公司的认知带有标签化的特点，倾向于深入了解有特色、有比较优势的公司，反而对“大而全”的优质银行股了解较少。上市银行中估值相对较高的公司普遍带有较强的个体特色，比如常熟银行专注当地小微企业、招商银行和平安银行的零售业务和金融科技、宁波银行的业绩增速突出等。

（四）A 股市场估值结构不均衡，大盘蓝筹股估值整体偏低

大盘蓝筹股普遍来看盈利能力强、公司治理合规、分红稳定，但在 A 股市场长期存在估值偏低的现象，银行股低估值也是此类估值结构不均衡的反映。

大盘蓝筹股的市盈率明显低于 A 股平均水平。截至 2020 年 10 月 9 日，上证 50 指数成分股的算术平均市盈率为 30.58，而全部 A 股股票的平均市盈率为 55.34。2014 年以来，上证 50 指数成分股的市盈率始终低于 A 股平均水平，甚至长期低于平均水平的 50%。

大盘蓝筹股的 H 股估值可能抑制了 A 股估值。大盘蓝筹股多为 A+H 股，H 股估值整体低于 A 股，可能对 A 股股价造成负面影响。截至 2020 年 10 月 9 日，上证 50 指数成分股中的 A+H 股公司，H 股平均市盈率大约为 A 股的 68%，仅有药明康德一家公司 H 股估值高于 A 股。对于银行而言，这个问题更加突出，14 家 A+H 股上市银行，除了招商银行以外的 13 家公司 H 股股价均破净，平均市净率仅为 0.43，约为 A 股市净率的 65%。

散户资金投资大盘蓝筹股的积极性不高。据 Wind 统计，

最近一年流入上证 50 指数成分股的大机构资金量约为 4 万亿，散户资金量为 2.8 万亿；而流入沪市 A 股公司的大机构资金总和为 10.5 万亿，散户资金总和为 19.2 万亿。整体来看，机构资金更偏好大盘蓝筹股，而散户资金的投资积极性相对较弱。

三、金融让利可能对上市银行估值的影响

银行股低估值一直是投资者关心的问题，近期提出的“金融让利”进一步加剧了这种担忧：本就低迷的上市银行股价是否会因为让利的影晌进一步下跌。经初步分析，我们初步判断政策性让利对上市银行估值的影响不会很重大。

6 月 17 日，国务院总理李克强主持召开了国务院常务会议，会议指出，要抓住合理让利这个关键，保市场主体，稳住经济基本盘，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。金融系统让利，最主要的主体是商业银行，2020 年半年报沪市上市银行的归母净利润同比减少 9.67%。金融让利的政策号召对上市银行的业绩产生了明显的负面影响，但对银行估值并没有产生重大影响，8 月 31 日半年报披露后的沪市上市银行平均收盘价较 6 月 16 日反而上涨 12.5%，较前一周 8 月 24 日的收盘价也微涨了 1%。具体可能有四方面原因：

其一，成长性比当期业绩更影响上市公司估值，偶发性事件对长期估值影响不大。商业银行 2020 年业绩下滑，主要是受到金融让利的政策号召，自身的经营情况并没有明显恶化。而金融让利的政策号召，又是偶发性事件新冠肺炎疫情的产物，目前并没有信息显示可能成为长期的监管导向。在此背景下，短期的利润下滑并不改变对商业银行未来的业绩预期，因

此对长期估值的影响相对较小。

其二，上市银行此次利润下滑主要是通过增加计提拨备，利好未来业务发展。商业银行让利的渠道主要有二，一是降低贷款利率，净息差减小导致净利润下滑；二是增加拨备计提和坏账核销，为未来加大贷款规模、支持实体经济做好准备，其中后者对净利润的影响更大。因此，此次上市银行利润下滑，更多是出清风险、改善资产质量的结果，反而利好估值。

其三，银行股投资者偏好长期持有。上市银行的股权集中度较高，前十大股东持股比例近 90%，持股主体以财政部、中央汇金、社保基金、保险公司等为主，个人投资者和私募基金占比较低。机构投资者在配置时更看重其稳定收益的特点，偏好长期持有，投资行为受短期业绩波动的影响较小。

其四，银行股具有固定收益属性，股价存在安全底。上市银行股票普遍具有“利润高、分红稳定”的特点，带有一定的“债券属性”。2019 年银行板块的股息率为 3.84%，一年期的贷款市场报价利率（LPR）为 3.85%，两者较为接近，股息率继续下行的空间不大。在分红比例稳定的前提下，银行股的股价下跌幅度不会明显超出净利润的下滑幅度，安全底较为明显。

四、思考和建议

上市银行估值偏低的影响因素很多，部分和商业银行业务性质和行业监管有关，部分也和 A 股市场的投资者偏好、估值结构有关，短时间内可能无法明显改善。但结合估值相对较高的上市银行案例，以及上交所的信息披露监管经验，上市银行可能通过如下途径在一定程度上改善估值情况。

（一）深耕细分领域，提升经营效率

如前文所述，传统银行业务已经成为红海市场，增设网点、增加业务人员等途径带来的业务增长空间有限。部分城商行和农商行处于成长期，当期业绩增速较快，但如果只是依赖传统业务的体量扩张，市场预期天花板效应将很快体现，估值方面的优势并不能维持太久。目前估值相对较高的上市银行普遍具有一定的经营特色，深耕细分领域，获得差异化的竞争优势。比如深耕所在区域、重点服务中小微企业的常熟银行、张家港行等；零售业务表现突出、金融科技融合较好的招商银行、平安银行等，还有制度优势明显的宁波银行等。

影响估值的核心因素还是在于公司的业绩基本面，并且未来的成长性比当期业绩更加重要。在传统市场发展接近饱和的背景下，一方面可以通过深耕细分领域、寻找新的发展空间，另一方面可以通过引入科技手段、改革管理制度等进行业务创新，激发企业活力，提升经营效率。

（二）积极补充资本金，提高抗风险能力和盈利能力

补充资本金在一定程度上可以改善抑制银行估值提升的两个问题——盈利能力提升的预期不足、经营风险较高。资本金是商业银行经营业务的安全气垫，宏观审慎评估体系（MPA）的监管框架下，银行开展信贷业务的规模受到资本金充足率的制约。充裕的资本金可以改善商业银行的资产结构，防范金融风险，同时为进一步的业务扩张做好准备。

近年来，商业银行以留存收益等内生方式补充资本金的增速放缓，而“股价破净”又限制了国有上市银行通过定增补充

资本金，可能陷入股价低迷的恶性循环。在此背景下，上市银行一方面可以积极使用永续债、优先股、二级资本债等途径补充其他一级资本和二级资本；另一方面，也可以通过短期市值管理、公开发行等方式，探索可能的股权融资途径，补充核心一级资本。通过积极补充资本金，可以推动商业银行提升估值水平，进而方便股权再融资，从而进入发展的良性循环。

（三）完善信息披露，加强与中小投资者沟通

投资者对上市银行价值的认知不足，是影响银行股估值的重要因素之一。完善信息披露、提高资产质量的透明度，可以帮助投资者更充分地了解上市银行，对于改善估值也有一定的作用。但从实践来看，要提高资产质量的透明度可能存在两方面的困难，其一是银行分支机构众多、资产体量庞大，资产质量的判断存在自主裁量空间，客观上难以确定可横向、纵向比较的统一资产质量标准；其二是商业银行在宏观经济中扮演了特殊的重要角色，其资产质量具有多方面的影响，因此在国内一直是“黑箱”式的存在，要打破这种行业惯例的做法，可能需要行业监管层面和证券监管层面共同的大力推动。

与此同时，上市银行可以主动加强与中小投资者的沟通，重点改善中小投资者对银行股价值的认知。中小投资者参与度低是导致上市银行股票交易活跃度偏低、进而抑制估值上升的因素之一。上市银行可以通过召开业绩发布会、接待投资者走进公司调研等途径，帮助中小投资者更好地了解公司的经营情况和市场价值，提高中小投资者对银行股的投资积极性。（摘编：黄玲）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：黄玲， 校对：张冯彬)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构