

雪球访谈

云蒙解读银行股一季报!

2016年05月03日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



云蒙

访谈简介

最近几天，各大银行纷纷发布了自家的年报和一季报，业绩差别悬殊。如南京银行一季度营收大增54.98%，净利大增19.48%；招商银行一季报营收增长14.79%，净利增长6.5%；中信银行一季度营收增长22.69%，净利增长2.49%；而工商银行一季度营收增长7.02%，净利只增长0.59%。

那么银行股的增速放缓由何导致？未来银行业的竞争格局会发生哪些变化？若经济继续下行银行会有哪些潜在风险？若经济复苏银行业是否也会慢慢崛起？

本期访谈我们请到了雪球人气用户银行股投资达人@云蒙来为大家解疑答惑~小伙伴们速来提问吧~

[\(进入雪球查看访谈 \)](#)

本次访谈相关股票：招商银行(SH600036),建设银行(00939),中信银行(00998)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

[问] Jfling:

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：港股如何操作，谢谢！

[答] 云蒙：

第一个问题有点像广告啊，别人会以为您是托的哈。我目前的持仓都在港股，杠杆在2.7倍左右，因为内银港股平均比A股银行便宜30%左右，而对于我这种会死磕银行股的投资者而言，虽然A股银行股也极其低估，但有10%的折价也会当做宝贝。对于投资港股，可以选择港股通，当然我更建议您用盈透证券来投资港股，因为好处实在太多了，红利税少一半、融资利率不到国内的20%、交易时间没有限制等等，今天的重点不是这个，具体就不展开了。

[问] feiyue798:

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：我想问一下，是什么原因让你放弃了自己坚守的信仰，放弃了持有时间长达十年之久的招商银行，转而购买中信银行的？其实我挺失望的。

[答] 云蒙：

这个问题让我挺难回答，否定自己是比较痛苦的事情。我确实是去年下半年开始卖了坚守近10年的招商银行，买入了中信银行港股，我想很多朋友知道，这个过程我花了近两个月的时间去思考和探讨，选择是件很艰难的事情，最后陆陆续续用了1-2个月的时间以一股平均换4.09的价格换到了中信银行，其实我觉得这个和我坚守银行股不矛盾。在我看来，就是不带情感，招商银行依然非常优秀，价格也依然非常低估，我是非常愿意持有招商银行的，但目前我看到的是中国银行业整体同质化非常严重，就拿2015年年报来说吧，我关注的12家银行股，他们的加权净资产收益率平均为16.40%，而最高的前三名兴业银行、浦发银行、建设银行分别为18.89%、18.82%和17.27%，而最低的前三名交通银行、中国银行、中信银行分别为13.46%、14.53%和14.55%。在同质化很严重的今天，估值却差别很大，我记得招行H换到中信H的时候溢价了80%多，现在好一点的银行相对差一点银行的溢价依然非常大。同时这两年我也有不少的变化，在价值投资的基础上引入了配对交易这个方法，而且过去的两年确实让我非常受益，年轻人总是喜欢尝试新东西，尤其是尝到了甜头，所以要是那一天尝到了苦头又会有新的反思了，再说一点，不是招行高估卖

出了，招行还是极其低估，只是其他银行标的实在太低估了，不得不忍痛割爱，我也想也期盼在不远的将来招商银行依然是我的主仓位，这家银行是值得持有的好银行。

[问] wanghanfeng:

关于\$招商银行(SH600036)\$建设银行(00939)\$中信银行(00998)\$，对@云蒙说：平安银行怎么看？看好和中国平安之间的业务整合吗？

[答] 云蒙:

说我自己的看法，我知道很多朋友看好平安银行，也知道葛卫东老大买了很多平安银行，平安银行目前的估值也只有8折多净资产，是非常低估的标的，平安银行我其实没有花太多的时间去关注，一方面是因为估值相对其他银行还没有到我想要的地步；另一方面我觉得平安银行的加权净资产收益率一直很低，他的快速发展更多来源于少分红和多融资；此外，平安银行的风格太激进，银行这个行业好歹也是十几倍杠杆运行的，小心驶得万年船吧。至于和中国平安之间的业务整合，我觉得当做一个概念就好，这么大体量的银行，没有一两块业务可以喂饱的。

[问] davidkc:

对@云蒙说：宁波银行一季报不良率较去年下降，南京银行一季报不良率较去年同期下降，是不是意味着国内部分地区不良贷款情况开始出现转折？

[答] 云蒙:

南京银行、宁波银行等城市商业银行，我们看到他们的财报数据是很漂亮的，不良贷款率很低，但是这些银行的贷款集中度比全国型银行高很多，地域集中行业集中十大贷款集中，跟当地政府有很强的关联，说句不好听的话，这些银行要么活得好好地，要么就会死得很难看，当然南京宁波重庆等这些地方区域经济发展很好，而银行股最好的风控是区域控制，我想东北的银行和山西的银行应该就会很糟糕。至于不良贷款是否会出现双降，我认为这个要看整个经济环境，如果能保持一季度的经济势头，不良贷款率这个单降在年末整个银行业是有可能环比下降的，毕竟总贷款这个分母增速还是很快的，但不良贷款总额的下降这个估计要到明年甚至更远，当然这个和核销大小也有很大的关系，总体上来看，我个人认为最糟糕的时期正在过去，4亿元疯狂放贷的恶果发酵也差不多了。

[问] 点点燎原:

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：近期您对建设银行情有独钟，建行相交其他有何优势？

[答] 云蒙：

是的，我在关注建设银行，严格意义上是盯上了国有大行，我发现国有大行虽然体制机制差，但保守也许不是坏事。过去的几年，5大国有行的信用成本，也就是总的不良贷款增加量加上核销量，股份制银行比国有银行多太多太多，甚至这个比例达到2倍，我们可以说五大行保守风控比较好，也可以说国有五大行财报作假，但我更倾向于前者。不是有句话说的好么，大行不要的贷款股份制银行接，股份制银行不要的给城商行接，城商行不要的贷款给民间地下钱庄等接，我在现实中也听到很多小行去抢大行的客户，因为大行都能审核通过，那么说明没问题，然后用差别化服务来抢客户。至于建设银行，他的加权净资产收益率仅仅输给了高杠杆的浦发银行和兴业银行，而建设银行的杠杆率是最低的，其核心资本充足率已经达到13.46%，这是我们原来银行不可想象的高度，当然最重要的还是价格，A股居然给了银行股最低估值，我也确实是想不通，港股的估值也要低一些，但与A股的价差就15%的样子，建设银行在港股中我给予的投资价值排序是第二名，在A股他是第一名。

[问] 窄小棵：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：中国银行咋样啊？

[答] 云蒙：

应该说，中国银行这些年是很糟糕的，原来那么优秀的一家银行被肖行长及其后任糟蹋了，中国银行已经和交通银行一样糟糕了，从历史数据看，其加权净资产收益率几乎每年都在垫底的前三名，不过比交通银行稍微好一些。以后会怎样这个不知道，不过目前的港股估值非常便宜，我也将其列入重点关注对象，还要注意的是中国银行海外业务很强，要是遇到一群优秀的管理层，还是有未来的，毕竟基础还在，银行同质化还是很严重，没有哪家银行的护城河是长期的，唯有不断前进和努力。

[问] FALLINXU：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：求教，国家大比例印钱投资，如果造成较大的通货膨胀，对利率对汇率对银行股有哪些影响

[答] 云蒙：

1976年布雷顿森林体系崩溃，签署牙买加协议，信用货币一统天下，各国开启了轰轰烈烈的印钞竞赛。对于银行而言，没有比印钞更好的利好了，印的钞票越多，银行的蛋糕就越多，而且通货膨胀利率会上升，银行的利差一般也会提升，资产大了息差也提高银行的利润就会大幅增长。当然了，如果通货膨胀到了老百姓无法承受的地步，就会引发各种危机，那么银行的好日子到头了。

[问] 井冈山洪湖水：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#)[\\$建设银行\(00939\)\\$](#)[\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：从企业经营角度，感觉你不是很看好交通银行，请问为什么？

[答] 云蒙：

直接说我的观点吧，所有的银行中，最糟糕的就是交通银行，不知道这些年交通银行在做什么，没有什么建树也没有什么特色，加权净资产收益率几乎年年垫底，看其他各方面数据也一直相对要弱一些，不过目前的估值也是垫底，其港股的估值只有0.55PB。但是再差一点也抵不过好价格，这是我看好交通银行的原因，目前我已经持仓一部分，加入我的投资价值排行榜前五。交通银行这些年这么烂，确实要好好改革了，好在有混业所有制改革的预期，未来的路怎样不知道，但目前的价格确实很便宜。

[问] 闲云野鹤笑春风：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#)[\\$建设银行\(00939\)\\$](#)[\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：两个问题：（1）招行2015年第四季度报表业绩不佳，2016年一季度的业绩又亮瞎眼（出乎许多人的意料），能说说为什么吗？我感到有人为调节的因素，不知对否。（2）有人说过去几年招行尽显疲态，股价跑输浦发，有“廉颇老矣”之嫌。我却认为，这是因为招行前几年一直在转型，零售银行的成本相对较高，需要其他方面的业务的利润来填补，导致前几年招行的业绩平平，股价表现也不突出。现在，招行转型基本完成，明显领先同行，进入红利的收获期。投资招行正当时。我这种看法有道理吗？

[答] 云蒙：

我很想多朋友都知道我在今年2月是不断将中信银行换回招商银行的，我原来的想法是4.09倍换到中信银行，然后在3.3倍换回来，结合2.5倍的杠杆也能赚个50%，当时

我换回来了48万股大约1半的招商银行，结果出了一个业绩快报，很快我就清仓了，当时清仓的理由很简单，四季报单季度报告那么差，非息收入下降那么快，说明前三个季度报表很多是一次性收入，所以财报没有想象的那么优秀，因此换回来的价值中枢调整为中信比招行3:1的样子。结果一季报又让人亮瞎眼，去年四季度非息收入只有96亿，而一季报为239亿，这山峰山谷坐的让人摸不着头脑，我想大家都感觉不排除有人为调节的因素，唯有继续观察了。

对于招行过去这些年，如果从净资产收益率角度看，招商银行是比浦发银行和兴业银行弱一些，从规模和净利润角度看，由于分红多融资少速度也要慢一些，再加上这几年招行发展方向波动挺大，前两年大家对公吃肉的时候招行只喝了一点汤，然后两小业务和对公发力，挨打一点也不比别人少，看看最近三年的核销就知道了，好在招行的零售带来的系列基础很好，各种优势还是比较明显，至于说转型成功，这个真不好说，招行说的是轻资产运转是永远的目标，这一点招行做的也确实不错，内生性增长基本实现。还是那句话，综合来看，没有比招行更好的银行，也没有比招行更值得长期持有的银行，目前只是价格相对其他银行贵了一点，严格意义上不是招行贵了，而是其他银行便宜得不像话了，不得不卖出招行买入其他标的，仅此而已。

[问] 天下来宾之经典：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#)，对@云蒙说：招行和建行的营收/总资产这个比值是银行中最高的，说明赚钱能力很厉害，但净利润/总资产这个值与工行比就差不多了，这是什么业务导致的呢？也就是招行和建行的营业费用为什么比较高呢？

[答] 云蒙：

别太在意营业收入这个指标，我以前犯过错误，太看重这个指标，营业收入转化成利润要减去拨备，还要减去业务管理成本。您说的这三家银行由于都较高分红和没有融资，看利润增速也可以，但最好还是看净资产收益率，ROE这三家银行差别不是太大，都是中国银行业的第一梯队，从过去6年数据看也是这个样子，这个是盈利能力强弱的最好指标，您看财报中也是将加权净资产收益率和总资产收益率作为盈利指标，没有将营业收入作为盈利能力的指标，增收不增利没有意义，增收是被融资摊薄股权也没有意义。

[问] 叶枫哥：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云

蒙 说: 1.决定某银行股优秀的是其企业文化、战略、基因, 还是近几个季度的财报?
2. 股价与其内在价值一般并不完全相关, 而是存在强者恒强的局面。不断搬到低估值的股票上会不会反而降低了收益?

[答] 云蒙:

决定一家银行是否优秀的是加权净资产收益率, 过去的加权净资产收益率是参考, 未来的加权净资产收益率是核心, 其实决定一家企业是否优秀的也是加权平均净资产收益率。至于您说的优秀企业搬到差一点估值低的企业是否合适这个问题, 我想这样来说一下, 招商银行很优秀, 但招商银行一定没有贵州茅台优秀, 招商银行的加权平均净资产收益率为17%, 而我印象中贵州茅台为26%, 2014年的数据招行为19%, 贵州茅台好像是30%多, 也就是说贵州茅台的盈利能力要比招商银行强得多, 而且未来三五年我想招商银行应该也不如贵州茅台, 但我们是否要卖出招商银行买入贵州茅台呢? 要知道招商银行港股的估值不到1PB, 而贵州茅台近5PB, 那么我们持有招行, 可以实打实的收益到17%, 而贵州茅台我们的收益只有 $26\%/5=5\%$, 这就是性价比, 用到银行股之间比较更好, 因为银行之间同质化总比招行和茅台严重吧, 而且可以想象的未来, 绝大多数银行的加权净资产收益率会在10-15%之间。

[问] 夜雨声烦:

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#), 对@云蒙 说: 你对银行每个季报的打分排名都会稍有变化, 但按道理, 银行的经营不会短时间发生这么大的波动。那么你怎么理解你分析的有效性? 谢谢。

[答] 云蒙:

是的, 一家企业的变化是缓慢的, 尤其是银行这种期限配置的行业, 要一两年甚至三四年才能看清好坏, 就是具体到一个季度很多时候银行的财报数据由于受拨备调节、分红融资、一次性收入、核销大小等而变化较大, 所以对一个季度或者一年的财报就断定一家银行好坏是草率的, 在评价银行的时候, 尤其对于加权净资产收益率这个盈利能力的评价, 我采用过去6年的数据来加权处理, 最近的年份权重大一些, 越远的年份权重小一些。在这个基础上, 我们还要考虑管理层、企业文化、企业发展方法、企业用人体制机制, 创新管理、社会美誉度等各方面给予一定的修正, 换句话说, 财报是一个很重要的参考, 但绝对不是用财报来直接决定交易, 这就是为什么我对招行在财报已经体现其优秀且给予了较大溢价的基础上, 还要给予一个优秀溢价, 我是想把我这个优秀溢价算清楚, 算算自己到底可以给予多少溢价, 为未来的负债买多少单。

[问] 夜雨声烦：

关于[\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$建设银行\(00939\)\\$](#) [\\$中信银行\(00998\)\\$](#)，对@云蒙说：中国的银行业同质化比较严重，除了风控体系，各家银行有没有真正的护城河？

[答] 云蒙：

回答这个问题暂时结束吧，我认为银行股的同质化非常严重，而且这种严重还在继续，我不认可现在银行股有任何别人不可逾越的护城河。一是我们国家的银行监管非常严格，很多创新都是在做一些监管套利的事情，我们几乎没有衍生品，我们银行不让投资，就是一个债转股还是沸沸扬扬，央行银监会和各类专家学者的眼睛天天盯着这些银行。二是银行的主要收入来源还是息差，很多非息收入确实有，但都是和贷款密切联系，没有存贷款这个根就没有非息收入这个枝，而且我们从国家层面在限制各种收费，我们这个的老百姓从骨子里舍不得花小钱的，宁愿1万元活期存款一年不动损失几百元也绝对不能给予取款收2元手续费。三是存贷款等各种收入，这些都是没有什么门槛的，马蔚华自己都说过，只要肯给利息，什么存款都会有，只要肯放贷款，什么利率都会有，真正的差别是体现在收益和风控的平衡上。四是从业务角度看，不管是同业业务，还是对公业务，又或是最难的零售业务，真的有那么大区别吗，兴业银行的同业业务现在的应收款项类投资，看看各股份制银行的拼命追赶，护城河在哪呢？现在的零售业务，在很多银行看来也是是不太赚钱没有去发力，真正要模仿起来，我想也会比较快。我们大家都是银行的客户，我们真的觉得银行有很大的差别吗？如果我们都是企业主，我们会因为哪家银行好而多给与贷款利息吗？当然，也不能说一点差别也没有，这个差别就体现在负债端的低成本优势上，体现在资产端的风控严格上，但是负债端的低成本往往需要付出更多的人工成本，资产端的风控往往需要牺牲一定的息差。所以，目前角度看，中国的银行业同质化依然很严重。

（完）

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

没别的
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里