

个股研究报告—招商银行 600036

也许在一般投资人的世界里，银行绝非成长股，银行股长期低市盈率、甚至破 1 的市净率，或许已经让各位投资人的投资神经麻木了，不再敏感。确实是，作为国民经济镜子的银行业，利润整体增速普遍下滑，已成为不二的共识。随着宏观经济的走弱，GDP 增速一再下降，因此，行业整体收益率的下滑，自然而然地归因于中国经济增长从高速向中速换挡的外部因素，当然，也有银行自身规模扩张后内在的收益率均值回归压力。

众多坚定持有银行股的投资者，或许认为银行股值得投资的理由就是超低的 PE。但是，银行股真的如大家所说的没有成长弹性，投资银行股只是贪图其 PE 便宜吗？如果不知道一个企业的基本面价值，不知道其底线在哪里，那又凭什么去买入和卖出呢？如果现在给你一笔钱，让你必须在众多的银行股中选择一只且仅一只投资，你又是如何做出投资决策？

翻开 A 股上市银行 2017 年报，不难发现，招商银行 2017 年净利润同比增长 13.24%，位居所有国有、股份制上市银行榜首!!! 甚至过去十年（2007 年至 2017 年），招商银行营收和净利润的复合增长率分别为 18.35%和 16.57%，成不成长不言而喻。

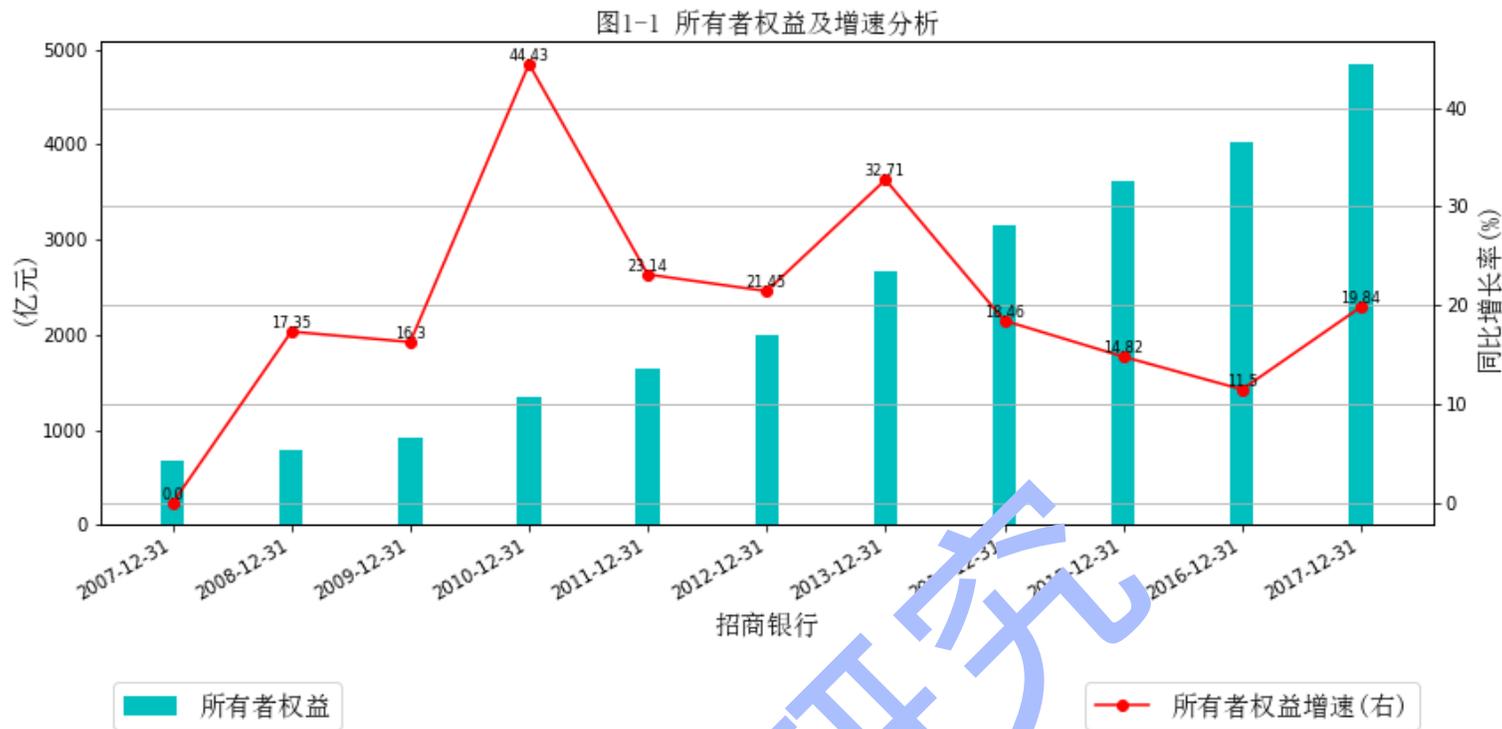
其实这两年越来越多的朋友问我如何看待银行股，甚至问银行股有没有值得投资的标的，空间还有多少？值得肯定的是：可以反映出大家不再像以前那样冷漠看待银行股，变得越来越价值了。但是，每当我遇到这样的问题，我心想，如果不跟你讲一天一夜，恐怕我都解释不了我的思路，而简单回答的话，又毫无意义，然后默默地回答：改天找个时间跟你探讨，工作实在是忙，请见谅！

于是在此，本人与各位银行股投资朋友一起分享我多年的研究思路，不足之处也恳请各位高手留言指出，共同进步。一共八章，分为上篇（1-4）、中篇（5-7）、下篇（8）。上篇为基础篇，主要通过从权益表（股东投入与经营积累下来的钱）、负债表（吸收或借来的钱）、资产表（钱怎么用）、利润表（经营收益）等财务报表介绍银行的业务以及行业术语；中篇主要是经营竞争力分析、风险监控与资产质量分析、人力及业务等深度探讨；下篇主要是估值定价。

上篇

1 权益表-钱从哪里来 1

1.1 所有者权益及增速



1.2 所有者权益类别结构

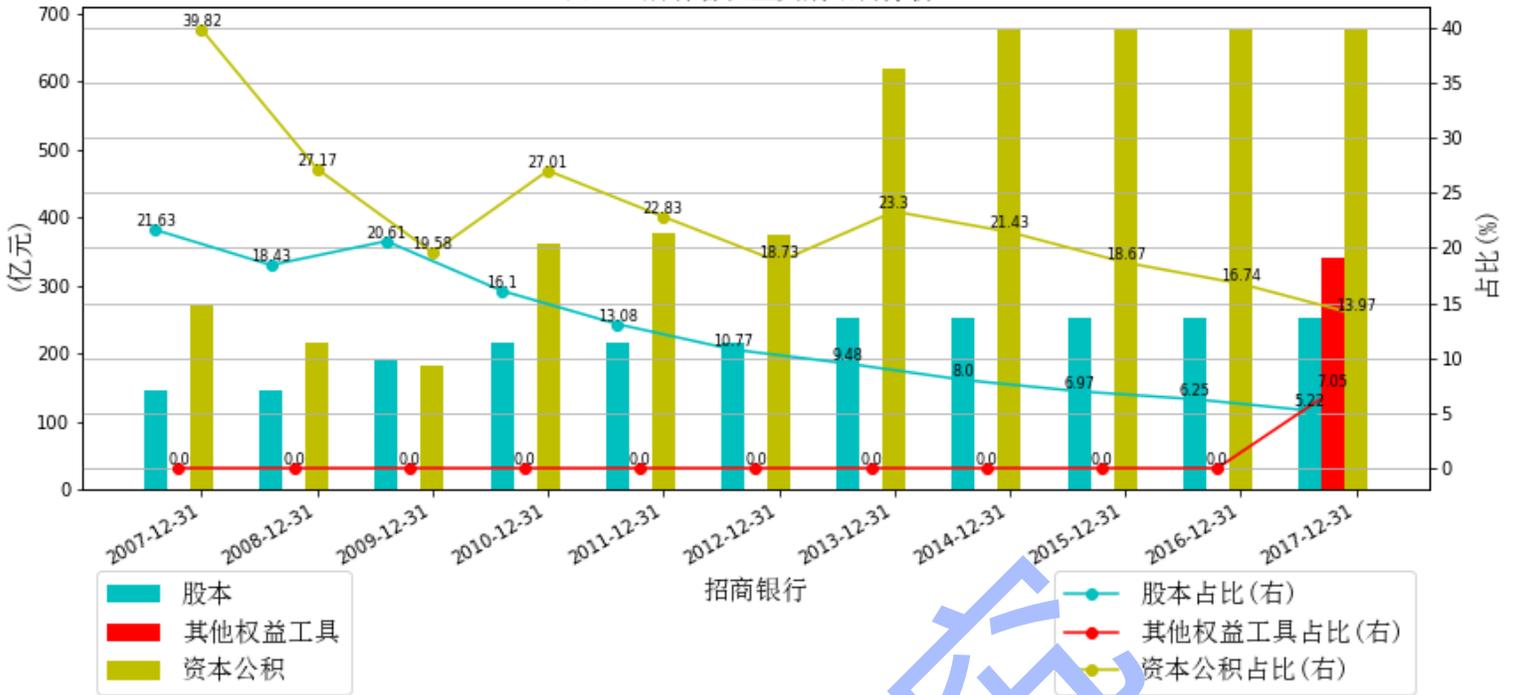
(1) 所有者权益类别结构 1

股本： 股东投入资本总额，企业股本变动通常有： 股东新增投入、资本公积转增、未分配利润或盈余公积送红股，债转股显然属于股东新增投入类别。

资本公积： 属于股东的，但不是企业通过生产经营赚来的。因此，资本公积转增股本时，不征收所得税；然而，未分配利润或盈余公积送红股，是用经营赚来的利润转为资本投入，那么股东收到的红股，需要上缴所得税。

其他权益工具： 对于目前我国的银行业，其他权益工具一般指的是优先股。

图1-2 所有者权益类别结构分析1



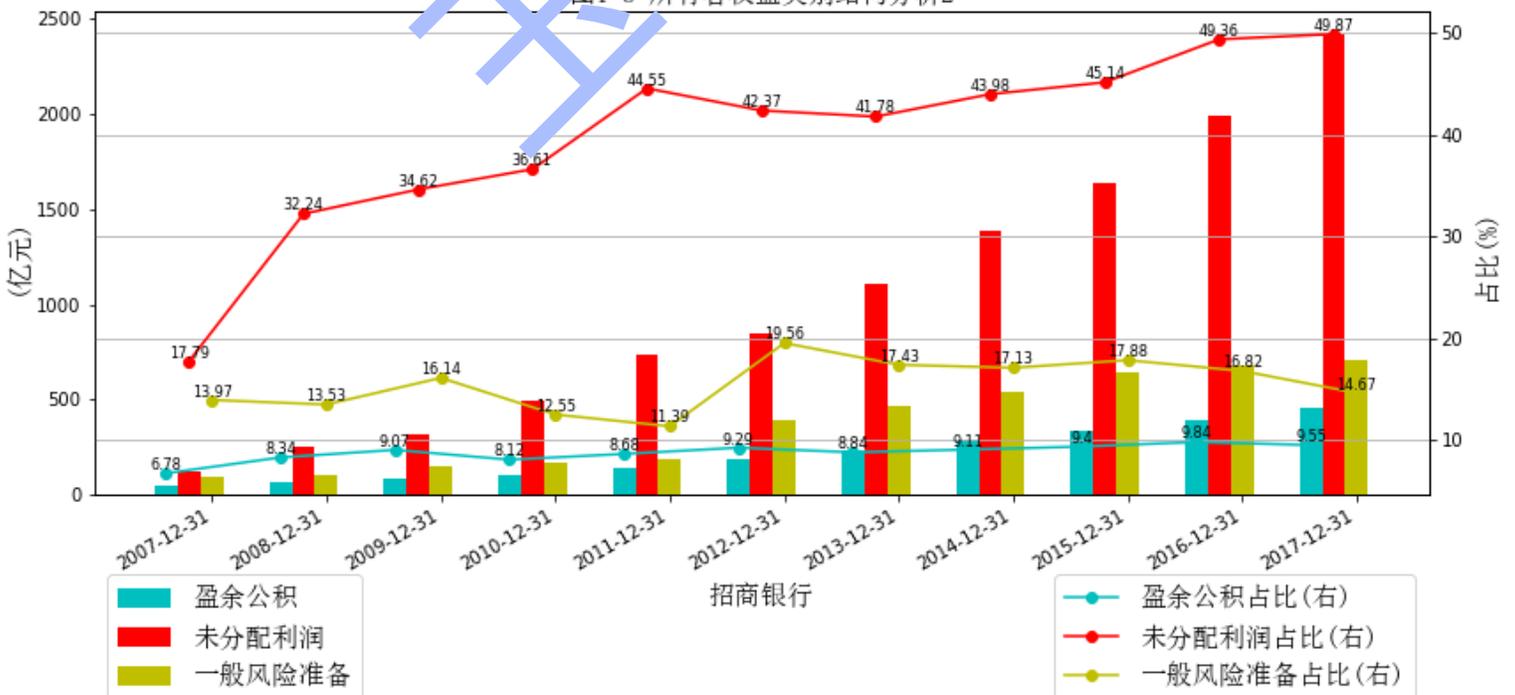
(2) 所有者权益类别结构 2

盈余公积：用于企业发展而从经营利润中提取出来的部分，包括法定盈余公积与任意盈余公积。法定部分计提规则： \geq 当年利润的 10%，当然，如果计提累计 \geq 注册资本的 50%，可以停止计提。盈余公积送红股后的剩余数量必须 \geq 注册资本的 25%。

一般准备：金融行业专属的盈余公积。2012年起，银行业一般准备必须 $>$ 风险加权资产年末余额的 1.5%。

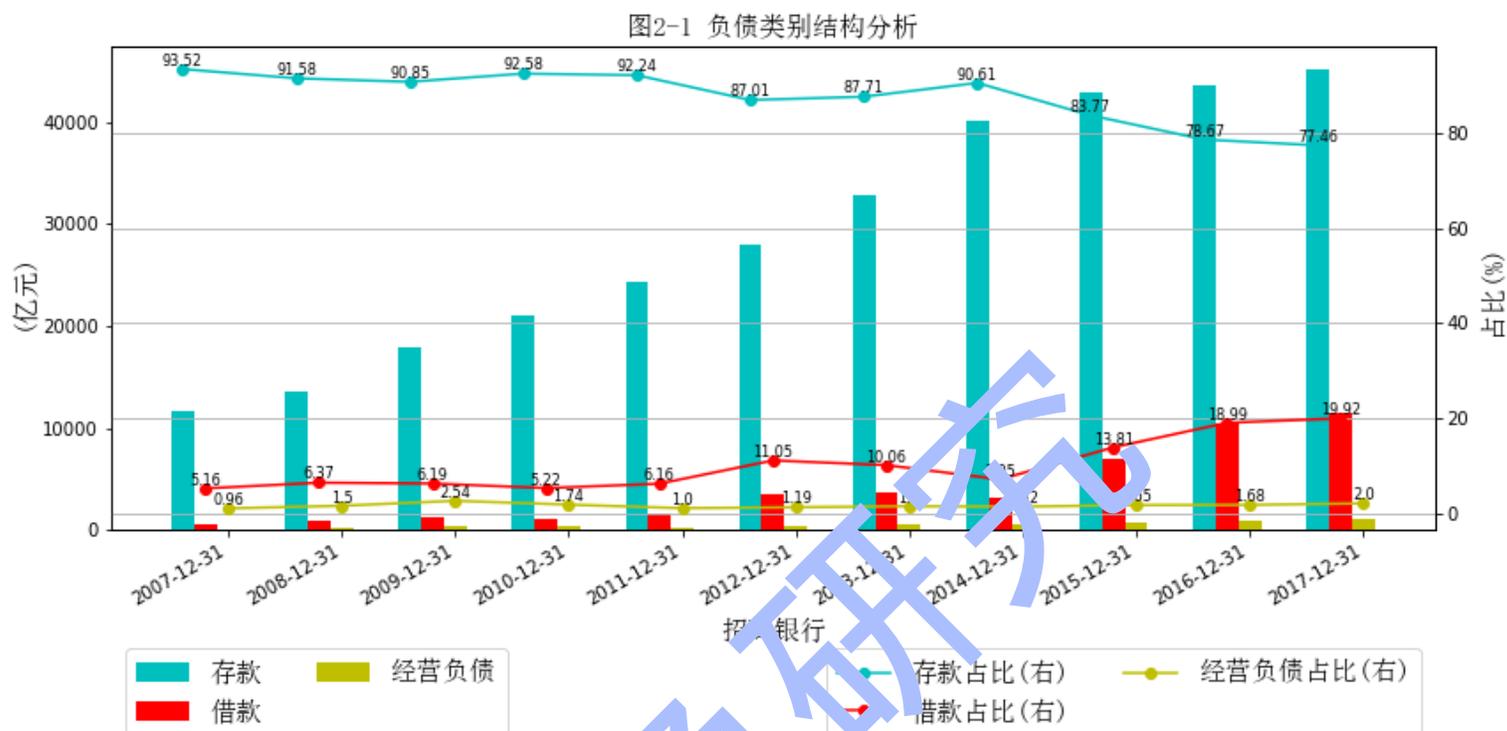
未分配利润：企业赚的，减去盈余公积与一般准备，剩下任由股东自由支配的部分。

图1-3 所有者权益类别结构分析2



2 负债表-钱从哪里来 2

银行的资金来源，除了股东投入的、历年经营积累下来的所有者权益，另一个重要的途径就是负债。负债可以概括为三大类：存款（同业及其他金融机构存放款项、客户存款）、经营负债（应付职工薪酬、应交税费、递延所得税负债及其他负债）、借款（向央妈借款、同业拆入交易性金融负债、衍生金融负债、卖出回购款项、应付债券）。



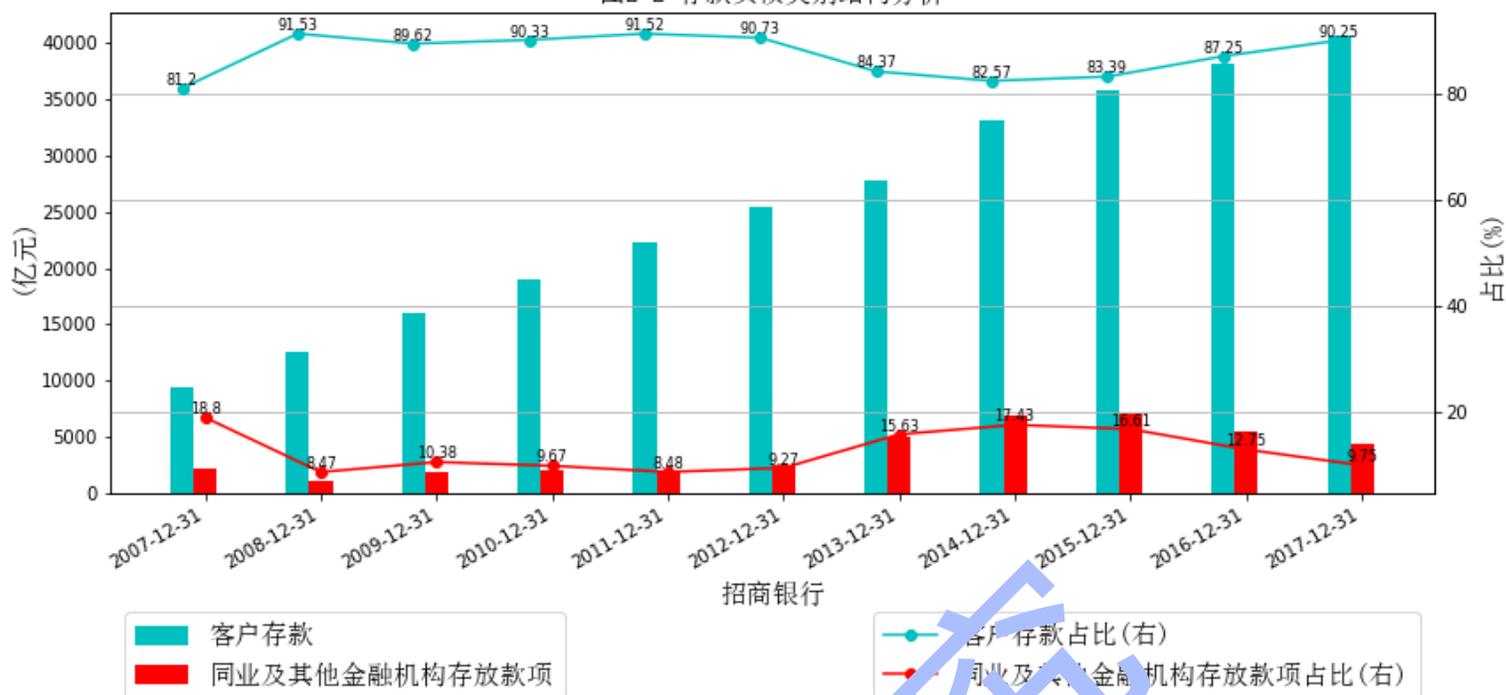
从上图可以看出：总体上，存款负债占比呈现下降趋势，但是，依然保持在70%以上水平。相反，借款负债占比呈现上升趋势，从2007年的5.16%上升到2017年的19.92%。截至每期末经营活动产生的应付款项经营负债占比较小，可以忽略不计。

2.1 存款负债类别结构

客户存款：指的是公司客户的存款，个人客户存款，包括保险公司的存款。

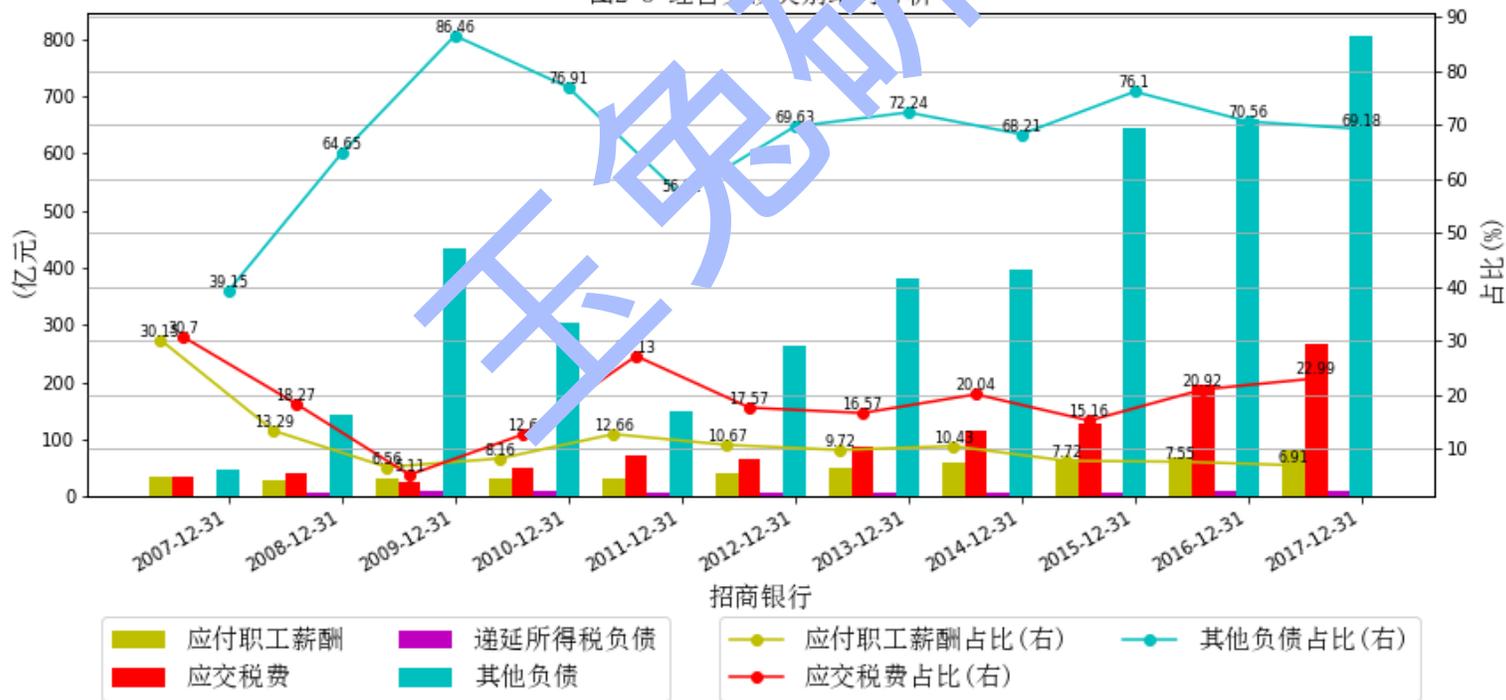
同业及其他金融机构存放款项：指的是境内外金融机构存款，不包括保险公司的存款。

图2-2 存款负债类别结构分析



2.2 经营负债类别结构

图2-3 经营负债类别结构分析



2.3 借款负债类别结构

(1) 借款负债类别结构 1

向中央银行借款：指的是在某种需求下，向中央银行借入的款项。央行向银行提供借款的工具主要有：SLF、MLF、SLO、PSL，解释如下：

SLF—常备借贷便利，又被称为“酸辣粉”，银行以国债、央行票据、政策性金融债以及高等级信用债进行抵押向央行借款。期限 1 到 3 个月。

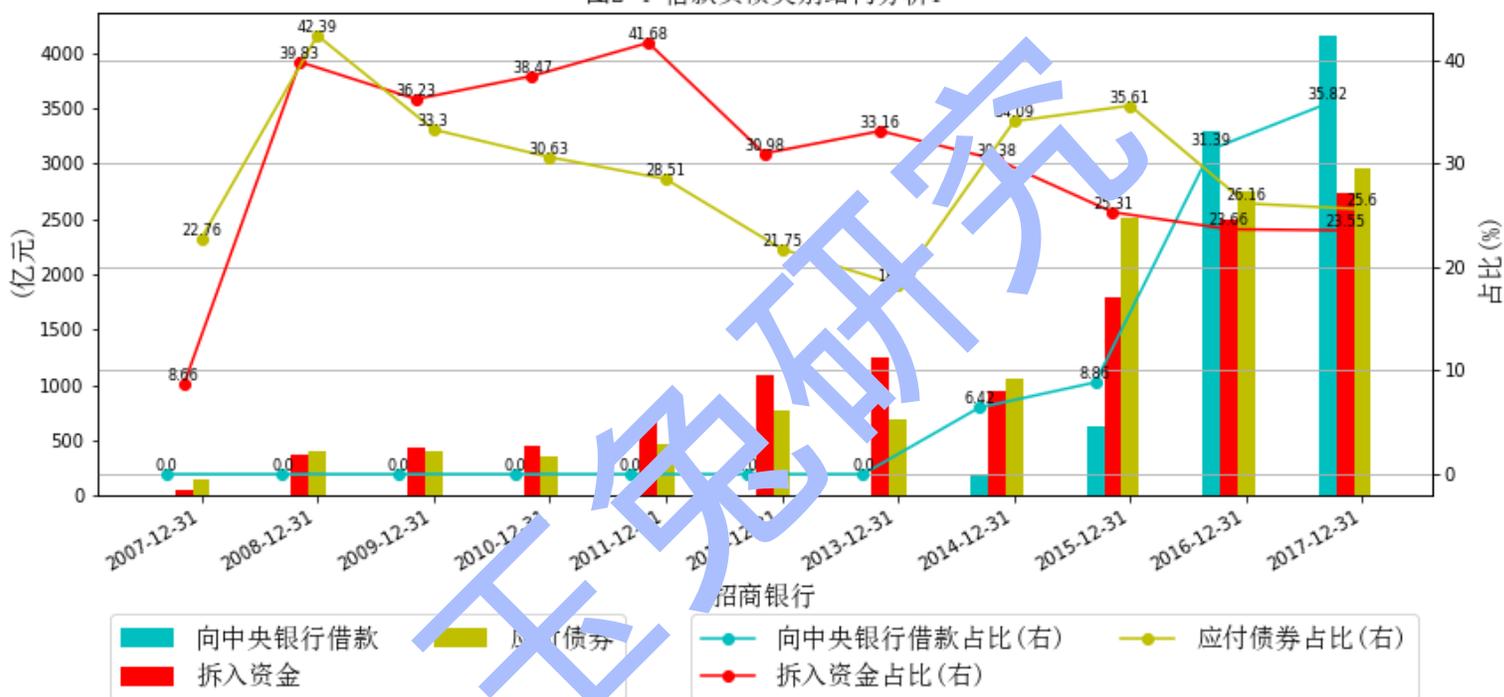
MLF—中期借贷便利，又被称为“麻辣粉”，与 SLF 一样，都是抵押借款融资，期限一般有 3 个月、6 个月、1 年，且能展期。比较重要一点是：MLF 一般都有贷款投向约束，比如限制投向淘汰行业。

SLO—短期流动性调整工具，又被称位“酸辣藕”，主要是对 7 天、14 天正逆回购的补充，作为央行 7 天以内流动性调节工具。

PSL—抵押补充贷款，又被称为“胖死了”，期限更长的抵押贷款，一般是 3 到 5 年。PSL 除了提供流动性，还能起到引导中市场长期利率的作用，读者自行思考。

拆入资金：指的是一家银行主动向银行间市场借入的钱，与同业存放不同的是，同业存放是另一家银行主动存入的钱。拆借期限一般有：隔夜、1 到 2 周。场所：上海银行间拆借市场。指导价格：上海银行间同业拆放利率，即 Shibor。

图2-4 借款负债类别结构分析1



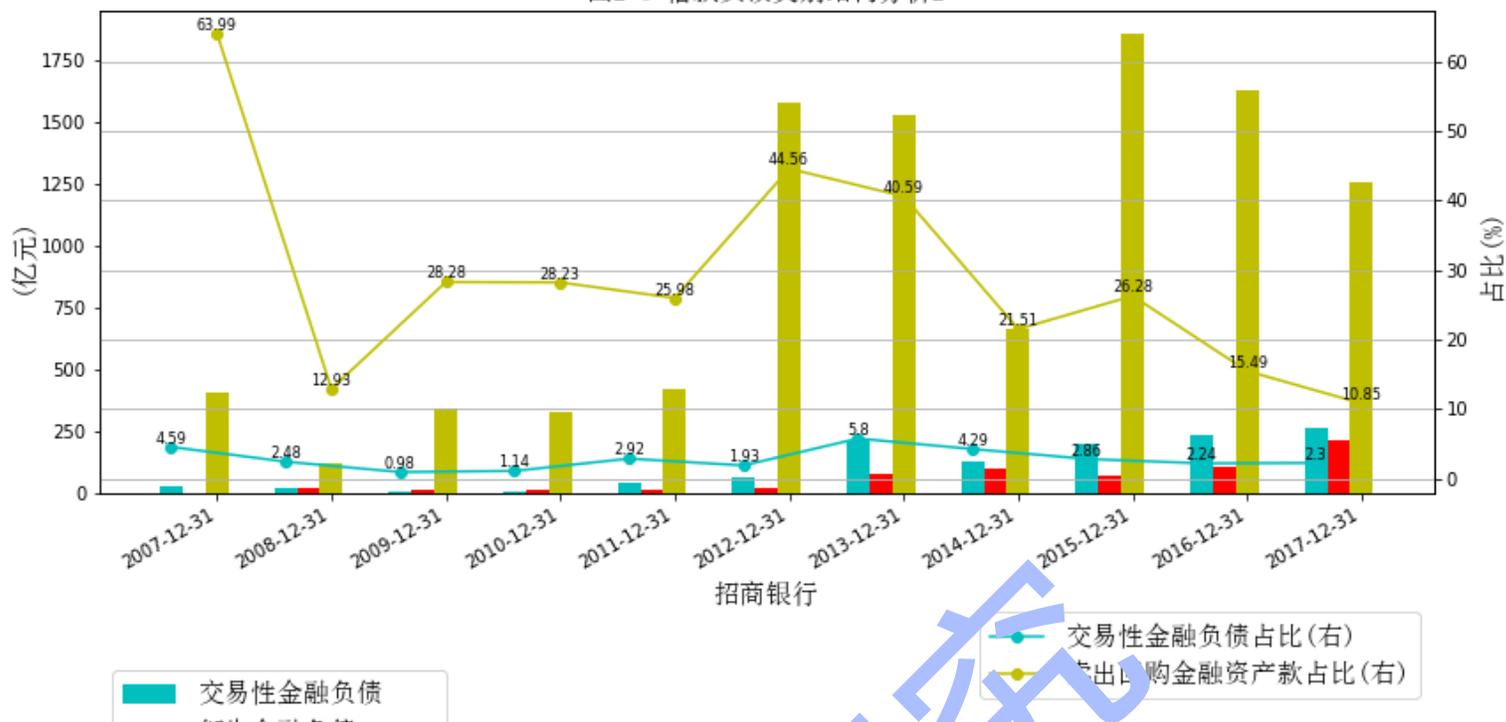
(2) 借款负债类别结构 2

交易性金融负债：以公允价值计量且其变动计入当期损益的的金融负债。

衍生金融负债：随着所挂钩约定对象价格变化而变化的金融工具，主要被用来做风险管理工具。

卖出回购金融资产款：本质是银行以持有的金融资产做抵押从另一家银行借钱，从而达到表内资产出表的目的。2014 年 5 月 127 号文件出台前，可以抵押金融资产包括：票据、债券、贷款等等，那么自然而然地银行可以将表内贷款资产进行转移到表外，降低贷款规模，以更高程度满足监管指标。127 号文件出台后，非标资产被禁止作为买入返售与卖出购回抵押品，意味着贷款资产也被禁止了。

图2-5 借款负债类别结构分析2



不难发现，127号文件出台后，卖出回购金融资产款借款负债占人2013年的40.59%快速下降到2014年的21.51%。

通过前文梳理，我们已经向大家回答了银行资金从哪里来，下文就接着与大家一起探讨银行获取的资金之后怎么用，配置的资产究竟有哪些。

3 资产表-钱怎么用？

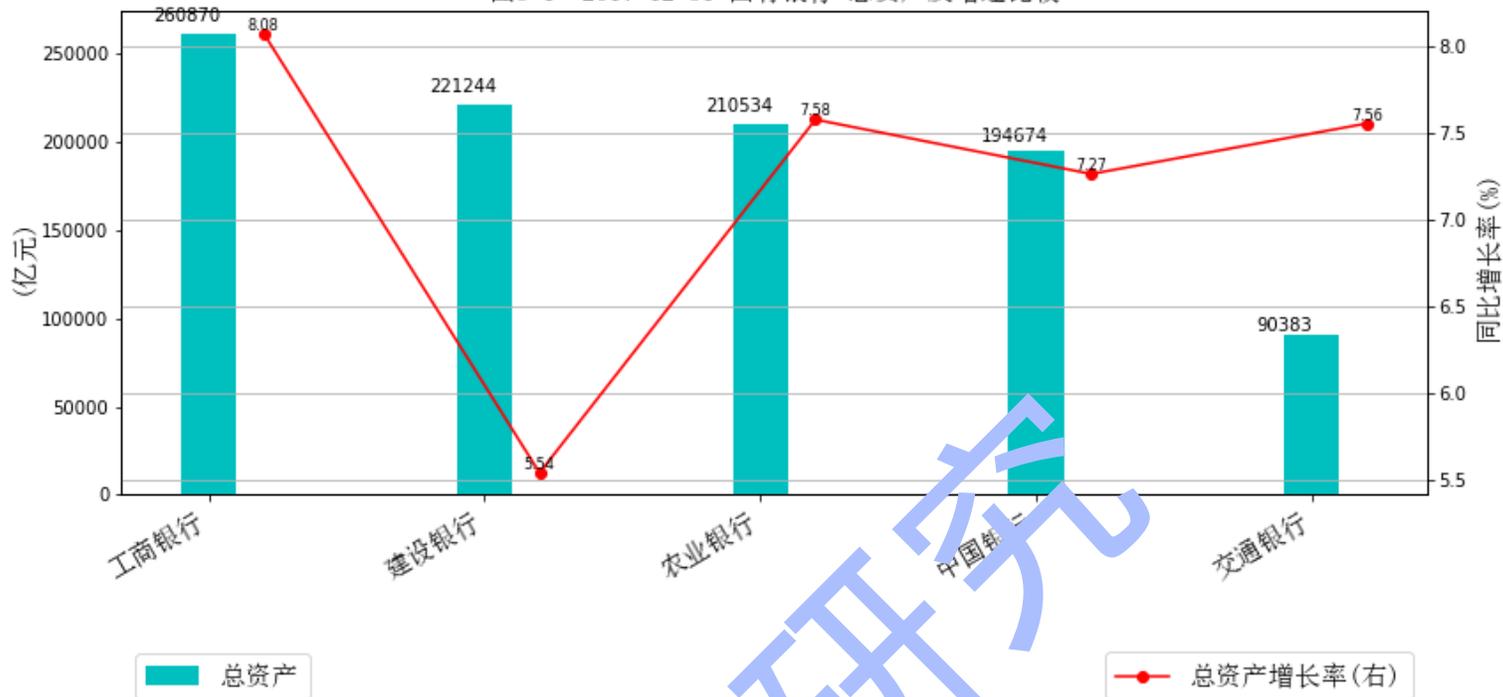
在了解银行获取资金之后如何配置资产之前，首先来看看上市银行业总资产及其增速行业比较，让大家对每一家上市银行总资产有一个初步印象。

3.1 总资产及增速

3.1.1 行业比较

(1) 国有银行

图3-1 2017-12-31-国有银行-总资产及增速比较

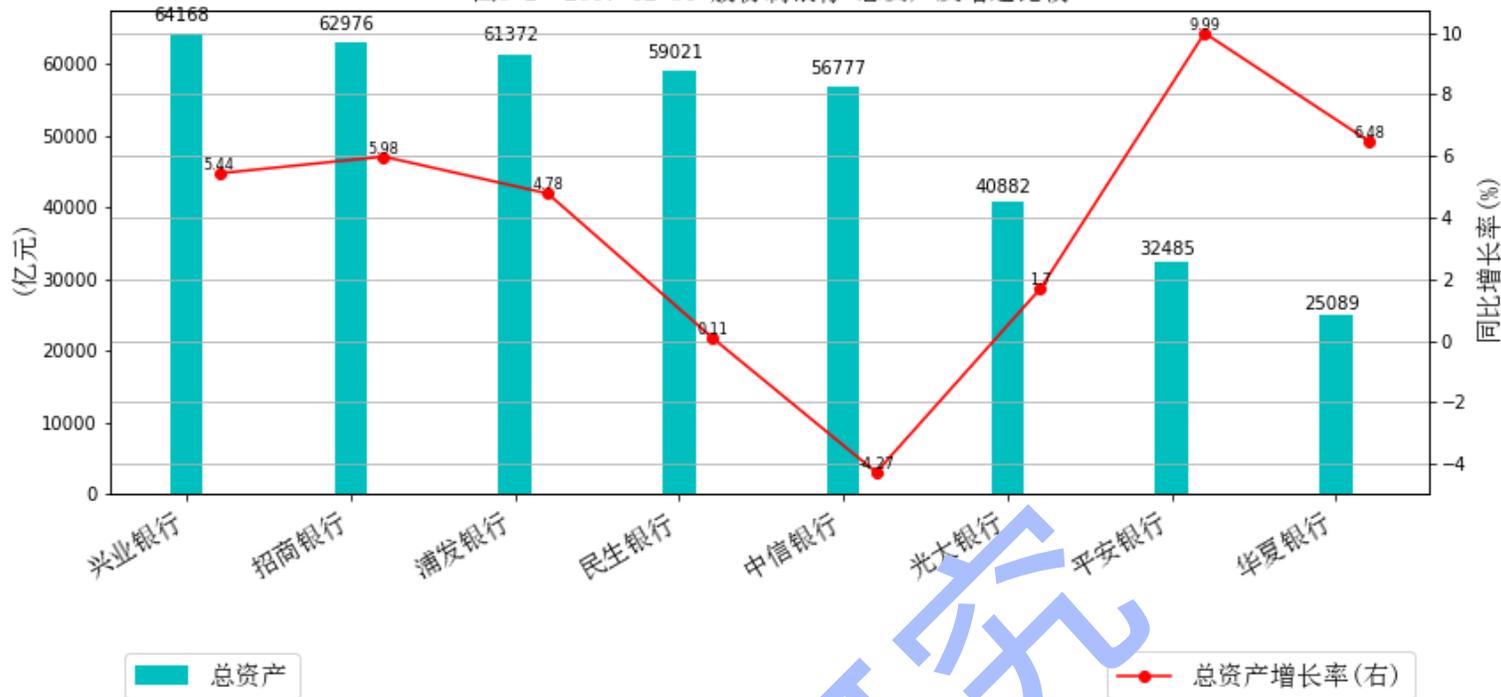


五大国有银行总资产规模自高到低排序分别是：工商银行 26.09 万亿元、建设银行 22.12 万亿元、农业银行 21.05 万亿元、中国银行 19.47 万亿元、交通银行 9.04 万亿元；

总资产同比增长率自高到低排序分别是：工商银行 8.08%、农业银行 7.58%、交通银行 7.56%、中国银行 7.27%、建设银行 5.54%

(2) 股份制银行

图3-2 2017-12-31-股份制银行-总资产及增速比较

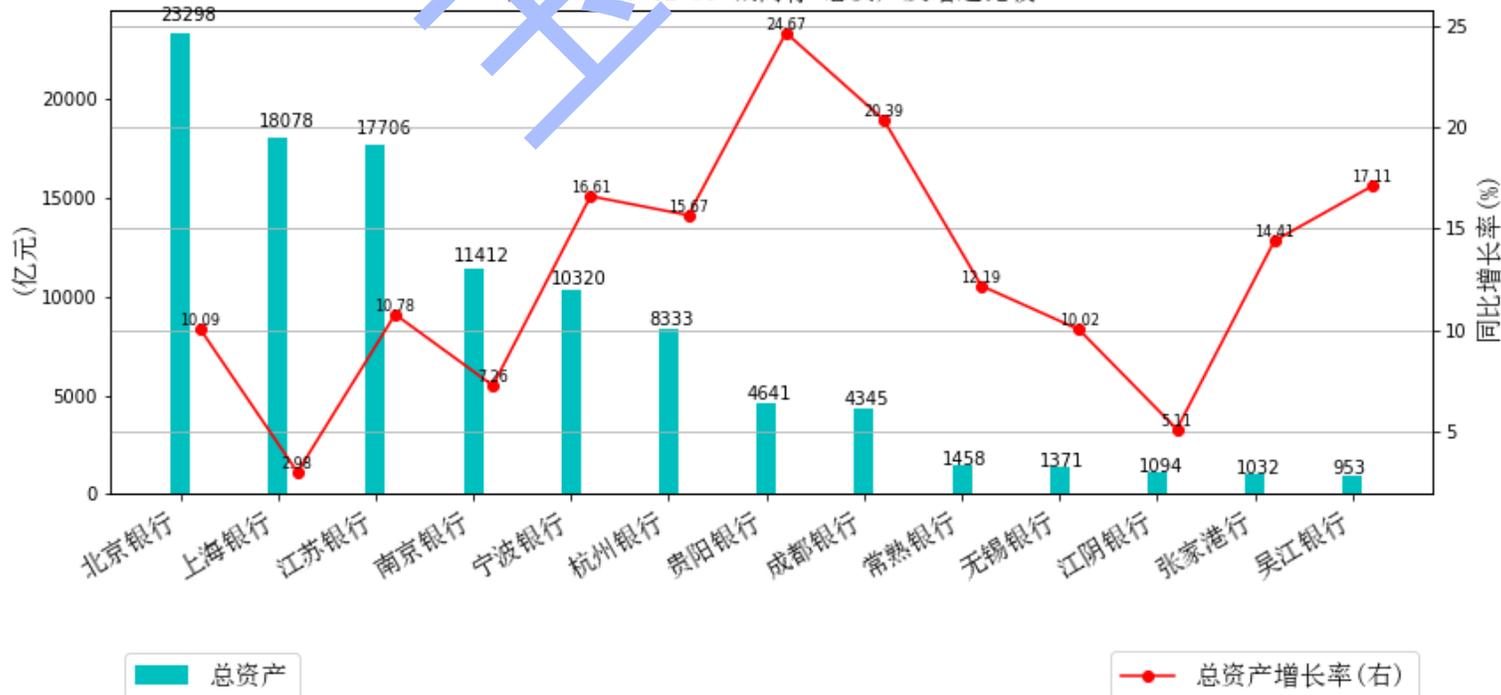


股份制银行总资产规模前三名排序分别是：兴业银行 6.42 万亿元、招商银行 6.3 万亿元、浦发银行 6.14 万亿元；垫底三名排序分别是：华夏银行 2.51 万亿元、平安银行 3.25 万亿元、光大银行 4.09 万亿元。

总资产同比增长率前三名排序分别是：平安银行 9.99%、华夏银行 6.48%、招商银行 5.98%；垫底三名排序分别是：中信银行 -4.27%、民生银行 3.11%、光大银行 1.7%。

(3) 城商行

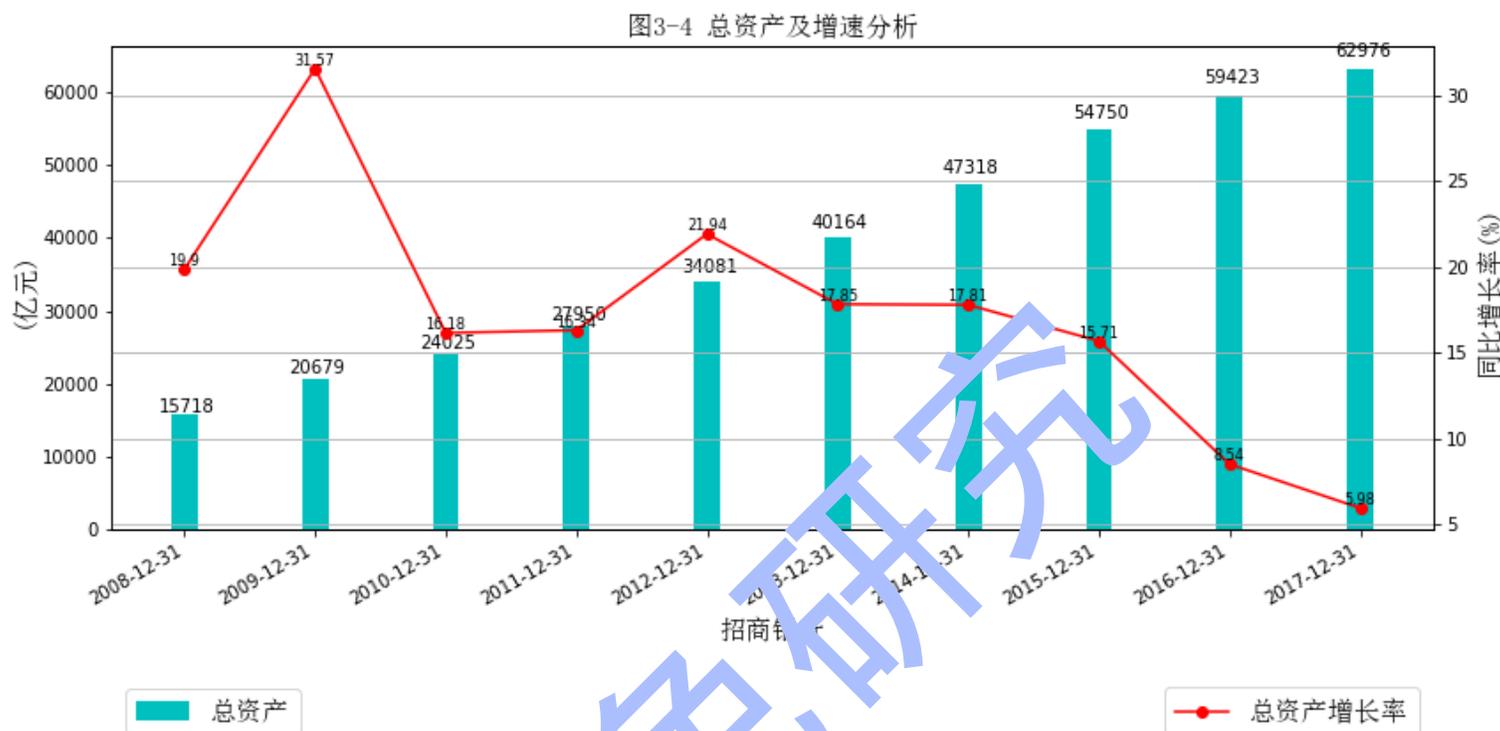
图3-3 2017-12-31-城商行-总资产及增速比较



城商行总资产规模前三名排序分别是：北京银行 2.33 万亿元、上海银行 1.81 万亿元、江苏银行 1.77 万亿元；垫底三名排序分别是：吴江银行 952.71 亿元、张家港行 1031.73 亿元、江阴银行 1094.03 亿元。

总资产同比增长率前三名排序分别是：贵阳银行 24.67%、成都银行 20.39%、吴江银行 17.11%；垫底三名排序分别是：上海银行 2.98%、江阴银行 5.11%、南京银行 7.26%。

3.1.2 变化路径

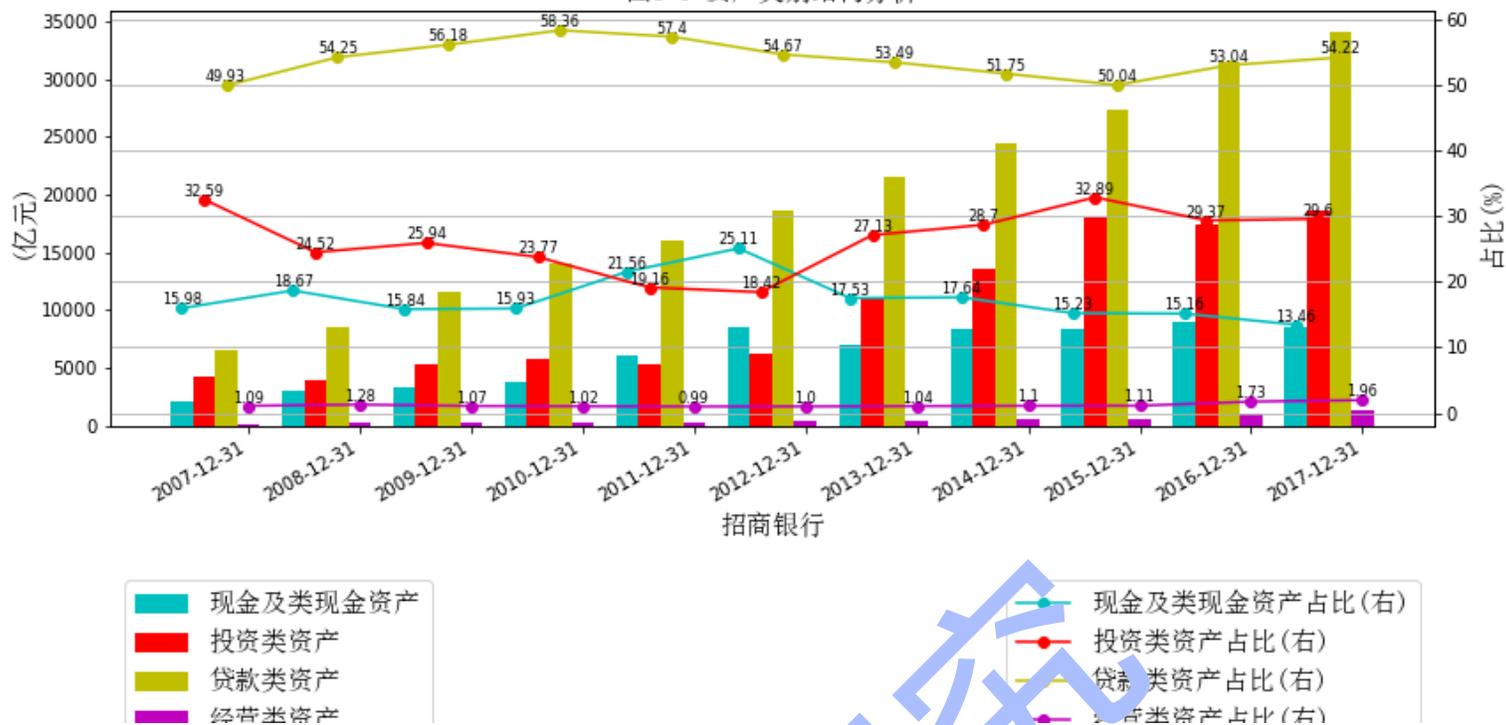


可以看出，总体上，随着规模扩张增速，招商银行总资产增速呈现下降趋势。然而，过去十年，招商银行总资产复合增长率高达 17.30%。

3.2 资产类别结构

相比普通企业资产表，你会发现银行资产表更简洁明了。按照资产性质划分，概括起来主要分为四大类：现金及类现金资产（现金及存放中央银行金款项、存放同业、拆出资金）、投资类资产（贵金属、交易性金融资产、持有至到期投资、可供出售金融资产、长期股权投资、应收款项类投资、买入返售金融资产）、贷款类资产（企业客户贷款、票据贴现、个人贷款）、经营类资产（固定资产、在建工程、递延所得税资产、其他资产）；按照是否产生收益划分，主要分为两类：生息资产、非生息资产。

图3-5 资产类别结构分析



从上图可以看出，招商银行 2017 年资产主要构成：贷款类资产占比 54.22%、投资类资产占比 29.6%、现金及现金类资产占比 13.46%、经营类资产占比 1.96%。

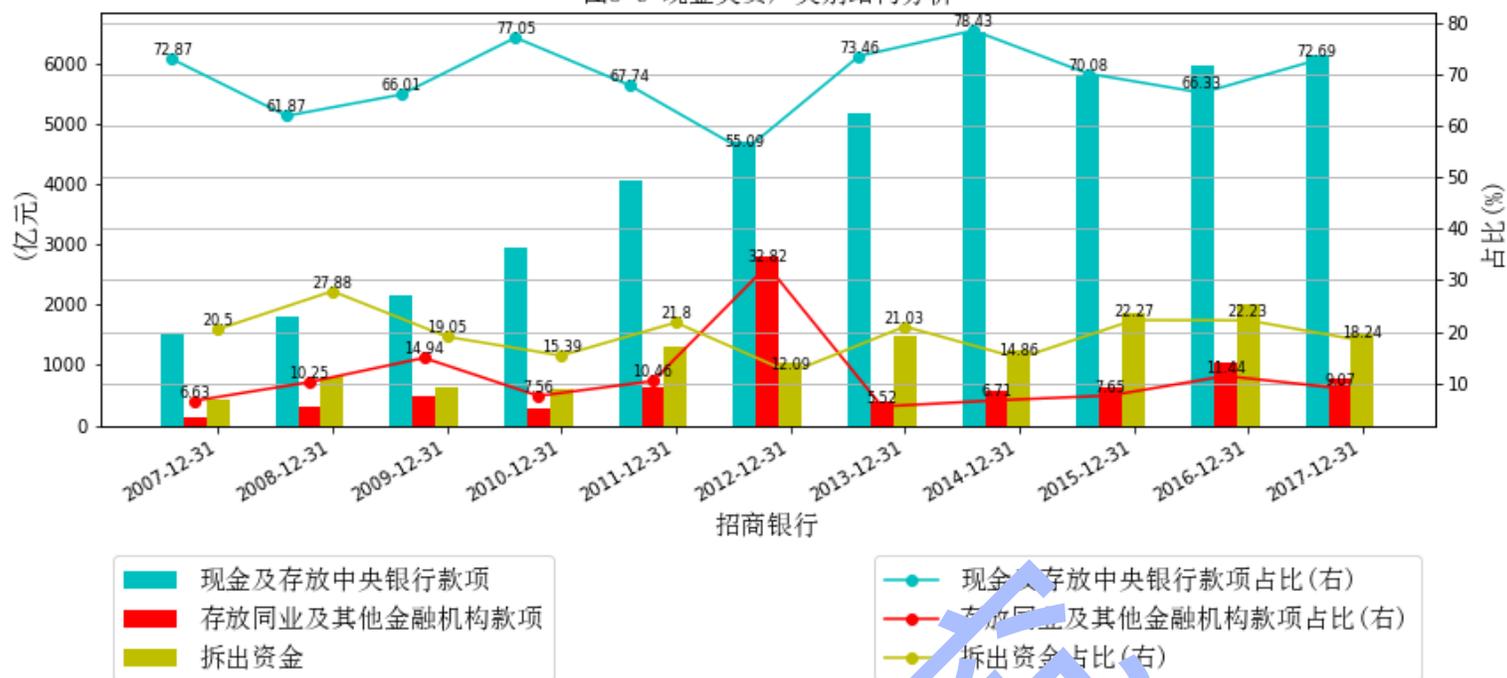
3.2.1 现金类资产类别结构

现金及存放中央银行款项：现金包括柜台、保险柜、ATM 机、押运车里的现金。存放中央银行款项包括法定准备金、超额准备金。

存放同业：为了业务结算便利或投资收益，主动存放在他行的款项。相反，对于他行来说就是负债，对应于负债表的同业存放。

拆出资金：在银行间出借资金形成资产款项，相反，在银行间借入资金形成负债款项，对应于负债表的拆入资金。

图3-6 现金类资产类别结构分析



3.2.2 投资类资产类别结构

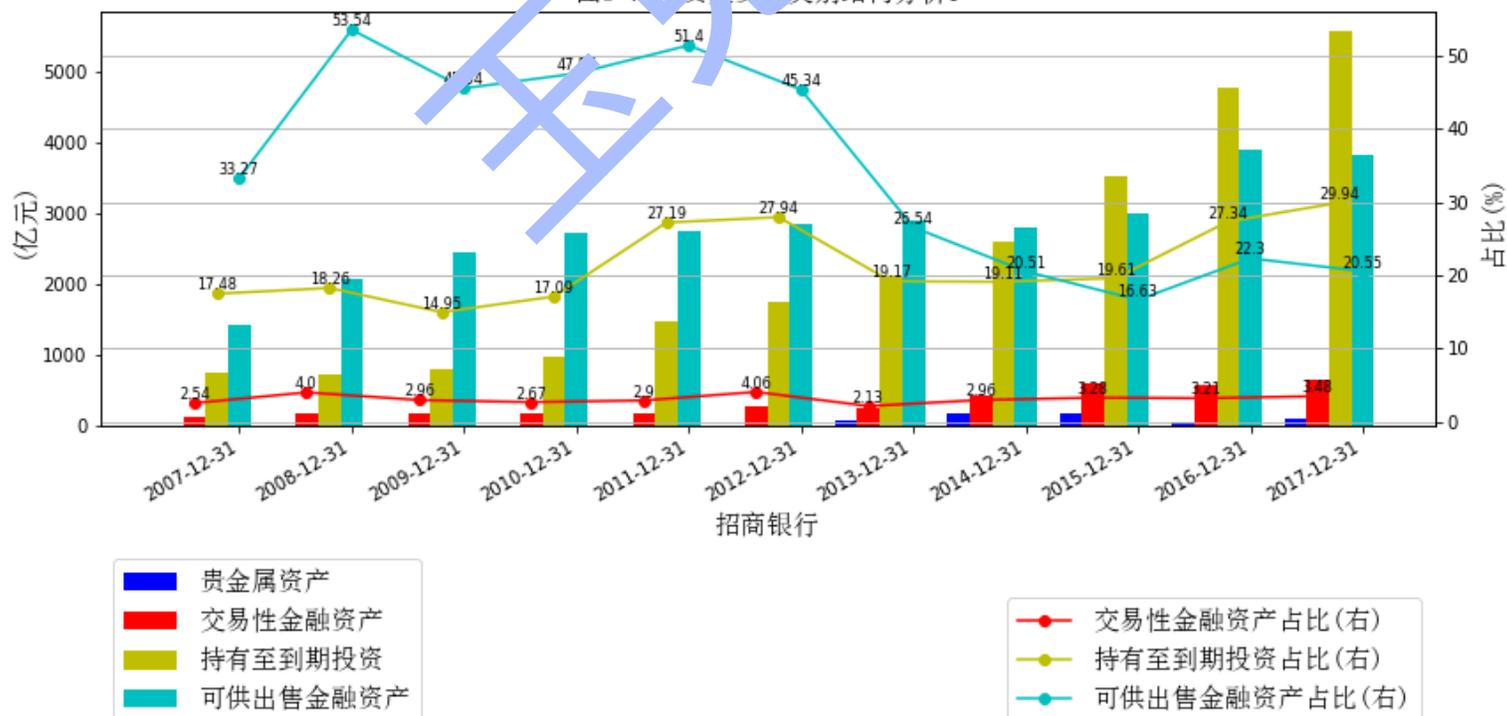
(1) 投资类资产类别结构 1

贵金属：指的是黄金、白银等贵金属。

持有至到期投资：买入时就准备持有至到期的金融资产，一般指的是持有债券。

可供出售金融资产：买入时还未想好是以短期持有为目的还是以长期持有直至到期为目的。

图3-7 投资类资产类别结构分析1



(2) 投资类资产类别结构 2

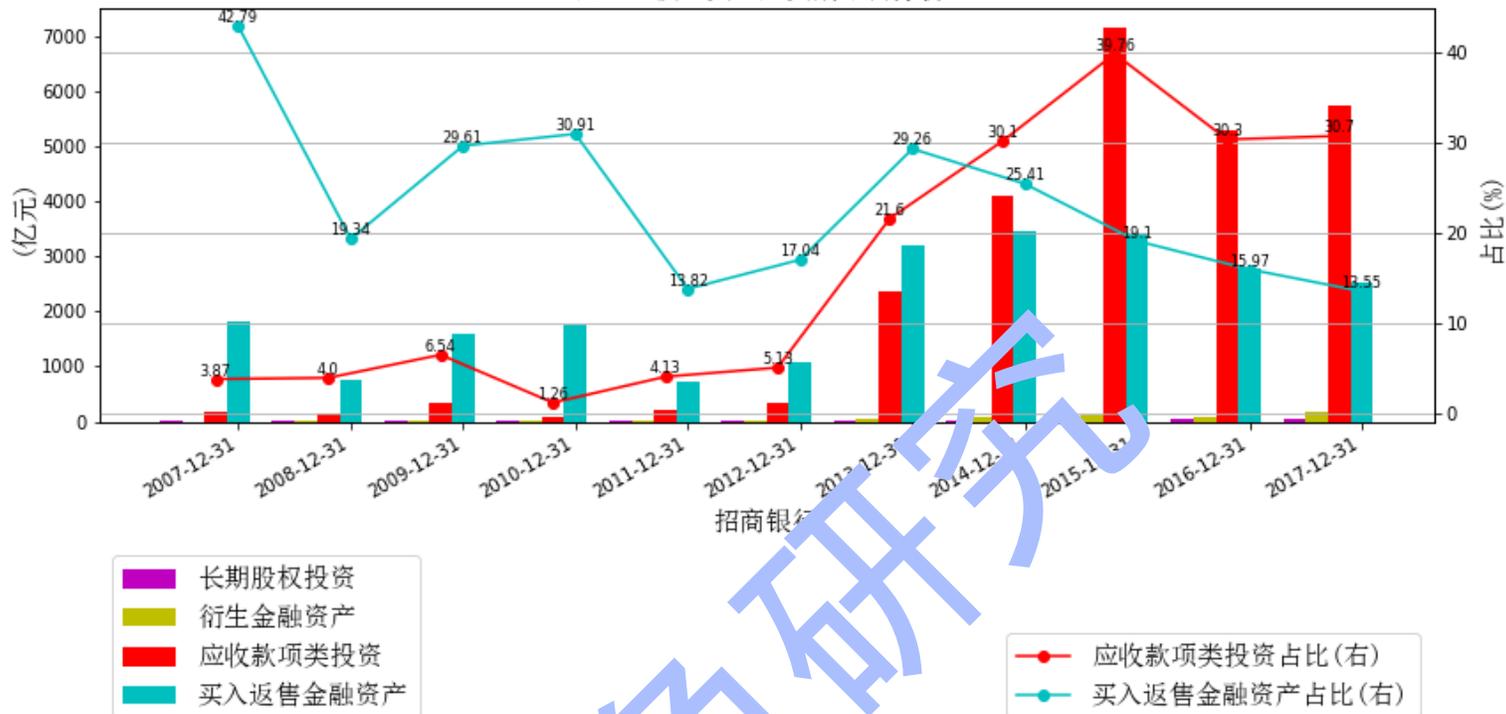
长期股权投资：合并报表里的长期股权投资指的是对非控股子公司的持股。

衍生金融资产：对应于资产负债表的衍生金融负债。

应收款项类投资：一般指的是非标资产投资。

买入返售金融资产：对应于资产负债表的卖出回购款项。

图3-8 投资类资产类别结构分析2



127号文件出台后，非标资产被禁止作为买入返售与卖出购回抵押品，直接导致买入返售金融资产规模快速收缩，相反，应收款项类投资规模同比激增。

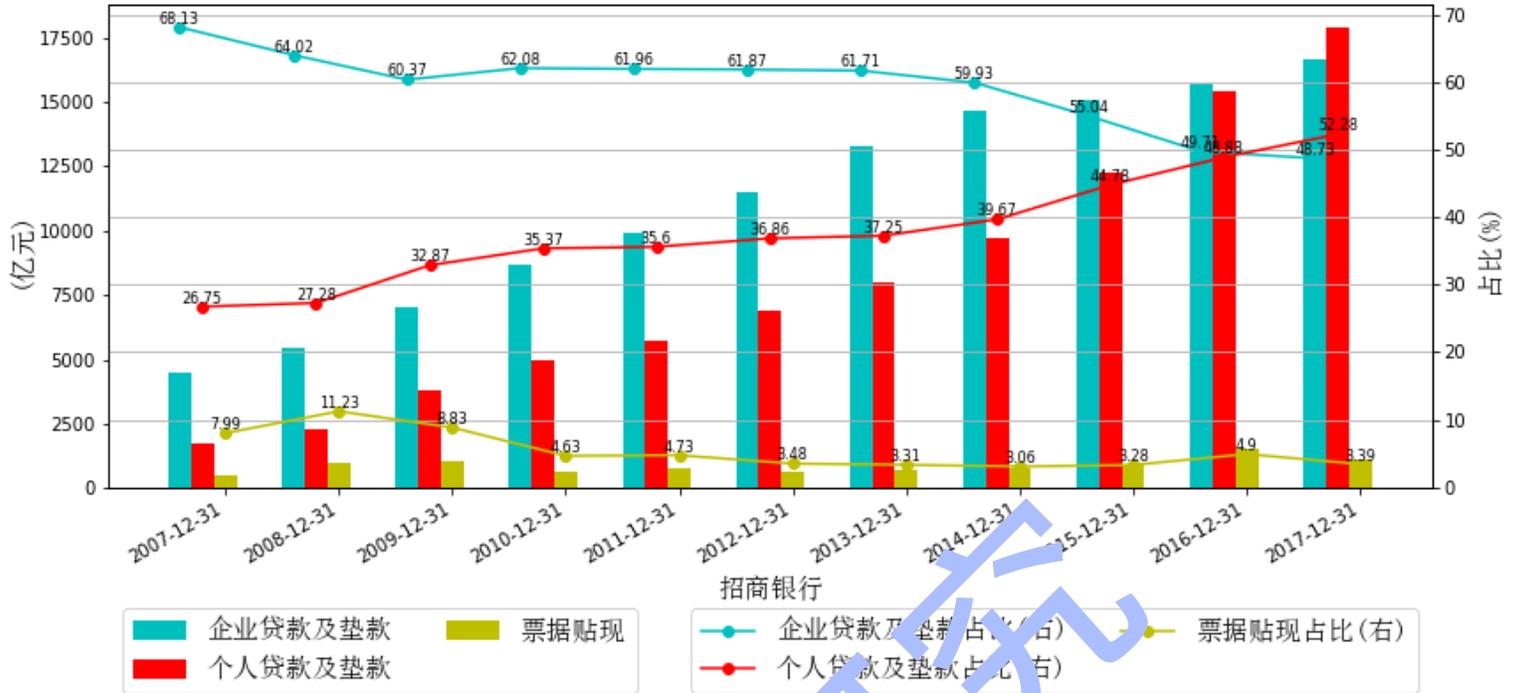
从以上两幅图可以看出，招商银行2017年投资类资产构成为：应收款项类投资 30.7%、持有至到期投资 29.94%、可供出售金融资产 20.55%、买入返售金融资产 13.55%。

3.2.3 贷款类资产类别结构

从上文可以知道，贷款类资产占比最高，是银行资产配置的核心。按照客户属性划分，主要分为企业贷款、票据贴现、个人贷款；按照担保属性划分，主要分为信用贷款、保证贷款、抵押贷款、质押贷款；按照五级分类标准划分，主要分为正常、关注、次级、可疑、损失五类，其中次级、可疑、损失类贷款划分为不良贷款。

(1) 客户类别结构

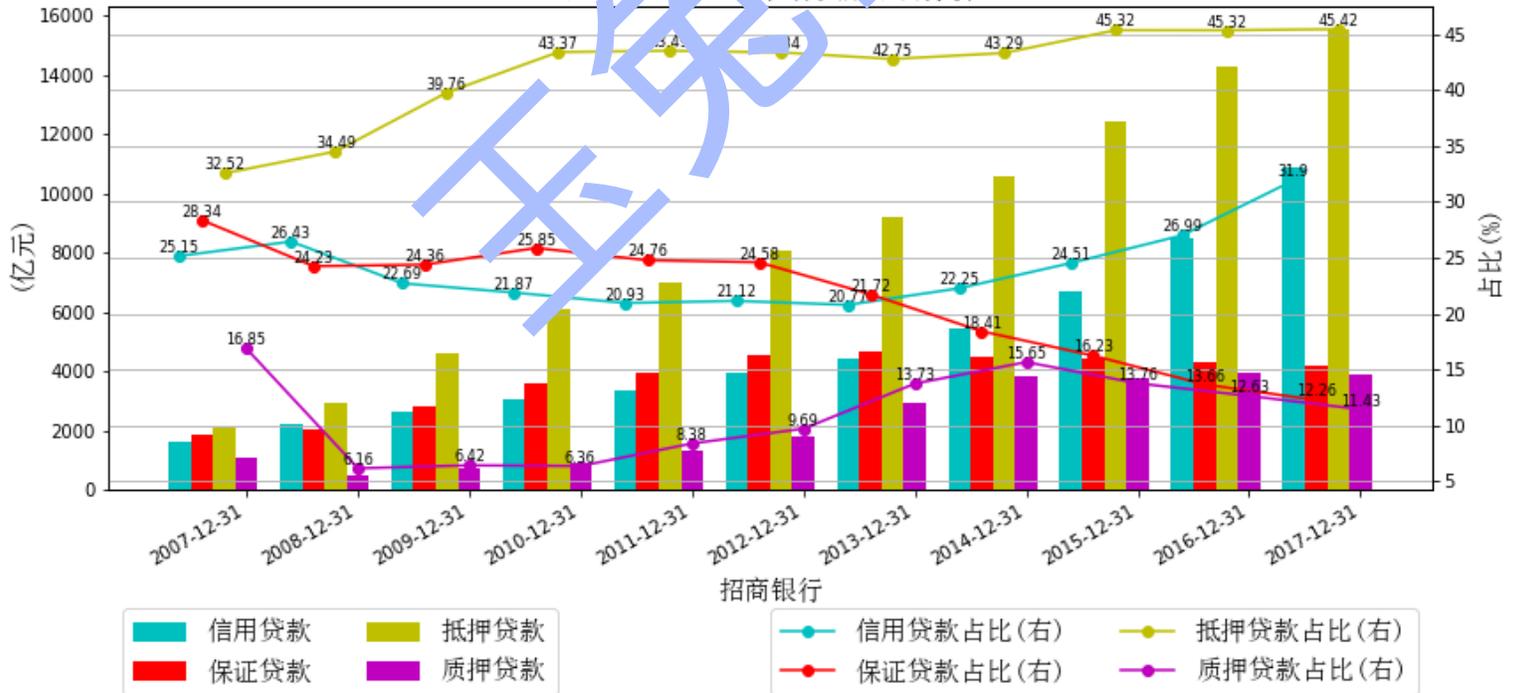
图3-9 贷款资产客户类别结构分析



总体上看，过去十年，招商银行个人客户贷款占比逐年上升，2014年以后上升速度加快。

(2) 担保类别结构

图3-10 贷款资产担保类别结构分析



(3) 五级分类结构

图3-11 贷款五级分类分析



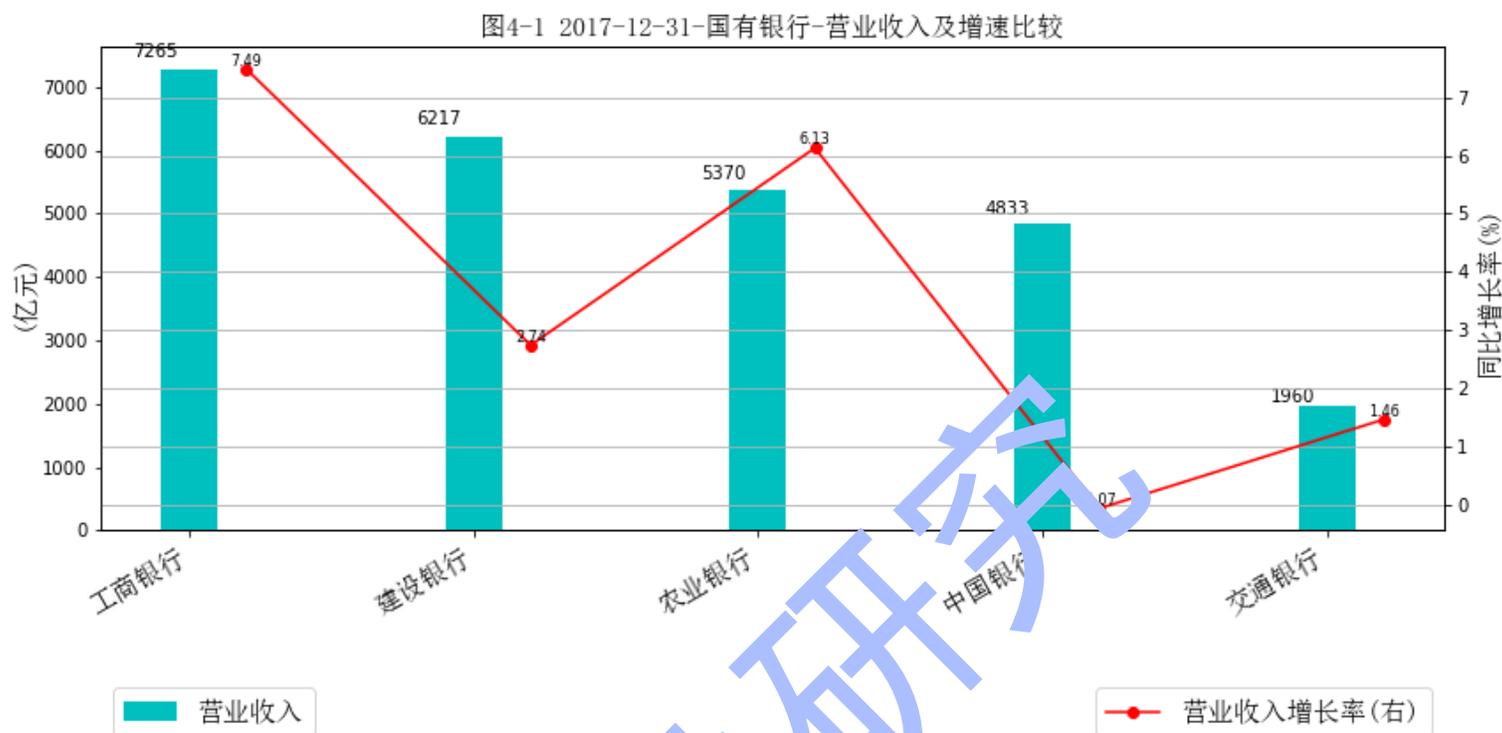
在了解银行获取资金来源以及运用资金进行资产配置之后，银行经营“钱”这个生意收益结果又是如何，下文接着与大家继续探讨。

4 利润表-经营收益如何？

4.1 营业收入及增速

4.1.1 行业比较

(1) 国有银行



五大国有银行营业收入规模自高到低排序分别是：工商银行 7265.02 亿元、建设银行 6216.59 亿元、农业银行 5370.41 亿元、中国银行 4332.78 亿元、交通银行 1960.11 亿元；

营业收入同比增长率自高到低排序分别是：工商银行 7.49%、农业银行 6.13%、建设银行 2.74%、交通银行 1.46%、中国银行-0.07%。

(2) 股份制银行

图4-2 2017-12-31-股份制银行-营业收入及增速比较

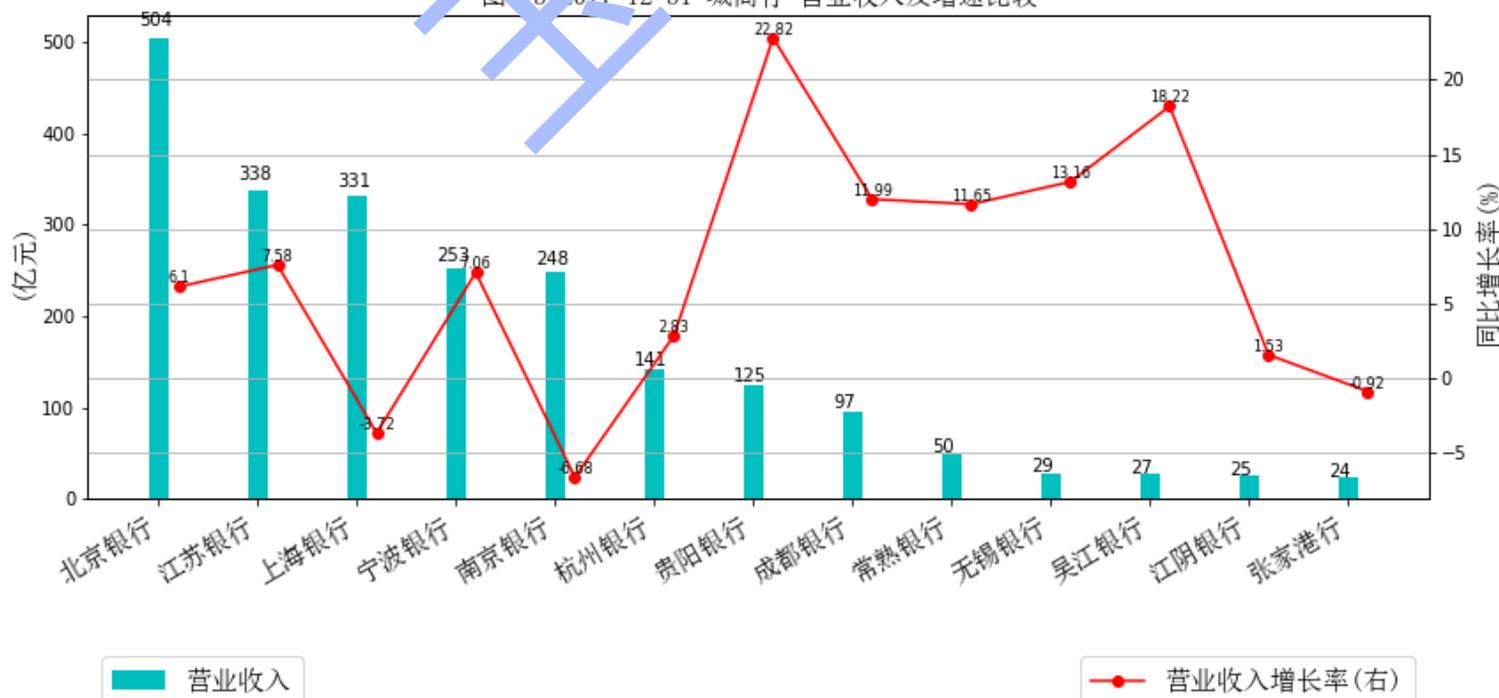


股份制银行营业收入规模前三名排序分别是：工商银行 2202.97 亿元、招商银行 2208.97 亿元、招商银行 2208.97 亿元；垫底三名排序分别是：华夏银行 663.4 亿元、光大银行 918.5 亿元、平安银行 1057.86 亿元。

营业收入同比增长率前三名排序分别是：招商银行 5.33%、浦发银行 4.88%、华夏银行 3.7%；垫底三名排序分别是：兴业银行 -10.89%、民生银行 -7.01%、光大银行 -2.33%。

(3) 城商行

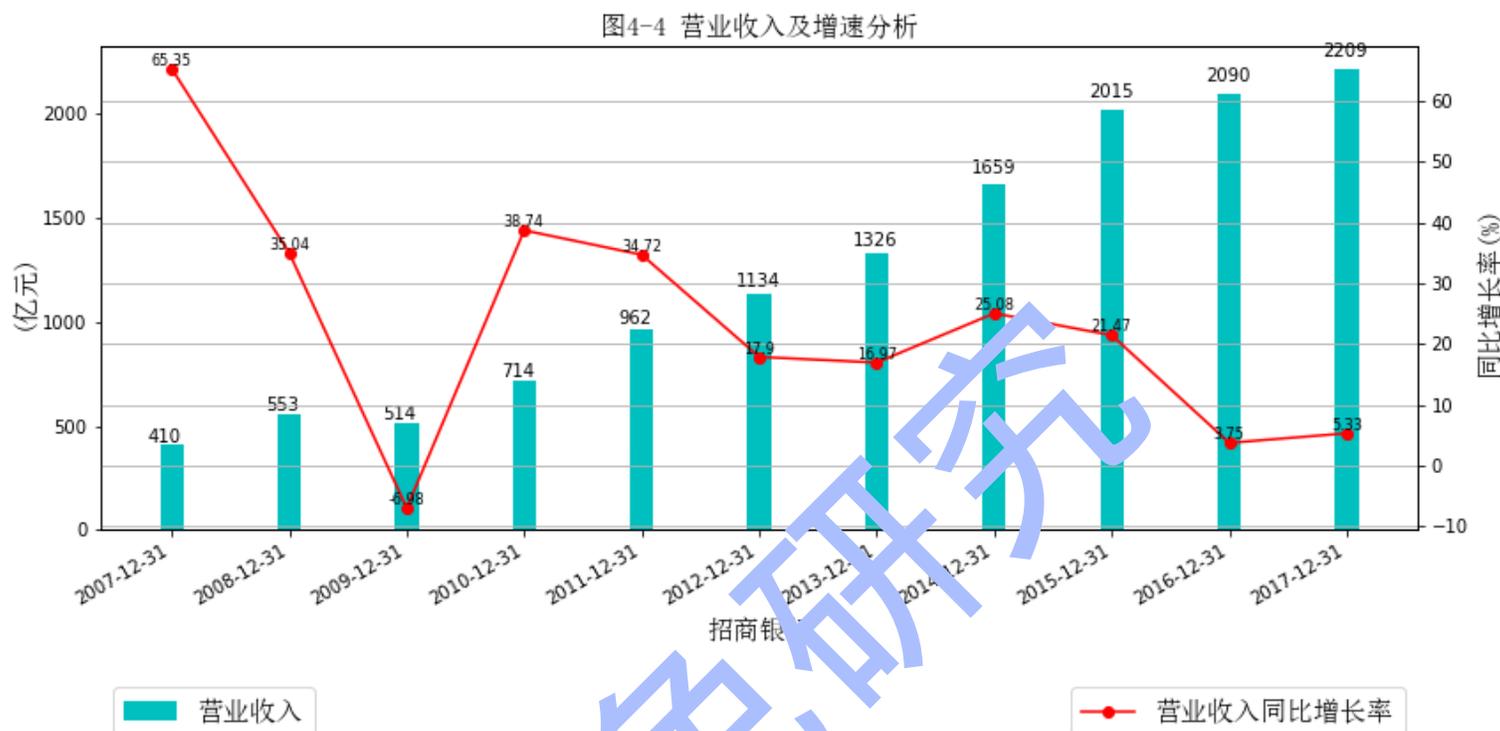
图4-3 2017-12-31-城商行-营业收入及增速比较



城商行营业收入规模前三名排序分别是：北京银行 503.53 亿元、北京银行 503.53 亿元、北京银行 503.53 亿元；垫底三名排序分别是：张家港行 24.17 亿元、江阴银行 25.07 亿元、吴江银行 27.26 亿元。

营业收入同比增长率前三名排序分别是：贵阳银行 22.82%、吴江银行 18.22%、无锡银行 13.16%；垫底三名排序分别是：南京银行-6.68%、上海银行-3.72%、张家港行-0.92%。

4.1.2 变化路径



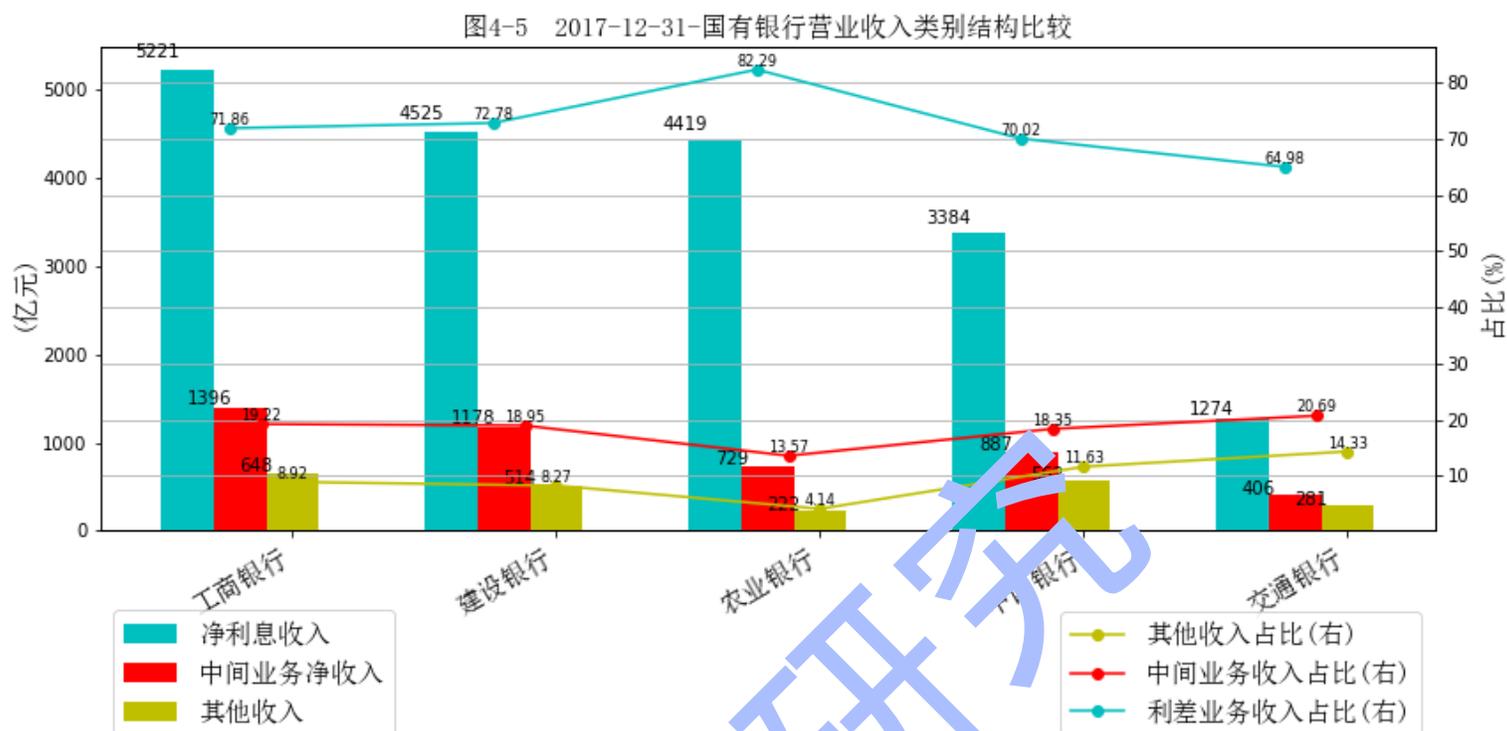
可以看出，过去十年，招商银行营业收入复合增长率 18.35%，其中仅有 2008 年金融危机之后的 2009 年营业收入增长为负。

银行的营业收入又可以拆解为三大块：利差业务收入、中间业务收入、其他业务收入，下文接着对银行业营业收入进行拆解并进行比较。

4.2 营业收入类别结构

4.2.1 行业比较

(1) 国有银行

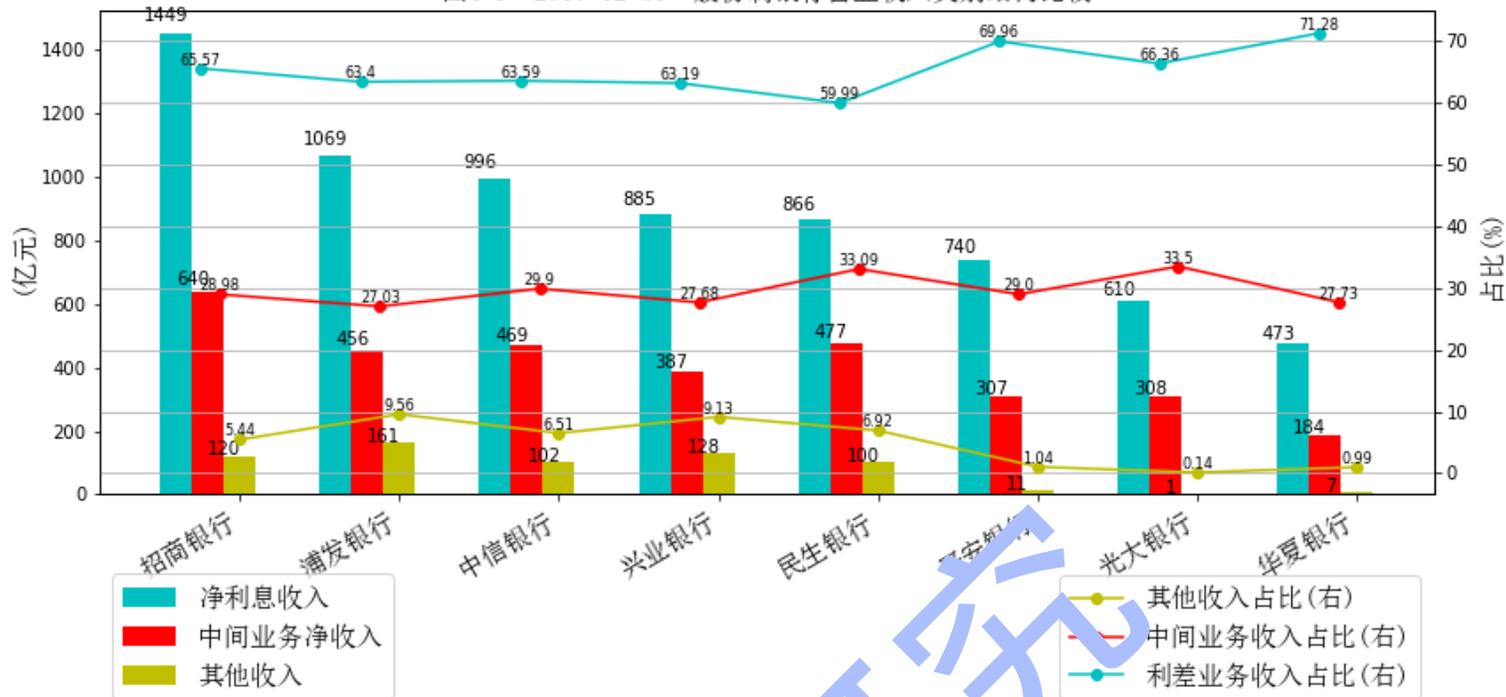


五大国有银行中间业务净收入规模自高到低排序分别是：工商银行 1396.25 亿元、建设银行 1177.98 亿元、农业银行 729.03 亿元、中国银行 887.91 亿元、交通银行 405.51 亿元；

中间业务收入占比自高到低排序分别是：交通银行 20.69%、工商银行 19.22%、建设银行 18.95%、中国银行 18.35%、农业银行 13.57%，总体均值为 18.16%。

(2) 股份制银行

图4-6 2017-12-31- 股份制银行营业收入类别结构比较

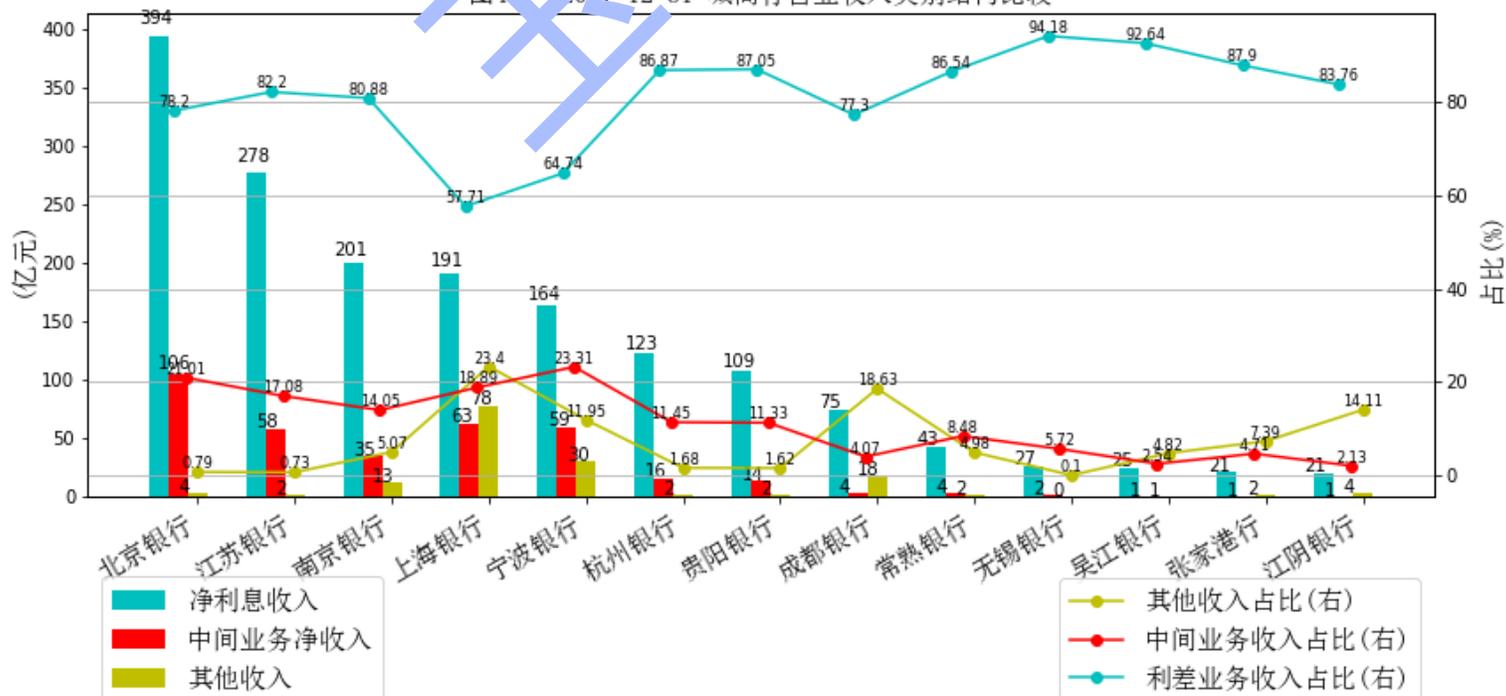


股份制银行中间业务净收入规模前三名排序分别是：招商银行 640.18 亿元、招商银行 640.18 亿元、招商银行 640.18 亿元；垫底三名排序分别是：华夏银行 184.07 亿元、光大银行 307.74 亿元、平安银行 306.74 亿元。

中间业务收入占比前三名排序分别是：光大银行 33.5%、民生银行 33.09%、中信银行 29.9%；垫底三名排序分别是：浦发银行 27.03%、兴业银行 27.68%、华夏银行 27.73%。总体均值为 29.61%。

(3) 城商行

图4-7 2017-12-31- 城商行营业收入类别结构比较



城商行利息净收入规模前三名排序分别是：北京银行 105.79 亿元、北京银行 105.79 亿元、北京银行 105.79 亿元；垫底三名排序分别是：江阴银行 0.53 亿元、张家港行 1.14 亿元、吴江银行 0.69 亿元。

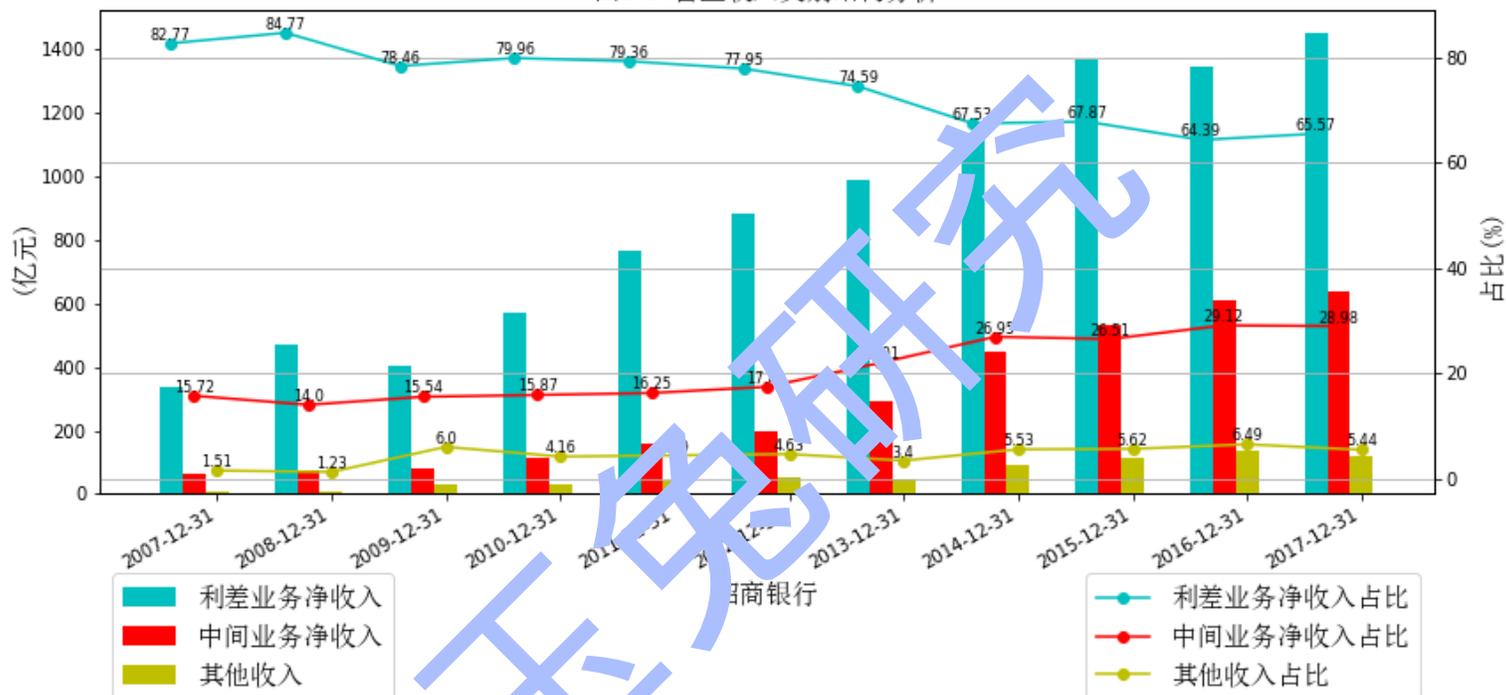
中间业务收入占比前三名排序分别是：宁波银行 23.31%、北京银行 21.01%、上海银行 18.89%；垫底三名排序分别是：江阴银行 2.13%、吴江银行 2.54%、成都银行 4.07%。总体均值为 11.14%。

总体上看，股份制银行中间业务收入占比最高，其次是国有银行，再者是城商行。

其实，非息收入占比提升，是整个银行业近几年的大趋势。在息差不断减小的环境下，银行业要想维持利润增长，必须寻找新的增长点。实际上，中间业务往往能够吸引住客户，增加用户转换成本，形成客户黏性，降低客户流失可能性，也是挖掘其他银行业务的重要客户资源。

4.2.2 变化路径

图4-8 营业收入类别结构分析

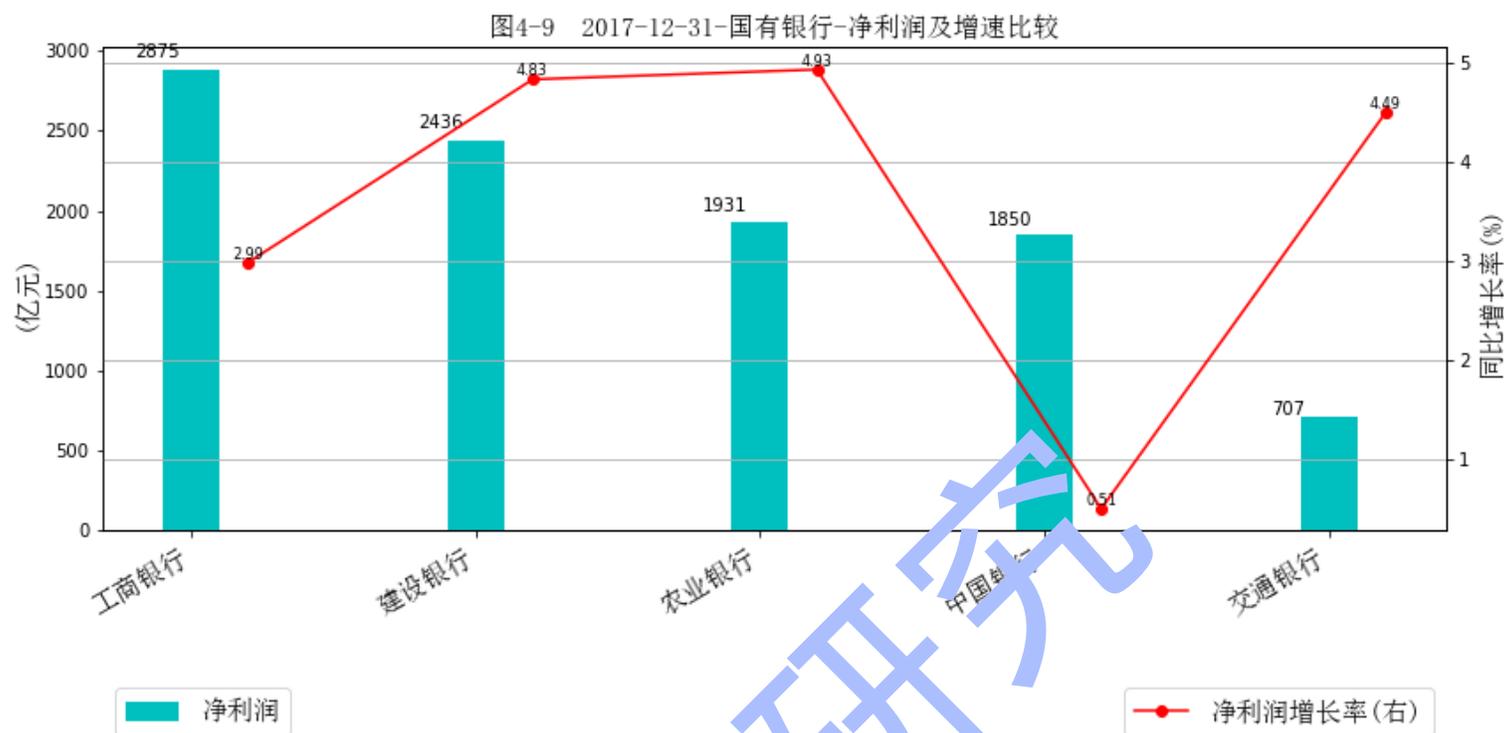


拆解招商银行的营收，不难发现，总体上，招商银行利差业务净收入占比呈现下降趋势，而中间业务净收入占比则呈现上升趋势。

4.3 净利润及增速

4.3.1 行业比较

(1) 国有银行

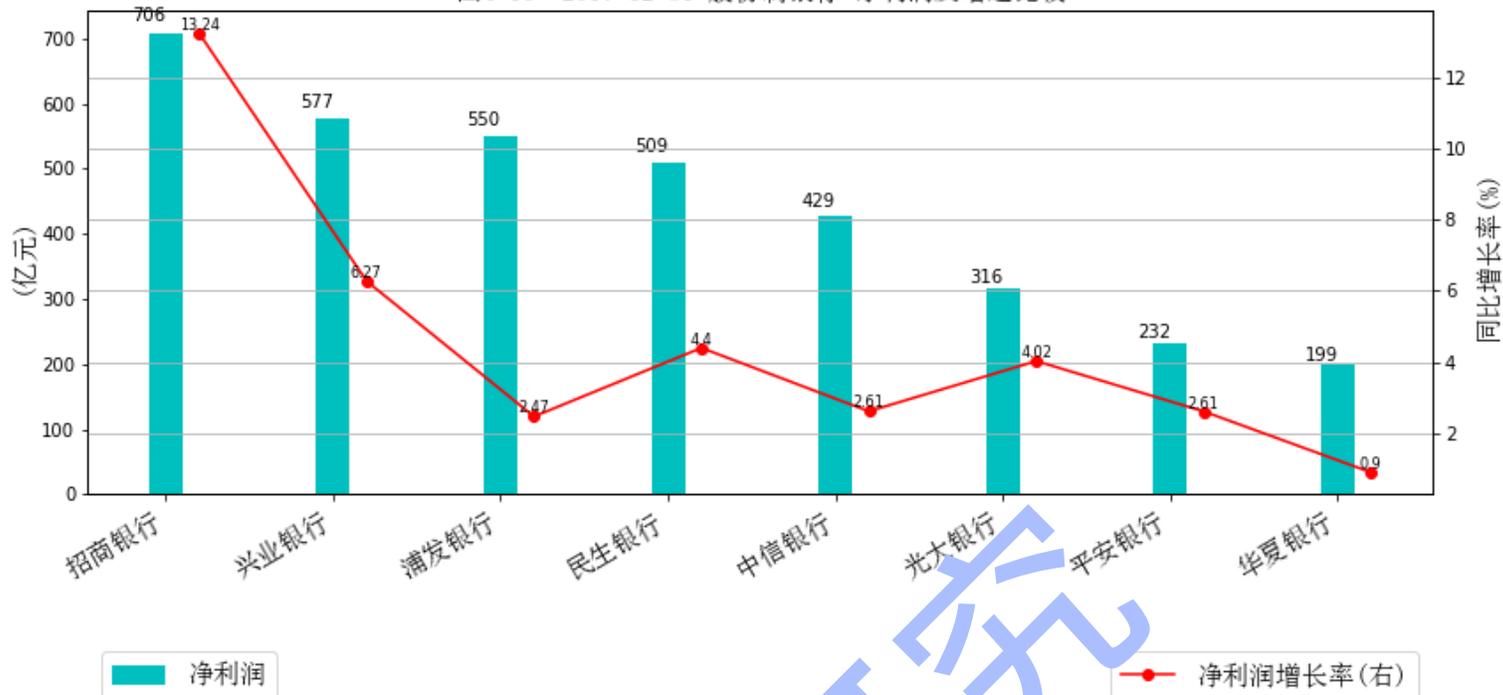


五大国有银行净利润规模自高到低排序分别是：工商银行 2874.51 亿元、建设银行 2436.15 亿元、农业银行 1931.33 亿元、中国银行 1849.36 亿元、交通银行 706.91 亿元；

净利润同比增长率自高到低排序分别是：农业银行 4.93%、建设银行 4.83%、交通银行 4.49%、工商银行 2.99%、中国银行 0.51%

(2) 股份制银行

图4-10 2017-12-31-股份制银行-净利润及增速比较



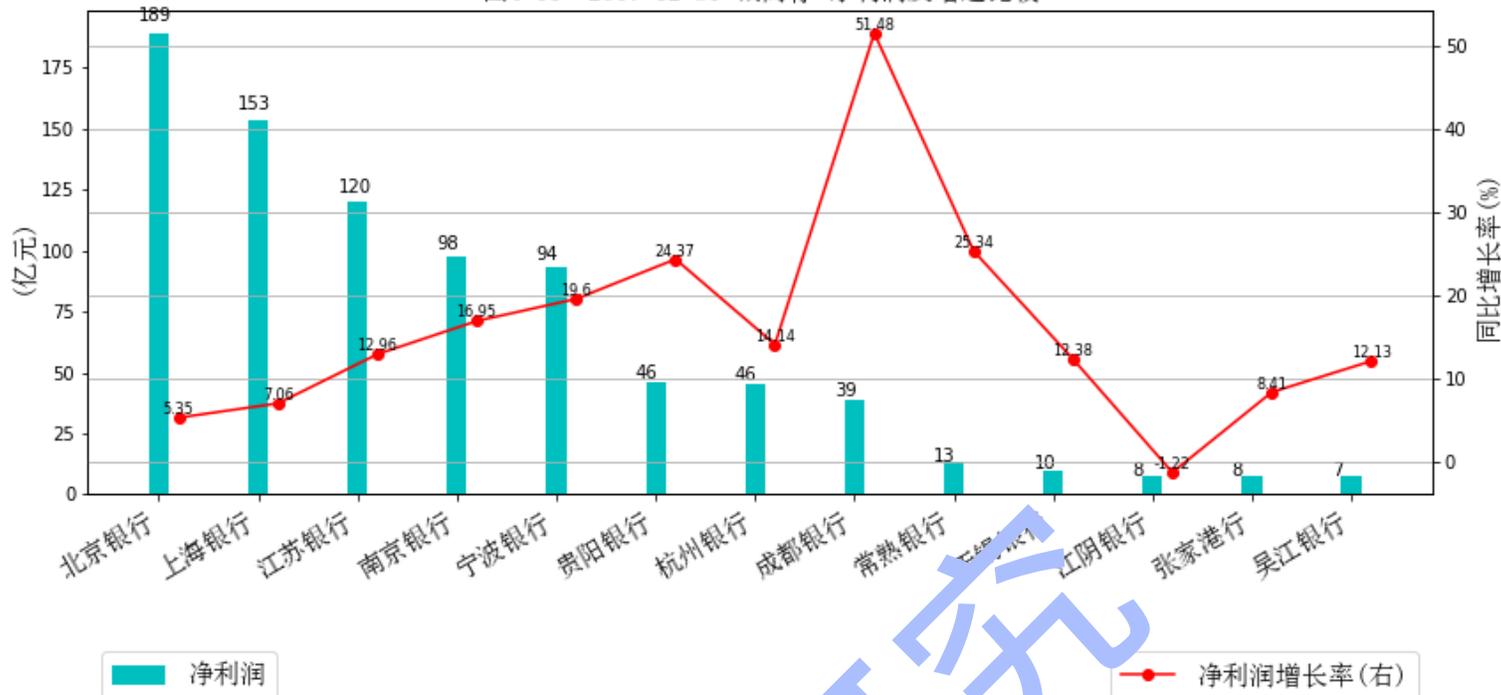
股份制银行净利润规模前三名排序分别是：招商银行 706.38 亿元、招商银行 706.38 亿元、招商银行 706.38 亿元；垫底三名排序分别是：华夏银行 199.43 亿元、平安银行 231.89 亿元、光大银行 316.11 亿元。

净利润同比增长率前三名排序分别是：招商银行 13.24%、兴业银行 6.27%、民生银行 4.4%；垫底三名排序分别是：华夏银行 0.9%、浦发银行 2.47%、平安银行 2.61%。

在上市银行利润增速普遍进入个位数的时代，招商银行以 13.24% 的利润增速，稳居国有、股份制中大型上市银行榜首，在可比上市银行中遥遥领先，而且，同比增速甚至高出排名第二的兴业银行一倍多，殊为不易。

(3) 城商行

图4-11 2017-12-31-城商行-净利润及增速比较



城商行净利润规模前三名排序分别是：北京银行 188.92 亿元、北京银行 188.82 亿元、北京银行 188.82 亿元；垫底三名排序分别是：吴江银行 7.39 亿元、张家港行 7.54 亿元、江阴银行 7.58 亿元。净利润同比增长率前三名排序分别是：成都银行 51.48%、常熟银行 25.34%、贵阳银行 24.37%；垫底三名排序分别是：江阴银行-1.22%、北京银行 5.35%、上海银行 7.06%。

4.3.2 变化路径

图4-12 净利润及增速分析



可以看出，过去十年，招商银行净利润复合增长率 16.57%，其中仅有 2008 年金融危机之后的 2009 年净利润增长为负。长期来看，2015 年是阶段性拐点，招商银行净利润同比增速呈现下降趋势，直至达到 2015 年低点后，却开始逐年上升，重回到两位数增长通道。

中篇

前文已经跟大家初步探讨了招商银行资金来源途径、获取资金之后资产配置、经营收益情况以及行业比较，相信大家对银行业经营有了初步基础印象，现在开始本研究最核心部分。

5 经营竞争力分析

5.1 净息差与净利差

净利差=生息资产收益率-计息负债成本率=利息收入/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额=净利息收入/生息资产日均余额+利息支出/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额=净息差+利息支出/生息资产日均余额-利息支出/付息负债日均余额

(1)当生息资产日均余额>付息负债日均余额，净息差>净利差；

(2)当生息资产日均余额<付息负债日均余额，净息差<净利差。

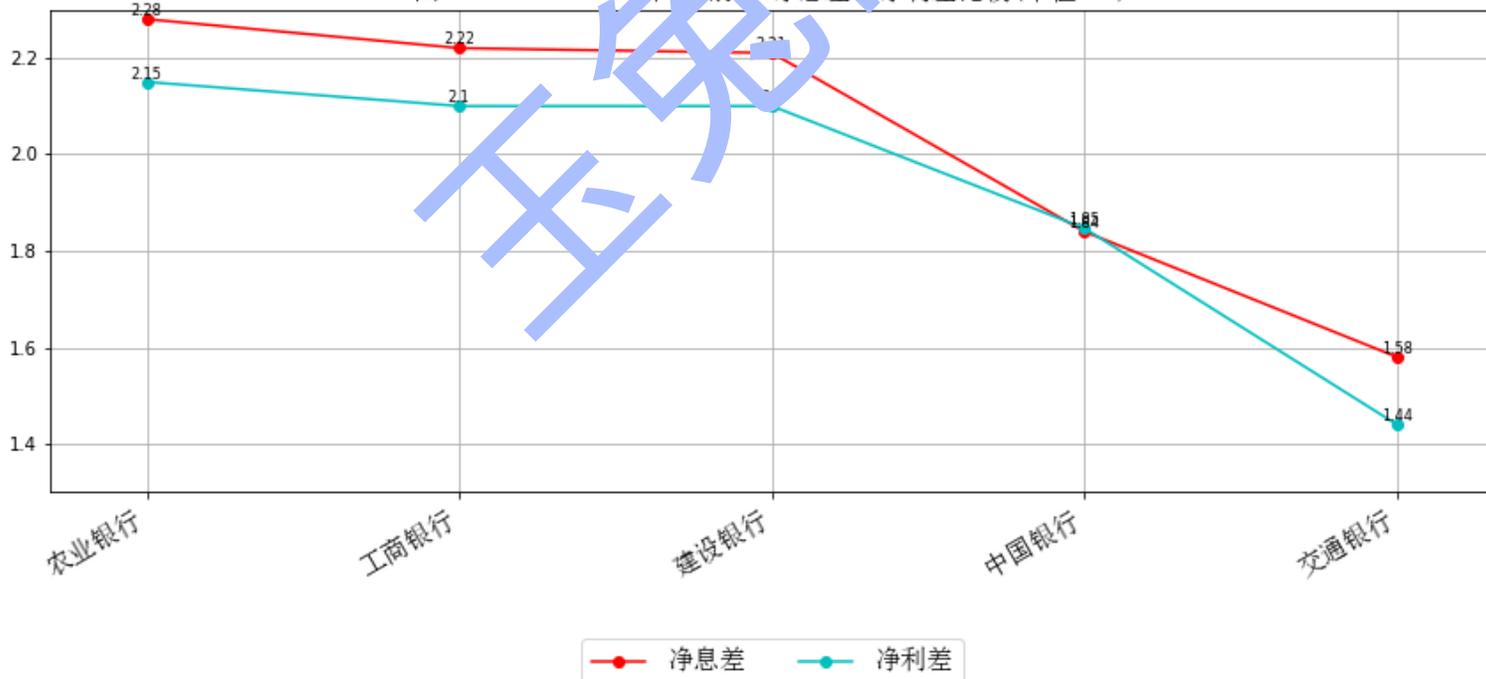
一般来说，传统银行生息资产约等付息负债+自有资本-非生息资产，其中非生息资产规模相对较小甚至可以忽略。因此，对于传统的银行来说，生息资产日均余额>付息负债日均余额，净息差>净利差。

如果银行转型投资银行，那么越来越多的资产并不配置为生息资产，而是配置为交易性金融资产等等产生投资收益的资产，意味着很可能出现生息资产日均余额<付息负债日均余额，净息差<净利差。

5.1.1 行业比较

(1) 国有银行

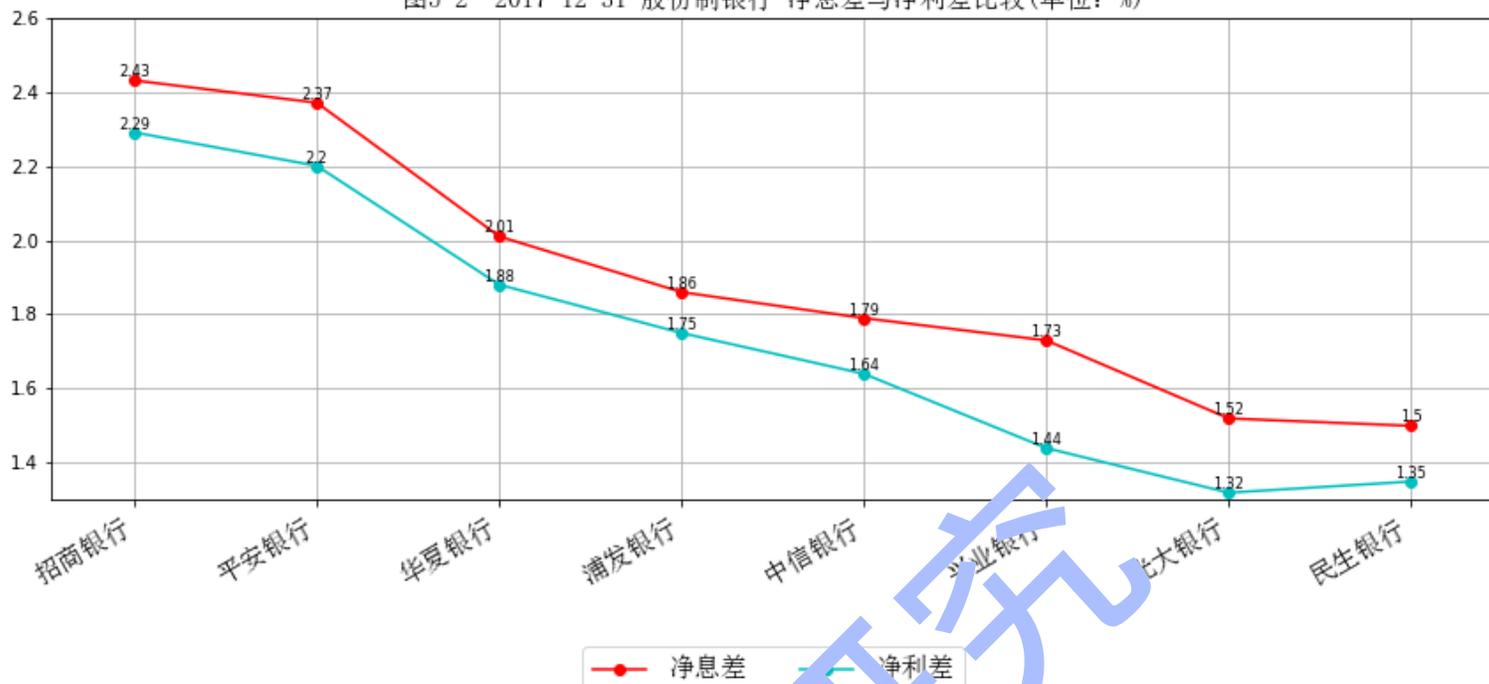
图5-1 2017-12-31 国有银行-净息差与净利差比较(单位：%)



五大国有银行净息差、净利差自高到低排序分别是：农业银行 2.28%、2.15%；工商银行 2.22%、2.1%；建设银行 2.21%、2.1%；中国银行 1.84%、1.8469%；交通银行 1.58%、1.44%。其中，中国银行出现净利差大于净息差情形。

五大国有银行当中，净息差与净利差最高的农业银行仍然小于招商银行。
(2) 股份制银行

图5-2 2017-12-31-股份制银行-净息差与净利差比较(单位：%)

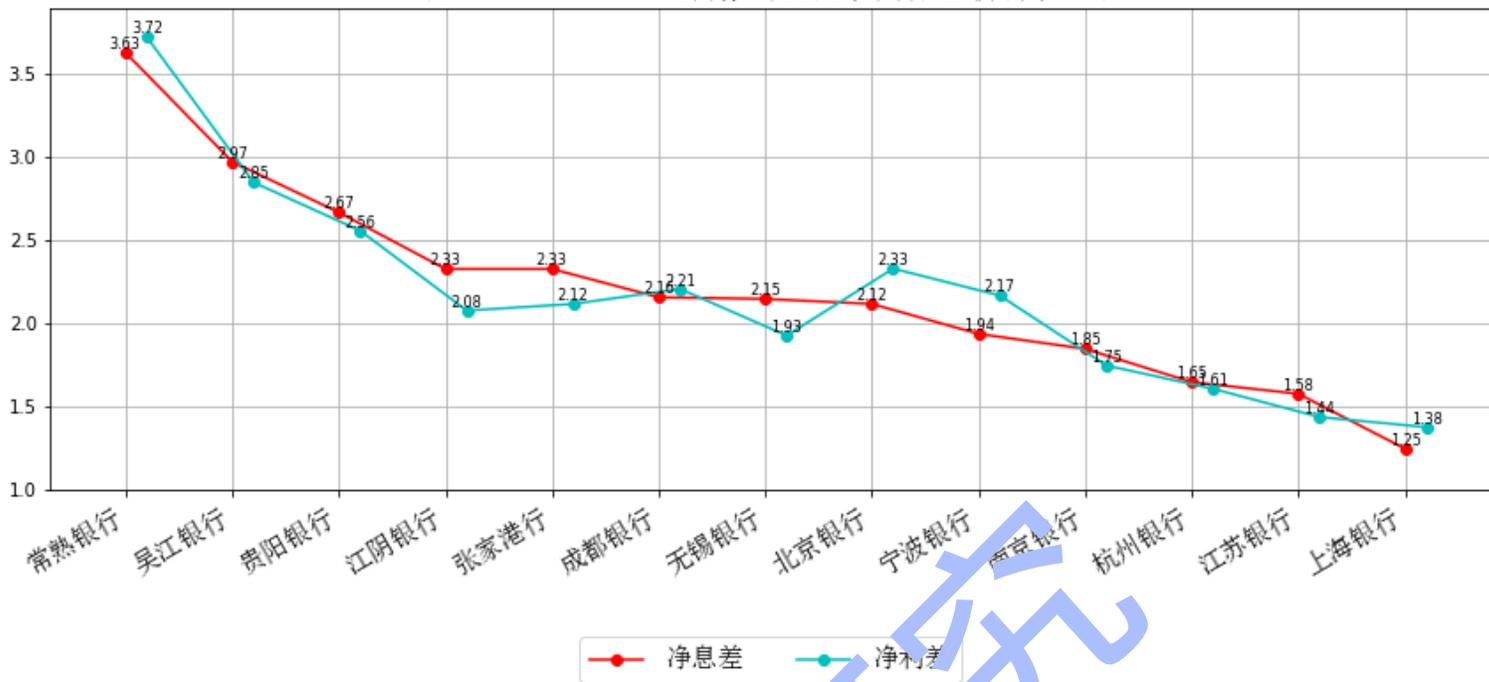


股份制银行净息差、净利差自高到低前三名排序分别是：招商银行 2.43%、2.29%；平安银行 2.37%、2.2%；华夏银行 2.01%、1.88%。垫底三名排序分别是：民生银行 1.5%、1.35%；光大银行 1.52%、1.32%；兴业银行 1.73%、1.44%。

可以看出：招商银行净息差与净利差在可比上市银行中处于领先地位，领先优势在股份行中更为凸显，与股份行中最低的民生银行 1.5%、1.35%，相差分别超过 93.0BP、94.0BP。

(3) 城商行

图5-3 2017-12-31-城商行-净息差与净利差比较(单位: %)

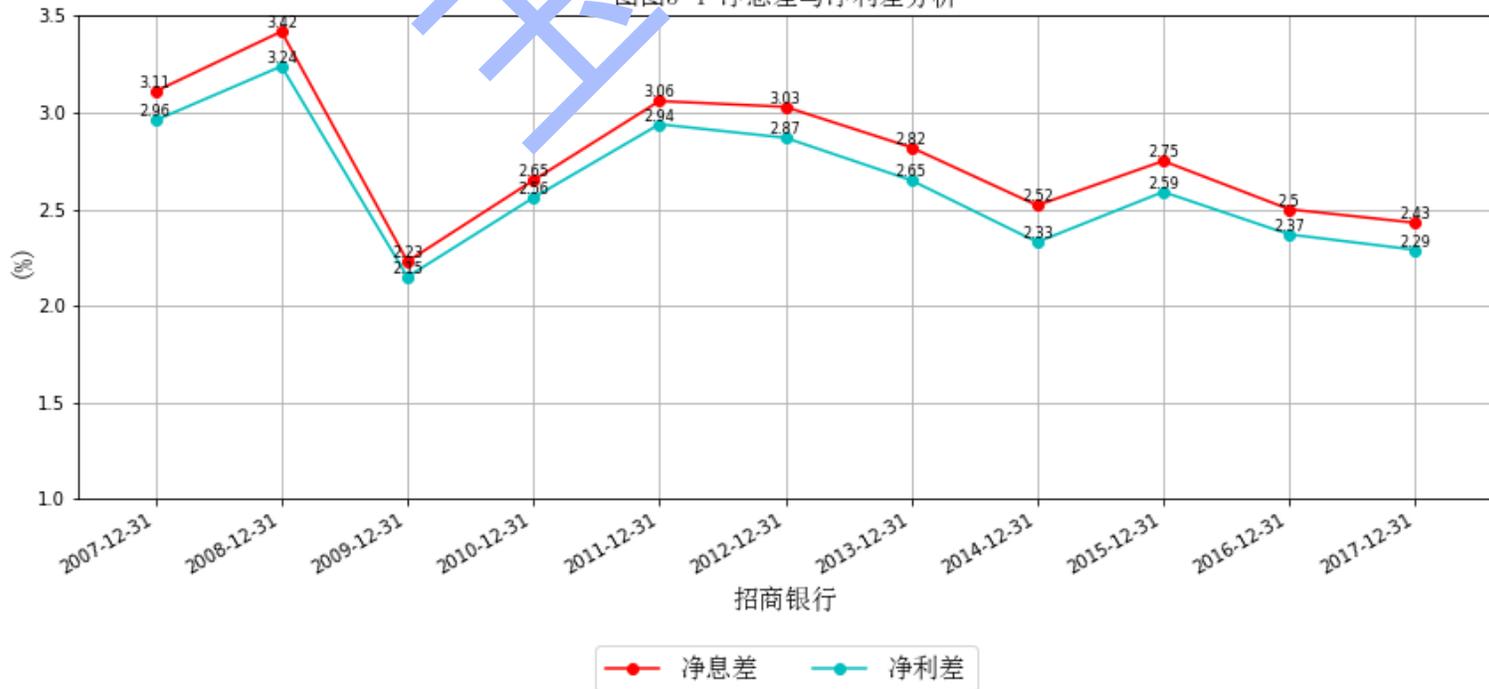


上市城商行净息差、净利差自高到低前三名排序分别是：常熟银行 3.6293%、3.7225%；吴江银行 2.9741%、2.8504%；贵阳银行 2.67%、2.56%。垫底三名排序分别是：上海银行 1.25%、1.38%；江苏银行 1.58%、1.44%；杭州银行 1.65%、1.61%。

但是，上市城商行净息差与净利差之间关系总体上并不一致，部分城商行净息差大于净利差，然而部分城商行净息差却小于净利差。

5.1.2 变化路径

图图5-4 净息差与净利差分析



从上图变化路径可以看出：招商银行的净息差始终保持大于净利差的状态，从而说明招商银行依然是一家传统经营借贷业务的银行。但是，明显的是，无论是净息差还是净利差，总体上与行业趋势一致，呈现下降趋势，最近一年仅仅略微高于 2009 年。

虽然总体上呈现下降趋势，但是，招商银行目前的净息差、净利差在整个银行业中又是处于何种位置？是领先、落后、还是居中？下文接着展开行业内比较。

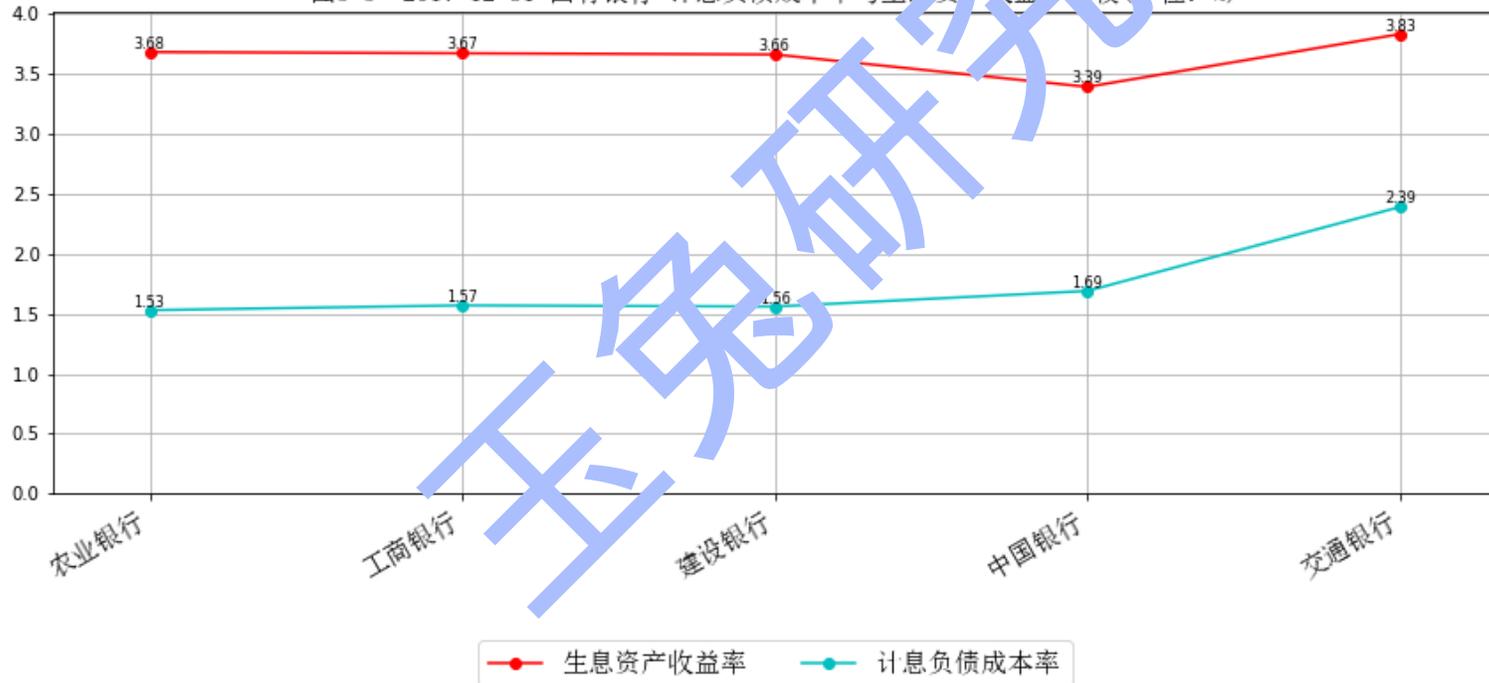
5.2 计息负债成本率与生息资产收益率

作为同样经营“钱”生意的企业，一个银行赚的比另外一个银行多，无非就是两个主要原因：(1)“卖钱”价格定得高且卖得出；(2)“买钱”价格定得低且买得到。上文曾提到， $\text{净利差} = \text{生息资产收益率} - \text{计息负债成本率} = \text{净息差} + \text{利息支出} / \text{生息资产日均余额} - \text{利息支出} / \text{付息负债日均余额}$ 。净息差与净利差具有领先优势的招商银行，究竟是“卖钱”价格定得高且卖得出，还是“买钱”价格定得低且买得到呢？下文继续展开计息负债成本率与生息资产收益率分析。

5.2.1 行业比较

(1) 国有银行

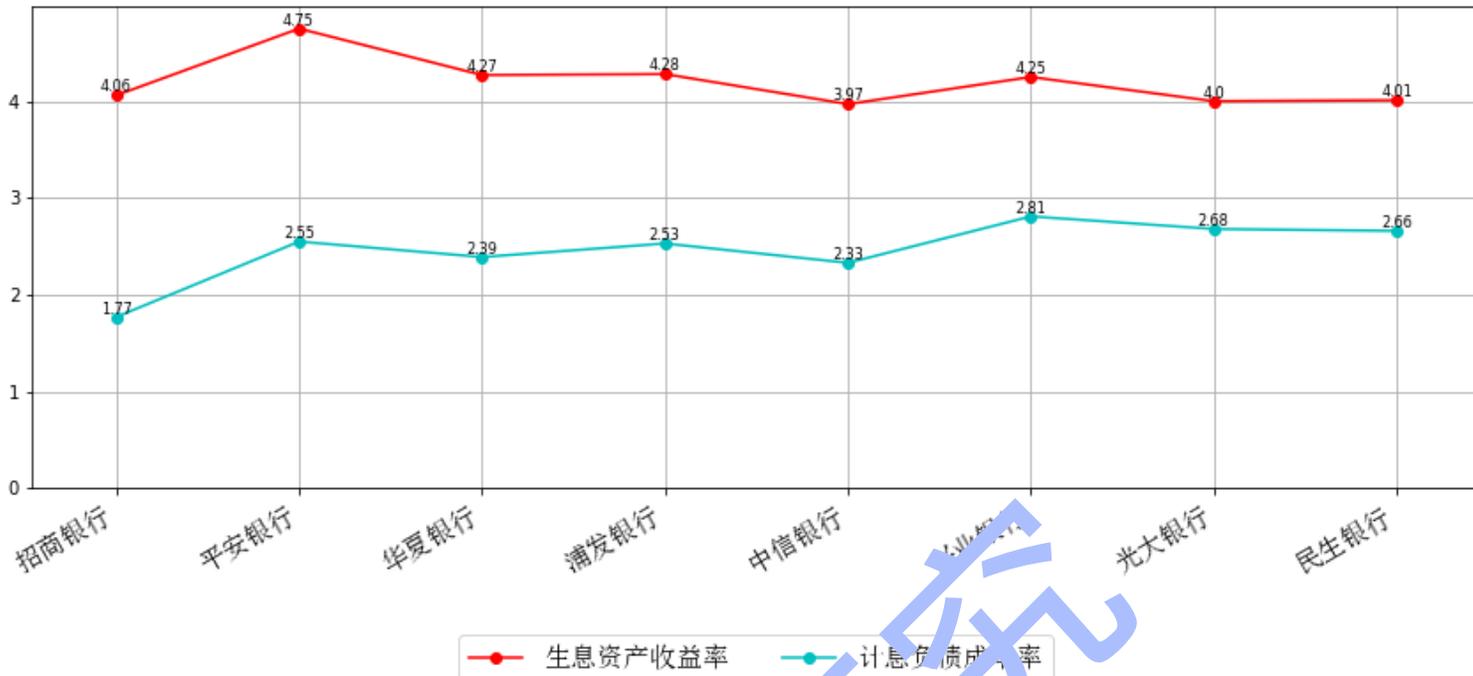
图5-5 2017-12-31-国有银行-计息负债成本率与生息资产收益率比较(单位：%)



五大国有银行当中农业银行、工商银行、建设银行生息资产收益率与计息负债成本率不相差上下。相比之下，中国银行的生息资产收益率偏低、计息负债成本率较高，两端挤压，因此净息差与净利差相比前三家银行，跳跃比较大。最差的当属交通银行，生息资产收益率与农业银行 3.68% 相比，仅仅增加 15BP，但是计息负债成本率却大幅增加 86BP，净息差与净利差在五大国有行中垫底。

(2) 股份制银行

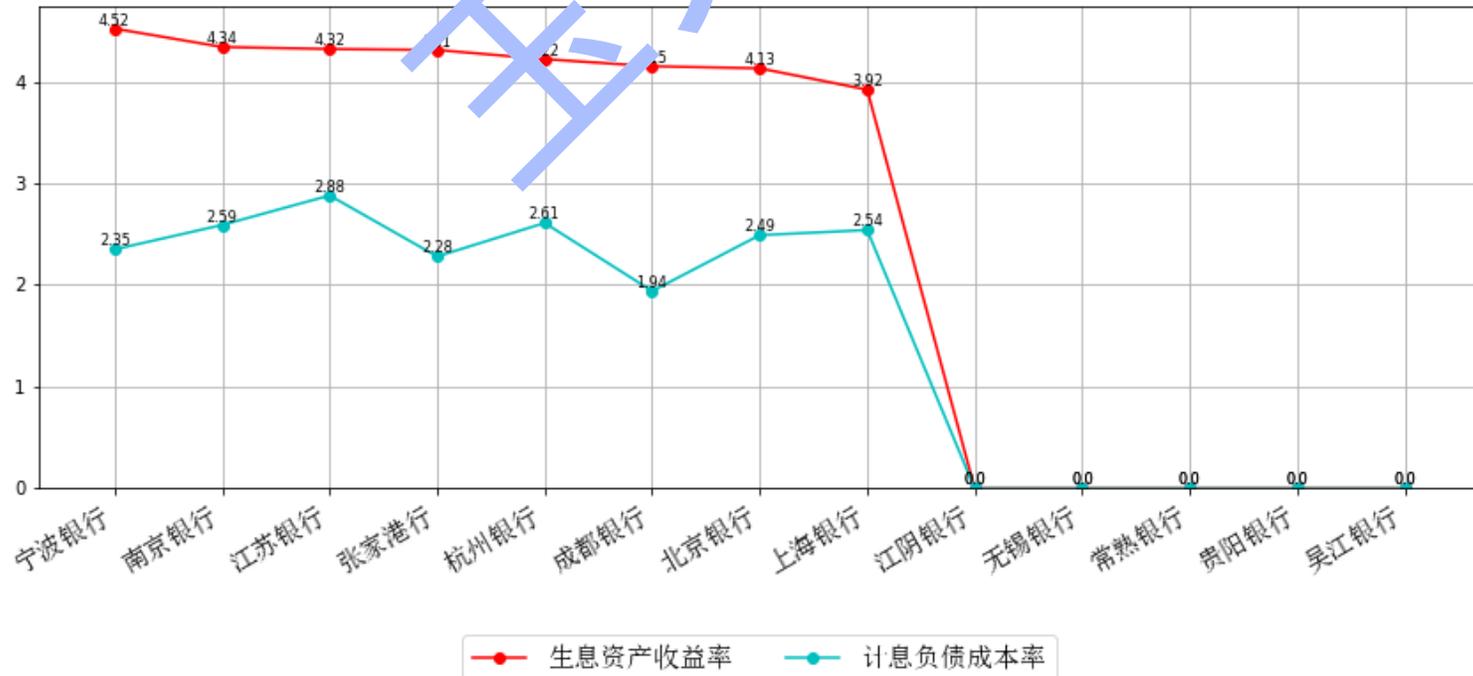
图5-6 2017-12-31-股份制银行-计息负债成本率与生息资产收益率比较(单位: %)



股份制银行当中,生息资产收益率最高的是平安银行 4.75%。相比,招商银行生息资产收益率并不是最高的,属于行业内中等水平。然而计息负债成本率最低的却是招商银行 1.77%,而且具有绝对的成本优势。因此,净息差与净利差具有领先优势的招商银行,主要是“买钱”价格定得低且买得到。净利差最低的民生银行与招商银行相比,“买钱”价格成本也即计息负债成本率高出 50.28%。

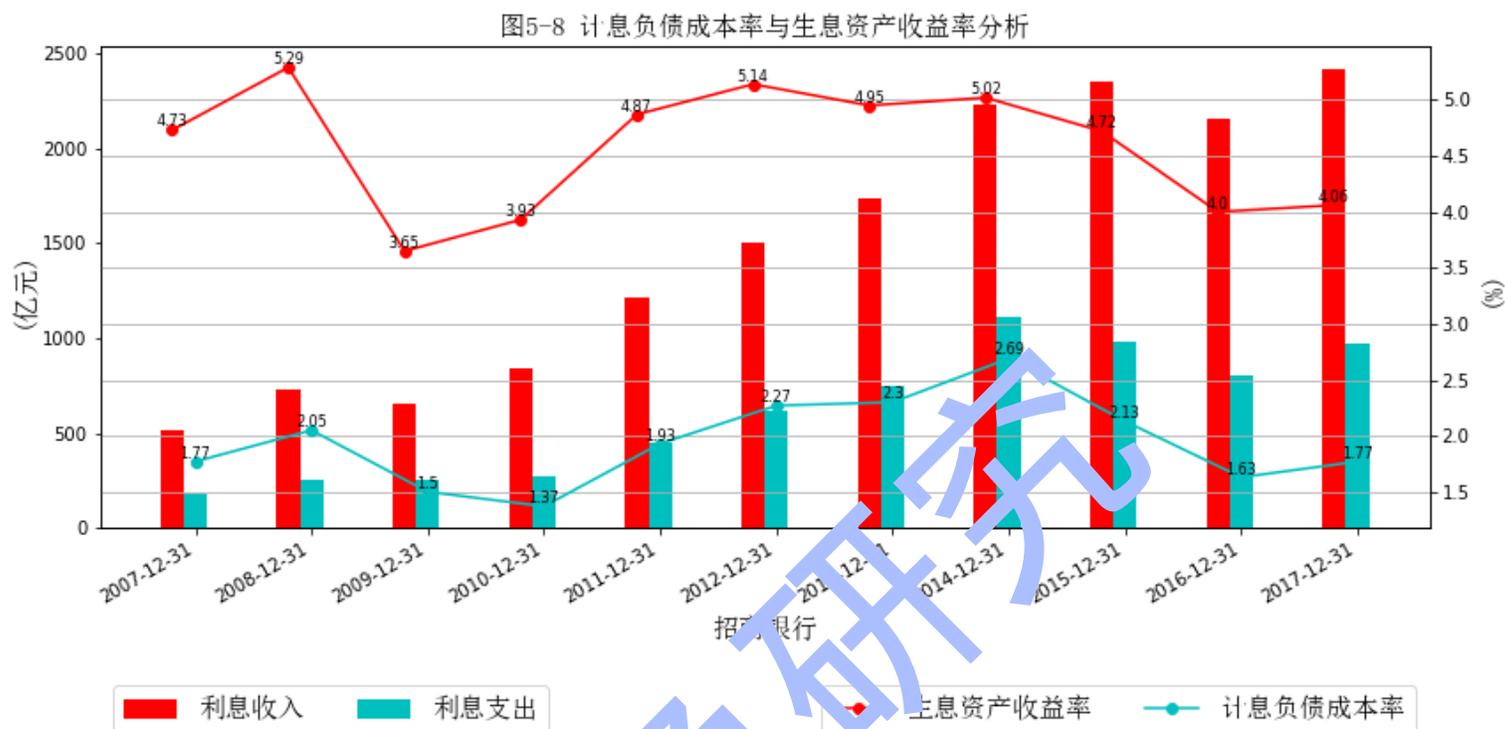
(3) 城商行

图5-7 2017-12-31-城商行-计息负债成本率与生息资产收益率比较(单位: %)



城商行当中，从披露息资产收益率与计息负债成本率数据的城商行来看，生息资产收益率最高的是宁波银行 4.52%，其次是南京银行 4.34%，再者是江苏银行 4.32%；计息负债成本率最低的是成都银行 1.94%，其次是张家港行 2.28%，再者是宁波银行 2.35%。部分城商行并没有披露详细的生息资产收益率与计息负债成本率，如江阴银行等。

5.2.2 变化路径



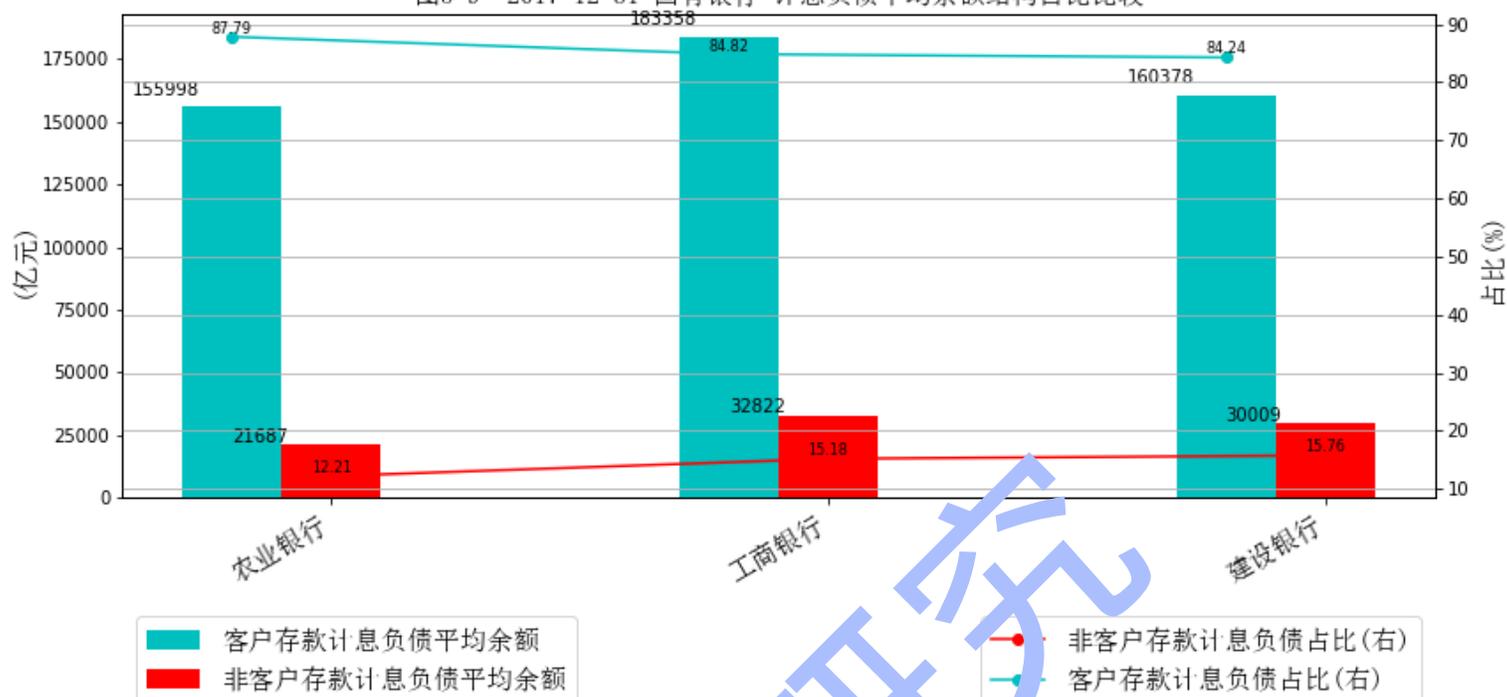
5.3 计息负债成本率拆解

那么，作为同样经营“钱”无差别产品生意的企业，招商银行为什么“买钱”价格定得低且买得到？又是如何做到的？下文继续展开负债类别结构与负债收益率结构比较分析。计息负债类别可以概括为客户存款计息负债与非客户存款计息负债，其中客户存款计息负债包括个人定期存款、个人活期存款、公司定期存款、公司活期存款；非客户存款计息负债包括同业拆借、同业存款、发债借款、跟央妈借。

5.3.1 行业比较

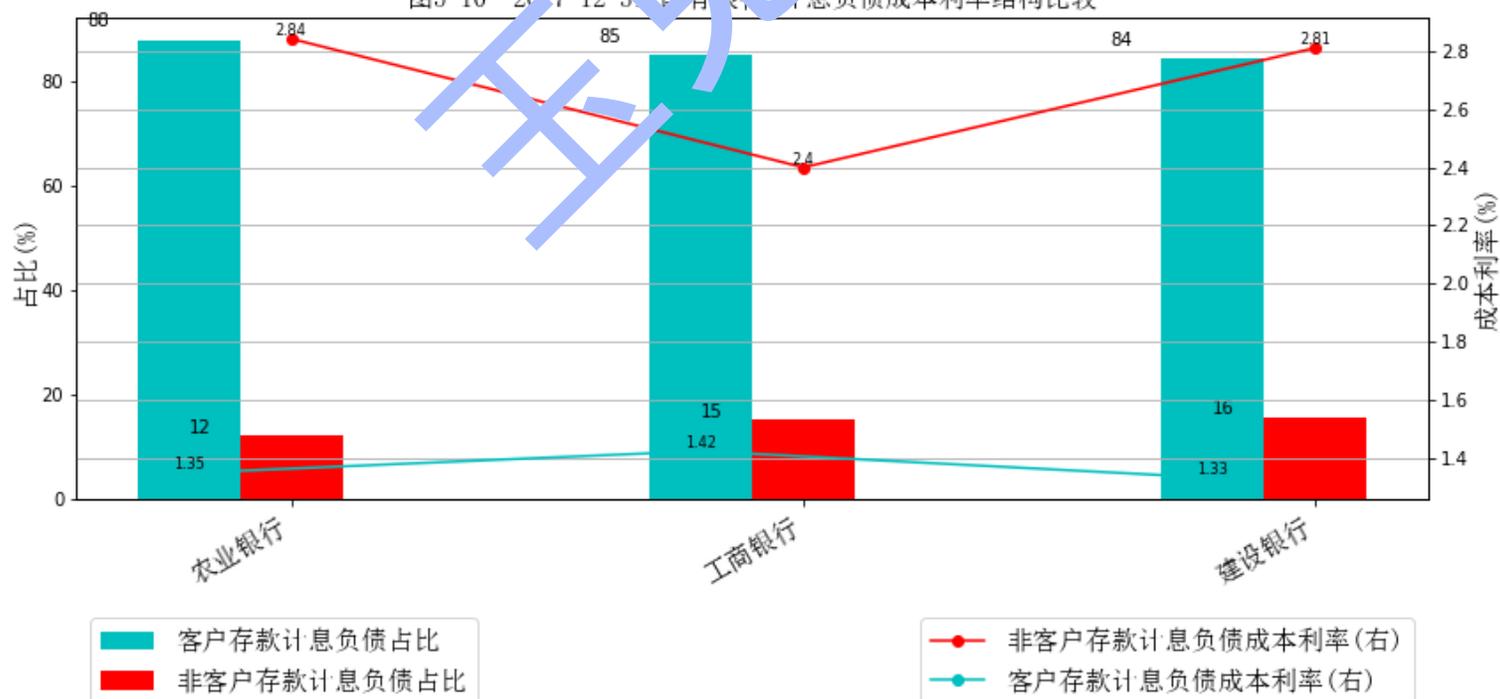
(1) 国有银行

图5-9 2017-12-31-国有银行-计息负债平均余额结构占比比较



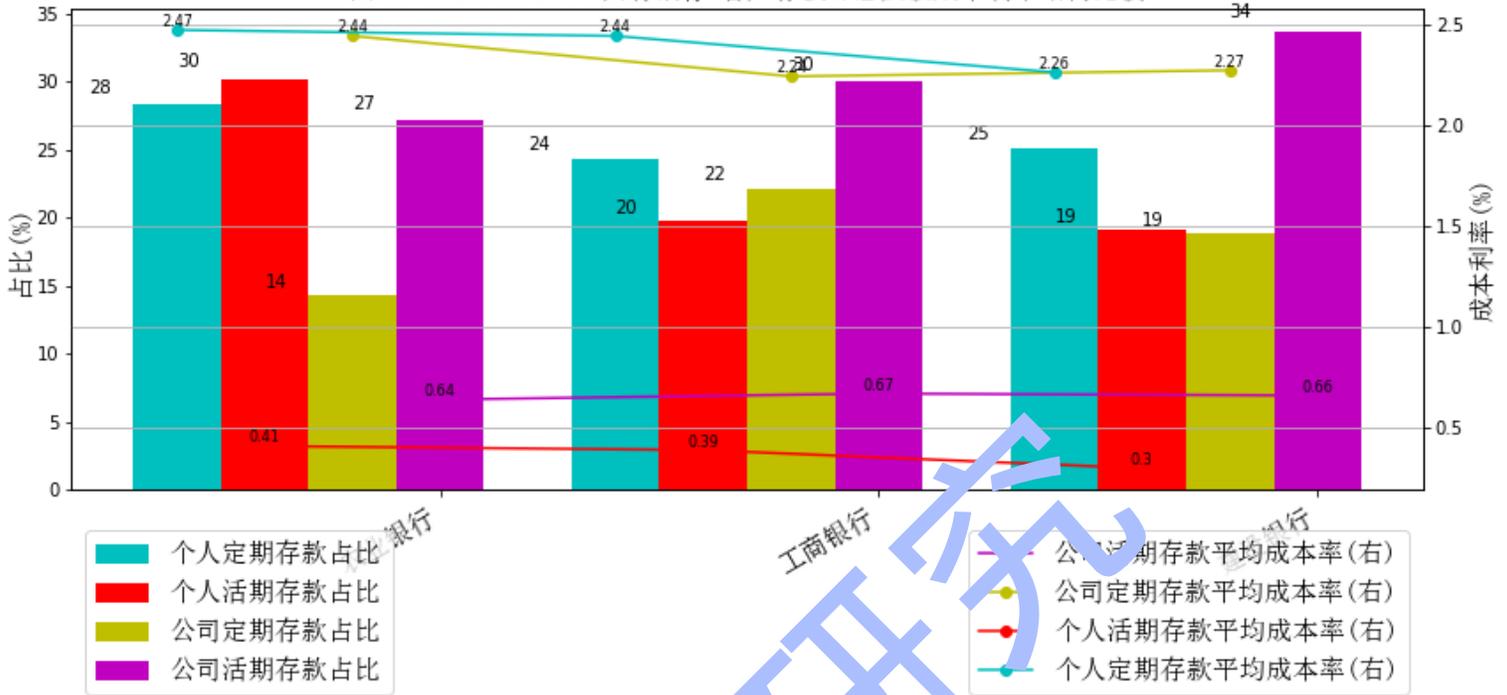
首先来分析国有银行计息负债类别结构，从披露日均存款余额明细数据的国有行来看，客户存款计息负债占比自高到低排序分别是：农业银行 87.79%、工商银行 84.82%、建设银行 84.24%，中国银行与交通银行缺少披露存款平均余额明细数据。

图5-10 2017-12-31-国有银行-计息负债成本利率结构比较



从披露计息负债成本利率明细数据的三家国有行来看，非客户存款计息负债成本利率最低，然而工商银行客户存款计息负债成本利率最高，从计息负债成本利率总计来看，三家银行最高的也是工商银行。建设银行客户存款计息负债成本利率最低，其次是农业银行，那么又是如何做到的？

图5-11 2017-12-31-国有银行-客户存款计息负债成本利率结构比较

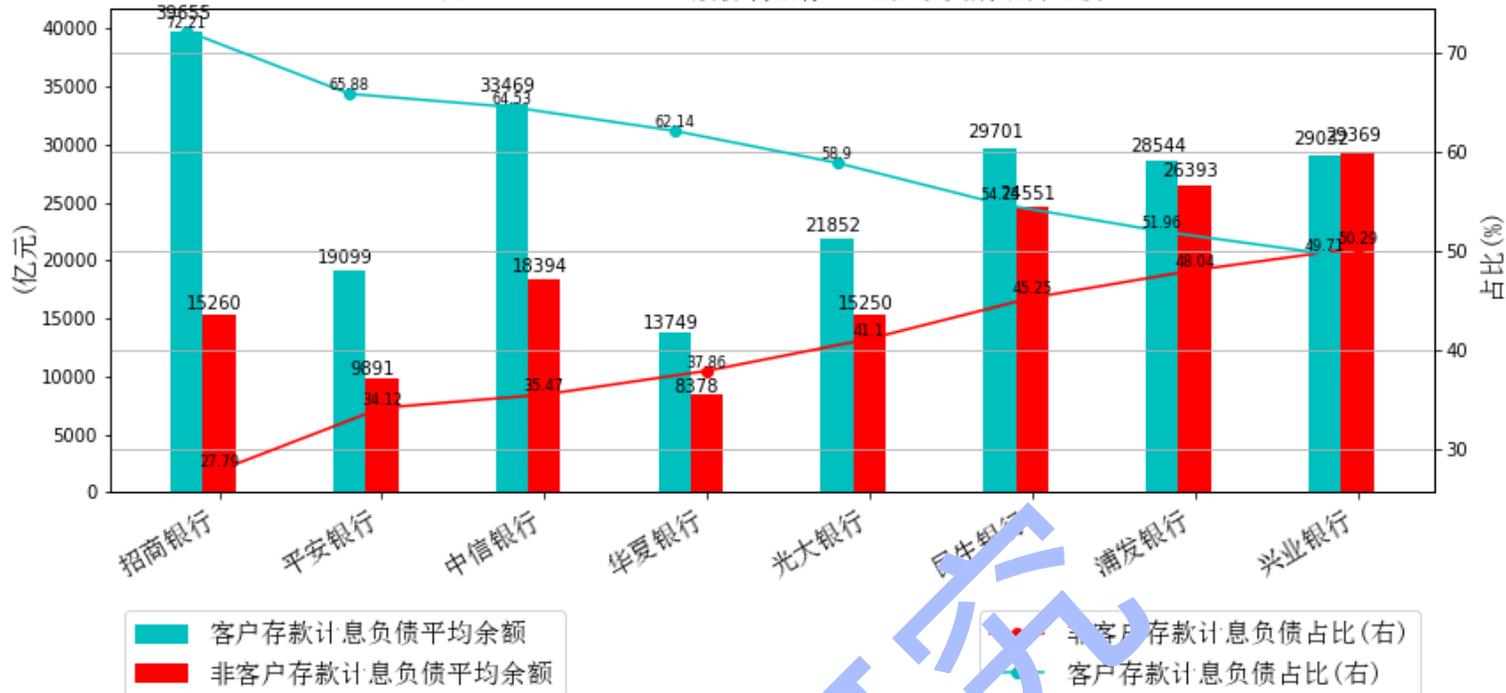


不难发现，建设银行公司活期存款占比最高，个人活期存款平均成本率最低；农业银行个人活期存款占比最高，公司活期存款平均成本率最低。

通过拆解国有银行计息负债类别结构、利率结构以及明细，也就不难理解农业银行计息负债成本利率在国有银行当中最低的原因了。

(2) 股份制银行

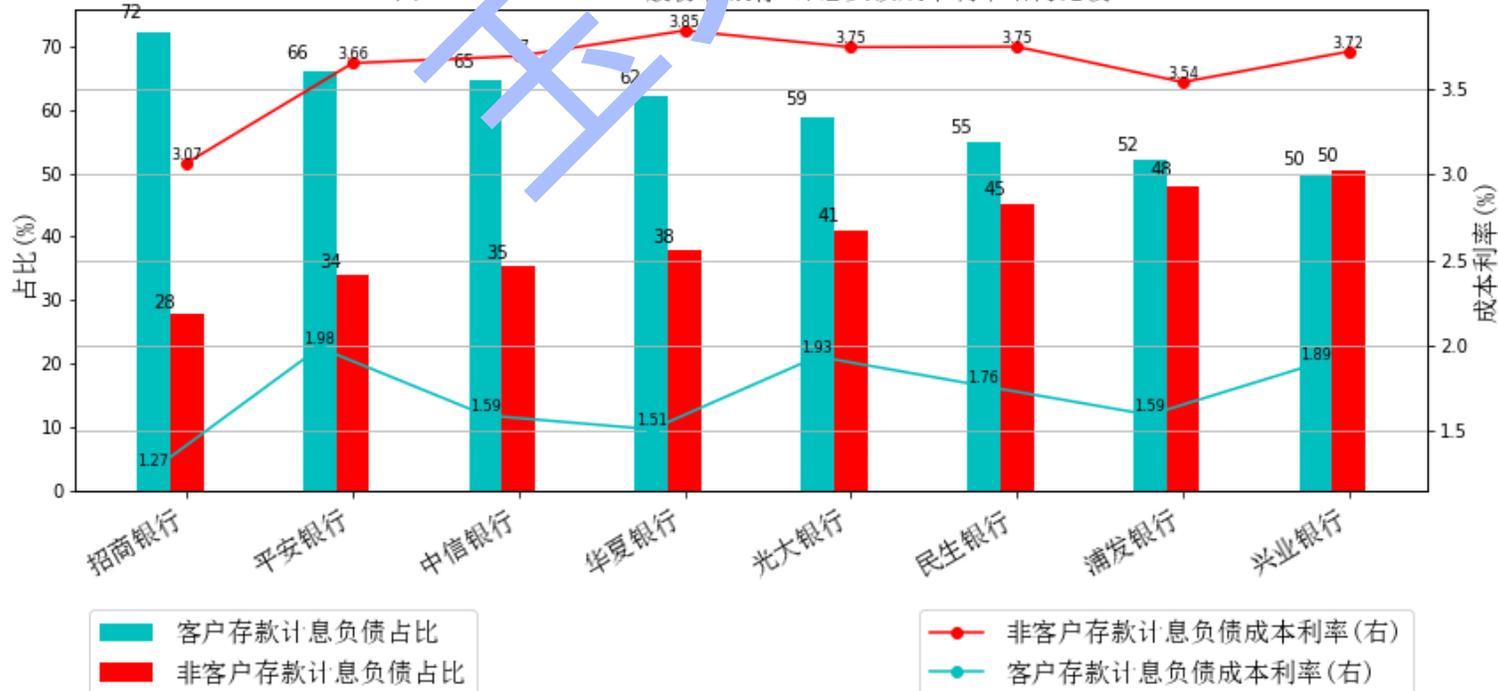
图5-12 2017-12-31-股份制银行-计息负债类别结构比较



同样的分析方法，首先来分析股份制银行计息负债类别结构。客户存款计息负债占比自高到低前三名排序分别是：招商银行 72.21%、平安银行 65.88%、中信银行 64.53%；垫底三名排序分别是：兴业银行 49.71%、浦发银行 51.96%、民生银行 45.25%。

也就是说，招商银行 72.21% 计息负债来自客户存款。相反，兴业银行仅有 49.71% 计息负债来自客户存款。

图5-13 2017-12-31-股份制银行-计息负债成本利率结构比较

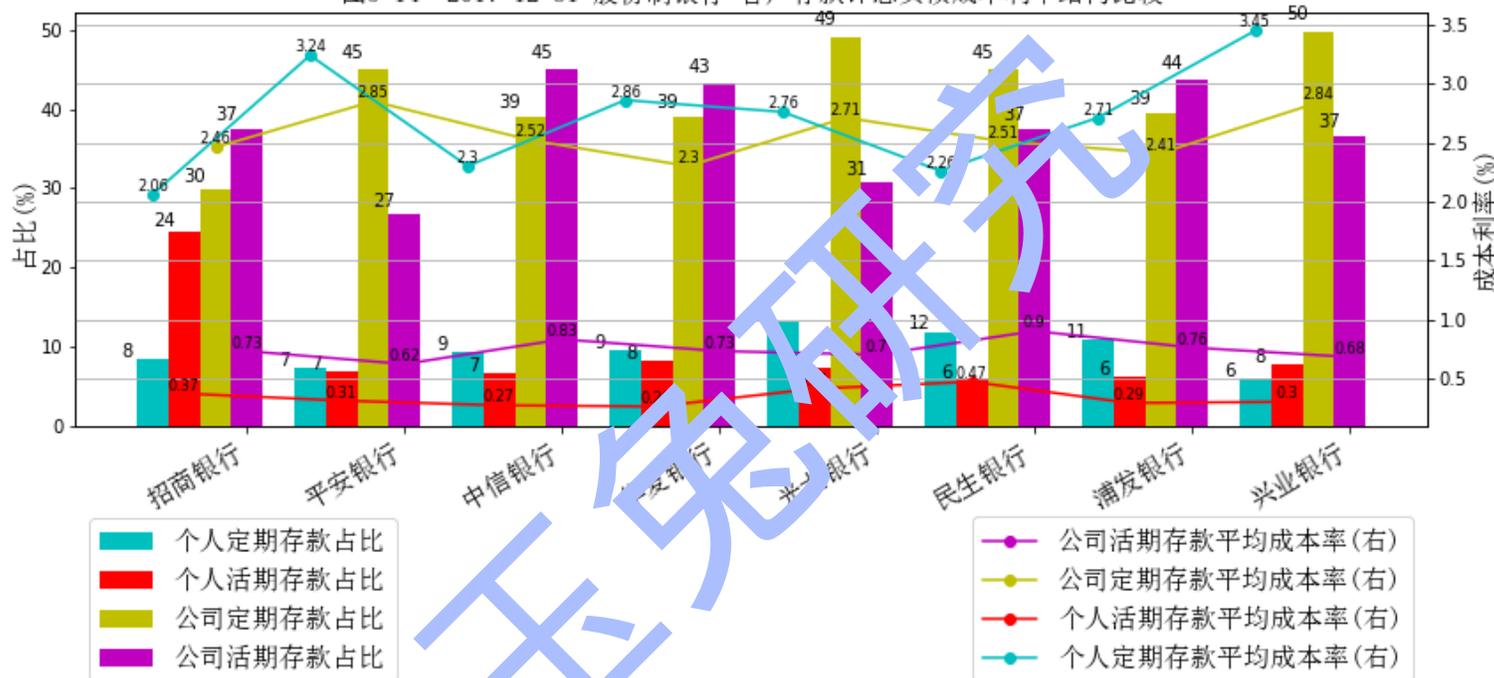


其次，分析股份制银行计息负债成本利率结构。从上图可以看出：第一，总体上股份制银行非客户存款计息负债成本利率大幅高于国有银行非客户存款计息负债成本利率。第二，股份制银行中客户存款占比最高的招商银行平均成本利率只有 1.27%，而且也是所有披露的上市银行当中成本利率最低的。相比之下，上文提到净息差最小的民生银行客户存款占比仅有 54.75%，然而客户存款平均成本利率却达到 1.76%，超出招商银行 38.65%。第三，招商银行非客户存款计息负债成本利率 3.07%，也是股份制银行当中最低的。净息差最小的民生银行非客户存款计息负债成本利率 3.75%，超出招商银行 22.25%。

从上可以得出判断，也许正因为其他银行比招商银行吸引储户的能力差，在他们存款资金紧张、需要用钱的时候，不得不跟同业拆借或者跟央妈借，自然而然非客户存款成本利率就高。其实道理也很简单，越是没有足够资产实力，那么信用就越差，借钱成本利率也就越高，典型的嫌贫爱富、趁火打劫。

那么，问题来了，为什么招商银行能以全行业最低的成本吸收到全行业最高占比的客户存款呢？客户存款结构配置究竟是怎样？下文继续展开分析。

图5-14 2017-12-31-股份制银行-客户存款计息负债成本利率结构比较



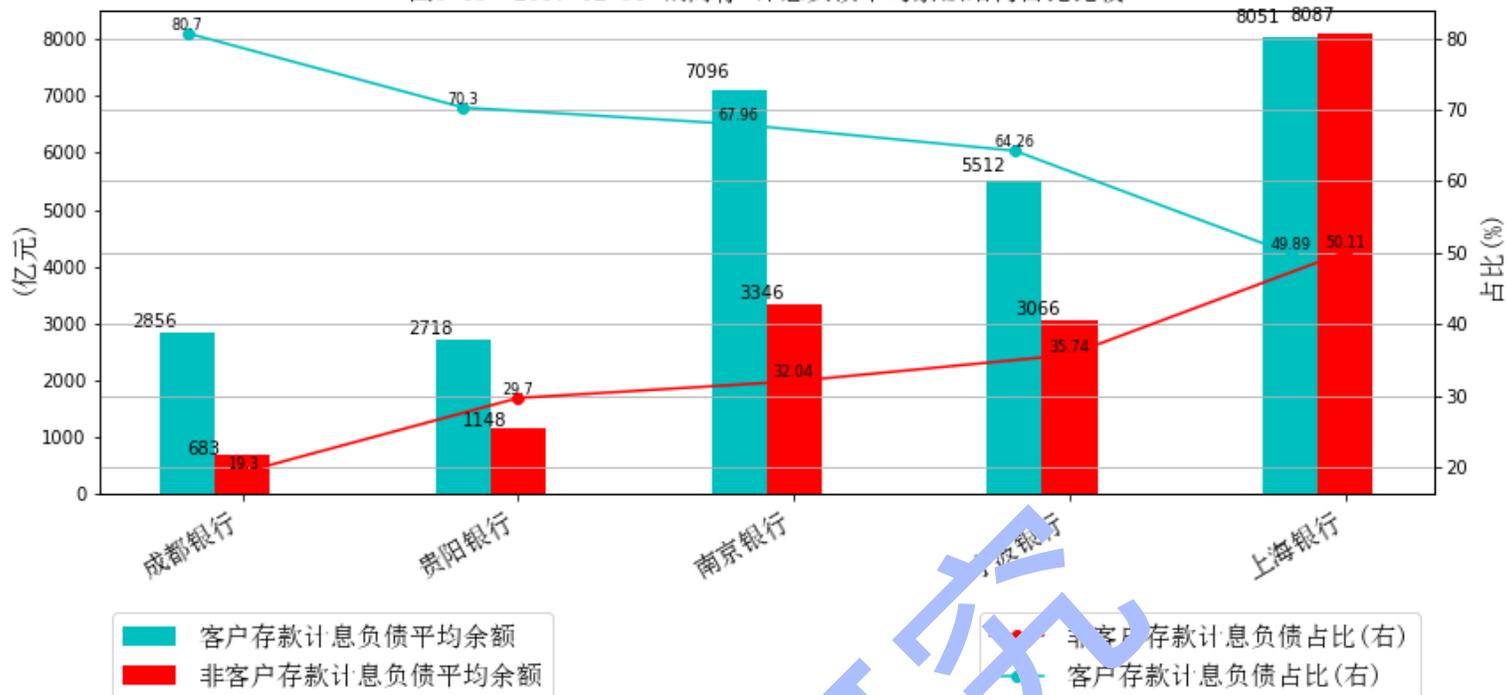
从上图可以看出，招商银行个人定期存款平均成本率 2.06%，在行业内是最低的；个人活期存款平均成本率 0.37%，在行业内中等偏高水平，仅低于民生银行、光大银行；公司定期存款平均成本率 2.46%、公司活期存款平均成本率 0.73%，在行业内均处于中等偏低水平。

然而，影响招商银行客户存款总体成本利率最深层次的因素不是每种性质存款利率上的高低，而是招商银行以行业内中等偏高的利率成本吸引占比高达 24.41%的个人活期存款，无论是绝对金额还是占比都具有明显的领先优势，其占比是其他银行的 3~4 倍。

这不是战术上的胜利，而是战略上的胜利！

(3) 城商行

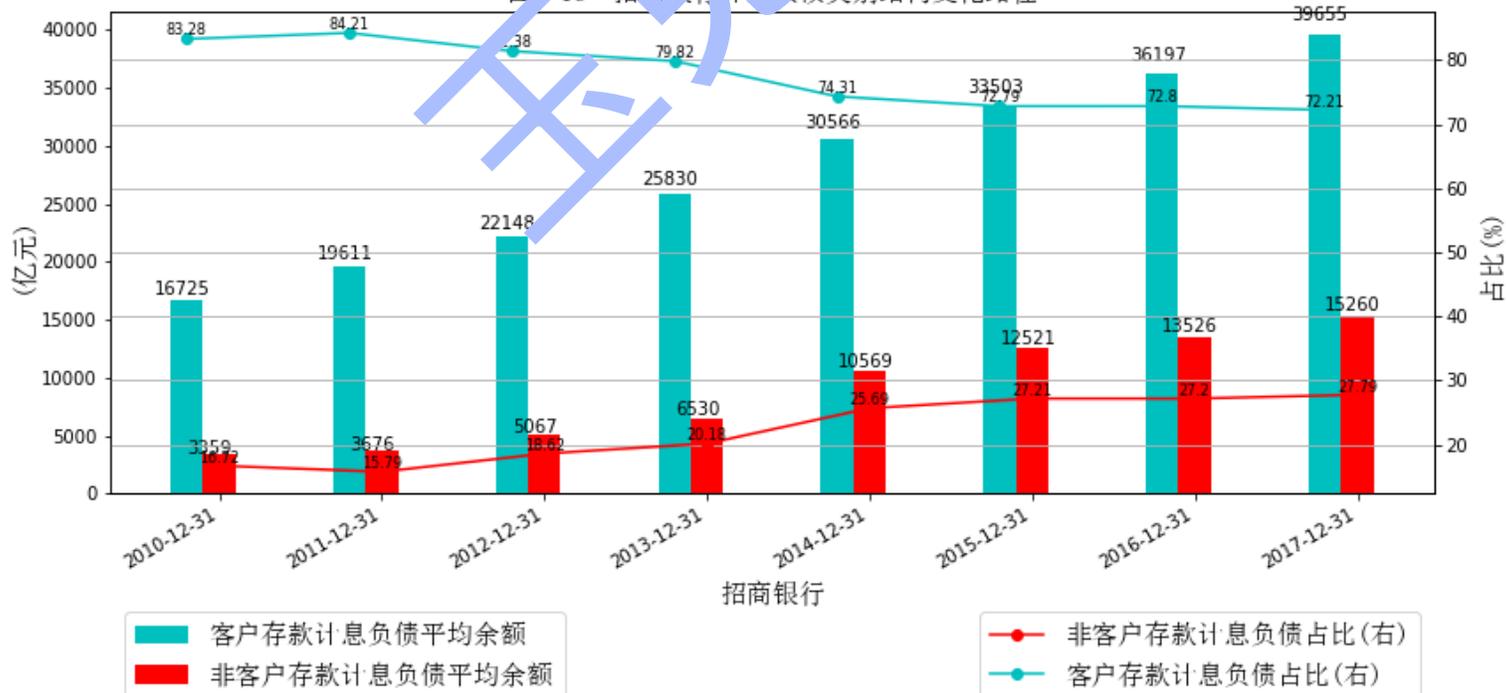
图5-15 2017-12-31-城商行-计息负债平均余额结构占比较



城商行当中，从披露计息负债平均余额以及平均成本利率明细数据的城商行来看，客户存款计息负债占比自高到底排序分别是：成都银行 80.7%、贵阳银行 70.3%、南京银行 67.96%、宁波银行 64.26%、上海银行 49.89%，部分城商行并没有披露详细的计息负债平均余额以及平均成本利率。

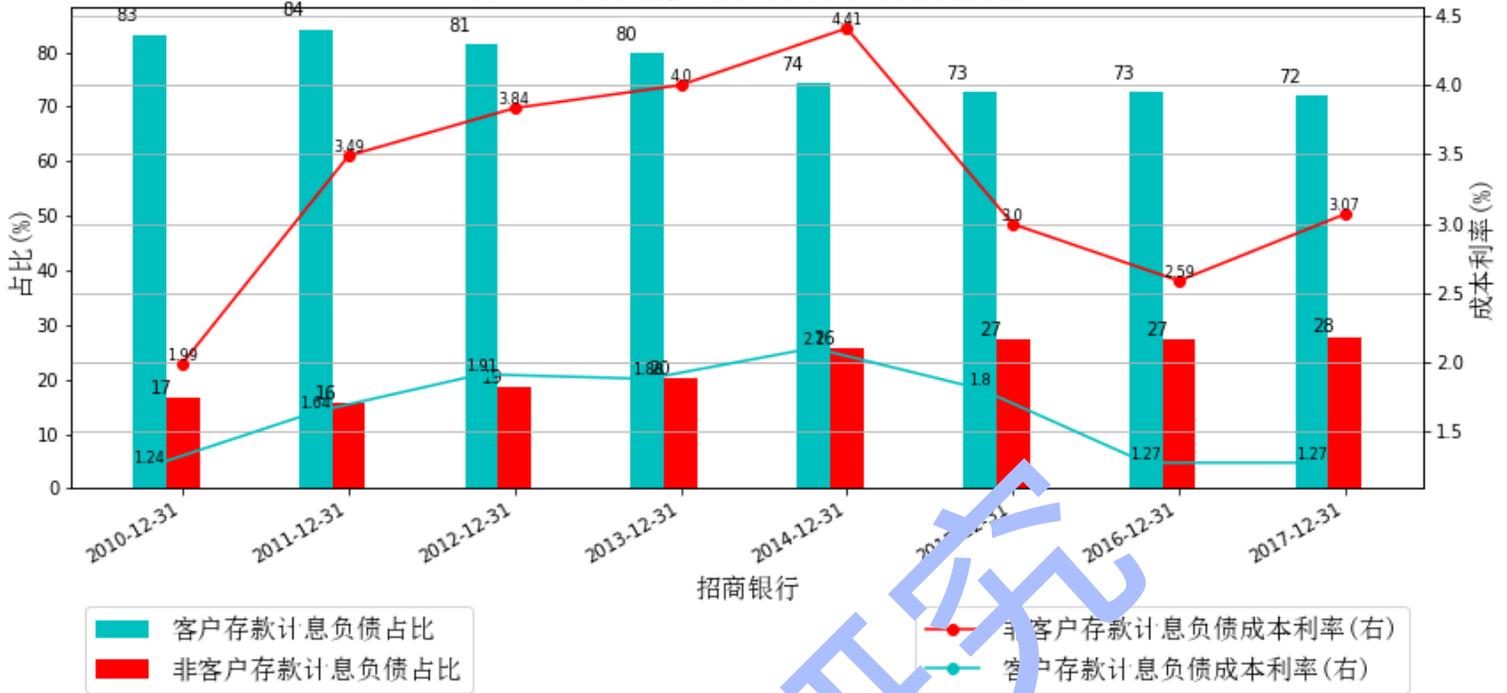
5.3.2 变化路径

图5-16 招商银行计息负债类别结构变化路径



从绝对金额指标来看，招商银行客户存款计息负债与非客户存款计息负债均逐年增长；从占比指标来看，总体上，招商银行客户存款计息负债占比呈现微略下降趋势，但是，依然保持在 70%以上水平。

图5-17 招商银行计息负债成本率结构变化路径



从上图可以看出，非客户存款计息负债成本利率波动率 > 客户存款计息负债成本利率波动率。也就是说，非客户存款计息负债成本利率对宏观政策更敏感。可以推论：在货币流动性紧缩周期，客户存款占比越高，越有利于计息负债端总成本的控制。

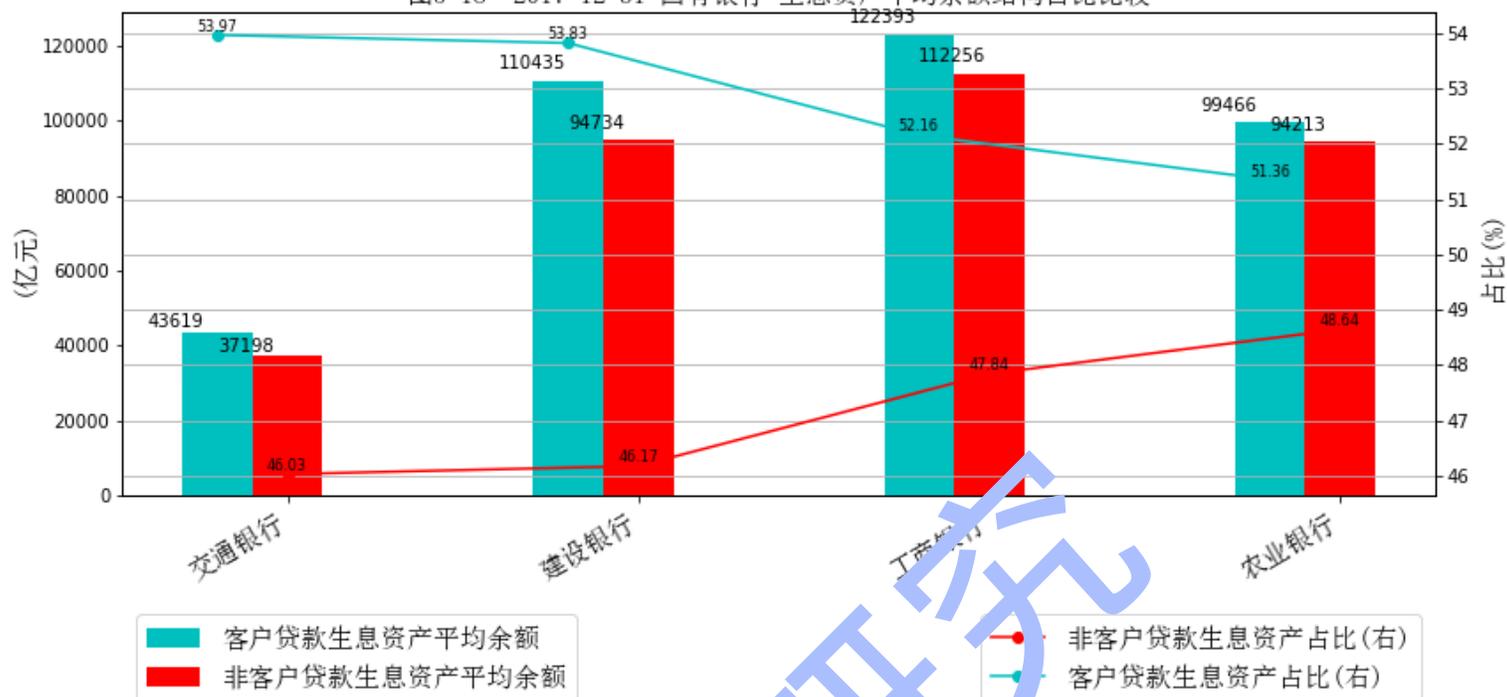
5.4 生息资产收益率拆解

通过上文分析，我们找到净息差与净利差具有领先优势的招商银行，根本原因主要是“买钱”价格定得低且买得到。不妨，我们继续从资产端探讨招商银行生息资产优劣，接着下文继续展开生息资产类别结构与生息资产收益率结构比较分析。生息资产类别可以概括为客户贷款生息资产与非客户贷款生息资产，其中客户贷款生息资产包括个人客户贷款、企业客户贷款；非客户贷款生息资产包括现金及存放中央银行款项、存放同业及其他金融机构款项、拆出资金，投资类资产。

5.4.1 行业比较

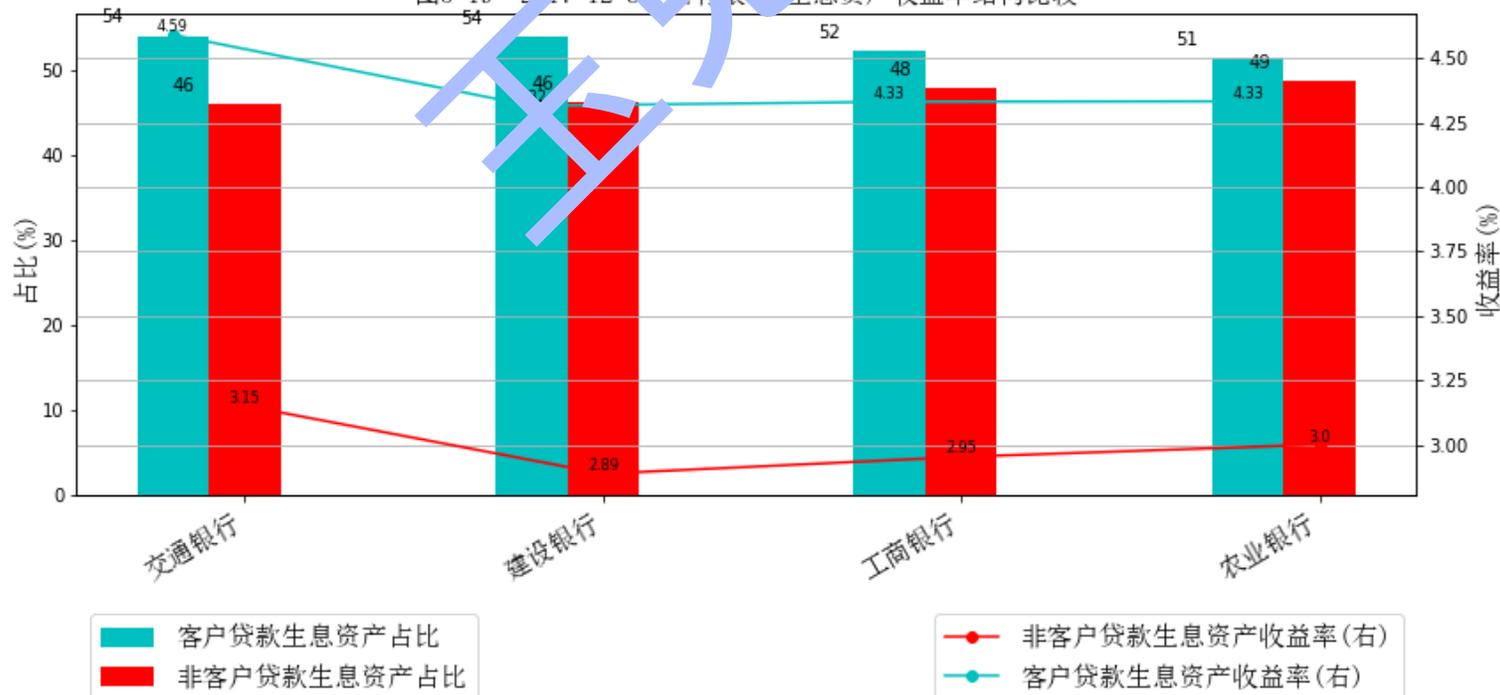
(1) 国有银行

图5-18 2017-12-31-国有银行-生息资产平均余额结构占比比较



城商行当中，从披露生息资产平均余额明细数据的国有银行来看，客户贷款生息资产占比自高到底排序分别是：交通银行 53.97%、建设银行 53.83%、工商银行 52.16%、农业银行 51.36%，交通银行缺少披露生息贷款平均余额明细数据。

图5-19 2017-12-31-国有银行-生息资产收益率结构比较



无论是客户贷款生息资产收益率还是非客户贷款生息资产收益率，国有银行当中最高的是交通银行，而且，客户贷款生息资产占比也是最高的，交通银行生息资产总体收益率也是同行最高的就不难理解。

图5-20 2017-12-31-国有银行-客户贷款类别结构比较

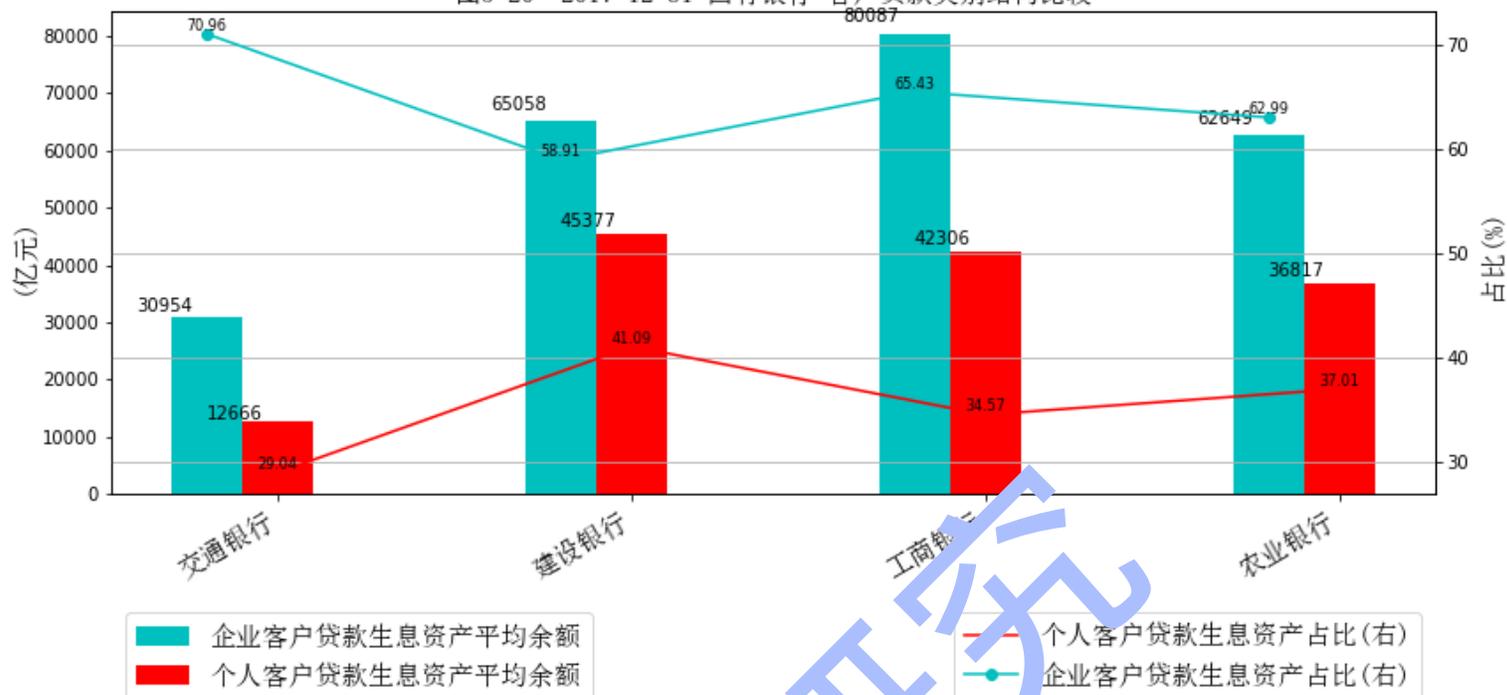


图5-21 2017-12-31-国有银行-客户贷款收益率结构比较

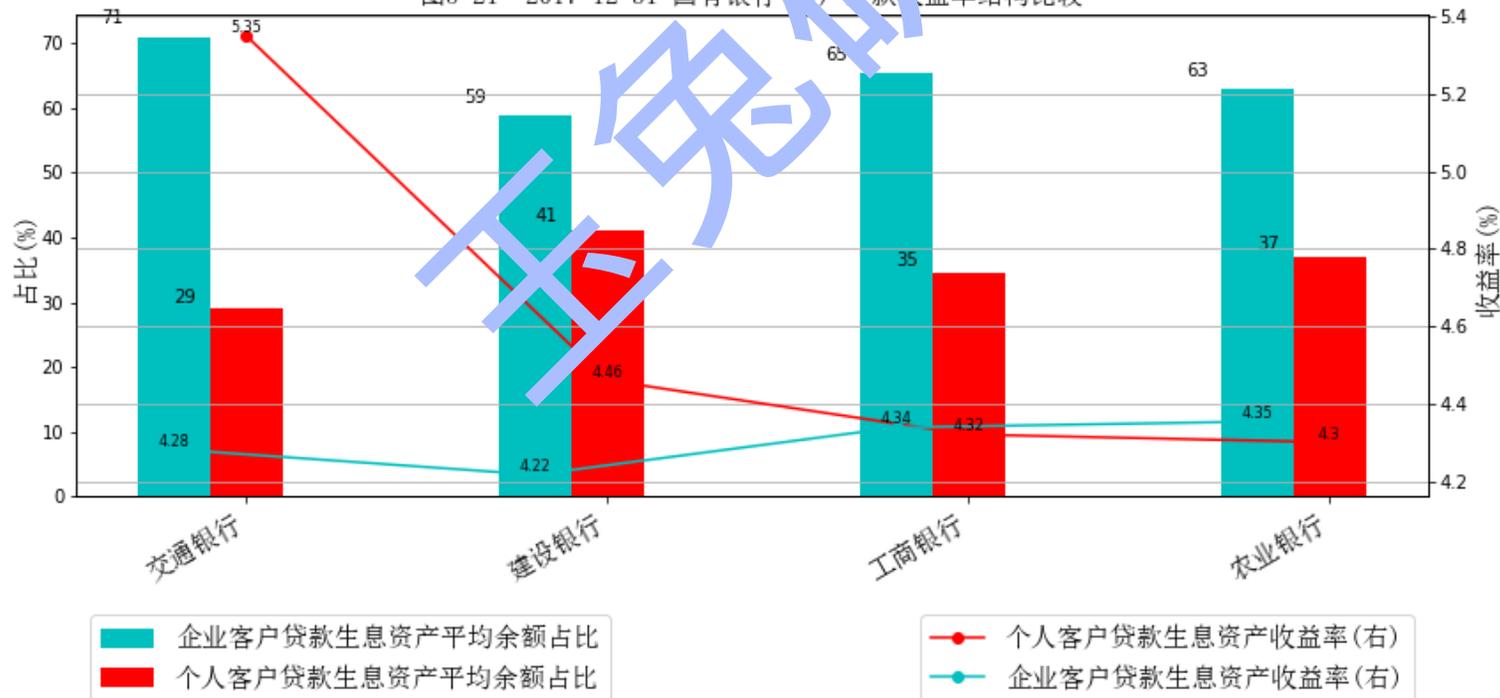
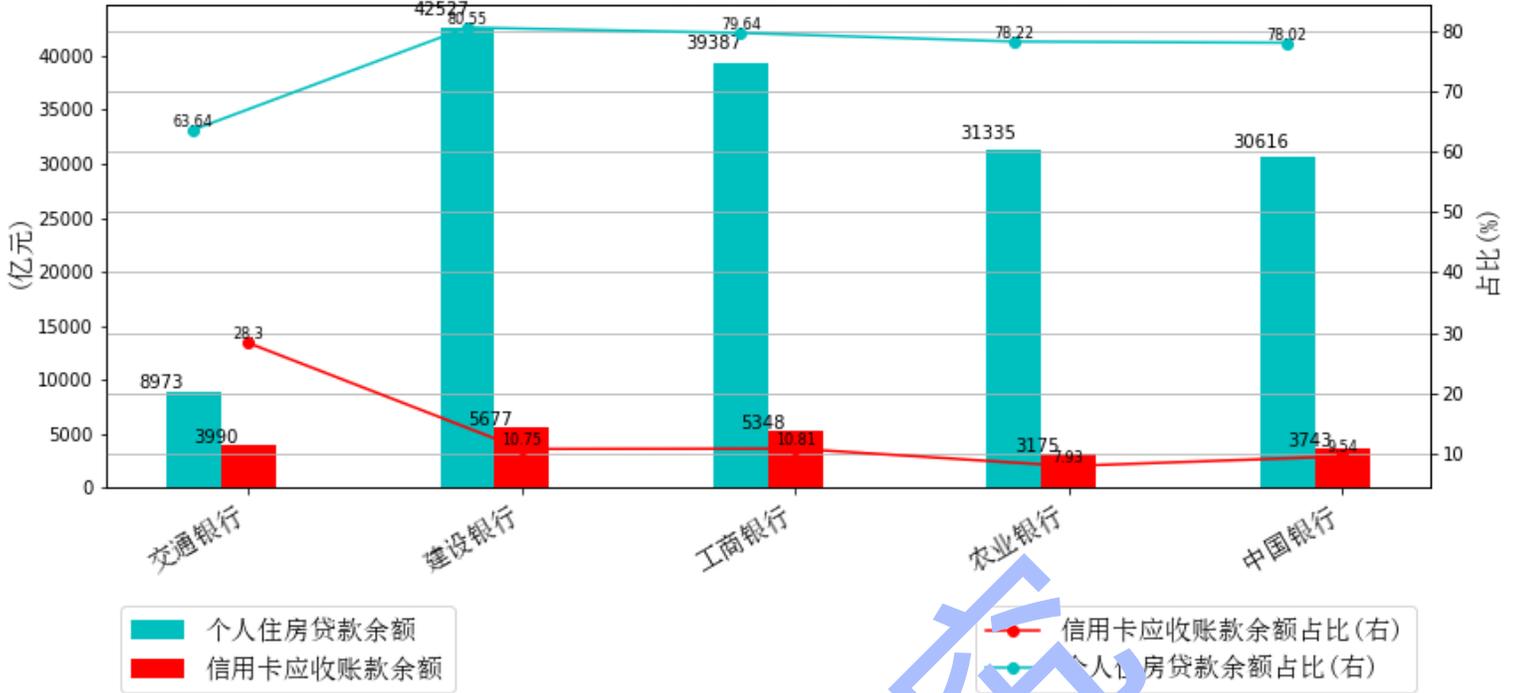
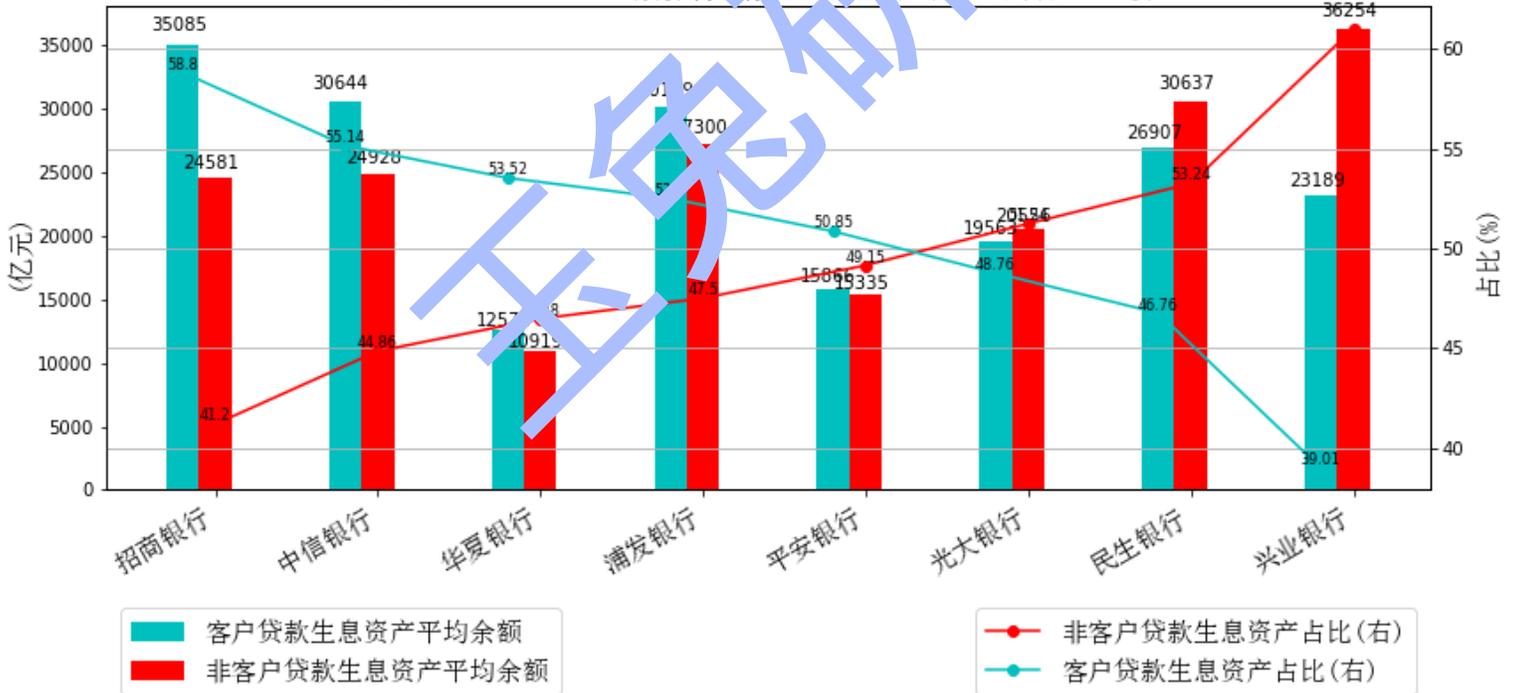


图5-22 2017-12-31-国有银行-个人客户贷款类别结构比较



(2) 股份制银行

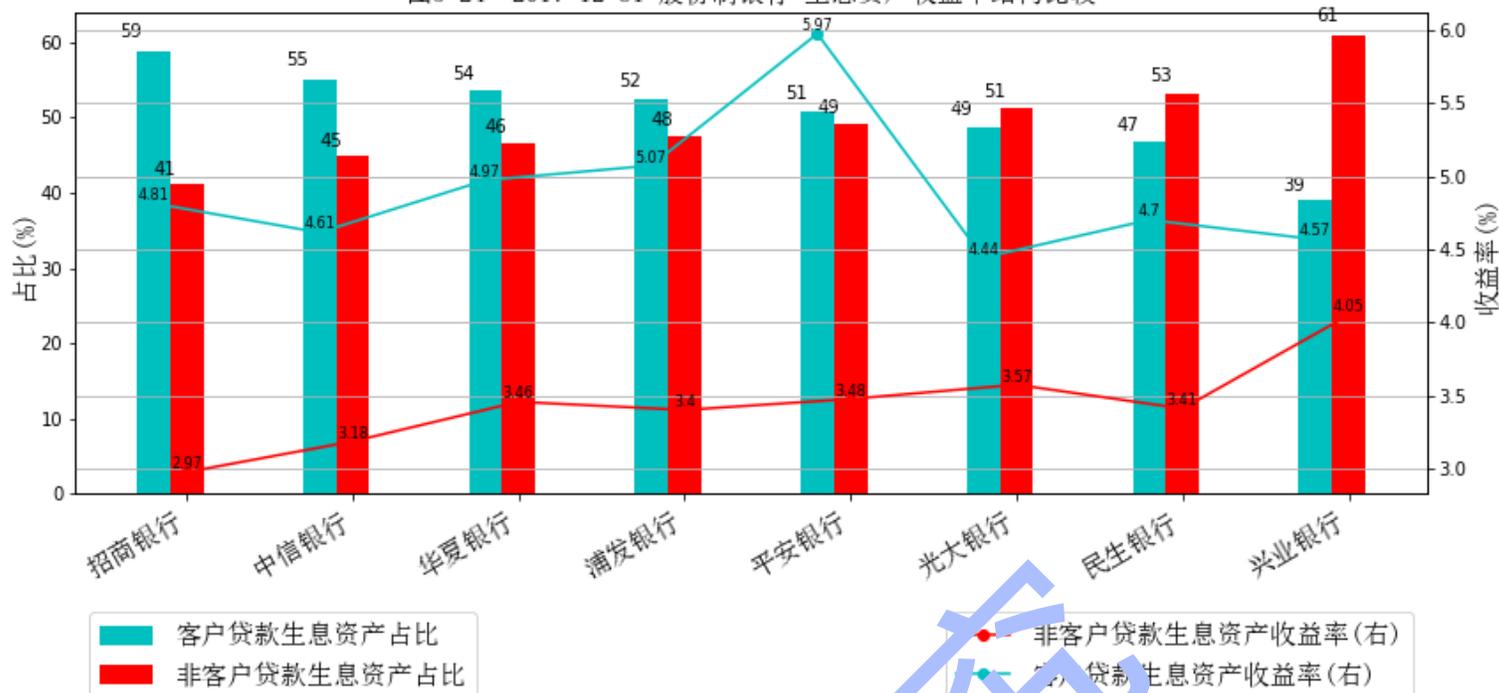
图5-23 2017-12-31-股份制银行-生息资产平均余额结构占比比较



首先,来分析股份制银行生息资产类别结构, 客户贷款生息资产占比自高到低前三名排序分别是: 招商银行 58.8%; 中信银行 55.14%; 华夏银行 53.52%。垫底三名排序分别是: 兴业银行 39.01%; 民生银行 46.76%; 光大银行 48.76%。

也就是说排名第一的招商银行 58.8%生息资产配置为客户贷款。相反, 排名最后的兴业银行仅有 39.01%生息资产配置为客户贷款。

图5-24 2017-12-31-股份制银行-生息资产收益率结构比较

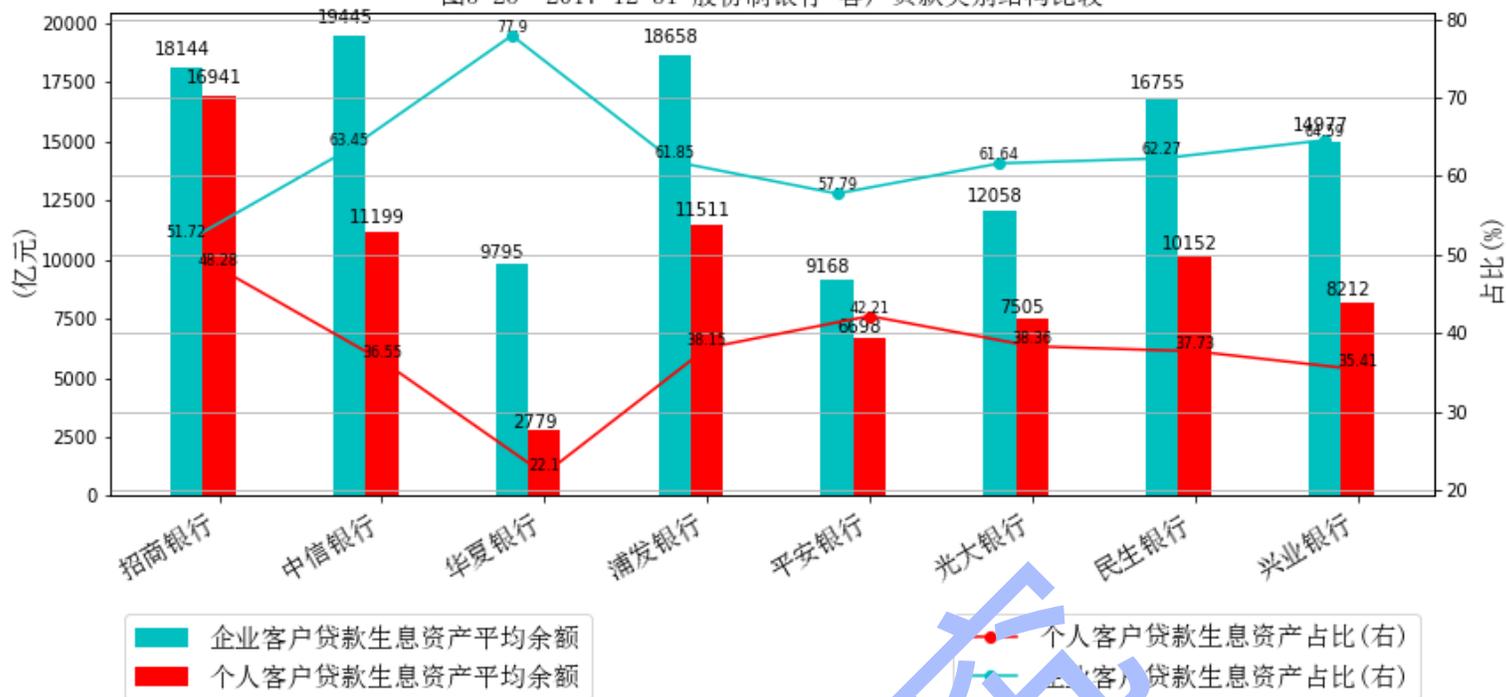


其次，分析股份制银行生息资产收益率结构。从上图可以看出：第一，总体上非客户贷款生息资产收益率大幅低于客户贷款生息资产收益率，这也很容易理解。第二，股份制银行中客户贷款占比最高的招商银行平均收益率 4.81%，在行业内处于中等偏高水平。第三，招商银行非客户贷款生息资产收益率 2.97%，却是股份制银行当中最低的。净息差最小的民生银行非客户贷款生息资产收益率 3.41%，超出招商银行 14.61%；非客户贷款生息资产占比最高的兴业银行非客户贷款生息资产收益率 4.05%，超出招商银行 36.06%。

从上可以知道，招商银行的非客户贷款生息资产的收益率能力较差。然而，值得肯定的是招商银行在非客户贷款生息资产的收益率能力失去竞争力的情况下，采取战略性资产配置技巧。既然非客户贷款生息资产的收益率能力不行，那么就少配置。从结果来看，招商银行非客户贷款生息资产配置比例在同行内是最低的；收益率较高的客户贷款配置比例却是同行内最高的，从而保证生息资产收益率处于同行中等偏高水平。

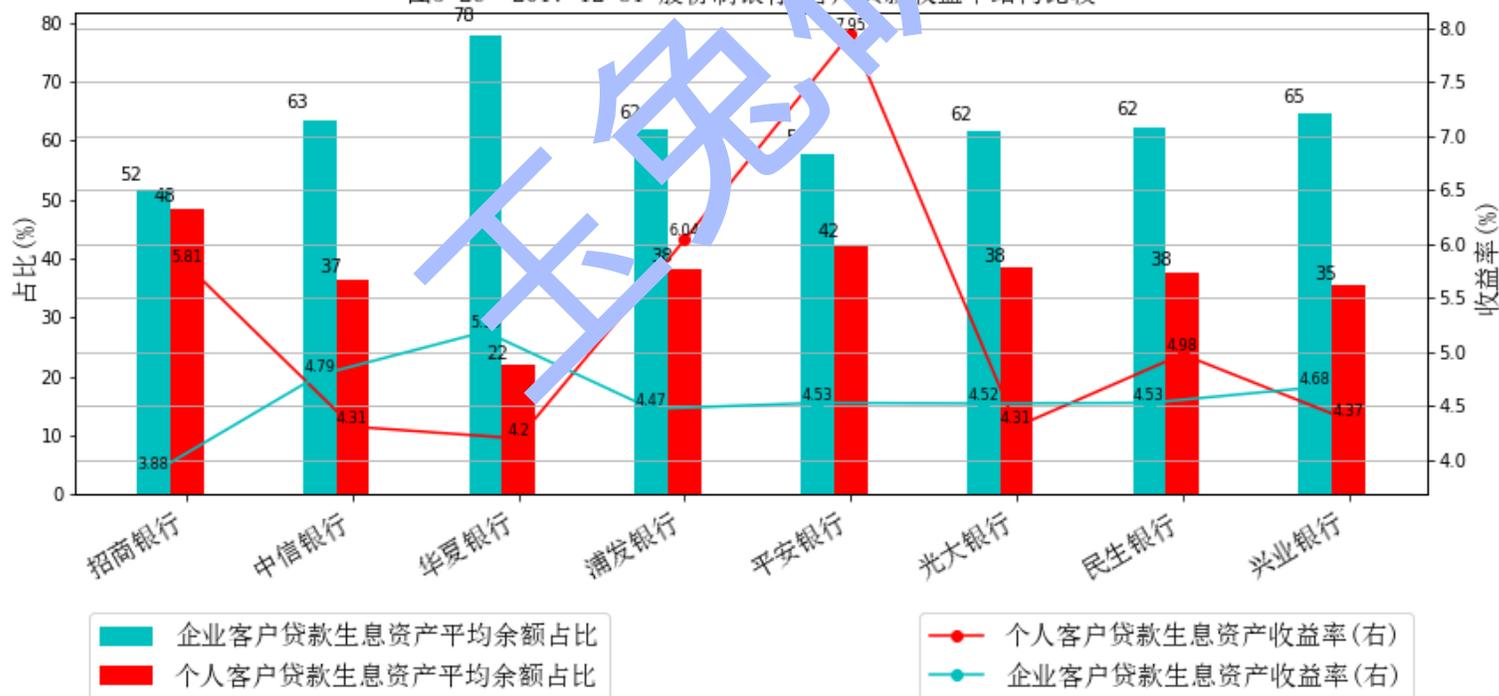
那么，招商银行的客户贷款配置究竟又是怎么样？下文继续展开分析，进一步探讨其客户贷款类别结构、收益率结构。

图5-25 2017-12-31-股份制银行-客户贷款类别结构比较



从上图可以看出：个人客户贷款生息资产占比最高的是招商银行 48.28%，企业客户贷款生息资产占比同行内最高的是华夏银行 77.9%。

图5-26 2017-12-31-股份制银行-客户贷款收益率结构比较



从上图可以看出：第一，个人客户贷款生息资产收益率前三名排序分别是平安银行 7.95%、浦发银行 6.04%、招商银行 5.81%；第二，企业客户贷款生息资产收益率最低却也是招商银行 3.88%。

不难发现，招商银行在客户贷款配置方面也同样取得战略上的胜利，在企业客户贷款收益率方面失去竞争力的情况下，以全行业较高收益率配置全行业最高占比的个人客户贷款，从而保证客户贷款总体

收益率处于行业前列。那么，招商银行在个人客户贷款资产配置上又是如何？与行业相比，又有哪些优劣？下文展开对个人客户贷款中的个人住房贷款、信用卡业务比较。

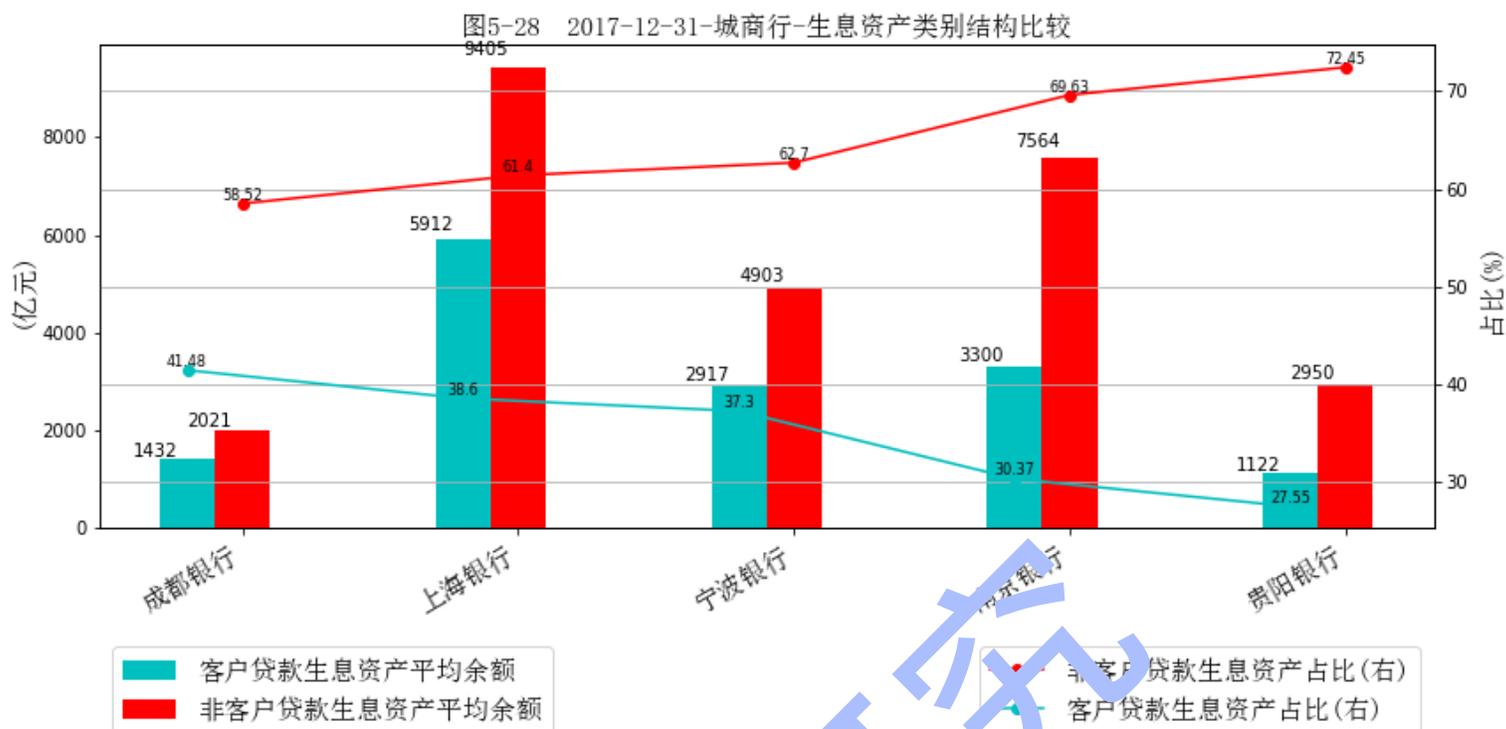
那么，招商银行在个人客户贷款资产配置上又是如何？与行业相比，又有哪些优劣？下文接着展开对个人客户贷款中的个人住房贷款、信用卡业务比较。

图5-27 2017-12-31-股份制银行-个人客户贷款类别结构比较

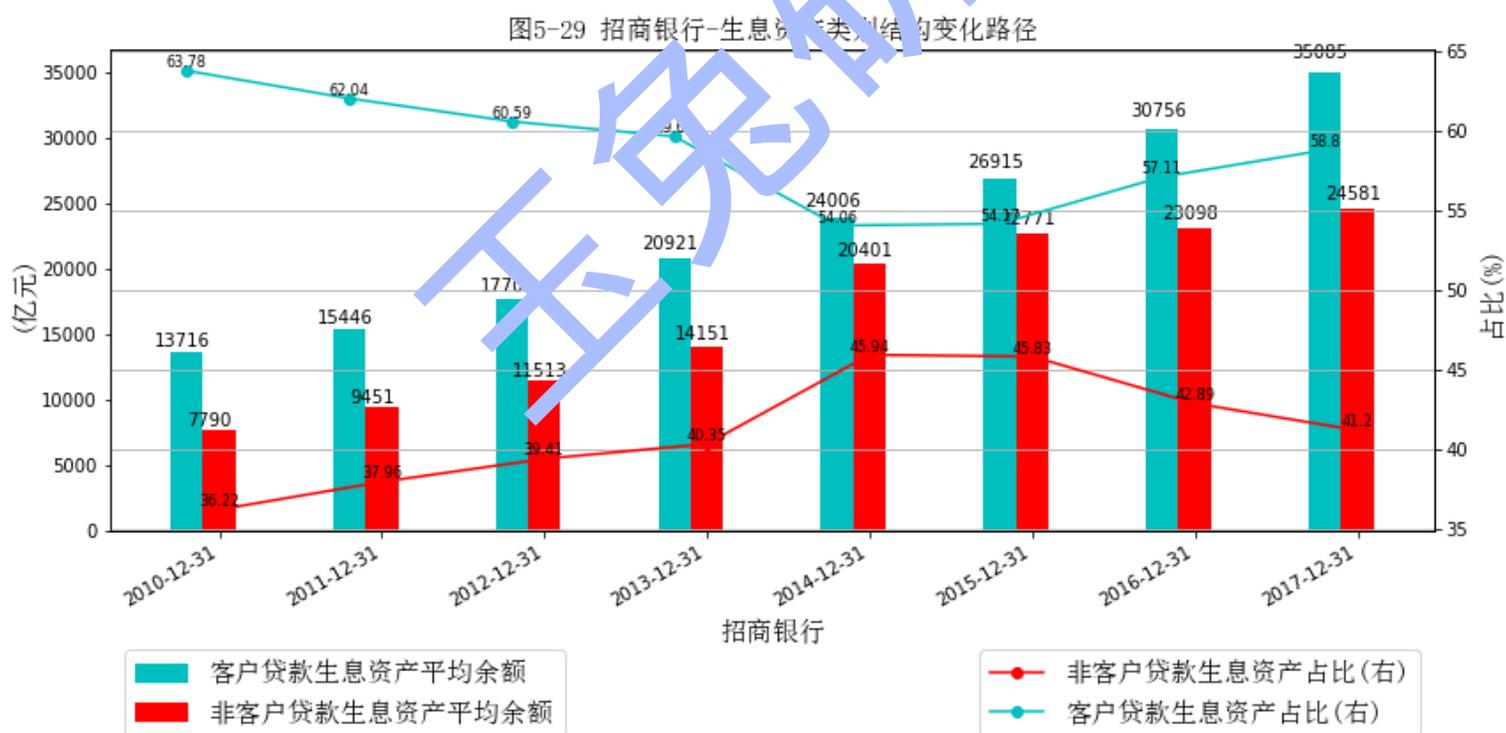


从上图可以发现：招商银行在住房贷款和信用卡应收账款方面配置的资产规模都大幅领先同行。平安银行的信用卡应收账款配置甚至超越其他住房贷款规模，这也就是平安银行个人贷款收益率同行业最高的根本原因所在。从绝对金额规模来看，浦发银行信用卡应收账款规模仅次于招商银行，住房贷款规模也并不落后，从而保证浦发银行个人贷款收益率进入行业前三。

(3) 城商行



5.4.2 变化路径



从绝对金额指标来看，招商银行客户贷款生息资产与非客户贷款生息资产均逐年增长；从占比指标来看，存在拐点，2014年以前，招商银行客户贷款占比呈现下降趋势，直至达到2014年低点后，却开始逐年上升。

图5-30 招商银行-生息资产收益率结构变化路径

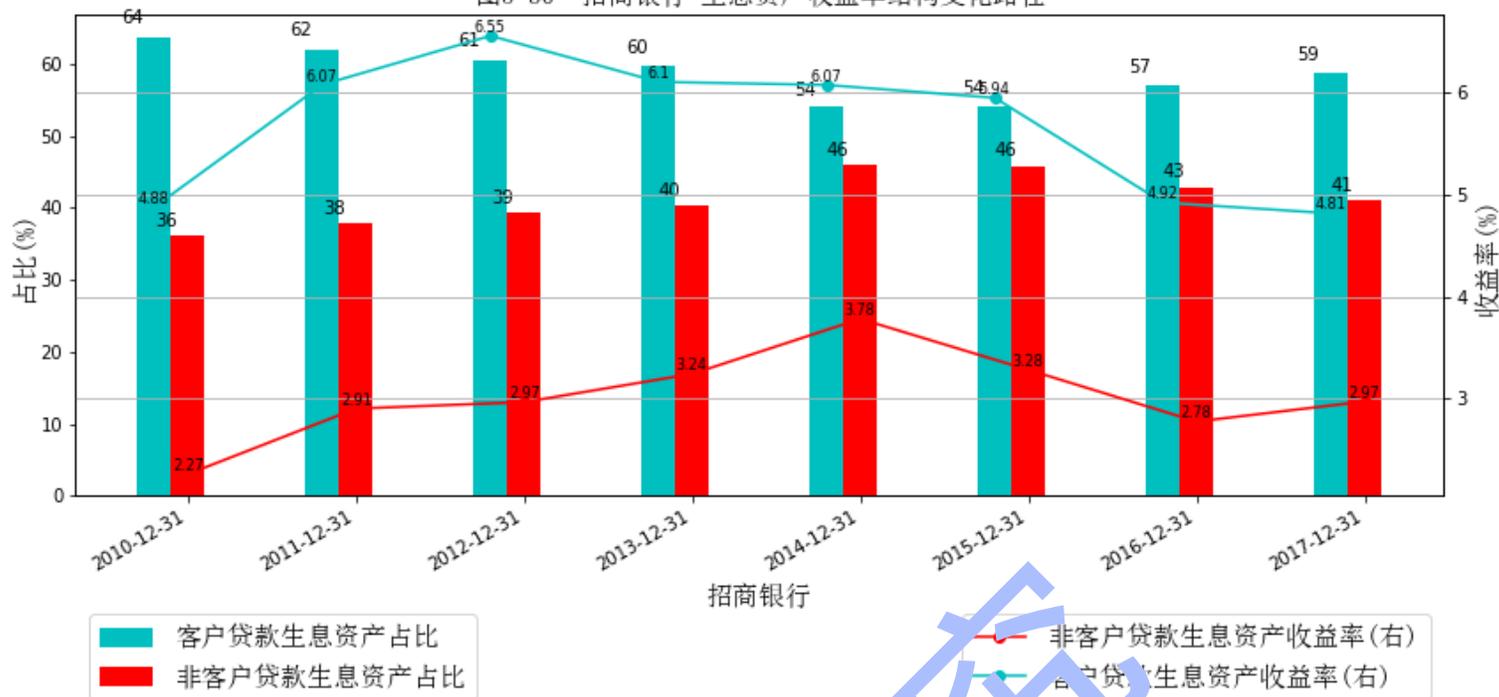
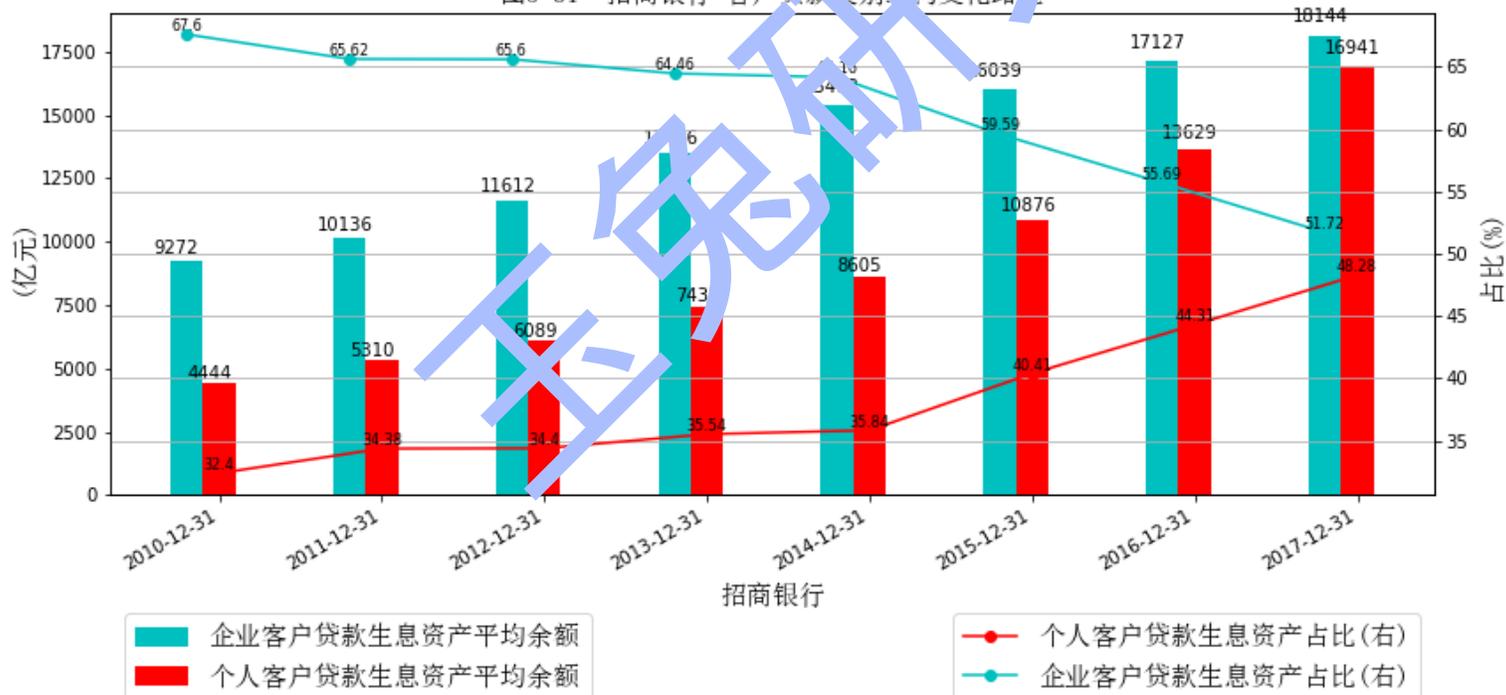
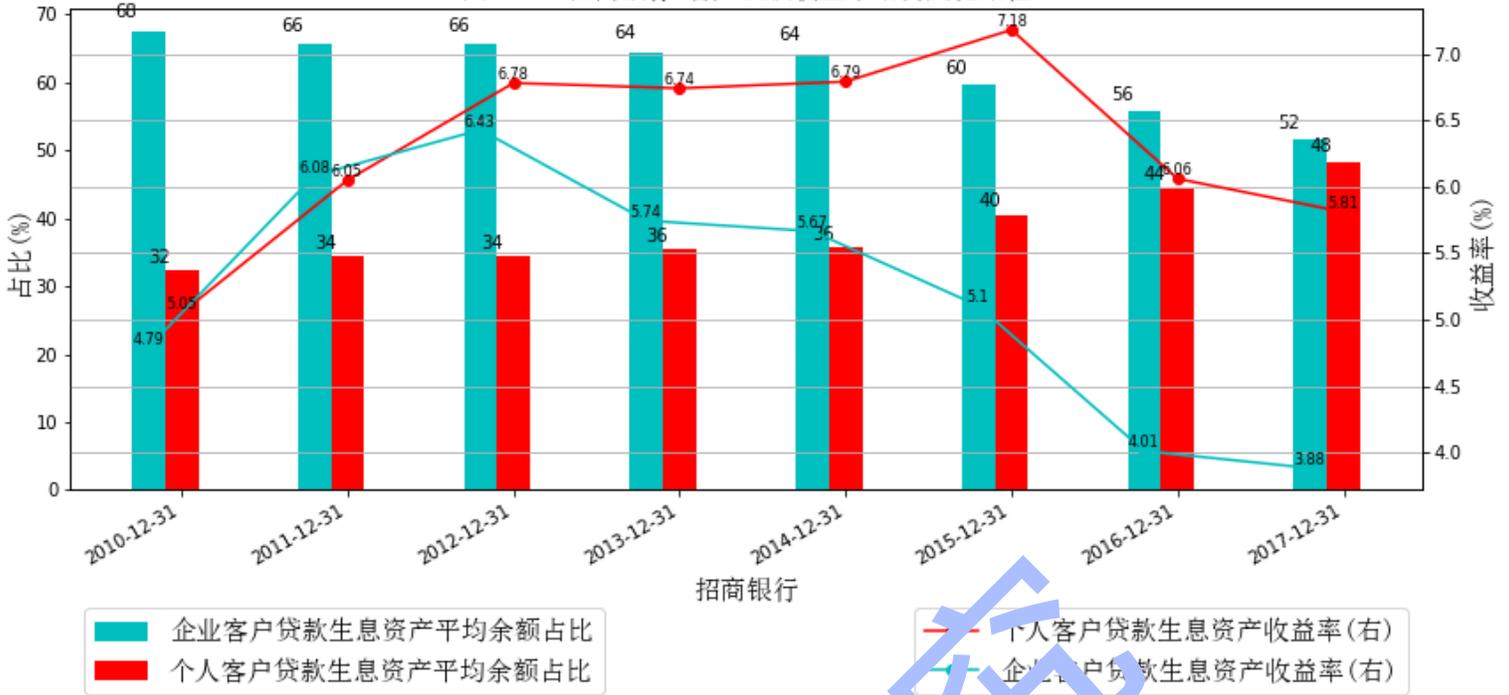


图5-31 招商银行-客户贷款类别结构变化路径



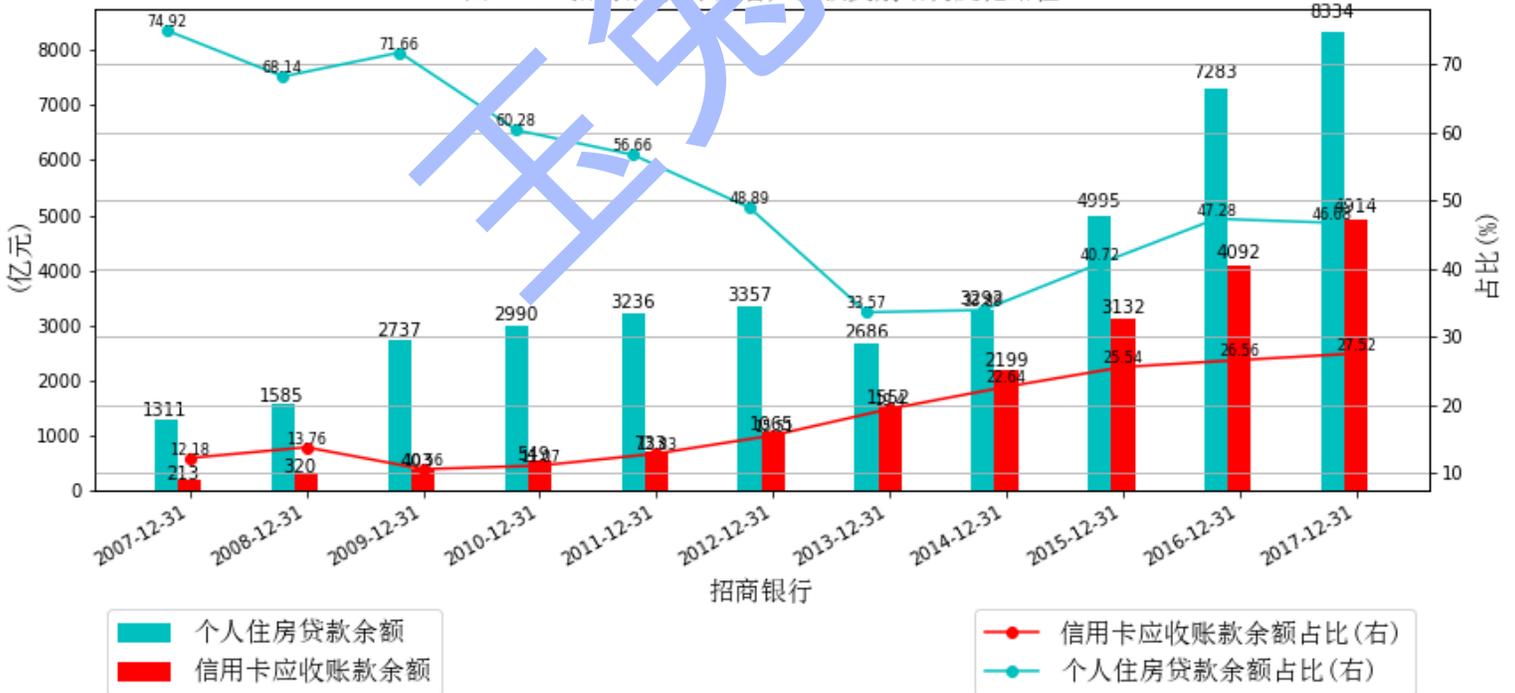
从绝对金额指标来看，招商银行企业客户贷款生息资产与个人客户贷款生息资产均逐年增长；从占比指标来看，也存在拐点：2014年以前，招商银行企业与个人客户贷款占比呈现平稳状态，2014年以后，个人客户贷款占比逐年上升。换句话说，招商银行客户贷款占比提升主要贡献来自个人客户贷款的增长。

图5-32 招商银行-客户贷款收益率结构变化路径



从上图可以看出，企业客户贷款生息资产收益率对宏观政策敏感度 > 个人客户贷款生息资产收益率对宏观政策敏感度。也就是说：在货币流动性宽松周期，个人客户贷款占比越高，越有利于生息资产端收益率的管控。因此招商银行企业客户贷款占比不断下降，就是为了抵消流动性宽松周期下企业客户贷款收益率不断下行的冲击，管理层战略绝对高超！！！！

图5-33 招商银行-个人客户贷款类别结构变化路径



从上图可以看出，招商银行在个人住房贷款业务不断发展的同时，也积极开拓信用卡业务，信用卡应收账款金额规模逐年增长，而且占个人客户贷款比例也是逐年提升。

6 风险监控与资产质量分析

6.1 风险指标监管要求

表 6-1 风险指标监管值(单位: %)

指标	不良贷款率	成本收入比	总资产利润率	净资产利润率	拨备覆盖率	拨贷比	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率	杠杆率
监管要求	≤ 5	≤ 35	≥ 0.6	≥ 11	≥ 150	≥ 2.5	≥ 7.5	≥ 8.5	≥ 10.5	≥ 4

6.2 风险水平类指标

6.2.1 不良贷款比率

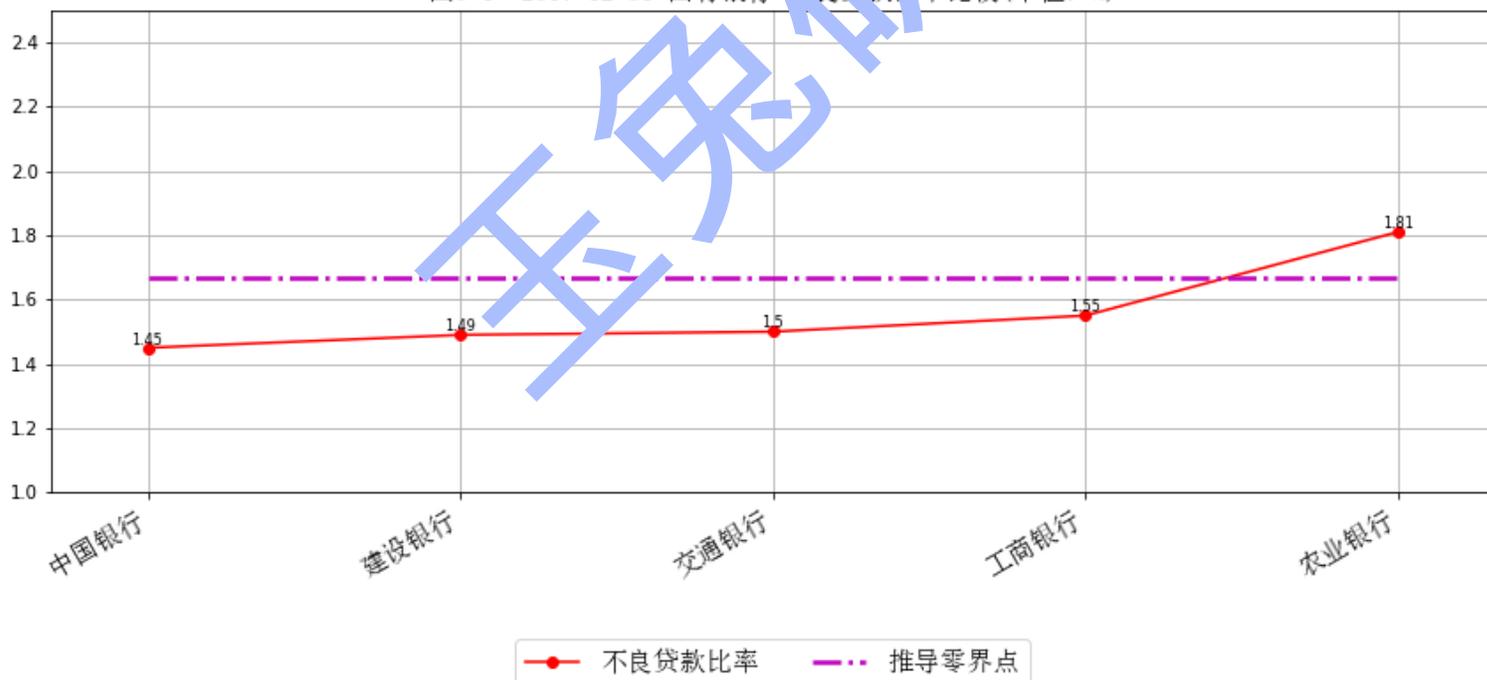
拨贷比=贷款减值准备/贷款余额=(贷款减值准备/不良贷款)*(不良贷款/贷款余额)=拨备覆盖率*不良贷款率

令: 拨贷比=2.5%、拨备覆盖率=150%, 则可推导出不良贷款率零界点=1.67%。进一步可推导: (1) 当不良贷款率<1.67%时, 监管目标盯住拨贷比是否满足 2.5% (2) 当不良贷款率 ≥ 1.67 时, 监管目标盯住拨备覆盖率 150%。

6.2.1.1 行业比较

(1) 国有银行

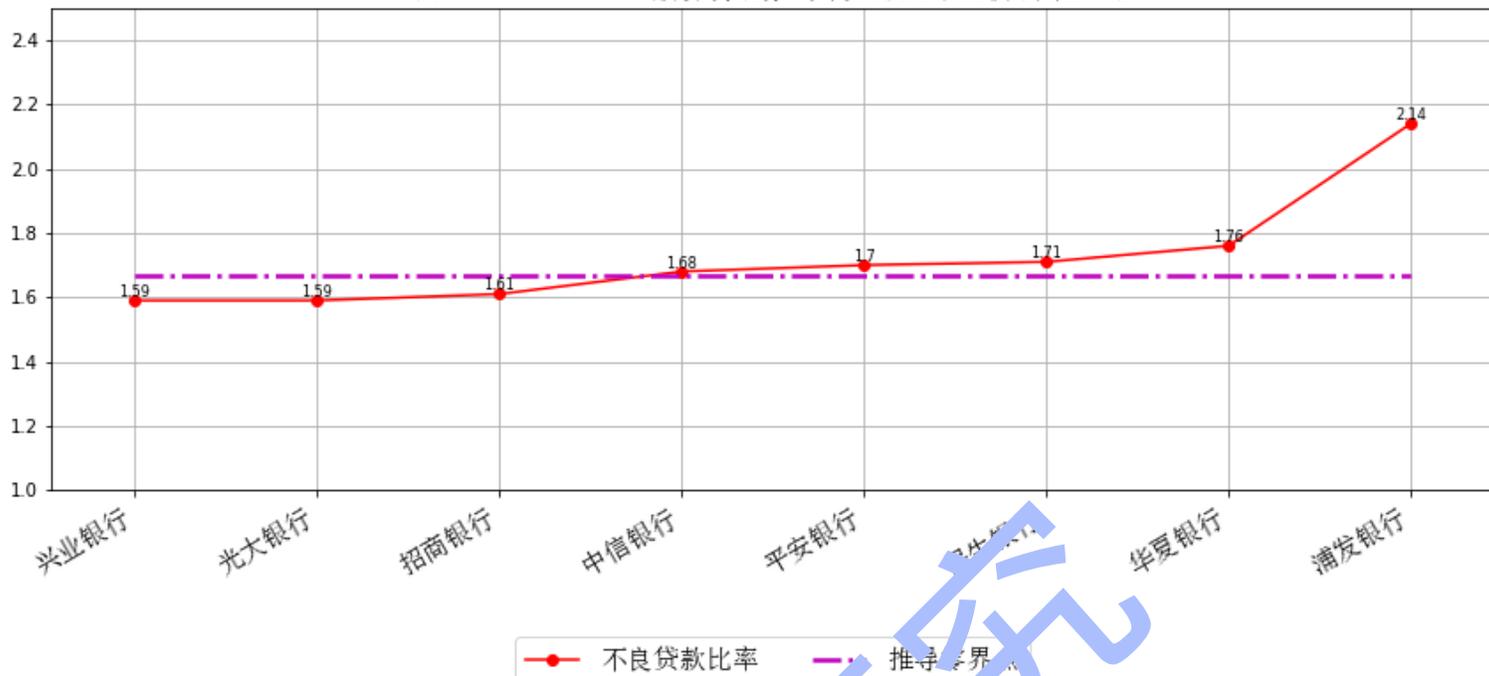
图6-1 2017-12-31-国有银行不良贷款率比较(单位: %)



可以看出: 五大国有银行当中四家不良贷款率<推导零界点 1.67%。不良贷款率自低到高依次排序是: 中国银行 1.45%、建设银行 1.49%、交通银行 1.5%、工商银行 1.55%; 不良贷款率>推导零界点 1.67%的是农业银行 1.81%。

(2) 股份制银行

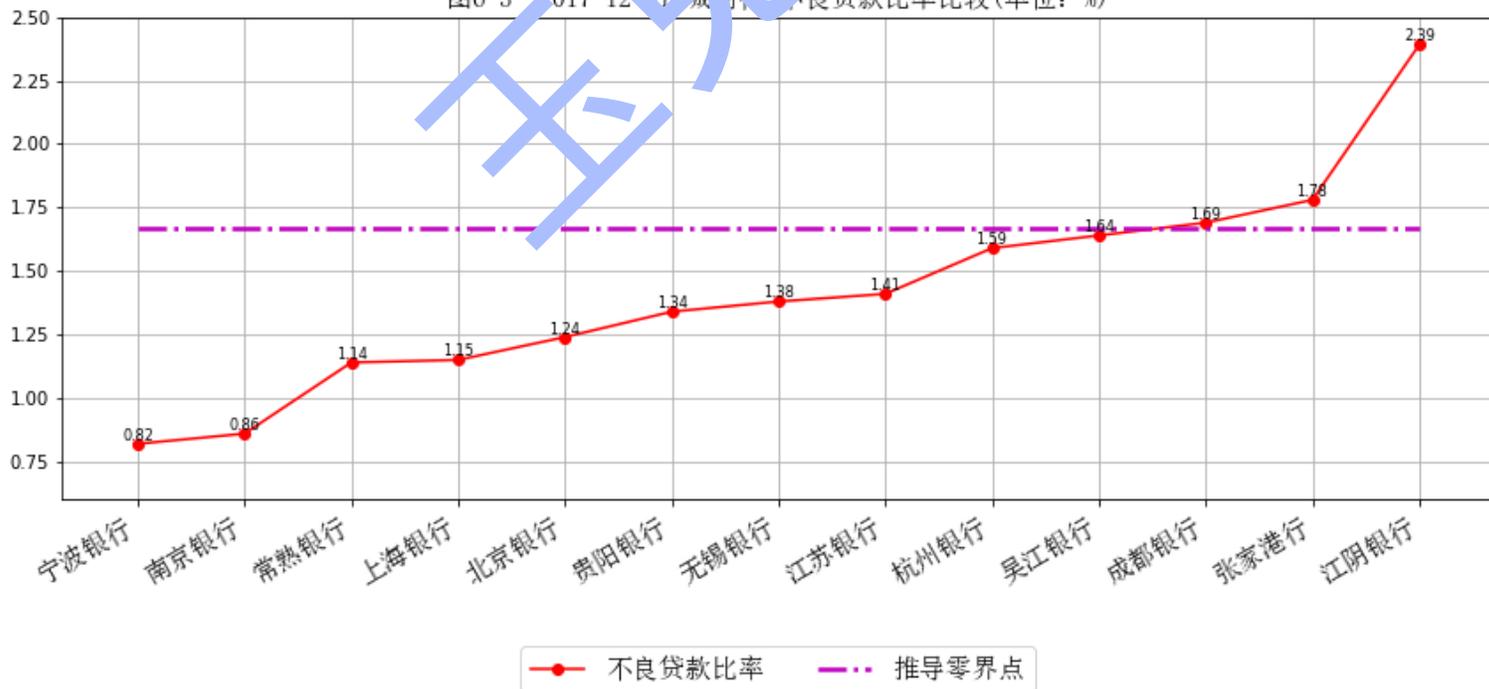
图6-2 2017-12-31-股份制银行-不良贷款比率比较(单位: %)



总体上看,股份制银行不良贷款率接近推导零界点1.67%。仅有3家低于推导零界点,不良贷款率自低到高依次排序是:兴业银行1.59%、光大银行1.59%、招商银行1.61%;不良贷款率>推导零界点1.67%一共有5家,后三名依次排序是兴业银行1.59%、光大银行1.59%、招商银行1.61%。

(3) 城商行

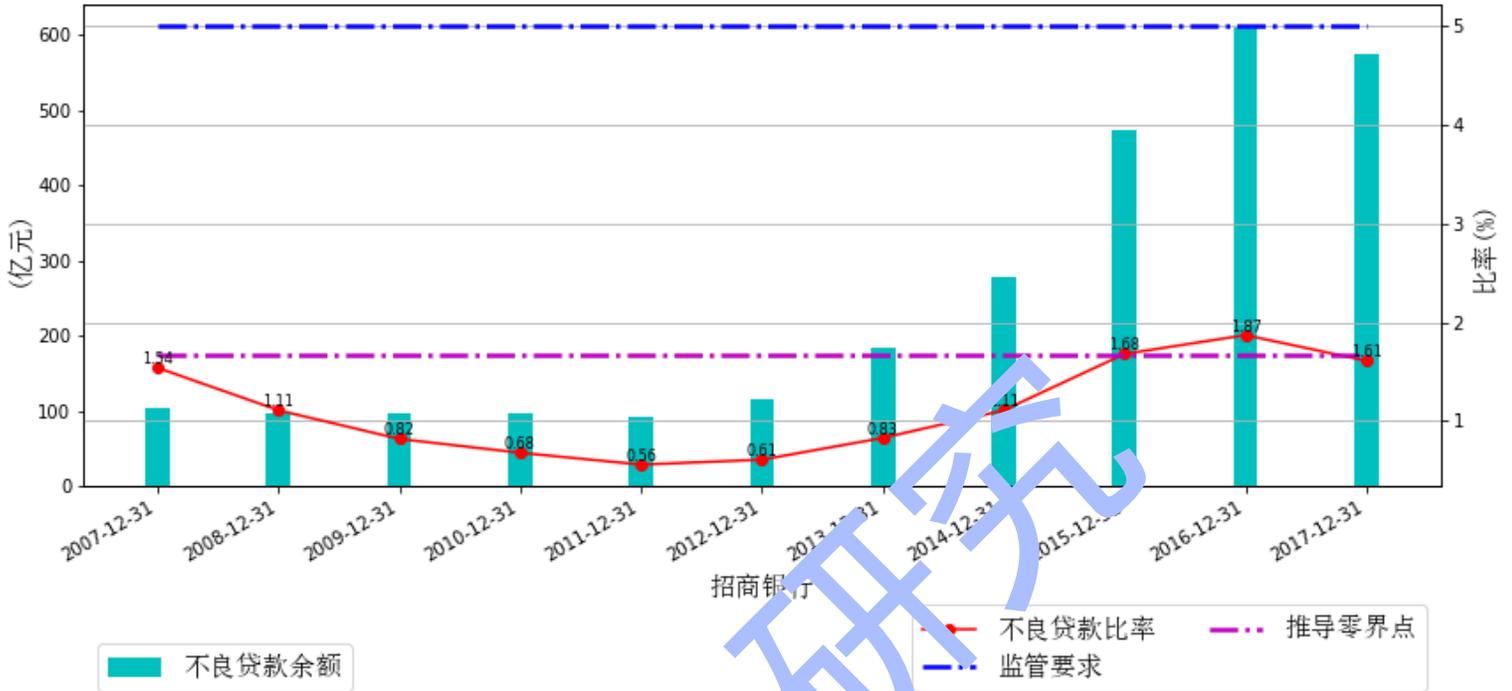
图6-3 2017-12-31-城商行-不良贷款比率比较(单位: %)



总体上看，城商行不良贷款率小于股份制银行与五大国有银行。因此，不良贷款率总体上也低于推导零界点 1.67%。仅有 3 家高于推导零界点，分别是：江阴银行 2.39%、张家港行 1.78%、成都银行 1.69%；不良贷款率自低到高前三名依次排序是宁波银行 0.82%、南京银行 0.86%、常熟银行 1.14%。

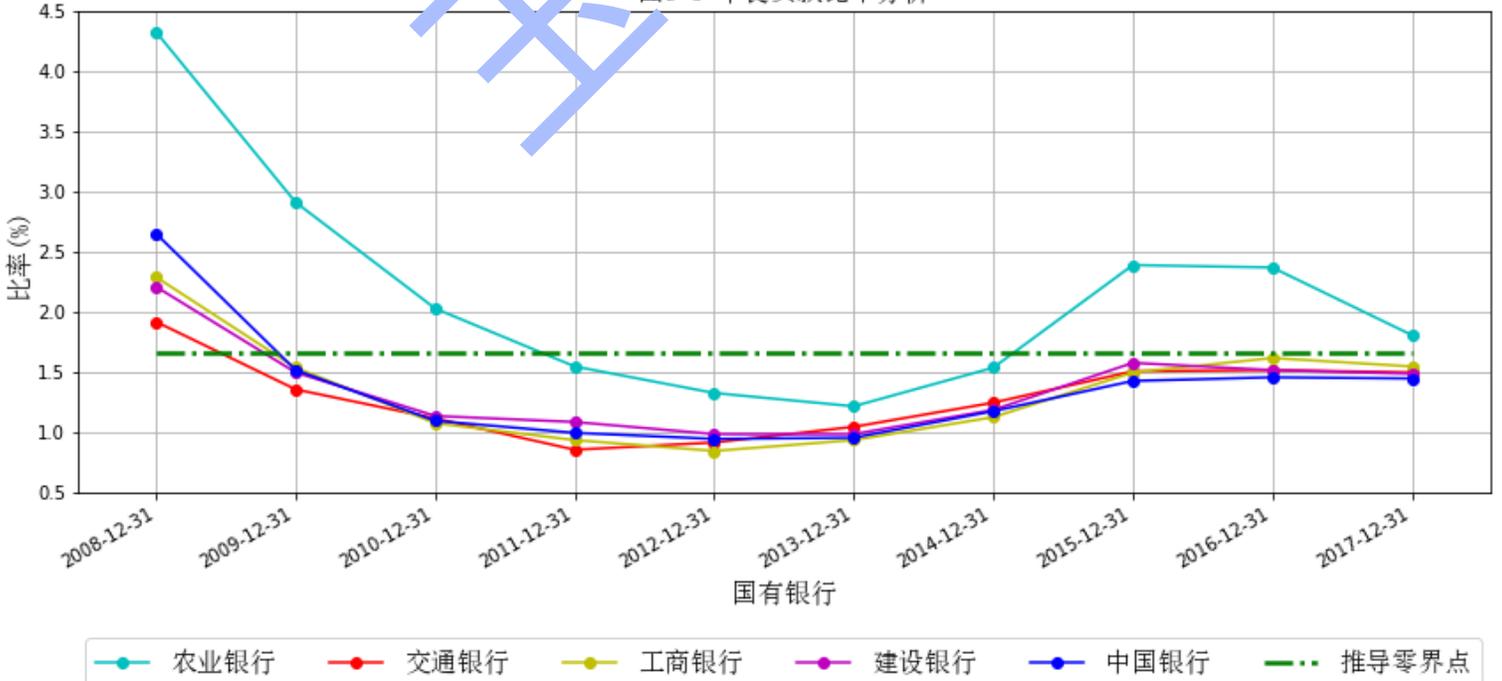
6.2.1.2 变化路径

图6-4 不良贷款比率分析



伴随着四万亿的经济刺激，宏观经济回暖，招商银行不良贷款率总体呈现下降趋势，自2007年高点1.54%，逐年下降，直到2011年低点0.56%。此后，经济开始下行，伴随不良贷款率逐年上升，直到2016年高点1.87%。

图6-5 不良贷款比率分析



第一，五大国有行不良贷款率曲线变动轨迹与招商银行类似；第二，五大国有行中，农业银行不良贷款率一直都是最高的。

6.2.2 不良计提偏离度

从五级贷款的分类标准看，逾期 90 天以上贷款应该归入不良贷款，但不良贷款里还包括其他部分。正常来说，逾期 90 天以上贷款/不良贷款 <1 。因此，如果这个比值 >1 ，意味着有部分逾期 90 天以上的贷款并没有被划分为不良贷款，该银行的五级分类很可能存在不严谨，或是有意扭曲不良贷款率，降低拨备，净利润可信度大打折扣。

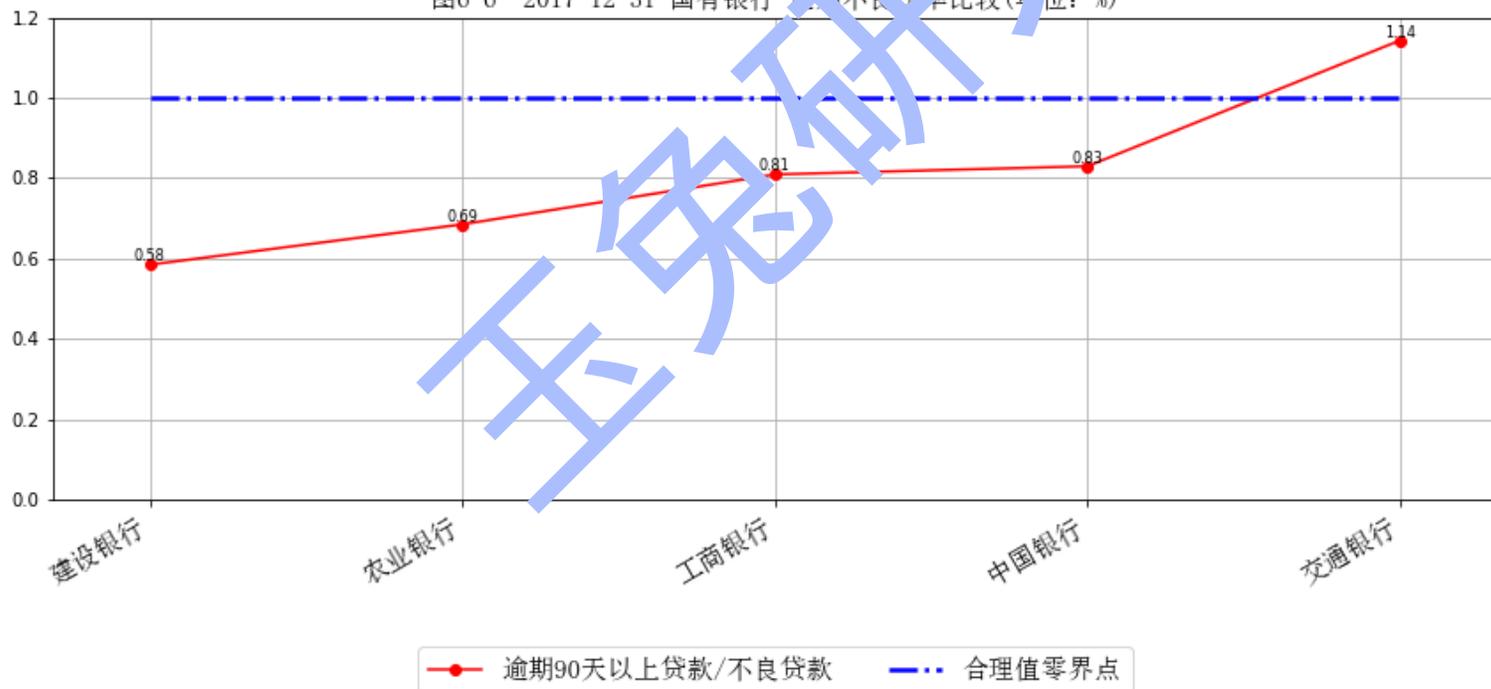
从 2017 年的数据来看，部分股份制银行和城商行未将逾期 90 天以上贷款全部计入不良贷款之中。按照《银行贷款损失准备计提指引》，银行可以参照以下比例按季计提专项准备：对于关注类贷款，计提比例为 2%；对于次级类贷款，计提比例为 25%。次级和可疑类贷款的损失准备，计提比例可以上下浮动 20%。

从关注类贷款和次级贷款的损失准备计提比例差额来看，如果“逾期 90 天以上贷款/不良贷款” >1 的银行资产要重新分类，利润增长将面对巨大的压力。按照这一比例差额大约估计，反映在未来的利润数据上，甚至有可能相应的银行出现净利润增速下滑的情形。

6.2.2.1 行业比较

(1) 国有银行

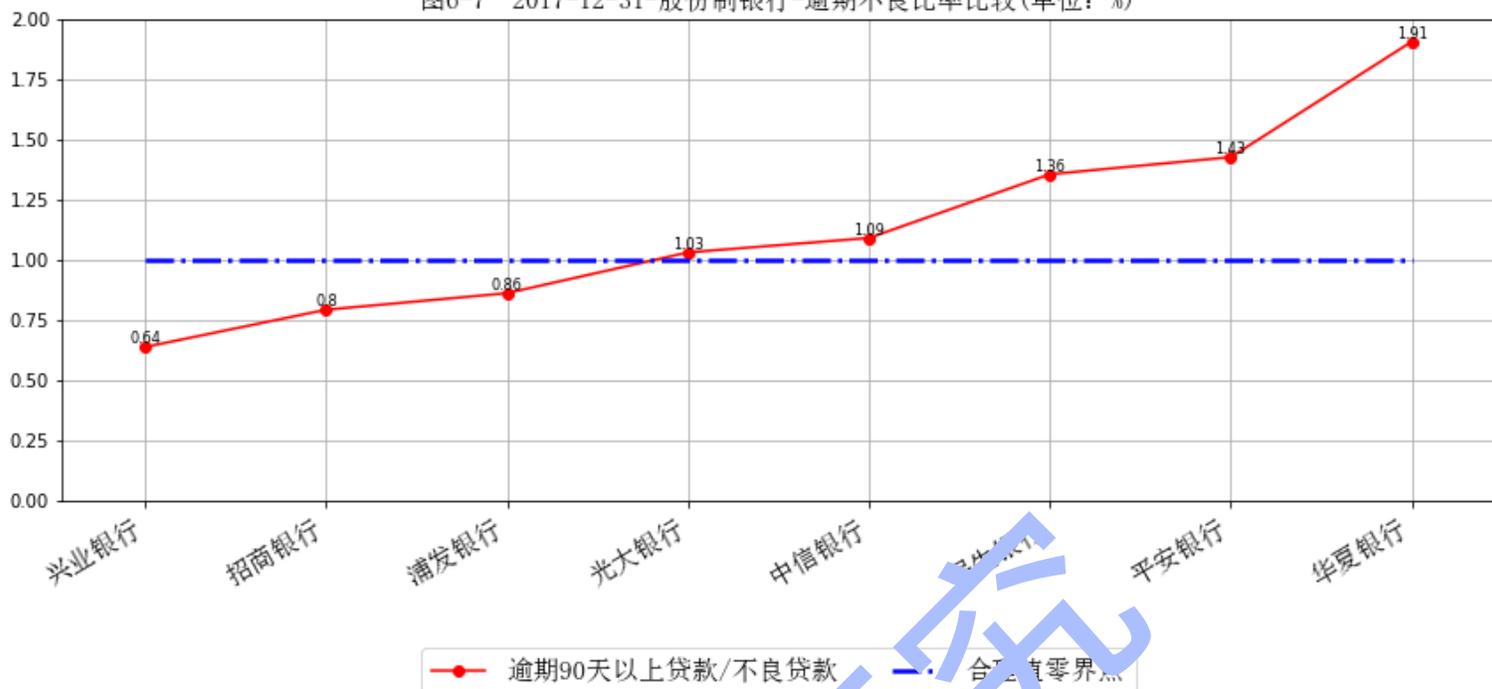
图6-6 2017-12-31-国有银行-逾期不良比率比较(单位: %)



可以看出：五大国有银行当中前四大行“逾期 90 天以上贷款/不良贷款” <1 。不良认定尺度从紧到松依次排序是：建设银行 0.58、农业银行 0.69、工商银行 0.81、中国银行 0.83、；不良认定尺度最松的是交通银行 1.14，“逾期 90 天以上贷款/不良贷款” >1

(2) 股份制行

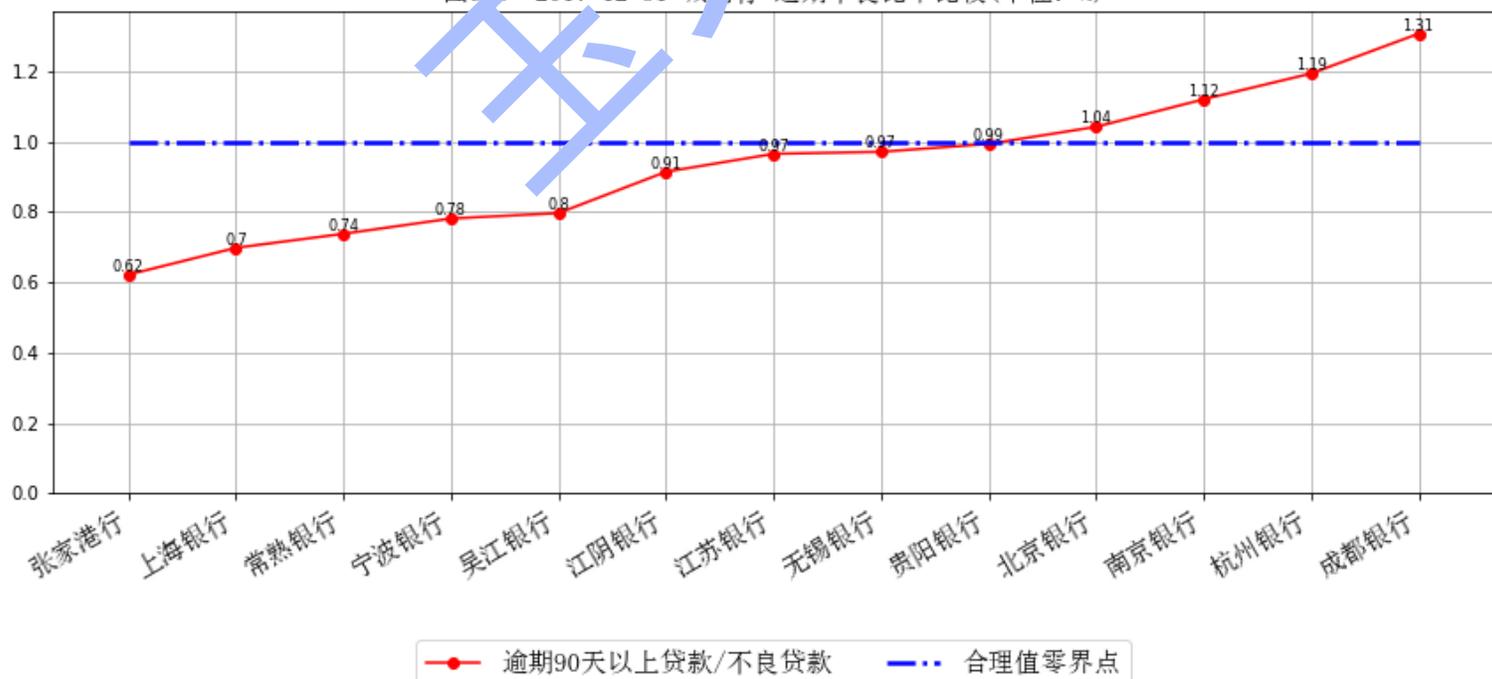
图6-7 2017-12-31-股份制银行-逾期不良比率比较(单位: %)



可以看出：股份制银行不良认定尺度总体上不够严谨。当中“逾期90天以上贷款/不良贷款” <1 仅有3家，不良认定尺度从紧到松依次排序是：兴业银行 0.64、招商银行 0.8、浦发银行 0.86；“逾期90天以上贷款/不良贷款” >1 一共有5家，不良认定尺度较松的后三家分别是：华夏银行 1.91、平安银行 1.43、民生银行 1.36。

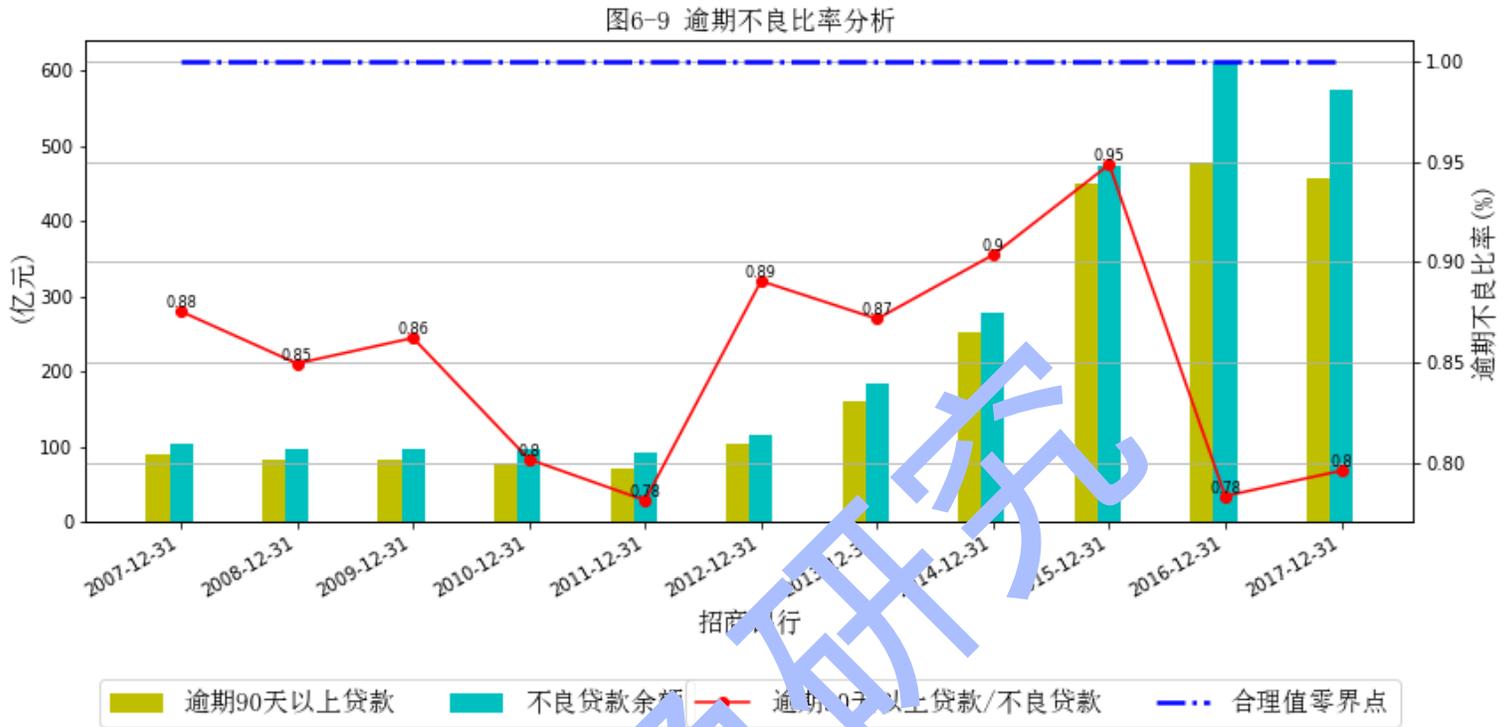
(3) 城商行

图6-8 2017-12-31-城商行-逾期不良比率比较(单位: %)



可以看出：与股份制银行一样，城商行不良认定尺度总体上也不够严谨，当中"逾期 90 天以上贷款/不良贷款"<1 有 9 家，但是其中有 4 家"逾期 90 天以上贷款/不良贷款"非常接近 1。不良认定尺度较紧的前三家分别是：张家港行 0.62、上海银行 0.7、常熟银行 0.74；"逾期 90 天以上贷款/不良贷款">1 一共有 4 家，分别是：成都银行 1.31、杭州银行 1.19、南京银行 1.12、北京银行 1.04。

6.2.2.2 变化路径



从上表可以看出：招商银行可以理解为一个所有逾期 90 天以上的贷款均已归为不良贷款，而且还有逾期 90 天以内甚至没逾期的贷款 117.14 亿元，也被认定为不良贷款，不良认定相对严谨。

6.3 风险迁徙类指标

(1)正常贷款迁徙率=期初正常贷款向下迁徙金额/(期初正常类贷款余额-期初正常类贷款期间减少金额)*100%

期初正常贷款向下迁徙金额，指的是期初正常贷款中，在期末重分类为关注、次级、可疑、损失类的贷款之和。

期间减少金额，指的是期间由于贷款正常收回、不良贷款处置、贷款核销等原因而较少的贷款。

(2)关注贷款迁徙率=期初关注类贷款向下迁徙金额/(期初关注类贷款余额-期初关注类贷款期间减少金额)*100%

(3)次级贷款迁徙率=期初次级类贷款向下迁徙金额/(期初次级类贷款余额-期初次级类贷款期间减少金额)*100%

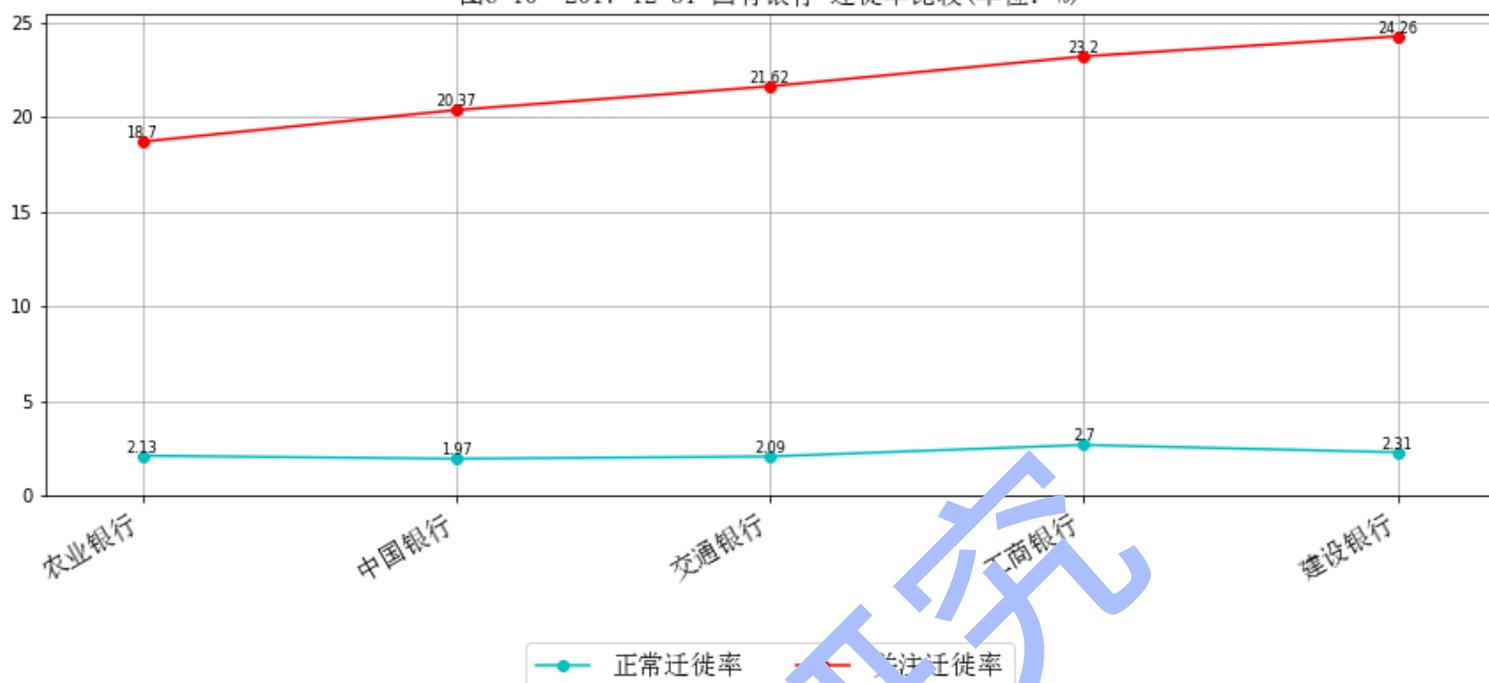
(4)可疑贷款迁徙率=期初可疑类贷款向下迁徙金额/(期初可疑类贷款余额-期初可疑类贷款期间减少金额)*100%

按照贷款五级分类，关注类贷款不属于不良贷款，但是，比关注类贷款差一个等级的贷款类别就划为不良贷款，因此，在所有迁徙率指标当中，最重要的是关注贷款迁徙率。

6.3.1 行业比较

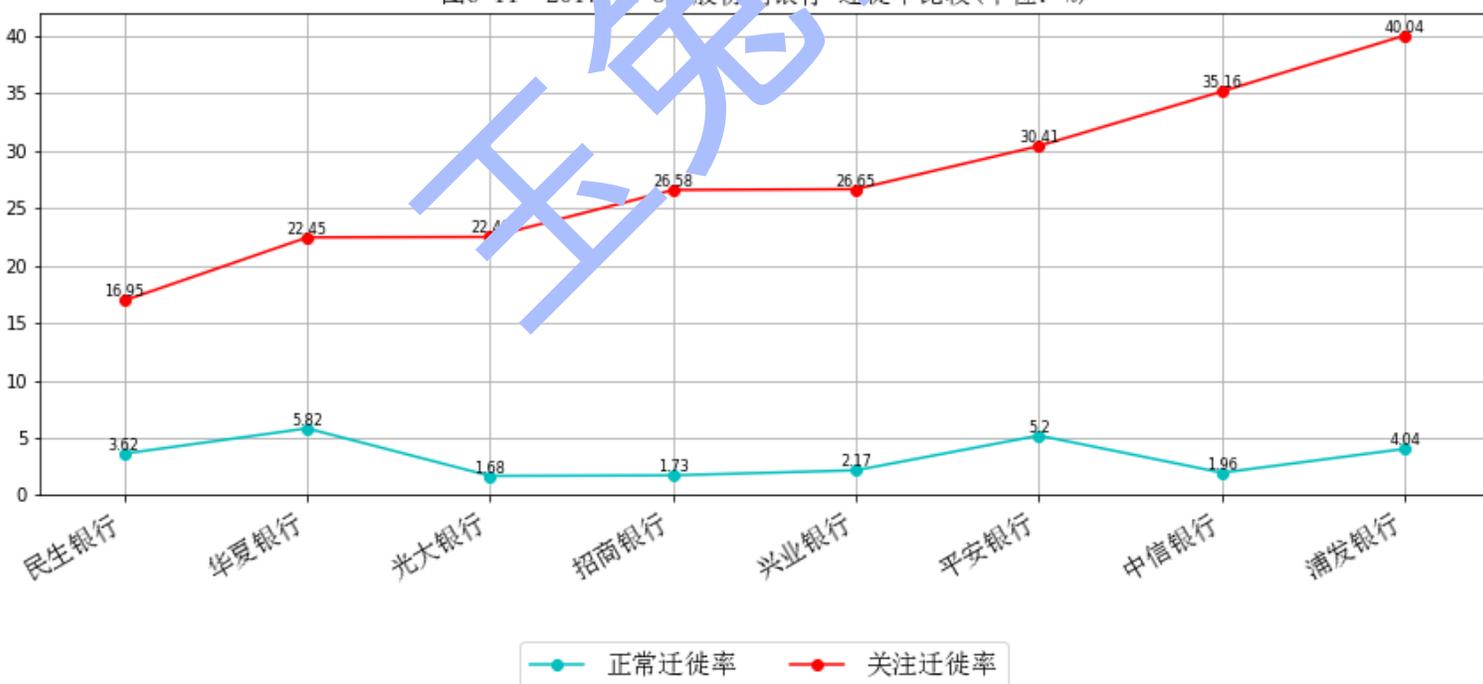
(1) 国有银行

图6-10 2017-12-31-国有银行-迁徙率比较(单位: %)



(2) 股份制银行

图6-11 2017-12-31-股份制银行-迁徙率比较(单位: %)



(3) 城商行

图6-12 2017-12-31-城商行-迁徙率比较(单位: %)

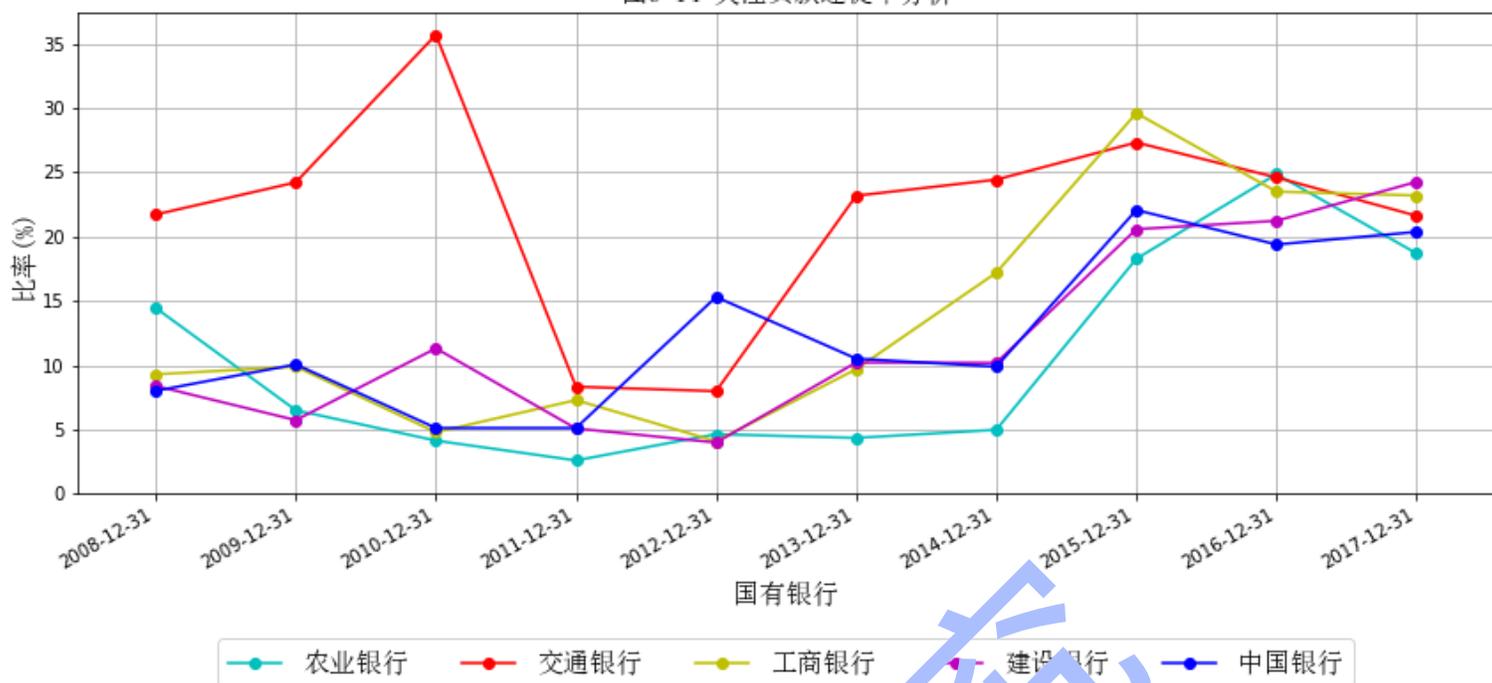


6.3.2 变动路径

图6-13 贷款迁徙率分析



图6-14 关注贷款迁徙率分析



6.4 风险抵补类指标

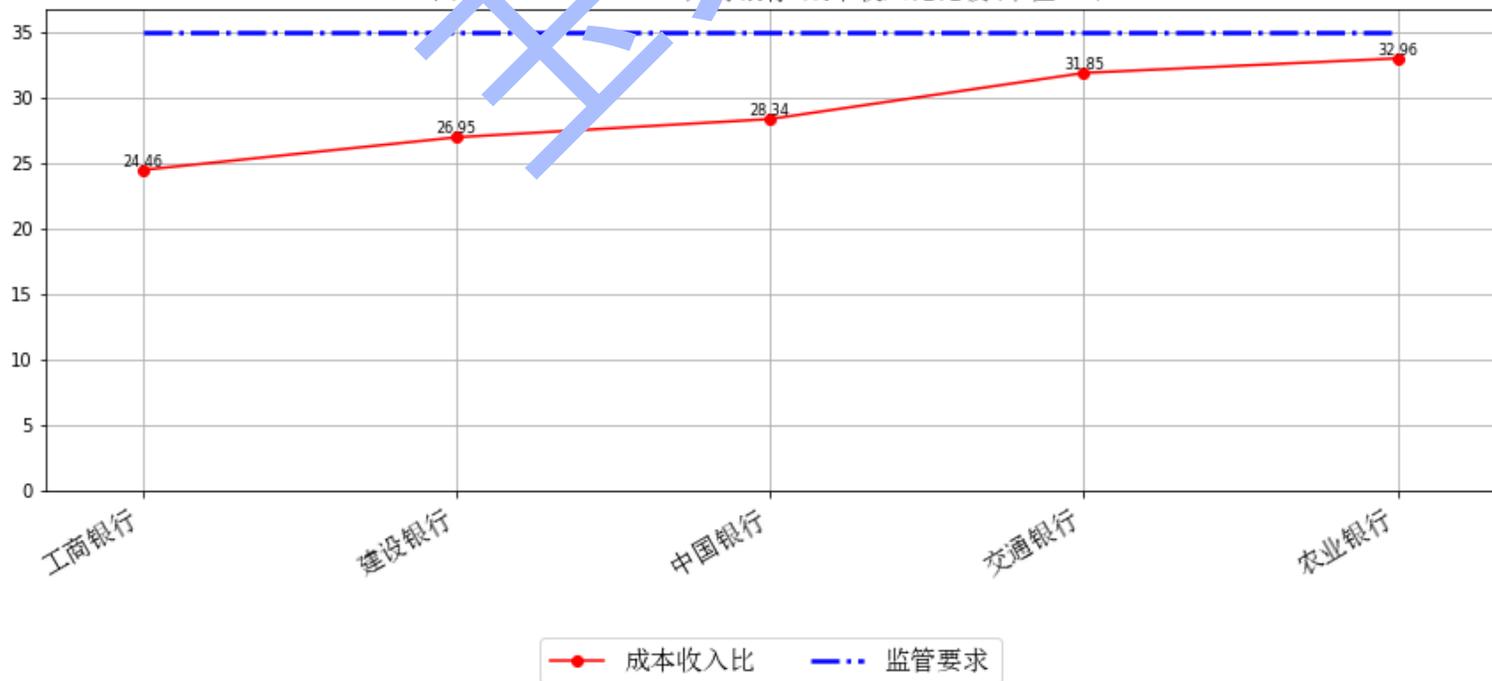
6.4.1 成本收入比

成本收入比=业务及管理费用/营业收入*100%。其被用来衡量一家银行的成本控制与经营效率，指标值越低越好，说明该银行营业成本控制能力强、经营效率高。

6.4.1.1 行业比较

(1) 国有银行

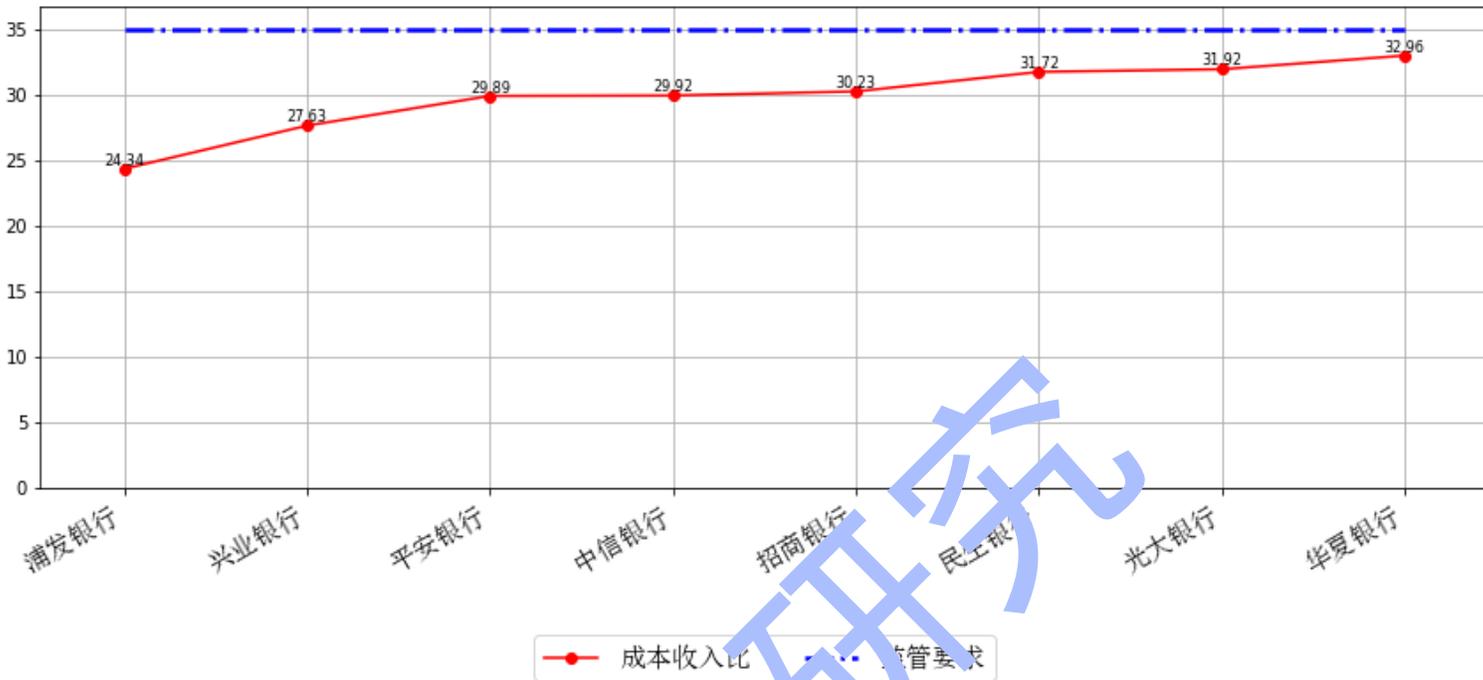
图6-15 2017-12-31-国有银行-成本收入比比较(单位: %)



可以看出：五大国有银行 2017 年成本收入比均低于监管要求 35%。其中，成本控制能力最强、经营效率最高的是工商银行，成本收入比 24.46%；成本控制能力最差、经营效率最低的是农业银行，成本收入比 32.96%。

(2) 股份制银行

图6-16 2017-12-31-股份制银行-成本收入比比较(单位：%)

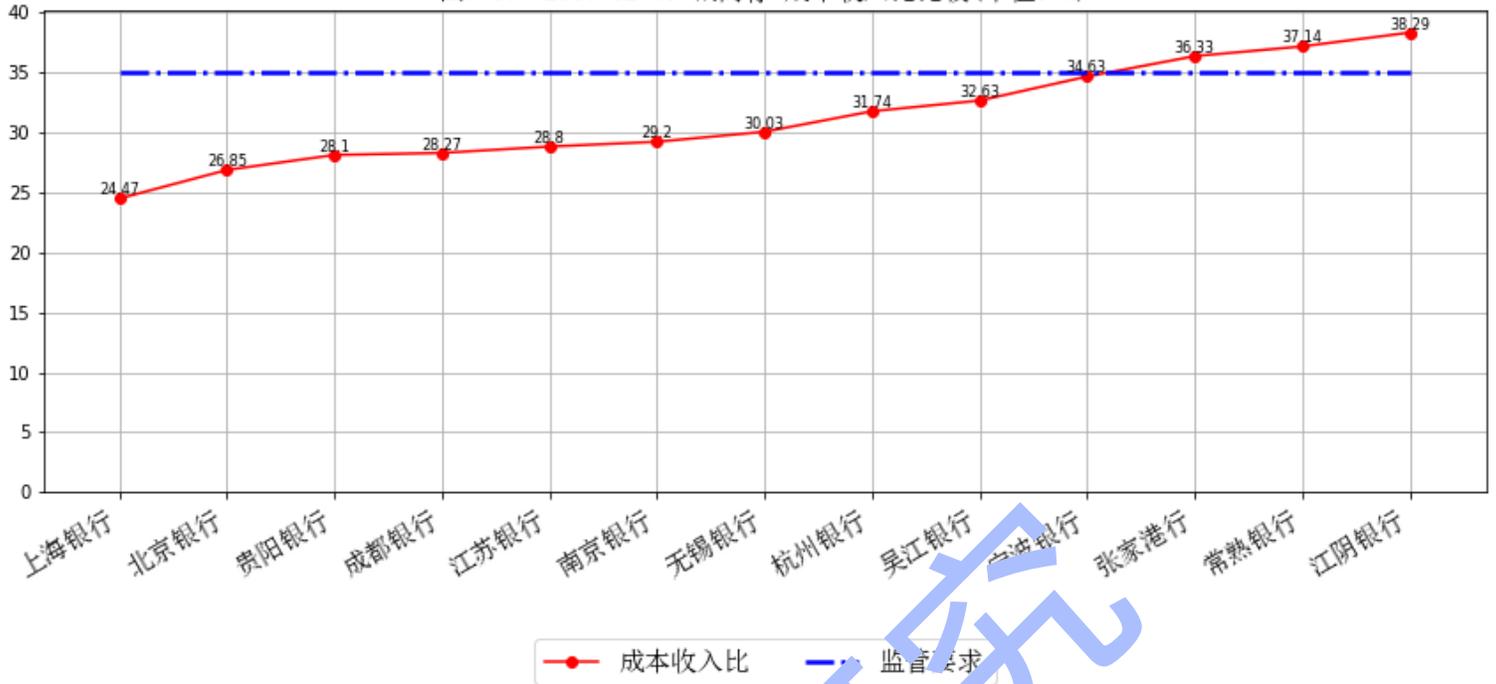


可以看出：股份制银行 2017 年成本收入比均低于监管要求 35%。其中，成本控制能力最强、经营效率最高的是浦发银行，成本收入比 24.34%；成本控制能力最差、经营效率最低的是华夏银行，成本收入比 32.96%。

招商银行在整个股份制银行梯队中，成本收入比处于居中位置。

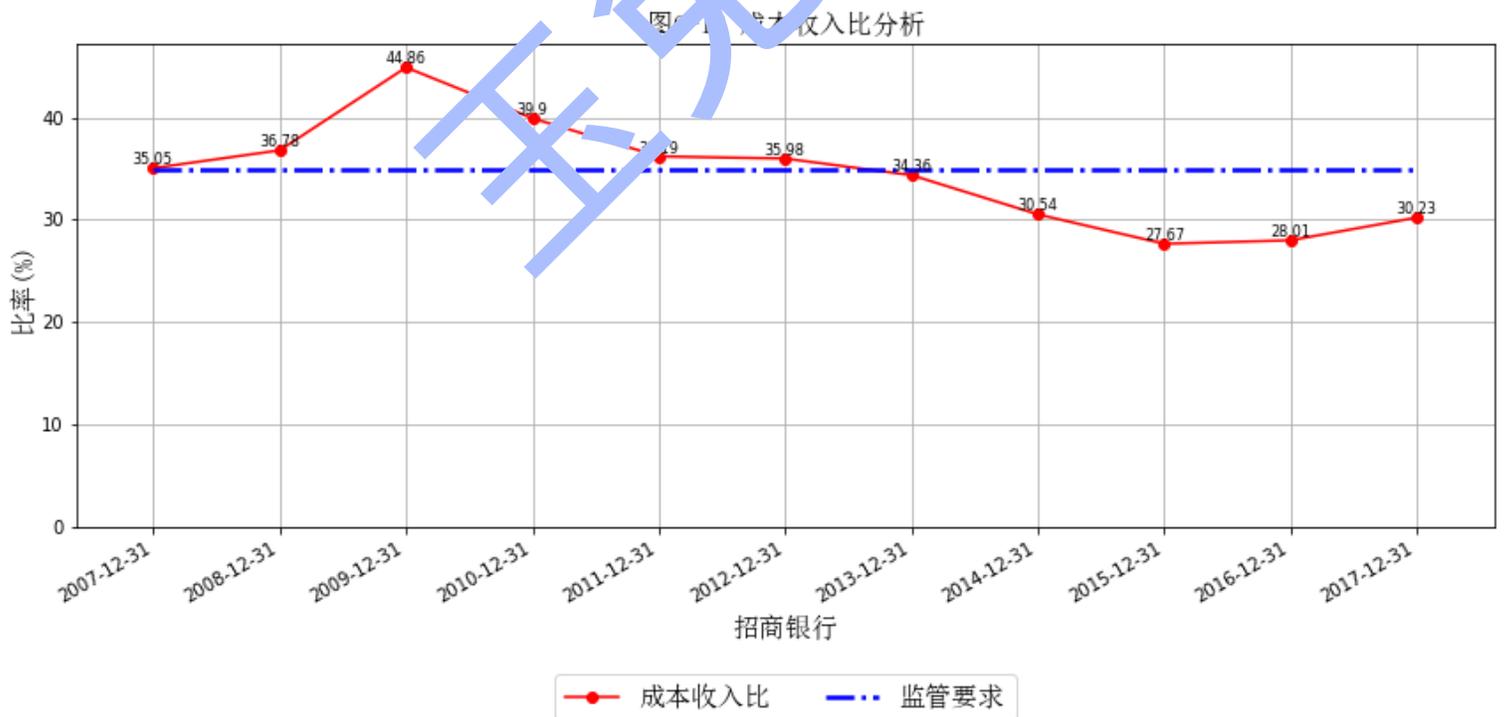
(3) 城商行

图6-17 2017-12-31-城商行-成本收入比比较(单位: %)



可以看出：城商行 2017 年存在三家成本收入高于监管要求 35%，分别是：江阴银行 38.29%、常熟银行 37.14%、张家港行 36.33%。其中，成本控制最为最强的是上海银行，成本收入比 24.47%；其次是北京银行，成本收入比 26.85%；再者是贵阳银行，成本收入比 28.1%。

6.4.1.2 变化路径



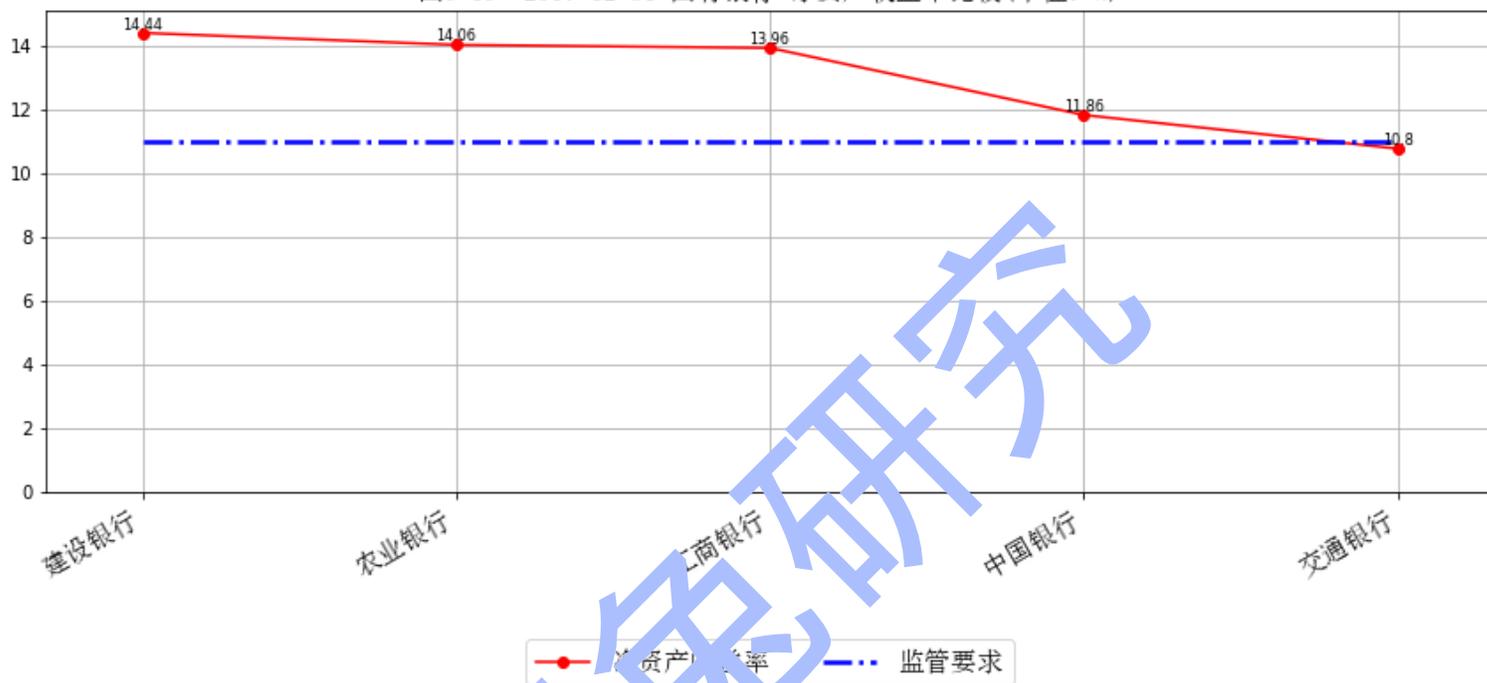
招商银行 2007 年-2012 年一直高于监管要求 35%。此后，总体上呈现下降趋势，2013 年成本收入比 34.36%，首次低于监管值，直至 2017 年。但值得警惕一点的是：成本收入比自 2015 年达到最低点后，却开始有上升的趋势，意味着该行经营存在压力，投入成本变动幅度大于收入变动幅度，或许是宏观经济开始下行。

6.4.2 净资产收益率

6.4.2.1 行业比较

(1) 国有银行

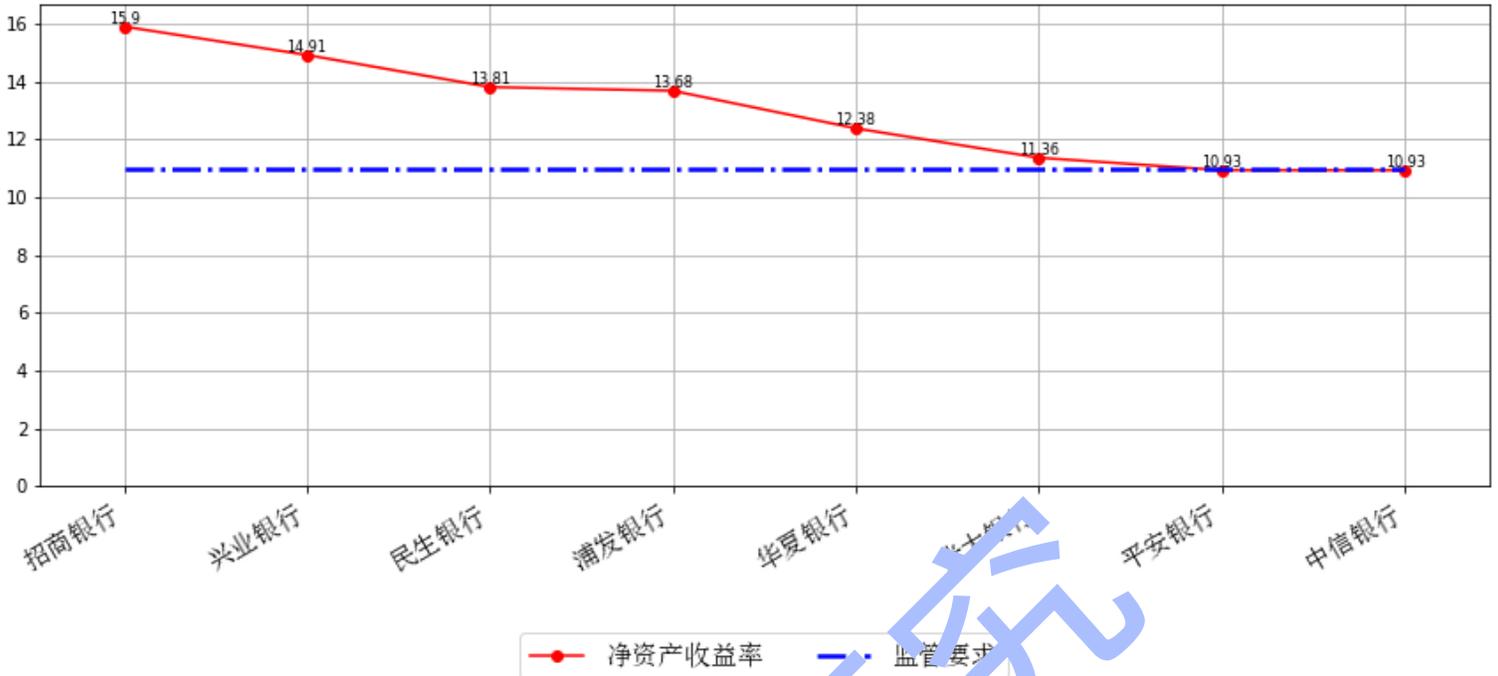
图6-19 2017-12-31-国有银行-净资产收益率比较(单位：%)



可以看出：五大国有银行 2017 年净资产收益率最高的是建设银行 14.44%；净资产收益率最低的是交通银行 10.8%，低于监管值 11%。

(2) 股份制银行

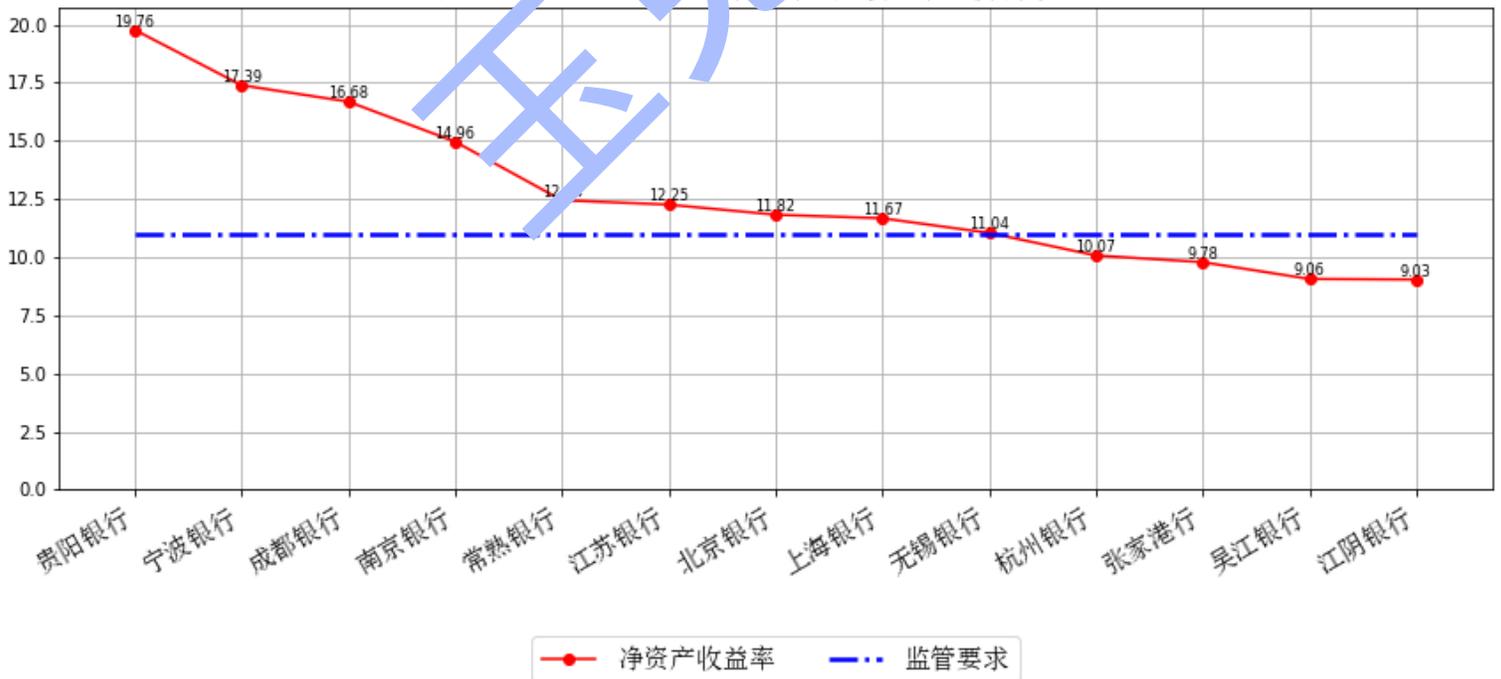
图6-20 2017-12-31-股份制银行-净资产收益率比较(单位: %)



可以看出：股份制银行 2017 年净资产收益率前三名分别是：招商银行 15.9%；兴业银行 14.91%；民生银行 13.81%。净资产收益率后三名分别是：中信银行 10.93%，低于监管值 11%；平安银行 10.93%，低于监管值 11%；光大银行 11.36%，略微高于监管值 11%。

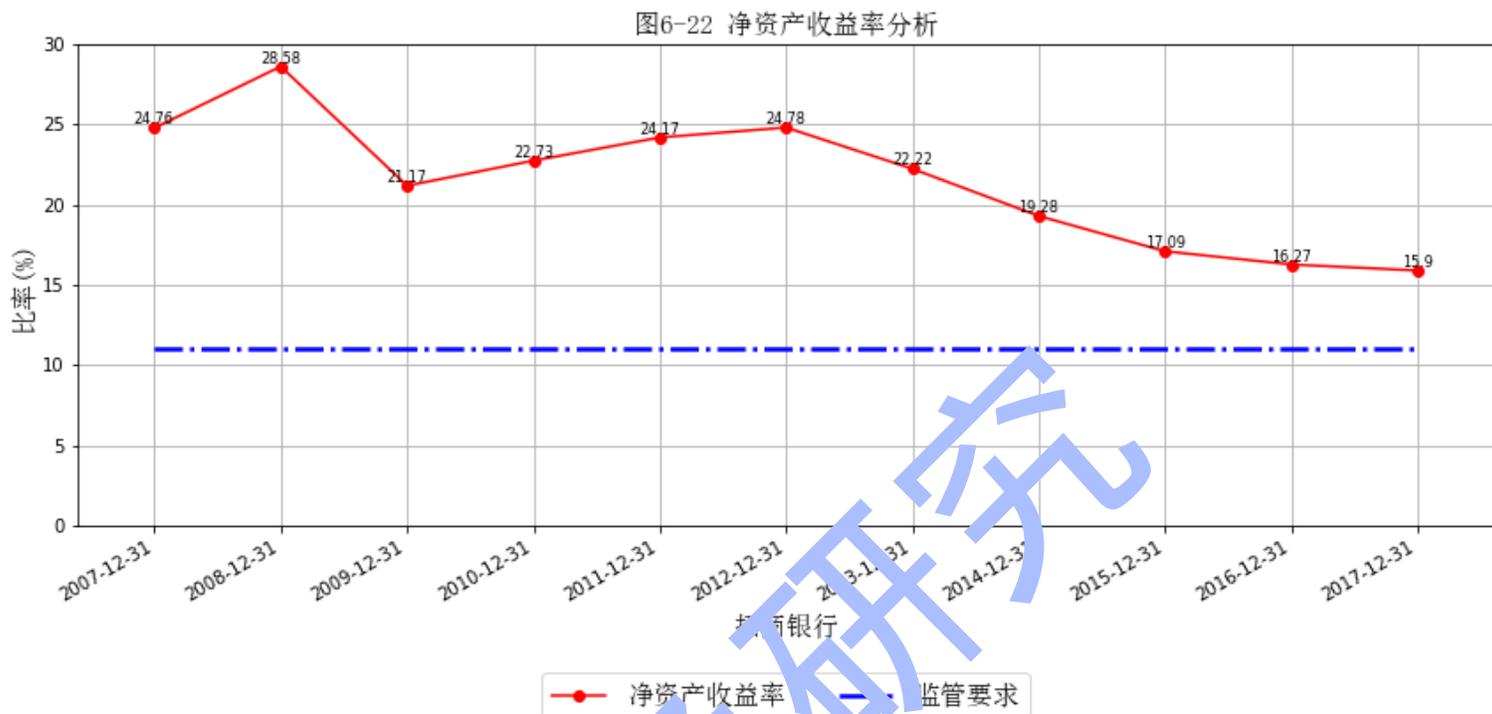
(3) 城商行

图6-21 2017-12-31-城商行-净资产收益率比较(单位: %)



可以看出：城商行 2017 年净资产收益率总体上接近监管红线。其中前三名分别是：贵阳银行 19.76%；宁波银行 17.39%；成都银行 16.68%。净资产收益率后五名分别是：江阴银行 9.03%，低于监管值 11%；吴江银行 9.06%，低于监管值 11%；张家港行 9.78%，低于监管值 11%；杭州银行 10.07%，低于监管值 11%；无锡银行 11.04%，略微高于监管值 11%。

6.4.2.2 变化路径



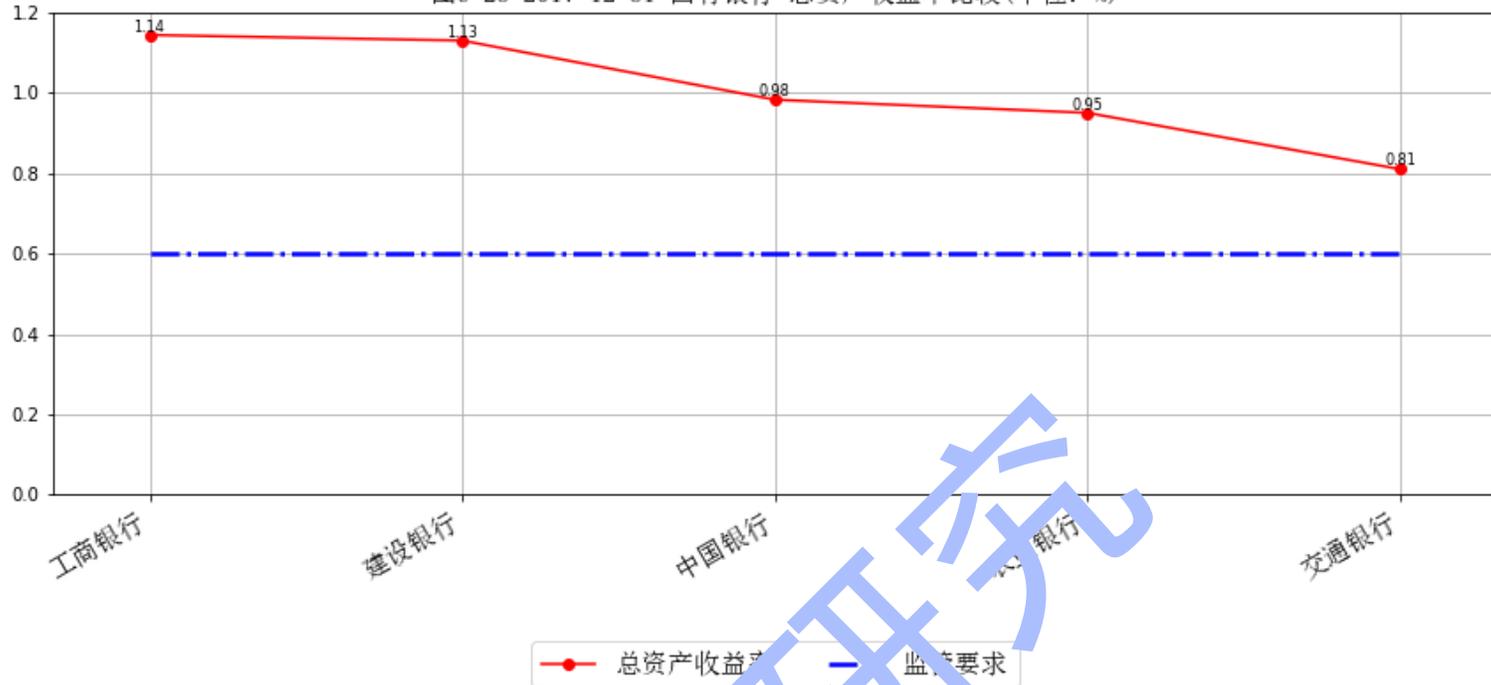
招商银行净收益率从 2008 历史高点 28.58% 快速降低到 2009 年的 21.17%。伴随着四万亿的经济刺激，净资产收益率开始一小波反弹，逐年上升，直到 2012 年阶段高点 24.78%。此后迎来长达五年的下降，直至 2017 年的 15.9%。但是，依然位居所有国有、股份制上市银行榜首!!!

6.4.3 总资产收益率

6.4.3.1 行业比较

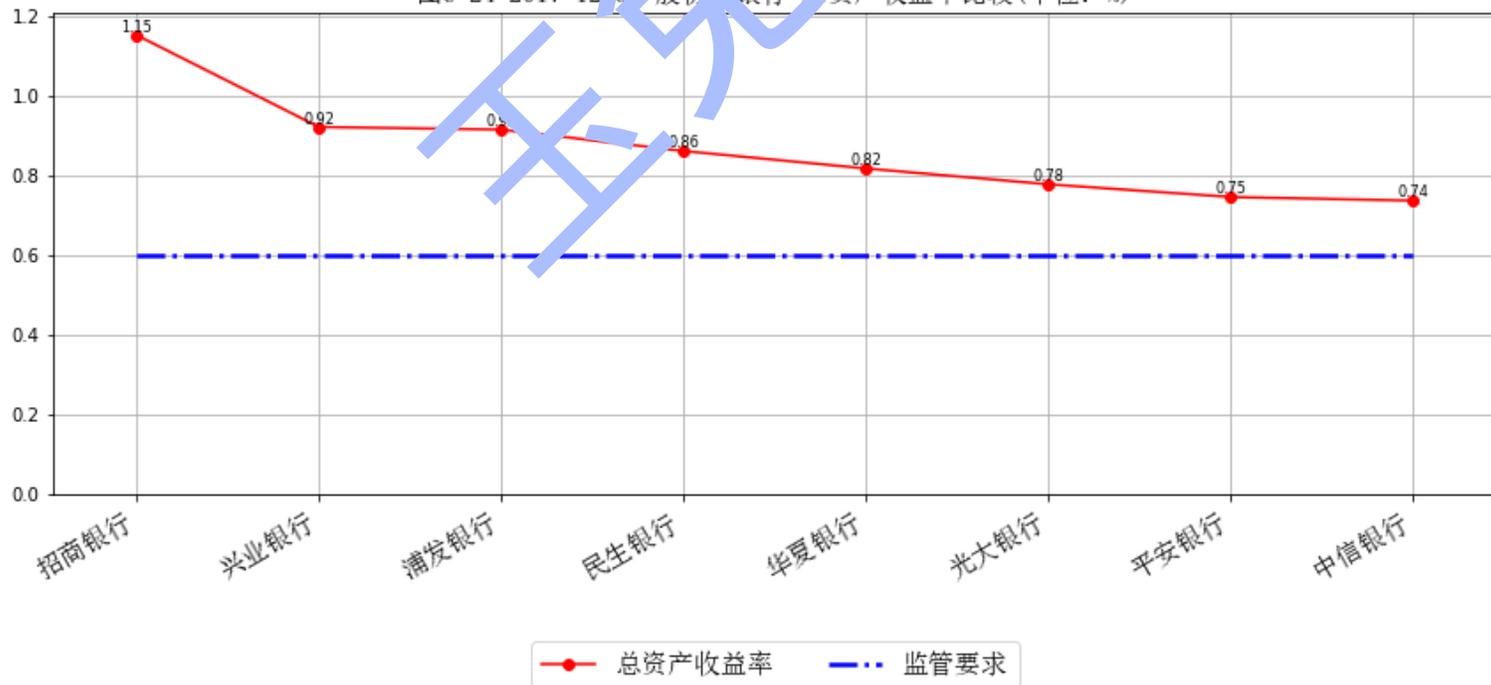
(1) 国有银行

图6-23 2017-12-31-国有银行-总资产收益率比较(单位: %)



(2) 股份制银行

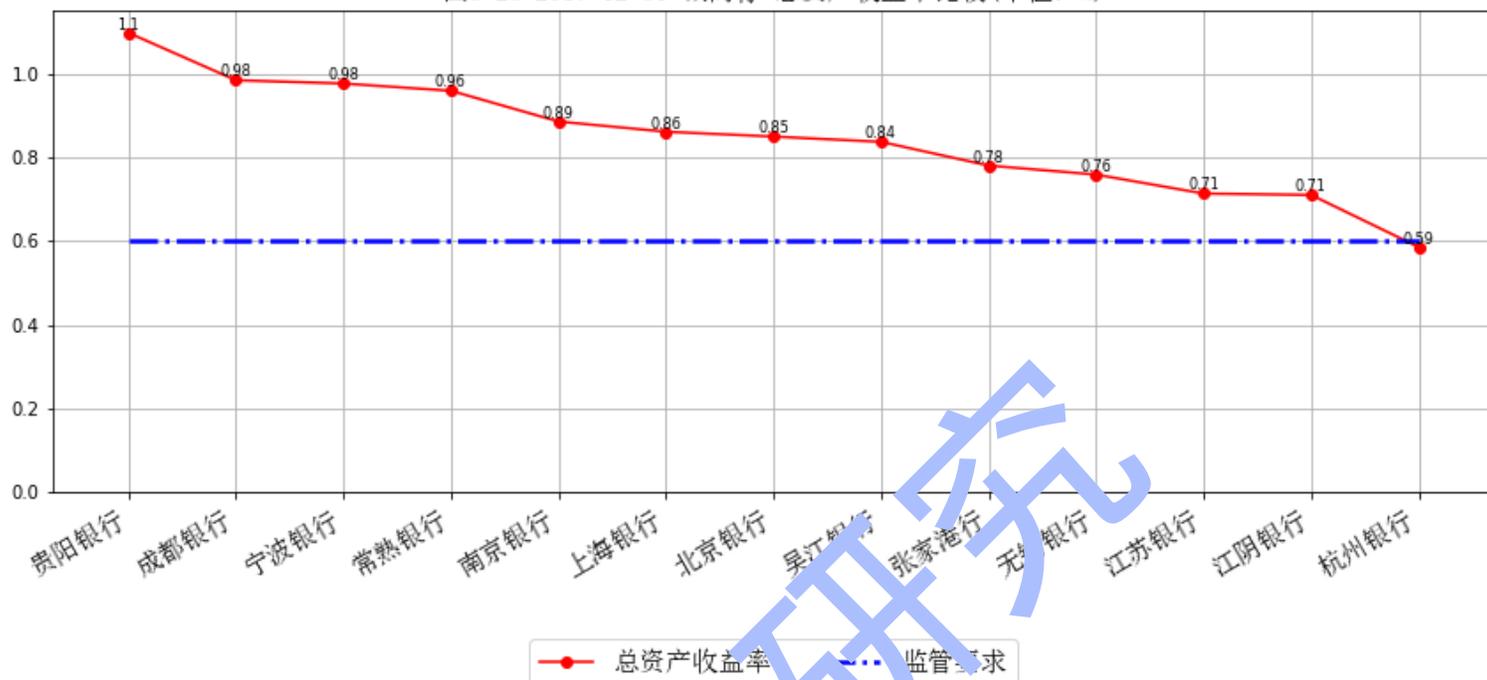
图6-24 2017-12-31-股份制银行-总资产收益率比较(单位: %)



可以看出：股份制银行 2017 年总资产收益率前三名分别是：招商银行 1.15%；兴业银行 0.92%；浦发银行 0.92%。总资产收益率后三名分别是：中信银行 0.74%，高于监管值 0.6%；平安银行 0.75%，高于监管值 0.6%；光大银行 0.78%，高于监管值 0.6%。

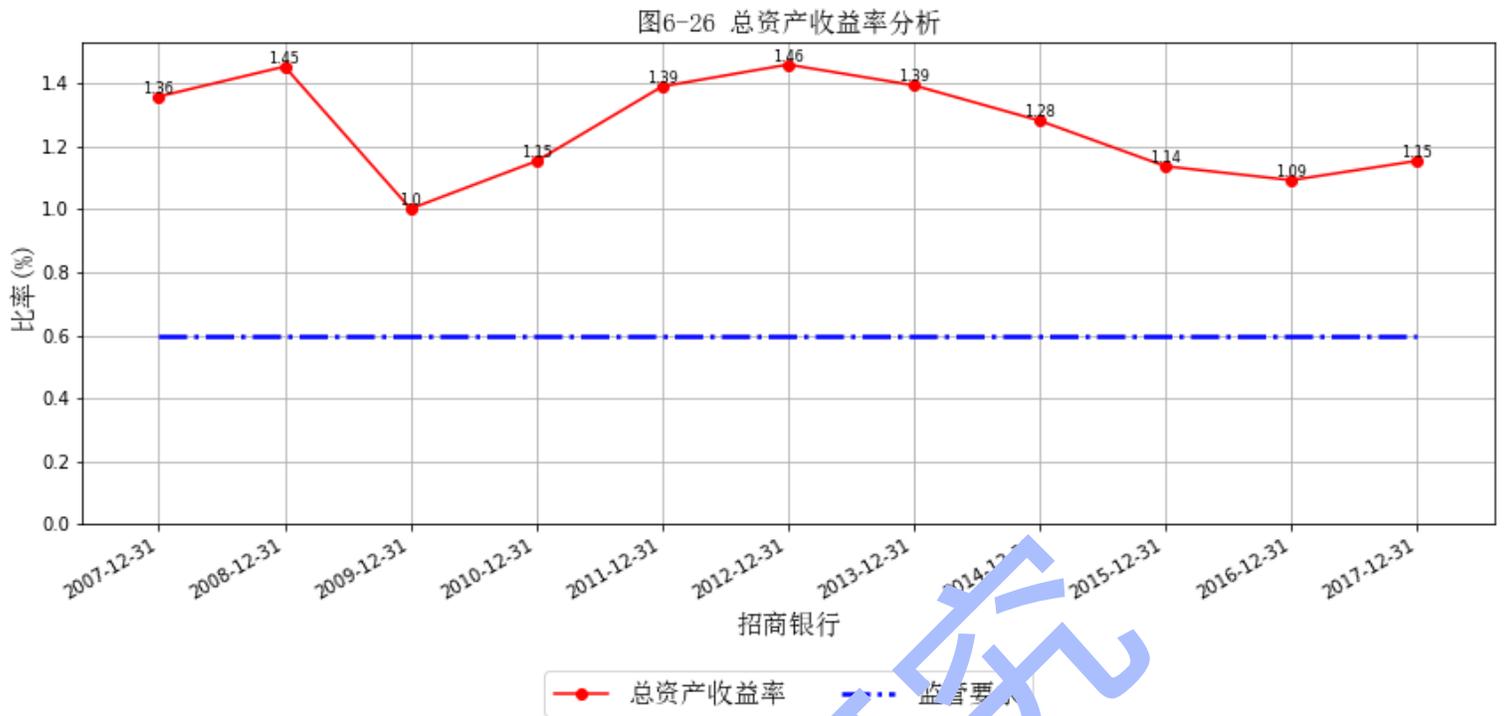
(3) 城商行

图6-25 2017-12-31-城商行-总资产收益率比较(单位：%)



可以看出：城商行 2017 年总资产收益率整体上接近监管红线。其中前三名分别是：贵阳银行 1.1%；成都银行 0.98%；宁波银行 0.98%。总资产收益率后五名分别是：杭州银行 0.59%，略微低于监管值 0.6%；江阴银行 0.71%，高于监管值 0.6%；江苏银行 0.71%，高于监管值 0.6%；无锡银行 0.76%，高于监管值 0.6%；张家港行 0.78%，高于监管值 0.6%。

6.4.3.2 变化路径



招商银行总资产收益率走势同净资产收益率一样，总资产收益率从2008年历史高点1.45%，快速降低到2009年的1.0%。总资产收益率开始一小波反弹，逐年上升，直到2012年阶段高点1.46%。此后迎来长达四年的下降，直至2016年的1.09%。

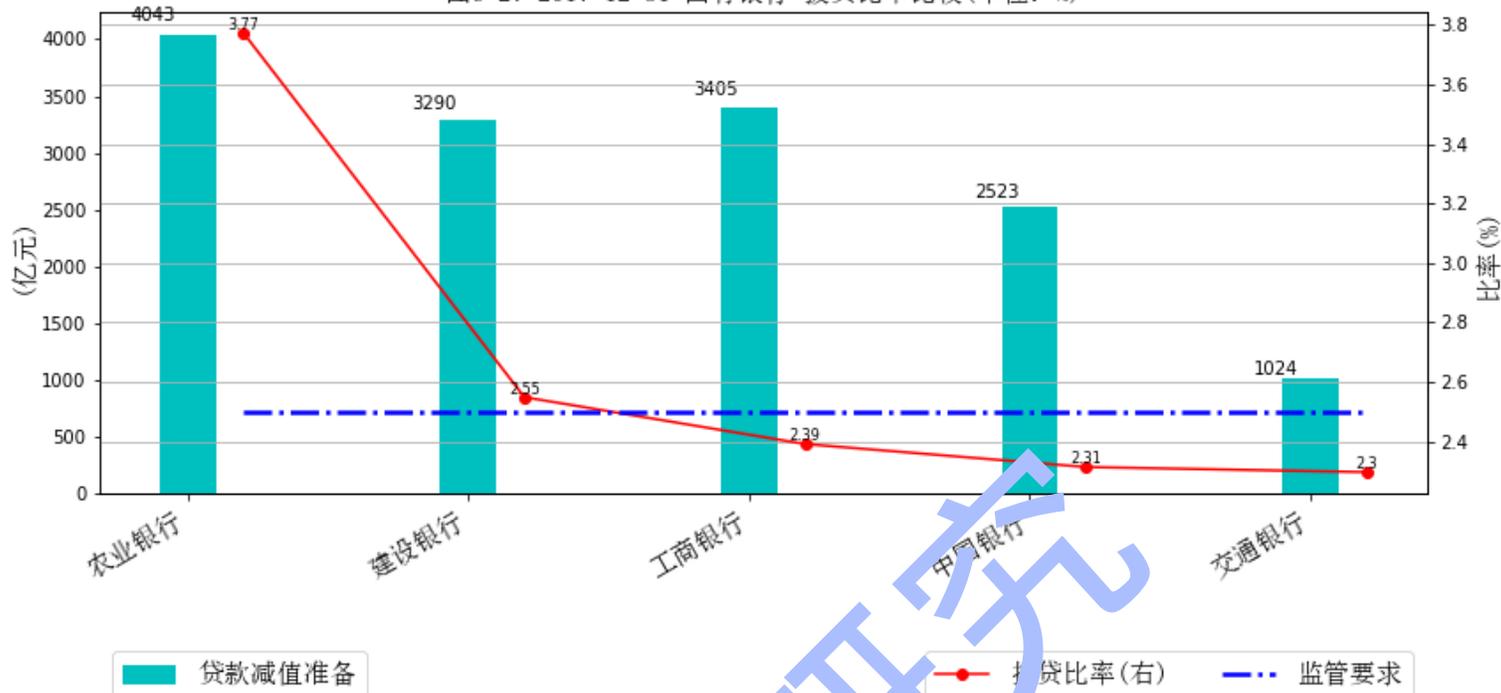
6.4.4 拨贷比率

拨贷比=2.5%、拨备覆盖率=150%的监管要求，是2009-2010年期间设计、2011年正式公布的。

6.4.4.1 行业比较

(1) 国有银行

图6-27 2017-12-31-国有银行-拨贷比率比较(单位: %)

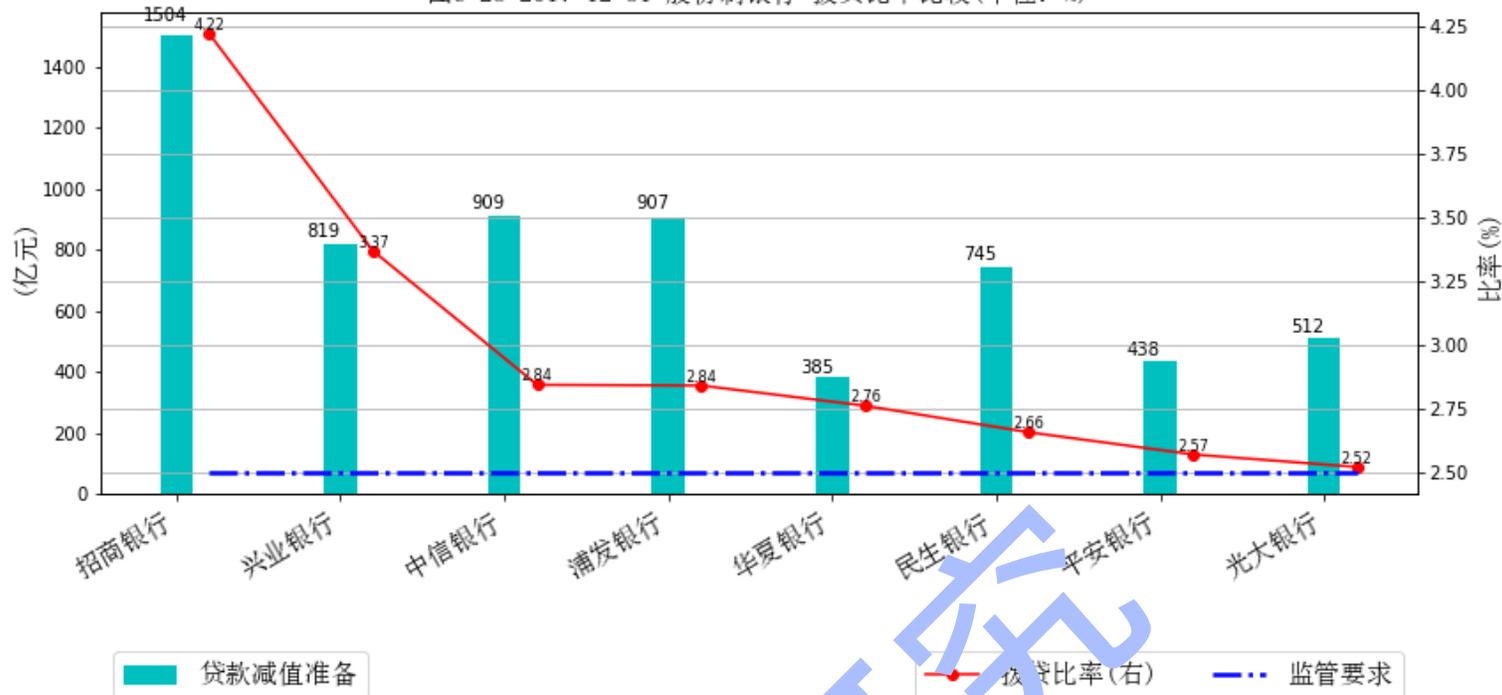


拨贷比率是动态监管指标，可以看出：2017年五大国有银行当中仅有农业银行、建设银行大于监管值 2.5%。

当贷款规模、资产规模保持增长时，三大国有银行(包括工商银行)还需要报表上挪腾，通过减少拨备、挪腾未来，来保持账面上当期净利润增速。或许宏观经济下行期不得不警惕。

(2) 股份制银行

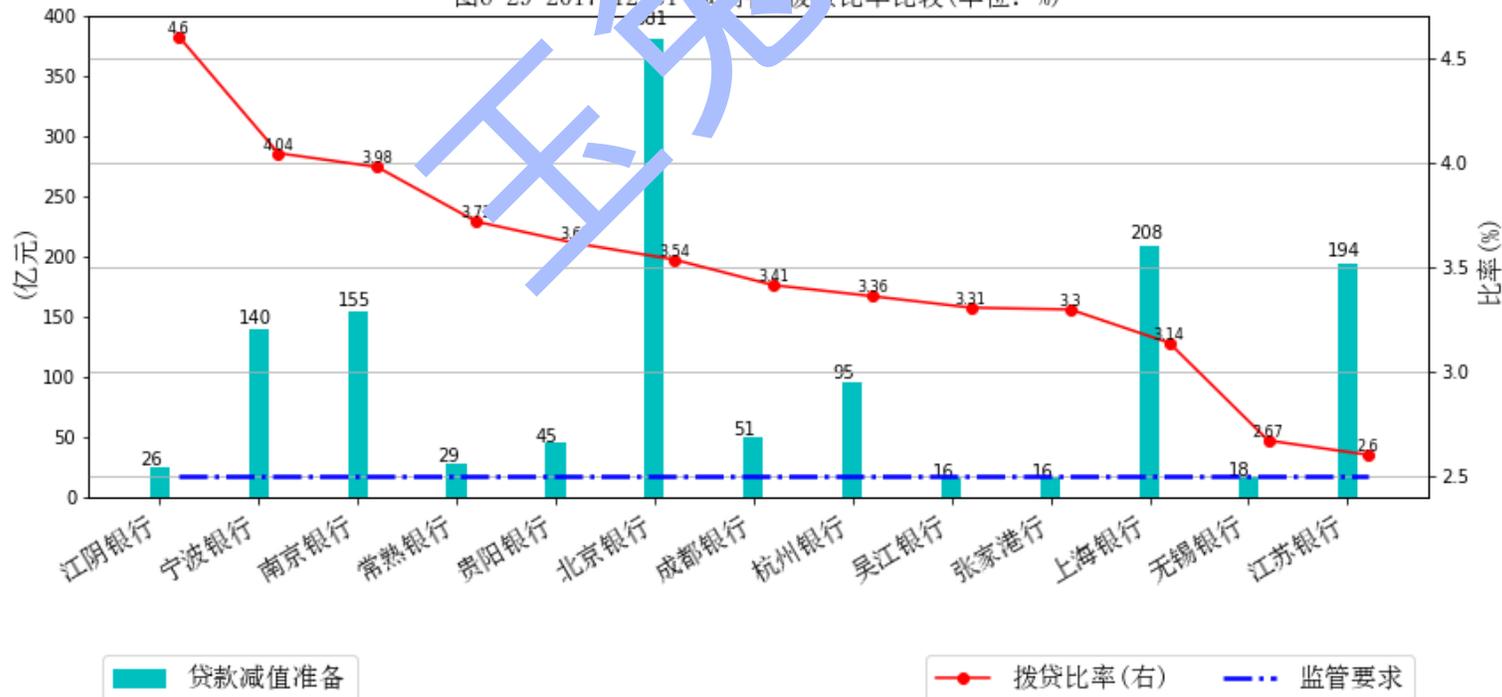
图6-28 2017-12-31-股份制银行-拨贷比率比较(单位: %)



可以看出：2017年股份制银行拨贷比率均符合监管要求。但是，绝大多数依然靠近监管要求2.5%，仅有招商银行、兴业银行远大于监管值2.5%，分别是4.22%、3.37%。

(3) 城商行

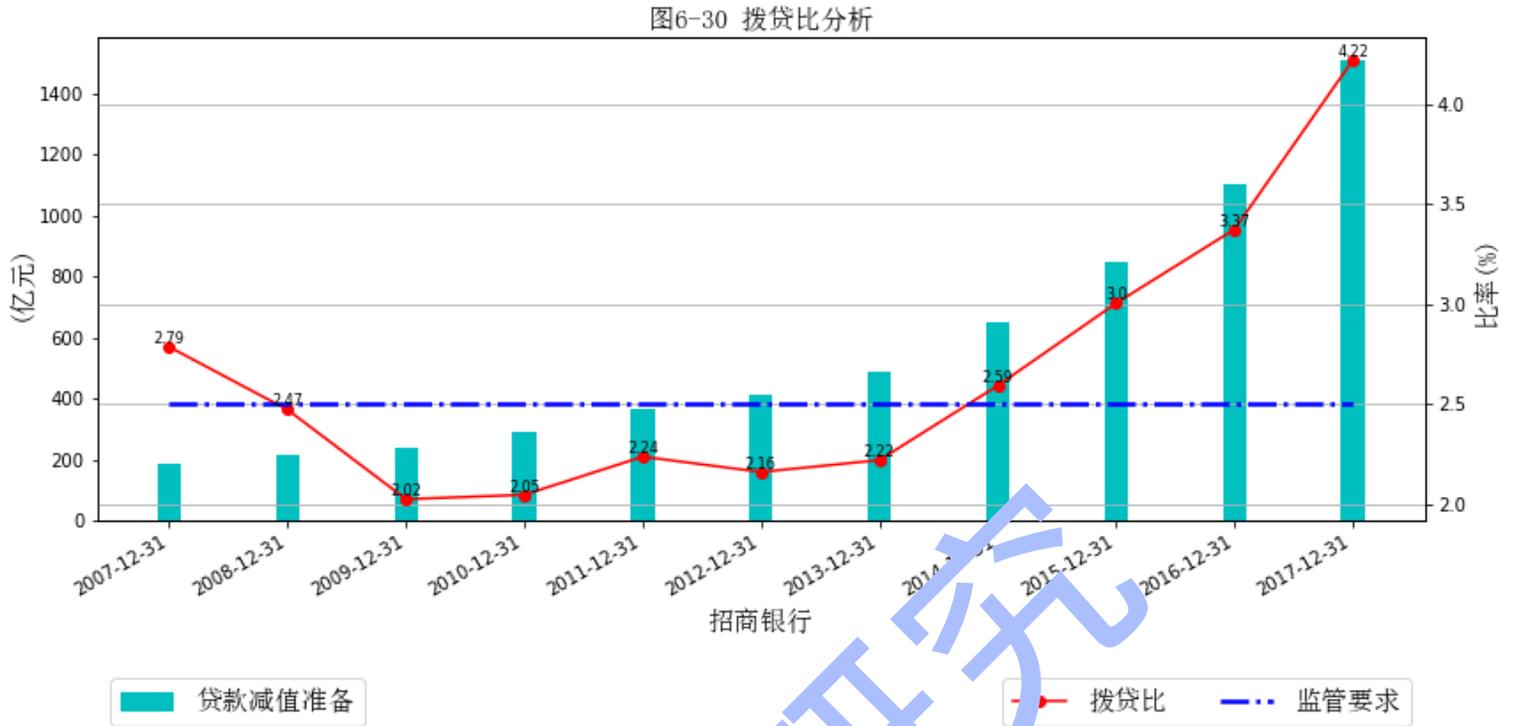
图6-29 2017-12-31-城商行-拨贷比率比较(单位: %)



可以看出：2017年城商行拨贷比率均符合监管要求。且绝大多数距离监管要求2.5%，还有一定安全垫。仅有无锡银行、江苏银行略微靠近监管值2.5%，分别是2.67%、2.6%。

不得不思考一个问题：为什么城商行拨贷比率总体上大于国有银行与股份制银行？

6.4.4.2 变化路径



为什么银行会出现达不到监管部门要求的拨贷比监管指标 2.5%呢？理论上，在经济下行周期，高拨贷比未必合理，在一定程度上和政府扩大信贷、刺激需求的宏观经济调控相抵触。当经济下行，不良贷款率上升，如果拨备覆盖率、拨贷比作为强监管指标，银行必将提取更高的拨备，净利润受到压缩，进一步意味着银行资本无法得到补充，在资本充足率强约束下无法扩大信贷。因此，监管层采取根据情况适时调整监管力度的弹性做法。

当然，银行业根据宏观经济状况需要监管标准降低，然而降低监管标准埋下金融危机的伏笔，却是监管机构最担忧的。监管指标降与不降，动态博弈前行。

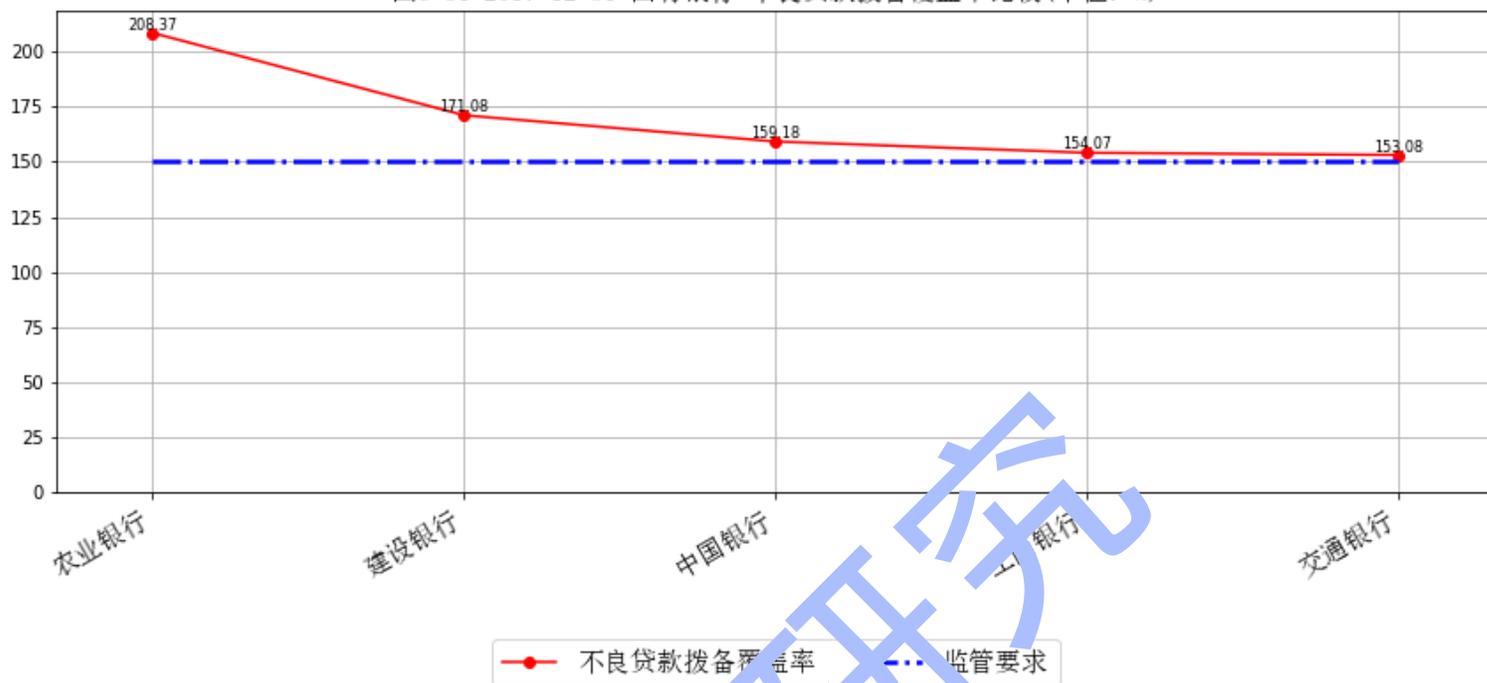
招商银行拨贷比率自 2014 年高于监管值 2.5%，并且起逐年提高，资产质量不断得到强化，从 2014 年的 2.59%，提升到 2017 年的 4.22%。

6.4.5 拨备覆盖率

6.4.5.1 行业比较

(1) 国有银行

图6-31 2017-12-31-国有银行-不良贷款拨备覆盖率比较(单位：%)



可以看出：五大国有银行不良贷款拨备覆盖率均大于监管值要求，但总体上排序靠后的三家接近监管红线 150%。不良拨备计提充分程度从高到低排序是：农业银行 208.37%、建设银行 171.08%、中国银行 159.18%、工商银行 154.07%、交通银行 153.08%。

每家银行不良贷款拨备覆盖率不尽相同，而且差别很大，计提不良贷款就自然存在较大主观调节，如果银行之间直接比较的话，显然不科学。因此，为了能够更科学比较同行内的银行，假设一家银行按照另一家银行相同的不良贷款拨备覆盖率来计提不良贷款进行调整，如下表：

表-2 2017-12-31-国有银行-税前净资产相对调整(单位：亿元)

	不良余额	1940	1923	1585	2210	669
	拨备率(%)	208	171	159	154	153
拨备率(%)	证券名称	农业银行	建设银行	中国银行	工商银行	交通银行
208	农业银行	0	724	954	1054	1073
171	建设银行	-717	0	229	327	346
159	中国银行	-780	-189	0	81	97
154	工商银行	-1200	-376	-113	0	22
153	交通银行	-370	-120	-41	-7	0

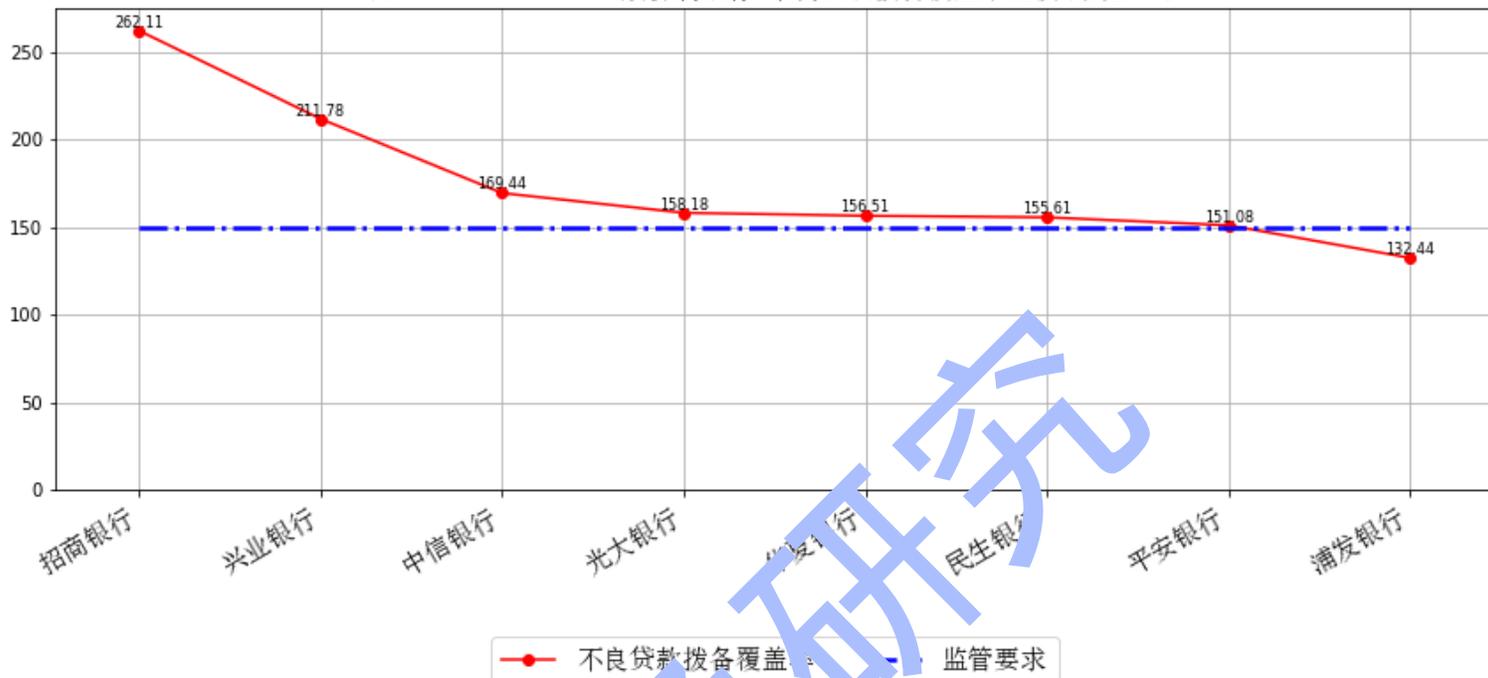
注：上表请按照横行比较，代表第二列银行假设分别按照后面五列银行的拨备率计算税前净资产的调整额度。例如 1，农业银行假设分别按照农业银行拨备率、建设银行拨备率、中国银行拨备率、工商银行拨备率、交通银行拨备率计算的话，税前净资产分别调整 0 亿元、724 亿元、954 亿元、1054 亿元、1073 亿元；例如 2，建设银行假设分别按照农业银行拨备率、建设银行拨备率、中国银行拨备率、

工商银行拨备率、交通银行拨备率计算的话，税前净资产分别调整-717 亿元、0 亿元、229 亿元、327 亿元、346 亿元。

当然上述的计算调整并不能归入一年经营，是历史多年积累。因此，只能作为净资产调整，而不能作为当年税前净利润调整。

(2) 股份制银行

图6-32 2017-12-31-股份制银行-不良贷款拨备覆盖率比较(单位: %)



可以看出：股份制银行不良贷款拨备覆盖率靠前的三家分别是：招商银行 262.11%、兴业银行 211.78%、中信银行 169.44%，均与监管红线保持一定安全距离。但是，其余靠后的五家均接近监管红线。不良贷款拨备覆盖率最低、计提最不充分的浦发银行 132.44%，甚至跌破监管红线。

与国有银行之间净资产相对调整以达到可比性一样，股份制银行之间净资产相对调整如下表：

表 6-3 2017-12-31-税前净资产相对调整(单位：亿元)

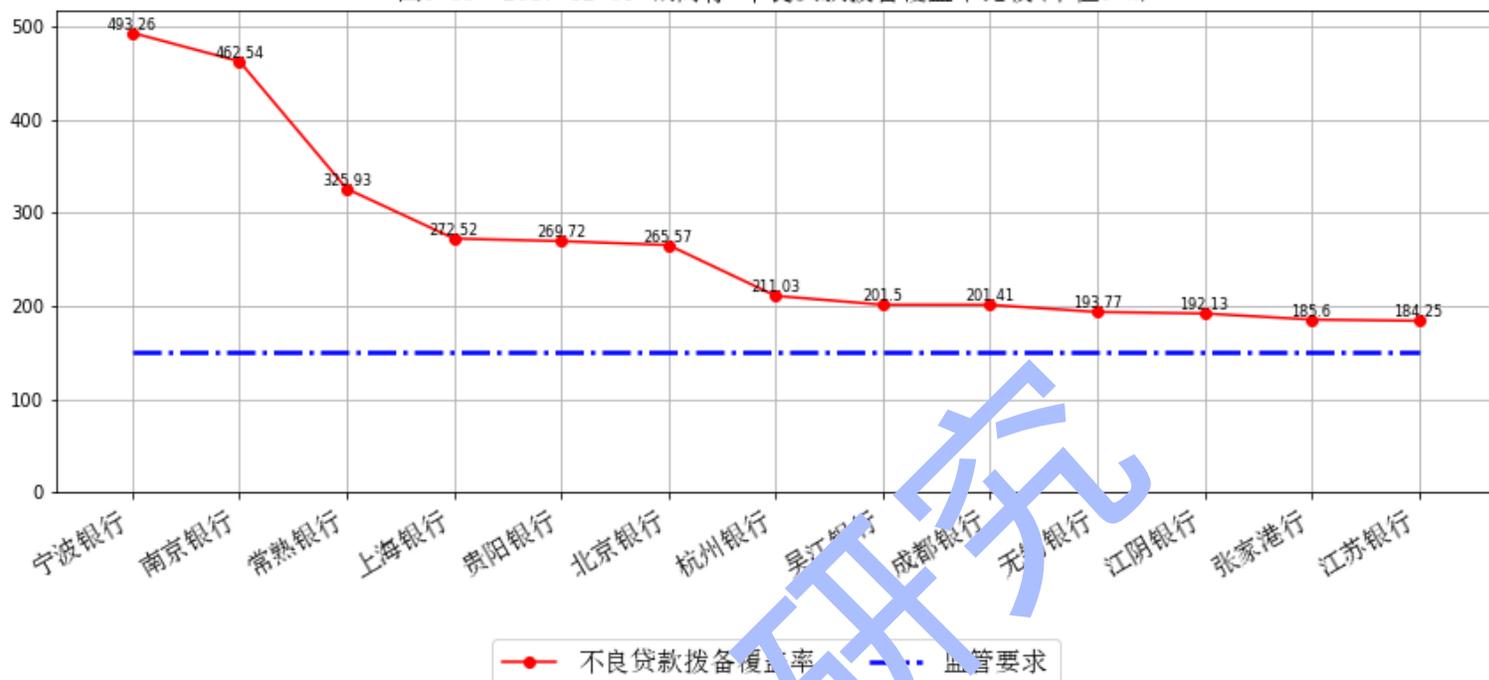
	不良余额	574	387	536	324	246	479	290	685
	拨备率(%)	262	212	169	158	157	156	151	132
拨备率(%)	证券名称	招商银行	兴业银行	中信银行	光大银行	华夏银行	民生银行	平安银行	浦发银行
262	招商银行	0	289	532	596	606	611	637	744
212	兴业银行	-195	0	164	207	214	217	235	307
169	中信银行	-497	-227	0	60	69	74	98	198
158	光大银行	-337	-174	-36	0	5	8	23	83
157	华夏银行	-260	-136	-32	-4	0	2	13	59
156	民生银行	-510	-269	-66	-12	-4	0	22	111
151	平安银行	-322	-176	-53	-21	-16	-13	0	54
132	浦发银行	-888	-544	-254	-176	-165	-159	-128	0

招商银行假设分别按照招商银行拨备率、兴业银行拨备率、中信银行拨备率、光大银行拨备率、华夏银行拨备率、民生银行拨备率、平安银行拨备率、浦发银行拨备率计算的话，税前净资产分别调整 0 亿元、289 亿元、532 亿元、596 亿元、606 亿元、611 亿元、637 亿元、744 亿元；兴业银行假设分

别按照招商银行拨备率、兴业银行拨备率、中信银行拨备率、光大银行拨备率、华夏银行拨备率、民生银行拨备率、平安银行拨备率、浦发银行拨备率计算的话，税前净资产分别调整-195 亿元、0 亿元、164 亿元、207 亿元、214 亿元、217 亿元、235 亿元、307 亿元。

(3) 城商行

图6-33 2017-12-31-城商行-不良贷款拨备覆盖率比较(单位: %)



可以看出：城商行不良贷款拨备覆盖率均高于监管红线，靠前的三家分别是：宁波银行 493.26%、南京银行 462.54%、常熟银行 325.93%，均与监管红线保持较高的安全距离。

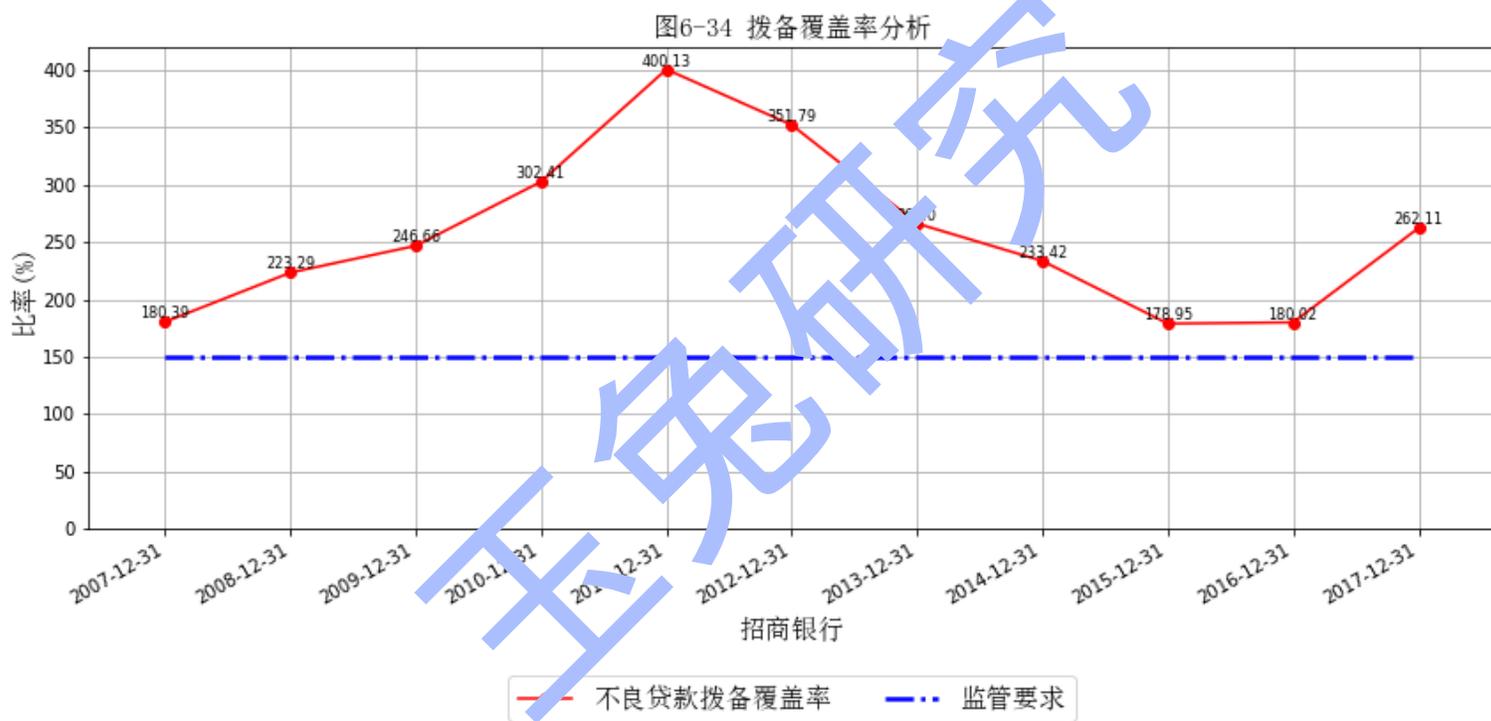
同样，城商行之间税前净资产相对调整如下表：

表 6-4 2017-12-31-税前净资产相对调整(单位：亿元)

	不良余额	28	33	9	15	17	134	45	8	25	9	13	9	106
	拨备率(%)	493	463	326	272	270	266	211	202	201	194	192	186	184
拨备率(%)	证券名称	宁波银行	南京银行	常熟银行	上海银行	贵阳银行	北京银行	杭州银行	吴江银行	成都银行	无锡银行	江阴银行	张家港行	江苏银行
493	宁波银行	0	9	47	63	63	65	80	83	83	85	85	87	88
463	南京银行	-10	0	46	64	64	66	84	87	87	90	90	93	93
326	常熟银行	-15	-12	0	5	5	5	10	11	11	12	12	12	13
273	上海银行	-169	-145	-41	0	2	5	47	54	54	60	61	66	67
270	贵阳银行	-38	-32	-9	0	0	1	10	11	11	13	13	14	14
266	北京银行	-304	-263	-81	-9	-6	0	73	86	86	96	98	107	109

211	杭州银行	-128	-114	-52	-28	-27	-25	0	4	4	8	9	11	12
202	吴江银行	-23	-21	-10	-6	-5	-5	-1	0	0	1	1	1	1
201	成都银行	-74	-66	-31	-18	-17	-16	-2	0	0	2	2	4	4
194	无锡银行	-27	-24	-12	-7	-7	-7	-2	-1	-1	0	0	1	1
192	江阴银行	-40	-36	-18	-11	-10	-10	-3	-1	-1	0	0	1	1
186	张家港行	-27	-24	-12	-8	-7	-7	-2	-1	-1	-1	-1	0	0
184	江苏银行	-326	-294	-150	-93	-90	-86	-28	-18	-18	-10	-8	-1	0

6.4.5.2 变化路径



招商银行不良贷款拨备覆盖率总体上与前述不良贷款率呈现负相关。不良贷款率自2007年高点1.54%，逐年下降，直到2011年低点0.56%。与此同时，不良贷款拨备覆盖率自2007年低点180.39%，逐年上升，直到2011年高点400.13%。此后，经济开始下行，伴随不良贷款率逐年上升，直到2016年高点1.87%，不良贷款拨备覆盖率随之下降，直到2015年、2016年低点178.95%、180.02%。但是，究竟是什么原因让两者之间存在如此的关系呢？不妨翻回不良贷款率一节的拨贷比计算公式， $\text{拨贷比} = \text{贷款减值准备} / \text{贷款余额} = (\text{贷款减值准备} / \text{不良贷款}) * (\text{不良贷款} / \text{贷款余额}) = \text{拨备覆盖率} * \text{不良贷款率}$ 。总体上，为了拨贷比达到监管要求，不良贷款率下降，拨备覆盖率上升；不良贷款率上升，拨备覆盖率下降。

6.4.6 资本充足率

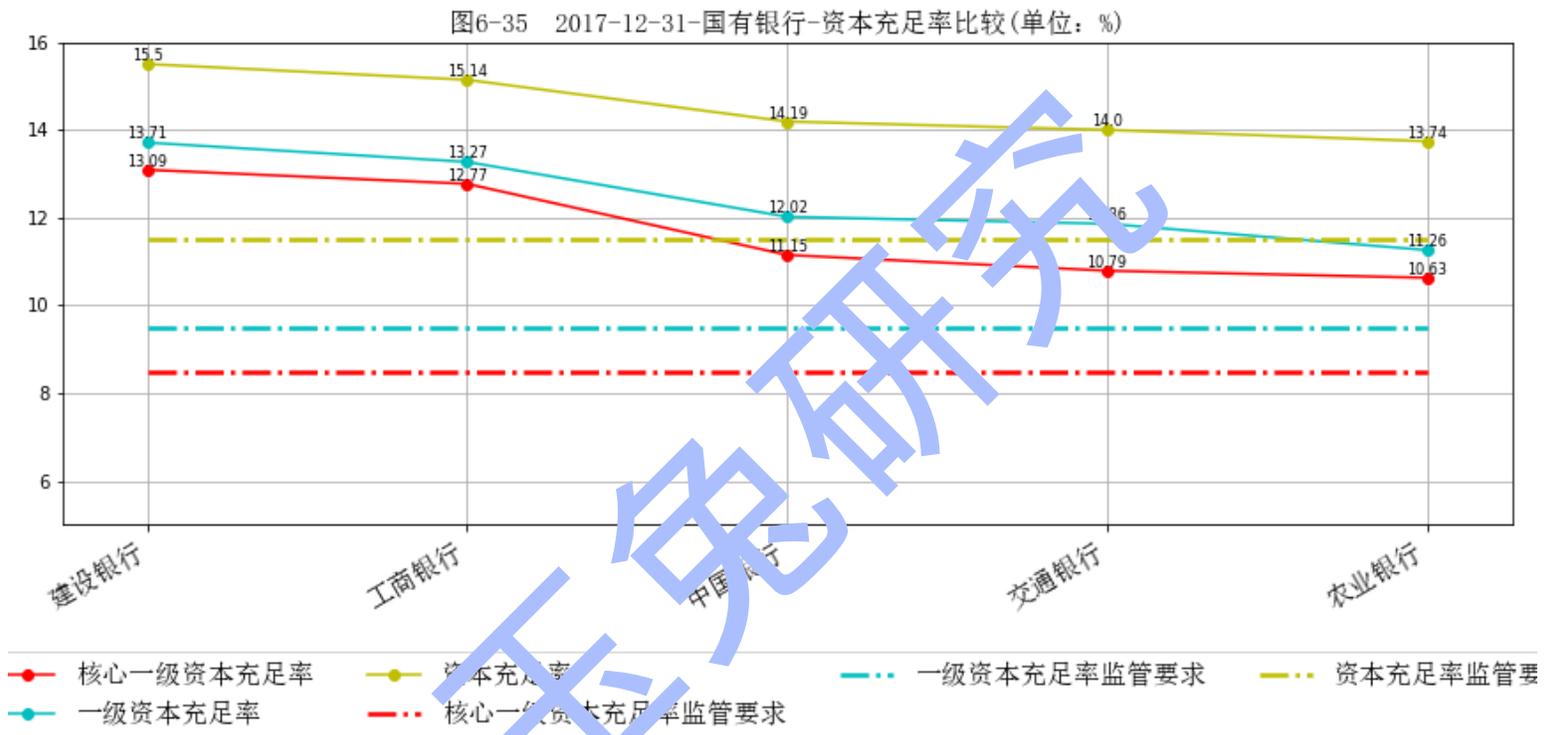
2012年6月8日，中国银监会发布《商业银行资本管理办法(试行)》，自2013年1月1日起实施新的资本充足率要求。该资本管理方法参考《巴塞尔协议3》

(1)从2013年起，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率指标强制提升到5.5%、6.5%、8.5%。

(2)以后每年增加0.4%的储备资本要求，直到2018年达标，分别为7.5%、8.5%、10.5%，系统重要银行额外加1%。目前我国系统重要银行一共六家：工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行。

5.4.6.1 行业比较

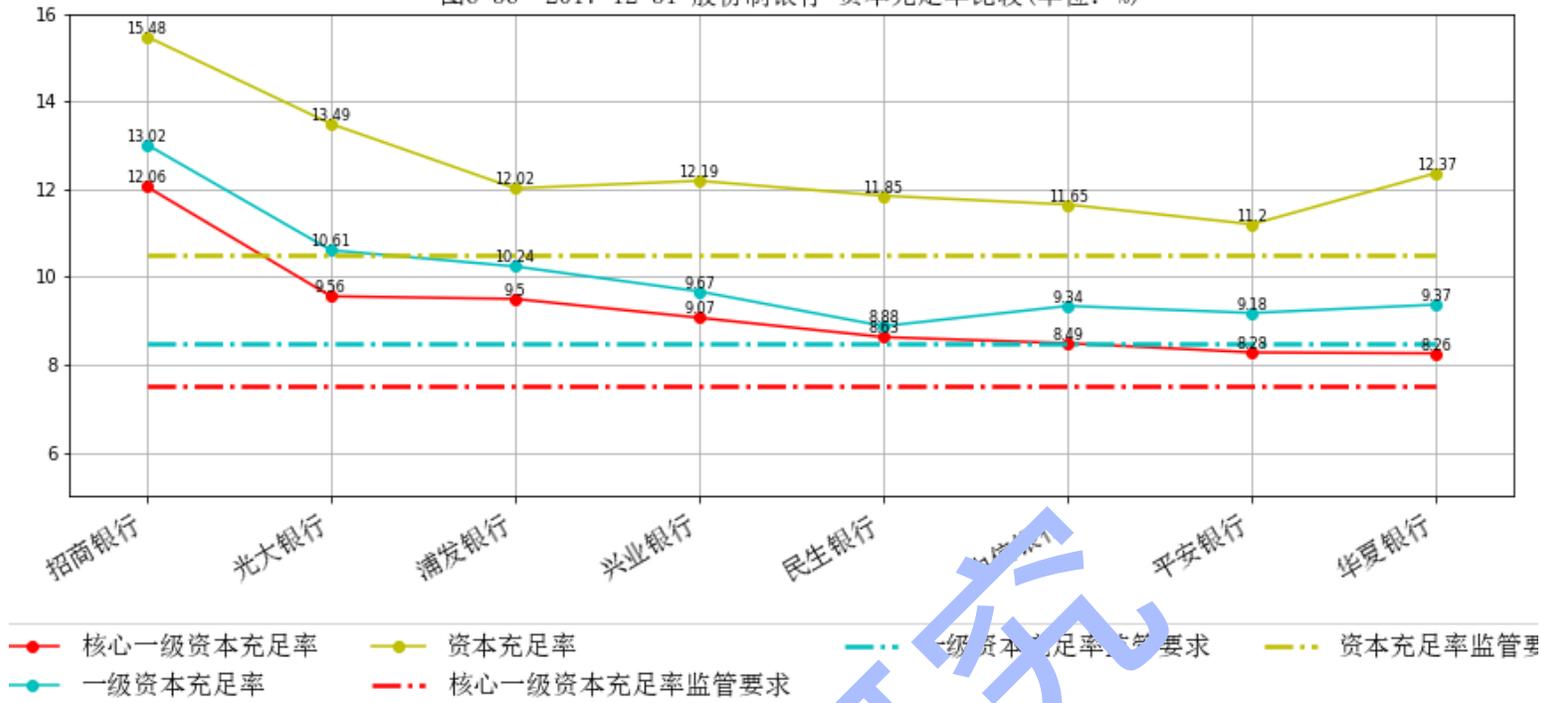
(1) 国有银行



资本充足率是强监管指标，可以看出：五大国有银行核心一级资本充足率均大于监管值8.5%，其中核心一级资本充足率最高的是建设银行，高达13.09%，超出系统银行监管要求4.59%；核心一级资本充足率最低的是农业银行10.63%，仅超出系统银行监管要求2.13%。

(2) 股份制银行

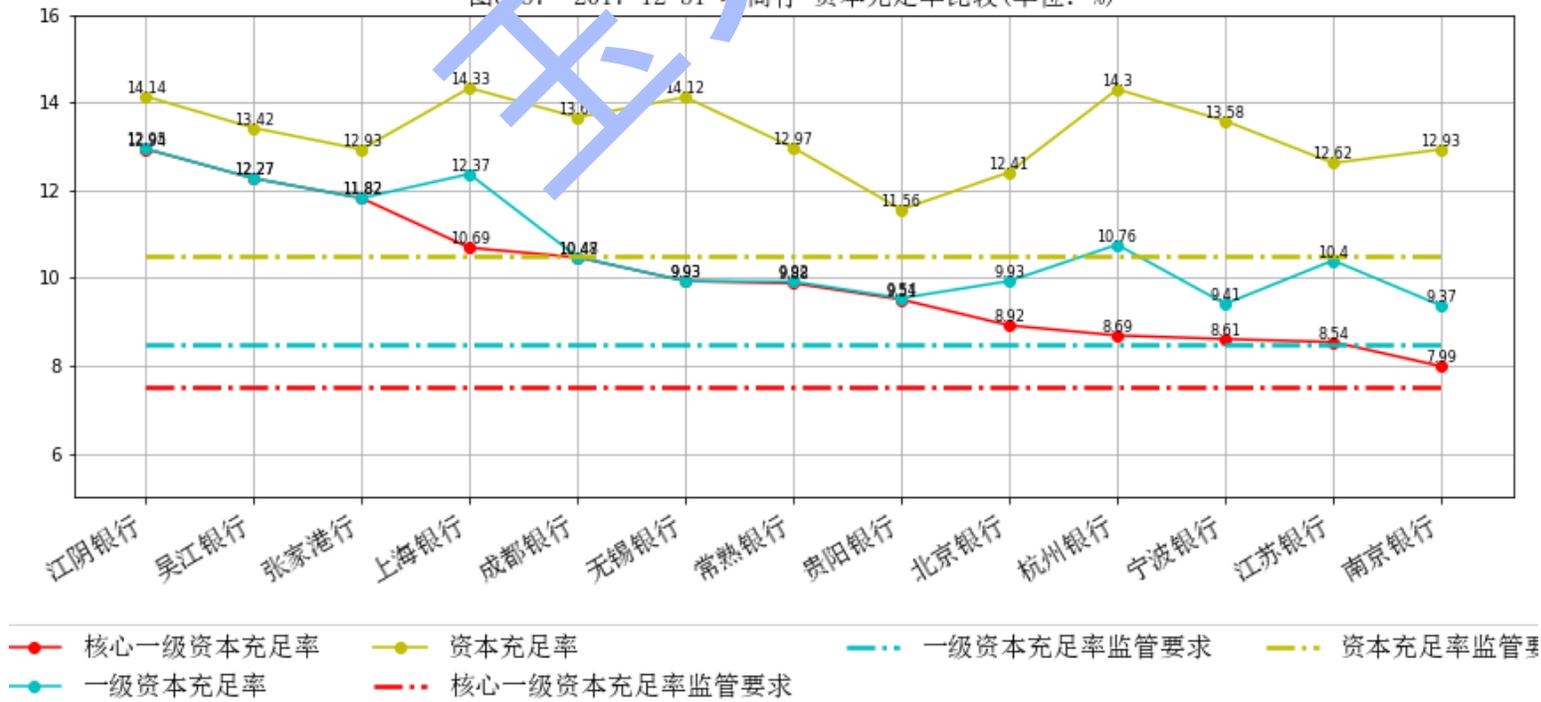
图6-36 2017-12-31-股份制银行-资本充足率比较(单位: %)



可以看出：股份制银行核心一级资本充足率均高于监管值7.5%，但总体上接近监管值7.5%，其中核心一级资本充足率最高的是与五大国有行一同划分为系统重要银行的招商银行，高达12.06%，超出系统银行监管要求3.56%；核心一级资本充足率最低的是华夏银行8.26%，仅超出非系统银行监管要求0.76%。

(3) 城商行

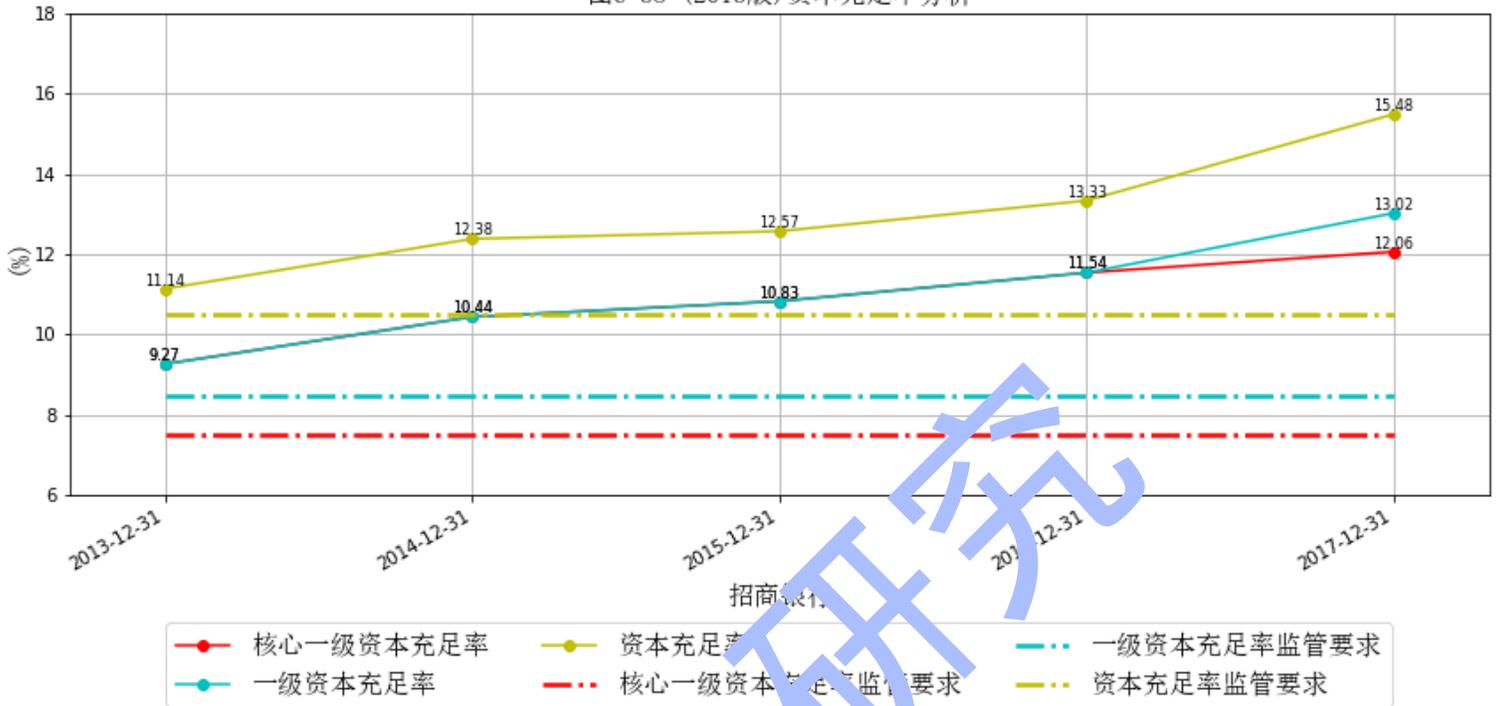
图6-37 2017-12-31-城商行-资本充足率比较(单位: %)



可以看出：城商行核心一级资本充足率同样处于监管值 7.5%上方，但总体上同样接近监管值 7.5%，其中核心一级资本充足率最高的是江阴银行，高达 12.94%，超出非系统银行监管要求 5.44%；核心一级资本充足率最低的是南京银行 7.99%，仅超出非系统银行监管要求 0.49%。

6.4.6.2 变化路径

图6-38 (2013版)资本充足率分析



招商银行三大资本充足率自 2013 年起逐年提高，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别从 2013 年的 9.27%、9.27%、11.14% 提升到 2017 年的 12.06%、13.02%、15.48%。

招商银行不断强化的资本充足率，意味着该行暂时不需要融资来满足资本充足率监管要求，而且具备信贷扩张、扩大资产负债表、提高营收能力，甚至可预见的、更大的分红可能性。

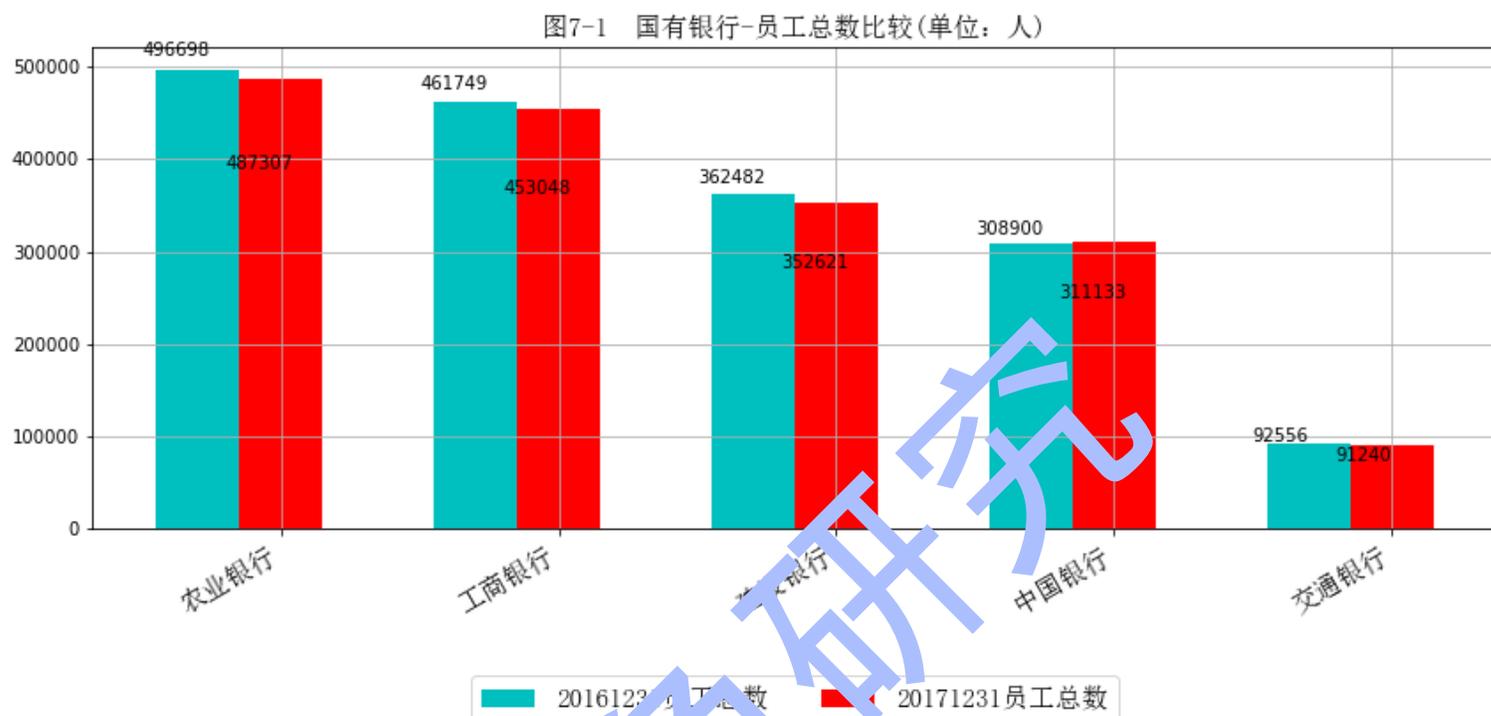
7 人力及业务

7.1 员工数量与薪酬

7.1.1 员工数量

7.1.1.1 行业比较

(1) 国有银行



可以看出:五大国有银行 2017 年一共减少-27036.0 人, 其中, 减少人数最大的是建设银行, 减少-9861.0 人;

(2) 股份制银行

图7-3 股份制银行-员工总数比较(单位: 人)

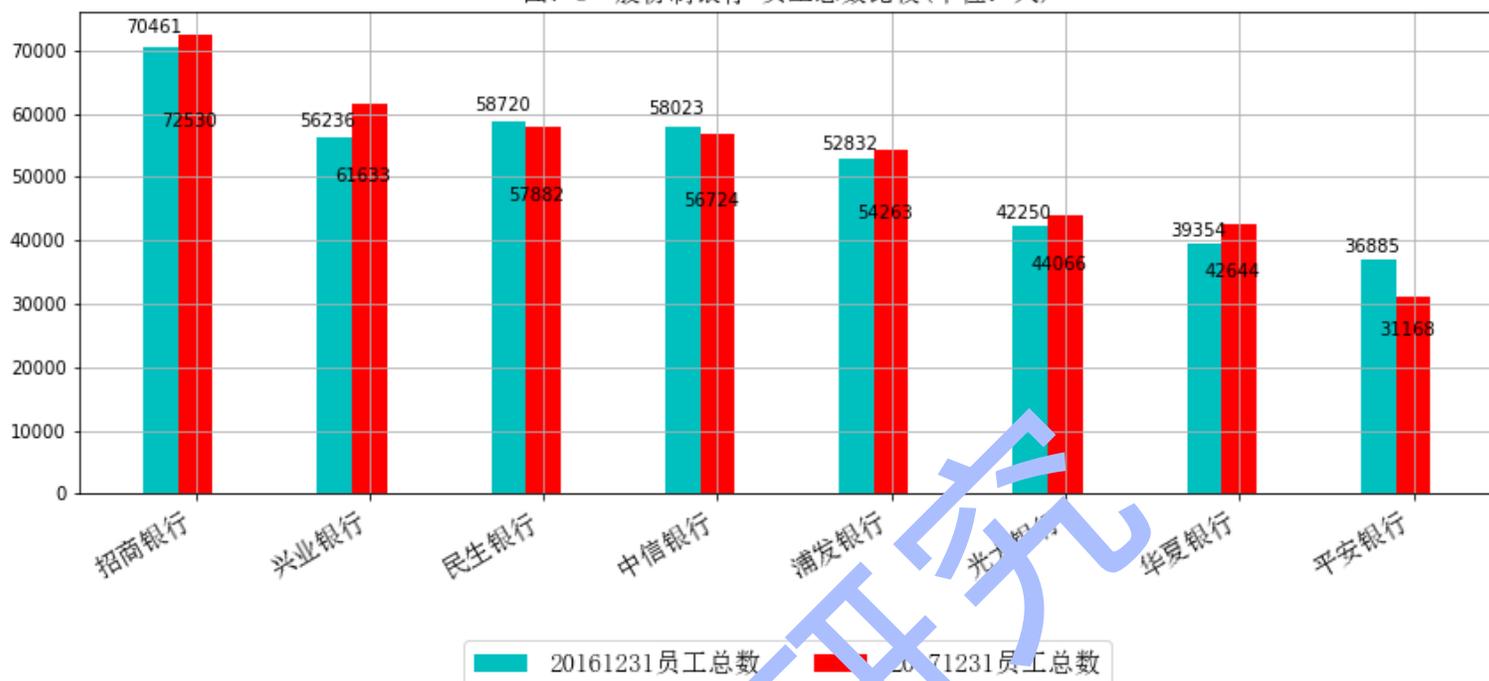
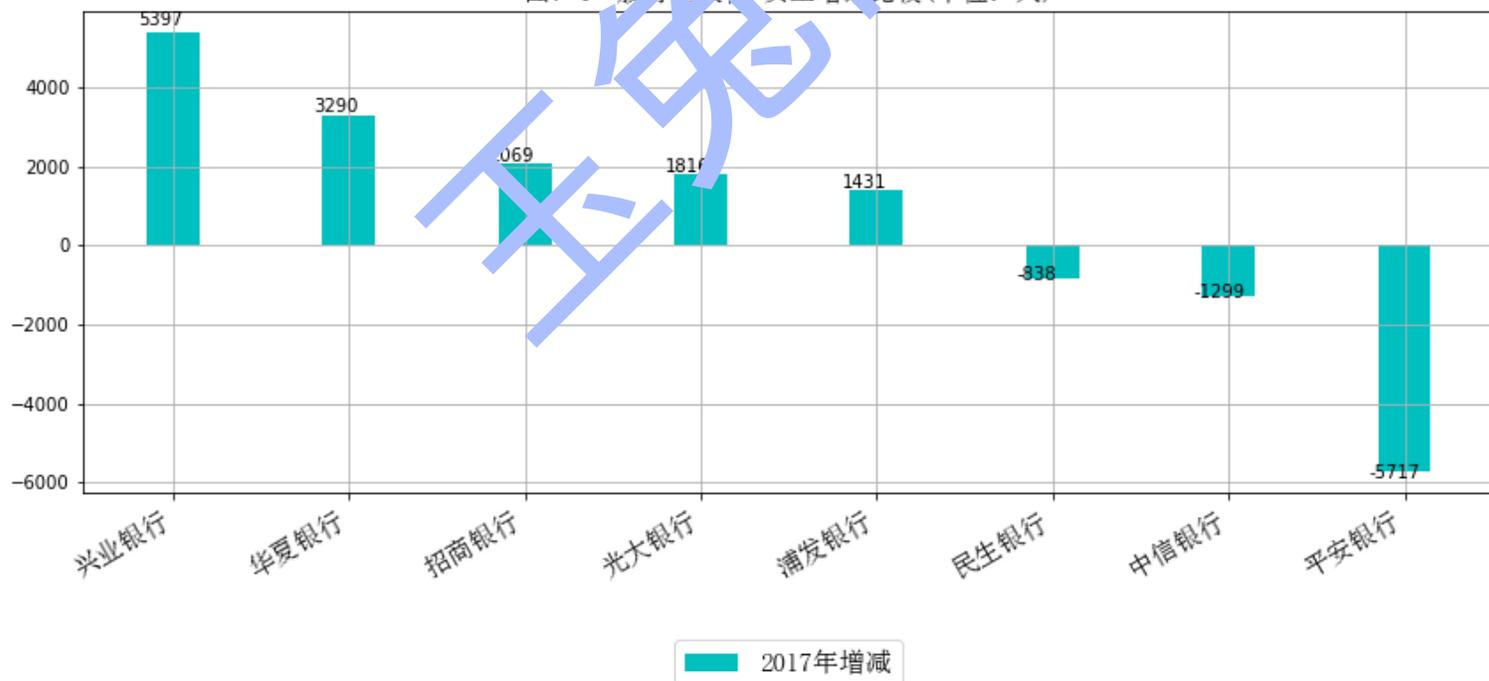


图7-4 股份制银行-员工增减比较(单位: 人)



可以看出:股份制银行 2017 年一共增加 6149.0 人, 其中, 增加人数最大的是兴业银行, 增加 5397.0 人;

(3) 城商行

图7-5 2017-12-31-城商行-员工总数比较(单位:人)

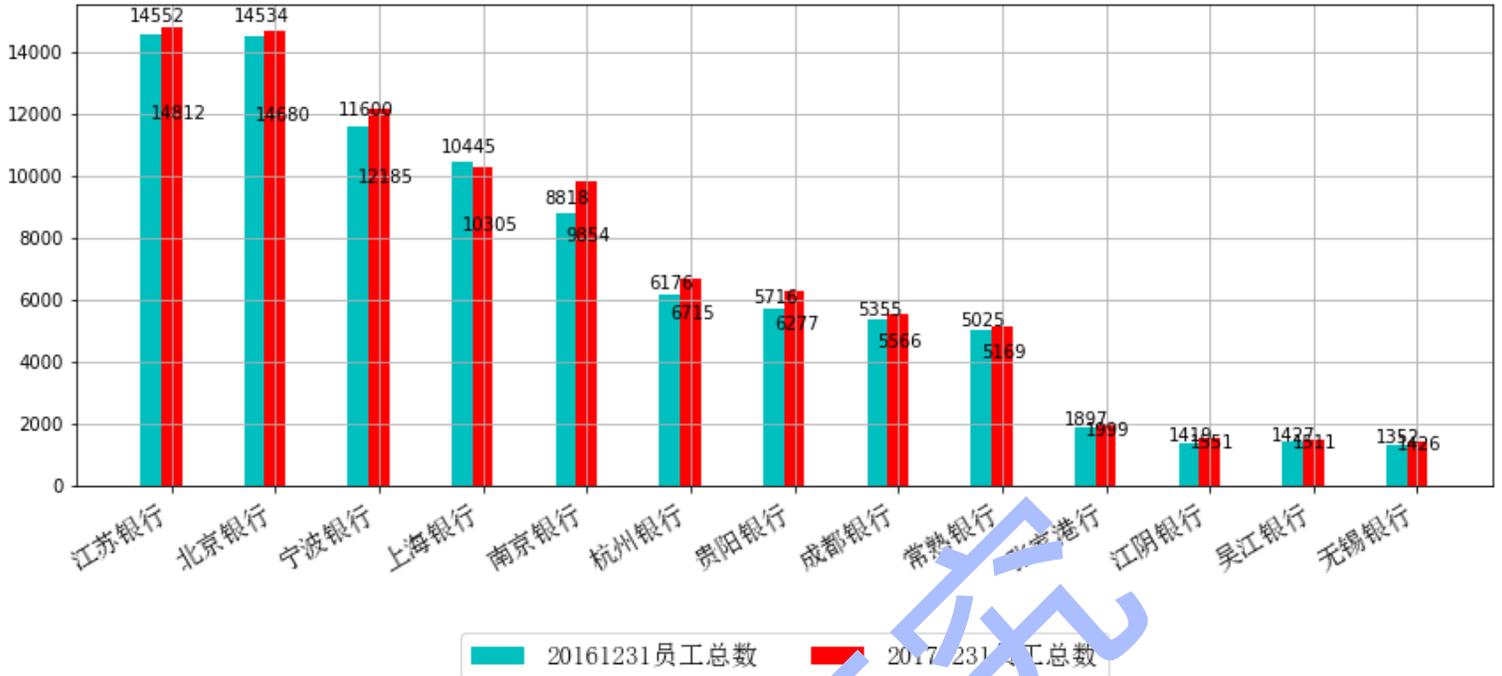


图7-6 2017-12-31-城商行-员工增减比较(单位:人)



可以看出:上市城商行 2017 年一共增加 3734.0 人, 其中, 增加人数最大的是南京银行, 增加 1036.0 人;

7.1.1.2 变动路径

图7-7 员工数量分析

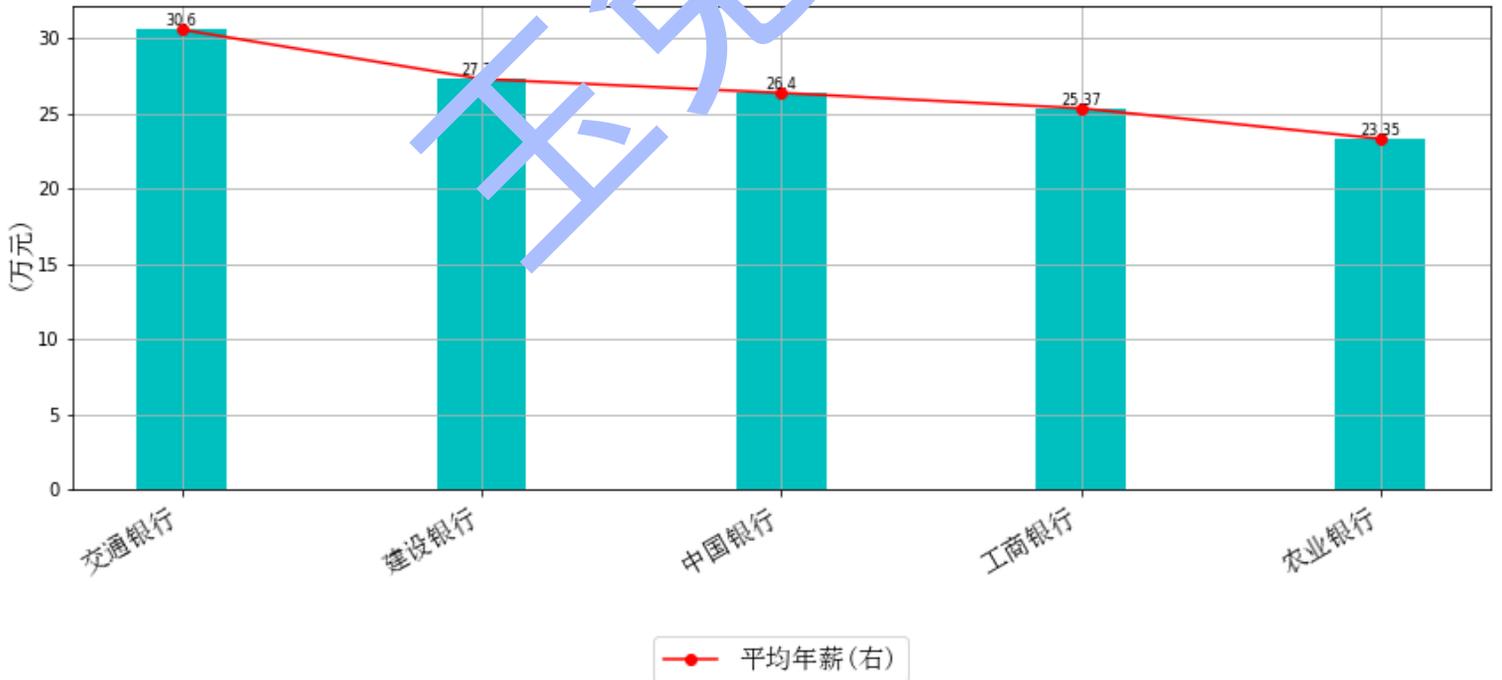


7.1.2 职工薪酬

7.1.2.1 行业比较

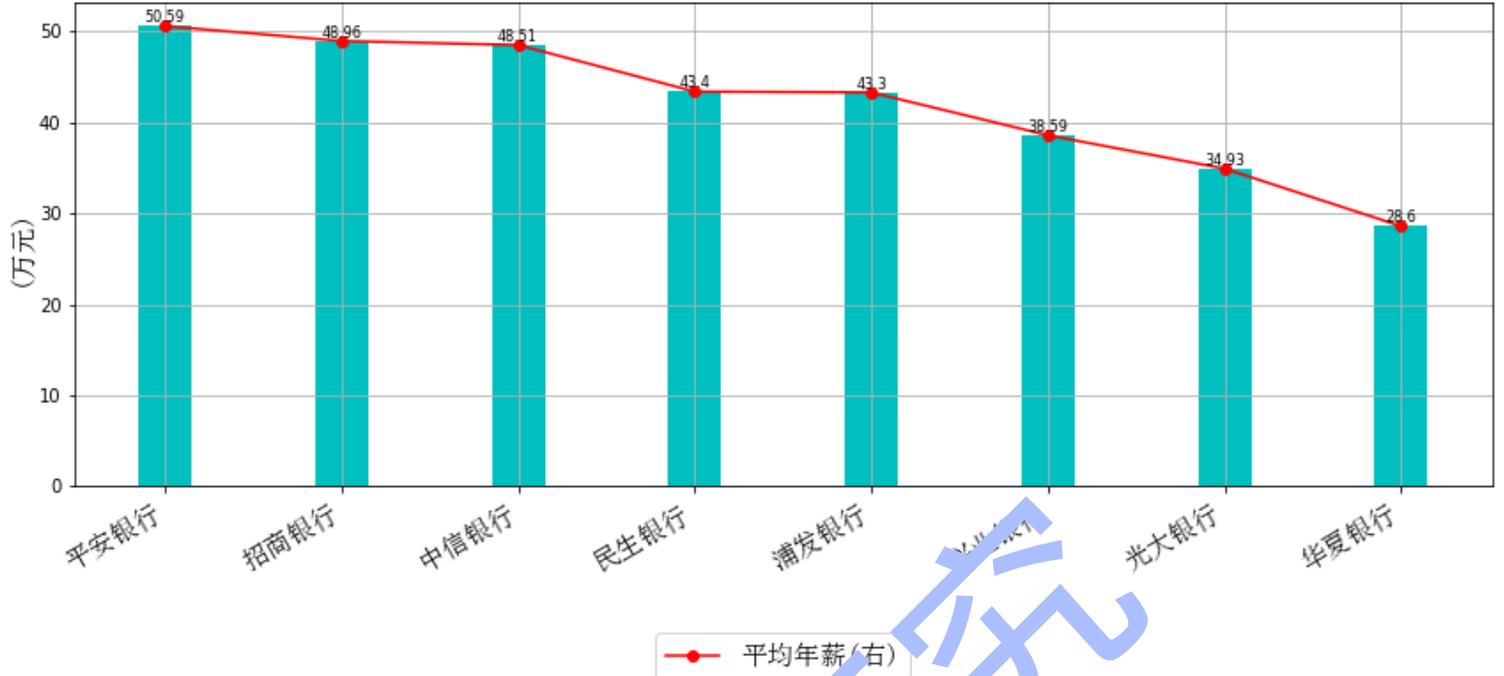
(1) 国有银行

图7-8 2017-12-31 国有银行-平均年薪比较



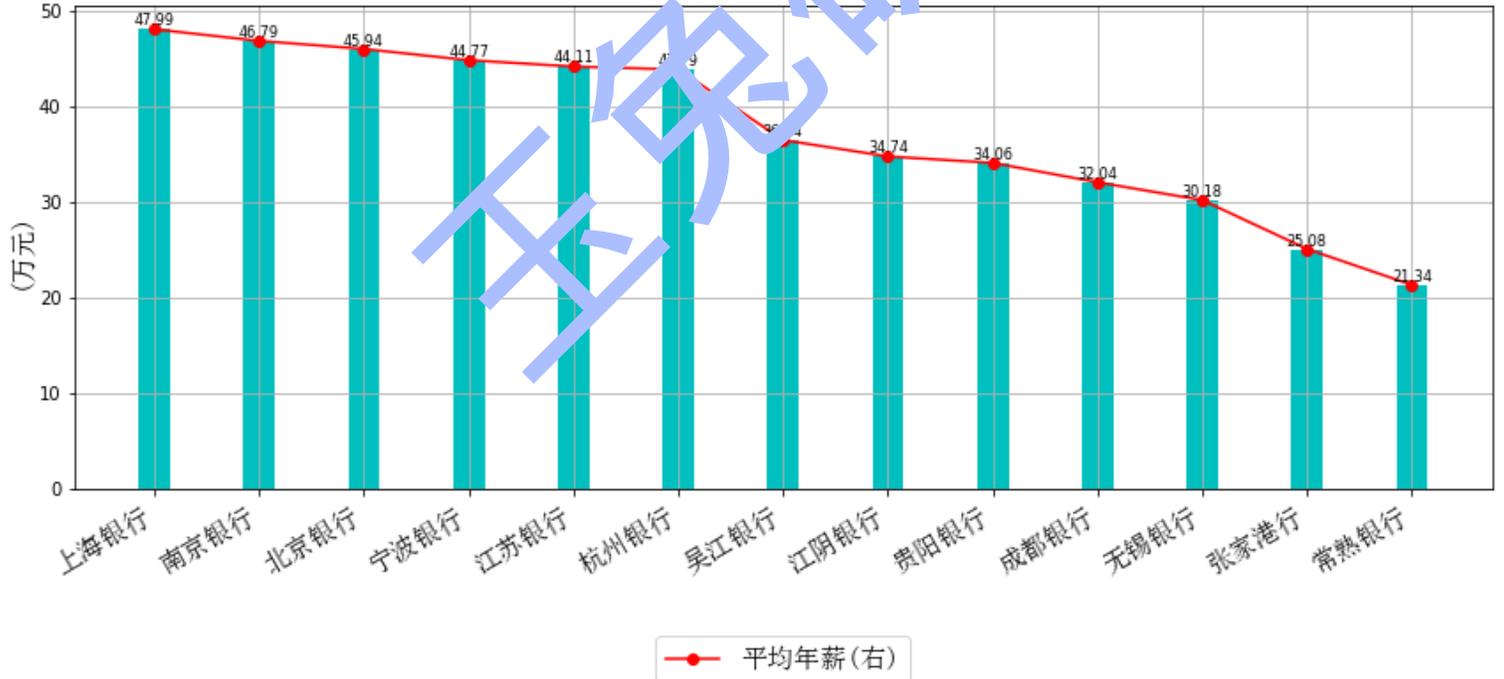
(2) 股份制银行

图7-9 2017-12-31-股份制银行-平均年薪比较

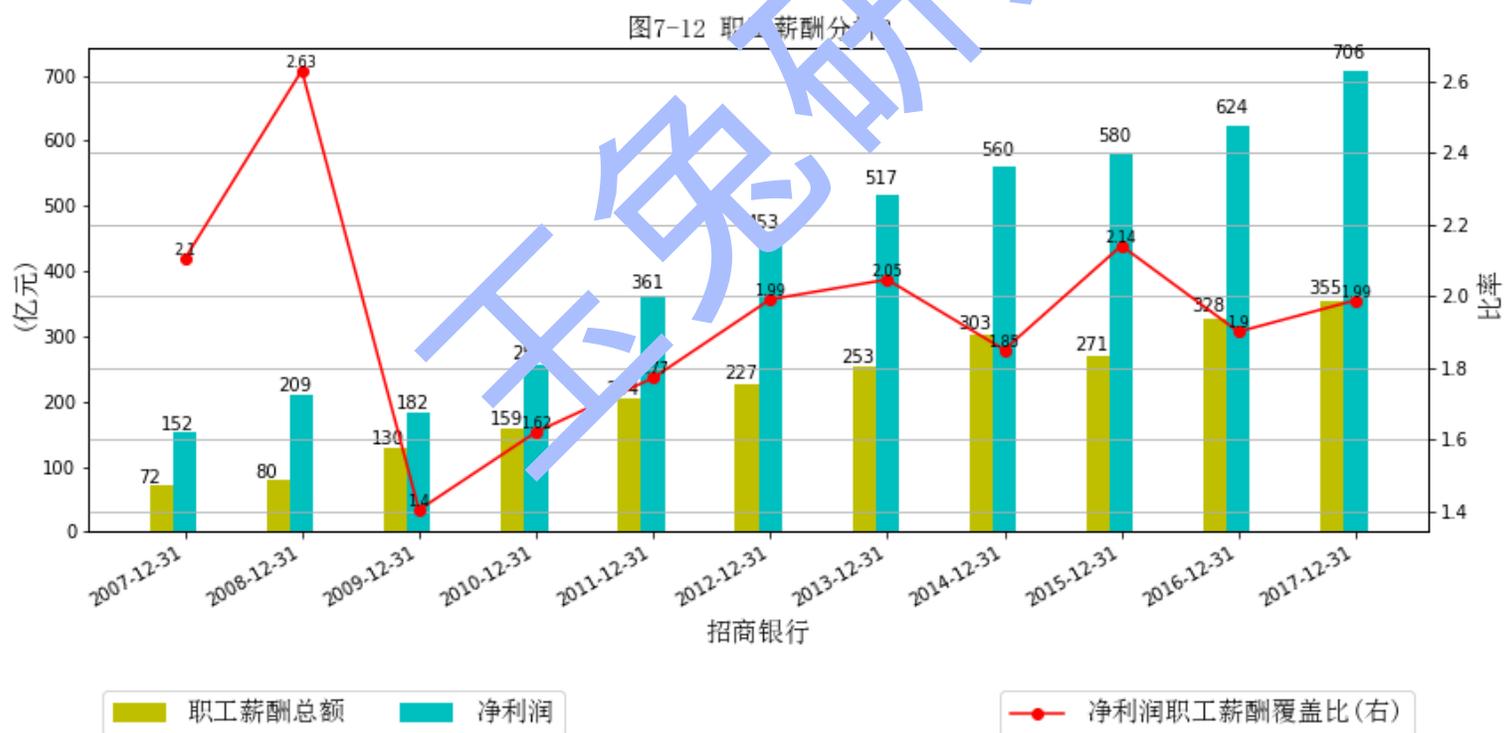
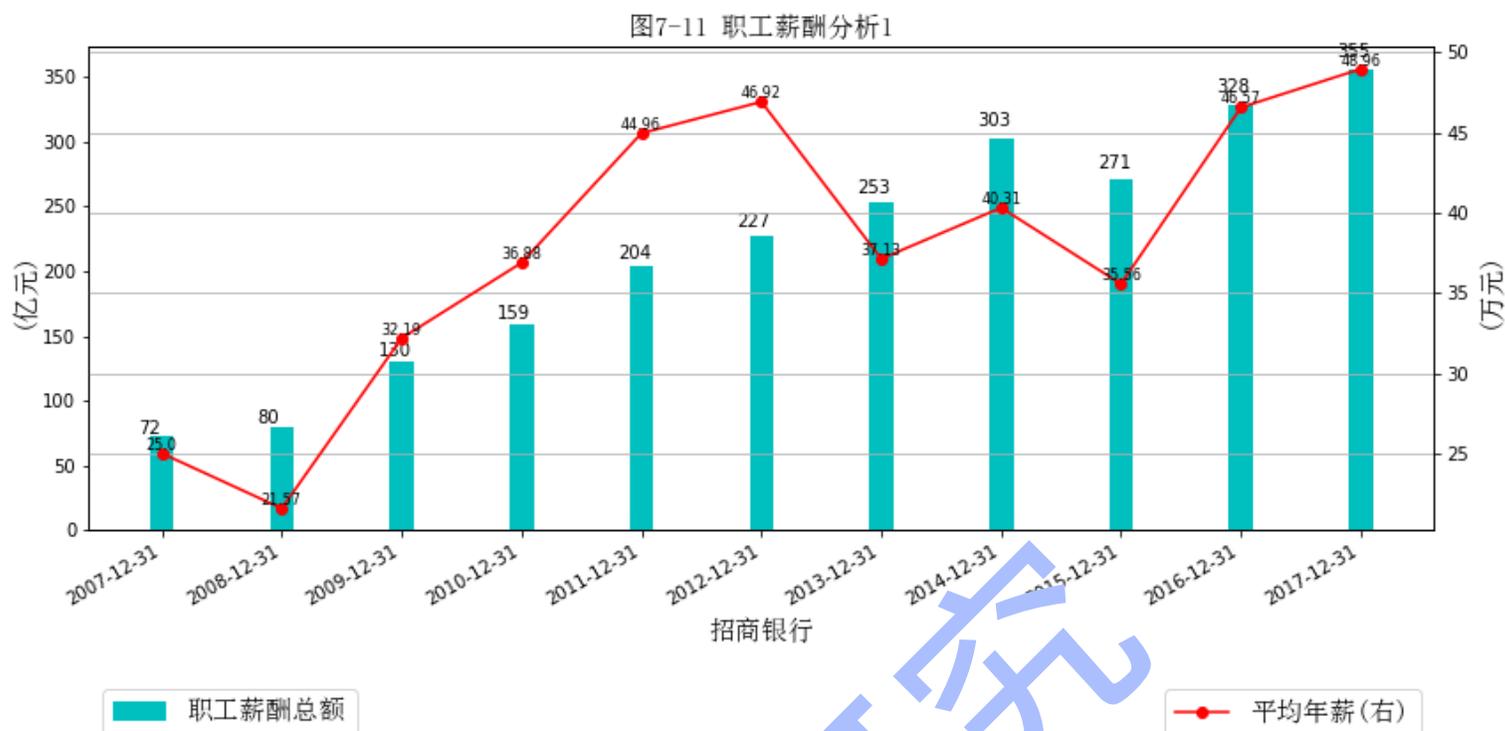


(3) 城商行

图7-10 2017-12-31-城商行-平均年薪比较



7.1.2.2 变动路径



7.2 业务构成

(1) 业务简介

表 7-1 业务简介

目录	内容
公司	公司是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行、国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银

简介	行，也是一家拥有商业银行、金融租赁、基金管理、人寿保险、境外投行等金融牌照的银行集团。近年来，公司聚焦移动优先策略，拥抱金融科技(Fintech)，率先推出闪电贷、刷脸取款、“一闪通”支付等创新服务，招商银行手机银行、掌上生活两大 App 已成行业翘楚，月活量均稳居金融行业前十。经过多年创新发展，招商银行部分业务领域已成为国内商业银行的标杆，连续多年获得境内外权威媒体评选的“中国最佳零售银行”“中国最佳私人银行”“中国最佳交易银行”等殊荣。
主营产品类型	存贷款业务、国际业务、机构业务、结算业务、人民币理财、托管业务、外汇理财、银行卡、证券业务、中间业务
主营产品名称	招商银行本外币理财计划、招商银行城际通、招商银行存贷款业务、招商银行第三方存管业务、招商银行点金公司金融、招商银行点金公司理财计划、招商银行个人黄金买卖、招商银行个人自助结汇业务、招商银行国际结算、招商银行航空电子客票、招商银行基金托管业务、招商银行金葵花卡、招商银行进口信用证来单查询、招商银行境内汇款、招商银行境外汇款、招商银行开放式基金、招商银行离岸业务、招商银行联名卡、招商银行企业资信服务、招商银行同城转账、招商银行外汇期权、招商银行外资银行、招商银行网上支付、招商银行信用卡、招商银行一卡通、招商银行证券代理业务、招商银行资金结算业务、招商银行自助缴费

(2) 按地区

表 7-2 主营收入构成(按地区)

年份	主营收入构成(按地区)
2007-12-31	华南、中南:42.25%;华东:34.17%;华北、东北:14.22%;西部:8.5%;其他地区:0.77%
2008-12-31	华南、中南:41.65%;华东:36.25%;华北、东北:12.97%;西部:7.85%;境外:2.29%
2009-12-31	华南、中南:38.04%;华东:37.33%;华北、东北:11.2%;西部:8.58%;境外:4.99%
2010-12-31	长江三角洲地区:21.79%;珠江三角洲及海西地区:15.87%;总行:16.3%;环渤海地区:15.09%;西部:10.6%;中部地区:9.67%;东北地区:4.81%;附属机构:4.2%;境外:1.7%
2011-12-31	长江三角洲地区:22.27%;珠江三角洲及海西地区:16.63%;环渤海地区:16.63%;西部:11.76%;中部地区:10.46%;总行:10.31%;东北地区:5.09%;附属机构:4.5%;境外:0.71%
2012-12-31	长江三角洲地区:20.7%;珠江三角洲及海西地区:18.0%;环渤海地区:16.47%;西部:12.19%;总行:11.29%;中部地区:10.85%;东北地区:5.14%;附属机构:4.48%;境外:0.83%
2013-12-31	长江三角洲地区:19.34%;珠江三角洲及海西地区:17.39%;环渤海地区:15.62%;总行:13.3%;西部:12.16%;中部地区:10.75%;附属机构:4.18%;东北地区:5.15%;境外:1.1%
2014-12-31	长江三角洲地区:18.35%;珠江三角洲及海西地区:17.28%;环渤海地区:15.38%;总行:15.19%;西部:12.16%;中部地区:10.18%;附属机构:5.0%;东北地区:4.85%;境外:1.52%
2015-12-31	总行:28.97%;长江三角洲地区:15.4%;珠江三角洲及海西地区:14.93%;环渤海地区:12.8%;西部:9.65%;中部地区:8.32%;附属机构:4.89%;东北地区:3.91%;境外:1.1%
2016-12-31	总行:37%;长江三角洲地区:14.46%;珠江三角洲及海西地区:13.16%;环渤海地区:10.93%;西部:7.66%;中部地区:6.64%;附属机构:5.8%;东北地区:3.77%;境外:1.29%
2017-12-31	总行:34.86%;长江三角洲地区:14.72%;珠江三角洲及海西地区:13.48%;环渤海地区:11.38%;西部:7.25%;附属机构:6.9%;中部地区:6.87%;东北地区:3%;境外:1.53%

下篇

8 估值定价

表 8-1 招商银行-机构盈利预测

评级机构家数	评级买入家数	评级增持家数	评级中性家数	评级减持家数	评级卖出家数	
25.0	12.0	12.0	1.0	0.0	0.0	
最高目标价	最低目标价	一致预测目标价	未来一年净利润增长率	未来一年营业收入增长率	未来三年净利润复合增长率	未来三年营业收入复合增长率
43.0	30.5	35.83	15.16	9.64	16.54	10.66

归属母公司股东的价值	5008.85	5213.61	5423.76	5639.41	5860.65	6087.61
总股本(亿股)	252.2	252.2	252.2	252.2	252.2	252.2
每股内在价值	19.86	20.67	21.51	22.36	23.24	24.14
假设安全边际折扣	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
安全买入价格	13.9	14.47	15.05	15.65	16.27	16.9
前收盘价 20160330	16.24	16.24	16.24	16.24	16.24	16.24
结论建议	维持	维持	买入	买入	买入	买入

玉兔研究