

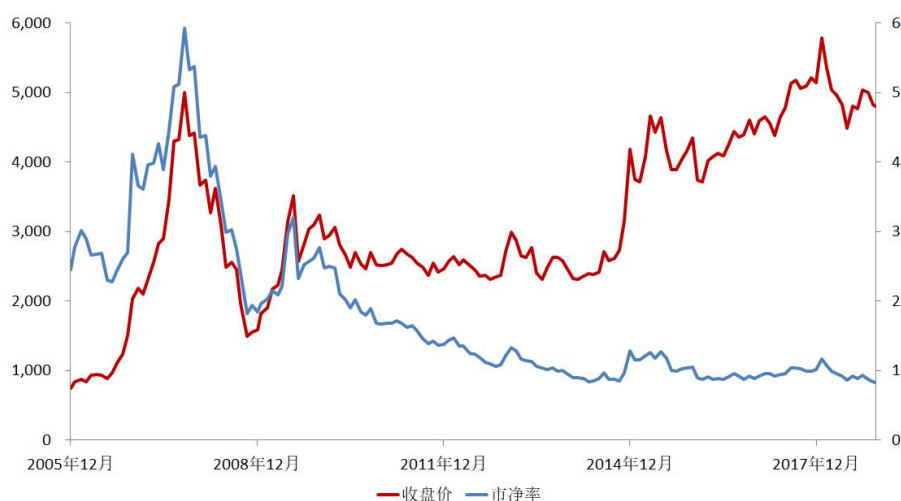
银行投资分析

——卓铸投资

一、 基本知识

当前 A 股上市银行共 30 家，银行业市值 10 万亿左右，A 股上市公司总市值 55 万亿左右，占比 18%，无论对国民经济还是对投资研究来说，银行业的重要性都不言而喻。

银行指数长期呈现上涨趋势，估值水平却不断下移，2013 年之后估值便在净资产附近。这与其基本面的表现紧密相关。



以招商银行为例，其收入与利润增长率始终为正，虽然增长率绝对值有所下行，但是其 ROE 却始终在较高的优秀区间，从最高的 30%，下降到最低依然超过 15%，盈利能力依然很强。



盈利指标有所下行，主要原因是自 2012 年开始，GDP 增长率有所下降，银行杠杆率也不断下降，从最高 20 倍下降到现在 12-15 倍，资产坏账率有所提高等负面因素。自 2016 年，行业开始周期性复苏，财务指标上也有表现。优秀的盈利能力与较低的估值水平，便使得银行业具备了投资研究价值。

1.1 银行的业务

银行是经营货币的行业，依靠对货币与资产的风险定价与风险管控能力赚钱。

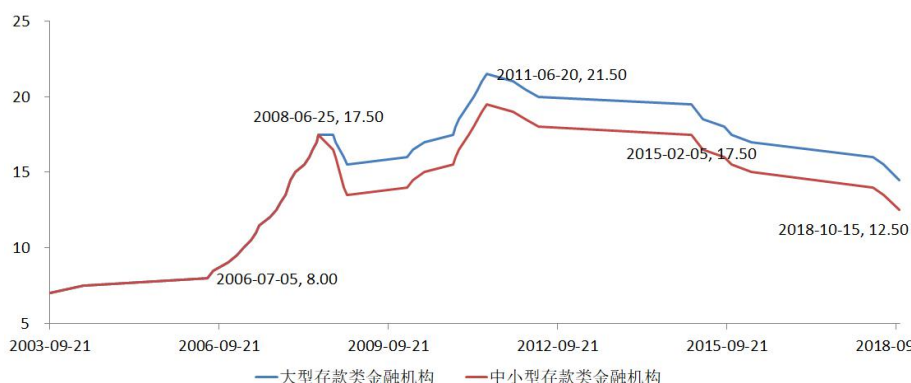


以上图示为例，假设准备金率为 10%。银行初始吸收 10000 的存款，便可对外贷款 9000。监管机构规定银行增加存款时，需要按比例上缴准备金以备提取，防止银行无限放大杠杆。对外贷款通过企业部门的流转，最终又会回到银行部门，又增加 9000 的存款。银行便可对外再次发生贷款 8100。以此循环往复银行部门便最终累计形成 100000 的存款与 90000 的贷款。

这个规模是初始规模的 10 倍，这个倍数便是货币乘数=1/准备金率。

1.2 存款准备金率

央行通过调整存款准备金率，影响银行的信贷扩张能力，从而间接调控全社会货币供应量。



如上图银行的准备金率 06 年仅为 8%，2011 年最高达 21.5%，近年来持续下降，到现在为 12.5%。因为自加入 WTO 以后，中国外汇储备快速增加，外汇占款项目累计增加导致以美元为基准发行的人民币基础货币大量增加，为了调控全社会货币总供应量的增加速度，防止通胀与资产泡沫，从而提高准备金率至高位。近年来为了对冲外储增速降低，逐渐释放了准备金率所储备的杠杆。总体来看，当前我国在流动性上的储备还是比较充足的。

我国金融系统是从 04 年施行了差别存款准备金制度以后，准备金制度才逐渐作为利率管理手段之外一个重要的政策工具，调解货币体系的流动性。从时间上看，我们的金融体系还非常年轻，因此也会有诸多的不完善。

1.3 银行业特点

高杆杆——巴菲特说，我们对于用便宜的价格买下经营不善的银行一点兴趣都没有，相反地我们希望能够以合理的价格买进一些经营良好的银行。主要原因就是银行的高杠杆，良好经营的表面下可能隐藏着巨大的资产坏账。银行业的杠杆高达 15 倍，累计 7% 的坏账额即可宣告破产。杠杆，也是围绕银行的经营、监管、投资研究的一个自始至终需要考量的因素。

周期性——银行是典型的周期性行业，随着经济周期的波动而受到影响。其高杠杆的特性更会放大经济

周期的影响。

业务持久——自 1694 年英格兰银行建立以来，现代银行业务没有本质变化。另一方面也代表银行业务的同质化，想要脱颖而出并不容易。

数据详实——银行受到央行、财政部、银监会严格监管，数据披露详实可信。结合自身业务比较简单的特点，仅凭数据分析与对比基本可以窥得实际经营情况

概念繁多——银行业并不经营实物产品，其虚拟性特征导致定义的许多名词非专业人士并不容易理解。

1.4 关键概念

以下根据银行的资产特征，讲述存款、贷款、不良贷款、风险加权资产、监管资本、减值准备这 6 个总量概念，是理解银行的关键。

存款、贷款、权益资本本身存在于银行的资产负债表当中，不难理解。后面的四项，不良贷款、风险加权资产、监管资本、减值准备，均在财报附注中披露，却对理解银行经营至关重要，需要厘清这些关键概念的定义，及他们之间的关系。

1.4.1 存款

存款是银行的核心负债，其结构分为个人存款、公司存款，活期存款、定期存款。

招商银行 2017年		个人存款		公司存款		存款总量
	余额	1,299,616		2,665,846		3,965,462
	占比	32.77%		67.23%		
	付息率	0.80%		1.50%		
		个人活期	个人定期	公司活期	公司定期	1.27%
	余额	968,069	331,547	1,483,512	1,182,334	
	占比	74.49%	25.51%	55.65%	44.35%	
	付息率	0.37%	2.26%	0.66%	2.43%	

以上表格是招商银行的存款结构，相对其他银行，该结构的特征是个人的存款占比较高，活期存款占比高。个人活期付息率仅为 0.37%，公司定期付息率 2.42%，是个人活期的 6 倍多。能够吸引到优秀的个人及活期存款，便能降低经营中的利息支出。

可根据存款总量的变化趋势、吸收存款的成本变化趋势、存款的组成结构判断银行获取存款的竞争力。

1.4.2 贷款

贷款是银行的核心资产，通常分为公司贷款、个人贷款、票据，票据占比较小暂且不提。

招商银行 2017年	公司贷款		个人贷款		贷款余额
	1,650,406		1,694,059		3,508,470
	占比	47.04%	占比	48.28%	
	收益率	3.99%	收益率	5.81%	4.81%

个人贷款收益率高，坏账率低。可通过分析贷款结构变化，贷款收益率趋势判断贷款端的竞争力。

招商银行 2017年	生息资产	生息资产 收益率	计息负债	计息负债 成本率	净利差	净利息 收益率
	5,966,601.00	4.06	5,491,455.00	1.77	2.29	2.43

通过存、贷之间的利息收支，便可以计算存贷的净利差，以及净利息收益率。这两个口径可以用来比较不同银行之间获取息差的能力，以及一家银行获取息差的趋势变化。

1.4.3 贷款分类

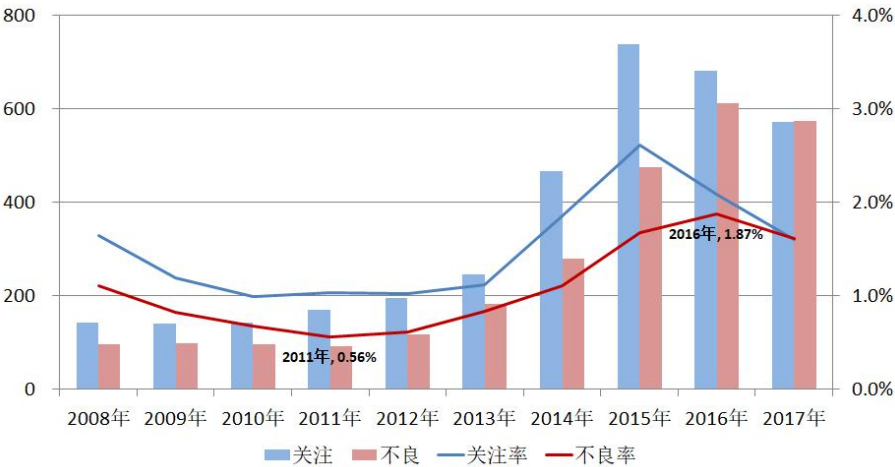
贷款可以按照担保方式分为抵押贷款、质押贷款、保证贷款、信用贷款。不同的抵押情况代表不同的风险程度，这里仅做了解不展开。

重点需要了解的是贷款的五级分类制度，指依据借款人最终偿还贷款本金和利息的实际能力，确定贷款遭受损失的风险程度。需要对对借款人现金流量、财务实力、抵押品价值等连续监测和分析。五级分类均有其核心定义与特征，较为复杂不作展开。这里仅了解最简单的量化标准，有个基础概念，方便后续内容理解。

正常		
关注		有不利因素的迹象
不良贷款	次级	预计损失30%以内
	可疑	预计损失30%-75%
	损失	预计损失75%-100%

其中后三类，次级+可疑+损失，总体构成不良贷款。不良贷款率可用来形容贷款的质量。此外还应注意关注贷款率，因为关注类贷款是不良贷款的预备役，有时银行为了不良贷款率好看，会将部分不良放进关注类贷款。因此保守的投资者需要将关注+不良一起看。

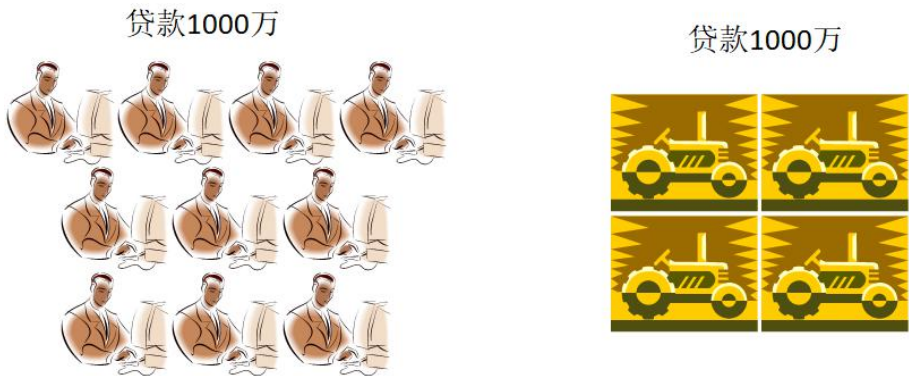
招商银行在 2017 年已经不良余额与不良率双降，达到周期拐点



资产负债表中，还有一些其他的科目。如同业及其他金融机构存放，指的是其他银行在本行开户存的钱。银行吸储后有可能因为存贷款监管限制，无法放贷，便只能放在其他银行获取部分利息收入。兴业银行利用该途径获取了大量的负债端存款，该部分内容暂不展开。

1.4.4 加权风险资产

假设两家银行放出等额贷款，均为 1 亿。但因为其放款方向不同，一家分散放给 100 个人，一家分散放给 10 家公司。账面显示相同数字均为 1 亿，便不能反映出贷款资产的不同性质。口径不同，就不能用该数据进行有效对比。



为了衡量银行同样数额资产所承担的不同风险，便产生了加权风险资产的概念。与资产加权有关的风险

包括信用风险、市场风险、操作风险。

中国银监会于 2013 年 1 月 1 日起实施的《资本管理办法》，结合了《巴塞尔协议 II》和《巴塞尔协议 III》的成果，在信用风险加权资产的处理上，制定了适用于我国银行业当前阶段的具体规定。允许使用高级法的六家银行（工、农、中、建、交、招）使用内部评级法计量信用风险资产，其他银行使用权重法，权重法严格来说是中国监管机构提出的对《巴塞尔协议 II》标准法的降格版本

不同评级水平对应的风险资产计算权重					
评级	AAA至AA-	A+至A-	BBB+至BB-	BB-以下	未评级
权重	20%	50%	100%	150%	100%

不同评级水平的风险资产对应计算权重的风险系数是完全不同的，比如：对于我国的国债，其风险系数为 0，也就是说配置国债是不占用风险资产的；普通的企业贷款的风险系数为 100%；零售贷款的风险系数是 50%。一般来说，风险系数越高的，其发生风险的概率越大，但同时其收益也越高；风险系数越低其风险也越低，同时其收益也越低。具体的细则还是相当繁琐的，以上仅举例方便理解。

风险资产经过不同权重转换计算，便可取得加权风险资产净额的数据，用以衡量银行实际经营的总风险资产，该数据一般可直接使用公司财报提供数据。其与各类资产总量的比值，可用来衡量银行资产的风险程度。该指标越大意味着银行更多地将资金投向较高风险权重的资产。

2017年	加权风险资产净额	风险加权资产占总资产比率	风险加权资产占生息资产比率	风险加权资产占总贷款比率
招商银行	35307.45	56.06%	64.06%	99.04%
建设银行	129199.8	58.40%	61.76%	100.13%
兴业银行	43172.63	67.28%	102.35%	177.61%
民生银行	43402.62	73.54%	94.40%	154.77%

1.4.5 监管资本

从加权风险资产的角度看，银行扩大杠杆有两方面途径，一个是扩大绝对规模，一个是增加风险权重较高的资产占比。加权风险资产概念的提出，是理解银行的核心。规模是可见可计量的容易理解，质量指标不在传统的财务报表展现，非金融企业也没有这样的特点，因此非专业投资者往往难以理解，被忽视。

为了管理好实际经营的杠杆，监管强制要求银行自有资本保持在风险加权资产的一定比例之上。资本充足率指标有三种，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率。

我国银行业资本要求		
核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
7.50%	8.50%	10.50%

系统重要银行需要全部加1%

核心一级资本的计算方法=净资产—其他资本工具及溢价(优先股)+金融子公司少数股东权益(除保险公司)，其他概念具体不做展开，如无兴趣深入研究，一般可直接使用财报数据进行对比。

资本充足率与监管标准之间的差距可作为估算未来业绩变化趋势的工具，实际还是对杠杆利用空间的描述。当资本充足率不足时，业务增长受限或需要融资补足资本。当资本充足率充足时，则短期无融资需求，可进一步扩大资产规模，提高营收的能力

	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
招商银行	12.06	13.02	15.48
建设银行	13.09	13.71	15.5
兴业银行	9.07	9.67	12.19
民生银行	8.63	8.88	11.85

上表中招行、建行使用高级法，兴业、民生使用权重法。

1.4.6 资产减值损失

银行收入主要有两项，利息净收入与手续费及佣金收入。支出主要是，业务管理费与资产减值损失。收入扣减支出便是银行的税前营业利润。

利息净收入
手续费及佣金收入
投资收益
营业收入
营业税及附加
业务管理费
资产减值损失
营业支出

银行是一个典型的利润前置，风险后置的行业。银行从发放贷款后的第一个月开始就会有利息收入，而风险却往往需要几年后才会暴露。对于银行的经营者来说当年的净利润里面需要为未来的风险单独准备一些钱来应急，这部分钱就是银行计提的资产减值损失。

资产减值损失是利润表中银行成本的主要构成，近年来占到一半甚至更多。需要理解的是这种扣除还没有实际发生，是作为对未来风险的一种准备。由于是一种估计值，在成本中占比又比较大，因此也是理解银行的一个难点。

1.4.7 贷款减值准

贷款减值准备是资产减值损失历年累积变化的滚存数据。入口是每年计提的资产减值损失，出口是每年核销的坏账。央行、财政部、银监会三家监管机构分别对贷款减值准备（拨备）的计提标准有不同的描述，以银监会的最为严格。

央行：正常类贷款 1%，关注类贷款 2%，次级类贷款 25%，可疑类贷款 50%，损失类贷款 100%

财政部：正常类贷款 1.5%，关注类贷款 3%，次级类贷款 30%，可疑类贷款 60%，损失类贷款 100%。

银监会：资产减值准备/不良贷款=拨备覆盖率 $\geq$ 150%；资产减值准备/贷款余额=贷款拨备率 $\geq$ 2.5%

拨备覆盖率和贷款拨备率（拨贷比），也是我们比较关注的两个指标。这两个指标可以评估银行拨备是否充分，从而判断银行利润的释放是否足够保守，因为资产减值损失作为成本计入银行利润表，其计提的多少直接影响银行当期利润。

2017年	民生银行	招商银行	兴业银行	建设银行
不良贷款率	1.71	1.61	1.59	1.49
拨备覆盖率	155.61	262.11	211.78	171.08
贷款拨备率	2.66	4.22	3.37	2.55

1.4.8 非利息收入

最后再补充介绍非利息收入，就是平时所说的中间业务收入，主要指手续费及佣金收入。该业务指银行依托银行信誉、业务、技术、机构和人才等方面的优势，给银行带来的服务型收入。由于不形成银行的资产与负债，因此不增加银行经营的杠杆与占用监管资本。

中间业务品种繁多，潜力巨大。依托传统存贷汇款功能衍生出来的服务型业务，容易形成客户黏性，增加用户的转换成本。资本市场通常更青睐中间业务收入占比高的银行。中间业务的分析需要借助其他经营数据，如理财产品销售额，托管资产总规模等。

1.5 小结

加权风险资产和资产减值损失，是两个最关键的基础概念。是银行作为金融企业所特有的，掌握了这两个概念，可以算是捅破了理解银行的窗户纸。

二、 分析框架

本章提出分析银行的框架性方法论，从 8 个维度进行分析。包含 6 个盈利指标，和 2 个资产角度的分析。

6个盈利指标

一级资本充足率	实际经营杠杆
风险系数	经营资产的风险水平
净利息收益率	净利息收入/生息资产，生息资产获取息差收入的能力
非息收入占比	不占用资本的服务型收入的占比
成本收入比	获取收入的费用开支情况
新增核销占比	当年坏账核销额占年收入的比例

2个资产分析

拨备充足率分析

贷款质量分析

这 6 个盈利指标中，有 5 个是直接指标，可以从财报中直接获取数据进行分析。还有一个净利息收益率，是一个间接指标，还需要进行细分的展开，以获取更多的经营信息。

银行信息披露程度较高，对数据进行处理形成指标，进行对比，就是初步的工作。这个过程主要从总量指标来看，形成一个较为基础的全局认识。

2.1 利息净收入

以下是招商银行的收入成本构成，后面不特殊说明，均使用招商银行的数据。

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
营业收入	2,208.97	2,090.25	2,014.71	1,658.63	1,326.04
利息净收入	1,448.52	1,345.95	1,367.29	1,120.00	989.13
利息收入	2,420.05	2,154.81	2,347.22	2,228.34	1,734.95
减：利息支出	971.53	808.86	979.93	1,108.34	745.82
手续费及佣金净收入	640.18	608.65	534.19	446.96	291.84
手续费及佣金收入	699.08	660.03	577.98	485.43	313.65
减：手续费及佣金支出	58.90	51.38	43.79	38.47	21.81
投资净收益	62.05	119.53	71.27	57.62	36.15
公允价值变动净收益	3.75	-25.11	13.16	3.08	-5.75
汇兑净收益	19.34	28.57	23.98	24.67	8.91
营业支出	1,303.57	1,313.07	1,272.23	930.94	646.93
税金及附加	21.52	63.62	119.29	104.25	85.79
管理费用	667.72	585.38	557.41	506.56	455.65
资产减值损失	599.26	661.59	592.66	316.81	102.18
营业利润	905.40	777.18	742.48	727.69	679.11

利息净收入是银行收入占比最大的一块，一般占到银行收入的 70-80%。银行的收入主要包含净利息收入、手续费及佣金净收入两块，成本主要是管理费用、资产减值损失两块。

需要注意的是，收入的计入方式。将利息收入减去利息支出所取得的利息净收入，计入收入的一部分。因此利息净收入这一数据，本身就是一个间接数据。

2017年			
生息资产	平均余额	利息收入	平均收益率%
贷款和垫款	3,508,470	168,858	4.81
投资	1,432,408	52,042	3.63
存放中央银行款项	566,594	8,679	1.53
存拆放同业和其他金融机构款项	459,129	12,426	2.71
合计	5,966,601	242,005	4.06
计息负债	平均余额	利息支出	平均成本率%
客户存款	3,965,462	50,329	1.27
同业和其他金融机构存拆放款项	880,787	24,138	2.74
应付债券	339,320	13,436	3.96
向中央银行借款	305,886	9,250	3.02
合计	5,491,455	97,153	1.77
利息净收入		144,852	
净利差			2.29
净利息收益率			2.43

利息收入，由银行的生息资产所产生，主要为贷款，贷款产生利息收入。

利息支出，由银行的计息负债所产生，主要为存款，存款产生利息支出。

最右侧分别是各项资产的利息率，负债的成本率。

银行贷款与存款活动的利息收支差额，便是利息的净收入，该项就是构成收入占比最大的那一块。

净利息收益率=净利息收入/生息资产平均余额。这个比率表示占用一年当中的这些生息资产的平均值，所能取得的净收入的能力。

2.1.1 利息收入

我们还可以通过对比贷款与存款进一步分析，获取更多的经营信息。

	2017年			2016年		
	平均余额	利息收入	平均收益率	平均余额	利息收入	平均收益率
公司贷款	1,650,406	65,864	3.99	1,526,315	64,829	4.25
零售贷款	1,694,059	98,386	5.81	1,362,929	82,573	6.06
票据贴现	164,005	4,608	2.81	186,367	3,834	2.06
贷款和垫款	3,508,470	168,858	4.81	3,075,611	151,236	4.92

贷款按照产品性质，可以主要分为公司贷款，针对个人的零售贷款这两类。不同的收益率反应不同贷款的性质。

公司贷与零售贷的贷款结构比较，是不同银行分析的方向。招行的零售贷款占到总贷款的近一半，比公司贷款多。在利息收入中，零售贷款产生的利息收入，更是占到了 58%。这里就反映出招行的零售金融特色。

	2017年		2016年	
	贷款金额	占比	贷款金额	占比
公司贷款	1,663,861	46.67	1,566,570	48.03
流动资金贷款	868,844	24.37	794,577	24.36
固定资产贷款	397,807	11.16	363,802	11.15
贸易融资	159,090	4.46	192,801	5.91
其他	238,120	6.68	215,390	6.61
票据贴现	115,888	3.25	154,517	4.74
零售贷款	1,785,295	50.08	1,540,594	47.23
小微贷款	312,716	8.77	283,502	8.69
个人住房贷款	833,410	23.38	728,328	22.32
信用卡贷款	491,383	13.78	409,198	12.55
其他	147,786	4.15	119,566	3.67
客户贷款总额	3,565,044	100	3,261,681	100

对公司贷款和零售贷款，进一步细分。零售贷款中占比最大的是个人住房贷款，其次是信用卡贷款。招行的信用卡贷款占比在银行业中高许多，正是该项提高了零售贷款整体的经营指标。

对贷款资产分类的结构化对比，是区分不同银行经营的差异化的思路。

2.1.2 利息支出

	2017年			2016年		
	平均余额	利息支出	平均成本率	平均余额	利息支出	平均成本率
公司客户存款	2,665,846	39,883	1.5	2,404,585	35,038	1.46
活期	1,483,512	10,794	0.73	1,324,457	8,805	0.66
定期	1,182,334	29,089	2.46	1,080,128	26,233	2.43
零售客户存款	1,299,616	10,446	0.8	1,215,118	10,962	0.9
活期	968,069	3,600	0.37	875,029	3,275	0.37
定期	331,547	6,846	2.06	340,089	7,687	2.26
客户存款总额	3,965,462	50,329	1.27	3,619,703	46,000	1.27

存款分为公司存款与零售存款，根据时间久期可以分为活期与定期。存款结构比较简单，可以通过不同部分的占比，分析银行负债的差异化。

招商银行的零售存款与活期存款的占比比同业高，总的成本率就比同业低。

2.1.3 结构分析

把以上这些数据放在一张表里展示的效果，可以看到净利息收入这一项间接数据，背后的影响因素是很多的。

2017年					
生息资产	平均余额	占比	利息收入	占比	平均收益率%
贷款和垫款	3,508,470	58.80%	168,858	69.77%	4.81
公司贷款	1,650,406	27.66%	65,864	27.22%	3.99
零售贷款	1,694,059	28.39%	98,386	40.65%	5.81
票据贴现	164,005	2.75%	4,608	1.90%	2.81
投资	1,432,408	24.01%	52,042	21.50%	3.63
存放中央银行款项	566,594	9.50%	8,679	3.59%	1.53
存拆放同业和其他金融机构款项	459,129	7.69%	12,426	5.13%	2.71
合计	5,966,601	100.00%	242,005	100.00%	4.06
计息负债	平均余额		利息支出		平均成本率%
客户存款	3,965,462	72.21%	50,329	51.80%	1.27
公司客户存款	2,665,846	48.55%	39,883	41.05%	1.5
活期	1,483,512	27.01%	10,794	11.11%	0.73
定期	1,182,334	21.53%	29,089	29.94%	2.46
零售客户存款	1,299,616	23.67%	10,446	10.75%	0.8
活期	968,069	17.63%	3,600	3.71%	0.37
定期	331,547	6.04%	6,846	7.05%	2.06
同业和其他金融机构存拆放款项	880,787	16.04%	24,138	24.85%	2.74
应付债券	339,320	6.18%	13,436	13.83%	3.96
向中央银行借款	305,886	5.57%	9,250	9.52%	3.02
合计	5,491,455	100.00%	97,153	100.00%	1.77
净利息收入			144,852		
净利差					2.29
净利息收益率					2.43

招商银行的资产方面，零售贷款的占比高。负债方面，零售存款与活期存款的占比高。结果就是，招行的平均收益率更高，平均成本率更低。他们的差额，净利息收益率的表现，就是银行里最好的。这种结构性的优势，是长期的。

需要注意的是，生息资产中的投资，计息负债中的同业存放，分别在收支中的占比也挺高。其中投资主要是持有的各项金融资产，收益的弹性比贷款大；同业存放为银行间的资金往来，久期较短，利息率受到市场波动的影响较大；这两项会在一定程度上影响银行中短期的业绩表现。比如兴业银行的同业存放负债较多，在 2018 年下半年市场利息率下行，会在一定程度上改善兴业的成本端，下半年的业绩变的更好。但是这不能改变相比较而言，招行在长期中的结构性优势。

以上便是净利息收入，对其分析是银行业务理解中至关重要的一环。

2.2 非息收入

收入的另一大块，是手续费及佣金收入。

	2017年	2016年
手续费及佣金收入	69,908	66,003
—银行卡手续费	14,011	11,083
—结算与清算手续费	10,273	6,526
—代理服务手续费	12,627	13,121
—信贷承诺及贷款业务佣金	3,712	4,038
—托管及其他受托业务佣金	22,788	23,358
—其他	6,497	7,877
减：手续费及佣金支出	-5,890	-5,138
净手续费及佣金收入	64,018	60,865
其他非利息净收入	12,027	14,260
—公允价值变动损益	375	-2,511
—投资收益	6,205	11,953
—汇兑净收益	1,934	2,857
—其他业务净收入	3,513	1,961
非利息净收入总额	76,045	75,125

银行卡手续费主要是代理银联 POS 收入；结算与清算手续费主要是电子支付收入；代理服务手续费主要是基金、保险销售等代理服务；托管及其他受托业务佣金包括受托理财收入、托管费收入、代理信托计划收入。

这些依托银行自身优势所产生的服务型收入，由于不需要占用资产负债，因此该部分收入就不生成加权风险资本，获取收入的同时并不增加银行的杠杆，这是与利息净收入不同的性质。

其占比越高，银行的增长越是不受到资本监管的限制。少了这一重要的限制因素，发展的活力与空间就得到有力的拓展。从另一方面来说，同样的盈利情况下，非息收入占比越高，银行的杠杆也就越低。可以说我们在银行这种高杠杆行业里，也在寻找杠杆率较低的公司。

2.3 管理费用

成本方面，管理费用比较好理解，主要是经营活动中的员工费用与行政费用。相对而言招行的员工费用占比较高，这也与零售金融中的成本投入较高有关。

	2017年	2016年
员工费用	39,512	32,811
固定资产折旧费	3,293	3,202
无形资产摊销费	714	560
租赁费	4,189	4,113
其他一般及行政费用	19,064	17,350
业务及管理费合计	66,772	58,036

值得一提的是招行对研发的投入，从一卡通，网银，到现在的 APP，招行一直引领着银行业的科技进步，现在招行更是提出了“金融科技银行”的战略，把 app 活跃度作为一个核心的业绩驱动指标。

2.4 资产减值损失

成本的另一大块，就是年度计提的资产减值损失。

	2017年	2016年
—贷款和垫款	60,052	64,560
—投资	-929	-607
—应收同业和其他金融机构款项	121	507
—其他资产	682	1,699
资产减值损失合计	59,926	66,159

招商银行年报中是这么描述的：“本集团采用个别评估及组合评估两种方式，在资产负债表日对贷款的减值损失进行评估。对于单项金额重大的贷款，本集团采用个别方式进行减值测试，如有客观证据显示贷款已出现减值，其减值损失金额的确认，以贷款账面金额与该贷款预计未来可收回现金流折现价值之间的差额计量，并计入当期损益。对于单项金额不重大的贷款，以及以个别方式评估但没有客观证据表明已出现减值的贷款，将包括在具有类似信用风险特征的贷款组合中进行减值测试，根据测试结果，确定组合方式评估的贷款减值准备计提水平。”

从而可以知道，资产减值损失的计提，主要是通过减值测试，分别为单项重大与组合，银行是有一套自己的工作方法的。但是对于投资者来讲，这部分的成本却是一个黑箱。银行没有，也不可能披露每一项减值测试情况，但是这部分的成本占比又是如此巨大，不能够忽视。

2.5 贷款减值准备

我们是通过贷款减值准备来分析这一块的成本的，贷款减值准备是资产减值损失历年累积变化的滚存数据。入口是每年计提的资产减值损失，出口是每年核销的坏账。

	2017年	2016年
期初余额	110,032	84,842
本期计提	64,450	67,188
本期转回	-4,398	-2,628
本期转入/（转出）	22	-5,700
已减值贷款折现回拨	-561	-1,001
收回以前年度核销贷款	5,519	2,893
期内核销	-24,283	-35,942
汇率变动	-349	380
期末余额	150,432	110,032

这是一个表外数据，它的变化不影响银行的资产负债表，这个概念一定要理解。

上表中的计提是对未来风险的准备，是觉得未来可能会发生损失。转回是已计提的准备，风险消除，从准备里扣除。两项加总的净值，就是成本中的减值损失项数据。

核销是当期实际发生的损失，确认为坏账。核销的确认需要经过银监会，税务部门的严格鉴定，不是银行单方面能够决定的，因此更加接近客观事实，只是核销相反应的经营信息对滞后。

减值准备的充分性分析，主要有两个监管指标，不良贷款拨备覆盖率和贷款拨备率。

	不良贷款 拨备覆盖率	贷款拨备率	拨备/ 加权风险资产
2018/6/30	316.08%	4.51%	4.59%
2017/12/31	262.11%	4.22%	4.26%
2016/12/31	180.02%	3.37%	3.26%
2015/12/31	178.95%	3.00%	2.64%
2014/12/31	233.42%	2.59%	2.25%
2013/12/31	266.00%	2.22%	1.78%

不良贷款拨备覆盖率=减值准备余额/不良贷款余额，表示减值储备对不良贷款的覆盖程度。

贷款拨备率=减值准备余额/贷款总额，表示减值储备相对贷款的比例。

第二个指标中，由于贷款总额是一个总量指标，不能反映贷款质量的差异。我们可以参考“拨备/加权风险资产”这一指标，进行对比的口径更加统一。

通过这几个指标对比分析减值准备，可以判断银行对未来风险的评估，成本的计提，是否合理且充分。从数据可以看出，招行对拨备的计提充分程度一直在提高，另一方面讲也是减少了净利润的释放情况。

2.6 贷款质量

我们还要对贷款质量进行详细分析，研究不同银行的风险偏好，评估风险的经营能力。

依据本息的偿还能力，贷款分为 5 个等级，主要关注不良贷款率与关注类贷款率。再通过对各类贷款的迁徙率，来评价贷款分类标准的连续性。假设如果关注类贷款的迁徙率比较高，就说明有更多应该放在不良里的贷款，放在了关注类，不良率被低估。

	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
正常类贷款	3,450,450	96.79%	3,132,460	96.04%
关注类贷款	57,201	1.60%	68,100	2.09%
次级类贷款	17,100	0.48%	24,309	0.75%
可疑类贷款	21,577	0.61%	22,296	0.68%
损失类贷款	18,716	0.52%	14,516	0.45%
客户贷款总额	3,565,044	100.00%	3,261,681	100.00%
不良贷款总额	57,393	1.61%	61,121	1.87%

迁徙率指标%	2017年	2016年	2015年
正常类贷款迁徙率	1.73	3.65	5.07
关注类贷款迁徙率	26.58	42.42	42.17
次级类贷款迁徙率	69.28	75.86	55.61
可疑类贷款迁徙率	28.78	49.08	30.12

从上表可以看到招行近几年，关注率与不良率在降低，正常贷款与关注贷款的迁徙率也在降低，贷款的质量确实更好了。

更细致的，从不同分类标准看不良贷款的划分是否合理，分类标准有产品类型，行业，地区，担保情况。

	2017 年 12 月 31 日				2016 年 12 月 31 日			
	贷款金额	占总额百分比	不良贷款金额	不良贷款率% ⁽¹⁾	贷款金额	占总额百分比	不良贷款金额	不良贷款率% ⁽¹⁾
(人民币百万元, 百分比除外)								
公司贷款	1,663,861	46.67	41,522	2.50	1,566,570	48.03	45,719	2.92
制造业	266,072	7.46	17,377	6.53	297,442	9.12	18,970	6.38
房地产业	260,991	7.32	3,223	1.23	227,564	6.98	2,292	1.01
交通运输、仓储和邮政业	230,635	6.47	2,241	0.97	193,829	5.94	1,587	0.82
批发和零售业	220,907	6.20	9,121	4.13	228,751	7.01	10,589	4.63
租赁和商务服务业	137,852	3.87	196	0.14	102,469	3.14	129	0.13
电力、热力、燃气及水生产和供应业	128,889	3.62	854	0.66	108,669	3.33	1,088	1.00
金融业	91,579	2.57	20	0.02	80,380	2.46	41	0.05
建筑业	85,370	2.39	1,470	1.72	84,673	2.60	1,671	1.97
信息传输、软件和信息技术服务业	79,368	2.23	1,391	1.75	77,492	2.38	225	0.29
水利、环境和公共设施管理业	44,320	1.24	254	0.57	35,243	1.08	216	0.61
采矿业	43,297	1.21	4,622	10.68	49,479	1.52	8,163	16.50
其他 ⁽²⁾	74,581	2.09	753	1.01	80,579	2.47	748	0.93
票据贴现	115,888	3.25	-	-	154,517	4.74	-	-
零售贷款	1,785,295	50.08	15,871	0.89	1,540,594	47.23	15,402	1.00
客户贷款总额	3,565,044	100.00	57,393	1.61	3,261,681	100.00	61,121	1.87

举个例子说明一下。按照行业标准，对采矿业的贷款。招商银行的贷款金额是 433 亿，占比 1.21，不良贷款 46 亿，不良率 10.68%。民生银行的贷款金额是 1259 亿，占比 4.5%，不良贷款 22 亿，不良率 1.75%。这个差异是巨大的，同一个行业的不良率应该接近，说明该项民生的不良率被低估了。按照同样的不良率，民生仅该项要多 110 亿不良。关注民生银行，就需要详细探究这种差异背后的原因。

与不良贷款的主观认定不同，贷款逾期是一个刚性的标准，一般的标准逾期 90 天既划为不良贷款，不同银行规定稍有不同。所以不良贷款的规模一般都大于逾期 90 天的规模，招行不良/逾期 90 天=1.26。

	2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	贷款金额	占贷款总额百分比%	贷款金额	占贷款总额百分比%
(人民币百万元, 百分比除外)				
逾期 3 个月以内	16,178	0.46	22,006	0.68
逾期 3 个月至 1 年	16,824	0.47	24,280	0.74
逾期 1 年以上至 3 年以内	26,093	0.73	21,580	0.66
逾期 3 年以上	2,762	0.08	2,013	0.06
逾期贷款合计	61,857	1.74	69,879	2.14
客户贷款总额	3,565,044	100.00	3,261,681	100.00

但有时行业低谷期，逾期 90 天的数据太大导致不良率太难看，通过调节就会出现不良小于逾期 90 天规模的情况。这样在分析时候就要把这个因素考虑到。

2.7 银行盈利分析

以上是对银行分析的 8 个维度中，最重要的 3 个维度的展开。

我们通过净资产收益率，评估一家企业的盈利能力。传统的非金融企业，可以将净资产收益率拆解为三个要素，杠杆率、周转率、净利润率，不同行业有不同的特点。

$$ROE = \frac{\text{总资产}}{\text{净资产}} \times \frac{\text{收入}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{净利润}}{\text{收入}}$$

杠杆率 周转率 净利率

而银行相比就要复杂的多，可以拆解为6个维度。

$$ROE = \frac{\text{加权风险资产}}{\text{净资产}} \times \frac{\text{总生息资产}}{\text{加权风险资产}} \times \frac{\text{净利息收入}}{\text{总生息资产}} \times \frac{1 - \text{成本收入比} - \text{新增核销占比}}{1 - \text{非息收入占比}}$$

$$\text{一级资本充足率} = \frac{\text{一级资本}}{\text{加权风险资产}}$$

$$\text{非息收入占比} = \frac{\text{非息收入}}{\text{总收入}}$$

$$\text{风险系数} = \frac{\text{风险加权资产}}{\text{总生息资产}}$$

$$\text{成本收入比} = \frac{\text{管理费用}}{\text{总收入}}$$

$$\text{净利息收益率} = \frac{\text{净利息收入}}{\text{总生息资产}}$$

$$\text{新增核销占比} = \frac{\text{当年核销}}{\text{收入}}$$

6个盈利分析维度
2个资产分析维度

资产分析：
贷款质量分析
减值拨备充足率分析

以净利息收益率为核心，代表获取净利息收入所需要投入的总生息资产。向左乘分别表示获取这些净利息收入所需要投入的加权风险资产与净资产。都可以一定程度上表明，银行投入资产并获取净利息收入的能力。

对杠杆的表达，也有两种，一种是实际经营杠杆，一种是数量规模上的杠杆。

由于还有很大一部分非息收入的占比，因此除以（1-非息占比）便能得到总收入。总收入再扣除管理成本与核销两项成本，便是银行所获取的营业利润。

这样对银行盈利能力的分析，就转变成了6个经常会提到的重要指标：

- 一级资本充足率，表示监管杠杆
- 风险系数，表示资产的风险率水平
- 净利息收益率，表示生息资产获取净利息收入的能力
- 非息收入占比，表示不占用资本的服务型收入的占比
- 成本收入比，表示获取收入的费用开支情况
- 新增核销占比，表示当年坏账核销额占当年收入的比例

特别需要说明的有三点：

- 以上分析过程没有考虑税收的因素，是税前营业利润
- 公式没有考虑减值拨备，而是直接应用了年度核销的实际发生额。主要原因是，银行计提的减值损失当年并没有发生，实际减少了利润额，会减少税收。但是税务局并不认可，税务局大体以坏账核销的实际发生额计，这样就产生了一个税务上的差额，形成递延资产所得税资产。为了简化分析，我们在盈利分析中省去因计提和其导致的税务影响，把减值作为一个单独的维度分析。
- 用一级资本的数据取代净资产，方便对于指标的理解利用。

对比招行和建行，招行在净利息收益率与非息收入占比优于建行，成本收入比与核销不及建行。另外招行的拨备水平优于建行。

2017年	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入比	新增核销占比
招商银行	13.02%	64.06%	2.29%	34.43%	30.23%	10.99%
建设银行	13.71%	61.76%	2.10%	27.22%	26.95%	5.95%

与兴业、平安的对比，各项指标均优于同业。只有成本收入比略高，也是因为零售银行战略本身的因素。

2017年	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入比	新增核销占比
招行权重法	10.81%	77.19%	2.29%	34.43%	30.23%	10.99%
兴业银行	9.67%	102.35%	1.44%	36.81%	27.63%	15.38%
平安银行	9.18%	84.56%	2.20%	30.04%	29.89%	37.44%

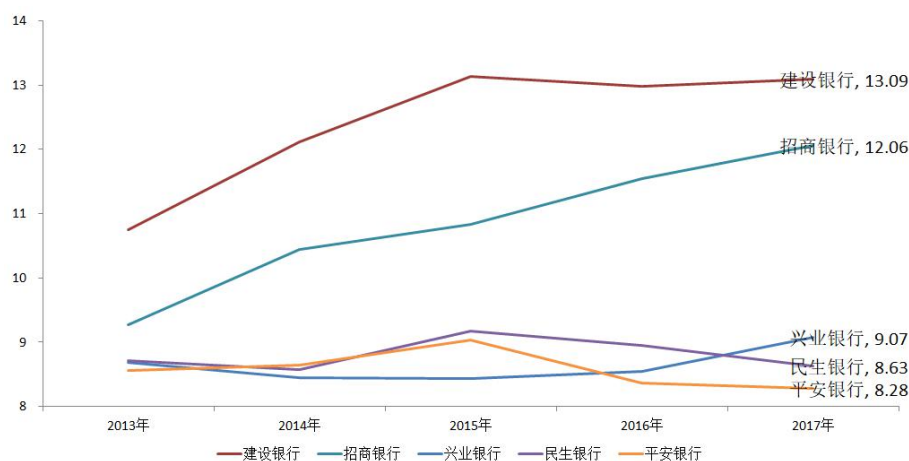
三、 对比研究

从研究的角度，银行业可以分为 3 类，四大行、股份制银行、城市商业银行。上市城商行从管理制度上来讲，跟股份制没有显著的区别，但是从业务结构，区域范围，资本质量上来讲，跟股份制还是存在明显的差别。已经上市的宁波银行、江苏银行、南京银行、浙商银行市值相对比较大，从规模上看也接近股份制银行，因此这个沿用了传统方式的概念只是代指。

但是大部分的中小城商行，在业务覆盖范围，抵御风险的能力，信息披露上面还是存在一定的差距，因此我们对比的范围就不包含中小城商行。

3.1 核心一级资本充足率

核心一级资本充足率=核心一级资本/加权风险资产，形容实际经营杠杆的变化。



上图中建行、招行使用高级法，兴业、民生、平安使用权重法

为了更好地展现过去几年的杠杆的对比情况，我们在这里采用核心一级资本充足率这个指标。核心一级资本和一级资本，这两个数据在以前是相同的，只有近两年产生了差异。从 2015 年期国内银行开始发行优先股这个工具融资，优先股属于一级资本，但不属于核心一级资本。同样的近期银行打算发行规模较大的可转债，是属于二级资本。可转债转股后成为自有资本，便成为核心一级资本。

从图上可以看到 5 家银行分别近几年的核心一级资本充足率的走势，监管对于一般银行的要求是 7.5%，对系统重要银行的要求是 8.5%，兴业、民生、平安近几年杠杆率情况并没有改善，高于监管要求并不多，有再融资需求。该指标不宽裕，会限制分红的能力，也代表在其他数据的处理中更使用宽松的标准。

3.2 银行杠杆

关于杠杆，我们之前展开的比较少，主要是因为这个数据容易获取。但是杠杆分析的重要性，却能排在银行分析的首位，很多银行的经营行为都要从监管对于杠杆的强制要求去理解。

银行是个高杠杆经营的行业，对经济体系又产生重大影响，一旦出现重大风险便有可能导致经济危机，因此对杠杆的监管自然是很重要。监管对银行的准备金率，存贷比，资本充足率，杠杆率等指标都有硬性要求，不达标便会受到处罚，目的就是各方面限制银行放大杠杆的能力。

目前国际通行的监管指标是资本充足率，而且未来随着时间的推移，该指标的要求会越来越高，代表着银行使用杠杆的能力会被限制的越来越低。

近期交通、浦发、民生、平安、中信、江苏、建行、兴业等银行都通过可转债的方式进行融资，那么为什么这些银行都同时要融资？这可以作为杠杆对于银行经营影响的一个重要的案例。

银行业在前几年快速发展，西瓜芝麻一把抓，很多当时所谓的金融创新，目的就是为了解开监管对杠杆要求的限制，将业务不纳入资产负债表内，却实际放大了经营杠杆，积累了大量潜在风险。

2018 年推动的表外转表内的监管要求，就使得原来通过技巧不计入加权风险资产的业务，重新量化纳入数据，进行监管。银行要维持原有业务规模，就需要大量资本支持，否则就要削减业务。中小城商行由于缺乏投融资渠道，以前的监管也无法触及，所以这种现象在中小城商行的实际情况更为严重。

国内监管机构很快将会把更多的银行纳入国内系统性重要金融机构的范畴，意味着对这些银行在公司治理，风险管理和信息系统方面提出新的要求，提高了在资本和杠杆率方面的附加监管要求，因此很多大中型的股份制银行都有迫切的再融资压力。

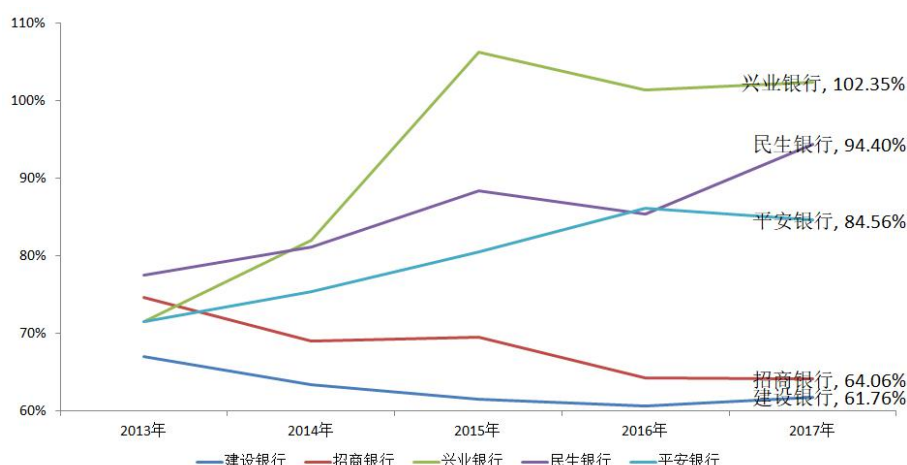
因此银行并不是媒体说的那样从来不缺钱，银行很缺钱！银行是金融系统的中枢，银行缺少资金便会削减银行放出资金的能力，减少整个体系中的货币流动，因此银行获得融资对实体经济有好处。

为什么是通过可转债方式融资？常见的融资方式有优先股，配股，定向增发，可转债，金融债等。

其中优先股只能计入一级资本，而不能计入核心一级资本。并且优先股所提供的一级资本最多只能是 1%。金融债本身只能作为二级资本，解决不了银行的问题。配股和定增在破净的情况下很难推行，监管要求银行增资价格不得低于净资产，高于净资产则无人认购。所以可转债成为最佳的再融资选择。

3.3 风险系数

风险系数=风险加权资产/生息资产，是单位生息资产所代表的风险资产情况，形容经营资产的风险水平。

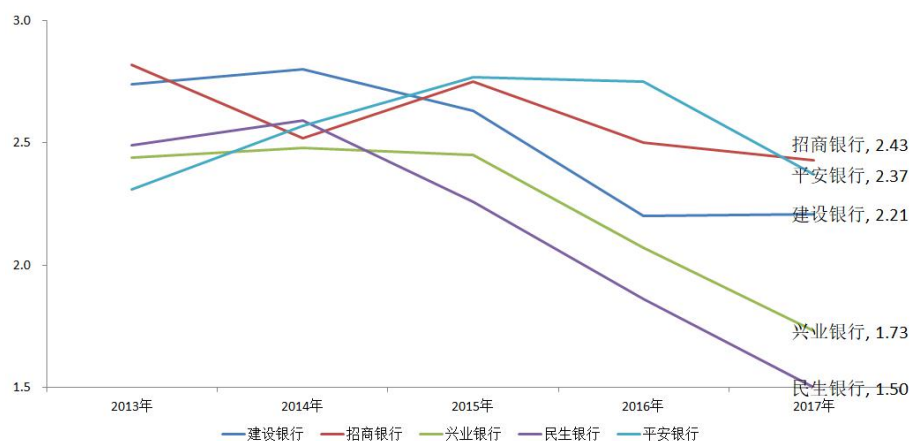


风险加权资产的计算中，不同的资产其风险系数是完全不同的，比如：对于我国的国债，其风险系数为 0，也就是说配置国债是不占用风险资产的；普通的企业贷款其风险系数为 100%；零售贷款的风险系数是 50%。风险系数越高的，其发生风险的概率越大，但同时其收益也越高；风险系数越低其风险也越低，同时其收益也越低。

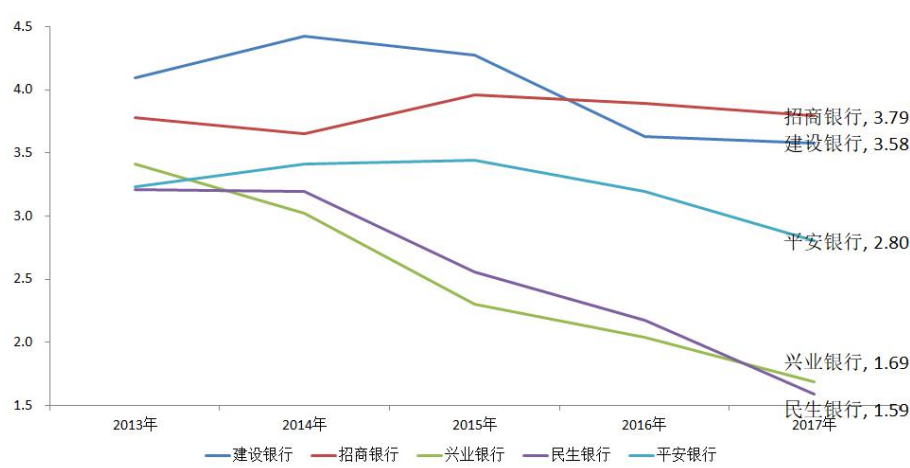
从图中也可以看到，每 100 元生息资产，建行、招行承担了 60+ 的风险，显著低于其他银行。兴业的风险系数最高为 102%，可见在生息资产中配置了更多风险权重较大的资产。

3.4 净利息收益率

净利息收益率=净利息收入/总生息资产，是单位生息资产获取息差收入的能力。这个数据上招行和平安最高，其次是建行。兴业和民生显著低于其他银行



但是这个指标没有显示出银行在获取息差收入时，所承担的风险情况。银行在严格要求监管资本的大背景下，如何利用最少的风险资产赚取最多的利润就成为衡量银行优劣的重要指标，因此我们用加权风险资产收益率这个指标。

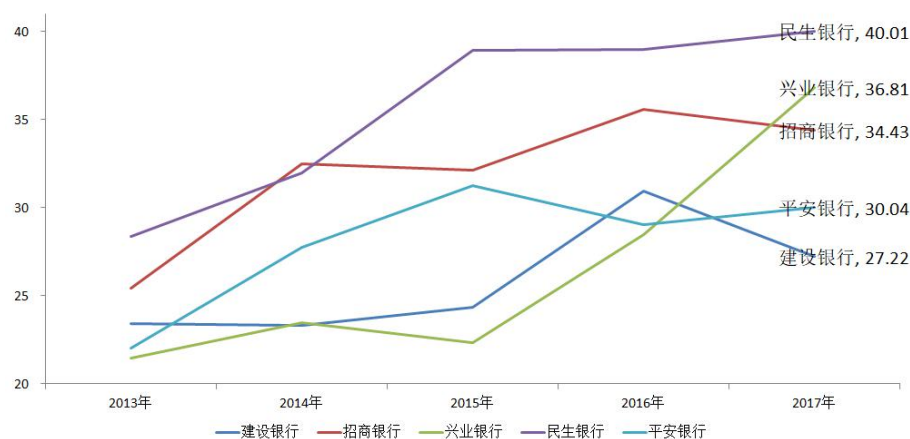


加权风险资产收益率=净利息收入/加权风险资产，是单位风险资产获取息差收入的能力。

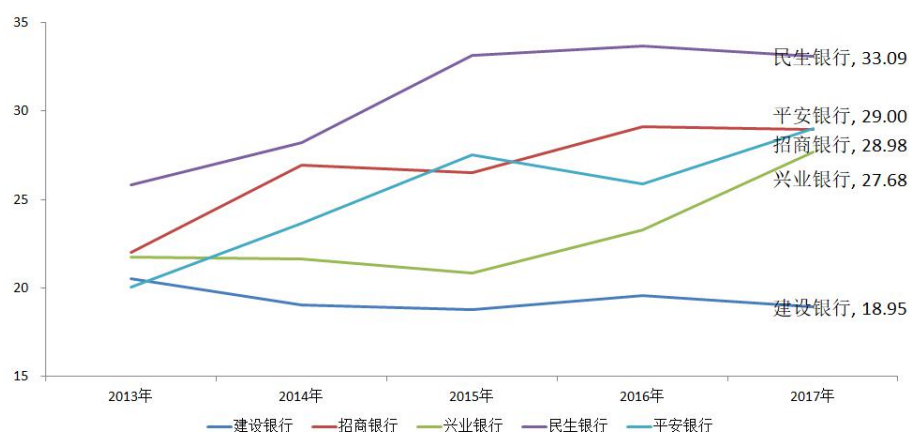
这个数据中表现最好的是招行，建行，其次是平安，兴业和民生最低。与上一组数据中对比可见，平安虽然净利息收益率高，但是也相应承担了较高的风险，而招行和建行是利用了较低风险的资产获取了较高的息差收入。

3.5 非息收入

非息收入中可以看到，股份制银行都比较高。



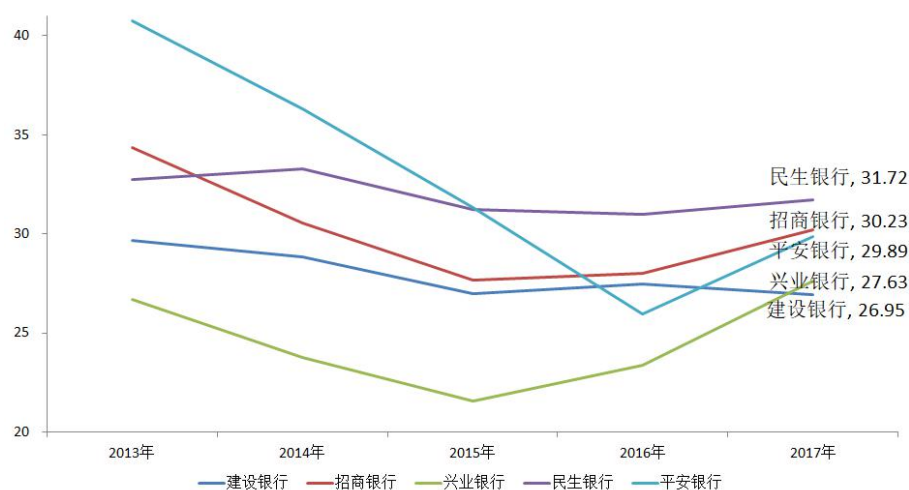
这个指标包含了部分投资收益，所以我们主要关注手续费及佣金收入的情况。



建行是显著低于股份制银行的，可见建行在不占用资本的服务性质业务上拓展有限。

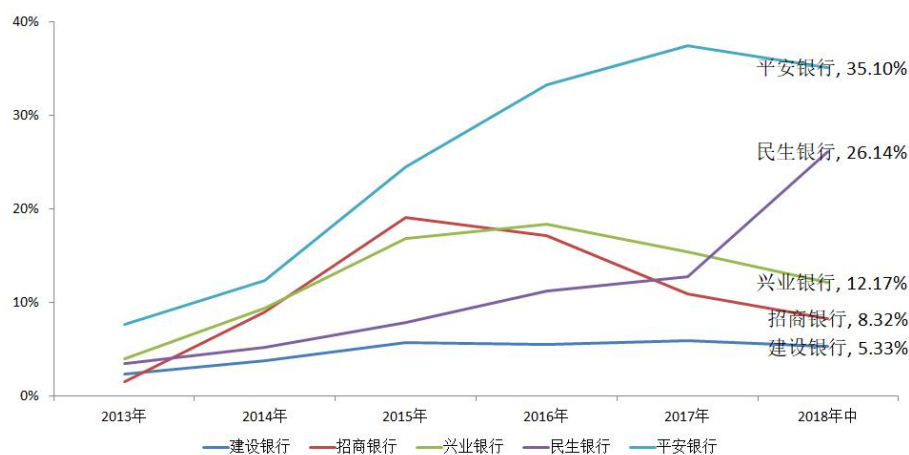
3.6 成本收入比

成本收入比方面当前差别不是太大，但是历史上建行和民生表现的比较平稳，兴业和民生波动很大。建行的成本控制做的最好。



3.7 新增核销占比

新增核销占比=当年核销/收入，表示实际当年实际核销坏账的情况。

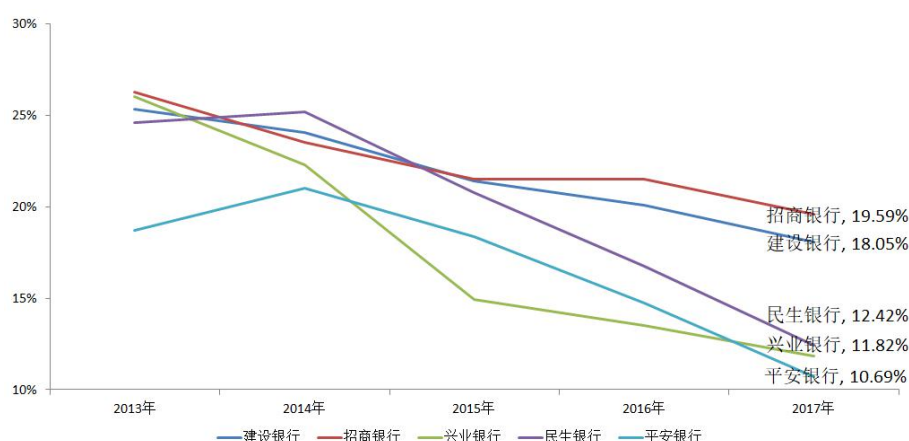


这组数据中，建行的坏账始终比例比较低，在 5%左右，显示出建行超级优秀的资产水平。平安的情况最不乐观，持续都在 30%以上，民生在 18 年忽然增加了核销情况。

招行兴业相对中规中矩，近两年的核销情况有所好转。核销是当前资产实际风险暴露的情况，如果核销稳定并持续好转，则对风险的整体控制情况较好。

3.8 ROE

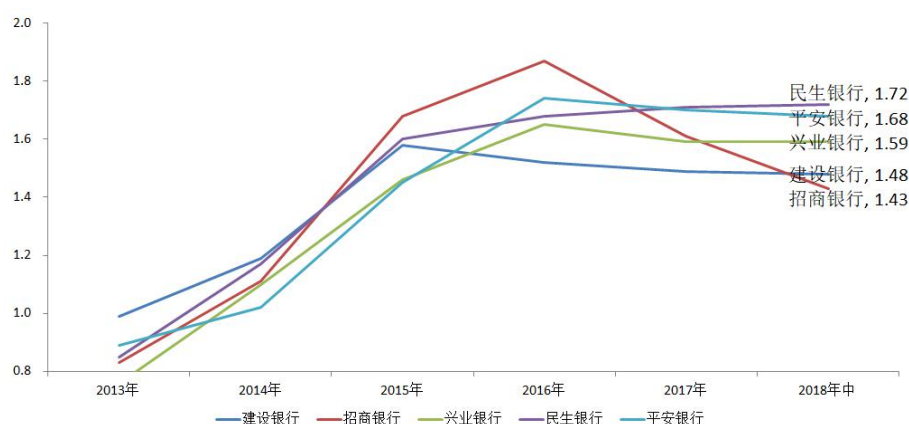
我们最终可以依靠盈利分析的这 6 个指标，给以 25%的所得税率。计算出不考虑计提减值情况下，近似税务局口径的 ROE 情况。



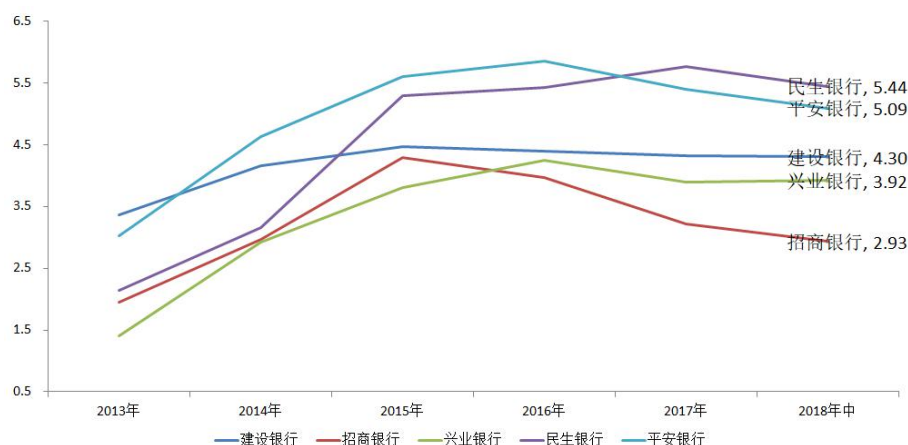
可以看出 5 家银行近年来盈利能力都有下滑，除平安银行外 13 年均在 25%左右，民生、兴业、平安现在下滑到 12%附近，而招行和建行还在 18%以上，依然保持了比较优秀的盈利能力。

3.9 不良贷款率

招行的不良贷款率自 16 年来持续下降，其他银行总体表现平稳。



若是考虑到关注率的情况，可以看到招行的优势还是比较显著的。各银行总体的情况也没有持续恶化。



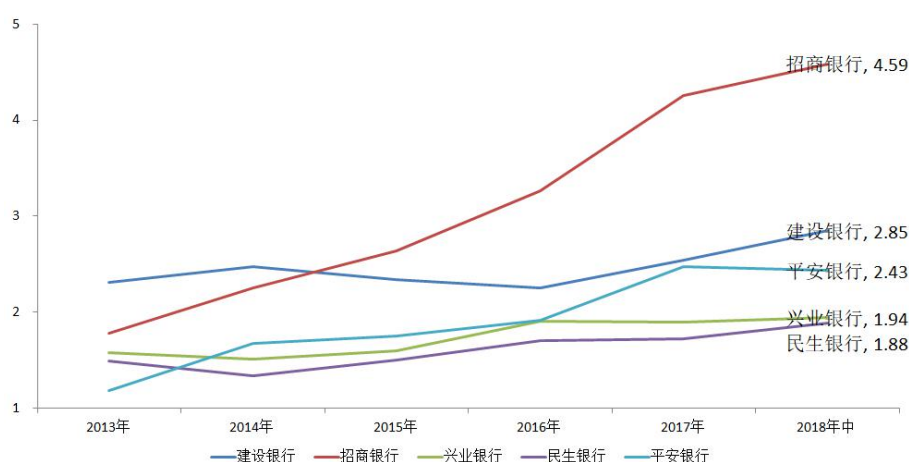
3.10 拨备充足率分析

拨备的分析一般使用到不良贷款覆盖率和拨贷比，但是这两个指标都存在着明显的不足。

不良贷款覆盖率指标中不良贷款余额是一个主观值，所以不良贷款覆盖率这一指标受主观影响较大，不同银行间对比也缺乏一个客观的标准。从前面不良贷款率可以看到招行 16 年的数据都高于其他银行，主要是招行采用了更保守的信息披露标准，提前暴露了自身的不良情况，算上关注类贷款后就比同行业优秀。

拨贷比这个指标又完全忽略了不同性质贷款产生不良的概率有显著的差异，仅考虑到贷款的数量因素，而没有考虑到风险因素。

所以我们用加权风险资产拨备率这个指标，用风险加权资产做分母充分考虑了各类资产风险的差异。加权风险资产拨备率=资产减值准备/加权风险资产



从数据上我们看到招行的拨备情况显著高于同行业，与其他银行的差距越来越大，在风险应对方面有十分充足的准备。招行 4.6%，兴业和民生不足 2%。这个数据表明招行在行业转好后有大量的储备业绩可以释放，而兴业和民生即使业绩转好也需要补充计提拨备。

总体看近 2 年各银行的指标均值正在逐步好转，说明整体银行板块抵抗风险的能力有了显著增强。

3.11 招行 vs 兴业

我们从 8 个维度，总体来看招行和兴业的对比。

招商银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	12.51%	75.54%	2.54%	38.95%	26.84%	8.32%	21.41%	2.93%	4.59%
2017/12/31	13.02%	64.06%	2.43%	34.43%	30.23%	10.99%	19.59%	3.21%	4.26%
2016/12/31	11.54%	64.26%	2.50%	35.61%	28.01%	17.20%	21.51%	3.96%	3.26%
2015/12/31	10.83%	69.45%	2.75%	32.13%	27.67%	19.05%	21.53%	4.29%	2.64%
2014/12/31	10.44%	68.98%	2.52%	32.47%	30.54%	8.99%	23.50%	2.97%	2.25%
2013/12/31	9.27%	74.59%	2.82%	25.41%	34.36%	1.61%	26.26%	1.95%	1.78%
兴业银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权拨备率
2018/6/30	9.50%	101.18%	1.78%	37.86%	24.09%	12.17%	14.25%	3.92%	1.94%
2017/12/31	9.67%	102.35%	1.73%	36.81%	27.63%	15.38%	11.82%	3.90%	1.90%
2016/12/31	9.23%	101.35%	2.07%	28.49%	23.39%	18.37%	13.52%	4.24%	1.90%
2015/12/31	9.19%	106.26%	2.45%	22.36%	21.59%	16.86%	14.92%	3.81%	1.59%
2014/12/31	8.89%	81.99%	2.48%	23.49%	23.78%	9.38%	22.29%	2.92%	1.51%
2013/12/31	8.68%	71.46%	2.44%	21.45%	26.71%	3.98%	26.03%	1.40%	1.57%

再从兴业的资产结构中，可以看出两家银行基础资产的差别。收入与支出端，招行的结构都占有一定的优势。兴业的投资与同业这两项都显著高于招行，占到利息收入与支出的一半以上。

2017年	招商银行					兴业银行				
生息资产	平均余额	占比	利息收入	占比	平均收益率%	平均余额	占比	利息收入	占比	平均收益率%
贷款和垫款	3,508,470	58.80%	168,858	69.77%	4.81	2,280,316	38.36%	104,667	41.43%	4.59
公司贷款	1,650,406	27.66%	65,864	27.22%	3.99	1,459,103	24.55%	68,870	27.26%	4.72
零售贷款	1,694,059	28.39%	98,386	40.65%	5.81	821,213	13.81%	35,887	14.21%	4.37
票据贴现	164,005	2.75%	4,608	1.90%	2.81					
投资	1,432,408	24.01%	52,042	21.50%	3.63	2,877,800	48.41%	129,501	51.26%	4.5
存放中央银行款项	566,594	9.50%	8,679	3.59%	1.53	452,719	7.62%	6,791	2.69%	1.5
存拆放同业	459,129	7.69%	12,426	5.13%	2.71	213,334	3.59%	7,637	3.02%	3.58
合计	5,966,601	100.00%	242,005	100.00%	4.06	5,944,363	100.00%	252,635	100.00%	4.25
计息负债	平均余额		利息支出		平均成本率%	平均余额		利息支出		平均成本率%
客户存款	3,965,462	72.21%	50,329	51.80%	1.27	2,903,175	49.71%	54,870	33.44%	1.89
公司客户存款	2,665,846	48.55%	39,883	41.05%	1.5	2,509,352	42.97%	48,430	29.51%	1.93
活期	1,483,512	27.01%	10,794	11.11%	0.73	1,064,045	18.22%	7,236	4.41%	0.68
定期	1,182,334	21.53%	29,089	29.94%	2.46	1,445,307	24.75%	41,047	25.01%	2.84
零售客户存款	1,299,616	23.67%	10,446	10.75%	0.8	393,823	6.74%	6,577	4.01%	1.67
活期	968,069	17.63%	3,600	3.71%	0.37	222,692	3.81%	668	0.41%	0.3
定期	331,547	6.04%	6,846	7.05%	2.06	171,131	2.93%	5,904	3.60%	3.45
同业存拆放	880,787	16.04%	24,138	24.85%	2.74	1,989,098	34.06%	73,796	44.97%	3.71
应付债券	339,320	6.18%	13,436	13.83%	3.96	719,230	12.32%	28,410	17.31%	3.95
向中央银行借款	305,886	5.57%	9,250	9.52%	3.02	228,526	3.91%	7,107	4.33%	3.11
合计	5,491,455	100.00%	97,153	100.00%	1.77	5,840,029	100.00%	164,105	100.00%	2.81
净利息收入			144,852					88,451		
净利差					2.29					1.44
净利息收益率					2.43					1.73

3.12 投资

投资包括以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产、应收款项类投资、持有至到期投资和长期股权投资。投资资产中主要包括对国债，政府债，高级别公司债的投资，因此风险与减值的计提标准相对贷款都比较低。

近年来，应收款项类投资不断增加，常有把高风险资产包装成低风险资产放入投资项下的情况。因为资产信息不透明，减值准备操作空间大，实践中的减值准备计提又比例远低于贷款，所以投资类资产是银行业务分析的难点，其占比越高，代表了越多无法量化评估的风险。

2017年	招商银行					兴业银行				
生息资产	平均余额	占比	利息收入	占比	平均收益率%	平均余额	占比	利息收入	占比	平均收益率%
贷款和垫款	3,508,470	58.80%	168,858	69.77%	4.81	2,280,316	38.36%	104,667	41.43%	4.59
投资	1,432,408	24.01%	52,042	21.50%	3.63	2,877,800	48.41%	129,501	51.26%	4.5
合计	5,966,601	100.00%	242,005	100.00%	4.06	5,944,363	100.00%	252,635	100.00%	4.25

从收益率这一数据上看，兴业的投资类资产，风险比招行的要高，与自己的贷款风险接近，因此相对应的就要去考虑投资类资产的拨备计提的是否充分。

3.13 同业负债

同业负债就是金融同业机构间的负债关系，对于普通投资者来说神秘万分，因为我们多数投资者并未在银行间交易市场工作过，所以很难对同业负债和同业资产形成直观的认识。

同业负债对于不同的银行来说作用也会不同，有的把同业负债作为一种短期资金调配或者被动负债，而有的是把同业负债作为扩张资产负债表的工具。银行目的不同，其同业负债的占比和成本就会有比较大的差别。

同业负债相比存款稳定性差，有一定的流动性风险。因为同业存放和同业拆借都是短期负债，如果一家银行吸纳了过多的短期同业负债，并配置到长期资产项目上，那么当央行收缩杠杆的时候，这种银行就会面临着窘境。轻则利差倒挂，重则产生流动性覆盖危机，甚至演绎成挤兑、破产。

同业市场本身也有积极的一面。由于我国的经济发展不平衡，不同的银行面临的问题是不同的。对于很多农信银行，自身吸纳的存款比较多，但是有没有优质的资产去配置。而股份行正好相反，有足够的商机但是没有足够的负债规模支持。这两类银行完全可以通过同业业务实现资本本地合理配置。

2017年	招商银行					兴业银行				
计息负债	平均余额	占比	利息支出	占比	平均成本率%	平均余额	占比	利息支出	占比	平均成本率%
客户存款	3,965,462	72.21%	50,329	51.80%	1.27	2,903,175	49.71%	54,870	33.44%	1.89
同业存拆放	880,787	16.04%	24,138	24.85%	2.74	1,989,098	34.06%	73,796	44.97%	3.71
合计	5,491,455	100.00%	97,153	100.00%	1.77	5,840,029	100.00%	164,105	100.00%	2.81

从从业占比与成本率来看，招行的同业主要用于短期负债头寸调剂，而兴业则是把同业负债作为主动负债扩张资产负债表规模。

3.14 贷款质量&行业

还可以关注不同行业的不良贷款情况，以对比各银行在不良计提中的差异，明显的差异则需要与公司确认，谨慎关注。

2017年	招商银行				兴业银行			
	贷款金额	占比	不良贷款	不良率	贷款金额	占比	不良贷款	不良率
公司贷款	1,663,861	46.67%	41,522	2.50%	1,482,362	60.99%	31,361	2.12%
制造业	266,072	7.46%	17,377	6.53%	335,445	13.80%	11,908	3.55%
房地产业	260,991	7.32%	3,223	1.23%	151,488	6.23%	1,000	0.66%
交通运输	230,635	6.47%	2,241	0.97%	69,794	2.87%	789	1.13%
批发和零售业	220,907	6.20%	9,121	4.13%	223,649	9.20%	11,943	5.34%
租赁和商务服务业	137,852	3.87%	196	0.14%	226,770	9.33%	930	0.41%
电力、热力、燃气	128,889	3.62%	854	0.66%	72,413	2.98%	181	0.25%
金融业	91,579	2.57%	20	0.02%	23,865	0.98%	38	0.16%
建筑业	85,370	2.39%	1,470	1.72%	89,581	3.69%	1,442	1.61%
信息传输、软件	79,368	2.23%	1,391	1.75%	18,083	0.74%	60	0.33%
水利、环境	44,320	1.24%	254	0.57%	163,577	6.73%	164	0.10%
采矿业	43,297	1.21%	4,622	10.68%	65,503	2.69%	2,430	3.71%
其他	74,581	2.09%	753	1.01%	42,194	1.74%	477	1.13%
票据贴现	115,888	3.25%-	-	-	37,509	1.54%-	-	-
零售贷款	1,785,295	50.08%	15,871	0.89%	910,824	37.47%	7,287	0.80%
客户贷款总额	3,565,044	100.00%	57,393	1.61%	2,430,695	100.00%	38,648	1.59%

可以看到招行的公司贷款和零售贷款的不良率，都比兴业要高不少。但是因为结构的优势，总体就没有多少差异。

3.15 民生平安建行

我们再看根据 8 个维度观察的民生、平安、建行的情况。

招商银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	12.51%	75.54%	2.54%	38.95%	26.84%	8.32%	21.41%	2.93%	4.59%
2017/12/31	13.02%	64.06%	2.43%	34.43%	30.23%	10.99%	19.59%	3.21%	4.26%
2016/12/31	11.54%	64.26%	2.50%	35.61%	28.01%	17.20%	21.51%	3.96%	3.26%
2015/12/31	10.83%	69.45%	2.75%	32.13%	27.67%	19.05%	21.53%	4.29%	2.64%
2014/12/31	10.44%	68.98%	2.52%	32.47%	30.54%	8.99%	23.50%	2.97%	2.25%
2013/12/31	9.27%	74.59%	2.82%	25.41%	34.36%	1.61%	26.26%	1.95%	1.78%
民生银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	8.87%	109.97%	1.64%	55.08%	23.99%	26.14%	14.00%	5.44%	1.88%
2017/12/31	8.88%	94.40%	1.50%	40.01%	31.72%	12.78%	12.42%	5.77%	1.72%
2016/12/31	9.22%	85.42%	1.86%	39.00%	30.98%	11.27%	16.77%	5.43%	1.70%
2015/12/31	9.19%	88.41%	2.26%	38.96%	31.22%	7.94%	20.79%	5.29%	1.51%
2014/12/31	8.59%	81.16%	2.59%	31.99%	33.27%	5.26%	25.19%	3.15%	1.34%
2013/12/31	8.72%	77.55%	2.49%	28.35%	32.75%	3.49%	24.57%	2.14%	1.50%

民生的资本充足率压力较大，有融资需求，这个指标不宽裕也代表在其他数据的处理中更使用宽松的标准。

资产风险系数较高，并且近年来逐年提高。

净利息收益率近年来逐渐下滑，目前的生息资产盈利能力较低。

非息收入占比逐年提高，成本控制相对稳定。核销的情况到 2018 年突然增加，进入风险的释放期。

不良与关注率比较稳定，但相对较高，拨备不足，影响到未来业绩的表现。

总体来讲跟招行的差距还比较明显，对公司的盈利能力还没有看好的预期。

招商银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	12.51%	75.54%	2.54%	38.95%	26.84%	8.32%	21.41%	2.93%	4.59%
2017/12/31	13.02%	64.06%	2.43%	34.43%	30.23%	10.99%	19.59%	3.21%	4.26%
2016/12/31	11.54%	64.26%	2.50%	35.61%	28.01%	17.20%	21.51%	3.96%	3.26%
2015/12/31	10.83%	69.45%	2.75%	32.13%	27.67%	19.05%	21.53%	4.29%	2.64%
2014/12/31	10.44%	68.98%	2.52%	32.47%	30.54%	8.99%	23.50%	2.97%	2.25%
2013/12/31	9.27%	74.59%	2.82%	25.41%	34.36%	1.61%	26.26%	1.95%	1.78%
平安银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	9.22%	91.98%	2.26%	34.60%	29.66%	35.10%	10.77%	5.09%	2.43%
2017/12/31	9.18%	84.56%	2.37%	30.04%	29.89%	37.44%	10.69%	5.40%	2.48%
2016/12/31	9.34%	86.13%	2.75%	29.06%	25.97%	33.23%	14.74%	5.85%	1.92%
2015/12/31	9.03%	80.46%	2.77%	31.26%	31.31%	24.52%	18.37%	5.60%	1.75%
2014/12/31	8.64%	75.31%	2.57%	27.74%	36.33%	12.39%	21.02%	4.63%	1.68%
2013/12/31	8.56%	71.52%	2.31%	22.04%	40.77%	7.67%	18.72%	3.02%	1.19%

平安的拨备不足，核销占比持续较高。

近年来主打的零售战略，从风险系数这一指标看没有明显的表现。如零售战略成果，该指标应该不会如数据显示还持续增加。

平安转型成功，也需要一个行业周期才会有良好的业绩表现，这需要好几年的时间。

招商银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	12.51%	75.54%	2.54%	38.95%	26.84%	8.32%	21.41%	2.93%	4.59%
2017/12/31	13.02%	64.06%	2.43%	34.43%	30.23%	10.99%	19.59%	3.21%	4.26%
2016/12/31	11.54%	64.26%	2.50%	35.61%	28.01%	17.20%	21.51%	3.96%	3.26%
2015/12/31	10.83%	69.45%	2.75%	32.13%	27.67%	19.05%	21.53%	4.29%	2.64%
2014/12/31	10.44%	68.98%	2.52%	32.47%	30.54%	8.99%	23.50%	2.97%	2.25%
2013/12/31	9.27%	74.59%	2.82%	25.41%	34.36%	1.61%	26.26%	1.95%	1.78%
建设银行	一级资本充足率	风险系数	净利息收益率	非息收入占比	成本收入占比	新增核销占比	ROE	不良+关注率	加权风险资产拨备率
2018/6/30	13.68%	76.67%	2.34%	29.54%	22.11%	5.33%	17.23%	4.30%	2.85%
2017/12/31	13.71%	61.76%	2.21%	27.22%	26.95%	5.95%	18.05%	4.32%	2.55%
2016/12/31	13.15%	60.63%	2.20%	30.95%	27.49%	5.56%	20.07%	4.39%	2.26%
2015/12/31	13.32%	61.48%	2.63%	24.36%	26.98%	5.76%	21.42%	4.47%	2.34%
2014/12/31	12.12%	63.34%	2.80%	23.33%	28.85%	3.77%	24.04%	4.16%	2.47%
2013/12/31	10.75%	66.95%	2.74%	23.41%	29.65%	2.33%	25.36%	3.37%	2.31%

建设银行各方面指标表现都比较好，资产质量优异，成本控制严格。

但是在非息收入方面比同行业落后，业务灵活度不高。是一家传统的靠息差赚钱的优秀银行。

由于建行每年要固定的分红，资本积累较慢，服务型业务收入比例较低，因此虽然建行的息差业务经营水平较强，但是受制于资本与杠杆限制，净利润的增长情况也不太理想。

3.16 改善经营

银行改善经营的方向有：

1. 降低依赖资产规模扩张的利息收入，增加非息收入。这样可以节约资本要求，增加业务经营的弹性，提高客户服务质量，增加粘性。可以通过增加信用卡手续费，资产管理托管等业务。

2. 获取更多个人、活期存款，降低负债端成本。目前提出零售银行的银行比较多，但是实际执行中的难度还是比较大，需要较长时间的投入。招行在 10 多年前就瞄准这一战略，持续的在零售银行方向投入，在 14 年之前并没有与同行业拉开差距，但是今天这一战略已显示出显著地优势。这也是为什么平安即使现在转型，也需要一个周期去验证实际表现。

3. 增加低风险权重的优质资产配置，增加利息收入的同时尽量少增加风险资产。零售贷款也是坏账率最低的风险资产，增加个人信贷、信用卡贷款也是一个长期投入经营的结果。除此之外高收益低风险的资产，就是依靠金融科技，精选出收益稳定、风险相对较低的资产进行配置。

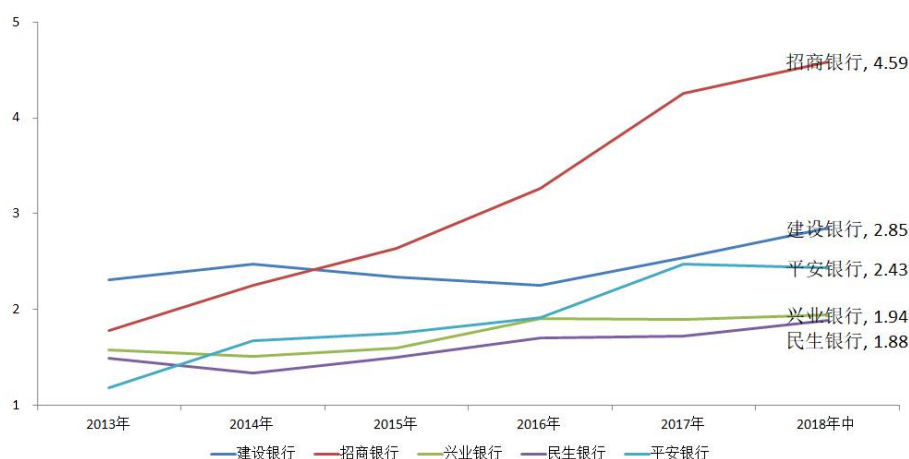
四、 招商银行

招商银行从 30 年前的 1 个网点几十个员工发展到现在全球 1800 多个分支机构，几万名员工，每一步都是极具战略眼光和定力。在其他银行抱大腿的时候，招行在默默耕耘零售客户。在其他银行拼命拉存款的时候，招行已经改为 AUM 考核。在其他银行还在到处铺网点的时候，招行已经把业务重心向手机 APP 银行转移。招商银行第一个大举杀入信用卡领域并最先盈利，第一个在中国开办私人银行并做到了口碑、规模双第一。

前面我们从 8 个维度，以及一些深入的分析，了解到如何分析一家银行，综合对比的结果来看，招行经营的优秀成果还是比较显著的。但是单从这个结果，还是难以解释两个关键的问题，1 招行都做了什么，2 为什么其他银行不跟进，本章就从定性分析的层面尝试给以解答。

4.1 招行的拨备

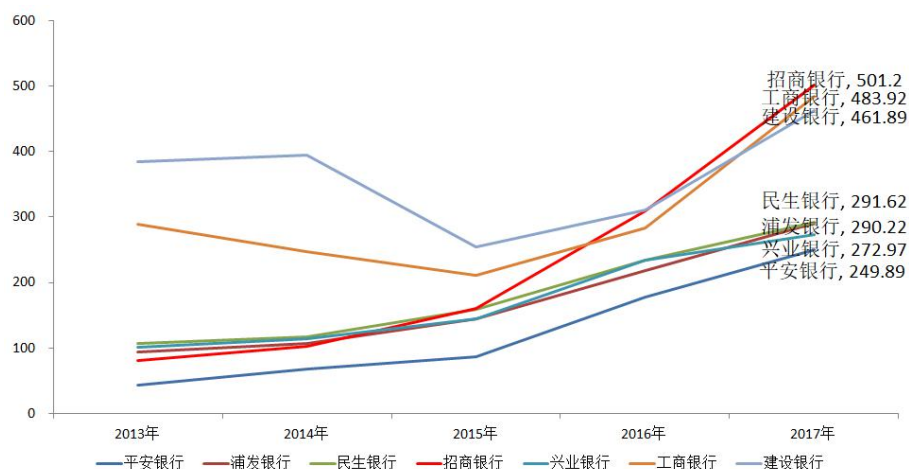
前面我们讲到招行的拨备情况显著高于同行业，与其他银行的差距越来越大，在风险应对方面有十分充足的准备。



从数据上看招行 4.6%，兴业和民生不足 2%。这个数据表明招行在行业转好后有大量的储备业绩可以释放，而兴业和民生即使业绩转好也需要补充计提拨备。

2019 年最新的数据招行的拨备超过 1900 亿，如果我们按照同行业相同的拨备要求比较，可以看做招行超额计提了近 900 亿的拨备，考虑到税收计量的因素，累计未释放的利润达到 650 亿。

超额拨备的另一个影响，就是在资产项下积累了大量的递延所得税资产。



由于银行在当期计提的资产减值损失，实际并未发生，该项估计值税务局的计税标准并不认可，而基本是以当期的实际核销作为成本依据。税务口径下的利润就大于监管披露口径，形成提前缴纳的税费现金流出，该项形成递延所得税资产，用来抵扣未来的税费。从数据中可看出，招行的递延所得税远大于同等规模的民兴浦平，与工行、建行在一个量级。

超额计提的拨备虽然减少了利润，但并不能影响税收，达到减税的效果。由于公司章程对于分红率的要求，所以还是减少了分红对股东的现金流出。

收入	2000	2000
成本	500	500
计提	0	500
税前利润	1500	1000
税	375	250
税后利润	1125	750
递延所得税资产	0	125
分红	337.5	225
计入核心一级	787.5	650(525)

上表中拟合的一个模拟案例可以看出，超额计提还会降低核心监管资本的指标，考虑了拨备、税收、分红的情况下，降低了核心一级资本规模。

一般这种递延所得税资产在资产项下，也会增加净资产规模，因此计入核心一级资本。而监管资本还有一个要求：净递延所得税资产可纳入核心一级资本的上限：没算净递延所得税资产时，核心一级资本的 10%。2017 年年报里招商银行“依赖于银行未来盈利的净递延税资产中应扣除额 56.96 亿”，因此未来的超额计提所产生的递延所得税积累，便不能够在计入核心一级资本，计提增加对核心一级资本的负面影响会增加。

4.2 招商银行的股东

招商银行实际控制大股东是一级央企招商局，在改革开放的这 40 年发展的非常好，放眼整个 A 股，招商局是极少数重信守诺的大股东。

改革开放以后，招商局独资开发中国第一个对外开放的工业区蛇口工业区，创办中国第一家股份制商业银行招商银行、第一家股份制保险公司平安保险，这是国家从体制外推进体制内改革的一个尝试，这是在深圳这个地方所能享受到特有的改革与开放红利。

2017 年招商局整合 3 地上市的地产公司，以招商地产为基础吸收合并招商局集团下的其他地产业务，形成招商蛇口，整合重新上市前，招商局承诺了几十亿的托底增持资金。上市后的几天，招商蛇口股票大幅下跌，招商局 2 天就把所有的托底资金买入招商蛇口的股票，而不是像很多承诺增持后一年半载都没见动静。

2015 年股灾的时候，招商局应该是唯一一家掏出上百亿资金增持自家股票的大股东（在 A 股和 H 股投入 400 亿人民币增持了 10% 的股份，平均增持成本高达 17 元以上）。

招商银行的企业文化很好地平衡了客户、公司和股东之间的利益，招商银行在发展过程中所需要的资本金全部采用配股或可转债之类面向全体投资者的方式募集，最大限度地保证了对全体股东的公平。招商银行将现金分红不低于当年净利润的 30% 写进了公司章程，这充分保障了股东分享公司经营成果的权利。

4.3 招商银行的管理层

4.3.1. 王士桢：立行元老，树立服务口碑

招商银行 1987 年成立于深圳蛇口，当时的深圳还是贫瘠之地，股东是尚处于复苏阶段的招商局，招行就诞生在蛇口工业区，创办初期条件十分艰苦。招行不像其他国有行有强大的资产基础和股东背景，全靠自己的努力拉拢客户，提出了靠服务吸引客户的设想。

一卡通，奠定了招行最早的客户基础。当时国内银行很多都无法联网，全国通存通兑还无法实现。1995年，在王士楨行长的推动下，招行在国内率先推出了“一卡通”，这是招商银行零售业务走向领先的第一步。这些卡片的主人都是当时从全国各地来到深圳敢拼敢创的人，加上深圳提供的机会，自然就成了招行第一批高净值客户。

4.3.2. 马蔚华：零售奠基人，构筑负债护城河

1999-2013 的 14 年里，马蔚华逐步把一个只有 9 家分行、200 个网点、几千名员工的银行业小弟打造成为国内股份制银行的一张“名片”。

1999 年，微软正在不遗余力地推广它新推出的 window98 操作系统，中国的互联网大潮刚显露出一点苗头。马蔚华决定押宝网上银行，并开始探索在线转存帐户资金。小银行开辟了大市场，这也被视为招行起飞的原点。

2004 年，马蔚华提出了招商银行的第一次转型，发展零售银行。当时，中国银行业同质化经营问题严重，都以做批发业务为主。客户几乎都是大企业，中小企业无人问津，零售业务严重滞后，利差收入占比高达 90% 以上。招行在快速发展的阶段，先是私募融资，再上 A 股，又发可转债，然后又上 H 股，外源资本充足有保障，但每一次筹资都越来越困难，所以意识到，银行的发展完全靠消耗资本，肯定不可持续。

4.3.3. 田惠宇：继往开来，加强盈利建设

2013 年田惠宇接任行长，此前在建行任零售业务总监兼北京分行行长。到任不久，就将招行的零售优势从负债成本进一步拓宽到资产定价。2014 年，招行提出了全新的一体两翼战略，以零售业务为主体，对公和同业业务为两翼，以零售业务为战略核心向轻型银行转型。

2017 年开始移动优先，提出金融科技银行目标。招商银行、掌上生活两个 App 已成为招行重量级的移动互联流量入口，掌上生活 5.0 开始，不仅向招行持卡人服务，还向非招行客户开放。17 年招行将税前利润的 1% 计提为金融科技创新基金，18 年继续扩大到营业收入的 1%，通过金融科技实现零售客户的非线性增长。

4.4 经营战略：零售与科技

4.3.1. 零售 1.0：一卡通替代存折

1995 年，招行推出了“一卡通”，是国内首张集定活期、多储种、多币种、多功能于一卡的多功能借记卡，并在 1996 年实现了全国联网通存通兑。在借记卡还是一片处女地的时候，招行一卡通开始疯狂的攻城略地。

2002 年 12 月，招行启动了信用卡业务，借助中国加入 WTO 后的经济腾飞，招行信用卡发卡量曾创了多个第一，市占率最高接近 12%；2008 年全球金融危机后，招行信用卡不良率最高到了 3.31%，招行开始调整信用卡营销策略，从求量到求质，发卡量减少带来的是市占率回落，最低时不到 7%；2015 年后，伴随移动互联网红利，招行大力拓展线上渠道获客，1H18 信用卡市占率又重新回到接近 12%。信用卡消费金额第一、发卡量和贷款余额第三。

4.3.2. 零售 2.0：财富管理替代存款为中心

2002 年，招行推出“金葵花理财”，针对“一小撮”中高端客户（拥有金融资产超过 50 万）提供个性化的综合理财服务，在中国银行业首开客户分层服务大幕。在招行的引领下，理财中心（或贵宾室）成了日后银行分支行的标配。金葵花理财推出后，金葵花客户存款占零售客户存款，以及金葵花客户 AUM 占零售客户 AUM 比例持续提升。

2004 年国内银行第一支人民币理财产品问世，2005 年《商业银行个人理财业务管理暂行办法》出台，银行理财市场进入了快速发展阶段。客户购买理财会增加活期存款占比，理财的基数做大以后，客户之间的

资金转移会带来活期资金沉淀。

2007 年，招行第一家私人银行中心在深圳开业，十年之间，招行私人银行业务拔得客户数、资产管理规模的头筹。截至 1H18，招行私人银行 AUM 突破 2 万亿，高出第二名近 6000 亿；户均资产规模 2834 亿，是行业平均水平的 2 倍左右；私行客户 AUM 占零售客户 AUM 超过 30%。

4.3.3. 零售 3.0：APP 经营替代卡片经营

当年凭借一卡通率先消灭存折，现在主动消灭银行卡。早在 2015 年，招行就预判并提前布局了智能手机带来的场景大迁移，集中力量打造“招行银行”和“掌上生活”两大 App。2018 年初，招行提出把月活跃用户数当成牵引招行零售金融转型的“北极星”指标，依托 App 流量经营实现零售业务的非线性增长。

招行两大 APP 在 18 年 10 月底月活突破 7000 万，在金融理财 APP 中双双进入前十，掌上生活和招商银行在银行 APP 中月活排名分别在第四和第六，较 2017 年末均提升一位。

截至 1H18，招行信用卡客户中有 691 万是他行客户，两大 APP 在 18 年上半年发展非招行客户 261 万户，借记卡和信用卡线上获客占到新用户的 14%和 60%。智能营销平台，利用用户的行为、交易、属性等多维度数据记录，计算生成超过 4000 多个用户标签，在不同的场景下开展智能推荐服务。这个智能推荐使得我们的这个营销的效率和客户的体验都大幅提高，用户的转化率提升了 2.5 倍。

招商银行 APP 有一个叫烟囱项目，对复杂产品的营销的成功率达到了 13.47%。是理财经理仅凭经验营销，没有这个数据支持的情况下的营销成功率的 4.7 倍。

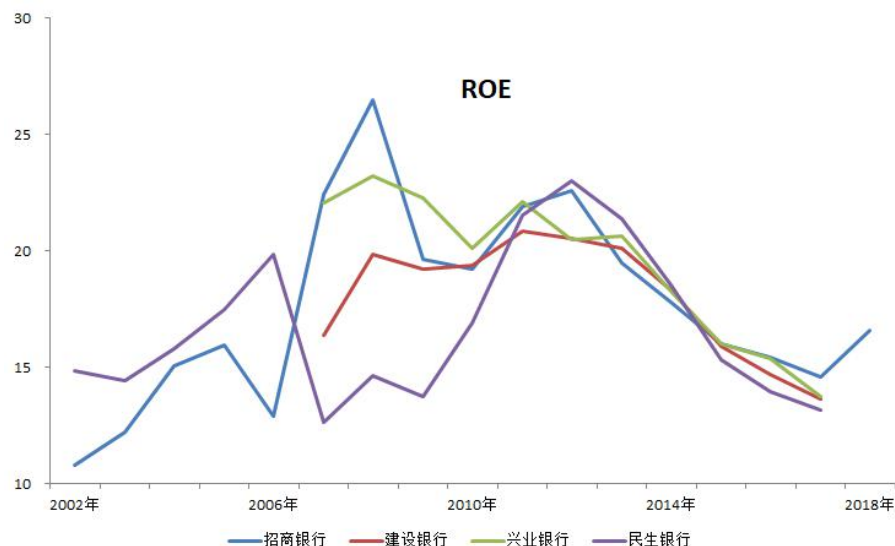
4.5 护城河

招商银行的优势，体现在零售业务。

	招商银行	建设银行	兴业银行	民生银行	平安银行
公司贷款	1,663,861	6,443,524	1,482,362	1,698,480	855,195
占比	46.7%	49.9%	61.0%	60.6%	50.2%
不良	41,522	166,044	31,361	25,754	18,985
不良率	2.50%	2.58%	2.12%	1.52%	2.22%
个人贷款	1,785,295	5,193,853	910,824	1,105,827	849,035
占比	50.1%	40.3%	37.5%	39.4%	49.8%
不良	15,871	21,811	7,287	22,135	10,019
不良率	0.89%	0.42%	0.80%	2.00%	1.18%
贷款总计	3,565,044	12,903,441	2,430,695	2,804,307	1,704,230
不良	57,393	192,291	38,648	47,889	28,972
不良率	1.61%	1.49%	1.59%	1.71%	1.70%

从表中 2017 年的数据可以看出，招行公司业务不良率并没有比同行优秀，而零售业务的占比，与较好的不良率是招行脱颖而出的主要因素。这种结构性的优势，最终使得招行的贷款综合不良率优于同行。

从 2011 年开始，我们整个经济才进入第一个比较长周期的调整期。在此之前的很多年，经济发展势头较好，银行业务不良率低，大有躺着赚钱，赚到手软的感觉，零售金融的优势并不能凸显出来，这是之前没有银行跟进零售业务的原因。



而零售金融就是一个需要长期战略投入的业务，每年投入更多的管理费用在人力与技术上，但并没有显现出明显的优势，所以在一片欣欣向荣时坚持战略投入也是需要眼光与定力。最终这种前瞻性的投入，在行业低谷期爆发出强大的不可逆的优势。

银行业虽然市场巨大，但是高端客户资源却是稀缺的，并且因为服务性质有着较好的客户黏性。

	客户数(万)	AUM(亿)	占比
零售客户	11,632.61	66,328.83	-
金葵花	229.55	54,244.08	81.78%
私人银行	7.18	20,340.20	30.67%

招行 2018 年中期，零售客户数 11,632.61 万户，金葵花及以上客户 229.55 万户，本公司私人银行客户 71,776 户。管理零售客户总资产(AUM)余额 66,328.83 亿元，其中管理金葵花及以上客户总资产余额 54,244.08 亿元，占全行管理零售客户总资产余额的 81.78%；管理的私人银行客户总资产 20,340.20 亿元，占全行管理零售客户总资产余额的 30.67%。这将是招行长期经营的优质资产，难以被竞争对手抢走。

4.6 估值

以保守的角度推算出合理的价格边际



自 2009 年统计至今，招行历史平均 PB 估值为 1.7 倍。

历史回溯：

截止 2013 年底总资产 2655 亿，净资产收益率 23%，PB 估值 1.03 倍。

假设未来 5 年公司的净资产收益率维持在 15%且保持分红再投资的情况下，公司 2018 年的预估净资产为 5430 亿。

我们给与 1.3 倍 PB 的估值，则 2018 年底的总市值为 7059 亿，相较 2013 年底时的 2748 亿。总计上涨 157.12%，年化复合收益率 20.8%

未来预测：

假设公司净资产收益率依然能够保持 15%。最终给以 1.3PB 的估值，则至 2023 年，分红再投资后总价值为 15142 亿，相较 12 月 31 日的收盘市值，收益率总计 138.45%，年化复合收益率 18.98%

4.7 投资决策

需要说的是，上面的估值仅仅是量化的思考方式，而真正准确的估值是难以通过计算获取的。投资决策中，需要依靠对公司经营的理解，均衡安全边际、成长性与确定性的因素，做出市场对公司估值错误的结论。

准确得出公司的合理估值是比较难的，意义也不大。但是公司显著的高估与显著的低估，却是可以判断的。显著的高估是因为市场的炒作，不切实际的预期造成。中国市场因为上市公司稀缺，造成壳公司的价值稀缺，市场价格远超过自身经营价值。

造成优秀公司低估的可能因素有，行业周期低谷、短期大规模的再投资、短期非持续的经营困境。银行是个周期性行业，而招行又有优秀的抗周期的零售业务，这就为我们提供了难得的投资机会。

4.8 小结

通过对银行业的分析，不但可以了解银行也自身，也可以通过对银行的分析了解金融系统及宏观经济的运行，对把握其他行业的投资机会也有帮助。

当前对招商银行的投資，在估值、成长性与确定性上表现比较均衡，从业绩表现来看未来的投資期间最少可达 3-5 年，可以作为一个其他潜在投資机会的比较基准。