1. 公司简介：招商银行成立于1987年，是一家在中国具有鲜明特色和市场影响力的全国性商业银行。其业务以中国市场为主，分销网络主要分布于中国大陆重要中心城市以及想干、纽约等国际金融中心。2002年4月，招商银行在上交所上市，随后于2006年9月在香港联交所上市。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。
2. 管理层背景：
   1. 董事长：缪建民，56岁，中央财经大学经济学博士，高级经济师，十九届中央候补委员，现任招商局集团有限公司董事长，兼任招商局仁和人寿保险股份有限公司董事长，曾任中国人寿保险(集团)公司副董事长、总裁，中国人民保险集团股份有限公司副董事长、总裁、董事长，中国人民财产保险股份有限公司董事长，中国人保资产管理有限公司董事长，中国人民健康保险股份有限公司董事长，中国人民保险(香港)有限公司董事长，人保资本投资管理有限公司董事长，中国人民养老保险有限责任公司董事长，中国人民人寿保险股份有限公司董事长。
   2. 行长：田慧宇，55岁，上海财经大学基建财务与信用专业学士，哥伦比亚大学公共管理专业硕士、高级经济师，1998年7月至2003年7月任中国信达资产管理公司信托投资公司副总裁，2003年7月至2006年12月任上海银行副行长，2006年12月至2011年3月历任中国建设银行股份有限公司(香港联交所和上海证券交易所上市公司)上海市分行副行长,深圳市分行主要负责人、深圳市分行行长，2011年3月至2013年5月任中国建设银行零售业务总监兼北京市分行主要负责人、行长，2013年5月加入招商银行，2013年9月起任招商银行行长，兼任招银国际董事长，招银国际金融有限公司董事长，招联消费金融有限公司副董事长，中国银行间市场交易商协会监事长，深圳市提升企业竞争力战略咨询委员会顾问，中国国际商会副会长，银行业信息科技风险管理高层指导委员会委员，中国互联网金融协会理事。
   3. 监事长：刘元，59岁，公司监事长、职工监事，中国人民大学世界经济专业本科毕业，高级经济师.1984年8月至1991年10月历任中国人民银行外事局管理处副主任科员，主任科员.1991年10月至1994年2月历任国家外汇管理局副处级秘书，外汇业务司金管处副处长，1994年2月至2003年7月历任中国人民银行办公厅正处级秘书，银行司监管一处调研员，银行监管二司监管三处处长，银行监管二司监管七处处长，2003年7月至2014年7月历任中国银监会银行监管二部副主任，山西银监局局长，深圳银监局局长，银监会银行业案件稽查局局长，银监会银行业消费者权益保护局局长，2014年8月起担任本公司监事长，同时担任中国人民大学兼职教授，深圳市金融发展决策咨询委员会委员。

可以看到，公司的核心管理层都有着出色的学历以及丰富的从业经验。

1. 行业简介：银行是现代金融业的主体，是国民经济运转的枢纽，其最重要的职能就是从社会上吸收闲散资金并贷给需要资金周转的企业或者个人。对于绝大部分银行来说，最主要的负债就是存款而最主要的资产就是贷款。我想大多数人对银行的认知都是银行可以非常轻松地赚到很多钱，大多数人都知道在中国的资本市场给银行业的整体估值非常低，不仅低于其他行业，也低于美国等发达资本市场给出的估值。诚然，市场不是完全有效的，但我们要相信市场是智慧的结晶。虽然市场也会犯错，但市场一定有其定价的逻辑所在。

在我看来，银行业普遍偏低的估值水平是非常合理的，这是由其生意模式以及一些无法改变的外因所导致的。首先，银行是一个高度同质化的行业，我相信大多数人根本无法理解银行与银行之间有什么区别。虽然不同银行间的经营战略有所不同，譬如有同业之王兴业银行，也有主打零售的招商银行。总体而言，银行有着以下三种特质，就是他们在压迫着银行的估值：

* 1. 高杠杆：银行的总资产远远大于净资产。我们都知道扩大杠杆可以增加公司的利润提升其ROE，所以银行有扩大杠杆的倾向。但是杠杆可以放大利润也可以放大亏损，而且还有挤兑的风险。巴菲特曾经说过：“银行业不是我们的最爱。当一个行业的资产普遍是其股东权益的20倍时，只要资产端发生一点点状况就 有可能把大部分的股东权益给蚕食掉”。

为了防止金融的系统性风险，全球银行业都在不断压制银行的杠杆倍数，面临着《巴塞尔协议》等诸多监管的压力。其中最重要的指标就是资本充足率，反应了银行在存款人和债权人的资产遭到损失之前，银行以自有资本吸收损失的能力。我国银监会也参考巴三推出了《资本办法》，从2013年开始实施。主流上市银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率以及资本充足率如下图所示。

从上图，我们可以看到银行的各种资本充足率整体均呈缓慢上升趋势，并且不同银行间的差异很大，这是由监管标准不同所导致的。银监会指定了6家我国系统性重要银行，对其在各级资本充足率的要求上，都要比其他银行高出1%。但通常来讲，资本充足率较高的银行，其抗风险的能力更强一些。

与此同时，为了解决大型银行大到不能倒闭的问题，全球银行业监管机构对具有“全球系统性重要性”的银行，实施更严格的资本要求。国内四大行入选，交通银行候选，这才是压制我国国有大行估值的最大原因。

面对诸多监管压力，我国银行为了提升或者维持资本充足率，开始不断的融资。从上面的图表或许感受不到银行的压力，但我们要知道资本充足率的分母风险加权资产也是在不断增长的，其变化如下图所示。

可以看到，所有银行的风险加权资产都在稳步上升，四大行更是尤为突出，这也是为什么国有大行的前景堪忧。每年赚的钱完全都不够填补资本的缺口，绝大部分银行分红的钱还没有向市场融资的钱多，完全就是价值毁灭的表现。

* 1. 高风险：银行本身就是一种经营风险的行业。银行在识别资产风险的基础上给资产进行风险定价（贷款利率），然后将刚性负债配置到风险资产上来赚取承担风险的风险对价。银行主要面临着以下两种风险：
     1. 信用风险：信用风险即借款者违约的风险，是银行面对的主要风险，由规律性因素（指行业或者个人执行合约的能力收到经济周期的影响）以及非规律性因素（指企业或者个人内在的因素引发的突发性危机，造成偿付能力下降）所致。
     2. 流动性风险：流动性风险指商业银行虽然有清偿能力，但无法及时获得充足资金或者无法以合理成本及时获得充足资金以应对资产增长或支付到期债务的风险。由于银行的盈利本身就需要一定的期限错配，即资金来源短期化，资金运用长期化。但是，期限错配的前提是短期负债到期后可以续借，一旦负债不能续借或者利率大幅上行，就会产生流动性风险或者利率倒挂。
  2. 周期性：显然，银行的盈利能力与资产质量息息相关，，而且银行本身又是一个高杠杆的行业，杠杆大幅放大了银行业的波动性。然而，俗话说“万物皆周期”，银行其实并不算一个强周期性的行业，而且目前中国仍处于一个经济腾飞的阶段，银行的周期性被政府的宏观调控手段削弱。其周期性主要由以下因素所致：
     1. 内因：
        1. 银行的信贷投放具有顺周期倾向。在经济景气周期内，企业情绪相对乐观，风险承受意愿较强，市场上对贷款的需求扩张。
        2. 银行的信用风险具有顺周期倾向。在经济景气周期内，企业的信贷质量好，银行的不良率低。
        3. 银行的抵押品价格具有顺周期倾向。经济的繁荣与否直接决定资产价格的水准。
     2. 外因：
        1. 监管因素。“核心资本充足率”指标在一定程度上加剧了银行的顺周期倾向。在经济衰退期，银行的净利润甚至为负，银行内生性资本补充能力下降。

1. 营收分析

从上述图中可以看到，招商银行的营业收入是逐年上升的，而反观兴业银行，在2016年到2017年甚至出现了营业收入的负增长。总体营业收入的增量，招商银行营业收入的CAGR为13.07%，而兴业银行营业收入的CAGR为14.54%，兴业银行稍高一筹。

通过对比招商银行与兴业银行的净息差，我们可以发现近十年招商银行的净息差在整体趋势上呈下行趋势，但仍然始终高于兴业银行。净息差整体趋势下降的主要因素，我认为是我国经济的减速换挡。随着我国GDP增速的下降，我国将逐渐步入低利率时代，银行业的净息差可能也难以维持。我们分别从生息资产与计息负债两方面去研究为什么招商银行的净息差高于兴业银行。与此同时，我们也该意识到一家银行的净息差高并不一定意味着这家银行更加优秀，很多银行会采取风险定价的方法以高收益率去覆盖潜在的高风险。我们应该更加关注银行在达到当前净息差的时候冒着多大的风险。

从上图我们可以看出，近8年兴业银行的生息资产平均收益率竟然始终高于招商银行，不过近五年来二者的差值非常小。我们接下来再从生息资产结构和单项收益率两方面的角度去分析两家银行资产的盈利能力。

从上面两张图可以看出，招商银行与兴业银行的存放央行款项和存放同业及其他金融机构款项均占比很小，这是因为这两种资产的收益率相对较低，大多数情况为不得已才去配置的资产。而占生息资产大头的投资以及贷款两项，招商银行以及兴业银行则有着明显的差异。招商银行的贷款占比逐年走高而投资则始终维持在20%左右，而兴业银行的投资占比明显高于招商银行。不过我们可以看到兴业银行投资占比连年走低、贷款占比连年走高，这应该是兴业银行的资产配置发生了战略性的变化。我们再去对比两个银行的贷款收益率以及投资收益率。

从上面两张图可以看到，招商银行与兴业银行贷款平均收益率的走势相同，但是兴业银行2018年到2019年贷款收益率出现了非常夸张的飙升，涨了接近80个基点，是否是通过了风险定价放宽了贷款质量还需要更近一步的考量。包括投资收益率也是如此，很难同时兼顾高收益与低风险，因为银行是一个利润前置风险后置的行业，所以还需要结合不良的变化去判断资产的收益率高低。我们再去研究一下两家银行的贷款结构。

从上面两张图可以看出，招商银行的零售贷款占比更高，而兴业银行的对公贷款占比更高，但两家银行近五年来零售占比均小幅走高，对公占比均小幅下降。

再来看看二者零售贷款收益率与对公贷款收益率的变化，可以看到二者的对公贷款收益率走势大致相同，兴业银行的收益率高出一筹。与此同时，兴业银行的零售贷款收益率在2019年实现了暴增，这就是前面兴业银行贷款收益率2019年大涨的主要原因。实际上，这是兴业银行在2019年重新将分期手续费计入利息收入所导致的。还有，我们可以看到零售业务的收益率要高于对公业务的收益率。而且实际上零售业务的风险还要更低，因为我国目前的信用体制逐渐完善，失信人员处处受制，再加上我国没有个人破产保护制度，银行对个人债务有无限追索权，所以零售贷款可谓是一块低风险高回报的“肥肉”。而零售业务的缺点则是由单笔金额较小所导致的尽调成本高，再加上其所需要的庞大客户基础，这不是一朝一夕能解决的问题。

1. 不良分析

从上图可以看出近五年来招商银行与兴业银行的不良率都在逐年下降，从表面上看起来招行的不良率似乎更低一些，资产质量看似更好一些。但我们要知道不良率中的不良贷款余额是经过核销等一系列措施调节出来的值，并非是一个原生态的数据，所以不良率的高低只能作为一种参考。

从上面两张图可以看出，不论是对公贷款还是零售贷款，招行的不良率变化都是较为平稳的。需要警惕的是，兴业银行零售贷款不良率的走势在2019年和2020年尤为奇特。2019年的零售贷款不良率的升高或许与前面提到的兴业银行将分期手续费重新划入零售业务有关；2020年不良率的上升虽说有疫情的因素在，但横向对比下来可以看出兴业银行的不良率上升远超同业，再结合前面兴业银行2020年的零售贷款收益率出现了逆势上涨的情形，可以判断出兴业银行很有可能是在2020年放宽了资产的质量，企图以高收益覆盖高风险，需要投资者警惕。为了验证上述推断，我们再进一步去观察两家银行贷款中的大头，个人住房贷款以及信用卡贷款的不良率。

我们可以看到不论是信用卡贷款还是个人住房贷款，其不良率均在2020年出现了明显地攀升。我们基本可以断兴业银行在2020年对按揭以及信用卡两块业务均施行了客户下沉，为了追求收益而放松客户资质的把控。对于银行这样一个利润前置风险后置的行业而言，我个人认为此举的风险是极大的，作为银行的投资者我更喜欢银行能稳步发展而不是企图一口吃成胖子。

我们再进一步对比两家银行的广义不良率。所谓广义不良率就是不良率加上关注类贷款的占比。因为有些银行会在没有足够利润去核销不良的情况下，将不良贷款隐藏起来，放到关注类贷款中，通过广义不良率我们可以更进一步的看出银行资产质量的好坏。从上图也可以看出，招商银行与兴业银行的广义不良率均处于下降趋势，但招商银行的广义不良率始终低于兴业银行，并且差距似乎在进一步拉大。

不良贷款都是经过核销等手段修饰后的数据，新生成不良贷款则是我们更应该去关注的原生指标。但是大部分银行并不在年报中披露此项数据，所以我通过报告期内不良贷款增量加上核销及转出计算出新生不良贷款的下界。从上图我们可以看出，兴业银行新生成不良率的下界仍然高于招商银行的新生成不良率。由此，结合前面的论述我们可以指出招商银行的资产质量确实要优于兴业银行。

从上面两张图可以看出，招商银行的拨备覆盖率以及拨备比均远高于兴业银行，可以看出招商银行的信用风险抵补机制远好于兴业银行。我们前面有提到过不良贷款余额是一个比较主观的值，导致拨备覆盖率是一个偏主观的值；而贷款拨备率则没有考虑到不同性质贷款所面对的不同风险。综合一下，我们决定使用风险加权资产减值准备率（资产减值准备/风险加权资产）去评估银行的风险抵补能力。

为了保证对比的公平性，两家银行均使用权重法记录风险加权资产。从上图可以看出，招商银行的风险加权资产减值准备率远高于兴业银行，进一步验证了我们招商银行风险抵补能力远高于兴业银行的推断。

1. 负债分析

还记得我们之前的数据表明招商银行近五年的净息差始终高于兴业银行，但二者生息资产的收益率却看似差不太多，那显然问题就出在了二者的计息负债成本率上了。我们效仿上面有关生息资产的分析，从上至下的分析两家银行负债的成本，结构以及抗风险的能力。

从上图可以看出，近八年来招商银行的计息负债平均成本率是始终低于兴业银行计息负债的平均成本率的，二者的走势大致相同，均处于下降的趋势。

再去看看两家银行的计息负债结构，可以看出两家银行的负债结构差异很大。招商银行的存款占据了约3/4的负债，而且占比还呈连年上升的趋势，利率较高的应付债券以及向央行借款几乎没有，同业负债也只有百分之十几的份额。而反观兴业银行，负债中成本率最低的存款只占到了一半出头的份额，除却向央行借款的份额较小，高成本率的同业负债和应付债券份额远远高于招商银行。与此同时，招商银行计息负债规模的CAGR为7.25%而兴业银行的计息负债规模的CAGR则为5.60%。在负债规模增速不及招商银行的情况下，兴业银行竟然仍然有着许多高成本的负债。不难看出，兴业银行的揽储能力明显不如招商银行，应付债券以及同业负债都是兴业银行为了扩张负债规模而不得已去吸收的高成本负债。

从上面两张图可以看出招商银行与兴业银行的应付债券成本率相差无几，但是兴业银行的同业负债成本率明显高于招商银行，这也进一步验证了兴业银行为了扩张资产规模使用了很多的主动性同业负债。与此同时，我们可以看到近几年来两家银行的同业负债成本率均呈下降的趋势。但我们需要意识到，同业负债的利率是和流动性高度相关的，去年的疫情导致大规模放水让同业负债的成本进一步下降，这是很大程度上利好兴业银行的。但我们需要考量这样的流动性是否是可持续的。

从上图可以看出，招商银行的存款平均成本率同样显著低于兴业银行。我们再从二者的存款结构和单项成本去分析。

兴业银行对公存款占比加零售存款占比并不等于100%是因为在其年报的存款一项中存在其他存款一项，在这里我们并没有考虑它。可以看出两家银行的对公存款都占据了更大的比例，不过招商银行的零售存款占比明显高于兴业银行。我们再来看看单项的成本率。

从上面两张图可以看出，不论是对公存款还是零售存款，招商银行的成本率都低于兴业银行，零售存款成本率的差距尤为明显。而且，和贷款相似，存款的零售业务仍然优于对公业务，这可能是因为一些企业对银行有一定的议价权所导致的。我们知道存款通常分为活期和定期，前者的负债成本低，流动性需求强，而后者的负债成本稍高，流动性需求较弱。我们再分别考量两家银行零售业务以及对公业务的结构和相关的成本率去研究为什么招商银行的成本率要明显优于兴业银行。

从上面两张图可以看出，招商银行存款的优势主要体现在活期占比上。可以看到，招商银行无论是对公存款还是零售存款，活期的占比都大于一半，而且远高于兴业银行。招商银行超高的活期占比主要得益于其AMU导向的零售管理体系。

从上面四张图可以看出，两家银行零售业务活期成本率以及对公业务的成本率都差不太多，只有在零售定期业务上，招商银行的成本率远低于兴业银行。

1. 综合分析
   1. 资本充足率分析

可以看到，不论是核心一级资本充足率，还是一级资本充足率，还是资本充足率，招商银行均远远高于兴业银行，说明其有更好的以自有资本吸收损失的能力。

* 1. 每股收益分析

对于银行股而言，相比于净利润，我们更应该去关注公司每股收益的变化。因为大部分银行无法实现内生性增长，不得不向市场再融资，通过定增、配股、发行可转债等一系列手段去补充资本。但我们需要注意到，当公司的股本增多时，我们手里的股权相当于被稀释了，所以每股收益是银行股投资者更应该去关注的指标。

从上图可以看出，招行银行的每股收益呈平稳的上升趋势，以9.53%的CAGR远远超过了兴业银行3.00%的CAGR，这说明招商银行在过去十年给股东创造了更好的收益。

* 1. 风险加权资产真实盈利能力

我们希望去考虑单位风险资产能为银行带来多少的收入，以此来衡量银行在资产端的配置是否优秀。

我们通过（净利息收入+其他非息收入-信用减值损失-业务及管理费）/风险加权资产计算出两家银行的风险资产税前有效收益率。可以看到，招商银行的值要高于兴业银行，但是显然，扣除了手续费和佣金后，两家银行的税后利润都不足以满足我国国内系统重要性银行8.5%的核心一级资本充足率下界。所以，以理财为代表的中间业务，依靠其不消耗资本金的特点，成为了银行业务的重中之重。

1. 挑战与未来
   1. 行业挑战：
      1. 宏观经济的减速降档：从21世纪初到现在，我国宏观经济已经走过了一轮长达20年的景气周期。但是，经济的发展有其客观的规律，我国经济发展已经开始“减速换挡”。经济增速才2013年之前的“保”8%，放缓到现在的“难保”6%。我国经济基本已经渡过了靠外需拉动和投资拉动两个阶段，现在已经过度到了内需拉动的阶段。随着经济的转变，广义货币M2的增速也随之下降，银行的资产规模增长开始下降，资产质量也开始下降，资产定价的能力愈发的重要。
      2. 金融脱媒：所谓“金融脱媒”是指资金绕开商业银行体系，直接输送给需求方和融资方，完成资金的体外循环。随着经济金融化、金融市场化进程的加快，传统商业银行主要在金融中介的地位相对降低。近年来，监管部门一直在推动“加大直接融资比例”，大企业用发债代替贷款将是不可逆的大趋势。
      3. 利率市场化下的期限错配风险变大：期限错配是银行净息差的重要来源。但是在利率市场化的大背景下，流动性和利率变得高度相关，当市场流动性发生紧缩时，银行的期限错配有利率倒挂的风险。
      4. 互联网金融的冲击：以支付宝为代表的互联网支付产品正在不断侵蚀零售银行的基础：第三方支付、现金管理（余额宝）、个人信贷（花呗）、财富管理（财付通）、转账。基本上除了储蓄和体现功能外，这些互联网金融公司可以提供更好的客户体验、更优惠的补贴政策、更低的收费标准。
   2. 招商银行的个性化挑战：
      1. 信用卡品牌老化：招商银行在2003年发行国内首张符合国际标准的信用卡，用时四年即实现了盈利，这一契机被写入美国哈佛商学院的教材。最早用上信用卡的80后大学生，现在成为了中国经济的支柱。但是，近年来招商银行的信用增长似乎出现了疲态。信用卡消费的门槛并不是很高，随着90-00后步入社会，国有大行在信用卡领域也开始发力。十年前，招行信用卡是白领、金领的象征。而随着时代的变迁，商业的发展，粉丝营销都开始渗透到信用卡领域，例如交通银行近期推出了王一博联名信用卡等。诸如此类的一系列手段，无疑不对招商银行的信用卡业务造成了冲击。能否维持住信用卡领域遥遥领先的位置，也是招商银行未来发展的一大疑点。
      2. 理财业务竞争激烈：前文有提到，以理财为代表的中间业务，是现在以及未来商业银行发展的重中之重。招商银行虽然有着雄厚的零售客户基础，但在未来能否抵挡住蚂蚁金服、东方财富等代销渠道的侵蚀犹未可知。
      3. 资产配置的不平衡：招商银行的资产配置，尤其是对公贷款的投放差异性很大。在一些主要投放的领域不良率很低，但在其他的一些板块，则有着明显的差距。显然，不同时代的经济支柱是不同的，招商银行需要与时俱进，提高不同领域的贷款投放水平。
2. 估值

我计划根据是否计入风险加权资产将银行分为两大块业务：其一是从社会上吸收负债去配置风险加权资产，承担其风险并获取相应收益；其二是银行手续费等中间业务。其中，前者由于《资本办法》等监管不得不降低杠杆倍数，而后者则因为几乎没有任何风险，并没有任何限制。所以，我认为估值应当分别对这两方面估值，不过二者之间也有着密不可分的联系。与此同时，我们需要注意到非息收入中的其他非息收入应该属于第一部分，因为其主要是投资收益，有对应的风险资产。

* 假设2021年总资产增速为11%，风险资产与总资产的比例为60%，则2021年风险加权资产为55687.24亿元。假设招商银行2021年风险资产税前有效收益率保持1%，则其风险资产对应的税前有效收益为556.87亿元。假设2021年招商银行手续费收入增速为12%，则招商银行2021年手续费收入为890.24亿元，则税前净利润为1447.11亿元。税率取20%，则2021年净利润为1157.69亿元。假设核心一级资本充足率上升至12.5%，则需要补充资本金缺口682.62亿元。鉴于计算出来的实际可分红利润确定性较强（只要招商银行能维持住其手续费收入的稳定增长），拍脑袋给30倍，约为15000亿市值，对应股价59.5元（当前股价56.3元）。