

涨涨涨，市值一度破万亿！再创历史新高！这家公司，到底什么情况？（优塾财务估值建模）

其实，有时候在各种科技股、成长股之间来回切换，各种新闻都要盯，稍有风吹草动都得关心，挣着卖白菜的钱，操着卖白粉的心。如此累心的研究，真心不如守住几个看得懂的巨无霸，然后长期盯着。

10月30日晚间，这家公司发布了新的三季报——2019年前三季度，其实现营业收入2077.3亿元，同比增长**10.36%**；归母净利润为772.39亿元，同比上升**14.63%**，**资产规模7.3万亿元**，同比增长12.25%，净息差为2.65%，净利率为37.43%。

几天前，这家公司股价突破历史新高，市值一度突破万亿元，成为继国有四大行后，首个突破万亿市值的银行。直接看其画风：2002年上市至2020年1月，前复权股价从1.63元/股，一路上涨至40元/股。具体情况如下：



图：股价（单位：元/股） 来源：WIND

它，就是商业银行龙头——**招商银行**。支撑如此彪悍股价的背后，是其零售业务带来的超额收益——过去十年，其净息差长期高于行业平均水平，加权 ROE 也保持在 17% 以上，净利率更高达 32%。

本报告中，《并购优塾》将根据新的三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并为大家梳理三季报的核心要点：

从增长质量来看——2019 年前三季度营业收入 2077.30 亿元，同比增长 10.36%，高于中报增速 9.6%；生息资产平均余额为 65190.61 亿元，同比增长 12.3%，中报增速 10.17%，说明其增长质量有所提升。

从资产质量来看——不良贷款率为 1.19%，较 2019 年半年报下降 4 个百分点；拨备覆盖率 418.12%，较半年报上升 54.91%。从数据整体来看，增长质量持续优化，不良贷款计提更加谨慎。

从盈利能力来看——净息差为 2.65%，较半年报下降 5 个百分点；业务管理费用率同比增长 16.5%，净利率同比上升 1.53 个百分点，盈利能力略有下滑。

从机构持仓情况来看——相比前两个季度，前十大股东中，中国香港中央结算增持 0.47%，机构持仓比例下降 0.31 个百分点，易方达、汇添富略有减少。

如果用一句话简单总结这份三季报：资产规模持续增长，盈利能力稍有下降。

这样的数据之下，今天，在对建模报告做更新之前，我们必须思考几个问题：

- 1) 其三季报发布后，到底有哪些值得分析的因子？从财务建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？
- 2) 2019 年三季报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？
- 3) 此次，根据 2019 年三季报更新后的数据，在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就以**招商银行**入手，来研究领域的估值建模逻辑。对金融相关行业，之前我们做过建模的还有**港交所**、**恒生电子**，此外还对**中国平安**、**友邦保险**做过经营分析，可购买优塾团队的专业版估值报告库，获取之前我们做过的部分重点公司估值建模报告、详细 EXCEL 财务模型，以及上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



2019 三季报更新

到底哪些数据才是关键点？



由于三季报没有分项数据拆分披露，因此，我们主要通过将三季报数据换算成年度数据，与前次预测数据做比较，如果变化很大，则重新调整假设，用紫色字体标出；否则保持假设不变，仍用中报更新的蓝色字体表示。

对估值建模表的调整，有以下几个部分：

1) 负债端部分——主要对客户存款、同业负债、应付债券三项进行调整。具体如下：

客户存款：2019年三季度客户存款增速上升 11.47%，高于原预测值 9%。主要受到资管新规影响，商业银行禁止发行保本理财产品，由于结构性存款可作为表内理财替代品，为缓解吸储压力发行了大量结构性存款。所以修改原假设：

考虑到 2019 年底，银保监会发布结构性存款新规，未来增速将大概率下调。此处仅上调 2019 年增速为三季报增速 11.47%，之后维持原假设不变（存款增速和 M2 增速维持在名义 GDP 水平 9%增长）。

同业负债：2019 年前三季度同业负债增速为 17.8%，高于原预测值 0%。主要是由于 2019 年同业去杠杆业务基本到位，政策由“去杠杆”转变为“稳杠杆”，未来将维持同业资产趋于合理，所以将 2019 年增速修改为三季报增速 17.8%，之后增速维持 0%。

应付债券：2019 年应付债券规模同比增长 57.48%，高于原预测值 2%，主要是发行的同业存单额度大幅上升。由于同业存单属于同业业务，并且根据银监会 53 号文，“**将同业存单计入同业融入资金**”。所以修改原假设：

重新调整负债端结构，将应付债券中的同业存单拆分归入同业负债科目中，应付债券占计息债务比重假设不变。

2) 资产端部分——主要对存款准备金、个人贷款两个科目进行调整。具体如下：

存款准备金率——不同阶段经济体的准备金率要求不同，因此，直接对标发达国家准备金率的参照意义不大，此处，我们假设法定存款准备金每年下降 0.5%个百分点，降至 7%（韩国水平）后维持不变。（原假设为维持 11%不变）。

个人贷款——2019 年三季度同比增长 18.7%，高于原预测值 8%（人居可支配收入增

速)。考虑到招行小微贷款、零售贷款业务放贷能力较强，直接对标人均可支配收入增速不太合理，因此，将 2019 年增速调整为三季报增速 18.7%，随后逐渐递减至原假设增速 8%。

3) 利润表部分——主要对净息差、不良贷款率、拨备覆盖率三项进行调整。具体如下：

净息差——2019 年三季度起净息差为 2.65%，高于原预测值 2.55%。根据本次季报更新分析，利率市场化并不会绝对导致银行业净息差下降，乃至亏损，需要结合央行对银行调控来看，目前来看，央行的操作非常稳健。因此，对原假设调整为：

乐观假设下——利率市场化后银行龙头获益，招行零售业务护城河增强，净息差从 2.55% 逐渐上升至历史高点 2.82%。（原假设为维持 2018 年的 2.55% 不变）。

保守假设下——利率市场化对本案盈利能力无影响，但由于通胀率较高，其净息差能够维持其近五年均值水平 2.54%。（原假设：未来十年净息差逐年缩小至其历史极低点水平，2.15%）

不良贷款率——2019 年三季度不良贷款率 1.19%，低于中报的 1.23%，拨备覆盖率拨为 409.41%，高于中报的 399.56%，说明本案的资产质量持续提升，不良贷款计提更加谨慎。因此，我们将 2019 年不良贷款率下调至 2019 三季报值 1.19%，之后递减至十年均值水平 1.14%。

此处，由于拨备覆盖率是根据公式： $拨备覆盖率 = 拨贷比 / 不良贷款率$ 计算得出，并非直接预测，其详细计算过程参见报告主体部分。

通过以上调整，得到招商银行 2019 年至 2021 年营业收入增速分别为：10.12%、7.61%、7.73%。

4) 分析师预期——2019 年至 2021 年增速分别为 9.14%、9.32%、9.27%。中报预测三年增速分别为 9.15%、9.91%、8.86%。另外，平安银行预测增速分别为 9.2%、10%、

11%，考虑到其资产质量持续优化，预计未来收入增速持续提升，上调 2020 年、2021 年收入增速；国信证券预测增速分别为 7.0%、7.2%、7.3%，与中报预测一致；天风证券预测增速分别为 8.6%、7.0%、8.7%，与中报预测一致。

5) **股权成本 Re** ——上一份模型，乐观假设下， Re 采用 CAPM 模型计算其股权成本 7.32%；保守假设下，采用国家风险溢价模型计算得到的股权成本 10.95%。本次估值建模，我们优化计算方式，结合结合国家风险溢价和 CAMP 模型两种方法，通过加权计算得到招行的股权成本为 8.6%。

6) **其他假设**——2019 年前三季度，其管理费用率、营业税金及附加化基本符合预期，因此维持原假设不变。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据新的三季报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

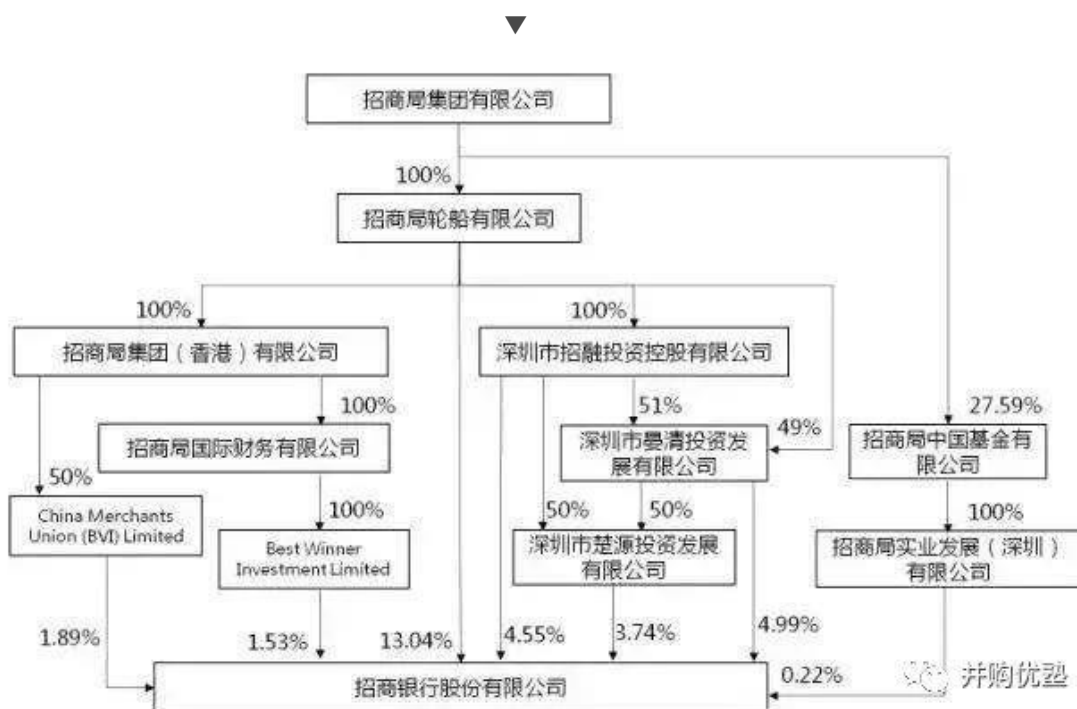
— 02 —



巨头，成长



招商银行，2002 年 4 月在上交所上市，2006 年在中国港交所上市，是国内首家完全由企业法人持股的股份制商业银行，首大股东招商局集团间接持有 29.97% 股份，但无控股股东及实控人。2019 年三季度机构持仓占流通股比例为 64.41%，比 2019 年半年报持股比例下降 0.31%。前十大股东中，中国香港结算中心持股比例增加 0.46%，其余机构的持仓占比均没有发生变化。



图：股权结构 来源：公司年报

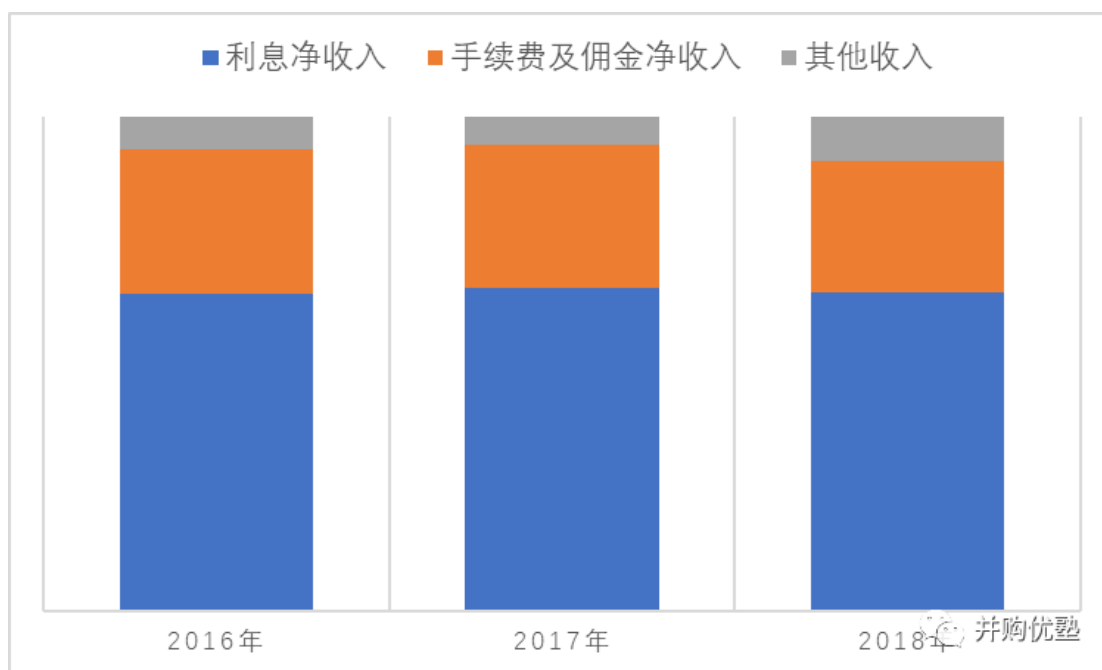
序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)	合并明细
1	招商局轮船有限公司	一般法人	328,947.03	15.95	1	点击浏览
2	中国远洋运输有限公司	一般法人	157,472.91	7.63	1	点击浏览
3	和谐健康保险股份有限公司-传统-普...	保险公司	125,894.92	6.10	1	点击浏览
4	大家人寿保险股份有限公司-保守型...	保险公司	125,894.91	6.10	1	点击浏览
5	深圳市晏清投资发展有限公司	一般法人	125,854.23	6.10	1	点击浏览
6	深圳市招融投资控股有限公司	一般法人	114,737.74	5.56	1	点击浏览
7	香港中央结算有限公司	陆股通	95,379.97	4.62	1	点击浏览
8	深圳市楚源投资发展有限公司	一般法人	94,401.32	4.58	1	点击浏览
9	中国证券金融股份有限公司	一般法人	75,479.86	3.66	1	点击浏览
10	华夏基金管理有限公司	基金	13,366.78	0.65	26	点击浏览
11	华安基金管理有限公司	基金	7,825.90	0.38	19	点击浏览
12	汇添富基金管理股份有限公司	基金	7,578.96	0.37	30	点击浏览
13	嘉实基金管理有限公司	基金	6,468.80	0.31	36	点击浏览
14	易方达基金管理有限公司	基金	5,318.96	0.26	15	点击浏览
15	工银瑞信基金管理有限公司	基金	3,522.46	0.17	22	点击浏览
16	华泰柏瑞基金管理有限公司	基金	3,463.69	0.17	12	点击浏览
17	富国基金管理有限公司	基金	2,526.39	0.12	14	点击浏览
18	国泰基金管理有限公司	基金	2,441.93	0.12	15	点击浏览
19	银华基金管理股份有限公司	基金	2,361.52	0.11	16	点击浏览
20	博时基金管理有限公司	基金	2,097.17	0.10	5	点击浏览

图：机构持仓 来源：WIND

商业银行，是一门借鸡生蛋的生意，其收入的主要来源就是存款与贷款之间的利息差，以及在此基础上衍生出的中间业务，赚取手续及佣金费。

这门生意，业绩到底如何？在 2016 年至 2018 年 2019 年三季报的三年一期，营业收入分别为 2090.25 亿元、2208.97 亿元、2485.55 亿元、2077.3 亿元；净利润分别为 623.8 亿元、706.38 亿元、808.19 亿元、777.61 亿元；净利率分别为 29.84%、31.98%、32.52%、37.43%。

其主要收入来源为利息净收入，占比 64%，其次是净手续费及佣金收入，占比 26.75%。



图：收入结构（单位：%）

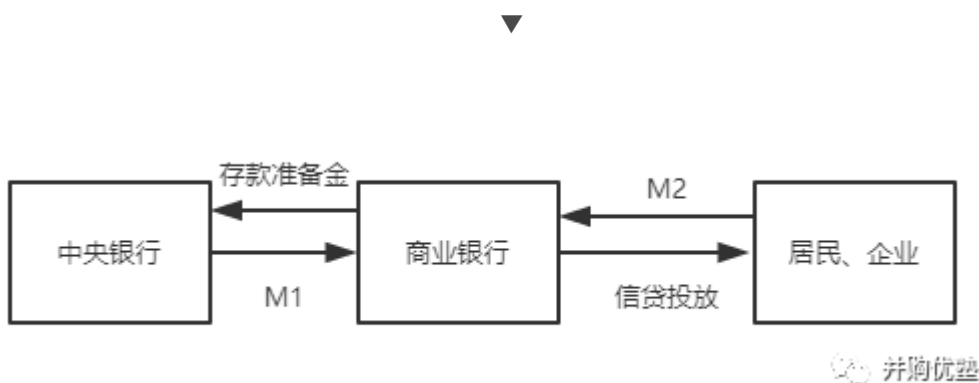
来源：并购优塾

1) **净利息收入**——指的是以赚取利差为目的的业务收入，该部分收入来源于生息资产，比如贷款，同业拆借、债券投资等。生息业务属于资产驱动型，该部分业务的收入规模需要依靠资产负债表的扩张实现。

2) **净手续费收入**——又称中间业务收入，指不通过银行资产负债表扩张来实现利润的业务，更加体现银行的牌照价值和业务能力，如信用卡手续费、理财产品代销收入、承诺汇票佣金等收入，虽然该类业务在前期也需要资本的投入。

从产业链上看，其上游为货币供给端央行，通过货币投放渠道投放 M1，M1 通过货币乘数进入银行体系，同时进行监管。监管层通过货币监管以及存款准备金来监管商业银行，所以上游具有绝对话语权。

其下游为，具有贷款需求的个人及企业，国内贷款的主要资金供给方就是商业银行，因此银行的作用就是为下游各行业提供资金。由于银行牌照稀缺，对下游话语权相对较强。

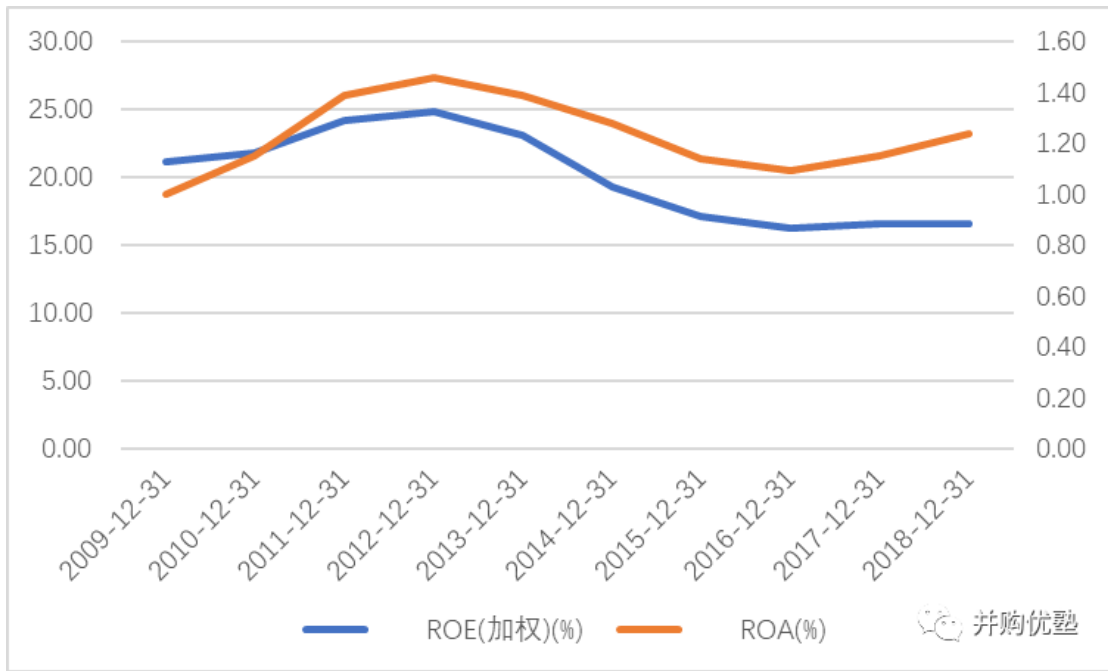


图：产业链

来源：并购优塾

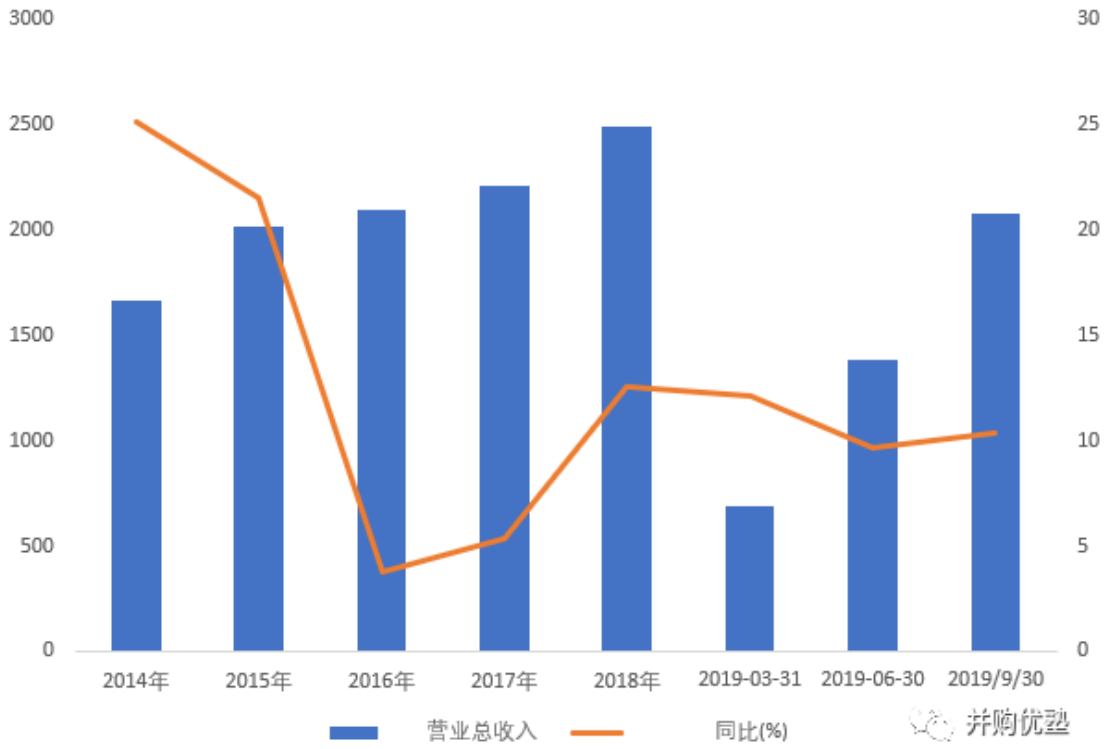
以上商业模式以及产业链形态，形成了本案特殊的报表结构： 1) 从资产负债表来看——以 2018 年为例，资产总额为 6745.73 亿元，资产端占比从高到低依次是发放贷款及垫款 (55.59%)，其次是金融投资 (24.52%)，接着是现金及存放央行款项 (7.31%)；负债总额为 6202.12 亿元，是吸收存款 (65.6%)，其次为同业存放 (6.98%)。 2) 从利润表来看——其营业收入为 2485.6 亿元，31%花在了管理费用上，其次为信用减值损失 (24.47%)，接着是所得税 (10.33%)，剩下 32.52%是其净利润。

本案，基本面情况到底如何？我们来看具体数据：



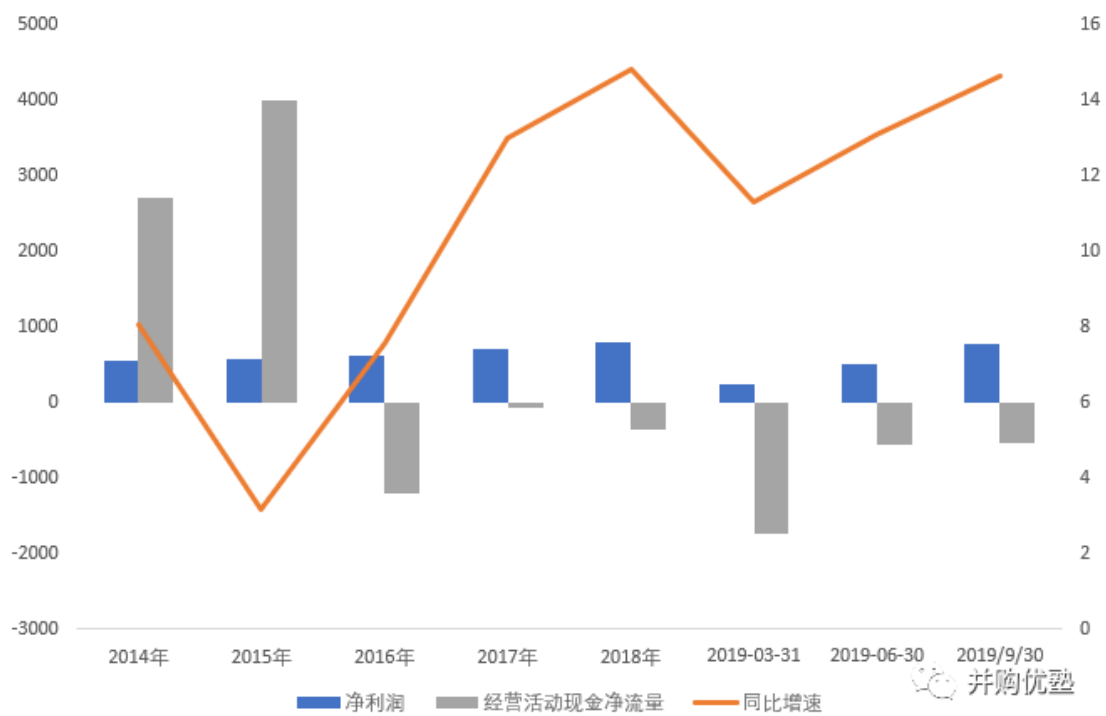
图：ROE VS ROA（单位：%）

来源：并购优塾



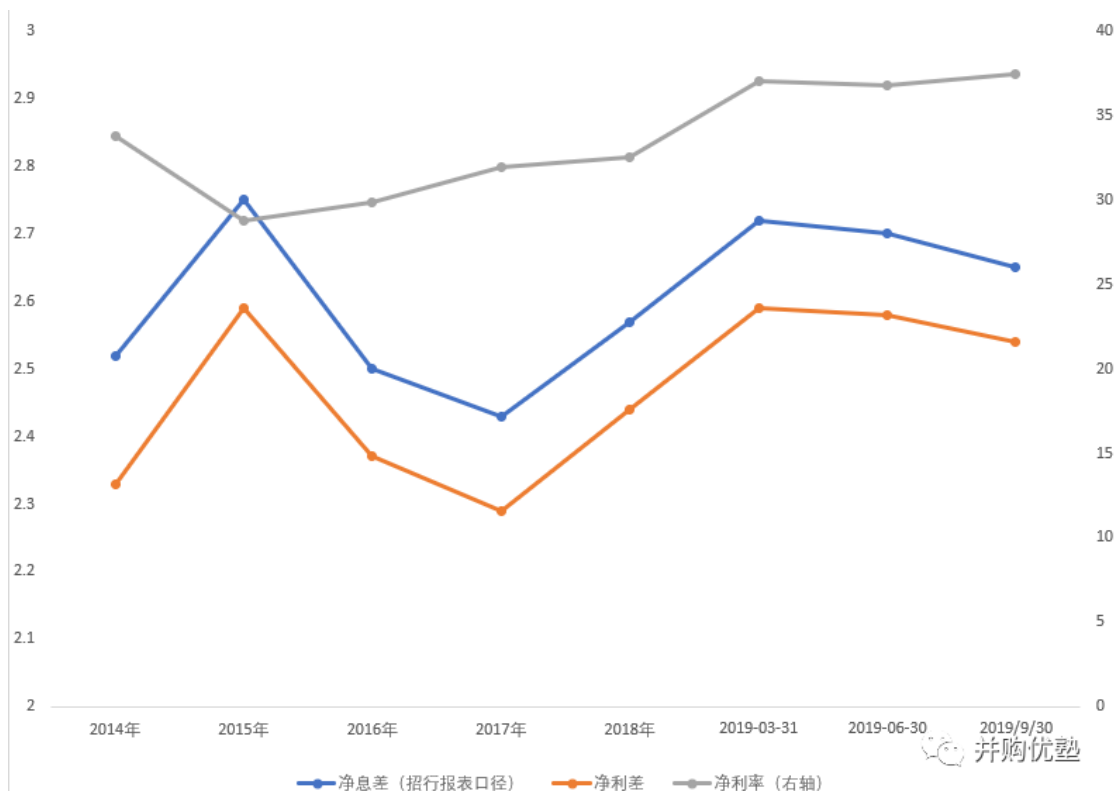
图：营业收入 VS 营业收入增速（单位：十亿元、%）

来源：并购优塾



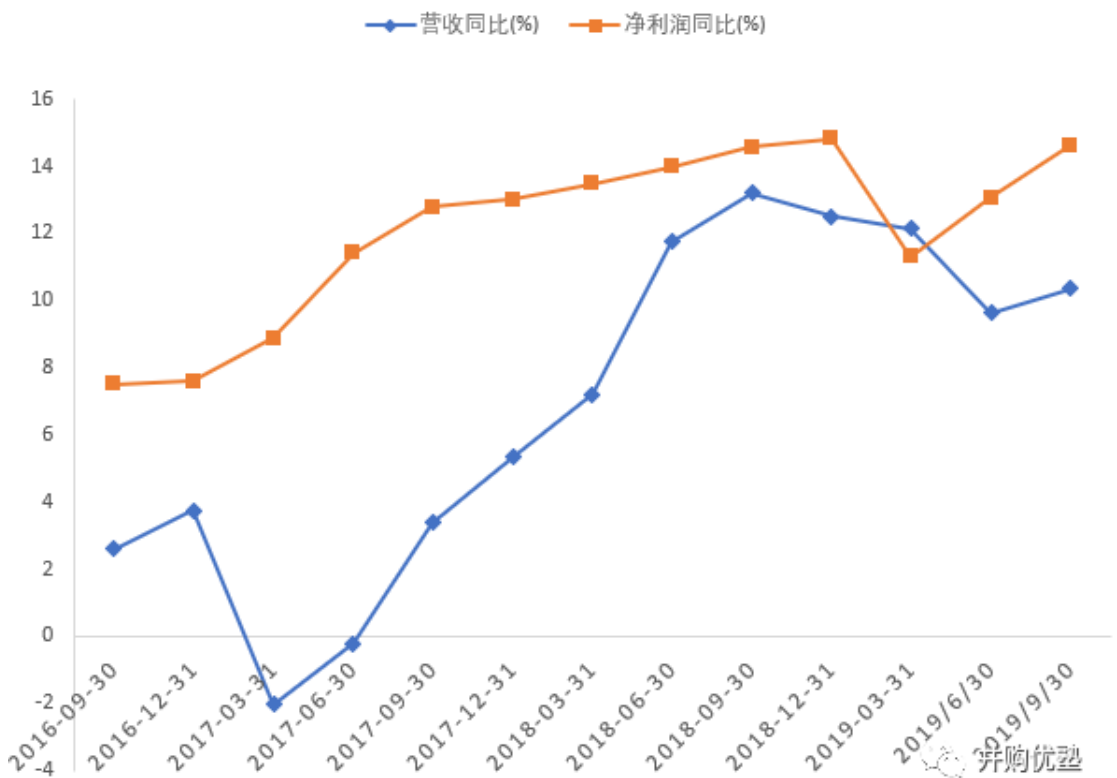
图：净利润 VS 净利润增速 VS 现金流（单位：十亿元、%）

来源：并购优塾

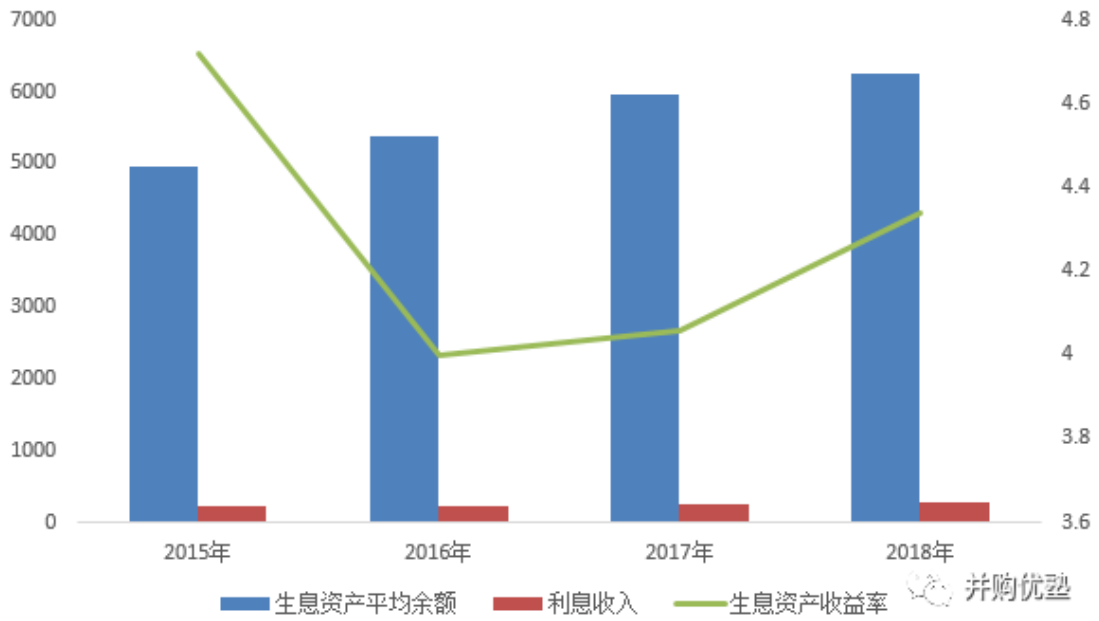


图：净息差/净利差（单位：%）

来源：并购优塾

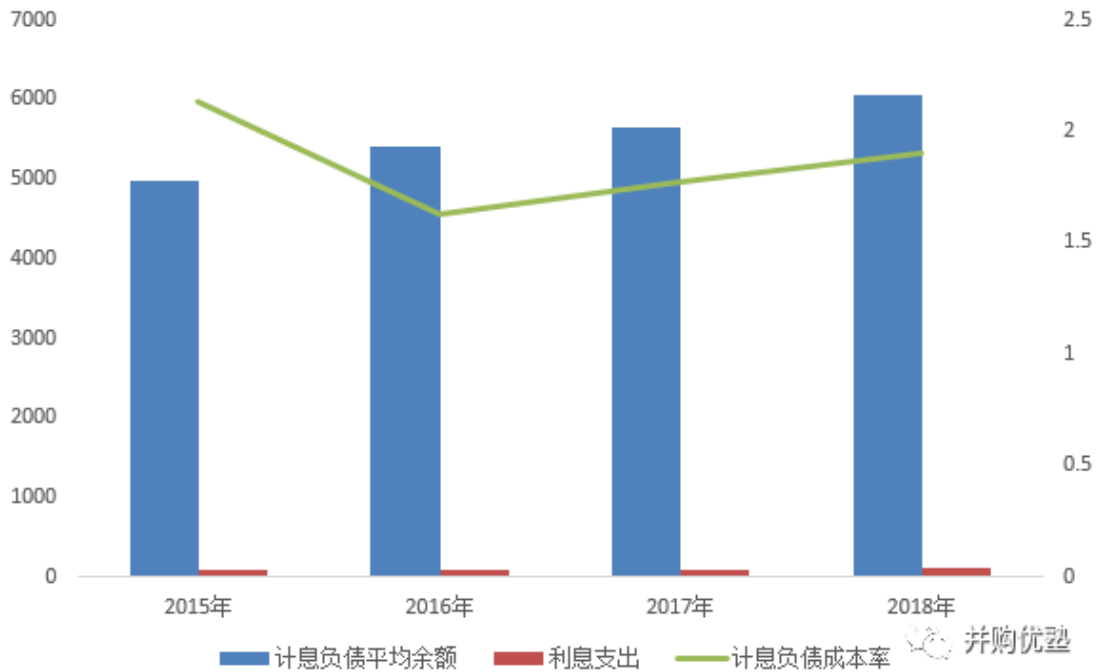


图：近 12 个季度营收净利润同比增速（单位：%） 来源：并购优塾



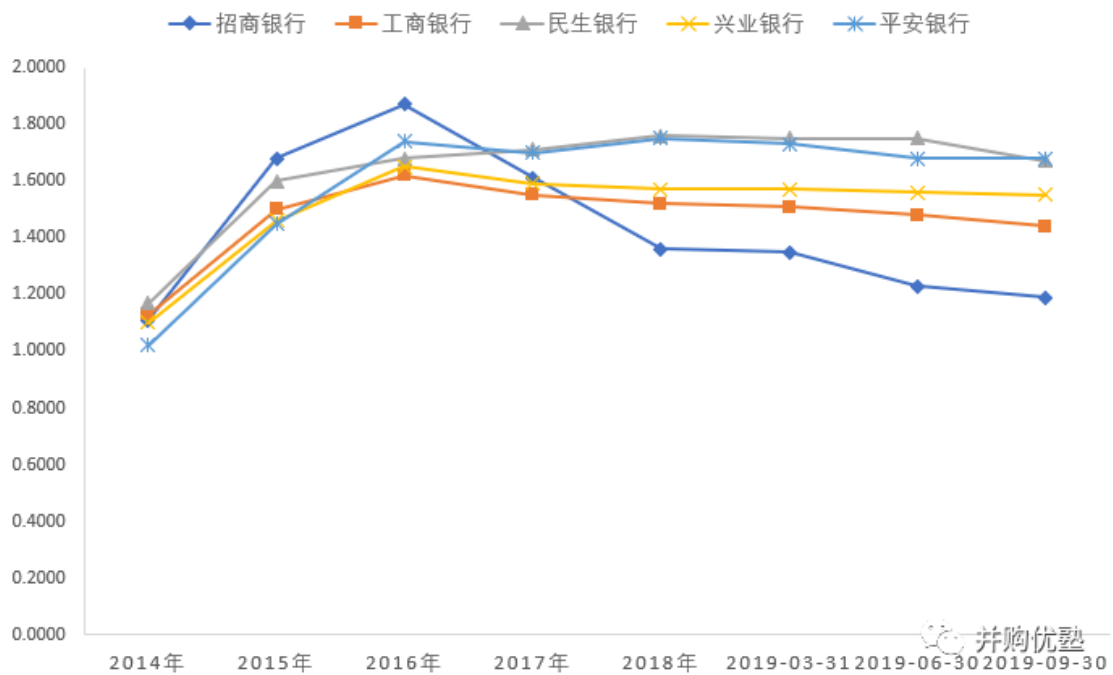
图：生息资产对利息收入的拉动效应（单位：十亿元/%）

来源：并购优塾

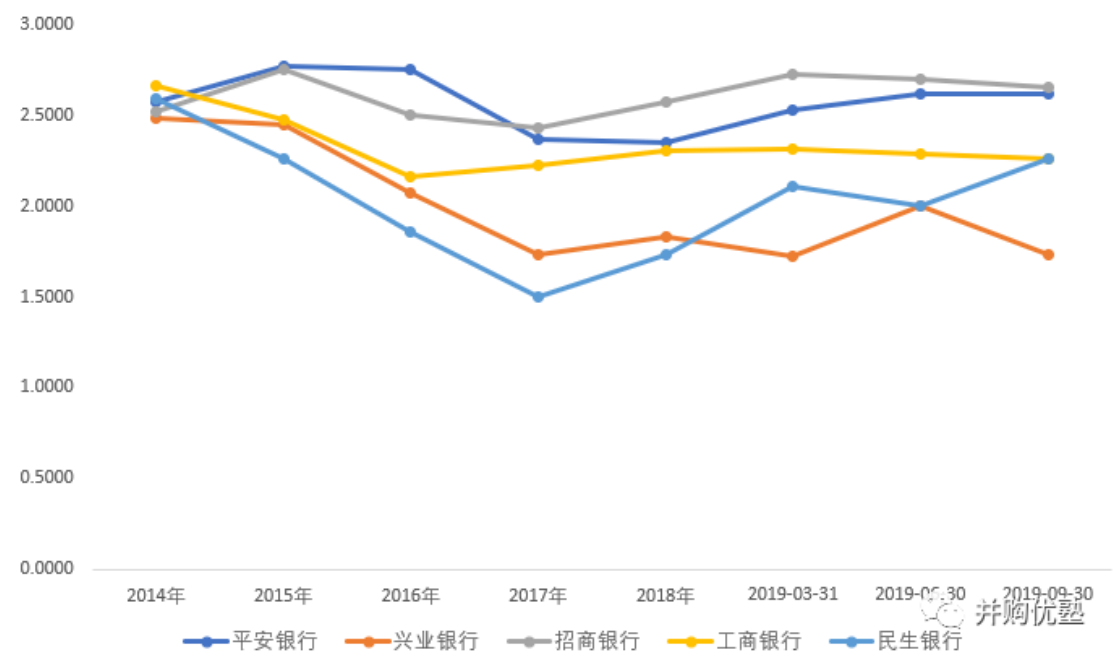


图：招行对计息负债成本优化及结构的管控能力（单位：十亿元/%）

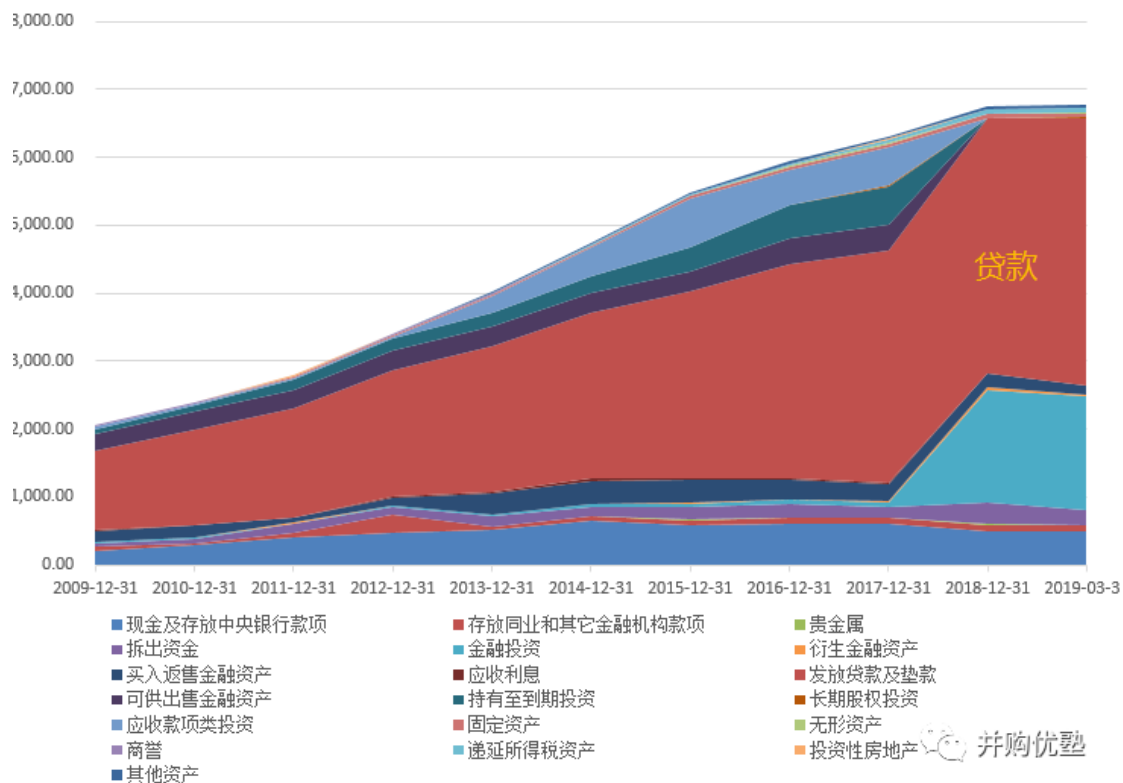
来源：并购优塾



图：不良贷款率对比 来源：并购优塾

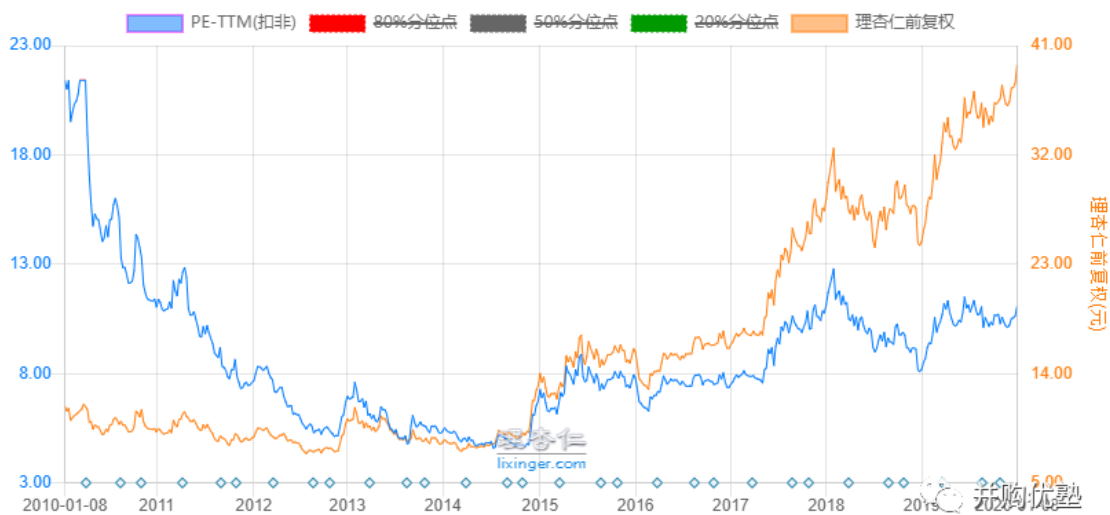


图：净息差对比 单位(%) 来源：并购优塾



图：资产结构 单位（十亿元）

来源：并购优塾



图片：股价估值图 来源：理杏仁

解决完以上两个问题，我们接着建模。银行的生意原理，可以总结为：负债生资产，资产产生收入，因此，在财务预测时，我们并不能采用传统的收入预测模型——那么，建模究竟该从什么地方入手？

— 03 —



借鸡，生蛋



银行的日常经营就是如何配置资产。所以，我们对招行的估值建模，不是从利润表开始，而是要从预测资产负债表开始。那么，首先要解决的就是资产负债表的重构。

一、先看负债表。银行负债表，主要重构为计息负债、非计息负债两大类。

付息负债：需要支付利息的负债，是银行的收入来源，大致包括四个部分：存款、同业负债、央行借款、应付债券。为了便于预测，我们将这四项合并。

非计息负债：主要包括银行的衍生性金融负债、应付利息等金融工具类负债，由于都是不产生利息支出的科目，将这四类负债合并。

具体重构后数据如下：



招商银行					
资产负债表 Balance Sheet					
单位：十亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
计息债务	4303.04	4982.05	5398.28	5639.77	6054.89
应付央行借款	20.00	62.60	330.11	414.84	405.31
同业负债	872.41	1,096.21	991.01	864.09	797.06
吸收存款	3,304.44	3,571.70	3,802.05	4,064.34	4,427.57
应付债券	106.16	251.51	275.08	296.48	424.93
非付息债务	113.78	131.20	140.71	174.50	147.26
衍生金融负债	10.25	7.58	11.15	21.86	36.57
应付利息	45.35	39.07	36.25	36.50	
其他经营性负债	58.18	84.55	93.31		
负债总计	4,416.82	5,113.25	5,538.99	5,814.27	6,202.15

图：负债结构 单位（十亿元）

来源：并购优塾

二、再看资产表。资产表，主要划分为生息资产、非生息资产，和经营类资产三类。

生息资产：指为银行创造利息收入，是银行的核心资产，合并为四大类，包括客户贷款、同业拆借、投资类资产、存款准备金。

非生息资产：指放贷之外的方式获利的部分资产，其中包括衍生性金融资产、应收利息、长期股权投资等。

经营类资产：该类资产主要为“非生息资产”，即不能产生利息收入的资产，占总资产比例较小，包括商誉、无形资产、以及银行日常经营用的房屋、设备等。

具体重构后数据如下：



招商银行					
资产负债表 Balance Sheet					
单位：十亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
生息资产	4,600.69	5,330.63	5,765.69	6,077.08	6,511.88
现金及贵金属	30.01	30.48	19.35	25.72	22.45
存款准备金	639.99	569.96	581.16	600.01	477.57
同业存放	525.05	593.39	581.96	484.10	612.96
客户贷款	2,448.75	2,739.44	3,151.65	3,414.61	3,749.95
债券投资	986.90	1,427.84	1,450.92	1,578.36	1,671.40
非生息资产	34.35	37.90	38.65	52.73	43.09
衍生金融资产	9.31	10.18	8.69	18.92	34.22
应收利息	23.56	24.93	26.25	28.73	
长期股权投资	1.48	2.79	3.71	5.08	8.87
经营类资产	40.08	50.43	77.99	106.55	122.96
固定资产	26.50	30.81	43.07	49.18	55.44
无形资产	3.29	3.60	3.91	7.25	9.15
递延所得税资产	10.29	16.02	31.01	50.12	58.37
非核心资产	26.66	25.53	40.62		
资产总计	4,731.79	5,474.97	5,942.30	6,297.64	6,745.72

图：资产结构 单位（十亿元）

来源：并购优塾

梳理完招行的业务逻辑，可见，银行是“负债驱动资产”型商业模式。银行在实际做业务时，先扩张负债、再配置高收益资产获得利差收入——那么，如果先从负债入手做建模，具体应该怎么操作？

— 04 —



驱动，M2



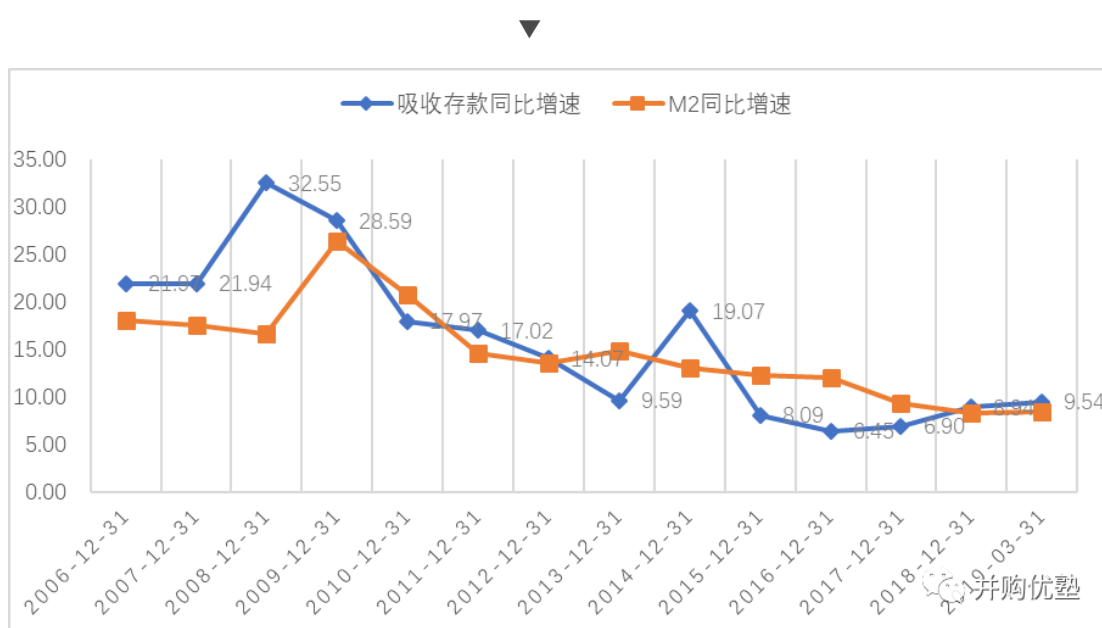
2019 前三季度，招商银行总负债同比增长 12.1%，其中：客户存款同比增长 11.47%，同业负债同比增长 19.74%，向央行借款同比增长-24.2%。负债扩张是招行主要的收入来源，以上三项增速的变化，我们分别来看。

客户存款规模的预测，我们采用**增速法**。那么，银行能拉多少存款，其核心驱动力到底是什么？

答案：M2（广义货币）。

M2 代表的是现金及主要存款余额，是主流的货币存在形式，可以近似理解为货币供应量。[1] 货币市场中，央行先向银行投放基础货币，银行再把这些基础货币投放给居民，居民的账户里形成存款，这就是我们的货币（计入 M2）。

我们通过对招行的存款历史增速与 M2 增速的相关性测试，证明其历史十年存款增速与 M2 同比增速相关性达到 75% 以上。



图：存款及 M2 增速 单位 (%)

来源：并购优塾

那么，接下来的问题是，未来 M2 的增速如何进行假设？

新增货币投放，需要满足两方面的流通需要：1) 满足经济增长需要，即实际 GDP 增速；2) 物价上升的需求，即 CPI，3) 不包括在 CPI 内的房价上涨。前面两者相加约等于名义 GDP。

2019 年政府工作报告中的指引同样为“广义货币 M2 要与名义 GDP 增速相匹配”。

此处，相当于此公式： $M2 \text{ 增速} = GDP \text{ 增速} + CPI \text{ 增速}$ 。

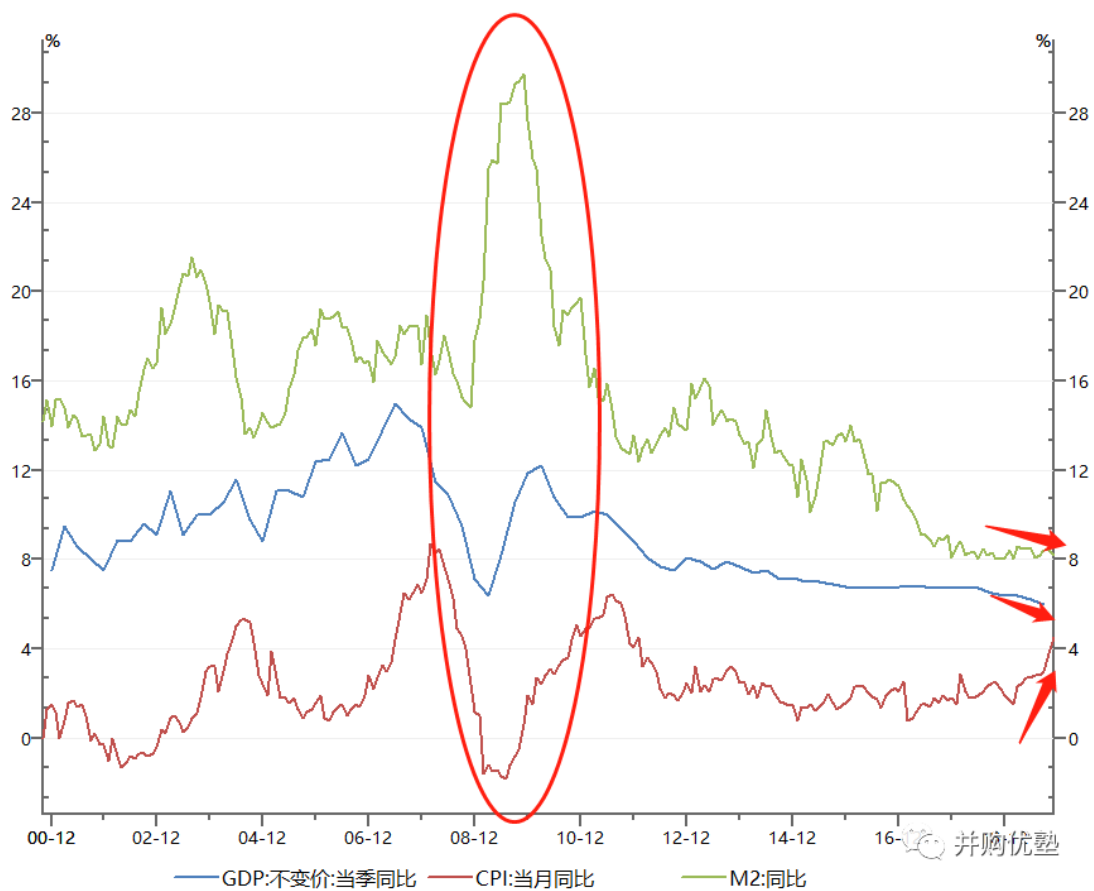
其中，GDP 的预测，我们采用市场一致预期，因此观测的主要变量为 CPI。CPI 的研究中，我们与主流宏观研究的差异之处为债务视角。引用达里奥在《债务危机》中的研究，债务问题可以分为**通胀性和通缩性**。

我们在预判 CPI 趋势时，叠加了债务的考量，即当经济体面临通胀性或通缩性债务危机时，由于 CPI 存在较为剧烈的波动趋势，往往会导致传统 M2 公式发生不匹配的现象。

其中，通缩性问题往往出现在大多数债务是国内融资的，以本币计价的**国家**。通胀性问题经常出现在依赖外资流动的国家，这些国家已经积累了大量以外币计价的**债务**。

通缩性问题的案例，发生在 2009 年的中、日，以及 USA，出现了较为明显的通缩，因此，观测当时的 M2 增速，能够发现，脱离了上述公式。以国内为例，2009 年 10 月，国内 M2 月度同比增速在 29.74% 之间，GDP 增速为 10.6%，CPI 增速为 0.6%。





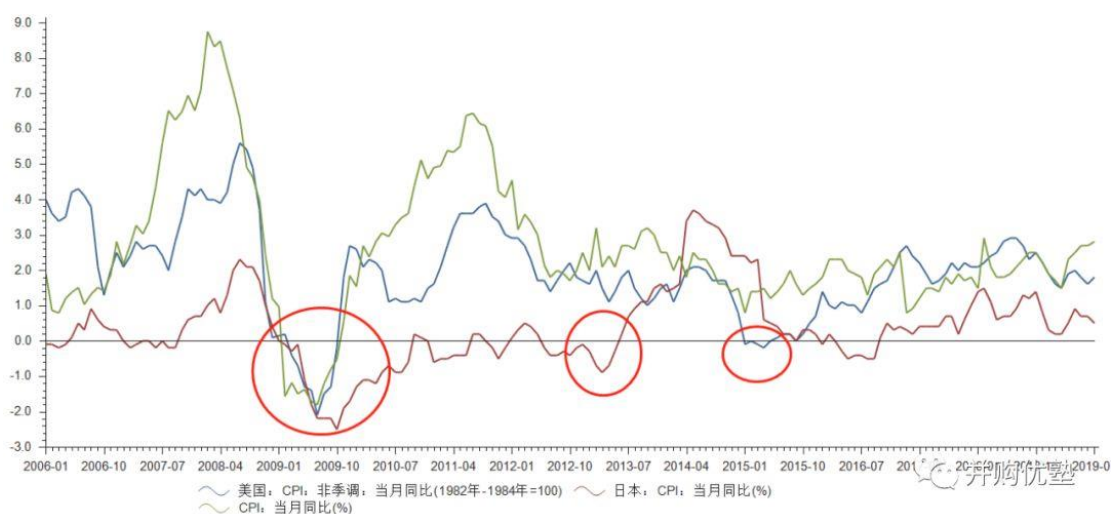
图片：M2/GDP/CPI 同比增速 单位（%）

来源：Wind

不过，这并不意味着公式不适用，仅代表着政策与经济活动的对冲，在特殊情况下也有例外。

根据达里奥在《债务危机》中的解释：“印钞的意义在于抵消信贷的减少，令通缩的力量被通货再膨胀的力量平衡。这并非理论，而是经历了历史一次次验证的结论。”





图：CPI：当月同比 单位（%）

来源：Choice 数据

2019 年第三季度，CPI 从 2.7%一路上升至 4.5%，GDP 从 6.2%略微下降至 6%。当下，对于银行业来说，极大的变量在于高通胀环境。那么，当前的高通胀环境，会对银行的负债端带来怎样的影响呢？

我们来从宏观和微观两个层面看。

— 05 —

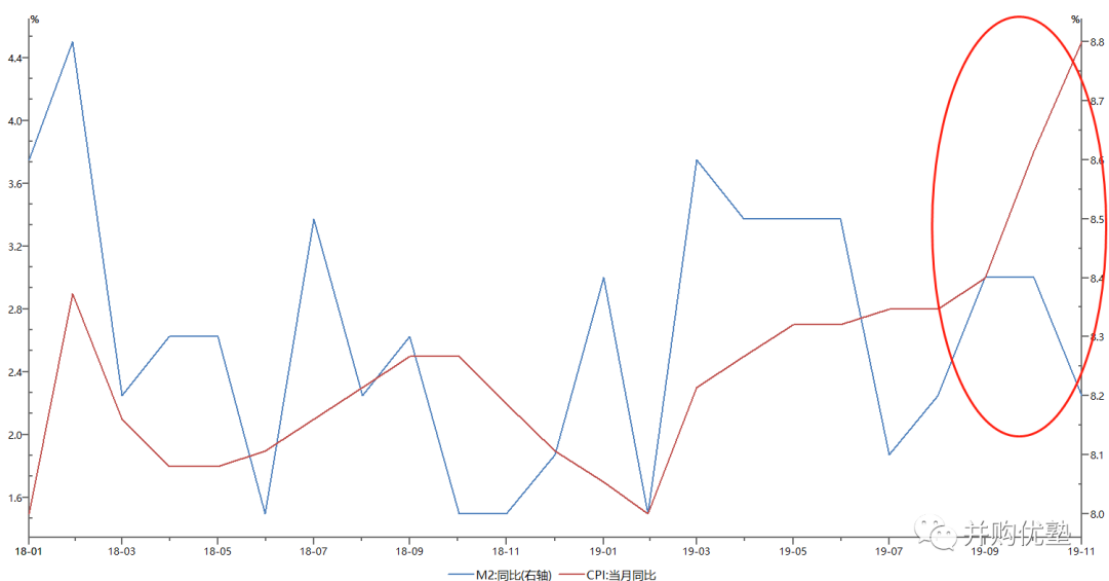


宏观，M2 拆解



宏观角度来看，影响银行负债端规模的，为 M2 增速。

此前，我们假设 M2 增速=名义 GDP 增速（近似看做 GDP+CPI）。根据 2019 年 3 季度经济数据，M2 为 8.4%，CPI 为 4.5%，GDP 为 6%。但显然，当前的高 CPI 并不会使得 M2 增速大幅上升。



图：M2 增速与 CPI 增速

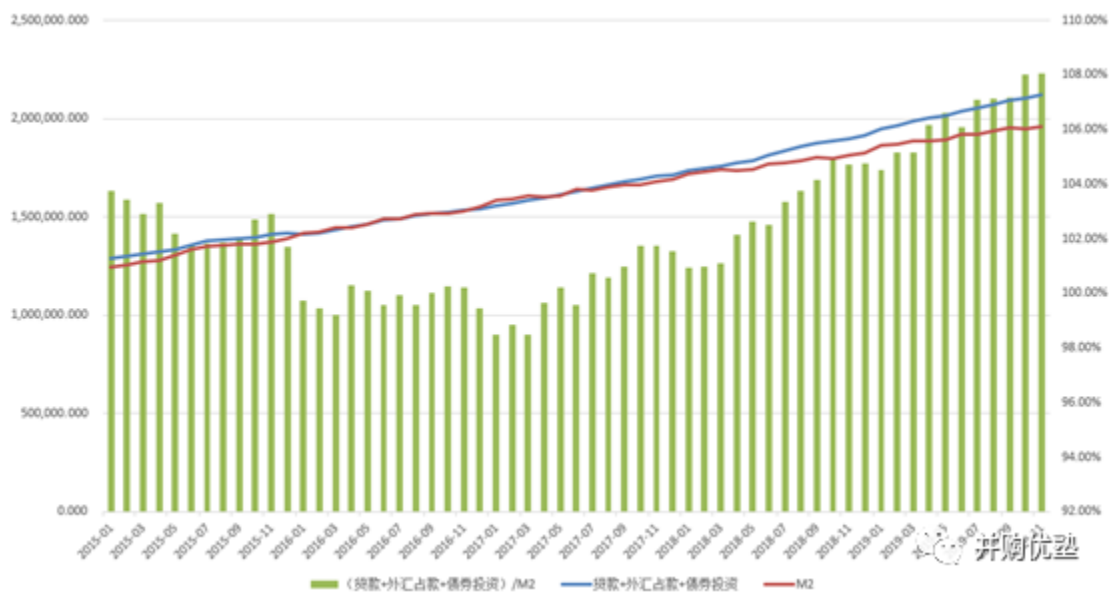
来源：WIND

为了推演 M2 增速，我们通过另一个角度，通过金融机构资金运用的维度，对 M2 进行拆解。通过观察存款类金融机构信贷收支表，M2 大致可以用下列公式表达：

$$M2 = \text{外汇占款} + \text{银行自营持有债券} + \text{实体贷款} + \text{财政净支出} + \text{其他（非标、委外）}$$

这些变量可以分为两类，一类为主要驱动力，为外汇占款、贷款、债券投资。

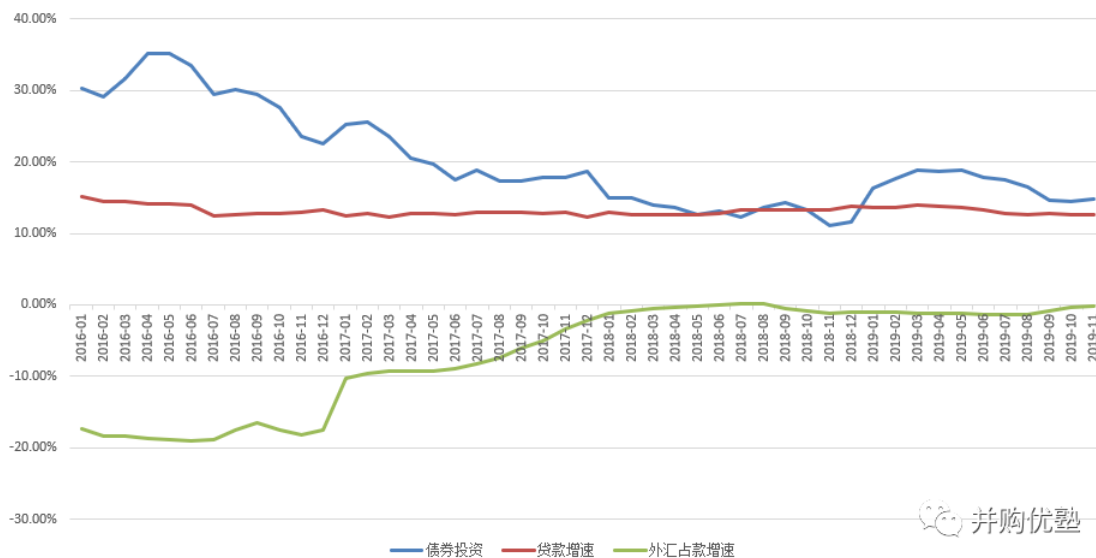
这三项数据可以直接从人民银行披露的，存款类金融机构信贷收支表中获取，我们以 3 项之和与 M2 对比来看，能够发现。三者之和基本贴合 M2，占比在 98%至 108%之间浮动。



图片：贷款+外汇占款+债券投资/M2（单位：亿元/%）

来源：并购优塾

划分来看，贷款的权重较大，但增速波动较小，债券投资是资金运用的轧差项，因此，短期增速波动，主要看外汇占款。



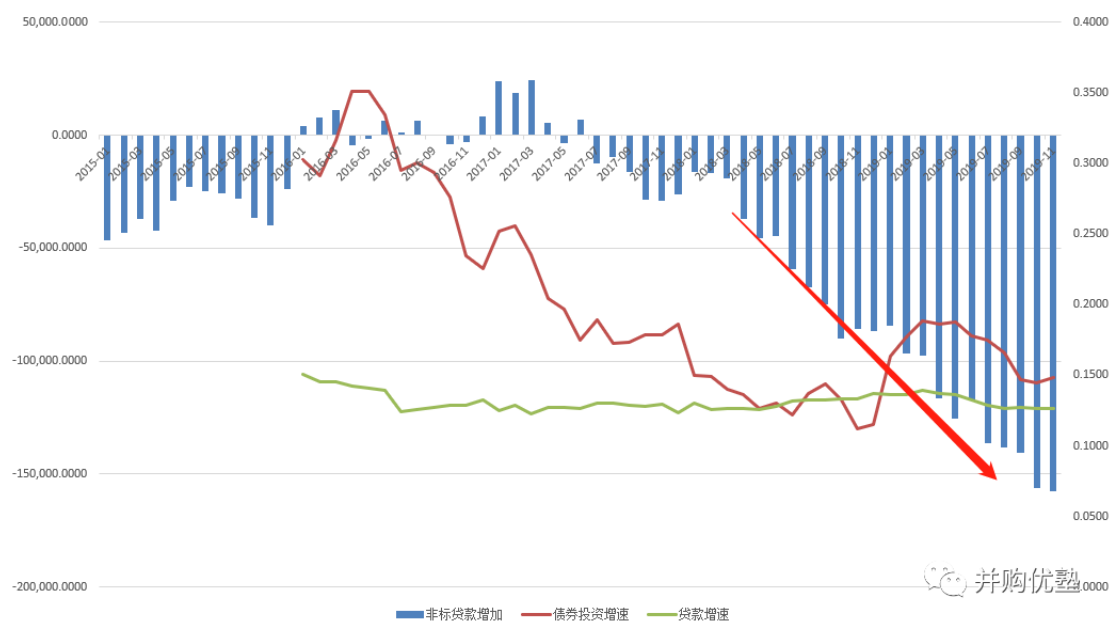
图片：贷款、外汇占款、债券投资增速（单位：%）

来源：并购优塾

第二类，为非标贷款与委外理财。这类驱动力没有直接披露的指标，我们以 M2 倒算，即：

$$\text{非标贷款} = \text{M2} - \text{发放贷款} - \text{外汇占款} - \text{债券投资} \quad (\text{财政支出权重低，暂时不考虑})$$

非标贷款使用，大致可以理解为金融机构之间的放款。计算过后，我们能够发现，分水岭出现在 2018 年 3 月。此时，发生的事件为资管新规的出台。



图片：非标投资、债券投资增速（单位：亿元/%）

来源：并购优塾

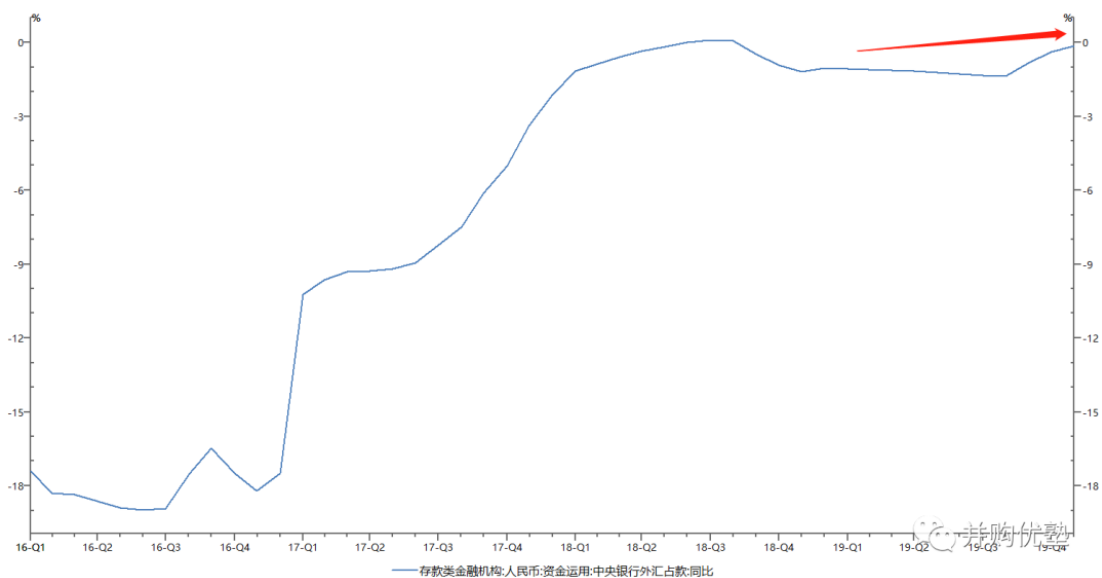
明确此处后，短期内，M2 的增速的波动主要可能来自两个地方：

- 1) 外汇占款；
- 2) 非标贷款回升。

目前，非标贷款的数据获取难度较高，但根据新的监管动向来看，此处放松的概率不大，2020 年 1 月 4 日，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，其中包含“严格影子银行和房地产业务等监管”。

因此，负债端规模唯一可能的正向贡献因素，为**外汇占款**。

从月度的数据来看，外汇占款增速正在逐步回暖，11月数值为-0.12%，并且，考虑到当前我国对于金融业的逐步开放，外资流入会导致该数值向上，因此，虽然该指标当前仍然处在负值，但后续仍将作为我们重点关注的指标。



图：外汇占款增速

来源：WIND

总结以上分析，从以资金运用的角度来看，由于外汇占款、非标贷款仍处于负增长，M2 增速（8.4%）要达到 GDP+CPI 增速（10.5%）存在困难。但由于外汇占款增速转正概率较高，因此，M2 增速有望提升，从而提升银行负债增速。

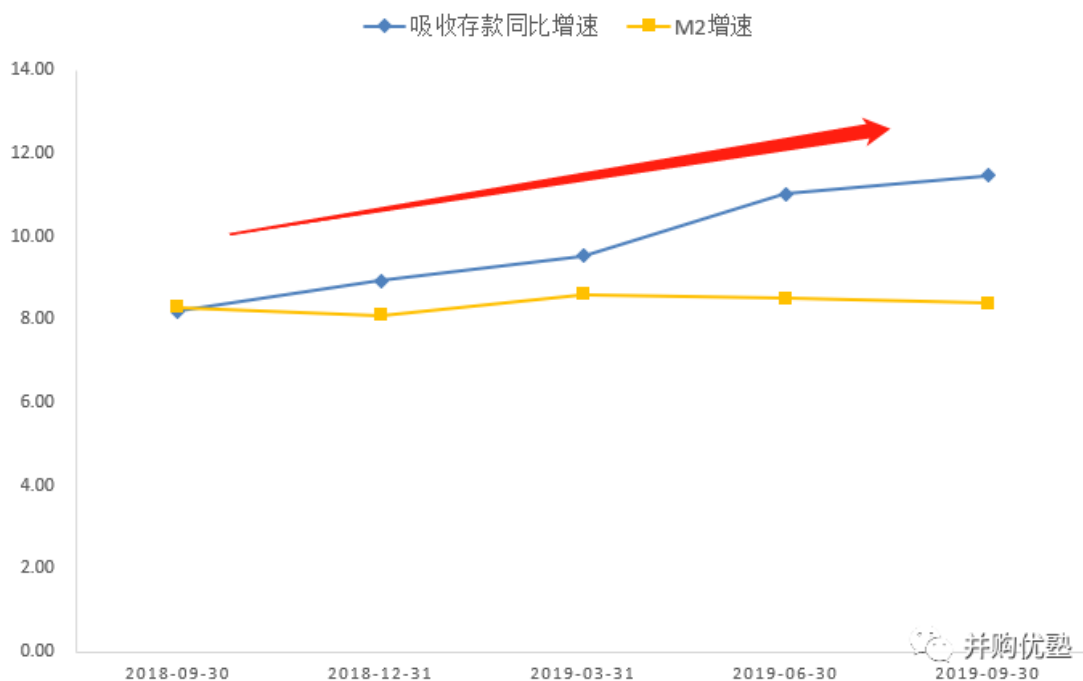
— 06 —



微观，结构性存款



回到本案，我们将招行的客户存款增速锚定 M2 增速，那么，为什么 2019 年 3 季度以来，其吸收存款增速达到 11.47%，远超过 M2 的实际增速 8.4%？



图：招行吸收存款/M2 同比增速 (%)

来源：并购优塾

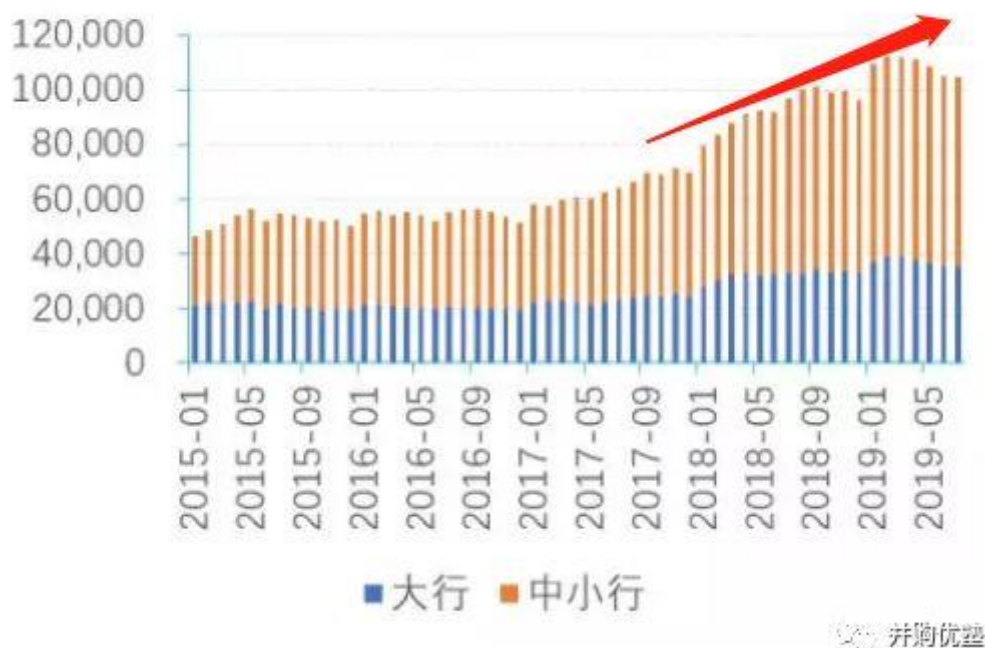
答案：结构性存款。

2019 年 3 季度，本案客户存款中活期存款下降 9%，定期存款比例上升。其中新增定期存款以结构性存款为主。

结构性存款，其本质就是变相的保本理财。2018 年“资管新规”实施后，商业银行禁止发行保本理财产品，打破刚性兑付。由于结构性存款可作为表内理财替代品，银行为缓解吸储压力发行了大量结构性存款。

2019 年 7 月，全银行体系结构性存款增速达到 50%，规模突破 10 万亿元，超过原保本理财总规模。其增长的时间点与招行的客户存款大幅上升时间一致。

图 5: 19 年 7 月末结构性存款 10.4 万亿, 中小行占比高 (亿元)



图：结构性存款规模及增速（单位：亿元/%）

来源：天风证券

不过，这一趋势不会长期延续。2019 年 10 月，银保监会发布结构性存款新规，限制其规模增长。由于结构性存款久期（持续期）大约在 3-4 个月，预计到 2020 年 1、2 月份结构性存款规模会有所下降。

据以上分析，《并购优塾》将 2019 年客户存款增速调整为三季报增速 11.47%，之后维持原假设不变，（原假设：存款增速和 M2 增速维持在名义 GDP 水平 9% 增长。）

此处，解决的是存款科目的问题。接下来，再看银行第二大资金来源——同业负债，未来将会如何？



同业负债，是指向同行业金融或非金融机构拆借的资金，占计息负债比例的 18%。主要包括同业存放、拆入资金、卖出回购三大项。

2010 年-2016 年，在货币宽松的背景下，同业业务进入爆发期。银行同业业务规模从 7 万亿上升至 57 万亿，复合增速高达 31%。自 2017 年起，金融强监管、去杠杆以来，同业业务成为主要打击对象之一。



图 44: 上市股份行同业资产与负债同节奏



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。取各上市股份行平均数。

图：银行同业资产规模（单位：亿元）

来源：债券杂志

同业业务受到金融去杠杆的严监管，与同业业务的根本逻辑有关：

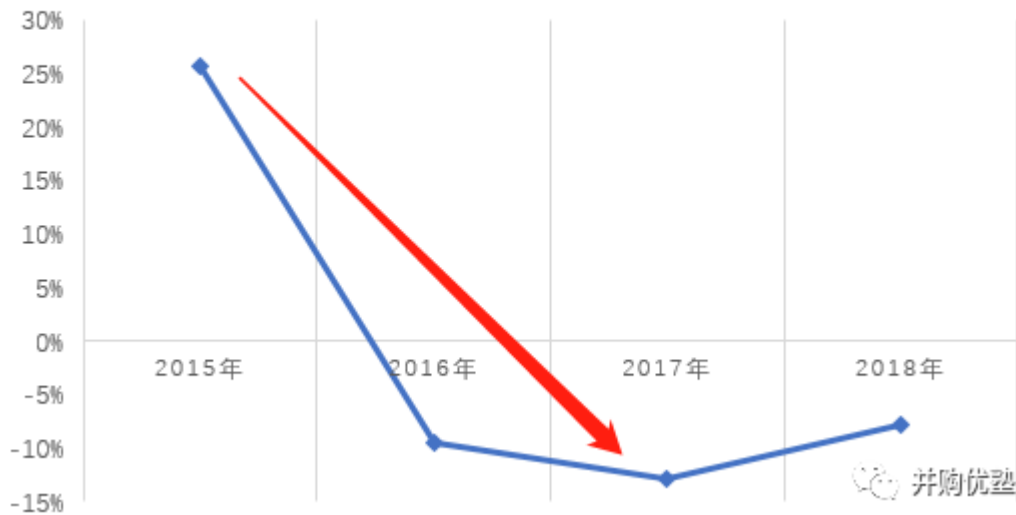
1) 同业业务的存在原因，是“短期资金调剂”。不过，在监管宽松的情况下，银行往往将这种短期负债，用于长期资产投资，即资产错配，来赚取息差。其中往往存在层层嵌套，会加大市场风险。

2) 同业业务的本质，是支撑实体经济。但银行加杠杆借入同业负债，再投向同业资产，却没有投向实体经济，导致“资本空转”。

基于以上等诸多原因，监管层对银行的同业业务开始严加管控。受到监管影响，招行近三年的同业负债规模开始负增长，同比增速分别为-10%、-13%、-8%（同业情况也都差不多）。而这，也是前文提到的“现金流”问题的原因：同业负债的减少额大于同业资产的增加额，导致经营活动现金流为负。

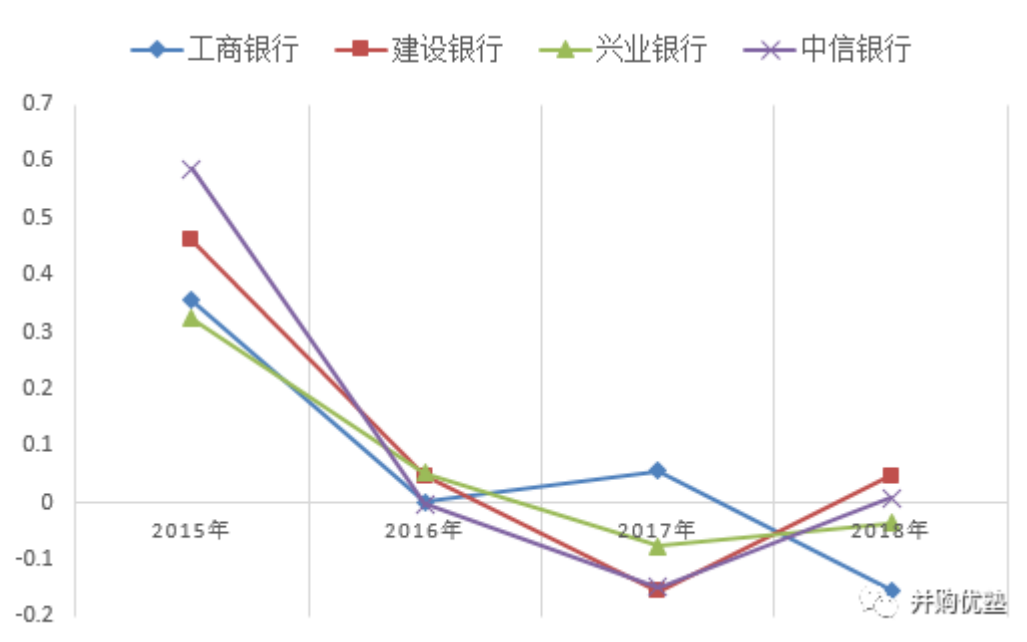


同业负债



图：同业负债增速 单位 (%)

来源：并购优塾



图：同业负债增速 单位（%）

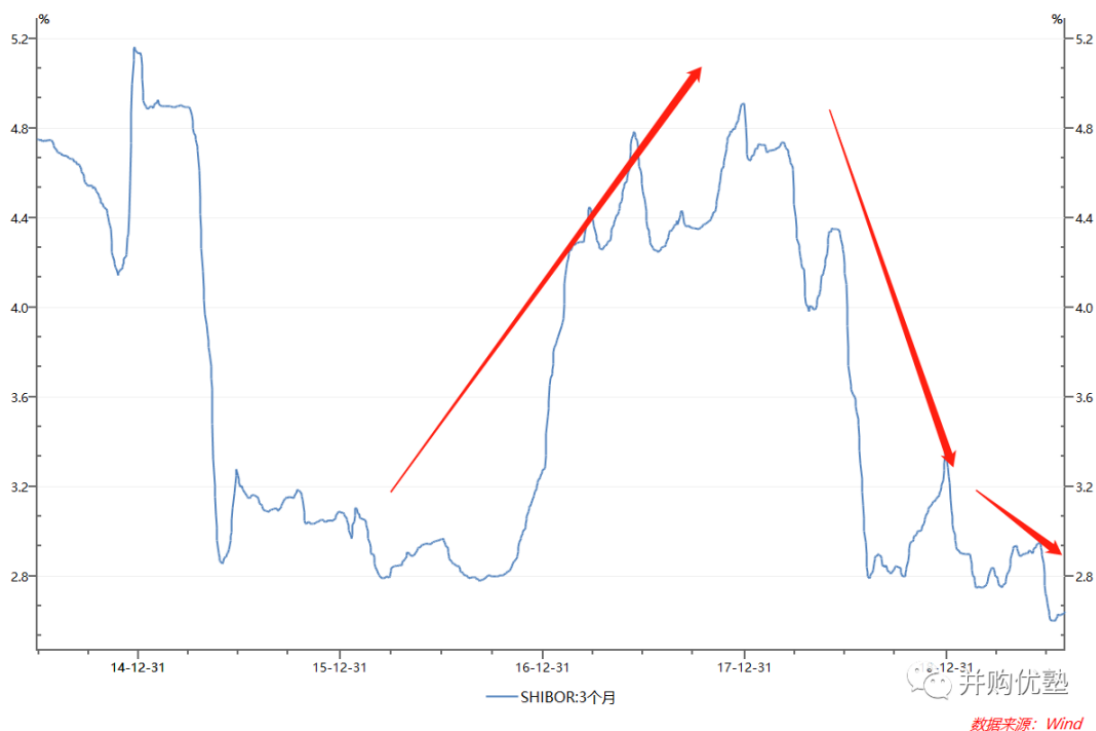
来源：并购优塾

那么，未来招行的同业负债规模增速预测，我们主要从：1) 供需层面；2) 监管层面分析：

供需层面，我们参考 3 个月 SHIBOR 的变动来验证。SHIBOR 即上海银行间同业拆放利率，可以反映出银行间市场资金的紧张与否。利率越高，同业资产越少，利率越低，同业资产越高。

2016 年起监管层的严监管同业套利操作，导致银行同业的资金面较为紧张，三个月 SHIBOR 整体走高，对银行同业负债直接构成了较大压力。2018 年后“SHIBOR 开始下降至 2016 年之前水平，可见同业负债的降杠杆操作基本达到了较低的位置。





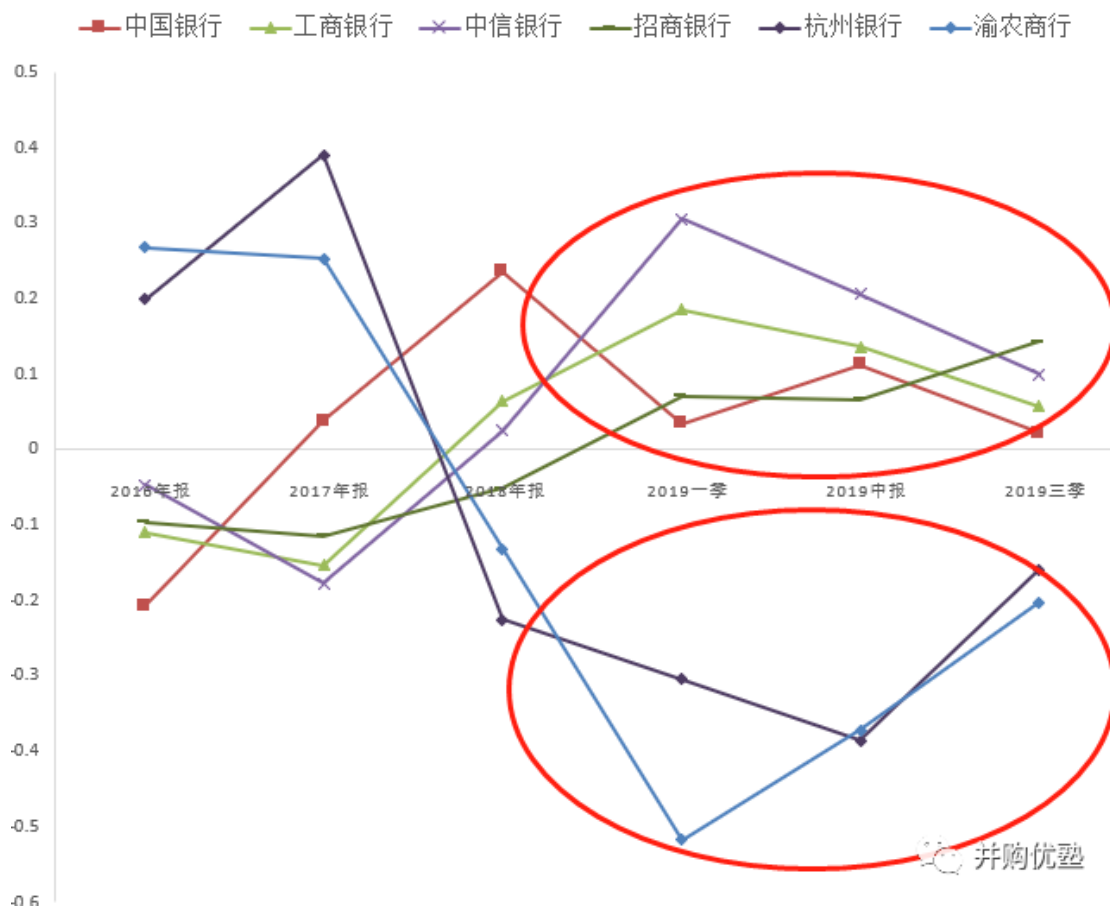
图：SHIBOR 单位（%）

来源：WIND

监管层面，2019年7-30日会议，没有提“去杠杆”，而是强调“货币方面要松紧适度，保持流动性合理充裕”。可见，未来流动性将松紧适度，同业负债的萎缩不会太过紧张。

2019年前三季度其同业负债（包括同业存放、拆入资金、卖出回购）同比增长17.8%，打破前两年负增长的趋势。

其原因有二：1）政策宽松导致的同业间利率下降，使发行同业债务成本下降。2）2019年中小银行事件后，大型银行与中小银行同业业务出现信用分化。大型银行由于信用良好、还款能力强，同业存单发行利率下行；中小型城商行，资金实力薄弱，同业存单发行利率面临风险溢价。



图：银行同业负债同比增速（单位：%）

来源：并购优塾

如上图，2019年三季度以来，工商银行、招商银行由于存单利率较低，增加了同业存单的发行量，同业负债增速>0%；中小型城商行，如：杭州银行、渝农银行同业负债仍处于负增长。

基于以上分析，考虑到预计同业去杠杆业务基本到位，并且偶发性事件对长期预测影响不大，未来同业资产趋于合理。所以，将2019年增速修改为三季度报增速17.8%，之后增速维持0%。

负债中的另外两项负债，由于占比较小，我们简单预测：

1) 应付债券——该负债主要是已经发行的各类债券，由于发行债券成本比吸收存款、同业负债高，银行一般在负债端资金较紧缺时选择发行。所以此处，我们假设应付债券其占计息负债的比重为固定值，取三年历史均值 2%。

2019 年应付债券规模同比增长 57.48%，主要是同业存单额度上升较高。根据银监会 53 号文，同业存单计入同业融入资金，并纳入 MPA 考核，融入资金总额不得超过银行负债的三分之一。”基于此，同业存单纳入同业负债类科目更加合理。所以，我们将应付债券中的同业存单拆分归入同业负债科目中，应付债券占计息债务比重假设不变。

2) 向央行借款——该负债主要是由于计息负债不足时银行向央行的借款，由于占计息负债比例稳定，取三年占比均值，6.72%。

3) 非计息负债——近五年占计息负债比例均为 3%，所以这里《并购优塾》简化预测，未来十年仍保持 3%比例。

招商银行										
资产负债表 Balance Sheet										
单位：十亿元人民币（特殊说明除外）	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
计息债务	6629.27	7110.40	7634.56	8205.61	8827.76	9505.62	10244.19	11048.92	11925.76	12881.21
应付央行借款	458.06	490.40	525.63	564.02	605.84	651.40	701.04	755.19	814.07	878.29
同业负债	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47	1,042.47
吸收存款	4,946	5,391	5,876	6,405	6,981	7,609	8,294	9,028	9,854	10,741
应付债券	183.14	186.82	190.59	194.43	198.34	202.34	206.41	210.61	214.93	219.14
非付息债务	177.80	190.71	204.77	220.08	236.77	254.95	274.76	296.34	319.86	345.49
负债总计	6807.07	7301.10	7839.32	8425.69	9064.53	9760.57	10518.95	11345.26	12245.62	13226.70

图：负债预测 单位（十亿元）

来源：并购优塾

至此，财务模型解决了钱从哪里来的问题，接下来，该如何用钱生钱？

— 08 —



资产，配置



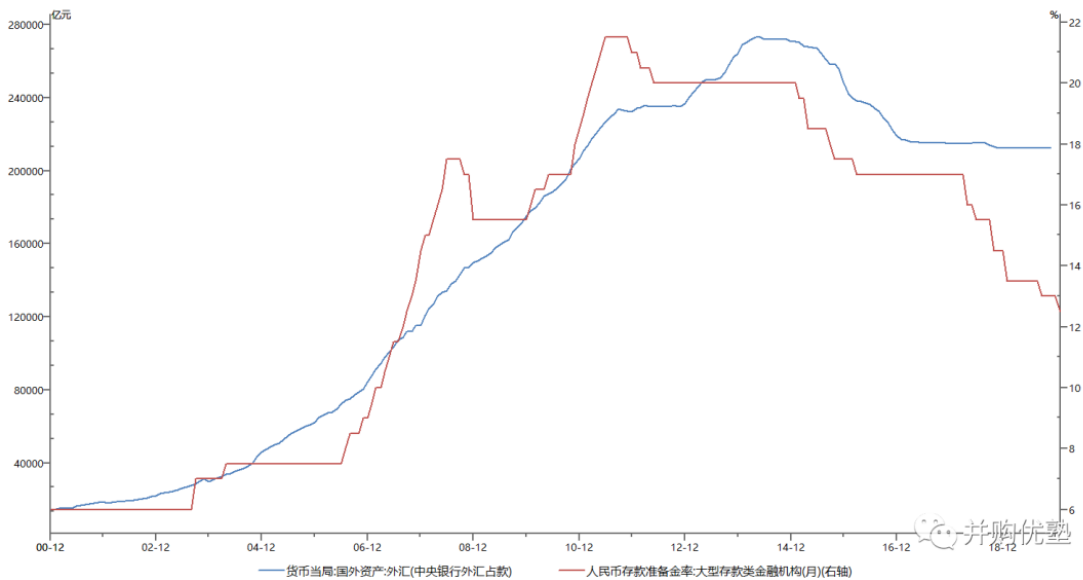
银行的资产配置原则是，首先要考虑的就是流动性需求，其次才是资金的投资回报率高低。

所以，首先就是配置法定存款准备金，用于储户兑付，和日常经营所需支付的现金。

存款准备金——2018 年至今，监管层共下调过 4 次存款准备金率，以缓冲经济下行的压力。2019 年 5 月存款准备金率为 11%。当然，一成不变是不可能的，这一参数后续需要跟踪新变动，进行建模后续调整。

准备金率，是我国央行一个重要的货币政策工具，主要用于对冲外汇占款带来的问题。

2018 年，央行资产端占较大的为外汇占款，占比 57.06%，负债端占比较大的为储备货币，占比 88.85%。因此，外汇占款增加时，央行天然需要较高的准备金率来限制银行端，防止流动性泛滥。



图：外汇占款与准备金率

来源：WIND

但注意，当外汇占款增速长期处在 0 以下时，央行在准备金率上的操作空间也会扩大。2015 年后，降准成为了货币政策中极为重要的一个环节。注意，判定货币政策的主要工具，对银行业的投资有着非常重要的意义，此处我们将在后文重点分析。

近期来看，2019 年 8 月、2020 年 1 月均再度发生降准，近期的降准，要从第四季度起，才会明显反馈到银行的报表上，降准能够提升银行的资产规模和盈利能力。

先看规模，以招行三季报数据为例，其存放中央银行的准备金为 4842.48 亿元，2020 年降准 0.5 个百分点后，资产端直接可运用的资金为 186.25 亿。由于银行存在一定的乘数效应，因此，资产端增速提升较为确定。

由于我们无法量化乘数效应，因此，我们以招行的资产增速-负债增速来看，能够发现，当降准发生后，资产增速会显著高于负债增速。



图：招商银行资产增速-负债增速（单位：%）

来源：并购优塾

再看收益，如果准备金存放在央行，央行给予存款机构法定准备金的利率为 1.62%，降准后，即使招行拿去投十年期国债，收益率也有 3.2%，利差也有 1.5%左右。

考虑到准备金率的假设中，不同阶段经济体的准备金率要求不同，因此，直接对标发达国家准备金率的参照意义不大，此处，我们假设法定存款准备金每年下降 0.5 个百分点，降至 7%（韩国水平）后维持不变。（原假设为维持 11% 不变）

但上述假设基于长期逻辑，需要根据具体的政策进行相应调整，不排除年内再度发生降准的可能性。

日常经营所需支付的现金——日常经营所需现金主要用于支付客户提取存款的需求。所以，《并购优塾》假设，现金占存款比例维持过去五年历史均值 0.68%。具体预测数据如下：

招商银行										
单位：十亿元人民币（特殊说明除外）	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
生息资产										
存款准备金	519.29	548.05	577.79	608.45	639.94	672.16	705.01	738.33	771.93	805.60

图：存款准备金预测 单位（十亿元）

来源：并购优塾

建模至此，满足了流动性与经营的资金需求，接下来的资金，就可以按照回报率高低进行配置，产生收入，那么，招行都配置了哪些资产？不同资产的回报率到底有多高？我们接着往下看。

— 06 —



生息，资产



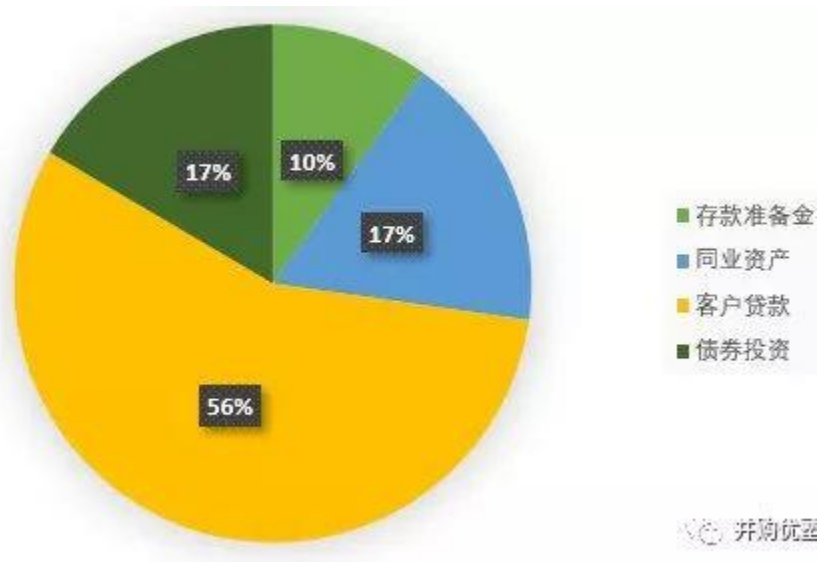
银行能带来收入的资产，主要是生息资产与非生息资产两大类。生息资产为银行创造利息收入，是银行的核心资产，占总资产比例达 97%。

生息资产主要分为四大类，除了回报率极低的存款准备金外，还有三大类：

- 1) 客户贷款——银行极为重要的资产，主要包括公司和个人发放的活期和定期贷款，平均收益率相对较高，大约 5.13%。
- 2) 投资类资产——主要为各类债券型资产，平均收益率略低于贷款，为 3.77%。

3) **同业存放**——存放在其他银行或非银金融机构的资产，同业资金拆借的利率基本市场化，其市场价为 Shibor，2019 年 7 月 31 日隔夜 Shibor 市价为 2.6%。

对比三中不同资产可见，贷款的收益率高。所以，大部分银行极重要的资产就是，客户贷款，招行也不例外。从招行的资产端上看，客户贷款的占总资产比例达 56%。



图：生息资产结构 单位 (%)

来源：并购优塾

首先，我们来**贷款如何配置**——客户贷款主要包括向个人贷款及企业贷款。通过我们此前对招商银行的研究，我们能够明确，招行的护城河就是**零售业务**（即个人贷款）。根据之前我们在专业版报告库中，对招商银行的研究，其零售业务的优势，主要有三点：

- 1) 零售业务的息差要高于对公业务；
- 2) 零售业务风险分散，不良贷款率远低于对公贷款；
- 3) 个人贷款客户黏性高，能够带来更多中间业务收入；

从历史增长趋势来看，2014 年开始，招行的零售贷款明显扩张，增速达 26.4%。2017 年零售业务占比达到 50.08%，全行业龙头，超过工商银行的 39%，建设银行。



图：零售贷款占比 单位（%）

来源：国信证券

在建模中，我们将贷款分为个人和企业，那么，接下来，要解决的问题是：个人贷款与企业贷款两类资产的占比，该如何预测？受什么经济指标影响？

— 07 —



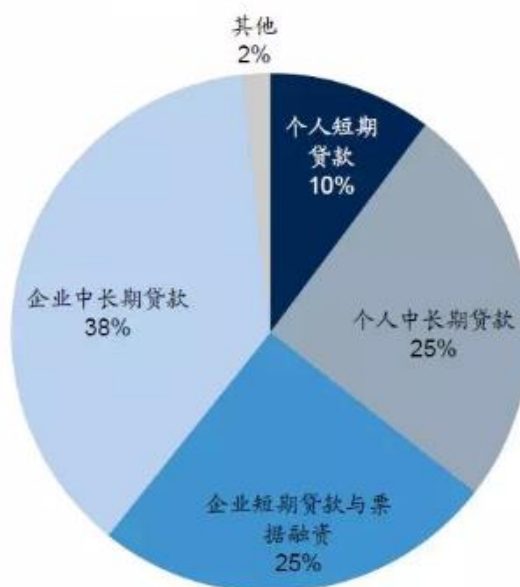
企业，杠杆



根据 2019 年信贷结构占比图，可以看出：

- 1) 企业贷款占比高，合计 63%。其中主要为中长期贷款，占比 38%，短期占比 25%；
- 2) 个人贷款占比较低，合计 35%。个人中长期贷款占 25%。个人中长期贷款以房贷为主，占长期贷款的 75%，；个人短期贷款主要为消费贷款，比如信用卡分期等。[2]

图 4: 人民币贷款的构成 (2019 年 1 月末)



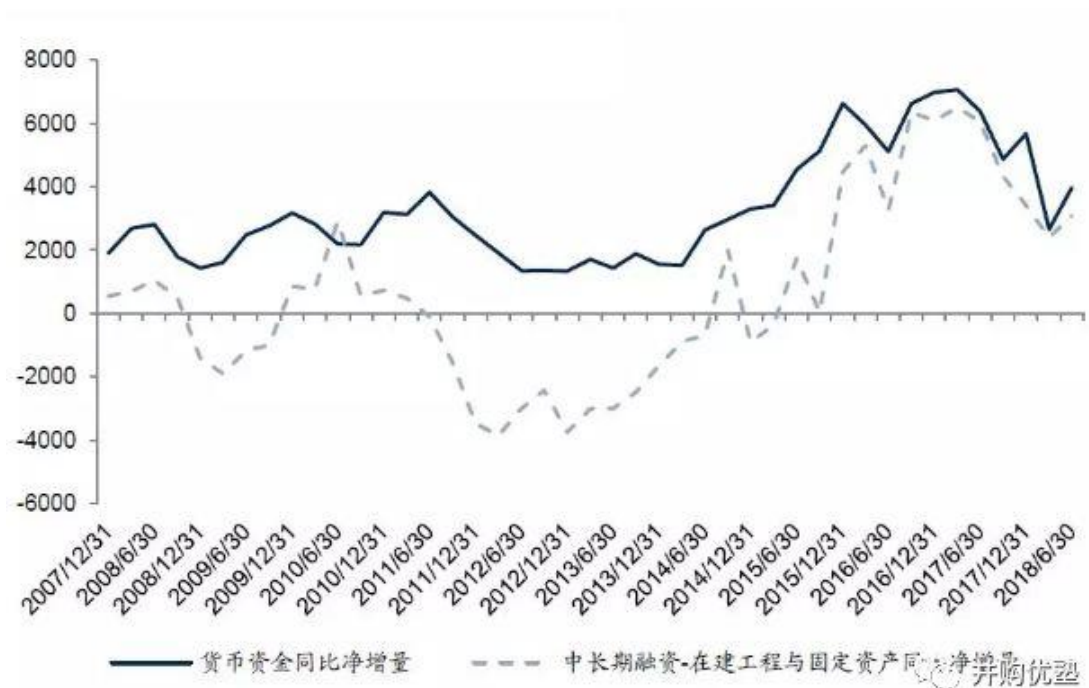
并购优塾

图：人民币贷款构成 单位 (%)

来源：国信证券

先看企业贷款——企业短期融资主要用于补充营运资本或增加库存，该部分融资需求对利率变化及货币监管变动敏感性较低。

企业中长期贷款主要用于在建工程及固定资产投资。因此中长期贷款增速与企业资本开支的进度有关，而投资主要来自**基建投资、房地产投资、制造业投资**等。

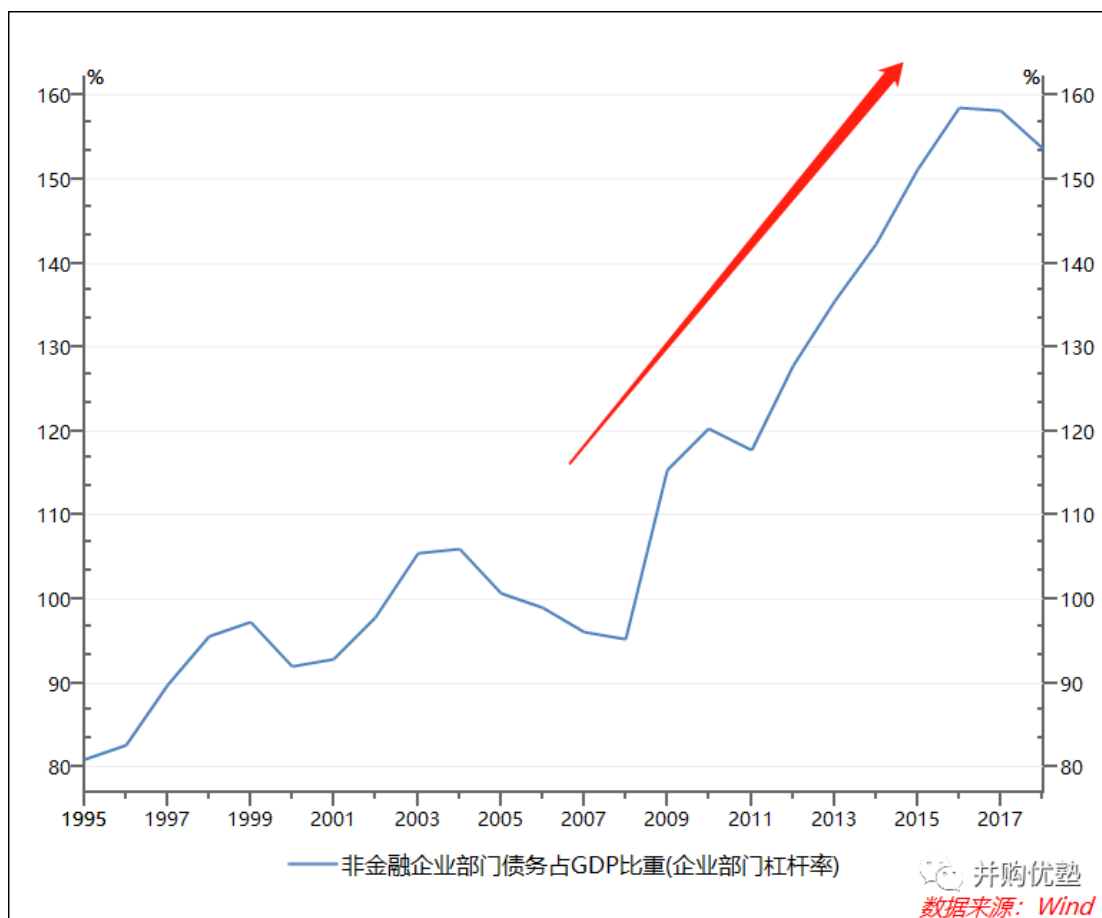


图：基建增速与贷款增速 单位（%）

来源：并购优塾

由于我国实体经济融资的主要途径为债权型的间接融资，这就构成了“信贷扩张——企业加杠杆——拉动资本支出”的传导逻辑。

2009年后，在货币宽松环境下，我国非金融企业的总债务比例占GDP比重开始上升，杠杆率从2008年的95%上升至2016年的158%。也就是说，2009年后，债务增速高于经济增速。



图：非金融部门债务占 GDP 比重 单位 (%)

来源：WIND

因此，当实体去杠杆措施把目标设定为抑制债务总规模的时候，银行的企业贷款会受到抑制，中长期来看，企业贷款增速将向 GDP 增速回归——研究至此，企业贷款增速问题基本解决，那么，个人贷款未来将会如何？

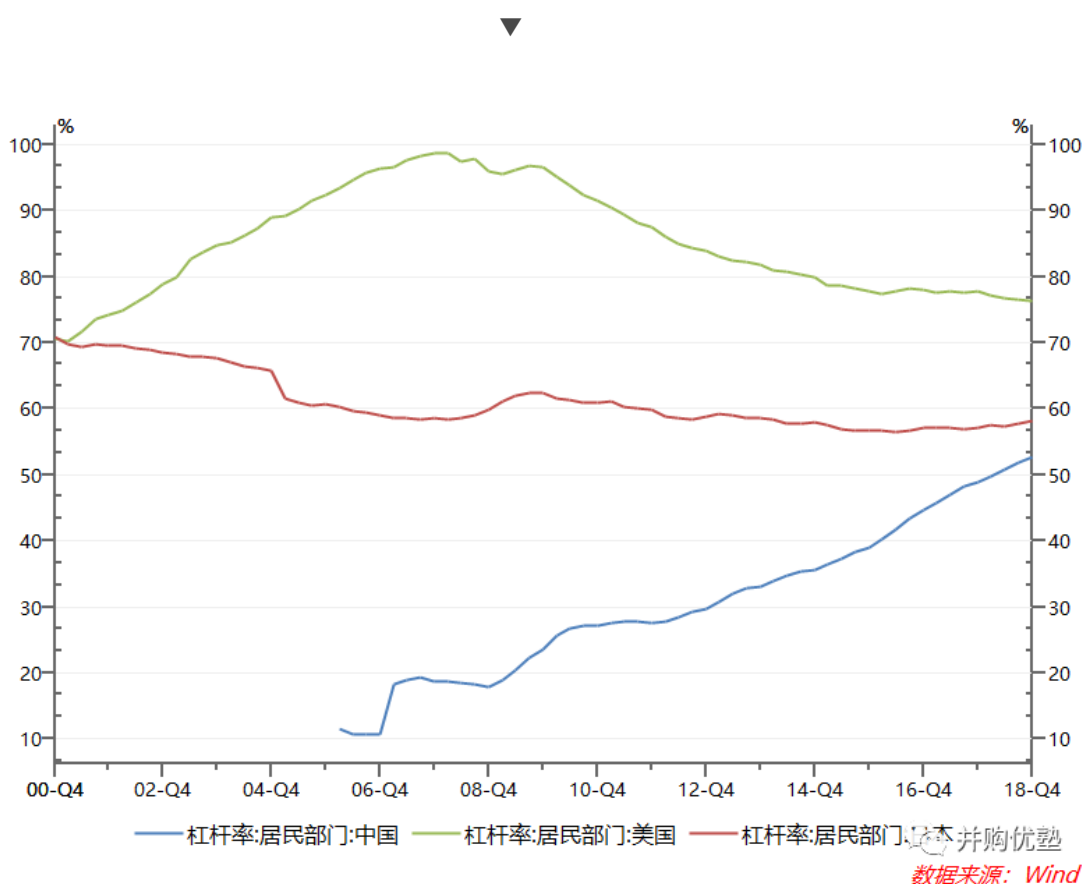
— 08 —



居民，杠杆



根据 BIS 计算的居民杠杆率数据，从绝对值看，截至 2018 年底我国的居民杠杆率为 52.6%，低于美国的 75%，日本的 58%。国际经验显示，伴随着经济水平提高，居民杠杆率整体是上升的。2018 年 2 季度，发达经济体的居民杠杆率 72.4%。从趋势上看，不同于企业杠杆率的走势，居民部门杠杆率仍旧持续上升。



图：非金融部门债务占 GDP 比重 单位 (%)

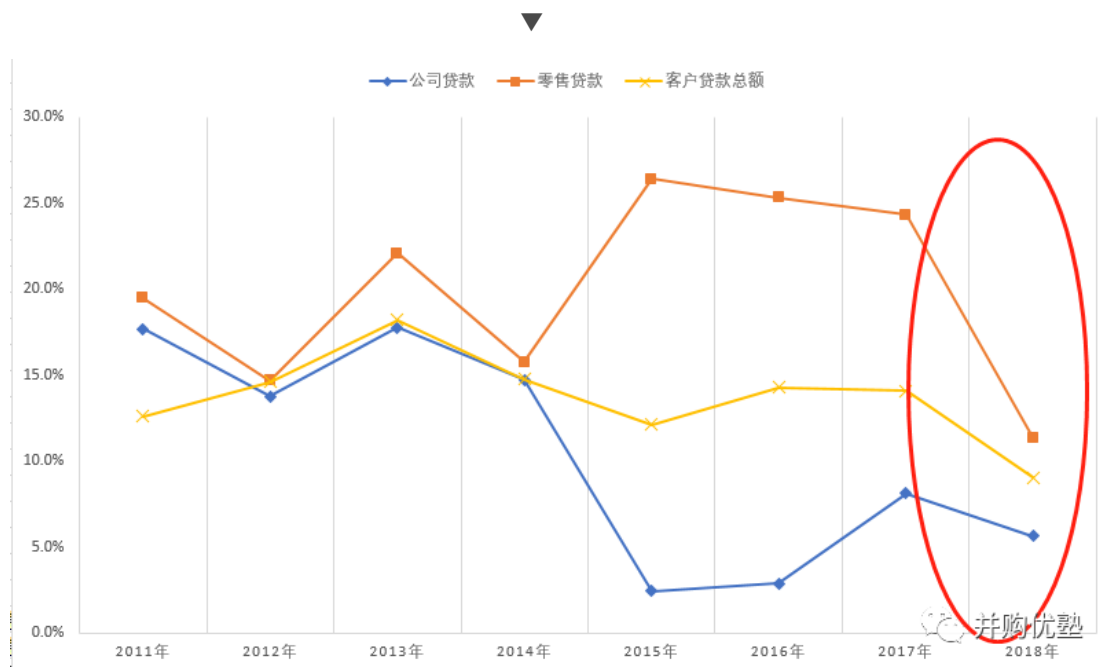
来源：WIND

我国的个人贷款主要受购房贷款驱动，占比总贷款比例的大约 50%以上，消费类贷款占比约为 20%。

根据《2018 年金融稳定报告》制定的标准，“住户部门债务占 GDP 比重低于 65%为金融稳定标准线。而目前，我国的居民杠杆率维持在 50%附近。因此，理论上讲还有一定的上行空间。

单纯从杠杆层面来看，居民贷款增长的确性要高于企业贷款。但在做假设时，我们需要考虑一个问题，根据招行 2018 年年报，其零售客户资产增速大幅下滑，从 24.3%下降至 11.4%。

而在同期，平安银行零售业务增速为 35.9%，工商银行增速为 14%、兴业银行增速为 28.1%、建设银行增速为 12.5%——那么，关键在于，为什么招行的个人贷款增速出现了下滑？



图：贷款增速 单位 (%)

来源：并购优塾

我们将其零售贷款结构仔细拆分，能够发现，拉低增速的主要是**住房贷款**，增速为 11%。同时，信用卡贷款保持 17%的较高增速增长，小微贷款增速从 10.3%上升为 12%。

个人房贷和信用卡贷款，存在一定的差异，房贷的增量空间，主要看房地产市场，而信用卡、小微贷款，则是看消费市场。

关于房贷，我们根据 2019 年 7-30 会议报告来分析，报告强调：未来将“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，“深挖需求促销费”等导向。

此外，结合我们在对万科做建模分析时对地产周期的假设，地产大周期进入后半程，居民在房贷上加杠杆的上行空间不大。因此，零售贷款的结构大概率会发生调整，住房贷款的占比部分会逐渐转移至消费贷款。

所以，不是像坊间担心的那样是“招行不行了”，而是地产增速换挡，导致房贷增速换挡，进而银行的经营模式也必须换挡。如果持续跟踪我们的报告，你会发现，从地产商（万科），到厨电（老板），都遵循类似的逻辑。

2019年前三季度，招行发放的贷款同比增长 12.83%，略高于中报的 11.35%。公司贷款占比为 38.41%（中报为 42.42%），零售贷款占比为 55.18%（中报为 51.79%）。公司贷款占比继续下降，零售贷款占比持续提升。

这说明，经济调整时期，企业的融资需求相对较弱；零售贷款需求仍然较强，其中小微贷款、个人住房贷款、信用卡贷款增速较高，说明其在零售业务的优势在逐步提升。根据相关调查，招行在小微金融业务的布局比四大国有银行早 2 至 3 年，因此小微企业客户获客能力相对较强。

基于以上信息，我们仅对零售业务增速做相应调整：

1) 公司贷款——未来资产增速维持 GDP 增速 6%。2019 年三季度增速为 5.7%，与原假设差异不大。

2) 个人贷款——考虑到房贷与信用卡贷款的结构调整，我们简化预测，由于居民收入水平直接决定了居民消费支出的情况，那么预计未来个人贷款增速从现在的 11%逐步递减至人均可支配收入增速 8%。将 2019 年增速调整为三季报增速 18.7%，随后逐渐递减至原假设增速 8%。

3) 票据贴现——由于占贷款比例较小，我们简化假设，维持 2018 年的 5.10%比例不变。

招商银行										
单位：十亿元人民币（特殊说明除外）	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
客户贷款										
公司贷款	1802.37	1910.51	2025.14	2146.65	2275.45	2411.98	2556.70	2710.10	2872.70	3045.07
零售贷款	2094.23	2317.95	2557.79	2813.88	3086.17	3374.46	3678.36	3997.30	4355.10	4696.92
票据贴现	176.98	187.60	198.86	210.79	223.43	236.84	251.05	266.11	282.08	299.01

图：客户贷款

来源：并购优塾

好，建模至此，贷款资产项配置完成，接下来我们看看，还剩下什么资产？

— 09 —



存贷比，限制



银行的钱，主要用来放贷收息，但由于存贷比限制了银行放贷总额不能超过吸收存款额的 75%（2015 年存贷比取消，但仍然是重要的考核指标）。如果存贷比过高，尽管收益会更大，但将可能导致经营风险。

考虑到存贷比的限制，以及为了保持一定比例的快速变现的资产的原因，接下来，我们的建模中，要为招行配置除了贷款外的**同业资产**、**投资类**两大资产。

1) **同业资产**——其中包括同业存放、买入返售金融资产和应收账款类科目。

由于一家银行的的同业资产必是另一家的同业负债，反之亦然。从招行的资产负债表来看，同业资产基本与同业负债科目对应。历史变动比例来看，招行的同业资产与同业负债基本同步增减，因此，我们对此处的假设，可以沿用此前关于同业负债的分析。



合并资产负债表

单位：人民币百万元

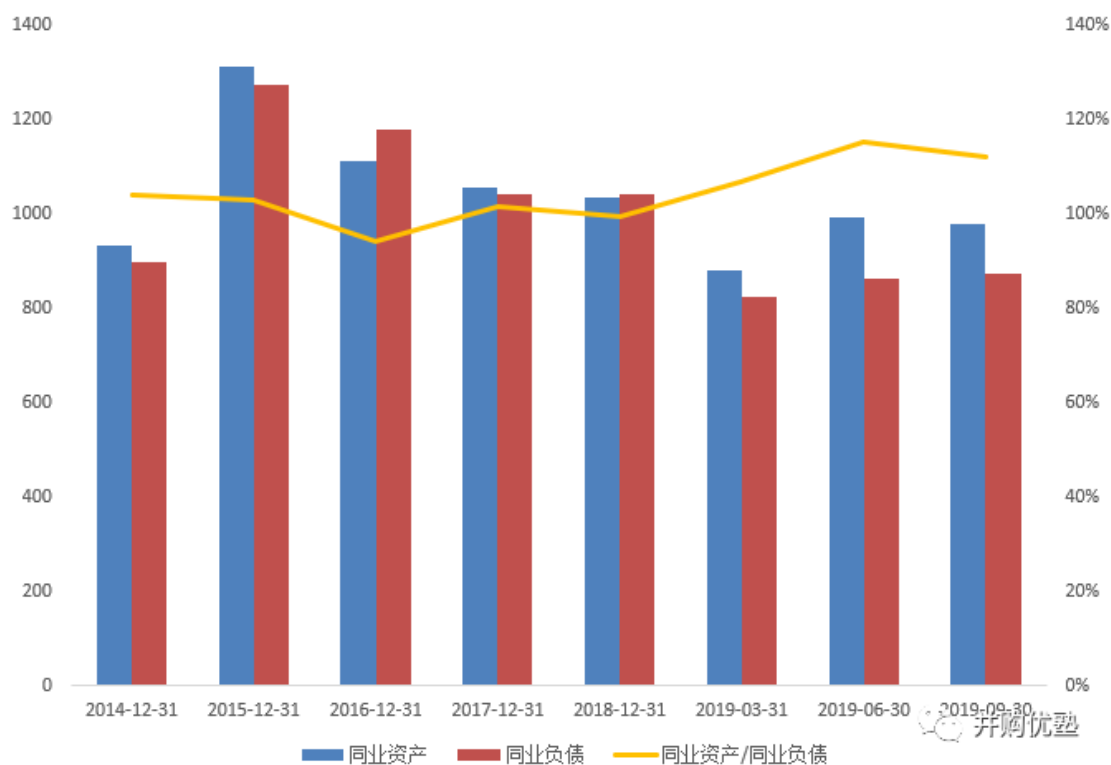
项目	附注	2018年 12月31日	2017年 12月31日 (已重述)	项目	附注	2018年 12月31日	2017年 12月31日
资产				负债			
现金		15,814	16,412	向中央银行借款		405,314	414,838
贵金属		6,638	8,309	同业和其他金融机构存放 款项	27	470,826	439,118
存放中央银行款项	5	477,568	600,887	拆入资金	28	203,950	272,734
存放同业和其他金融机构款项	6	100,160	76,918	交易性金融负债	29	44,144	26,619
拆出资金	7	312,444	154,628	衍生金融负债	63(f)	36,570	21,857
买入返售金融资产 ^{2c}	8	199,386	252,550	卖出回购金融资产款	30	78,141	125,620
贷款和垫款	9	3,749,949	3,414,612	客户存款	31	4,427,566	4,064,345
应收利息	10	不适用	28,726	应付利息	32	不适用	36,501
衍生金融资产 ^{2c}	63(f)	34,220	18,916	应付职工薪酬	33(a)	8,475	8,020
金融投资 ^{2c}				应交税费	34	20,411	26,701
交易性金融资产	11	330,302	不适用	合同负债	35	5,607	不适用
债权投资	12	916,012	不适用	预计负债	36	5,665	450
其他债权投资	13	421,070	不适用	应付债券	37	424,926	296,477
其他权益工具投资	14	4,015	不适用	递延所得税负债	24	1,211	1,070
以公允价值计量且其变动计入 当期损益的金融资产 ^{2c}	15	不适用	64,796	其他负债	38	6,202,124	5,814,246
可供出售金融资产 ^{2c}	16	不适用	383,101	负债合计		6,202,124	5,814,246
持有至到期投资	17	不适用	650,210	所有者权益			

图：同业资产 VS 同业负债 单位（百万元人民币）

来源：招商银行年报

因此，根据上文分析，《并购优塾》假设，同业资产未来的配置规模维持与同业负债一定比例扩张。所以，假设未来十年维持同业资产占同业负债的比例保持100%不变。

2019年三季度，其同业资产占同业负债的比重为112%，略高于2018年末的100%，由于变化不大，与同业负债仍维持对应关系，此处维持原假设不变。



图：同业资产占同业负债的比例（单位：%） 来源：并购优塾

银行总资产的比例，简化预测如下：

非生息资产——取五年平均占总资产比例，0.71%。2019年三季度非生息资产占总资产比例为0.5%，主要是由于非生息资产增速低于整体资产增速导致，由于变化不大，此处我们维持原假设。

经营类资产——取五年平均占总资产比例，1.82%。2019年三季度经营类资产占总资产比例为1.75%，与原假设差异不大，此处维持原假设。

以上，招行的资产负债表基本预测完成，还剩下项资产——**债券投资**。

这里，我们假设银行所有来自股东投资的钱、以及负债借来的钱用于以上资金配置后，剩下的资金全部用来做债券投资，所以，“债券投资”科目用来作为资产负债表的“配平项”。修改后资产端的预测数据如下：

招商银行										
资产负债表 Balance Sheet										
单位: 十亿元人民币 (特殊说明除外)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本表假设										
现金及贵金属 (%占存款比例)	0.68%	0.64%	0.59%	0.61%	0.61%	0.63%	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%
债券投资	1321.31	1436.79	1573.18	1732.55	1918.84	2136.58	2390.84	2687.40	3032.70	3429.68
现金及贵金属	33.73	34.33	34.88	39.10	42.31	47.62	50.97	55.16	60.45	65.95
生息资产 (不包括债券投资)	5,820.90	6,192.15	6,587.62	7,007.79	7,453.02	7,923.47	8,419.15	8,939.87	9,485.23	10,054.62
存款准备金	519.29	548.05	577.79	608.45	639.94	672.16	705.01	738.33	771.93	805.60
同业资产	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03	1,228.03
客户贷款	4073.58	4416.06	4781.79	5171.32	5585.05	6023.28	6486.11	6973.51	7485.27	8021.00
债券投资	1,321.31	1,436.79	1,573.18	1,732.55	1,918.84	2,136.58	2,390.84	2,687.40	3,032.70	3,429.68
非生息资产	36.79	39.28	42.01	44.97	48.21	51.73	55.57	59.75	64.31	69.26
经营类资产	134.13	143.21	153.14	163.95	175.74	188.58	202.57	217.6	233.52	250.48
非核心资产	45.34	45.34	45.34	45.34	45.34	45.34	45.34	45.34	45.34	45.34
资产总计	7,358.47	7,856.77	8,401.28	8,994.61	9,641.15	10,345.69	11,113.48	11,950.19	12,862.03	13,851.38

图：资产端预测 单位 (%)

来源：并购优塾

以上，本案的资产负债表基本已经假设完成，接下来我们进入利润表——每年的营收，到底都花到哪里了？这些花费，将多大程度上影响利润？

— 10 —



收入，预测



招行的收入分为净利息收入和非利息净收入两块。从利润表来看，收入主要来自于两部分：净利息收入（64.52%），手续费及佣金收入（26.75%）。

1) 净利息收入——可以进行拆分为量、价两大因子，其公式为： $利息收入 = 生息资产 * 净息差$ 。

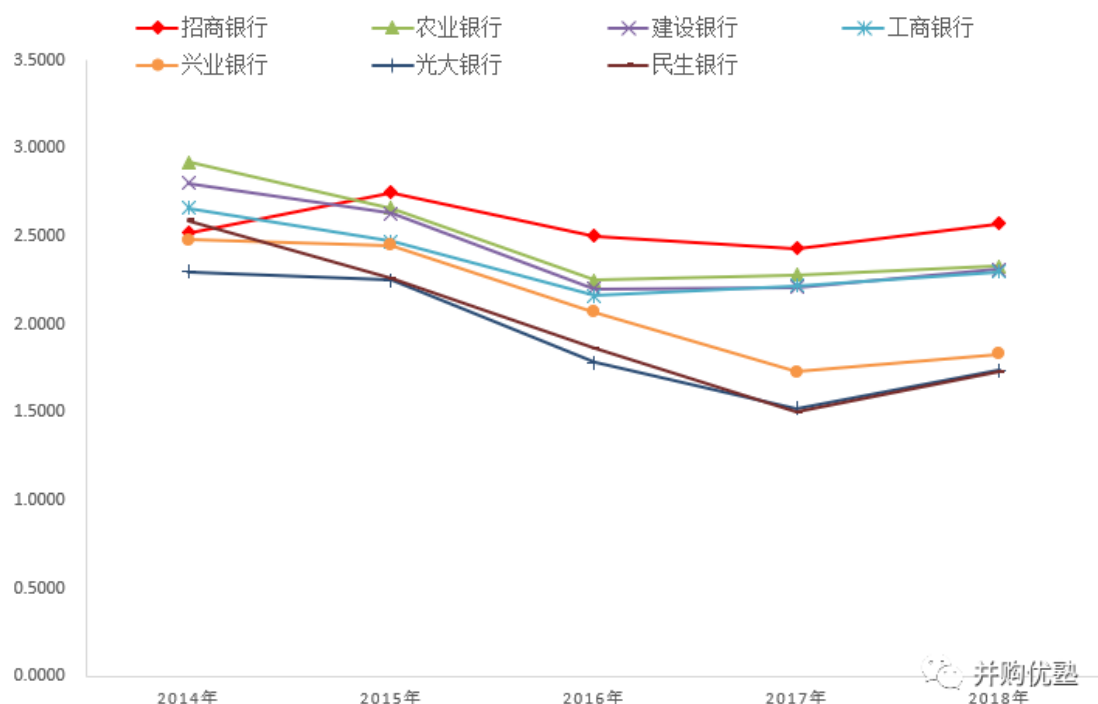
2) 手续费及佣金收入——无法进行量价拆分，采用增速法进行预测。

首先，来看净利息收入。

“量”的部分，对生息资产规模，上文已经预测完成，接下来我们重点来看净息差。

净息差，衡量的是银行通过生息资产获取利息收入的能力，其数据意义相当于“资产收益率”。其公式为： $净息差 = 净利息收入 / 总生息资产平均余额$ 。

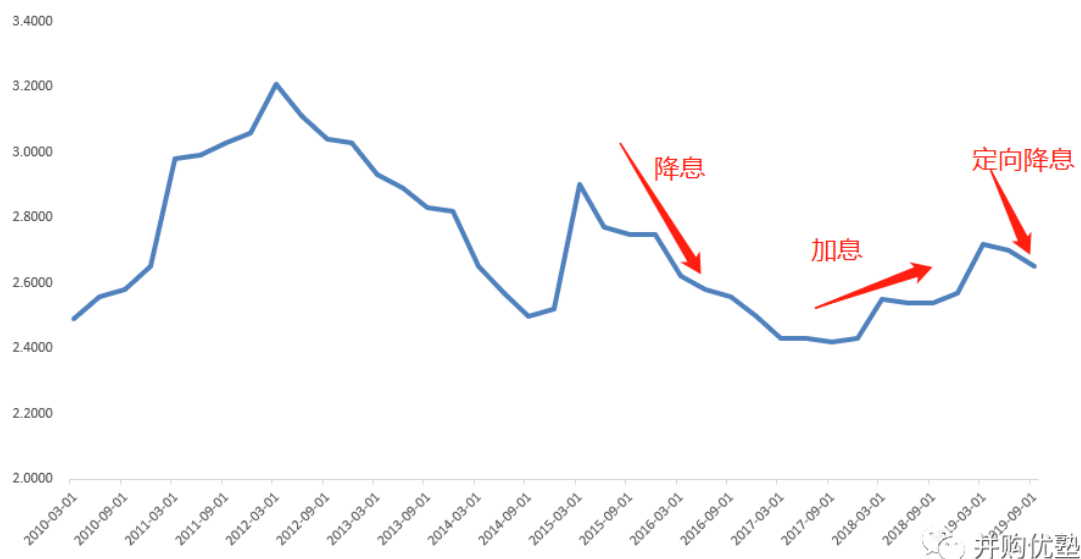
招商银行零售业务的护城河也体现在其净息差高于同行业银行上。具体原因这里不再详述，请购买优塾的《专业版报告库》查看。本篇估值建模，我们重点预测未来招商银行的净息差如何预测？



图：净息差 单位（%）

来源：并购优塾

根据《并购优塾》上一篇对本案的报告，我们得出结论：加息周期净息差上升，降息周期净息差收窄。2019年1月，央行通过开展中期借贷便利（MLF）定向降息5个基点，从招行的净息差趋势来看，2019年1季度开始略有下降，从一季度的2.72%下降至第三季度的2.65%。



图：净息差 单位 (%)

来源：并购优塾

那么，预测长期的净息差，理论上需要预判加息降息周期。但是，预测十年的加息和降息周期，难度不亚于预测天体运行规律，利率波动更是无法准确判断，因此，如果通过这种方式预测，难免陷入“精确的错误”。

因此，对于利率维度，我们将其作为一个短期高频的跟踪视角，对于长期的预测来看，我们必须从更为确定的趋势入手——那么，对目前的银行业，确定性的趋势是什么？

— 11 —



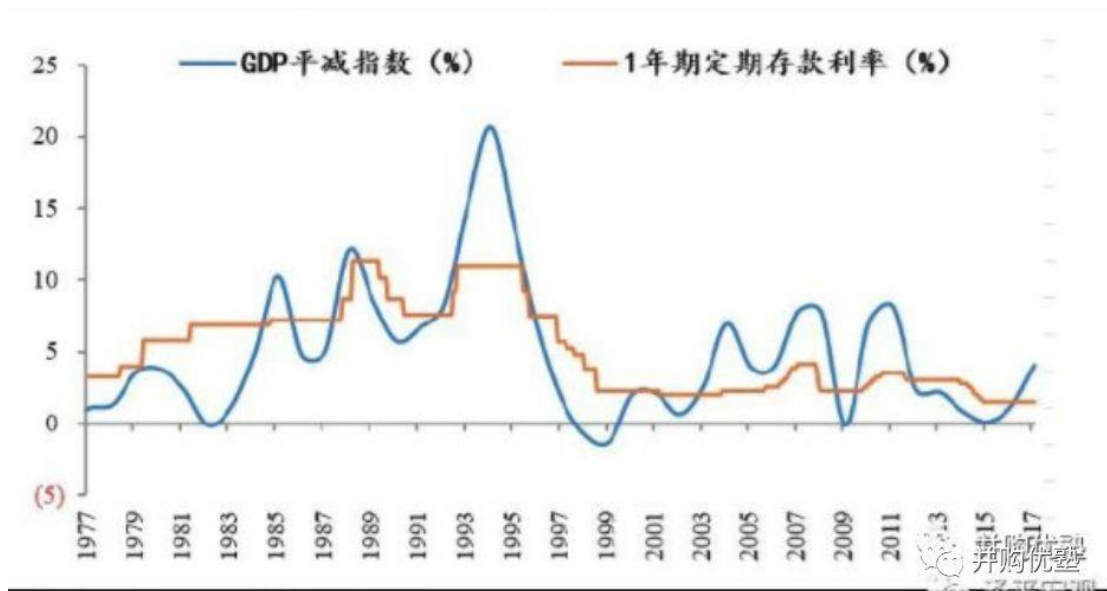
利率，市场化



答案：利率市场化。

目前，我国的利率市场，名义上完成了大多数指标的市场化，目前仅有1年期以下小额外币存款利率没有打开，但利率市场化的重要意义在于，利率能够反映风险和收益，由于利率传导不畅通，距离实际的利率市场化仍然存在较远的距离。

而利率市场化，目前新的改革动向是通过改革贷款利率定价（LPR），来将货币市场利率传导至信贷市场，实现“两轨并一轨”。



图：一年期定存利率与 GDP 平减指数 单位 (%)

来源：海通证券

从下图可见，2018 年，贷款基准利率与货币市场基准利率变动已经完全脱轨。当年，我国四次降准，3 个月同业存单发行利率由年初的 4.7%，下降至年底的 3%，而金融机构人民币贷款加权利率由年初的 5.71%只下降至 5.6%，甚至还在一二季度出现了上行——这就是为什么降准背景下，但招行 2018 年存贷款利率却上升的原因。

具体来说，这一点也透露出银行的两难问题——尽管降息降准，但是由于经济增速下滑，银行对中小企业仍然不愿意以低利率发放贷款，从而难以打破企业融资不平衡状态。这样，虽然在降息降准背景下，银行吸收存款成本下降，但贷款成本反而因为“惜贷”上升。因而，“利率市场化”是必须解答的一道难题。





图：贷款基准利率与 LPR 利率 单位 (%)

来源：海通证券

当前，LPR 的推进进度已经超出预期，根据央行公告，2020 年 3 月 1 日前，存量浮动利率贷款的定价基准也可以转换成 LPR。

贷款定价基准换锚后，对公贷款和零售贷款所受影响不同。对于对公贷款来说，部分贷款利率小幅下降了 5BP，而对于零售贷款来说，由于主要是房贷，目前影响不大。由于招行以零售贷款为主，因此，此处招行受到的影响不大。

至此，明确“利率市场化”这一趋势后，我们开始净息差的预测，从理论推演和美国历史经验两个方面入手。

先看理论推演：

1) 负债端，存款利率上行导致银行负债成本上升；资产端，随着银行负债端成本的上行，部分银行可能不得不尝试提升贷款利率（面向风险更高的群体），可能导致不良率提升。

近期，监管的动作有三个：下调 MLF 利率 5BP，下调 14 天逆回购利率 5BP，降准 0.5%。表明监管注重于降低银行负债端的压力，提升银行的盈利稳定性，与我们前述的判断能够印证。

2) 息差业务压力增加后，商业银行不得不加大业务创新，倒逼商业银行转型，从事其他非息业务。

从 2019 年理财子公司的成立速度与管理规模来看，同样能够印证我们前述判断，截至 2019 年 12 月 31 日，5 家已经获批，光大和招行的理财子公司已经开始营业。

虽然当前的情况，与我们推演的结论相符，但我们仍然存在一个巨大的疑惑：**利率市场化，真的必然会导致银行的盈利能力下滑吗？**

一方面，利率市场化的推进，是一个缓慢的过程，美国持续了 15 年，理论上讲，银行有充足的调整时间。

另一方面，银行作为国家金融体系稳定性的源头，政策会重点关注，比如当前环境下，LPR 的推进，必然也会伴随着政策亦步亦趋的管控。

那么，美国银行业当年发生大面积亏损的原因，真的只是因为利率市场化改革本身吗？

— 11 —



美国，经验



美国的利率市场化起始于 20 世纪 70 年代中期，为一个长期、渐进的过程，持续时间长达十年以上，推进顺序上，长期资金先改革，短期资金后改革，日本、韩国同样遵循这一规律。

在美国利率市场化过程中，银行的息差也存在收窄的趋势。

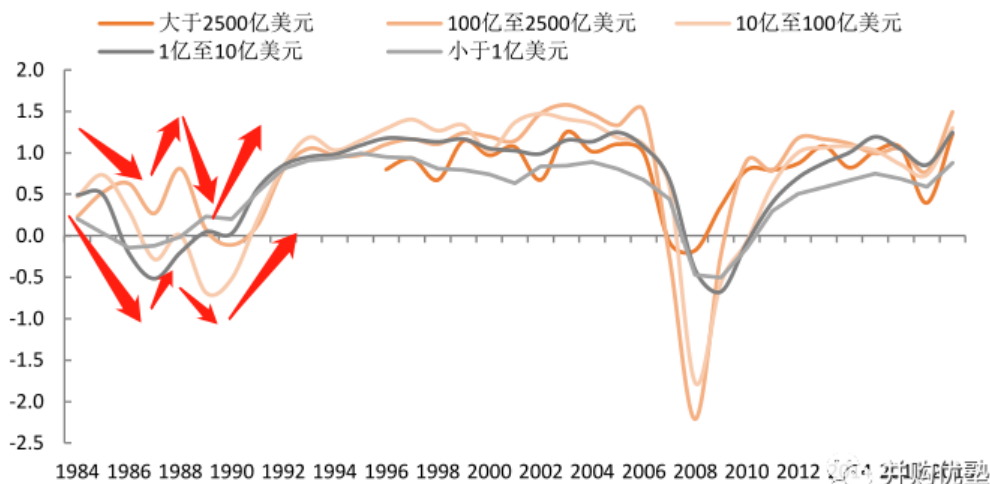
1973 年，美联储先后取消了所有大额存单和 1000 万美元以上、期限 5 年以上的定期存款利率限制，导致存款利率上升。甚至期间还有 16 个月，存贷款利率出现了倒挂，存款利率竟超过了贷款利率。

到 1981 年，两次存款利率市场化措施的颁布，再次导致存款利率向贷款利率逼近，存贷款利率曲线一度发生重叠，利差接近零值。[3]

从可查数据来看，直到利率市场化的后期，美国商业银行的 ROE 与 ROA 的变化都在剧烈波动，直到 1993 年才逐步恢复稳定。巴菲特买入富国银行的时点为 1990 年 10 月，正是美国银行业初步从利率市场化中恢复的时点。



图表15 不同类别银行 ROA 变化 (%)



图：美国利率市场化后银行 ROE 变化 单位 (%)

来源：平安证券

具体来看银行的息差：

收益端——贷款利率，由私人部门投资回报率决定，但考虑到有坏账可能，因此还需要考虑坏账率；

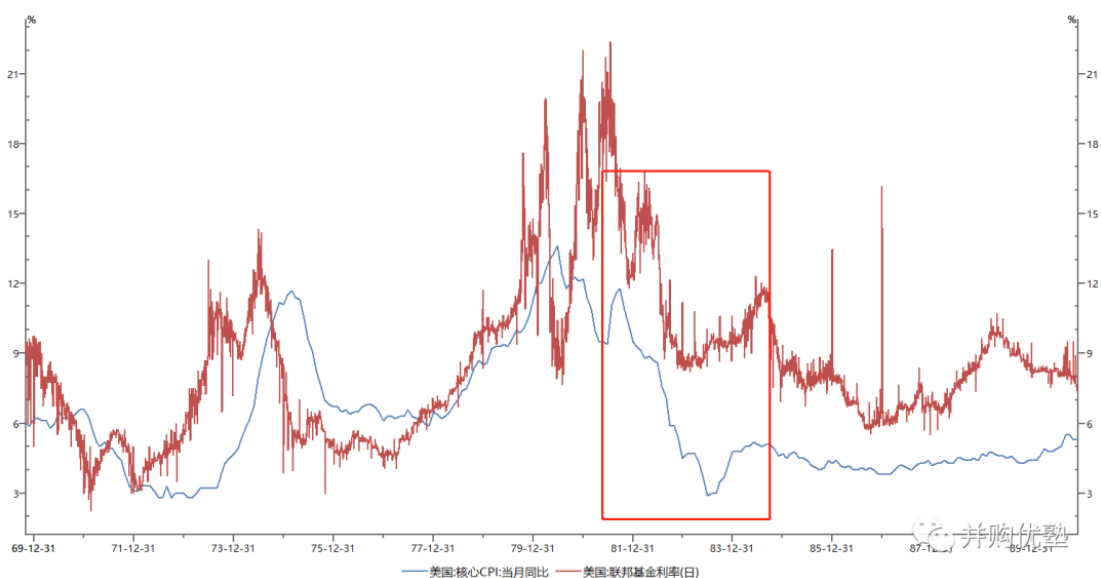
成本端——存款利率，受货币政策与通胀影响，当居民发现存款利率大幅低于通胀时，会选择其他储蓄方式，以寻求资产保值，银行的成本也会相应抬升，而另一大来源央行，发现通胀高企时，同样会选择加息，提升了银行获取资金的成本。

因此，从上述推演来看，导致银行业亏损的有三种可能：

- 1) 民间投资回报率低，无人贷款；
- 2) 贷款大面积坏账；
- 3) 高通胀下，银行成本压力大。

先看成本端，1970 至 1990 年间，此时，是美国的高通胀年代，其核心通胀多次冲高至 10%以上，为了控制通胀，联邦基金利率也一度飙升至 15%以上。

1982 至 1985 年，核心通胀开始下滑，从 9%下滑至 3%，但联邦基金利率却仍然维持在 8%至 12%的高位。这意味着，这一期间内，银行的成本端居高不下。此时情况 3 发生。



图：核心 CPI 增速与联邦基金利率

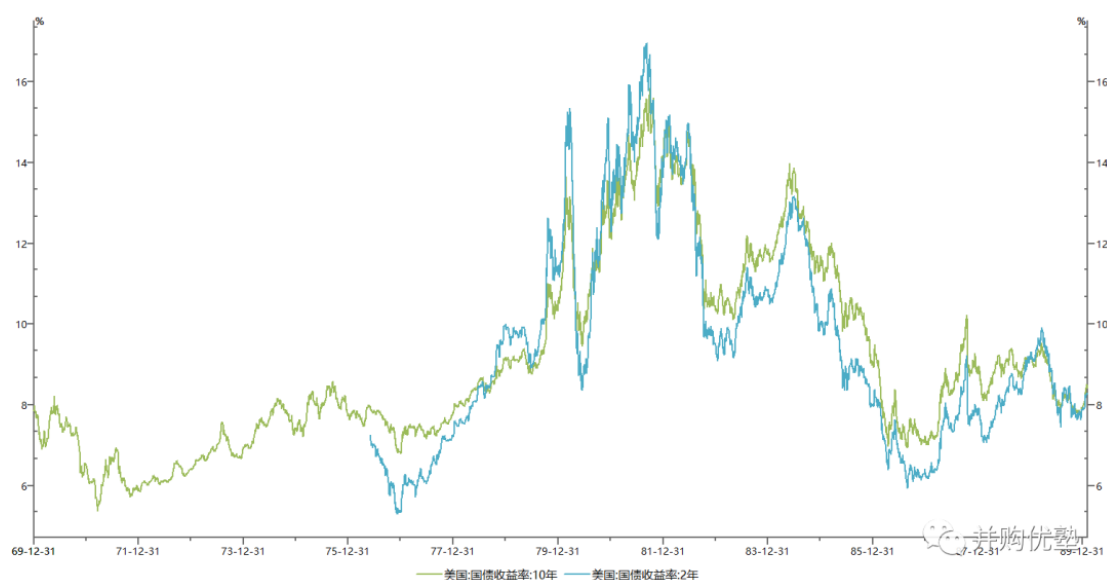
来源：WIND

再看收益端，由贷款人和坏账率决定。

私人部门的平均投资回报率，可以拿 10 年期国债收益率作为参照（无风险投资的收益）；私人部门的投资成本，我们可以用 2 年期国债收益率来看，这可以看做私人部门长期借款的极低成本（极低不会低过政府）。

如果投资回报率低于贷款成本时，即 10 年期、2 年期国债收益率倒挂时，意味着，贷款投资很可能亏钱，并且之前的贷款者很可能还不上利息。

我们可以发现，在 1975 至 1990 年间，10 年期国债收益率与 2 年期国债收益率发生了多次倒挂，这意味着，情况 1 和情况 2 也很可能发生了。



图：美国 2 年期、10 年期国债收益率

来源：WIND

研究到这里，我们能够明确，当年美国银行业亏损的原因，本质上看，并不是利率市场化，而是在高通胀的催化下，三种极端情况均发生了。

因此，理论上，只要不发生恶性通胀，利率市场化期间，银行业并不必然发生大面积亏损，而当前，结合当前央行对银行调控的节奏来看，央行的操作非常稳健。因此，我们无需针对 LPR，刻意调整我们的假设。

所以，《并购优塾》更新假设：

1) 乐观假设下——招行的零售业务强劲，受利率市场化影响较小，净息差维持 2018 年的 2.55% 不变；利率市场化不会影响招商银行的净息差，未来招行零售业务护城河增强，净息差从 2.55% 逐渐上升至历史高点 2.82%

2) 保守假设下——未来十年净息差逐年缩小至其历史最低点水平，2.15%。假设受到高通胀影响银行需要较高利率来‘高息’揽储，导致本案负债成本上升，其净息差维持近五年均值 2.54%。

以上数据基础上，再乘以平均生息资产，得到净利息收入，调整后具体数据如下：

招商银行										
收入预测表 Revenues										
单位：十亿元人民币（特殊说明除 2019E）	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
净利息收入										
1 净利息收入（备注：1=2*3）	184.38	199.01	215.09	232.73	252.08	273.31	296.61	322.18	350.24	380.93
2 生息资产	7146.65	7634.70	8168.04	8749.24	9382.62	10072.87	10825.13	11644.99	12538.55	13508.14
3 净息差	2.58%	2.61%	2.63%	2.66%	2.69%	2.71%	2.74%	2.77%	2.79%	2.82%

图：净利息收入/净息差预测 单位（十亿元/%）

来源：并购优塾

— 12 —



银行，选择



分析到这里，我们总结一下，银行业的投资需要把控的有两件事：1) 宏观环境；2) 货币政策。

先看首要的一件事，我们可以借鉴美林时钟，将宏观环境按增长和通胀划分成 4 种，并分别来看待四种环境中不同银行的表现。考虑到当前经济下行的趋势较为确定，因此，此处我们只简单介绍两种情况：增长放缓、通胀上行，以及增长放缓、通胀下行。

通胀上行环境下，利率一般处于较高的位置，因此，此时银行比拼的是**放贷能力**。同时，由于银行成本端压力增加，揽储能力差的银行会出现息差明显下降，甚至出现风险。**通胀上行环境中，需要重点关注银行业的风险。**

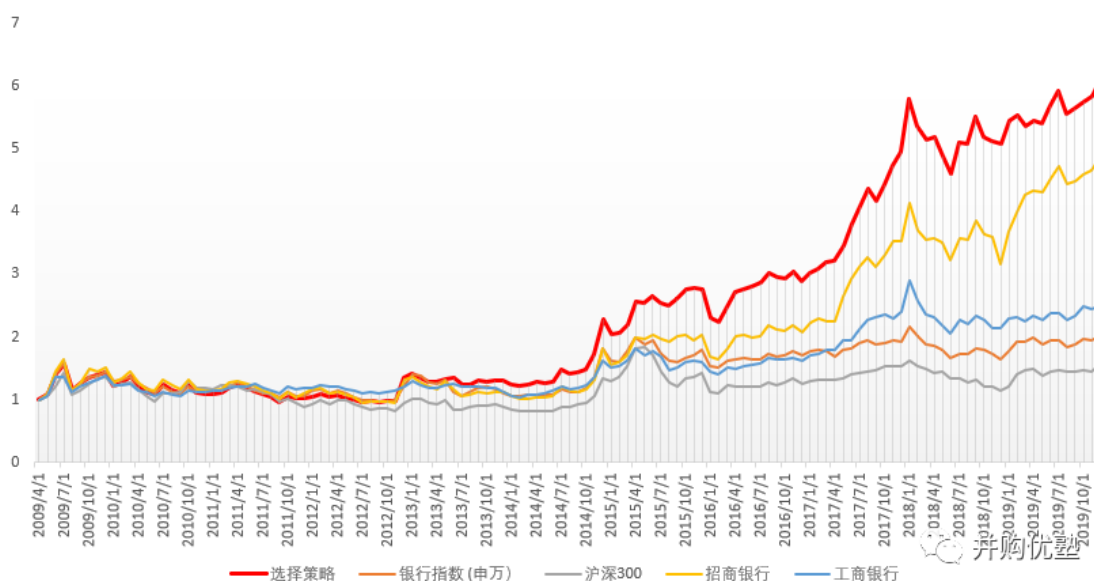
通胀下行环境下，利率相对较低，此时，比拼的是**成本控制**。大行的揽储能力更为突出，同时能从央行得到更多便宜的流动性。此外，其客户均为大户和国企，坏账风险较低。

再看第二件事，同一宏观环境下，货币政策的逆周期对冲，往往会加剧银行间分化。因此，明确主要的货币政策工具以及态度，是第二件非常重要的事。

首先，如果高通胀的环境下，如果央行紧缩，那么，银行业的风险会明显抬升，如果央行不紧缩，此时叠加较高的利率，银行业中放贷能力强的银行会明显受益。

其次，如果低通胀的环境下，央行宽松的概率较大，但此时贷款端需求疲软，此时，银行业比拼的是控制成本能力，不良率低的大行会相对受益。

明确这两件事后，我们根据这个框架，我们做了一个粗糙的返回测试，只选择两家代表银行纳入组合，判定情境后，100%持有其中一家，从结果来看，也能够印证我们的逻辑。



图：银行选择测试

来源：并购优塾

利息收入研究完成后，需要注意，银行还从事非息业务，也必须研究——非利息业务，又该如何假设？

— 13 —



表外，业务



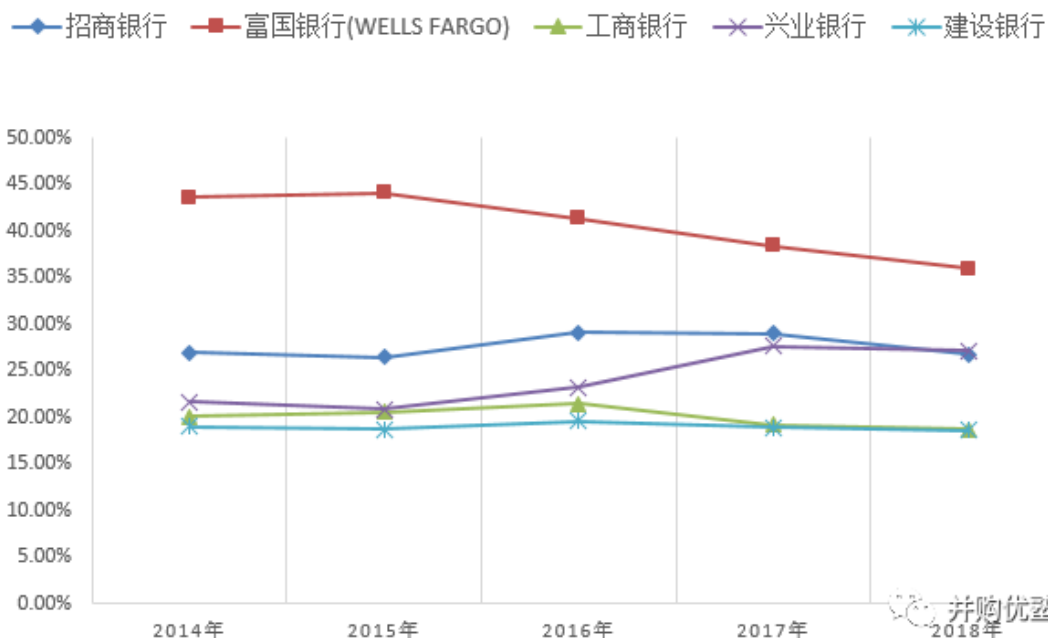
非息收入，不构成银行表内资产及负债，也就是我们常说的**中间业务收入**。

中间业务收入的核心收入来源是两大类：一是银行卡手续费，二是财富管理及理财产品佣金费。由于无法进行量价拆分，这里我们采取由上至下的**增速法**进行预测。

从驱动力上看，收入来源依附于银行的客户数量；客户的规模越大、黏性越强，银行的中间业务就越多。

总体来说，从中间业务占收入比重来看，占比越高的银行，其盈利渠道越多，客户黏性越强，受经济周期以及利率市场化的影响就越小。这，也正是巴菲特为什么选择富国银行的原因。

从收入占比来看，招行的手续费收入占总收入比重近似于兴业银行，高于国内两大行。但与同样以零售业务著称的**富国银行**相比，其占比仍较低。2018年，富国银行手续费及佣金收入占比达 36.03%，招行占比为 26.75%。



图：手续费占收入比重 单位（%）

来源：并购优塾

从历史数据来看，从 2015 年以来，招行的中间业务收入增速逐年明显下降，2018 年表现低迷，年增速仅为 3.85%，主要受资管新规压降本理财、以及第三方支付冲击的影响。

那么，中间业务未来的增速能否修复？未来的增速如何预判，主要看两方面：1) 招行理财子公司，招银理财的盈利能力对招行收入的拉动效应；2) 招行月活跃用户（MAU）是否在高速增长？

先看首要关于“资管新规”的问题：

资管新规实施后，银行理财业务受到巨大冲击，招行的表外业务收入也明显下滑。2018年12月，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，鼓励商业银行通过设立理财子公司的形式开展资管业务。

2019年4月，招行的全资理财子公司招银理财获得批复，主要开展理财等资管业务。从目前的监管动向来看，银行资管正在不断放宽。

再看第二个关于“第三方支付”的问题：

自2018年招行首次，也是同业首次把MAU（月活跃用户）作为重要考核指标开始，这个互联网行业的衡量指标渐渐在银行业崭露头角。这，也标志着银行与第三方支付平台未来将用同一个指标考核。银行业的零售业务必须互联网化，这是一个确定的趋势。

假如中间业务收入规模能代表一家银行的可变现客户规模，那么银行APP的MAU则既包括了客户数量，也包括了客户的活跃度。

从目前来看，招行的月活跃用户（MAU）为8100万人，同比增长47%，仅次于工商银行的8300万。因此，我们可以合理预判，虽然目前受到第三方支付、资管新规等冲击，但是中间业务的成长性仍然较强。

截至2019年6月30日，“招商银行”和“掌上生活”两大App的用户数为9,275.80万户，月活跃用户（MAU）同比2018年末增长5.01%，这个数据对比2018年年末的同比增速47%，出现了明显的下降。招行零售客户总人数大约在1.3亿人，MAU增速下滑，说明存量客户挖掘基本已经完成，增量客户的挖掘增速较慢。本案，2019年三季度报未披露月活跃用户数量及增速，此处暂不做更新。

2019 年三季度，手续费及佣金收入同比增速 7.89%，高于中报增速 4.01%，与我们预测的三年历史均值 7.65%相差不大，所以此处维持原假设三年均值 7.65%假设不变。

对财务建模中的收入假设，至此已经分析完毕——不过，看完这些，你可能还有疑问：假设逻辑，到底是否合理？

— 14 —

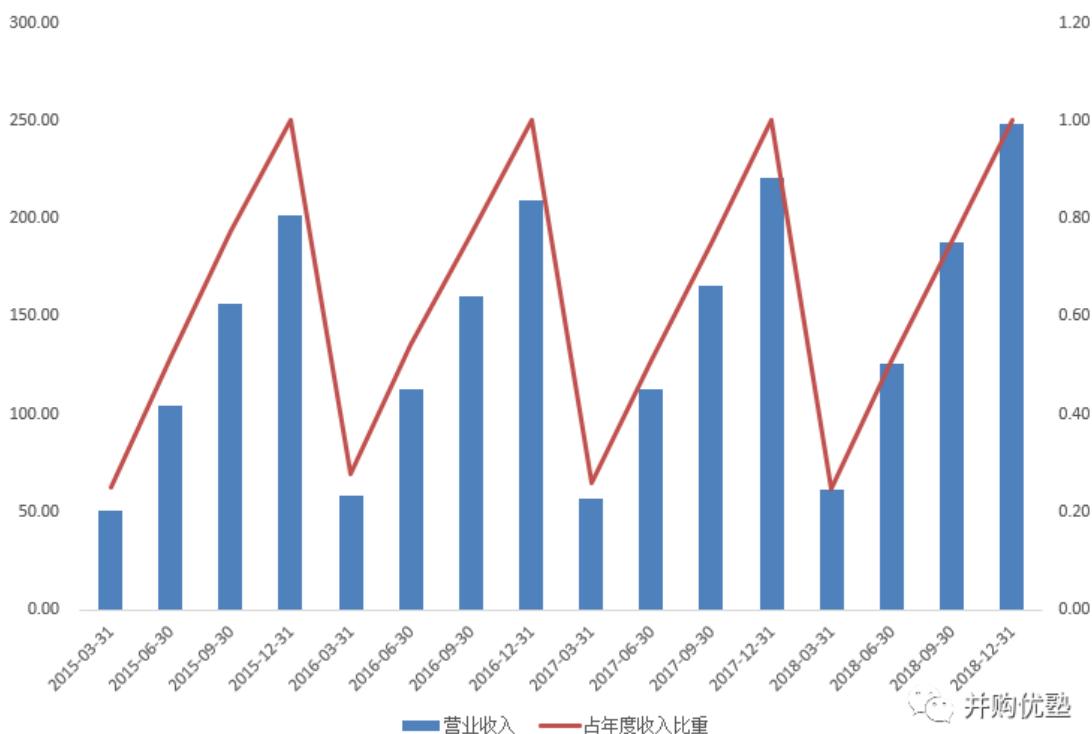


逻辑、验证



对以上收入假设逻辑，我们结合其他方式来印证。上述假设逻辑中，乐观情况下，近三年的增速分别为 10.12%、7.61%、7.73%。来看看其他方法下的增速情况。

方法一，季报反推法。通过季报、中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季度收入及占年度总收入比重（单位：十亿元/%）

来源：并购优塾

从历史波动图来看，其三季度收入占年度收入稳定，一季报占比近三年占比稳定 75%-78%之间，取中间值 76%。

由此，《并购优塾》假设，下半年如果无意外发生，可倒推出 2019 年年报预计收入为 2733.29 亿元，同比增速约为 10%。方法二：内生增速——按照公式：内生增速=ROE*(1-分红率)，计算得到三年内生增速为 10.22%。

方法三：机构预测——根据万得 24 家机构一致预测数据，2019 年至 2021 年增速分别为 9.14%、9.32%、9.27%。中报预测三年增速分别为 9.15%、9.91%、8.86%。

另外，平安银行预测增速分别为 9.2%、10%、11%，考虑到其资产质量持续优化，预计未来收入增速持续提升，上调 2020 年、2021 年收入增速；国信证券预测增速分别为 7.0%、7.2%、7.3%，与中报预测一致；天风证券预测增速分别为 8.6%、7.0%、8.7%，与中报预测一致。

研究至此，建模中的收入假设终于完成，接下来，我们要解决的重大问题是：钱，都烧在了哪？

— 15 —

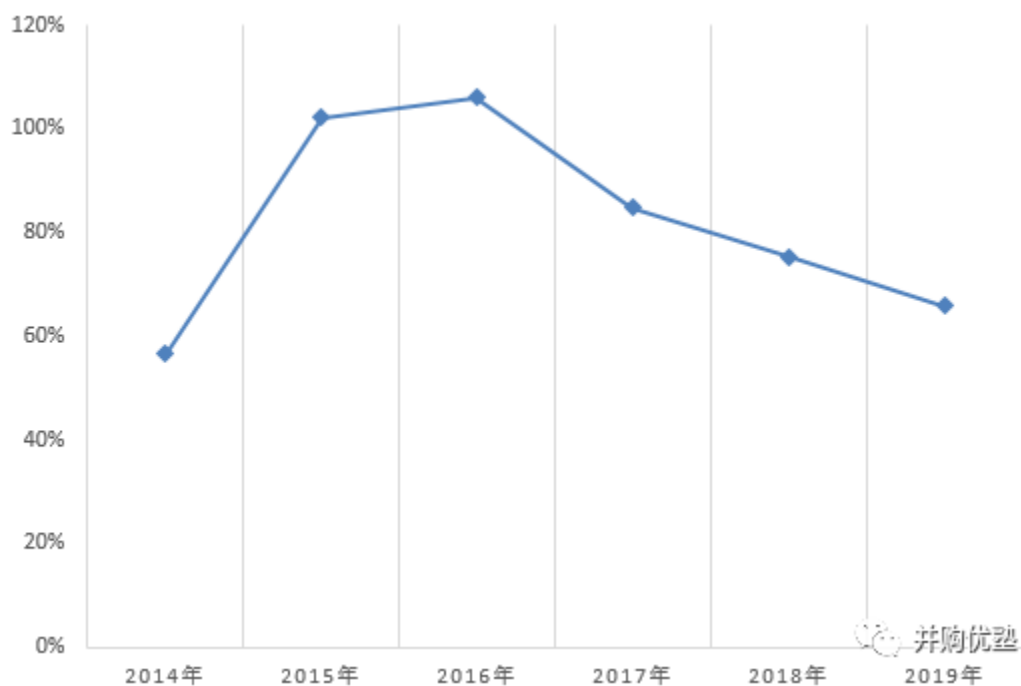


不良，贷款



不良贷款，是银行业和其他行业截然不同的一大要素，是银行这门生意无法避免的“损失”，所以需要计提“资产减值损失”。招行每年计提的贷款减值损失占净利润比重高达 70%以上。





图：信用减值损失占净利润比重： 单位（%）

来源：并购优塾

银行对“资产减值准备”有一个专用的术语，叫“拨备”。不良贷款率、拨备覆盖率、拨贷比这三个与拨备相关的指标，是商业银行的核心风险监控数据。当然，如果使用不当，也会成为用来调节业绩的方式。

其公式分别为：

公式一：不良贷款率=不良贷款余额/客户贷款总额；

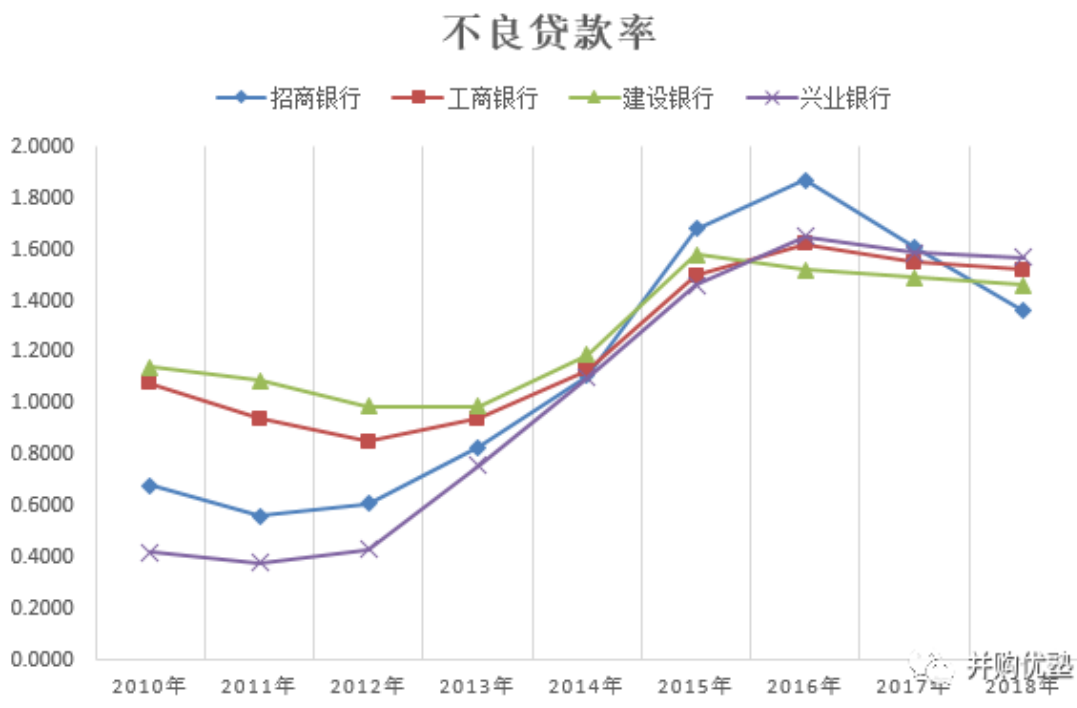
公式二：拨备覆盖率=贷款减值准备/不良贷款余额；

公式三：拨贷比=贷款减值准备/客户贷款余额；

根据监管要求：1) 银行的拨备覆盖率不得低于 150%，2) 拨贷比不低于 2.5%。根据以上公式，只要前两个条件满足，银行的不良贷款率的数值大约为 1.67%。所以，1.67%被视为不良贷款率的警戒线。

接下来，我们通过以上三个重要监管比率，来预测贷款减值损失的账面走势。

1) 先看不良贷款率——横向对比，招行的不良贷款率低、兴业银行高。纵向看，虽然近两年招行的不良贷款率有所下降，从2016年高点的1.87%下降至2018年的1.36%，但目前仍位于高位。



图：不良贷款率 单位 (%)

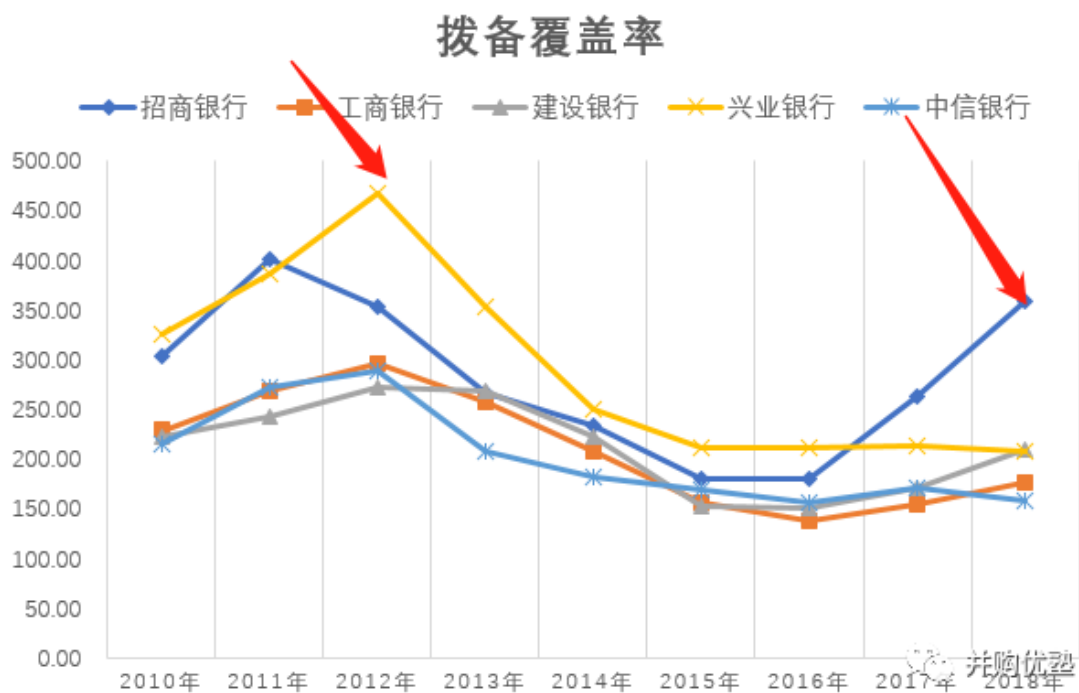
来源：并购优塾

2012年-2016年是银行的资产扩张周期，由于前期的货币宽松环境，以及2015年起经济和监管形势的变化，从2016年开始，招行的不良率见顶回落，而后随着存量不良贷款的不断处置，不良率持续下降，历史不良资产包袱逐渐减轻。

因此，我们预判，在金融严监管的背景下，招行的不良贷款率会继续下降。所以，这里《并购优塾》合理假设——从2018年的高位1.36%，逐渐递减至历史十年的平均水平。

2) 再看拨备覆盖率——拨备覆盖率相当于“坏账计提比例”，不同企业针对不同坏账的计提比例不同，银行之间也是如此。

从横向对比来看，招行的拨备计提方式在同业中更谨慎。2018 年拨备覆盖率达到 358%，远高于同行业 187% 的平均水平，也可以说明本案经营比较稳健。



图：拨备覆盖率 单位 (%)

来源：并购优塾

不过，需要注意的是，拨备覆盖也可以作为利润调节的蓄水池。

对比上图可见，拨备覆盖率与不良贷款率走势方向相反。这是因为银行的硬性监管指标为拨贷比（贷款减值准备/贷款），拨贷比需要满足 2.5% 以上，当不良贷款率上升时，就降低拨备覆盖率；不良贷款率下降时，就提高拨备覆盖率。这样可以维持每年计提的坏账损失占总资产维持在一定比例水平上。

所以，《并购优塾》先预测拨贷比，再根据公式： $拨备覆盖率=拨贷比/不良贷款率$ ，倒推出拨备覆盖率。假设本案 2019 年-2028 年拨贷比，维持在五年均值水平 3.61%。

2019 年三季报，几大核心指标来看：

- 1) 不良贷款率为 1.19%，低于中报的 1.23%，低于 2018 年末的 1.36%；
- 2) 拨备覆盖率为 409.41%，高于中报的 399.56%，高于 2018 年末的 358.18%。

从两个指标可见，其资产质量持续优化，主要是招行在持续压降不良贷款高发的制造业贷款占比，并且，通过拨备覆盖率可见，其采用了更加谨慎的不良贷款计提方法。

不过，这一部分仍存在一定隐忧——上半年招行**不良贷款生成率**上升。其公式为：

$$\text{不良生成率} = (\text{本期新增不良贷款余额} + \text{本期不良贷款核销}) / \text{前期末总贷款余额}$$

不良贷款生成率从 2018 年的 1.01% 上升至 1.20%，显示出资产质量边际压力增加。从半年报披露内容来看，主要是信用卡及基建类企业风险有所上升。

2019 年三季报未披露不良贷款生成率数据，这部分未来仍需持续关注。整体来看，其资产质量持续提升，我们调整原假设：将 2019 年不良贷款率下调至 2019 三季报值 1.19%，之后递减至十年均值水平 1.14%；拨贷比维持 2018 年取值不变，通过公式 $拨备覆盖率=拨贷比/不良贷款率$ ，倒算出 2019 年拨备覆盖率为 410.08%。

单位：十亿元人民币（特殊说明）	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本表假设										
不良贷款率	1.19%	1.17%	1.15%	1.12%	1.10%	1.08%	1.06%	1.04%	1.01%	1.14%
拨备覆盖率	410.08%	417.81%	425.83%	434.16%	442.83%	451.85%	461.25%	471.04%	481.26%	428.07%
拨贷比	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%	4.88%

图：拨备覆盖率预测 单位（%） 来源：并购优塾

现在，我们已经计算出拨备覆盖率和不良贷款余额，根据公式二，可以计算得到每年计提的贷款损失准备。但是，这只是年末的一个时点数，我们需要的是利润表中每年招行计提的“当期计提贷款减值损失”。所以，这里我们参考固定资产估值建模的“BASE”法则，预测方式如下：

▼

期初贷款减值准备	(B)
+ 当期计提	(A)
- 核销回收转出	(S)
= 期末贷款减值	(E)

并购优塾

图：贷款减值预测公式

来源：并购优塾

根据以上公式，我们假设每年核销及转出的坏账比例不变，倒算出当期计提贷款减值损失，具体数据如下：

单位：十亿元人民币（特殊说明）	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
不良贷款										
3 贷款损失准备	208.99	222.16	235.81	249.88	264.34	279.13	294.18	309.41	324.76	339.37
7 拨备覆盖率	410%	410%	410%	410%	410%	410%	410%	410%	410%	410%
4 不良贷款余额	50.96	54.17	57.50	60.93	64.46	68.07	71.74	75.45	79.19	82.92

图：贷款减值准备及损失预测 单位（%）

来源：并购优塾

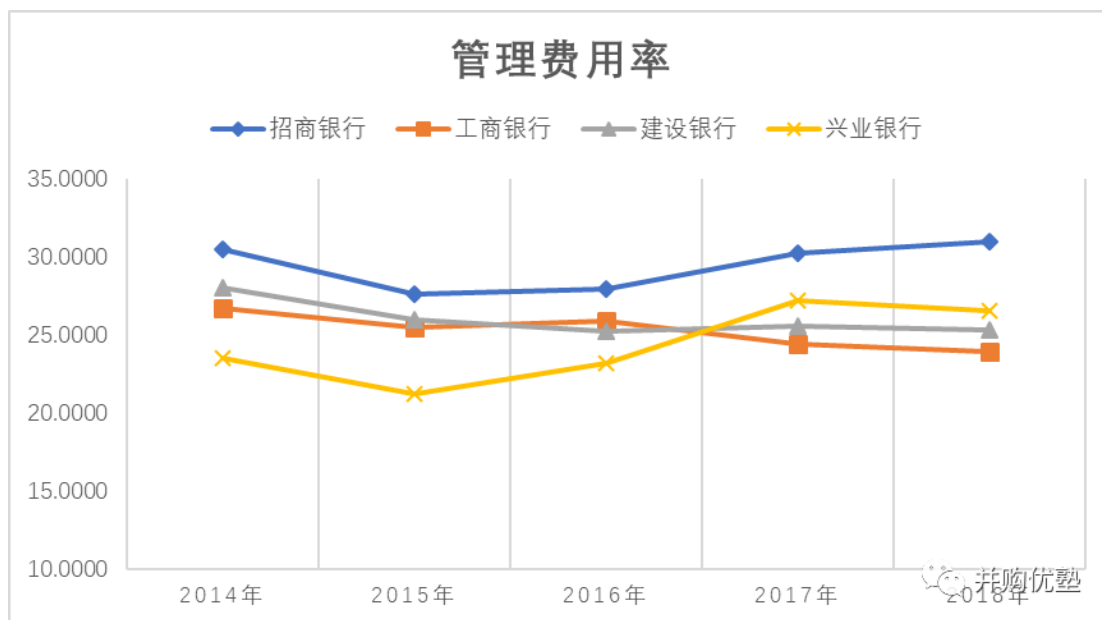
至此，利润表主要的烧钱项目已经预测完成。接下来，还剩下大块烧钱的地方——日常运营支出，该如何做假设？



钱，花在了哪里？



根据本案年报披露，其管理费用主要包括固定资产折旧、无形资产摊销、员工工资、研发费用等银行日常经营所需的大部分支出。2018年，招行的管理费用为771.1亿元，占总收入比重为31%。



图： 单位 (%)

来源： 并购优塾

横向对比来看，招行的管理费用率高（31%），工商银行低（23.91%）。这主要是业务性质不同导致。招行的零售业务占比较高，零售业务相对于对公业务来说，其下游客户分散、需求多样化，所以客户维护成本更高。而工商银行对公业务较多，维护成本相对较低，所以管理费低。

纵向来看，近两年招行管理费用率开始上升了3个百分点，根据年报解释，管理费上升是因为金融科技创新，加大了IT基础设施建设及研发人员的投入；此外，还有对网点的数字化网点软硬件设施改造；另外，围绕月活跃用户（MAU）战略发展方向，在线上化获客及经营方面加大了资源投入力度。

无论从横纵两方面分析，招行的管理费用率短期内下降的概率都不大，甚至会继续上升。另外，根据监管要求，银行的管理费用率不得高于35%。

所以，《并购优塾》合理预测：

1) 管理费用率——2019 年-2028 年招行的管理费用率逐年上升至 35%。

2) 税金及附加——由于占比较小且变化稳定，所以简单预测未来十年维持 2018 年 0.86%水平。

2019 年三季度管理费用为 606 亿元，占收入比重为 29.18%，较中报上升 1.59 个百分点。其上升趋势与我们预测相符，所以维持原假设不变；营业税金上半年占收入比重为 0.83%与预测值 0.86%差异不大，由于占比较小，这里维持原假设不变。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？

— 17 —



基本面，分析



好，再进行建模计算之前，我们总结一下本案的基本面：

1) 天花板方面，目前，我国银行业市值约占 GDP 的 12.32%，而美国银行业占 GDP 的比重约为 10.8%，从这个指标来看，银行业整体市值离天花板较近，长期的驱动力主要看 GDP 的增长以及内部结构的调整。

2) 驱动力来看，短期看监管和流动性，中期看利率市场化、个人消费增长、金融科技的转型，长期看分红率的提升。

3) 护城河方面，主要体现在**零售业务与放贷能力**。由于各大行开始参照招行模式，招行零售业务的护城河还有待考量，之后的研究中，我们将重点研究招行在放贷端相比其他银行的护城河。

4) 竞争格局方面，各家银行加码零售业务，互联网金融机构如蚂蚁金服、微众银行等的快速发展，都加大了竞争格局的不确定性，未来要看其科技金融的转型是否成功。在零售业务和个人贷款方面，阿里系和腾讯系的发展必须密切关注。

5) 回报分析，由于银行有息负债多，并且为盈利主要来源，所以一般不用 ROIC 作为衡量指标。这里，我们使用巴菲特常用的衡量银行银行股盈利能力的指标 ROA。2016 年-2018 年，本案 ROA 分别为 1.09%、1.15%、1.24%，位列 A 股银行之首。以 2018 年为例，工商银行 ROA 为 1.11%、宁波银行为 1.04%、兴业银行为 0.93%。

6) 风险方面，一是 M2 持续下滑，致使银行负债端压力较大；二是通胀率高，导致负债成本进一步上升。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算……

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板及专业版报告库，

以长江电力、海康威视为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	852.5	863.2	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0	863.0
留存收益	822.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗?	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视														
现金流量表 Cash Flow Statement														
单位: 为百万元人民币, 特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流量														
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	28,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142	
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,744	2,966	3,076	3,088	
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772	
资产减值				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521	
(公允价值)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
经营性资产减少【期初-期末】				资产减少, 现金流入	-2,582	-2,338	-2,790	-2,555	-2,694	-2,737	-2,454	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54	
经营活动现金流量				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,465	40,000	
投资活动现金流量														
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
非经营性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184	
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592	
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-414	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363	
投资活动现金流量				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139	
融资活动现金流量														
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521	
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312	
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	65	
(归属于母公司股东的分红)				(-5,608)	(-5,177)	(-6,902)	(-8,891)	(-10,229)	(-11,778)	(-13,387)	(-14,996)	(-16,509)	(-17,823)	
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
融资活动现金流量				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045	
净现金流量				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,945	11,948	14,015	16,003	17,814	
期初货币资金				26,552	22,433	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752	
现金分配														
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,276	4,676	5,076	
融资缺口【(融资缺口=所需资金-期末货币资金)】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752	

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发表的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 18 —



除了这个案例，
你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【免责声明】1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。