

招商银行高端客户增长率出现逐渐平缓的趋势，另外，招商银行在2014—2015年大量发放的住房贷款，在经济回暖期间基本可以视为零收益。

看似有“瑕疵”，实则求稳健。招商银行享受着市场给予的高于同业的估值，但对标富国银行，招行的估值还有50%的修复空间。

在银行去杠杆的刺激下，银行们纷纷将零售业务作为自身的新利润增长点。而在这一领域，招商银行是一个长期的领跑者。截至2017年，招商银行全年零售占总营收比例为49.03%。作为追赶者，平安银行和江苏银行同期零售占总营收比例分别为44.71%和28.25%。从零售业务规模来说，招商银行更是遥遥领先。

奇怪的是，招行却在近日召开的公司2017年股东大会上提出“门槛”，对自身零售业务做出“限制”。这是为什么？

招商银行在零售领域优势明显，一直被投资者称为“零售之王”。但从2017年下半年以来，招行零售贷款的占比正在趋缓，截至2017年末零售贷款总额为17642.96亿元，占本公司贷款和垫款总额的53.36%；到2018年一季度末，招行零售贷款总额为17915.21亿元，占比52%。这正常吗？招商银行常务副行长李浩在公司2017年股东会上对此做出了回答：“零售业务未来还会不会提高到70%、80%？我们的态度是，虽然零售是我们的品牌，但我们追求的是零售贷款、公司贷款、票据的贷款三者比例合适，让公司的RAROC最高（RAROC：风险调整后的资本收益，是国际上采用的以风险为核心的新的考核盈利的指标，传统的ROE、ROA没有将风险考虑进去，目前只有招行公布这一数据）。”

另外，招行的定价能力虽然在股份制银行中领先，但其他银行紧追不舍。截至2017年末，招商银行净息差为2.43%，平安银行为2.37%跟在后面。2018年一季度，招行净息差为2.55%，浦发银行为2.28%，排在招行后面。值得一提的是，浦发银行2017年的净息差仅为1.86%，增长势头强劲。招行的定价能力是否会再度提高？

对此，李浩在股东会上提道：“定价的背后是客户评级的优劣，如果客户评价优秀，定价必然上不去；如果定价上去了，风险也相应提高了。今年以来，招行整体风险定价能力是非常不错的。公司的贷款定价上浮了8.27%。零售方面，住房的定价比例相对基准上浮15%—20%；小微达到50%-60%，所以这个是非常好的。与此同时，招行的资金成本是所有商业银行中最低的，因为我们没有必要冒风险去做风险更高、定价更高的贷款。只要保持我的利差在2.55%，在全行业最高就可以了。”

由此可见，招行在零售业务上的发展不是单纯的追求规模，而是为了资产结构最优。但最近几年，招行受到了互联网支付的冲击，信用卡支付频率降低。为了改善这

一情况，招行在移动支付方面做了一些尝试。田惠宇行长在股东会上提道：“最近我们做了一个尝试，用户在申请信用卡时，可以选择自动绑定支付宝、京东白条。数据显示，在开放与京东白条合作的第一天，一共19000人申请信用卡，其中18000人选择绑定，招行在便捷支付方面又进了一步。”

这个策略门槛较低，后来者易学易用，招行的优势能够保持吗？对此，《红周刊》记者采访了一位投资招行8年的股东，他认为，招行拥有大批忠诚的客户、优秀的体系化服务能力，再加上科技加持，使招行的竞争优势更明显而已。其他银行可以把技术学过去，但是客户黏性、体系化服务能力学不到，反而增加了成本，吞噬了利润。

高端客户增速面临瓶颈？

招商银行在高端客户群领域的开拓非常有特色。一季报显示招商私人银行客户数为67417户，管理总资产19052.67亿元。但目前来看，招行的高端客户增长似乎进入了瓶颈期。数据显示，2013年，金葵花以上客户有106.5万户，到2017年时有204.8万户，同比增长率在2015年时达到高点，同比增长27.76%，随后一路下降，2016年同比增长率为15.76%，2017年同比增长率为14.8%，高端客户出现了增长乏力的情况。

对于发展的瓶颈，招商银行总行私人银行部总经理王菁曾经公开指出，私人银行的人才方面比较缺乏，招商银行内部有80%的客户是内部培养的，王菁提道：“此前，在招商银行其他部门工作的转到私人银行部门后，还需要两到三年的培养时间。”

在高端客户领域，其他银行也正加紧追赶，兴业银行私人银行管理的总资产为3239.90亿元，仅次于招商银行；排在第三的是光大银行，2017年末私人银行管理的总资产为2853.10亿元。另外，2017年招商私人银行总资产增长14.8%，增速落后于中信的25%，宁波银行的23.4%。对于后来者的追赶，是否挤占招行的市场份额？上述招行股东对《红周刊》记者表示，目前来看，招行依然是零售第一品牌，客户的信赖是零售的核心。从一个侧面也可以看到，去年参加招行股东会的约80人，今年约120人，可见在这一年间，招行正在受到越来越多的关注和看好，这就是做零售的本钱。

大量房贷按揭有利有弊

在招行零售贷款中，占比最多的部分是住房贷款。在2015—2016年时，招行加大了零售按揭贷款的投放份额，2015年比2014年个人住房贷款余额增加1702.77亿元，2016年比2015年增加2288.73亿元；2017年比2016年增加1050.82亿元。在20

16年时，招行住房贷款仅次于五大行，是排名第一的商业银行。

由于住房贷款是高质量贷款，不良率低、风险低，所以在经济下行压力大时，这是能获得投资者“放心”的策略，加上2015—2016年招行加速计提了拨备，使得盈利低于预期，但是获得了较高的估值溢价。不过，这种策略也为业绩留下隐患，因为过多资源投放在按揭贷款上，在经济回暖期，意味着营业收入增速会落后于以对公、同业为核心的银行。

举例来说，2016年，招行零售业务税前净利润为440.94亿元，个人住房贷款余额7203.05亿元，零售贷款余额为1540.59亿元。到了2017年，招行零售业务的税前净利润为475.95亿元，房贷余额为8334.1亿元，零售贷款余额为1785.3亿元，分别同比增长7.94%、15.7%、15.88%。

由此可见，房贷和零售规模几乎按照同样比例增长，但是零售业务的税前利润没有同比增加。将招行和平安银行做一个对比，2017年平安银行零售端收益率为7.95%，而招行为5.89%。

目前，中型企业的市场利率大概在10%以上，招行投放在个人按揭上的资源无法提出，2014—2016年这部分投放的收入为5%左右，在当前个人按揭理财成本也接近5%的环境下，基本可以视为零收益。

不过，实力资产管理中心CEO陈理认为，这正好体现了招行的稳健风格，他向《红周刊》记者表示：“经济下行时加大零售按揭贷款的投放份额，正体现了招行一贯的稳健作风，事后诸葛亮好当，但当时如此决策回避了不确定性。虽然效益不佳，但降低了坏账风险，比激进的同行日子好过得多。招行现在站在山顶看风景的姿态，正是由于当时的稳健决策形成的。”

对标富国 估值存修复空间？

招商银行在发展零售业务之初，就是对标的美国富国银行，而两者的业务结构也的确极为相似。据中信建投统计，2017年上半年，富国银行的贷款占总资产的51%，招商银行为57%；富国银行的投资占比为26%，招商银行为25%；富国银行的同业资产占比为14%，招商银行为7%；现金及等价物占比为1%，招行为0。

在盈利能力上，富国银行零售业务对营业收入的贡献较稳定，均维持在50%以上，招商银行零售业务贡献率逐渐提升，从2007年的30%增长到2017年的52%左右。富国银行从2007年的65%逐渐下降到2017年的55%，两家银行的占比水平逐渐接近。

在收入结构方面，富国银行和招商银行的净息差一直处于行业领先水平。两者都注重零售业务，净息差变化率的趋势也基本相同，总体都呈现下降趋势。富国银行从2007年的接近4.8%下降到2017年末的不足3%，招商银行从2007年的3%左右下降到2017年的2.4%。

最后，从资本补充方面来看，2009年以来，招商银行规模增速下降，资本内生效率提高，逐渐转向了与富国银行类似的“低规模扩张、低资本消耗”轻型化发展道路。

不过，招商银行与富国银行的估值水平却有着巨大区别。截至6月28日，招行市净率为1.31倍，排在所有银行中的第二位；市盈率为9.3倍，排在所有银行的第6位。对市场来说，招行的估值是否偏高一直存在争论。据中信建投分析，2010年至2017年上半年，招商银行ROE均值比富国银行高了8%，但是PB均值比富国银行低了15%。从趋势上来看，2017年招商银行的ROE呈现企稳回升的态势，假设招商银行ROE保持稳定，即至少能维持在最低点2016年ROE16%的水平，则招商银行目前的PB估值低于富国银行20%以上。

同时，陈理认为，招行是国内银行中最像富国银行的，而且各项指标总体优于富国银行。“如果能够对标富国银行，招行的估值还能上涨50%左右。虽然去年招行涨幅较大，但经过近期的调整，股价再次被低估。”

综合来看，招行是国内零售业务最强的银行，即使是不甘落后、紧追不舍的平安银行，在零售业务对营收贡献、营销成本、风险管控方面远远不及招商银行。如果说“得零售者得天下”，中国零售银行的趋势是“零售银行+金融科技”的趋势。未来零售银行的基本版图将会是：四大国有商业银行零售集中度下降，第二集团市场份额上升，招行的发展空间依然可期。

本文源自证券市场红周刊

更多精彩资讯，请来金融界网站([www.jrj.com.cn](http://www.jrj.com.cn))