

“零售”之王招商银行（600036.SH，03968.HK）最新公布的业绩表现显示，尽管基数较大，其增速依然颇具活力，与中小型银行的强劲增速相比毫不逊色。

然而，招商银行的AH股股价表现却出现分化：2022年以来，港股上涨，A股却出现回调。但如果将时间线拉长到2020年疫情之前，会发现招商银行两年累计涨幅不俗，A股累计上涨38.29%，H股累计上涨68.67%，远好于这两年持续遭到弱化的其他银行股。

相信大家都有一个疑问，招商银行的2021年成绩固然不错，但既然A股和H股自2020年以来已经累积了较为显著的涨幅，远远跑赢大市，它的业绩又是否撑得起比同行略高的估值？

带着这个疑问，我们就来比对一下与国内同行相比以及与国际同行相比，招商银行的估值到底贵不贵。

全年业绩领先

在《财华聚焦|虎虎生威！涨势凌厉的银行股“趁势崛起”？》一文中，我们简单分析了五家公布了业绩快报的中小型银行。在此文发布之后，平安银行（000001.SZ）、招商银行和苏州银行（002966.SZ）也分别公布了2021年业绩快报。

截至2021年12月31日，招商银行的贷款和垫款总额同比增长10.76%，至5.57万亿元（单位人民币，下同）。2021年，这家以零售业务见长的商业银行非利息收入同比增长20.73%，至1273.15亿元，据此计算，对利率敏感的利息净收入或按年增长10.22%，至2039.19亿元。受此带动，该行的2021年总收入同比增长14.03%，至3312.34亿元。扣非归母净利润则按年增长22.90%，至1194.3亿元。

平安银行的2021年末贷款和垫款增幅更佳，达到14.9%，规模增至3.06万亿元。2021年该行总收入按年增长10.3%，至1693.83亿元，扣非归母净利润则按年增长25.6%，至362.3亿元。

苏州银行2021年末的贷款及垫款规模较年初扩大12.54%，至2037.4亿元。该行2021年收入仅按年增长4.51%，至108.31亿元，但扣非归母净利润却按年增长19.60%，达到30.39亿元。

见下表，从收入和净利润增幅来看，城商行江苏银行（600919.SH）均为最高，分别达到22.58%和31.21%。

但城商行和农商行与股份制商业银行的监管条款有所不同，业务侧重也有所不同，

用收入千亿级规模的商业银行与招商银行进行对比，应更具说服力。

以收入千亿级规模的商业银行来看，兴业银行和平安银行的收入增幅都不如招商银行，但净利润增速却均优于招商银行。我们来详细对比一下这三家银行的表现。

最能反映最新表现的2021年第4季业绩显示，招商银行的收入增速最强，达到15.56%，高于平安银行的14.10%和兴业银行的11.36%，其利息净收入和非利息收入增速分别达到14.63%和17.46%，由此可见，前三季落后的利息净收入增长速度回升，或得益于净息差的扩大，同时非利息收入（主要为手续费及佣金收入）亦保持强劲增长，显示招商银行的整体业务表现较为均衡。

见下图，从净资产收益率来看，招商银行的净资产回报保持领先。

再来看风险因素，截至2021年末，这三家股份制商业银行的不良贷款率均有所下降，招商银行、平安银行和兴业银行的不良贷款率分别为0.91%、1.02%和1.10%。

在前边的文章中，笔者多次提到，许多关注类贷款在报告期内或未达到风险确认的条件，所以未体现在不良贷款中，但不代表上市银行就不存在这类风险。谨慎起见，笔者建议在考量上市银行的风险因素时，也将关注类贷款考虑在内。

笔者将不良贷款与关注类贷款相加，得出平安银行的不良贷款+关注类贷款比率是三家银行中唯一有所上升的，由2020年末的2.29%上升至2021年9月末的2.42%。

平安银行管理层曾提到，宝能的相关贷款划分到关注类贷款中。由于未达到重新分类的条件，其2021年9月末的不良贷款仍偏低；但如果加入关注类贷款，平安银行的非正常类贷款（2021年9月末）比重较2021年期初高0.13个百分点。

见下图，平安银行的不良贷款+关注类贷款比重有所上升，而兴业银行大致持平，招商银行则为三家银行中的最低，而且仍呈现向下走势。

覆盖率方面，当前三家股份制商业银行的不良贷款拨备均超过不良贷款+关注类贷款的总和，应足以应付潜在的风险恶化，其中招商银行更接近250%，非常充裕。

由此可见，不论是从业绩表现、收益率和业绩增长，还是从风险覆盖来看，招商银行都远胜同行，其估值被市场看高一线是经得起推敲的。

A股估值合理吗？

见下表，在八家已经公布2021年业绩的上市银行中，招商银行是唯一市盈率达10

倍以上、市价超过资产净值的银行。

从表中可见，在其他银行受疫情影响而纷纷下跌时，业绩表现超群的招商银行股价仍维持上涨，这或反映市场赞赏该行的抗风险能力。

未来随着市场重新关注银行股，其他上市银行的估值或许会获得重估，而要保持与这些银行的相对溢价，招商银行得维持其当前的增长动力——零售业务优势能否维持和对公业务的推进如何，以及非利息业务的增长可持续性。面对商业银行的竞争，招商银行须保持优势并更晋一步才能跑出。

H股估值又如何？

招商银行A股2020年初以来累计涨幅达到38%以上，已跑赢大部分A股上市的银行股，其H股表现更惊人，累计涨幅达到68.67%。

当前H股股价62.80港元较A股股价48.36元人民币溢价5.94%，是少数H股相对A股具有溢价的两地上市公司之一，由此可见境外投资者对招行仍青睐有加。

对比来看，国际性综合金融服务商汇丰控股（00005.HK）的市净率只有0.81倍，较招行的H股市净率1.76倍低一半不止，而值得注意的是，今年以来汇控股价已累计上涨17.27%，而招行仅上涨了3.72%，招行的优势还能保持吗？

汇控尚未公布业绩，不过可以来对照一下刚刚也公布了2021年业绩的摩根大通（JP M.US）和花旗集团（C.US）。

见下表，得益于资金成本偏低，而资产回报大幅上扬（美股大涨带动交易收益，企业盈利改善推动其整体贷放回报），摩根大通和花旗集团的2021年收入增速不怎么理想，利润增长率却十分惊人，分别高达69.71%和98.71%。

再对照以下的估值，可见净资产回报率（ROE）达到16.94%的招行与摩根大通估值相若，市净率均在1.7倍以上，远高于回报率一般的花旗集团。

未来的估值走向将取决于这些金融集团的发展前景。值得注意的是，国内商业银行与这些西方银行的展望并不相同。

前文提到，摩根大通和花旗集团的2021年业绩向好，主要得益于无限宽松的资金环境，让这些金融集团能够享受到极其低廉的资金成本，用这些低成本资金投资于收益相对较高的项目，业绩自然理想得超乎想象。

国内商业银行却不同，面对国际资本市场的潜在风险，国内银行对待风险更为谨慎，这两年的息差有所收紧。

未来的金融环境将发生大的变化，面对高通胀，西方国家很可能从2022年起逐步收紧政策，这些大型综合金融机构所享受到的优厚待遇（低成本高收益）将打折扣。

另一方面，在国际收紧资金的同时，国内的资金环境或改善，随着息差的改善，国内商业银行的利息业务或见好转，上市银行的业绩及估值有望得到提升。

以此来看，在国际金融股回调之时，国内金融股有望修复估值。业绩一直保持增长，同时风险管理得宜的招商银行，也许因为估值偏高而受压，但只要其保持表现，其估值应可得到支持。

本文源自财华网