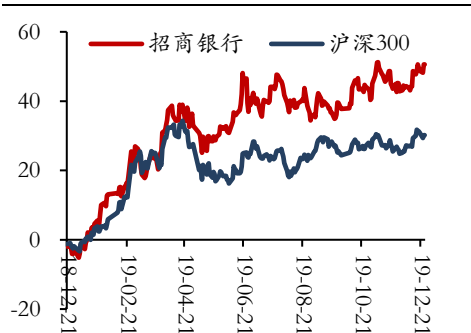


图表 1 基础数据

	首次覆盖
名称及代码	招商银行 600036.SH
评级	增持
市场价格	37.54
所属行业	银行
总市值(亿)	9468
流通市值(亿)	7744

图表 2 近一年招商银行和沪深 300 涨跌幅 (%)



分析师：费瑶瑶  
执业证书：S0380518040001  
联系电话：0755-82830333 (107)  
邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：黎云云  
联系电话：0755-82830333 (125)  
邮箱：liyy@wanhesec.com

## 招商银行：零售优势使新成长仍可期

### 主要观点：

**经营稳健优势明显。**招行的生息资产增速近年来高于股份制银行整体的增速，与国有五大行增速基本同步。从结构上来讲 2019H1 招行生息资产中贷款和垫款占比为 63.56%，与其它股份制银行相比，招行贷款和垫款在生息资产中比重属于较高水平。2019H1 招行净息差与净利差分别为 2.7%、2.58%，同比+0.16、+0.1 个百分点，在行业内属于较高水平，均领先于其它股份制银行，主要受零售客户存款比重较高拉低了付息负债的成本率，同时招行贷款结构中零售贷款占比逐年提升而企业贷款占比逐年下降，贷款结构得到优化。公司的贷款不良率持续下降，不良贷款偏离度低，公司不良贷款认定较严格，贷款风险偏离度低，信用风险管理到位，公司核心一级资本充足率领先于其它股份制银行。

**估值溢价明显，业绩表现优于同业。**招商银行作为优秀的股份制银行，自 2016 年起招行的估值与同业相比溢价逐步扩大，股价表现远好于银行业整体与沪深 300 指数。净利润增速均高于同业银行保持在 2 位数以上，显示了较好的成长性；2019H1 公司实现净利润 868.08 亿元，同比+14.16%。公司的盈利能力同时随着良好的盈利增速而长期表现优于同业，公司 2019H1ROE 水平为 9.73%，而同期股份制银行、国有行平均 ROE 分别为 7.04%、7.17%。

**下一轮成长可期。**招行通过基础良好的零售业务低成本的负债端而保持了净息差优势，零售客户粘性高，尽管未来存款竞争激烈程度加大、利率中枢下行将有进一步减弱公司高净息差的优势，但短期内公司仍将保持零售业务在重点零售产品上的优势，将继续给自身带来了良好的盈利能力与高质量发展的基础。公司在“轻型银行”和“一体两翼”战略引导下，新一轮转型以金融科技为核心赋能零售生态，在获客、客户经营能力、提升客户体验仍具有较强的先发优势，强者恒强，同时也为公司下一轮成长激发了动能。当前公司 PB1.7 倍，预计 2019 公司净利润仍能维持 13%左右的增长，在银行板块整体估值修复下股价或仍有继续上扬的动力，首次覆盖，给予 19 年 1.6 倍 PB 估值，给予“增持”评级。

**风险提示：**经济下滑超预期导致不良率攀升、利率大幅下滑至利差缩窄、监管趋严导致市场悲观情绪。

## 目录

一、经营稳健优势明显.....	4
(一) 资产端与负债端规模均有提升.....	4
(二) 净息差处于高水平奠定高盈利能力.....	6
(三) 资产质量持续改善，资本充足率充分.....	8
二、零售业务地位引领行业并为未来发展打下坚实基础.....	10
(一) 零售业务发力较早并成为公司业务重心.....	10
(二) 零售优质产品建立了竞争性优势.....	12
(三) 金融科技发力转型再度引领行业.....	15
三、业绩表现优于同业，估值溢价优势明显.....	16
四、总结及建议.....	18
五、风险提升.....	19

图表 1	基础数据	1
图表 2	近一年招商银行和沪深 300 涨跌幅 (%)	1
图表 3	招行生息资产平均余额及同比	4
图表 4	招行、股份制、国有行生息资产及 M2 同比增速	4
图表 5	招行生息资产平均余额构成比例	5
图表 6	招行生息资产组成部分同比增速	5
图表 7	2019H1 股份制银行生息资产结构 (百万元)	5
图表 8	招行付息负债平均余额构成比例	6
图表 9	招行计息负债组成部分同比增速	6
图表 10	股份制银行净息差	6
图表 11	2019H1 股份制银行净息差分析	6
图表 12	招行存款结构	7
图表 13	招行存款结构组成部分年化平均成本率 (%)	7
图表 14	招行存款结构各组成部分同比增速	8
图表 15	2019H1 股份制银行存款结构占比	8
图表 16	招行贷款与垫款结构中各组成部分占比	8
图表 17	招行贷款与垫款各组成部分平均年化收益率 (%)	8
图表 18	股份制银行不良贷款率 (%)	9
图表 19	招行银行逾期率、不良贷款与逾期 90 天以上比值 (%)	9
图表 20	2019H1 股份制银行不良贷款偏离度	9
图表 21	股份制银行拨备覆盖率 (%)	10
图表 22	股份制银行拨贷比 (%)	10
图表 23	权重法下股份制银行资本充足率 (%)	10
图表 24	权重法下股份制银行核心一级资本充足率 (%)	10
图表 25	公司关于零售发展的重要节点年份及相关战略描述	11
图表 26	招行零售业务经营业绩指标	12
图表 27	零售业务的成本收入比	12
图表 28	一卡通累计发卡数 (万张)	12
图表 29	公司金葵花以上客户 AUM 与客户数	13
图表 30	金葵花及以上客户总资产占零售 AUM 比例	13
图表 31	部分银行信用卡累计发卡量 (万张)	13
图表 32	招行信用卡业务相关指标 (万)	13
图表 33	各银行信用卡交易金额及不良率	13
图表 34	招行私人银行客户总资产及客户数	14
图表 35	各大行私人银行业务情况统计	14
图表 36	招行信息技术投入加大	15
图表 37	招行历年利息净收入、非利息净收入及同比	16
图表 38	上市银行净利润 (亿元) 及同比增速	16
图表 39	招行与股份制银行、国有行 ROE 水平	17
图表 40	招行与股份制银行、国有行 PB 估值对比	18
图表 41	招行自 2015 以来涨跌幅远跑赢申万银行一级指数与沪深 300 指数	18
图表 42	招行估值预测分析	19

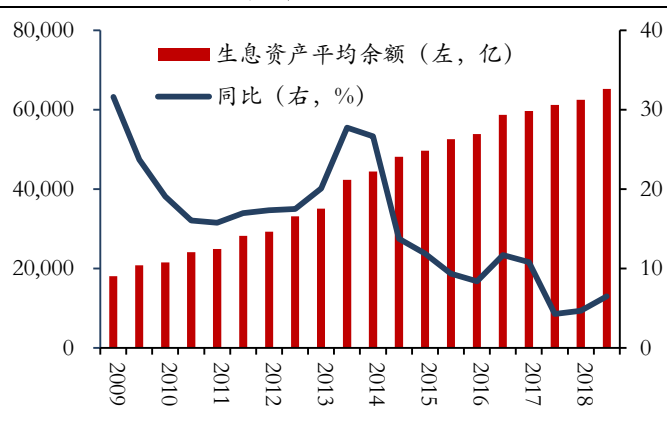
招商银行 1987 年成立于深圳蛇口，是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制银行。公司发展初期扎根于深圳，并随着深圳作为改革开放的前沿一起成长，以优质的客户为根本，持续进行金融创新。公司 1995 年率先提出“一卡通”取代存折；2004 年公司提出“一次转型”发展零售业务，是国内首家确立大力发展零售业务的银行，因此也开始迈入了拥抱零售业务的新征程；2010 年再度“二次转型”，执行以降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本的新战略；2014 年提出一体两翼战略，深化前期的经营成果，改善盈利，同时随着行业受金融科技浪潮的影响，公司率先再度拥抱金融科技，改善运营效率。公司凭借多年深耕零售的优势，以坚定而又稳健的步伐走在了行业的前列。

## 一、经营稳健优势明显

### （一）资产端与负债端规模均有提升

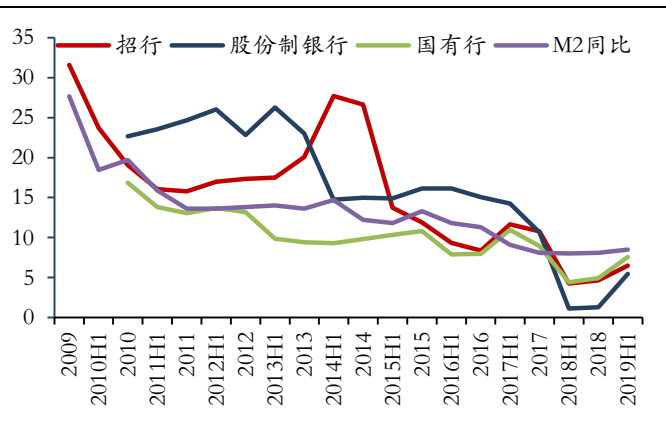
**生息资产同比增速在放缓中规模逐步提升。**2019 年以来，受货币政策边际宽松，2019H1 招行生息资产平均余额为 6.52 万亿元，同比+6.48%，其中国有五大行与股份制银行生息资产平均余额同比增速分别为 7.58%、6.48%。银行业生息资产规模受货币政策、存贷款准备金利率等因素综合影响限制较大，在经济增速放缓、M2 增速降至历史低位并于低速平稳运行背景下，银行业生息资产规模已告别高速增长阶段，招行的生息资产增速近年来高于股份制银行整体的增速，与国有五大行增速基本同步。

图表 3 招行生息资产平均余额及同比



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 4 招行、股份制、国有行生息资产及 M2 同比增速

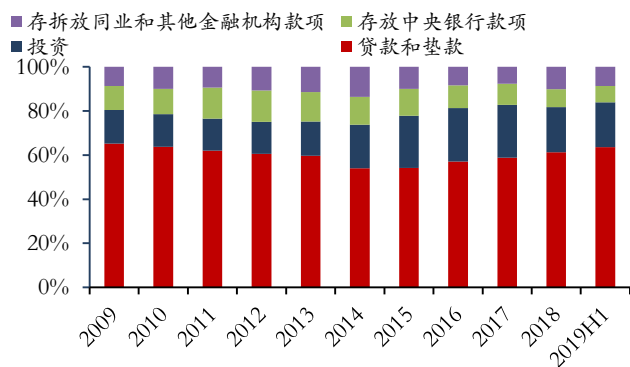


资料来源：公司公告，万和证券研究所

国有行指五大国有行（工、农、中、建、交行），股份制银行指（招行、平安、浦发、兴业、华夏、民生、光大、中信），同时文中下同

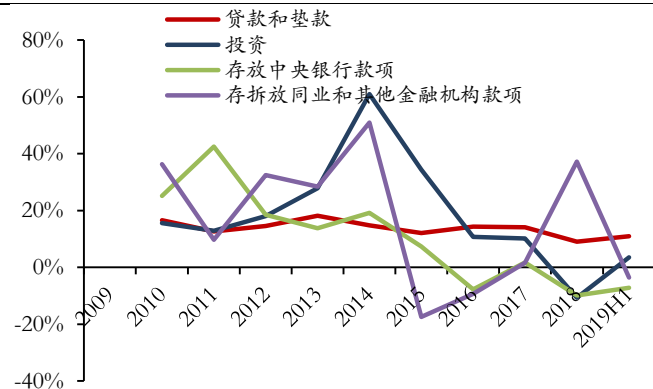
生息资产结构中贷款和垫款比重较高。2019H1 招行生息资产中贷款和垫款、投资、存放中央银行款项、存拆放同业和其他金融机构款项同比分别为+10.99%、+3.53%、-7.19%、-3.55%，信贷投放增加以及投资同比转正；上述四类资产占比分别为 63.56%、20.32%、7.43%和 8.69%，环比分别+2.3、-0.1、-0.7、-1.4 个百分点，招行贷款和垫款在生息资产中占比在股份制银行中属于较高水平，除中信银行占比为 63.52%，剩下均低于 60%，招行的贷款和垫款比重持续提升，存拆放同业和其他金融机构款项占比下降明显。

图表 5 招行生息资产平均余额构成比例



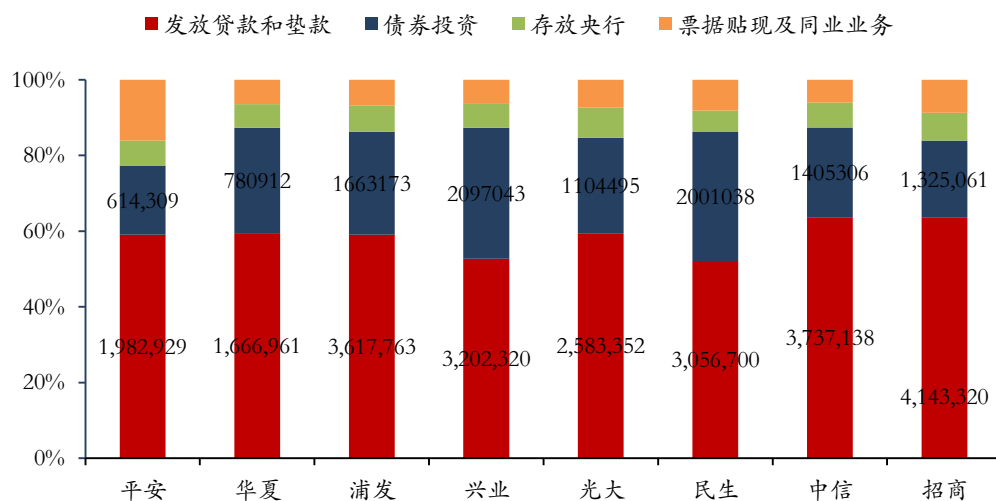
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 6 招行生息资产组成部分同比增速



资料来源：公司公告，万和证券研究所

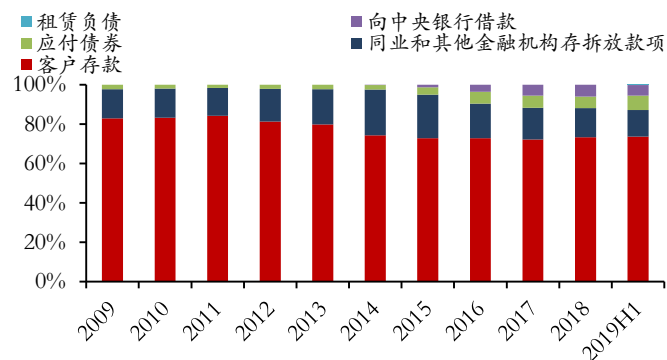
图表 7 2019H1 股份制银行生息资产结构 (百万元)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

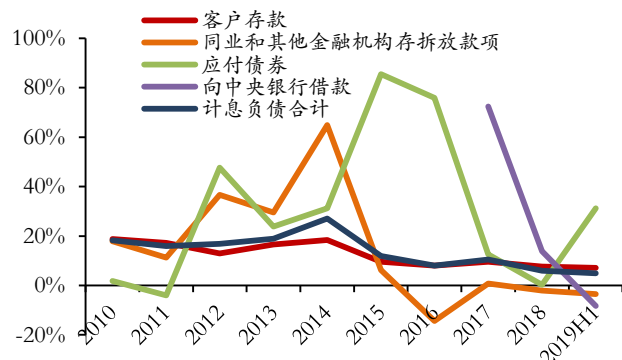
付息负债结构中客户存款增速平稳。2019H1 招行计息负债中客户存款、同业和其他金融机构存拆放款项、应付债券、向中央银行借款同比增速分别为+7.1%、-3.4%、+31.18%、-8.33%，占比分别为 73.62%、13.64%、7.3%、5.22%，公司计息负债中重要构成部分客户存款增速平稳，使公司负债端有较平稳的增长。

图表 8 招行付息负债平均余额构成比例



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 9 招行计息负债组成部分同比增速

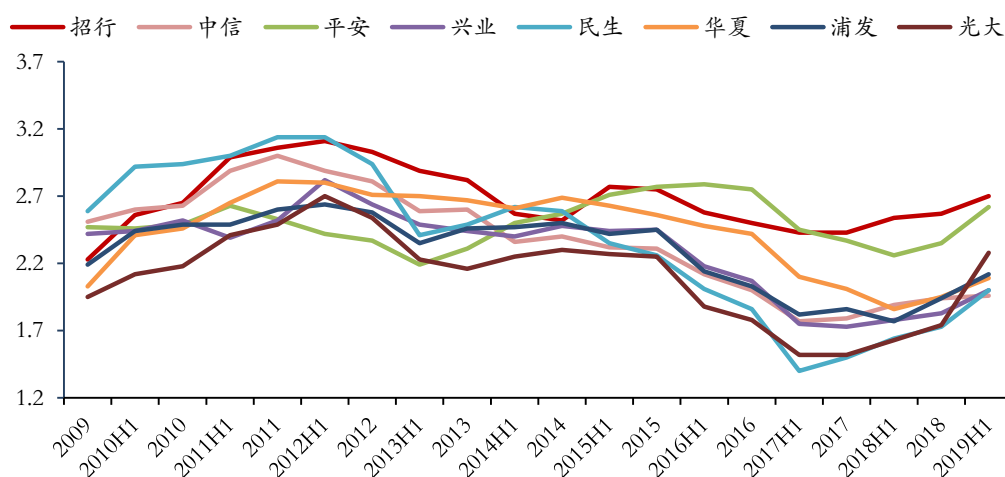


资料来源：公司公告，万和证券研究所

## (二) 净息差处于高水平奠定高盈利能力

净息差与净利差在股份制银行中保持较高水准。2019H1 招行净息差与净利差分别为 2.7%、2.58%，同比+0.16、+0.1 个百分点，在行业内属于较高水平，均领先于其它股份制银行；从净利差来源分析来看，2019H1 生息资产收益率与付息负债成本率分别为 4.47%、1.89%，公司的付息负债成本率水平远低于其它股份制银行，其它股份制银行付息负债平均成本率 2.62%，低付息负债成本率是公司高净息差的重要因素。具体到付息负债组成部分的成本率，2019H1 招行客户存款平均成本率为 1.53%，同比提高 0.1 个百分点，客户存款是付息负债的重要来源，客户存款的平均成本率拉低了付息负债的成本率。

图表 10 股份制银行净息差



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 2019H1 股份制银行净息差分析

	招商	平安	民生	光大	兴业	浦发	华夏	中信
生息资产平均收益率	4.47	5.11	4.48	4.77	4.4	4.62	4.31	4.33

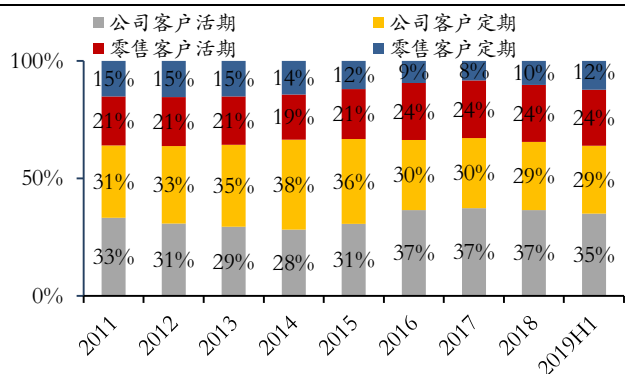
贷款和垫款	5.31	6.67	5.31	5.68	4.74	5.42	4.74	4.86
投资	3.69	3.28	4.03	4.36	4.73	4.02	4.42	4.16
存放中央银行款项	1.58	1.51	1.55	1.45	1.54	1.5	1.53	1.55
存拆放同业和其他金融机构款项	2.63	3	3.03	3.07	3.08	3.22	2.5	2.51
付息负债平均成本率	1.89	2.69	2.74	2.62	2.9	2.55	2.35	2.46
客户存款	1.53	2.49	2.4	2.27	2.37	2.1	1.79	2.06
同业和其他金融机构存拆放款项	2.34	2.75	2.85	3.07	2.85	2.92	2.82	2.83
应付债券	3.7	3.76	3.63	3.82	3.6	3.62	3.58	3.96
向中央银行借款	3.08	-	3.67	-	3.32	3.33	3.31	3.34
租赁负债	4.09	-	-	-	-	-	-	-
净利差	2.58	2.54	1.74	2.15	1.5	2.07	1.96	1.87

资料来源：公司公告，万和证券研究所

注：因各公司披露口径不一致，为统一比较进行了相应调整，比如存拆放同业和其他金融机构款项包括了买入返售金融资产，同业和其他金融机构存拆放款项包括了卖出回购金融资产等

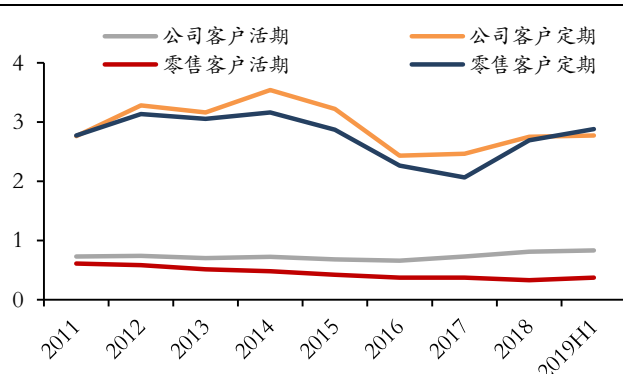
**零售活期存款占比高使客户存款平均成本率低。**从公司存款具体结构来看，2019H1 零售客户定期、零售客户活期、公司客户定期、公司客户活期平均余额分别为 1.58、1.29、1.07、0.55 万亿元，同比+1.82%、+4.99%、+5.76%、+37.35%，占比分别为 35%、29%、24%、12%，招行来自零售客户的存款合计占比均维持在 30%以上，其中零售客户的活期存款占比已连续四年维持在 24%左右。招行零售客户活期存款的占比远高于其它股份制银行，2019H1 其它股份制银行零售活期存款占比在 8%~14%左右。从不同存款的年化平均成本率来看，2019H1 公司客户活期、公司客户定期、零售客户活期、零售客户定期分别为 0.83%、2.77%、0.37%、2.88%，活期存款的年化平均成本率较低且保持相对稳定，定期存款的年化平均成本率相对较高且近年来存款竞争压力加大而走高，零售客户存款是招行最重要的低成本资金的来源。平均成本率低的零售客户活期存款占比高使招行负债端的成本率长期占有绝对优势。

图表 12 招行存款结构



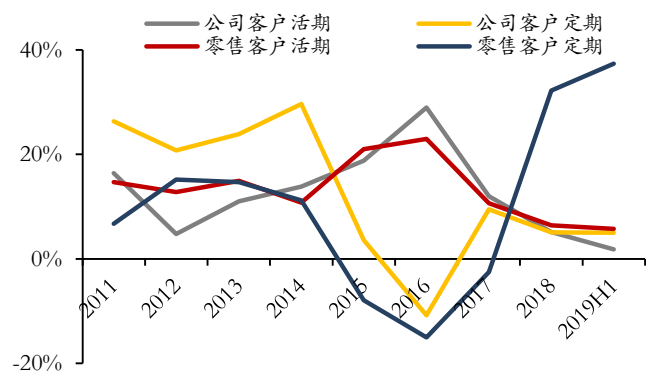
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 13 招行存款结构组成部分年化平均成本率 (%)



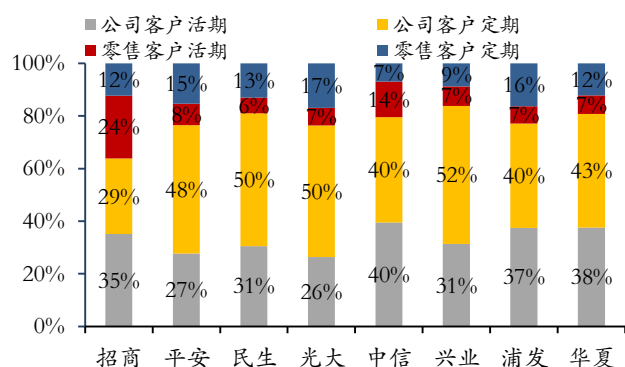
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 14 招行存款结构各组成部分同比增速



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 15 2019H1 股份制银行存款结构占比

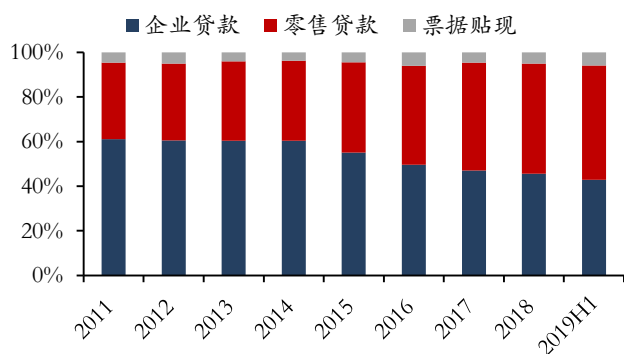


资料来源：公司公告，万和证券研究所

注：平安的保证金存款未计入

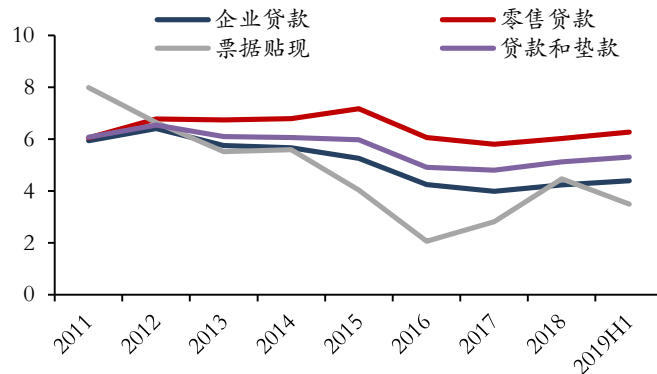
**资产配置中贷款与垫款结构得到优化。**从公司发放贷款与垫款的结构来看，2019H1 三大组成部分企业贷款、零售贷款、票据贴现平均余额分别为 1.78、2.12、0.24 万亿元，环比+1.9%、+12.62%、+24.09%，占比分别为 42.88%、51.27%、5.84%，其中上述这三大组成部分的平均年化收益率分别为 4.4%、6.28%、3.49%。招行贷款结构中零售贷款占比逐年提升而企业贷款占比逐年下降，贷款结构得到优化，受自 2012 年以来零售贷款与企业贷款、票据贴现平均年化收益率之间的利差扩大影响，公司贷款与垫款整体的平均年化收益率整体保持相对平稳，2019H1 为 5.31%，环比+0.18 个百分点。

图表 16 招行贷款与垫款结构中各组成部分占比



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 17 招行贷款与垫款各组成部分平均年化收益率 (%)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

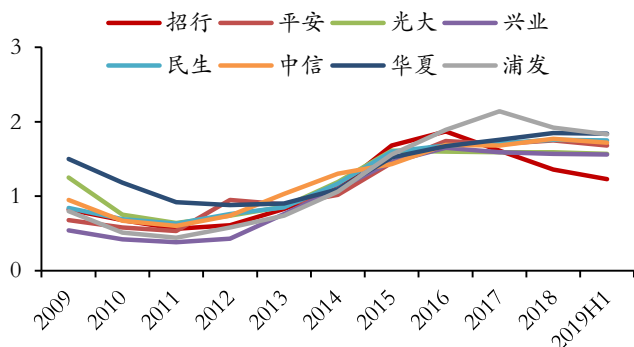
### (三) 资产质量持续改善，资本充足率充分

**贷款不良率下降，不良贷款认定严格。**2019H1 招行贷款不良率为 1.23%，环比下降 0.13 个百分点，公司历史不良贷款率走向趋势与行业基本保持一致，受益于经济复苏，自 2016 年以来公司的贷款不良率持续下降，下降幅度相较于同业的股份制银行表现相对优秀；2019H1 公司贷款逾期率为 1.56，环比下降 0.02 个百分点，逾期率从 2015 年的高位大幅下降现保持相对平稳；



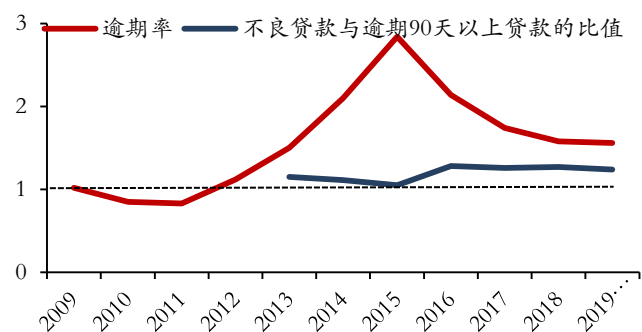
2019H1 不良贷款与逾期 90 天以上贷款比值 (1/不良贷款偏离度) 为 1.24, 远超过 1, 比其它股份制银行的不良贷款偏离度低, 公司不良贷款认定较严格, 贷款风险偏离度低, 信用风险管理到位。

图表 18 股份制银行不良贷款率 (%)



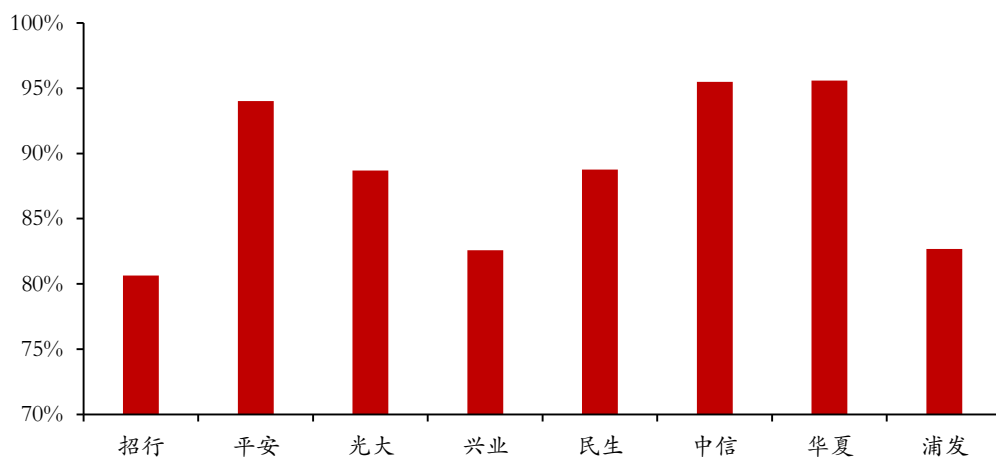
资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 19 招行银行逾期率、不良贷款与逾期 90 天以上比值 (%)



资料来源: 公司公告, 万和证券研究所

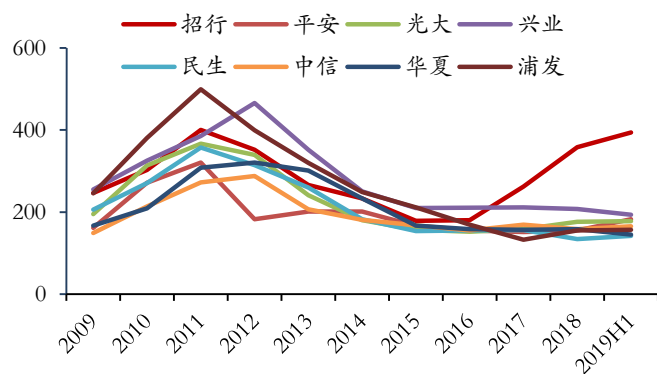
图表 20 2019H1 股份制银行不良贷款偏离度



资料来源: 公司公告, 万和证券研究所

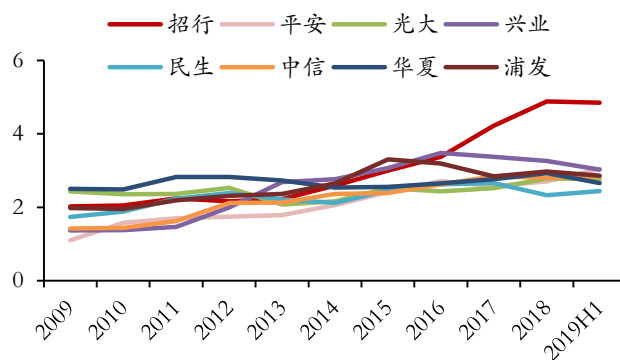
**拨备覆盖率计提与拨贷比水平远高于其它股份制银行。**2019H1 招行贷款拨备覆盖率为 394.12%, 环比提升 35.94 个百分点, 拨备覆盖率计提充足程度远高于其它股份制公司; 2019H1 公司拨贷比为 4.85%, 环比下降 0.03 个百分点, 公司拨贷比水平同样处于较高水准, 抵御坏账损失准备能力较强。

图表 21 股份制银行拨备覆盖率 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

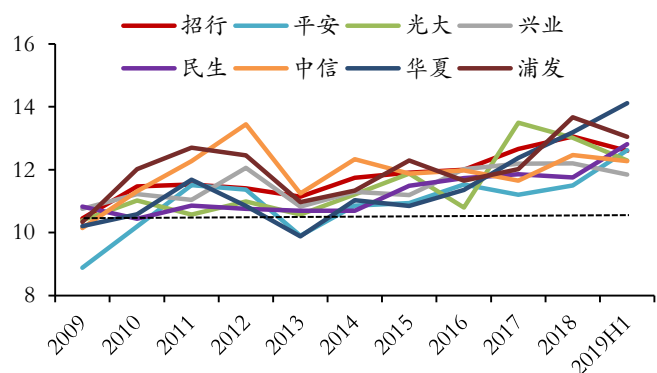
图表 22 股份制银行拨贷比 (%)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

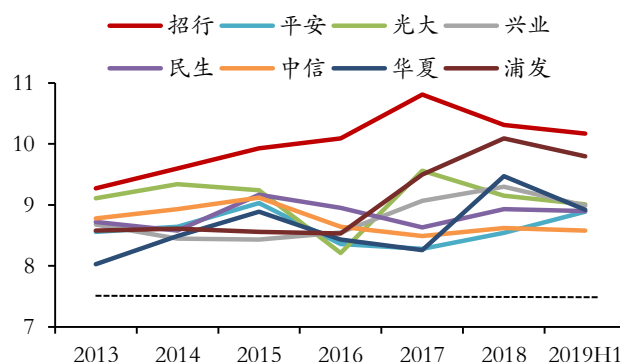
资本充足率小幅下滑但资本内生能力依旧强大。在权重法下，招行 2019H1 资本充足率、核心一级资本充足率分别为 12.6%、10.17%，环比分别-0.46、-0.14 个百分点，公司核心一级资本充足率领先于其它股份制银行；作为系统重要性银行，在高级法下，招行 2019H1 资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.09%、11.42%，环比-0.59、-0.36 个百分点。综合，在两种方法中，公司资本充足率近报告期虽有下滑，但依旧较充分并满足监管要求，公司资本内生能力较强。

图表 23 权重法下股份制银行资本充足率 (%)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 24 权重法下股份制银行核心一级资本充足率 (%)



资料来源：公司公告，万和证券研究所

## 二、零售业务地位引领行业并为未来发展打下坚实基础

### (一) 零售业务发力较早并成为公司业务重心

较早定位零售业务战略性地位并不断深化加强。公司专注转型发展零售业务始于 2004 年，公司首度确认将零售业务作为公司发展的战略重点，并开始推进金葵花等重点零售产品的品牌建设；2010 年，公司开启内涵式发展的“二次转型”，在零售业务上加快发展财富管理业务，深化零售高净值客户经营；2014 年，公司战略确立以零售金融为“一体”，以公司金融、同业

金融为“两翼”，加大公司、同业“两翼”对零售的支持作用，零售金融将打造成最佳银行，以财富管理、小微金融、消费金融三大业务为突破口，持续提升零售金融价值贡献；2018年，公司正式向零售金融3.0时代迈进，在“移动优先策略和“MAU北极星指标”的牵引下，数字化平台职能的强化向零售业务全方位赋能，以金融科技银行”和“最佳客户体验银行”建设为依托，全面向App时代”进发。公司自确立零售业务为重点战略后，不断与时俱进，在战略上具有前瞻性与先行性地巩固零售业务发展。

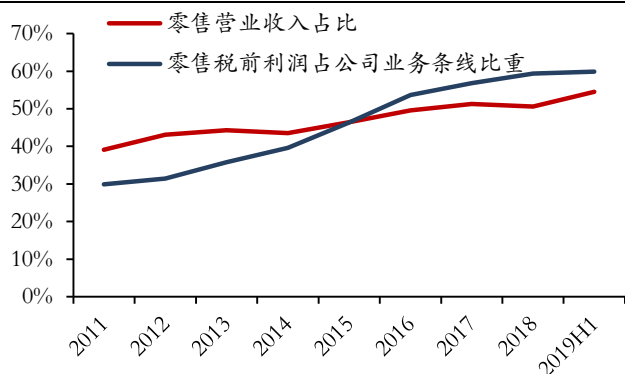
图表 25 公司关于零售发展的重要节点年份及相关战略描述

年份	关于零售战略的发展描述
2004	将零售银行业务作为发展的战略重点，逐步推进零售银行业务管理体制和组织架构改革；推出国内第一个面向个人财富管理的金融服务产品-招商银行财富账户
2010	在2010年初开始推进“二次转型”战略，改变过去依靠规模增长、资本投入的外延粗放式经营模式，实现内涵集约化经营；加快发展财富管理业务，深化零售高净值客户经营，有效提高个贷业务综合贡献，巩固和提升信用卡领先优势，打造零售银行低成本运营模式，持续改善零售业务盈利能力。
2014	以零售金融为“一体”，以公司金融、同业金融为“两翼”，加强零售“一体”对公司、同业的带动作用，加大公司、同业“两翼”对零售的支持作用，推进一体两翼协争优势。零售金融进一步巩固财富管理和私人银行领先地位，深化高净值客户营销，稳步推进信用卡业务发展；零售金融将打造成最佳银行，以财富管理、小微金融、消费金融三大业务为突破口，持续提升零售金融价值贡献
2015	新的五年规划继续将“零售领先”作为战略目标的核心要素，同时纳入了“创新驱动”的发展手段要求；稳健发展零售贷款业务，调整贷款结构，加大信用卡贷款和个人住房贷款投放，适度放缓小微贷款；持续深化建设以手机为中心的零售业务发展的轻经营平台，有效提升电子银行渠道替代水平
2017	加大金融科技投入，在移动技术、大数据、人工智能等基础设施领域持续发展，强化服务管理，提升复杂产品配置能力和零售客户大数据分析能力，全面推进金融服务平台化、业务管理精细化和客户营销精准化，进一步夯实零售客户基础，实现了零售客群及AUM的稳步增长
2018	零售金融主动走出传统经营的舒适区正式向零售金融3.0时代迈进，以经营组织的数字化转型来适应服务生态的进化。2018年在“移动优先策略和“MAU北极星指标”的牵引下，本公司持续通过数字化平台职能的强化向零售业务全方位赋能，使得平台体系、产品体系和服务体系都向“全客群、全产品、全渠道”的方向优化，在现有的客户分层经营基础上进一步优化客户分类经营，不断夯实零售客户基础，在保持财富管理、私人银行、信用卡、零售贷款、消费金融、电子银行等核心业务领域体系化竞争优势的同时，全面向App时代”进发
2019	2019年是零售金融3.0数字化转型的关键之年，随着零售业务竞争的不断加剧，将强化创新，构建数字化获客和经营新模式，在保持2.0阶段所取得的结构和质量优势的基础上，以金融科技银行”和“最佳客户体验银行”建设为依托，深入推进迈向3.0阶段的经营模式全方位升级

资料来源：公司公告，万和证券研究所

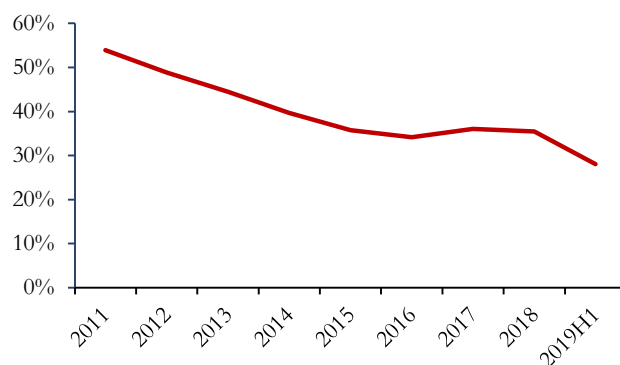
**零售业务已成为公司营收与盈利的主要来源。**招行来自零售业务的营业收入、税前利润占比不断提升，2019H1零售营收占比为54.48%，同比上升4.61个百分点；零售税前利润占公司税前利率比重为59.85%，同比上升5.4个百分点。零售业务在公司的发力积累下已成为公司的重点核心业务，是公司整体业务拉动的重要动能。招行的零售业务经营效率同样得到提升，零售业务的成本收入比不断下降，2019H1零售业务的成本收入比为28.03%，同比下降3.48个百分点。

图表 26 招行零售业务经营业绩指标



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 27 零售业务的成本收入比

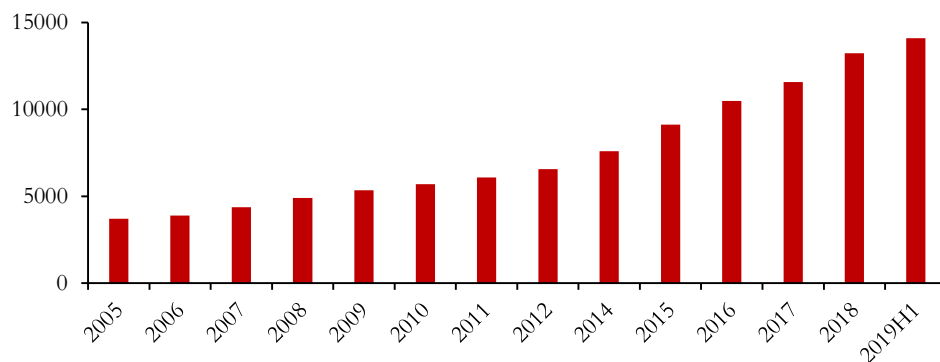


资料来源：公司公告，万和证券研究所

## (二) 零售优质产品建立了竞争性优势

一卡通为公司积累了零售客户来源。公司 1995 年率先用“一卡通”（借记卡）取代存折率实现联网通兑，打开了个人理财业务的新大门，开启了零售 1.0 阶段，集多功能为一体的“一卡通”通过逐步改进功能，为零售客户理财提供了方便快捷的服务，同时一卡通客户是公司零售业务的主要客源。截止到 2019H1，公司已累计发行一卡通借记卡 1.44 亿张，环比+6.33%，为公司开展零售业务服务奠定了客源基础。

图表 28 一卡通累计发卡数（万张）

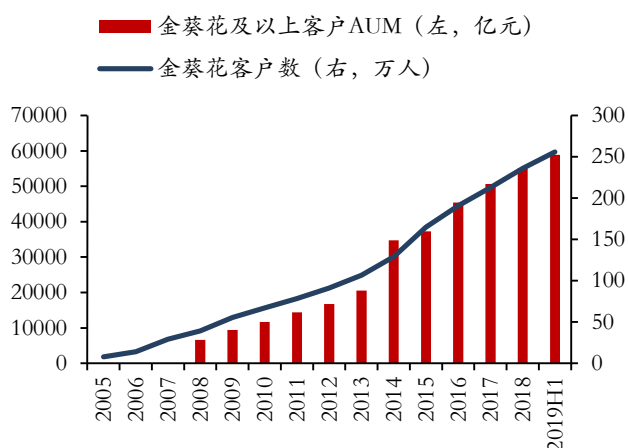


资料来源：Wind，万和证券研究所

金葵花客群贡献了大部分公司零售 AUM（Asset Under Management，资产管理规模）。公司自 2005 年主打重要零售产品“金葵花理财”（指公司月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户）重点发力零售客户理财服务，公司开启了零售客户理财服务分层管理的先河，公司金葵花客群规模随着国内人均财富快速增长、客户财富管理需求提升而壮大，截止到 2019H1，公司金葵花客户数已达 255.49 万户，环比增长 8.33%。2019H1 公司管理金葵花及以上客户总资产 5.89 亿元，环比+6.9%，金葵花 AUM 占零售 AUM 比例为 81.12%。通过对金葵花理财业务的分层精细管理以及良好优质的服务体系，

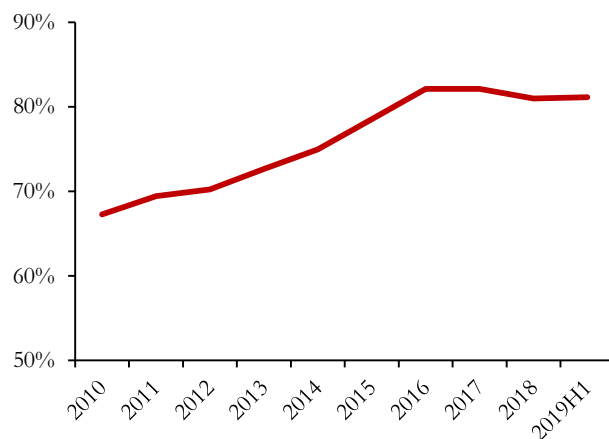
招行已在中高端零售客户领域逐步建立了自身品牌优势。

图表 29 公司金葵花以上客户 AUM 与客户数



资料来源：公司公告，万和证券研究所

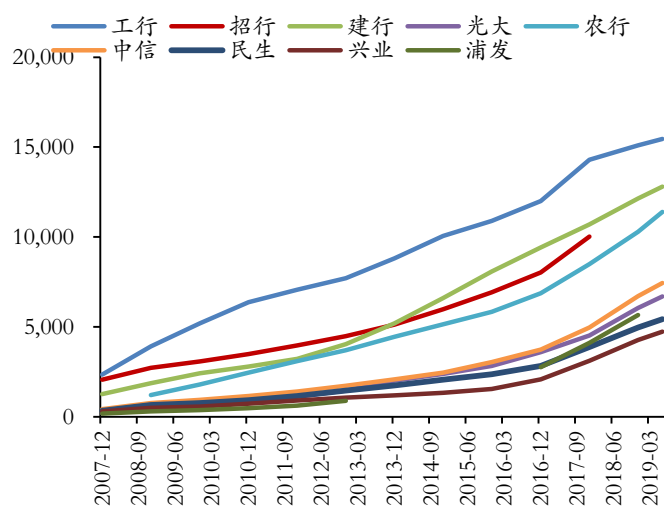
图表 30 金葵花及以上客户总资产占零售 AUM 比例



资料来源：公司公告，万和证券研究所

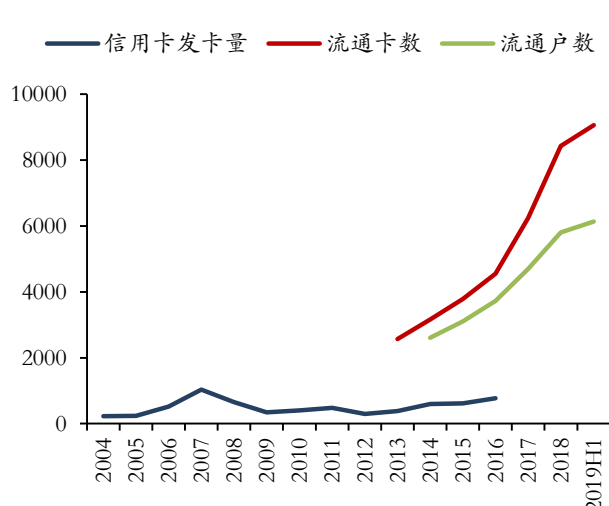
**信用卡业务已积累较明显的优势。**公司累计发卡量位居股份行首位，近两年公司信用卡流通户数与流通卡数急剧上升，2019H1 公司流通卡数为 9061.04 万张，流通户数为 6134.31 万张，信用卡有效客群规模庞大。公司信用卡交易金额位列第一，2019H1 交易金额为 20381.02 万亿元，同比增长 12.03%，远高于其它国有行与股份制银行；从信用卡业务品质来看，与其它信用卡业务规模较大的公司相比，公司信用卡不良率也属于较低水平，2019H1 为 1.3%，较上年末增长 0.19 个百分点。

图表 31 部分银行信用卡累计发卡量（万张）



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 32 招行信用卡业务相关指标（万）



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 33 各银行信用卡交易金额及不良率

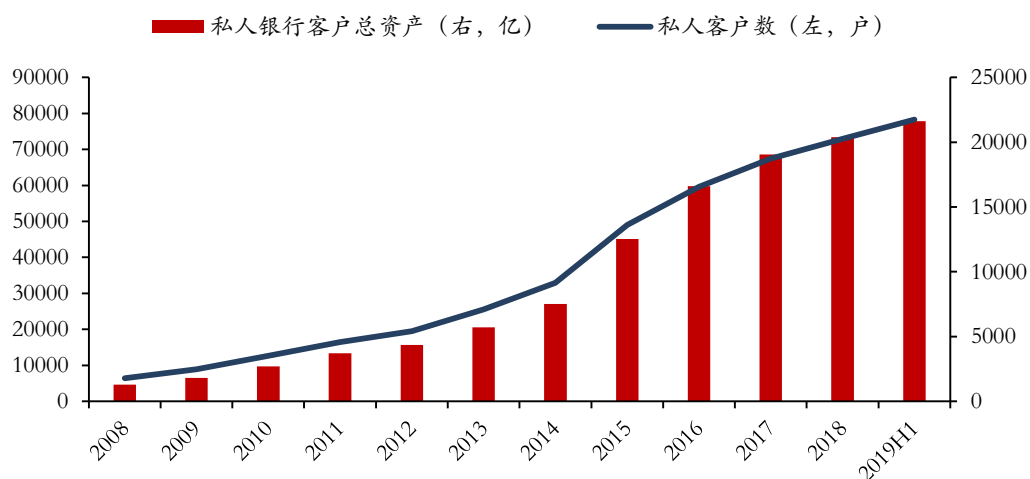
	信用卡交易金额（亿元）		信用卡不良率	
	2018	2019H1	2018	2019H1
工行	29,000.00	14,300.00	-	-
招行	37,938.36	20,381.02	1.11%	1.30%

建行	29,927.36	15,000.00	0.98%	1.21%
光大	22,886.75	12,896.98	-	-
中行	16,195.55	8,622.84	1.66%	1.43%
农行	17,538.29	9,598.51	-	-
交行	30,302.76	14,235.07	1.52%	2.49%
平安	27,248.07	16,187.19	1.32%	1.37%
中信	20,815.83	12,290.13	1.74%	1.85%
浦发	18,065.70	10,401.78	1.81%	2.38%
民生	22,116.25	11,934.14	2.15%	-
兴业	15,184.95	9,053.77	1.06%	1.26%

资料来源：公司公告，万和证券研究所

**私人银行业务遥遥领先。**公司私人银行业务（日均人民币总资产在1000万元及以上的零售客户）发展起步07年，同时也是国内首批开展私人银行业务银行之一。2019H1公司私人银行客户数已达7.82万户，环比+7.28%；管理的私行客户总资产2.16万亿元，环比+5.97%。与国内其它银行的私人银行业务相比，公司的私人银行要求的客户人民币资产门槛最高，私人银行客户数虽然不及四大行中的建、工、商行，但是公司私人银行管理客户资产规模位列首位，彰显了公司私人银行产品与服务体系强劲的竞争力，公司组建的高端客户服务网络、投顾服务专业体系已相当成熟。

图表 34 招行私人银行客户总资产及客户数



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 35 各大行私人银行业务情况统计

	私人银行客户数 (万)		私人银行客户资产 (万亿)		客户资产达标门槛
	2018	2019H1	2018	2019H1	
招行	7.29	7.82	2.04	2.16	1000 万
建行	12.72	14.00	1.35	1.50	600 万
农行	10.60	11.80	1.12	1.30	600 万
工行	8.07	9.21	1.39	1.59	800 万

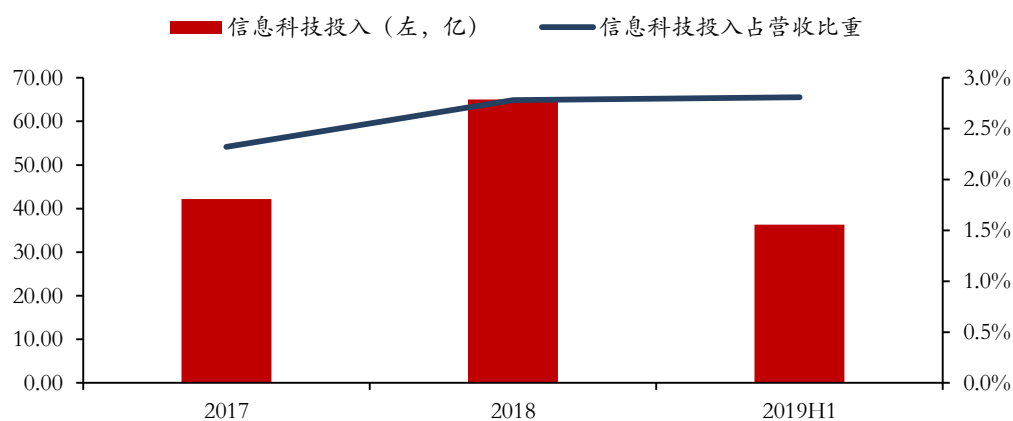
中行	-	-	1.40	-	800 万
平安	3.00	3.84	0.46	0.61	600 万
中信	3.39	3.79	0.49	0.52	600 万
光大	-	3.01	-	0.35	600 万
兴业	3.06	3.43	0.34	0.44	600 万
民生	1.93	2.04	0.36	0.38	800 万

资料来源：公司公告，公司官网，万和证券研究所

### （三）金融科技发力转型再度引领行业

**与时俱进拥抱金融科技。**银行业正面临着来自云计算、大数据、人工智能等新技术所推动的升级转型，重新塑造了传统银行业中的借贷业务、支付结算、财富管理、互联网银行等全场景，迎来了全新的数字化、智能化、开放性的银行时代。自 2017 年招行便启动转型，开始走向拥抱以金融科技为核心动力的新商业模式，对零售业务经营中的服务模式、营销模式、风控模式和运营模式开启数据化升级，从根本上进一步提升客户体验与运营效率。2018 年公司在行业率先提出要所有网点实行“全面无卡化”，实现全面“无卡化”管理；同时通过金融数据大平台，有效提高了零售金融的防控欺诈的监控能力。公司近年来随着转型战略的推进加大了科技资源的投入，2019H1 公司信息技术投入 65.02 亿元，同比+35.17%，为转型“金融科技银行”提供源源不断的动力。

图表 36 招行信息技术投入加大



资料来源：公司公告，万和证券研究所

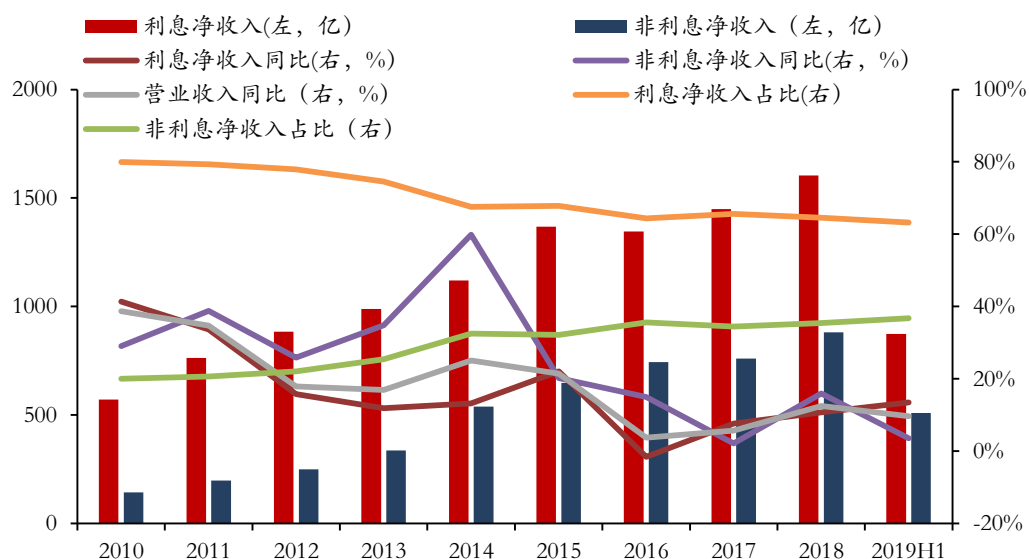
**APP 客户经营平台取得良好成效。**公司通过“招商银行”、“掌上生活”APP 这两大零售电子渠道分别开展银行客户综合服务与信用卡业务服务的经营，助力公司获客与 AUM 的提升。公司的“掌上生活”APP 和“招商银行”APP 的客户规模和活跃度均排名靠前，2019H1 掌上生活、招商银行 APP 月活数

分别为 3928.48、4582.63 万户。通过公司信用卡掌上生活 APP 渠道办理的消费金融交易金额已占公司信用卡业务消费金融的近半数，平台覆盖了衣食住行等多个细分领域与多类场景，已成为公司零售数字化转型的重要平台。

### 三、业绩表现优于同业，估值溢价明显

营收增速保持良好，非利息净收入占比长期来讲有提升。招商银行 2019H1 营业收入为 1383.01 亿元，同比+9.64%，公司营收增速环比有回落但在相对大基数下依旧保持良好增速状态，其中利息净收入与非利息净收入占比分别为 63.2%、36.8%，同比分别+13.5%、+3.58%，以手续费及佣金净收入为代表的非利息净收入上半年受资管新规等因素放缓因此占比有所下滑，但长期来讲非利息净收入占比已有较大提升。

图表 37 招行历年利息净收入、非利息净收入及同比



资料来源: Wind, 万和证券研究所

**盈利增速与 ROE 水平领先同业。**招商银行自 2016 年起便保持了较强且稳定的盈利增速，净利润增速均高于同业银行保持在 2 位数以上，显示了较好的成长性；2019H1 公司实现净利润 868.08 亿元，同比+14.16%。公司的盈利能力随着良好的盈利增速而表现优于同业，公司 2019H1ROE 水平为 9.73%，而同期股份制银行、国有行平均 ROE 分别为 7.04%、7.17%。

图表 38 上市银行净利润 (亿元) 及同比增速

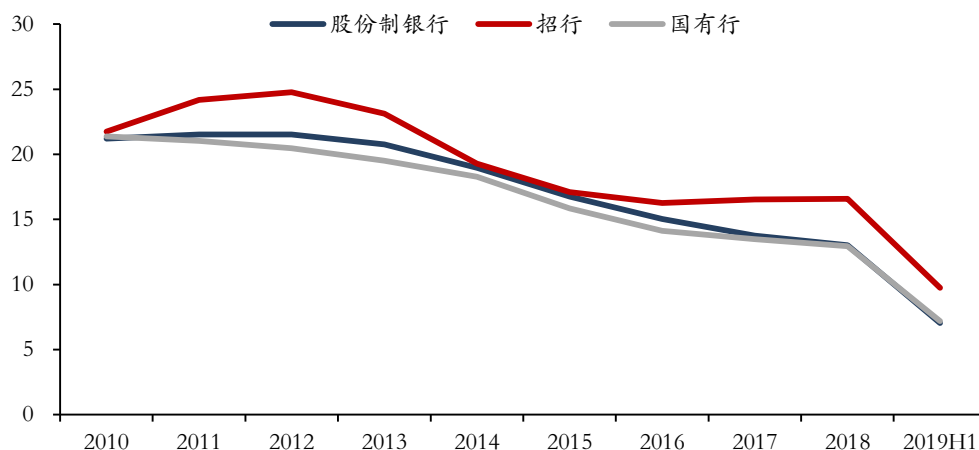
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
招商银行	361.27	452.72	517.42	560.49	580.18	623.8	706.38	808.19	868.08
YOY	40.20%	25.31%	14.29%	8.32%	3.51%	7.52%	13.24%	14.41%	14.16%
平安银行	103.90	135.1078	152.31	198.02	218.65	225.99	231.89	248.18	268.49



YOY	65.35%	30.03%	12.73%	30.01%	10.42%	3.36%	2.61%	7.02%	11.84%
浦发银行	273.55	343.11	412	473.6	509.97	536.78	550.02	565.15	600.26
YOY	42.63%	25.43%	20.08%	14.95%	7.68%	5.26%	2.47%	2.75%	8.39%
华夏银行	92.21	127.96	155.11	180.23	189.52	197.56	199.33	209.86	215.01
YOY	53.95%	38.77%	21.22%	16.19%	5.15%	4.24%	0.90%	5.28%	6.77%
民生银行	284.43	383.08	432.82	455.67	470.22	487.78	509.22	503.3	524.45
YOY	60.80%	34.68%	12.98%	5.28%	3.19%	3.73%	4.40%	-1.16%	0.54%
兴业银行	255.97	349.27	415.11	475.3	506.5	543.27	577.35	612.45	635.16
YOY	38.21%	36.45%	18.85%	14.50%	6.56%	7.26%	6.27%	6.08%	6.33%
光大银行	180.85	236.2	267.54	289.28	295.77	303.88	316.11	337.21	361.04
YOY	41.36%	30.60%	13.27%	8.13%	2.24%	2.74%	4.02%	6.67%	10.27%
中信银行	308.44	313.85	397.17	414.54	417.4	417.86	428.78	453.76	480.38
YOY	41.62%	1.75%	26.55%	4.37%	0.69%	0.11%	2.61%	5.83%	7.02%
交通银行	508.17	584.72	624.61	660.35	668.31	676.51	706.91	741.65	763.19
YOY	29.73%	15.06%	6.82%	5.72%	1.21%	1.23%	4.49%	4.91%	5.32%
农业银行	1219.56	1451.31	1662.11	1795.1	1807.74	1840.6	1931.33	2026.31	2090.27
YOY	28.50%	19.00%	14.52%	8.00%	0.70%	1.82%	4.93%	4.92%	4.28%
工商银行	2084.45	2386.91	2629.65	2762.86	2777.2	2791.06	2874.51	2987.23	3067.56
YOY	25.55%	14.51%	10.17%	5.07%	0.52%	0.50%	2.99%	3.92%	4.19%
建设银行	1694.39	1936.02	2151.22	2282.47	2288.86	2323.89	2436.15	2556.26	2638.69
YOY	25.48%	14.26%	11.12%	6.10%	0.28%	1.53%	4.83%	4.93%	4.68%
中国银行	1303.19	1457.46	1637.41	1771.98	1794.17	1840.51	1849.86	1924.35	1983.02
YOY	18.81%	11.84%	12.35%	8.22%	1.25%	2.58%	0.51%	4.03%	4.36%

资料来源：wind，万和证券研究所

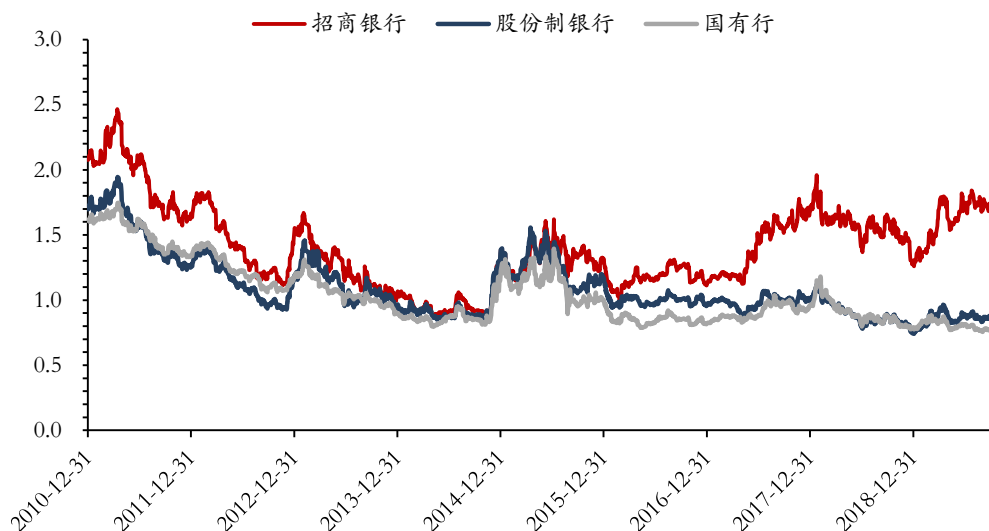
图表 39 招行与股份制银行、国有行 ROE 水平



资料来源：Wind，万和证券研究所

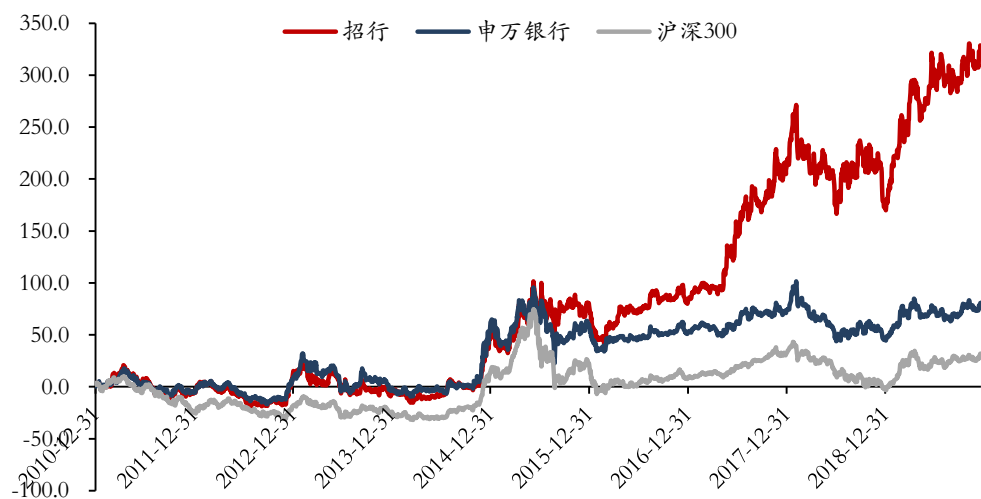
**估值溢价明显。**招商银行作为优秀的股份制银行，自 2016 年起招行的估值与同业相比溢价逐步扩大，截止至 12 月 20 日，招行的 PB 估值溢价率相较于股份制银行与国有行分别为 121.45%、87.72%；2016 年 1 月至今招行、申万银行一级行业指数、沪深 300 指数股价涨幅分别为 138.07%、13.25%、7.67%，招行股价表现远好于银行业整体与沪深 300 指数。

图表 40 招行与股份制银行、国有行 PB 估值对比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 41 招行自 2015 以来涨跌幅远跑赢申万银行一级指数与沪深 300 指数



资料来源：Wind，万和证券研究所

#### 四、总结及建议

招行通过基础良好的零售业务低成本的负债端而保持了净息差优势，零售客户粘性高，尽管未来存款竞争激烈程度加大、利率中枢下行将有进一步减弱公司高净息差的优势，但短期内公司仍将保持这一优势，通过零售业务的优势给自身带来了良好的盈利能力与高质量发展的基础。公司经营稳健，各项指标均充分符合监管要求，资产质量良好，抗风险能力较强。公司在“轻型银行”和“一体两翼”战略引导下，新一轮转型以金融科技赋为核心赋能

零售生态，在获客、客户经营能力、提升客户体验仍具有较强的先发优势，同时也为公司下一轮成长激发了动能。当前公司 PB1.7 倍，预计 2019 公司净利润仍能维持 13%左右的增长，在银行板块整体估值修复下股价或仍有继续上扬的动能，首次覆盖，给予 19 年 1.6 倍 PB 估值，给予“增持”评级。

图表 42 招行估值预测分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿)	2090.25	2208.97	2485.55	2709.25	2939.54	3174.70
YOY	3.75%	5.33%	12.52%	9.00%	8.50%	8%
净利润 (亿)	623.80	706.38	808.19	913.25	1022.85	1135.36
YOY	7.52%	13.24%	14.41%	13%	12%	11%
每股收益 (稀释)	2.46	2.78	3.13	3.54	3.96	4.40
每股净资产	15.95	17.69	20.07	22.64	25.75	28.96
PE	7.15	10.43	7.89	10.24	9.14	8.24
PB	1.18	1.41	1.58	1.60	1.41	1.25

资料来源：公司公告，wind，万和证券研究所

## 五、风险提示

经济下滑超预期导致不良率攀升、利率大幅下滑至利差缩窄、监管趋严导致市场悲观情绪。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告

所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

**万和证券股份有限公司**

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>