

科技赋能推动零售银行快速转型

——招商银行(600036.SH)首次覆盖报告

公司深度

科技赋能下零售之王的转型之路: 招商银行是国内首家完全由企业法人持股的股份制商业银行,无控股股东及实际控制人,并且金融牌照优势明显。自成立以来,招商银行结合银行业务发展趋势以及自身发展特点,在30余年间历经多次战略转型改革创新,成功打造为我国商业银行零售业务的龙头。2005年,招商银行正式提出“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”。2014年,招商银行进一步深化“二次转型”,定位“轻型银行”,明确“一体两翼”发展战略。科技赋能下招商银行第三次转型“金融科技银行”。

资产负债结构优势明显: 招商银行总资产、净资产均在上市全国性股份制银行中位居首位。**负债端市场化程度高、成本优势显著。** 招商银行战略转型以来,净息差均处于股份制银行同业中的前列。其98%的资金来源于计息负债,市场化程度高,成本优势显著。招商银行零售业务发展迅速,高净值客户资产规模较大。依托高净值客户,招商银行**贷款质量高**,处于股份制银行前列,不良贷款率处于同业低位水平。得益于较低的不良贷款率、较高的资产质量以及较高的风险意识,招商银行拨备覆盖率不断提升,长期处于同业前列。招商银行资本充足率和核心一级资本充足率均位于同业前列,为股份制银行首位。

零售业务是招商银行的护城河: 招商银行盈利能力较强,ROE、ROA均处于同业领先地位。**贷款及垫款利息收入,是招商银行利息收入的最大组成部分。** 优势:一是息差高于传统对公业务;二是风险分散,不良贷款率低于对公贷款;三是客户黏性高,能为招商银行带来更多中间业务收入。**中间业务优势明显,非息收入占比较高**,长期处于上市银行的前列。同时,招商银行管理费用较高,长期位于股份制银行首位。主要由于,招商银行深耕零售业务所需投入较多,但同时从中获得较高收益率;并且招商银行大力支持金融科技,夯实科技基础,加大对IT基础设施建设及研发人员投入。

盈利预测、估值与评级

预计公司2020-2022年EPS分别为4.25、4.92和5.71元,根据相对估值和绝对估值法,我们预测,2020年招商银行的PE合理区间在10-12之间,PB在1.8-2.16之间,对应合理股价区间为40.45-44.39元,给予“推荐”评级。

风险提示: 业务转型带来的经营风险;监管趋严导致政策风险;疫情冲击带来的市场风险。

财务摘要和估值指标(日期)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	248,555	269,703	297,755	330,026	368,160
增长率(%)	12.52%	8.51%	10.40%	10.84%	11.55%
净利润(百万元)	80,560	92,867	107,804	124,808	144,931
增长率(%)	14.41%	15.60%	15.00%	15.77%	16.12%
ROAE(%)	15.68%	16.14%	16.00%	15.70%	15.50%
EPS(摊薄/元)	3.19	3.68	4.25	4.92	5.71
P/E	11	9	8	7	6
P/B	1.8	1.6	1.3	1.1	0.9

资料来源: Wind、新时代证券研究所预测,股价时间为2020年5月22日

推荐(首次覆盖)

郑嘉伟(分析师)

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号: S0280519040001

钟奕昕(联系人)

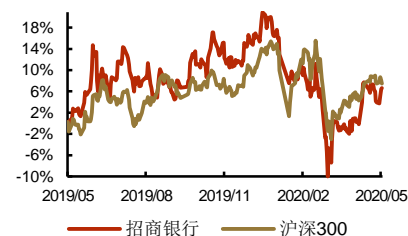
zhongyixin@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040021

市场数据 时间 2020.05.22

收盘价(元):	33.63
一年最低/最高(元):	28.71/40.16
总股本(亿股):	206.29
总市值(亿元):	6,937.51
流通股本(亿股):	206.29
流通市值(亿元):	6,937.51
近3月换手率:	0.27%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

我们采用两阶段DDM和相对估值法,对招商银行进行估值。对于无风险利率,我们采用过去一年的10年国开债利率均值,同时运用敏感性测试畸形估值标准衡量。在DDM的方法下,我们得出股票估值水平为40.45-44.95元,对应PB为2.00-2.16倍;在相对估值法下,我们得出的股价为40.51-44.39元,对应PB为1.80-2.00倍。综合上述两种方法,得出的目标价为40.45-44.39元,对应PB为1.98倍。

关键假设

我们假设受到疫情的影响,中国经济在2020年有一个缓慢恢复的过程,因此带动银行业被进一步低估。与此同时,全球银行业受经济增速放缓、低利率时代和新兴市场风险暴露的影响,信贷规模增速放缓,“资产荒”、“利差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战,监管趋严和数字化进攻者也不容小觑。作为一流大行,招商银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响,敏感性较高。

我们与市场的观点的差异

我们分析认为,招商银行是国内零售业务的龙头,具有显著的市场优势。金融科技赋能,优势明显。

股价上涨的催化因素

金融科技持续发力、私人银行普及、服务升级;转型3.0,“一体两翼”战略的推广,轻资产,使零售客户基础不断夯实;非息收入占比提升,理财业务及手续费及佣金的收入有望持续增长。

投资风险

业务转型带来的经营风险;监管趋严导致政策风险;疫情冲击带来的市场风险,例如信用风险、利率风险和流动性风险;其他风险:不可抗力带来的风险,例如新冠病毒使机构暂停营业等。

目 录

1、 招商银行：科技赋能下零售之王的转型之路.....	5
1.1、 公司股权结构：国内首家完全由企业法人持股的商业银行.....	5
1.2、 三次转型，成功打造成为商业银行零售业务的龙头.....	6
2、 招商银行资产负债结构优势明显.....	8
2.1、 资产规模高增长的全国性股份制银行.....	8
2.2、 负债端市场化程度高、成本优势显著.....	9
2.3、 资产质量分析：不良贷款率逐年回落.....	11
2.4、 监管指标：核心一级资本充足率稳步攀升.....	13
3、 营收特征：零售业务是招商银行的护城河.....	13
3.1、 利息收入分析：个贷占比较高.....	13
3.2、 中间业务优势明显，非息收入占比较高.....	15
3.3、 依靠金融科技，成本优势明显.....	16
4、 ROE 继续保持高增长.....	17
5、 盈利预测及公司分析.....	18
6、 公司估值及投资建议.....	19
6.1、 绝对估值.....	19
6.2、 相对估值.....	21
6.3、 股价驱动因素.....	21
7、 风险提示.....	22
附录：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 1Q20 招商银行总资产规模（亿元）.....	5
图 2： 招商银行存款规模（亿元）.....	5
图 3： 招商银行机构持股情况（%）.....	6
图 4： 招商银行个人业务产品情况.....	7
图 5： 招商银行零售业务持续扩张（%）.....	8
图 6： 招商银行总资产及净资产情况（亿元）.....	9
图 7： 招商银行净利润增速较高（亿元，%）.....	9
图 8： 招商银行 ROE 位于同业前列（%）.....	9
图 9： 招商银行计息负债中应付债券占比提升.....	10
图 10： 招商银行净息差在股份制银行中位居前列（%）.....	10
图 11： 招商银行计息负债成本率长期保持低位（%）.....	11
图 12： 招商银行计息负债成本率为股份制银行中最低.....	11
图 13： 招商银行存款占比情况.....	11
图 14： 招商银行贷款占比较高.....	12
图 15： 招商银行资产分类情况（亿元）.....	12
图 16： 招商银行不良贷款率低，贷款质量高.....	12
图 17： 招商银行拨备覆盖率远高于同业平均水平（%）.....	13
图 18： 招商银行资本充足率（%）.....	13
图 19： 招商银行资本充足率居同业前列（%）.....	13

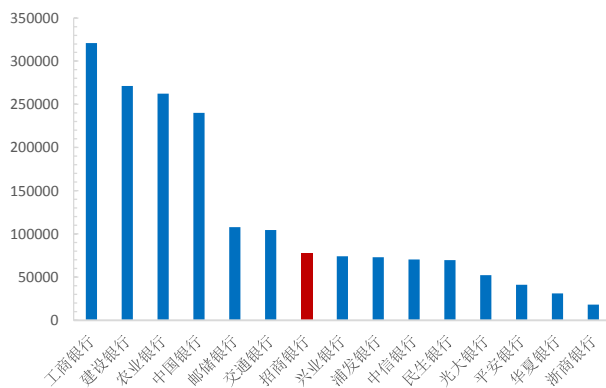
图 20: 招商银行个人业务营业利润规模、占比均上升	14
图 21: 招商银行个人贷款占比逐年提高	14
图 22: 招商银行个人贷款结构	14
图 23: 招商银行个人贷款收益率较高 (%)	15
图 24: 招商银行贷款收益率处于同业较前列 (%)	15
图 25: 招商银行人均创收、人均创利稳步增长 (元)	15
图 26: 招商银行人均创收、人均创利均为同业前列 (元)	15
图 27: 招商银行非利息收入占比逐年提高	16
图 28: 招商银行非利息收入占比长期位于前列	16
图 29: 招商银行零售业务持续扩张 (%)	16
图 30: 招商银行管理费用逐年提高 (亿元)	17
图 31: 招商银行管理费用位于同业前列 (亿元)	17
图 32: 招商银行 ROE 为股份制银行首位 (%)	17
图 33: 招商银行 ROE 为股份制银行首位 (%)	18
图 34: 招商银行 ROA 领先同业 (%)	18
表 1: 公司股权结构	6
表 2: 招商银行净利息收入预测	18
表 3: 招商银行中间业务收入预测	18
表 4: 招商银行生息资产、付息负债情况	19

1、招商银行：科技赋能下零售之王的转型之路

1987年，中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行——招商银行于深圳蛇口成立。自成立以来，招商银行始终秉承“因您而变”的经营服务理念，靠优质的服务吸引客户，公司发展迅速，品牌知名度不断提升。在英国权威金融杂志《银行家》公布的全球银行1000强榜单中，招商银行按一级资本在2019年排名第19位，比2018年提高1个位次；而在全球银行品牌价值500强榜单上，招商银行已进入了全球10强，2019年位列第9位。在《财富》世界500强榜单中，招商银行连续8年入榜，2018年名列世界第188位。

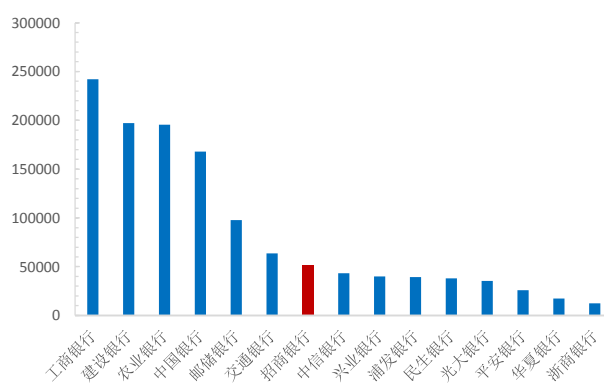
2002年4月9日，招商银行A股(600036.SH)在上海证券交易所挂牌上市。2006年9月22日，招商银行H股(3968.HK)在港交所主板上市。截至2020年一季度，招商银行总资产规模达到7.76万亿元、吸收存款规模达到5.196万亿元，均位居全国性股份制银行首位，且均在所有上市银行中位列第七，仅次于六大国有银行。营业网点数量方面，截至2019年年底，招商银行境内外分支机构逾1800家，在中国大陆130余个城市设立服务网点，拥有6家境外分行和3家境外代表处。

图1：1Q20 招商银行总资产规模（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：招商银行存款规模（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.1、公司股权结构：国内首家完全由企业法人持股的商业银行

公司是国内首家完全由企业法人持股的股份制商业银行，无控股股东及实际控制人。前七大股东分别为香港中央结算有限公司、招商局轮船股份有限公司、中国远洋运输有限公司、和谐健康保险股份有限公司、安邦人寿保险股份有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司以及深圳市招融投资发展有限公司。

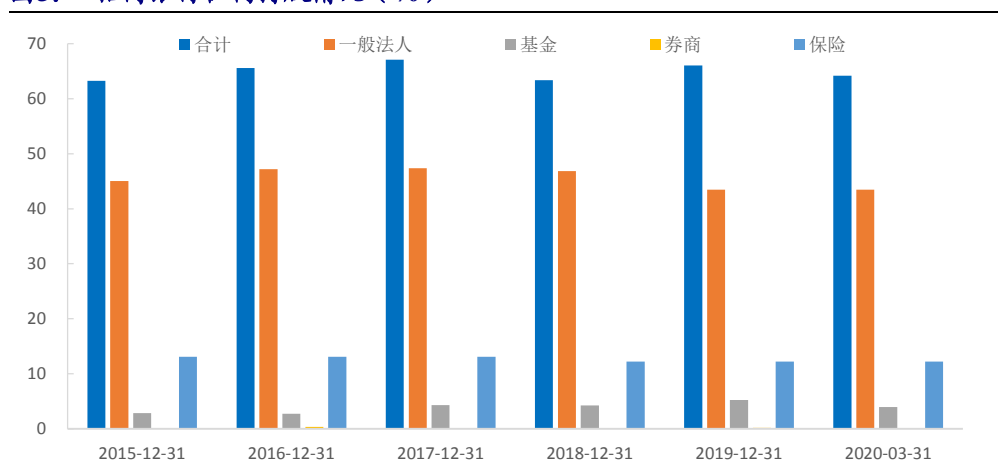
此外，招商银行金融牌照优势明显。在境内全资拥有招银金融租赁有限公司，控股招商基金管理有限公司（持有5%股权），持有招商信诺人寿保险有限公司50%股权、招联消费金融公司24.15%股权；在香港全资控股招银国际金融控股有限公司和招商永隆银行有限公司。

从机构持股来看，2020年一季度机构持股占流通A股比为64.15%，较2019年底小幅下行1.87个百分点；持仓机构123家（共计815只），较2019年底150家（共计1364只）的数量大幅下行，其中，一般法人和保险持股比例较2019年底没有变动，基金持股比例从2019年底的5.22%降至1Q20的3.97%，主要减持的机构大多为持有量较小的基金公司和券商。

表1: 公司股权结构

股东名称	2020年一季度持股数(百万股)	持股比例(%)
1 香港中央结算(代理人)有限公司	4554.16	18.06
2 招商局轮船有限公司	3289.47	13.04
3 中国远洋运输有限公司	1574.73	6.24
4 和谐健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1258.95	4.99
5 安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	1258.95	4.99
6 深圳市晏清投资发展有限公司	1258.54	4.99
7 深圳市招融投资控股有限公司	1147.38	4.55
8 深圳市楚源投资发展有限公司	944.01	3.74
9 香港中央结算有限公司(陆股通)	900.61	3.57
10 中国证券金融股份有限公司	754.80	2.99
合计	16941.61	67.16

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 招商银行机构持股情况(%)

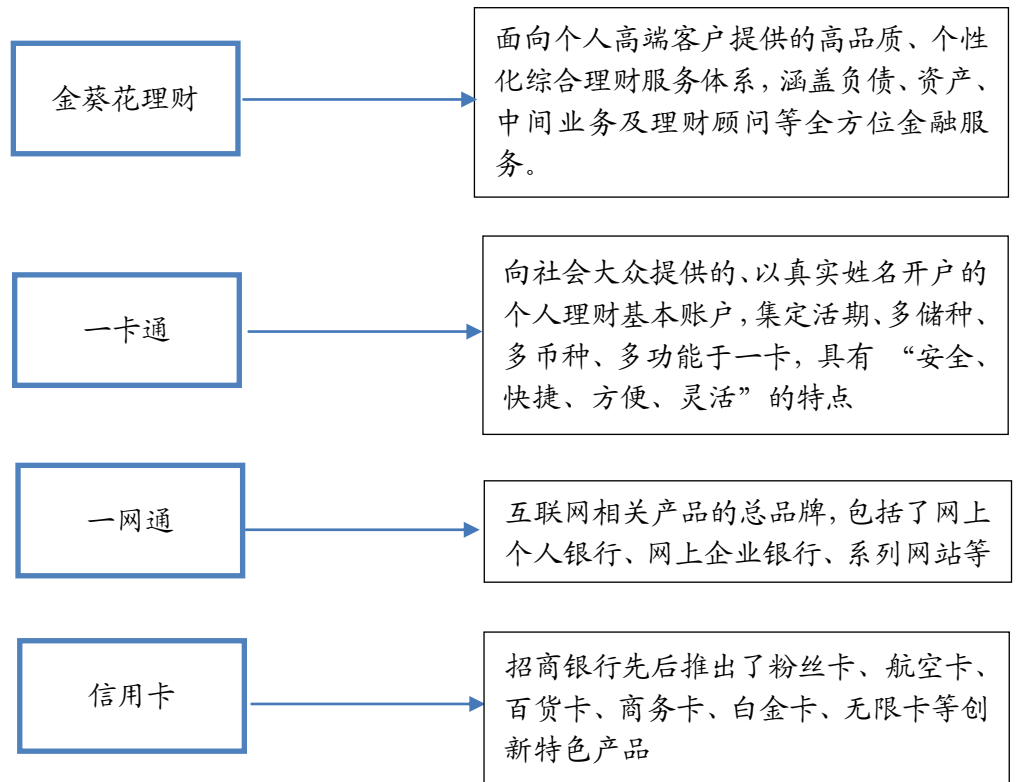
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.2、三次转型，成功打造成为商业银行零售业务的龙头

自1987年成立以来，招商银行结合银行业务发展趋势以及自身发展特点，在30余年间历经多次战略转型改革创新，成功打造为我国商业银行零售业务的龙头。

1995年，招商银行率先推出集定活期、多储种、多币种、多功能于一体的多功能借记卡“一卡通”，将过去的纸质存折转变为电子账户，形成差异化服务，带动个人银行业务发展，奠定日后零售业务迅速发展的基础。1997年，招商银行再度推出互联网相关产品“一网通”，包括网上个人银行、网上企业银行、系列网站等，树立招商银行技术创新领先的品牌形象。后又在2002年先后推出信用卡、金葵花理财等一系列创新产品，建立综合化的零售产品体系，对客户群体进行细分，实行客户分层式服务管理。

图4: 招商银行个人业务产品情况



资料来源: 公司网站, 新时代证券研究所

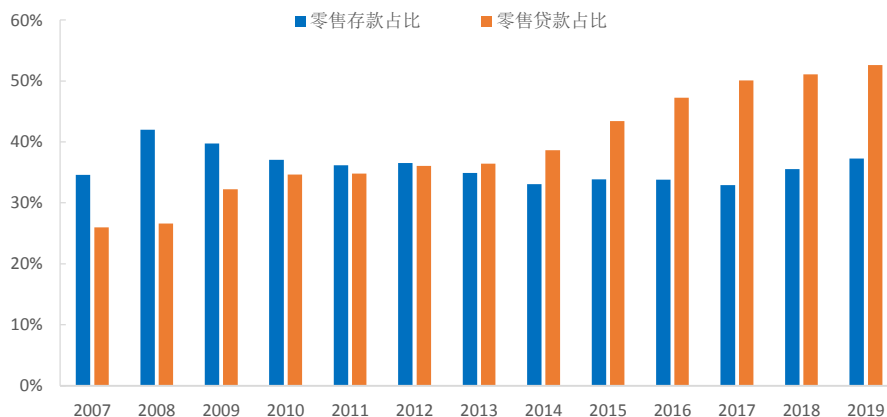
“一次转型”: 在国内银行业整体还处于发展**对公业务**阶段时, 招商银行在国内同业中率先实施经营战略、业务结构调整, 立足于发展零售业务。2004年, 招商银行明确提出“将零售银行业务作为发展的战略重点, 逐步推进零售银行业务管理体系和组织架构变革”。2005年, 招商银行正式提出**“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”**。招商银行零售业务迅速发展, 截至2010年底, 招商银行零售存款占总存款的比重达到37%, 零售贷款占总贷款的比重接近35%, 均在国内股份制银行中位居前列。

虽然“一次转型”显著改善招商银行的**业务结构**, 但2008年金融危机爆发, 全球多数国家以降息应对危机, 导致净息差下行, 加之巴塞尔协议对核心资本要求提升, 对银行利润构成较大的压力。由于招商银行**资产负债表中活期存款、零售贷款、票据业务等占比较大**, 对息差变动的反应更为敏感, 2009年招商银行净利润同比下行**13.48%**, 为同业中唯一业绩倒退的。这也引发了招商银行管理层对于转型更深入的思考。

“二次转型”: 为有效应对内外部经营环境的变化, 2010年招商银行全面实施以**降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控**为五大主要目标的“二次转型”。但银行业自2013年开始, 面临**宏观经济增速下行、利率市场化加速推进、互联网金融兴起和金融脱媒**等冲击。2014年, 招商银行进一步深化“二次转型”, 定位**“轻型银行”**, 明确**“一体两翼”**发展战略。在“一体两翼”战略中, “一体”是零售银行业务, 进一步突出零售业务的战略地位, 强化零售业务综合优势, 重点发展小微金融、财富管理、消费金融三项业务; “两翼”则是分别是公司金融和同业金融。零售业务的战略地位进一步巩固, 招商银行零售贷款占总贷款的比重由2013

年底的 36.42% 大幅升至 2019 年底 52.61%。零售存款占比一直保持在 35% 左右，2019 年底升至 37.29%。**零售业务的优势：**一是节约资本金占用；二是抗周期性较强；三是迎合经济转型发展的需要，尤其是经济从投资型转型为消费拉动时，银行也逐步从对公向零售转型。

图5： 招商银行零售业务持续扩张（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

科技赋能下招商银行的第三次转型——“金融科技银行”：招商银行坚持“科技兴行”的发展战略，随着科技金融的不断创新，招商银行立足于市场和客户需求，深入推进创新驱动发展战略，通过科技推动整体业务，加快建设金融科技银行。2015 年，招商银行提出并实施“移动优先”策略，同年推出掌上生活 App5.0 版，在行业内率先向他行持卡人全面开放，为平台的扩展奠定基础；2017 年，招商银行 App6.0 正式上线，应用移动互联、大数据、云计算与人工智能等金融科技，为客户创造更多价值，依托金融科技提升零售体系化能力；2019 年 9 月，招商银行 App 用户数量破亿，用户粘性 & 活跃度在金融 App 中均名列前茅。招商银行正加大金融科技运用，招商银行 2019 年年报显示，招商银行 2019 年信息科技投入达 93.61 亿元，同比增长 43.97%，为公司收入的 3.72%；全行累计申报金融科技创新项目 2,260 个，累计立项 1,611 个，其中 957 个项目已投产上线，覆盖零售、批发、风险、科技及组织文化转型的各个领域，为 3.0 经营模式探索提供坚实支撑。下一步，招商银行将紧紧围绕客户需求，深度融合科技与业务，快速迭代、持续交付产品和服务，创造最佳客户体验，实现效率、成本、风险的最佳平衡。

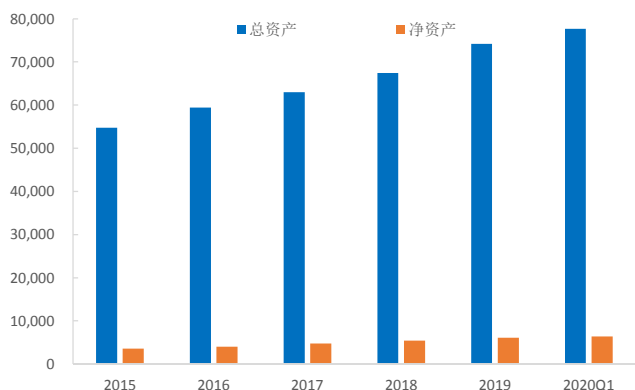
2、 招商银行资产负债结构优势明显

2.1、 资产规模高增长的全国性股份制银行

招商银行总资产从 2015 年末的 54,749.78 亿元增长到 2020 年一季度的 77,661.14 亿元，净资产由 2015 年末的 3,608.06 亿元增长到 2020 年一季度的 6,420.31 亿元，其净资产年均复合年增长率为 12.21%。而从同业比较来看，公司总资产、净资产均在上市全国性股份制银行中位居首位。在总资产持续增长的同时，公司净利润依然保持高速增长态势。2019 年末招商银行净利润同比增长率为 15.6%，位于上市股份制银行的首位。公司 ROE 也连续多年位于所有上市银行的前列，2019 年末招商银行 ROE 达到 16.13%，仅次于成都银行，位居所有上市银行的第二位。2020 年伊始，由于受疫情的影响，银行业整体承压，盈利能力受到冲击，但招商银行的

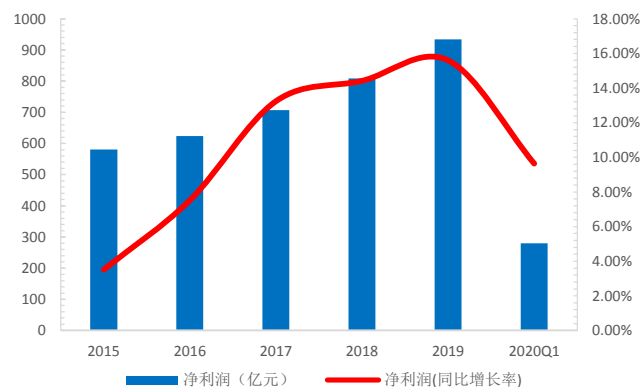
盈利表现仍处于同业前列水平，2020年一季度招商银行净利润同比增速为9.64%，ROE为4.43%，均位居同业前位。

图6: 招商银行总资产及净资产情况 (亿元)



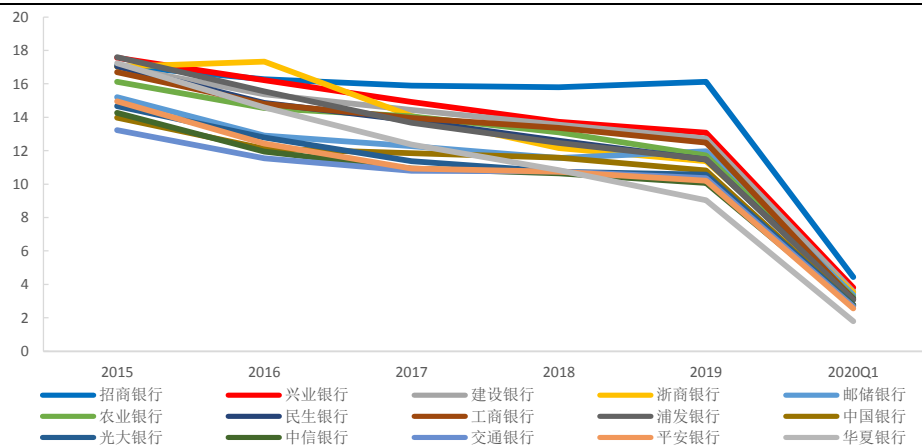
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 招商银行净利润增速较高 (亿元, %)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 招商银行 ROE 位于同业前列 (%)

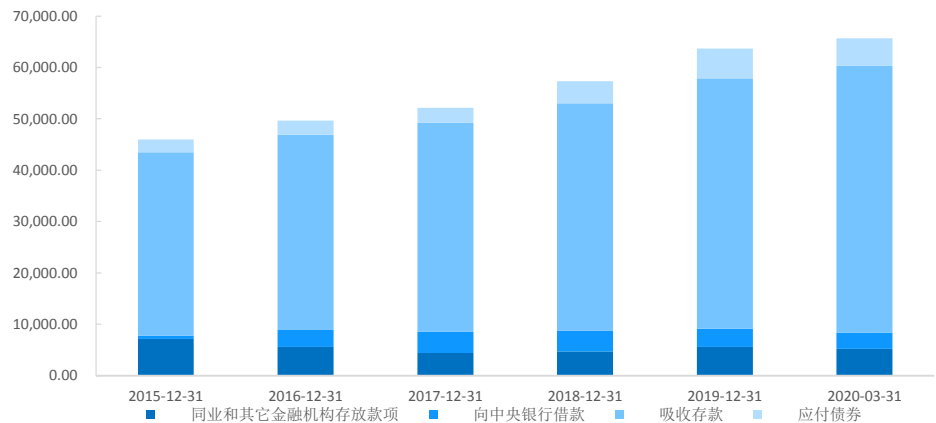


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2、负债端市场化程度高、成本优势显著

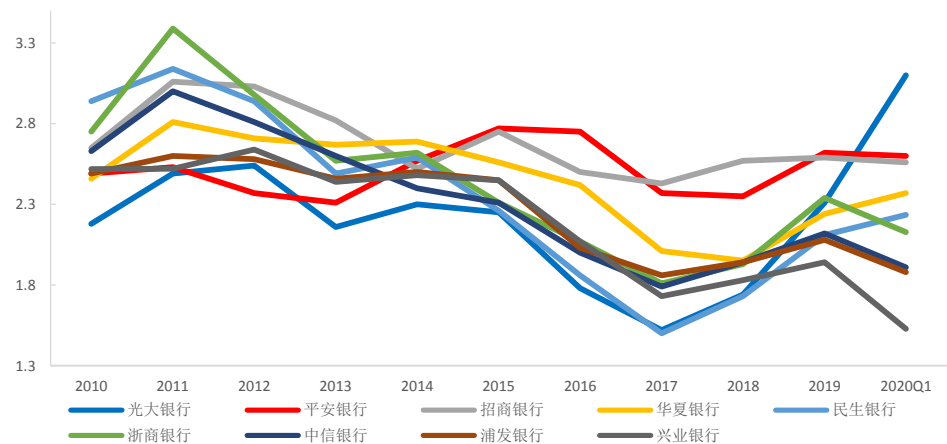
招商银行付息负债中应付债券占比提升，吸收存款、同业负债占比下降，净息差、计息负债成本率在股份制银行中具有绝对优势。

招商银行付息负债中，吸收存款占比最大，应付债券占比提升，由于金融去杠杆，同业负债占比下降。整体来看，吸收存款是招商银行付息负债中最大的组成部分，占比长期高于75%，但近年来由于其他类别负债规模有所增加，招商银行吸收存款占计息负债的比重从2014年的80.05%，降至2019年末的76.56%，但2020Q1又回升至79.12%。此外，同业负债占比从2014年的16.90%下降至2020Q1的7.92%；应付债券占比从2014年的2.57%升至2019年末的9.08%，说明招商银行积极通过公开市场发行债券募集长期资金，受疫情影响2020年一季度降至8.17%。

图9： 招商银行计息负债中应付债券占比提升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

净息差优势明显。自 2010 年以来，招商银行战略转型，净息差均处于股份制银行同业中的前列。2015 年央行降息加上放开存款利率上限，利率市场化进程再度推进，国内银行净息差普遍收窄；之后自 2017 年企稳并于 2018 年开始回升，2019 年末招商银行净息差为 2.59%，2020 年初受疫情影响，净息差压缩，招商银行净息差小幅降至 2.56%，但仍位于同业前列。

图10： 招商银行净息差在股份制银行中位居前列（%）

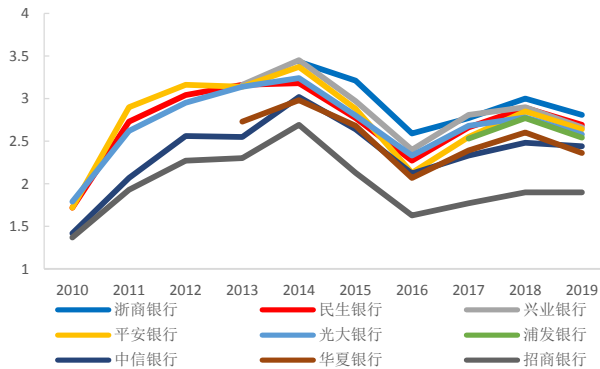
资料来源：Wind，新时代证券研究所

招商银行 98%的资金来源于计息负债，市场化程度高，成本优势显著。招商银行净息差较高很大程度上得益于较低的负债成本率，可以发现，招商银行在同业中始终保持着显著的成本优势，其计息负债成本率是股份制银行中最低的，仅较国有大型银行偏高。银行业整体计息负债成本率自 2016 年之后有所回升，2019 年末招商银行计息负债成本率仅为 1.9%。

从负债结构来看，存款是招商银行计息负债的主要构成部分，而从存款结构来看，招商银行存款中以活期存款为主，占总存款的一半以上，为公司带来成本优势。2014 年招商银行明确“一体两翼”战略，发展“轻型银行”，活期存款业务提升明显。2015 年至 2018 年活期存款占比均值为 61.08%，活期存款的低成本给公司带来较低的付息率。2019 年招商银行定期存款占比有所上升，活期存款占比降至 59.10%，但 2019 年招商银行计息负债成本率仅为 1.9%，这一定程度上是由于 2019 年市场

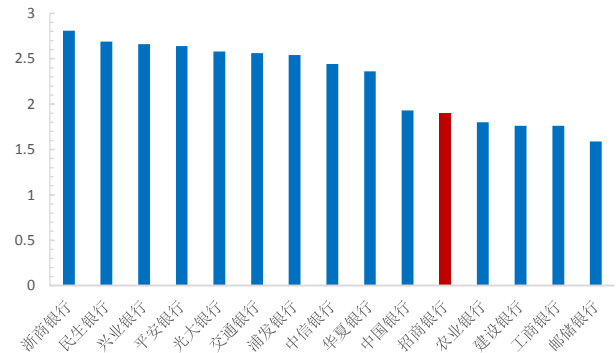
流动性较为宽松，对于商业银行同业负债的压缩告一段落，同业市场收益率普遍下行，招商银行通过发行同业存款也有助于降低负债端付息成本。

图11: 招商银行计息负债成本率长期保持低位 (%)



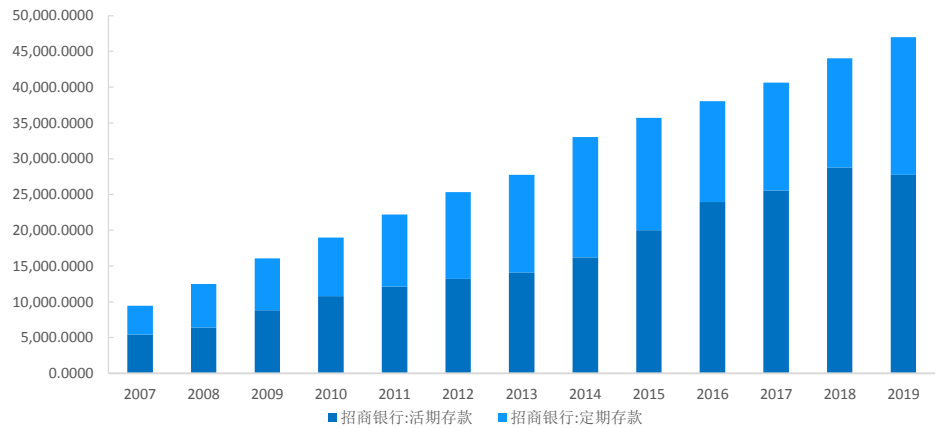
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 招商银行计息负债成本率为股份制银行中最低



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图13: 招商银行存款占比情况



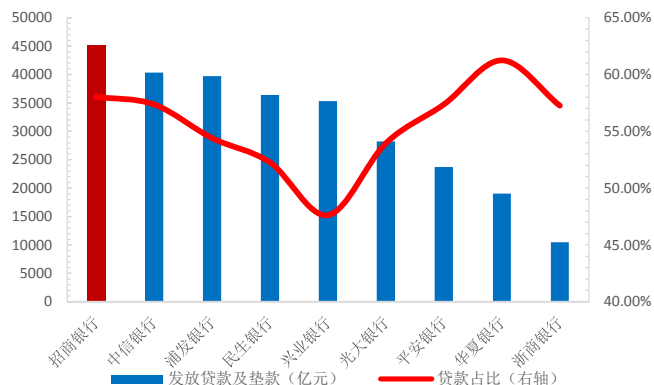
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.3、资产质量分析: 不良贷款率逐年回落

贷款及垫款是招商银行的主要生息资产。2015 年以来贷款及垫款都占总资产比重的一半以上，2020 年一季度贷款占比高达 58.03%，位于股份制银行前列。此外，金融投资占比近年来持续扩大，2020 年一季度升至 18828.89 亿元，占总资产之比达到 24%。

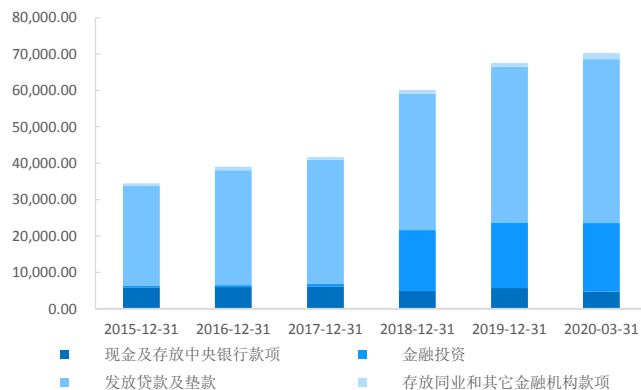
招商银行立足于零售战略，零售业务发展迅速，并且高净值客户资产规模较大。2020 年一季报显示，招商银行零售客户数 1.46 亿户（含借记卡和信用卡客户），较 2019 年末增长 1.39%；管理零售客户总资产余额 78842.21 亿元，较 2019 年末增长 5.21%，其中管理金葵花及以上客户总资产余额 64065.58 亿元，较 2019 年末增长 5.28%，占全行管理零售客户总资产余额的 81.26%。

图14: 招商银行贷款占比较高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

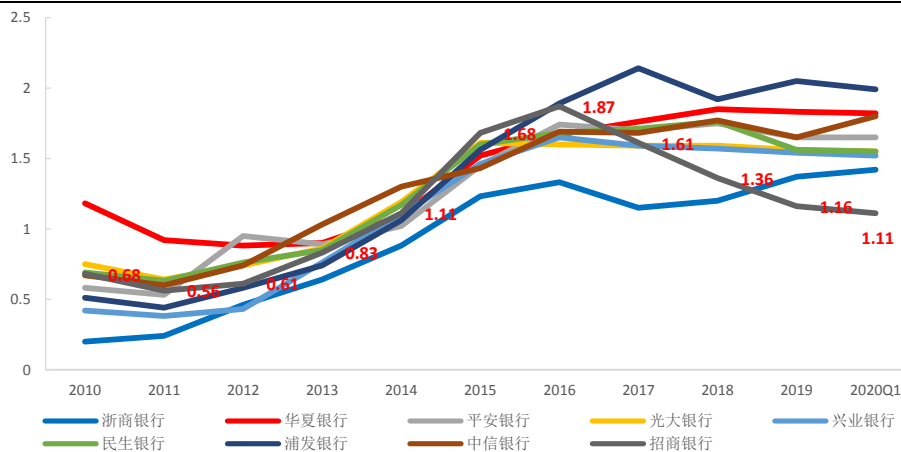
图15: 招商银行资产分类情况 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

依托高净值客户，招商银行贷款质量高，在股份制银行中一直位于前列，不良贷款率处于同业低位水平。自2010年以来，招商银行不良贷款率整体呈现先升后降的趋势。2011年至2016年间，受宏观经济增速下行压力增大、信贷风险上升等因素的影响，招商银行不良贷款率连年攀升，2016年升至1.87%的高位；2017年之后，随着宏观经济逐渐企稳回升，招商银行不良贷款率逐渐回落，2019年末招商银行整体不良贷款率降至1.16%，2020年一季度进一步降至1.1%，相较于2018年末下降0.25个百分点，为股份制银行中最低的一家。总体来看，招商银行整体贷款受疫情影响相对较小，主要是对公贷款不良率降低，而个人贷款质量则有所变差。

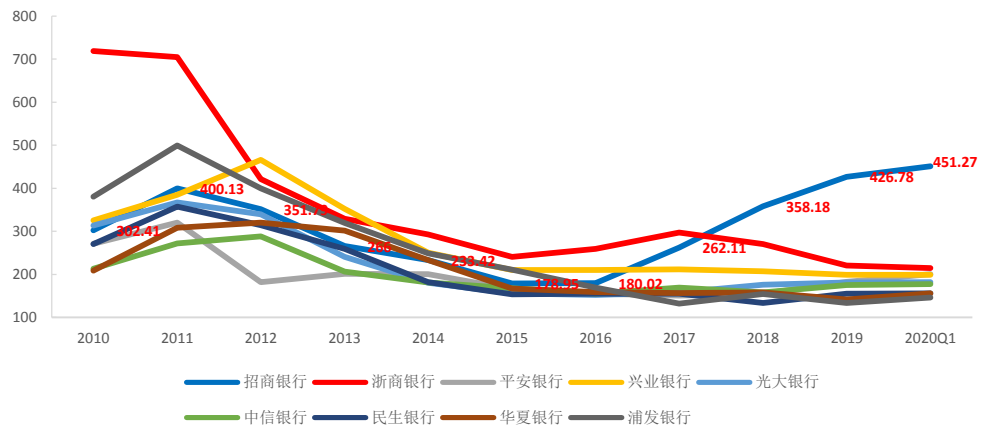
图16: 招商银行不良贷款率低，贷款质量高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

得益于较低的不良贷款率、较高的资产质量以及较高的风险意识，招商银行拨备覆盖率不断提升，长期处于同业前列，2018年、2019年以及2020Q1招商银行拨备覆盖率均为股份制银行中首位。2020Q1招商银行拨备覆盖率为451.27%，较2019年年末提升24.49个百分点，为股份制银行之首，在所有上市银行中排名第三，仅次于宁波银行和常熟银行。未来存在通过降低拨备回吐利润的潜在空间。

图17: 招商银行拨备覆盖率远高于同业平均水平 (%)

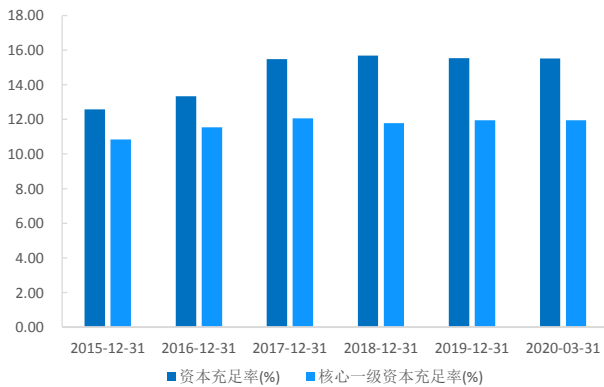


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.4、监管指标: 核心一级资本充足率稳步攀升

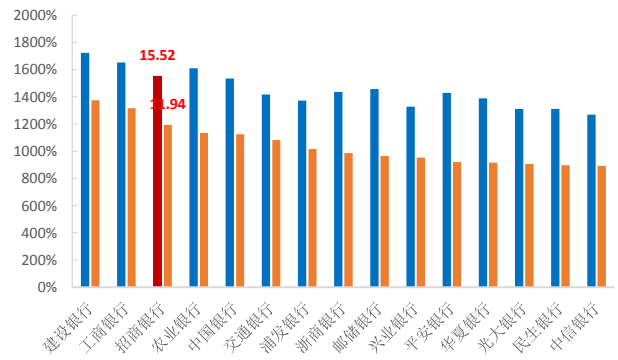
招商银行资本充足率和核心一级资本充足率均位于同业前列,为股份制银行首位。招商银行2014年明确“一体两翼”战略,致力于打造“轻型银行”,目前已卓有成效。实现资产的“轻”,能够减轻在经济下行压力较大情况下的资本约束。2014年以来,招商银行资本充足率、核心一级资本充足率均稳步攀升,并一直居于股份制银行首位,远超监管要求。2020Q1 招商银行资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.52%和 11.94%,仅次于建设银行和工商银行,位居同业前列。

图18: 招商银行资本充足率 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图19: 招商银行资本充足率居同业前列 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

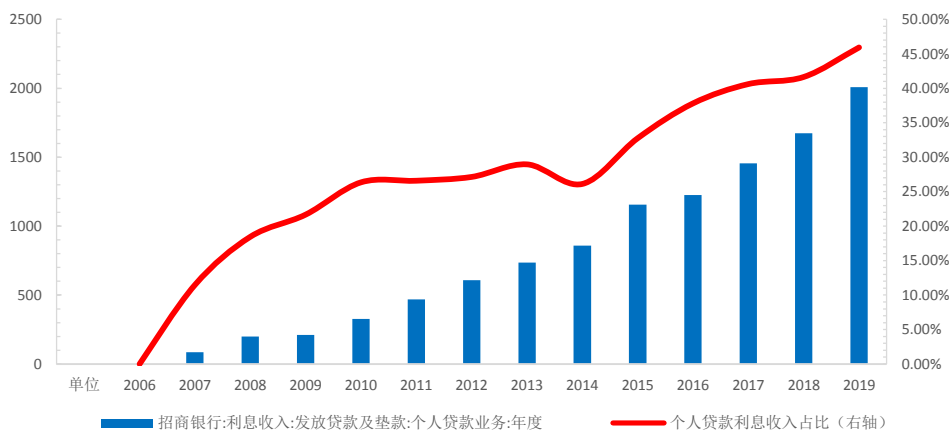
3、营收特征: 零售业务是招商银行的护城河

3.1、利息收入分析: 个贷占比较高

从招商银行的收入来看,贷款及垫款利息收入,是招商银行利息收入的最大组成部分。得益于零售贷款业务收益持续增长,2007年到2018年间,个人贷款利息收入从84.82亿元增长到2,009.07亿元,13年复合增长率为30%;个人贷款利息收入占总利息收入的比重从11.48%升至45.92%。这样业务优势:一是息差高于传统

对公业务；二是风险分散，不良贷款率低于对公贷款；三是客户黏性高，能为招商银行带来更多中间业务收入。

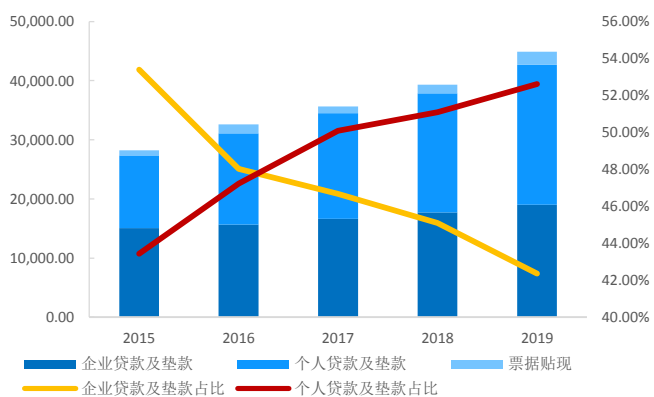
图20： 招商银行个人业务营业利润规模、占比均上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

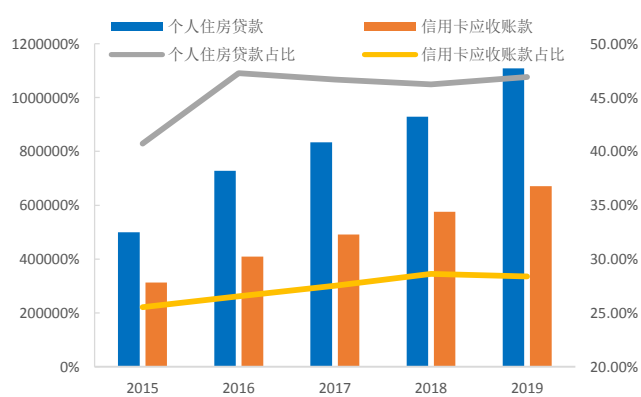
从贷款结构来看，招商银行个人贷款占总贷款的比重逐年提高，这也是招商银行个人贷款利息收入较高的原因之一。2017年之前，企业贷款及垫款占总贷款的比例最高，超过50%，但自2017年之后，随着公司转型，个人贷款及垫款跃居占比首位，2019年个人贷款及垫款占总贷款的比例高达52.61%，这也说明招商银行深耕零售业务卓有成效。在各类零售业务中，个人房贷占比最高，2013年以来连年提升，2017年占比升至47.46%的高位，但自2017年以来受房地产调控政策较为严格的影响，个人住房贷款占比增速放缓，2019年末个人房贷占个人贷款之比达到46.9%。此外，信用卡贷款一直保持较为良好的增速，2019年末信用卡贷款占比升至28.40%，为第二大零售贷款类别。

图21： 招商银行个人贷款占比逐年提高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

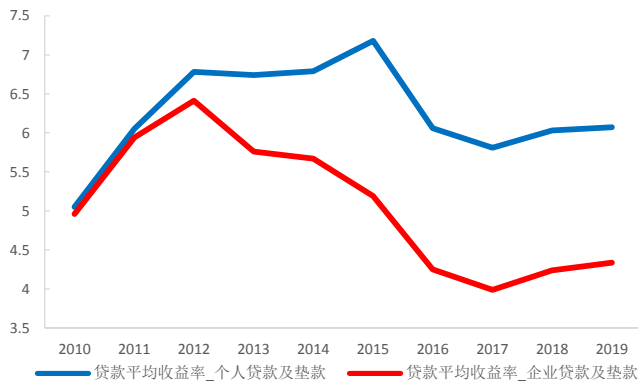
图22： 招商银行个人贷款结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

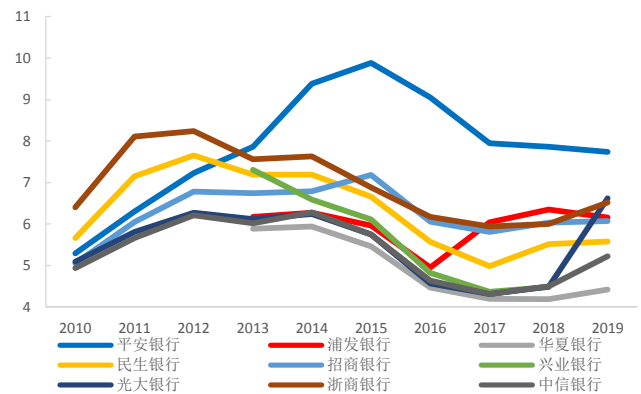
从贷款收益率来看，招商银行个人贷款收益率远高于企业贷款收益率。招商银行着力开展零售业务，零售贷款收益是其最主要的利息收入，招商银行零售贷款不仅占总贷款比重高并且其收益率也相较于企业贷款更有优势，2019年底招商银行个人贷款平均收益率为6.07%，高出企业贷款平均收益率(4.34%)1.73个百分点。其中招商的个贷占比为35%，无论是个贷收益还是规模均处于股份制银行的前列。

图23: 招商银行个人贷款收益率较高 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

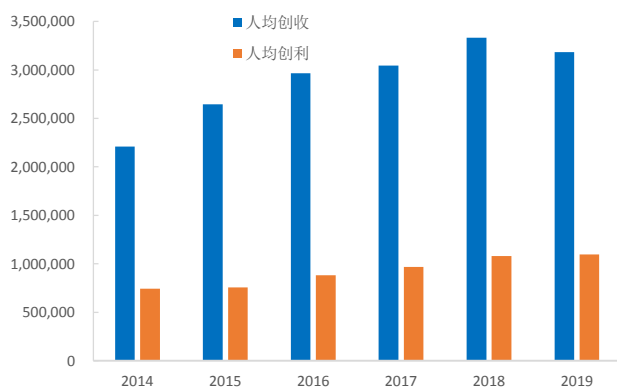
图24: 招商银行贷款收益率处于同业较前列 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

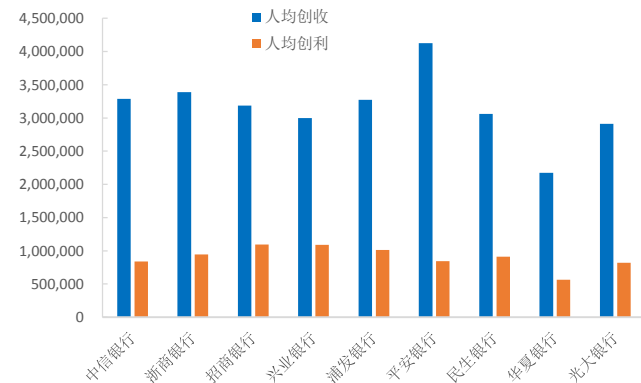
招商银行零售业务发展迅速,零售客户以及零售客户资产规模持续增长。2019 招商银行零售客户资产规模高达 72,588.38 亿元,较 2018 年年末增加 4,567.33 亿元;私人银行客户数量为 78,245 户,较 2018 年增加 5,307 户。公司人均创收、人均创利均稳步增长,并长期位于同业前列水平。

图25: 招商银行人均创收、人均创利稳步增长 (元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 招商银行人均创收、人均创利均为同业前列 (元)

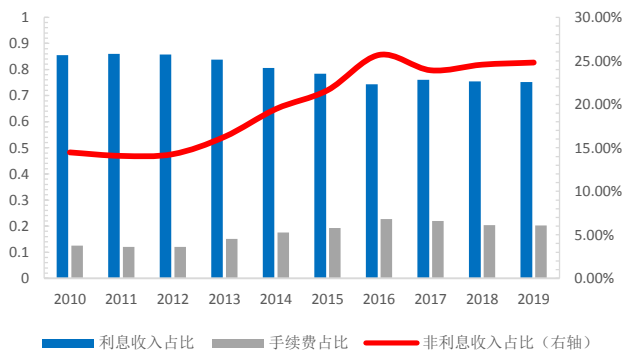


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、中间业务优势明显,非息收入占比较高

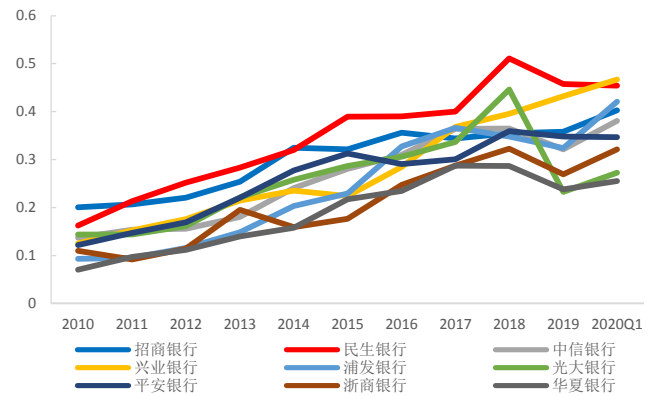
除了利息收入外,招商银行非利息收入占比也较高,长期处于上市银行的前列。招商银行从 2015 年起,将信用卡分期手续费从手续费收入科目调节到利息收入科目。之后随着代理保险、受托理财等财富管理业务的手续费及佣金收入的增长,2016 年招商银行非利息收入占比高达 25.67%。之后招商银行非利息收入占比有所下降,但仍维持在 24% 左右。而在非利息收入中,占比最高的则是手续费及佣金收入(80% 以上),2019 年手续费及佣金收入占非利息收入的 82%。

图27: 招商银行非利息收入占比逐年提高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图28: 招商银行非利息收入占比长期位于前列

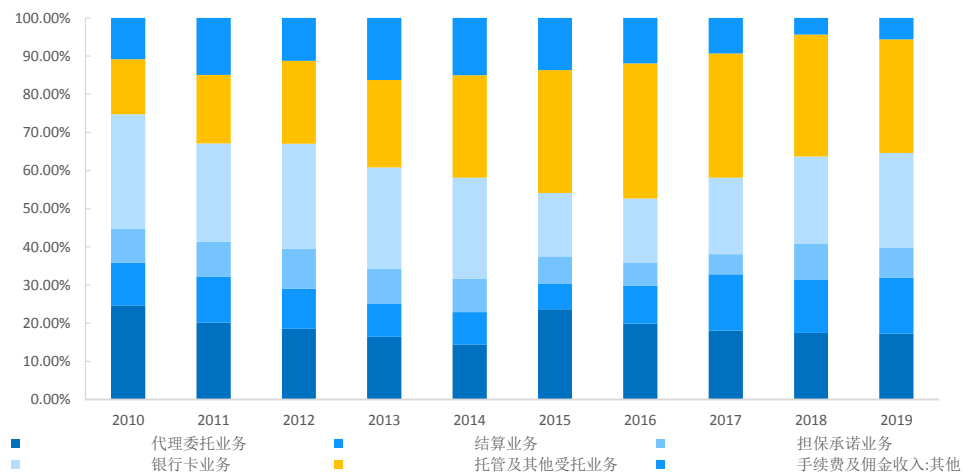


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从手续费及佣金收入细分项来看, 银行卡业务收入占比比较为稳定, 2019 年小幅升至 24.73%, 主要得益于信用卡中间业务增长、银行卡 POS 交易收入增长; 结算业务手续费自 2015 年以来增长明显, 2019 年达到 14.54%, 主要是受益于电子支付收入的增长; 代理委托业务占比近年来稳定在 18% 左右, 主要受代理基金收入变动的影响; 担保承诺业务波动相对较小, 主要受融资租赁和国内保理手续费收入变动的影响, 近期有走弱的迹象。

此外, 自 2014 年以来, 托管及其他受托业务收入一直是手续费及佣金收入中占比最多的一项, 但近年来受资管新规和社会融资需求下降、利率水平走低等因素影响, 托管资产规模增速回落, 市场整体托管费率承压, 其占比在 2016 年达到 35.39% 的高位后逐年回落, 2019 为 29.81%。

图29: 招商银行零售业务持续扩张 (%)

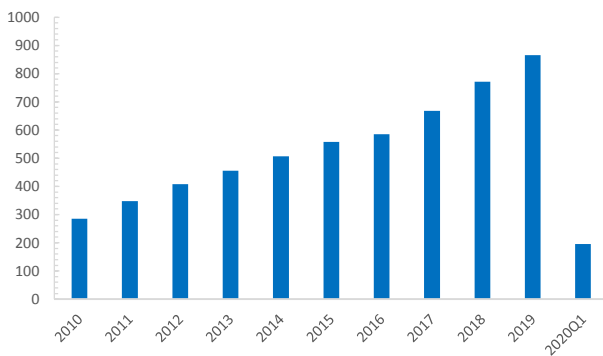


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.3、依靠金融科技, 成本优势明显

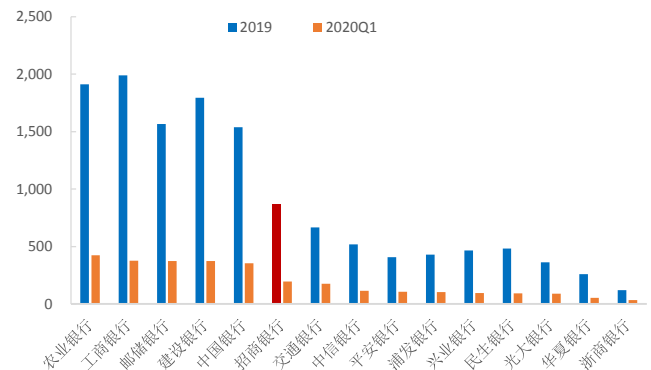
招商银行管理费用较高, 长期位于股份制银行首位, 在所有上市银行中也位居前列。2019 年末招商银行管理费用升至 865.41 亿元, 较 2010 年增长 149%, 年化增长率为 10.65%。这主要是由于, 一方面, 招商银行深耕零售业务, 零售业务所需投入较多, 但同时银行也从中获得的收益率也较高; 另一方面, 招商银行大力支持金融科技创新, 夯实科技基础, 加大对 IT 基础设施建设及研发人员投入。

图30: 招商银行管理费用逐年提高(亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图31: 招商银行管理费用位于同业前列(亿元)



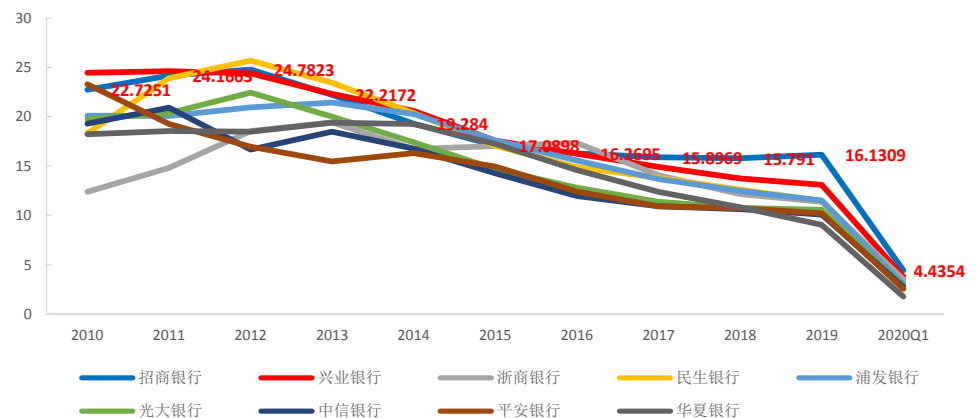
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、ROE 继续保持高增长

招商银行盈利能力较强, ROE、ROA 均处于同业领先地位。招商银行 ROE 多年来位于同业高位, 2017 年以来便保持在股份制银行首位, 2019 升至所有上市银行第二位 (16.13%, 仅次于成都银行 16.63%), 2020Q1 升至所有上市银行首位 (4.44%)。2012 年招商银行 ROE 高达 24.78%, 之后随着银行宏观环境变化, 招商银行 ROE 虽有所下降, 但依旧位于股份制银行前列; 且在所有上市银行中, 招商银行 ROE 表现依旧亮眼。2014 年以来招商银行 ROE 领先同业, 并在 2019 跃居上市银行首位, 达到 16.13%, 这主要得益于深耕零售业务, “一体两翼” 结构性转型打造 “轻型银行” 带来的净利润的快速增长。

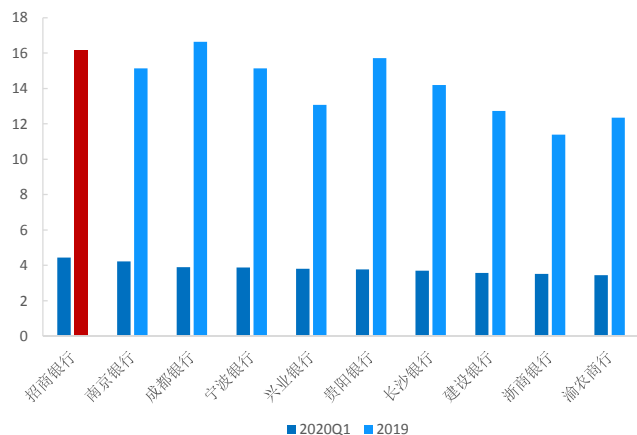
同样地, 招商银行 ROA 也在同业中处于领先地位。自 2012 年以来, 招商银行 ROA 一直位于股份制银行的首位, 且在 2017 年之后, 便跃居所有上市银行首位, 2019 年招商银行 ROA 为 1.32%。

图32: 招商银行 ROE 为股份制银行首位 (%)



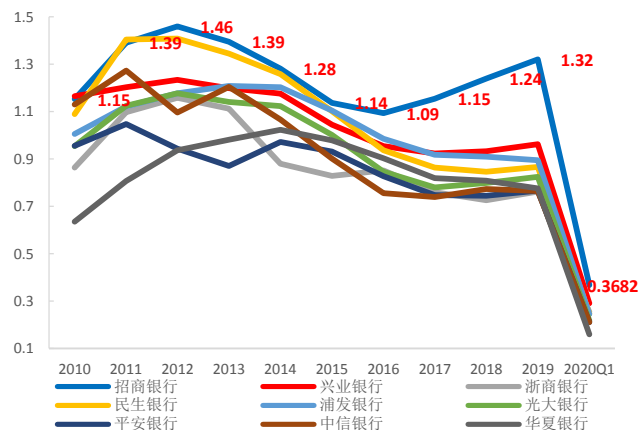
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图33: 招商银行 ROE 为股份制银行首位 (%)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图34: 招商银行 ROA 领先同业 (%)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

5、盈利预测及公司分析

我们认为受到疫情影响,净息差在2020年有进一步下滑风险,但随着公司贷款规模扩大、结构优化,净利息收入依旧能有所增长。由于公司从2014年大力发展大零售业务,形成较好的护城河,在2020年已有较好的客户积累。而随着疫情之后复产复工进度加快,中小微企业有较大的贷款需求,央行在政策上也亦对该部分企业有所倾斜。因此预测,公司在2020年发放贷款及垫资规模将高于经济增速,虽受到净息差影响,但公司以量换价,净利息收入将保持增长态势。根据利息收入=生息资产*净息差,生息资产按照信贷增速,叠加净息差被压缩,两者相抵之后,预计净利息收入保持名义经济增速的规模。

表2: 招商银行净利息收入预测

单位(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
吸收存款	4,064,345	4,427,566	4,874,981	5,118,730	5,374,667
发放贷款	3,414,612	3,749,94	4,277,300	5,127,323	5,537,509
净利息收入	144,852	160,384	173,090	190,399	211,199
净息差	2.43%	2.57%	2.59%	2.50%	2.47%

资料来源: 新时代证券研究所

我们认为当下代理类业务依旧存在巨大空间。随着居民人均收入水平的提高,以及市场理财产品品种规范化、多样化,理财观念深入人心。公司有望发挥区域优势,把握居民理财诉求,大力发展轻资本业务,提高中间业务收入水平,因此非息收入成为公司未来利润重要增长点。

表3: 招商银行中间业务收入预测

单位(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
代理类业务收入	12,627	13,091	13,681	14,365	15,083
代理类业务收入增长率	-3.76%	3.67%	4.51%	5.00%	5.00%
手续费及佣金净收入	64,018	66,480	71,493	77,212	84,162
手续费及佣金净收入增长率	5.18%	3.85%	7.54%	8.00%	9.00%

资料来源: 新时代证券研究所

我们认为公司随着公司贷款规模扩大,公司资产规模也随之增加,贷款占总资

产比重也逐步提升，公司资产结构得到进一步的优化。公司负债端，随着央行货币端放松，公司付息负债成本有望下调。

表4：招商银行生息资产、付息负债情况

单位(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
生息资产	5,511,521	6,518,790	7,163,466	7,951,254	8,533,332
计息负债	5,639,751	6,054,867	6,640,516	7,044,417	7,493,180
生息资产平均收益率	4.06%	4.34%	4.38%	4.89%	5.05%
计息负债平均成本率	1.77%	1.90%	1.90%	1.97%	1.91%
总资产	6,297,638	6,745,729	7,417,240	7,990,558	8,584,594
贷款/总资产	56.61%	58.30%	60.54%	61.29%	61.67%

资料来源：新时代证券研究所

表5：海外对标公司对比图

	权益净利率 (ROE)(%)	销售净利率(%)	资产周转率(次)	权益乘数
招商银行	15.14	39.60	0.03	13.08
美国银行(BOA)	10.61	31.29	0.04	9.19
富国银行(Wells Fargo)	10.45	25.20	0.04	10.25
摩根大通(JP Morgan)	13.94	33.11	0.04	10.28
PNC33 金融服务	10.89	31.77	0.04	8.32
硅谷银行	17.57	39.48	0.05	10.72
第一夏威夷银行	10.77	37.81	0.04	7.63

资料来源：wind，新时代证券研究所

6、公司估值及投资建议

6.1、绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型估值，以未来的三年作为高速增长期，而后十年作为过渡增长期，此后作为永续增长期。设定估值的假设条件为：

1、假设市场无风险利率为 3.40%，由过去一年的 10 年国开债利率均值得出；风险溢价为 4.90%，数据来源于过去三年年沪深 300 市盈率； β 值为 1.20，采用回归法，将过去三年的招商银行的 β 值回归，求出长期 β 系数均回归值。由以上数据算出权益资本成本为 9.28%。

2、长期利润增长率：招商银行近几年净利润呈高速增长的态势，近三年增长率维持在 15% 左右。因此，我们预测，在短期的高速增长阶段，增长率为 10.65%，过渡阶段为 10.50%，永续期增长率可能有所下降，我们预测为 8.00%。

3、假设短期股利分红率为 30%，根据过去几年股利分红的数值取均值得出；过渡增长期和永续期的支付率随净利润的高速增长可能会有所下降，我们预测的数值区间为 5%-10%。

4、由于招商银行一直保持在城商行中的竞争优势，未来净利润可观。我们假定短期的 ROAE 为 15.22%，过渡期为 13.50%，永续期的水平为 14.40%。

5、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 40.45-44.95 元/股，对应 PB 为 2-2.16。

表6： 关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	8.00%
无风险利率	3.40%
β (levered)	1.20
市场风险溢价	4.90%
COE	9.28%

资料来源：新时代证券研究所

表7： 各阶段预测值

	详细预测期 (2020E-2022E)	过渡增长期 (2023E-2033E)	永续增长期 (2034E—)
净息差	2.50%	2.50%	2.50%
生息资产/总资产	95.00%	95.00%	90.00%
贷款总额/生息资产	61.48%	70.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	35.96%	40.00%	20.00%
成本收入比(含营业税)	34.12%	32.00%	32.00%
PPOP ROAA	2.44%	2.69%	1.91%
信用成本	1.50%	1.70%	2.00%
有效税率	4.43%	4.43%	4.43%
ROAA	1.40%	1.50%	1.60%
权益乘数	10.87	9.00	9.00
ROAE	15.22%	13.50%	14.40%
股利支付率	30.00%	30.00%	10.00%
增长率 g	10.65%	10.50%	8.00%

资料来源：新时代证券研究所

表8: 敏感性分析

	折现率				
	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
6.5%	39.19	31.94	27.22	23.88	21.37
永 7.0%	49.22	37.25	30.43	25.98	22.82
续 7.5%	72.12	46.70	35.42	28.99	24.80
增 8.0%	176.81	68.27	44.33	33.70	27.64
长 8.5%	-194.34	166.87	64.65	42.10	32.08
率 9.0%	-50.01	-182.71	157.54	61.25	39.99
9.5%	-23.98	-46.76	-171.80	148.79	58.05

资料来源: 新时代证券研究所

6.2、相对估值

招商银行是区域性银行中的佼佼者,其资产质量、风控水平,业务构成各方面均非常优秀。从前述分析可以看出,招商银行无疑是发展前景较好的股份制银行,这与其特别注重前瞻性研究和布局,保证战略引领有着很大的关系。从2008年到2019年,招商银行先后进行了三轮的战略转型,未来招商银行将依然保持高PE。我们预测,2020年招商银行的PE合理区间在10-12之间,PB在1.80-2.00之间,对应合理股价区间为40.51-44.39元。

表9: 各银行盈利比较

名称	代码	最新收盘价(元)	净利润同比增长率(%)			市盈率 PE			市净率 PB		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
股份制银行平均	-		10.07	8.13	9.36	6.12	5.62	5.11	0.75	0.68	0.61
招商银行	600036.SH	34.73	15.60	12.16	13.56	9.43	8.41	7.40	1.52	1.33	1.17
浙商银行	601916.SH	4.05	13.69	11.46	12.56	6.66	5.98	5.31	0.77	0.71	0.65
平安银行	000001.SZ	13.40	13.61	13.45	14.56	9.22	8.13	7.10	0.95	0.86	0.77
光大银行	601818.SH	3.67	11.03	9.73	11.65	5.16	4.70	4.21	0.61	0.56	0.50
民生银行	600016.SH	5.76	9.13	4.74	5.13	4.69	4.48	4.26	0.56	0.52	0.47
兴业银行	601166.SH	16.11	8.91	7.24	10.18	5.08	4.74	4.30	0.69	0.62	0.55
中信银行	601998.SH	5.08	7.97	7.10	7.01	5.18	4.84	4.52	0.57	0.50	0.46
华夏银行	600015.SH	6.40	5.38	2.91	3.27	4.50	4.37	4.23	0.47	0.44	0.40
浦发银行	600000.SH	10.33	5.29	4.40	6.32	5.15	4.93	4.64	0.62	0.56	0.51
富国银行	WFC.N	24.17USD	10.45	6.50	9.25	12.68	8.89	6.43	1.32	1.01	1.54

资料来源: 新时代证券研究所

6.3、股价驱动因素

金融科技持续发力、私人银行普及、服务升级; 转型 3.0, “一体两翼” 战略的推广, 轻资产, 使零售客户基础不断夯实; 非息收入占比提升, 理财业务及手续费及佣金的收入有望持续增长。

长期股价催化剂: 中国长期的经济结构发展, 金融市场的进一步完善, 以及招商银行致力于经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂：货币政策持续宽松，信贷增速高于经济增速。

7、风险提示

业务转型带来的经营风险：新任董事长经营决策风险、业务转型带来的风险以及疫情冲击下不良贷款率异常升高等。

监管趋严导致政策风险：供给侧改革后，我国对银行业监管政策趋严，监管趋严限制了同业业务为代表的多项增加银行收入的业务发展。

疫情冲击带来的市场风险：中国经济受疫情影响的经济增速下行的风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。

附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	3,933,034	4,490,650	4,897,154	5,294,010	5,717,531	每股指标					
贷款减值准备	183,085	213,350	245,353	282,155	324,479	PE	10.95	9.50	8.23	7.11	6.12
债券投资	1,671,399	1,804,437	1,984,881	2,123,822	2,272,490	PB	1.77	1.56	1.31	1.11	0.94
存放央行	493,382	567,896	624,686	698,707	733,642	EPS	3.19	3.68	4.25	4.92	5.71
同业资产	612,957	522,507	444,534	416,793	370,527	BVPS	19.80	22.47	26.72	31.64	37.35
资产总额	6,745,729	7,417,240	7,990,558	8,584,594	9,167,257	每股拨备前利润	6.63	7.07	7.77	8.61	9.61
吸收存款	4,427,566	4,874,981	5,118,730	5,374,667	5,643,400	驱动性分析					
同业负债	1,158,231	1,143,910	1,231,858	1,355,301	1,429,623	生息资产增长	41.87%	10.05%	7.66%	7.32%	6.57%
发行债券	424,926	578,191	693,829	763,212	839,533	贷款增长	10.32%	14.18%	9.05%	8.10%	8.00%
负债总额	6,202,124	6,799,533	7,260,596	7,724,928	8,157,275	存款增长	8.94%	10.11%	5.00%	5.00%	5.00%
股东权益	543,605	617,707	729,962	859,666	1,009,982	净手续费收入/营业收入	26.75%	26.51%	25.93%	25.50%	25.15%
						成本收入比	31.02%	32.09%	32.09%	32.09%	32.09%
						实际所得税税率	24.18%	20.19%	20.19%	20.19%	20.19%
						盈利及杜邦分析					
利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利息收入	2.46%	2.44%	2.47%	2.55%	2.62%
净利息收入	160,384	173,090	190,399	211,199	232,250	净非利息收入	1.35%	1.36%	1.39%	1.43%	1.53%
净手续费收入	66,480	71,493	77,212	84,162	92,578	营业收入	3.81%	3.81%	3.86%	3.98%	4.15%
其他非息收入	21,691	25,120	30,144	34,666	43,332	营业支出	1.22%	1.26%	1.29%	1.32%	1.38%
营业收入	248,555	269,703	297,755	330,026	368,160	拨备前利润	2.57%	2.52%	2.54%	2.62%	2.73%
税金及附加	(2,132)	(2,348)	(3,478)	(3,777)	(4,094)	资产减值损失	0.94%	0.86%	0.79%	0.73%	0.69%
业务及管理费	(77,112)	(86,541)	(95,542)	(105,897)	(118,133)	税前利润	1.63%	1.66%	1.75%	1.89%	2.05%
营业外净收入	(111)	85	50	50	50	税收	0.39%	0.33%	0.35%	0.38%	0.41%
拨备前利润	167,334	178,291	195,906	217,211	242,422	ROAA	1.23%	1.32%	1.40%	1.51%	1.63%
资产及信用减值损	(61,159)	(60,837)	(60,837)	(60,837)	(60,837)	ROAE	15.68%	16.14%	16.00%	15.70%	15.50%
税前利润	106,175	117,454	135,069	156,374	181,585	业绩年增长率					
税后利润	80,497	93,745	107,804	124,808	144,931	净利息收入	10.72%	7.92%	10.00%	10.92%	9.97%
归属母行净利润	80,560	92,867	107,163	124,066	144,068	净手续费收入	3.85%	7.54%	8.00%	9.00%	10.00%
资本						营业收入	12.52%	8.51%	10.40%	10.84%	11.55%
核心一级资本充足率	11.78%	11.95%	11.29%	10.29%	9.38%	拨备前利润	11.11%	6.55%	9.88%	10.88%	11.61%
一级资本充足率	12.62%	12.69%	11.99%	10.93%	9.96%	归属母行净利润	14.84%	15.28%	15.39%	15.77%	16.12%
资本充足率	15.68%	15.54%	15.69%	15.54%	15.40%						
风险加权系数	60.67	62.11	63.97	65.89	67.87						

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>