

2017年07月05日

招商银行 (600036.SH)

深度分析

而立招银，迎风轻驰

投资要点

- ◆ 2017年银行业关键词：企稳、分化：**2016年下半年以来，随着宏观经济的阶段性好转，银行体系的资产质量的风险暴露暂告一段落，银行息差也随着降息重定价压力的释放而渐渐企稳；但进入2017年尤其是二季度以来，情况发生了一些变化，导火索是银监会关于“三违反、三套利、四不当”的清查，包括对同业业务、表外理财等多项业务的限制规定，这对于过往几年依靠非存款性负债快速扩张规模的银行无疑是一剂杀手锏，此时具备存款先天基础优势的国有大行受到青睐，同时在股份制银行中，招行因其先天的零售银行优势（主要反映为低成本的负债结构），再次在市场中脱颖而出。
- ◆ 多次转型奠定零售龙头低位：**国内银行因其高度同质性备受诟病，但招商银行零售标签烙印已极为清晰，我们回溯其发展历程，认为其几次转型极为关键，2004年，上市不久首次转型确立零售方向，奠定零售根基，ROE大幅提升；2009年第二次转型，肃清内部构架，主抓降本增效，成本收入比快速回落；2014年，田行长上任后提出“一体两翼”“轻型银行”战略，开启轻型银行领跑模式。我们认为之所以招行能够多次在关键时点顺利转型，与其具备“蛇口基因”的大股东和专业化的管理层是分不开的。2016年，公司零售税前利润占比已达53%，成为公司的核心业务，零售客户总资产为5.5万亿(yoy+16.4%)，零售客户数9106万户(+19.3%)，客户数远超同业，并且仍然在快速的增长中。
- ◆ 零售银行-跨越周期的利器：**目前招行之所以备受青睐，外因上看过过去银行业粗放式的资产扩张已难以为继，监管套利的空间正渐渐收窄，在宏观经济增长仍面临压力的背景下，招行零售银行、轻型银行本质正契合这一“风口”，并且也隐含了未来银行业竞争中强者恒强的预期；内因上看，同业中零售转型者并非招行一家，但无论是其极低成本零售存款（2016 0.9%）、零售净利息收入的占比（53.2%）以及表外非息收入占比（29.12%）均显著领先同业，并且其轻型银行的本质从资本充足率、成本收入比以及ROE的角度都能找到诠释，这些都无疑是公司作为零售银行跨越周期的利器。
- ◆ 资产质量企稳-消除后顾之忧：**2012年以来，宏观经济增长面临调结构、增速换挡压力，尽管招商银行零售业务收入及利润贡献已然很高，其对公端的贷款仍不免受到影响，信用成本的提升对利润表的拖累仍然存在。但从2016年来看，这一情况已出现改善迹象，收入端增速大幅下滑的背景下（降息带来资产重定价），利润增速反而逆势回升，这主要反映为不良资产压力的出清，我们从账面不良、拨备覆盖率、逾期、不良形成率等多个角度印证了这一看法，并且展望未来，在全球经济普遍呈现复苏迹象的背景下，国内经济也出现阶段性企稳（并且中大型企业更为明显），叠加公司对过剩产业贷款的压缩、战略新兴产业的倾斜，短期不良压力预计已基本释放。
- ◆ 投资建议：**基于我们的预测，我们认为未来三年招商银行ROAE可以维持在15%以上：考虑到资产质量风险渐渐趋于淡化后，公司的业绩有望保持稳定的增长，预

银行 | 股份制银行 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

27.72元

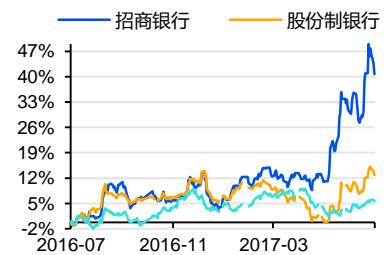
股价(2017-07-05)

23.90元

交易数据

总市值(百万元)	580,056.45
流通市值(百万元)	474,465.72
总股本(百万股)	25,219.85
流通股本(百万股)	20,628.94
12个月价格区间	16.89/24.58元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.83	25.29	38.11
绝对收益	7.32	24.06	44.61

分析师

王刚
 SAC执业证书编号：S0910515070001
 wanggang@huajinsec.cn
 021-20655693

报告联系人

郑春明
 zhengchunming@huajinsec.cn
 021-20655654

相关报告

计 2017/2018/2019 年 ROAE 水平分别为 15.68%、15.74%、15.92%，净利润增速分别为 12.01%、11.63%、13.11%，我们认为其合理估值应在 1.5X PB2017 左右，对应 6 个月目标价 27.72 元/股，首次覆盖给予买入-A 评级。

◆ **风险提示：**宏观经济增速大幅下滑；监管进一步趋严；不良贷款集中爆发

财务数据与估值：

财务摘要 单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	209,025	227,176	248,217	275,008
营业利润	77,718	89,837	100,338	113,557
拨备前利润	143,877	160,159	174,993	193,881
归母净利润	62,081	69,536	77,623	87,801
基本 EPS (元/股)	2.47	2.77	3.09	3.49
BVPS (元/股)	16.68	18.48	20.64	23.09

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、写在开篇—2017 银行业关键词：企稳、分化	6
二、解构招行成长基因	8
2.1 从招行转型说起	8
2.2 转型成效初窥	14
2.3 转型必备条件-市场化股东、专业管理层	16
三、零售银行—跨越周期的有效武器	18
3.1 招行零售倍受青睐的原因-表内部分	20
3.2 零售本质- 表内向表外的延伸	22
3.3 轻型银行的多种诠释	26
四、资产质量企稳—消除后顾之忧	28
4.1 各项不良指标纷纷改善	29
4.2 改善外因—宏观基本面阶段性好转	30
4.3 改善内因-压缩过剩行业、零售贷款占比高	32
五、盈利预测与投资建议	33
六、风险提示	35
1、宏观经济增速大幅下滑	35
2、监管进一步趋严	35
3、不良贷款集中爆发	35

图表目录

图 1：银行板块自 2016 年起整体上有超额收益	6
图 2：招商银行一骑绝尘	6
图 3：各板块市盈率（截止 2017 年 6 月 23 日）	7
图 4：各板块市净率（截止 2017 年 6 月 23 日）	7
图 5：各板块行情表现	7
图 6：公司股权结构图	8
图 7：多次转型奠定先发优势	9
图 8：新增信贷与 M2 同比增速对比	9
图 9：2005-2008 利润增长行业前列（%）	10
图 10：2005-2008 ROE 水平异军突起	10
图 11：2008-2009 收入结构（百万元）	10
图 12：利息收入中同业收入占比极小（%）	10
图 13：2007-2008 年开启一轮降息周期	11
图 14：资本充足率 2009 年有所下滑	11
图 15：成本收入比迅速下降	12
图 16：宏观经济增长下行后不良率渐渐攀升	13
图 17：2013 年起小微贷款风险迅速暴露	13
图 18：一体两翼旨在打造“轻型银行”	14
图 19：零售税前利润占比变化（%）	14
图 20：同业金融、公司金融和零售金融占比变化情况（%）	14
图 21：零售客户总资产	15
图 22：2016 年末公司零售客户数 9106 万户	15

图 23 : 金葵花客户数占比 2% , 总资产占比超过 80%	15
图 24 : 招行客户分层及对应层级资产要求 (月日均 AUM)	15
图 25 : 招行零售客户数显著高于其他股份行	16
图 26 : 招商局旗下三大平台	17
图 27 : 国有行计息负债结构	18
图 28 : 股份行计息负债结构	18
图 29 : 城商行计息负债结构	19
图 30 : 季度同业存单发行量	19
图 31 : 同业存单存量	19
图 32 : 同业存单	20
图 33 : 招商银行存款总规模仅次于国有大行	20
图 34 : 招行零售存款占比位于第五位 (高于交行)	20
图 35 : 招行零售存款负债成本率远低于同业	21
图 36 : 零售存款中活期占比招行高达 74%	21
图 37 : 零售贷款生息率同样位于行业前列	21
图 38 : 招行零售存贷利差位于第二位 (仅次于平安)	21
图 39 : 招行存量零售贷款发放情况	22
图 40 : 每年新增零售贷款发放情况	22
图 41 : 公司净利息收入比例 (零售占比 53% , 单位 : 百万元)	22
图 42 : 非息收入占比高于同业	23
图 43 : 零售类非息占比高	23
图 44 : 信用卡新增发卡量及增速 (万 ; %)	23
图 45 : 信用卡业务收入 (万 ; %)	23
图 46 : 一卡通发卡总量突破 1 亿张	23
图 47 : 选择投资偏好数据	24
图 48 : 后台模型计算	24
图 49 : 给出建议配置	24
图 50 : 各银行理财产品余额 (亿)	25
图 51 : 财富管理手续费佣金及占比 (亿 ; %)	25
图 52 : 代理销售产品 (亿元 ; %)	25
图 53 : 自助银行数及增速 (个 ; %)	25
图 54 : 自助设备数量 (台 ; %)	25
图 55 : 2016 年商业银行成本收入比 (%)	27
图 56 : 资本充足率逐年提高	27
图 57 : 资本净额增速	27
图 58 : 2016 年各银行资产增速 (%)	28
图 59 : 招行资产增速变化情况 (%)	28
图 60 : 2016 年招行 ROAA 与 ROAE 均远高于同业	28
图 61 : 公司营收、净利润及其增速 (百万元 ; %)	29
图 62 : 不良与拨备覆盖率	29
图 63 : 信用成本 2016 年回落	29
图 64 : 逾期/不良显著下降	30
图 65 : 不良形成率	30
图 66 : 经济增长逐季回升	30
图 67 : 工业企业利润增速 2017 年出现跳升	30

图 68 : PMI 连续回升.....	31
图 69 : 房地产投资 1-5 月 8.8%.....	31
图 70 : 三四线城市销售得以接续.....	31
图 71 : 全球经济底部复苏.....	32
图 72 : 2016 年贷款结构.....	33
图 73 : 2016 年不良贷款结构.....	33
图 74 : 个人贷款不良情况 (%)	33
图 75 : 公司生息资产结构.....	34
图 76 : 净息差水平预计触底回升.....	34
图 77 : 息差水平领先同业.....	34
图 78 : 招行 PE-Bands (TTM)	35
图 79 : 招行 PB-Bands (TTM)	35
表 1 : 2017 年以来监管陆续出台	6
表 2 : 招行前行长马蔚华履历.....	17
表 3 : 现任行长田惠宇履历	18
表 4 : Fintech 主要产品介绍 :	26
表 5 : 盈利预测	34

一、写在开篇—2017 银行业关键词：企稳、分化

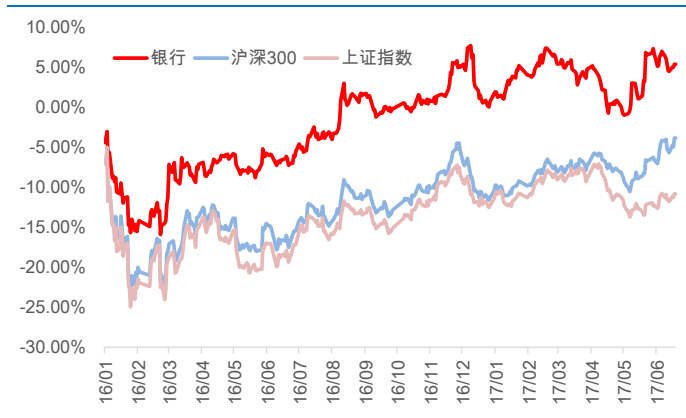
2016 年下半年以来，随着宏观经济的阶段性好转，银行体系的资产质量的风险暴露暂告一段落，银行息差也随着降息重定价压力的释放而渐渐企稳，但进入 2017 年尤其是二季度后，情况发生了一些变化，导火索是银监会关于“三违反、三套利、四不当”的清查，包括对同业业务、表外理财等多项业务的限制规定，这对于过往几年依靠非存款性负债快速扩张规模的银行无疑是一剂杀手锏，此时具备存款先天基础优势的国有大行受到青睐，同时在股份制银行中，招行因其先天的零售银行优势（主要反映为低成本的负债结构），再次在市场中脱颖而出。

表 1：2017 年以来监管陆续出台

时间	法规	发布机构	内容
2017.3	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》（45 号文）	银监会	开展“违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章”行为专项治理
2017.3	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》（46 号文）	银监会	自查和监管检查的范围均为 2016 年末余额业务，必要时可以上溯或下延
2017.4	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（53 号文）	银监会	围绕同业、理财和信托业务，首提同业存单计入同业负债后是否应超过负债总额的三分之一
2017.4	《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》（6 号文）	银监会	整治同业业务，加强交叉金融业务管控；规范银行代销业务
2017.5	《中国银监会关于印发商业银行在押品管理指引的通知》（16 号文）	银监会	重视银行押品的风控
2017.5	《关于进一步规范银行理财产品穿透登记工作的通知》	理财登	协议委外必须通过登记系统对底层资产进行登记

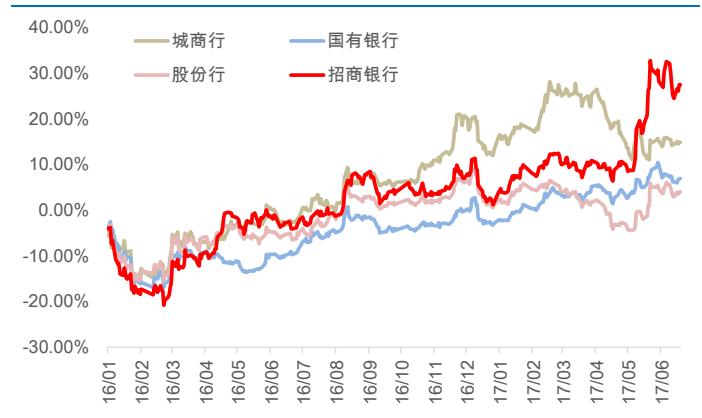
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 1：银行板块自 2016 年起整体上有超额收益



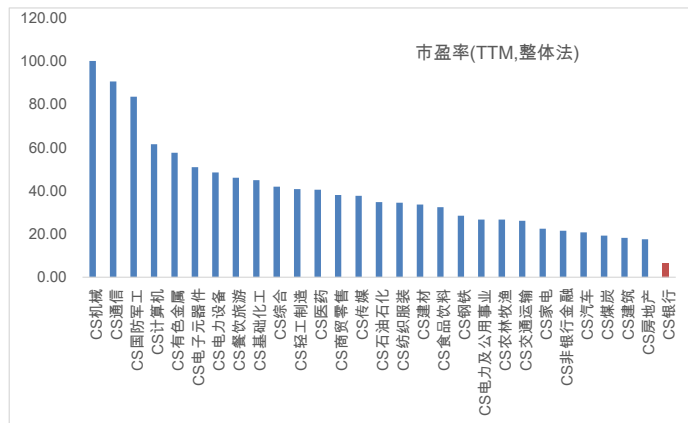
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 2：招商银行一骑绝尘



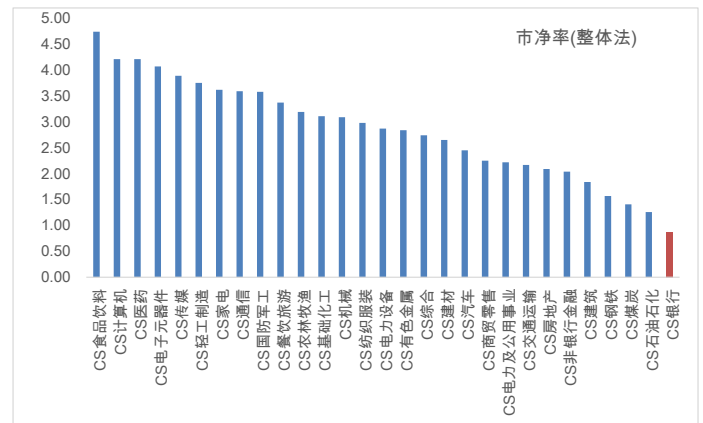
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 3：各板块市盈率（截止 2017 年 6 月 23 日）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 4：各板块市净率（截止 2017 年 6 月 23 日）

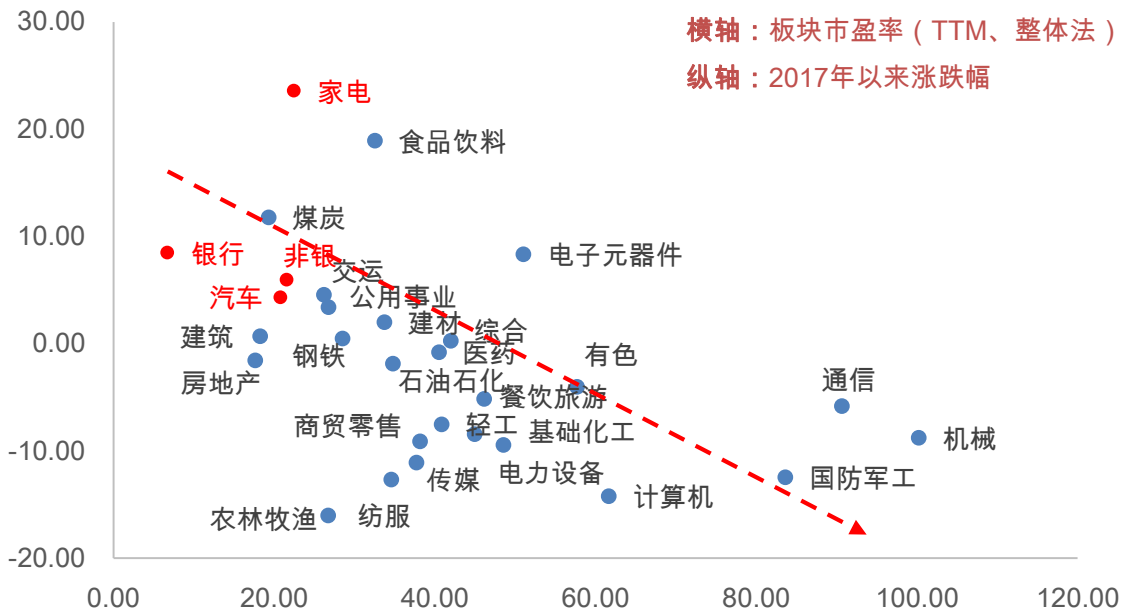


资料来源：Wind、华金证券研究所

从本轮板块的行情表现来看，2017 年以来大型银行的涨幅显著靠前，招行的表现更是一骑绝尘，这其中暗含了对于银行业同质化背景下，公司率先从重资产经营向轻资产转型成果的认同，同时又是对转型先驱者在未来银行零售市场竞争中强者恒强的预期。

当然，市场短期表现又会受到市场资金、情绪偏好等因素影响，因此研究员更应该从基本面角度去探讨公司的内在价值，但从辩证的角度来看，市场同时又是验证基本面的试金石（从较长的一段时间回溯）。

图 5：各板块行情表现



资料来源：Wind、华金证券研究所

本篇报告需要回答的问题是，在银行业务高度同质化的国内，招行为何可以以零售标杆的标签脱颖而出，目前超过 5800 亿元市值，1.4X 的 PB 水平（截止 6 月 23 日，1Q2017 静态），是否仍有投资价值，其估值是否可以从基本面角度得到有效解释？本报告追本溯源，从招商银行业务进程剖析其发展思路以及放置于宏观经济背景下战略正确性。

二、解构招行成长基因

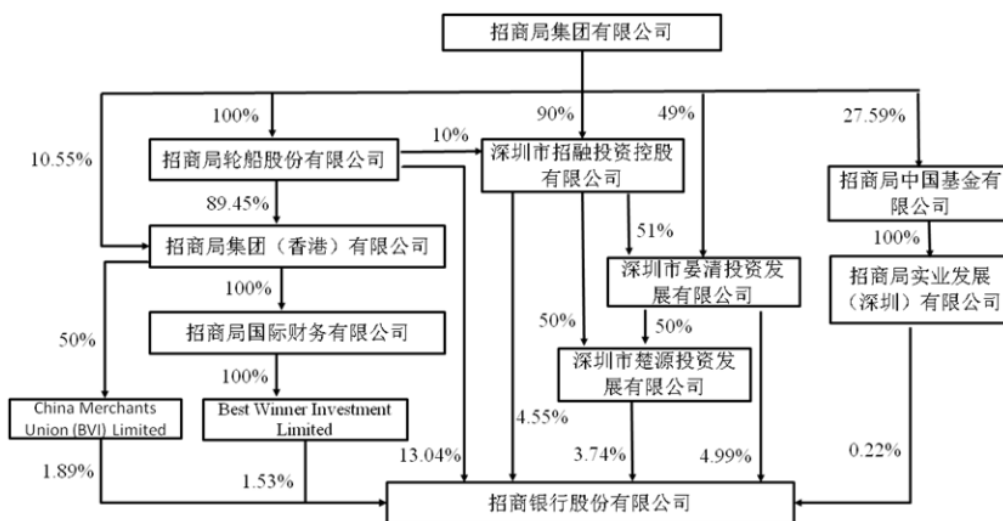
招商银行成立于 1987 年，诞生于改革开放初期的前沿城市——深圳特区，是国内第一家股份制银行，具备开放创新的“蛇口基因”，并迅速建立起市场化的运营机制，这为招行后期持续转型打造特色竞争力创造了先决条件。最初发起人为 8 家企业法人：招商局轮船股份有限公司，中国远洋运输（集团）总公司，广州海运（集团）有限公司，中国海洋石油南海东部公司，广东省公路管理局，山东省交通开发投资公司，秦皇岛港务局和深圳蛇口招银投资服务公司。

（蛇口基因是市场根据深圳的龙头企业总结的企业精神：因势、因时而变；固守核心价值观，不做机会主义者，基于此的执行力；专业创造价值；务实的理想主义；学习力，作为一个组织的变革能力；强烈的危机感。）

公司于 2002 年在上交所上市，2006 年在香港上市。

公司目前的大股东为招商局集团，招商局轮船、深圳晏清投资、深圳楚源投资、深圳招融投资同为招商局集团子公司，截至 2016 年底，招商局集团通过股权/控制/一致行动关系合计间接持有招行股份为 29.97%。安邦财险为公司第二大股东持有公司 10.72% 的股份。中国远洋和广州海运同为中国远洋海运集团旗下公司，两者合计持股 9.00%。2017Q1 末中国证券金融公司持股比例增至 3.34%。

图 6：公司股权结构图



资料来源：公司公告、华金证券研究所

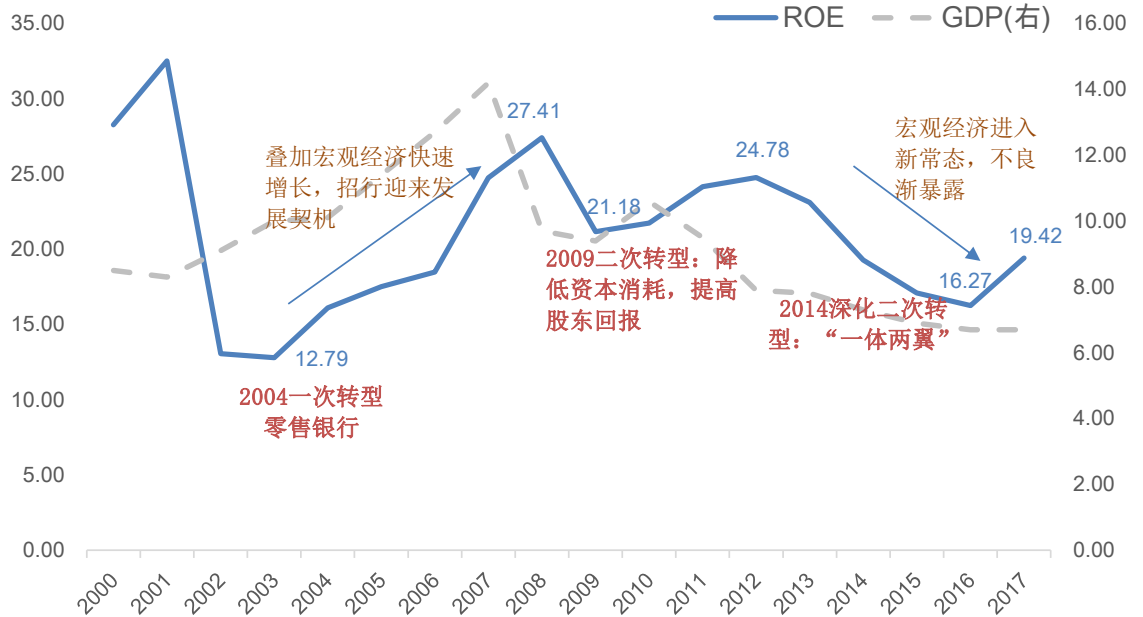
公司正努力建设成为拥有全牌照的银行集团，目前拥有商业银行、金融租赁、基金管理、人寿保险、境外投行等控股子公司，这为公司后期零售定位的交叉销售提供了可能。公司目前全资控股招银租赁、招银国际和永隆银行，控股招商基金（55%）、招商信诺人寿（50%）。

2017 年，是招行成立 30 周年，恰逢中国宏观经济步入新常态，银行同时还面临金融快速脱媒化、利率市场化已基本完成、互联网金融 Fintech 迅速冲击等多重因素，招行“轻型银行”的转型方向和“一体两翼”的战略定位，已渐渐显露出公司穿越周期的能力。

2.1 从招行转型说起

自 2002 年招商银行上市以来，其最值得称道的莫过于几次重要的战略转型。

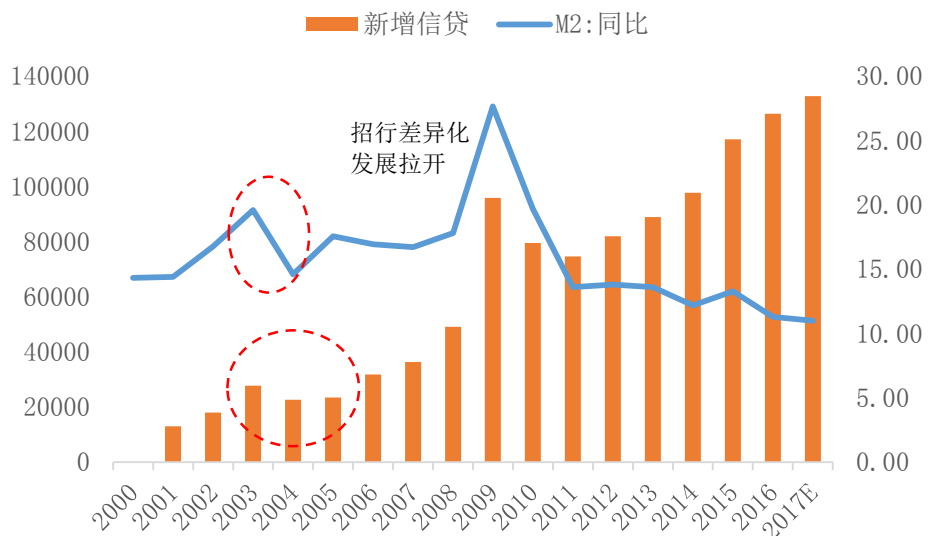
图 7：多次转型奠定先发优势



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

第一次转型奠定零售崛起根基：2004 年，招行开启第一次重大转型，其重点是关于对业务结构的调整，彼时招行的批发类业务占比极高，而零售类和中小企业类业务占比较小（2002 年末个人信贷余额占比仅 10%左右），同时又遇到信贷收缩政策，尽管招商刚刚上市不久，其业务仍呈现较好的发展势头，但其果断选择战略重心向零售业务转移，**一次转型的重心主要为“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”。**

图 8：新增信贷与 M2 同比增速对比

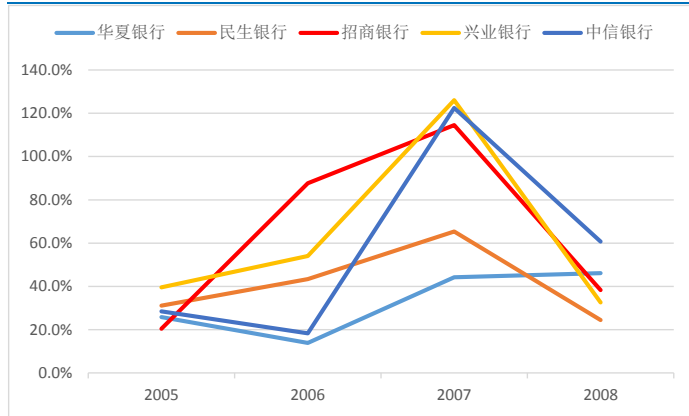


资料来源：Wind、华金证券研究所

此次转型并非单纯提升零售业务的重要性，而是招商银行对整体经营模式的调整。2005年1月，时任招行行长马蔚华作了题为《积极推进经营战略调整和管理国际化》的讲话，正式拉开“经营战略调整”的序幕。

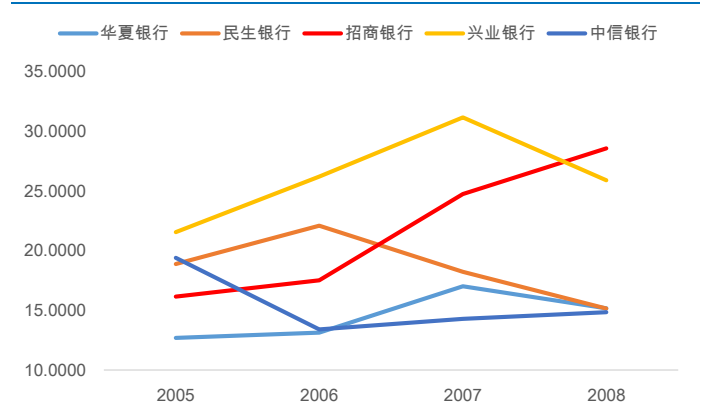
实际上，招行提出“一次转型”时，其他银行同时也看到了零售业务的重要性，甚至明确提出零售银行转型目标的也并非招行一家，此时招行手中并没有明显的先发优势，这段时间依靠的更多是公司执行力的贯彻。自2003年底至2008年底的五年间，招行净利润年复合增长率和净资产收益率年均在同行中名列前茅。

图 9：2005-2008 利润增长行业前列（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 10：2005-2008 ROE 水平异军突起

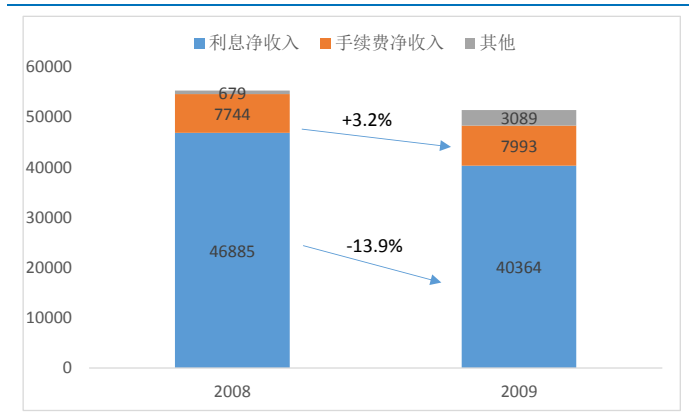


资料来源：Wind、华金证券研究所

第二次转型：零售标签的突显：第一次转型带来的强劲增长势头在2009年遇到了挫折。招行2009归母净利润为182.35亿元，同比下降13.48%（彼时民生增长53.5%、兴业增长16.7%），历史第一次业绩负增长促使招行对增长方式重新思考。

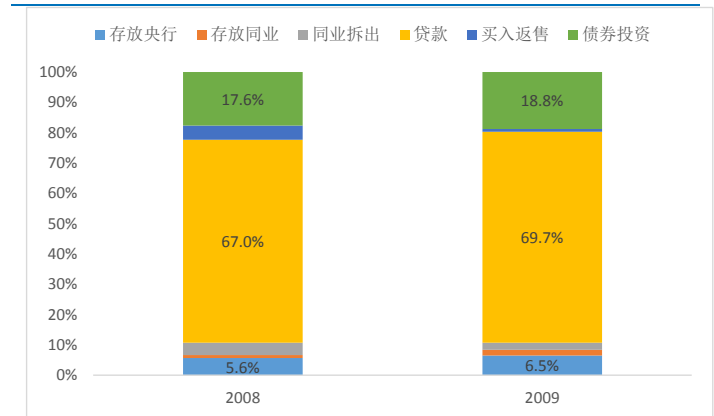
对2009年公司业绩出现负增长，我们作了总结，尽管在五年左右的发展中，公司非息收入占比已经达到21.5%，但在其利息收入中，贷款利息收入占比仍然高达69.7%，而央行从2007-2008年又开启了一轮降息的周期，这对公司利息端收入造成了较大的考验，数据显示2009年招行利息收入658.38亿元，较上年下降9.63%，其中贷款利息收入相比2008年减少7.26%至520.22亿元。

图 11：2008-2009 收入结构（百万元）



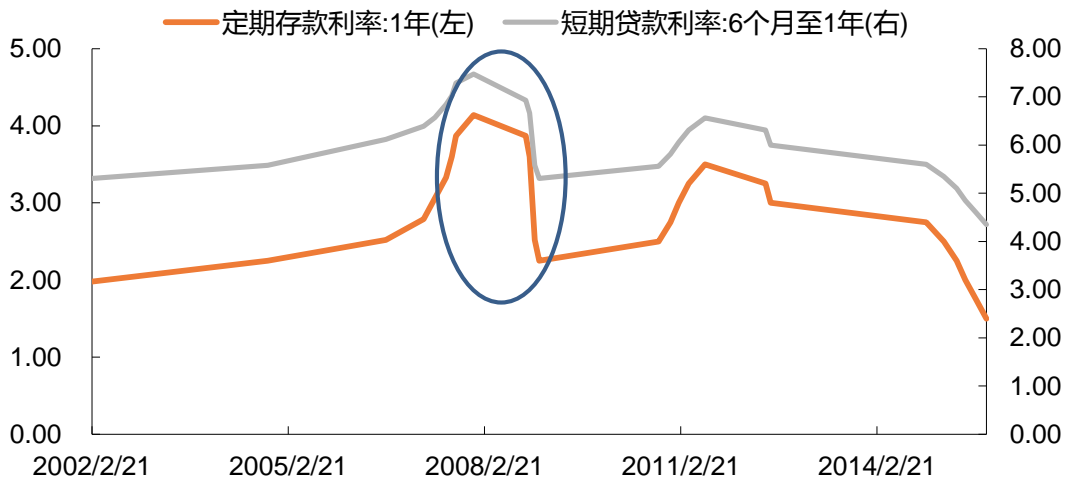
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 12：利息收入中同业收入占比极小（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 13 : 2007-2008 年开启一轮降息周期

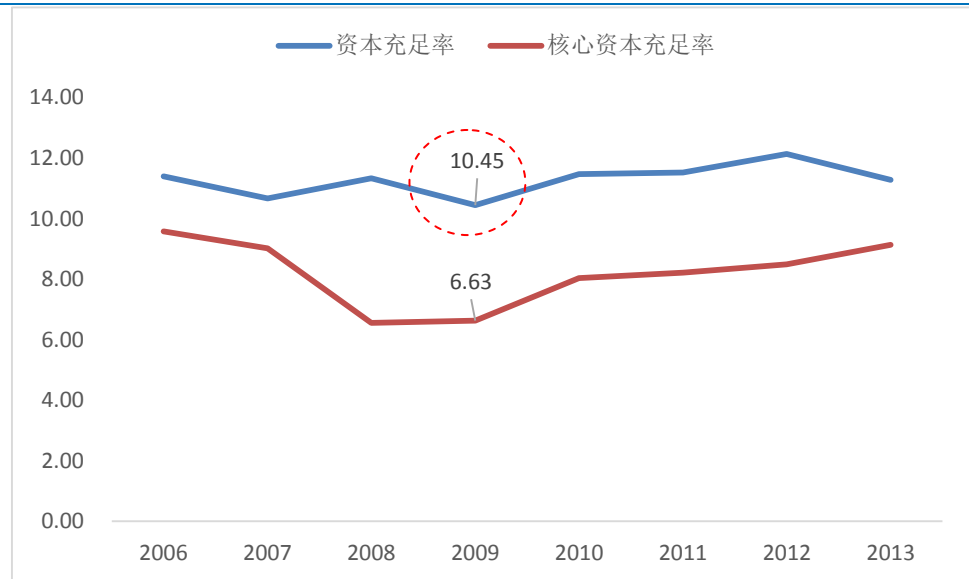


资料来源: Wind、华金证券研究所

2009 年贷款重定价背景下, 招行之所以受到的冲击较其他银行更大, 主要由于其一以贯之的零售战略, 其零售贷款优惠力度高于同业, 贷款端的定价水平相对较低, 且也并未如其他银行在 2009 年以量补价, 费用刚性降低了利润, 在降息周期中受到的损伤也就越大。

值得关注的是, 在 2008 全球金融危机年, 世界经济增速全面放缓, 全球银行面临重大挑战, 也为国内银行并购提供了机遇, 2008 年 5 月, 招行与永隆银行控股股东签订买卖协议, 决定以 193 亿港元的价格收购永隆 53.12% 的股权, 对应 PB2.91 倍, 2008 年 10 月底完成对永隆的全面收购, 总耗资 363 亿港元。我们猜测尽管公司在 2008 年发行了 300 亿元的次级债, 但此次收购仍然一定程度造成了招行对资本消耗的补充不足。

图 14 : 资本充足率 2009 年有所下滑



资料来源: Wind、华金证券研究所

注: 2013 年之前资本充足率口径为《关于修改〈商业银行资本充足率管理办法〉的决定》(银监会 [2007] 11 号), 2013 年之后已颁布新办法。核心资本=普通股股本+储备, 附属资本=

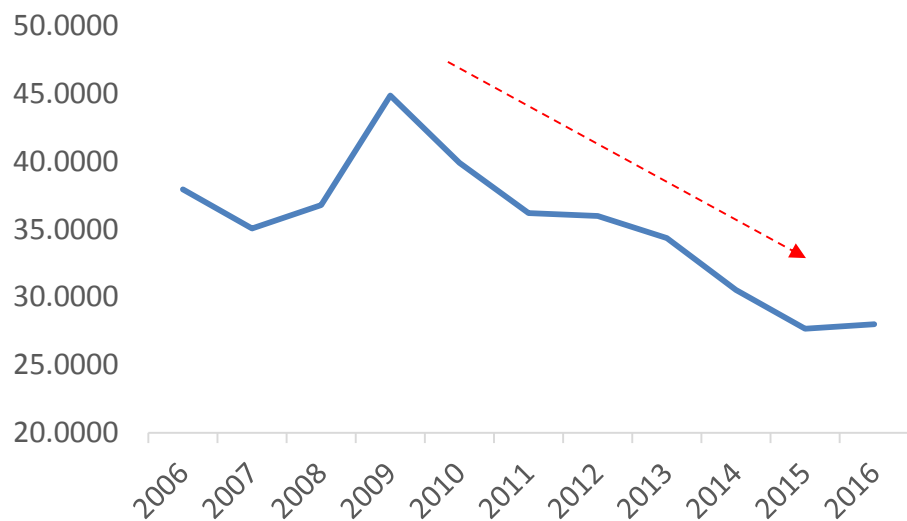
般贷款准备+次级债+可转债+其他附属资本；资本充足率=（核心资本+附属资本）/风险加权资产，核心资本充足率=核心资本/风险加权资产

因此我们总结 2010 年初公司提出二次转型的动因：1、2008 金融危机过后，国内宏观环境更为复杂，政策更偏审慎，依靠资源投入的粗放式增长难以为继；2、经过 2004 年来的一次转型后，公司已经在零售业务、中间业务、中小企业业务发展方面初步形成了自身的特色和优势，二次转型本就是顺水推舟之举。

二次转型其内涵是在一次转型基础上，加快实现由外延粗放型经营向主要**依靠管理提升、科技进步和员工效能提高的内涵集约型经营方式的转变**。二次转型的根本目标是实现经营效益的最大化，保证盈利的持续稳定增长，具体目标是降低资本消耗、提高贷款风险定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控。

值得一提的是关于成本费用的控制，费用的降低很大程度上取决于运营效率的改善，通过对零售业务的整合，公司使得其中高端客户都在更为统一完整的零售平台上得到更为有效的服务（即“ONE BANK”），2010 年至今，公司成本收入比已从高点有效回落，公司的 ROE 水平也在 2012 年达到 24.78%的极高水平（见上图）。

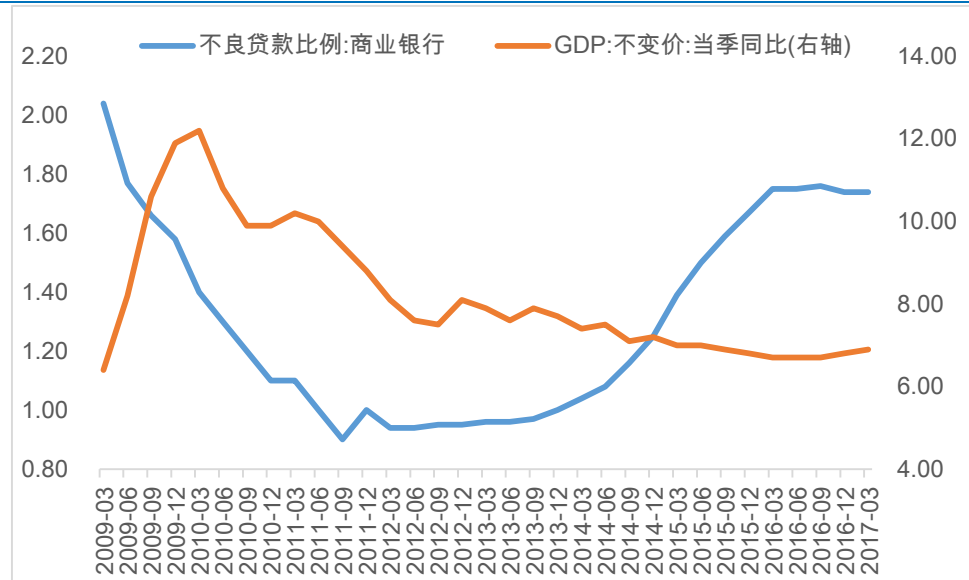
图 15：成本收入比迅速下降



资料来源：Wind、华金证券研究所成本收入比=管理费用/营业净收入

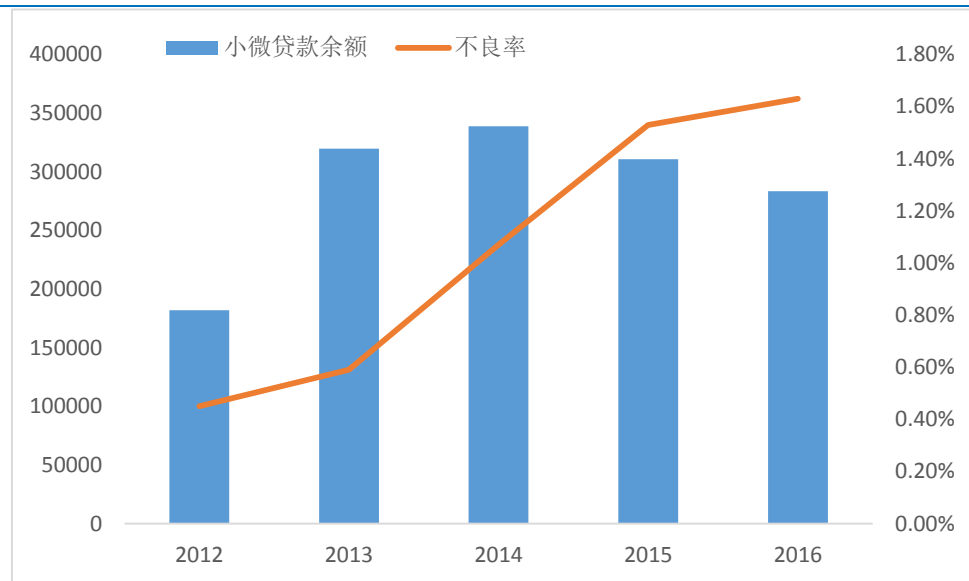
深化转型—“一体两翼”开启轻型银行领跑模式：2012 年以来，受到宏观经济增速持续下滑的影响，银行资产质量开始呈现恶化趋势，这一特征尤其反映在公司上一阶段的重点布局—小微企业，全行业的盈利水平也从高点普遍回落，2013 年，恰逢招行换届，田惠宇出任招行行长，就任后结合公司优势业务与行业发展现状，制定了关于“一体两翼”的轻型银行发展思路。

图 16：宏观经济增长下行后不良率渐渐攀升



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 17：2013 年起小微贷款风险迅速暴露

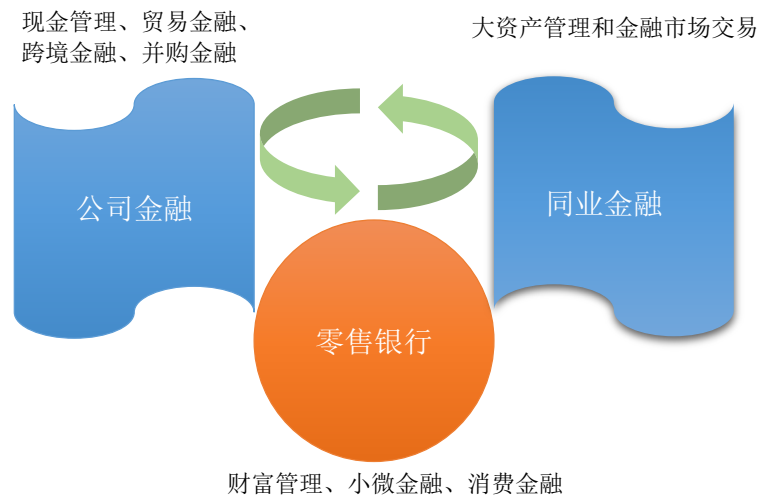


资料来源：Wind、华金证券研究所

“一体两翼”的业务体系主要是指零售金融为主体，公司金融、同业金融为支撑，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；公司金融将打造成**专业银行**，聚焦现金管理、贸易金融、跨境金融、并购金融四大业务重点；同业金融将打造成**精品银行**，以大资产管理和金融市场交易双轮驱动。“轻型银行”的本质，是以更少的资本消耗、更集约的经营方式、更灵巧的应变能力，实现更高效的发展和更丰厚的价值回报。

从其内涵来看，公司“一体两翼”的战略已很难看到以利差业务为主导的传统银行身影，其实质是向综合型的服务银行转型，通过构建“一体两翼”的发展格局，来更有效地应对利率市场化和经济周期性波动。

图 18：一体两翼旨在打造“轻型银行”



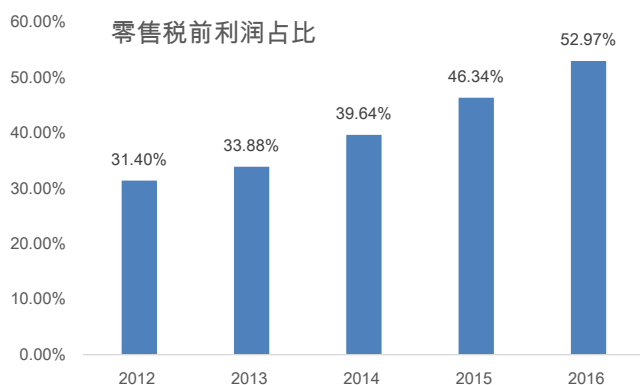
资料来源：公司公告、华金证券研究所

2.2 转型成效初窥

经过多年的转型发展，公司零售业务已涵盖多个领域，目前主要包括：**财富管理业务**（理财、基金、保险代理销售）、**私人银行业务**（月日均总资产在 1000 万元及以上的零售客户，为其个人、家庭和企业三个层次在投资、税务、法务、并购、融资和清算等方面的多元化需求提供专业、全面和私密的综合服务）、**信用卡业务**（利息与非息）、**零售贷款**（包括个人住房贷、小微贷、消费贷等）。

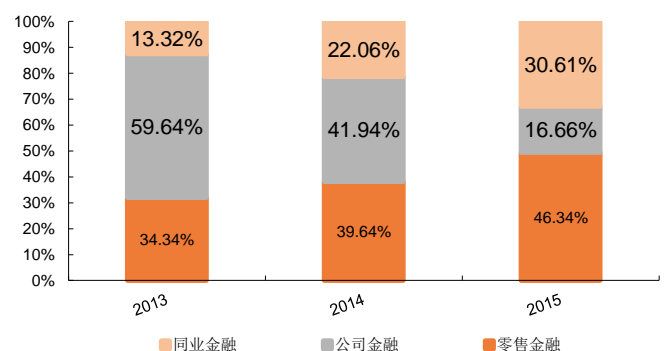
目前零售税前利润已占据半壁江山：经过公司多次的战略转型，目前公司零售业务已占据绝对优势，零售业务对利润的贡献率持续增加，税前利润占比逐年升高，截止 2016 年底，零售税前利润占比已达 53%，成为公司的核心业务，“一体”的引领作用愈加突出。

图 19：零售税前利润占比变化（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

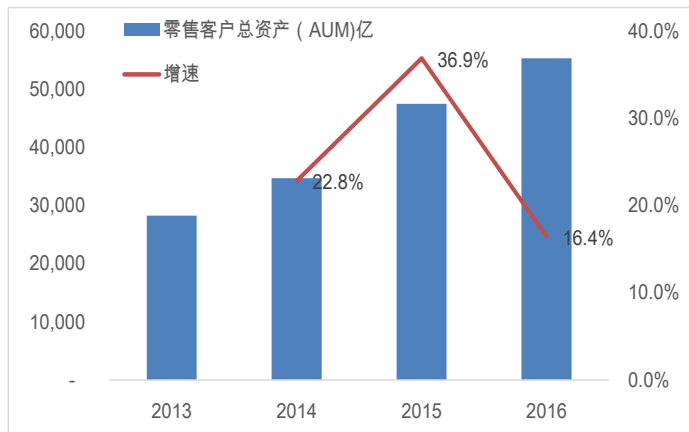
图 20：同业金融、公司金融和零售金融占比变化情况（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

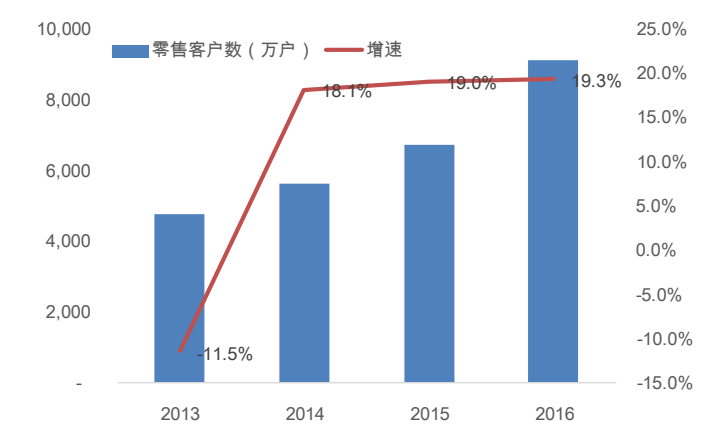
从客户储备来看，公司 2016 年末零售客户总资产为 5.5 万亿，同比增长 16.4%，零售客户数 9106 万户，同比增长 19.3%。

图 21：零售客户总资产



资料来源：Wind、华金证券研究所

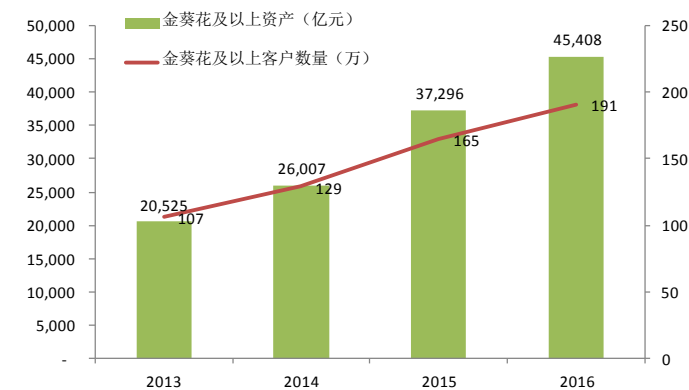
图 22：2016 年末公司零售客户数 9106 万户



资料来源：Wind、华金证券研究所

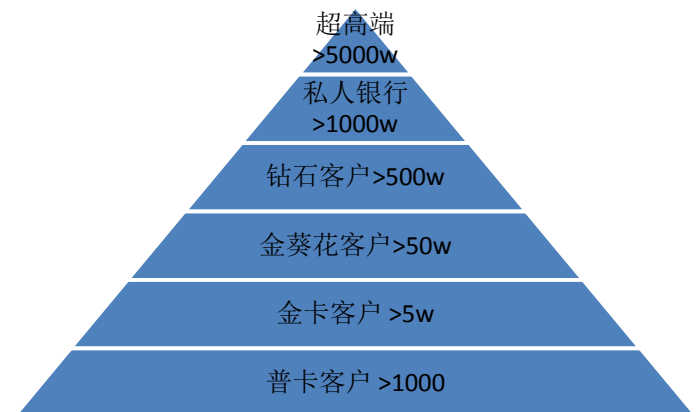
此外，从资产分布来看，金葵花以上客户数虽然仅 191 万户（占比 2%），但其客户总资产达到 4.5 万亿（客均 AUM 238 万元），占比超过 80%。客户的质量群相当优异，这从公司上市起持续的高端零售定位密不可分。

图 23：金葵花客户数占比 2%，总资产占比超过 80%



资料来源：Wind、华金证券研究所

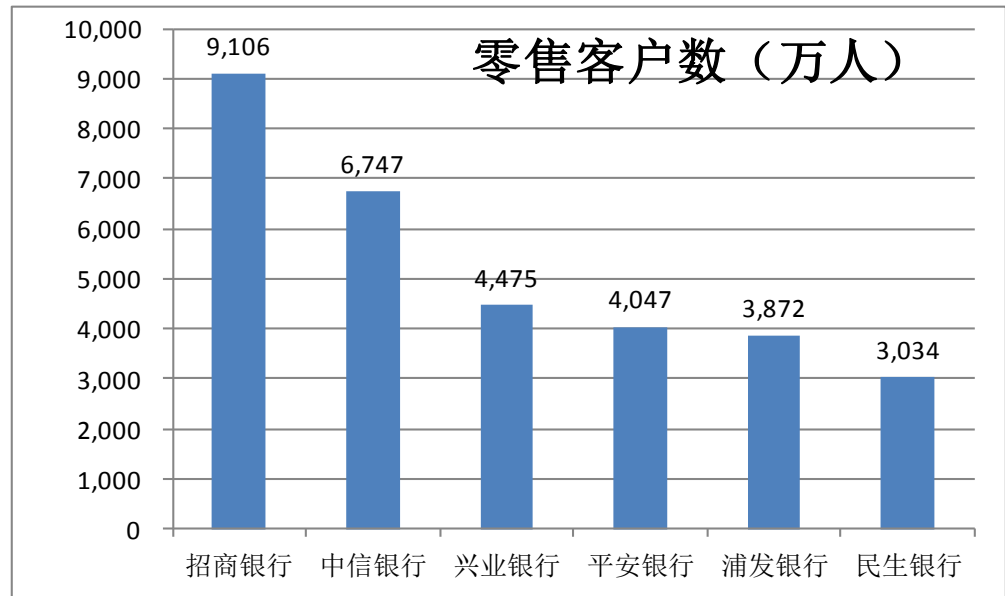
图 24：招行客户分层及对应层级资产要求 (月日均 AUM)



资料来源：Wind、华金证券研究所

即使从横向对比来看，招行的零售客户数也显著高于其他股份行，这显示了公司优异的零售客户基础。

图 25：招行零售客户数显著高于其他股份行



资料来源：公司公告、华金证券研究所注：华夏、光大并未公布

2.3 转型必备条件-市场化股东、专业管理层

我们认为招行能够在 2002 年上市之后多次迅速对市场作出反映，并坚决转型，至少与两个因素是密不可分的。

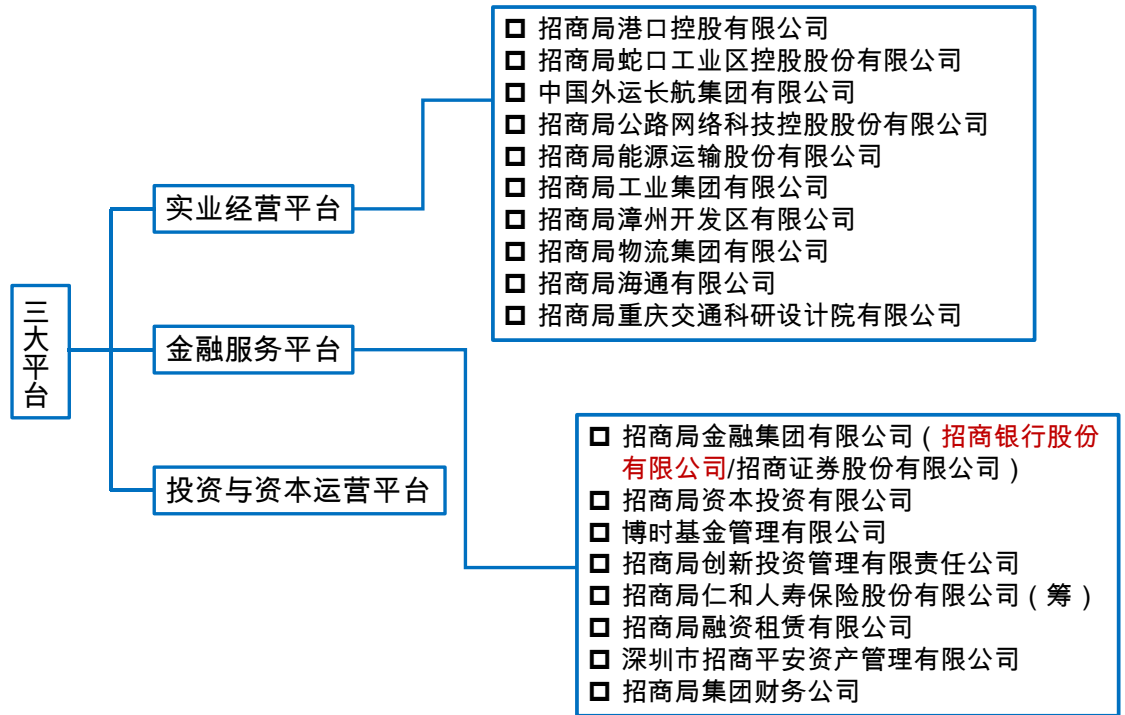
首先是具备市场化管理理念的大股东。

招商局创立于 1872 年晚清洋务运动时期，开创了中国近代民族航运业和其他许多近代经济领域，在中国近现代经济史和社会发展史上具有重要地位。1978 年，招商局即投身改革开放，并于 1979 年开始独资开发了在海内外产生广泛影响的中国第一个对外开放的工业区——蛇口工业区，并相继创办了中国第一家商业股份制银行——招商银行，中国第一家企业股份制保险公司——平安保险公司等，为中国改革开放事业探索提供了有益的经验。

目前，招商局业务主要集中于交通(港口、公路、航运、物流、海洋工业、贸易)、金融(银行、证券、基金、保险)、地产(园区开发与房地产)三大核心产业，并正实现由三大主业向实业经营、金融服务、投资与资本运营三大平台转变。

股东一直秉承的是市场化的经营理念，在公司经营上是放手管理层去运作，即便作为实际控制人，招商局并未管理层在经营问题上插手更多。

图 26：招商局旗下三大平台



资料来源：招商局官网、华金证券研究所

值得注意的是，在 2015 年面临安邦连续增持招行的同时，招商局也适时的进行股权增持，控股地位进一步巩固，有效了保障了公司市场化的运作体制。

其次是具备专业水平的管理层。

细数上市以来，招行历任两位行长，其背景履历均具备相当丰富的专业素质，马蔚华行长 1999 年上任以来，带领招行找准了零售业务的定位方向，可以说其在招行烙印至今仍相当清晰；田惠宇行长 2013 年到任后恰逢国内经济走向新常态的开局，可以说从目前银行业整体的发展态势来看，其提出的“一体两翼”的轻型银行思想正逐渐被有效验证，也逐渐被市场所认可。

表 2：招行前行长马蔚华履历

年份	事件
1982	毕业后分配至辽宁省计委工作，先后任、副秘书长
1985	抽调至辽宁省委办公厅担任处级秘书，期间在 1986 年获得吉林大学经济学硕士学位
1988	担任人民银行总行办公厅副主任、计划资金司副司长等职。期间参与中国宏观经济运行，见证了中国银行业的许多重大事件和变革
1992	南下任央行海南省分行行长、外管局海南分局局长，期间受命解决海南发展银行破产清理工作，同期攻读西南财经大学博士研究生
1999	担任招行行长，上任后立即全面启动招行的网上银行。同年 11 月，招行“一卡通”发卡量突破 600 万张，
2002	招行“一次转型”，转向零售，推出中国第一张“一卡双币、全球通行”的信用卡。仅用四年就获盈利，比预计提前四年，并且推出“金葵花”理财
2007	推出专为资产千万以上的高端客户提供理财服务的私人银行
2008	金融危机中，把分行开到美国纽约，当年 5 月以 193 亿港元收购永隆银行 53.1% 的股份，此举为招行的私人银行补上了短板——具备了海外做离岸业务的能力。
2009	招行“二次转型”，核心是提高管理效率；着手成立零售银行总部，并强调为小微企业服务，由

年份	事件
	分行层级为大中型企业服务，而所有的支行网点主做零售和小微企业
2013	卸任招行行长

资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 3：现任行长田惠宇履历

年份	事件
1995	上海建行浦东分行行长
1998	中国信达资产管理公司信托投资公司副总裁
2003	上海银行副行长
2006	中国建设银行上海市分行副行长
2007	中国建设银行深圳市分行行长
2011	中国建设银行零售业务总监兼北京市分行行长
2013	成为招行行长
2014	提出“一体两翼”战略，对总行组织架构进行调整和梳理，形成零售、公司和同业三大业务条线
2015	选择了 11 家分行试点进行扁平化改革

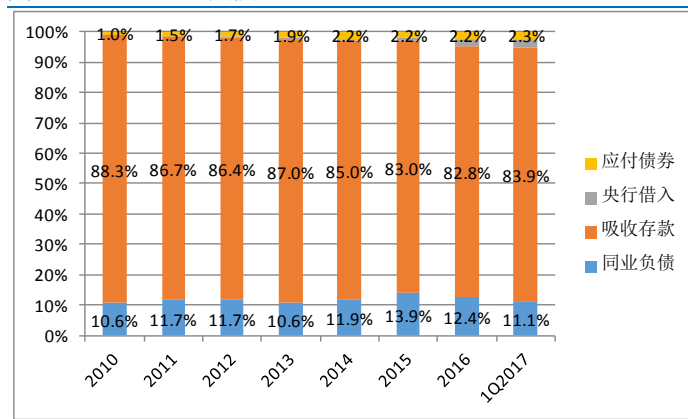
资料来源：公司公告、华金证券研究所

三、零售银行—跨越周期的有效武器

以上关于公司历史战略演变，能够帮助我们从直观上理解招行的零售标签，下面我们将详细剖析目前招行倍受市场青睐的主要原因以及其零售业务相对于同业的优势。

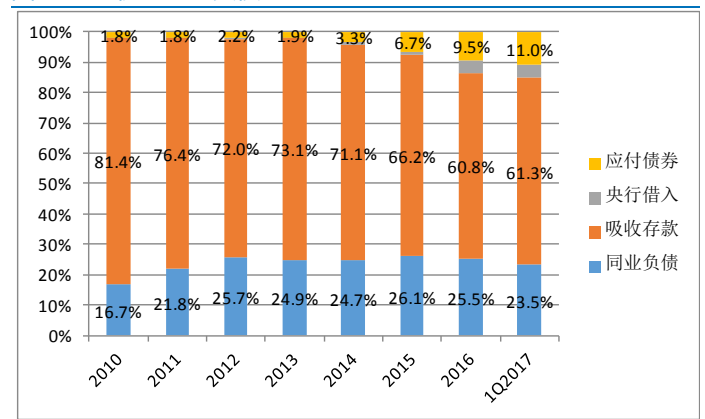
基于数据的可比性，我们仍然采取老 16 家上市银行进行分析阐述，下面三图为国有大行、股份行、城商行近几年计息负债的结构。

图 27：国有行计息负债结构



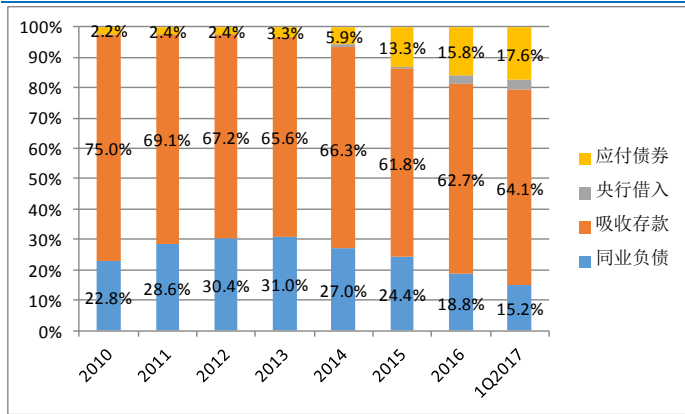
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 28：股份行计息负债结构



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 29：城商行计息负债结构



资料来源：Wind、华金证券研究所

2010-2013 年同业负债占比的提升主要反映为同业非标的崛起，2014 年同业 127 号文《关于规范金融机构同业业务的通知》(下文简称《通知》) 出台，极其严格的限制了同业非标，此项规模亦渐渐缩减。

同业存单 2014 年开始爆发：由于 127 号文《通知》规定，银行的同业融入资金（如同业拆借、同业存/借款、买入返售/卖出回购等）不得超过其总负债的三分之一。同业存单作为推进利率市场化的产物，由于刚问世不久，虽然本质上属于同业资金融通，但却并未纳入同业融入资金范围（同业存单一般计入应付债券科目），形成监管真空，这也是造成其爆发增长的主要原因。

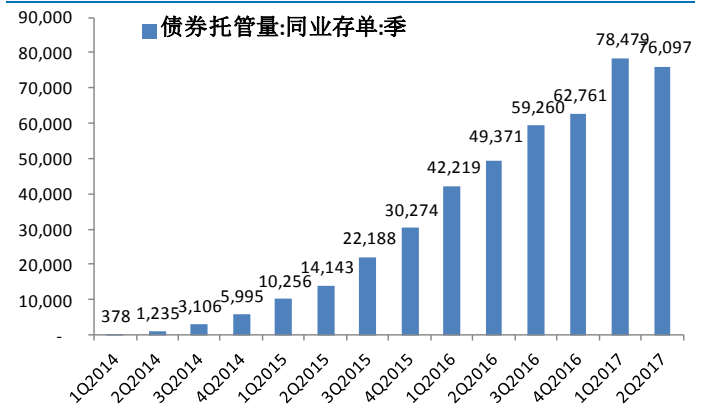
从上三图的对比中显著看出，股份制银行和城商行更倾向于同业存单的发行，国有大行对于主动负债的热情明显不高，主要在于其本身良好的存款客户基础。

图 30：季度同业存单发行量



资料来源：Wind、华金证券研究所注：2017 二季度截至 5 月底

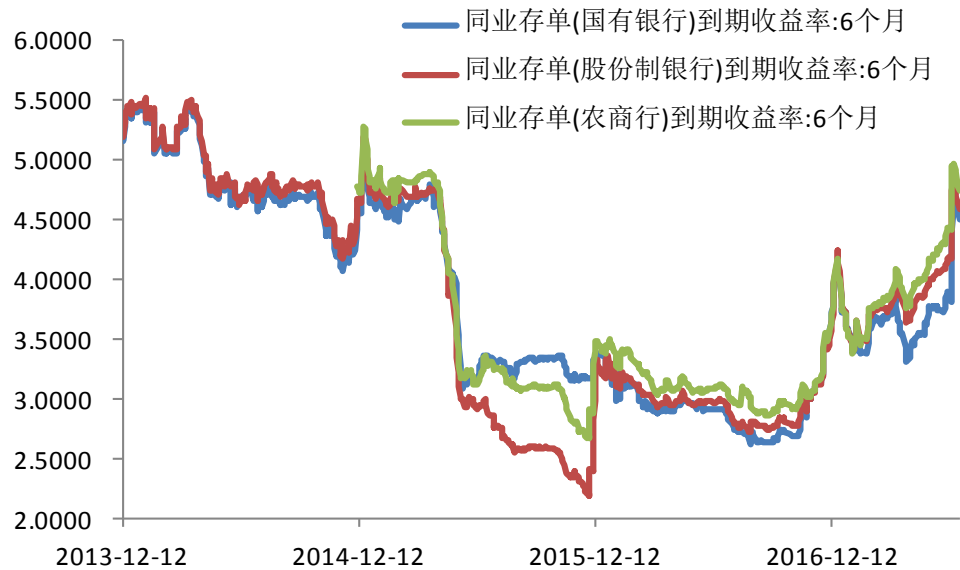
图 31：同业存单存量



资料来源：Wind、华金证券研究所

Wind 显示，一季度同业存单的发行规模已超过五万亿（1-5 月份 7.5 万亿）。2016 年末以来，在中性偏紧的货币政策背景下，同业存单成为了中小银行扩张资产规模与维持负债稳定的重要工具之一。在“同业存单→同业理财→委外”的资金链模式下，银行对各类资管产品层层嵌套金融工具，相互渗透，加大了市场的流动性风险隐患。

图 32：同业存单



资料来源：Wind、华金证券研究所

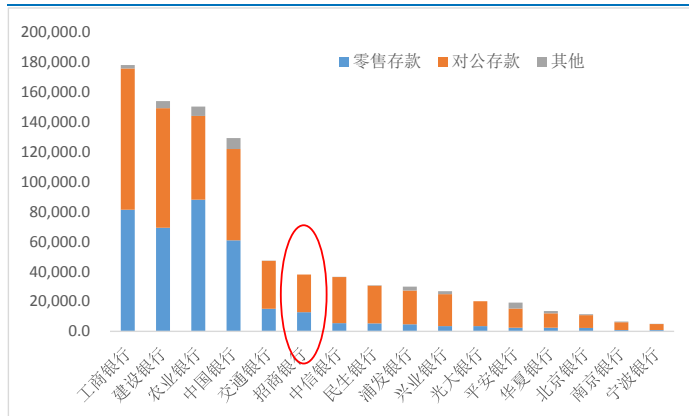
出于流动性接续角度的考虑，中小银行不得不在同业存单利率大幅飙升的同时继续“硬着头皮”续作同业存单，但这也必将不可避免的带来其负债成本的上升。

在这样的背景下，招行的零售优势便愈加凸显。

3.1 招行零售倍受青睐的原因-表内部分

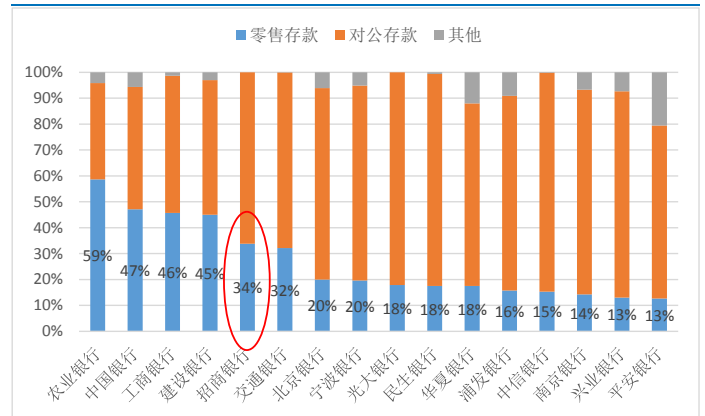
首先，从负债规模上来看，经过多年的发展，公司 2016 年底的存款总规模已经高达 3.8 万亿，仅次于五家国有银行，成为股份行中存款负债规模最大的银行；此外，从零售存款占比来看，公司的零售存款占比已达到 33.8%，在 16 家银行中排第四位。

图 33：招商银行存款总规模仅次于国有大行



资料来源：Wind、华金证券研究所

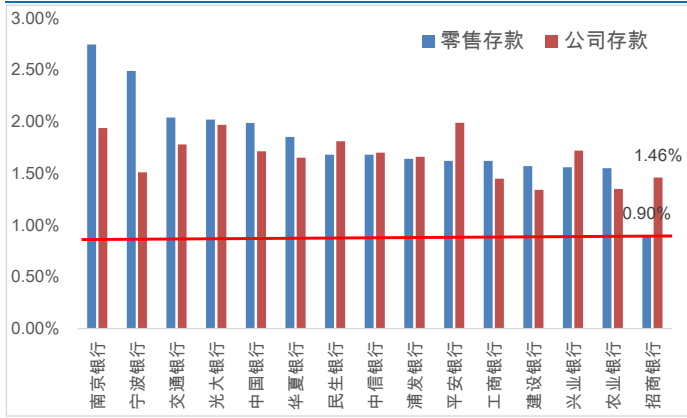
图 34：招行零售存款占比位于第五位（高于交行）



资料来源：Wind、华金证券研究所

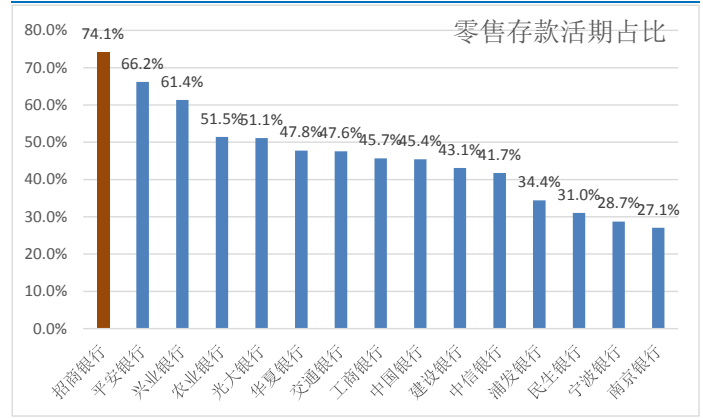
从零售存款负债成本来看，公司 2016 年零售平均成本仅率为 0.9%，远低于行业平均水平，之所以可以达到这样的水平，主要由于其在十多年的转型中奠定的零售基础，其零售存款中活期存款占比高达 74%。考虑存贷利差后，招行录得 5.16%，排名行业第二位。

图 35：招行零售存款负债成本率远低于同业



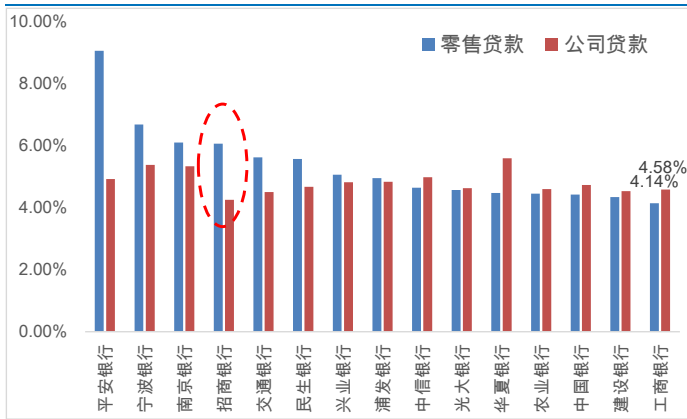
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 36：零售存款中活期占比招行高达 74%



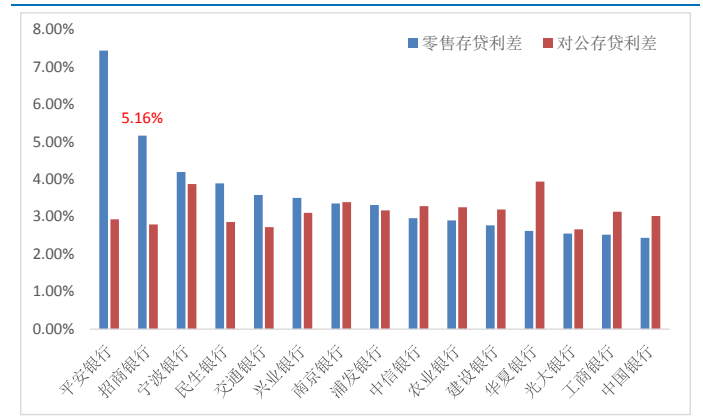
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 37：零售贷款生息率同样位于行业前列



资料来源：Wind、华金证券研究所

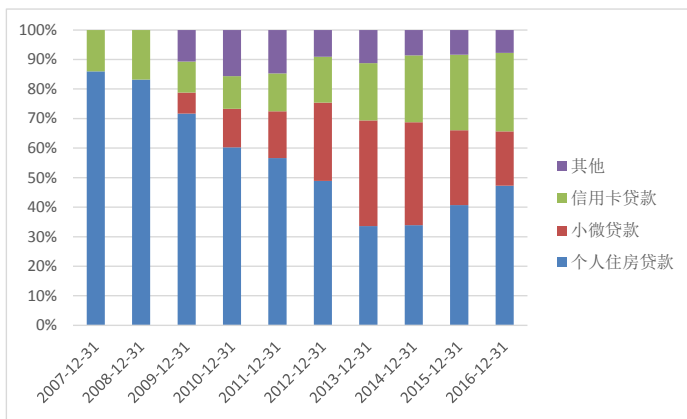
图 38：招行零售存贷利差位于第二位（仅次于平安）



资料来源：Wind、华金证券研究所

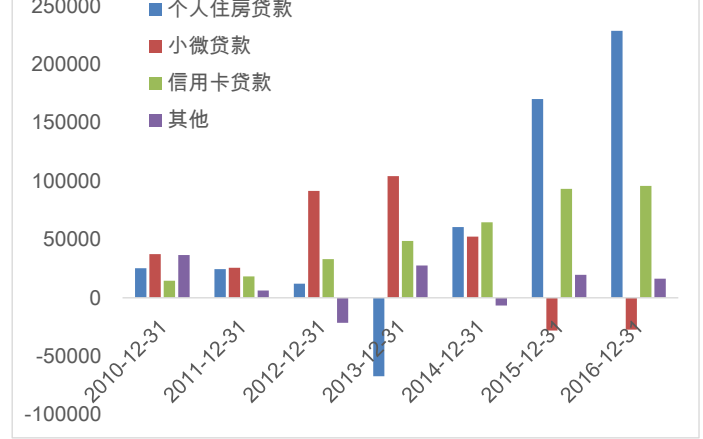
从公司零售贷款的投向来看，经过 2014 年以来的货币政策的宽松，房贷成为各家银行竞逐的对象，招行也并不例外，2016 年末余额高达 50%，当年新增接近 2300 亿元，虽然目前地产面临较为严厉的调控政策，不过总体销售也并未出现大幅下滑，预计 2017 年房贷仍是重要贡献点。信用卡增长总体平稳，值得注意的是其他项，主要包括综合消费贷款、商用房贷款、汽车贷款、住房装修贷款、教育贷款及以货币资产质押的其他个人贷款，此部分预计将是未来公司重点发展的板块。

图 39：招行存量零售贷款发放情况



资料来源：Wind、华金证券研究所

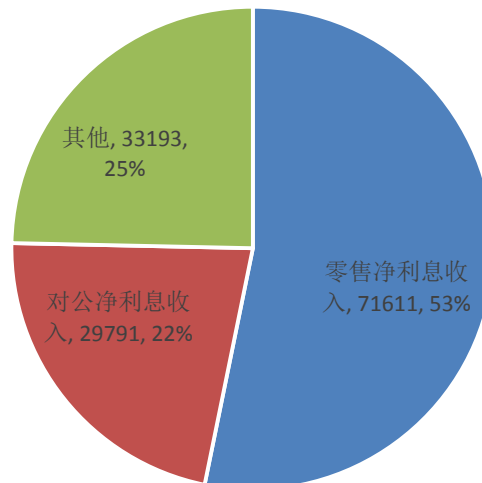
图 40：每年新增零售贷款发放情况



资料来源：Wind、华金证券研究所

我们简单测算，公司 2016 年零售客户存贷款净利息收入约为 716.11 亿元，占公司总净利息收入比高达 53.2%，远好于行业平均水平。

图 41：公司净利息收入比例（零售占比 53%，单位：百万元）



资料来源：Wind、华金证券研究所

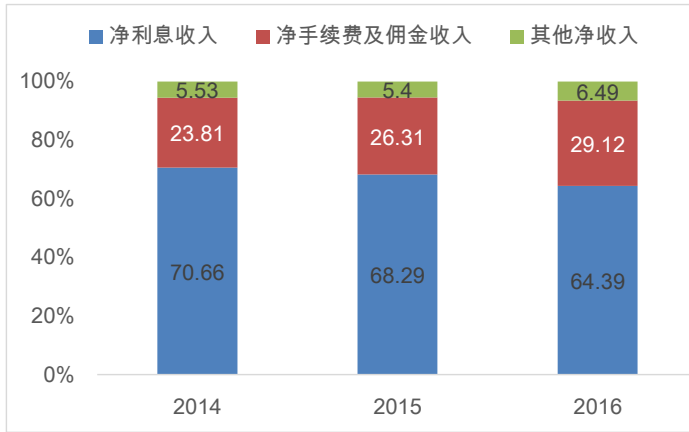
3.2 零售本质- 表内向表外的延伸

零售业务转型的关键环节，还在于表内业务向表外业务的延伸，即所谓轻型运营的本质。

公司非息收入的核心在于其客户的质与量并举，正如上文所述，公司 2016 年末客户数量达到 9106 万人，其中金葵花以上高端客户资产占比超过 80%。

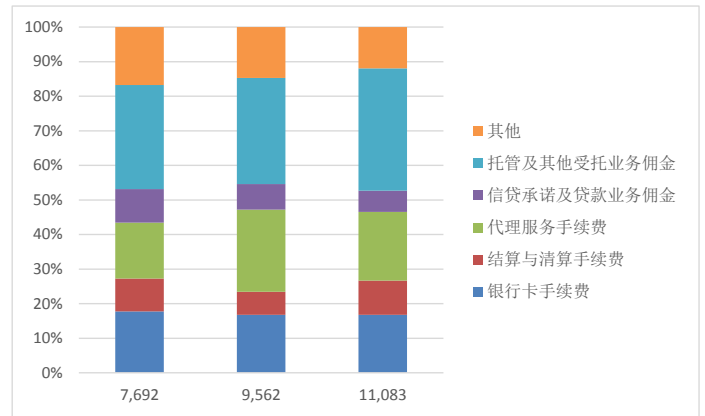
在公司零售的业务布局中，零售贷款仅是其中一环，公司依托于其超过 9000 万的客户，对普通客户开展的信用卡业务服务，中端客户的开展财富管理业务（包括理财、基金、保险代理销售），对高端客户开展私人银行业务，满足客户财务方便的多元化需求。

图 42：非息收入占比高于同业



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 43：零售类非息占比高

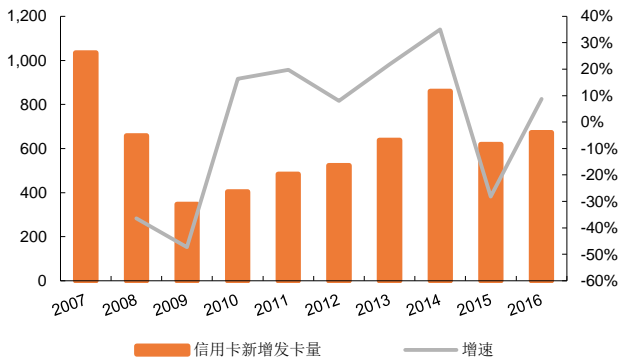


资料来源：Wind、华金证券研究所

这样的延伸已取得不错的效果，从具体业务数据上来看：

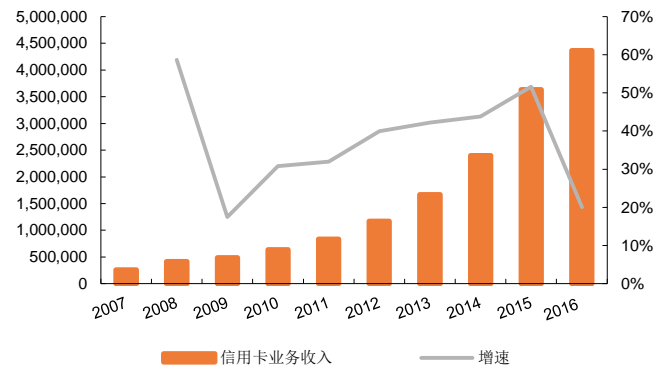
信用卡数量稳步增长：在经历 2015 年数量发行的大幅下降以后，2016 年增速再次恢复 (+9%)，虽然业务收入增速下降但从趋势上来看未来仍然可以依靠以量补价的方式回补收入。

图 44：信用卡新增发卡量及增速 (万；%)



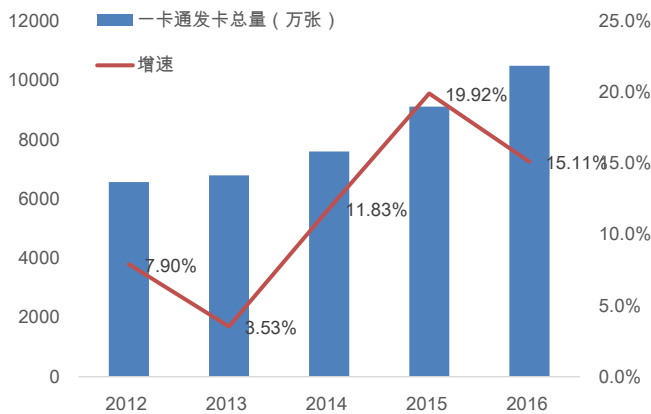
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 45：信用卡业务收入 (万；%)



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 46：一卡通发卡总量突破 1 亿张



资料来源：Wind、华金证券研究所

代理产品规模增速可观：2016年上半年公司理财产品余额达到 20449 亿元，在商业银行中属于前列，财富管理业务表现尤为亮眼，实现个人理财产品销售额 76541 亿元。财富管理业务指的是凭借银行专业的金融市场研究团队，对于宏观环境、市场变化作出独立研究并给出专业建议，帮助投资者更好的选择中长期投资策略。

同时，结合人工智能在财富管理方面的优势，招行推出了银行业首家智能投顾服务——摩羯智投，以公募基金作为基础产品进行全球大类资产配置，为客户提供智能基金组合配置服务，并通过定期交互为客户提供更加优质的售前、售中和售后服务，操作便捷。

图 47：选择投资偏好数据



资料来源：招行 app、华金证券研究所

图 48：后台模型计算



资料来源：招行 APP、华金证券研究所

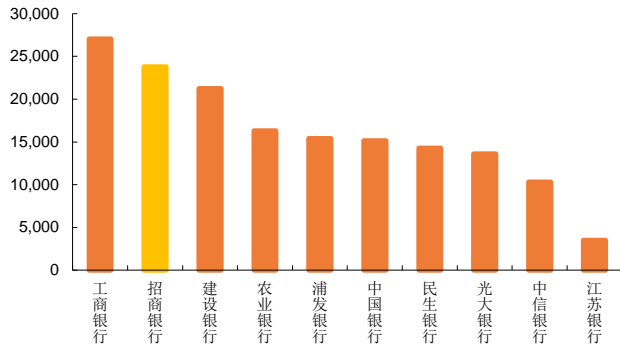
图 49：给出建议配置



资料来源：招行 APP、华金证券研究所

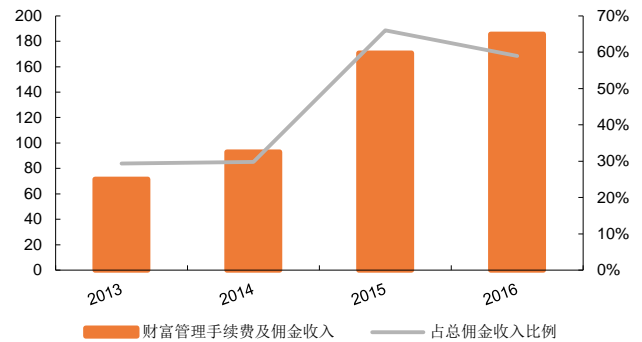
目前公司财富管理业务佣金费用已经占据总佣金的 50%以上，2016 年为 185.5 亿元，占零售手续费及佣金收入达到 58.98%。

图 50：各银行理财产品余额（亿）



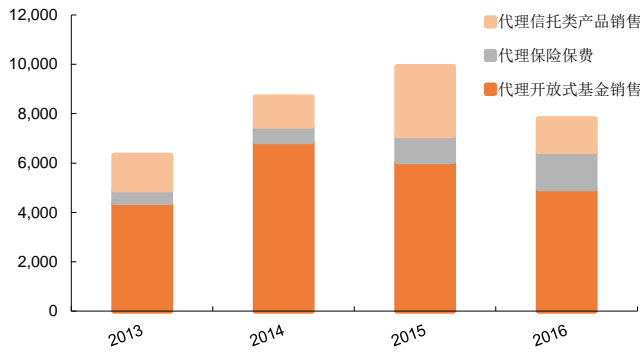
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 51：财富管理手续费佣金及占比（亿；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 52：代理销售产品（亿元；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

零售表外业务的快速增长，得益于公司构建的高效分销网络（物理渠道和电子银行渠道并举）。

物理渠道：银行主要把长江三角洲地区、珠江三角洲地区、环渤海经济区域等经济相对发达的地区作为主要的网络搭建区域。2016 年底，公司在中国境内的 130 多个城市设有 136 家分行及 1,672 家支行，1 家分行级专营机构（信用卡中心），1 家代表处，3,495 家自助银行，11,861 台自助设备（其中取款机 1,723 台、存取款一体机 10,138 台）。

图 53：自助银行数及增速（个；%）

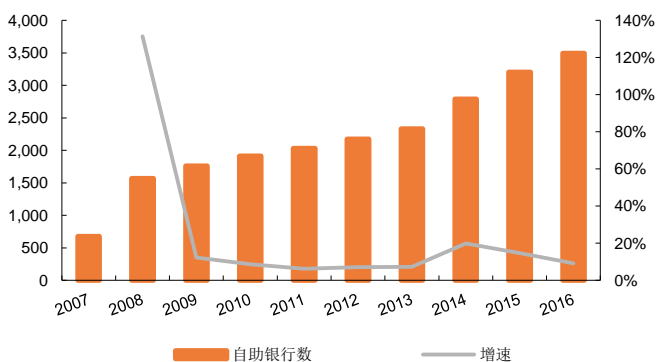


图 54：自助设备数量（台；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

资料来源：Wind、华金证券研究所

电子银行渠道：聚焦“移动优先”战略，实现手机银行 5.0 上线，摩羯智投率先起跑，手机端打通 W+平台、智慧营销系统和个性化推荐系统，以手机为中心的网点 O2O 服务流程初步构建。截至 2016 年，网上企业银行客户总数较上年末增长 32.75%，网上企业银行累计交易笔数和累计交易金额分别同比增长 72.87%和 22.39%；企业手机银行用户达 29.05 万户，全年通过企业手机银行完成的账务查询、支付结算等各类业务操作为 2,469 万笔。全行网点租赁面积压缩 39,356.34 平方米，年租金节约 5,726.42 万元。。

金融科技 (Fintech) 战略是公司在面对互联网金融崛起时新推出的发展规划，主要体现在利用移动互联、云计算、大数据、人工智能、生物识别等技术提高服务能力，实现公司的网络化、数据化、智能化银行的蓝图。

表 4：Fintech 主要产品介绍：

产品	内容	成果	
零售金融	“摩羯智投”产品	完善“掌上生活”客户端，实现客户服务向个性化、智能化的初步转型，生物识别技术使客户交互更自然友善	“掌上生活”客户端总绑定用户数达 3,149 万户，年度活跃用户数 3,021 万，“摩羯智投”户均购买金额为 3.69 万元，人脸识别技术应用用于手机银行、可视柜台、柜面、ATM 4 个渠道，比对总次数达 4,074 万次
	“一网通”支付	全面覆盖衣、食、住、行、娱乐、医疗、教育等生活场景，为客户及商家提供开放、安全、便捷的移动支付产品	
批发金融	“招赢通”	丰富 B2B 线上交易平台产品体系，全流程实现系统化管理，推出快捷交易模式及移动客户端，推动同业场外业务向“线上化、移动互联网化”转型	2016 年累计签约金融机构超 900 家，通过招赢通平台实现同业理财产品销售额 3.77 万亿元。信用风险管理方面，加强风险预警模型研发，开创利用模型进行风险早期预警的新模式，其中客户预警模型可成功预警 60% 以上的对公逾期及不良资产，预警时间比逾期时间平均提前 8 个月。
跨业联盟合作	“云平台”	运营服务体系，以互联网方式开展消费金融业务	累计授信客户 704.48 万户，累计发放贷款 570.77 亿元，贷款余额 181.89 亿元，不良率 0.82%；与招商局集团共同组建的招银前海金融资产交易中心从金融资产交易及财富管理两个方面开展业务，累计总交易量 1,030.75 亿元
	“招招理财”		产品注册人数达 6.64 万人；与滴滴出行的战略合作业务快速发展，截至报告期末，发行联名信用卡 125 万张、联名借记卡 130 万张。

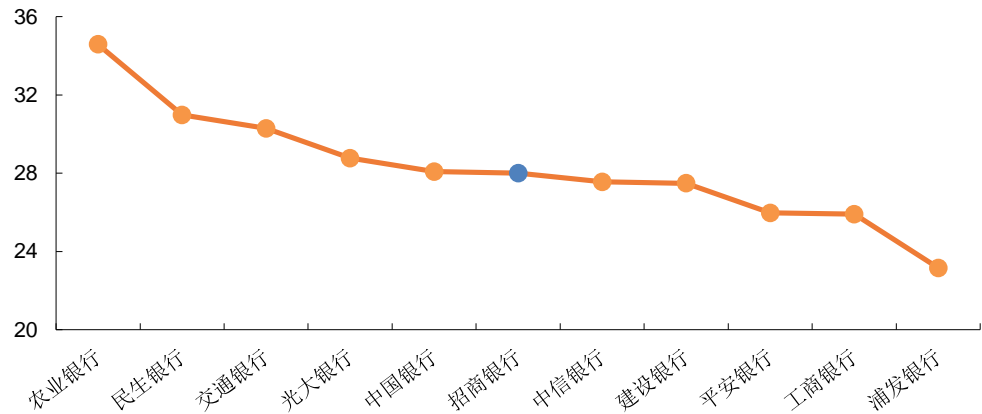
资料来源：公司年报、华金证券研究所

3.3 轻型银行的多重诠释

1、成本的角度

经过二次转型后,公司整体运营效率得到长足的提升,纵向对比成本收入比有了明显的下降,横向来看,招行在商业银行中也处于中等水平,我们预计较高的零售管理经验以及零售业务成本的降低将使招行成本占比持续改善。

图 55 : 2016 年商业银行成本收入比 (%)

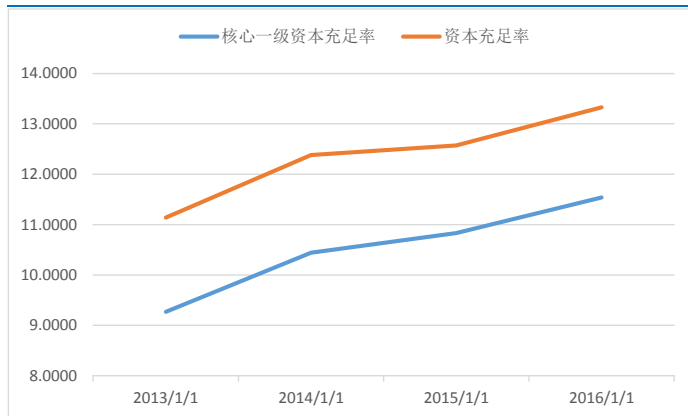


资料来源: Wind、华金证券研究所

2、资本充足率角度

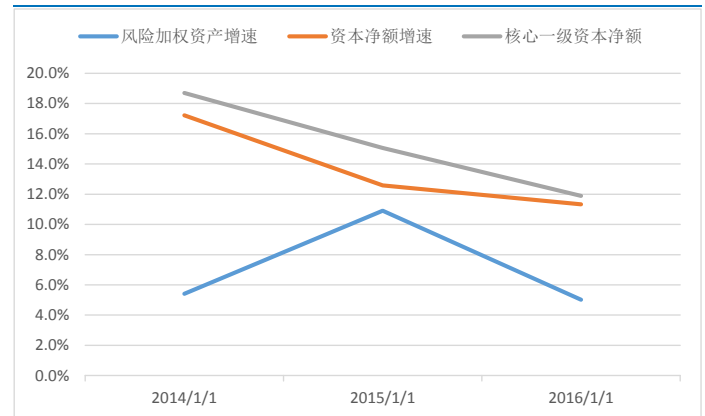
2013 年之后公司并未进行过融资,在其降本增效的转型策略下,其资本内生能力逐步加强,资本充足率(2013 年后新方法,高级法标准),核心一级资本净额增速(反映公司盈利水平对资本的增厚)显著快于风险加权资产的增速(主要反映公司资产扩张的速度),因此其核心一级资本充足率与资本充足率均呈现显著上升的态势。

图 56 : 资本充足率逐年提高



资料来源: 公司年报、华金证券研究所

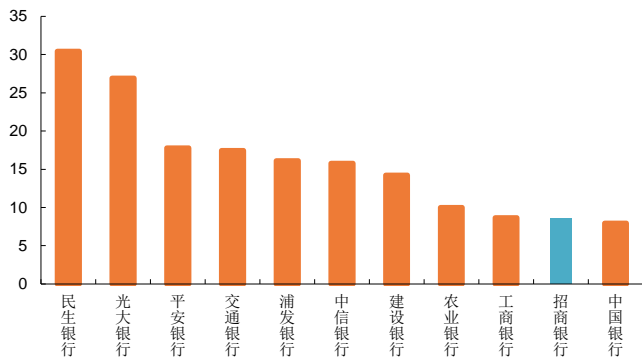
图 57 : 资本净额增速



资料来源: 公司年报、华金证券研究所

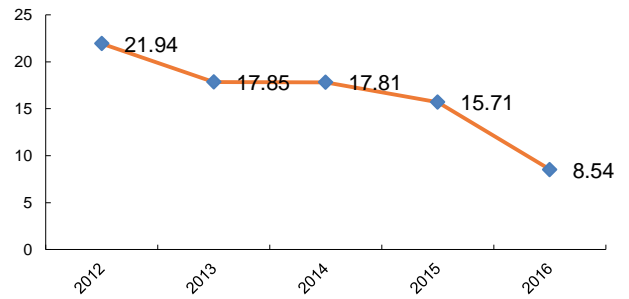
从总资产的增速来看,更为直观,招行 2016 年资产增速属于较低水平,尤其是自 2014 年以后,招行资产增速主动放缓,招行不再单纯依靠规模扩大实现盈利。

图 58：2016 年各银行资产增速（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 59：招行资产增速变化情况（%）



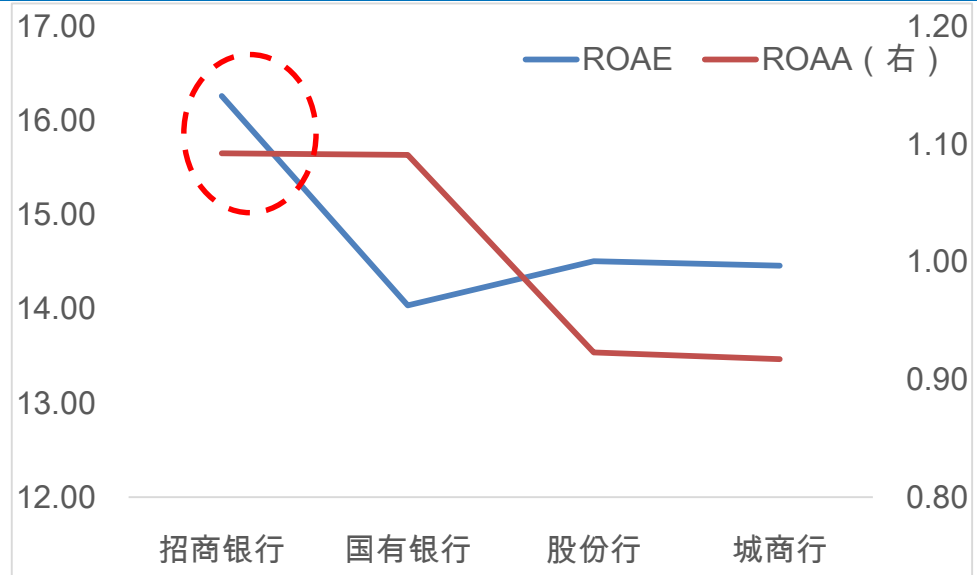
资料来源：Wind、华金证券研究所

3、ROE、ROA 获利角度

事实上，由于银行体系受到较多的资本扩张约束（国内系统性重要银行的要求甚至比巴塞尔协议更为严格），因此采用 ROE 的指标来验证盈利的高低是可行的（估值方面参考 PB）。

尽管公司的 ROA 扩张速度明显放缓，但从其 ROAE 的水平来看，可以说遥遥领先行业平均水平，2016 年 ROAE 高达 16.27%，2017 年一季度更高达 19.42%（当然，一季度为银行集中投放期，数据仅可作为参考）

图 60：2016 年招行 ROAA 与 ROAE 均远高于同业



资料来源：Wind、华金证券研究所 ROAE 根据净资产加权平均，ROAA 根据总资产加权平均

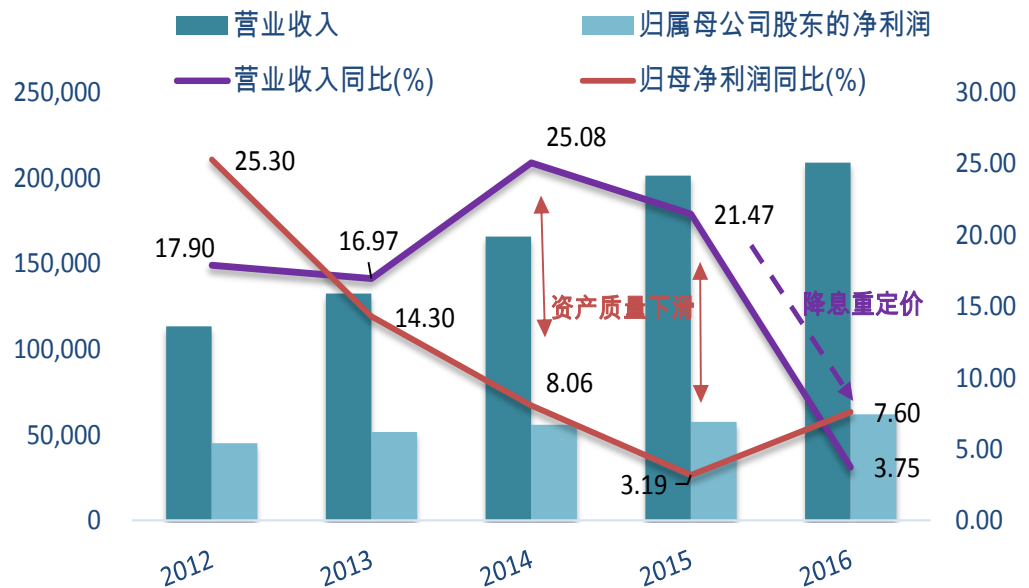
四、资产质量企稳—消除后顾之忧

自 2012 年以来，宏观经济增长面临调结构、增速换挡压力，银行业自身业务也受到多次降息的影响，尽管招商银行零售业务收入及利润贡献已然很高，但其对公端的贷款仍不免收到影响，信用成本的提升对利润表的拖累较为显著。

4.1 各项不良指标纷纷改善

从公司 2012 年以来的利润表来看，资产质量端的下滑在 2014-2015 年体现的尤为显著，此两年营收增速远高于净利润增速，且公司 2015 年归母净利润增速曾一度低至 3.19%（同期营收增速 21.5%，主要由于当期信用成本的大幅提升）。

图 61：公司营收、净利润及其增速（百万元；%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

2016 年，情况发生了一些微妙的变化，招行收入端增速从 21.5% 骤降至 3.75%（这主要反映为降息之后的资产重定价行为），但与此同时，全年净利润却同比增长 7.6% 至 621 亿元，利润增速反而反超营收。究其原因，在于公司 2016 年信用成本出现了拐头迹象，我们将其解释为，经过过去两年快速的不良暴露，公司资产质量的问题已基本得到释放，事实上我们看到公司 2016 年拨备覆盖率也出现了回升，2017 年一季度不良也同样掉头向下。

图 62：不良与拨备覆盖率

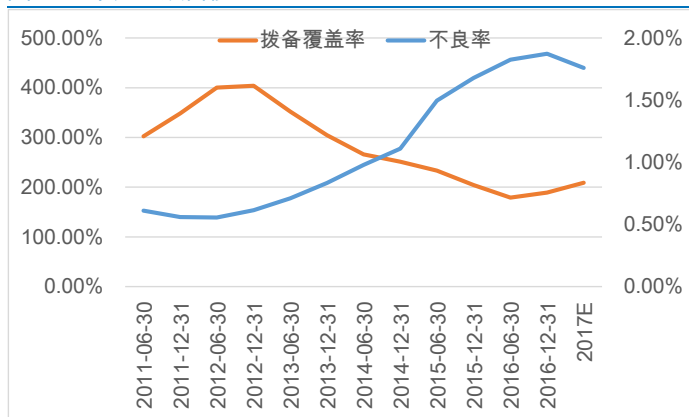
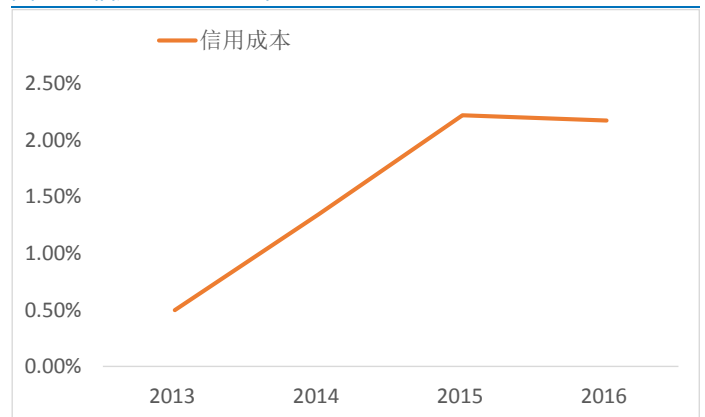


图 63：信用成本 2016 年回落

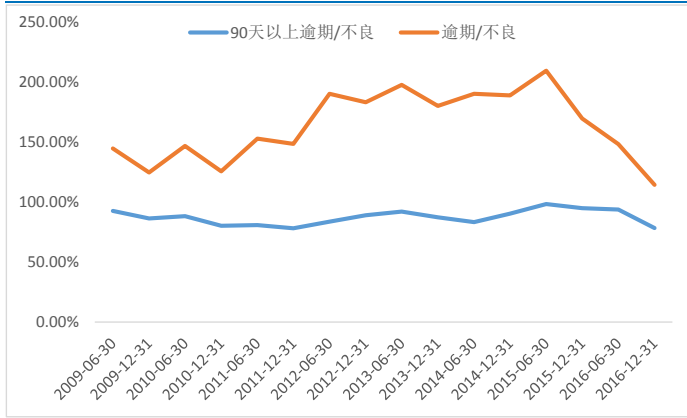


资料来源：Wind、华金证券研究所 2017 数据为一季度数据

资料来源：Wind、华金证券研究所信用成本=当期拨备计提/平均贷款余额

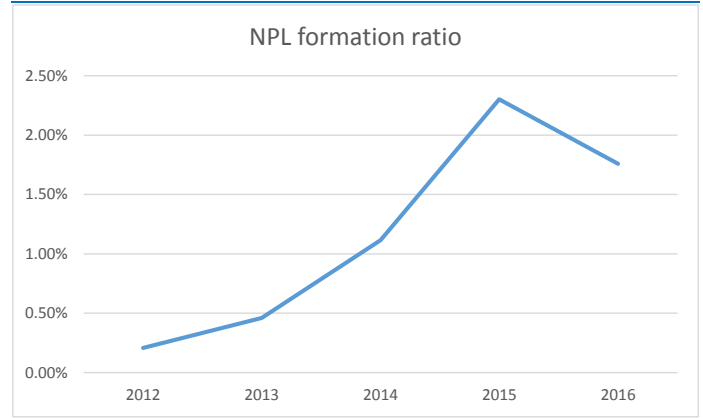
从贷款逾期的指标来看（一般较五级分类会更客观），可以显著看出 2015 年开始公司的逾期确认率便开始大幅提升，不良处置的决心相当坚决。加回核销后的不良生成率在 2016 年也出现明显降幅。

图 64：逾期/不良显著下降



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 65：不良形成率



资料来源：Wind、华金证券研究所

4.2 改善外因—宏观基本面阶段性好转

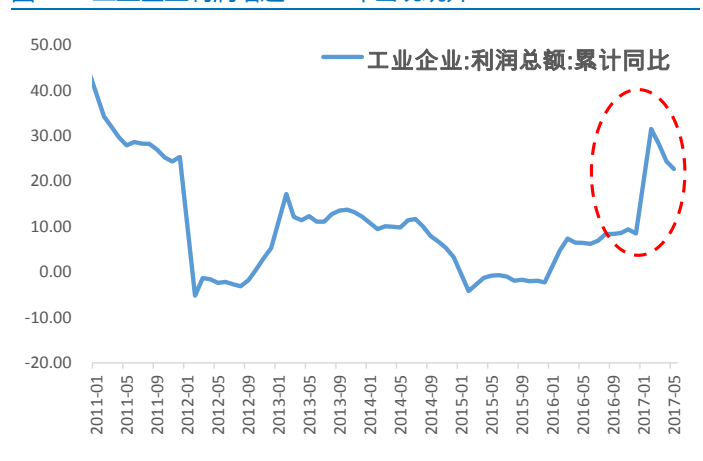
企业资产质量的企稳主要来自于宏观经济基本面的改善，这样的好转从多个方面均可体现：从宏观层面数据，我们看到 2017 年 Q1 GDP 录得 6.9%，环比再次回升 0.1 个百分点，超出市场预期，经济增速呈现阶段性企稳迹象；工业企业利润增速进入 2017 年出现跳升，即便 5 月份单月增速有所回落，1-5 月增速仍然高达 22.7%，远好于 2016 年均值；作为经济先行指标的 PMI 也呈现出连续回升的迹象。

图 66：经济增长逐季回升



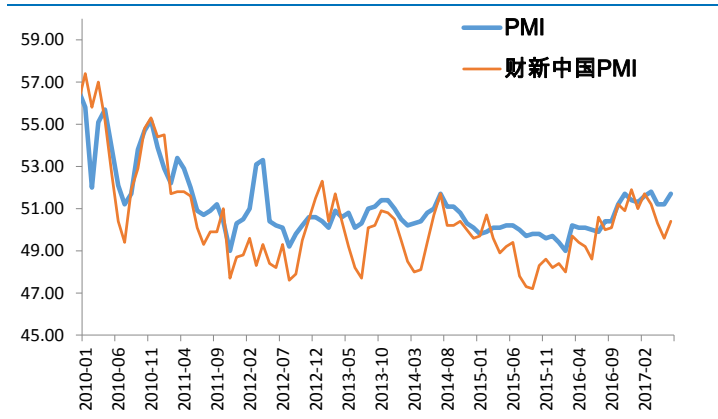
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 67：工业企业利润增速 2017 年出现跳升



资料来源：Wind、华金证券研究所

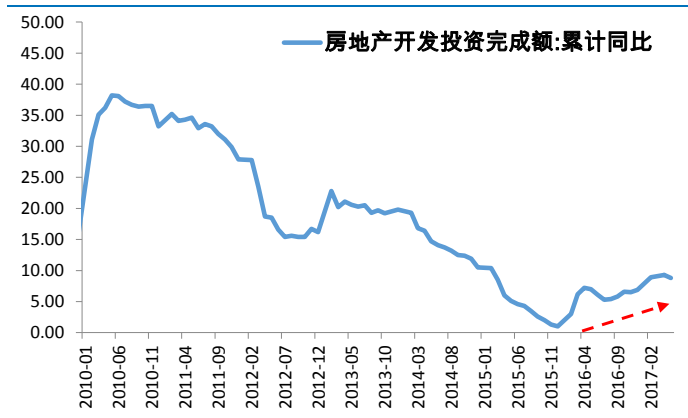
图 68：PMI 连续回升



资料来源：Wind、华金证券研究所

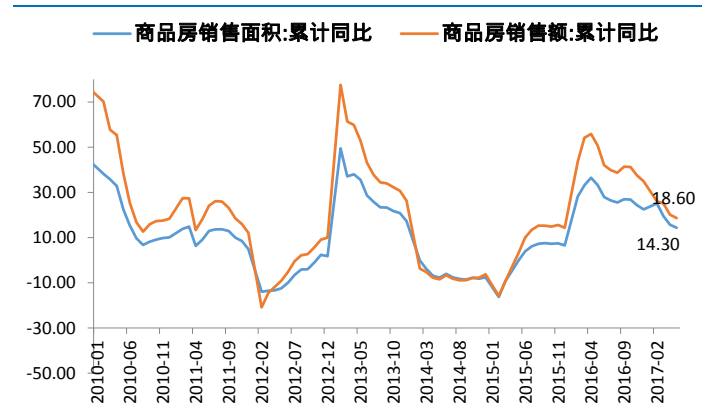
即使从目前限购政策风声鹤唳的房地产来看，2017 年数据也并未出现市场担忧的大幅下滑，1-5 月销售面积同比仍正增长 14.3%，这主要来自于三四线城市的销售接力；与此同时，前 5 月地产投资惯性上扬，累计同比增长 8.8%，较 2016 年提升 1.9 个百分点，这与我们的判断一致，前期的销售好转使得地产企业的资产负债表相对健康，2016 年新开工的增长也会顺延至 2017 年投资端，因此我们判断 2017 年房地产投资也不至于出现大幅失速的情况。

图 69：房地产投资 1-5 月 8.8%



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 70：三四线城市销售得以接续



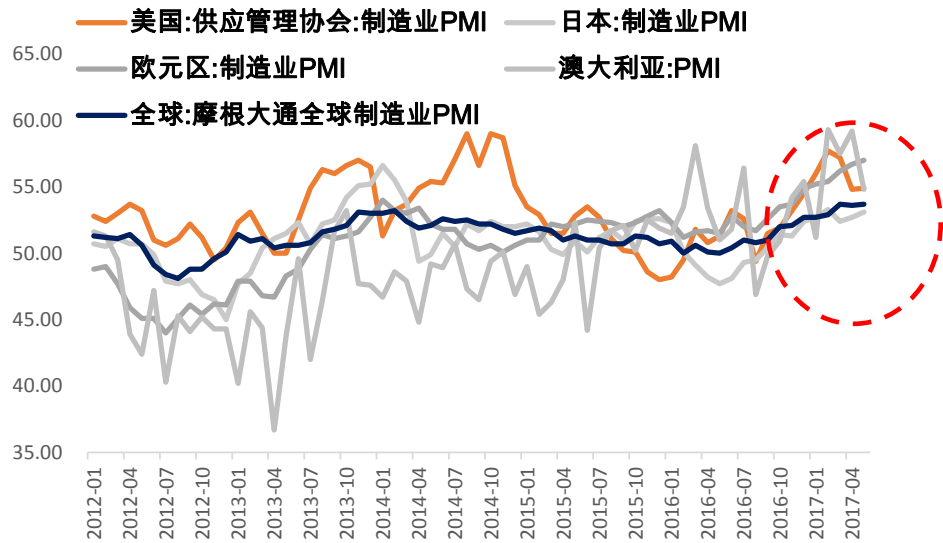
资料来源：Wind、华金证券研究所

除此之外，我们还观察到一些微观迹象，如电厂日均耗煤、重卡销售数据等也出现了显著改善的迹象（不赘述），这对企业盈利复苏无疑是正面利好（从部分中上游企业已公布的 2016 年年报数据已有反映），这将显著降低未来银行资产质量压力，进而反馈至银行利润表。

此外我们注意到，本轮的供给侧改革与初衷不同在于，中小型产能遭到淘汰，传统企业龙头呈现出大者恒强的态势，我们知道，银行的主要贷款客户集中在大型企业，这对银行的资产质量相对也是正面的，从我们观察到的数据也可以明显体现这一现象（例如规模以上工业企业利润跳升、财新 PMI 与中采 PMI 的背离等）。

另外值得注意的是，全球经济内生增长的动力正在逐步恢复，本轮经济复苏根源上并非完全依赖供给侧改革政策的推动，在本轮补库存周期后我们对需求的回暖仍有期待，并且微观层面的消费升级的确也正在发生（白酒、家电、汽车、家具等）。

图 71：全球经济底部复苏



资料来源：Wind、华金证券研究所

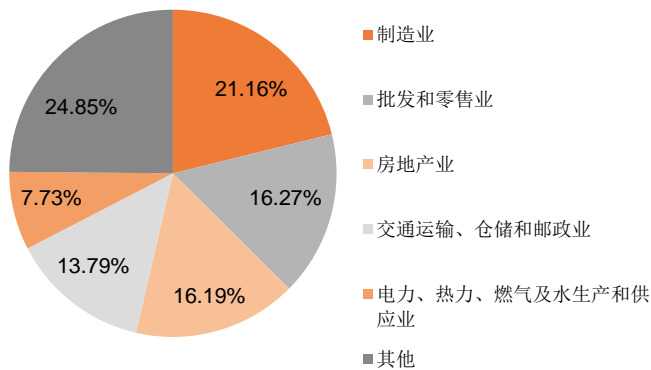
对于银行端资产质量而言，或许 GDP 企稳、企业盈利对于资产质量改善存在一定的滞后性，不过年初以来，政府针对金融业的不良资产处置还提出了多项指导意见，其中最为重要的就是债转股，包括批准将不良地产的处置权下放至地方企业，允许设立地方 AMC 等等，截止目前全国共有超过三十家的地方 AMC 宣告成立，这对银行不良资产的压力也将起到极大的缓冲作用。

4.3 改善内因-压缩过剩行业、零售贷款占比高

从公司对公贷款的行业分类来看，制造业、批发零售业和房地产行业的贷款余额较大，分别占比 21%、16%和 16%，而不良贷款主要集中在制造业、批发零售业以及采矿业等顺周期行业，公司也在 2016 缩减了对于这些行业的贷款份额，制造业和批发零售业余额增速分别下降了 10%、9%，其中采矿业贷款余额只占总额的 3%，但是不良贷款占据全部贷款的 18%。

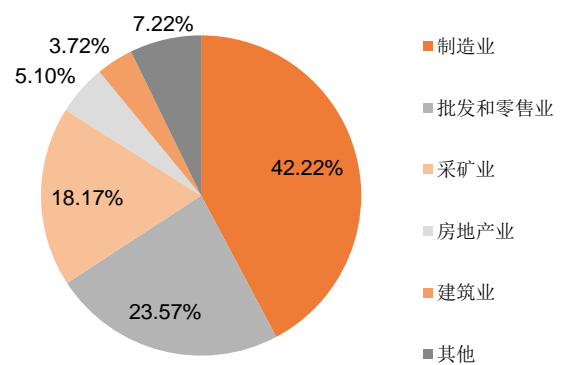
公司也在 2016 年大幅减少对于传统过剩行业的贷款投放，同时增加新兴战略客户的资源倾斜，据公司 2016 年报，全年传统的制造业、批发零售业贷款余额分别较上年末下降 9.68%和 8.24%，新兴的信息传输、软件和信息技术服务业贷款余额较上年末增长 167.42%，文化、体育和娱乐业贷款余额较上年末增长 61.88%。

图 72 : 2016 年贷款结构



资料来源：Wind、华金证券研究所

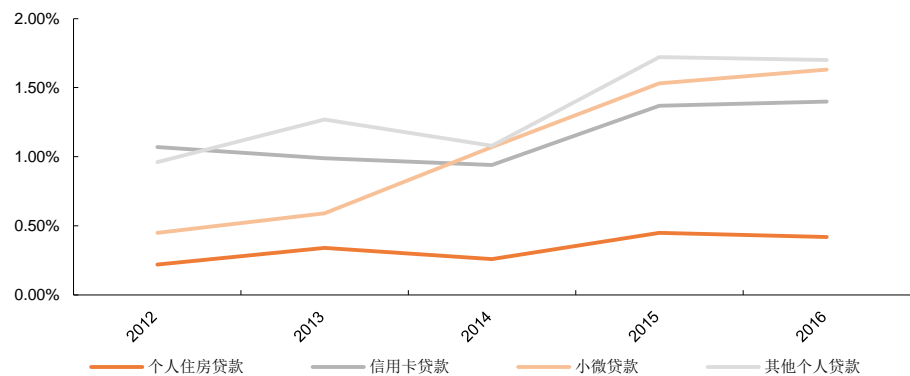
图 73 : 2016 年不良贷款结构



资料来源：Wind、华金证券研究所

此外,零售贷款方面,如前文所述,目前公司个人住房贷款余额占比较高,但其不良率极低,小微、信用卡也呈现企稳改善迹象;2016 年公司零售总体不良率维持在 1.5%的水平,显著低于整体不良水平。

图 74 : 个人贷款不良情况 (%)



资料来源：Wind、华金证券研究所

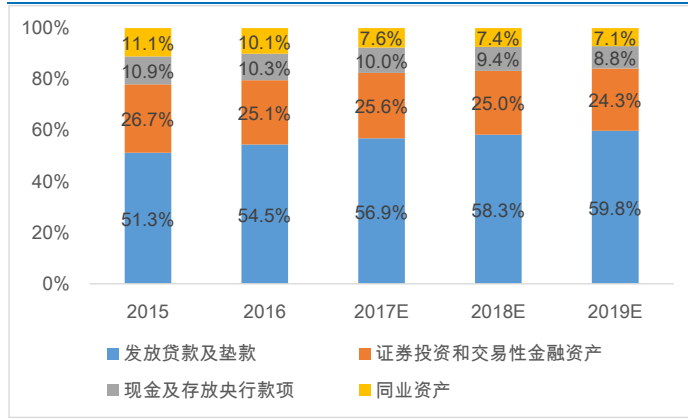
五、盈利预测与投资建议

基于上文对宏观形式的研判以及对公司业务结构的阐释我们给出如下假设：

1、2017/2018 年公司生息资产增速分别为 5.92%、8.48% ,略慢于贷款总额的增速 10.69%、11.20% ,一方面反映为 MPA 监管考核之后表外向表内需求的转换,另一方面反映为同业资产、投资资产的扩张速度略有放缓。

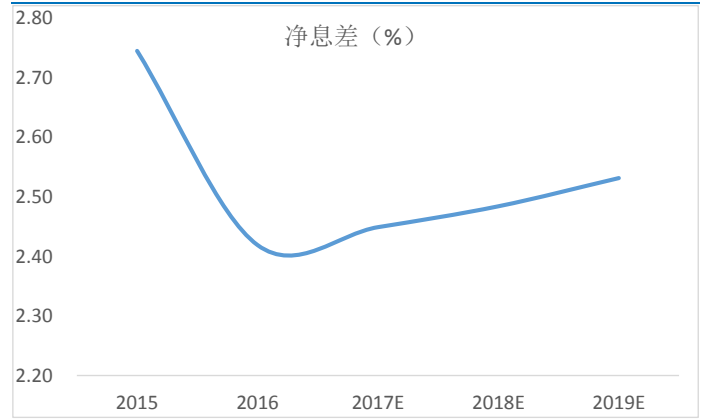
2、息差方面，2016 年央行已并未再次降息，资产重定价的压力已基本释放，另一方面公司同业存单负债压力并不大，并且同样开始压缩规模，我们认为资产端收益率有望从同业市场->债券市场->实体经济传导，对公司息差形成正面利好，我们测算公司 2017/2018 息差水平分别为 2.45%、2.48%，总体呈现小幅回升的态势；并且由于其零售负债成本的优势，预计息差水平仍将领先于同业。

图 75：公司生息资产结构



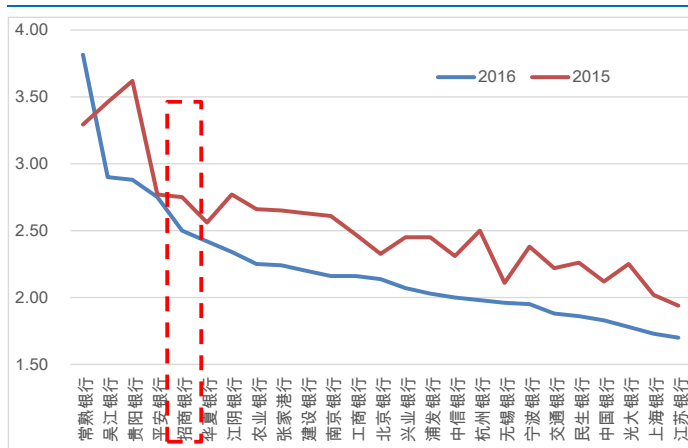
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 76：净息差水平预计触底回升



资料来源：Wind、华金证券研究所测算口径

图 77：息差水平领先同业



资料来源：Wind、华金证券研究所公司公告口径

3、非息收入：我们判断随着零售业务由表内向表外的延伸，其收入占比有望进一步提升，其总体收入增速也将快于利息收入，预计 2017/2018 年非息收入增速分别为 9.32%、10.13%。

4、信用成本、成本收入比：预计 2017/2018 年公司信用成本分别为 2.12%、2.03%，随着坏账风险的释放，公司拨备计提的压力也随之减轻；成本收入比维持稳定。

4、基于我们的预测，我们认为未来三年招商银行 ROAE 可以维持在 15%以上，并且考虑到资产质量风险渐渐趋于淡化后，公司的业绩有望保持稳定的增长，预计 2017/2018/2019 年 ROE 水平分别为 15.68%、15.74%、15.92%，净利润增速分别为 12.01%、11.63%、13.11%，我们认为其合理估值应在 1.5XPB2017 左右，对应 6 个月目标价 27.72 元/股。

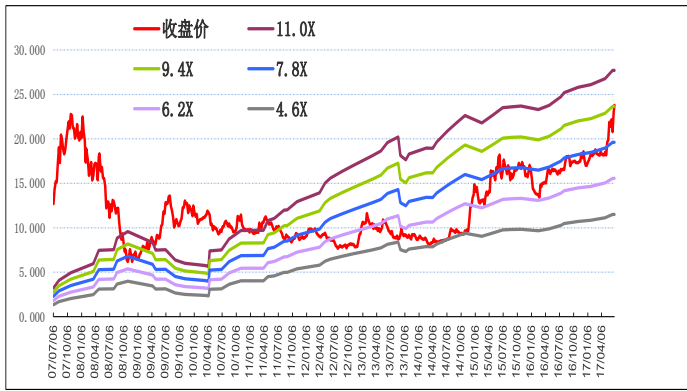
表 5：盈利预测

项目/年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	165863	201471	209025	227176	248217	275008

项目/年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
YoY%	25.08%	21.47%	3.75%	8.68%	9.26%	10.79%
归属净利润 (百万元)	55911	57696	62081	69536.4	77622.5	87801.1
YoY%	8.06%	3.19%	7.60%	12.01%	11.63%	13.11%
EPS (未考虑优先股) (元)	2.22	2.30	2.47	2.77	3.09	3.49
BVPS (元)	13.14	15.03	16.68	18.48	20.64	23.09
ROAE	18.19%	16.24%	15.52%	15.68%	15.74%	15.92%

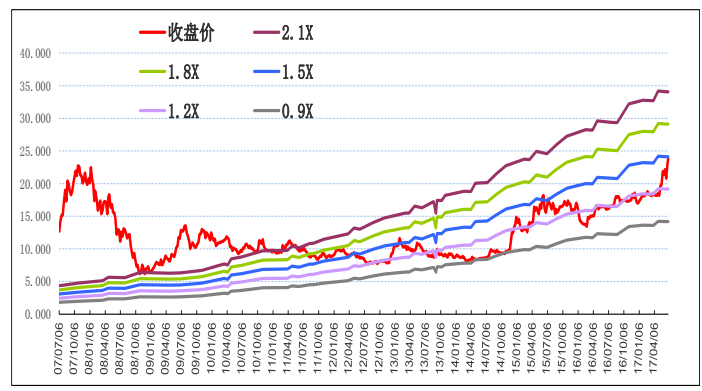
资料来源: Wind、华金证券研究所

图 78 : 招行 PE-Bands (TTM)



资料来源: Wind、华金证券研究所截至 6 月 30 日

图 79 : 招行 PB-Bands (TTM)



资料来源: Wind、华金证券研究所截至 6 月 30 日

六、风险提示

1、宏观经济增速大幅下滑

尽管从 2016 年下半年开始，国内宏观经济呈现出阶段性企稳甚至改善，但仍较多以来货币化刺激政策，国内下游需求暂未呈现显著好转迹象，宏观经济未来仍面临较大增长压力。

2、监管进一步趋严

目前针对 MPA 考核、同业存单等监管，公司基本符合监管要求，但不排除未来监管政策进一步严格的可能。

3、不良贷款集中爆发

公司不良短期内呈现企稳迹象，但后续仍然存在部分区域不良贷款集中爆发的可能。

财务预测：

资产负债表					盈利指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行	597,529	609,480	621,669	634,103	生息资产收益率 (年化)	3.87%	3.91%	4.00%	4.08%
同业资产	581,963	465,570	488,849	513,291	计息负债成本率 (年化)	1.62%	1.65%	1.70%	1.75%
发放贷款和垫款	3,151,649	3,482,554	3,872,637	4,323,684	年化净息差	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
证券投资类资产	1,450,922	1,566,996	1,661,016	1,760,676	年化净利差	2.67%	2.67%	2.67%	2.67%
生息资产合计	5,782,063	6,124,599	6,644,170	7,231,755	成本收入比	28.01%	27.50%	27.50%	27.50%
同业及其他金融机构存 放	555,607	500,046	425,039	361,283	平均年化 ROA%	1.04%	1.10%	1.13%	1.18%
拆入资金	248,876	298,651	358,381	412,139	平均年化 ROE%	15.52%	15.68%	15.74%	15.92%
交易性金融负债	23,576	31,381	40,366	50,458	资产质量与资本				
卖出回购	11,152	281,889	439,885	615,839	资本充足率	13.33%	14.85%	15.40%	15.33%
客户存款	3,802,049	3,992,151	4,191,759	4,401,347	核心资本充足率	11.54%	12.33%	12.98%	13.54%
付息负债合计	5,068,132	5,472,808	5,911,189	6,365,187	拨备余额(百万 元)	112441	146173	190025	247033
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	不良贷款率	1.87%	1.90%	1.85%	2.02%
利润表					关注类占比	2.09%	1.79%	1.77%	1.64%
利息收入	215,481	232,775	255,375	283,069	拨备/贷款余额 (%)	3.57%	4.20%	4.91%	5.71%
利息支出	80,886	86,963	96,764	107,418	存贷结构				
净利息收入	134,595	145,812	158,611	175,651	活存/总存款	62.94%	67.51%	75.14%	82.83%
手续费和佣金净收入	60,865	65,764	71,666	78,727	定存/总存款	37.06%	34.05%	29.80%	26.22%
营业净收入	209,025	227,176	248,217	275,008	公司贷/总贷款	48.03%	44.53%	40.69%	37.17%
营业税金及附加	6,362	4,544	4,964	5,500	个贷/总贷款	47.23%	51.51%	56.69%	61.96%
业务及管理费	58,538	62,473	68,260	75,627	贴现/总贷款	4.74%	5.50%	6.82%	8.86%
资产减值损失	66,159	70,323	74,655	80,324	平均贷存比	85.79%	88.01%	92.38%	97.29%
营业支出	131,307	137,340	147,879	161,451	收入结构				
营业利润	77,718	89,837	100,338	113,557	净利息收入占比	64.39%	64.18%	63.90%	63.87%
税前利润	78,963	90,697	101,198	114,417	手续费收入占比	29.12%	28.95%	28.87%	28.63%
所得税	16,583	20,860	23,276	26,316	其他非息收入	6.49%	6.87%	7.23%	7.50%
归属母公司股东净利润	62,081	69,536	77,622	87,801					
每股收益(元)	2.47	2.77	3.09	3.49					

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn