

招商银行 (600036)

战略先行筑建零售护城河；审时度势经营稳健

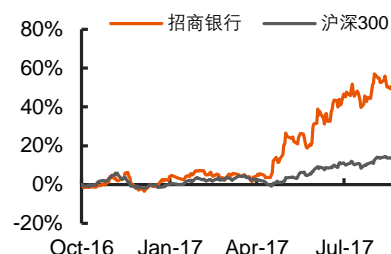
强烈推荐 (维持)

现价: 26.50 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/18.00%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	20,629
流通 B/H 股(百万股)	4,591
总市值(亿元)	6,647.04
流通 A 股市值(亿元)	5,466.67
每股净资产(元)	16.63
资产负债率(%)	93.20

行情走势图



证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号
S1060513080002
010-56800136
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

研究助理

王思敏 一般从业资格编号
S1060115120019
WANGSIMIN134@PINGAN.COM.CN

林颖颖 一般从业资格编号
S1060117080018
LINYINGYING728@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

- **零售布局领先，积累客户基础：**招行早在 2004 年提出零售战略，并且坚定地执行战略，是目前唯一一家明确零售战略主体地位的银行。多年零售领域的精耕细作，为公司积累了零售客户基础。公司的客户基础不仅存在规模优势，客户质量表现优，客户结构中私行客户占比高，客户潜在价值空间大。
- **建立零售护城河，零售业务贡献增大：**招行创新能力行业领先，有利于抢占零售市场份额。在此基础上，公司为客户配置专业投顾团队，提供更专业的服务，增加客户粘性，打造零售护城河，积累的优势短时间内难被赶超。公司的零售板块对公司业绩重要性凸显，2017 年上半年，零售业务占公司营收半壁江山。在零售战略基础上，公司进一步提出聚焦“移动优先”战略，将传统的产品和服务与移动金融结合，挖掘潜在的客户价值并且拓宽获客渠道。
- **调整资产负债结构：**招行较早进行资产结构调整，主动放缓同业非标增速，资源配置向贷款倾斜。负债端，公司零售优势带来更稳定、更低成本的负债。公司资产质量呈改善趋势，不良生成率处行业较低水平；拨备覆盖率和拨贷比均处于行业较高水平，反映了公司较强的信用风险抵御能力。
- **ROE 水平较高，估值溢价处合理区间：**招行 ROE 水平处于行业较高水平，与同业相比较，公司的资本金补充压力较小。目前招行估值水平较行业的溢价空间约为 36% (根据 Wind 一致预期)，对比同有零售标签的富国银行，招行目前的估值溢价处合理区间。
- **投资建议：**招商银行自 16 年以来淡化规模增速概念，资产结构优化显著。公司业务结构稳健，零售战略带来的优势凸显，资产质量的改善幅度明显高于同业平均水平，公司的 ROE 处于行业较高水平，未来的业绩能够继续维持稳健增长。考虑到招行息差的改善以及不良压力的进一步降低，我们上调公司 17/18 年净利增速至 13.6%/16.0% (原为 12.5%/11.8%)，目前股价对应 17/18 年 PB 为 1.5x/1.4x，PE 为 9.5x/8.2x，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**资产质量下滑超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	201,471	209,025	234,645	272,863	322,690
YoY(%)	21.47	3.75	12.26	16.29	18.26
净利润(百万元)	57,696	62,081	70,543	81,817	97,106
YoY(%)	3.19	7.60	13.63	15.98	18.69
ROE(%)	17.09	16.27	16.66	17.44	18.58
EPS(摊薄/元)	2.29	2.46	2.80	3.24	3.85
P/E(倍)	11.58	10.77	9.47	8.17	6.90
P/B(倍)	1.85	1.66	1.50	1.35	1.20

正文目录

一、先发优势奠定客户基础，增客户粘性筑零售护城河	5
1.1 前瞻性战略定位于零售，创新与服务并重增客户粘性	5
1.2 零售客户网均规模和结构较同业表现优	10
1.3 零售业务贡献凸显，存贷利差优势领先	12
二、审时度势稳健经营，严监管零售优势凸显	15
2.1 资产结构调整早，严监管下整体经营稳健	15
2.2 ROE 水平高，资本金补充压力小	17
2.3 资产质量改善，拨备水平持续修复	18
三、投资建议	19
3.1 招行估值溢价合理性分析	19
3.2 投资建议	21

图表目录

图表 1	招行的零售转型.....	5
图表 2	上市银行转型战略比较分析	6
图表 3	上市银行网点数量图 (2017H)	7
图表 4	招行累计信用卡量次于工行和建行.....	7
图表 5	各家银行信用卡交易量.....	7
图表 6	招行信用卡 APP 下载量同业最高	8
图表 7	招行信用卡 APP 掌上生活不断完善.....	8
图表 8	招商银行 FinTech 战略	9
图表 9	招行“1+N”团队配置	10
图表 10	招行存款额次于大行	10
图表 11	招行的网均存款规模超过大行.....	10
图表 12	招行零售客户规模股份行第一	11
图表 13	招行网均零售客户较高.....	11
图表 14	招行私人银行的人均 AUM 稳健增长	11
图表 15	招行私行客户资产管理规模排第一位	11
图表 16	招行零售客户结构	12
图表 17	招行私人客户占比高	12
图表 18	招行零售业务对营收的贡献增长	12
图表 19	招行零售业务占营收比重处行业上游.....	12
图表 20	招行零售业务对税前净利润的贡献超 50%.....	13
图表 21	招行零售业务对税前净利润贡献较同业高.....	13
图表 22	招行的零售贷款收益率较高	13
图表 23	招行的零售存款成本率低	13
图表 24	招行住房抵押贷款占比低于 50%	14
图表 25	招行 2017 年 2 季度零售活期占比达 76%.....	14
图表 26	招行托管规模增速有所放缓	14
图表 27	招行理财规模增速放缓.....	14
图表 28	招行手续费及佣金收入同比负增	14
图表 29	招行非息收入占比达 35.6%	14
图表 30	公司淡化规模增速概念.....	15
图表 31	公司对公贷款增速放缓.....	15
图表 32	公司主动压降非标规模.....	15
图表 33	公司非标资产占生息资产比重低	15
图表 34	招行存款占比有所回升.....	16
图表 35	招行存款占比属行业较高水平.....	16
图表 36	招行的息差呈企稳趋势.....	16

图表 37	招行息差处行业上游水平	16
图表 38	上市银行（16 家）零售及企业存款同比增速变化	17
图表 39	部分中小银行资本充足率存达标压力，上市银行资本金补充计划	17
图表 40	招行 ROE 处于上市行较高水平	18
图表 41	招行不良率降低	18
图表 42	招行的不良率处于上市银行较高水平	18
图表 43	招行不良生成速度有所放缓	19
图表 44	招行的不良生成率处行业较低水平	19
图表 45	招行的拨备覆盖水平充裕	19
图表 46	招行拨备处上市 16 家银行较高水平	19
图表 47	招行估值溢价接近历史最高水平	20
图表 48	招行当前估值处股份行较高水平	20
图表 49	富国估值水平高于标普 500 银行指数	21
图表 50	富国银行估值溢价区间	21
图表 51	招行盈利预测	22

一、 先发优势奠定客户基础， 增客户粘性筑零售护城河

1.1 前瞻性战略定位于零售， 创新与服务并重增客户粘性

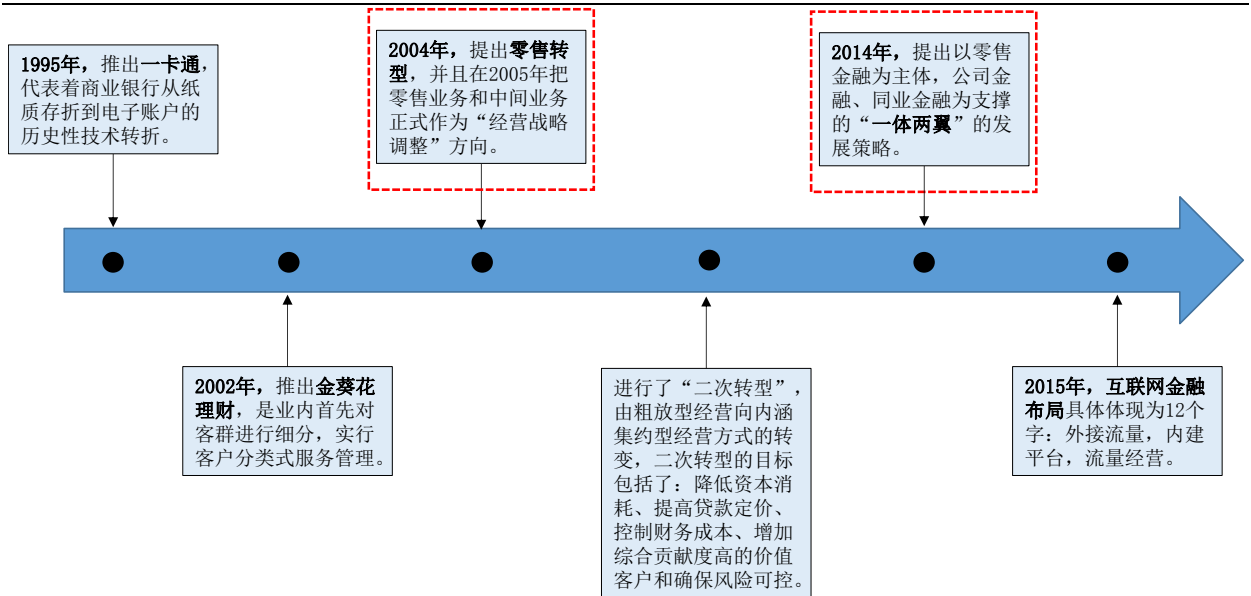
招行素有“零售之王”的称号，并且多次在零售领域的评选中斩获佳绩，公司零售银行领头羊的地位稳固。招行在零售领域形成的优势，我们认为可以从以下三个原因去解释：（1）战略先行。公司是业内最早提出将零售作为战略重点的银行，具备前瞻性眼光，并且是战略执行最坚定的银行；（2）产品和业务不断丰富与持续创新。公司针对战略目标，坚持因客户而变理念，不断进行产品业务创新，创新能力属行业前列；（3）提高客户体验。公司凭借专业的客户服务、快速的响应速度、专业的服务团队，增强客户粘性，树立业内良好口碑。

■ 最早布局零售， 战略执行坚定

商业银行的惯有经营模式，是通过批发贷款获得存贷利差从而赢取利润，然而马蔚华行长在 2004 年提出：不抓对公业务，现在没饭吃；不抓零售业务，将来没饭吃。招行坚实的零售基础，与其对零售业务前瞻性的判断和领先布局紧密相关。

招行的零售发展伴随着两次重要的转型，分别在 2004 年和 2014 年。2004 年，招行明确将零售银行业务视为战略重点，开始大力发展零售业务，并且在 2005 年把零售业务和中间业务正式作为“经营战略调整”的方向，提出了“加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务”。在 2009 年，在央行数次降息影响下，公司净利润同比负增，对此提出了二次转型，目标在于降低资本消耗，降低成本和提高资本的回报率。在 2013 年，田惠宇行长上任，并且在 2014 年提出了以零售金融为主体，公司金融、同业金融为支撑的“一体两翼”的发展策略，公司战略定位重回零售主跑道。

图表1 招行的零售转型



资料来源：公司年报、平安证券研究所

我们分析 16 家上市银行的战略定位，目前明确将零售转型提升至战略层面的银行包括了：工商银行、招商银行、中信银行、兴业银行、浦发银行、光大银行和平安银行。从战略制定的时间上来看，招行是最早提出战略转型的银行（04 年已提出）；从零售的战略地位来看，招行是唯一一家将零售作为战略主体的银行，也表明了公司管理层执行零售战略的一致性和坚定决心。

图表2 上市银行转型战略比较分析

	发展战略	时间
工商银行	大零售、大投行、大资管	2014年报
建设银行	综合性、多功能、集约化	2012年报
中国银行	以商业银行为核心、多元化服务、海内外一体化发展的大型跨国经营银行集团	2009年报
农业银行	服务“三农”、做强县域，突出重点、做优城市，集团合成、做高回报	2016年报
交通银行	走国际化、综合化道路，建设以财富管理为特色的一流公众持股银行集团	2008年报
招商银行	“一体两翼”：以零售金融为主体，公司金融、同业金融为支撑	2014年报
中信银行	坚持以公司银行为主体、零售银行和金融市场为两翼的“一体两翼”业务定位；“大行业、大客户、大项目、高端客户”的“三大一高”客户定位	2015年报
民生银行	全力打造公司业务、金融市场、私人银行及财富管理业务三大业务板块	2015年报
兴业银行	“三型、四轮”：增强结算型、投资型、交易型“三型”业务能力，驱动机构金融、零售金融、投资银行、资产管理“四轮”并进	2016年报
浦发银行	做强交易银行，做强投行与资管，做强同业与托管，做大零售与小微，做大非信贷资产，做大子公司业务和国际业务	2016年报
光大银行	推动公司、零售、金融市场三大板块业务协调发展	2015年报
华夏银行	中小企业金融服务商	2010年报
平安银行	“零售战略转型”：打造以“SAT”（社交媒体+客户端应用程序+远程服务团队）为核心的智能化零售银行；坚持“三化两轻”的大对公发展策略，深耕产业链、生态圈，实现公私联动，“商行+投行”联动	2016年报
南京银行	成为“中小银行中一流的综合金融服务商”，推进“资产管理+投资银行+交易金融”为核心的综合化金融服务模式创新以及金融市场业务板块模式创新	2014年报
宁波银行	聚焦于大零售及各类中间业务发展	2016年报

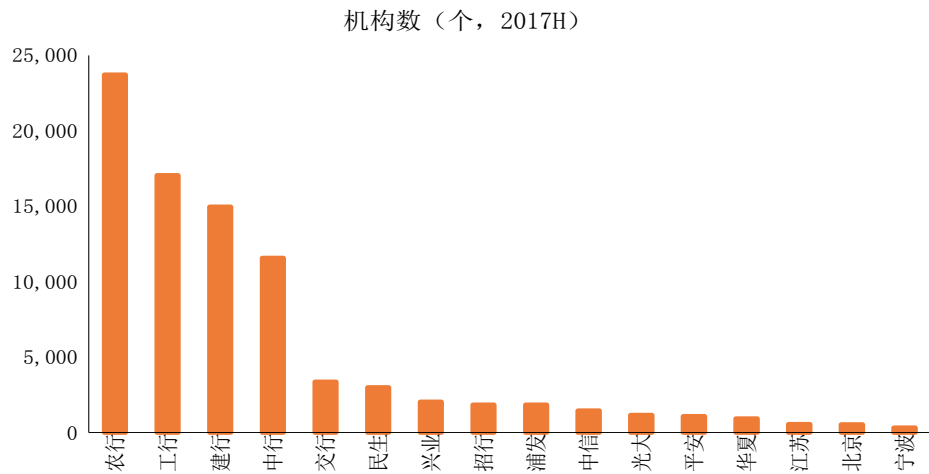
资料来源：公司年报、平安证券研究所

■ 产品创新能力强，FinTech 助力业务拓展

招行的创新能力也是重要的竞争力之一，公司产品开创了业内数个第一。公司创新推出了境内第一个基于客户号管理的借记卡“一卡通”，首个真正意义上的网上银行“一网通”，第一张国际标准双币信用卡，首个面向高端客户的理财产品“金葵花理财”。2016年底，招商银行APP上推出摩羯智投，开创了国内财富管理领域“人与机器”、“线上线下”的融合服务新模式。招行的创新能力，同时也反映出公司能够更敏感的捕获客户的需求，为客户提供更全面的服务。

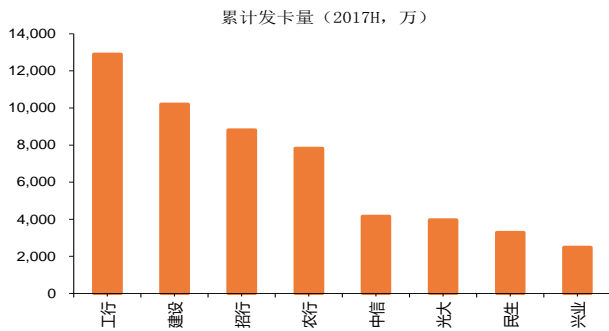
招行在卡业务上的领先创新，有利于零售客户市场份额的抢占。截至2017年2季末，招行的累计信用卡发行量达到8800万，仅次于工行和建行。相对而言，四大行的网点更多、覆盖面广，在发卡量上保持着相对优势。然而，在累计发卡量次于工行和建行前提下，2017年上半年招行信用卡交易总额位列第一。这就意味着，招行客户信用卡的使用频次和消费金额相较于其他银行更高，也反映出市场对于招行信用卡的使用偏好。

图表3 上市银行网点数量图 (2017H)



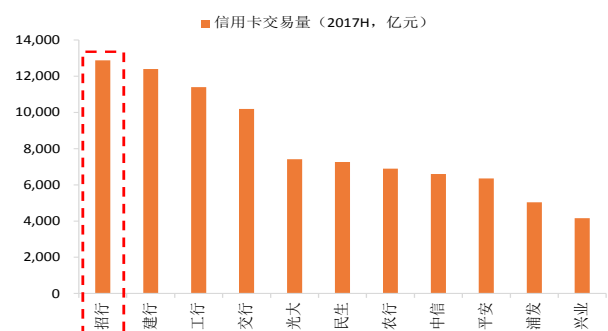
数据来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 招行累计信用卡量次于工行和建行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 各家银行信用卡交易量

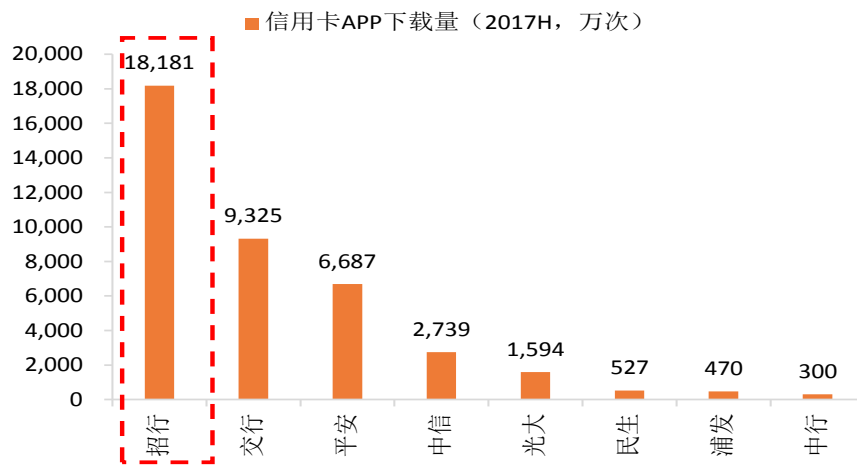


资料来源: Wind, 平安证券研究所

借助科技发展线上客户, 弥补网点数量短板。短期来看, 招行的传统物理网点数量依然会落后四大行。因此, 获客渠道的多元化成为招行弥补短板的重要途径。招行在零售战略的基础上, 进一步提出聚焦“移动优先”战略, 致力于将传统的产品和服务与移动金融结合, 通过数据资源的分析, 进一步挖掘潜在的客户价值及拓宽获客渠道。在获客渠道方面, 公司发展手机银行、网上银行和远程银行等电子银行渠道。

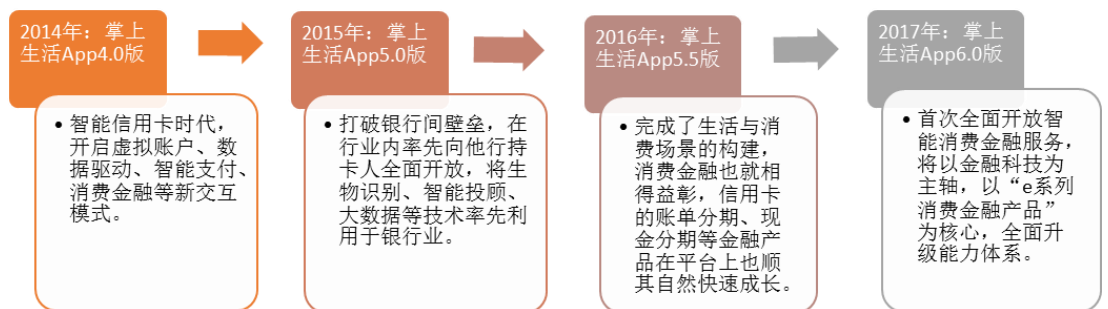
手机银行助力线上客户发展。公司个人手机渠道业务保持高速发展, 客户活跃度不断提升, 公司手机银行 APP 累计登录次数 14.4 亿人次, 是本公司客户最活跃的电子渠道。其中, 招商银行 APP 累计下载客户数 4805 万户, 年度活跃客户数 2855 万户。招行的信用卡 APP 掌上生活, 根据客户的需求不断完善, 已成为招行信用卡线上经营的最重要入口和平台 (目前工行、农行、建行和兴业并没有将信用卡板块独立成为 APP, 依然是官方 APP 的子版块)。截至 2017 年上半年, 累计绑定用户数 3753 万户, 年度活跃用户数 3195 万户。根据第三方 APP 数据统计, 招行信用卡 APP 的下载量为同业最高。

图表6 招行信用卡 APP 下载量同业最高



数据来源: ASO100网站, 平安证券研究所

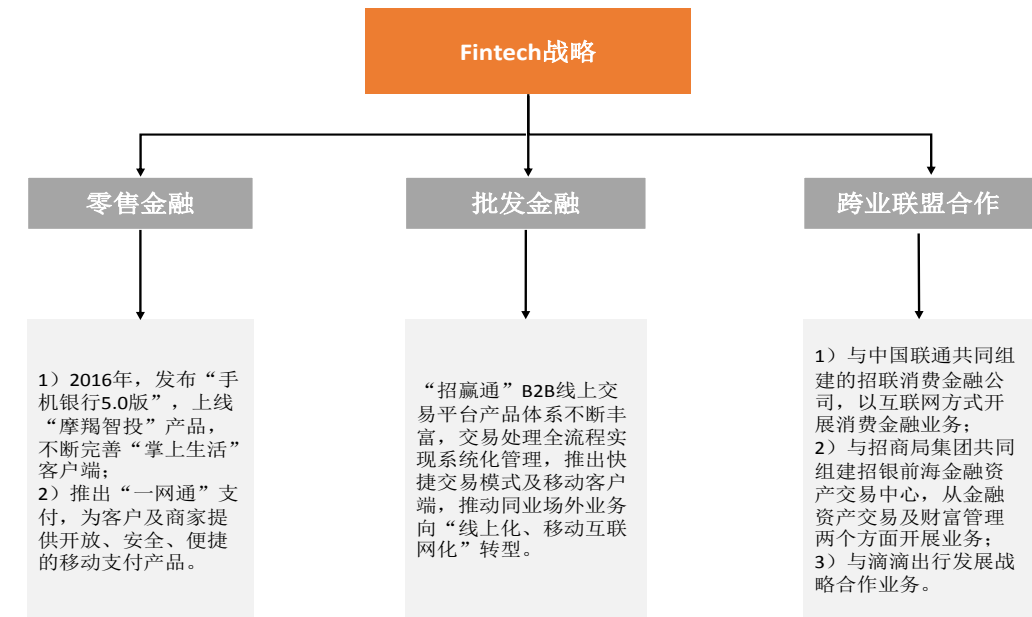
图表7 招行信用卡 APP 掌上生活不断完善



数据来源: 公司公告, 平安证券研究所

定位 FinTech, 发展消费金融。在互联网金融发展背景下, 公司定位 FinTech, 利用移动互联、云计算、大数据、人工智能、生物识别等技术, 实现场景接入, 满足客户的消费升级需求, 在零售金融业务竞争中实现差异化。例如, 公司开发的“闪电贷”, 基于 FinTech 技术、依托移动平台, 聚焦线上消费贷款的产品。“摩羯智投”金融科技产品, 为零售客户提供动态的资产配置计划, 实现从依赖产品佣金过渡到产品佣金与投资管理服务并重盈利模式。

图表8 招商银行 FinTech 战略



数据来源：公司公告、平安证券研究所

我们认为在银行 Finetch 转型大潮中，招行的 Finetch 战略看点有以下几个方面：**（1）资金与机制的保障**：招行开同业先河，创造性提出设立金融科技创新专项基金，公司董事会每年提供上一年 1% 的税前利润总额，专门用于支持 FinTech 创新项目；**（2）更专业的技术支持**：公司的全资子公司招联网络科技，为整个招商银行提供软件应用开发和维护，目前组建了科技子公司的股份行还包括：兴业银行、平安银行、光大银行；**（3）完善科技金融平台布局**：公司与联通共同筹建的招联消费，将试点开展基于互联网模式的消费金融业务，覆盖公司的长尾客户；拟出全资设立独立法人直销银行（继中信银行后），探索普惠金融，利用 FinTech 挖掘新的客户市场需求。

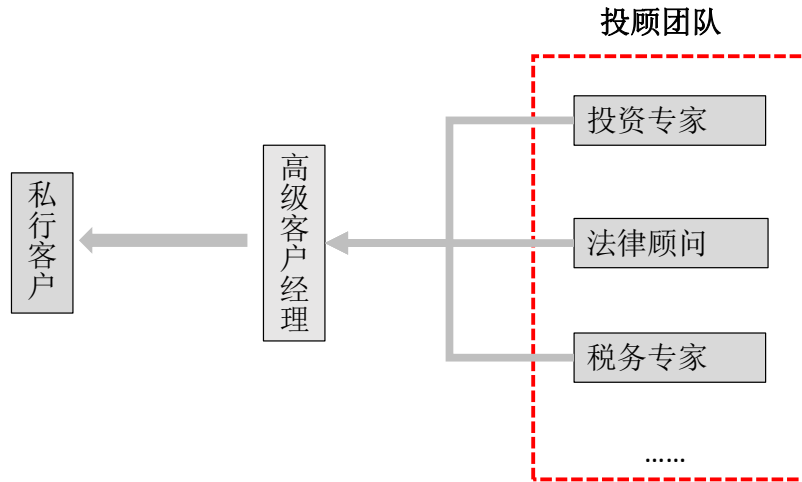
■ 专业的客户服务和投资团队，增强客户粘性

除了招行的创新能力，招行在业内良好的客户服务口碑也是零售客户。我们从客户服务的差异化和专业化两个角度来解构招行的服务优势。

招行首推客户细分服务体系，根据客户差异化需求提出服务。在 2002 年，招行推出“金葵花”金融理财服务品牌，主要面向资产 50 万以上的高端客户；2007 年，招行推出“私人银行”服务体系，主要针对资产千万级以上的客户；2009 年，招行对高净值客户服务进行进一步细分，为资产超过 500 万元推出了“金葵花”钻石理财服务品牌。针对不同财富阶层的客户，招行提供的针对性、差异化的金融服务，能够更加精确满足客户需求，同时针对差异化需求配备相关业务人员，提高了服务的效率。

除了首推的客户细分服务体系，招行具有优秀人才储备，为客户提供更专业的服务。例如，公司私人银行团队采取“1+N”模式，一名高级客户经理的背后是全球投资专家以及法律、税务专业人士组成的投资顾问团队。投顾团队专业化设置，能够根据客户的财务状况，灵活的定制投资计划，带给客户全方位、个性化和私密化的综合财富管理服务体验。

图表9 招行“1+N”团队配置

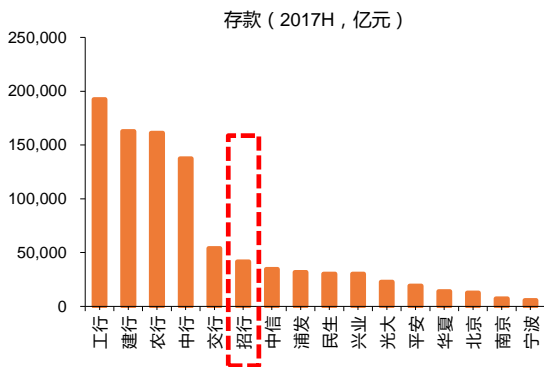


资料来源：公司网站、平安证券研究所

招行为零售端客户提供了快速响应服务。为了缩短客户服务半径，实现客户需求的快速响应，公司的私行部门设置扁平化服务体系，为私行客户设置私人银行管理中心，能够在第一时间得到私行客户的信息反馈，针对需求能够制定有更高效、更专业的方案。截至 17 年 2 季末，招行已在 54 个境内城市和 6 个境外城市建立了由 58 家私人银行中心和 63 家财富管理中心组成的高端客户服务网络。

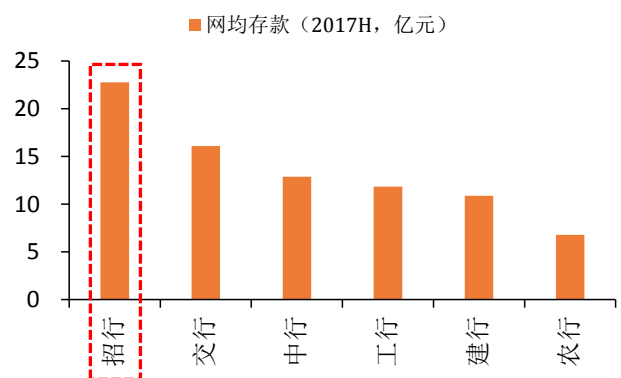
领先的创新力和专业的服务有助于增强招行零售客户粘性，我们通过分析零售客户最基础的存款业务，来比较不同银行的客户粘性。从存款的绝对额来看，由于网点规模的差异，招行的存款量次于大行，但比较网均存款规模来看，截至 2017 年 2 季度，招行的网均存款规模达 22.8 亿元，较五大行有明显的优势，反应出招行客户粘性更强。

图表10 招行存款额次于大行



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表11 招行的网均存款规模超过大行



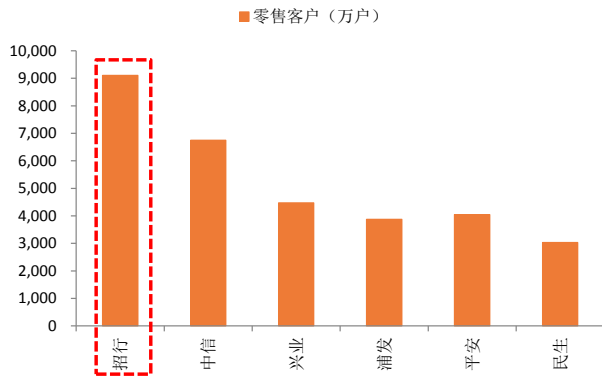
资料来源：Wind、平安证券研究所

1.2 零售客户网均规模和结构较同业表现优

正是由于招行在零售领域的先发优势、不断创新的产品和精致的服务，公司多年来积累了深厚的零售客户基础。公司的零售客户规模从 2010 年的 4520 万户发展至 2017 年二季末的 9733 万。截至 2017 年二季末，在股份行中招行的零售客户规模位列第一位，远高于排名第二的中信银行（7257 万户）。

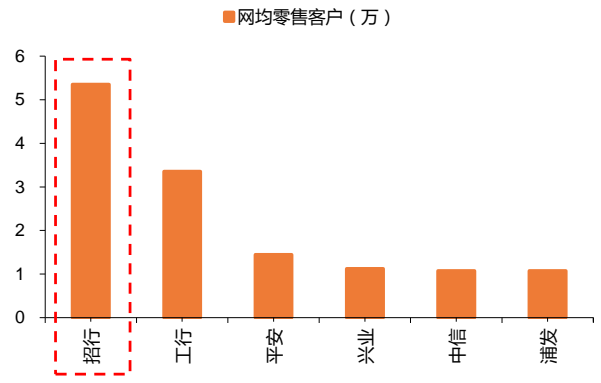
由于网点数的差异，公司和工行的零售客户规模（截至 2 季末达 5.46 万亿）相比有较大差距，但从网均零售数来看，截至 2017 年 2 季末招行的网均零售客户数达 5.35 万户，工行为 3.36 万户，招行网均客户量相较于工行的表现更优。

图表12 招行零售客户规模股份行第一



资料来源: Wind、平安证券研究所

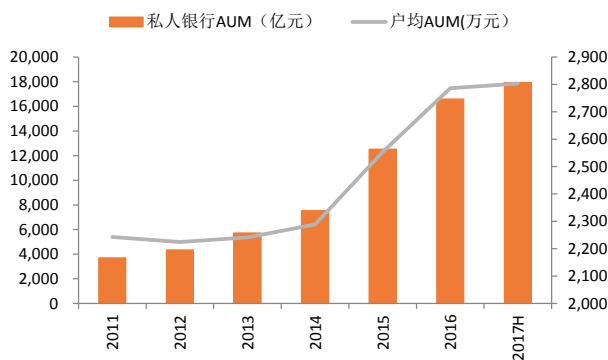
图表13 招行网均零售客户较高



资料来源: Wind、平安证券研究所

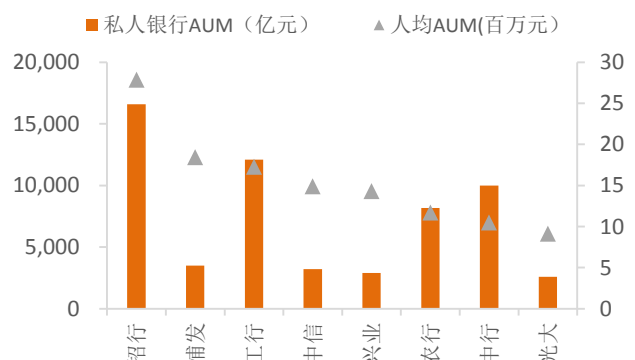
招行的客户基础不仅存在规模优势，在客户的质量上也展现了优势，从公司的私行户均资产管理规模（AUM）和公司的零售客户结构能得到印证。招行将零售客户划分为私人银行客户（在公司月日均全折人民币总资产在 1000 万元及以上的零售客户）、钻石及金葵花客户（在公司月日均全折人民币总资产在 50 ~1000 万元的零售客户）以及普卡客户。公司私人银行客户的户均 AUM 从 2011 年 0.22 亿元上升至 2017 年 2 季末的 0.28 亿元，与同业相比，招行无论是私行 AUM 或是私行人均 AUM 都排在首位。从客户结构上来看，招行的私人银行、金葵花客户的户数占比达到 82%，反映了招行的客户结构较优。

图表14 招行私人银行的人均 AUM 稳健增长



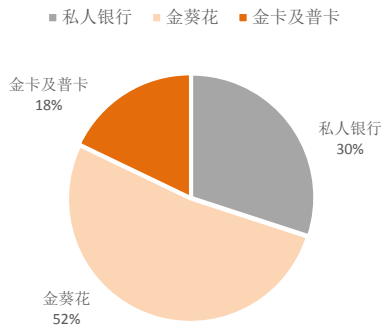
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表15 招行私行客户资产管理规模排第一位



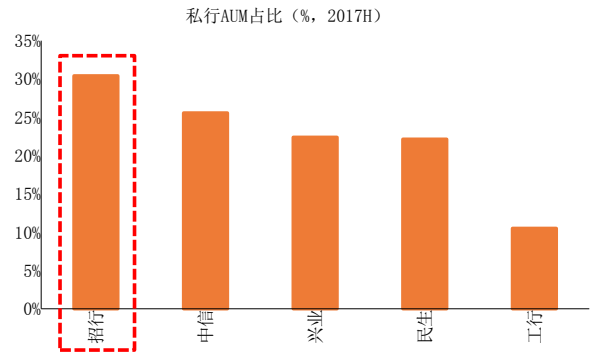
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表16 招行零售客户结构



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表17 招行私人客户占比高

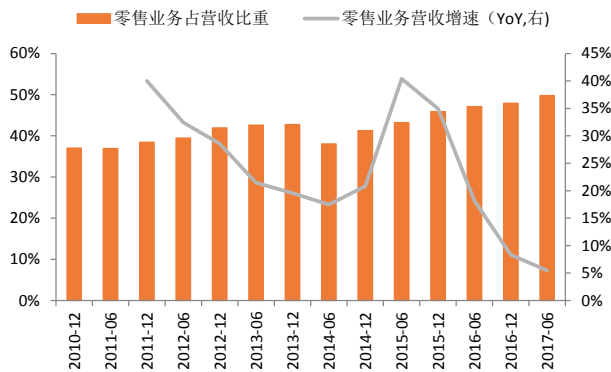


资料来源：Wind、平安证券研究所

1.3 零售业务贡献凸显，存贷利差优势领先

招行的零售金融已然成为招行的王牌业务，在贷款、理财和私行等多个领域取得斐然成绩，零售板块对公司业绩的重要性不断加大。截至 2017 年 2 季末，公司零售业务的营业收入、税前净利润占营收、税前净利润的比重约为 49.8%和 55.4%。与公布零售业务数据的银行相比较，无论从营收还是税前净利润来看，公司零售业务贡献处于较高水平。

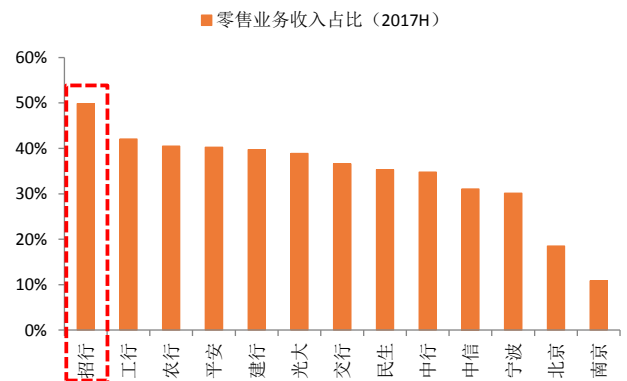
图表18 招行零售业务对营收的贡献增长



资料来源：公司年报、平安证券研究所

注：考虑到可比性，比值为零售条线营收/公司总营收

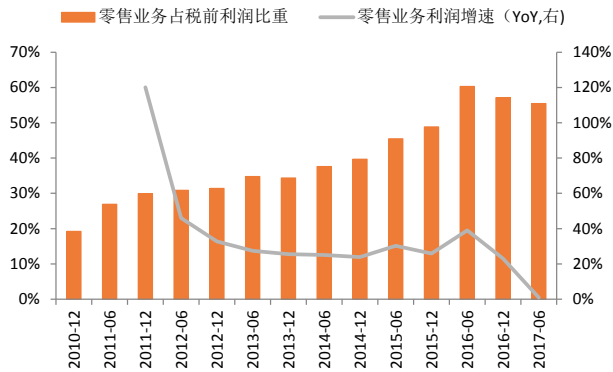
图表19 招行零售业务占营收比重处行业上游



资料来源：公司年报、平安证券研究所

注：考虑到可比性，比值为零售条线营收/公司总营收

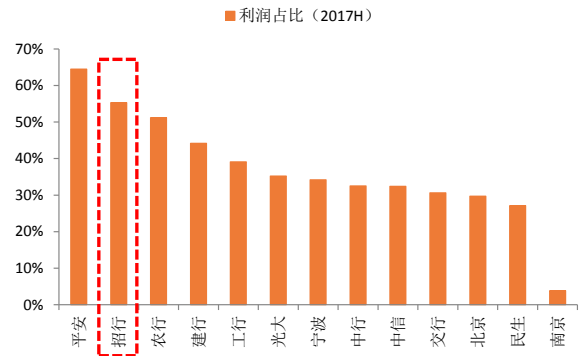
图表20 招行零售业务对税前净利润的贡献超 50%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

注：考虑到可比性，比值为零售条线总利润/公司税前利润

图表21 招行零售业务对税前净利润贡献较同业高

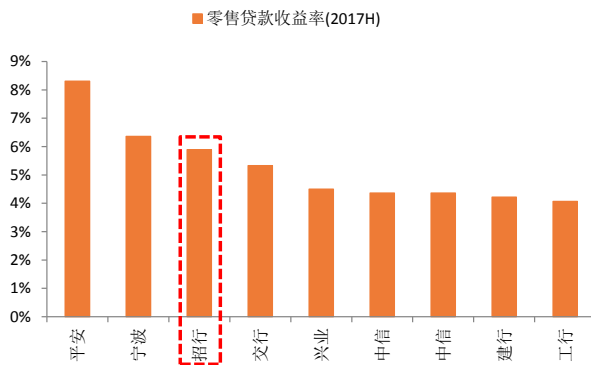


资料来源：公司年报、平安证券研究所

注：考虑到可比性，比值为零售条线总利润/公司税前利润

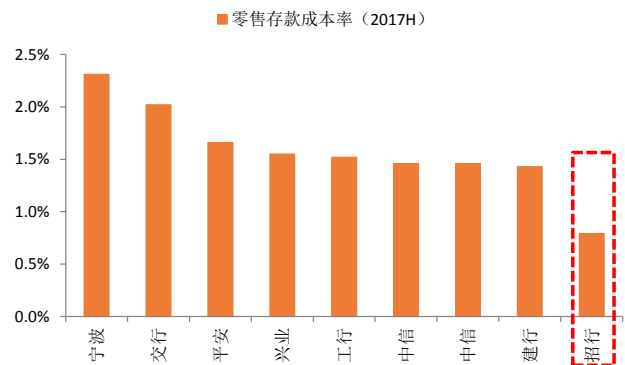
由于招行大力发展零售业务，公司零售存贷款利差较同业优势明显。2017年2季末公司零售贷款收益率为5.89%，与同业相比，仅次于平安银行（8.31%）、宁波银行（6.36%）。而零售存款的成本优势则更为明显，平均付息率仅为0.79%，为公布数据的几家银行的最低水平。

图表22 招行的零售贷款收益率较高



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表23 招行的零售存款成本率低

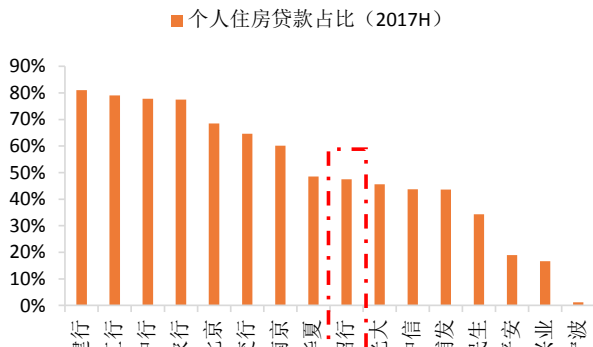


资料来源：Wind、平安证券研究所

我们认为，零售贷款收益率与零售贷款的投向结构相关。相较而言，住房贷款的收益水平较低，因此非住房抵押贷款占比较低的银行相对来说零售资产收益率较高。截止2017年2季末，招行的非住房抵押贷款占零售贷款的比重超过50%，位于行业中上游水平。

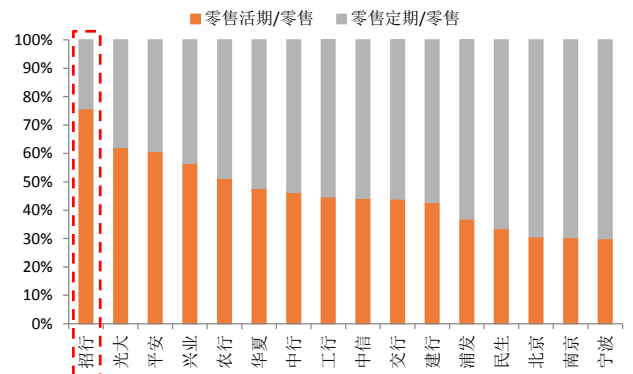
招行的零售成本有绝对优势，从零售存款结构来看，招行的活期存款占比高，这也是招行较低零售成本率的重要因素。截至2017年2季末，招行零售存款中，活期存款达到76%，在上市16家银行中处于领先地位。

图表24 招行住房抵押贷款占比低于 50%



资料来源: Wind、平安证券研究所

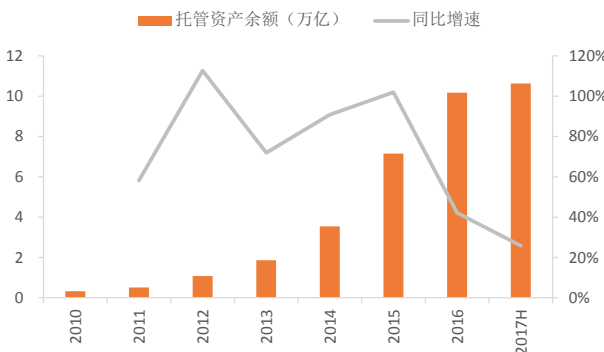
图表25 招行 2017 年 2 季度零售活期占比达 76%



资料来源: Wind、平安证券研究所

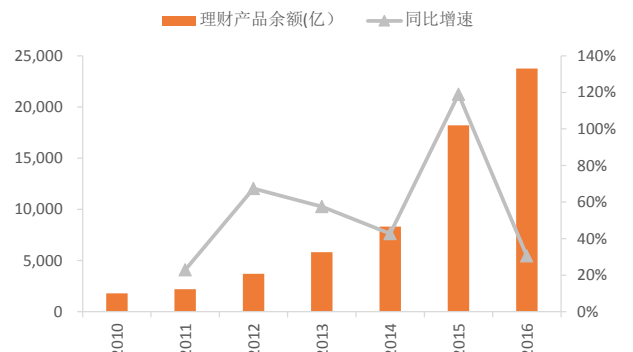
招行依托客户基础以及资管产品, 大力发展投行、资管、托管、财富管理业务, 提高公司的非息收入, 优化公司收入结构。由于上半年严金融监管背景以及经历爆发增长的保险、基金代销业务发展动能减弱, 公司的托管资产规模、理财规模增速均有所放缓。2017 年上半年, 公司手续费及佣金收入同比下降 8%。从营收整体结构来看, 招行的非息收入占比达 37%, 在上市 16 家银行中仅次于民生银行 (41%) 和浦发银行 (38%)。

图表26 招行托管规模增速有所放缓



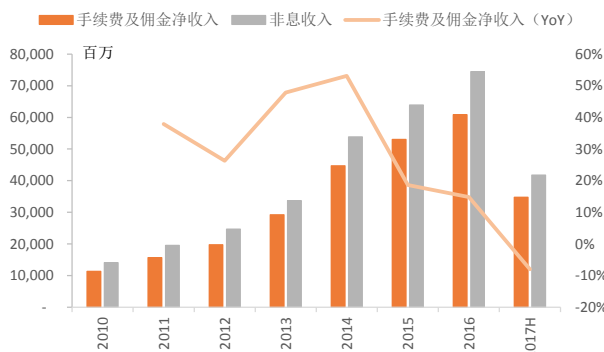
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表27 招行理财规模增速放缓



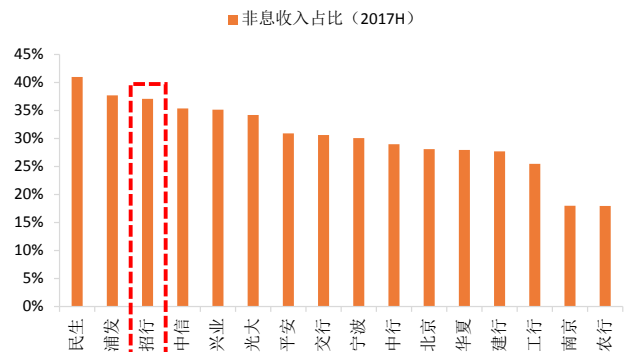
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表28 招行手续费及佣金收入同比负增



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表29 招行非息收入占比达 35.6%



资料来源: Wind、平安证券研究所

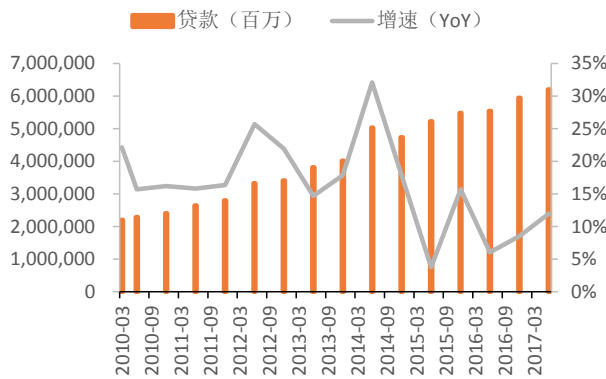
二、审时度势稳健经营，严监管零售优势凸显

2.1 资产结构调整早，严监管下整体经营稳健

招行较早进行资产负债结构的调整，严监管下调整压力相对小。在新的监管体系下，过去几年通过同业非标等规模扩张来驱动业绩快速增长的粗放模式难以为继，部分公司存在资产结构调整压力。招行较早淡化了规模扩张概念，追求精细化经营，规模和对公贷款增速均有所放缓。

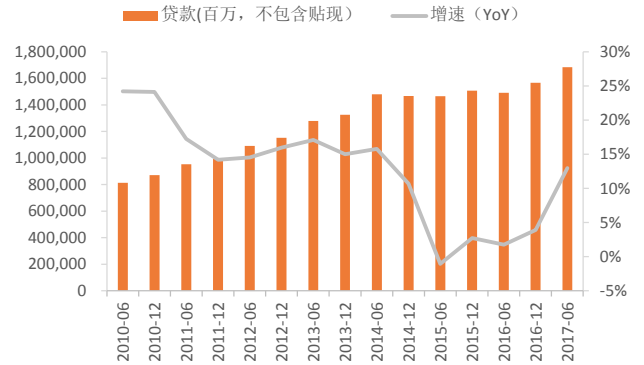
在监管趋严背景下，由于公司是业内较早对非标规模增速主动控制的银行，资产端的配置向贷款倾斜。截至 2017 年 2 季末，公司的非标资产占生息资产比重为 9.4%，处于行业较低水平，资产结构调整压力小。值得注意的是，在贷款端，公司较早开始压降小微企业的贷款规模，因此公司受小微企业不良资产风险暴露的负面影响减弱。

图表30 公司淡化规模增速概念



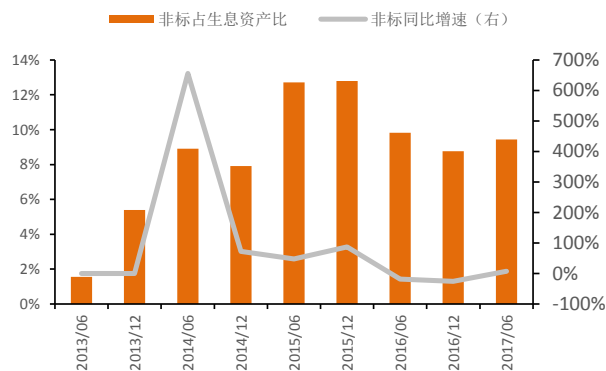
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表31 公司对公贷款增速放缓



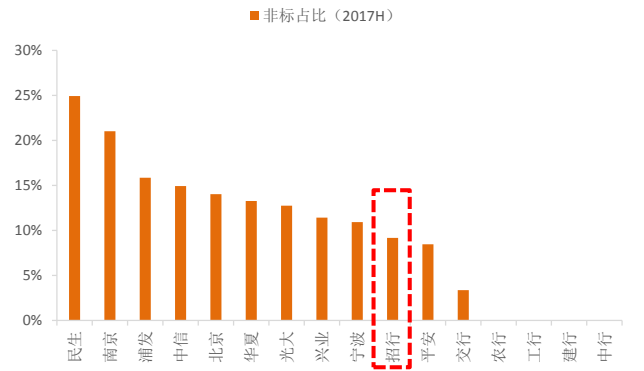
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表32 公司主动压降非标规模



资料来源: WIND、平安证券研究所
注: 非标资产口径为各家银行报表中应收款类投资向下信托受益权及资管计划

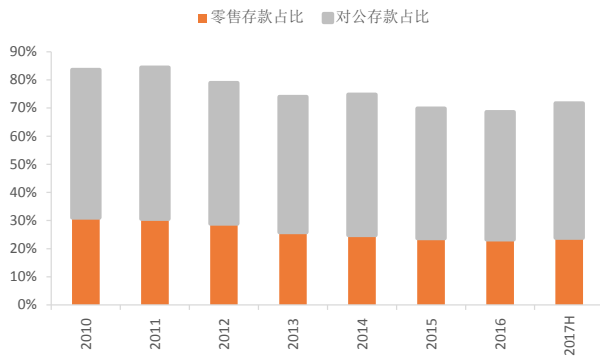
图表33 公司非标资产占生息资产比重低



资料来源: WIND、平安证券研究所
注: 非标资产口径为各家银行报表中应收款类投资向下信托受益权及资管计划

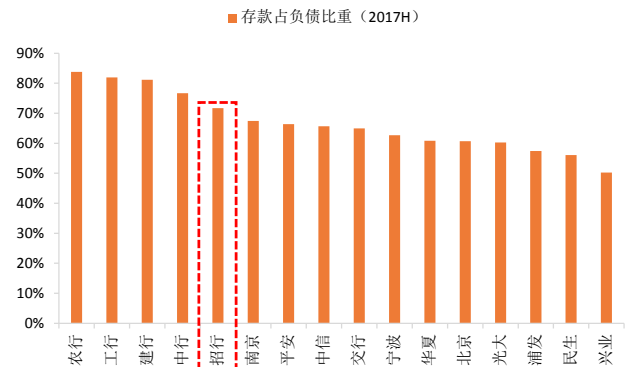
负债端，公司充分利用自身的零售基础优势，获得稳定且低成本的负债来源，公司存款占比的提升有助于优化负债结构，降低负债端成本压力。截至 2017 年 2 季末，公司的零售+企业存款占总负债比重进一步提升至 71.7%，占比处于上市银行较高水平。

图表34 招行存款占比有所回升



资料来源：公司年报、平安证券研究所

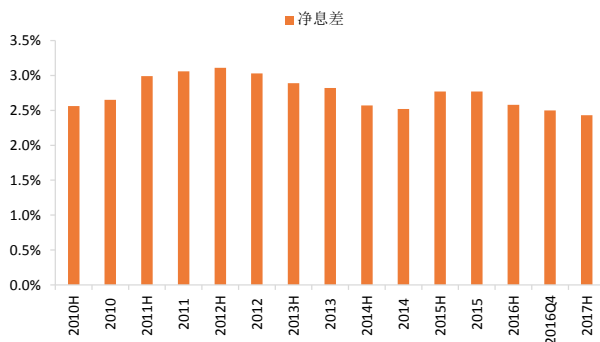
图表35 招行存款占比属行业较高水平



资料来源：公司年报、平安证券研究所

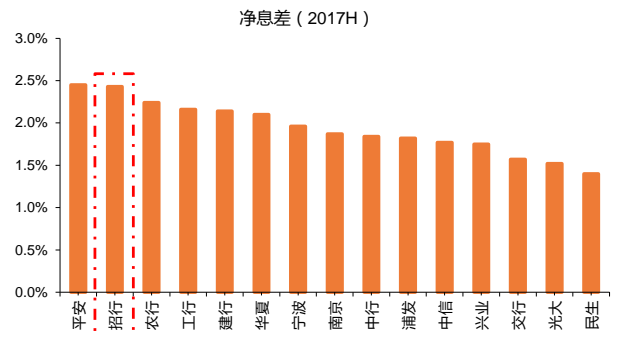
2016年下半年以来，资金流动性中性趋紧，资金利率上升对行业的负债端成本造成冲击。而招行负债端存款占比高，尤其是公司高零售存款、高活期存款带来了低零售成本率优势，负债端成本受影响较小，公司的净息差逐步呈现企稳回升趋势。根据我们期初期末口径测算，2017年2季度公司净息差为2.43%，环比1季度提3BP。

图表36 招行的息差呈企稳趋势



资料来源：Wind、平安证券研究所

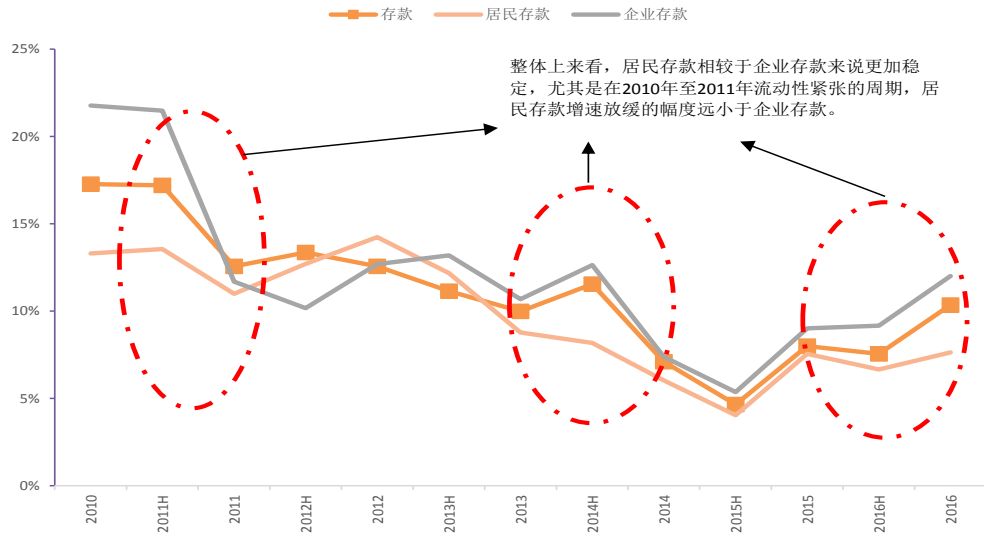
图表37 招行息差处行业上游水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

我们认为，在2017年货币中性偏紧及监管趋严背景下，整体的流动性并不宽裕，银行的存款增长存在一定压力，无论是居民还是零售存款，将会存在一定程度回落，但一般而言零售存款稳定性相对对公存款更优，因此零售存款有优势的招行无论在资产结构的调整还是负债端的成本上都具有相对优势。

图表38 上市银行（16家）零售及企业存款同比增速变化



数据来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 ROE 水平高，资本金补充压力小

从17年2季度末行业整体资本情况看，大行及股份制银行中的招行资本充足水平较高，而中信、民生、浦发、光大、华夏、平安、宁波、南京等核心一级资本充足率降至9%以下，存在资本补充压力。因此，各家银行也在积极通过定增（浦发、北京、宁波）或者发行转债的方式（光大、中信、民生、平安）推进资本补充工作。

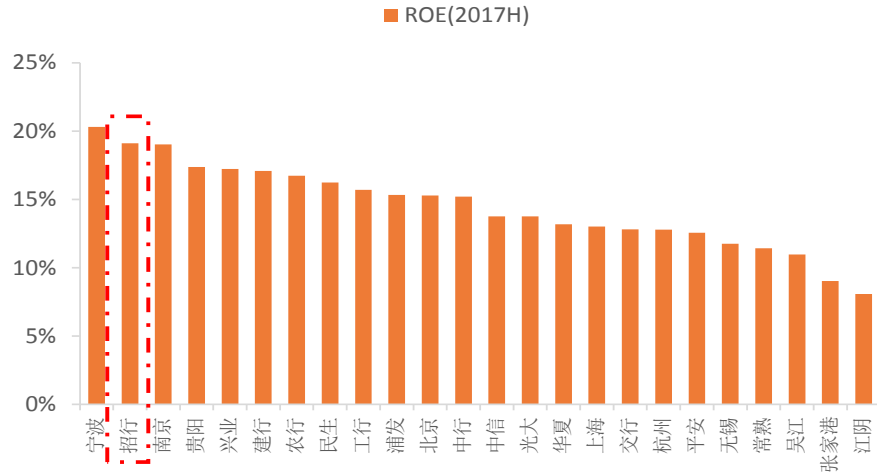
图表39 部分中小银行资本充足率存达标压力，上市银行资本金补充计划

	核心一级资本充足率				核心一级资本补充计划
	2014	2015	2016	2Q2017	
工行	11.9%	12.9%	12.9%	13.0%	
建行	12.1%	13.1%	13.0%	13.0%	
中行	10.6%	11.1%	11.4%	11.2%	
农行	9.1%	10.2%	10.4%	10.5%	
交行	11.3%	11.1%	11.0%	10.9%	
招行	10.4%	9.9%	10.1%	10.2%	
中信	8.9%	9.1%	8.6%	8.9%	可转债400亿-股东大会通过
民生	8.6%	9.2%	8.9%	8.9%	可转债500亿-预案
兴业	8.5%	8.4%	8.6%	9.0%	
浦发	8.6%	8.6%	8.5%	8.7%	定增148亿-证监会发审委通过
光大	9.3%	9.2%	8.2%	8.3%	可转债300亿元-证监会批准；H股定增310亿港元-预案
华夏	8.5%	8.9%	8.4%	8.4%	
平安	8.6%	9.0%	8.4%	8.3%	可转债260亿-股东大会通过
北京	9.2%	8.8%	8.3%	NA	定增240亿-预案
南京	8.6%	9.4%	8.2%	8.1%	
宁波	10.1%	9.0%	9.0%	8.6%	定增100亿-预案；可转债100亿-证监会发审委通过
上海	10.4%	10.7%	11.2%	11.5%	
江苏	8.8%	8.6%	9.0%	8.7%	可转债12亿-股东大会通过
贵阳	10.8%	10.7%	11.5%	11.0%	
杭州	9.2%	9.5%	9.9%	9.9%	
江阴	12.8%	12.9%	13.1%	12.7%	可转债20亿-股东大会通过
无锡	0.10	10.6%	10.3%	9.7%	可转债30亿-股东大会通过
常熟	0.12	10.9%	10.9%	10.3%	可转债30亿-股东大会通过
吴江	12.3%	12.4%	13.1%	NA	
张家港	11.9%	13.9%	15.1%	12.4%	

数据来源：公司公告、平安证券研究所

2017 年上半年，招行的年化 ROE 达到了 19.11%，在上市 25 家银行中排第二位，仅次于宁波银行（20.30%）。我们认为当下招行较高的 ROE 水平，有助于资本内生性补充，公司资本金压力相对小。

图表40 招行 ROE 处于上市行较高水平

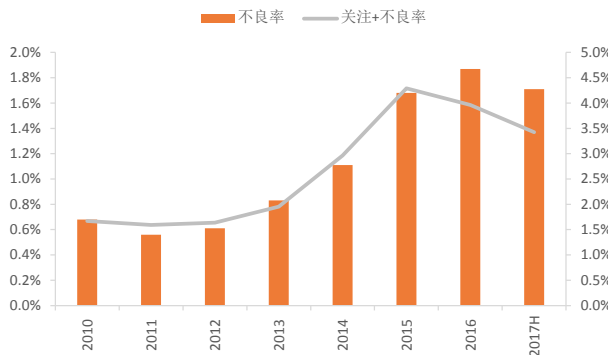


数据来源：上市银行半年报、平安证券研究所

2.3 资产质量改善，拨备水平持续修复

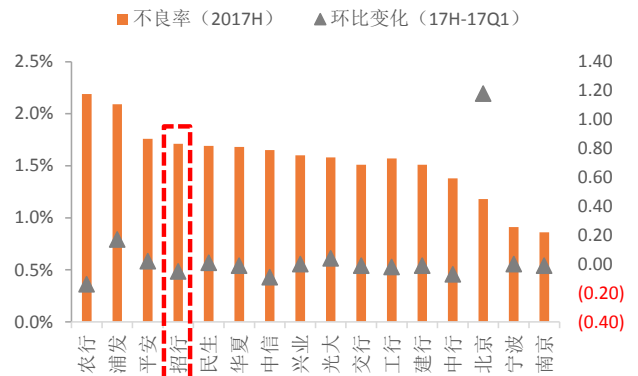
从不良率来看，尽管招行的不良率水平在 16 家上市银行中处于较高水平，但资产质量已呈现改善趋势。2017 年 2 季度，招行的不良贷款率环比下降 5BP 至 1.71%。从资产质量的先行指标“不良+关注率”来看，招行该指标呈持续改善趋势，2 季末较 2016 年底下降 54BP 至 3.42%，明显低于 16 家上市行的平均水平（4.43%）。

图表41 招行不良率降低



资料来源：Wind、平安证券研究所

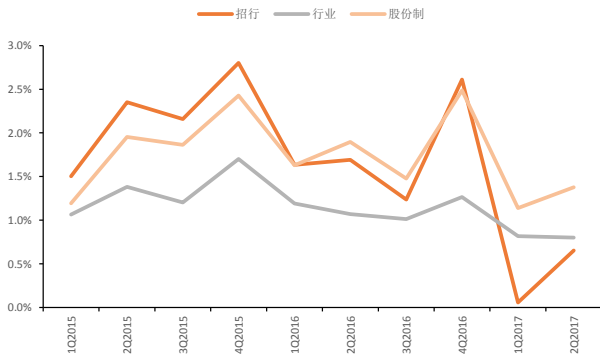
图表42 招行的不良率处于上市银行较高水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

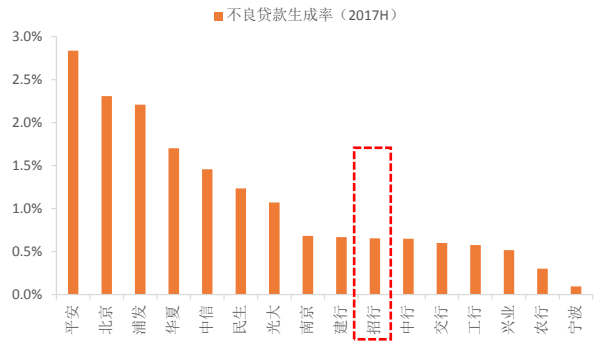
根据我们测算，公司 2017 年 2 季度加回核销的年化不良生成率为 0.64%，不良年化生成率的绝对值虽然环比有所上升（vs Q1 0.06%），但绝对额处于行业较低水平，整体来看，公司资产质量优于同业平均水平。

图表43 招行不良生成速度有所放缓



资料来源: Wind、平安证券研究所

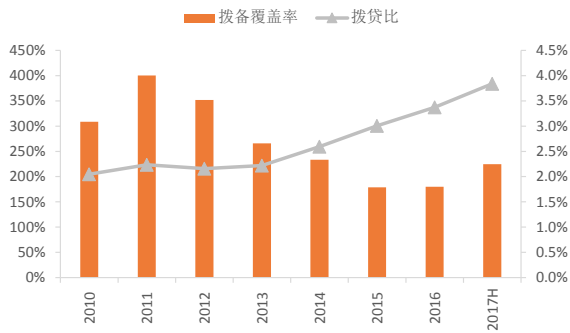
图表44 招行的不良生成率处行业较低水平



资料来源: Wind、平安证券研究所

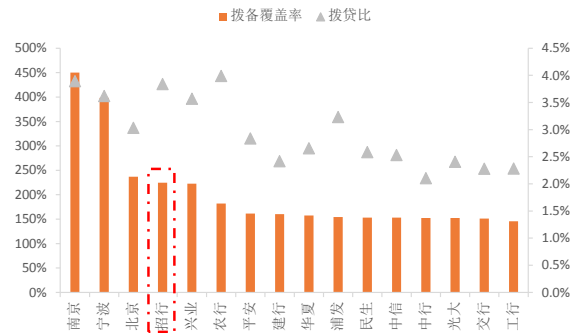
公司的 2017 年 2 季末的拨备覆盖率环比提升 15BP 至 225%，在上市的 16 家银行中，公司的拨备水平处于较高水平，仅次于南京银行（450%）、宁波银行（399%）和北京银行（237%）。公司的拨贷比为 3.84%，仅次于农业银行（3.99%）和南京银行（3.89%）。在公司资产质量持续改善背景下，公司拨备计提压力将继续缓释，拨备水平持续修复，未来计提压力较小。

图表45 招行的拨备覆盖水平充裕



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表46 招行拨备处上市 16 家银行较高水平



资料来源: Wind、平安证券研究所

综合来看，尽管公司的不良水平相对较高，但公司资产质量呈改善趋势，拨备覆盖率和拨贷比都处于行业较高水平，表明了公司应对潜在的信用风险能力较强。

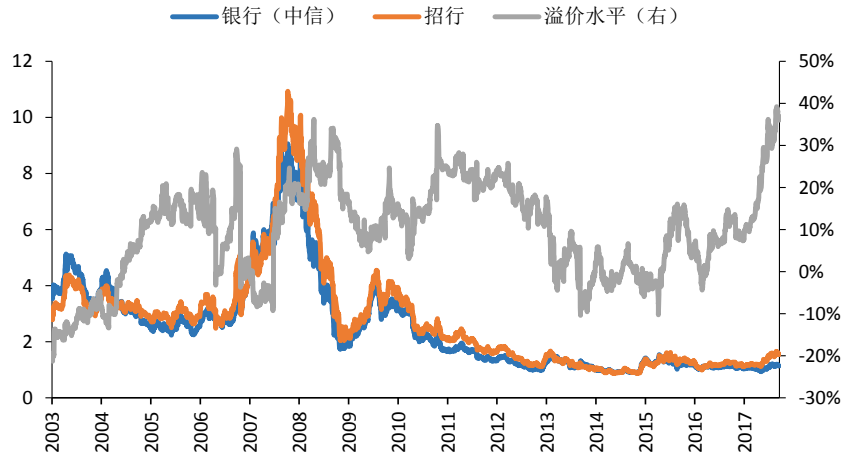
三、 投资建议

3.1 招行估值溢价合理性分析

■ 招行估值处历史较低水平，估值溢价接近历史最高

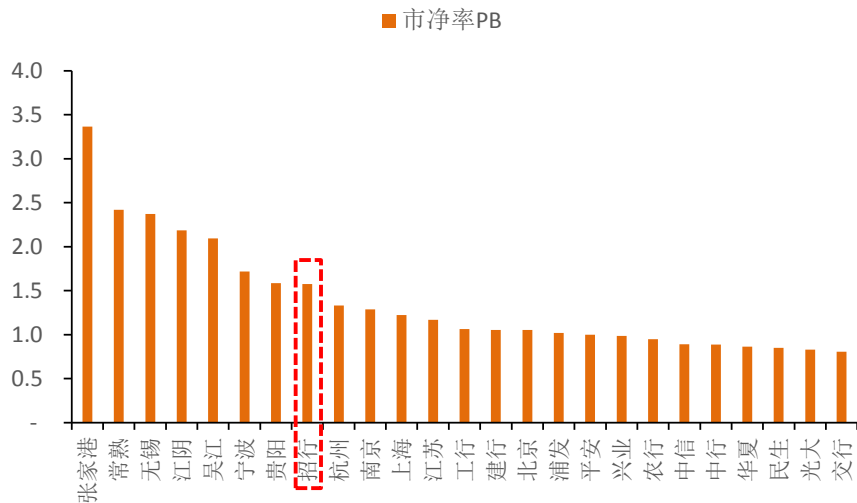
从招行历史估值水平来看，尽管目前招行的估值有所回升（对应 2017 年 1.5x PB），但依然处于历史低位。从溢价水平来说，当前招行估值较中信银行指数有 36% 的溢价，接近招行历史以来最高的溢价水平为 39%。与同业比较来看，目前招行的估值水平处于股份行较高水平。

图表47 招行估值溢价接近历史最高水平



数据来源: Wind、平安证券研究所
注: 此处估值采用的是Wind一致预期

图表48 招行当前估值处股份行较高水平



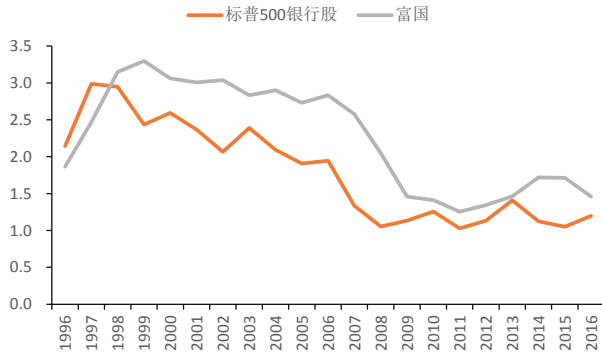
数据来源: Wind、平安证券研究所
注: 此处估值采用的是万德一致预期

■ 从海外经验看招行估值溢价的合理性

一直以来, 招商银行因为其在零售市场的地位, 被认为是中国的“富国银行”。零售银行是两家银行的共有标签, 不同于摩根大通、花旗银行(重点发展投行业务), 富国的发展战略是以社区银行、批发银行为主, 财富管理为辅, 其中, 社区银行是富国银行最主要的收入来源。我们对富国银行和标普 500 银行指数进行 PB 比较分析, 整体来看, 富国银行的 PB 估值水平高于行业整体, 从而也反映了投资者更偏向给零售银行更高的估值水平。因为正如我们在前文中所分析, 零售业务不仅能够提供稳定的低成本资金来源, 而且零售客户对存款、财富管理等零售产品的需求受经济周期影响相对较小, 具有较强的稳定性。

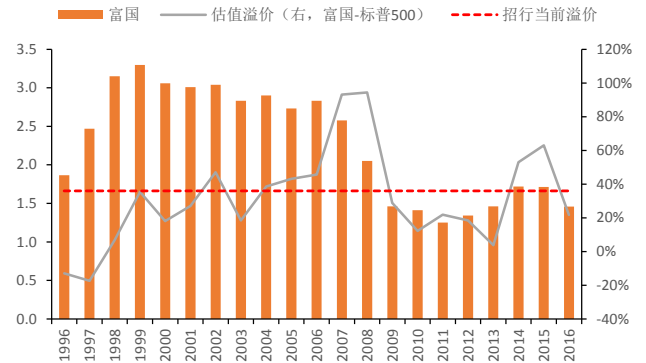
我们从富国的发展阶段来看其溢价水平，富国银行的零售业务发展相对成熟，近三年的平均估值溢价水平约为 40%（除 2016 年受虚假账户事件影响），而招行的零售业务仍处于发展阶段，因此我们认为，长期来看，招行当下的估值溢价水平（36%）处于合理区间。

图表49 富国估值水平高于标普 500 银行指数



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表50 富国银行估值溢价区间



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

3.2 投资建议

招商银行的零售优势领先，公司前瞻性的战略布局以及坚定的执行力积累客户基础，产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性，零售地位短期内难被超越。自 16 年以来公司淡化规模增速概念，资产结构优化显著，在严监管下结构调整压力小。公司隐性不良资产压力较小，收入结构不断优化。我们认为招商银行业务结构稳健，在严监管背景下零售优势凸显，公司的资产质量改善幅度高于同业平均水平，且 ROE 处于行业较高水平，资本金补充压力较小，我们认为公司未来的业绩能够继续维持稳健增长。考虑到招行息差的改善以及不良压力的进一步降低，我们上调公司 17/18 年净利增速至 13.6%/16.0% (原为 12.5%/11.8%)，目前股价对应 17/18 年 PB 为 1.5x/1.4x, PE 为 9.5x/8.2x，维持公司“强烈推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033