

招商银行 (600036)

证券研究报告
2018年03月15日

精耕零售轻型转型，高 ROE 的零售之王

零售银行战略先行者，堪称零售之王

零售银行战略先行者。招行 04 年就开始零售转型，大力发展零售业务，逐步形成了有别于国内同业的业务结构与经营特色；09 年实施“降低资本消耗、提高股本回报率、控制成本费用”为核心的内涵型发展；13 年开始以“一体两翼”（零售为体，对公和同业为翼）为策略打造“轻型银行”。

盈利能力强劲，堪称“零售之王”。截至 17 年 6 月末，个贷占比 48.1%，存款活期占比 62.42%，较高的贷款收益率及较低的存款成本造就强劲的盈利能力。近十年平均 ROE 达 21.98%，领先同业。

精耕零售业务，信用卡与财富管理结硕果

1H17 零售银行营收占比达 49.9%，和以“零售”为标签的富国银行的 52.2% 已十分接近；零售业务税前利润占比达 55.43%。1H17 招行零售客户达 9733 万，居股份行首位；3Q17 零售客户数突破一亿。

信用卡业务稳居第一梯队。17 年 6 月末，招行信用卡客户数达到 4111 万，贷款余额 4560.86 亿元，仅次于工行和建行。1H17 招行信用卡交易额达 1.29 万亿，为国内第一；信用卡业务收入达 257 亿元，占营收的比例达 22.8%。

财富管理与私行的王者。招行 1H17 金葵花及以上客户达 204.8 万户，AUM 达 4.8 万亿；私行 AUM 达 1.8 万亿元，居商业银行首位，户均 AUM 达 2803 万元。1H17 零售财富管理业务产生的手续费及佣金收入 111.15 亿元。

Fintech 赋能，轻资本战略成效显著

“金融科技将会重新定义商业银行的经营之道。”招行按每年税前利润的 1% 提取专项资金设立 Fintech 创新项目基金，明确定位“金融科技银行”。Fintech 赋能，在手机银行、线上贷款、风控、投顾等方面持续发力。

3Q17 核心一级资本充足率达 12.72%；资本充足率达 15.01%，居上市银行首位。招行走出了“信贷扩张-资本约束-再融资-新一轮信贷扩张”的传统模式，转型卓有成效，资本可完全依靠内生性补充，再融资需求极低。

投资建议：高 ROE 的零售之王，给予“增持”评级

依靠零售业务招行实现了“低成本-较高息差-优化贷款质量-扩大盈利”的良性循环，ROE 持续保持较高水平。基于经济平稳略微下行等假设，我们预测 18/19 年净利润同比增长 17.1%/19.3%，对应 EPS 3.26/3.89 元。

考虑到招行为高 ROE 的零售王者，且 ROE 回升，估值应享有较高溢价。当前，招行估值 1.46 倍 18PB，估值较股份行平均溢价约 70%，我们预计溢价水平将能维持。给予“增持”评级，1.7 倍 18 年 PB 目标估值，对应目标价 35.65 元/股，较当前约有 17% 空间。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；监管趋严超预期，对市场情绪带来负面影响。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(亿元)	2012	2088	2210	2397	2656
增长率(%)	21.5	3.8	5.9	8.5	10.8
归属母公司股东净利润(亿元)	580	624	716	826	985
增长率(%)	3.2	7.6	13.0	17.1	19.3
每股收益(元)	2.29	2.46	2.78	3.26	3.89
市盈率(P/E)	13.34	12.40	10.97	9.37	7.85
市净率(P/B)	2.13	1.91	1.60	1.46	1.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持(首次评级)
当前价格	30.52 元
目标价格	35.65 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	629,595.38
流通 A 股市值(百万元)	629,595.38
每股净资产(元)	17.37
资产负债率(%)	92.86
一年内最高/最低(元)	35.35/18.38

作者

廖志明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
林瑾璐	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090002	
linjinlu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 零售银行战略先行者，堪称零售之王.....	4
1.1. 零售贷款占比高，零售收入贡献大	4
1.2. 收入结构较优，非息收入占比稳中有升	6
2. 净息差高而不良低，零售优势造就高 ROE.....	7
2.1. 负债成本优势显著，净息差持续保持较高.....	7
2.2. 不良贷款率企稳，资产质量改善	10
2.3. 业绩较快增长，ROE 领先同业	11
3. 精耕零售业务，信用卡与财富管理结硕果	12
3.1. 信用卡：厚积薄发，稳居第一梯队	13
3.2. 财富管理：构筑护城河，业绩耀眼	14
3.3. 私行业务：不仅是先行者，更是王者	15
4. Fintech 赋能，金融科技银行领头羊	17
5. 轻型战略成效显著，资本完全内生性补充	17
6. 投资建议：高 ROE 的零售之王，给予“增持”评级.....	18
7. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：自 2007 年以来我国商业银行净息差持续收窄（截至 3Q17）	4
图 2：招行 2017 年三季度资产规模达 6.17 万亿元（亿元）	4
图 3：招行贷款占比达 59.57%（3Q17）	5
图 4：贷款一直是招行资产的主要部分（截至 3Q17）	5
图 5：招行个人贷款占比逐年提升（截至 1H17）	5
图 6：招行个人贷款结构（截至 1H17）	5
图 7：招行个人贷款占比达 48.08%（1H17）	5
图 8：招行零售收入占比持续提升，零售税前利润占比达 55.43%（截至 1H17）	6
图 9：招商银行非息收入占比长期居于同业前列（截至 3Q17）	6
图 10：招行手续费收入占比居于同业前列（3Q17）	6
图 11：股份行净息差 2Q17 明显企稳（截至 1H17）	7
图 12：招行 3Q17 计息负债成本率仅 1.72%，仅次于四大行，负债成本优势明显	8
图 13：存款为招行低成本负债（截至 1H17）	8
图 14：招行存款成本率优势明显，1H17 仅为 1.23%	8
图 15：招行存款占付息负债比例达 71.37%（3Q17）	8
图 16：招行负债以存款为主（截至 3Q17）	8
图 17：招行活期存款占比上升利于降低存款成本（截至 1H17）	9
图 18：招行活期存款占比高达 62.42%，领先同业（1H17）	9
图 19：招行个贷收益率明显超过企业贷款	9
图 20：招行 1H17 贷款收益率达 4.77%，居可比同业前列	10
图 21：我国商业银行不良率已经企稳	10

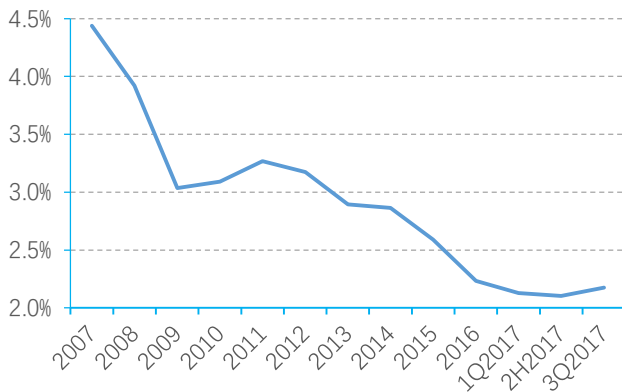
图 22: 2017 年初以来, 招行不良率明显下降 (截至 3Q17)	11
图 23: 招行逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额持续小于 1 (截至 1H17)	11
图 24: 招行不良贷款生成率下降, 1H17 为 0.56%.....	11
图 25: 招行 16 年后拨备覆盖率回升居同业前列 (截至 3Q17)	11
图 26: 招行净利润保持高速增长, 2015 年之后领先可比同业	12
图 27: 招行总资产报酬率保持在 1%以上, 2015 年后远超可比同业.....	12
图 28: 招行 ROE 居同业前列, 3Q17 达 18.7% (年化) 远超同业	12
图 29: 招行一卡通 POS 交易量快速增长, 2016 年达 1.01 万亿元.....	13
图 30: 招行信用卡截至 1H17 累计发卡量 8812 万张.....	13
图 31: 招行信用卡累计发卡量仅次于工行和建行 (1H17)	13
图 32: 17 年上半年招行信用卡交易额居行业首位.....	14
图 33: 招行信用卡收入增速可观 (截至 1H17)	14
图 34: 招行金葵花及以上客户 1H17 达 204.80 万户.....	14
图 35: 截至 17 年 6 月末, 金葵花及以上客户 AUM 达 4.82 万亿元.....	14
图 36: 金葵花及以上客户 AUM 占零售客户 AUM 的 81.73% (1H17)	15
图 37: 金葵花及以上客户 AUM 占零售客户 AUM 的 81.73% (1H17)	15
图 38: 招行个人理财产品销售额呈明显上升趋势	15
图 39: 招行 1H17 理财产品余额居行业第二, 仅次于工行	15
图 40: 1H17 招行私行户数达 6.4 万户.....	16
图 41: 1H17 招行的私行 AUM 达 1.8 万亿元	16
图 42: 招行私行 AUM 占零售客户总资产比重高于同业, 1H17 达 30.51%	16
图 43: 招行核心资本充足率稳步提升, 3Q17 达 12.72%.....	18
图 44: 3Q17 招行核心一级资本充足率 12.72%, 仅次于工行、建行	18
图 45: 3Q17 招行资本充足率 15.01%, 居 A 股上市银行首位.....	18
表 1: 招行手续费及佣金结构变化 (截至 1H17)	7
表 2: 招行当前 PB 估值较股份行平均溢价约 70%	19

1. 零售银行战略先行者，堪称零售之王

目前，我国商业银行的盈利仍高度依赖于存贷利差。但是，随着利率市场化的推进以及金融脱媒的影响，银行资产端的收益率下行，利差不断缩窄，银行盈利能力受到较大影响。相较于对公业务，零售银行业务受经济周期影响更小，具有一定的弱周期性。**这些年来，越来越多的银行将零售银行转型提升至全行战略。**

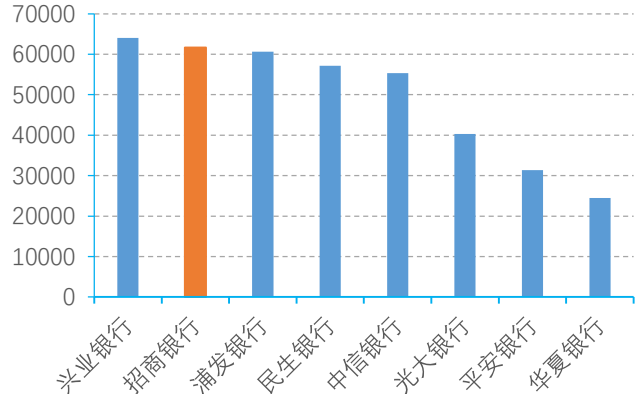
招商银行成立于 1987 年，是我国第一家也是目前市值最高的股份制银行（数据截至 20180302）。截至 2017 年 9 月末，招行总资产规模达 6.17 万亿元，位居股份制银行第二；存款规模达 3.97 万亿，居于上市银行第六，为股份制银行首位。

图 1：自 2007 年以来我国商业银行净息差持续收窄（截至 3Q17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：招行 2017 年三季度资产规模达 6.17 万亿元（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

招行是我国商业银行零售业务的先驱，为零售银行的佼佼者。我国金融业分业经营的体制决定了商业银行以传统存贷为主的业务结构，主要包括批发业务和零售业务（批发业务的对象主要是工商企业和机构，单笔数额较大）。2004 年之前，招行收益的绝大部分依靠批发业务，对利差有较大的依赖。招行自 2004 年就开始将零售视为战略重点，大力发展零售业务。时任行长马蔚华曾提出：“不做对公业务，现在没饭吃；不做零售业务，将来没饭吃”。

招行在 2004 年的年报中提出发展零售业务、中小企业业务和中间业务，在此基础上逐步形成了有别于国内同业的业务结构与经营特色；在 2009 年年报中提出以“降低资本消耗、提高股本回报率、控制成本费用”为核心的“内涵型发展”；在 2013 年年报中进一步提出以“一体两翼”（零售金融为体，公司金融和同业金融为翼）为策略打造“轻型银行”。

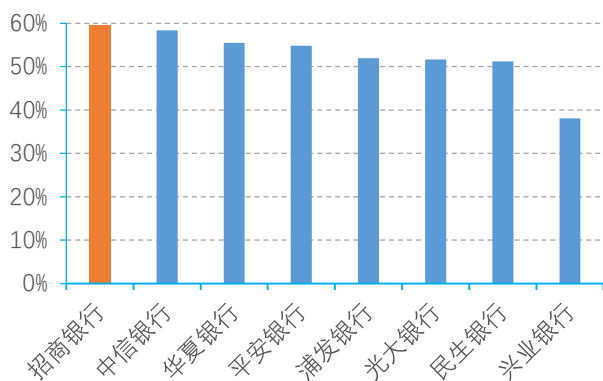
经过长期的积累和发展，招行形成了独特的业务结构，盈利能力强劲，资产质量较优，资本完全内生性补充，堪称“零售之王”。2017 年 6 月末，个人贷款占比高达 48.1%，活期存款占比达 62.42%，较高的贷款收益率及较低的存款成本造就招行强劲的盈利能力。招行近十年平均 ROE 达 21.98%，17 年 ROE 达 16.54%，处于业内较高水平。2017 年 9 月末，核心一级资本充足率 12.72%（远高于 7.5% 的监管要求），上市银行中仅次于建行和工行，轻资本转型成效显著，资本依靠内生性补充，再融资需求极低。

经过 2004 年以来十多年的积累，招行成为零售银行的领头羊，有着“零售之王”之美称。而零售业务也成就了招行显著高于行业平均的盈利能力，且 ROE 受降息等影响下降几年后于 2017 年 ROE 开始回升。

1.1. 零售贷款占比高，零售收入贡献大

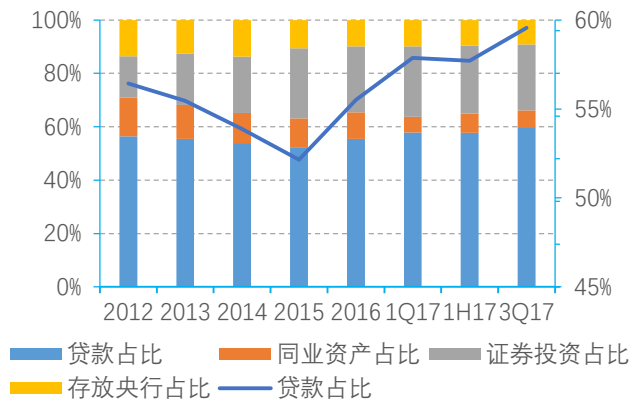
贷款一直是招商银行生息资产的主要组成部分，占比长期高于 50%。2012-15 年受经济下行，信贷风险上升的影响，这一比例有所下降，2015 年后贷款占比稳步上升，并在 3Q17 达到 59.57%，居于我国股份制上市银行首位。

图 3：招行贷款占比达 59.57% (3Q17)



资料来源：Wind，天风证券研究所

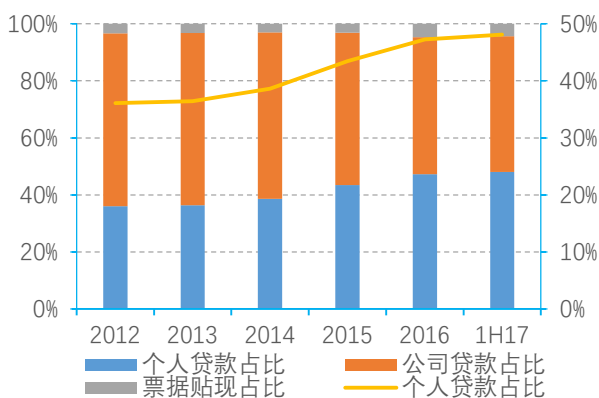
图 4：贷款一直是招行资产的主要部分（截至 3Q17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

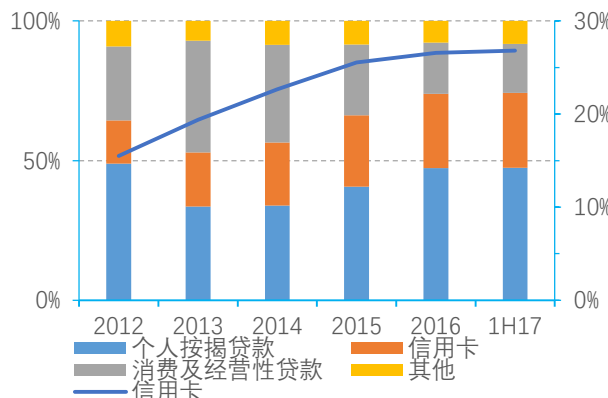
零售贷款占比高，且持续上升。从贷款结构来看，招行的个人贷款占比逐年提升，由 12 年的 36.06% 逐年上升至 1H17 的 48.08%，占比较高。

图 5：招行个人贷款占比逐年提升（截至 1H17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

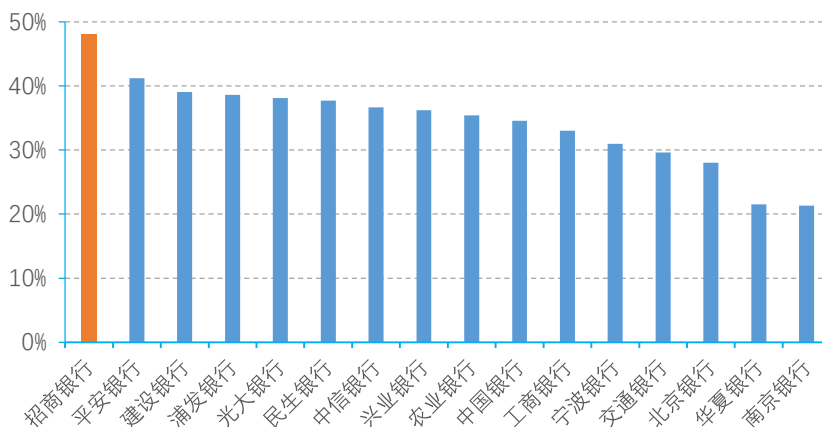
图 6：招行个人贷款结构（截至 1H17）



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

2007 年以来，个人房贷为零售贷款中占比最高的，其比重先下降后上升。2009 年招行提出建设“内涵型银行”，开拓多样化的零售贷款业务，此后消费以及经营性贷款等收益率更高的贷款比重逐渐上升，房贷占比也从 09 年的 71.66% 降至 13 年的 33.57%。2013 年后因经济下行信贷风险上升，小微企业经营性贷款投放增速下降，房贷因其信用风险低，占比重新回升。2017 年则受严格的房产调控政策影响，房贷投放增速下降，1H17 房贷占比 47.46%，同比基本持平。信用卡贷款一直保持良好的增速，并逐渐发展成为招行的特色业务，1H17 信用卡贷款占比达 26.81%，成为第二大零售贷款去向。

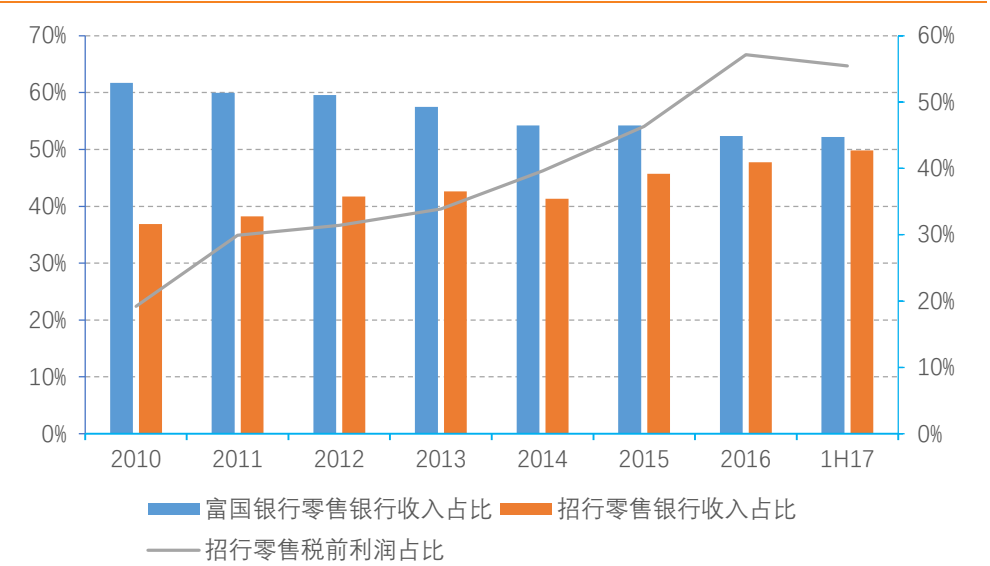
图 7：招行个人贷款占比达 48.08% (1H17)



资料来源：Wind，天风证券研究所

1H17 零售银行收入占比达 49.9%，和以“零售”为标签的富国银行（Wells Fargo）的 52.2% 已十分接近。2016 年招行得益于零售金融业务带来的非息业务利润规模迅速扩大，零售业务税前利润占比提升至 57.11%，1H17 这一比例依然维持在 55.43%。

图 8：招行零售收入占比持续提升，零售税前利润占比达 55.43%（截至 1H17）



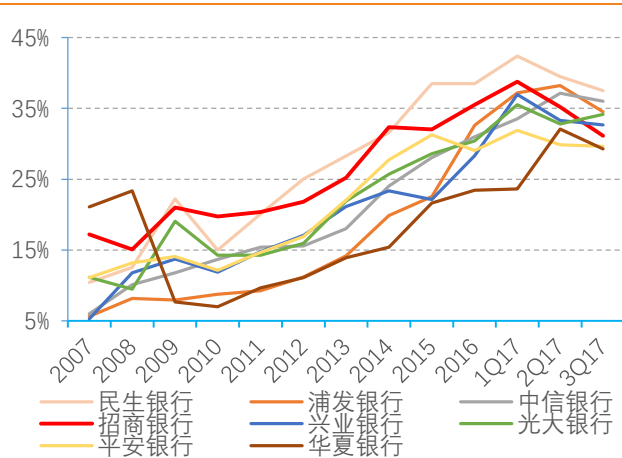
资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

1.2. 收入结构较优，非息收入占比稳中有升

招行非息收入占比长期居于 A 股上市银行前列。2015 年起招行对信用卡分期收入进行重分类，将其从手续费收入重分类至利息收入；2016 年实现代理保险和受托理财等财富管理手续费及佣金收入的快速增长，非息收入占比高达 35.53%。2017 年以来，与资本市场高度相关的代理基金和代理信托业务增长放缓，但信用卡非息收入依然保持高增长。

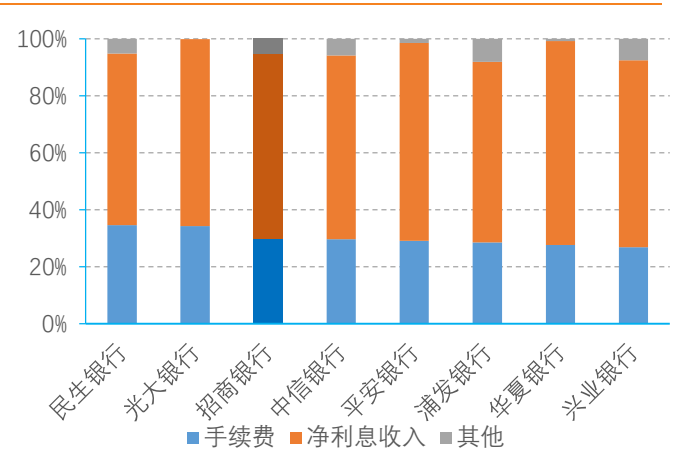
一般而言，手续费和佣金净收入的占比随着银行业务成熟度的上升而增加。3Q17 招行手续费收入占比为 29.8%，仅次于民生银行（34.58%）和光大银行（34.36%）；3Q17 非息收入占比则达 35.2%。

图 9：招商银行非息收入占比长期居于同业前列（截至 3Q17）



资料来源：Wind, 公司财报, 天风证券研究所

图 10：招行手续费收入占比居于同业前列（3Q17）



资料来源：Wind, 公司财报, 天风证券研究所

从手续费和佣金结构来看，因代理银联 POS 业务和个人信用卡业务的发展，银行卡手续费收入占比较稳定；结算与清算手续费占比快速提高受益于电子支付的普及；代理服务手续费收入、受托业务收入则受资本市场影响较大，表现出更大的波动性。

表 1: 招行手续费及佣金结构变化 (截至 1H17)

	2015	2016	1H17
银行卡手续费 (含信用卡)	16.75%	16.79%	17.35%
结算与清算手续费	6.71%	9.89%	14.47%
代理服务手续费	23.73%	19.88%	22.06%
信贷承诺及贷款业务	7.38%	6.12%	6.05%
托管及其他受托业务	30.73%	35.39%	31.82%
其他	14.71%	11.93%	8.24%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

2. 净息差高而不良低, 零售优势造就高 ROE

2017 年 12 月发表的 BIS 工作论文《Bank business models: popularity and performance》通过对全球 178 家银行 2005-15 年的面板数据研究发现, 转向零售的银行 (retail-funded banks) 相较于未转型的银行 ROE 平均提升 2.5 个百分点。

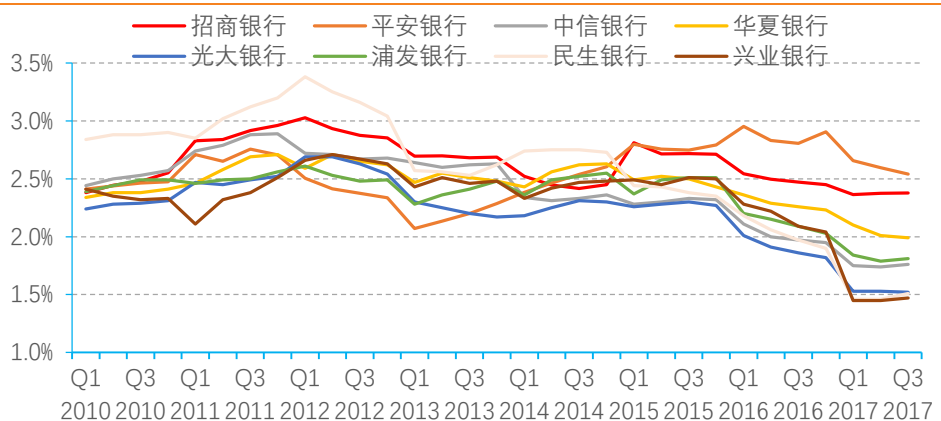
商业银行零售业务 ROE 往往显著高于批发业务 (对公业务), 零售存款成本一般低于对公存款, 零售贷款 (房贷除外) 收益率往往较高。

招行自 2004 年提出发展零售业务以来, 经历“二次转型”以及“一体两翼”、“轻型银行”等思路转变, 成为零售银行的领跑者, 多次获得“中国最佳零售银行”称号。

2.1. 负债成本优势显著, 净息差持续保持较高

净息差自 2010 年以来一直位居同业前列, 2015 年随着央行多次降息以及利率市场化加速, 我国银行的净息差普遍收窄。随着连续降息等对息差的影响基本反映, 2Q17 银行净息差呈现企稳态势。

图 11: 股份行净息差 2Q17 明显企稳 (截至 1H17)

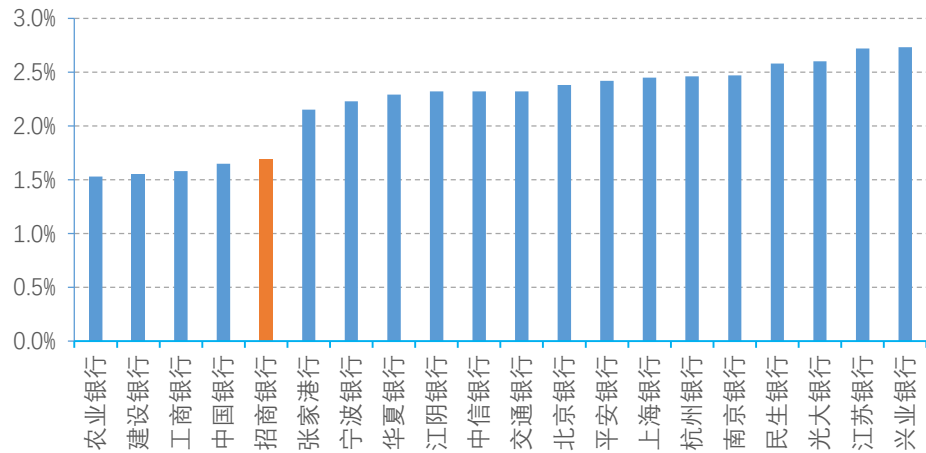


资料来源: Wind, 天风证券研究所

招行领先同业的净息差得益于零售优势下的低负债成本及较高的资产收益率。存款一直是招行成本最低的计息负债, 同时招行的存款中活期占比居股份行首位, 这带来了极具优势的存款成本率, 1H17 招行存款成本率低于建行、农行和工行, 为十六家老上市银行最低, 仅为 1.23%。

负债成本优势显著。招行负债以存款为主，存款在计息负债的比例高达 71.73% (3Q17)，这带来了极具优势的计息负债成本率 (1.72%)，上市银行中仅次于四大行。

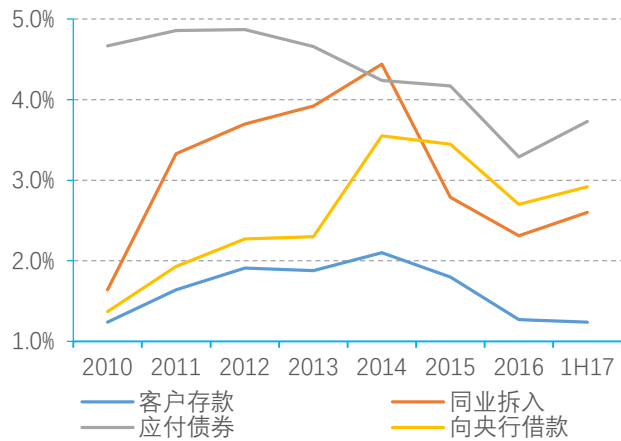
图 12：招行 3Q17 计息负债成本率仅 1.72%，仅次于四大行，负债成本优势明显



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

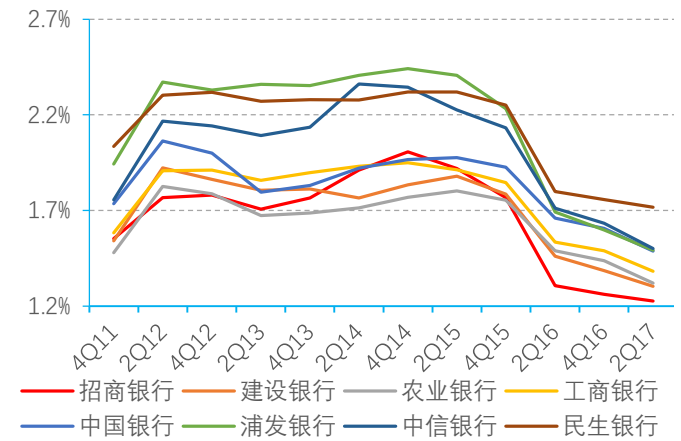
负债以存款为主，占比长期高于 70%。尽管随着同业存单行规模的扩大以及债券市场的发展，这一比例有所下降，3Q17 存款占付息负债的比例依然达到 71.73%，居于我国股份制上市银行首位。

图 13：存款为招行低成本负债（截至 1H17）



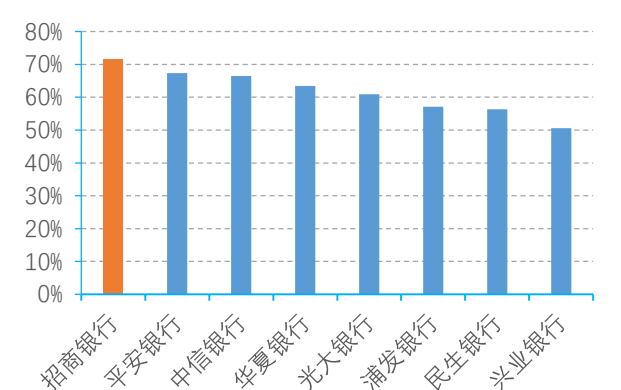
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 14：招行存款成本率优势明显，1H17 仅为 1.23%



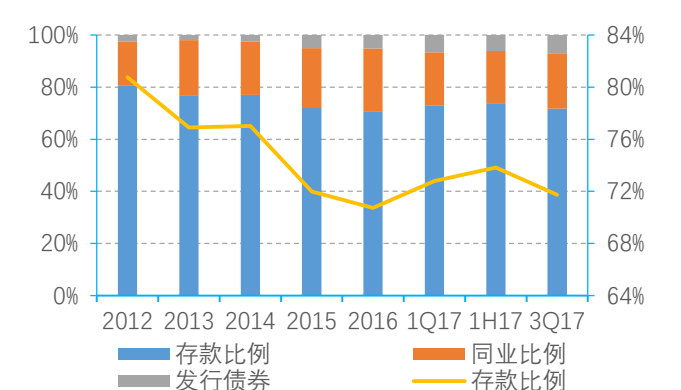
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：招行存款占付息负债比例达 71.37% (3Q17)



资料来源：Wind，天风证券研究所

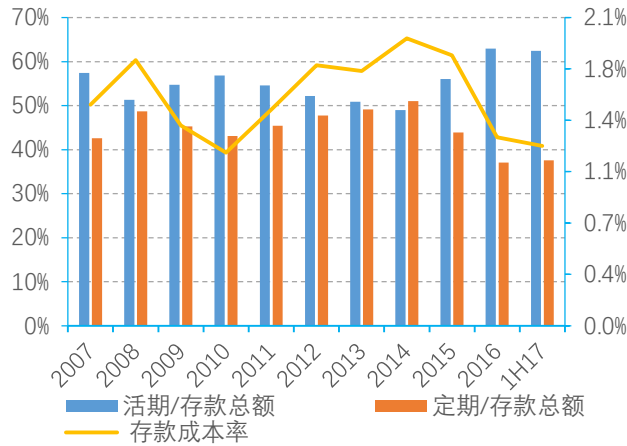
图 16：招行负债以存款为主（截至 3Q17）



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

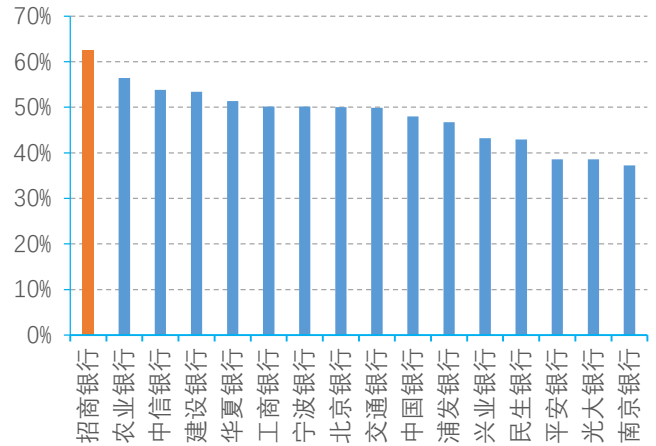
从存款结构来看，活期占比持续高于 50%。2014 年招行提出以“一体两翼”（零售金融为体，公司金融和同业金融为翼）为策略发展“轻型银行”，加大发展活期存款业务，活期占比进一步提升。1H17 活期存款占比达 62.42%（仅次于贵阳银行的 66.02%），居股份行首位，活期存款占比的提升带来存款成本率的下降。

图 17：招行活期存款占比上升利于降低存款成本（截至 1H17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

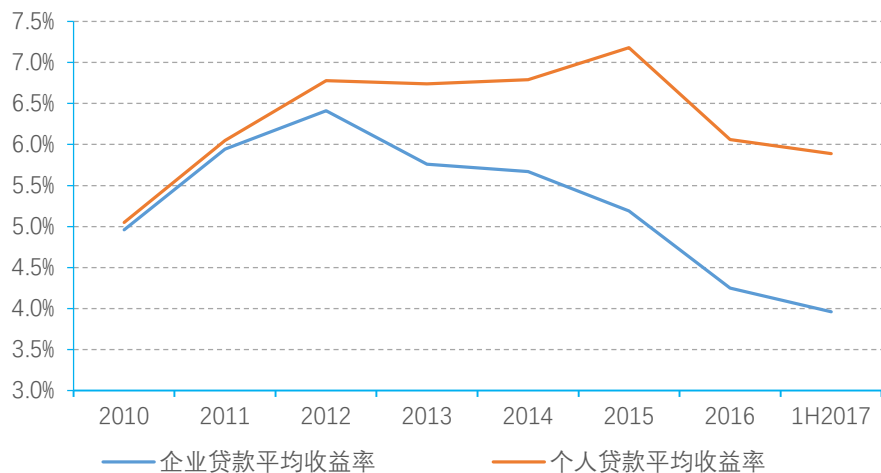
图 18：招行活期存款占比高达 62.42%，领先同业（1H17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在资产端招商银行的零售贷款比重不断提升，个人贷款相较企业贷款而言具有较高的平均收益率，形成较有竞争力的贷款收益率。零售贷款中，消费贷款和小微企业经营性贷款具有较高的收益率，个人按揭贷款则不良率低。

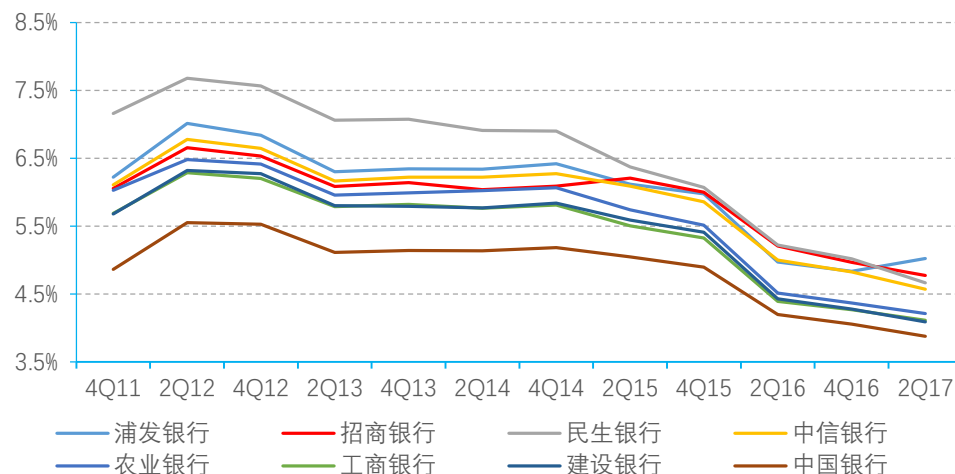
图 19：招行个贷收益率明显超过企业贷款



资料来源：WIND，天风证券研究所

贷款作为主要资产，收益率较高。招行资产以贷款为主，金融强监管之下回归本源，压缩同业资产等，贷款重要性更加凸显。1H17 招行的贷款收益率达 4.77%，居于可比同业前列。

图 20：招行 1H17 贷款收益率达 4.77%，居可比同业前列

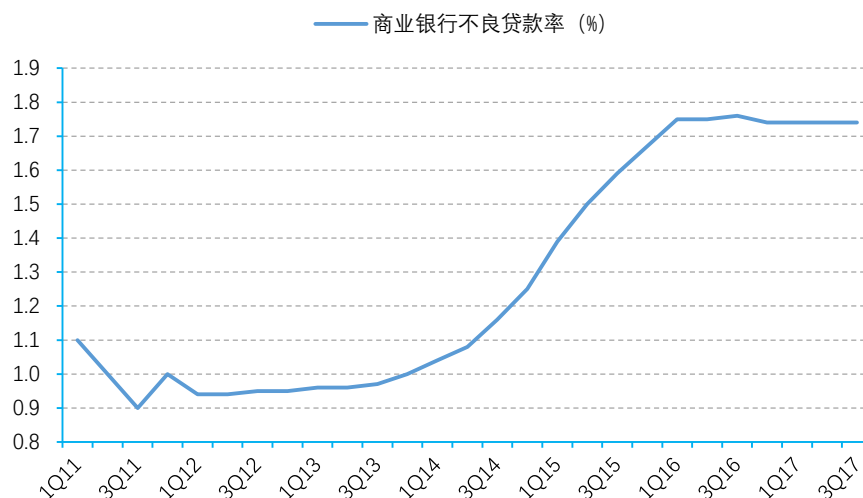


资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

2.2. 不良贷款率企稳，资产质量改善

招行对不良贷款认定严格，风险暴露较为充分。2013 年以来，国内经济下行较快，信贷风险上升，我国商业银行的不良率快速上升，由 2013 年的不到 1% 上升至 3Q16 的 1.76%。此后，不良贷款率连续多个季度稳定在 1.74%。

图 21：我国商业银行不良率已经企稳

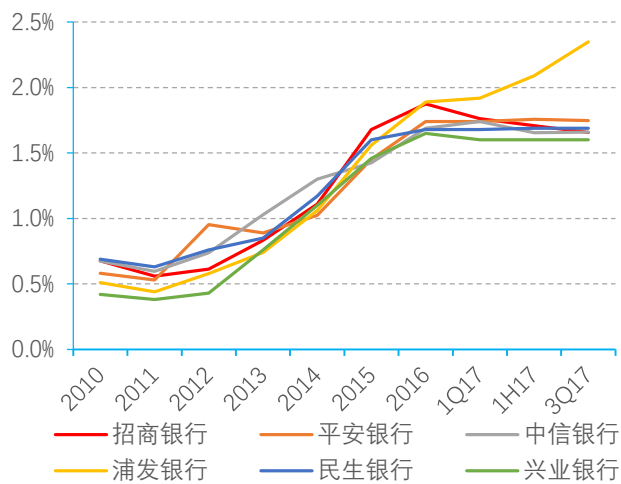


资料来源：WIND，天风证券研究所

招行对不良贷款认定趋严，1H17 逾期 90 天以上的贷款/不良贷款余额为 85.06%，不良认定标准严格。2016 年在不良贷款率和不良贷款净生成率双高的情况下，招行对不良贷款分类采取更为审慎的标准。这一比率长期小于 1 表明招行的不良贷款认定标准严格。

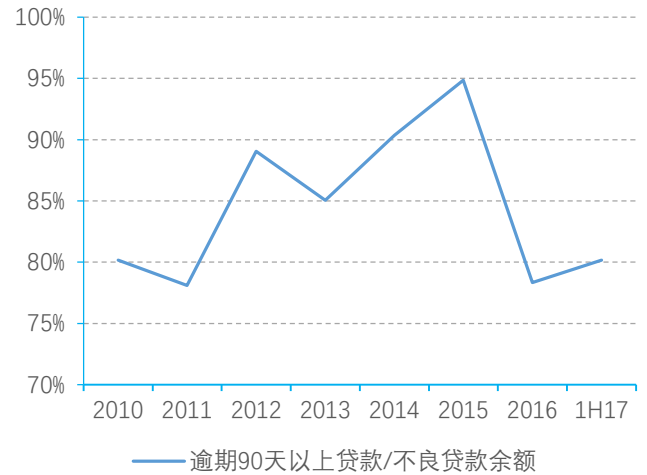
不良贷款率下降明显。2011 年以来，随着经济发展换挡经济下行，招行不良贷款率快速攀升。但 2017 年以来，在经济企稳复苏之下，招行不良贷款率显著下降。2017 年末，不良贷款率为 1.61%，同比下降 0.26 个百分点。

图 22：2017 年初以来，招行不良率明显下降（截至 3Q17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

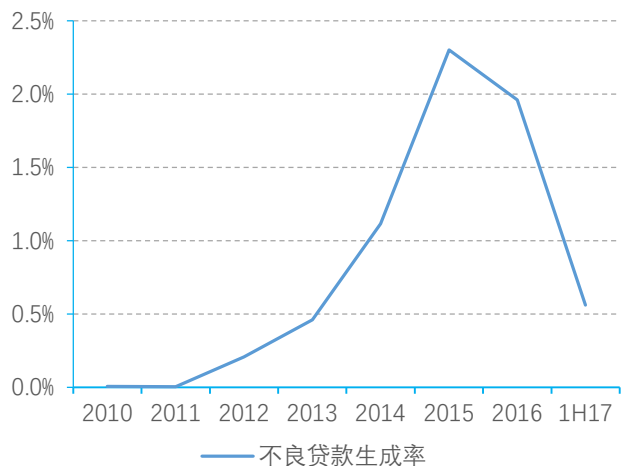
图 23：招行逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额持续小于 1（截至 1H17）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

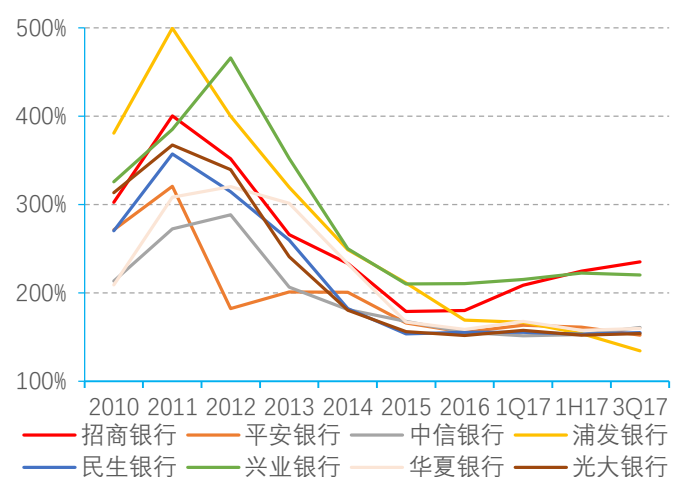
资产质量明显改善。不良贷款生成率可以近似理解为银行贷款资产每年生成不良贷款的速度。招行 2016 年加上核销的不良贷款生成率由 2015 的 2.35% 下降到 1.96%，下降了 39 BP，这表明招商银行的贷款质量在 2016 年开始企稳。而 1H17 不良净生成率仅为 0.56%，同比大幅下降，资产质量压力显著缓解。

图 24：招行不良贷款生成率下降，1H17 为 0.56%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：招行 16 年后拨备覆盖率回升居同业前列（截至 3Q17）



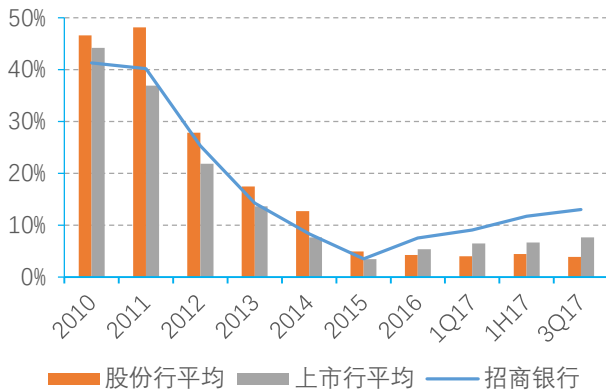
资料来源：Wind，天风证券研究所

拨备覆盖率一直居于同业前列，在资产质量明显改善的情况仍加大了拨备计提力度。尤其是 2016 年以来，在拨备覆盖率提升的情况下，净利润增速上升，十分难能可贵。3Q17 拨备覆盖率达 235%，我们认为，未来拨备反补利润空间大。

2.3. 业绩较快增长，ROE 领先同业

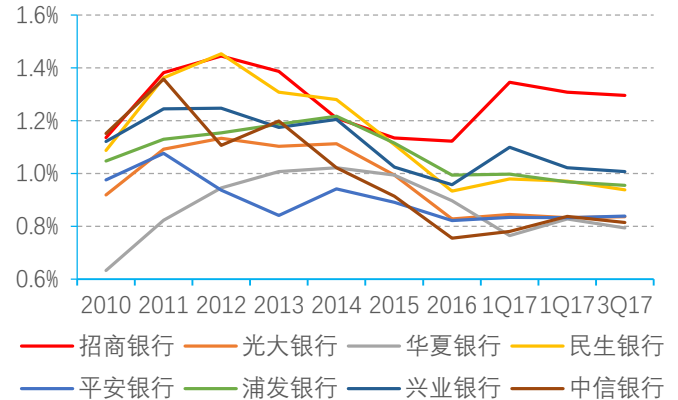
盈利增速较高且持续领先可比同业。招行净利润长期保持较高的增速，这得益于我国经济的较快发展，资产规模扩张以及较好的经营转型。我国商业银行的盈利较多地依赖存贷业务，净利差收窄对利润影响较大，2012 年至 2015 年央行多次降息，招行的净利润增速也有所下滑。2013 年后资产质量明显恶化，招行加大了拨备计提，净利润增速较前期放缓；2016 年资产质量企稳，拨备有所减轻。当利率重回上升通道时，招行凭借良好的风险管理以及零售优势，净利润增速开始回升，3Q17 达 13%，明显超过同期上市银行平均 7.6% 的净利润增速。

图 26：招行净利润保持高速增长，2015 年之后领先可比同业



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：招行总资产报酬率保持在 1% 以上，2015 年后远超可比同业

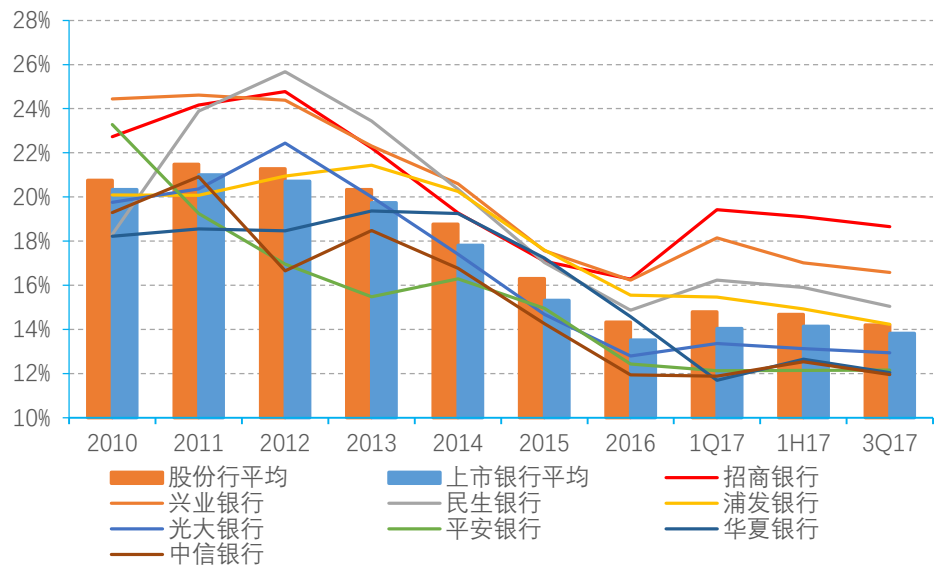


资料来源：Wind，天风证券研究所

3Q17 招行年化 ROA 达 1.30%、ROE 达 18.7%，均领先可比股份行。近六年情况看，招行盈利能力稳定，ROA 均维持在 1% 以上，ROE 亦维持高于 16% 的水平。招行 ROE 持续高于股份行平均，在 2016 年开始超过可比上市股份行，之后持续领先。2017 年 ROE 达 16.54%。

我们认为，公司稳定且高于同行的盈利能力主要在于其精耕零售，有资产和负债端的双重优势，在资产质量企稳之后尤其突出；2014 以来打造以“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”为核心的“轻型银行”战略卓有成效。

图 28：招行 ROE 居同业前列，3Q17 达 18.7% (年化) 远超同业



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 精耕零售业务，信用卡与财富管理结硕果

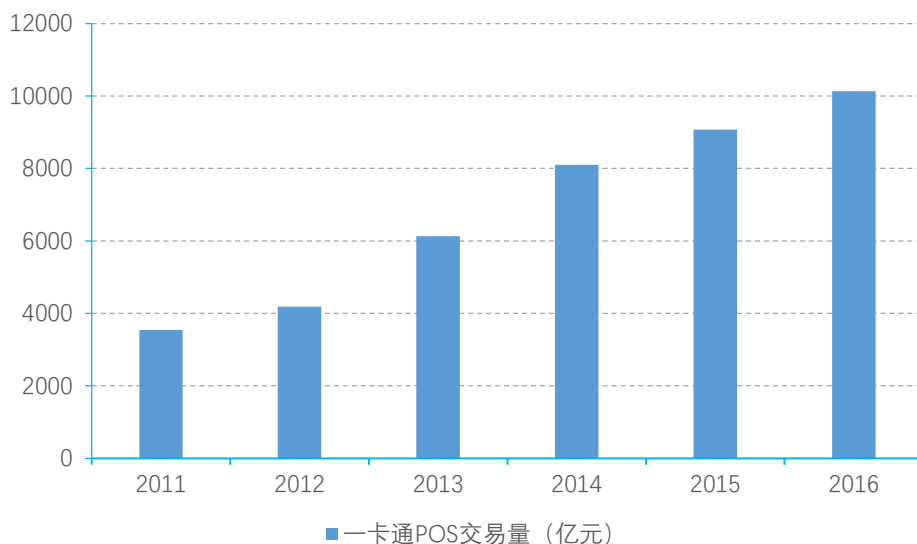
商业银行的零售业务是指面向个人、家庭的，包括存贷款、结算汇兑、投资理财等的综合性金融服务。与批发业务不同，零售业务交易对象分散、交易数额较小。1H17 招行零售客户达 9733 万，居股份行首位；3Q17 零售客户数突破一亿。

招行目前形成了多层次的零售体系：对普通客户开展消费贷款业务（包括信用卡），在此基础上开展中端客户的财富管理业务（包括信托、基金、保险代理销售，理财产品销售），对高端客户开展私人银行业务，满足客户的各类资产管理要求。

3.1. 信用卡：厚积薄发，稳居第一梯队

招行早期的创新为信用卡业务积累了客户基础。1995 年推出集多储种、多币种、多功能于一身的一卡通，代表着商业银行从纸质存折到电子账户的历史性技术转折。截至 2017 年 6 月末，招行零售客户一卡通发卡总量 11041 万张，较 16 年末增长 5.22%，卡均存款 1.03 万，较 16 年末增长 1.98%。2016 年一卡通累计交易额 2.18 万亿元。

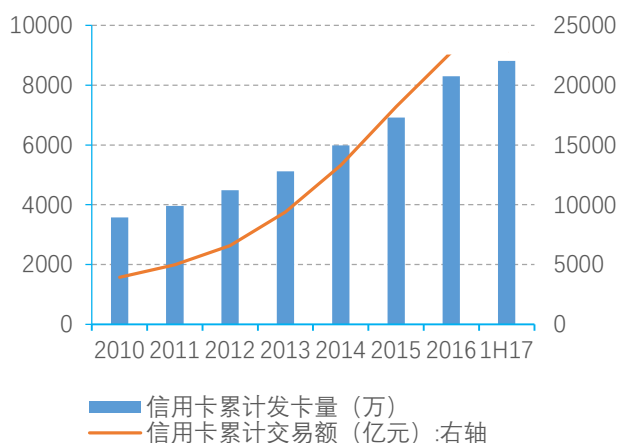
图 29：招行一卡通 POS 交易量快速增长，2016 年达 1.01 万亿元



资料来源：公司财报，天风证券研究所

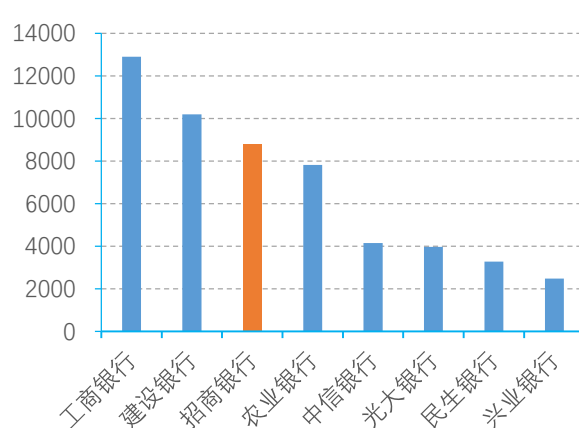
信用卡业务的先行者。早在 2002 年招行便推出了集专业化服务的信用卡，为中国信用卡市场的先行者。截至 2017 年 6 月末，招行信用卡客户数达到 4111 万，累计发卡量达 8812 万张，流通卡数达 5192 万张，贷款余额 4560.86 亿元，仅次于工行和建行。

图 30：招行信用卡截至 1H17 累计发卡量 8812 万张



资料来源：公司财报，天风证券研究所

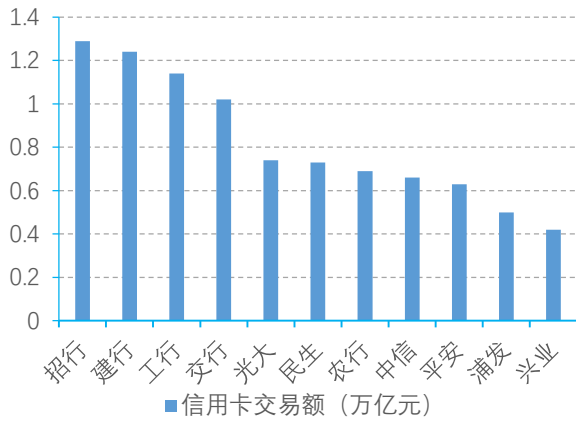
图 31：招行信用卡累计发卡量仅次于工行和建行（1H17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

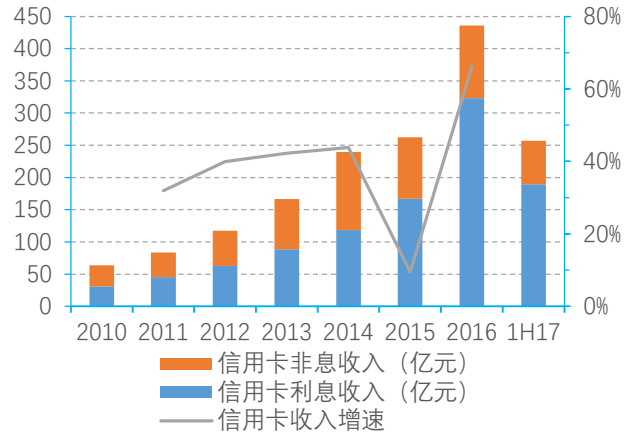
信用卡交易额跃居行业首位。招行将信用卡板块独立成为 APP，截至 2017 年 6 月末，累计绑定用户数 3753 万户，年度活跃用户数 3195 万户，成为招行信用卡业务重要的入口和平台。1H17 招行信用卡交易额达 1.29 万亿，同比增长 22.3%，为国内银行业第一；实现信用卡利息收入 189.2 亿元，同比增长 21.6%；信用卡非利息收入 67.8 亿元，同比增长 29.4%。

图 32：17 年上半年招行信用卡交易额居行业首位



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 33：招行信用卡收入增速可观（截至 1H17）



资料来源：Wind，天风证券研究所

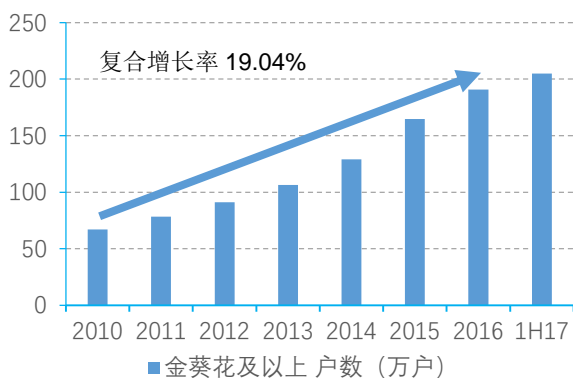
信用卡业务对营收的贡献大。2015 年招行将信用卡分期收入进行了重分类，将其从非息收入调整为利息收入。据中报披露，招行 17 年上半年实现信用卡收入达 257 亿元，占营业收入的比例高达 22.8%。

3.2. 财富管理：构筑护城河，业绩耀眼

招行率先对客户群体进行细分并提供分类管理服务。早在 2002 年便推出面向资产在 50 万以上客户的金葵花理财；2009 年开始为资产超过 500 万元的客户提供“金葵花”钻石理财服务；截至 1H17，招行已经在 54 个境内城市和 6 个境外城市形成面向高端客户的 63 家财富管理中心服务网络。招行多次获得《亚洲银行家》“中国最佳财富管理业务”奖项，“金葵花理财”更是被《证券时报》授予“中国最佳财富管理品牌”。

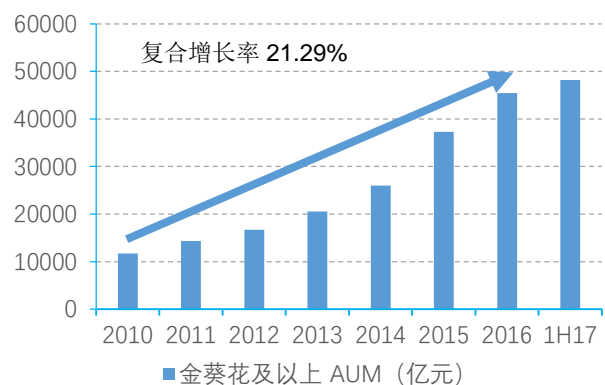
截至 2017 年 6 月末，招行金葵花及以上客户达 204.8 万户，自 2010 年以来复合增长率达 19.04%；管理金葵花及以上客户总资产余额（AUM）达 4.82 万亿元，自 2010 年以来复合增长率高达 21.29%。

图 34：招行金葵花及以上客户 1H17 达 204.80 万户



资料来源：公司财报，天风证券研究所

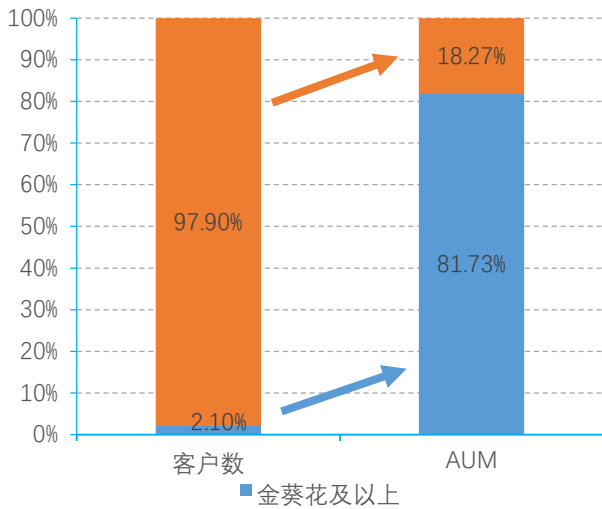
图 35：截至 17 年 6 月末，金葵花及以上客户 AUM 达 4.82 万亿元



资料来源：公司财报，天风证券研究所

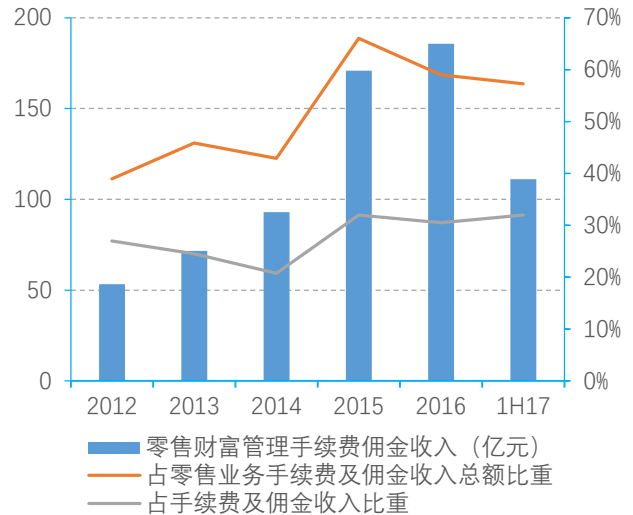
截至 1H17，招行金葵花及以上客户数仅占全行零售客户的 2.1%，但 AUM 占全行管理零售客户总资产余额的 81.73%；金葵花及以上客户达 204.8 万户，AUM 达 4.8 万亿。这表明招行高端客户较多，具备开展财富管理业务的高端客户基础。

图 36: 金葵花及以上客户 AUM 占零售客户 AUM 的 81.73% (1H17)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 37: 金葵花及以上客户 AUM 占零售客户 AUM 的 81.73% (1H17)

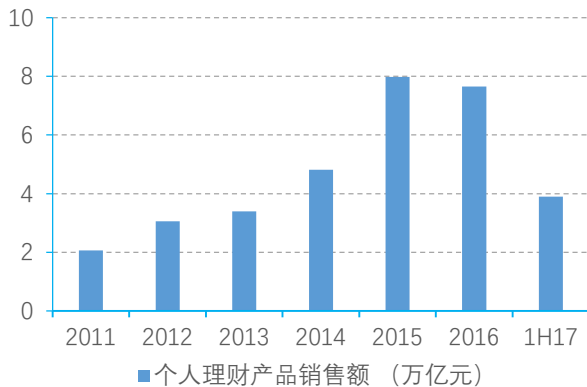


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

招行零售财富管理业务所获得的手续费及佣金收入在总的手续费及佣金净收入中平均占比达 20%以上, 对中间业务收入贡献相当可观。2017 年上半年, 零售财富管理业务产生的手续费及佣金收入 111.15 亿元, 占总零售手续费佣金收入比重达 57.29%。财富管理业务主要从代理开放式基金销售、代理信托类产品销售以及代理保险保费等赚取手续费以及佣金收入。

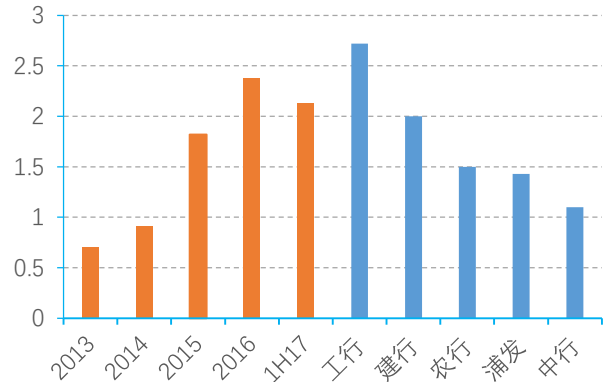
随着零售发展战略的确立, 招行个人理财产品销售额呈现明显的上升趋势。截至 1H 17, 招行理财产品募集资金金额、表外理财产品募集资金余额在商业银行中均排第二。

图 38: 招行个人理财产品销售额呈明显上升趋势



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 39: 招行 1H17 理财产品余额居行业第二, 仅次于工行



资料来源: Wind, 天风证券研究所

构筑护城河, 提升核心竞争力。招行财富管理业务“依托于专业市场研究团队, 针对宏观市场和金融市场趋势动态变化进行独立研究, 并定期提供市场观点、中长期投资策略及大类资产配置策略, 全面支持财富管理业务投资决策。同时, 通过对宏观经济走势、市场竞争环境、财富管理业务发展规律和客户投资偏好的研判, 面对市场跌宕起伏、同业竞争同质化、异业冲击日趋激烈等不利外部条件, 秉承‘以客户为中心’的理念, 结合大数据、人工智能和图像识别等 Fintech 技术, 积极构建包括基金售后服务体系在内的财富管理综合服务体系, 进一步提升财富管理业务的核心竞争力。”

经过多年的发展, 招行财富管理业务已经成为行业领军者。

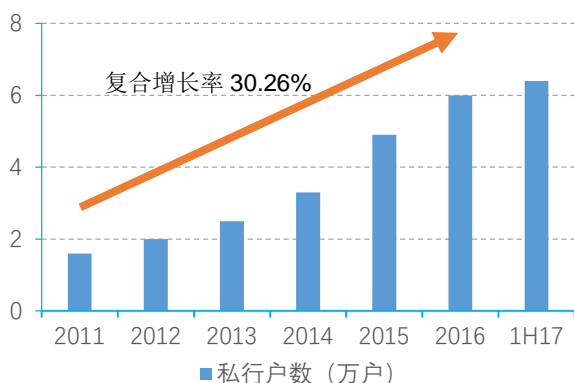
3.3. 私行业务: 不仅是先行者, 更是王者

私行业的先行者。早在 2007 年招行就开展了私人银行业务, 即为月日均全折人民币总资产

产在 1000 万元及以上的零售客户提供个人、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。招行多次获得《欧洲货币》和新加坡《国际私人银行家》杂志等机构评选的“中国区最佳私人银行”大奖，在 2016 年领先工行、中行跻身全球资产管理规模最大的前 20 家私人银行。

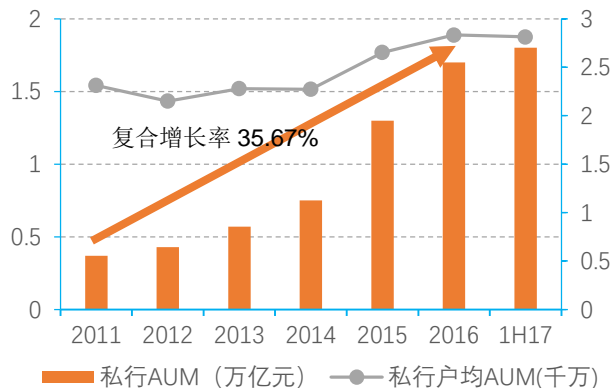
招行的私行客户数，AUM 和户均资产均高于同业。截至 2017 年 6 月末，招行私人银行客户数 6.4 万户，近五年复合增长率 30.26%；管理的私人银行客户总资产 1.8 万亿元，近五年复合增长率 35.67%，管理的户均资产约 2800 万。已经形成由遍布 54 个境内城市，6 个境外城市的 58 家私人银行中心组成的服务网络。

图 40：1H17 招行私行户数达 6.4 万户



资料来源：公司财报，天风证券研究所

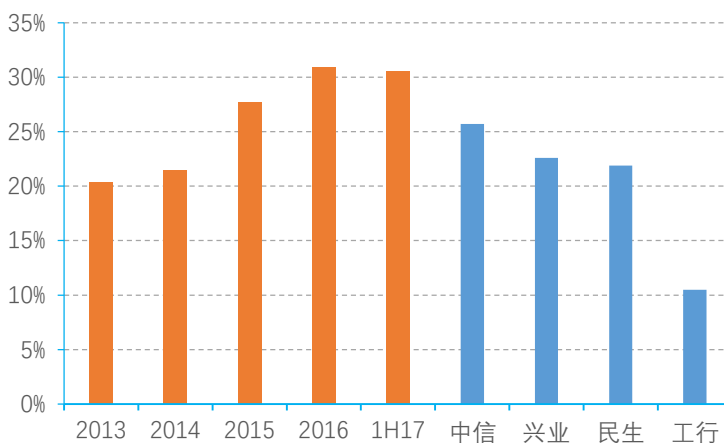
图 41：1H17 招行的私行 AUM 达 1.8 万亿元



资料来源：公司财报，天风证券研究所

私行业务的王者。招行的零售客户资产集中程度高，已经形成一定的规模优势。招行私行 1H17 总资产管理规模达 1.8 万亿元，居商业银行首位，户均 AUM 达 2803 万元。同时私行 AUM 占零售 AUM 的比重持续上升，1H17 达 30.51%，居上市银行首位。

图 42：招行私行 AUM 占零售客户总资产比重高于同业，1H17 达 30.51%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

招行私人银行的成功源于其较早推出“1+N”服务模式。即每个客户经理背后都有一批为各方面提供支持的专家团队，为私人银行客户分析、选择最佳产品，弥补单个客户经理专业知识的不足，最大限度地为实现客户财富目标而服务。这契合了根据客户的风险承受、流动性偏好和收益目标制定财富管理方案的私人银行服务本质。

同时招行积极开拓海外理财私人银行服务。于 2008 年收购永隆银行，成立第一家海外财富管理中心；2015 年成立私人银行海外中心。

4. Fintech 赋能，金融科技银行领头羊

“移动互联网将成为下一个十年深刻改变人们生活方式的最大因子，金融科技将会重新定义商业银行的经营之道。”-招行行长 田惠宇

在《2016 年年度报告》中，招行行长提出，必须举全行“洪荒之力”，推进以“网络化、数据化、智能化”为目标的金融科技战略。而《2017 年半年度报告》招行明确，将按照上一年度税前利润的 1%提取专项资金设立金融科技创新项目基金，鼓励全行利用新兴技术进行金融创新。以期促进金融科技创新，积极提升金融科技能力，推动移动互联、云计算、大数据、人工智能、区块链等新兴技术的创新应用，明确定位“金融科技银行”，对标金融科技企业，加快向“网络化、数据化、智能化”目标迈进。

在零售金融领域，招行坚持“手机优先”策略。手机银行 APP 推出直播、收益报告、收益牛人榜、收支记录 2.0 等功能，围绕客户手机不断打造经营服务新模式，持续提升客户线上活跃度与黏性。掌上生活 APP 持续升级智能服务，打造基于大数据的个性化信息推荐功能，大力发展现金型消费信贷业务，推出 e 招贷产品。截至 1H17，招行 APP 累计下载客户数 4805 万户，年度活跃客户数 2855 万户；掌上生活 APP 累计绑定用户数 3753 万户，年度活跃用户数 3195 万户；e 招贷产品交易规模 381 亿元，贷款余额更是达到 300 亿元。

风险管理方面，纯线上贷款产品闪电贷不良生成额持续下降。招行引入第三方征信数据及客户在 P2P、小贷、消费金融公司等平台的借款信息，优化评分模型及预警模型；引入生物识别技术进行客户身份验证，精确识别客户伪冒申请。截至 1H17，闪电贷累计发放贷款 253.4 亿元，贷款余额 119.45 亿元，不良率 0.23%。

财富管理方面，“摩羯智投”申购规模累计达到 45 亿元，17 年上半年平均回报位于非货币基金的前 1/3。其能多次进行资产配置动态调整，并向客户提供 6 次月度投资运作报告。

同业客户方面，“招赢通”平台实现同业存款交易撮合和存款业务一站式、全自动化办理。截至 1H17，平台正式签约金融机构 1,108 家，线上业务量 3,264.63 亿元，线上交易替代率近 50%。

支付结算创新方面，上线国内及亚太地区首个区块链跨境领域项目——跨境直联支付区块链平台。

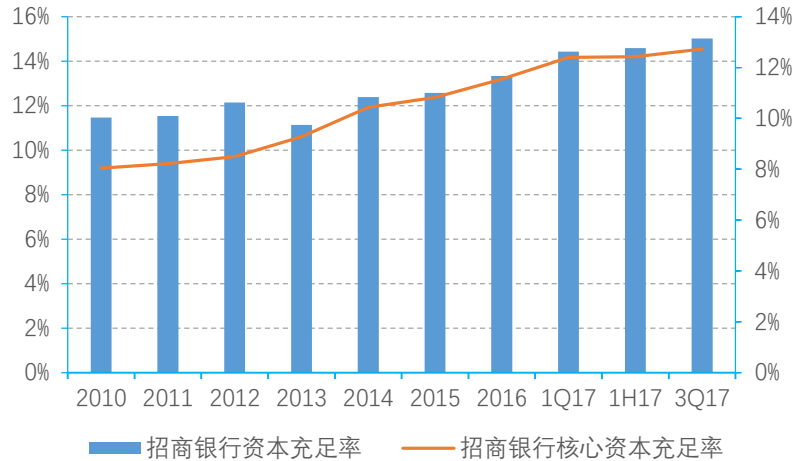
此外，持续推进多元化跨业联盟合作，构建具有招行特色的金融科技生态体系。与中国联通共同组建的招联消费金融有限公司积极开展大数据模型、征信、伪冒防控及产学研合作工作，截至 1H17，注册用户 3,131 万户，核批客户 1,189 万户，累计发放贷款 1,262 亿元，贷款余额 323 亿元，不良率 1.15%；与招商局集团共同组建的招银前海金融资产交易中心借助云计算、大数据等技术，构建了高效的非标金融资产运营体系及财富管理平台，截至 1H17，累计总交易量 3989.81 亿元。

5. 轻型战略成效显著，资本完全内生性补充

资本充足率以及核心资本充足率均呈现稳步提升的形态。招商银行自提出零售金融战略以来，以高定价低成本代替扩张规模消耗资本来提高盈利能力，尤其是 2016 年以来招商银行主动降低总资产规模增速，资本内生能力进一步提高。

自 2013 年以来，核心一级资本充足率逐年走高，由 13 年末的 9.27%大幅升至 3Q17 的 12.72%，资本压力已大幅下降。

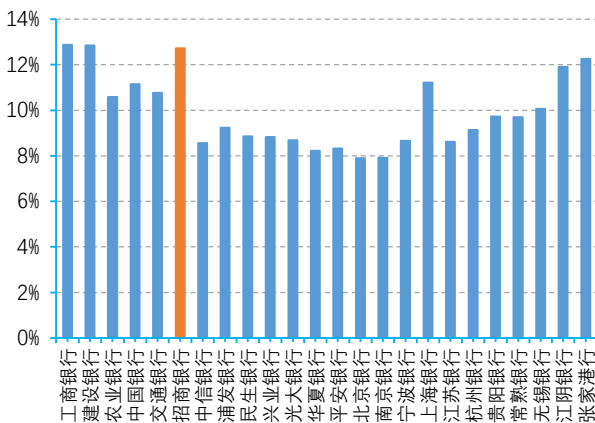
图 43：招行核心资本充足率稳步提升，3Q17 达 12.72%



资料来源：Wind，天风证券研究所

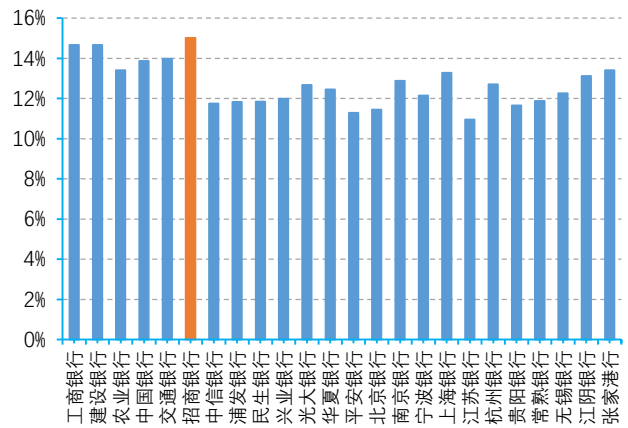
“轻型银行”战略已初见成效。截至 3Q17，核心一级资本充足率达 12.72%，仅次于工商银行、建设银行；资本充足率达 15.01%，居 A 股上市银行首位。

图 44：3Q17 招行核心一级资本充足率 12.72%，仅次于工行、建行



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 45：3Q17 招行资本充足率 15.01%，居 A 股上市银行首位



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

我们认为，招行走出了“信贷扩张-资本约束-再融资-新一轮信贷扩张”的传统模式，轻资本转型卓有成效，已经进入到资本完全依靠内生性补充阶段。3Q17 资本充足率达 15.01%，核心一级资本充足率高达 12.72%，远超监管要求。

6. 投资建议：高 ROE 的零售之王，给予“增持”评级

一直以来，中国银行业在“信贷扩张-资本约束-再融资-新一轮信贷扩张”的模式中循环，资本约束成为持续发展的最大瓶颈。但招行依靠零售业务实现了“低成本-较高息差-优化贷款质量-扩大盈利”的良性循环，ROE 持续保持较高水平，2017 年 ROE 为 16.54%，同比上升 0.27 个百分点，ROE 反转上行。

我们认为，未来几年，招行高盈利能力将延续，ROE 将上升，无核心资本补充压力。具体来看，行业存款竞争激烈程度升级之下，零售业务强者恒强，具备较好客户基础的招行有望保持负债端优势，息差稳中有升，净利息收入增速平稳上行，非息收入优势延续，资产质量改善持续，拨备反补盈利空间大。

1) 息差领先，资产负债端双重优势。息差优势源于极高的活期存款占比（负债成本低）和

较高比例的零售贷款（资产收益率高），我们认为息差领先的优势仍可维持。

2) 手续费占比较高，未来理财业务或对中收增长带来一定压力。资管新规预计将逐步落地，理财规模增长或放缓，对中收增长有一定影响。

3) 公司不良压力持续较小，较高的拨备对盈利反补空间大。拨备新规后，预计招行将使用 120%拨备覆盖率以及 1.5%的拨贷比监管要求，业绩释放空间增大。

4) 资本内生性补充能力强，公司规模仍可保持平稳增长。公司核心一级资本和资本充足，打造“轻型银行”卓有成效。

基于经济平稳略微下行（名义 GDP 增速 8%-9%），未来两年贷款平稳增长 9%左右，存款保持 8%左右增速，非利息收入维持 7%左右的增速，拨备计提力度较 17 年保持稳定等假设，我们预测公司 18/19 年净利润同比增长 17.1%/19.3%，对应 EPS 3.26/3.89 元，BVPS 20.97/24.68 元。

考虑到招商银行为高 ROE（17 年 ROE 为 16.54%，为上市股份行最高）的零售王者，ROE 处在回升通道中，在强监管环境下竞争优势更突出，零售业务强者恒强，估值应享有较高溢价。当前，招行估值 1.45 倍 18PB，PB 估值较股份行平均溢价约 70%，我们预计溢价水平将能维持。经济企稳向好之下，资产质量持续改善，贷款利率上行有望带动息差改善，股份行基本面向好趋势明确。在业绩增速上行支撑下，我们预计股份行整体 PB 估值将能修复到 1 倍 18PB。

给予招行“增持”评级，1.7 倍 18 年 PB 目标估值（PB 估值较股份行平均 70%溢价水平维持），对应目标价 35.65 元/股，较当前股价约有 17%空间。

表 2：招行当前 PB 估值较股份行平均溢价约 70%

	3 月 15 日收盘价		PE		PB
	(元/股)	TTM	2018E	MRQ	2018E
招商银行	30.52	10.97	9.36	1.76	1.46
中信银行	6.65	7.64	7.52	0.90	0.78
浦发银行	12.39	6.70	6.31	0.94	0.79
民生银行	8.36	6.23	5.98	0.85	0.72
兴业银行	17.68	6.40	5.47	0.96	0.80
光大银行	4.24	7.10	6.64	0.91	0.72
华夏银行	9.26	6.16	5.71	0.83	0.70
平安银行	11.71	8.67	7.97	1.01	0.88
股份行		7.49	6.87	1.02	0.86
招行估值溢价率		47%	36%	72%	71%

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：PB 估值计算以每股普通股净资产为基础，均已剔除优先股对 BVPS 之影响。

7. 风险提示

- 1) 经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；
- 2) 监管趋严超预期，对市场情绪带来负面影响。

财务预测摘要

人民币亿元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表						收入增长					
净利息收入	1367	1346	1437	1552	1743	净利润增速	3.2%	7.6%	13.0%	17.1%	19.3%
手续费及佣金	534	609	584	614	644	拨备前利润增速	27.8%	7.8%	10.0%	9.8%	13.7%
其他收入	110	133	189	232	269	税前利润增速	2.2%	5.2%	14.8%	13.8%	20.8%
营业收入	2012	2088	2210	2397	2656	营业收入增速	21.5%	3.8%	5.9%	8.5%	10.8%
营业税及附加	(119)	(64)	(13)	(14)	(16)	净利息收入增速	22.1%	-1.6%	6.8%	8.0%	12.3%
业务管理费	(557)	(585)	(615)	(645)	(665)	手续费及佣金增速	19.5%	13.9%	-4.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1335	1439	1582	1737	1975	营业费用增速	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.0%
计提拨备	(593)	(662)	(658)	(724)	(747)	规模增长					
税前利润	751	790	907	1032	1247	生息资产增速	16.1%	8.5%	5.2%	8.1%	9.3%
所得税	(171)	(166)	(190)	(206)	(262)	贷款增速	12.3%	15.5%	9.3%	9.0%	9.0%
净利润	580	624	716	826	985	同业资产增速	13.0%	-1.9%	-10.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	44.7%	1.6%	0.0%	10.0%	15.0%
贷款总额	28243	32617	35650	38859	42356	其他资产增速	10.1%	22.4%	38.4%	35.3%	4.9%
同业资产	5934	5820	5238	5238	5238	计息负债增速	15.7%	8.3%	6.2%	6.8%	8.0%
证券投资	14278	14509	14509	15960	18354	存款增速	8.1%	6.4%	6.8%	8.0%	8.0%
生息资产	54155	58757	61790	66769	72996	同业负债增速	25.3%	-10.1%	5.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	1443	1766	2445	3307	3468	股东权益增速		11.5%	19.8%	9.7%	17.7%
总资产	54750	59423	62920	68456	74483		11.4%				
客户存款	35717	38020	40620	43870	47379	存款结构					
其他计息负债	13901	15726	16485	17118	18479	活期	56.1%	62.9%	62.94%	62.94%	62.94%
非计息负债	1514	1643	1971	2169	2385	定期	43.9%	37.1%	37.06%	37.06%	37.06%
总负债	51132	55389	58089	63156	68244	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
股东权益	3618	4034	4831	5300	6239	贷款结构					
每股指标						企业贷款(不含贴现)	53.4%	48.0%	43.03%	39.03%	39.03%
每股净利润(元)	2.29	2.46	2.78	3.26	3.89	个人贷款	43.4%	47.2%	55.23%	60.23%	60.23%
每股拨备前利润(元)	5.29	5.70	6.27	6.89	7.83	资产质量					
每股净资产(元)	14.31	15.95	19.11	20.97	24.68	不良贷款率	1.68%	1.87%	1.61%	1.36%	1.29%
每股总资产(元)	217.09	235.62	249.48	271.44	295.33	正常	95.71%	96.04%	98.14%	98.19%	98.24%
P/E	13.3	12.4	11.0	9.4	7.8	关注	2.61%	2.09%	1.86%	1.81%	1.76%
P/PPOP	5.8	5.3	4.9	4.4	3.9	次级	1.11%	0.75%			
P/B	2.1	1.9	1.6	1.5	1.2	可疑	0.39%	0.68%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	损失	0.18%	0.45%			
利率指标						拨备覆盖率	178.95%	180.02%	228.65%	306.22%	361.86%
净息差(NIM)	2.71%	2.38%	2.38%	2.41%	2.49%	资本状况					
净利差(Spread)	2.59%	2.39%	2.29%	2.29%	2.31%	资本充足率	12.57%	13.33%	13.44%	13.88%	14.44%
贷款利率	5.94%	4.91%	4.86%	4.86%	4.91%	核心资本充足率	10.83%	11.54%	11.81%	12.38%	13.05%
存款利率	1.80%	1.27%	1.17%	1.07%	1.07%	资产负债率	93.39%	93.21%	92.32%	92.26%	91.62%
生息资产收益率	4.72%	4.01%	3.91%	3.91%	3.93%	其他数据					
计息负债成本率	2.13%	1.62%	1.52%	1.52%	1.54%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
盈利能力											
ROAA	1.14%	1.09%	1.17%	1.26%	1.38%						
ROAE	17.09%	16.27%	16.54%	16.26%	17.04%						
拨备前利润率	2.62%	2.52%	2.59%	2.64%	2.76%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com