

证券研究报告—深度报告

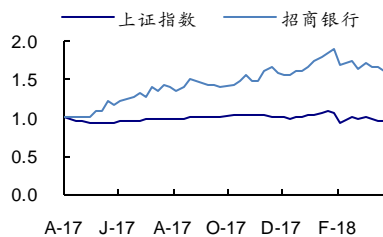
金融

银行

招商银行(600036)
增持

合理估值: 33.20 元 昨收盘: 28.81 元

2018年04月04日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	25,220/20,629
总市值/流通(百万元)	726,584/594,320
上证综指/深圳成指	3,137/10,754
12个月最高/最低(元)	35.35/17.78

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

零售优势: 从何而来, 去往何处?

● 零售业务是招行超额收益的来源

招行的 ROE 长期高于行业平均水平, 从杜邦分析来看, 主要归功于零售业务。本文主要解决两个问题: 招行何以长期在零售业务上保持竞争优势? 它的竞争优势在未来还可以持续吗? 这两个问题决定了招行的估值能给到多高。

● 早起步+好产品带来先发优势, 但护城河不够宽

招行凭借前瞻的战略和较早的起步、早期成功的产品和以此积累的客户, 占据了先发优势。但随着越来越多的竞争对手加入, 其竞争优势逐渐减弱。这也意味着, 单凭起步早和几个成功的零售产品, 并不能建立很宽的护城河。

● 长期保持竞争优势的秘诀: 坚持零售定位+优质产品接力

既然没有一劳永逸的护城河, 那招行是如何保持十多年超额收益的呢? 我们分析后认为原因有二: (1) 面临压力时, 能坚定执行零售银行战略, 让招行避免了在左右摇摆中错失机遇; (2) 在零售业务层面, 招行紧跟客户需求, 开发优质产品, 先后推出许多零售金融产品和服务, 其中“一卡通”“一网通”、信用卡、金葵花理财、私人银行等大获成功, 在后来的时间里实现了接力跑。

● 面对新挑战, 再挖护城河: 寄希望于金融科技

面对零售业务竞争环境的变化, 招行于 2017 年提出“金融科技银行”新定位。我们将其理解为通过金融科技手段改革自身的管理和运营, 以达到提升用户体验、吸引新客户并增强用户粘性的目的。目前招行在移动渠道上保持住了既有的零售竞争优势; 随着投入力度加大, 我们期待公司能给我们带来更多的惊喜。

● 公司合理估值在 33.20 元

通过对招行的长期竞争优势进行深入分析, 我们对 DDM 模型中的参数进行了合理假设, 在此基础上得到公司每股合理价值约 33.20 元, 合理估值对应 1.66x 2018e PB, 相对于公司目前股价溢价 15.2%, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

经济形势趋弱则可能从多方面影响银行业经营和业绩; 估值的假设中有部分存在主观判断。

盈利预测和财务指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	209,025	220,897	243,620	271,541	300,666
(+/-%)	3.7%	5.7%	10.3%	11.5%	10.7%
净利润(百万元)	62,081	70,150	82,024	93,121	105,980
(+/-%)	7.6%	13.0%	16.9%	13.5%	13.8%
摊薄每股收益(元)	2.46	2.78	3.19	3.63	4.14
总资产收益率(ROA)	1.12%	1.15%	1.25%	1.30%	1.34%
净资产收益率(ROE)	16.2%	16.3%	16.1%	16.2%	16.4%
市盈率(PE)	11.8	10.4	9.1	8.0	7.0
P/PPoP	5.1	4.9	4.5	4.1	3.7
市净率(PB)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预计招行 2018-2020 年 ROE 分别为 16.1%、16.2%、16.4%，基本稳定在 16% 左右；EPS 同比增长 14.6%、13.8%、14.1%，基本稳定在 14% 左右。

我们使用三阶段 DDM 估值，折现所得的 2018 年末合理估值为 33.20 元，对应 1.66x 2018e PB。合理估值较当前股价上涨空间 15.2%，首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设或逻辑

核心逻辑：我们认为招行因先发优势和长期专注零售业务所带来的客户基础优势仍在；随着公司加大科技投入，我们认为其在中短期内仍然有能力保持甚至进一步提升当前的竞争优势，获得超越行业平均水平的 ROE。站在永续期视角来看，由于缺乏很宽的护城河，招行未来竞争优势的变化存在不确定性。

估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%；
- 由于招行在中期内仍然具备竞争优势，因此其第二阶段 ROE 仍然可以超过行业平均水平，假设为 13%；
- 招行长期竞争优势的变化存在不确定性，我们假设其永续期 ROE 降至 10.5%，略微高于行业平均水平（研究表明当前 ROE 高于平均水平的企业，长期内将向平均水平回复，但统计意义上仍会高于平均水平）；
- 假设招行净利润增速在第二阶段降至 7.5%，永续期增速降至行业平均水平 5%，对应的中期和长期分红率分别为 42% 和 52%。

与市场预期的差异之处

一是目前市场对招行零售业务强有着普遍认知，但对招行为何能十几年保持超越行业平均水平的 ROE、招行真正的护城河了解不深，因此也就难以真正了解招行近年来为何要加大科技投入、转型“金融科技银行”。我们通过对招行近 20 年的发展历程进行深入剖析，指出了招行长期保持竞争优势的原因和护城河的质量，分析了招行加码金融科技的意图和长期发展前景。

二是在三阶段 DDM 模型中，对估值影响最大的是第二阶段和永续期，而不是第一阶段。但目前估值的普遍现象是对第一阶段过于重视，而对后两个阶段的假设背后所隐含的逻辑叙述不清。我们在深入分析招行竞争优势的基础上，对估值假设进行合理推断，在此基础上得到公司的合理估值，更加可靠。

股价变化的催化因素

公司正在加大科技投入，向“金融科技银行”转型。客户作为核心资产，对公司的业务经营有着重要影响。如果招行零售客户基础优势进一步增强，其在负债成本、中间业务收入等方面的表现有望超出市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

若 2018 年下半年经济形势不达预期，则可能从多方面影响银行业经营和业绩；我们对于招行长期目标价的确定依赖很多假设，部分假设存在主观性。

内容目录

零售业务是招行超额收益的来源	5
早起步+好产品带来先发优势，但护城河不够宽	6
长期保持竞争优势的秘诀：坚持零售定位+优质产品接力	9
坚定执行零售银行战略，避免在摇摆中错失良机	9
优质产品持续接力	11
面对新挑战，再挖护城河：寄希望于金融科技	13
竞争环境生变，需要开挖新的护城河	13
管理变革，对标金融科技公司	14
产品创新，积极建设手机 App	14
投资建议	16
风险提示	16
附表：财务预测与估值	18
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 招行 ROE 长期高于行业, 平均差额约 2 个百分点	5
图 2: ROA 差异分解: 招行-上市银行合计 (2006-2016 年平均)	6
图 3: 相对规模 (各个指标用招行÷工行)	7
图 4: 招行借记卡市占率呈 L 型走势	8
图 5: 招行信用卡业务市占率比较稳定, 但 2017 年透支余额占有率明显下降	8
图 6: 招行一直保持零售银行的战略定位	9
图 7: 零售贷款占比从 2014 年开始明显提升	10
图 8: 招行实现了资本的内生增长	10
图 9: 招行零售一卡通发卡量增速在 2009 年之前保持快速增长	11
图 10: 招行信用卡流通卡量从 2011 年开始快速增长	12
图 11: 招行金葵花及以上客户持续高增长, 对公司负债端的贡献逐步提升	12
图 12: 招行私人银行客户数快速增长, 私行 AUM 已经占到零售 AUM 的 30% 多	13
图 13: 招行两个 App 的月活设备数在银行类 App 中排名稳定	14
图 14: 招行两个 App 的月活设备数在金融理财类 App 中排名稳定	15
图 15: 2018 年 2 月份金融理财类 App 月活设备数前 15 位	15

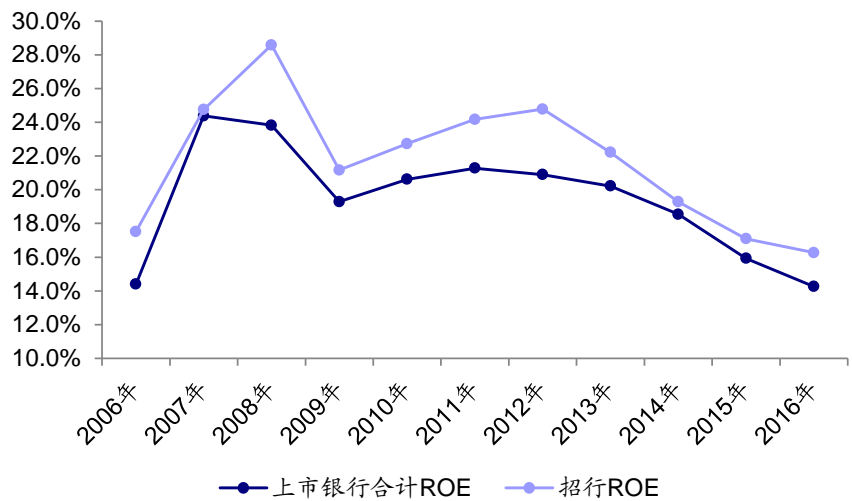
零售业务是招行超额收益的来源

零售业务给招行带来了超额收益。招行的 ROE 长期高于行业平均水平(图 1)，从杜邦分析来看，招行较高的 ROE 主要源自高 ROA，其中高利息收入/平均资产、低利息支出/平均资产、高手续费净收入/平均资产功不可没，这都是由零售业务带来的；零售业务客户小而多，因此也导致了高业务及管理费/平均资产(图 2)。但从最终 ROA 来看，招行零售业务费用高但创收更高，所以整体还是带来了明显的超额收益。

招行目前在零售业务上所具备的领先优势众所周知，我们不再赘述。本文主要解决这样的问题：招行在过去这些年何以在零售业务上取得竞争优势？它的竞争优势在未来还可以持续吗？这两个问题决定了招行的估值能给多高。

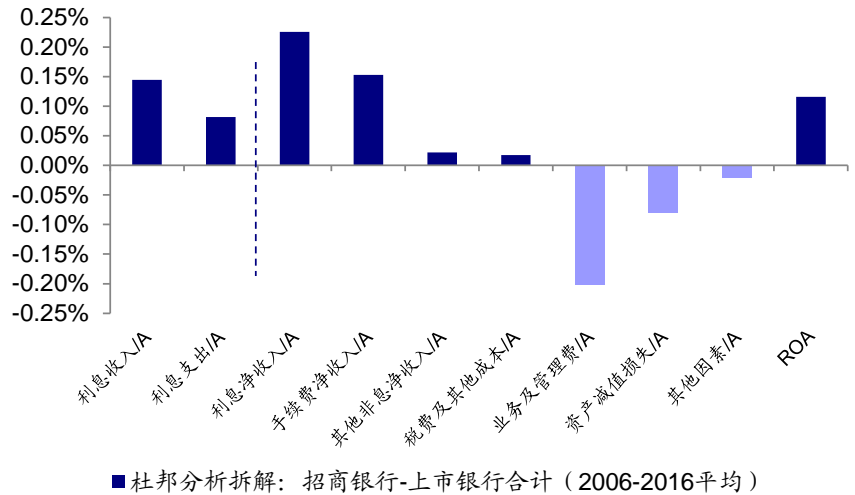
我们在后文中分析认为，招行因较早进军零售业务，并且在起步时便推出了优秀的产品，建立起先发优势；公司在后期坚定执行零售银行战略，多款优质产品持续接力，因此得以长期维持竞争优势。但在竞争压力下，其零售业务的护城河并非一劳永逸。面对竞争环境的新变化，招行于 2017 年提出建设“金融科技银行”，以期借助金融科技的力量改进管理和运营模式，挖宽护城河、保住甚至扩大现有的竞争优势。

图 1: 招行 ROE 长期高于行业，平均差额约 2 个百分点



资料来源：Wind。国信证券经济研究所整理。注：ROE 的分母使用期初期末平均资产计算，下同。

图 2: ROA 差异分解: 招行-上市银行合计 (2006-2016 年平均)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: A 指平均资产。

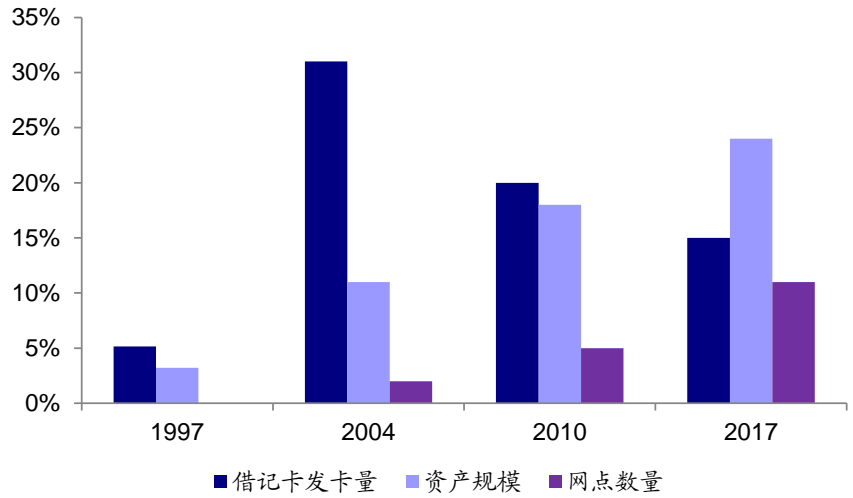
早起步+好产品带来先发优势, 但护城河不够宽

招行很早而且很准地把握住了个人金融需求崛起这一大趋势, 并推出了优秀的零售产品吸引客户。招行成立于 1987 年, 一开始是区域性商业银行, 1998 年才将网络覆盖到全国。但是招行的零售业务起步很早, 早在 1990 年代初, 因为当时宏观调控引起对公业务波动, 招行便将目光转向了个人业务, 比如 1993 年在深圳推出储蓄夜市服务。1995 年, 招行推出了“一卡通”产品, 大获成功, 随后确立了强势进军零售业务的经营策略。

招行起步时零售市场竞争程度低。得益于起步早、“一卡通”的成功以及零售客户较高的粘性, 招行获得了先发优势, 但护城河并不够宽。由于年代久远, 我们通过一些时点的历史数据来回顾一下 (图 3):

- 先看 1997 年的数据。1997 年末, 招行借记卡累计发卡量 155 万张, 工行是 3009 万张; 招行总资产 0.13 万亿元, 工行 4.05 万亿元。也就是说, 1997 年末招行发卡量为工行的 5%, 资产规模为工行的 3%, 5% 和 3% 相差不是很大;
- 再看 2004 年的数据。2004 年末, 招行借记卡累计发卡量 0.33 亿张, 工行是 1.05 亿张; 招行总资产 0.60 万亿元, 工行 5.67 万亿元; 招行网点 410 个, 工行 21234 个。也就是说, 2004 年末招行发卡量达到工行的 31% (远高于 1997 年, 所以我们在前文中说一卡通大获成功), 但资产规模仅有工行的 11%, 网点数量仅有工行的 2%;
- 然后对比一下 2010 年的数据。到 2010 年末, 招行发卡量为工行的 20%, 资产规模为工行的 18%, 网点数量为工行的 5%。
- 最后对比一下 2017 年的数据。到 2017 年末, 招行发卡量为工行的 15%, 资产规模为工行的 24%, 网点数量为工行的 11%。

图 3: 相对规模 (各个指标用招行÷工行)



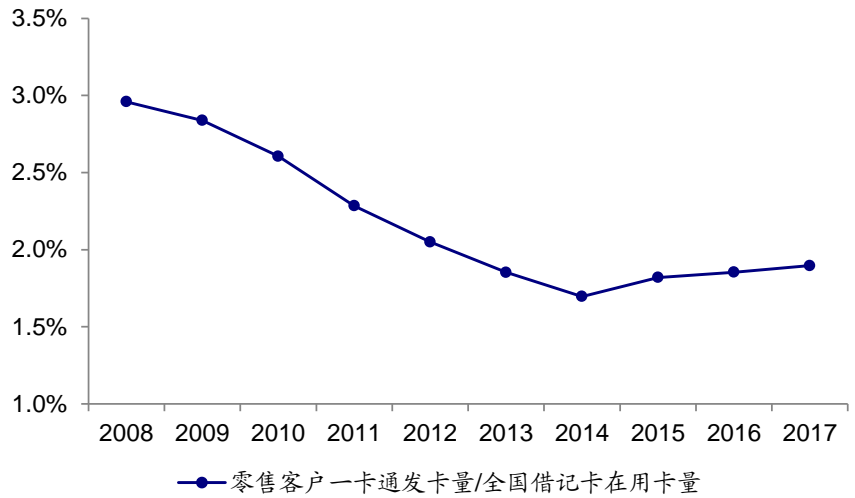
资料来源: 各公司定期报告,《中国金融年鉴(1998年)》,国信证券经济研究所整理。注:1997年招行与工行的网点数量未知。

上面的数据说明:

- 早期招行借记卡业务发展迅猛,远快于工行。借记卡相对工行的占比从5%提升到31%,远快于资产规模相对占比的提升幅度(3%提高到11%);
- 后期招行在资产规模、网点数量的扩张上远快于工行,但借记卡增长却不及工行,这意味着招行在新客户获取能力上的优势是下降的。也就是说,招行在借记卡业务上并没有很宽的护城河,在激烈的竞争环境下,其优势逐渐减弱。

因此我们可以推断: 由于零售客户的粘性较高,招行凭借前瞻的战略和较早的起步、早期成功的产品和以此积累的客户,才占据了先发优势;随着越来越多的竞争对手加入,其竞争优势逐渐减弱。这也意味着,单凭起步早和几个成功的零售产品,并不能建立很宽的护城河。我们通过2007-2017年招行在借记卡领域的市占率数据也能验证上述这一推论(图4)。

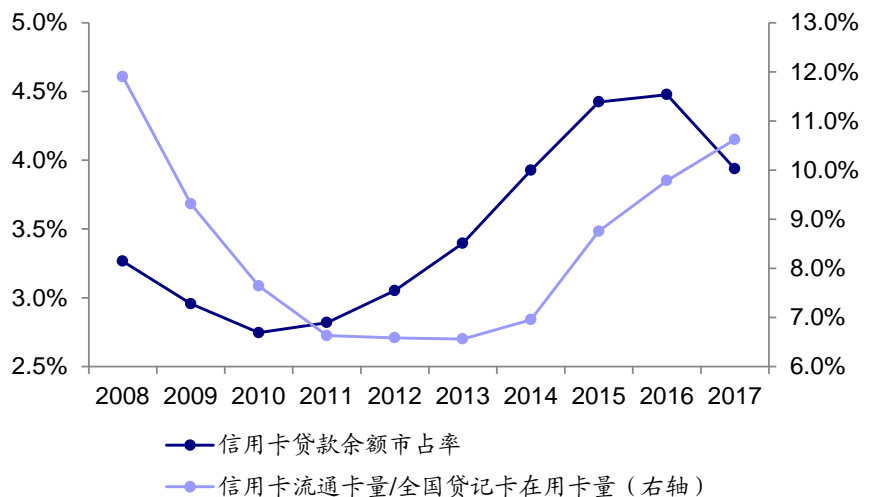
图 4: 招行借记卡市占率呈 L 型走势



资料来源：招行年报，国信证券经济研究所整理。注：2013 年数据用线性插值估算。

在信用卡业务上，招行的市占率相对比较稳定，其中一个很重要的原因是信用卡业务是把钱放到别人口袋里，借记卡是让别人把钱放到自己口袋里，这两者的难度显然不可同日而语，这也是为什么银行进行零售转型时往往选择以资产端作为突破口。不过在 2017 年各银行都加大信用卡业务投入的时候，招行的市占率还是下降了（图 5），说明这一块业务的护城河也不够宽。

图 5: 招行信用卡业务市占率比较稳定，但 2017 年透支余额占有率明显下降



资料来源：招行年报，央行，国信证券经济研究所整理

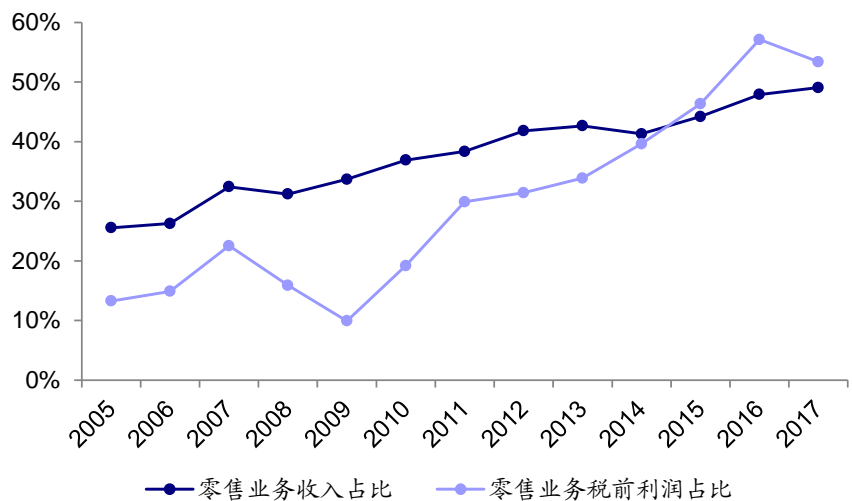
长期保持竞争优势的秘诀：坚持零售定位+优质产品接力

招行在零售业务上没有很宽的护城河，凭借早期的积累固然能够过一段舒服日子，但难以长久。既然没有一劳永逸的护城河，那招行是如何保持十多年超额收益的呢？我们认为，战略上保持坚定、避免在左右摇摆中错失机遇，战术上多款优质产品持续接力、满足客户需求，是招行能够长期保持超额收益的两个重要原因。

坚定执行零售银行战略，避免在摇摆中错失良机

招行早在一次转型明确零售银行战略定位之前，便已经强势进军零售业务，一卡通、一网通、金葵花理财、信用卡等现有核心产品都是在 2002 年及之前推出的。招行后来在战略上进行了三次转型，一直都坚持了零售银行的主导地位。我们认为，面临压力的时候，能够坚定执行零售银行战略，让招行避免了在左右摇摆中错失机遇。不犯战略错误是招行能够长期保持竞争优势的原因之一。

图 6: 招行一直保持零售银行的战略定位



资料来源：招行年报，国信证券经济研究所整理。注：2005 年之前招行未披露分部数据。

一次转型：明确将零售业务作为发展的重点

2004 年招行进行了一次转型。我们透过时任行长马蔚华的一次演讲（题为《应对严峻挑战，加快经营战略转型》）来了解其发展零售银行的思路。

一次转型的背景是当时商业银行面临严峻挑战。这些挑战包括：（1）经营模式传统，发展方式粗放。比如业务结构单一，对公信贷业务比重过高；收入结构单一，非息收入占比仅有 10%。这说明中国银行的收入增长主要依靠信贷扩张，经营粗放；（2）金融游戏规则的约束日趋刚性。比如我国金融监管逐渐与国际接轨，资本约束日益突出；利率市场化渐行渐近，银行面临利差收窄的压力；（3）经营环境变数增加。比如国有银行改革提速和外资银行进入中国，导致行业竞争加剧等。

在分析问题的基础上，马蔚华提出了五个转型方向，在结合自身实际的基础上，选择了以发展零售银行业务和中间业务作为自身转型的重点。在选定战略目标

之后，还提出了四个经营策略，确保战略执行到位。

二次转型：坚定零售转型方向，以管理变革应对短期业绩压力

2009-2010年招行进行了二次转型。我们同样透过马蔚华的一篇演讲(题为《推进二次转型，再创新的辉煌》)，来了解二次转型的思路。

二次转型的背景是招行短期业绩压力陡增，例如：2009年前三季度，招行净利润同比下降31%，而全行业平均降幅仅为0.5%；招行核心资本充足率居14家上市银行第11位；成本收入比太高，2009年前三季度比行业平均水平高了近9个百分点；人均创利能力比行业平均水平低1.1万元等。

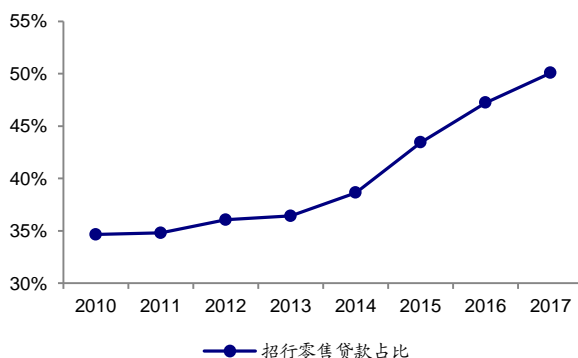
为解决业绩压力，招行进行二次转型，提出了八项措施，包括改进绩效考核体系、强化经济资本管理、提升贷款定价能力、降低成本费用开支、完善组织管理体制、切实加强信贷管理、强力推进金融创新、积极营造二次转型的文化与氛围等，全都集中在管理方面。在面对短期业绩压力的时候，招行继续坚定零售银行的战略方向，力图通过管理变革应对短期业绩压力，而不是在战略上进行大转弯。

轻型化转型：零售“一体”仍占主导、“两翼”协同补齐短板

2014年招行开启了轻型化转型，轻型化转型是二次转型的具体化。现任行长田惠宇在一次接受采访时指出：“二次转型的战略构想涵盖了很多方面，是一场没有终点的改革，招行需要契合自身定位，进一步明确主攻方向”，于是招行提出“将打造‘轻型银行’作为二次转型的方向”(因此我们也就不难理解为什么它不叫三次转型了)。

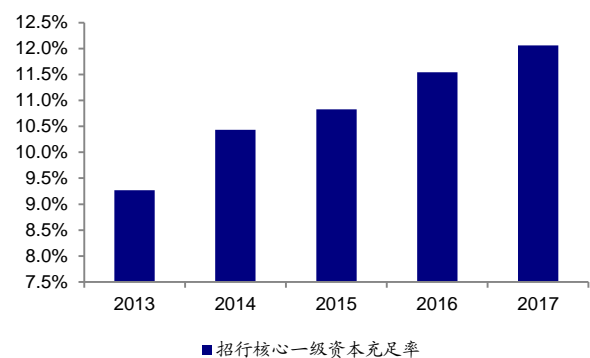
“轻型银行”这个词比较抽象，招行对轻型银行的解释也在不断微调，但有一点没变，就是招行在2014年对战略进行了调整，从零售银行调整为“一体两翼”：将信贷等“重型资源”向风险权重更低的零售贷款倾斜(图7)，在对公业务和金融市场业务上重点聚焦轻型业务，打造精品银行、专业银行。新战略以零售业务为主体，三条业务线协同发展，最终实现资本内生性增长(轻资产、轻资本，图8)。虽然战略定位有所调整，但零售银行的主导地位没有发生变化。这更像是一种补短板的行为。2014-2017年，招行零售业务分部的收入和税前利润占比分别提升了6和19个百分点。

图 7：零售贷款占比从 2014 年开始明显提升



资料来源：招行年报，国信证券经济研究所整理

图 8：招行实现了资本的内生增长



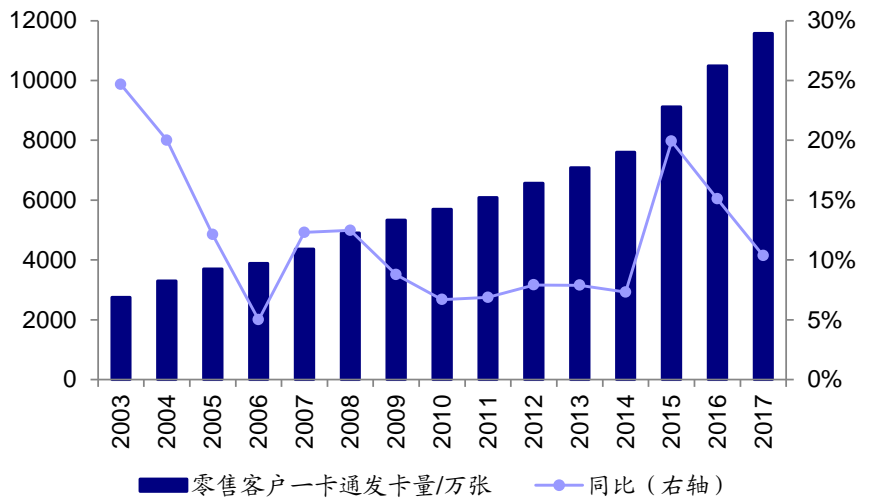
资料来源：招行年报，国信证券经济研究所整理

优质产品持续接力

战略解决做什么的问题，战术则解决怎么做的问题。在零售业务层面，招行紧跟客户需求，开发优质产品，先后推出许多零售金融产品和服务，其中“一卡通”“一网通”、信用卡、金葵花理财、私人银行等大获成功，并在后来的时间里实现接力跑，是招行能够长期维持竞争优势的原因之一。

- “一卡通”与“一网通”。1995年，招行在经过市场调研之后推出“一卡通”。一卡通集定活期、多储种、多币种、多功能于一卡，为当时的首创；1999年，招行获批开展个人网上银行业务，之后陆续建立起以“一网通”为主的完整服务体系。招行零售一卡通发卡量在2009年之前都保持了快速增长(图9)。

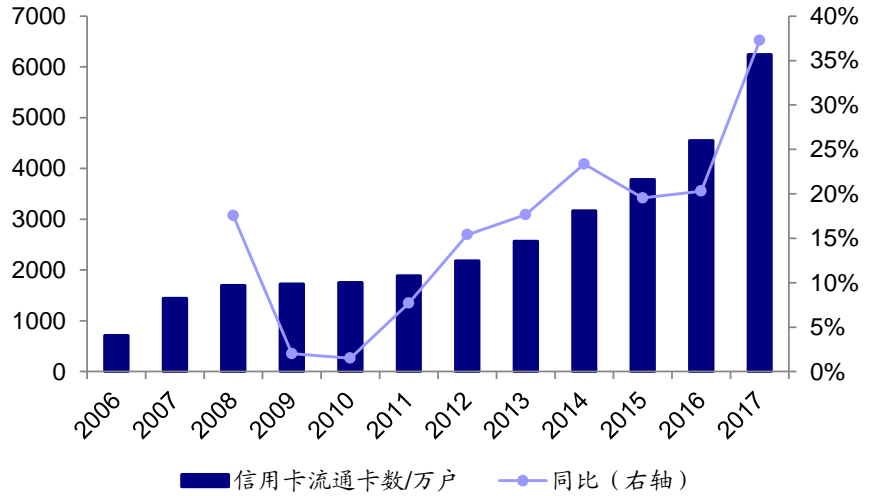
图9：招行零售一卡通发卡量增速在2009年之前保持快速增长



资料来源：招行年报，国信证券经济研究所整理

- 信用卡。2002年，为了开辟新的利润点，招行推出信用卡业务。信用卡流通卡量从2011年开始加速增长(图10)，接棒一卡通，成为新的获客渠道(比如通过绑定一卡通自动还款等服务，与一卡通联动推广)。

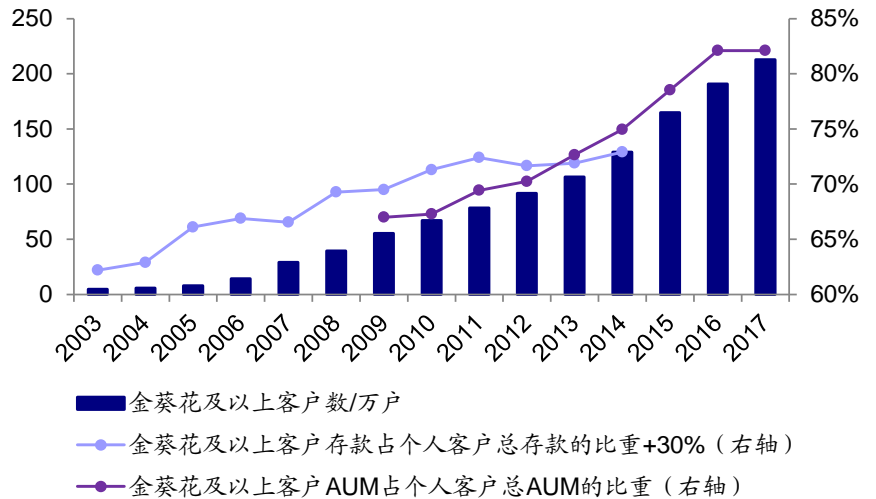
图 10: 招行信用卡流通卡量从 2011 年开始快速增长



资料来源: 招行年报, 国信证券经济研究所整理

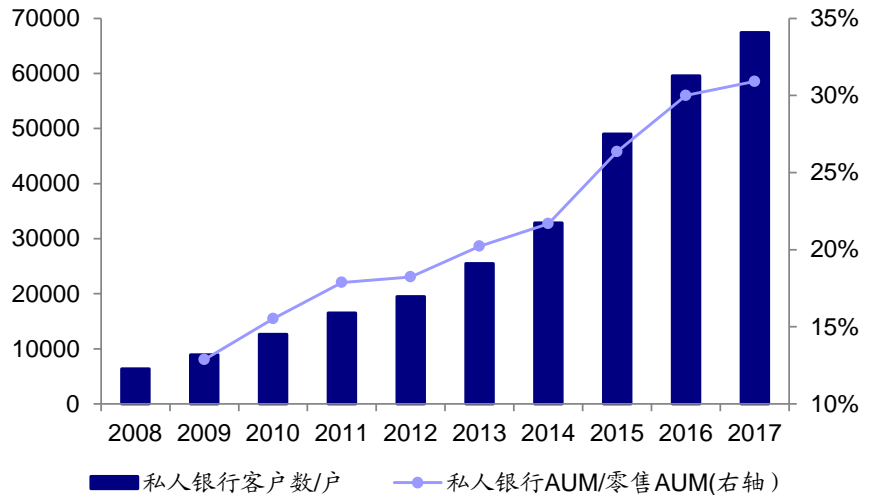
- 金葵花理财与私人银行。随着零售客户基数的扩大, 招行细分客群, 抢占零售中高端市场, 于 2002 年推出了金葵花理财服务。随着居民收入水平提升, 高净值客户日渐增多, 招行于 2007 年进一步推出私人银行业务。中高端优质客户为招行带来了大量管理资产, 使得招行在整体客户数量增长变慢的情况下, 维持了 AUM 的快速增长(表现为金葵花及以上客户 AUM 占个人客户总 AUM 比重、私人银行 AUM 占个人客户总 AUM 比重都在不断上升, 图 11、12)。

图 11: 招行金葵花及以上客户持续高增长, 对公司负债端的贡献逐步提升



资料来源: 招行年报, 国信证券经济研究所整理。注: 为方便观察, 将“金葵花及以上客户 AUM 占个人客户总 AUM 的比重”加上 30%。

图 12: 招行私人银行客户数快速增长, 私人 AUM 已经占到零售 AUM 的 30% 多



资料来源: 招行年报, 国信证券经济研究所整理

面对新挑战, 再挖护城河: 寄希望于金融科技

竞争环境生变, 需要开挖新的护城河

我们在前文中已经指出, 招行零售业务的护城河并不够宽, 由于同业不停地模仿、赶超, 竞争压力一直较大, 所以招行需要不断革新, 走在行业前列, 才能保持自身竞争优势。近年来, 招行在零售业务上面临的竞争环境逐渐发生变化, 比如:

- 同业竞争加剧。2017 年各家银行纷纷加码零售业务, 以信用卡为例, 各大银行纷纷拓展信用卡业务, 十家已经披露 2017 年报的全国性银行中, 招行信用卡贷款增速排在第九位;
- 互联网金融机构快速渗透。比如截至 2017 年末, 蚂蚁金服发行的小贷 ABS 未到期余额已经超过 2900 亿元, 较年初增长近 4 倍, 说明在某些领域银行的竞争对手已经不止于同业;
- 分销渠道发生巨大变化, 手机渠道重要性快速提升。2017 年招行 81% 的零售客户往来发生在手机上, 移动端成为极其重要的服务窗口。移动 App 的兴起使得客户转移成本大幅降低、用户体验变得更为重要, 越来越多的银行提出移动优先战略, 在手机屏幕方寸之地展开竞争;
- 金融科技快速发展增加了银行商业模式的不确定性。移动互联、大数据、云计算、人工智能、区块链等前沿科技快速进步, 虽然现在还看不清它们对银行有何重大影响, 但无疑增加了银行未来的不确定性。招行在 2017 年报中指出: “唯一可能从根本上改变和颠覆银行商业模式的, 是科技。”

面对新的竞争环境, 招行提出深化轻型化转型, 建设“金融科技银行”。招行现有的核心产品都是 2007 年之前推出的, 因此招行需要寻找新的突破口, 来扩大自己的竞争优势, 才能实现基业长青、建设百年老店的愿望。招行将希望寄托在了金融科技上面。

管理变革，对标金融科技公司

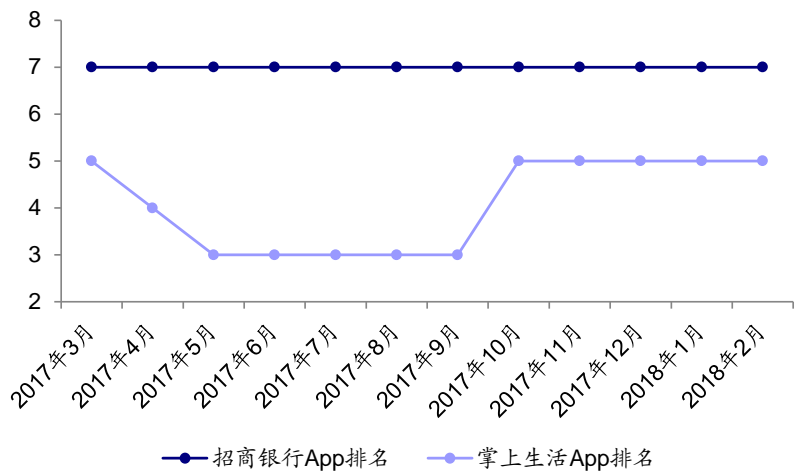
客户是银行的核心资产，万变不离其宗，因此对于招行的新定位，我们将其理解为通过金融科技手段改革自身的管理和运营方式（轻管理、轻运营），以达到提升用户体验、吸引新客户并增强用户粘性的目的。为实现这一定位，招行采取了新的举措：

- 一是在管理上进行改变，与金融科技企业对标。比如在 IT 基础设施、业务敏捷发展上对标金融科技公司，推动 IT 基础设施的重新定义，向金融科技看齐；在创新孵化上对标互联网企业创新机制，在内部建立科技创新孵化平台，在外部引进科技金融资源等；
- 二是加大科技投入。招行在研发上的支出原本就很大，2017 年研发费用超过 47 亿元。招行提出 2018 年开始将在常规 IT 投入的基础上，每年拿出收入的 1% 用于支持金融科技创新项目，对应的 2018 年投入预计达到 22 亿元。招行还表示“如果需要，未来投入力度还可以加大”。

产品创新，积极建设手机 App

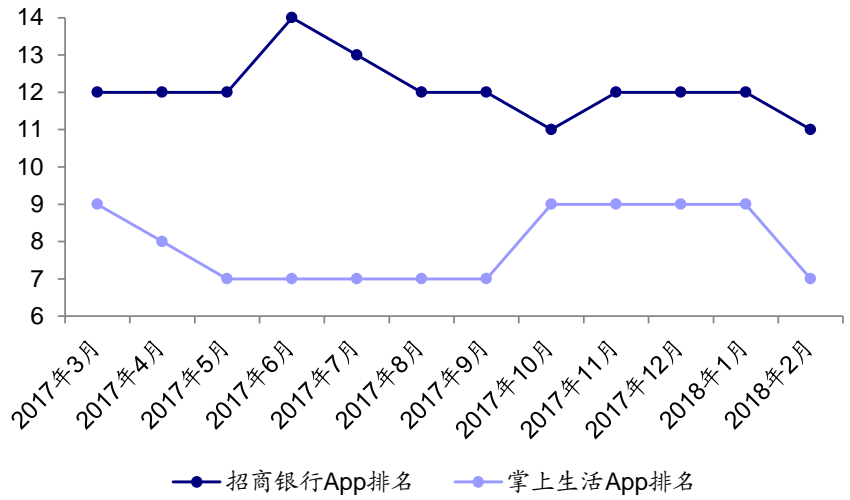
银行的后台做得再好，我们作为外部投资者也很难切实感受到，但在看得见、摸得着的前端产品和用户数量上却可以看得清清楚楚。招行持续升级招商银行和掌上生活两个 App，推动零售服务从卡片向 App 迁移，取得了良好效果。截止 2017 年末，公司披露的招商银行和掌上生活两个 App 的合计月活用户（去重）超过 4500 万，40% 的持卡客户迁移到手机渠道。此外，招商银行还开放了无卡用户注册，2017 年末没有招行银行卡的注册用户达到 800 万。除了前面两个核心 App，招行还通过子公司与中国联通在 2015 年共同组建招联消费金融公司，服务长尾客户，2017 年末授信客户达到 1662 万户，同比增长 136%。招行两个核心 App 的月活设备数在金融理财类 App 中排名稳定，说明公司在零售移动渠道保持住了现有的竞争优势。根据艾瑞咨询统计数据，最近 12 个月平均来看，招商银行和掌上生活月度独立设备数分别位居银行类 App 第 7 位和第 4 位（图 13），位居金融理财类 App 第 12 位和第 8 位（图 14）。目前来看，招行在移动渠道上保持住了既有的零售竞争优势；随着投入力度加大，我们期待招行在移动渠道上能有更好的表现。

图 13: 招行两个 App 的月活设备数在银行类 App 中排名稳定



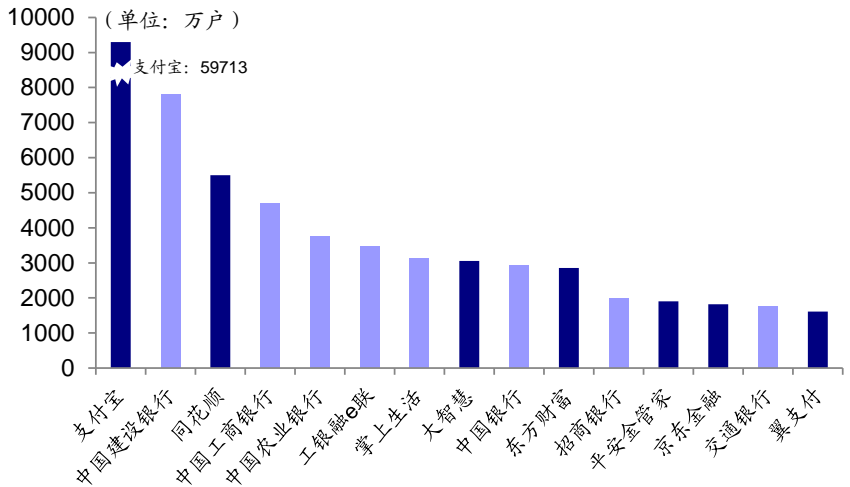
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理。

图 14: 招行两个 App 的月活设备数在金融理财类 App 中排名稳定



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理。

图 15: 2018年2月份金融理财类 App 月活设备数前 15 位



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理。注: 浅色为银行类 App。

投资建议

总结

我们先对前面的分析做个总结，我们认为：

- 招行零售业务在早期的成功，得益于其对中国个人金融需求快速增长这一大趋势的准确把握，凭借较早的起步和初期的明星产品带来了先发优势；
- 招行在零售业务上的护城河并不够宽，因此后期竞争优势的保持，源自战略上坚持零售银行主导地位、不在左右摇摆中错失良机，战术上拥有多款优质产品持续接力、满足客户需求；
- 时至今日，招行面临的竞争环境在发生变化。同业竞争加剧、互联网金融机构快速渗透增加了竞争压力；移动 App 兴起使得客户转移成本大幅降低、用户体验变得更为重要；金融科技进步则增加了银行商业模式在未来所面临的不确定性。为应对竞争环境变化，招行提出“金融科技银行”的新定位，意在通过金融科技手段改革自身的管理和运营模式，达到提升用户体验、吸引新客户和增强用户粘性的目的。

整体来看，我们认为招行因先发优势和长期专注零售业务所带来的客户基础优势仍在；随着公司加大科技投入，我们认为其在中短期内仍然有能力保持甚至进一步提升当前的竞争优势，获得超越行业平均水平的 ROE。站在十年以上的长期视角来看，由于缺乏很宽的护城河，招行未来竞争优势的变化存在一定的不确定性。

盈利预测与估值

盈利预测：我们预计招行 2018-2020 年 ROE 分别为 16.1%、16.2%、16.4%，基本稳定在 16% 左右；EPS 同比增长 14.6%、13.8%、14.1%，基本稳定在 14% 左右。

估值：我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段），接下来 10 年作为中期（第二阶段）。在估值假设上：

- 我们假设折现率为 10%，假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%；
- 由于招行在中期内仍然具备竞争优势，因此其第二阶段 ROE 仍然可以超过行业平均水平，假设为 13%；
- 招行长期竞争优势的变化存在不确定性，我们假设其永续期 ROE 降至 10.5%，略高于行业平均水平（研究表明当前 ROE 高于平均水平的企业，长期内将向平均水平回复，但统计意义上仍会高于平均水平）；
- 假设招行净利润增速在第二阶段降至 7.5%，永续期增速降至行业平均水平 5%，对应的中期和长期分红率分别为 42% 和 52%。

基于上述假设，DDM 折现所得的 2018 年末合理估值为 33.20 元，对应 1.66x 2018e PB。合理估值较当前股价上涨空间 15.2%，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

目前宏观经济呈持续复苏状态，对银行业信贷需求、资产质量均有积极意义。但如若 2018 年下半年经济形势不达预期，则可能从多方面影响银行业经营和业绩；

我们对于招行长期目标价的确定依赖很多假设，部分假设存在主观性。比如我

们对银行业长期 ROE 和长期利润增速的判断，是假设银行业长期 ROE 回归到全社会股权回报率平均水平（也就是折现率），假设银行业长期利润增速与名义 GDP 增速相同，并进一步假设名义 GDP 增速为 5%（大约对应 3% 的实际增速和 2% 的通货膨胀）。

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2012E	2020E		2017A	2018E	2012E	2020E
P/E	10.4	9.1	8.0	7.0	净利息收入	144,852	160,887	180,006	202,518
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	利息收入	242,005	266,159	295,451	329,930
P/PPoP	4.9	4.5	4.1	3.7	利息支出	97,153	105,272	115,444	127,413
市值/总资产(A股)	11.5%	10.5%	9.7%	8.6%	资产准备支出	59,926	56,273	59,645	61,908
股息收益率(税后)	2.9%	3.4%	3.8%	4.4%	拨备后净利息收入	84,926	104,614	120,361	140,609
					手续费净收入	64,018	70,706	79,508	86,121
					其他经营净收益	12,027	12,027	12,027	12,027
每股指标 (元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2012E	2020E		2017A	2018E	2012E	2020E
EPS	2.78	3.19	3.63	4.14	营业净收入	220,897	243,620	271,541	300,666
BVPS	17.69	20.04	22.68	25.70	营业费用	70,431	81,563	91,867	102,222
PPoPPS	5.97	6.43	7.12	7.87	营业外净收入	140	140	140	140
DPS	0.84	0.98	1.12	1.27	拨备前利润	150,466	162,056	179,674	198,444
盈利驱动					总利润	90,680	105,923	120,169	136,675
	2017A	2018E	2012E	2020E	所得税	20,042	23,411	26,560	30,208
存款增长	6.9%	10.0%	12.0%	12.0%	少数股东利润	488	488	488	488
贷款增长	9.3%	10.0%	13.0%	13.0%	净利润	70,150	82,024	93,121	105,980
存贷比	88%	88%	88%	89%	资产负债表 (百万元)				
盈利资产增长	5.4%	9.5%	9.0%	12.0%		2017A	2018E	2012E	2020E
贷款收益率	4.84%	5.00%	5.02%	5.03%	现金及存放同业	435,686	360,383	524,988	570,272
债券收益率	3.39%	3.33%	3.39%	3.43%	央行准备金	616,419	678,061	759,428	850,560
资产生息率	4.08%	4.17%	4.24%	4.28%	拆放金融企业	48,410	40,043	58,332	63,364
存款成本率	1.26%	1.29%	1.29%	1.29%	贷款	3,414,612	3,726,426	4,186,296	4,710,572
负债付息率	4.05%	4.28%	4.37%	4.39%	贷款拨备	(150,432)	(195,123)	(245,054)	(296,853)
净息差(NIM)	2.44%	2.52%	2.58%	2.63%	债券投资	1,578,356	1,868,577	1,746,014	1,956,242
净利差(SPREAD)	2.31%	2.38%	2.43%	2.48%	固定资产	49,181	52,671	54,540	55,508
非利息收入比重	34%	34%	34%	33%	递延税款净额	31,010	31,010	31,010	31,010
费用收入比(含税金及附加)	31.9%	33.5%	33.8%	34.0%	其他资产	123,964	139,906	158,192	186,572
拨备支出/平均贷款	1.83%	1.58%	1.51%	1.39%	盈利资产	6,093,483	6,673,489	7,275,058	8,151,010
有效所得税率	22%	22%	22%	22%	总资产	6,297,638	6,897,076	7,518,800	8,424,100
					金融企业存放	1,252,310	1,350,478	1,162,026	1,301,469
收入盈利增长					存款	4,064,345	4,470,780	5,007,273	5,608,146
	2017A	2018E	2012E	2020E	应付款项	201,114	219,784	238,982	267,659
净利息收入增长	7.6%	11.1%	11.9%	12.5%	发行债券	296,477	312,955	500,727	560,815
手续费收入增长	5.2%	10.4%	12.4%	8.3%	付息负债	5,613,132	6,134,212	6,670,026	7,470,429
营业净收入增长	5.7%	10.3%	11.5%	10.7%	总负债	5,814,246	6,353,996	6,909,008	7,738,089
拨备前利润增长	4.6%	7.7%	10.9%	10.4%	实收资本	25,220	25,220	25,220	25,220
净利润增长	13.0%	16.9%	13.5%	13.8%	公积金	67,523	67,523	67,523	67,523
资产盈利能力					一般准备	70,921	74,526	78,618	83,276
	2017A	2018E	2012E	2020E	未分配利润	241,063	289,116	343,172	404,987
RoAE	16.3%	16.1%	16.2%	16.4%	少数股东权益	3,182	3,670	3,670	3,670
RoAA	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	所有者权益	483,392	543,081	609,792	686,011
RoAA(拨备前)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	贷款结构				
RoRWA	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%		2017A	2018E	2012E	2020E
资产质量					企业贷款	47%			
	2017A	2018E	2012E	2020E	票据贴现	3%			
不良资产率	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	个人贷款	50%			
拨备覆盖率	262%	321%	369%	409%	存款结构				
拨备余额/全部贷款	4.2%	5.0%	5.5%	5.9%		2017A	2018E	2012E	2020E
资本					企业活期	39%			
	2017A	2018E	2012E	2020E	企业定期	28%			
资本充足率	15%	16%	16%	16%	储蓄活期	24%			
一级资本充足率	13%	14%	14%	14%	储蓄定期	9%			
财务杠杆(倍)	13.0	12.7	12.3	12.3	其他存款	0%			
风险加权资产比重	56%	56%	56%	56%					
核心一级资本充足率	12.1%	12.7%	13.2%	13.4%					

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032