

招行零售业务长期竞争优势在哪里？

——招商银行（600036）深度报告

增持（首次）

日期：2018年07月30日

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	208,777	219,390	238,724	261,413
拨备前利润	145,122	150,606	165,552	178,562
归母净利润	62,081	70,150	76,137	81,019
每股净资产(元)	15.95	17.69	19.87	22.18
每股净收益(元)	2.46	2.78	3.02	3.21

投资要点：

- 2008年招商银行零售业务的风险资本回报率仅为9.2%，而2017年招商银行零售业务的风险资本回报率已经提升到了26.4%的较高水平。招商银行零售业务是如何实现飞跃的？对招商银行零售业务结构的进行了分解。金融危机后招商银行零售贷款结构逐步优化，以信用卡和消费贷为代表的高收益的贷款占比持续稳步上升，同期活期存款占比上升22个百分点，但是由于近几年零售存款整体增速不及零售贷款，因此，公司NIM受零售存款成本的制约开始收缩，再加上信用风险成本的提高，使得剔除信用风险成本后的NIM进一步下降。零售中间业务对零售业务的收入贡献提高了6个百分点，主要是由于息差收入的增速放缓。因此，收入端不是风险资本回报率上升的主要原因。由于持续对成本的压缩，使得过去9年成本的复合增速仅为14%显著低于营业收入23%的增速，因此成本收入比从2008年的70%下降到了2017年的37%，降幅达到33个百分点。综合来看，成本收入比的大幅下降成为招商银行零售业务风险资本回报率提升的主要推动力。
- 未来通过控制成本收入比释放利润的空间越来越小，零售银行的竞争必将体现在收入端。从收入端的角度分析，招商银行低成本的资金优势预计仍将在未来一段时间内持续，但是这种优势可能逐渐弱化；招商银行贷款创新方面走在行业的前列，零售贷款的结构优于其他银行，在未来国内转型的大环境下，更加受益；零售中间业务收入的占比已经超过30%的水平，而且财富管理业务手续费收入的占比已经超过银行业务手续费收入，占比超过50%，受短期监管因素的影响，中间业务收入贡献或有回落。不过国内理财市场规模较大，即便面临短期的监管冲击和新进入者的挑战，只要银行加大金融科技的投入，通过不断产品的创新，仍有可能保持较低的资金成本优势，并且不断的提高中间业务收入的来源。
- 鉴于上述我们对招商银行零售业务的竞争优势分析，以及未来零售

基础数据

收盘价(元)	28.09
市净率(倍)	1.41
总市值(亿元)	7079
总股本(亿股)	252
每股净资产(元)	19.07
贷款总额(亿元)	35537
存款总额(亿元)	40669
股东权益(亿元)	4961

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

相关研究

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01066060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

业务占比的提升对业绩的贡献度提高。我们将中期的估值假设中，中期增速 8.5%，而永续增速在 5%。对应的分红率分别为 55%和 70%。贴现率 12%。DDM 折现的 2018 年对应的合理估值为 30 元，对应的 2018 年的 PB 为 1.50 倍。另外，考虑到潜在的回表压力以及违约率上升的因素影响，我们测算招行目前暂不存在资本缺口。当前招商银行估值动态 PB 1.41X，显著高于行业的整体估值水平，也基本隐含了零售业务竞争优势。首次覆盖，给予增持评级。

- **风险因素：**经济下行超预期导致资产质量恶化；监管趋严。

目录

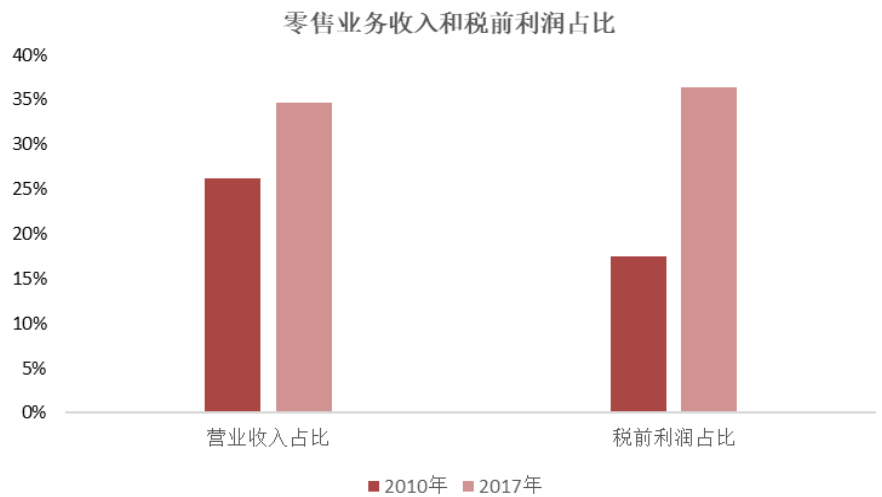
1、近年来国内银行被动转型零售业务.....	4
2、金融危机后零售业务风险资本回报提高 17 个百分点.....	5
2.1 贷款结构进一步优化，高收益的贷款占比提升.....	5
2.2 活期存款占比提升 22 个百分点，但是零售存款整体增长乏力.....	6
2.3 近年来存款成本的大幅提升，零售业务的 NIM 持续收窄.....	8
2.4 中间业务收入占比提升 6 个百分点.....	9
2.5 成本收入比大幅下降 33 个百分点.....	10
2.6 成本收入比的大幅下降是零售业务风险回报率提升的主因.....	10
3、招行零售业务未来竞争中的优势分析.....	11
3.1 零售业务的低成本资金优势可能逐渐弱化.....	11
3.2 零售贷款的结构优化，预计消费信贷占比将提升.....	12
3.3 零售中间业务占比超过 30%，未来竞争主要集中在产品创新.....	13
3.4 加大金融科技投入，应对新进入者的挑战.....	15
3.5 未来竞争力主要集中在贷款结构优势和中间业务创新上.....	15
4、财务预测及估值.....	16
4.1 核心假设及盈利预测.....	16
4.2 公司估值与投资建议.....	17

1、近年来国内银行被动转型零售业务

金融脱媒、利差收窄和不良率攀升等不利因素挤压了曾经作为银行主要收入来源的公司业务。面对利率市场化和互联网金融崛起的双重冲击，银行业的资金成本水涨高，利差持续收窄，传统业务经受频频蚕食。我们预计未来一段时间内这一困局将持续困扰整个银行业。作为银行业务的另一个核心领域，零售业务逐渐成为银行创收的重要引擎。国内领先银行已经意识到转型的迫切，逐年提高了零售业务收入占比。

国内上市银行中，零售业务的收入和税前利润占比的中位数均超过30%，其中营业收入占比中位数为35%，而税前利润占比中位数为36%，较2010年的分别提高9个百分点和19个百分点。（可比口径计算值）

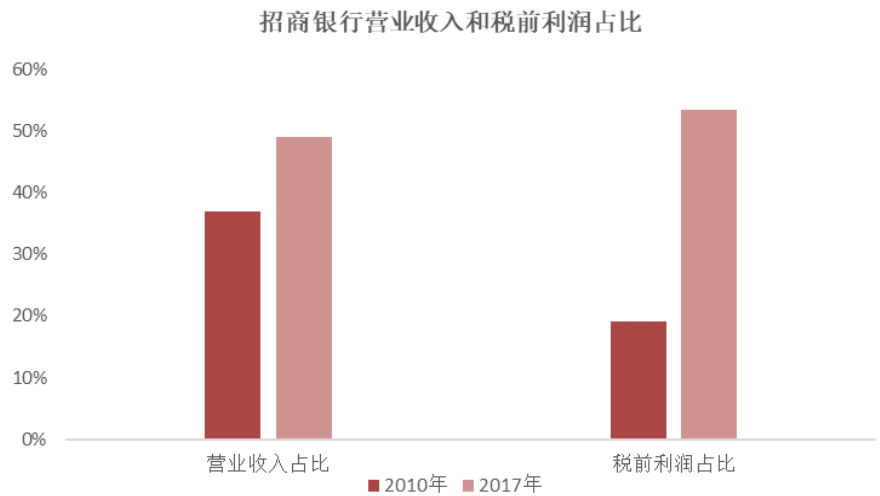
图 1. 零售业务营业收入和税前利润占比分别上升 9%和 19%



数据来源：公司公告，万联证券研究所

从营收占比的角度看，2017年零售业务占比最高的银行是招商银行，零售业务对当期营收的贡献已经达到49%。而零售业务的税前利润贡献占比已经超过50%，达到53.4%。营业收入占比和税前利润占比分别提高12个百分点和34个百分点，提升幅度均高于行业均值水平。

图2. 招商银行营业收入和税前利润占比



数据来源：公司公告，万联证券研究所

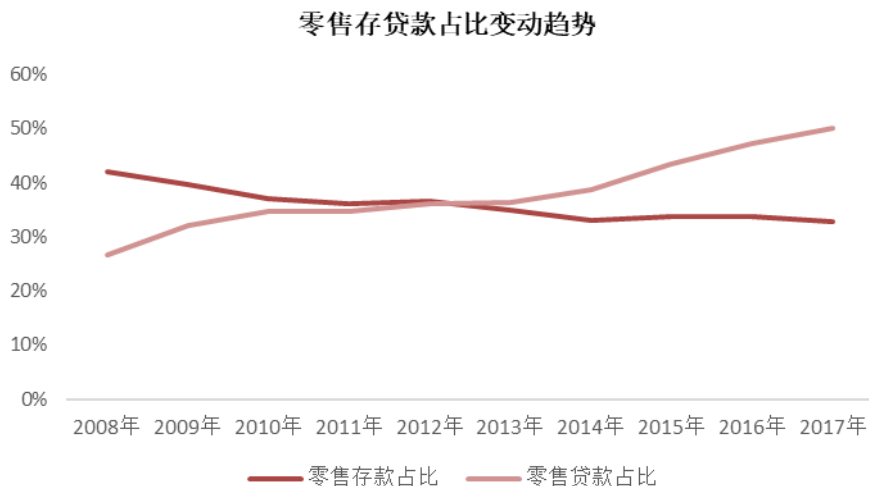
2、金融危机后零售业务风险资本回报提高 17 个百分点

招商银行在 2005 年选择零售银行的一次转型，2010 年开启内涵式发展的二次转型，再到 2014 年面对宏观经济增速下行、金融脱媒、利率市场化、互联网金融冲击四因素叠加，招商银行确立了以“轻型银行”作为深化“二次转型”目标。其中，“轻型银行”导向的特色业务：私人银行、财富管理、资产管理、信用卡、交易银行、投资银行、托管、票据、金融市场等领域。2008 年招商银行零售业务的风险资本回报率仅为 9.2%，而 2017 年招商银行零售业务的风险资本回报率已经提升到了 26.4% 的较高水平。招商银行零售业务是如何实现飞跃的？我们对招商银行零售业务结构进行了分解。

2.1 贷款结构进一步优化，高收益的贷款占比提升

2008 年招商银行零售贷款达到 2326 亿元，2017 年达到 17853 亿元，复合增速 29.4%，零售贷款占公司总贷款的比重从 2008 年的 26.6% 上升到 2017 年的 50.1%；2008 年零售存款 3265 亿元，2017 年达到 13385 亿元，复合增速 17%，零售存款占公司总贷款的比重从 2008 年的 42% 上升到 2017 年的 33%。

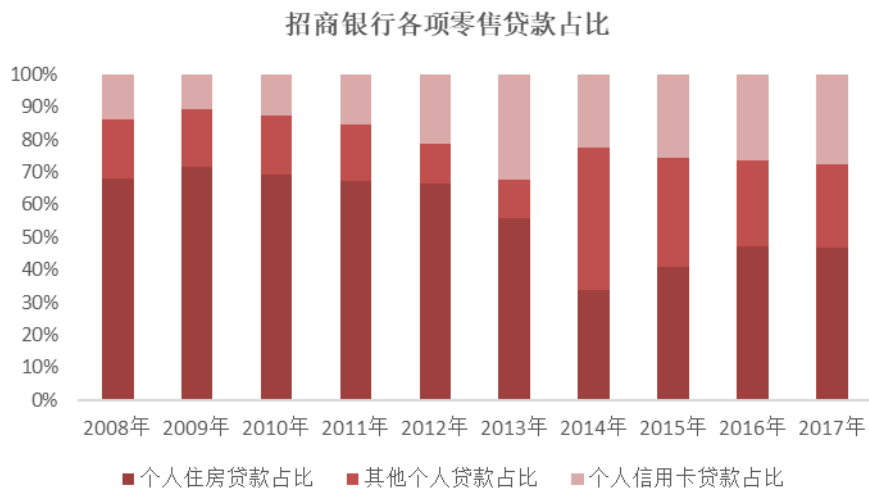
图 3. 零售贷款占比上升近 24 个百分点



数据来源：公司公告，万联证券研究所

从零售贷款的结构看，虽然受阶段性贷款投放策略的影响，各类贷款的占比会有短期波动，但是总体趋势看，信用卡贷款和以小微企业贷款为主的其他个人消费类和经营类贷款的规模持续增长，占比分别提高 14 个百分点和 8 个百分点。

图 4. 招商银行各项零售贷款占比



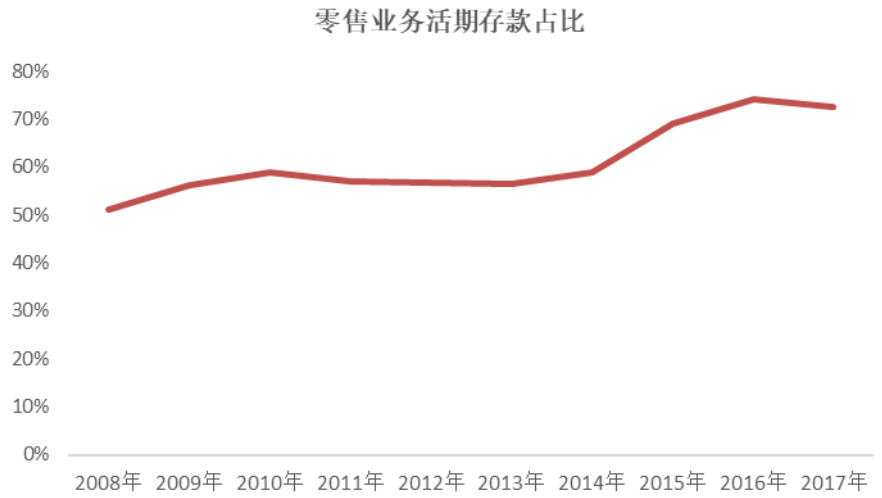
数据来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 活期存款占比提升 22 个百分点，但是零售存款整体增长乏力

招商银行在控制资金成本上也做了很多努力，招商银行零售存款中活期存款持续上升，已经从 2008 年的 51% 上升到了 2017 年的 72.6%，提高了 22 个百

分点，从而使得零售存款付息率从 2008 年 1.99% 下降到 2017 年的 0.8%。

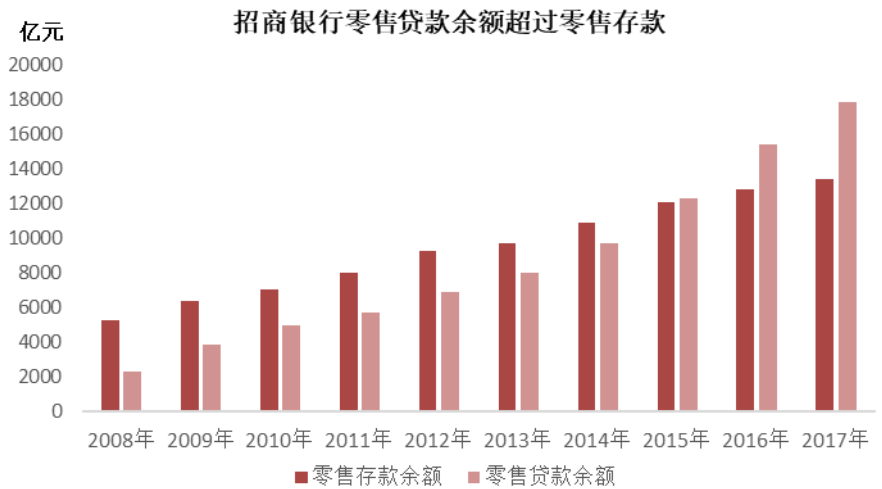
图 5. 招商银行零售业务活期存款占比持续上升



数据来源：公司公告，万联证券研究所

公司营业网点和分支机构在 2008 年仅有 669 家，2017 年达到 1818 家，其中 2012 年、2014 年和 2015 年分别增加 158 家、375 家和 285 家。从存贷款的增长情况看，分支机构的扩张，确实带动了贷款特别是零售贷款的增长。不过，零售存款并没有因为分支机构的快速扩张而出现大幅增长。过去九年，存款的复合增速仅为 11%，而贷款增速为 25%，贷款增速明显高于存款增速。在 2015 年末，零售业务贷款余额已经超过零售业务存款余额，需要通过内部拆借来支持零售贷款业务的发展。

图 6. 招商银行零售贷款余额超过零售存款



数据来源：公司公告，万联证券研究所

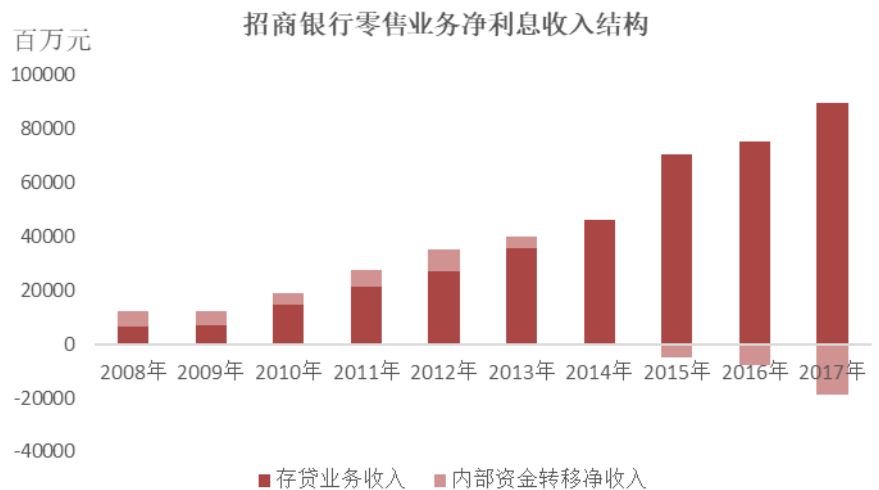
2.3 近年来存款成本的大幅提升，零售业务的 NIM 持续收窄

此前，超额的低息储蓄存款在满足个贷业务同时，还大量用于内部拆借，以支持对公业务和资金业务发展，并赚取相应的内部拆借收益(等同于银行间拆借利息收益)，虽然拆借利率低于贷款利率，但信用风险和流动性风险的拨备也少。因此，只要拆借利率与存款利率之间存在正利差，上述银行零售业务的风险资本回报率就会增加。

2014 年之前，零售存款规模持续高于零售贷款。从 2014 年开始，随着零售业务贷款余额超过零售业务存款余额，零售存款无法满足零售业务发展需求后，原本释放利润增加风险资本回报的内部拆借业务开始转为负值。

2008 年，内部拆借收入对净利息收入的贡献达到 47.3%。此后由于贷款规模的快速增长，内部收益贡献度持续下降。到 2014 年末零售存款已经无法满足零售贷款需求，内部净利息收益开始转为负值，而截至 2017 年末内部资金的拆借成本达到 187 亿元，对当期净利息收入的贡献度为-26%。

图 7. 招商银行零售业务净利息收入结构

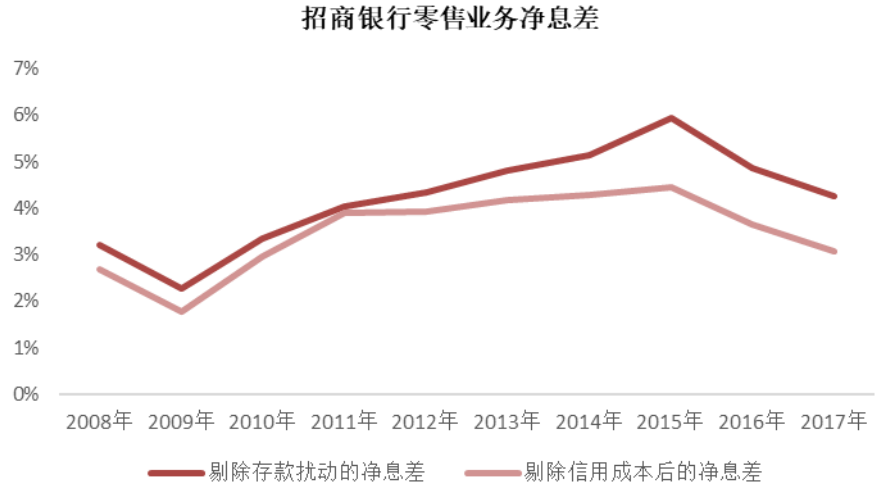


数据来源：公司公告，万联证券研究所

如果剔除掉存款的扰动，招商银行零售贷款的净息差在 2016 年之前基本处于持续上升态势。2016 年后，随着零售存贷款差价的拉大，内部存款拆借费用大幅上升，如果简单的按照存贷款时点数据的平均缺口测算，内部存款的拆借成本一度达到 5.5% 的平均水平，显著高于零售存款 0.8% 的付息成本。因此，直接拉低了 2016 年到 2017 年零售业务的净息差 57BP 和 113BP。由于更高风险的零售贷款占比上升，以及公司严格的拨备计提，使得同期零售业务的资产减值损失/净利息收入的比例上升 10 个百分点，即从 2008-2012 年 12% 的均值上升到 2013-2017 年 22% 的均值。而且从招商银行公布的各类零售贷款的不良率看，个人住房贷款的不良率仅为 0.33%，小微贷款的不良率为 1.77%，信用卡贷款的不良率为 1.11%，其他消费类贷款含商用房贷款、汽车贷款、住房装修贷款等的不良率为 1.43%。信用卡贷款和

小微企业贷款的不良率明显高于住房贷款的不良率。因此，随着规模占比的提高，零售业务综合的信用成本率也随之上升。

图 8. 招商银行零售业务 NIM

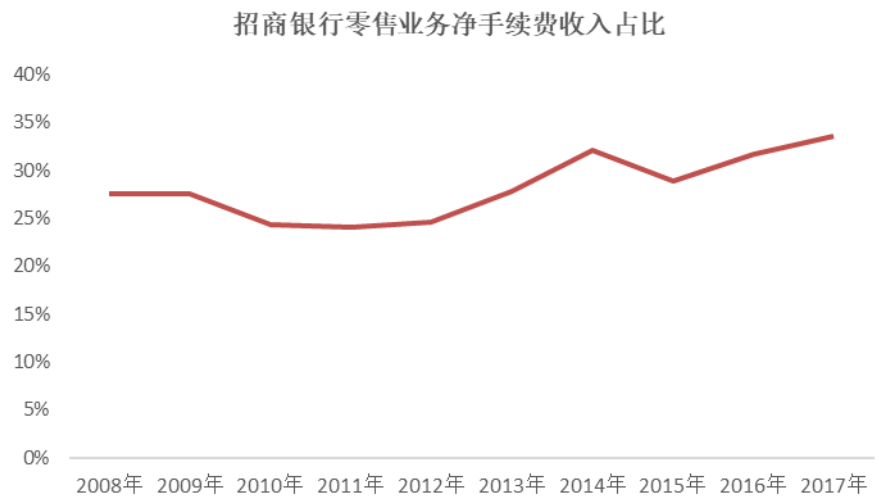


数据来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 中间业务收入占比提升 6 个百分点

招商银行零售中间业务收入的占比从 2008 年的 27.6% 上升到 2017 年的 33.6%，上升了 6 个百分点。零售中间业务过去 9 年的复合增速和零售业务分部资产的增速相当，均在 25% 左右，比净利息收入 21% 的年均复合增速高 4 个百分点。因此，零售中间业务的占比上升更多的来自于息差收入增速的放缓。可见，收入端并不是推动零售业务风险资本回报率提升的主因。

图 9. 招商银行零售业务净手续费收入占比上升 6 个百分点



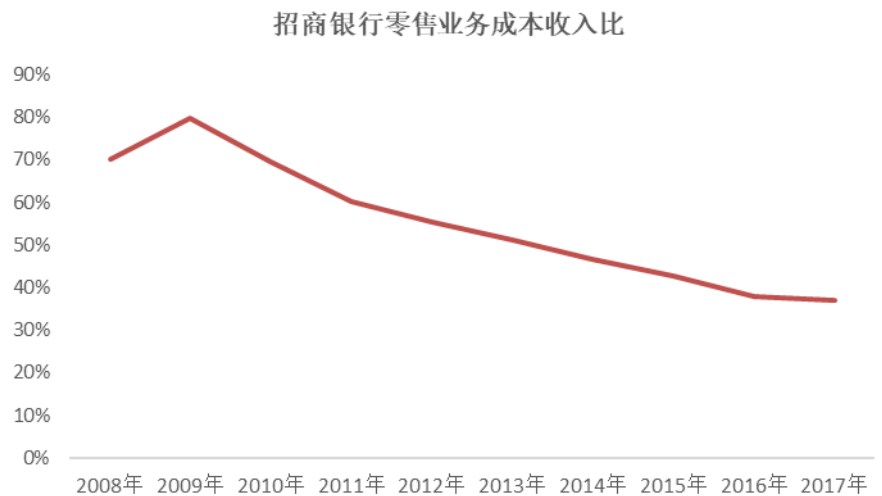
数据来源：公司公告，万联证券研究所

从零售中间业务收入的构成看,银行卡手续费收入和零售财富管理业务佣金收入仍是零售中间业务收入的主要来源。不过,由于过去招商银行充分利用自己的渠道优势和客户优势,通过交叉销售等策略推动零售财富管理业务快速增长。2017年零售财富管理佣金收入占比零售中间业务收入的比例已经达到52%,较2008年提高近10个百分点。银行卡手续费收入也在累计发卡量快速增长的同时,实现了较快的增长。银行卡手续费的复合增速仅有20%,低于零售财富管理佣金收入28%的增速,因此收入占比有所下滑。

2.5 成本收入比大幅下降 33 个百分点

从成本端看,公司分支机构数量在 2012 年、2014 年和 2015 年实现了大幅扩张,分别增加了 158 家、375 家和 285 家。分支机构的增加带来了营业收入的快速增长,且 23%的复合增速显著快于业务及管理费用 14%的复合增速,因此成本收入比持续下降。招商银行零售业务的成本收入比从 2008 年的 70% 下降到了 2017 年的 37%,降幅达到 33 个百分点。可见,成本收入比的大幅下降成为了招商银行零售业务风险资本回报率大幅上升的主要推动因素。

图 10. 招商银行零售业务成本收入比下降 33 个百分点



数据来源:公司公告,万联证券研究所

2.6 成本收入比的大幅下降是零售业务风险回报率提升的主因

综上,金融危机后招商银行零售贷款结构逐步优化,以信用卡和消费贷为代表的高收益的贷款占比持续稳步上升,同期活期存款占比上升 22 个百分点,但是由于近几年零售存款整体增速不及零售贷款,因此,公司 NIM 受零售存款成本的制约开始收缩,再加上信用风险成本的提高,使得剔除信用风险成本后的 NIM 进一步下降。零售中间业务对零售业务的收入贡献提高了 6 个百分点,主要是由于息差收入的增速放缓。因此,收入端不是风险资本回报率上升的主要原因。再来看成本端,由于持续对成本的压缩,使得过去 9 年成

本的复合增速仅为 14%显著低于营业收入 23%的增速，因此成本收入比从 2008 年的 70%下降到了 2017 年的 37%，降幅达到 33 个百分点。综合来看，成本收入比的大幅下降成为招商银行零售业务风险资本回报率提升的主要推动力。

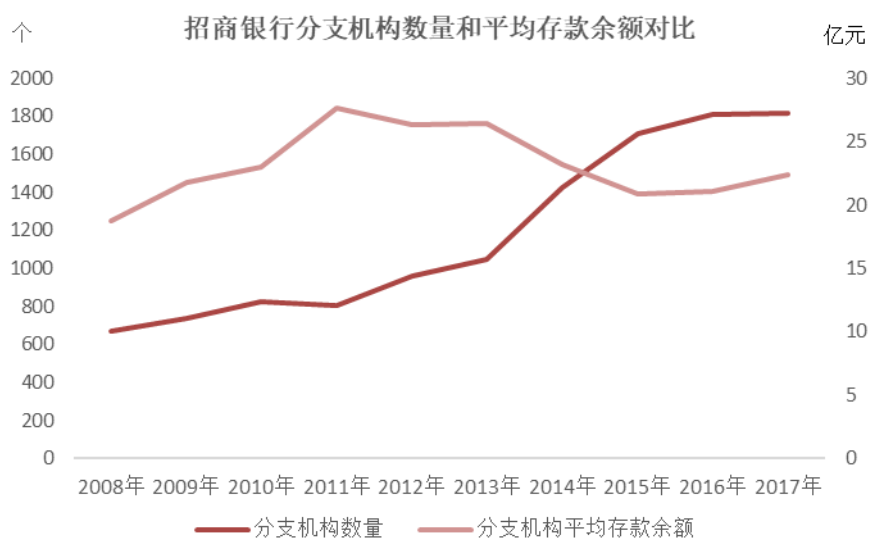
3、招行零售业务未来竞争中的优势分析

目前招商银行零售业务的成本收入比在 37%的水平，与国有大型银行如工商银行和建设银行平均 33%的水平已经非常接近。未来通过控制成本收入比释放利润的空间越来越小。预计未来零售银行的竞争必将体现在收入端。收入端哪些因素可以给招商银行带来持续竞争力？

3.1 零售业务的低成本资金优势可能逐渐弱化

2014-2015 年大量的分支行开业，从近两三年的经营数据上看，成本并没有大幅上升，但是存款总量也没有大幅的提高，分支机构平均的存款余额呈现明显的下降趋势。即便考虑到网点的成长周期，但是理财对存款的快速分流，也使得未来存款的增速较为有限。

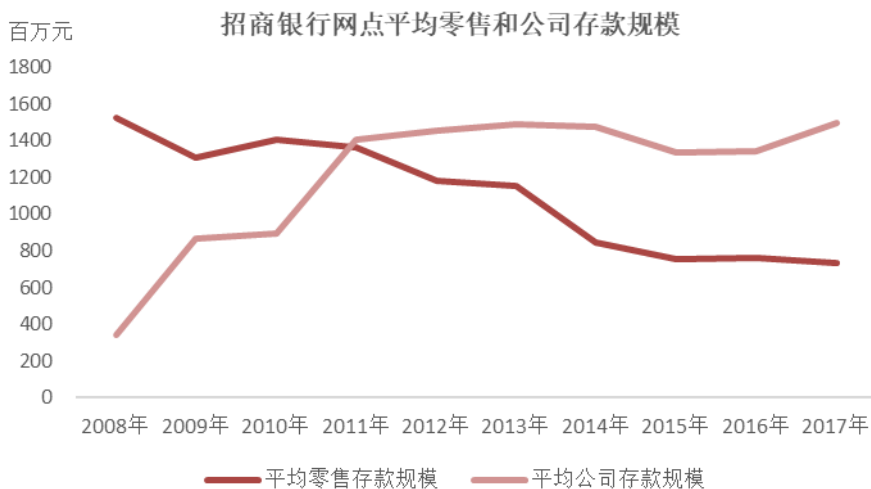
图 11. 招商银行分支机构平均存款余额呈现明显下降趋势



数据来源：公司公告，万联证券研究所

除了受理财业务的快速发展的影响外，招商银行布局的这些新的网点均处在经济发达地区，而经济发达地区客户的理财意识更强，因此零售存款的增量相对更低。从存款增量的构成看，近几年存款的增长主要来自于公司存款的增长。

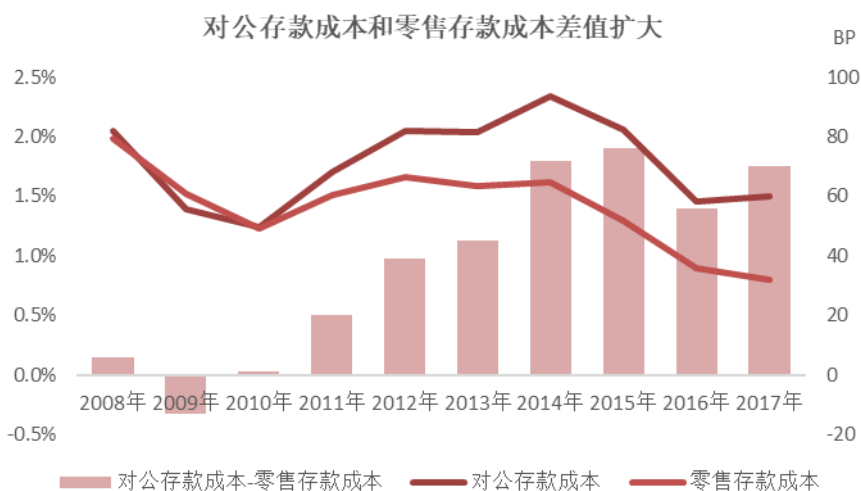
图 12. 招商银行存款增量主要来自于公司存款的增长贡献



数据来源：公司公告，万联证券研究所

过去几年，招商银行对公存款的成本和零售存款成本持续拉大。目前维持在 70BP 的高位。考虑到表外资产回表的压力、监管趋严的大环境，以及招行本身零售贷款已经超过零售存款等因素，负债端成本将进一步上升。因此，招商银行低资金成本优势或将逐步弱化。

图 13. 招商银行对公存款成本和零售存款成本差值扩大



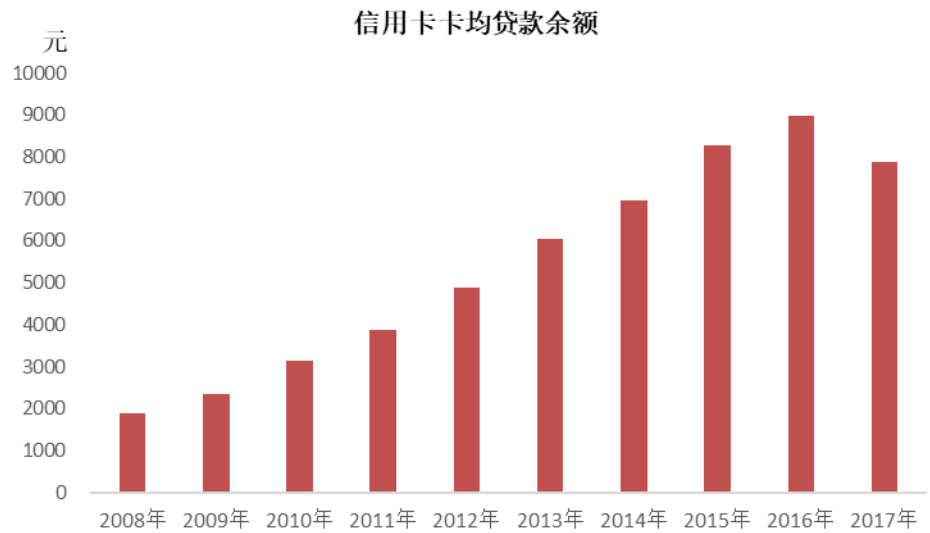
数据来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 零售贷款的结构优化，预计消费信贷占比将提升

招商银行信用卡发卡量实现了快速增长，从 2008 年的 2726 万张，增长到 10023 万张，年均复合增速 15.6%。而有效卡量从 1694 万张增长到 2017 年的 6246 万张，有效卡的占比维持在 62% 的水平。同期，信用卡贷款余额占

零售贷款余额的比例已经提升到了近 28% 的水平，过去 9 年信用卡贷款规模年均复合增速近 36% 远远高于发卡量增速。而从有效信用卡的卡均贷款余额看也从 2008 年不到 2000 元的规模，提高到 2017 年近 8000 元的规模。

图 14. 招商银行信用卡卡均贷款余额



数据来源：公司公告，万联证券研究所

招商银行消费信贷余额也有一定的增长的，不过由于增速较低，因此占比一直保持在 8% 左右的水平。从贷款总体结构看，住房抵押贷款的占比已经下降到 50% 以下，贷款结构更加多样化。对比其他银行，近 80% 的住房按揭贷款以及信用卡和消费信贷的占比之和仅 20% 的零售贷款结构看，招商银行零售贷款的创新仍走在行业的前列。

如果对比发达国家零售贷款结构，美国银行业零售贷款中，信用卡贷款和消费贷款的占比均在 20% 左右，而住房抵押贷款占比在 60%。金融危机后，信用卡贷款的占比提升较快，上升了 8 个百分点，而消费贷款的占比也上升了 3 个百分点。

过去几年大零售项下的不同业务增速各异，预计个人贷款项下的消费贷和经营贷以及小微企业金融、信用卡、财富管理等零售业务收益增长和预期增长较高，将成为未来几年中国零售银行业收入的成长引擎。因此，招商银行零售贷款的均衡结构，使得招商银行零售优势仍将在未来一段时间内持续存在。

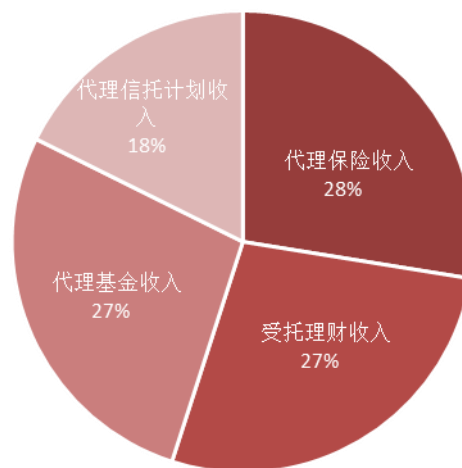
3.3 零售中间业务占比超过 30%，未来竞争主要集中在产品创新

过去几年，招商银行凭借自己的强大的渠道优势和客户优势，零售财富管理业务和私人银行业务也实现了快速发展。2017 年零售财富管理佣金收入占比零售中间业务收入的比例已经达到 52%，较 2008 年提高近 10 个百分点，已经超过了银行卡手续费收入的占比。财富管理业务收入也更加多元化，以

2017 年为例，代理保险业务收入占比 28%，受托理财和代理基金收入占比 27%，代理信托计划收入占比 18%。虽然资管新规的落地以及行业整体保费增速下降对行业带来了较大的负面影响，招行财富管理业务收入短期内随着财富管理业务规模的收缩而下降，但是中长期看，面对国内旺盛的理财需求以及巨大的理财市场，招行凭借自己的渠道优势和客户优势，仍可以实现较好的增长。

图 15. 招商银行零售财富管理业务收入构成

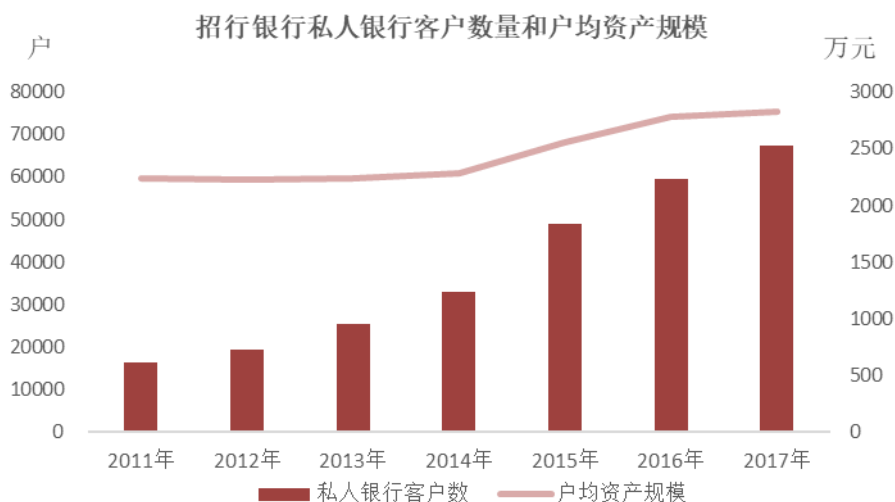
招商银行零售财富管理业务收入构成



数据来源：公司公告，万联证券研究所

截至 2017 年，招商银行私人银行客户数达到 6.74 万户，私人银行客户资产总规模达到 1.91 万亿元，户均资产达到 2826 万元。招商银行私人银行报告中也表示，未来资产的配置以及资产的传承将成为私人银行业务的重点方向。

图 16. 招商银行私人银行客户数量和户均资产规模



数据来源：公司公告，万联证券研究所

零售业务的手续费收入占比已经超过 30%，财富管理业务的佣金收入也占到零售业务收入的比例超过 50%。受短期监管影响，零售业务的财富管理业务收入将有一定的下滑。但是中长期看，无论是行业发展的大趋势，还是招商银行本身在产品端的创新能力，仍能维持其对客户的竞争力。

3.4 加大金融科技投入，应对新进入者的挑战

国内以蚂蚁金服，腾讯等为代表的互联网金融企业对传统银行业务产生了巨大影响。目前看，互联网金融从理财、贷款、支付三个方面渗透传统银行的业务。理财方面，大量银行理财分流到互联网理财。2017 年末互联网理财规模超过 3 万亿。其中，余额宝的规模达到 1.58 万亿。贷款方面，互联网信贷井喷式增长。2017 年 P2P 网络贷款的交易规模已经突破 2 万亿元，微粒贷规模已经超过 1000 亿。第三方支付全面抢夺银行阵地。2017 年第三方支付网络支付超过 100 万亿，移动端支付占比超过 90%。

从上述现象看，这些新进入者基本都是聚焦细分领域市场，基于移动端创新技术手段把握端口优势，不断降低成本并提升客户体验，从而与传统银行分羹。目前这些新进入者的业务拓展范围已经从上述零售业务又逐步拓展延伸到对公业务，如中小企业融资贷款，机构资产管理等。

国际银行业调研数据显示，领先银行将税前利润的 15%投入颠覆式新技术的布局。而招商银行 2017 年核定 2016 年税前利润 1%即 7.9 亿元投入到金融科技，并专门成立了金融科技创新项目基金；2018 年又提高到上年营业收入的 1%，即 22.1 亿元，并表示，如果需要，未来投入力度还可以加大。

从 2017 年的数据看，金融科技已经开始带动招商银行客户数的增长。零售客户数突破 1 亿户，公司客户数超过 157 万户，招商银行 APP，掌上生活 APP 用户数合计也过亿，月活跃用户超过 4500 万户。从数据上看，金融科技的发展最直接的效果就是通过各种场景的应用，降低获客成本，并提高客户粘性，从而在这个过程中沉淀低成本的资金并增加中间业务收入的来源。

3.5 未来竞争力主要集中在贷款结构优势和中间业务创新上

综上，通过控制成本收入比释放利润的空间越来越小。未来零售银行的竞争必将体现在收入端。从收入端的角度分析，招商银行低成本的资金优势预计仍将在未来一段时间内持续，但是这种优势可能逐渐弱化；招商银行贷款创新方面走在行业的前列，零售贷款的结构优于其他银行，在未来国内转型的大环境下，更加受益；零售中间业务收入的占比已经超过30%的水平，而且财富管理业务手续费收入的占比已经超过银行业务手续费收入，占比超过 50%，受短期监管因素的影响，中间业务收入贡献或有回落。不过国内理财市场规模较大，即便面临短期的监管冲击和新进入者的挑战，只要银行加大金融科技的投入，通过不断产品的创新，仍有可能保持较低的资金成本优势，并且不断的提高中间业务收入的来源。

4、财务预测及估值

4.1 核心假设及盈利预测

根据模型，我们预测未来两年的贷款增速为 11%和 9%，存款增速为 8%和 8%。预测未来两年的净利息收入为 1615 亿元和 1775 亿元，净手续费收入为 672 亿元和 739 亿元。对应的归母净利润为 761 亿元和 810 亿元。ROE 仍能保持在 15%左右的水平。

表 1. 利润表（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表				
净利息收入	134,595	144,852	161,505	177,472
净手续费收入	60,865	64,018	67,219	73,941
营业收入	208,777	219,390	238,724	261,413
税金及附加	(6,362)	(2,152)	(2,555)	(2,813)
业务及管理费	(58,538)	(66,772)	(71,617)	(81,038)
拨备前利润	145,122	150,606	165,552	178,562
资产减值损失	(66,159)	(59,926)	(67,700)	(74,435)
税前利润	78,963	90,680	97,852	104,127
所得税	(16,583)	(20,042)	(21,527)	(22,908)
税后利润	62,380	70,638	76,325	81,219
归属母公司净利润	62,081	70,150	76,137	81,019

数据来源：公司公告，万联证券研究所

表 2. 资产负债表 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E
存放央行	597,529	616,419	665,733	718,991
同业资产	581,963	484,096	532,506	577,653
贷款总额	3,261,681	3,565,044	3,957,199	4,313,347
贷款减值准备	(110,032)	(150,432)	(209,110)	(247,075)
贷款净额	3,151,649	3,414,612	3,748,089	4,066,271
证券投资	1,450,922	1,578,356	1,872,541	2,128,706
其他资产	160,248	204,155	98,901	94,182
资产合计	5,942,311	6,297,638	6,917,769	7,585,804
同业负债	1,297,533	1,252,310	1,377,541	1,515,295
存款余额	3,802,049	4,064,345	4,389,493	4,740,652
应付债券	275,082	296,477	396,477	496,477
其他负债	164,285	201,114	215,727	236,470
负债合计	5,538,949	5,814,246	6,379,238	6,988,894
股东权益合计	403,362	483,392	538,532	596,910

数据来源: 公司公告, 万联证券研究所

4.2 公司估值与投资建议

鉴于上述我们对招商银行零售业务的竞争优势分析, 以及未来零售业务占比的提升对业绩的贡献度提高。我们将中期的估值假设中, 中期增速 8.5%, 而永续增速在 5%。对应的分红率分别为 55%和 70%。贴现率 12%。DDM 折现的 2018 年对应的合理估值为 30 元, 对应的 2018 年的 PB 为 1.50 倍。

另外, 考虑到潜在的回表压力以及违约率上升的因素影响, 我们测算招行目前暂不存在资本缺口。当前招商银行估值动态 PB 1.41X, 显著高于行业的整体估值水平, 也基本隐含了零售业务竞争优势。首次覆盖, 给予增持评级。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：郭懿

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlqz.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484