

2019年01月07日

证券研究报告·公司研究报告

招商银行(600036) 银行

买入(首次)

当前价: 25.52元

目标价: 31.20元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

聚焦核心优势，打造竞争护城河

投资要点

- **推荐逻辑：**招商银行作为业内零售龙头，在规模和客户基群方面均具有先行优势。负债端依托长期积累形成的高粘性优质战略客户筑起低成本的护城河，资产端依托低风险、高收益的零售业务保持了高质量发展势头，成为近2年唯一一家不良持续“双降”的股份制银行。预计未来随着金融科技应用变现，客户和业务优势将使公司估值优势得以延续。
- **聚焦战略客户，成本优势明显。**招商银行的负债成本长期维持在行业低位，得益于其优质的客户基群和客户粘性，在批发端聚焦客户分层经营及战略客群培育，在零售端通过交叉销售和客户导流，吸引高粘性、高净值财富配置结算账户的留存，从而使活期存款稳居50%以上，排名行业第一。低成本优势拉动招行的净息差长期保持行业前列，印证了招行远超同业的盈利能力。
- **深耕高端客户，零售优势显著。**招商银行是最早提出走零售转型路线的商业银行。转型后的公司零售金融营业收入和利润贡献占比均高于批发金融；零售客户数及AUM规模持续扩张，金葵花及以上零售客户资产占比长期稳定在70%以上，拥有质优价廉的战略客户基础。随着银行卡手续费及代理服务费等综合金融衍生收入的贡献提升，招行非息收入有望触底反弹，恢复较快增长趋势。
- **不良改善超预期，风控能力突出。**招商银行依托自身得天独厚的优势，通过持续优化零售信贷政策和对公信贷政策并提升风险管理能力，实现了贷款资产质量的改善。公司在信用风险防控方面注重优化风险资产组合配置，在经济周期下行压力增大的经济背景下体现出较强的抗周期属性。截至2018年三季度末，招商银行不良贷款余额562.47亿元，较上年末减少11.46亿元；不良贷款率1.42%，较上年末下降0.19个百分点，实现了不良贷款余额和不良率的“双降”。
- **强化科技成果转化，率先布局智能投顾。**在批发金融业务端，招行注重对客户服务体系加快向互联网模式转型。实现批发金融传统的客户服务线上化，向产业生态延伸。在零售金融业务端，招行注重打造最佳客户体验实现经营模式从卡片经营向App经营转变，构建线上线下多维服务体系，提升服务智能化能力。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为随着宏观经济环境企稳，招商银行依托公司负债优势、零售优势、质量优势和科技优势，在激烈的市场竞争中筑起了一条相对宽阔的护城河，未来发展前景向好。预测2018-2020年BVPS为21.27、24.00、27.37元，归母净利润增速分别为14.52%、13.46%、15.27%；EPS为3.19、3.67、4.17元，6个月目标价31.2元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**监管趋严或使行业估值下行压力加大；经济周期下行或使公司资产质量恶化；存款成本抬升或使公司息差空间收窄。

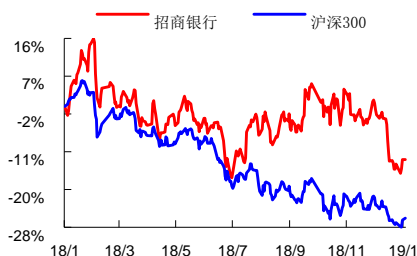
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	220,897	249,067	276,994	308,980
增长率	5.33%	15.65%	13.65%	16.50%
归属母公司净利润(百万元)	70,150	80,336	91,147	105,061
增长率	13.00%	14.52%	13.46%	15.27%
每股收益EPS(元)	2.78	3.19	3.67	4.17
净资产收益率ROE	15.57%	15.80%	15.97%	16.22%
PE	9.13	7.97	7.03	6.09
PB	1.33	1.19	1.06	0.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
 执业证号: S1250517070003
 电话: 010-57758623
 邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	252.20
流通A股(亿股)	206.29
52周内股价区间(元)	24.57-34.89
总市值(亿元)	6,436.10
总资产(亿元)	65,086.81
每股净资产(元)	19.49

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：零售龙头的崛起之路	1
2 巩固核心优势，打造竞争护城河	3
2.1 成本优势：聚焦战略客户培育，打造负债护城河	3
2.2 零售优势：深耕高端客户产品链，打造生态护城河	5
2.3 质量优势：聚焦资产结构调整，打造风控护城河	10
2.4 科技优势：聚焦金融科技应用，打造科技护城河	13
3 盈利预测与估值	14
3.1 相对估值	14
3.2 绝对估值	15
4 风险提示	16

图 目 录

图 1: 招商银行股权结构	1
图 2: 上市银行资产规模排名情况 (亿元)	2
图 3: 上市银行营收和归母净利润规模排名情况	2
图 4: 招商银行营业收入规模及增速	2
图 5: 招商银行净利润规模及增速	2
图 6: 招商银行主营业务收入结构 (%)	3
图 7: 招商银行各类业务净利润贡献结构 (%)	3
图 8: 招商银行总行级战略客户数量及存款规模情况	3
图 9: 招商银行机构客户数量及存款规模情况	3
图 10: 招商银行负债结构变化情况 (%)	4
图 11: 招商银行存款成本与国有银行基本持平 (%)	4
图 12: 最近五年招商银行存款结构 (%)	4
图 13: 招商银行与五大行存款结构对比 (%)	4
图 14: 招商银行计息负债成本率稳居行业低位 (%)	5
图 15: 招商银行计息负债规模及成本率走势	5
图 16: 上市银行生息资产收益率对比情况 (%)	5
图 17: 招商银行银行净息差和行业净息差走势对比 (%)	5
图 18: 招商银行分部营业收入规模及增速	6
图 19: 招商银行分部利润规模及增速	6
图 20: 上市银行零售贷款占比对比情况 (%)	6
图 21: 招商银行零售和对公贷款增速 (%)	6
图 22: 招商银行零售客户规模及增速	7
图 23: 招商银行零售客户 AUM 规模增速	7
图 24: 招商银行金葵花及以上客户数量和资产规模	7
图 25: 招商银行金葵花及以上战略客户 AUM 占比 (%)	7
图 26: 上市银行信用卡交易额和累计发卡量	8
图 27: 上市银行新增发卡量和同比增速	8
图 28: 招商银行收入结构 (%)	8
图 29: 招商银行手续费及佣金净收入结构 (%)	8
图 30: 招商银行手续费及佣金收入规模及增速	9
图 31: 招商银行手续费及佣金收入增速 (%)	9
图 32: 招商银行理财产品规模变化 (万亿元)	9
图 33: 招商银行受托理财收入及增速	9
图 34: 招商银行对公不良贷款行业分布 (%)	10
图 35: 招商银行零售贷款分部占比变化趋势 (%)	10
图 36: 招商银行零售不良贷款结构 (%)	11
图 37: 零售贷款各部分结构占比变化趋势 (%)	11
图 38: 2018Q3 上市银行不良贷款率和拨备覆盖率	11
图 39: 招商银行不良贷款率和拨备覆盖率走势	11

图 40: 上市银行准不良贷款率排名情况 (%)	12
图 41: 招商银行准不良率变化趋势 (%)	12
图 42: 招商银行不良贷款迁徙率 (%)	12
图 43: 招商银行不良贷款生成变化情况	12
图 44: 股份制银行逾期不良剪刀差排名	12
图 45: 招商银行逾期不良剪刀差维持低位	12
图 46: 上市商业银行 PB 估值排名	15
图 47: 招商银行历史估值水平	15

表 目 录

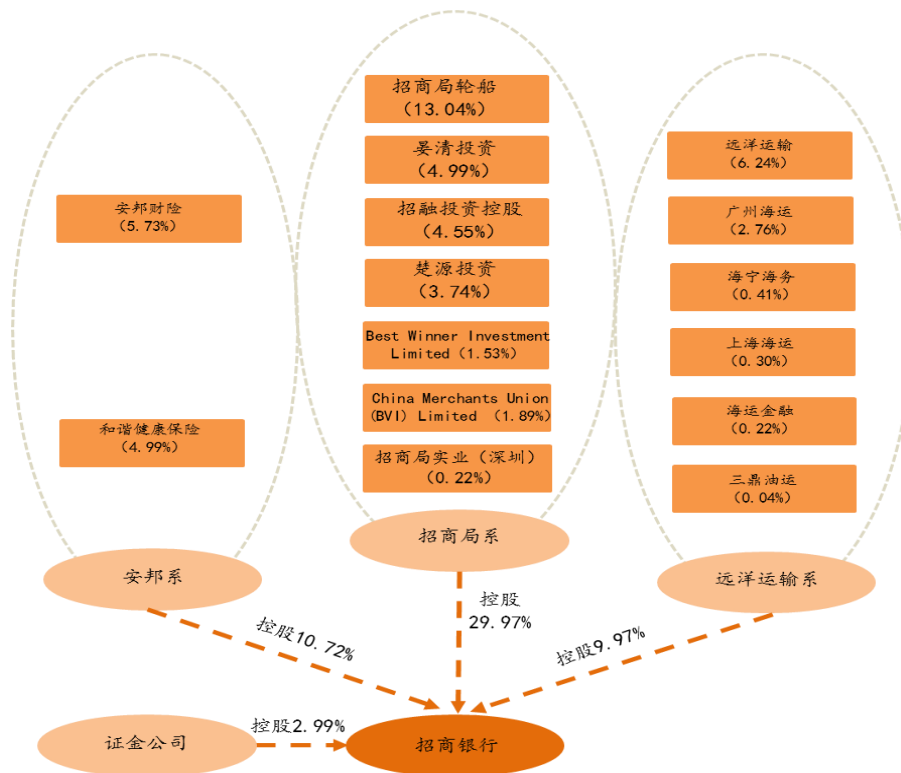
表 1: 招商银行手续费及佣金收入测算	9
表 2: 招商银行摩羯智投收益模拟 (单位: %)	13
表 3: 招商银行关键假设指标参数预测 (单位: 百万元)	14
表 4: DDM 模型估值参数	15
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：零售龙头的崛起之路

招商银行成立于中国探索金融改革之路的大背景下,于1987年3月31日由招商局轮船股份有限公司在深圳市蛇口工商局出资并注册登记,是第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行,也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。经过31年的发展,招商银行已成为拥有商业银行、金融租赁、基金管理、人寿保险、境外投行等金融牌照的大型银行集团。

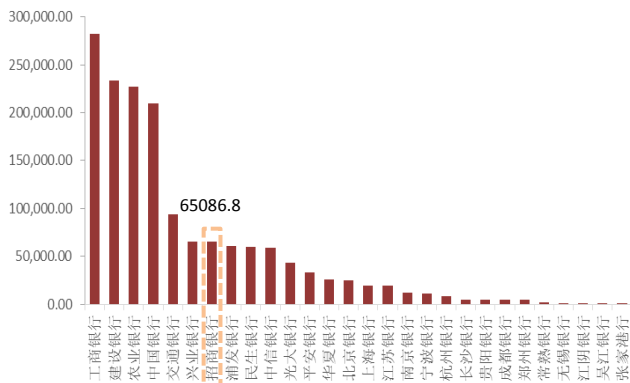
自1989年,招商银行以市场需求为导向,依托商业化运行机制,不断创新金融产品和服务手段,并开始实施一系列股份增发、股权转让等增资扩股业务,至上市前夕的2001年12月31日,股东数达108家,实收资本超过42亿元。2002年4月9日,招商银行A股首发15亿股,融资109.5亿元,2006年9月22日,H股首发24.2亿,融资206.9亿港元,成功实现A+H股上市。截止2018年9月30日,招商银行总股本达254.95亿股,其中A股占比80.91%,H股占比18.01%,另有于去年10月增发占比1.08%的优先股用于补充其他一级资本。目前安邦财产保险已完成了集团内部股权转让,招商银行50%以上的股权分布在招商局集团系、安邦系、中国远洋海运系和证金公司手中。

图1：招商银行股权结构

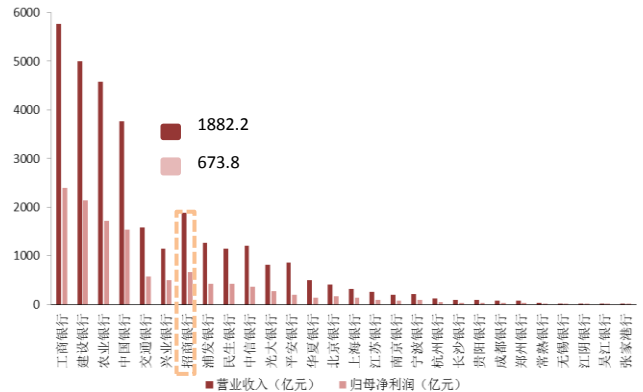


数据来源: wind、西南证券整理

招商银行作为零售银行的代表和先行者始终走在转型前列,其资产规模、营业收入、净利润等核心指标长期稳居股份制银行前3位,尤其是业绩指标在行业中表现突出。根据2018年3季报披露,招商银行资产规模达6.51万亿元,位于股份制银行第2位,行业第7位,前3季度的营业收入达1882.21亿元,实现归母净利润673.80亿元,业绩超越国有银行交通银行,排名股份制银行第1位,行业第5位。

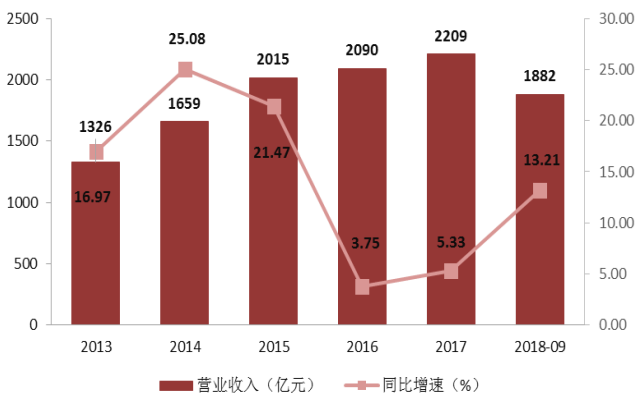
图 2：上市银行资产规模排名情况（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

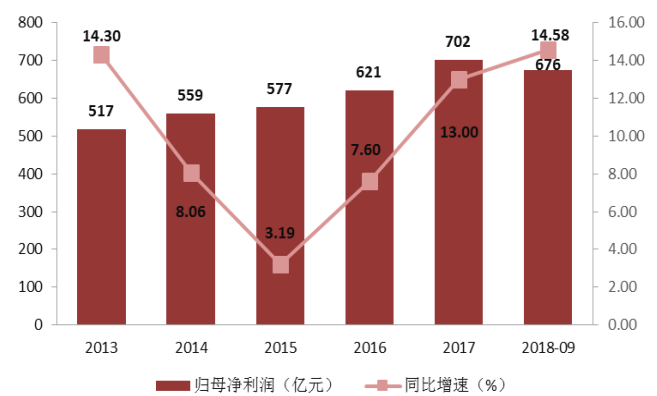
图 3：上市银行营收和归母净利润规模排名情况


数据来源：wind，西南证券整理

得益于零售业务的先发优势和突出的资产质量，招商银行过往业绩始终处于行业前列。虽然也经历过 2015 年经济周期下滑带来的资产质量和拨备计提压力，但最近三年业绩增速持续向好，奠定了股份行龙头地位。根据公司最新披露的 2018 年前三季度业绩数据来看，公司归母净利润同比增长 14.58%，较年中上升 0.58 个百分点，增速不仅达到了近 5 年来的最高点，也位居股份行之首。我们认为，这主要受益于近两年来公司大力发展零售业务和培育对公战略客户，同时不断优化资产结构，压缩对高风险和低端过剩产业的信贷投放，加强不良资产处置。

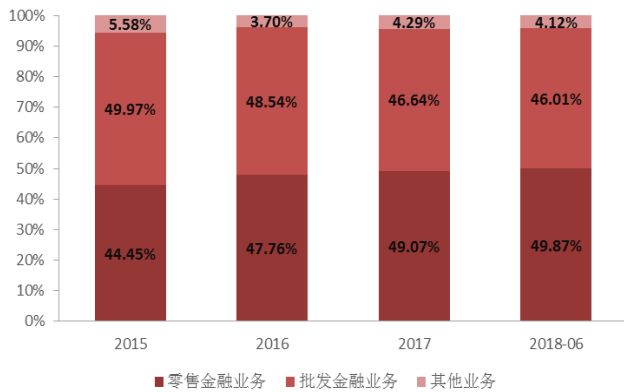
图 4：招商银行营业收入规模及增速


数据来源：wind，西南证券整理

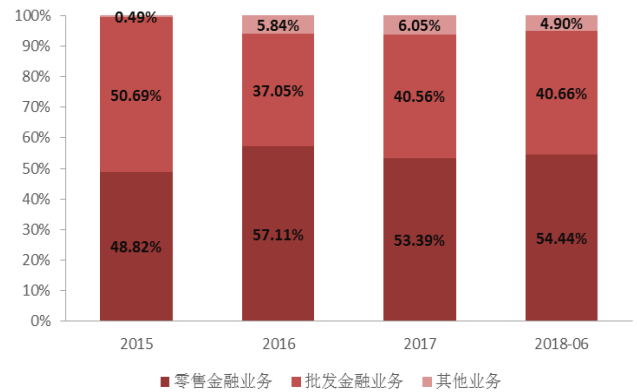
图 5：招商银行净利润规模及增速


数据来源：wind，西南证券整理

招商银行的大零售战略最早兴起于 2014 年，公司提出“一体两翼”（零售为体，对公和同业为翼）的“轻型银行”发展战略后，零售业务迅猛增长，截至 2018 年上半年，零售金融业务资产占比超过 20%，收入占比连年攀升，超过批发金融业务逼近 50%，利润贡献自 2015 年起稳定在 50% 以上，是典型的零售大行。

图 6：招商银行主营业务收入结构


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：招商银行各类业务净利润贡献结构


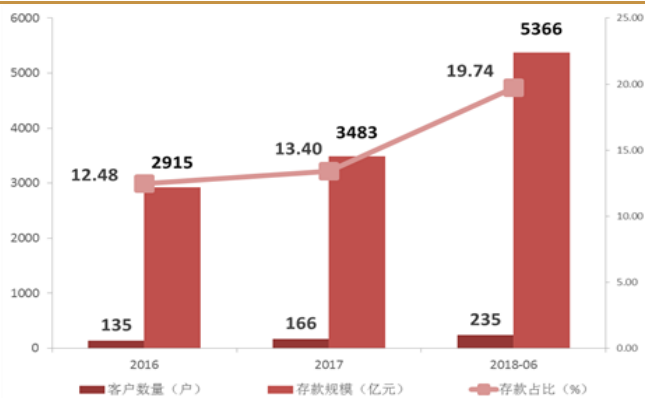
数据来源：wind，西南证券整理

2 巩固核心优势，打造竞争护城河

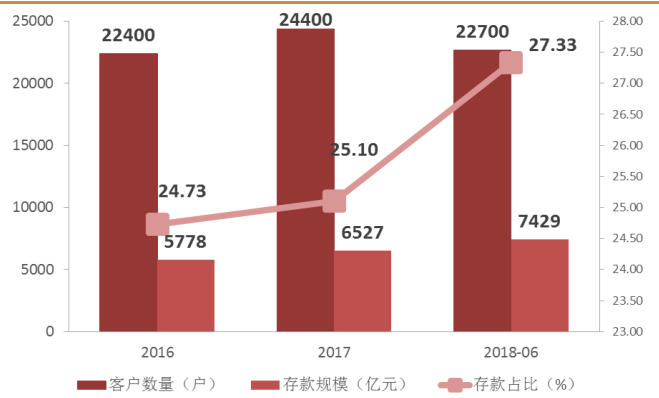
2.1 成本优势：聚焦战略客户培育，打造负债护城河

与行业内其他银行相比，招商银行在负债端的成本优势显而易见，而这一优势的来源在于公司长期聚焦客户分层经营，全面夯实客群基础。招行对批发客户建立了分层分类体系，分别是基础客群、战略客户、小企业客群、机构客群、同业客群和离岸客群。其中在战略客户方面，通过扩大经营纵深，将产品和服务延伸至战略客户核心企业的产业链和生态圈，为客户提供全价值链的综合化服务方案，实现客户的深度经营。

截止到 2018 年上半年，招行总行级战略客户 235 户，较上年末增加 69 户，自营存款日均余额 5366.05 亿元，较年初增长 14.55%，占公司存款日均余额比重为 19.74%，分行级战略客户 8010 户。机构客群方面，招行通过全面深化与国家部委的“总对总”战略合作、不断创新合作模式，聚焦财政、社保、公共资源交易、公积金等客群，深度经营客群的低成本“流量资金”与“增量资金”，并着力拓展高价值场景，强化与零售业务的联动。截至 2018 年上半年，招行机构客户数 2.27 万户，机构客户人民币存款日均余额 7428.52 亿元，较年初增加 464.18 亿元，占公司存款日均余额比重为 27.33%。

图 8：招商银行总行级战略客户数量及存款规模情况


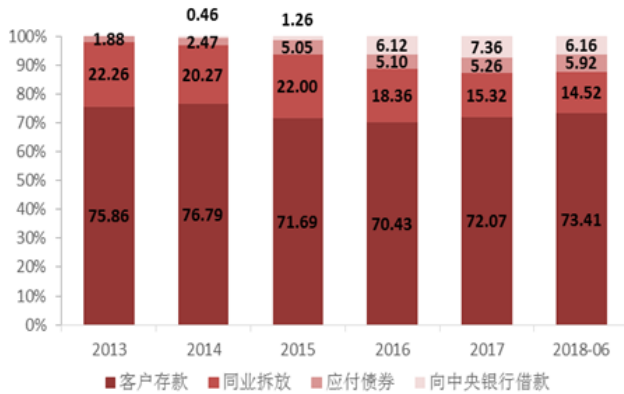
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：招商银行机构客户数量及存款规模情况


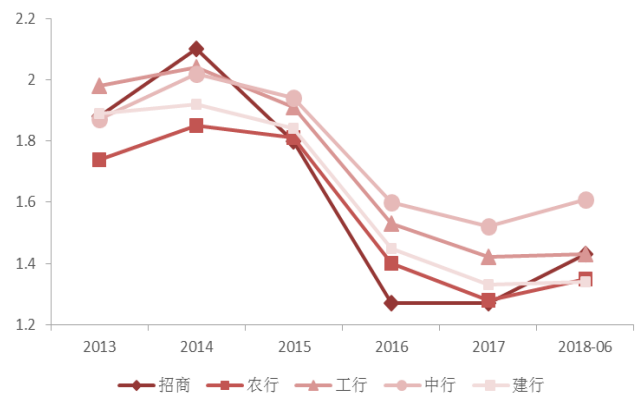
数据来源：wind，西南证券整理

在完成对批发客户分层经营的同时,招行也在发挥自己在零售业务上的产品优势进行客户导流和交叉销售。通过集团发卡、批量代发薪酬等公私联动以及财富管理、私人银行、网络银行等个人内部联动压低了获取客户的成本,其后利用金葵花,私人银行等优质服务和丰富的金融产品增加客户粘性,满足客户的多样化需求,提升客户忠诚度,从而吸引高粘性、高净值零售客户财富配置结算账户的留存。

正是由于招行在客群培育方面具备扎实基础,所以公司自身存款占比长期稳定在 70% 以上,位于股份行之首,而存款成本率则长期处于行业底部,2018 年上半年仅 1.43%,媲美四家国有商业银行的存款成本。

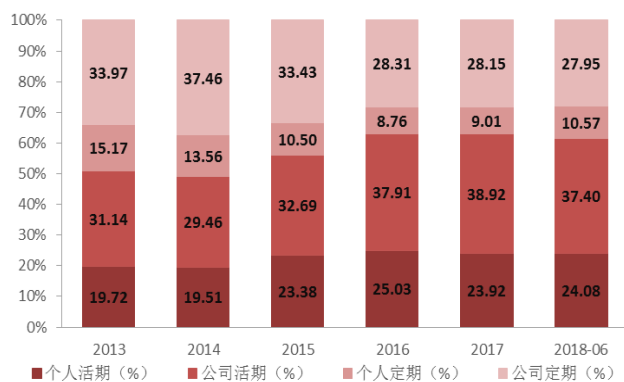
图 10: 招商银行负债结构变化情况 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

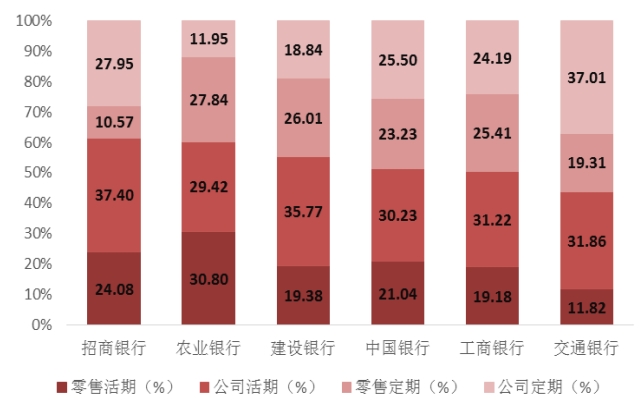
图 11: 招商银行存款成本与国有银行基本持平 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

招商银行的存款中活期存款占比常年维持在 50% 以上,远超行业 30% 的平均水平,2018 年上半年零售活期存款占比 24.08%,活期存款占比 61.48%,这两项指标均稳居股份制银行首位。与五大行相比,招行活期存款占比高于五大行,零售活期占比仅略低于农业银行。

图 12: 最近五年招商银行存款结构


数据来源: wind, 西南证券整理

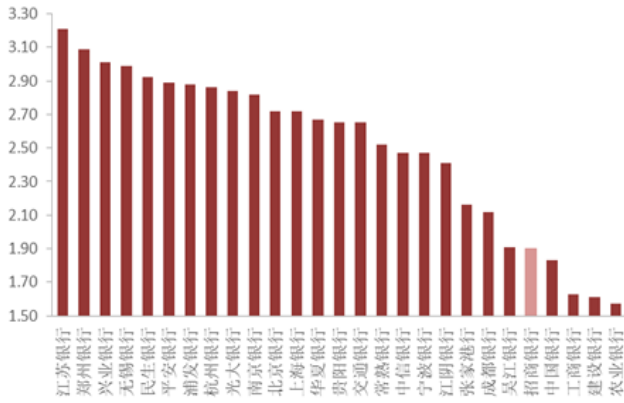
图 13: 招商银行与五大行存款结构对比


数据来源: wind, 西南证券整理

得益于优质的客群基础和客户粘性,招行以较低的存款成本打造出负债端的广阔护城河。根据 2018 年半年报披露,招商银行计息负债规模持续扩张至 5.8 万亿元,仅次于五大行和兴业银行,排名上市银行第 7 位,而计息负债成本率只有 1.9%,仅略高于农、建、工、中四家国有银行,排名位于上市银行中的第 5 位。近两年随着利率市场化的持续推进和资管新规带动结构性存款占比上升,公司负债成本同比略有提高,但相较同业来说仍处于绝对低位,

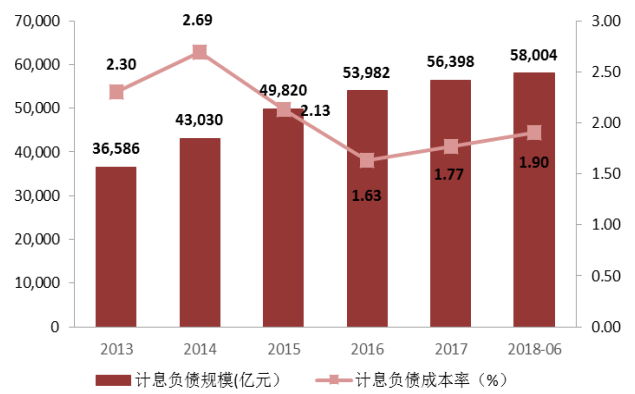
更说明了公司负债端的成本优势非常牢固。

图 14: 招商银行计息负债成本率稳居行业低位 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

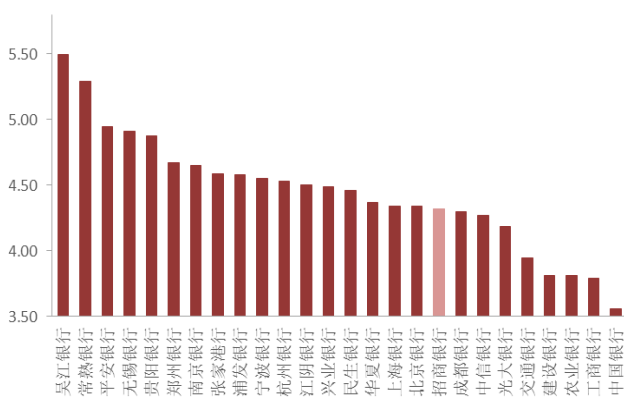
图 15: 招商银行计息负债规模及成本率走势



数据来源: wind, 西南证券整理

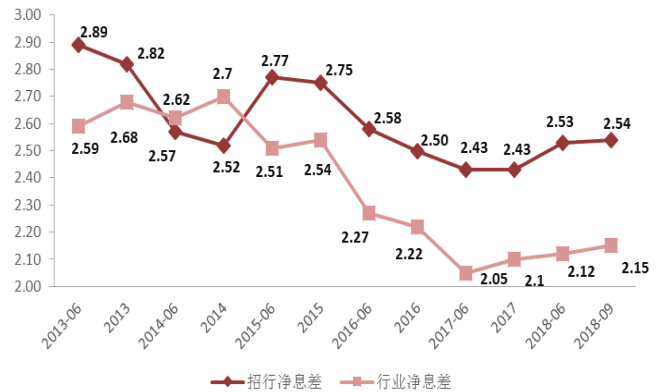
负债成本优势使招商银行在资产端的配置策略上也会更加注重资产质量,从图中可以看出,招行的生息资产收益率在行业中虽然不占优势,但净息差水平却远高于行业平均水平。根据 2018 年中报披露,招行生息资产收益率只有 4.32%,位于行业中游,净息差则高达 2.53%,位于行业第 5 位,高出行业平均水平 41 个 BP,甚至在 15 年央行 5 次降准和行业息差缩减 1.6 个百分点的背景下,招行净息差仍然扩大了 2.3 个百分点,表现出优良的盈利能力。我们认为,基于招行优质的客户基础和客户粘性,公司未来在利率市场化背景下受到的波及相对行业较小,负债成本带来的净息差优势有望得到延续。

图 16: 上市银行生息资产收益率对比情况 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

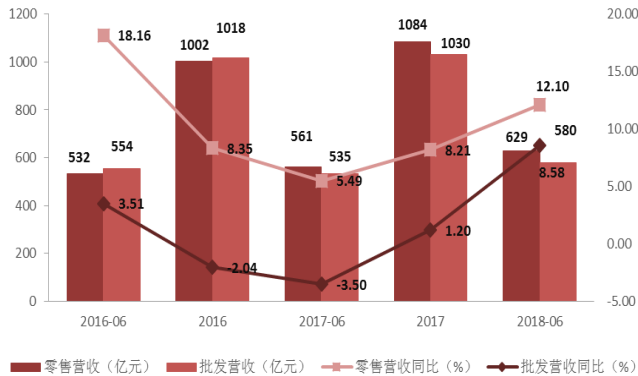
图 17: 招商银行银行净息差和行业净息差走势对比 (%)



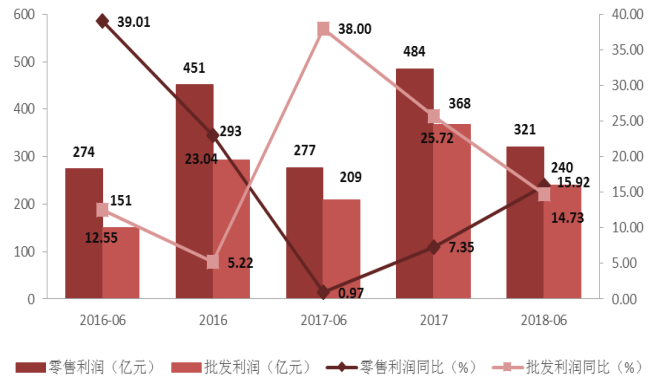
数据来源: wind, 西南证券整理

2.2 零售优势: 深耕高端客户产品链, 打造生态护城河

2004 年以前,招商银行仍以对公业务为主,之后转型精耕零售板块。截止到 2018 年上半年,招行零售金融业务收入达到 629 亿元,同比增长 12.1%,利润贡献同比增长 15.92%,分别高出批发金融业务 3.52 个和 1.19 个百分点,成为拉动业绩增长的主要动力。

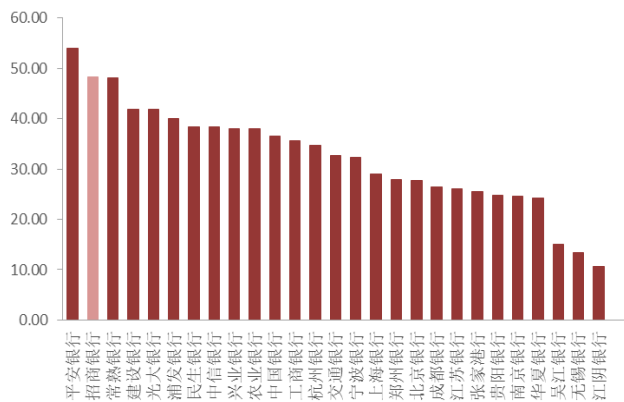
图 18: 招商银行分部营业收入规模及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

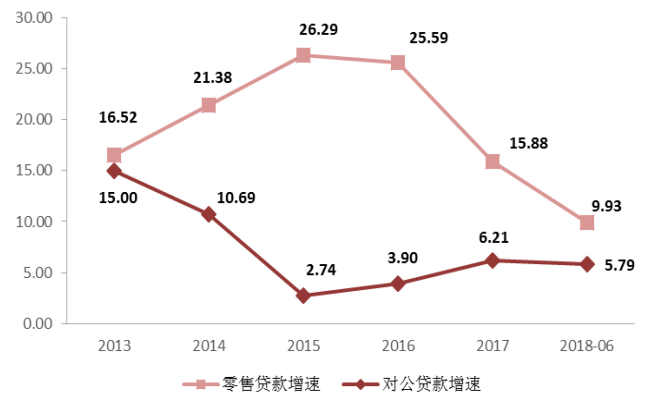
图 19: 招商银行分部利润规模及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

零售业务收益率高, 相比对公和同业业务, 风险分散、不良率较低, 能够有效提升银行盈利水平、降低信用风险。在当前行业整体面临对公信贷有效需求不足, 信用风险持续暴露的经济背景下, 大力发展零售业务成为各家银行业务发展的不二之选。招商银行由于在零售业务板块发力较早, 培育了一批优质的零售客户, 并不断从对公战略客户方面进行零售客源导流, 使整体零售业务保持了又快又好的发展趋势。公司自 2016 年零售贷款占比开始超过公司贷款, 截止到 2018 年上半年, 零售贷款占比达到 48.24%, 稳居行业前列。

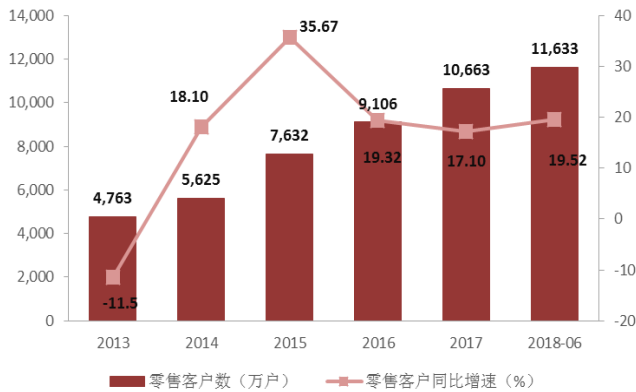
图 20: 上市银行零售贷款占比对比情况 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

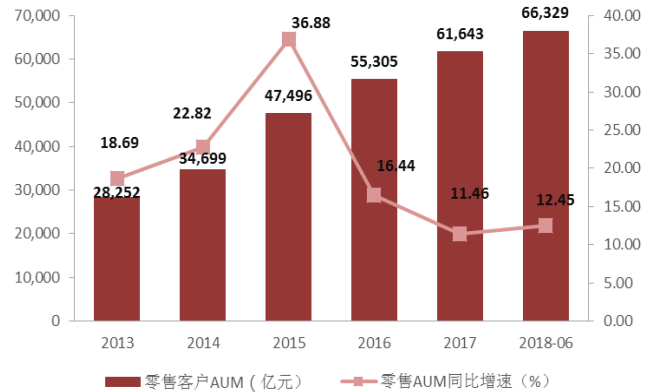
图 21: 招商银行零售和对公贷款增速 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

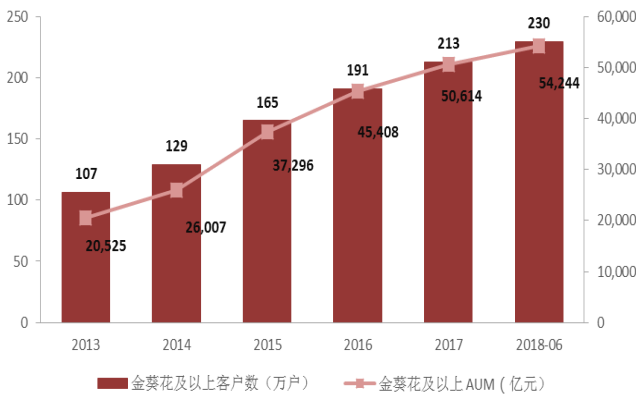
截止 2018 年上半年末, 招商银行零售客户规模突破 1.16 亿户, 较上年末增长 9.09%; 管理零售客户总资产 (AUM) 余额 6.6 万亿元, 较上年末增长 7.60%。其中, 以高净值战略客户为主要服务对象的招商银行金葵花客户 (月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户)、私人银行客户 (日均总资产在 1000 万元及以上的零售客户) 数量及管理总资产 (AUM) 连年攀升, 户均 AUM 远高于其他银行, 金葵花及以上 AUM 在零售客户 AUM 占比长期稳定在 70% 以上, 私人银行稳定在 30% 以上, 拥有质优价廉的战略客户基础。

图 22: 招商银行零售客户规模及增速


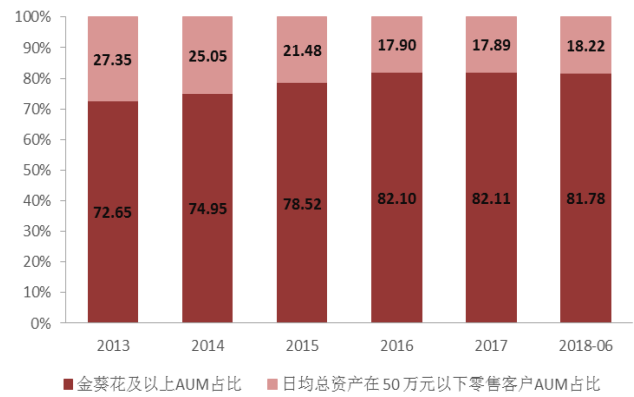
数据来源: wind, 西南证券整理

图 23: 招商银行零售客户 AUM 规模增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图 24: 招商银行金葵花及以上客户数量和资产规模


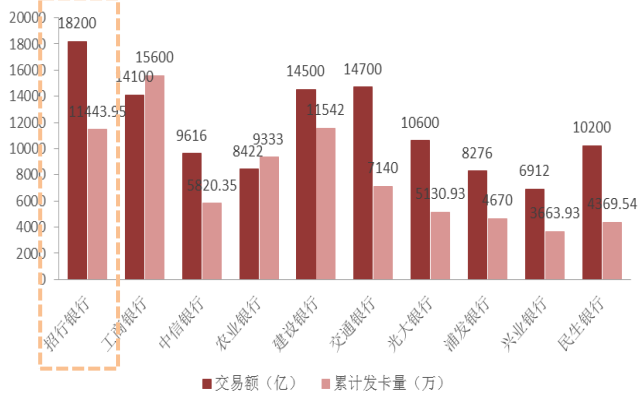
数据来源: wind, 西南证券整理

图 25: 招商银行金葵花及以上战略客户 AUM 占比 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

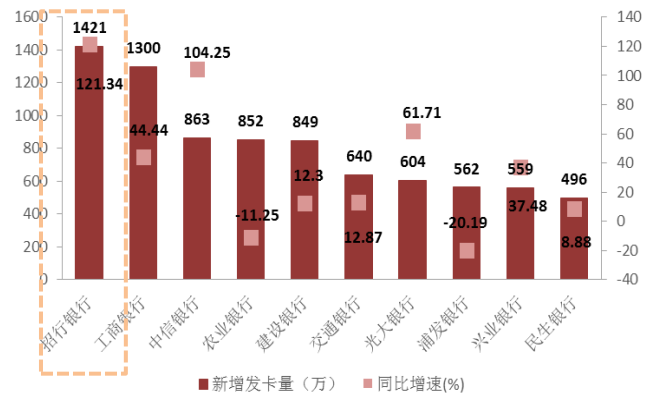
在零售业务当中,信用卡业务一直是招商银行的招牌业务,依托信用卡业务的快速扩张,公司积聚了庞大的客户资源,拓展出新的盈利来源。1995年7月,招商银行率先推出银行卡一卡通,并在1999年9月启动中国首家网上银行一网通,成为率先在全国启动网上银行业务的银行。2002年推出招行信用卡,实现了信用卡的一体化、专业化服务。2018年上半年,招行信用卡交易额达1.82万亿,远超其他银行,位列行业第一,同样位于行业第一的还有新增发卡量,达到1421万张,同比增速达到121.34%,累计发卡数1.14亿张,仅次于工行和建行位于行业第三。

图 26: 上市银行信用卡交易额和累计发卡量



数据来源: wind, 西南证券整理

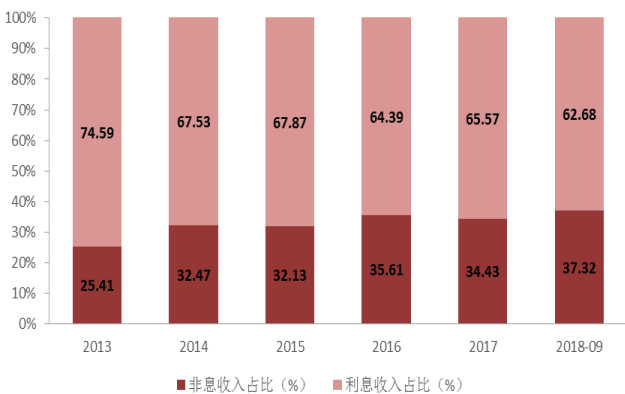
图 27: 上市银行新增发卡量和同比增速



数据来源: wind, 西南证券整理

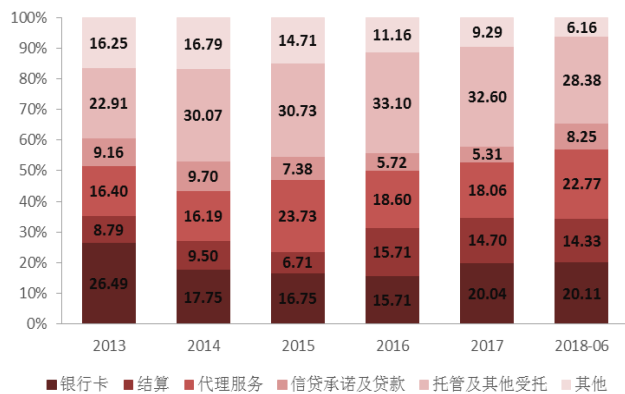
凭借在零售领域打造出的品牌效应和规模效应, 招行在中间业务方面的产品业务布局也日趋多元化, 非息收入占比持续提升。2018 年前 3 季度, 招行非息收入占比达到 37.32%, 同比增加 2.13 个百分点, 在上市银行中排名第 6 位。其中, 非息收入的主要构成部分手续费及佣金收入主要来源于银行卡、结算与清算、代理服务、信贷承诺及贷款业务、托管及其他受托业务佣金。

图 28: 招商银行收入结构 (%)



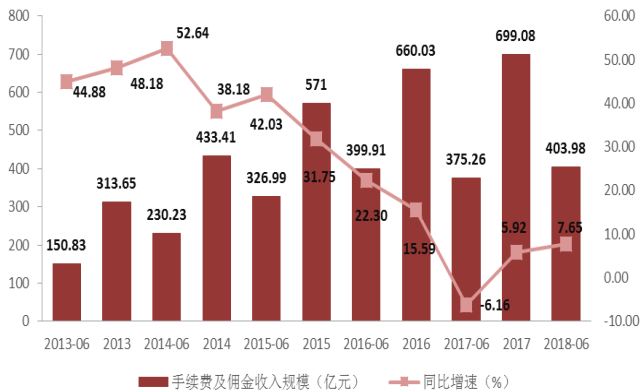
数据来源: wind, 西南证券整理

图 29: 招商银行手续费及佣金净收入结构 (%)

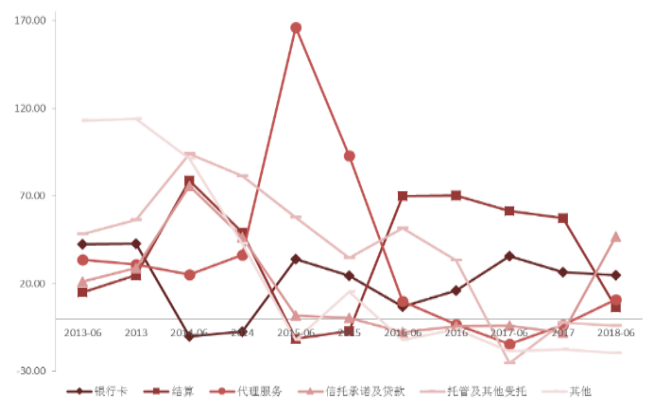


数据来源: wind, 西南证券整理

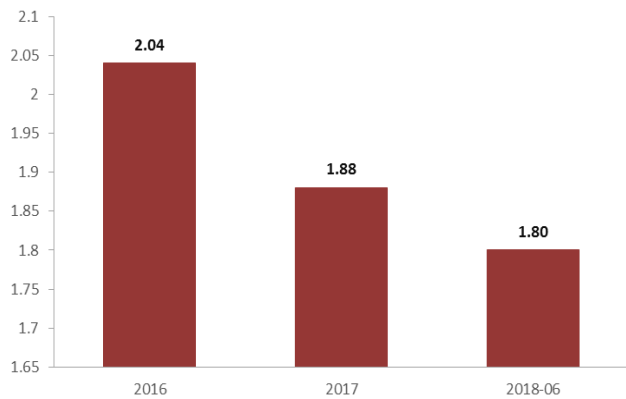
近年来, 在金融去杠杆的政策引导下, 商业银行表外理财规模受资管新规影响持续萎缩, 使行业理财产品托管手续费呈现下降趋势。同时, 以保险、信托产品为代表的代理手续费收入也受相关行业政策变动, 营销压力增大, 商业银行整体中间业务增收难度加大。对于招行来说, 在度过了 2017 年的中收低谷之后, 目前正处于恢复性增长阶段, 2018 年上半年实现中间业务收入 404 亿元, 同比增长 7.65%, 扭转了 2017 年以来的负增长趋势。我们认为, 当前招行的理财产品规模整体已经处于低位水平, 降幅空间已经不大。而对应的托管和佣金收入在非息收入中的占比本就不足三成, 对佣金手续费增速的拖累影响有限。未来, 随着银行卡手续费及代理服务等综合金融衍生收入的贡献提升, 招行中间业务收入有望触底反弹, 恢复较快增长趋势。

图 30: 招商银行手续费及佣金收入规模及增速


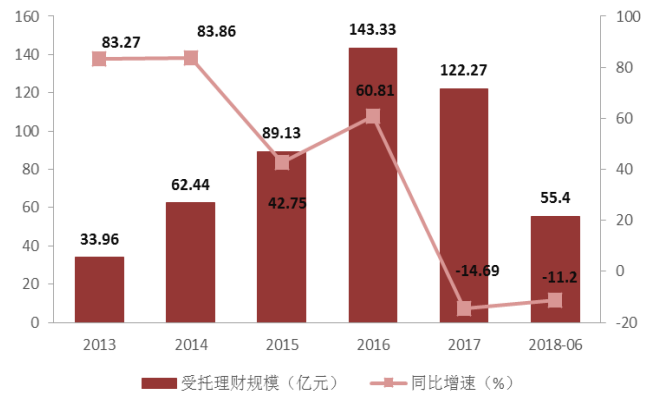
数据来源: wind, 西南证券整理

图 31: 招商银行手续费及佣金收入增速 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 32: 招商银行理财产品规模变化 (万亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 33: 招商银行受托理财收入及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

根据历史公开数据披露,我们对招商银行 2019 年的手续费及佣金收入进行预测。利用与 2018 年上半年几乎等价的增速进行假设,预测得到 2018 年末手续费及佣金增速大约为 7.2%,考虑非息收入已逐渐度过最低谷,采用相对保守的增速预测 2019 年可实现手续费及佣金收入约 824 亿元,同比增长约为 10%,后续非息收入有望延续增长态势。

表 1: 招商银行手续费及佣金收入测算

估值指标	银行卡	信贷承诺	代理服务	结算	托管及受托	其他	合计
2018HA 增速 (%)	24.79	46.76	11.07	6.61	-3.99	-19.50	7.82
2017A 规模 (亿元)	14,011	3712	12627	10,273	22,788	6,497	69,908
2018E 增速 (%)	24.79	46.76	11.07	6.61	-3.99	-20.70	7.20
2018E 规模 (亿元)	17,484	5,448	14,025	10,952	21,879	5,152	74,940
2019E 增速 (%)	25.49	46.50	11.00	7.00	-4.00	-18.00	10.00
2019E 规模 (亿元)	21,941	7,981	15,568	11,719	21,004	4,225	82,437

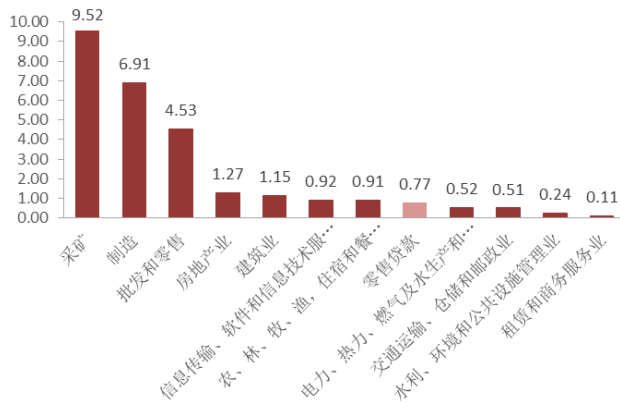
数据来源: 公司公告, 西南证券预测

2.3 质量优势：聚焦资产结构调整，打造风控护城河

招商银行在信用风险防控方面注重优化风险资产组合配置，坚持优质行业、优质区域、优质项目和优质客户的“四优”原则，在宏观经济周期下行压力增大的经济背景下体现出较强的抗周期属性。一方面，招行在信贷资源投放方面向总行、分行两级战略客户倾斜，积极挖掘战略新兴产业、现代服务业、先进制造业、文化产业等新产业、新市场的优质信贷资源。另一方面，差异化制定产能过剩行业、房地产、地方政府融资平台业务等重点领域风险防控策略，压缩退出产能过剩、高负债等风险客户，优化信贷资源配置，实现风险、收益、成本综合平衡。

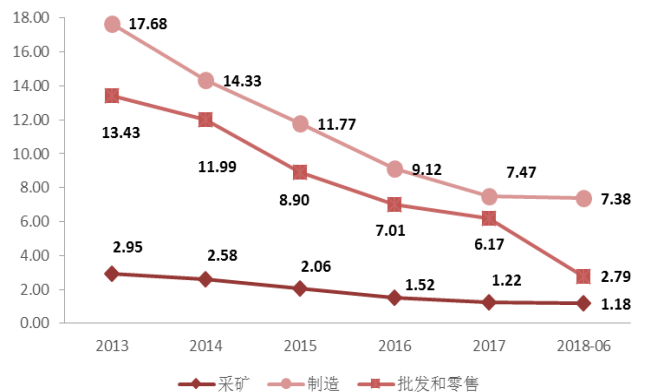
纵观招商银行对公不良贷款分布，不良率较高的贷款大多集中在制造业、批发和零售业及采矿业三个行业。招商银行通过差异化制定压缩退出类行业和地方政府融资平台等重点领域防控策略，并积极投放新兴科技产业、现代服务业、先进制造业等国家战略支柱行业，压缩产能过剩、高负债等风险客户，实现了信贷资源配置的优化。5年来，采矿、制造和批发零售贷款占比呈现出逐年下降的趋势，制造业从2013年占比13.43%的水平降至2.79%，批发和零售业占比同样从17.68%的高位压缩至7.28%，采矿业占比下降了60%以上。

图 34：招商银行对公不良贷款行业分布 (%)



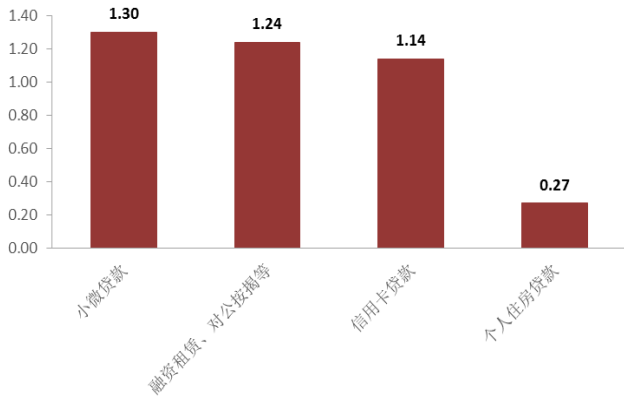
数据来源：wind，西南证券整理

图 35：招商银行零售贷款分部占比变化趋势 (%)

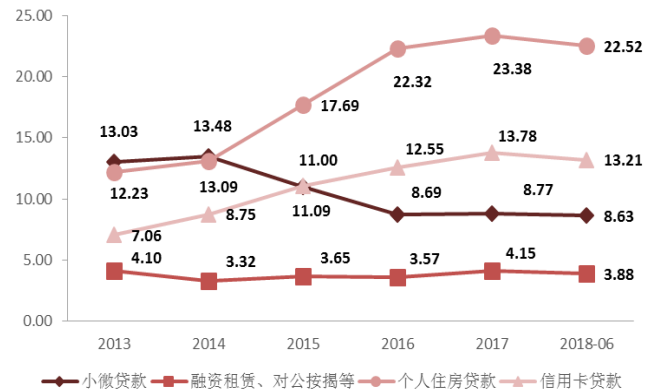


数据来源：wind，西南证券整理

零售贷款不良率普遍低于对公贷款，长期以来，招行不仅借助精耕零售的优势，大力发展零售贷款业务，优化信贷配置结构，而且在零售贷款端通过稳健扩张低不良率的按揭贷款和信用卡贷款，主动提升风险管理能力，推动零售信贷质量、效益及规模的协调发展。5年来，不良率较高的小微贷款占比规模明显收缩，其他贷款发展平稳，个人住房和信用卡贷款占比持续扩张，占比分别已达到22.52%和13.21%。

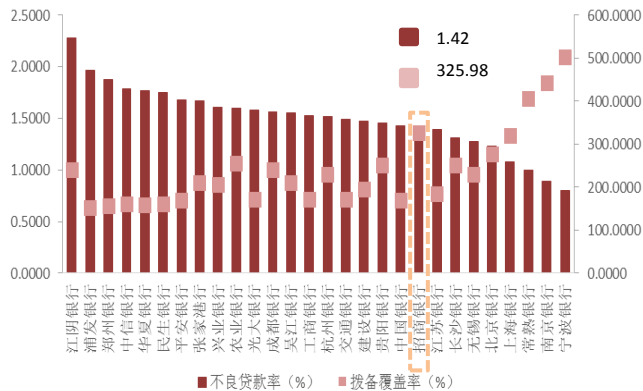
图 36: 招商银行零售不良贷款结构 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

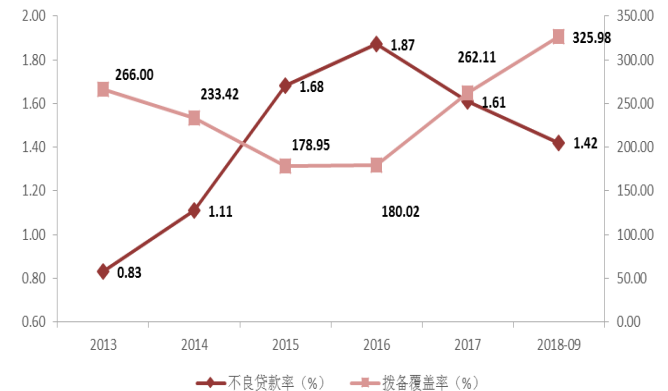
图 37: 零售贷款各部分结构占比变化趋势 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

贷款结构的优化调整对招行信贷资产质量的改善效果明显。截至 2018 年 9 月末, 招商银行不良贷款余额 562.47 亿元, 较上年末减少 11.46 亿元; 不良贷款率 1.42%, 较上年末下降 0.19 个百分点, 实现了不良贷款余额和不良率的“双降”; 不良贷款拨备覆盖率 325.98%, 较上年末上升 63.87 个百分点, 在行业中处于较高水平。

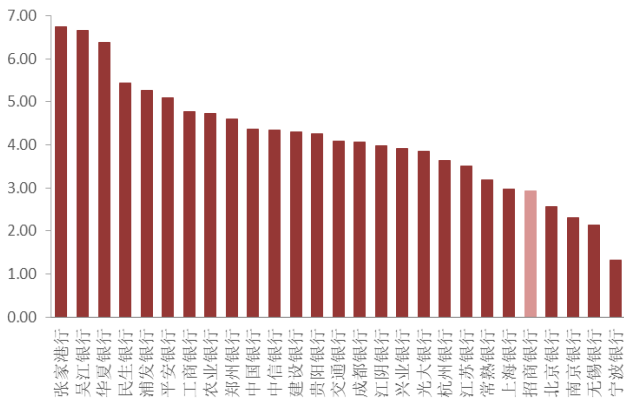
图 38: 2018Q3 上市银行不良贷款率和拨备覆盖率


数据来源: wind, 西南证券整理

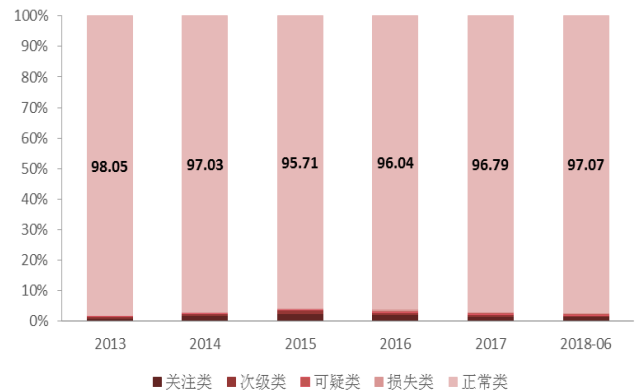
图 39: 招商银行不良贷款率和拨备覆盖率走势


数据来源: wind, 西南证券整理

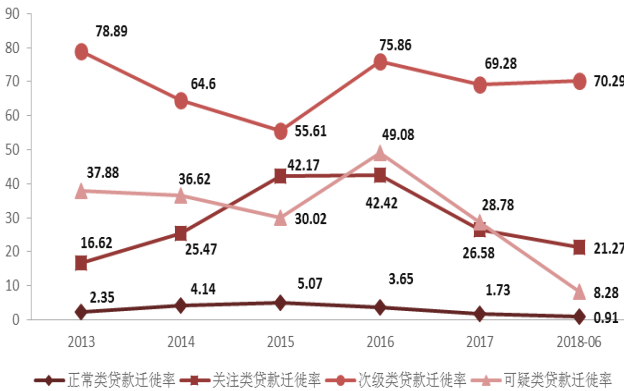
以往招商银行不良贷款率较高的主要原因是关注转不良趋势明显, 但是招商银行准不良率 (关注+不良) 较低, 2018 上半年准不良率位于行业倒数第 5 位, 潜在风险较小, 正常类贷款迁徙率和关注类贷款迁徙率在 2015 年达到峰值后, 近两年均呈现下降趋势。2017 年以来, 随着不良逐渐转化完成, 招商银行不良贷款生成率逐年降低, 2018 年上半年的不良生成率只有 0.92%, 相较 2015-2017 年分别下降了 2.34, 1.32 和 0.24 个百分点, 资产质量大幅改善。

图 40: 上市银行准不良贷款率排名情况 (%)


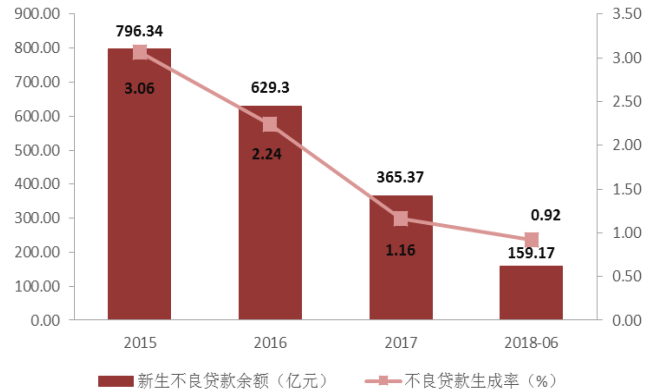
数据来源: wind, 西南证券整理

图 41: 招商银行准不良率变化趋势 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

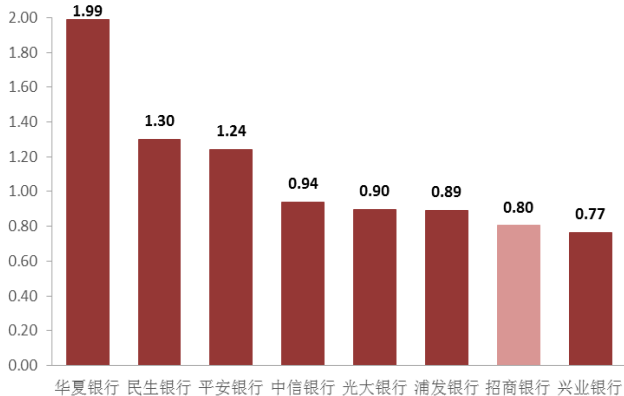
图 42: 招商银行不良贷款迁徙率 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

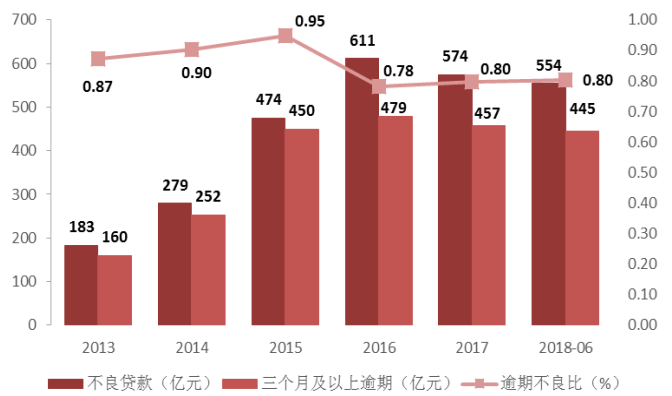
图 43: 招商银行不良贷款生成变化情况


数据来源: wind, 西南证券整理

由于不良贷款披露具有一定自主性, 可以用逾期/不良比大致判断上市银行是否存在隐匿不良的可能。2018 年上半年, 共有 5 家股份制银行逾期/不良比小于 1, 即将 3 个月逾期全部纳为不良, 而招商银行是唯一一家连续 5 年来逾期不良比维持在小于 1 水平的股份制银行, 对不良资产的确认较为严格。

图 44: 股份制银行逾期不良剪刀差排名


数据来源: wind, 西南证券整理

图 45: 招商银行逾期不良剪刀差维持低位


数据来源: wind, 西南证券整理

2.4 科技优势：聚焦金融科技应用，打造科技护城河

招商银行最新发展战略定位于以金融科技思维为核心，以金融科技为手段，以“打造最佳客户体验银行”为目标，对业务、流程、管理进行再造，全面推进金融科技银行建设，为“轻型银行”战略转型下半场提供源源不断的“核动力”。

在零售金融业务端，招行注重打造最佳客户体验。首先，实现经营模式从卡片经营向 App 经营转变。近年来，招行通过加强 App 运营，围绕客户体验，聚焦核心场景，从而提升客户活跃度。其次，构建线上线下多维服务体系。招行一方面继续坚持“移动优先”的发展策略，以手机为中心，布局理财社交与内容服务领域，推进线上线下的协同，探索客户集约化经营模式。另一方面，公司积极探索网点的数字化转型，开展“网点+App+场景”经营，实现客户识别、服务、转介、营销、评价等网点经营管理的全流程数字化，打通线上线下服务衔接断点，为客户提供线上线下一体化的服务。最后，提升服务智能化能力。在交易智能化方面，招行开发了智能投顾平台——“摩羯智投”，截止到 2018 年上半年，累计销售规模已达 116.25 亿元，持有“摩羯智投”的客户数 16.69 万人。

招行的“摩羯智投”是以公募基金为基础的、全球资产配置的智能基金组合配置服务产品。与其他智能投顾平台不同，摩羯智投去除了风险测评环节，用户自行选择风险偏好、投资期限后系统自动生成投资组合。风险等级分为 10 级，按照投资年限分为短期（0-1 年），中期（1-3 年）以及长期（3 年及以上），共有 30 种基金组合方案，每种基金组合配置 10-14 只基金。招行在综合考虑了基金在过去几年的业绩、评级、基金规模和历史等标准后，选择基金产品放入基金池。

摩羯智投通过算法得出最优基金组合比例，并根据市场状况进行实时监测，综合考虑，对比银行理财是一个高风险高收入的投资产品，可以由投资者去自由选择风险程度，面对不同风险偏好的投资者都很有市场。

表 2：招商银行摩羯智投收益模拟（单位：%）

97.5%置信区间 风险承受级别	0-1 年期（短期）		1-3 年期（中期）		3 年以上（长期）	
	历史年化收益率	历史年化波动率	历史年化收益率	历史年化波动率	历史年化收益率	历史年化波动率
Risk1	3.76	1.95	4.04	2.15	4.32	2.41
Risk2	6.99	7.32	7.26	7.97	7.53	8.63
Risk3	10.79	17.02	11.05	17.92	11.32	18.82

数据来源：招行手机 APP，西南证券整理

在批发金融业务端，招行注重对客户服务体系加快向互联网模式转型。首先，实现批发金融传统的客户服务线上化。招行手机银行全新构建面向企业客户的开放式移动应用平台，通过手机银行建设和场景应用创新，形成一站式客户移动服务生态。其次，实现批发金融向产业生态延伸。通过创新同业金融线上线下一体化服务模式，涵盖理财、第三方资管、金融市场、现金管理、资产销售等 5 大类 12 项业务品种。招行新开发的招赢通移动 App2.0 上线投产，覆盖同业金融市场研究、业务营销、产品推广等多个客户场景，在 2018 年上半年实现签约金融机构客户 1694 家，公募基金机构开户客户 723 户，线上业务量达 4173.72 亿元，平台线上业务替代率超过 80%。最后，实现批发金融中后台支撑服务迈向“智能化”。招行利用行内外大数据构建客户预警的数据获取和风险预判，对 50% 以上新生成不良的客户实现提前预警，对逾期客户平均提前预警时间达 12 个月以上。结合客户的工商登记基本信息、股权结构、法院、税务、融资、舆情、交易、担保等多维度信息，利用 AI 技术搭建公司客户关联关系图谱，有效提升风险识别。

3 盈利预测与估值

对于未来公司成长，我们做出如下假设：(1) 未来三年公司存款增速将保持稳健增长趋势，2018-2020 年存款增速分别为 8%、9%、10%。(2) 由于招行资本充足，信贷需求保持稳健增长，低廉的负债成本能够支持贷款进一步扩张，假设未来三年公司贷款增速呈现稳健增长趋势，2018-2020 年贷款增速分别为 10%、10%、10%。(3) 公司生息资产配置风险偏好较低，虽然受监管政策指导，对中小微企业贷款利率上浮空间受限，但公司业务以战略客户为主，所以信贷定价较为稳定。预计未来三年生息资产收益率分别达到 4.23%、4.26%、4.25%。(4) 公司计息负债端随着定向降准而边际改善，但利率市场化也会削弱改善效果，预计未来三年计息负债成本率分别为 1.94%、1.92%、1.92%。

表 3：招商银行关键假设指标参数预测（单位：百万元）

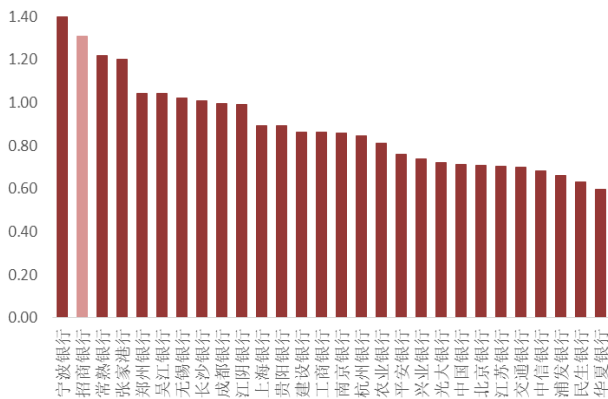
		2017A	2018E	2019E	2020E	
利息净收入	利息净收入	144852	159,994	177,991	198,901	
	生息资产规模	合计	6,243,915	6,598,754	7,292,272	8,088,202
		贷款规模	3,565,044	3,921,548	4,313,703	4,745,074
		存放央行及同业	1,100,515	1,189,085	1,288,412	1,423,002
		债券投资	1,578,356	1,488,121	1,690,157	1,920,126
	生息资产收益率	4.06%	4.23%	4.26%	4.25%	
	计息负债规模	合计	5,613,132	5,919,507	6,401,014	6,957,391
		存款规模	4,064,345	4,389,493	4,784,547	5,263,002
		同业负债	1,252,310	1,165,348	1,215,334	1,253,143
		债券发行	296,477	364,667	401,133	441,247
计息负债成本率	1.77%	1.94%	1.92%	1.92%		
非利息收入		76,045	89,073	99,003	110,079	
营业收入		220,897	249,067	276,994	308,980	

数据来源：公司公告、西南证券预测

基于上述假设预测，我们认为招商银行零售优势明显，在目前宏观经济周期向下压力增大的背景下，公司聚焦零售业务有望展现较强的抗周期性。同时，依托公司负债优势、零售优势、质量优势和科技优势，公司在激烈的市场竞争中筑起了一条相对宽阔的护城河，未来发展前景向好。预测 2018-2020 年 BVPS 为 21.27、24.00、27.37 元，净利润增速分别为 14.52%、13.46%、15.27%。

3.1 相对估值

对于招商银行的估值，我们认为应该根据对比国内其他股份制商业银行，并纵比自身历史估值水平。在股份制商业银行中，招行是最早走在零售转型前列的银行，估值水平也已经步入独立增长区间。纵比自身估值水平，招行目前 1.3 倍的估值水平相比历史水平也已经回到中游水平。鉴于招商银行当前业绩保持稳健，营收和利润增速均稳中有升，ROE 和净息差表现突出，资产质量相对优质，我们认为招行 2019 年的合理估值水平应当在 1.3 倍 PB 附近。

图 46: 上市商业银行 PB 估值排名


数据来源: wind, 西南证券整理

图 47: 招商银行历史估值水平


数据来源: wind, 西南证券整理

3.2 绝对估值

我们使用三阶段 DDM 估值, 以未来三年作为短期, 接下来 10 年作为过渡增长期, 之后作为永续期。设定估值假设条件分别为: (1) 假设市场无风险利率为 3.4%, 风险溢价为 6%, 贝塔系数 1.1 倍, 折现率为 10%; (2) 假设过渡增长期和永续期股利支付率均为 30%; (3) 假设过渡增长期权益倍数为 11.5 倍, 永续期权益倍数为 11 倍。根据以上主要假设条件, 得到公司的合理每股价值为 34.06 元。

表 4: DDM 模型估值参数

 证券名称: 招商银行【600036.SH】
 估值日期: 2018年12月25日

无风险利率	3.40%
市场风险溢价	6.00%
贝塔系数	1.10
权益成本	10.00%

估值结果	
公司价值	868326
每股价值	34.06

	详细预测期	过渡增长期	永续增长期
	2018-2020年	2020-2030年	2030年及以后
净息差	2.55%	2.55%	2.55%
生息资产/总资产	99.53%	99.00%	99.00%
贷款总额/生息资产	60.00%	60.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	35.71%	35.00%	35.00%
成本收入比(含营业税)	30.17%	30.00%	30.00%
PPOP ROAA	2.75%	2.75%	2.70%
信用成本	1.68%	1.60%	1.60%
有效税率	23.67%	23.50%	23.50%
ROAA	1.34%	1.20%	1.20%
权益乘数	11.98	11.50	11.00
ROAE	16.02%	15.00%	10.00%
股利支付率	30.00%	30.00%	30.00%
增长率g	11.21%	10.50%	7.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

考虑到未来行业政策和经济发展周期的不确定性, 我们选择了估值较为保守的相对估值方法, 给予招商银行对应 2019 年 1.3 倍 PB 估值, 对应未来 6 个月目标价 31.20 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

监管趋严或使行业估值下行压力加大；经济周期下行或使公司资产质量恶化；存款成本抬升或使公司息差空间收窄。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入	144,852	159,994	177,991	198,901	ROAE	15.57%	15.80%	15.97%	16.22%
净手续费收入	64,018	68,627	75,490	83,039	ROAA	1.15%	1.24%	1.34%	1.45%
其他非息收入	12,027	20,446	23,513	27,040	RORWA	2.03%	2.10%	2.13%	2.26%
营业收入	220,897	249,067	276,994	308,980	生息率	3.67%	4.23%	4.26%	4.25%
税金及附加	2,152	2,558	2,814	3,095	付息率	-1.27%	-1.94%	-1.92%	-1.92%
业务及管理费	66,772	74,720	80,328	89,604	净利差	2.40%	2.29%	2.35%	2.33%
营业外净收入	140	154	300	300	净息差	2.39%	2.49%	2.56%	2.59%
拨备前利润	150,606	170,135	192,163	214,392	成本收入比	-30.23%	-30.00%	-29.00%	-29.00%
资产减值损失	59,926	64,005	72,538	76,507	资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	90,680	106,130	119,624	137,886	不良贷款余额	57,393	55,499	61,053	66,573
所得税	20,042	25,471	28,112	32,403	不良贷款净生成率	1.16%	0.90%	0.92%	0.90%
税后利润	70,638	80,659	91,513	105,483	不良贷款率	1.61%	1.42%	1.42%	1.40%
归属母公司净利润	70,150	80,336	91,147	105,061	拨备覆盖率	262.11%	320.19%	355.72%	395.44%
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	拨贷比	4.22%	4.53%	5.03%	5.55%
存放央行	616,419	544,297	574,146	631,560	流动性	2017A	2018E	2019E	2020E
同业资产	484,096	644,788	714,266	791,442	贷存比	87.72%	89.34%	90.16%	90.16%
贷款总额	3,565,044	3,921,548	4,313,703	4,745,074	贷款/总资产	56.61%	58.83%	58.73%	58.23%
贷款减值准备	150,432	177,701	217,176	263,255	平均生息资产/平均总资产	99.15%	98.92%	99.28%	99.22%
贷款净额	3,414,612	3,743,848	4,096,527	4,481,818	每股指标	2017A	2018E	2019E	2020E
证券投资	1,578,356	1,488,121	1,690,157	1,920,126	EPS	2.78	3.19	3.61	4.17
其他资产	204,155	244,986	269,485	323,382	BVPS	19.04	21.27	24.00	27.37
资产合计	6,297,638	6,666,039	7,344,581	8,148,328	每股股利	0.84	0.96	1.08	1.25
同业负债	1,252,310	1,165,348	1,215,334	1,253,143	估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
存款余额	4,064,345	4,389,493	4,784,547	5,263,002	P/E	9.13	7.97	7.03	6.09
应付债券	296,477	364,667	401,133	441,247	P/B	1.33	1.19	1.06	0.93
其他负债	201,114	206,613	334,315	496,287	P/PPOP	4.25	3.76	3.33	2.99
负债合计	5,814,246	6,126,120	6,735,329	7,453,679	股息收益率	0.03	0.04	0.04	0.05
股东权益合计	483,392	539,919	609,252	694,650					

数据来源: Wind, 西南证券预测

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn