

证券研究报告—深度报告

金融

银行

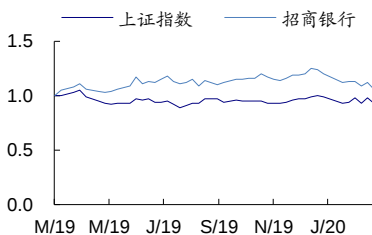
招商银行(600036)
增持

合理估值: 33~44 元 昨收盘: 31.67 元

(维持评级)

2020年03月17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)	25,220/25,220
总市值/流通(百万元)	842,595/689,213
上证综指/深圳成指	2,887/10,831
12个月最高/最低(元)	40.16/30.25

相关研究报告:

《招商银行-600036-2019年三季报点评: ROA 继续回升》——2019-10-31
 《招商银行-600036-2019年中报点评: ROA 持续提升》——2019-08-26
 《招商银行-600036-2019年一季报点评: 净息差表现亮眼》——2019-05-08
 《招商银行-600036-2018年年报点评: 零售优势保持稳定》——2019-03-24
 《招商银行-600036-2018年三季报点评: 基本面持续改善》——2018-10-31

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 田维伟

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

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。

深度报告

金融科技护城河

● 坚守零售银行的核心逻辑

招商银行是国内最知名的零售银行之一。长期以来, 招商银行坚守银行零售业务的核心逻辑, 紧紧围绕“以提升客户体验为中心”的战略目标, 不断通过技术和理念的创新, 巩固其先发优势。目前, 招商银行处于新一轮的创新变革之中。

● 前端率先全面跃进 App 经营时代

招商银行坚持“移动优先”战略, 集中力量打造两大 App, 加快推进 App 经营取代卡片经营, 重新定义零售银行服务新边界。2018 年初, 招商银行提出把 MAU(月活用户数)作为北极星指标, 为了更好推进 MAU, 招行 App7.0 重点探索高频生活场景, 将“生活”提到中心地位, 构建“金融+生活”生态圈。招商银行希望通过开放用户体系的做法, 先获客, 通过生活场景培养用户的活跃度和留存度, 再向原有的账户体系导流。2019 年, 招行 App8.0 迭代上线, 宣布走开放策略, 与优质合作伙伴共建财富生活场景, 以弥补招商银行在科技人员、信息技术等方面与互联网企业的差距。

● 中后台建设对标金融科技公司

招商银行大刀阔斧调整组织架构, 从根本上改变以往分支行分散经营的做法, 统一归口管理零售用户。强化中台智能, 按业务类型和服务客群高配数字化资源, 确保让技术、业务、产品最大化衔接, 实现轻管理和轻经营的战略目标。

● 投资建议

我们认为基于深厚的零售业务底蕴, 以及率先实现“App 经营取代卡片经营”的先发战略, 招商银行能够保住甚至扩大现有的零售护城河。通过绝对估值法和相对估值法, 招商银行内在价值为 33~44 元, 对应 2020e PB 1.3~1.7x, 维持“增持”评级。

● 风险提示

多种因素可能会对我们的判断产生影响, 包括估值的风险、业绩变动的风险、政策风险、财务风险、市场风险、其它风险等, 详见正文。

盈利预测和财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	220,897	248,555	266,039	285,143	305,108
(+/-%)	5.7%	12.5%	7.0%	7.2%	7.0%
净利润(百万元)	70,638	80,819	92,333	105,581	120,944
(+/-%)	13.2%	14.4%	14.2%	14.3%	14.6%
摊薄每股收益(元)	2.78	3.13	3.59	4.11	4.72
总资产收益率(ROA)	1.15%	1.25%	1.34%	1.45%	1.59%
净资产收益率(ROE)	16.5%	15.8%	15.9%	16.3%	16.5%
市盈率(PE)	11.4	10.1	8.8	7.7	6.7
P/PPoP	5.3	4.8	4.5	4.2	3.9
市净率(PB)	1.8	1.6	1.4	1.2	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

内容目录

估值与投资建议.....	4
绝对估值.....	4
相对法估值.....	5
投资建议.....	6
概述：坚守零售银行的核心逻辑.....	6
前端两大 App 获客留客能力强.....	6
招行 App 迭代进程.....	7
招行 App7.0: 全面跃进 App 经营时代.....	7
招行 App8.0: 走开放策略.....	10
两大 App 经营成果.....	11
中后台建设对标金融科技公司.....	14
管理变革，引入“容错”文化.....	14
金融科技投入提升到营收的 3.5%，写进公司章程.....	15
组织架构深度调整，按业务类型和服务客群高配数字资源.....	16
科技在对公业务上的运用.....	16
总结.....	17
盈利预测.....	18
假设前提.....	18
未来三年盈利预测.....	19
盈利预测的敏感性分析.....	19
风险提示.....	19
附表：财务预测与估值.....	22
国信证券投资评级.....	23
分析师承诺.....	23
风险提示.....	23
证券投资咨询业务的说明.....	23

图表目录

图 3: 招商银行零售银行 3.0 时代开启——App 经营替代卡片经营	6
图 2: 招行 App7.0 实现了经营理念的四个转变	8
图 3: 招商银行近几年金葵花以下长尾客户增长更快	9
图 4: 招商银行近两年金葵花以下长尾客户 AUM 增长更快	10
表 5: 招行 App8.0 开放生态, 构建财富生活新范式	11
图 6: 招行 App 用户和活跃用户规模大	11
图 7: 招商银行手机银行日均活跃用户 (19Q3) 仅低于工建农三大行	12
图 8: 招商银行手机银行测评得分领先同业	12
图 9: 招商银行理财销售大部分通过 App 实现	13
图 10: 信用卡线上获客比重提升到 62.7%	13
图 11: 招行 App 客户使用非金融场景的比率较高	14
图 12: 2019 年 6 月末, 招商银行科技创新已投产项目 500 个	15
图 13: 招商银行金融科技投入力度大	15
图 14: 招商银行将“一部三中心”改为“一部六中心”并设总行金融科技办公室	16
图 15: 招商银行企业 App 客户数和活跃客户快速增长	17
表 1: DDM 模型相关参数	4
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	5
表 3: 上市银行估值表	5
表 4: 招行 App7.0 版本主要功能升级介绍	8
表 5: 盈利预测结果	19
表 6: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	19
表 7: 估值表	21

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

在移动互联时代，最重要的首先是用户思维，招商银行实现了客户思维向用户思维经营的转变。招商银行把 MAU 作为北极星指标，通过开放用户体系的做法，先获客，再依托两大 App 打造“金融+生活”生态圈，通过生活场景培养用户的活跃度和留存度。我们认为招商银行基于深厚的零售业务底蕴，以及率先实现“App 经营取代卡片经营”的先发战略，能够保住甚至扩大现有的零售护城河，有望提升长期 ROE。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- ✓ 我们假设折现率为 10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近，即权益类资产的平均回报率预期为 10% 左右。比如美国标普 500 指数和道琼斯工业指数 1927 年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均接近 11%；国内上证综指、深证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均接近 9%；
- ✓ 假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%。对于 ROE 的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；长期利润增长率则假设与名义 GDP 增速近似，我们进一步假设长期名义 GDP 增速在 5% 左右（作为一个参考，美国 1929-2017 年的名义 GDP 复合增长率是 6.1%，1999-2017 是 3.9%）；
- ✓ 我们认为招商银行凭借“App 经营替代卡片经营”的先发战略能继续引领中国银行业零售金融 3.0 时代的转型，有望提升长期 ROE。我们假设其第二、三阶段 ROE 水平高于行业平均，第二阶段 ROE 水平为 13.0%，第三阶段 ROE 水平为 10.5%。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 33~44 元。

表 1：DDM 模型相关参数

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2018A	2019E	2020E	2021E	(2022-2031)	
净息差	2.57%	2.55%	2.61%	2.70%	2.45%	2.45%
非息收入占比	35%	36%	36%	35%	35%	35%
营业成本/营业收入	33%	33%	33%	33%	40%	40%
资产减值损失/总资产	0.90%	0.80%	0.70%	0.58%	0.70%	0.70%
所得税率	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	21.0%	21.0%
生息资产/总资产	97%	97%	97%	97%	97%	97%
权益乘数	13	12	11	10	11	9
股利支付率	29%	29%	29%	29%	42%	52%
ROA	1.25%	1.34%	1.45%	1.59%	1.18%	1.18%
普通股 ROE	16.6%	16.6%	16.9%	17.1%	13.0%	10.5%
净利润增速	14.8%	14.3%	14.4%	14.6%	7.5%	5.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，敏感性分析如下：

表 2：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永 续 增 长 率	6.5%	48.7	42.4	37.7	34.2	31.4	29.1	27.3	25.8	24.5
	6.0%	52.9	45.8	40.6	36.5	33.4	30.9	28.8	27.1	25.7
	5.5%	57.1	49.2	43.4	38.9	35.4	32.6	30.3	28.4	26.9
	5.0%	61.3	52.6	46.2	41.3	37.4	34.3	31.8	29.8	28.0
	4.5%	65.5	56.0	49.0	43.6	39.4	36.1	33.3	31.1	29.2
	4.0%	69.7	59.4	51.8	46.0	41.5	37.8	34.8	32.4	30.3
	3.5%	73.9	62.8	54.6	48.4	43.5	39.5	36.4	33.7	31.5

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值

我们将全部上市银行放在一起，综合比较各公司当前 PB 以及 ROE，我们认为招商银行当前零售业务的优势已体现在了估值中，我们认为给予其 1.4-1.7 倍动态 PB 是合理的，对应 2020 年的合理价格区间为 36-44 元。

表 3：上市银行估值表

收盘日：	港元汇率	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/3/16	0.9022	(元)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601398.SH	工商银行	5.17	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	5.1%	0.82	0.75	0.68	6.3	6.0	5.7
601288.SH	农业银行	3.37	13.4%	12.5%	12.2%	5.1%	5.8%	5.5%	0.74	0.68	0.62	6.0	5.6	5.3
601988.SH	中国银行	3.54	12.0%	11.3%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.69	0.64	0.59	6.0	5.8	5.5
601328.SH	交通银行	5.19	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.60	0.56	0.52	5.4	5.2	5.0
1658.HK	邮储银行	4.42	13.2%	12.7%	12.6%	9.7%	15.1%	13.2%	0.90	0.77	0.70	7.1	6.6	5.8
—														
600036.SH	招商银行	31.67	16.6%	16.6%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.58	1.39	1.23	10.1	8.8	7.7
601166.SH	兴业银行	16.21	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.77	0.69	0.62	5.7	5.2	4.8
600016.SH	民生银行	5.68	13.0%	12.2%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.61	0.55	0.51	4.8	4.6	4.4
600000.SH	浦发银行	10.51	13.0%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.70	0.63	0.57	5.7	5.1	4.8
601998.SH	中信银行	5.33	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.65	0.60	0.55	6.0	5.8	5.6
000001.SZ	平安银行	13.75	11.4%	11.2%	10.9%	7.0%	13.6%	13.9%	1.21	0.98	0.89	11.1	9.8	8.5
601818.SH	光大银行	3.67	11.7%	11.4%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.66	0.61	0.56	6.0	5.6	5.3
600015.SH	华夏银行	6.88	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.54	0.49	0.46	5.3	5.2	5.2
—														
601169.SH	北京银行	4.98	11.6%	11.2%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.60	0.56	0.51	5.5	5.1	4.8
601009.SH	南京银行	7.40	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	0.92	0.82	0.72	5.9	5.2	4.6
002142.SZ	宁波银行	24.81	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.11	1.64	1.43	12.7	10.7	9.2
600919.SH	江苏银行	6.11	12.4%	13.1%	13.5%	10.0%	15.5%	13.6%	0.69	0.63	0.57	5.9	5.0	4.4
601077.SH	渝农商行	5.65	13.5%	13.9%	13.3%	1.4%	19.1%	16.8%	0.91	0.72	0.65	7.1	5.9	5.1
—														
603323.SH	苏农银行	4.68	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	15.9%	13.7%	0.93	0.73	0.68	10.5	9.1	8.0
002839.SZ	张家港行	6.17	9.2%	9.5%	10.1%	9.4%	14.0%	14.5%	1.18	1.10	1.02	13.4	11.7	10.2
601128.SH	常熟银行	7.63	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.63	1.27	1.16	14.1	11.9	9.9
平均			12.9%	12.4%	12.2%	8.0%	10.3%	9.7%	0.92	0.80	0.73	7.7	6.9	6.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

结合绝对估值与相对估值两种方法，我们认为招商银行内在价值为 33~44 元，对应 2020e PB 1.3~1.7x，维持“增持”评级。

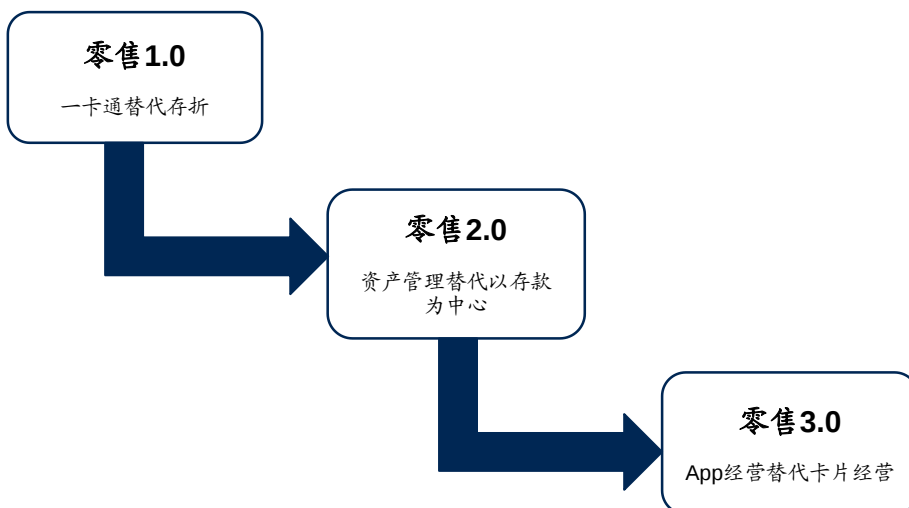
概述：坚守零售银行的核心逻辑

中国银行业向大零售转型是我国最新经济发展阶段下的必然趋势。我国经济步入结构转型的关键时期，传统制造业式微，新兴产业开始崛起，居民财富管理需求增加，银行过去依靠对公业务规模取胜的模式难以为继，大零售业务则凭借受经济周期波动影响较小、风险分散、收益稳定、资本消耗少等优势，逐渐成为各银行战略转型的主战场。

银行业零售业务采用的方法与传统对公截然不同，很难长期依赖资源、背景等因素，而需要真正做到“以客户为中心”，为客户提供完美的产品和服务，以此来吸引客户并不断提高客户的忠诚度和满意度，并从中分得银行该得的回报，这才是银行业零售竞争中取得胜利的关键。在零售业务的历史进程中，其产品和服务的技术手段、理念思路不断推陈出新，但上述根本逻辑从未改变。

招商银行长期以来坚守零售战略，紧紧围绕“以提升客户体验为中心”的战略目标，深耕零售金融产品和服务，凭借“一卡通替代存折”、“AUM 替代以存款为中心”的前瞻性大零售战略引领了中国银行业零售金融 1.0 和 2.0 时代的转型，建立了零售银行竞争中的先发优势。但近年来随着同业赶超模仿、互联网金融异业竞争加剧，招商银行建立的先发优势难以让招商银行一直立于不败之地。为了继续引领中国银行业金融零售 3.0 时代的转型，再挖深零售护城河，招商银行寄希望于金融科技，并于 2017 年定位为金融科技银行，将金融科技视为转型下半场的核心动力。

图 1：招商银行零售银行 3.0 时代开启——App 经营替代卡片经营



资料来源：招商银行财报，招商银行官网，国信证券经济研究所整理

前端两大 App 获客留客能力强

招商银行在零售端的核心金融科技产品即是两大 App（招商银行 App 和掌上生活 App，后文我们用“招行 App”统称之），为了令两款 App 的服务效率和用户体验始终处于行业领先水平，招商银行每年都会对这两款 App 进行升级优化，两

大 App 早已成为招商银行连接客户最主要的载体和零售经营平台。2017 年底，两大 App 累计用户数（未去重）就已突破 1 亿户，跨入了一个新的量级。

面对日益激励的竞争，在 1 亿用户的基础上如何保持增长动力？招商银行的选
择是，坚持“移动优先”战略，集中力量打造两大 App，加快推进 App 经营取代
卡片经营，重新定义零售银行服务新边界，打造最佳用户体验银行，追逐增量
市场的同时，提升 App 留客、活客的能力。App7.0 和 App8.0 版本的迭代上线，
宣告招商银行全面跃进 App 经营时代。

招行 App 迭代进程

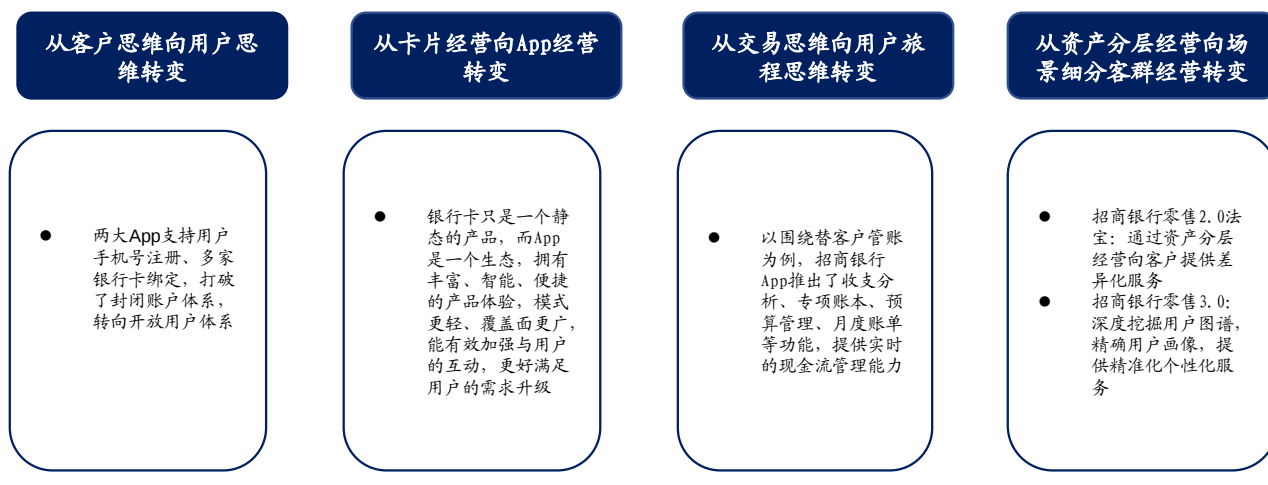
首先，我们简单看一下招行 App 迭代更新的进程。自 2010 年 11 月，招商银行 iPhone 版手机银行正式上线，十年间招行 App 经过了 7 次大的版本迭代，2019 年 11 月 18 日，招商银行 App8.0 版本发布。招行 App 版本迭代经历了从 1.0 阶段的工具时代，到 4.0 阶段的平台模式，再到 8.0 阶段的生态构建。

- ✓ 第一阶段为 1.0 到 3.0，把线下交易往线上牵引，招商银行称其为交易时代；
- ✓ 第二阶段为 4.0 到 6.0，从交易平台转变为经营平台，涉及的用户需求主要包括存款、理财、借贷等金融需求；
- ✓ 第三阶段从 7.0 开始，核心是延伸生活场景；8.0 版本构建开放生态，与合作伙伴共建多元化的生活场景，构建财富生活新范式。

招行 App7.0：全面跃进 App 经营时代

2018 年 9 月招行 App7.0 上线，招商银行表示“两大 App7.0 的发布是招商银行全面进入 App 时代、推进零售金融 3.0 转型的探索结果”。招商银行以 MAU 为北极星指标，通过“内建平台、外拓场景、流量经营”全面推进零售数字化转型，构建“全产品、全渠道、全客群”的服务体系，打造最佳用户体验银行。App7.0 版本最大的革新主要体现在：

- ✓ 第一，实现客户思维向用户思维的转变，把 MAU 作为北极星指标，率先打破封闭账户体系，转向开放用户体系，重新定义了零售银行的服务边界。
基于这种理念，两大 App7.0 版本支持用户手机号注册、多家银行卡绑定，以吸引他行卡客户逐步转换为招商银行的活跃用户。
- ✓ 第二，为了更好的推进 MAU，招行 App7.0 重点探索高频生活场景，将“生活”提到中心地位，构建“金融+生活”生态圈。金融场景是银行的竞争优势和护城河，但金融场景属于低频场景，用户黏度和活跃度都相对较低，高频的生活需求场景才是获客留客的重要途径。因此，App7.0 版本除了在收支账户、理财社区、基金频道等金融场景上做了较大的功能升级外，两大 App 基于多年打造的饭票、影票两大生活场景推出了生活频道和城市服务，有效整合了吃、喝、玩、乐、购等高频生活场景，聚焦用户的高品质生活。招商银行希望通过开放用户体系的做法先获客，通过丰富的场景培养用户的活跃度和留存度，再向原有的账户体系导流，探索流量闭环经营变现新模式。

图 2：招行 App7.0 实现了经营理念的四个转变


资料来源：招行 App、招商银行财报，国信证券经济研究所整理

表 4：招行 App7.0 版本主要功能升级介绍

App	主要功能	具体内容
招商银行 App7.0	收支账本	全新升级成为智能现金流管家，支持账本查询设置、分享账本邀请码、交易备注添加照片等功能
	理财社区	打造出一个理财服务社区，支持全员参与话题讨论、引入签约作者发布理财文章、为用户提供“千人千面”的资讯与理财决策服务等功
	基金频道	新增自助选基工具、基金诊断与聪明定投等功能运用招商银行投研及大数据优势，给用户 提供招商银行专业的投资决策建议
	城市服务	招商银行所有的 44 家境内分行都实现了在 App 线上开展地域化特色经营，包括影票/饭票、生活服务于低地域特色服务
掌上生活 App7.0	智能助手	全新升级了智能分发、智能推荐、智能提醒功能，采用前沿技术手段，实现语义理解（智能识别语音、快速完成指令操作）以及服务直达（查网点、查收益、查收支、转账等功能）
	e 智贷	全新升级 Freedom 引擎，结合装修、结婚、出国、求学、购车等人生重要场景，秒级判断可贷额度，量身推荐 e 招贷、e 闪贷、分期还款等多种产品
	生活频道	基于多年来打造的饭票、影票等高频生活场景，将平台升级推出商品货架、权益支付、终端验证、后台清算、数据智能等功能

资料来源：招行 App，招商银行财报，国信证券经济研究所整理

在移动互联时代，有流量才有无限可能，所以最重要的首先是用户思维，只有“以用户为中心”去考虑问题，把产品、服务和用户体验做到极致，超越用户预期，才能赢得用户。传统的客户思维是按照客户的需求以将产品的销售作为最终目的，是站在商家的立场，平台以金融产品的开拓创新为核心。用户思维则需要站在客户的立场，从分析如何销售更多的产品转变为分析如何帮助特定的人群去享受更满意的生活，平台的核心是打造更丰富多元化的生活场景，以提升用户体验。

在互联网金融背景下，银行的竞争对手不仅是同业竞争，还集中于各大互联网企业，像阿里巴巴、腾讯等龙头企业完全掌握了用户思维思想，不断的将各类金融服务内嵌入互联网闭环金融生态链中，不仅满足了客户多元化的服务需求，并且具有信息透明化、操作高效化、成本低廉化等特征，降低了用户与银行间的直接联系，银行传统客户的粘性不断下降，脱媒问题日益严重。可见，在移动互联时代，用户是在丰富的场景中消费；并且，用户平台迁徙成本更低更便捷，用户拥有了更多主动权，优化用户体验成为决胜市场的关键。银行也只有树立互联网企业的用户思维让 App 内涵丰富起来，同时充分运用好互联网企业难以比拟的银行内部数据的全面性、真实性和精准度，才能在激烈的零售金融竞争中立于不败之地。

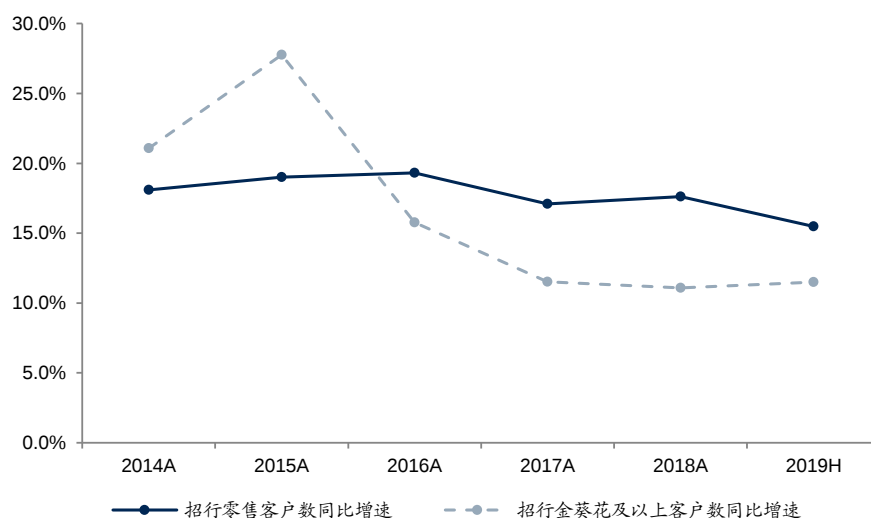
用户思维的养成至少给招商银行带来两大优势：第一，服务边界扩大，抢夺增量市场。第二，多维度交叉分析来细分用户，实现金融服务“千人千面”，提高客

户黏性和产品渗透度，与用户增长形成正反馈效应。

- ✓ 从 AUM 到 MAU，是以“提升用户体验为中心”的进一步下沉和穿透，能够为招商银行争取他行客户和长尾客户。在 2018 年业绩发布会上招商银行表示，“零售客户和银行的交汇点，不仅限于 AUM，要有效覆盖个人客户的资产负债表”，即聚焦客户吃喝住行玩等日常生活场景。只要有了用户，又是活跃的，AUM 自然会上来，带来更多的收入和利润。
- ✓ 实现从资产分层经营向场景细分客群经营的转变，提供更精准的个性化服务。MAU 之前，银行零售转型的核心指标是 AUM，招商银行就是凭借“资产分层经营为客户提供差异化服务”的先发战略，在财富管理业务上取得领先同业的地位。但财富管理业务竞争越演越烈，资产分层经营的核心优势也在逐步弱化，MAU 则通过迎合长尾客户，聚焦吃喝玩乐等高频生活场景，实现了对用户按年龄、行为、偏好等多维度交叉分析来细分用户，提供更精准的个性化服务，提升客户的黏性和活跃度，带来更多的 AUM。

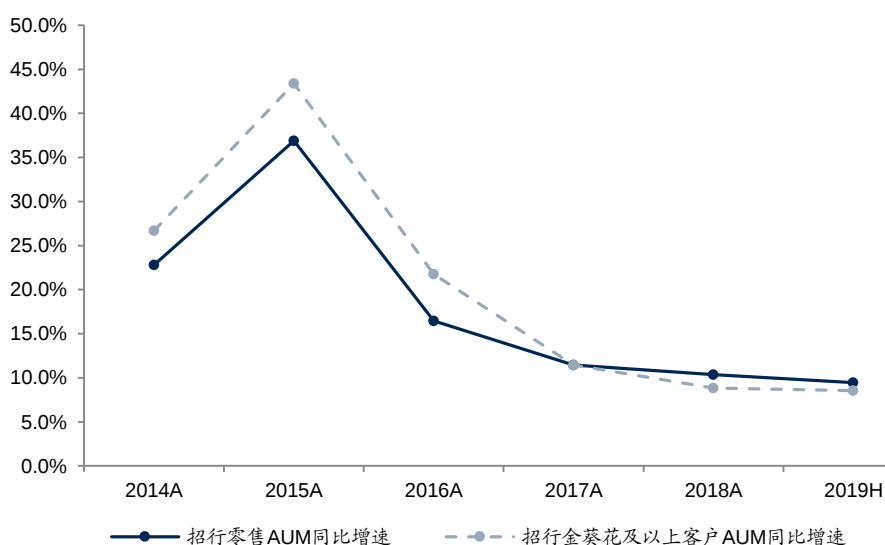
近两年招商银行金葵花以下长尾客户数和长尾客户 AUM 增速均超过了金葵花及以上客户，但同时招商银行金葵花及以上客户数和 AUM 也都实现了较好增长，招商银行财富管理业务优势进一步优化。2019 年 6 月末，招商银行零售客户数 1.34 亿户，其中金葵花及以上客户数为 256 万户，占全行零售客户数的 1.91%。管理零售客户总资产余额 7.26 万亿元，其中管理金葵花及以上客户总资产余额 5.89 万亿元，占全行管理零售客户总资产余额的 81.12%。

图 3：招商银行近几年金葵花以下长尾客户增长更快



资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理

图 4: 招商银行近两年金葵花以下长尾客户 AUM 增长更快



资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理

招行 App8.0: 走开放策略

招行 App7.0 重心是构建财富生活生态圈，打造最佳用户体验银行，App8.0 延续了此思路，以开放的策略和优质合作伙伴共建生活生态圈。从招行 App 获客和经营上来看，招商银行零售金融的“玩法”越来越接近互联网企业，但由于银行的经营思维、信息技术、科技人员等与成熟的互联网企业相比仍存在明显的差距，招行 App 的生活场景、用户数就远不及支付宝和微信等互联网龙头企业。支付宝平台就已累计上线 100 多万个小程序，总用户数量突破 10 亿，月活跃用户突破 5 亿。为了缩小与互联网企业的差距，2019 年 11 月上线的招行 App8.0 的做法是，宣布走开放策略，通过与更多优质合作伙伴主动连接，引入内容、生活等非金融服务场景，构建财富生活新范式。招行 App8.0 开放生态体现在各个方面，

- ✓ 首先，招行 App8.0 上新了开放登录新功能。App7.0 已经开放其他银行持卡用户登录，App8.0 进一步可以通过微信、Apple ID 来登录，用户边界再次扩大。
- ✓ 招行 App8.0 致力于打造多元化的非金融服务生活场景，但招商银行的策略不是自建，而是尽可能与更广泛的优质伙伴合作，主动将其引入 App 平台，丰富 App 场景生态。目前招行 App 共开放了 100 多个接口，并支持个性化运用快速接入，一方面进一步深耕饭票和影票领域场景，积极与星巴克、肯德基、万达影院等头部伙伴开放合作；另外，招行 App 已接入包括社保、公积金、高德打车、顺丰速递、沃尔玛、饿了么等在内的 300 余家合作机构，全面覆盖高频生活场景。
- ✓ 招商银行还与华为钱包、芒果 TV 等头部平台合作，探索场景化的金融服务输出能力，为他们提供钱包里的二、三类账户。

招行 App 对外开放策略极大丰富了生活场景，增强了获客留客的能力，弥补了当前自身在科技人员、信息技术等方面与互联网企业的差距，还为招商银行节约了场景开拓的成本和时间，为招商银行赢得先发优势。

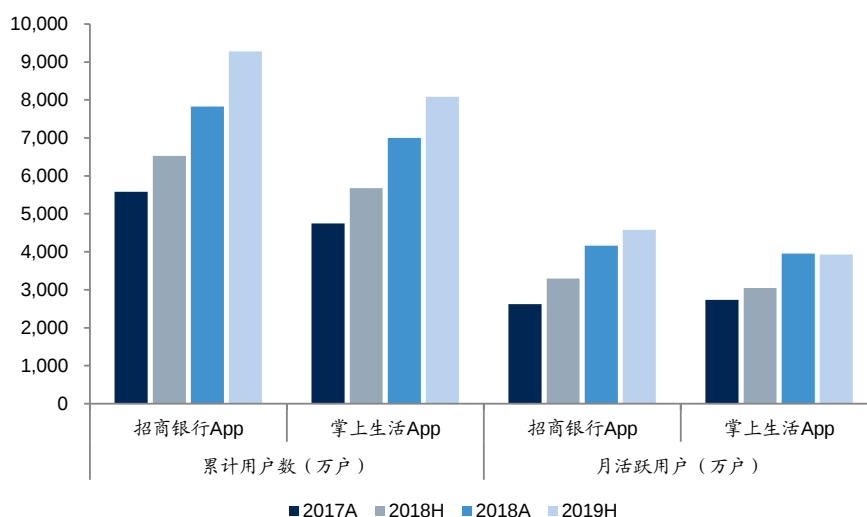
表 5：招行 App8.0 开放生态，构建财富生活新范式

账户体系	开放登录：用户可以通过微信、Apple ID 来登录（是目前唯一支持 Apple ID 登录的银行 App）；招行 App7.0 已经允许他行持卡人注册登录 开放记账：帮助用户实现“任意账户收支，一个 App 记录”；同时，招商银行还进一步加强了智能语音交互技术的研究和应用，开放记账不仅支持手工记账，还创新推出了“语音记账”
财富管理	推出在线财务规划，属于业内首创。如果客户认可招商银行做的财富规划，招商银行还实现了一个一键购买所有理财产品的功能，为客户提供跟便捷的理财产品
品质生活	“自建+开放”打造更强大的非金融品质生活场景。1）继续强化饭票/影票场景开拓。在 100 多个城市有 10 万家合作商户，在全国 300 多个城市连接了 1 万多个电影院，与商户合作，对商户赋能；2）招行 App 引入的第三方合作伙伴接近 300 家，包括交通出行、旅游、购物、教育、财商等，还包括社保、公积金、ETC 顺丰等
内容生态	打造“专业的财商知识平台”：社区频道与财新、第一财经、36 氪、金融界等头部财经及科技媒体合作，并邀请超过 1380 家经济学家、券商、智库、头部自媒体人等入驻，每天生产优质内容超过 1000 篇，并通过“千人千面”的精准推荐构建完善的流量分发机制，形成良性内容生态闭环
平台融合	为合作伙伴提供金融功能的服务：招商银行和华为、和芒果 TV 合作，在合作方的钱包里把招商银行的功能输入到他们的 App 钱包里，为他们提供钱包里的二、三类账户。通过 API 形式输出之后，招商银行通过自己的让金融服务成为一种无处不在的服务
联名开拓	招商银行和企业之间共同为产品注入资源和平台：招商银行发行的顶级 IP 愤怒的小鸟联名卡接近 1000 万张，与滴滴发行的联名 400 多万张。未来，招商银行还会直接在 App 中推出电子的联名卡
薪酬福利	招行 App8.0 打造了薪福通板块，通过“薪福通”专区与企业共同打造一块，实现在这个板块里的投融资一体化、薪酬福利一体化、保障一体化，为员工和企业在这方面提供服务和支撑
技术生态	通过前中后台系统的搭建，招商银行构筑了银行级的安全，从信息安全到支付安全到稳定性安全，也使招商银行有更多能力去开放 API 给到客户

资料来源：招行 App，招商银行财报，国信证券经济研究所整理

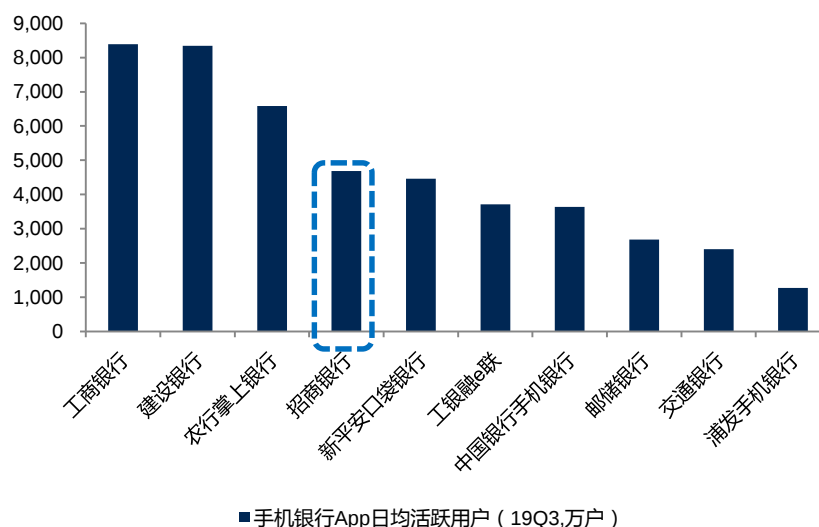
两大 App 经营成果

用户数体现了两大 App 的领先优势。截止 2019 年 6 月末，招商银行零售客户数 1.34 亿户，两大 App 累计用户数 1.74 亿户（未去重），不仅用户多，活跃用户也高。根据易观产业数据库披露的各银行手机银行 2019 年第三季度日均活跃用户数，招商银行手机银行日均活跃用户仅低于工建农三大银行（主要是大行客户基础庞大）。招商银行表示，“招商银行 App 登录用户数已经占到该行日均流量的 90% 以上，成为第一流量入口”。根据新浪金融评测室对 21 家手机银行的评测结果，招行手机银行得分明显高于其他银行，表明招行 App 保持了领先优势。

图 6：招行 App 用户和活跃用户规模大


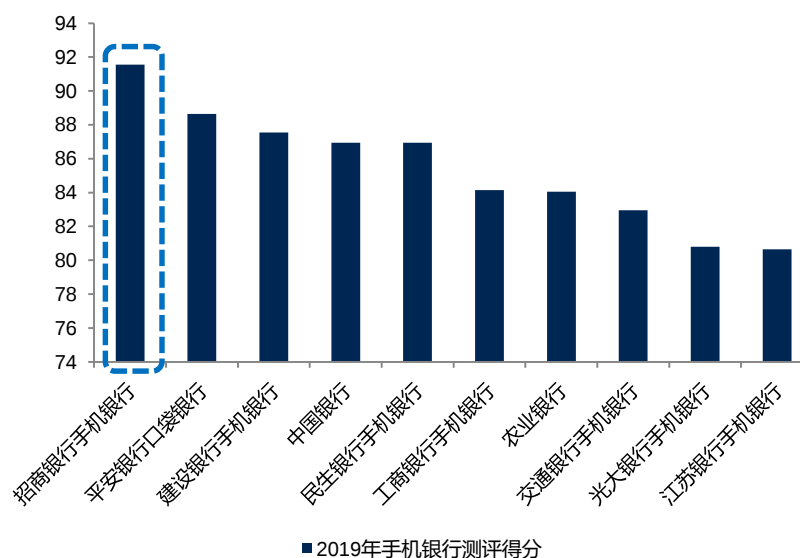
资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理。注：2018 年 App 月活跃用户的标准由用户登录 App 变更为用户打开 App。

图 7：招商银行手机银行日均活跃用户（19Q3）仅低于工建农三大行



资料来源：易观产业数据库，国信证券经济研究所整理

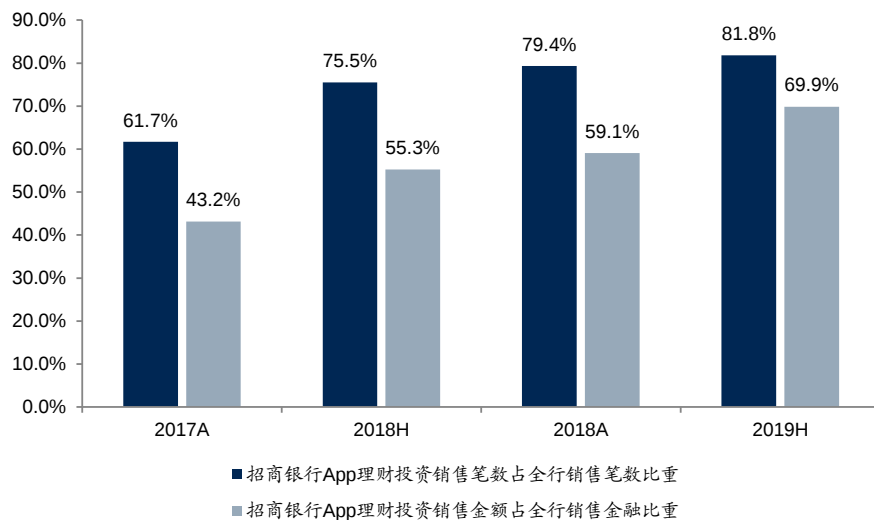
图 8：招商银行手机银行测评得分领先同业



资料来源：新浪财经金融测评室，国信证券经济研究所整理。注：新浪金融测评室综合用户体验、产品功能、性能安全、创新发展 4 大维度，150 多项细分指标对 21 家手机银行 APP 进行全扫描，图中展示了得分排名前十的银行。

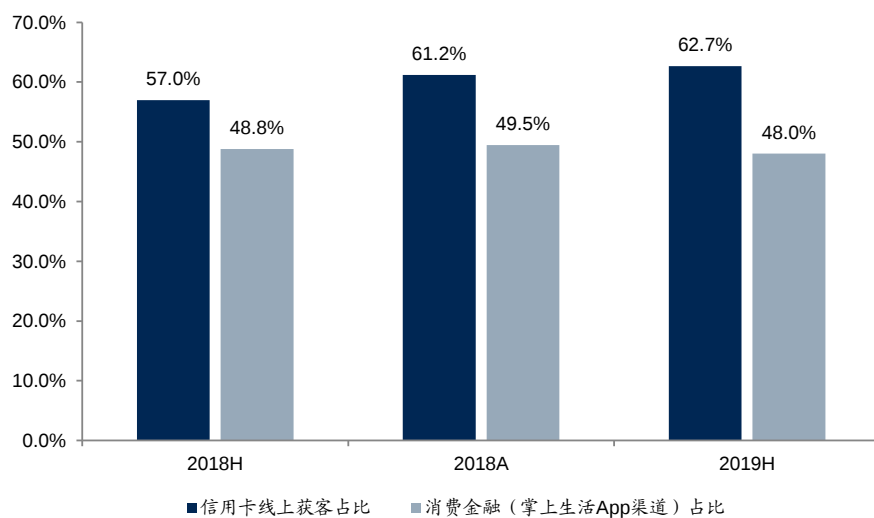
招商银行两大 App 自身已完成了从交易工具向经营平台的转变。2019 年上半年，招商银行 App 理财投资销售金额占公司理财投资销售金额的比重已提升到 69.88%，较 2017 年提升了 27 个百分点；通过掌上生活 App 渠道办理的消费金融交易占信用卡消费金融比例为 48%，信用卡线上获客比重达 63%。

图 9：招商银行理财销售大部分通过 App 实现



资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理

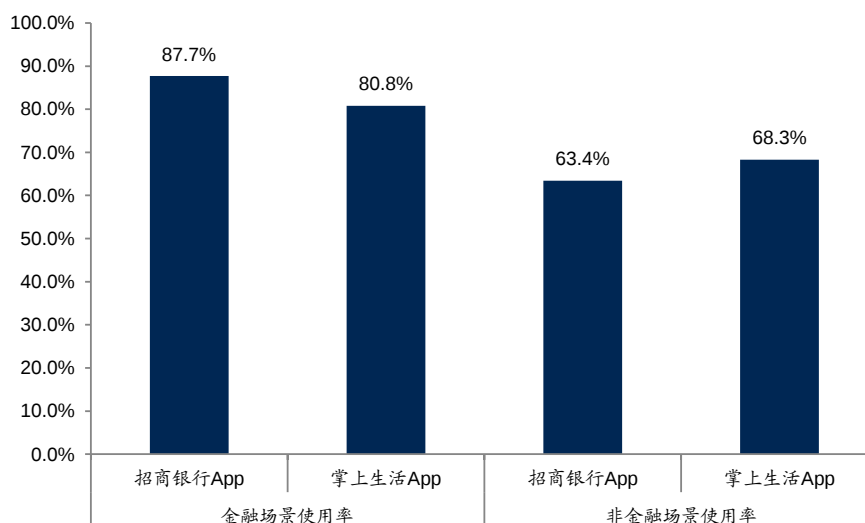
图 10：信用卡线上获客比重提升到 62.7%



资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理

两大 App 正在摆脱金融场景的低频束缚，融入到日常生活的高频场景中。两大 App 的非金融场景使用率逐步逼近金融场景，2019 年上半年，招商银行 App 金融场景使用率和非金融场景使用率分别为 87.70%和 63.43%（金融场景使用率=金融场景去重 MAU/总 MAU，非金融场景使用率=非金融场景去重 MAU/总 MAU。同一用户可能同时使用两类场景，因此两类场景使用率之和大于 100%）。掌上生活 App 金融场景使用率和非金融场景使用率分别为 80.80%和 68.30%。根据 2018 年年报披露，“招商银行”和“掌上生活”两大 App 分别已有 27%和 44% 的流量来自非金融服务，非金融服务在两大 App 流量中已占有重要地位。

图 11: 招行 App 客户使用非金融场景的比率较高



资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理

招商银行积累的 1.34 亿户零售客户、1.74 亿户累计 App 用户以及平台经营所创造出的价值使得招商银行能在移动互联时代,拥有成为“马太效应”中强者的资本。因此,我们认为招商银行基于深厚的零售业务底蕴,以及率先实现“卡时代向 App 时代”经营转变的先发战略,招商银行能够保住甚至扩大现有的零售护城河。

中后台建设对标金融科技公司

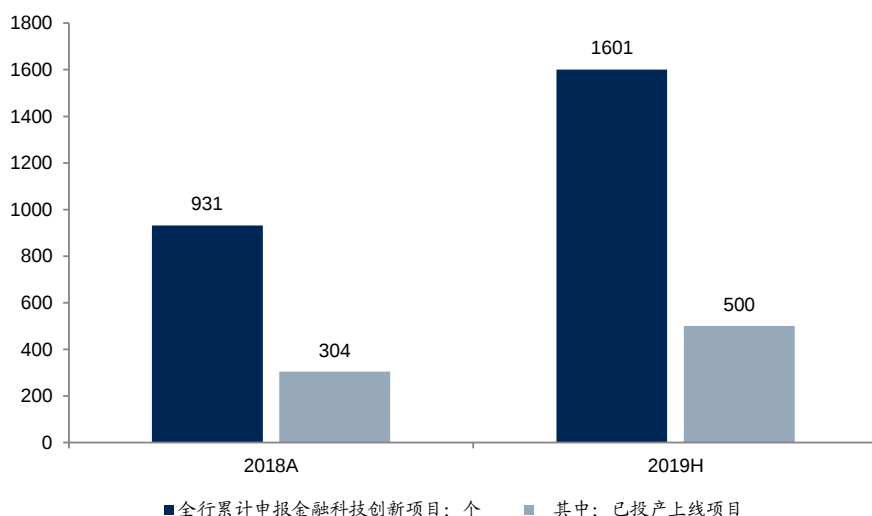
招商银行在零售端的核心金融科技产品输出主要是两大 App,在客户无法直接体验到的中后台建设上,招商银行也是全方位对标金融科技公司,采取了建立健全容错机制、加大金融科技投入和组织架构调整等措施,全方位支持上述战略的推进。

管理变革,引入“容错”文化

招商银行表示“在基础建设、IT 与业务融合、创新机制建设、人才结构转型四个方面全面对标金融科技公司”。招商银行在发展金融科技上并非从技术本身出发,而是从金融科技的思维和文化入手,这首先体现在“容错”上。招商银行表示在金融科技领域的投入,是一个试错的过程,要有容错机制,能够容忍风险。招商银行董事会也明确指出“容忍失败,奖励成功”,引入“容错”文化对于践行审慎文化的银行来说是颠覆式的理念创新。在发展金融科技方面,招商银行做到了“要钱给钱、要平台给平台、要氛围给氛围”,具体措施包括:第一,成立金融科技创新项目基金,规模为上年营业收入的 1%,且不考虑短期的投入产出比;第二,建立了金融科技创新孵化平台,为金融科技创新项目提供全面孵化支持;第三,举行“2018Fintech 燃梦计划之小团队创新大赛”,员工可跨地区跨部门跨条线自由组合参赛,突出重围者获金融科技创新基金支持。

截止 2019 年 6 月末,招商银行累计申报金融科技创新项目 1601 亿元,累计立项 1169 个,其中 500 个项目已投产上线。

图 12: 2019 年 6 月末, 招商银行科技创新已投产项目 500 个



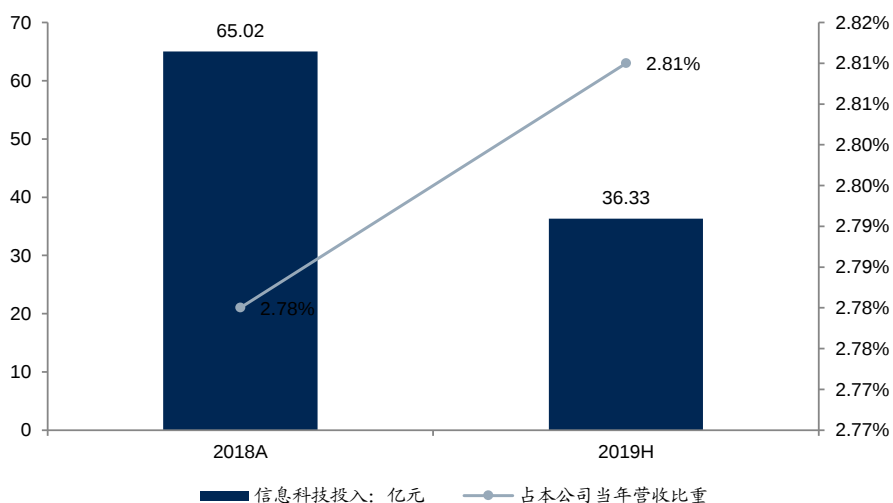
资料来源: 招商银行财报, 国信证券经济研究所整理

金融科技投入提升到营收的 3.5%, 写进公司章程

在资金支持上, 在常规的 IT 成本投入的基础外, 招商银行成立金融科技创新项目基金, 2017 年拨出上年税前利润的 1%, 2018 年又将标准提高到上年营业收入的 1%。2019 年 10 月招商银行发布《关于修订公司的公告》, 其中第 261 条为新增条款: “每年投入金融科技的整体预算额度原则上不低于上一年度本行经审计的营业收入 (集团口径) 的百分之三点五; 其中, 投入经董事会授权成立的招商银行金融科技创新项目基金的预算额度原则上不低于本行上一年度经审计的营业收入 (集团口径) 的百分之一”, 此次新增条款也意味着, 招商银行将持续加大对金融科技投入, 加速向金融科技银行转型。

招商银行 2018 年度和 2019 年上半年科技投入分别是 65.02 亿元和 36.33 亿元, 同比分别增长 35.17% 和 63.87%, 是本公司营业收入的 2.78% 和 2.81%。

图 13: 招商银行金融科技投入力度大



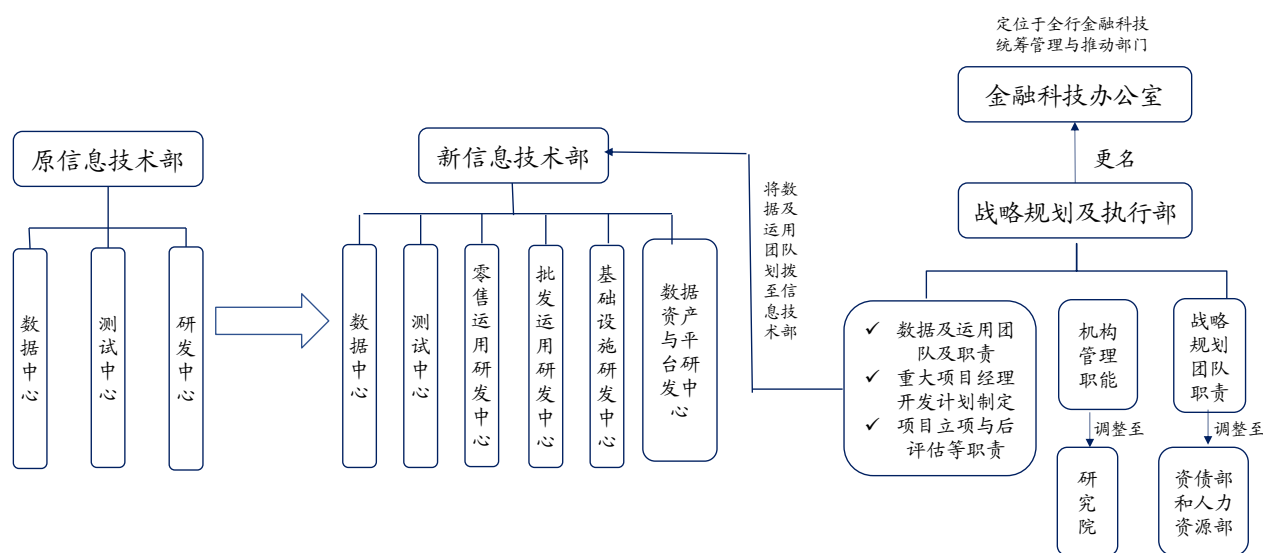
资料来源: 招商银行财报, 国信证券经济研究所整理

组织架构深度调整，按业务类型和服务客群高配数字资源

2018 年招商银行对零售条线进行“三部合一”的组织架构调整，以网络银行部为主轴，与原零售金融总部、基础客户部进行整合，形成新的零售金融总部。调整后，招商银行大零售条线架构为：零售金融总部、财富管理部、私人银行部、信用卡中心及零售信贷部。其中，新零售金融总部是全行的平台部门。同时，原网络银行部下辖的二级部门远程银行中心更名为网络经营服务中心，为新零售金融总部的二级部门。过去的网络银行部只是一个子产品部门，而现在升级为整个零售金融总部的基础设施，在传统的服务职能以外，赋予其经营客户的职责，通过线上直营的模式，直接触达并为客户提供财富管理服务。招商银行零售业务条线组织架构调整深层逻辑是：从根本上改变以往分支行分散经营的做法，统一归口管理零售用户，打造零售经营数据化支撑平台。

细化信息技术架构，2019 年 12 月将“一部三中心”改为“一部六中心”，总行层面首设金融科技办公室。招商银行原来的信息技术架构为一部三中心，“一部”指总行一级部门信息技术部，“三中心”是指三个二级部门，即数据中心、研发中心和测试中心。此次改革后，招商银行保留了测试中心和数据中心，撤销了研发中心，新设零售运用研发中心、批发运用研发中心、基础设施研发中心、数据资产与平台研发中心，新设的四个中心分别针对零售业务、对公业务、硬件及软件基础设施及数据化转型。此外，招商银行将总行战略规划与执行部更名改组为金融科技办公室，并将相关人员和职责调整至其他部门，其中将数据及运用团队及相关职责调整至信息技术部，能够从体制机制上确保数据资产的有效发掘和运用。招商银行此番对于信息技术组织架构的调整遵循的一个重要原则就是强化中台智能，充分展示了按业务类型、服务客群将研发团队重新配置，确保让技术、业务、产品可以最大化的衔接，以实现“轻管理”和“轻经营”的目标。

图 14：招商银行将“一部三中心”改为“一部六中心”并设总行金融科技办公室



资料来源：招商银行财报，招商银行官网，国信证券经济研究所整理

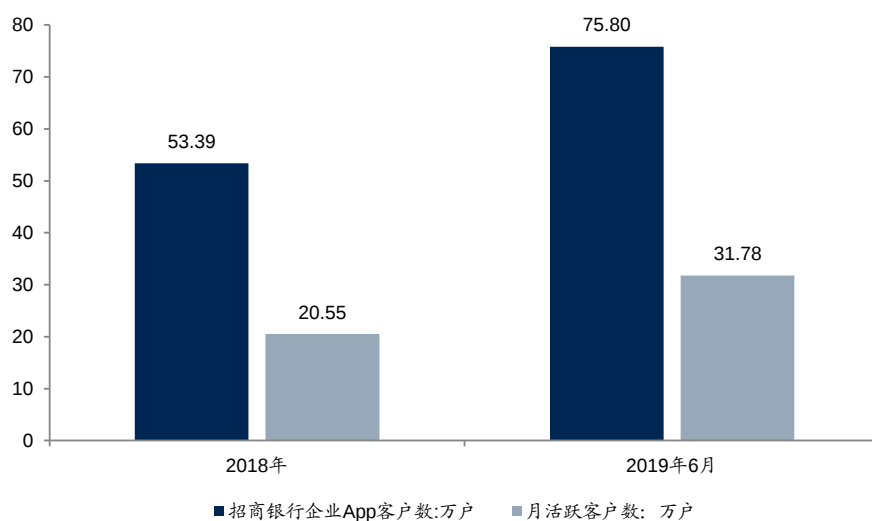
科技在对公业务上的运用

作为招商银行“一体两翼”战略的重要组成部分，招商银行也在加速推进金融科技在对公业务上的运用，在对公业务上对标零售业务，推出全新的“招商银行企业 App”，强化招商银行的对公业务能力。

突破银行账户属性限制，解除公司客户与银行账户的强耦合关系。2017 年，招商银行围绕金融科技银行新定位发力公司金融业务转型，利用金融科技提升中后台运营支持能力，提升业务效率和风控质量。2017 年 11 月，招商银行将 2015 年成立的交易银行部升级为“平台银行”，从突破银行账户属性限制入手，解除公司客户与银行账户的强耦合关系，从关注客户转变为关注用户，针对基础客群及产业客群，分别打造开放、智能、互联网化对客服务平台。在这个平台上，核心客户的上下游生态链企业均可使用招商银行服务，无论是否拥有招商银行账户，招商银行由此拥有了产业的“流量”，成为金融科技时代招商银行的核心竞争力和场景构建基础。

“招商银行企业 App”上线，打造全场景企业服务。2018 年 8 月，招商银行推出了企业级移动服务平台“招商银行企业 App”，聚焦中小企业的引流获客和深度经营，并与网上企业银行共用基础业务创新体系，推动开放式服务平台建设。招商银行企业 App 与多方合作，囊括金融、非金融全场景服务应用，在国内率先实现对公移动端全场景免 KEY 交易，并依托生物识别+手机数字证书+大数据风控的多层次安全防控体系，在保证安全的基础上，提升企业客户的用户体验。在非金融场景方面，企业 App 建设开放的云服务平台，引入第三方财税、薪酬管理、商标注册等云服务，拓展与企业日常经营管理相关的高频非金融应用场景。截止 2019 年 6 月末，不到一年时间内招商银行企业 App 客户数达 75.80 万户，月活跃客户数达 31.78 万户。

图 15：招商银行企业 App 客户数和活跃客户快速增长



资料来源：招商银行财报，国信证券经济研究所整理

总结

我们对以上分析做一个总结，我们认为：

招商银行能够保住甚至扩大现有的零售护城河，继续引领中国银行业零售金融 3.0 时代的转型。

- ✓ 以两大 App 为核心，构建财富生活生态圈，率先全面跃进 App 经营时代，重新定义了零售银行服务边界，致力于打造最佳用户体验银行。早在 2015 年，招商银行就提出并实施了“移动优先”策略，集中力量打造两大 App，两大 App 早已成为连接用户的最主要的载体和零售经营平台。移动互联时

代，最重要的就是用户思维，2018 年年初，招商银行提出把 MAU 作为北极星指标，为了更好推进 MAU，9 月招商银行 App7.0 迭代上线，重点探索高频生活场景，将“生活”提到中心地位。此次升级后的两大 App7.0 在理念上至少实现了四个转变，即从客户思维向用户思维转变、从卡片经营向 App 经营转变、从交易思维向用户旅程思维转变，从资产分层经营向场景细分客户经营转变，招商银行全面跃进 App 经营时代。2019 年上线的 App8.0 版本延续了这一经营理念，宣布走开放策略，与更多优质合作伙伴主动连接，引入内容、生活等非金融服务场景，规避了银行在思维、技术、人才等方面的不足。

- ✓ 在资金投入、管理方式、文化思维、中台建设等方面全方位对标金融科技公司，推进零售银行数字化转型。（1）招商银行在基础建设、IT 与业务融合、创新机制建设、人才结构转型四个方面全面对标金融科技；（2）引入“容错文化”，成立了金融科技创新项目基金，并建立了金融科技创新孵化平台；（3）金融科技投入提升到营收的 3%，并写进公司章程；（4）招商银行对零售条线组织架构和信息技术架构都进行了非常大的改革，其深层逻辑是，从根本上改变以往分支行分散经营的做法，统一归口管理零售用户。强化中台智能，充分展示了按业务类型、服务客群将研发团队重新配置，确保让技术、业务、产品可以最大化的衔接，实现“轻管理”和“轻经营”的战略目标。
- ✓ 招商银行零售客户数 1.34 亿户、两个 App 累计用户数 1.74 亿户，如此庞大的用户及平台经营所创造出的新价值使得招商银行能在移动互联时代，拥有成为“马太效应”中强者的资本，也是招商银行未来做好外拓场景和流量经营的根基所在。

金融科技正在强化招商银行对公业务能力，“招商银行企业 App”上线。

- ✓ 招商银行对公业务经营同样突破银行账户属性限制，核心客户的上下游生态链企业均可使用招商银行服务，无论是否拥有招商银行账户。招商银行由此拥有了产业的“流量”，成为金融科技时代招商银行的核心竞争力和场景构建基础。
- ✓ 2018 年 8 月，招商银行推出了企业级移动服务平台“招商银行企业 App”，与多方合作，囊括金融、非金融全场景服务应用。截止 2019 年 6 月末，招商银行企业 App 客户数达 75.80 万户，月活跃客户数达 31.78 万户。

盈利预测

假设前提

我们对招商银行盈利增长的关键驱动因素假设如下：

- ✓ **总资产增长率：**考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来几年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动，从 Wind 一致预测的名义 GDP 增速来看，大致在 8~9% 上下。招商银行近年来审慎经营，注重优化资产负债结构，总资产增速低于行业平均值，我们假设 2019-2021 年招商银行总资产同比增速分别为 5.0%/5.2%/4.4%；
- ✓ **净息差：**我们在未来利率保持稳定的假设下，通过资产负债到期日结构数据测算未来净息差变化。我们预计招商银行 2019-2021 年净息差为 2.55%/2.61%/2.70%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；

- ✓ 资产质量：招商银行不良走势好于行业趋势，我们假设 2019-2021 年不良生成率稳定在 0.8%；考虑到公司不良贷款率已处于较低水平，我们假设 2019-2021 年不良贷款率稳定在 1.36%，拨备覆盖率分别为 391/410/416%；
- ✓ 分红率：假设未来分红率跟 2018 年一样。

未来三年盈利预测

在上述关键假设下，我们预计公司 2019-2021 年净利润同比增长 14.2/14.3/14.6%，归母净利润同比增长 14.3/14.4/14.6%；2019-2021 年 ROE 为 15.9/16.3/16.5%。

表 5：盈利预测结果

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业净收入	248,555	266,039	285,143	305,108
(+/-%)	12.5%	7.0%	7.2%	7.0%
利润总额	106,497	121,669	139,126	159,370
减：所得税	25,678	29,336	33,545	38,426
净利润	80,819	92,333	105,581	120,944
(+/-%)	14.4%	14.2%	14.3%	14.6%
摊薄每股收益(元)	3.13	3.59	4.11	4.72
总资产收益率(ROA)	1.25%	1.34%	1.45%	1.59%
净资产收益率(ROE)	15.8%	15.9%	16.3%	16.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性最大，我们进行如下敏感性分析：

表 6：净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净息差 (+5bps)	17.4%	17.2%	17.2%	16.4%	16.7%	17.2%
基准情形	14.2%	14.3%	14.6%	15.9%	16.3%	16.5%
净息差 (-5bps)	11.1%	11.5%	11.9%	15.6%	15.9%	16.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续期 ROE、永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率，以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此

我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们直接假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 相对行业的差值，从而判断公司的 ROE。该假设所基于的前提，是全行业长期 ROE 在 10% 左右，而这一假设又进一步基于行业竞争充分，存在高效的准入和退出机制。但现实情况是，目前行业准入难度较高，退出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市银行进行比较，选取了可比公司平均动态 PB 作为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。此外，由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。

对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响，正面和负面影响都有可能。

财务风险

公司权益乘数很高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司经营产生不利影响。

表 7: 估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/3/16	0.9022	(元)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601398.SH	工商银行	5.17	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	5.1%	0.82	0.75	0.68	6.3	6.0	5.7
601288.SH	农业银行	3.37	13.4%	12.5%	12.2%	5.1%	5.8%	5.5%	0.74	0.68	0.62	6.0	5.6	5.3
601988.SH	中国银行	3.54	12.0%	11.3%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.69	0.64	0.59	6.0	5.8	5.5
601328.SH	交通银行	5.19	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.60	0.56	0.52	5.4	5.2	5.0
1658.HK	邮储银行	4.42	13.2%	12.7%	12.6%	9.7%	15.1%	13.2%	0.90	0.77	0.70	7.1	6.6	5.8
—														
600036.SH	招商银行	31.67	16.6%	16.6%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.58	1.39	1.23	10.1	8.8	7.7
601166.SH	兴业银行	16.21	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.77	0.69	0.62	5.7	5.2	4.8
600016.SH	民生银行	5.68	13.0%	12.2%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.61	0.55	0.51	4.8	4.6	4.4
600000.SH	浦发银行	10.51	13.0%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.70	0.63	0.57	5.7	5.1	4.8
601998.SH	中信银行	5.33	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.65	0.60	0.55	6.0	5.8	5.6
000001.SZ	平安银行	13.75	11.4%	11.2%	10.9%	7.0%	13.6%	13.9%	1.21	0.98	0.89	11.1	9.8	8.5
601818.SH	光大银行	3.67	11.7%	11.4%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.66	0.61	0.56	6.0	5.6	5.3
600015.SH	华夏银行	6.88	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.54	0.49	0.46	5.3	5.2	5.2
—														
601169.SH	北京银行	4.98	11.6%	11.2%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.60	0.56	0.51	5.5	5.1	4.8
601009.SH	南京银行	7.40	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	0.92	0.82	0.72	5.9	5.2	4.6
002142.SZ	宁波银行	24.81	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.11	1.64	1.43	12.7	10.7	9.2
600919.SH	江苏银行	6.11	12.4%	13.1%	13.5%	10.0%	15.5%	13.6%	0.69	0.63	0.57	5.9	5.0	4.4
601077.SH	渝农商行	5.65	13.5%	13.9%	13.3%	1.4%	19.1%	16.8%	0.91	0.72	0.65	7.1	5.9	5.1
—														
603323.SH	苏农银行	4.68	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	15.9%	13.7%	0.93	0.73	0.68	10.5	9.1	8.0
002839.SZ	张家港行	6.17	9.2%	9.5%	10.1%	9.4%	14.0%	14.5%	1.18	1.10	1.02	13.4	11.7	10.2
601128.SH	常熟银行	7.63	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.63	1.27	1.16	14.1	11.9	9.9
平均			12.9%	12.4%	12.2%	8.0%	10.3%	9.7%	0.92	0.80	0.73	7.7	6.9	6.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	10.1	8.8	7.7	6.7	净利息收入	160,384	170,482	183,777	199,094
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	利息收入	270,911	284,252	298,156	316,868
P/PPoP	4.8	4.5	4.2	3.9	利息支出	110,527	113,770	114,380	117,773
市值/总资产(A股)	11.8%	11.3%	10.7%	10.3%	资产准备支出	60,837	56,695	52,037	45,246
股息收益率(税后)	3.0%	3.4%	3.9%	4.4%	拨备后净利息收入	99,547	113,787	131,740	153,848
每股指标 (元)					手续费净收入	66,480	73,865	79,675	84,322
	2018A	2019E	2020E	2021E	其他经营净收益	21,691	21,691	21,691	21,691
EPS	3.13	3.59	4.11	4.72	营业净收入	248,555	266,039	285,143	305,108
BVPS	20.07	22.71	25.75	29.24	营业费用	81,110	87,564	93,869	100,381
PPoPPS	6.64	7.08	7.58	8.12	营业外净收入	-111	-111	-111	-111
DPS	0.94	1.07	1.23	1.41	拨备前利润	167,445	178,475	191,274	204,727
盈利驱动					总利润	106,497	121,669	139,126	159,370
存款增长	8.9%	8.0%	7.0%	6.0%	所得税	25,678	29,336	33,545	38,426
贷款增长	10.3%	10.0%	9.0%	8.0%	少数股东利润	259	259	259	259
存贷比	89%	90%	92%	94%	净利润	80,819	92,333	105,581	120,944
盈利资产增长	7.1%	5.0%	5.2%	4.4%	资产负债表 (百万元)				
贷款收益率	5.16%	5.10%	5.05%	5.05%		2018A	2019E	2020E	2021E
债券收益率	3.14%	3.00%	2.86%	2.86%	现金及存放同业	551,661	644,808	542,725	416,516
资产生息率	4.34%	4.25%	4.24%	4.30%	央行准备金	493,382	532,853	570,152	604,361
存款成本率	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%	拆放金融企业	61,296	71,645	60,303	46,280
负债付息率	4.27%	3.78%	3.56%	3.56%	贷款	3,749,949	4,095,747	4,452,033	4,804,195
净息差(NIM)	2.57%	2.55%	2.61%	2.70%	贷款拨备	-183,085	-230,591	-263,675	-288,769
净利差(SPREAD)	2.41%	2.40%	2.46%	2.53%	债券投资	1,671,399	1,507,579	1,586,599	1,656,022
非利息收入比重	35%	36%	36%	35%	固定资产	56,206	60,220	62,371	63,484
费用收入比(含税金及附加)	32.6%	32.9%	32.9%	32.9%	递延税款净额	50,120	50,120	50,120	50,120
拨备支出/平均贷款	1.70%	1.45%	1.22%	0.98%	其他资产	111,716	118,556	128,403	137,830
有效所得税率	24%	24%	24%	24%	盈利资产	6,527,687	6,852,631	7,211,812	7,527,375
收入盈利增长					总资产	6,745,729	7,081,527	7,452,705	7,778,809
	2018A	2019E	2020E	2021E	金融企业存放	1,158,231	1,202,823	1,133,525	1,038,832
净利息收入增长	10.7%	6.3%	7.8%	8.3%	存款	4,427,566	4,781,771	5,116,495	5,423,485
手续费收入增长	3.8%	11.1%	7.9%	5.8%	应付款项	191,401	199,705	208,797	216,143
营业净收入增长	12.5%	7.0%	7.2%	7.0%	发行债券	424,926	286,906	306,990	325,409
拨备前利润增长	11.3%	6.6%	7.2%	7.0%	付息负债	6,010,723	6,271,500	6,557,010	6,787,726
净利润增长	14.4%	14.2%	14.3%	14.6%	总负债	6,202,124	6,471,205	6,765,807	7,003,870
资产盈利能力					实收资本	25,220	25,220	25,220	25,220
	2018A	2019E	2020E	2021E	公积金	67,523	67,523	67,523	67,523
RoAE	15.8%	15.9%	16.3%	16.5%	一般准备	78,542	87,252	97,216	108,632
RoAA	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	未分配利润	274,361	323,770	380,547	445,901
RoAA(拨备前)	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	少数股东权益	3,487	3,487	3,487	3,487
RoRWA	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	所有者权益	543,605	610,322	686,898	774,939
资产质量					贷款结构				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
不良资产率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	企业贷款	45%			
拨备覆盖率	358%	391%	410%	416%	票据贴现	4%			
拨备余额/全部贷款	4.7%	5.3%	5.6%	5.7%	个人贷款	51%			
资本					存款结构				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
资本充足率	16%	15%	16%	18%	企业活期	41%			
一级资本充足率	13%	14%	15%	16%	企业定期	23%			
财务杠杆(倍)	12.4	11.6	10.8	10.0	储蓄活期	24%			
风险加权资产比重	61%	61%	61%	61%	储蓄定期	11%			
核心一级资本充足率	11.8%	12.8%	13.9%	15.1%	其他存款	1%			

资料来源: Wind、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