

零售标杆, 强者恒强

投资要点

- **推荐逻辑:** 1、公司是零售银行标杆, 在客群规模和质量上具有先发优势, 通过对批发客户分层和聚焦, 形成负债端低成本护城河, 2020H1 存款成本率 1.61%, 仅略高于建行和农行。2、公司零售客户规模不断扩张, 截止 2020Q3 零售客户数达 1.55 亿户, 较上年末增长 7.6%, AUM 余额达 8.6 万亿, 较上年末增长 15.2%, 高净值金葵花和私人银行账户数量、AUM 增速超过总体, 零售客群仍在良性成长, 带动了信用卡和中间业务稳健增长; 3、公司在推进业务改革方面始终走在行业前列, 目前公司不断推动零售金融 3.0 数字化转型, 科技赋能线上服务的开展和优化, 公司有望持续巩固和扩大差异化领先优势。
- **聚焦客户分层策略, 打造低成本竞争优势。** 公司负债端的成本优势非常牢固, 批发业务聚焦客户分层经营策略, 零售业务进行客户导流和交叉销售, 从而培育优质的客群基础及客户粘性, 公司存款占比长期稳定 70% 以上, 存款中活期存款占比常年维持 50% 以上, 存款成本与国有行相当。
- **零售业务做精做强, 拉动业绩高质量增长。** 公司在零售业务上具有先发优势, 零售客户规模及 AUM 持续增长, 在做大零售客群的同时深度服务高净值战略客户, 金葵花客户、私人银行客户数量及管理总资产(AUM) 连年攀升, 零售业务成为拉动业绩增长的主要动力, 同时招行不断丰富中间业务布局, 加快打造线上化经营能力, 稳步实现非利息收入的稳健增长。
- **资产结构良性成长, 打造风控护城河。** 高比例的零售业务为公司形成了天然的风控护城河, 公司聚焦优质的行业、区域、项目和客户, 持续优化风险资产组合配置, 不良贷款余额和不良率持续双降。2020 年受新冠疫情影响, 银行资产质量普遍受到冲击, 公司坚持从严资产分类, 充分暴露风险的管理策略, 大幅计提拨备夯实基础, 同时增加不良资产处理力度, 前三季度, 不良贷款率 1.13%, 较上年末下降 3bp, 抗风险能力显著。
- **科技赋能, 持续推进数字化转型。** 招商银行持续推动零售金融 3.0 数字化转型, 不断加大信息科技投入力度, 2020 年上半年信息科技投入达 39.22 亿元, 同比增长 7.95%。两大 App 构建起“核心金融场景+生活场景”的 APP 泛金融生态圈, 通过 MAU 与 AUM 相互融合, 先扩大外延全力获客, 再发展客户提高留存率, 为客户提供全方位一站式的便捷金融服务, 进而实现流量变现。凭借领先的数字化优势, 公司有望持续巩固和扩大差异化领先优势。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是零售银行的标杆, 是业务转型的先行者, 公司具有明显的成本、风控、技术优势, 在面对疫情和经济周期下行压力下, 具有更强的业绩韧性和抗风险能力。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.68 元、4.09 元和 4.57 元, BVPS 分别为 25.37 元、28.33 元和 31.65 元, 对应的 PE 分别为 11.12X、9.74X 和 8.65X, 对应的 PB 分别为 1.7X、1.52X 和 1.36X。考虑到公司是银行业优质资产, 应该享受估值溢价, 给予公司 2021 年 1.85X 目标 PB, 目标价 52.41 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经济周期下行、新冠疫情持续或使公司资产质量恶化, 监管政策或趋严, 利率或下行导致息差超预期收窄等。

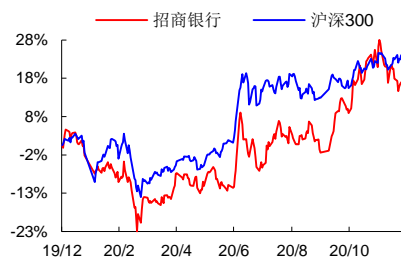
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	269703.00	289563.48	323932.49	361108.92
增长率	8.51%	7.36%	11.87%	11.48%
归属母公司净利润(百万元)	92867.00	94401.56	104663.45	116746.71
增长率	15.28%	1.65%	10.87%	11.54%
每股收益 EPS(元)	3.62	3.68	4.09	4.57
净资产收益率 ROE	16.85%	15.25%	15.22%	15.22%
PE	11.64	11.12	9.74	8.65
PB	1.88	1.70	1.52	1.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@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)	29.31-46.8
总市值(亿元)	10,857.14
总资产(亿元)	81,567.00
每股净资产(元)	24.55

相关研究

目 录

1 零售龙头崛起.....	1
2 聚焦客户分层策略，打造低成本竞争优势.....	3
3 零售业务做精做强，拉动业绩高质量增长.....	5
4 资产结构良性成长，打造风控护城河.....	8
5 科技赋能，持续推进数字化转型.....	10
6 盈利预测与估值.....	12
7 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 招商银行三次转型	1
图 2: 2020Q3 上市银行资产规模排名情况 (亿元)	2
图 3: 2020Q3 上市银行营收和归母净利润规模排名情况 (亿元)	2
图 4: 招商银行营收及归母净利润同比增速	2
图 5: 招商银行单季度营收及归母净利润同比增速	3
图 6: 招商银行存款及在负债端占比变化情况	3
图 7: 招商银行与五大行存款成本对比情况 (%)	3
图 8: 最近五年招商银行存款结构	4
图 9: 2020H1 招商银行与五大行存款结构对比	4
图 10: 招商银行计息负债成本率稳居行业低位 (%)	4
图 11: 招商银行计息负债规模及成本率走势	4
图 12: 上市银行生息资产收益率对比情况 (%)	5
图 13: 招商银行净息差和行业净息差走势对比 (%)	5
图 14: 招商银行各分类业务营业收入贡献结构	5
图 15: 招商银行各类业务净利润贡献结构	5
图 16: 上市银行零售贷款占比对比情况	6
图 17: 招商银行零售和对公贷款增速	6
图 18: 招商银行零售客户数量及同比增速	6
图 19: 招商银行零售客户 AUM 及同比增速	6
图 20: 招商银行金葵花及以上客户数量和资产规模	7
图 21: 招商银行金葵花及以上战略客户 AUM 占比	7
图 22: 招商银行收入结构 (%)	7
图 23: 招商银行手续费及佣金净收入结构	7
图 24: 招商银行手续费及佣金收入规模及增速	8
图 25: 招商银行手续费及佣金各分项收入增速	8
图 26: 制造业、批发和零售业及采矿业贷款占比变化情况	9
图 27: 制造业、批发和零售业及采矿业不良贷款率变化情况 (%)	9
图 28: 零售贷款各部分结构占比变化趋势 (%)	9
图 29: 零售贷款各部分结构不良率变化趋势 (%)	9
图 30: 2020Q3 上市银行不良贷款率和拨备覆盖率 (%)	10
图 31: 招商银行不良贷款率和拨备覆盖率走势 (%)	10
图 32: 招商银行信息科技投入及占营收的比重	11
图 33: 招商银行金融科技创新项目申请和投产情况 (个)	11
图 34: 招商银行和掌上生活 APP 用户数量	11
图 35: 招商银行两大 APP MAU 及增速	11

表 目 录

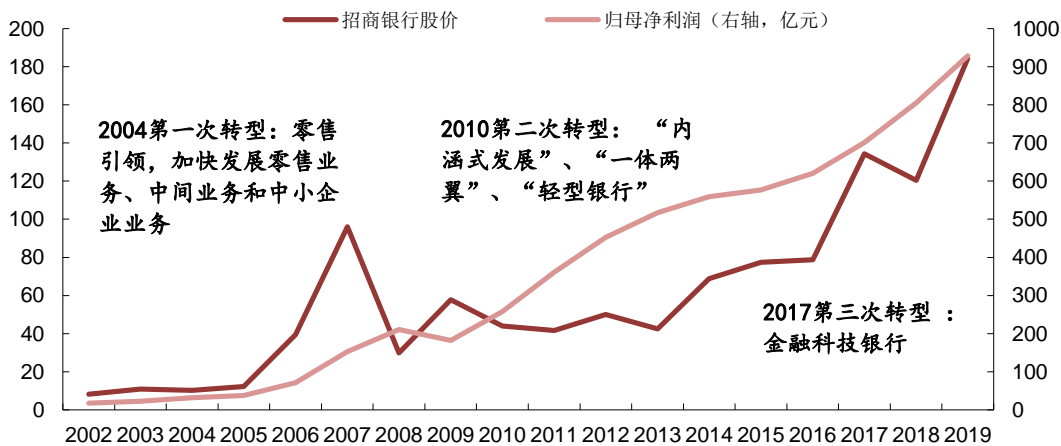
表 1: 招商银行按行业划分的不良率分布情况	8
表 2: 关键假设指标参数预测 (百万元)	12
表 3: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	15

1 零售龙头崛起

招商银行是在中国探索金融改革之路的大背景下成立的，于 1987 年由招商局轮船股份有限公司出资并于深圳注册登记，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 33 年发展，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。

公司于 2002 年登陆 A 股，2006 年 H 股发行，并不断推进业务转型升级。

图 1：招商银行三次转型



数据来源：公司公告，西南证券整理

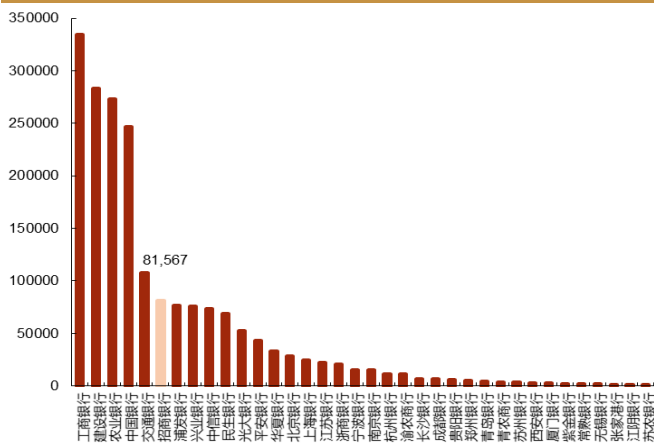
第一次转型：零售引领。不同于当时市场普遍倚重对公业务，公司旗帜鲜明对零售业务的发展做出前瞻性判断。2004 年招行提出“将零售银行业务作为发展的战略重点，逐步推进零售银行业务管理体系和组织架构变革”，2005 年，正式提出“**加快发展零售业务、中间业务和中小企业业务**”。凭借业务转型的先发优势，公司零售业务迅猛增长，截至 2020Q3，零售金融业务营业收入 1186.12 亿元，同比增长 11%，占本公司营业收入的 58.04%，在疫情影响下表现仍然亮眼，零售业务整体领先行业。

第二次转型：“内涵式发展”、“一体两翼”、“轻型银行”。2010 年面对资本约束日益增强、直接融资快速发展、利率市场化稳步推进等外部挑战，为顺应现代银行业的发展趋势，公司在继续深入推进一次转型的基础上，在国内同业中率先提出转变经营方式，进行二次转型。二次转型是指在深入推进经营战略调整的基础上，**加快实现由外延粗放型经营方式向主要依靠管理提升、科技进步和员工效能提高的内涵集约型经营方式的转变**，确立了提高资本效率、贷款风险定价、费用效率、价值客户占比和风控水平五大目标。2014 年，公司进行二次转型的深化，进一步明确“**一体两翼**”的发展战略，走轻型银行之路。

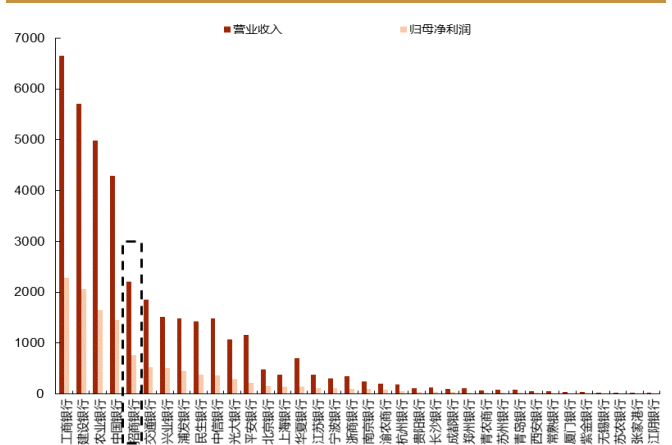
第三次转型：金融科技银行。2017 年公司明确将金融科技变革作为未来三到五年工作的重中之重，要举全行之力打造“金融科技银行”，作为“轻型银行”战略的深化。通过对标金融科技企业，在理念和方法上作出根本性转变，推动自身经营模式的转型，实现向“金融科技银行”的转型，让金融科技成为战略转型下半场的“核动力”。具体包括以下几个方面：推动全行金融科技基础能力提升；零售金融全面推进业务的“网络化、数据化、智能化”；批发金融加快中后台的自动化、智能化转型；塑造“端到端”客户旅程提升客户体验。

公司作为行业转型成功的标杆,资产规模、营业收入、净利润等核心指标长期稳健增长。根据 2020 年 3 季报披露,招商银行资产规模达 8.2 万亿元,位于股份制银行第 1 位,行业第 6 位,前 3 季度的营业收入达 2214.3 亿元,实现归母净利润 766 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。

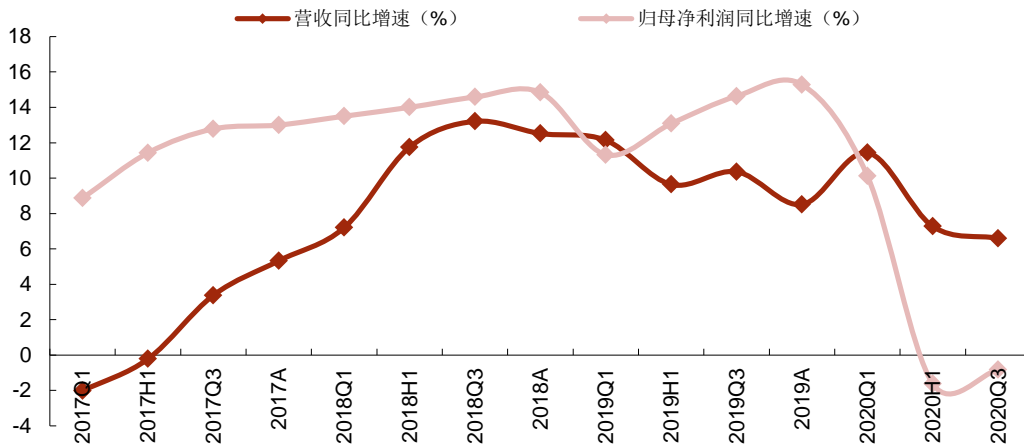
今年受疫情影响,银行业务整体承压,公司营收仍保持稳健,收入 2043.9 亿元,同比增长 5.2%,净利润 696.2 亿元,同比下滑 3.3%,Q3 单季增长 0.3%,业绩边际好转,单季增速转正。

图 2: 2020Q3 上市银行资产规模排名情况 (亿元)


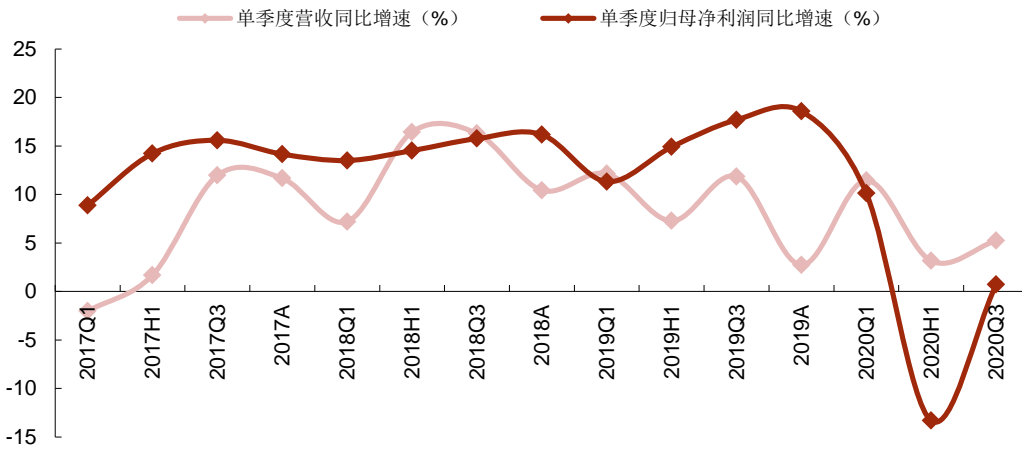
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 2020Q3 上市银行营收和归母净利润规模排名情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 招商银行营收及归母净利润同比增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5：招商银行单季度营收及归母净利润同比增速


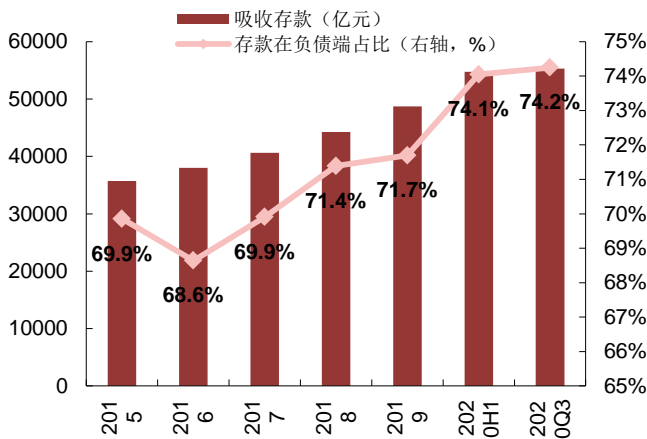
数据来源：Wind，西南证券整理

2 聚焦客户分层策略，打造低成本竞争优势

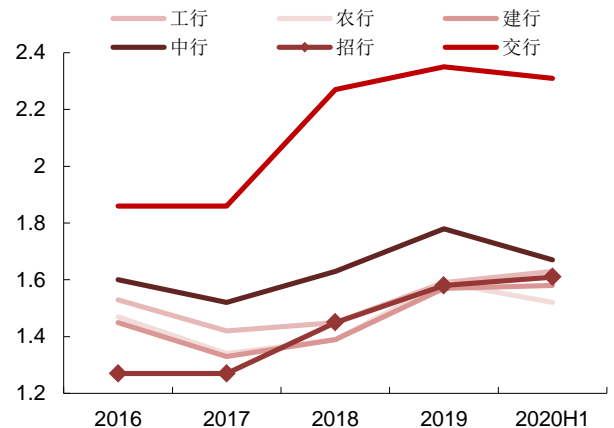
公司在负债端具有明显的成本优势，这一优势得益于公司长期聚焦客户分层经营策略，形成了非常良性的客群基础。

公司对批发客户建立了分层分类体系，形成了战略客户、机构客户、小企业客户、同业客户和离岸客群五类客群，并在此基础上，发挥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。

得益于客群培育方面具备扎实基础，公司自身存款占比长期稳定在 70% 以上，位于股份行之首，存款成本率则长期处于行业底部，2020 年上半年仅 1.61%，媲美五大行的存款成本。

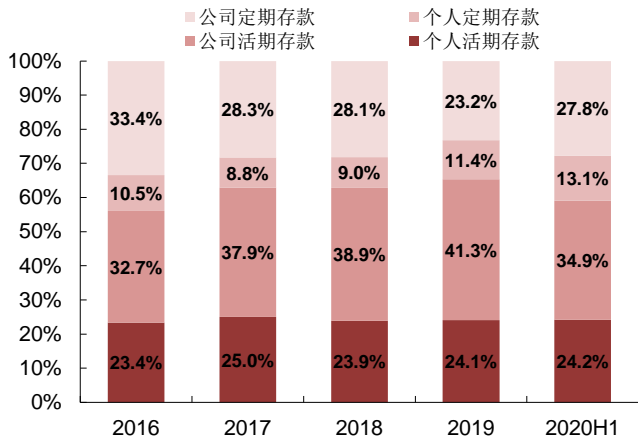
图 6：招商银行存款及在负债端占比变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

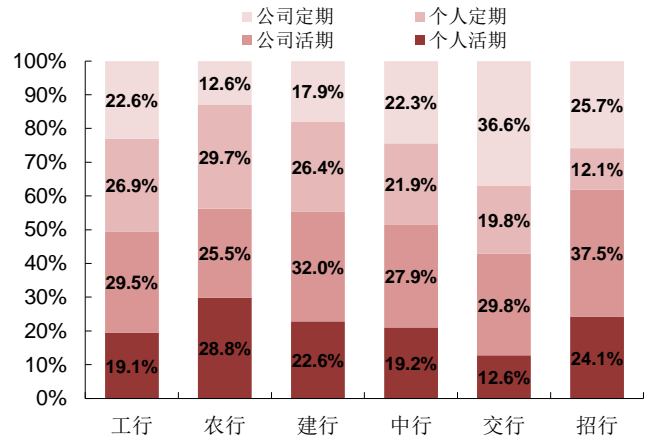
图 7：招商银行与五大行存款成本对比情况 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

从存款结构看,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,2020 年上半年零售活期存款占比 24.2%,活期存款占比 59.1%,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。

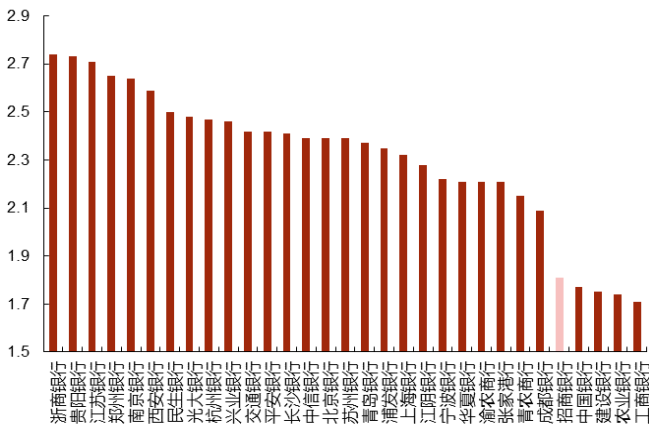
图 8: 最近五年招商银行存款结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

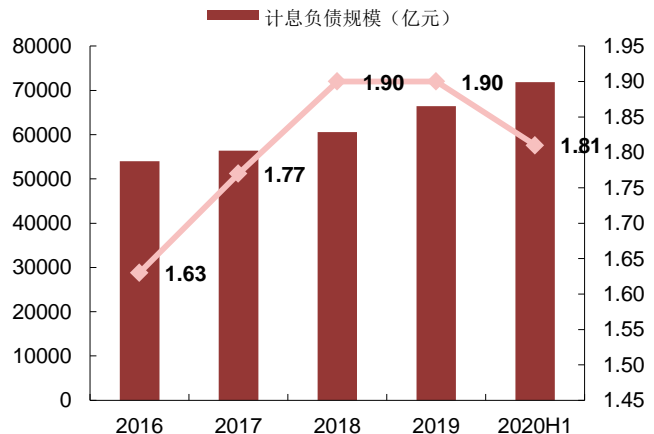
图 9: 2020H1 招商银行与五大行存款结构对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

得益于良性的客群基础,公司存款成本优势明显。2020H1,公司计息负债规模持续扩张至 7.2 万亿元,仅次于五大行,排名上市银行第 6 位,计息负债成本率只有 1.81%,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。受利率市场化等行业因素的影响,2016 年以来公司计息负债平均成本率略有提高,但相较同业来说仍处于绝对低位,说明了公司负债端的成本优势非常牢固。

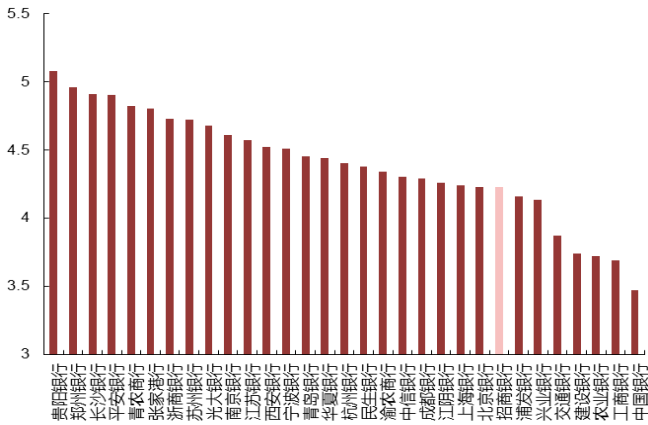
图 10: 招商银行计息负债成本率稳居行业低位 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

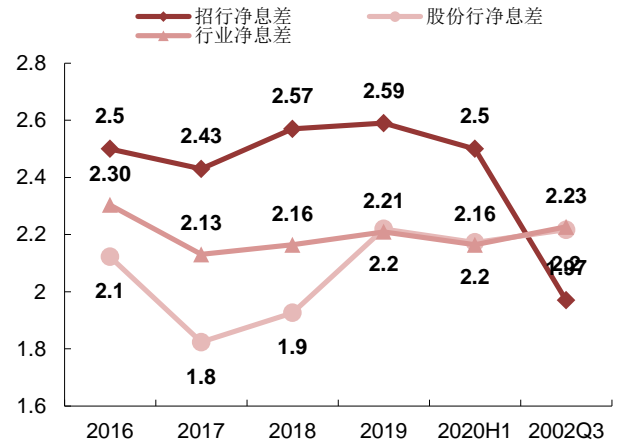
图 11: 招商银行计息负债规模及成本率走势


数据来源: Wind, 西南证券整理

负债成本优势使公司在资产端的配置策略上更加注重资产质量,生息资产收益率在行业中相对偏低,但净息差水平却远高于行业平均水平。2020H1,招行生息资产收益率只有 4.23%,位于行业中游偏下,净息差则高达 2.50%,位于行业第 5 位,高出行业平均水平 34 个 bp,股份行平均水平 30 个 bp,盈利能力突出。虽然新冠疫情及相关政策对于公司净息差造成一定冲击,但基于公司牢固的成本优势,未来面对改革带来的影响或经济波动带来的风险,公司净息差优势有望维持。

图 12: 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

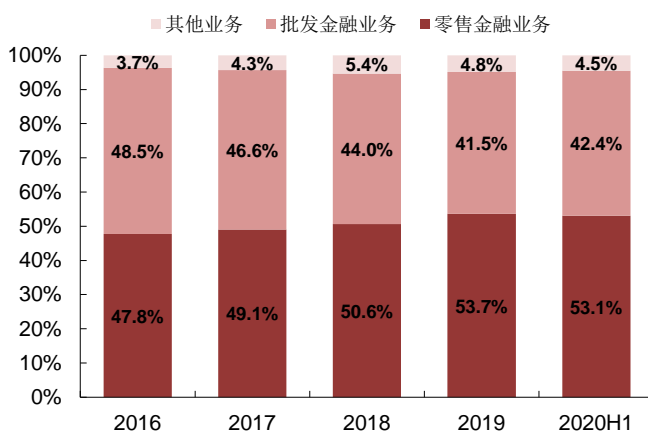
图 13: 招商银行净息差和行业净息差走势对比 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

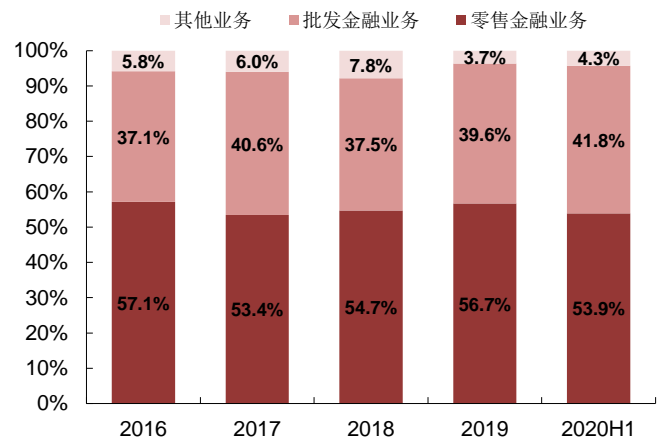
3 零售业务做精做强, 拉动业绩高质量增长

公司的大零售战略于 2004 年开始推进, 零售板块业务逐步做精, 2010 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, 2018 年以来, 零售金融业务营收占比超过 50%, 并且仍然有上升的趋势, 利润贡献 2016 年以来稳定在 50%以上, 成为拉动业绩增长的主要动力。

受新冠疫情冲击, 2020H1, 公司零售金融业务盈利占比有小幅下降, 税前利润占公司税前利润的 53.91%, 同比下降 5.93 个百分点; 营业收入占公司营业收入的 53.10%, 同比下降 1.38 个百分点, 在零售整体表现不佳的大环境下, 招商银行的零售金融业务表现出非常强的韧性。

图 14: 招商银行各分类业务营业收入贡献结构


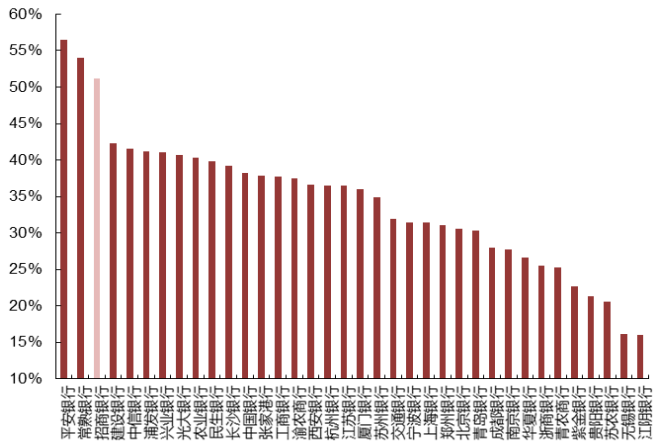
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 招商银行各类业务净利润贡献结构


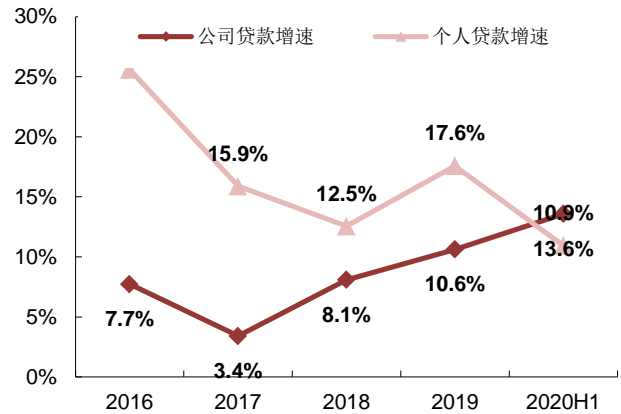
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在当下对公信贷的有效需求不足, 信用风险上行的行业背景下, 零售业务优势更加凸显, 零售业务的收益率相对更高, 且风险分散, 不良率低, 零售业务占比提升, 能有效改善银行的盈利水平, 降低信用风险。

公司在零售业务上具有先发优势，拥有一批优质、高粘性的零售客户，并仍在通过对公战略客户引入优质客源，维持零售业务稳健增长。公司自 2016 年零售贷款占比开始超过公司贷款，截止到 2020H1，零售贷款占比达到 51.2%，稳居行业前列。

图 16: 上市银行零售贷款占比对比情况


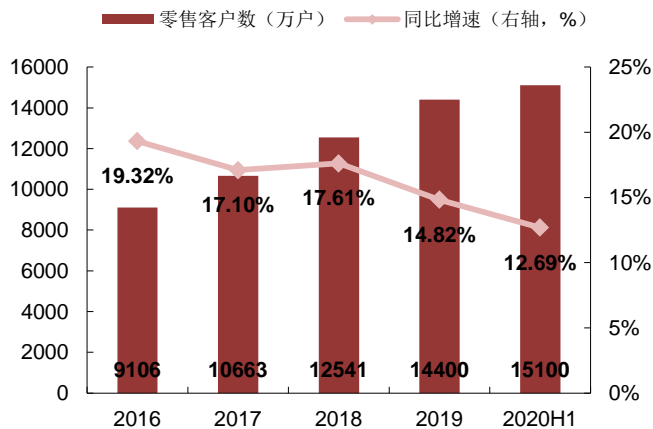
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 招商银行零售和对公贷款增速


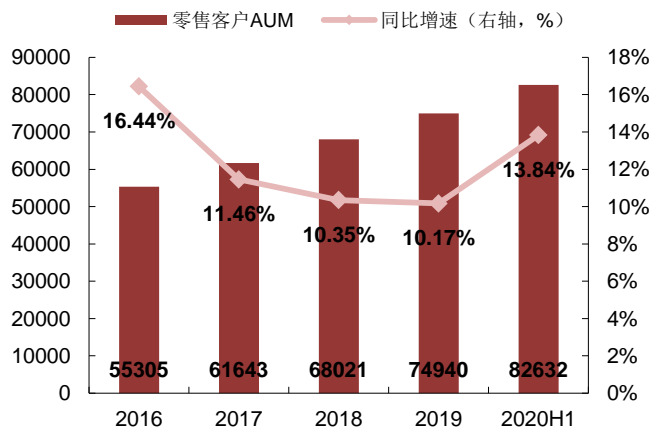
数据来源: Wind, 西南证券整理

截止 2020H1，公司零售客户规模突破 1.5 亿户，较上年末增长 4.86%，管理零售客户总资产 (AUM) 余额 8.3 万亿元，较上年末增长 10.26%。

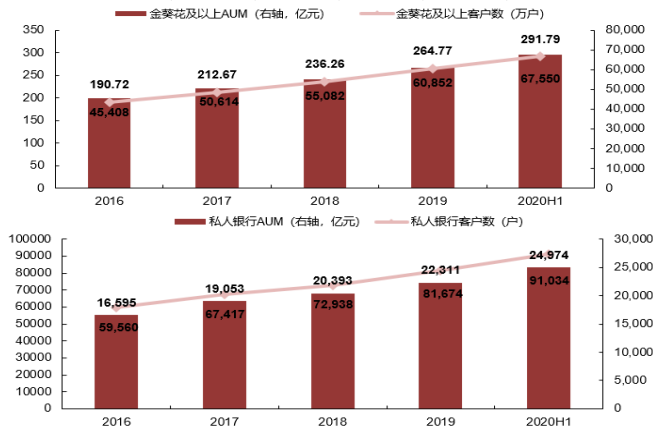
公司在做大零售客群的同时做精客户服务，深度服务高价值量的客户。公司以高净值战略客户为主要服务对象的金葵花客户 (月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户)、私人银行客户 (日均总资产在 1000 万元及以上的零售客户) 数量及管理总资产 (AUM) 连年攀升，户均 AUM 远高于其他银行，金葵花及以上 AUM 在零售客户 AUM 占比长期稳定在 80% 以上，私人银行稳定在 30% 左右，成为了公司质优价廉的战略客户基础。

图 18: 招商银行零售客户数量及同比增速


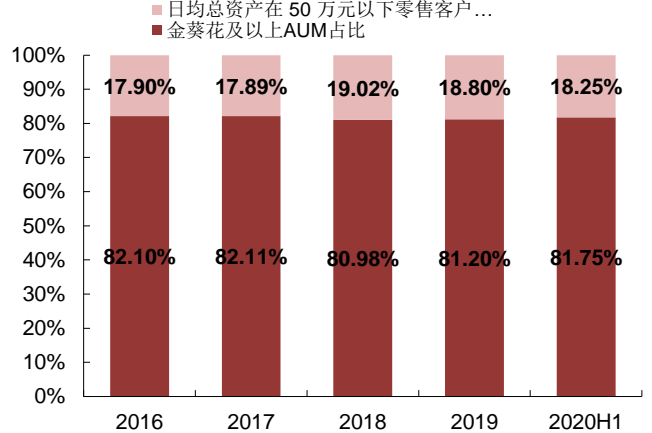
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 招商银行零售客户 AUM 及同比增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

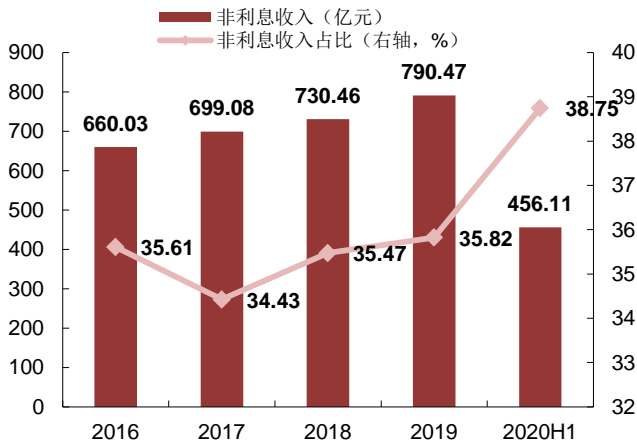
图 20: 招商银行金葵花及以上客户数量和资产规模


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

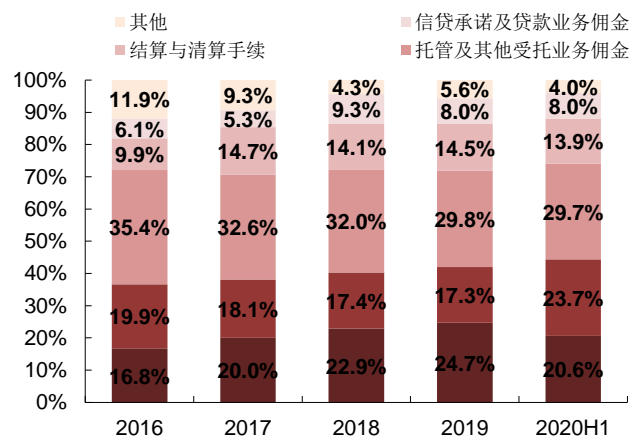
图 21: 招商银行金葵花及以上战略客户 AUM 占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

凭借在零售领域的优质客群基础及自身的品牌优势, 公司不断丰富中间业务布局, 非息收入占比持续提升。2020H1, 公司非息收入占比达到 38.75%, 同比增加 1.95bp。

图 22: 招商银行收入结构 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

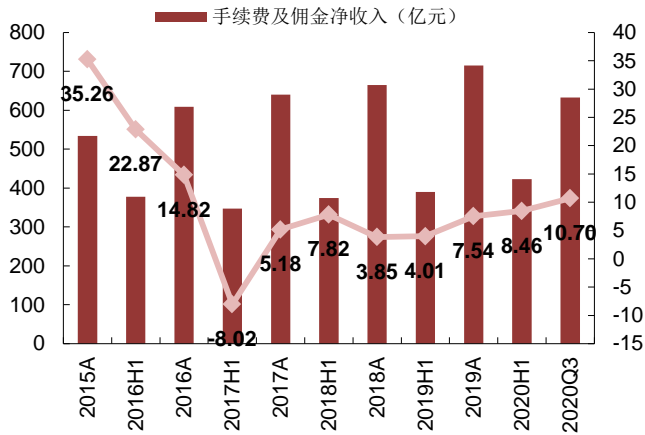
图 23: 招商银行手续费及佣金净收入结构


数据来源: Wind, 西南证券整理

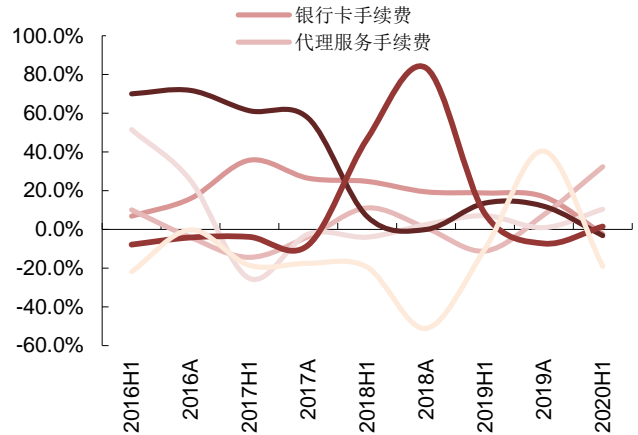
近年来, 在金融去杠杆和严监管的政策引导下, 商业银行表外理财规模受资管新规影响持续萎缩, 使行业理财产品托管手续费呈现下降趋势。同时, 以保险、信托产品为代表的代理手续费收入也受相关行业政策变动, 营销压力增大, 商业银行整体中间业务增收难度加大。

公司非利息收入增速在 2017 年达到低谷后, 伴随公司银行卡交易量以及托管规模的增长和业务结构的不断优化, 公司中间业务收入恢复了增长趋势, 2020 年 1-9 月实现中间业务收入 633 亿元, 同比增长 10.70%。

预计未来公司非利息净收入仍将保持稳健增长, 一方面, 在零售非利息净收入受到疫情直接冲击的情况下, 公司加快打造线上化经营能力, 继续推动客群增长, 实现零售支付结算的恢复性增长, 巩固零售财富管理业务的领先优势; 另一方面, 公司将通过构建批发客户、产品、风险管理的体系化经营模式, 加快推进公司产品的线上化转型, 稳步实现交易银行、投资银行和资产管理等业务的持续增长。

图 24: 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 25: 招商银行手续费及佣金各分项收入增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 资产结构良性成长，打造风控护城河

在信用风险防控方面，公司持续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，在经济周期下行压力增大的环境下，表现出较强的抗周期属性。

在信贷资源配置上，一方面，将投放方面向总行、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，就产能过剩行业、房地产、地方政府融资平台业务等重点领域，制订差异化的风险防控策略，逐步压缩和退出产能过剩、高负债等风险客户，持续优化信贷资源配置，实现风险、收益、成本的综合平衡。

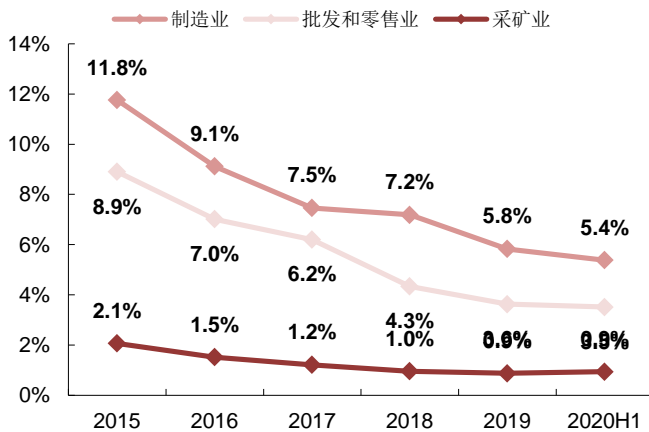
从过去几年各行业的不良率统计来看，不良率较高的贷款大多集中在制造业、批发和零售业及采矿业三个行业。公司持续优化信贷资源配置，2015年以来，采矿、制造和批发零售贷款占比呈现出逐年下降的趋势，制造业从2013年占比11.8%的高位水平降至5.4%，批发和零售业占比从8.9%的压缩至3.5%，采矿业占比同样下降了50%以上。与此同时，采矿、制造和批发零售的不良贷款率也呈现下降的趋势，最为明显的是采矿业，不良贷款率从2016年的16.5%下降到2020年H1的3.08%。

表 1: 招商银行按行业划分的不良率分布情况

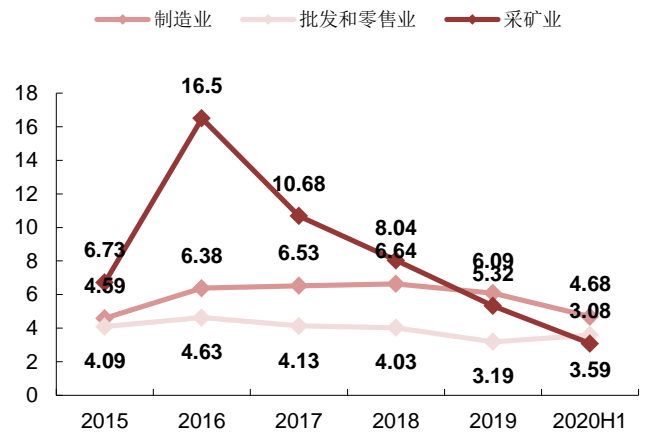
行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
房地产业	0.55	1.01	1.23	1.03	0.44	0.34
交通运输、仓储和邮政业	0.87	0.82	0.97	0.58	0.73	0.86
制造业	4.59	6.38	6.53	6.64	6.09	4.68
批发和零售业	4.09	4.63	4.13	4.03	3.19	3.59
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.07	1.00	0.66	0.56	0.35	0.39
租赁和商务服务业	0.22	0.13	0.14	0.46	2.08	3.55
金融业	0.00	0.00	0.02	0.00	0.18	0.30
建筑业	0.76	1.97	1.72	1.20	1.30	0.99

行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020H
信息传输、软件和信息技术服务业	0.45	0.29	1.75	1.01	1.85	2.01
水利、环境和公共设施管理业	0.37	0.61	0.57	0.53	0.46	0.16
采矿业	6.73	16.50	10.68	8.04	5.32	3.08

数据来源: Wind, 西南证券

图 26: 制造业、批发和零售业及采矿业贷款占比变化情况


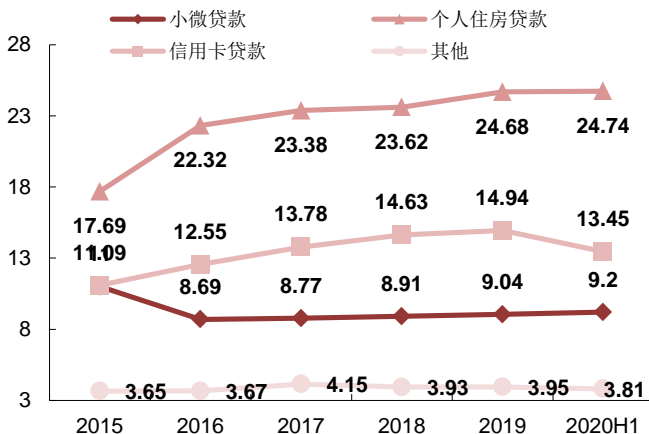
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27: 制造业、批发和零售业及采矿业不良贷款率变化情况(%)


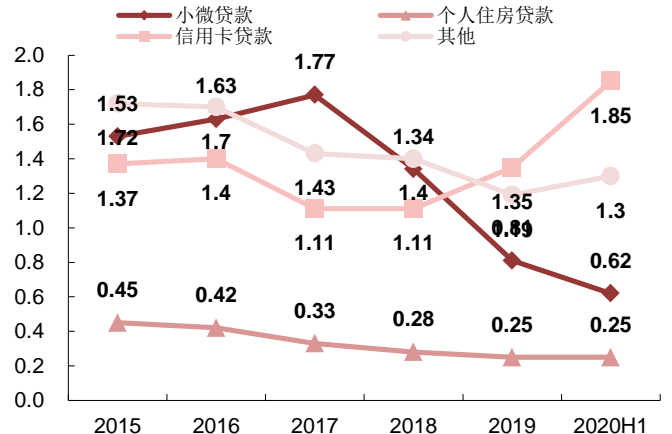
数据来源: Wind, 西南证券整理

零售贷款不良率普遍低于对公贷款, 公司持续做精做强零售业务, 扩张零售贷款业务, 稳健提升低不良率的个人住房贷款和信用卡贷款, 同时平衡风险和收益, 在提升风险管理能力的同时, 增加信用卡和小微贷款的规模。

2017 年以来, 公司个人住房和信用卡贷款占比持续扩张, 2020 年 6 月末, 占比分别已达到 24.7% 和 13.5%。其中信用卡贷款在疫情和共债风险叠加作用下, 不良率有所上升, 个人住房不良率仍然保持低位, 小微贷款其他贷款规模发展平稳, 且不良率都有明显的降低。

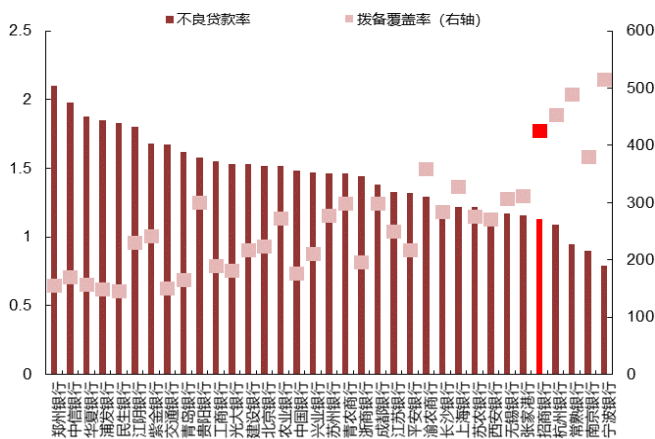
图 28: 零售贷款各部分结构占比变化趋势 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

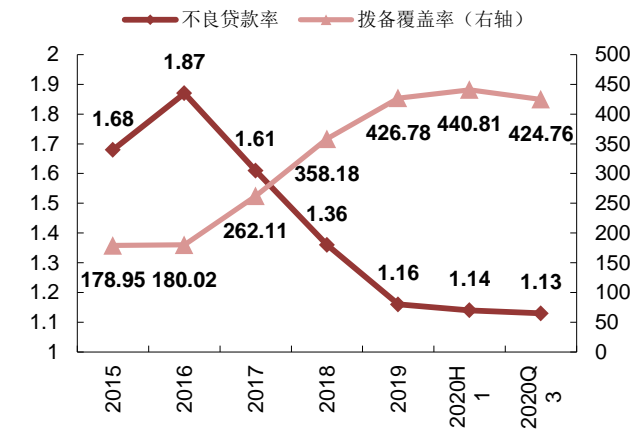
图 29: 零售贷款各部分结构不良率变化趋势 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

贷款结构的优化对招行信贷资产质量的改善效果明显。截至 2019 年末，公司不良贷款余额 522.75 亿元，较上年末减少 13.30 亿元；不良贷款率 1.16%，较上年末下降 0.20 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 426.78%，较上年末上升 68.60 个百分点，在行业中处于较高水平。2020 年由于新冠疫情的影响，银行资产质量普遍受到冲击，公司坚持从严资产分类，充分暴露风险的管理策略，大幅计提拨备夯实基础，同时增加不良资产处理力度，2020 年 1-9 月，公司不良贷款率为 1.13%，较上年末下降 3bp，不良贷款余额 546.84 亿元，较上年末增加 42.34 亿元，主要受信用卡业务风险快速上升的影响。

图 30：2020Q3 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

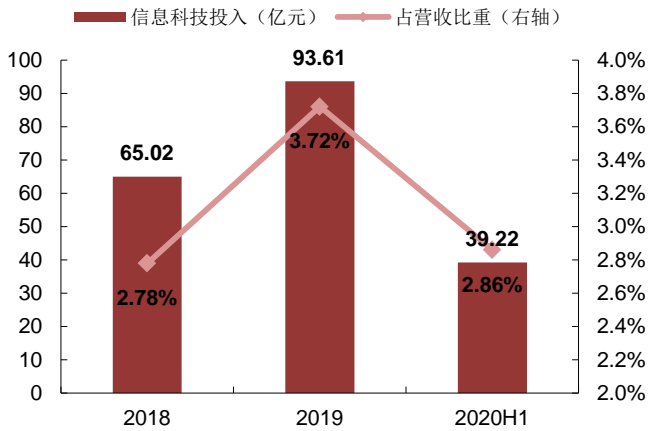
图 31：招商银行不良贷款率和拨备覆盖率走势 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

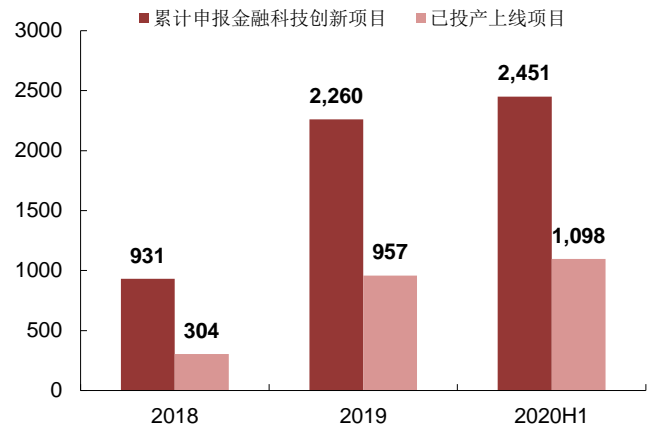
5 科技赋能，持续推进数字化转型

招商银行在金融科技领域具有先发优势，推动零售金融 3.0 数字化转型。招行“零售之王”发展路上有三次大的飞跃，飞跃 1.0 是用“一卡通”取代存折率先实现联网通兑，飞跃 2.0 是以 AUM 取代存款考核，创新财富管理新模式，2018 年公司实现“全面无卡化”，推动银行从“卡时代”向“App 时代”的 3.0 飞跃。招商银行坚持“轻型银行”战略方向和“一体两翼”战略定位，把握中国银行业发展的阶段性规律，在保持 2.0 阶段所取得的结构和质量优势的基础上，围绕“客户”和“科技”两条主线，以“开放与融合”为方法论，深入推进数字化经营模式探索。

公司持续加大信息科技投入力度。2017 年，招行开始加大金融科技投入，在常规 IT 成本投入的基础上，核定上年税前利润的 1%，专门成立金融科技创新项目基金。2018 年，招行将金融科技创新项目基金预算提高到上年营业收入的 1%，2019 年又提升至 1.5%，且无需关注短期投入产出比。为了实施金融科技战略，招行还修订了公司章程，规定每年科技投入不低于上年度营业收入的 3.5%。2020 年上半年，招行信息科技投入达 39.22 亿元，同比增长 7.95%，是营业净收入的 2.86%，此外截至 6 月末，全行累计申报金融科技创新项目 2,451 个，累计立项 1733 个，其中 1098 个项目已投产上线，覆盖零售、批发、风险、科技及组织文化转型的各个领域，为数字化经营模式探索提供了坚实支撑。

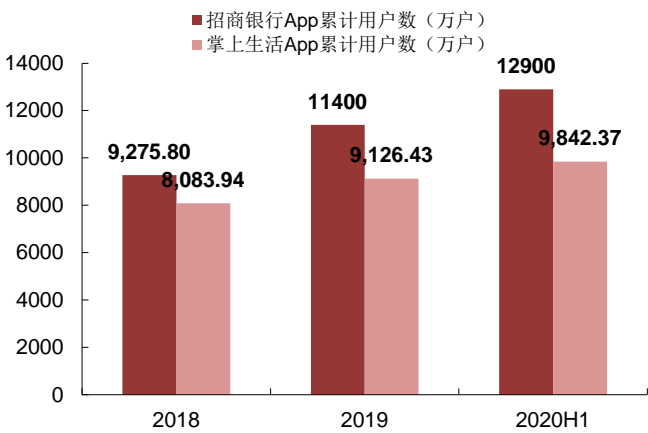
图 32: 招商银行信息科技投入及占营收的比重


数据来源: Wind, 西南证券整理

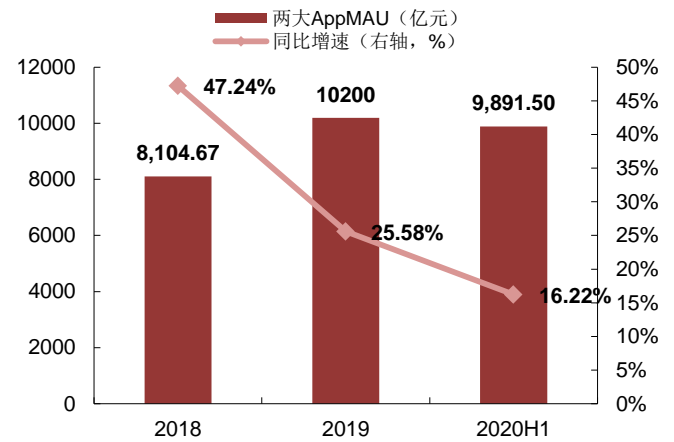
图 33: 招商银行金融科技创新项目申请和投产情况 (个)


数据来源: Wind, 西南证券整理

两大 App 构建起“核心金融场景+生活场景”的 APP 泛金融生态圈。招商银行集中力量打造“招商银行”、“掌上生活”两大 APP，目前两大 App 已成为招行连接用户的最主要的载体和零售经营平台，此外以 APP 月活跃用户 (MAU) 为“北极星”指标，重塑零售金融数字化体系。公司致力于 MAU 与 AUM 相互融合，先扩大外延全力获客，再发展客户，提高留存率，为客户提供全方位一站式的便捷金融服务，进而实现流量变现。MAU 运营带来获客非线性增长，并能带动 AUM 的稳健增长。截至 2020 年 6 月末，招商银行 App 累计用户数达 1.29 亿户，借记卡数字化获客占比 19.71%；掌上生活 App 累计用户数达 9,842.37 万户，信用卡数字化获客占比达 62.48%，两大 App MAU 达 9,891.50 万户，App 理财投资金额占比 78.41%，理财投资客户数占全行理财投资客户数的 93.17%。

图 34: 招商银行和掌上生活 APP 用户数量


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 35: 招商银行两大 APP MAU 及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

对于未来公司成长，我们做出如下假设：

假设 1: 2020 年 M2 增速回升，前三季度存款增幅达 13.7%，假设 2020 年存款增速 14%，2021-2022 年货币政策或边际收紧，M2 增速可能回落，假设 2021-2022 年存款增速逐步回归稳健增速，分别增长 11%、9%。

假设 2: 公司资本充足且负债成本优势明显，信贷需求保持稳健增长，假设未来三年公司贷款增速呈现稳健增长趋势，增速随规模增长略有收窄，2019-2021 年贷款增速分别为 12%、10%、9%。

假设 3: 2020 年受疫情冲击及货币政策调整，新发贷款利率下调较多，且公司生息资产配置风险偏好较低，业务以战略客户为主，长期看贷款利率相对稳定，假设 2020 年生息资产收益率降至 4.08%，2021-2022 年分别为 4.07%、4.07%。

假设 4: 公司全方位加强负债管理，负债规模稳健扩大的同时，结构也更加优化，2020 年前三季度计息负债成本率有明显下降，假设未来三年计息负债成本率分别为 1.79%、1.78%、1.78%。

表 2: 关键假设指标参数预测 (百万元)

		2019A	2020E	2021E	2022E	
利息净收入	利息净收入	173090	184250	204135	224006	
	生息资产规模	合计	7172140	7952102	8782380	9558911
		贷款规模	4490650	5029528	5532481	6030404
		存放央行及同业	1090403	1076593	1162100	1243647
		债券投资	1804437	2098884	2387766	2630936
	生息资产收益率	4.28%	4.08%	4.07%	4.07%	
	计息负债规模	合计	6597082	7295678	8053840	8749566
		存款规模	4874981	5557478	6168801	6723993
		同业负债	1143910	1258301	1371548	1481272
		债券发行	578191	479899	513491	544301
计息负债成本率	1.91%	1.79%	1.78%	1.78%		
非利息收入		96613	105314	119798	137103	
营业收入		269703	289563	323932	361109	

数据来源：公司公告，西南证券

公司是零售银行的标杆，是业务转型的先行者，公司具有明显的成本、风控、技术优势，在面对疫情和经济周期下行压力下，具有更强的业绩韧性和抗风险能力。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.68 元、4.09 元和 4.57 元，BVPS 分别为 25.37 元、28.33 元和 31.65 元，对应的 PE 分别为 11.12X、9.74X 和 8.65X，对应的 PB 分别为 1.7X、1.52X 和 1.36X。考虑到公司是银行业优质资产，应该享受估值溢价，给予公司 2021 年 1.85X 目标 PB，目标价 52.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

代码	简称	股价 (元)	每股净资产 (元)				市净率			
		2020/12/30	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
行业均值 (整体法)							0.90	0.84	0.76	0.70
行业中值							0.79	0.73	0.70	0.64
000001.SZ	平安银行	19.20	14.07	15.48	17.02	18.67	1.36	1.24	1.13	1.03
002142.SZ	宁波银行	34.98	15.19	17.37	19.73	22.58	2.30	2.01	1.77	1.55
002807.SZ	江阴银行	4.14	5.25	5.63	5.94	6.44	0.79	0.73	0.70	0.64
002839.SZ	张家港行	6.03	5.65	6.04	6.53	7.10	1.07	1.00	0.92	0.85
002948.SZ	青岛银行	5.76	4.89	5.43	6.00	6.64	1.18	1.06	0.96	0.87
002958.SZ	青农商行	5.00	4.39	4.74	5.23	5.79	1.14	1.05	0.96	0.86
002966.SZ	苏州银行	7.65	8.34	9.03	9.66	10.55	0.92	0.85	0.79	0.72
600000.SH	浦发银行	9.50	16.73	18.10	19.31	20.67	0.57	0.52	0.49	0.46
600015.SH	华夏银行	6.19	13.49	14.71	16.00	17.81	0.46	0.42	0.39	0.35
600016.SH	民生银行	5.17	10.26	11.02	12.06	13.27	0.50	0.47	0.43	0.39
600908.SH	无锡银行	5.84	5.97	6.40	6.97	7.60	0.98	0.91	0.84	0.77
600919.SH	江苏银行	5.40	9.53	8.62	9.43	10.39	0.57	0.63	0.57	0.52
600926.SH	杭州银行	14.87	10.25	10.84	11.88	13.08	1.45	1.37	1.25	1.14
600928.SH	西安银行	5.48	5.31	5.61	6.09	6.60	1.03	0.98	0.90	0.83
601009.SH	南京银行	7.94	9.08	9.44	10.43	11.43	0.87	0.84	0.76	0.69
601077.SH	渝农商行	4.45	7.73	8.37	9.12	9.95	0.58	0.53	0.49	0.45
601128.SH	常熟银行	7.10	6.18	6.67	7.28	7.96	1.15	1.06	0.97	0.89
601166.SH	兴业银行	20.90	23.37	25.58	28.19	31.16	0.89	0.82	0.74	0.67
601169.SH	北京银行	4.78	8.95	9.69	10.40	11.21	0.53	0.49	0.46	0.43
601187.SH	厦门银行	13.00	6.44	6.90	7.59	8.38	2.02	1.88	1.71	1.55
601229.SH	上海银行	7.78	11.03	12.14	13.23	14.26	0.71	0.64	0.59	0.55
601288.SH	农业银行	3.13	5.00	4.70	5.09	5.38	0.63	0.67	0.61	0.58
601328.SH	交通银行	4.46	9.34	10.04	10.74	11.52	0.48	0.44	0.42	0.39
601398.SH	工商银行	4.96	6.93	7.51	8.12	8.79	0.72	0.66	0.61	0.56
601577.SH	长沙银行	9.34	10.12	11.31	12.71	14.29	0.92	0.83	0.74	0.65
601658.SH	邮储银行	4.75	5.75	6.27	6.78	7.34	0.83	0.76	0.70	0.65
601818.SH	光大银行	3.95	6.00	6.43	6.96	7.52	0.66	0.61	0.57	0.53
601838.SH	成都银行	10.63	9.84	11.09	12.56	14.16	1.08	0.96	0.85	0.75
601860.SH	紫金银行	4.15	3.76	4.06	4.45	4.90	1.10	1.02	0.93	0.85
601916.SH	浙商银行	4.06	5.23	5.68	6.21	6.75	0.78	0.71	0.65	0.60
601939.SH	建设银行	6.22	8.39	8.68	9.36	10.23	0.74	0.72	0.66	0.61
601988.SH	中国银行	3.17	5.61	6.08	6.70	7.61	0.56	0.52	0.47	0.42
601997.SH	贵阳银行	7.84	10.58	12.01	13.56	15.31	0.74	0.65	0.58	0.51
601998.SH	中信银行	5.08	8.98	9.90	10.73	11.38	0.57	0.51	0.47	0.45
603323.SH	苏农银行	4.90	6.30	6.68	7.28	7.95	0.78	0.73	0.67	0.62

数据来源: Wind, 西南证券整理

7 风险提示

经济周期下行、新冠疫情持续或使公司资产质量恶化，监管政策或趋严，利率或下行导致息差超预期收窄等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	173090.00	184249.75	204134.65	224005.61	ROAE	16.85%	15.25%	15.22%	15.22%
手续费及佣金	71493.00	79922.73	94406.85	111712.31	ROAA	1.29%	1.19%	1.19%	1.21%
其他收入	25120.00	25391.00	25391.00	25391.00	RORWA	2.02%	1.91%	1.92%	1.96%
营业收入	269703.00	289563.48	323932.49	361108.92	生息率	4.28%	4.08%	4.07%	4.07%
税金及附加	2348.00	2483.85	2762.59	3064.57	付息率	1.91%	1.79%	1.78%	1.78%
业务及管理费	86541.00	92660.31	100419.07	119165.94	净利差	2.38%	2.29%	2.29%	2.29%
拨备前利润	178291.00	191896.32	218227.83	236355.40	成本收入比	32.09%	32.00%	31.00%	33.00%
拨备	61169.56	72452.84	85876.31	88804.83					
税前利润	117121.44	119443.47	132351.51	147550.58	资产质量	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	23709.00	24485.91	27132.06	30247.87	不良贷款净生成率	0.52%	0.83%	0.83%	0.83%
税后利润	93412.44	94957.56	105219.45	117302.71	不良贷款率	1.16%	1.11%	1.09%	1.09%
归属母公司净利润	92867.00	94401.56	104663.45	116746.71	拨备覆盖率	426.78%	452.27%	496.01%	526.10%
					拨贷比	4.97%	5.03%	5.42%	5.74%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	流动性	2019A	2020E	2021E	2022E
存放央行	567896.00	527960.44	586036.09	638779.34	存贷比	92.12%	90.50%	89.68%	89.68%
同业资产	522507.00	548632.35	576063.97	604867.17	贷款/总资产	60.54%	61.03%	60.79%	60.88%
贷款总额	4490650.00	5029528.00	5532480.80	6030404.07	平均生息资产/平均总资产	96.62%	96.59%	96.50%	96.50%
贷款减值准备	224185.00	252902.34	299967.04	346075.61					
贷款净额	4277300.00	4776625.66	5232513.76	5684328.46	每股指标 (元)	2019A	2020E	2021E	2022E
证券投资	1804437.00	2098883.84	2387766.47	2630935.68	EPS	3.62	3.68	4.09	4.57
其他资产	245100.00	288418.22	318531.93	346696.24	BVPS	22.89	25.37	28.33	31.65
资产总计	7417240.00	8240520.51	9100912.22	9905606.88	每股股利	1.20	1.12	1.25	1.39
同业负债	1143910.00	1258301.00	1371548.09	1481271.94					
存款余额	4874981.00	5557478.34	6168800.96	6723993.04	估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	17221.01	17382.00	18850.40	20255.73	P/E	11.6	11.1	9.7	8.6
其他负债	202451.00	264610.08	292108.20	317341.77	P/B	1.88	1.70	1.52	1.36
负债合计	6799533.00	7560287.95	8345948.68	9066907.66	P/PPOP	5.9	5.3	4.6	4.2
股东权益合计	617707.00	680232.56	754963.55	838699.22	股息收益率	2.80%	2.62%	2.91%	3.24%

数据来源: Wind, 西南证券

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn