

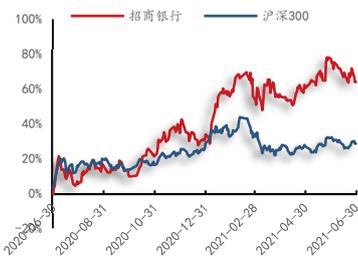
财富管理时代的弄潮儿

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-06-30

收盘价（元）	54.19
近12个月最高/最低（元）	58.9/34.0
总股本（百万股）	25,200
流通股本（百万股）	20,600
流通股比例（%）	82
总市值（亿元）	13,667
流通市值（亿元）	11,179

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

邮箱：liuchao@hazq.com

研究助理：戚星

执业证书号：S0010121030010

电话：18616375520

邮箱：qixing@hazq.com

主要观点：

● 卓越的管理能力是招行中流击水，穿越周期的基石

从成立伊始，每一次银行业跌进漩涡的时候，招行都在思变：推出“一网通”突破地理界限、主动降速提质、零售转型、二次转型、打造金融科技银行、将 MAU 定为经营的北极星，提出财富管理大生态。这些变革在回溯时都无限接近最优解，可在当时都显得曲高和寡。就是这一次次的“快人一步”，层层加固了护城河，使其加冕“零售之王”。最重要的基石是卓越的管理能力和开放融合的组织文化。这基石也将让招行在财富管理时代乘风破浪。

● 视 MAU 为经营的“北极星”，高频场景引流和金融产品变现相结合

招商银行把 MAU 当成经营的“北极星”，两大 APP 构成引流+变现的模式。招商银行 APP 连接人与银行，包含了营业网点的大部分功能，同时搭载了融资（信用卡和贷款）和理财两大产品矩阵。基础功能满足客户刚性需求，融资和理财提供了增值服务。

掌上生活 APP 则连接人与生活场景，涉及日常缴费、娱乐、数码、汽车、美食等方面，相关优惠活动铺天盖地，不少商品均内嵌了分期付款和消费贷。客户形成依赖之后，粘性增加，购买频次的提升会带动零售贷款增长。

● 高净值客户数量稳定增长，服务上更加青睐一站式和便捷化解决方案

从整体看，中国高净值客户以及对应的投资资产稳定增长；从银行看，招商银行私人银行客户、金葵花客户以及对应资产增速高于零售客户整体，客户结构不断优化。高净值客户在个人、家庭和企业方面都有特定需求，且偏爱一站式和便捷化的解决方案。这为私人银行和财富管理创造了巨大市场。

● 打造“财富管理—资产管理—投资银行”价值链，扩大金融生态

与两大 APP 引流的生态相似，高净值客户在个人、家庭和企业方面的需求，为构建更大的金融生态提供了可能。招商银行明确提出打造“财富管理—资产管理—投资银行”价值链，扩大金融生态，扩展并丰富财富管理场景，实现内部业务条线协同。和两大 APP 的引流+变现模式一起，构成了覆盖一般客户和高净值客户的完整金融生态。

● 资本内生能力超越同行，实现良性循环

招行目前的业务结构使其拥有行业领先的资本内生能力。核心一级资本中，盈余公积和未分配利润二者之和的占比持续提高，领先于同行。考虑到未来业务重心仍是财富管理等“轻型业务”，良性循环可持续。

● **投资建议**

最近的股东大会中，招行管理层指出目前正在“银行 3.0”的道路上探索，打造“大财富管理+数字化运营+轻文化”的模式。通过分析，我们认为招行在财富管理的赛道上大有可为。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1093.67/1259.27/1459.88 亿元，同比增长 11.65%/15.14%/15.93%，对应 EPS 分别为 4.25/4.90/5.7 元。预测合理估值中枢为 18096 亿，维持“买入”评级。

● **风险提示**

宏观经济和信贷增速超预期下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	290482	315416	352521	395704
收入同比 (%)	7.70	8.58	11.76	12.25
归母净利润	97342	109367	125927	145988
归母净利润同比 (%)	4.82	11.65	15.14	15.93
ROA (%)	1.24	1.26	1.33	1.44
ROE (%)	15.73	16.11	16.80	17.55
每股收益 (元)	3.79	4.25	4.90	5.7
P/B	1.73	2.12	1.92	1.74

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 卓越的管理能力：中流击水，穿越周期	6
1.1 积胜：零售加冕之路	7
1.2 一般化：零售转型的一般理论	11
1.3 基石：卓越的管理能力是持续超越的基石	13
2 进化中的渠道：以 MAU 为经营“北极星”	14
2.1 网点赋能：停滞的数量，持续的改造	14
2.2 “北极星” MAU：高频场景引流+金融产品变现	15
3 优化客户结构：与高净值客户同行	17
4 蓝海扬帆：领跑财富管理时代	20
4.1 财富蓝海：高净值客户数量和资产规模稳定增长	20
4.2 扩大生态：“财富管理—资产管理—投资银行”	21
4.3 代销理财：彰显强大渠道力	22
4.4 “人+数字化”：金融科技持续投入，催生最佳客户体验	24
5 内生增长：资本内生强劲，实现良性循环	24
5.1 经营结果：资本内生能力强劲	24
5.2 财务数据综述：低负债成本引致良性循环	26
风险提示：	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

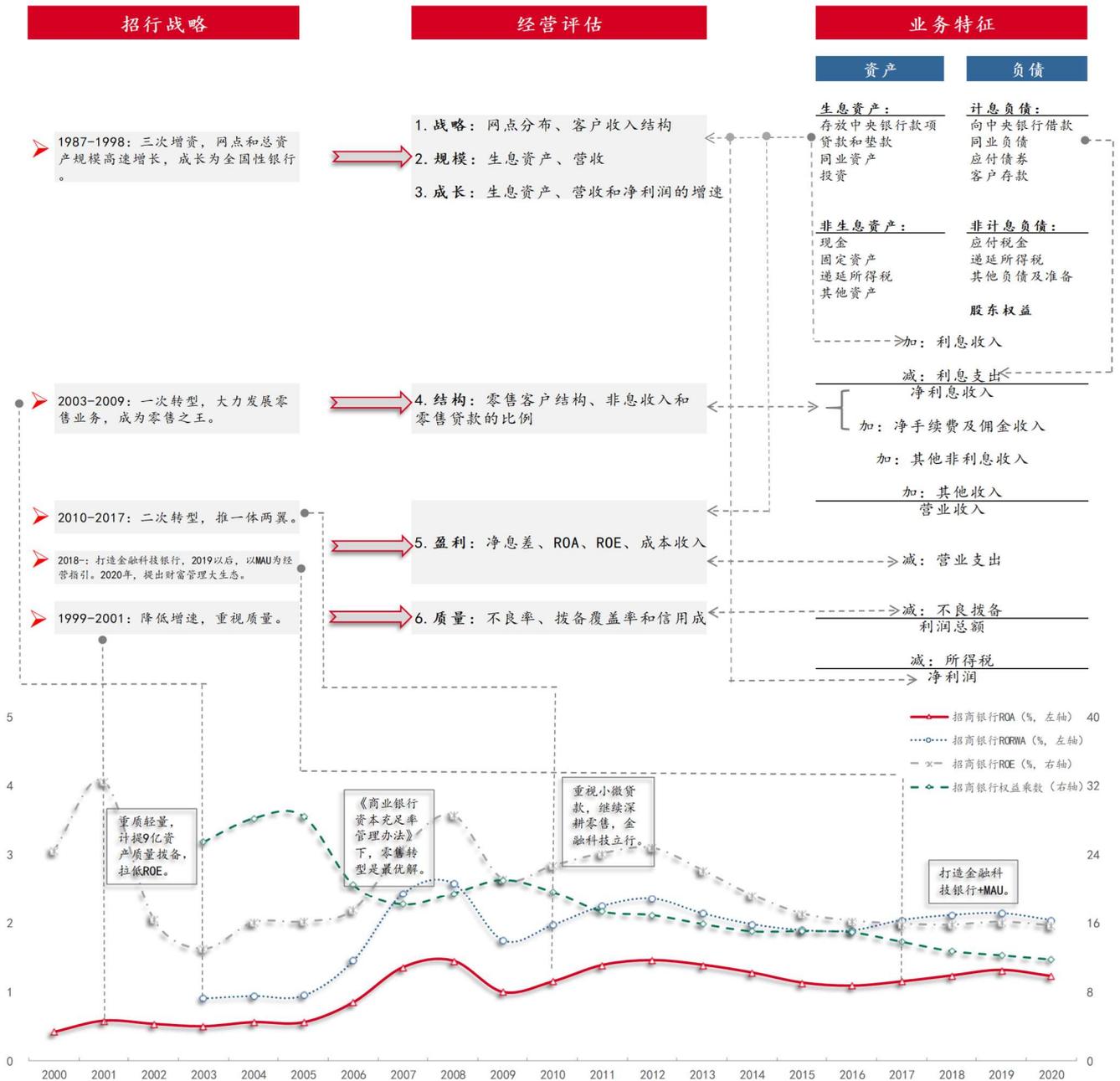
图表 1 招商银行的变革之路, 历次变革支撑其较高的 ROE	6
图表 2 招行历次变革的背景、举措及效果	9
图表 3 招商银行总资产增速	10
图表 4 个人活期存款在零售存款中占比较高	10
图表 5 2000 年之后, 不良率一路下行	10
图表 6 净利差波动收窄	10
图表 7 招商银行持续增长的零售业务占比	10
图表 8 零售转型的一般路径	11
图表 9 2016 年后, 分行数量增长停滞	14
图表 10 2016 年后, 支行数量增长停滞	14
图表 11 2016 年开始, 可视柜台设备数量脉冲式增长	14
图表 12 卡业务中的数字化获客占比	14
图表 13 两大 APP 的引流与变现	15
图表 14 招商银行 APP 的累计用户	16
图表 15 掌上生活 APP 的累计用户	16
图表 16 线上引流理财销售金额占总额的比例较高	16
图表 17 线上理财投资客户数占全行理财客户数比例较高	16
图表 18 零售客户和资产的增速	17
图表 19 招行私人银行 AUM 和户均资产业内第一	18
图表 20 高净值客户获取金融服务的渠道占比	19
图表 21 中国个人可投资资产	20
图表 22 高净值客户可投资规模占整体的比例提升	20
图表 23 高净值客户数量不断增长	20
图表 24 高净值客户可投资规模不断增长	20
图表 25 高净值客户的个人、家庭和企业的调查	21
图表 26 高净值客户对财富管理服务的体验要求	22
图表 27 2021Q1, 销售机构代销公募基金保有量	22
图表 28 理财产品余额	23
图表 29 零售财富管理业务收入	23
图表 30 零售财富管理手续费结构	23
图表 31 招行金融科技投入占营收比例较高	24
图表 32 不断提高的资本内生能力	25
图表 33 核心一级资本净额中, 招行的盈余公积+未分配利润之和占比最高, 表明其强大的资本内生能力	25
图表 34 资本充足率	25
图表 35 RAROC	25
图表 36 资本充足率的比较	26
图表 37 拨备营收比和资产收益率之间的正向关系	26
图表 38 招行负债端成本有优势	27
图表 39 招商银行负债端存款占比较高	27
图表 40 招行贷款结构 (百万)	28
图表 41 招行存款结构 (百万)	29

图表 42 招行非息收入结构 (百万)	30
图表 43 招商银行不良率和拨备率	30
图表 44 信用成本下行	31
图表 45 各种贷款的不良率	31

1 卓越的管理能力：中流击水，穿越周期

“一定得快人一步，多想想三年以后的故事”，这是贯穿于招行持续自我革新背后的品性。从成立伊始，每一次银行业跌进漩涡的时候，招行都在思变：推出一网通突破地理界限、主动降速提质、零售转型、二次转型、打造金融科技银行、将 MAU 定为经营的北极星，提出财富管理大生态。这些变革在回溯时都无限接近最优解，可在当时都显得曲高和寡。就是这一个个的“快人一步”，层层加固了护城河，使其加冕“零售之王”。

图表 1 招商银行的变革之路，历次变革支撑其较高的 ROE



资料来源：wind，招商银行，华安证券研究所

1.1 积胜：零售加冕之路

对于大部分银行来说，收入中最重要的两部分是净利息收入和非息收入。净利息收入，取决于生息资产规模和净息差。要提高净利息收入，银行就必须做大信贷规模或者提高净息差。然后，实体经济融资需求具有极强的顺周期性，这就决定了信贷规模增速会随着宏观经济的好坏而波动。净息差本质上就是低息揽储，高息放贷。非利息收入，主要是手续费及佣金净收入。

支出端主要是业务及管理费和资产质量拨备。业务及费用主要包含人力成本、折旧及行政费用，变化比较稳定。资产质量拨备主要包括信用拨备和其他资产质量拨备，其中信用拨备吞吐较大程度地影响净利润的波动。

据此，可以从战略布局、规模、成长、结构、盈利效率及资产质量等维度评估一家银行的经营状况（详见图表 1）。

如果不考虑货币政策的影响，宏观经济扩张时，贷款收益率会上行。随着利率市场化改革不断推进，行业存款大战不断升级，存款利率逐步抬升。负债成本率较高时，要保持一定水平的净息差就要配置高风险资产以提高收益率。但是，资产风险水平提高会推高不良率，不良拨备因此需要增加，反而会侵蚀银行净利润，压制 ROE。

既然提高资产收益率会聚集风险，那可不可以一味扩大规模来提高收益呢？答案是否定的，因为存款准备金和资本充足率限制了雪球不能滚到无限大。银行发放贷款时，将资金转入客户的存款账户，在资产端计入一笔贷款，负债端计入等额存款，信用扩张瞬间完成。如果没有约束，派生过程将无限循环，银行权益乘数和杠杆率将迅速放大。存款准备金率压制货币派生过程，资本充足率将风险加权资产锁定在安全范围。银行要想满足监管要求，就要实现内生增长——资本内生要和资产扩张匹配。

银行经营若想要实现突围，零售转型是路径之一。招商银行零售转型及后续战略调整便是对经营环境变化的适应性反应，从不同维度上改善了经营状况（战略调整过程详见图表 2）：

- 1998 年以前，亟待扩大**规模**，快速**成长**为全国性银行。在“一网通”的助力下，突破了地理限制，在全国范围内吸收客户。
- 2000 年，国内银行业在经历了快速扩张之后，不良贷款开始暴露，招行管理层开始注重**质量**，压降不良贷款，为保证质量宁可舍弃增速（图表 5）。
- 2003 年，《商业银行资本充足率》出台，银行业寻求集约式发展，招行零售转型上升至战略目标，发力信用卡和小微贷款，资产端**结构**优化。进一步地，在贷款派生存款的机制下，零售存款占总资产比例和零售活期存款占比持续上升，负债端成本控制在较低水平（图表 3、4、7）。

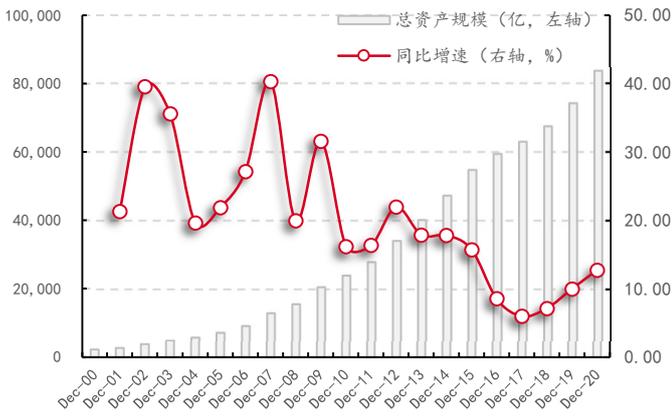
- 2009 年，央行降息，招商银行净息差回落拉低 ROA 和 ROE，二次转型应运而生，重视小微贷款和节约资本。
- 2015-2017 年，提出打造“轻型银行”，本质上仍是向节约资本努力，提升治理水平，更加重视金融科技。
- 2018 年至今，明确提出“打造金融银行”，大幅提高金融科技投入；将 MAU 作为经营的“北极星”指标，坚持“移动优先”，建立开放的生态体系。2020 年，明确提出“大财富管理”——成为打通供需两端、服务实体经济、助力人民实现美好生活的主要“连接器”。

图表 2 招行历次变革的背景、举措及效果

阶段	行长	背景	举措	效果
1999-2002年，降速提质。	1999年，马蔚华接替王世楨出任行长。	1993-1998年，资产规模高速发展。 行业不良率快速升高 ，1998年四大行剥离1.4万亿不良，但次年又生成5000亿元。	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 消化：1999年，计提9亿准备金。 ➤ 制度：建立一把手不良资产质询制度。 ➤ 技术：2001年建立信贷信息管理系统，追踪借款人。 ➤ 一网通：2000年，推出网上个人银行的大众版，全年网上交易额8600亿元。 ➤ 信用卡：和台湾中国信托商业银行合作在上海建立了信用卡中心，开始发行信用卡。 	1999-2001年，不良率从19.55%降至10.25%。 初探零售业务。
2003-2009年，零售转型。	马蔚华行长	利率市场化：《关于扩大金融机构贷款利率浮动区间有关问题的通知》。 升准：2003年法定存准从6%提升至7%。 资本：2004年《商业银行资本充足率管理办法》。	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 战略：零售转型提升到战略高度。 ➤ 支撑：差异化、品牌化、服务优质化是零售转型的三个战略。 ➤ 执行：第一，全行灌输零售业务理念；第二，建立零售银行内部流程和庞大队伍；第三，不断更新产品功能，从现金返还到消费易，再到对接房贷。 	零售转型取得成效。 理财规模2009年达1199亿元。零收贷款从2003年11%提高至2009年32%。 2009年，私人银行7000户，AUM达1400亿。
2010-2014年，二次转型，推行“一体两翼”。	2013年，田慧宇接替马蔚华出任和行长。	降息：2009年，一年期贷款基准利率从7.47%下调至5.31%；一年期存款基准利率从4.14%下调至2.25%。 同业：业界预期同业业务将被限制（其中非标业务资本消耗严重）。	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 管理：高层大力支持，全行动员，监事会全年调研。 ➤ 业务：全国建立36家小微企业信贷中心，复制成功经验。 ➤ 同业：同业金融业务条线单独拆分。推进“一体两翼”战略。 	在转型的具体化、可操作、强执行方面迈出一大步。 对公和储蓄存款增量位于全国性中小银行首位； 进一步巩固财富管理 and 私人银行领先地位。
2015-2017年，打造“轻型银行”。	田惠宇行长	降息：2015年五次降息，整个经济处于货币宽松状态。	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 目标：打造轻型银行，重视金融科技，回到二次转型的初衷（提升治理水平、节约资本）。 ➤ 业务：加速信贷ABS、小微贷款，减少占用资本较多一般资产。采用信用证、零售资产工厂等。 	零售客户突破1亿。 “轻型银行”战略转型向纵深推进，“结构更安全、特色更鲜明、模式更清晰”。
2018年至今，打造金融科技银行，以MAU为经营“北极星”。	田惠宇行长	互联网和金融科技浪潮。 资管新规：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。 理财子：《商业银行理财业务监督管理办法》和《商业银行理财子公司管理办法》。	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 目标：打造金融科技银行，建立开放的生态体系。 ➤ 经营：将MAU作为经营北极星，坚持“移动优先”，大力发展。 ➤ 资金：将金融科技投入预算从利润1%提升至营收的1%。 ➤ 战略：打造大财富管理价值循环链条。 	两大App月活跃用户达1.07亿户。 零售管理客户总资产达8.94万亿元。 理财余额达2.45万亿。

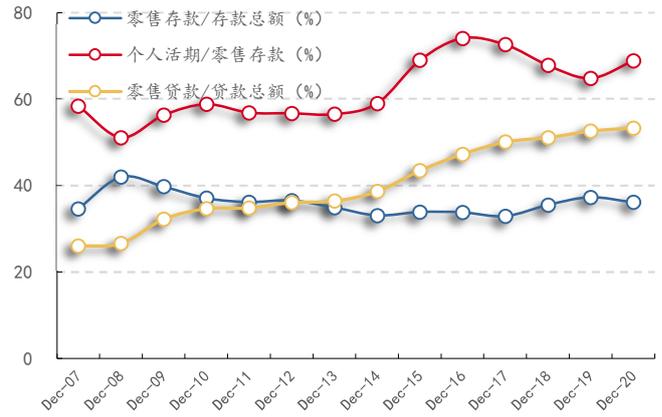
资料来源：招商银行，《中国需要好银行》，华安证券研究所

图表 3 招商银行总资产增速



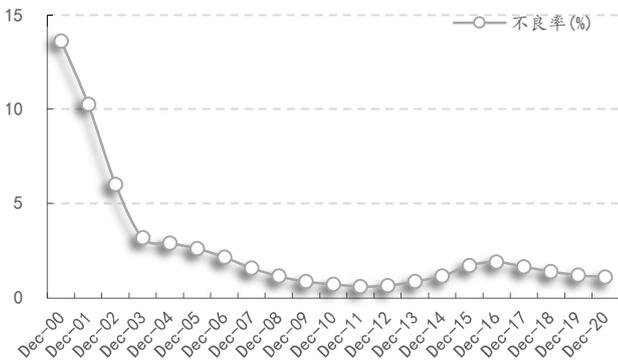
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 个人活期存款在零售存款中占比较高



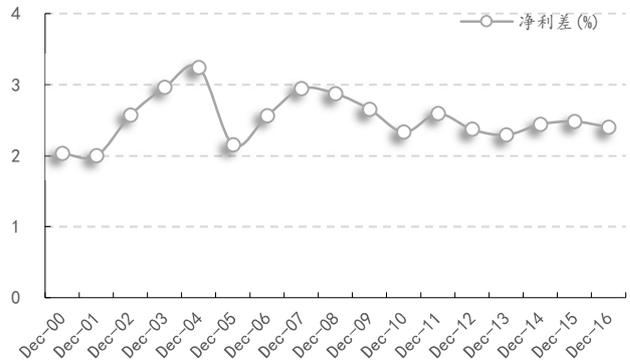
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2000 年之后, 不良率一路下行



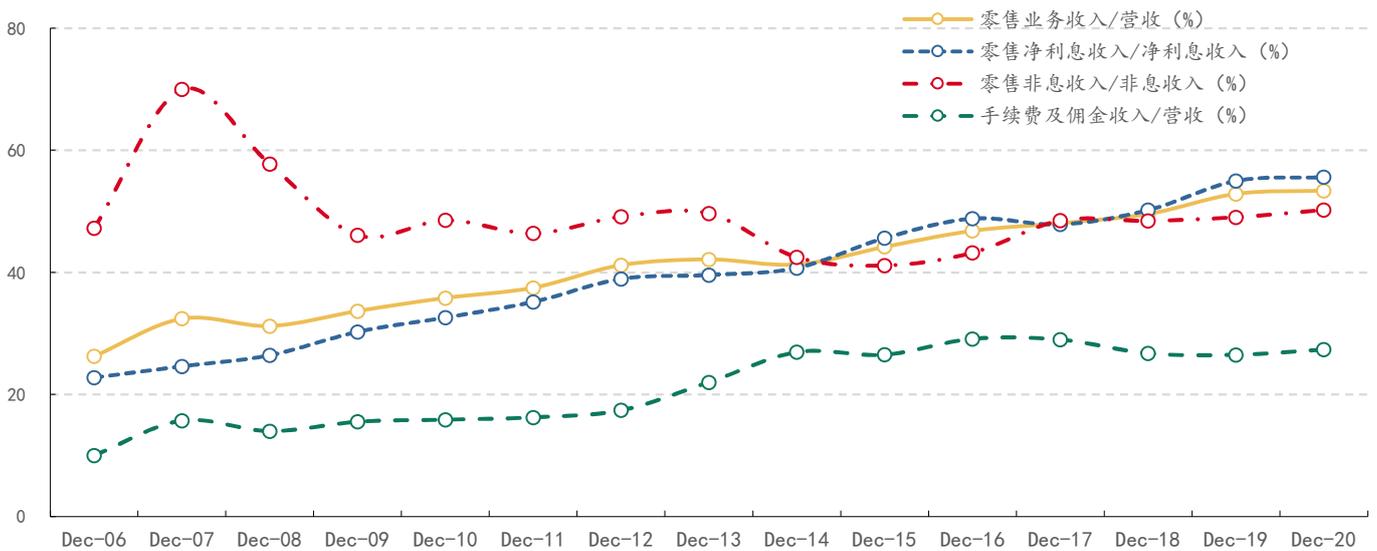
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 净利差波动收窄



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 招商银行持续增长的零售业务占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 一般化：零售转型的一般理论

招行发展史照亮了一条零售转型之路，可为可比银行提供指引：

第一步：资产端的零售化。银行会率先压缩对公贷款，最先压缩高不良率行业的贷款，同时发力信用卡、消费贷等零售贷款。随着零售贷款占比提高，整体收益率上升，不良率降低。这一步难度相对较小，而且拥有明确的衡量指标（零售贷款占比、收益率、不良率），效果容易观察。

第二步：负债端的零售化。随着零售贷款业务发展，零售客户规模增长，粘性日益变牢，就会引致零售存款，个人存款、尤其是个人活期存款在负债组合中的占比提高，存款成本率一般低于其他类型的负债，银行的综合负债成本率就会下降。但增强客户粘性的过程，要求银行提高客户管理能力和服务意识。例如，借鉴富国银行，招商银行区分私人银行客户(1000 万)、金葵花客户(50 万)、金卡客户(5 万)、普通客户，洞察需求，提供针对性服务。除此之外，掌上生活每天的优惠活动信息铺天盖地。花旗则针对教师、消防员等不同职业，提供迎合职业特征的产品和服务。

这一步的高光时刻是私人银行的壮大，象征着银行在零售转型中血战敌手而杀出重围。客户资产符合二八定律，私人银行是富人的聚集地，会立竿见影地扩大财富管理规模、提升存款派生能力。这一步最精准的衡量标准是个人活期存款占比以及存款成本的变化。高息揽储带来的存款和零售资产引致的低成本活期存款背后的含义有云泥之别。

第三步：中间业务多元化。如果银行可以连续提供优质产品和服务，客户对产品的信任会转化成对公司的信任，银行的经营就变成了管理客户关系，而不是单纯推销产品。各种中间业务水到渠成，财富管理业务则是其中支柱之一。中间收入也就摆脱了严重依赖银行卡业务的局面。

第四步：发力金融科技。上述三步之后，银行盈利改善，有足够的资源发展金融科技，在零售服务、不良管控、资产管理等方面节能提效，提高客户体验，进入良性循环。

图表 8 零售转型的一般路径



资料来源：wind，华安证券研究所

总结：深耕零售的重心是两种服务模式的切换

银行零售业务一般从最初为客户提供理财产品变成提供定制化服务，收入来源则由产品销售费变成咨询费用和管理费用，背后是战略重心在两种模式之间的转换。

零售业务精耕要实现从产品模式向客户关系管理模式的转化。第一，产品模式是向客户销售产品获取收入，强调产品本身，需要应对快速变化的市场。第二，客户关系管理模式是向客户提供定制化和平台化产品和服务收取咨询费和管理费。这种模式要求为客户提供中立的建议，让客户对品牌产生信任，重点是维护良好的客户关系。零售转型的银行需要用产品来吸引客户，建立客户和产品之间的联系，之后逐步转为对客户经理的信任，最后发展成客户对银行品牌力的信任。

1.3 基石：卓越的管理能力是持续超越的基石

招行数次在面临外部经营环境发生改变，经营状况波动时均及时调整了战略，推动 ROA 和 ROE 的反弹，这背后支撑是久经考验的卓越的管理能力和创新融合的组织文化。招行成立伊始，就实现了企业化运作，实行董事会领导下的行长负责制。在转型过程中，马蔚华行长、田惠宇行长拥有超前的战略眼光，多次部署引领同业。

各业务部门专业骨干的不断拼搏，已经使招行成为一支成熟而专业的队伍，公司协同能力不断增强，打破部门之间的隔离。公司财富管理、资产管理和投资银行联通，实现 2020 年 AUM 高速增长，各线条之间充分联动。

在近期的股东大会上，田惠宇认为，招商银行已经在 3.0 模式探索之路上，即，“大财富管理的业务模式+数字化的运营模式+轻文化的组织模式”三位一体。这表明，招行已经做好成为财富管理时代弄潮儿准备。

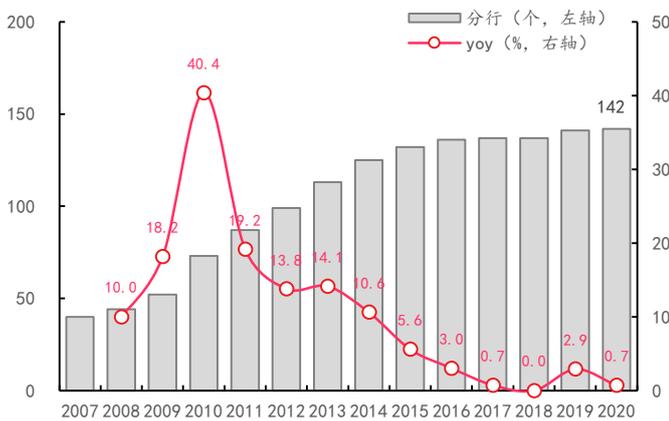
2 进化中的渠道：以 MAU 为经营“北极星”

2.1 网点赋能：停滞的数量，持续的改造

网点的数字化改造。招商银行成立初期，网点不足曾制约规模扩张，当时采取的“突围”措施有二，一是将网点优先设立于东部沿海地区，二是发展“一网通”，推动网上银行，打破物理网点不足对获客的限制。近年来，互联网公司得高频支付、小额贷款、理财产品代销等业务快速发展，加速了银行业零售转型和发展金融科技的浪潮，因此物理网点的命运是被压缩和被数字化改造。

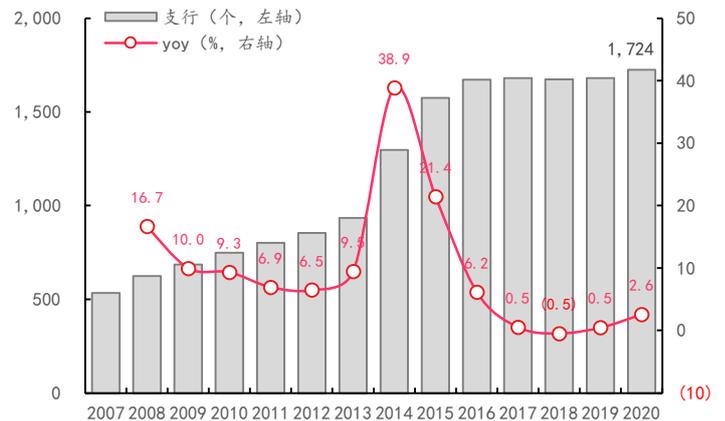
2016年后，招商银行分行和支行数量分别停留在140家和1700家左右，数量增长几乎可以忽略不计（图表9和图表10）。但是，可视化柜台设备自2016年以来呈现出脉冲式增长，从2015年末的2618台增长到2020年末的16599台，期间CAGR达45%（图表11）。

图表 9 2016年后，分行数量增长停滞



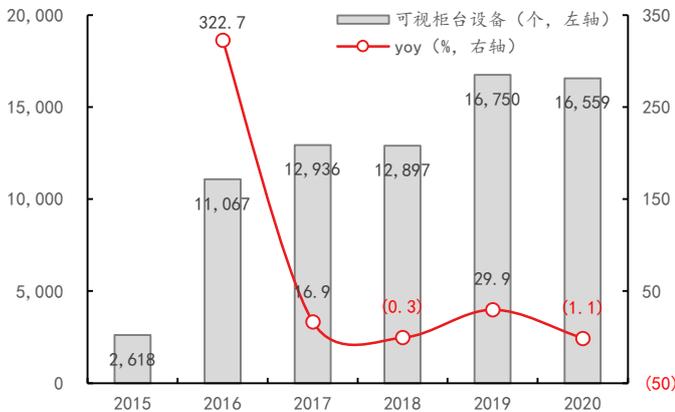
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 2016年后，支行数量增长停滞



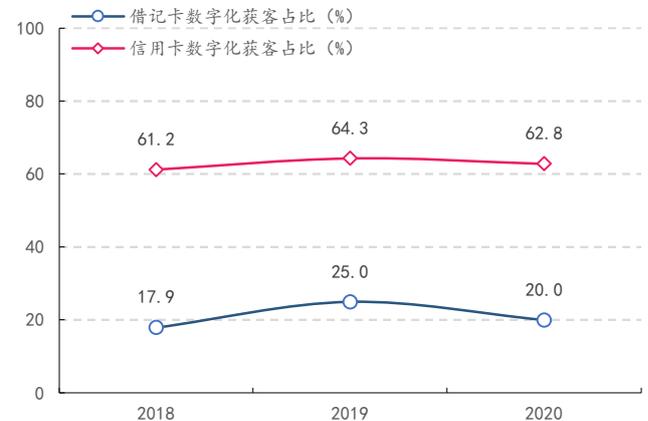
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2016年开始，可视柜台设备数量脉冲式增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 卡业务中的数字化获客占比



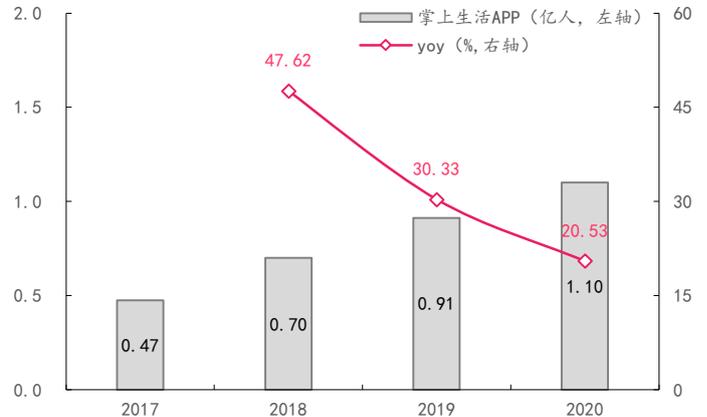
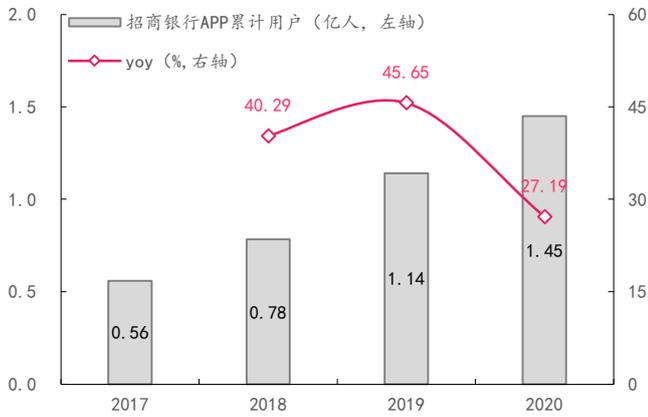
资料来源：wind，华安证券研究所

两大 APP 引流强劲。截至 2020 年末，招商银行 APP 累计用户达 1.45 亿人，同比增长 27.19%，该增速低于 2018 年和 2019 年的 40.29%和 45.65%。掌上生活 APP 累计用户高达 1.1 亿元，同比增长 20.53%，该增速也低于 2018 年和 2019 年的 47.62%和 30.33%。疫情对获客的冲击是明显的，但二者均维持了 20%以上的增速。

变现的效果同样显著。从卡片业务看，2020 年末，信用卡的数字化获客占比达到了 62.8%，借记卡数字化获客占比为 22%，虽然都受到了疫情的影响，但占比下降不大(图表 12)。从理财业务看，2020 年末，两大 APP 引流的理财投资客户数达 762.09 万，占全行理财投资客户数量的 50.17%。线上理财销售金额高达 7.87 万亿，占全行理财投资销售金额的 71.52%。以上三项数据表明，以两大 APP 为载体的引流体系已经成为招行渠道的中坚力量。

图表 14 招商银行 APP 的累计用户

图表 15 掌上生活 APP 的累计用户

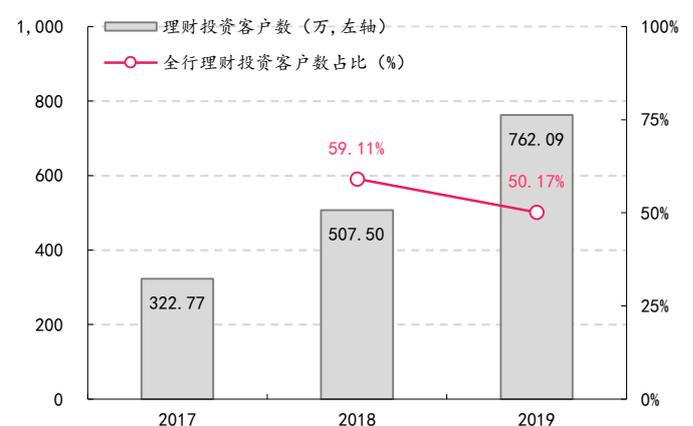
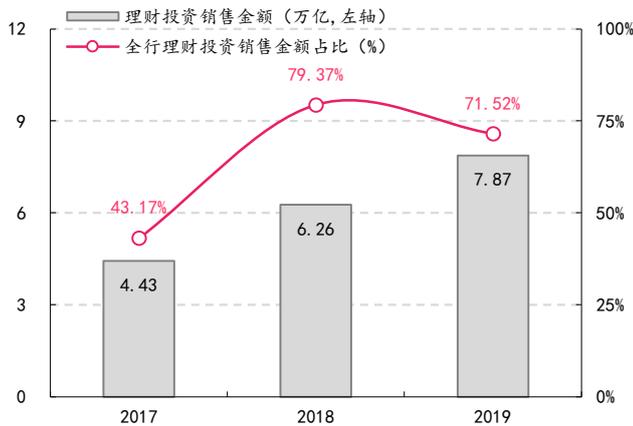


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 线上引流理财销售金额占总额的比例较高

图表 17 线上理财投资客户数占全行理财客户数比例较高



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

3 优化客户结构：与高净值客户同行

前文提及，随着客户粘性不断提高，信任增进，高净值客户就会累计，私人银行业务就会壮大发展，这是零售银行发展的高光时刻。对于招行来说，客户结构也在不断优化。《2021 中国私人财富报告》显示股份制商业银行仍是高净值客户第二服务渠道，招行拥有最成熟的私人银行业务，也必会充分享受高净值客户财富增长的红利。

客户分层管理，高净值客户持续增长。作为最早引入客户分层理念的银行，招行将客户分为三类，零售客户、金葵花客户（日均资产 50 万+）、私人银行客户（日均资产 1000 万+），并提供针对性服务。例如，金葵花理财客户，享有单独的客户经理服务，和在全球机场使用贵宾室的权利；私人银行客户，不仅享受专属高级理财师和团队服务，还享有个性化医疗服务等全方位的高端服务。

从客户数量看，私人银行和金葵花客户数量增速从 2018 年反弹，但零售客户总量的增速保持低迷。2020 年末，私人银行客户、金葵花客户、一般零售客户的人数分别达 9.77 万、310 万、15800 万，同比分别增长 22.4%、17.2%、9.7%，客户结构明显优化。

从资产规模看，2020 年末，私人银行客户、金葵花客户、一般零售客户对应 AUM 规模分别是 27746 亿、73456 亿、89418 亿，同比分别增长 24.4%、20.7%、19.3%，均明显高于 2019 年增速。从人（户）均资产规模看，私人银行客户、金葵花客户、一般零售客户分别为 2775 万、237 万、5.6 万。

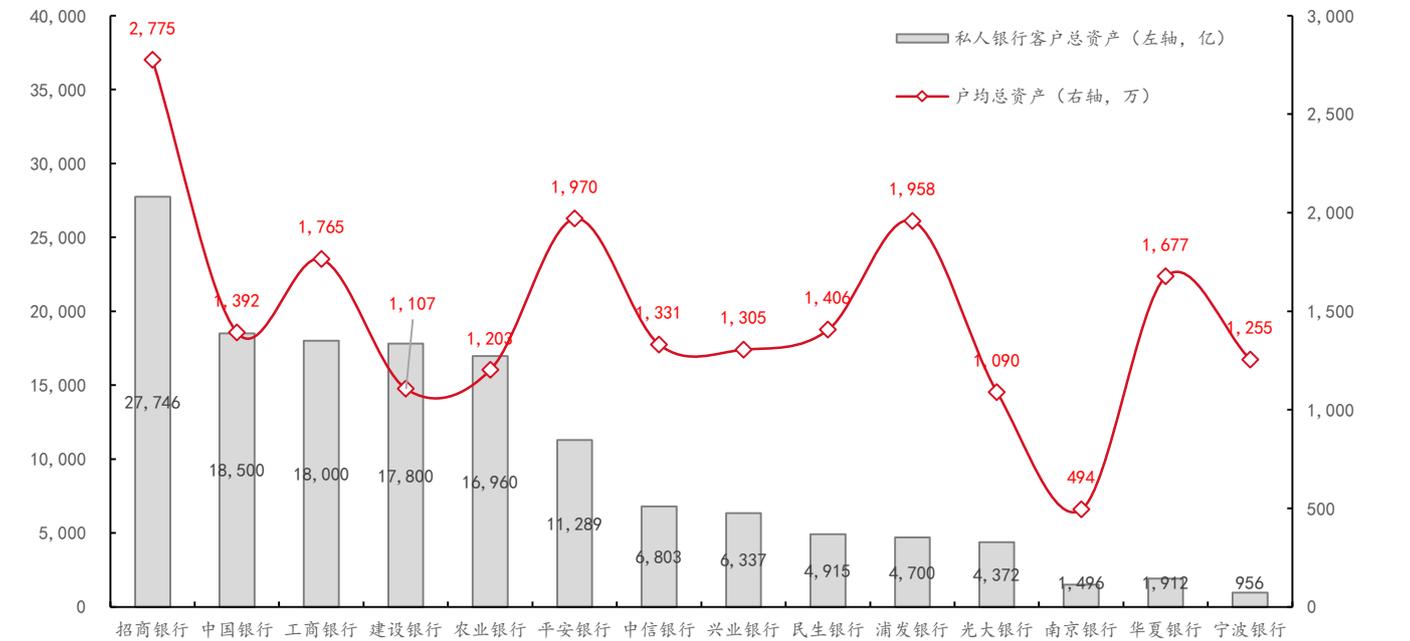
图表 18 零售客户和资产的增速



资料来源：wind，华安证券研究所

横向对比, 2020 年末, 招行私人银行 AUM 和户均资产分别为 27746 亿和 2775 万, 远高于其他银行。此外, 招行和建行的私人银行客户门槛为日均资产 1000 万, 属于业内最高。

图表 19 招行私人银行 AUM 和户均资产业内第一

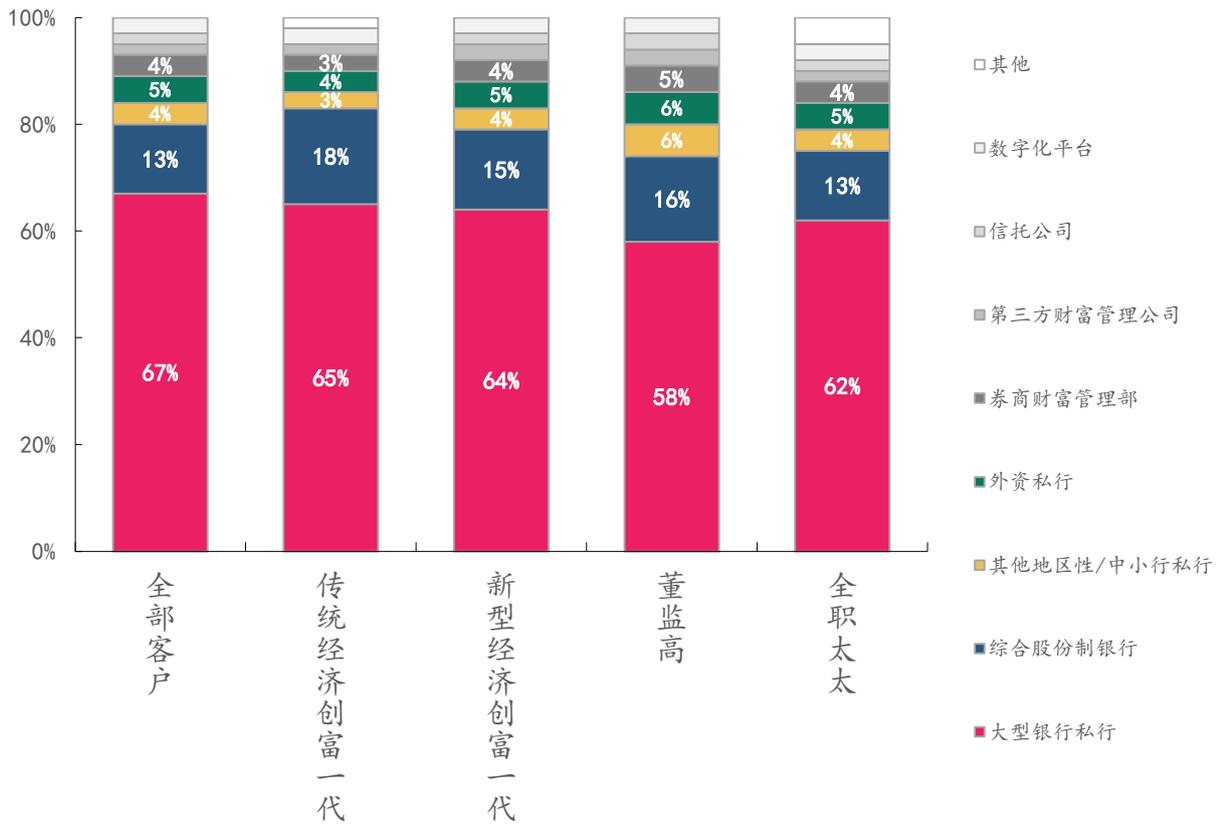


注释: 以日均资产余额为单位, 招行、建行私人银行门槛为 1000 万; 中行、工行、浦发、民生为 800 万; 农行、交行、中信、光大、华夏、宁波、南京为 600 万。

资料来源: wind, 华安证券研究所

招行和贝恩《2021 中国私人财富报告》显示, 在高净值客户的群体中, 创业者、董监高、全职太太在所有的财富管理服务机构中, 13%-18%仍选择股份制商业银行, 58%-67%选择大型商业银行。招行作为国内私人银行的领军者, 仍占尽先机。

图表 20 高净值客户获取金融服务的渠道占比



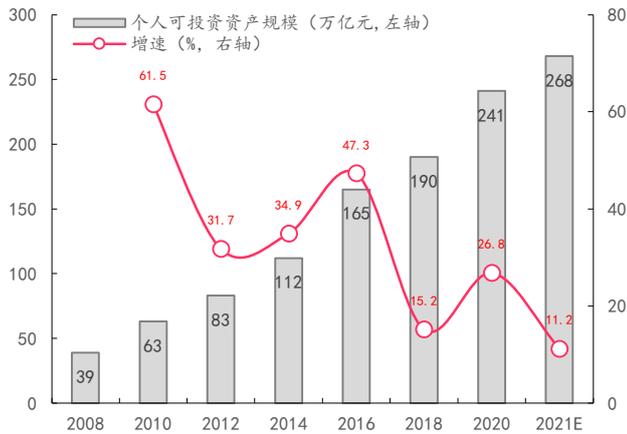
资料来源:《2021 中国私人财富报告》, 华安证券研究所

4 蓝海扬帆：领跑财富管理时代

4.1 财富蓝海：高净值客户数量和资产规模稳定增长

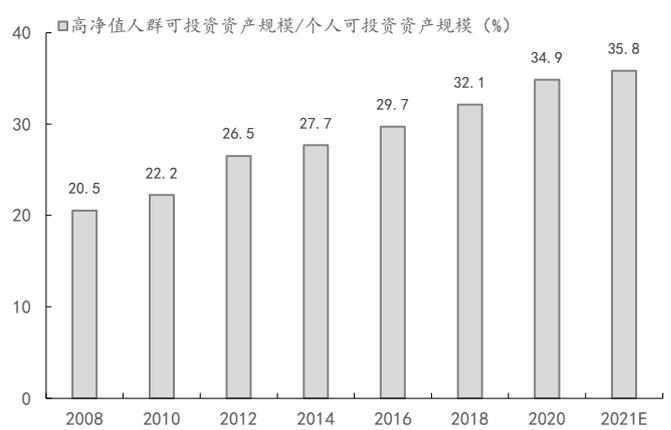
高净值客户数量和可投资资产规模稳定增长。预计 2021 末，中国居民可投资资产规模达 268 万亿，同比增长 11.2%。其中，高净值客户对应的可投资资产 96 万亿，同比增长 15%，占比达 35.8%，该项占比 2008 年以来持续上升，财富集中度逐步提高。个人投资资产过千万的客户数量达 296 万人，同比增长 13%。

图表 21 中国个人可投资资产



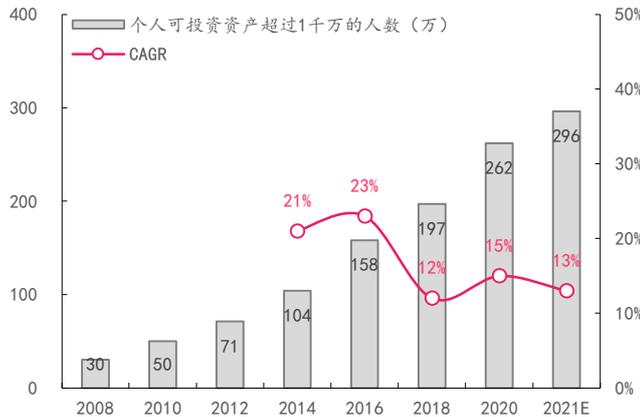
资料来源：《2021 中国私人财富报告》，华安证券研究所

图表 22 高净值客户可投资规模占整体的比例提升



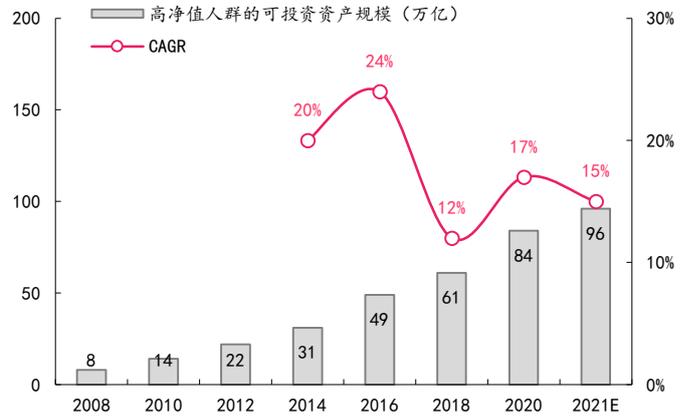
资料来源：《2021 中国私人财富报告》，华安证券研究所

图表 23 高净值客户数量不断增长



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，华安证券研究所

图表 24 高净值客户可投资规模不断增长



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，华安证券研究所

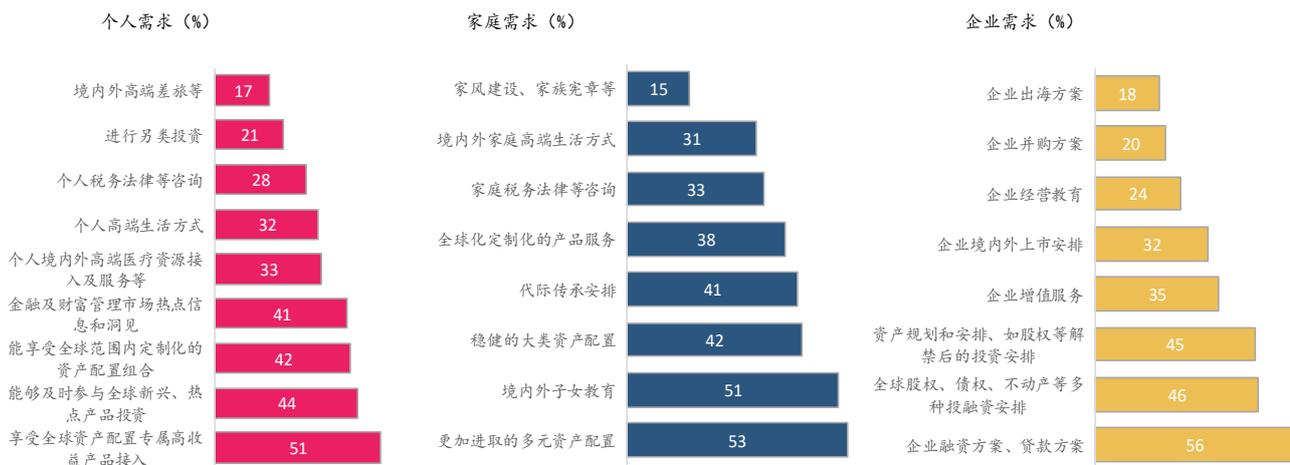
4.2 扩大生态：“财富管理—资产管理—投资银行”

一站式和智能化是高净值客户的期待。高净值客户需要涵盖个人需求、家庭需求和企业需求在内的一站式服务。高净值客户主要由企业家、董监高、职业经理人、专业人员构成，需求既包含了个人层面，也包含了家庭和企业层面。此外，调查显示高净值客户的服务诉求倾向于一站式、智能化、便捷化。

高净值客户的诉求，为招行带来变革的契机。前文曾描述了两大 APP 引流和变现的逻辑，本质上是一种金融生态。高净值客户的构成和服务诉求同样是一种生态，提供了一个打通“财富管理—资产管理—投资银行”价值链的可能，通过母行、资管、基金、保险等全牌照融合的格局，形成大大小小的飞轮效应。

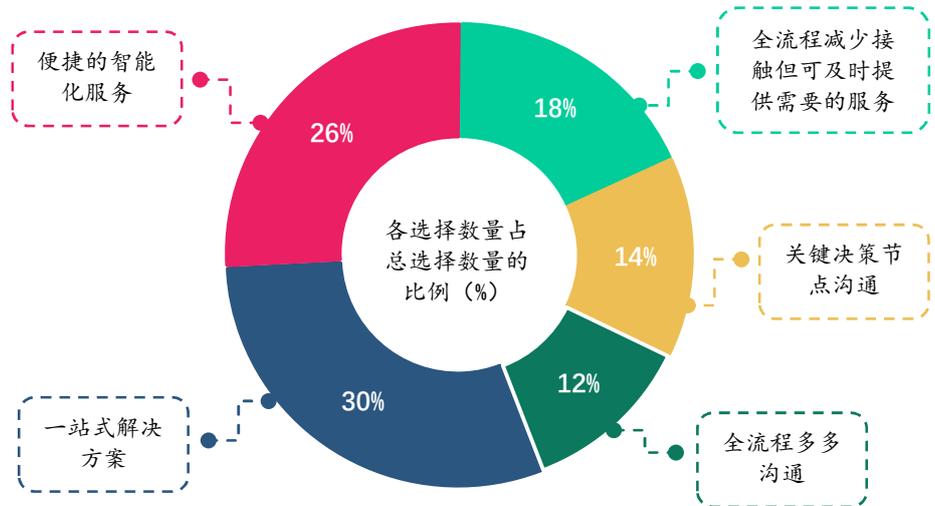
从财富管理到资产管理和投行业务的过度，还需要整合对公客户资源。招行一直致力于“投商行一体化”的资产销售平台。通过招银理财和招商证券拓展与各类型资金方、管理人，如信托公司、公募基金、券商、保险公司等的合作关系，向客户提供债券销售、企业财富管理等服务。和零售业务相似，这种整合会使对公客户对单一产品的信任转换成对公司品牌的信任，粘性就此产生。

图表 25 高净值客户的个人、家庭和企业的需求调查



资料来源：《2021 中国私人财富报告》，华安证券研究所

图表 26 高净值客户对财富管理服务的体验要求



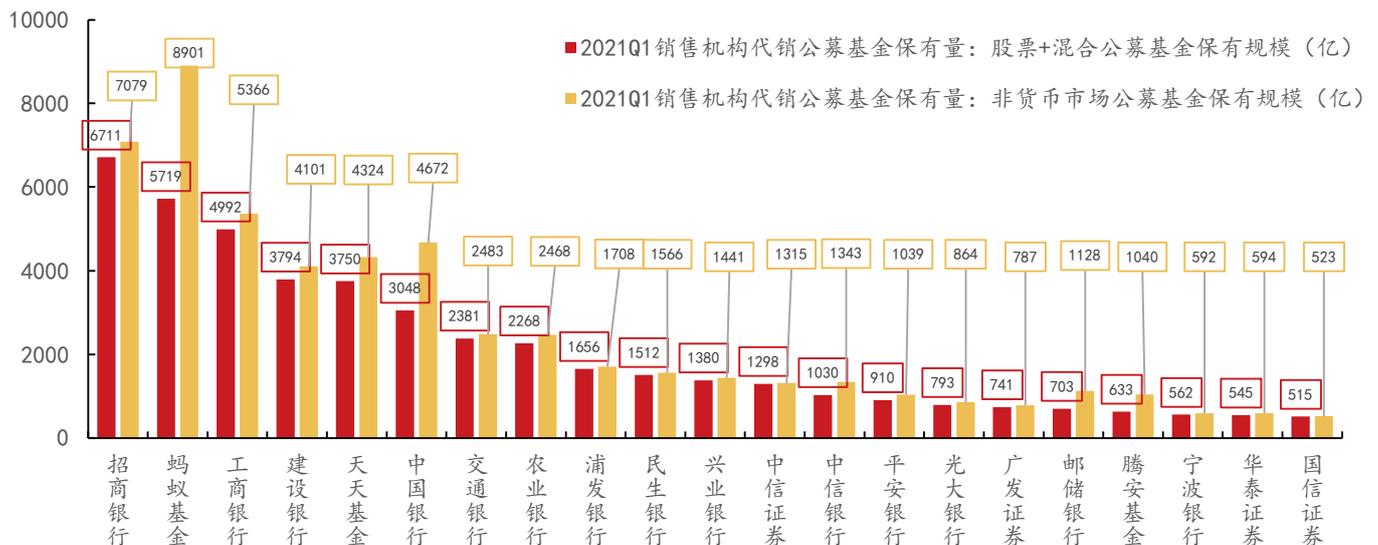
资料来源：《2021 中国私人财富报告》，华安证券研究所

4.3 代销理财：彰显强大渠道力

财富管理代销规模彰显强大渠道力。根据中国基金业协会公布的 2021Q1 代销公募基金保有量的机构排名，招行以 6711 亿的股票以及混合型公募基金位居榜首，以 7079 亿的货币基金规模仅次于蚂蚁金服。

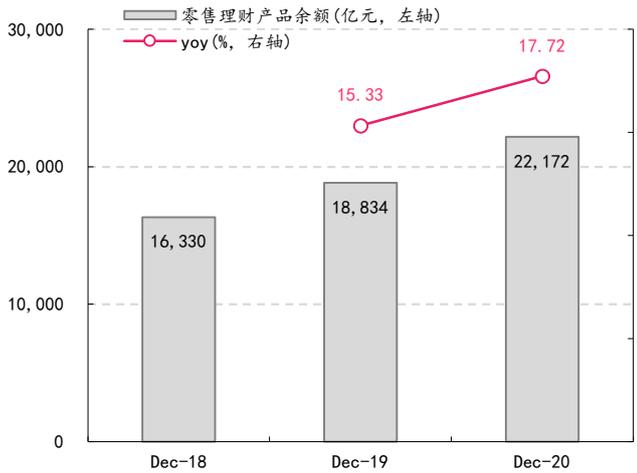
从收入看，2020 年末，零售理财产品余额达 22172 亿，同比增长 17.72%。理财产品手续费及佣金收入已达 258 亿元，同比增长 32.8%。粗略计算可知 2018-2020 年，手续费分别为 1.16%、1.0%和 1.18%左右。

图表 27 2021Q1，销售机构代销公募基金保有量



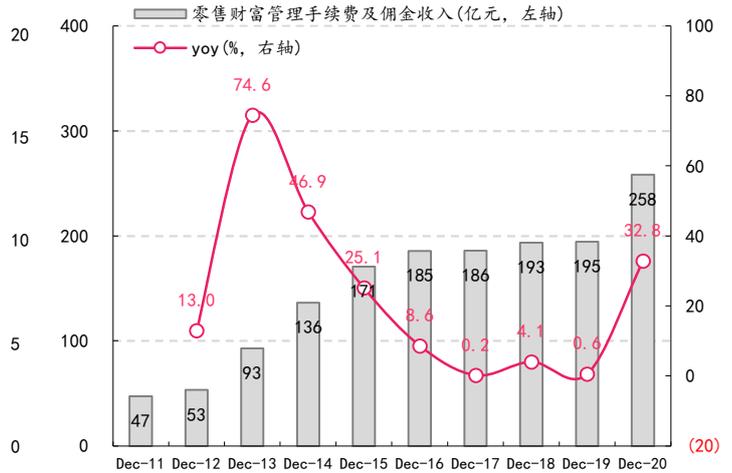
资料来源：中国基金业协会，华安证券研究所

图表 28 理财产品余额



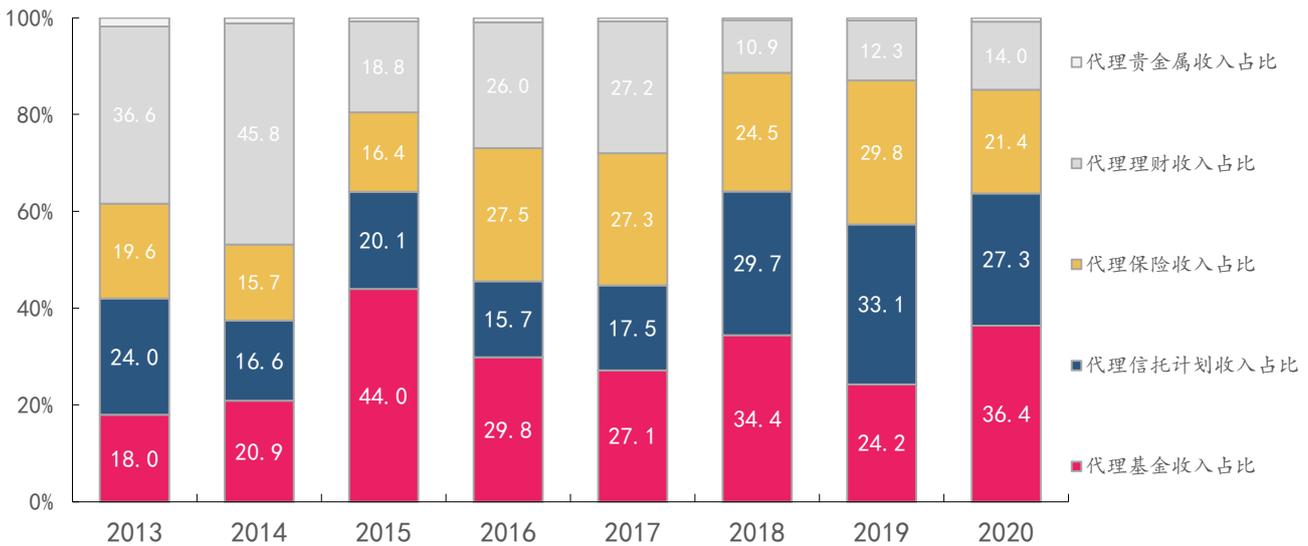
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 零售财富管理业务收入



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 零售财富管理手续费结构

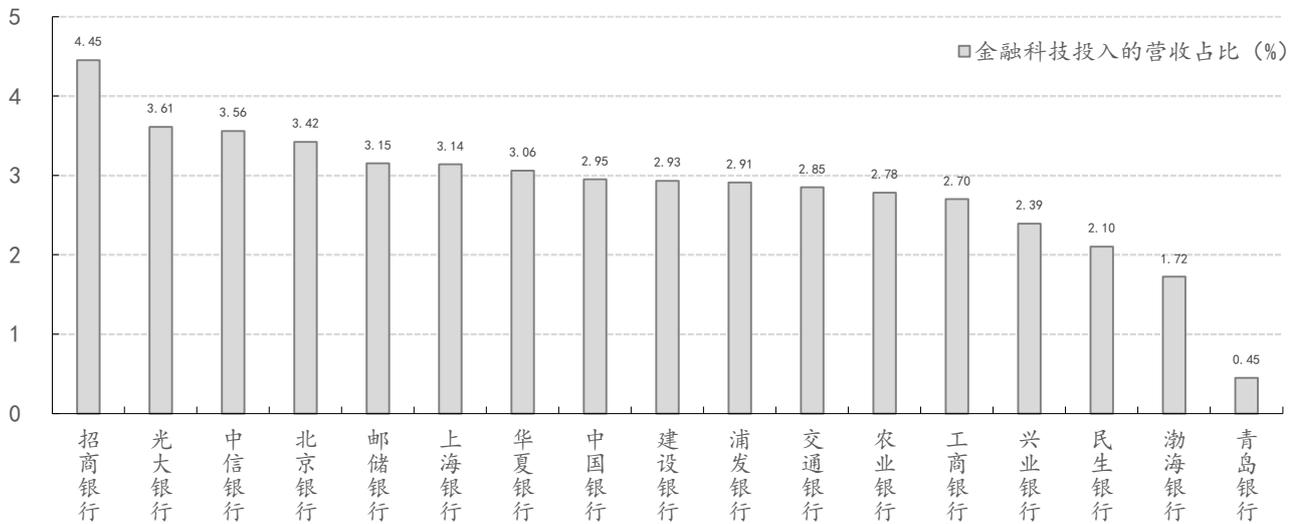


资料来源: wind, 华安证券研究所整理

4.4 “人+数字化”：金融科技持续投入，催生最佳客户体验

“人+数字化”催生最佳客户体验。招行 2021 年以来所提的“人+数字化”本质上是“为您服务”的治行理念和“金融科技银行”战略的融合，是推动线上线下一体化转型的必选之路。2020 年，招行客户经理通过 App 连线功能与金卡、金葵花客户建立线上经营关系，服务客户 932.72 万，同比增长 44.77%；成交订单 224.61 万笔，同比增长 296.76%；成交金额 4,725.49 亿元，同比增长 319.57%。此外，2020 年金融科技投入 119.2 亿元，同比增长 4.45%，该项占比位于行业之首。金融科技的应用一方面可以洞察客户需求，另一方面可以提升服务体验。

图表 31 招行金融科技投入占营收比例较高



资料来源：wind，华安证券研究所整理

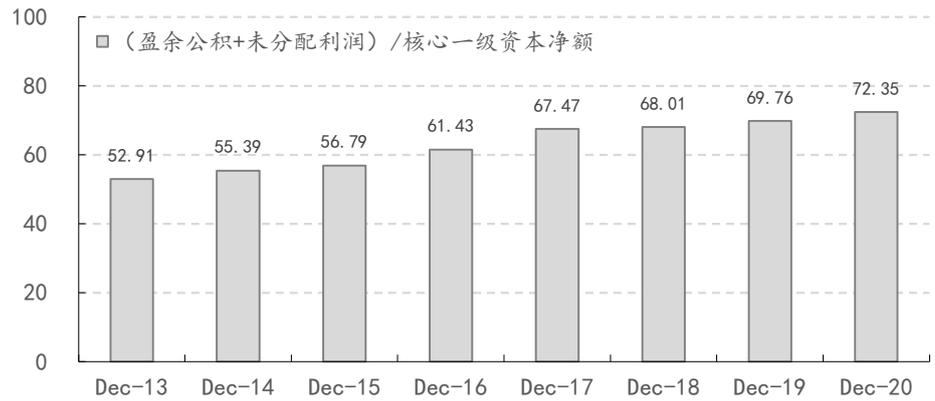
5 内生增长：资本内生强劲，实现良性循环

5.1 经营结果：资本内生能力强劲

零售转型的核心目的之一是减轻资本约束，即在给定期初资本约束的情况下，实现盈利增长——零售规模、净息差、中间收入、和优异的资产质量，然后满足资本重组率的要求。由于资本构成结构复杂，我们只有选取核心一级资本作为观察对象，因为补充核心一级资本的路径主要是股东注资（外生）和内生盈利（内生）， $(\text{盈余公积} + \text{未分配利润}) / \text{核心一级资本净额}$ 的占比作为资本内生盈利的衡量指标。

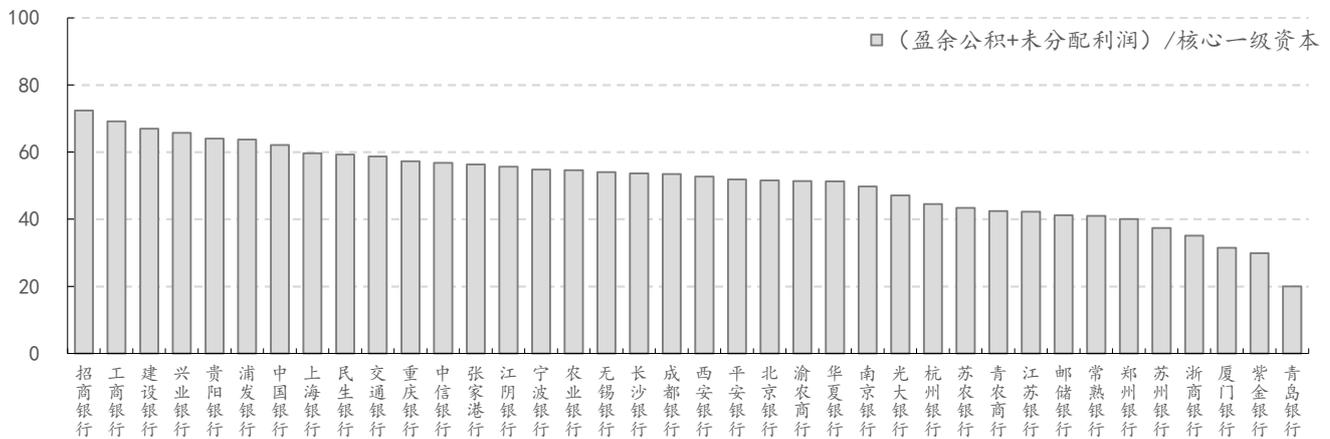
2013 年以来，招行的该项占比不断提高，2020 年末也位列行业之首，显示其良好的资本内生能力。

图表 32 不断提高的资本内生能力



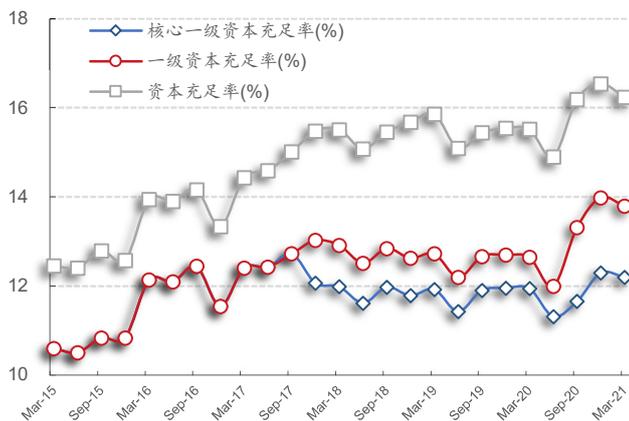
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 核心一级资本净额中, 招行的盈余公积+未分配利润之和占比最高, 表明其强大的资本内生能力



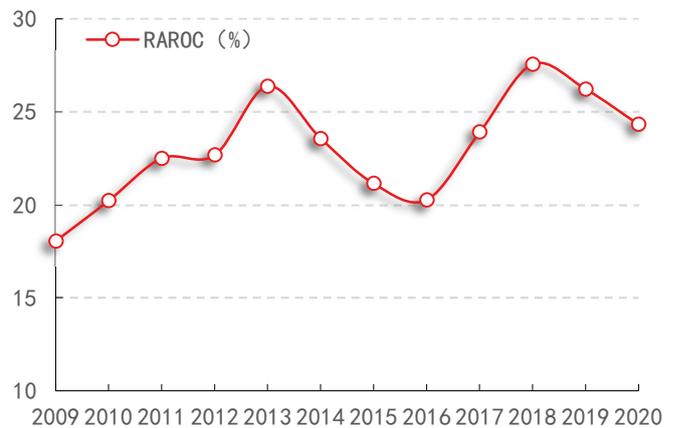
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 资本充足率



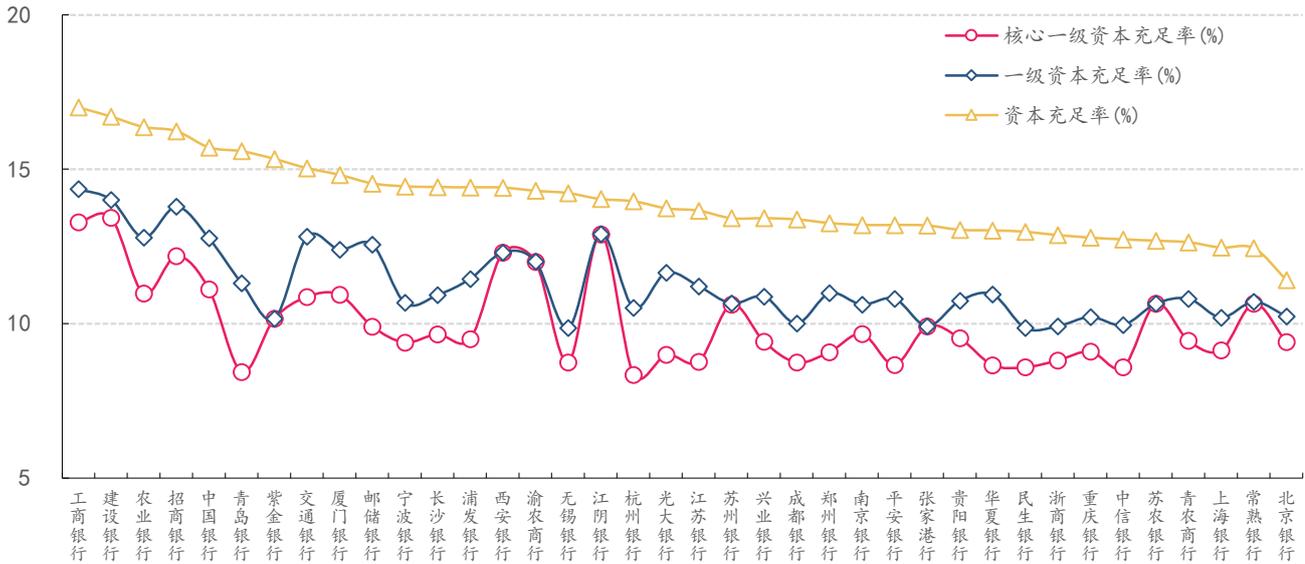
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 RAROC



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 资本充足率的比较

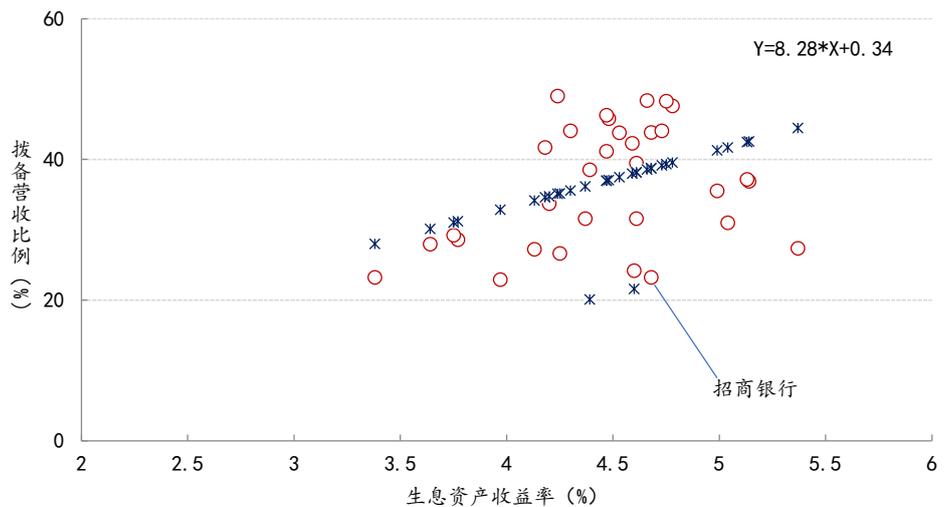


资料来源: wind, 华安证券研究所

5.2 财务数据综述: 低负债成本引致良性循环

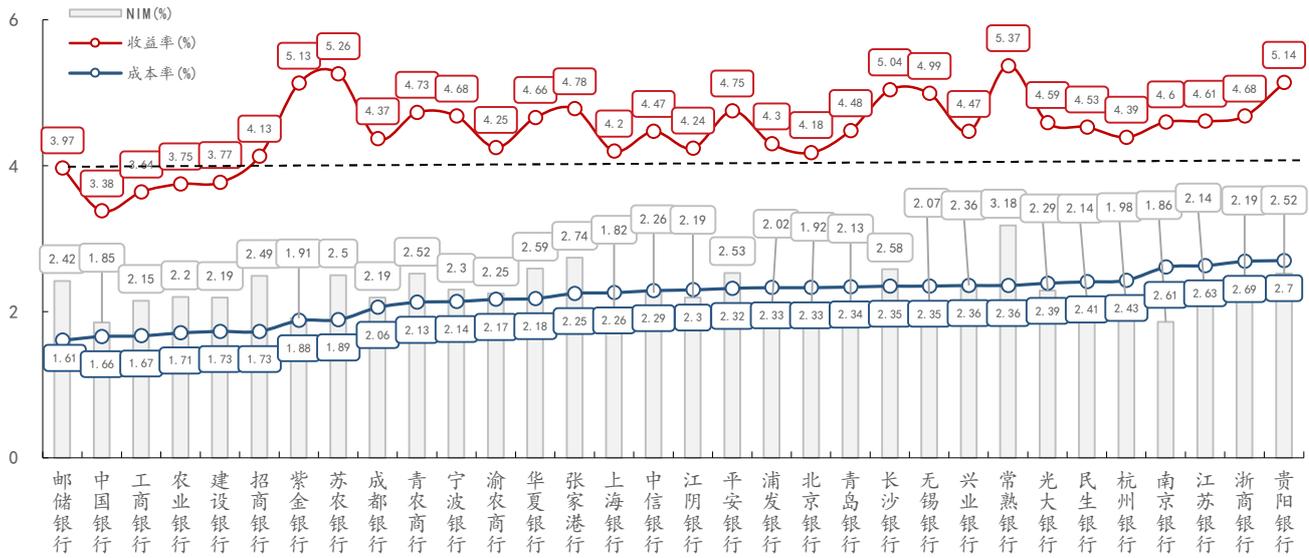
通过招行零售业务的长期发展,大量的粘性用户提供了稳定的活期存款,压低了存款成本和综合负债成本,从而为资产配置提供了安全边际。一般而言,为了追求特定水平的净息差,较高的负债成本会要求较高收益率,给资产配置带来更大压力,风险敞口扩大。虽然利息净收入实现增长,但成本端就需要更多信用风险准备来对冲扩大的信用风险敞口,维持资产质量稳定,信用风险拨备占营收的比重会上升,拖累净利润和ROE。从2020年A股上市银行截面数据的回归模型看,生息资产收益率和拨备营收比呈现出明显正相关关系。

图表 37 拨备营收比和资产收益率之间的正向关系



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 38 招行负债端成本有优势



资料来源: wind, 各银行 2020 年报表, 华安证券研究所

图表 39 招商银行负债端存款占比较高 (百万/%)

招商银行资产负债匹配																
	2020Q4			2020Q3			2020Q2			2020Q1			2020	2019	2018	
	平均余额	平均余额结构	平均利率	平均利率	平均利率	平均利率										
生息资产																
贷款和垫款	4,862,288	64.11%	4.69	4,905,038	65.52%	4.80	4,765,730	64.42%	4.96	4,658,036	64.71%	5.15	4.89	5.17	5.13	
投资	1,632,347	21.52%	3.28	1,566,338	20.92%	3.40	1,493,518	20.19%	3.43	1,361,214	18.91%	3.62	3.42	3.66	3.77	
存放中央银行款项	502,181	6.62%	1.50	481,111	6.43%	1.52	479,291	6.48%	1.51	497,751	6.91%	1.57	1.53	1.57	1.56	
拆放同业和其他金融机构款项	587,365	7.74%	1.92	534,047	7.13%	1.94	659,334	8.91%	1.75	681,718	9.47%	2.17	1.95	2.51	2.91	
合计	7,584,181	100.00%	3.97	7,486,534	100.00%	4.10	7,397,873	100.00%	4.14	7,198,719	100.00%	4.33	4.13	4.38	4.34	
计息负债																
客户存款	5,577,767	77.05%	1.49	5,433,452	76.76%	1.49	5,391,286	75.73%	1.59	5,100,988	74.59%	1.63	1.55	1.58	1.45	
同业和其他金融机构拆放款项	997,144	13.77%	1.66	987,908	13.96%	1.56	951,667	13.37%	1.51	826,881	12.09%	1.87	1.64	2.26	2.67	
应付债券	374,261	5.17%	3.14	392,734	5.55%	3.17	461,937	6.49%	3.28	588,155	8.60%	3.29	3.23	3.5	4.27	
向中央银行借款	274,157	3.79%	2.85	252,407	3.57%	2.94	298,615	4.19%	3.04	307,157	4.49%	3.05	2.97	3.06	3.15	
租赁负债	15,547	0.21%	3.79	11,746	0.17%	4.54	15,712	0.22%	4.20	15,344	0.22%	3.93	4.09			
合计	7,238,876	100.00%	1.66	7,078,247	100.00%	1.65	7,119,217	100.00%	1.75	6,838,525	100.00%	1.87	1.73	1.9	1.9	
净利息收入		46,496			47,662			45,117			45,756					
净利息差			2.31			2.45			2.39			2.45	2.4	2.48	2.44	
净利息收益率			2.41			2.53			2.45			2.56	2.49	2.59	2.57	

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 40 招行贷款结构 (百万)

	2020-12-31	2020-06-30	2019-12-31	2019-06-30	2018-12-31	2018-06-30	2017-12-31	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30
贷款总额	5,029,128	4,851,715	4,490,650	4,332,823	3,933,034	3,877,868	3,565,044	3,539,938	3,261,681	3,026,532
同比	12.0%	12.0%	14.2%	11.7%	10.3%	9.5%	9.3%	17.0%		
%贷款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
公司贷款	2,017,232	2,070,978	1,901,994	1,833,884	1,773,929	1,781,687	1,663,861	1,684,099	1,566,570	1,490,792
同比	6.1%	12.9%	7.2%	2.9%	6.6%	5.8%	6.2%	13.0%		
%贷款总额	40.1%	42.7%	42.4%	42.3%	45.1%	45.9%	46.7%	47.6%	48.0%	49.3%
票据贴现	330,376	296,585	226,040	250,589	149,766	225,341	115,888	153,951	154,517	183,081
同比	46.2%	18.4%	50.9%	11.2%	29.2%	46.4%	-25.0%	-15.9%		
%贷款总额	6.6%	6.1%	5.0%	5.8%	3.8%	5.8%	3.3%	4.3%	4.7%	6.0%
零售贷款	2,681,160	2,484,152	2,362,616	2,239,057	2,009,339	1,870,840	1,785,295	1,701,888	1,540,594	1,352,659
同比	13.5%	10.9%	17.6%	19.7%	12.5%	9.9%	15.9%	25.8%		
%贷款总额	53.3%	51.2%	52.6%	51.7%	51.1%	48.2%	50.1%	48.1%	47.2%	44.7%
个人住房贷款	1,274,815	1,200,374	1,108,148	1,035,609	928,760	873,291	833,410	807,665	728,328	614,871
同比	15.0%	15.9%	19.3%	18.6%	11.4%	8.1%	14.4%	31.4%		
%贷款总额	25.3%	24.7%	24.7%	23.9%	23.6%	22.5%	23.4%	22.8%	22.3%	20.3%
其他个人贷款	659,658	631,435	583,369	550,813	505,089	485,331	460,502	438,004	403,068	397,218
同比	13.1%	14.6%	15.5%	13.5%	9.7%	10.8%	14.2%	10.3%		
%贷款总额	13.1%	13.0%	13.0%	12.7%	12.8%	12.5%	12.9%	12.4%	12.4%	13.1%
信用卡应收账款	746,687	652,343	671,099	652,635	575,490	512,218	491,383	456,219	409,198	340,570
同比	11.3%	0.0%	16.6%	27.4%	17.1%	12.3%	20.1%	34.0%		
%贷款总额	14.8%	13.4%	14.9%	15.1%	14.6%	13.2%	13.8%	12.9%	12.5%	11.3%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 41 招行存款结构 (百万)

	2020-12-31	2020-06-30	2019-12-31	2019-06-30	2018-12-31	2018-06-30	2017-12-31	2017-06-30	2016-12-31	2016-06-30
公司定期存款	1,289,556	1,408,019	1,346,033	1,333,140	1,022,294	1,189,895	1,144,021	1,222,528	1,076,266	1,067,371
同比	-4.2%	5.6%	31.7%	12.0%	-10.6%	-2.7%	6.3%	14.5%		
%存款总额	22.9%	25.9%	27.8%	28.4%	23.2%	27.9%	28.1%	29.5%	28.3%	28.9%
公司活期存款	2,306,134	2,053,534	1,692,068	1,695,441	1,815,427	1,592,426	1,581,802	1,543,497	1,441,225	1,424,379
同比	36.3%	21.1%	-6.8%	6.5%	14.8%	3.2%	9.8%	8.4%		
%存款总额	41.0%	37.7%	34.9%	36.1%	41.3%	37.4%	38.9%	37.3%	37.9%	38.6%
公司存款总额	3,595,690	3,461,553	3,038,101	3,028,581	2,837,721	2,782,321	2,725,823	2,766,025	2,517,491	2,491,750
同比	18.4%	14.3%	7.1%	8.9%	4.1%	0.6%	8.3%	11.0%		
%存款总额	63.9%	63.6%	62.7%	64.4%	64.5%	65.3%	67.1%	66.8%	66.2%	67.5%
个人定期存款	632,126	661,724	635,100	592,262	503,030	450,223	366,231	334,204	332,943	325,558
同比	-0.5%	11.7%	26.3%	31.5%	37.4%	34.7%	10.0%	2.7%		
%存款总额	11.2%	12.2%	13.1%	12.6%	11.4%	10.6%	9.0%	8.1%	8.8%	8.8%
个人活期存款	1,400,520	1,316,773	1,171,221	1,078,895	1,059,923	1,025,259	972,291	1,042,025	951,615	875,340
同比	19.6%	22.0%	10.5%	5.2%	9.0%	-1.6%	2.2%	19.0%		
%存款总额	24.9%	24.2%	24.2%	23.0%	24.1%	24.1%	23.9%	25.2%	25.0%	23.7%
个人存款总额	2,032,646	1,978,497	1,806,321	1,671,157	1,562,953	1,475,482	1,338,522	1,376,229	1,284,558	1,200,898
同比	12.5%	18.4%	15.6%	13.3%	16.8%	7.2%	4.2%	14.6%		
%存款总额	36.1%	36.4%	37.3%	35.6%	35.5%	34.7%	32.9%	33.2%	33.8%	32.5%
存款总额	5,628,336	5,440,050	4,844,422	4,699,738	4,400,674	4,257,803	4,064,345	4,142,254	3,802,049	3,692,648
同比	16.2%	15.8%	10.1%	10.4%	8.3%	2.8%	6.9%	12.2%		
%存款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 42 招行非息收入结构 (百万)

百万	2020-12-31	2020-06-30	2019-12-31	2019-06-30	2018-12-31	2018-06-30
代理委托业务	18,507	10,810	13,681	8,168	12,723	9,197
YoY	35.3%	32.3%	7.5%	-11.2%	0.8%	11.1%
%合计	21.3%	23.7%	17.3%	19.2%	17.4%	22.8%
结算业务	12,651	6,362	11,492	6,574	10,267	5,788
YoY	10.1%	-3.2%	11.9%	13.6%	-0.1%	6.6%
%合计	14.6%	13.9%	14.5%	15.5%	14.1%	14.3%
担保承诺业务	6,191	3,654	6,310	3,601	6,807	3,333
YoY	-1.9%	1.5%	-7.3%	8.0%	6.8%	46.8%
%合计	7.1%	8.0%	8.0%	8.5%	9.3%	8.3%
银行卡业务	19,551	9,418	19,551	9,654	16,727	8,126
YoY	0.0%	-2.4%	16.9%	18.8%	19.4%	24.8%
%合计	22.6%	20.6%	24.7%	22.7%	22.9%	20.1%
托管及其他受托业务	26,742	13,558	23,560	12,278	23,351	11,465
YoY	13.5%	10.4%	0.9%	7.1%	-7.5%	-4.0%
%合计	30.8%	29.7%	29.8%	28.9%	32.0%	28.4%
其他	3,042	1,809	4,453	2,237	3,171	2,489
YoY	-31.7%	-19.1%	40.4%	-10.1%	-51.2%	-19.5%
%合计	3.5%	4.0%	5.6%	5.3%	4.3%	6.2%
合计	86,684	45,611	79,047	42,512	73,046	40,398
YoY	9.7%	7.3%	8.2%	5.2%	-2.6%	7.7%

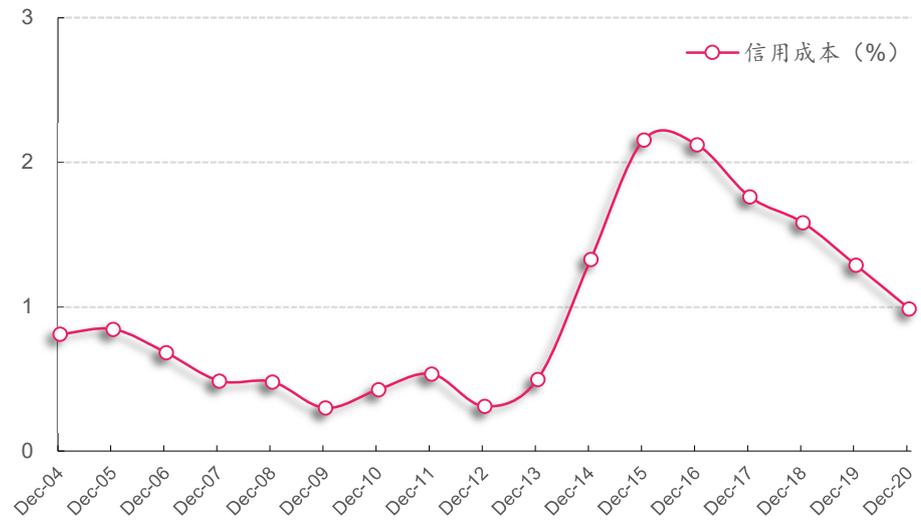
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 43 招商银行不良率和拨备率

证券简称	拨备覆盖率 (%)				不良贷款率 (%)			
	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	较上年末变化	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	2020同比变化
工商银行	183.22	180.68	199.32	2.54	1.58	1.58	1.43	0.00
建设银行	214.94	213.59	227.69	1.35	1.56	1.56	1.42	0.00
农业银行	264.61	260.64	288.75	3.97	1.53	1.57	1.40	(0.04)
中国银行	189.88	177.84	182.86	12.04	1.30	1.46	1.37	(0.16)
交通银行	143.42	143.87	171.77	(0.45)	1.64	1.67	1.47	(0.03)
邮储银行	416.98	408.06	389.45	8.92	0.86	0.88	0.86	(0.02)
国有行平均	235.51	230.78	243.31	4.73	1.41	1.45	1.33	(0.04)
招商银行	438.88	437.68	426.78	1.20	1.02	1.07	1.16	(0.05)
平安银行	245.16	201.40	183.12	43.76	1.10	1.18	1.65	(0.08)
兴业银行	247.52	218.83	199.13	28.69	1.18	1.25	1.54	(0.07)
光大银行	183.87	182.71	181.62	1.16	1.37	1.38	1.56	(0.01)
民生银行	141.11	139.38	155.50	1.73	1.80	1.82	1.56	(0.02)
华夏银行	147.22	147.22	141.92	0.00	1.79	1.80	1.83	(0.01)
浦发银行	154.28	152.77	133.73	1.51	1.66	1.73	2.05	(0.07)
浙商银行	175.11	191.01	220.80	(15.90)	1.53	1.42	1.37	0.11
中信银行	185.87	171.68	175.25	14.19	1.54	1.64	1.65	(0.10)
股份行平均	213.22	204.74	201.98	8.48	1.44	1.48	1.60	(0.03)

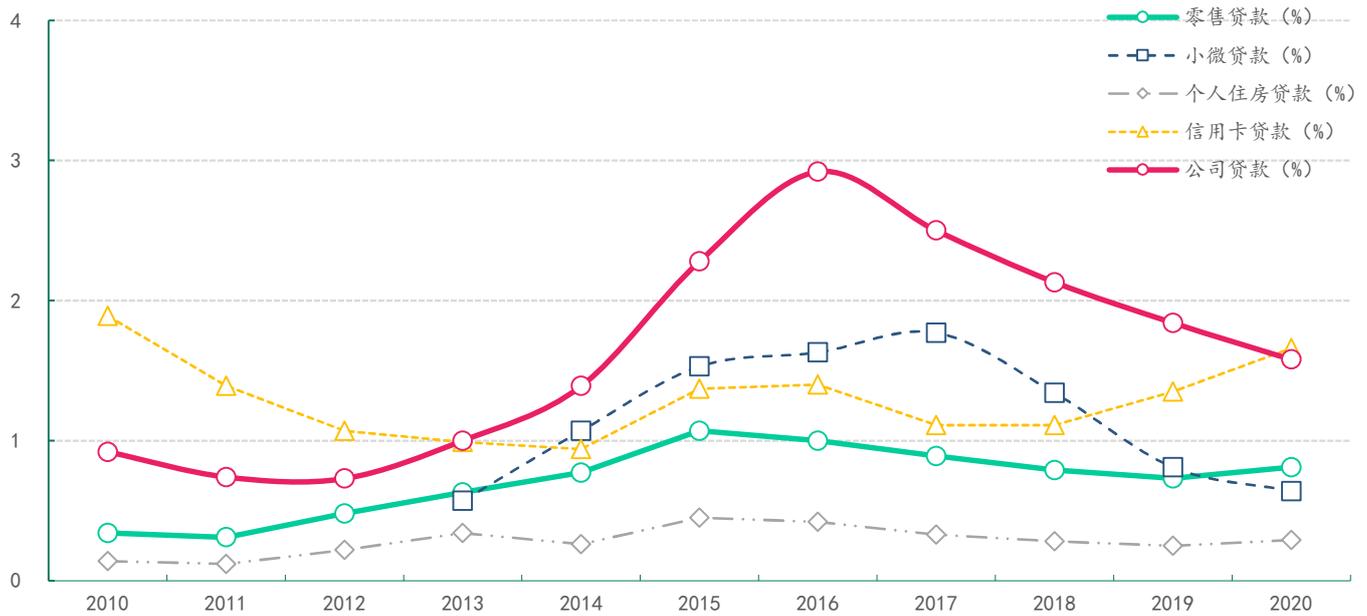
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 信用成本下行



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 45 各种贷款的不良率



资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

宏观经济和信贷增速超预期下行。

财务报表与盈利预测

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长指标 (YoY, %)				
净利息收入	185,031	200,033	221,472	246,451	贷款总额 (含贴现)	11.99	7.72	9.74	11.06
利息收入	307,425	334,505	367,289	404,608	存款总额	16.19	7.39	6.96	9.23
利息支出	(122,394)	(134,472)	(145,816)	(158,157)	营业收入	7.70	8.58	11.76	12.25
手续费及佣金净收入	79,486	88,856	99,569	111,867	净利息收入	6.90	8.11	10.72	11.28
其他收入	22,374	26,528	31,480	37,387	手续费及佣金净收入	11.18	11.79	12.06	12.35
营业收入	290,482	315,416	352,521	395,704	拨备前利润	5.31	8.99	11.77	12.52
税金及附加	(2,478)	(2,726)	(2,998)	(3,298)	净利润	4.86	11.65	15.14	15.93
管理费用	(96,745)	(108,152)	(120,904)	(135,160)	结构指标 (%)				
拨备前利润	187,668	204,538	228,619	257,246	手续费及佣金净收入/营业收入	27.36	28.17	28.24	28.27
资产质量拨备	(65,025)	(67,626)	(71,007)	(74,558)	个人贷款/贷款总额	53.31	53.20	52.84	52.41
利润总额	122,440	136,709	157,408	182,485	个人存款/存款总额	35.62	36.28	36.66	36.74
所得税	(24,481)	(27,342)	(31,482)	(36,497)	质量指标 (%)				
净利润	97,959	109,367	125,927	145,988	不良率	1.07	0.99	0.94	0.92
资产负债表					拨备覆盖率	437.68	425.00	425.00	425.00
生息资产	7,519,207	8,153,253	8,731,603	9,488,895	拨贷比	4.67	4.21	4.01	3.90
贷款及垫款 (净额)	4,804,361	5,183,709	5,700,189	6,346,012	盈利能力指标 (%)				
同业资产	616,516	554,864	582,608	611,738	净息差	2.49	1.67	1.68	1.69
存放中央银行款项	525,358	564,184	603,472	659,190	净利差	2.40	0.05	0.13	0.22
债券投资	1,572,972	1,850,496	1,845,334	1,871,955	存贷差	3.35	3.43	3.44	3.53
非生息资产	842,241	913,262	978,044	1,062,870	ROA	1.24	1.26	1.34	1.44
资产合计	8,361,448	9,066,514	9,709,647	10,551,764	ROE	15.73	16.11	16.80	17.55
计息负债	7,365,986	7,983,422	8,531,355	9,258,464	成本收入比	33.72	34.33	34.40	34.33
客户存款	5,664,135	6,082,734	6,506,325	7,107,042	监管指标 (%)				
非计息负债	265,108	287,330	307,051	333,220	核心一级资本充足率	12.29	11.95	12.29	12.49
负债合计	7,631,094	8,270,752	8,838,406	9,591,683	一级资本充足率	13.98	12.69	13.98	14.05
股东权益合计	723,750	789,158	864,638	953,477	资本充足率	16.54	15.54	16.63	16.49
负债及股东权益合计	8,361,448	9,066,514	9,709,647	10,551,764	每股指标 (元)				
					EPS	3.79	4.25	4.90	5.70
					DPS	1.25	1.38	1.59	1.84
					BPS	25.36	27.96	30.95	34.47

注释: 图示部分数据为重构报表之后的结果。利润表中, 其他收入中已经包含其他业务收入。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。