

招商银行(600036.SH/03968.HK)

飞轮加速中

核心观点:

注: *除非特别注明, 本篇报告货币均为人民币。

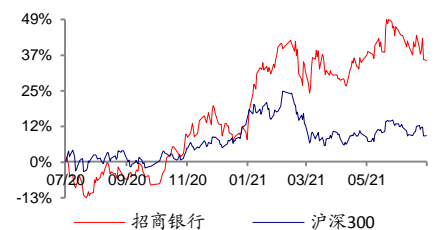
- **招行正以“飞轮效应”守住零售业务护城河。**三十余年, 两次转型, 招行零售制胜之道, 既离不开难以被复制的软实力——掌舵者的眼界格局、管理层的执行定力和企业文化中的创新基因, 也有“客户+科技”的硬实力。**新格局下, 招行经营的“飞轮效应”正在显现和加速:**多年零售沉淀, 零售“飞轮”愈转愈快; “一体两翼”战略, 两翼支撑一体, 一体反哺两翼, 三者形成的相互作用力也是“飞轮效应”。
- **银行与经济共生, 经济增长速度和质量决定银行业的 Beta, 机制和管理层格局决定银行的 Alpha。**董事会前瞻的战略眼光和管理层扎实的战略执行力、持久的战略定力成就了今日招行。由于较早布局零售, 从渠道、产品、客户到品牌、服务、队伍, 招行形成了比较完整的体系化领先优势。**零售之王, 强者恒强。**
- **未来零售护城河的巩固离不开科技, 招行在金融科技领域的前瞻性布局再次体现了战略格局和魄力。**2017年招行正式将公司定位为金融科技银行, 把金融科技作为转型发展的核动力, 为业务发展全面赋能。大量信息科技投入、中台建设对标科技公司、App 经营替代卡片经营, 平台生态已现雏形。2020年11月获批筹建拓扑银行, 为独立法人直销银行, 金融科技战略再添一块牌照。
- **优秀的战略和护城河在财务指标上体现为高息差、高中收、高质量。**在零售业务轻资本、高收益的驱动下, 招行 ROE 自 2016 年开始领先同业且领先优势不断扩大。**房贷集中度管理短期看似规模扩张的约束, 长期可能会带来中收占比进一步上升和估值提升, 实为利好。**招行核心优势在负债端, 可将负债优势通过理财和代销业务转化为中收, 而中收无需承担信用风险, 在资产定价上可以给予更高的估值。
- **盈利预测与投资建议:**长期来看, 随着经济进入稳定态, 优质银行中收占比会进一步提升, 有望经历从 PB 到 PE 的价值重估, 招商银行便是最优异的银行之一。预计 21/22 年归母净利润增速为 16.6%/13.2%, EPS 为 4.44/5.03 元/股, BVPS 为 28.61/32.24 元/股, 最新收盘价对应 21/22 年 PE 为 11.9X/10.5X, PB 为 1.9X/1.6X。**随着招商银行经营进入 3.0 阶段, 大财富管理循环价值链逐步打通, 负债和资产质量继续保持优异, 中收占比提高将带动 ROE 稳定高质量提升。飞轮效应加速价值成长, 优秀基本面支撑估值溢价, 给予 A 股 21 年 PB 估值 2.2X, 合理价值 62.94 元/股, 按照当前 AH 溢价比例, H 股合理价值 74.91 港币/股 (采用的港币对人民币汇率为 0.8333), 均给予“买入”评级。**
- **风险提示:**经济下行导致部分行业不良高发, 资产质量恶化。监管要求压降房地产贷款, 结构调整影响业绩表现。直销银行筹建进度不及预期。

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	52.94 元/63.00 港元
合理价值	62.94 元/74.91 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-07-05

基本数据

股票代码	600036.SH	03968.HK
总股本 (百万股)	25219.85	25219.85
流通股本 (百万股)	20628.94	4590.90
总市值 (百万)	1,335,139 元	1,631,724 港元
一年内最高/低价	58.50-34.25 元	71.75-35.75 港元
30 日日均成交量 (百万股)	51.78	11.03
30 日日均成交额 (百万)	2,844 元	742 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	3.82	8.38

相对市场表现



分析师:



倪军
SAC 执证号: S0260518020004
020-38003646



nijun@gf.com.cn



分析师:



屈俊
SAC 执证号: S0260515030005
SFC CE No. BLZ443
0755-88286915



qujun@gf.com.cn



分析师:



王先爽
SAC 执证号: S0260520040002
SFC CE No. BQV910
021-38003646



wangxianshuang@gf.com.cn



请注意, 倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

联系人: 伍嘉慧 010-59136613

gzwujiahui@gf.com.cn

目录索引

一、引言：“飞轮”在加速转动.....	5
二、管理：机制与掌舵的默契.....	6
（一）“董事会领导”与“行长负责制”的良性互动.....	6
（二）三十余年三任行长，两次转型与科技赋能.....	7
三、零售：持续巩固的护城河.....	9
（一）客户基础：先发优势明显，深挖高净值.....	9
（二）财富管理：以客户价值为导向，配合资产组织与销售优势.....	11
（三）信用卡：定位年轻客群，风控意识强.....	12
四、科技：ALL IN FINTECH.....	14
（一）定位：强化科技中台职能.....	14
（二）投入：科技投入同业领先.....	15
（三）产品：两大 APP 客户粘性强.....	16
五、财务：高息差、高中收、高质量.....	19
（一）ROE 领先同业.....	19
（二）高息差、高中收.....	21
（三）低不良、高拨备.....	24
六、盈利预测和投资建议.....	26
七、风险提示.....	29

图表索引

图 1: 招商局持股比例长期稳定低于 30%	6
图 2: 两任行长任职期间, 招行经历两次重要转型	8
图 3: 招行零售客户 AUM 市占率领先	9
图 4: 招行扣减零售存款的 AUM 市占率领先	9
图 5: 招行私行户均 AUM 领先	10
图 6: 招行私行 AUM 市占率领先	10
图 7: 销售机构代销公募基金保有规模(亿元, 2021Q1)	12
图 8: 招行财富管理类中收占比 40%	12
图 9: 招行 36%的财富管理类中收来自基金代销	12
图 10: 招行信用卡累计发卡量仅次于工行和建行	13
图 11: 招行信用卡量增速逐渐趋缓	13
图 12: 招行信用卡贷款余额高于同业, 不良率维持低位	14
图 13: 招行金融科技布局	15
图 14: 主要国股行科技投入对比	16
图 15: “招商银行”App 的 MAU 占比接近 43%	17
图 16: 百信银行能够获得较高的净息差(2019A)	18
图 17: 京东数科“联结(TIE)模式”: 技术+产业+生态	18
图 18: 零售业务营业收入占比逐年提升	19
图 19: 批发业务利润占比有所回升	19
图 20: 2015 年零售业务条线 ROE 转负为正	19
图 21: 2014 年批发金融条线 ROA 开始下降	19
图 22: 招行 ROE 领先同业	20
图 23: 招行 ROA 领先同业	20
图 24: 招行净息差领先同业	21
图 25: 招行拥有与大行媲美的存款量价结构	21
图 26: 2015 年以来招行活期存款占比同业最高	21
图 27: 零售存款保持稳定的高活期占比结构	21
图 28: 招行拥有低存款成本优势	22
图 29: 招行个人存款成本率远低于可比同业	22
图 30: 低负债成本有助于平衡好风险和收益	22
图 31: 个贷以住房抵押、信用卡贷款为主	22
图 32: 零售贷款占比位于同业前列	22
图 33: 零售贷款收益率位于可比同业上游	22
图 34: 个贷、个人住房、非房个贷增速	23
图 35: 对公、房地产行业、非房对公贷款增速	23
图 36: 招行中收高速增长	24
图 37: 招行做大 AUM 增加中收, 实现轻资本运营	24
图 38: 招行代理及委托类中收占比领先	24
图 39: 2015 年不良生成率从高点滑落, 资产质量转好	25

图 40: 招行不良率长期保持低位.....	25
图 41: 招行按产品类别划分的不良贷款率	25
图 42: 招行不良贷款偏离度与同业平均持平	25
图 43: 招行拨备覆盖率领先同业.....	25
图 44: 招行拨贷比领先同业	25
图 45: 招行历史贷款拨备损失在可比同业中处于较低水平.....	26
图 46: 招行最新 PB-Band.....	27
图 47: 招行高利润增速与高 PE 估值匹配 (截至 2021/7/5)	28
图 48: 招行高 ROE 与高 PB 估值匹配 (截至 2021/7/5)	28
表 1: 主要国股行零售客群与 AUM 数据 (2020A)	9
表 2: 招行零售客户分层结构	10
表 3: 主要国股行私人银行客群与 AUM 规模 (2020A)	10
表 4: 最新银行系金融科技子公司布局.....	16
表 5: 杜邦分析	20
表 6: 招商银行关键指标假设	27
表 7: 招商银行可比同业估值 (截至 2021/7/5)	27

一、引言：“飞轮”在加速转动

“为了使静止的飞轮转动起来，一开始必须使很大的力气，每转一圈都很费力，但是每一圈的努力都不会白费，飞轮会转动得越来越快。”

宏观经济增速下行、金融脱媒、利率市场化、异业竞争的“四期叠加”下，零售银行业务已经成为中国银行整体收入池增长的主要动力。被誉为“零售之王”的招商银行，对此认识得更早也更深。2004年，招行率先发力零售业务，依靠差异化战略在对公业务的竞争中突围。2014年，招行提出“一体两翼”，即零售金融为“一体”，公司金融和同业金融为“两翼”。2017年，招行提出“客户”和“科技”两条主线，建设金融科技银行，深入推进零售3.0阶段。

罗马不是一天建成的，零售护城河也不是一朝铸就的。

招行零售制胜之道，既离不开难以被复制的软实力——掌舵者的眼界格局、管理层的执行定力和企业文化中的创新基因，也有“客户+科技”的硬实力。

“客户才是一切商业逻辑的起点”。从客户出发，通过强客户带来强资金和强渠道。稳定而庞大的零售客群，一方面助力深挖客户价值支撑收入，另一方面构筑稳定且成本低的负债。强大的负债基础决定了资产端摆布余量大、风险成本低，由此形成“低不良、高息差”的良性循环。

“唯一可能从根本上改变和颠覆银行商业模式的是科技”。2020年新冠疫情的爆发在一定程度上加速了客户行为转变，以客户为中心，通过科技引领和数据驱动实现高质量发展的“数字化转型”也成为未来零售银行发展的主旋律。招行主动积极拥抱金融科技，大量信息科技投入，中台建设对标科技公司，App经营替代卡片经营，平台生态已现雏形。

招行正以“飞轮效应”守住零售业务护城河。

招行多年的零售发展沉淀，零售“飞轮”愈转愈快。2017年9月，招行零售客户实现破亿。2020年年报，招行零售客户突破1.58万亿。从0到1亿，招行整整用了30年，而从1亿到1.58亿，招行仅用了不到3年。

招行的**“一体两翼”战略，零售业务为一体，公司和同业业务为两翼，两翼支撑一体，一体反哺两翼，三者形成的相互作用力也是“飞轮效应”**。具体来看，零售业务的强客户能够带来强资金，并且转化为强渠道，以财富管理为发动机，带动资管、托管、投行、同业等业务加速融合、相互促进，形成“财富管理—资产管理—投资银行”循环价值链。这正是对招行“一体两翼”体系化优势的高度概括。

新格局下，诸多同业纷纷向零售转型，互联网生态的跨界竞争也愈加激烈，招行业绩依然表现出极强韧性，背后是经营模式“飞轮效应”的显现和加速。如今，招行正在向银行3.0模式探索，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”**。随着招行的零售业务从优秀走向卓越，对公、同业业务发展亦充满想象，整体盈利空间和质量仍然值得期待。

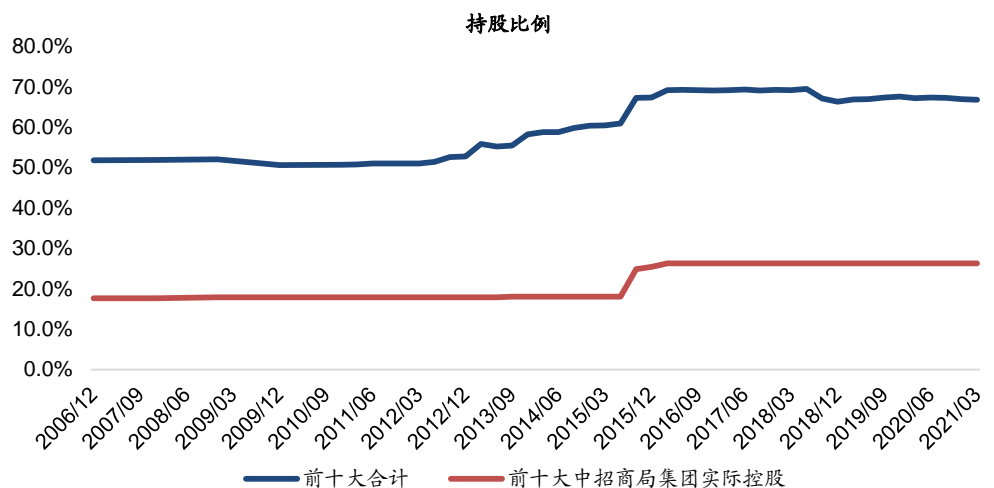
二、管理：机制与掌舵的默契

银行与经济共生，经营风险，高杠杆运作，战略和管理极为重要。公司治理机制决定战略长度与深度，战略方向决定价值深度，管理执行决定价值实现。所以经济增长速度和质量决定银行业的Beta，机制和管理层格局决定银行的Alpha，优质银行的估值溢价财务上看是负债、中收或风控溢价，是持续稳定的高质量ROE，背后本质其实是机制和管理层溢价。

（一）“董事会领导”与“行长负责制”的良性互动

成立三十余年，招行的公司治理始终坚持“董事会领导下的行长负责制”：行长在经营工作中承担了主要的领导责任，“其职责类似其他银行的董事长”。股东一直秉承的是市场化的经营理念，在公司经营上是放手管理层去运作。作为大股东的招商局，持股比例长期稳定低于30%。招商局专门组建了全资子公司金融集团，对金融板块实施统一管理，有效建立起金融与实业之间的风险防火墙，从机制上防止大股东越位。“董事会领导”和“行长负责制”的良性互动下，董事会前瞻的战略眼光和管理层扎实的战略执行力、持久的战略定力成就了今日招行。

图 1：招商局持股比例长期稳定低于30%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

新任董事长缪建民上任，强调发挥集团整体资源优势。2020年7月10日，招商局原董事长、招商银行原董事长李建红到龄荣退，原人保董事长缪建民接替出任。缪建民曾在中国太平、中国人保等多家上市险企担任总裁或董事长职务，有着非常丰富的保险从业经验。缪建民上任后在公共场合不断强调将继承和发扬招商局文化，即“招商血脉”、“蛇口基因”和“海辽精神”。他肯定了招行的金融科技转型战略，提出继续深化科技创新，做强、做优、做大金融科技。同时，在此基础上提出整合集团的整体资源，加强金融板块之间、金融板块与实体板块的联动效应。预计未来招行通过加强与招商局集团的进一步协作，融入集团的实体板块，深入服务客户的全生命周期，持续构建生态闭环，拓宽银行获客入口，增强客户经营能力，显著提升核心竞争力。

（二）三十余年三任行长，两次转型与科技赋能

招商银行成立于1987年，至今30余年，历三任行长，王世祯（任期1987-1999）、马蔚华（任期1999-2013）、田慧宇（2013—至今），行长平均任职年限超十年，在中国银行也少有，这背后体现了招商治理机制与掌舵者的默契。

招行零售发展经历了两次转型，分别是**2004年提出重点发展零售和2014年提出以零售金融为主体，公司金融、同业金融为支撑的“一体两翼”战略**。在中国的银行都还一头扎在对公业务的竞争中时，招行找准定位、抓住时机，凭借零售转型在差异化竞争中突围。这不仅需要员工和股东的凝聚力、业务上的聚焦力、与时俱进的创新力，领军人物卓越的领导力尤为关键。

1. 首任行长王世祯（任期1987-1999）：“一卡通”赋予招行初始零售基因

作为我国境内第一家由企业创办的自主经营、独立核算、自负盈亏的银行，承载着中国改革开放的“蛇口基因”，招行的诞生本身就是一种创新。成立之初，招行按照市场化的原则，实行“董事会领导下的行长负责制”，并在业内开创了“六能机制”的先河。

招行最初的零售基因是“一卡通”，这为其日后零售业绩的腾飞、私人银行初始高净值客户的积累奠定了深厚的基础。在上世纪90年代，国内多数银行尚未联网，要实现全国范围内的通存通兑几乎不可能。1995年，王世祯行长带领招行推出“一卡通”，被誉为境内银行卡发展史的重要里程碑。1998年，“一网通”的推出，网络化有效弥补了物理网点不足的劣势，节约了大量成本。

2. 第二任行长马蔚华（任期1999-2013）：两次转型，成就“零售之王”

1999年，马蔚华出任行长一职。任职头五年，招行的资产总额和税前利润总额增长分别超过2倍和7倍，不良贷款率从3.15%下降至1.14%，成为中国境内盈利能力最强、经营风险最低、资本回报率最高的银行之一。

在国内所有商业银行中，招行是第一家把零售银行作为战略方向的银行。2004年，招行提出“转型”：将零售银行业务作为发展的战略重点。和当时大多数银行“重大客户，轻零售”不同的是，招行更注重发展零售业务，提高非利息收入比重。于是，招行有了深入用户之心的“一卡通”，有了领先其他中资银行一步的“一网通”，有了中国最好用的信用卡。这一切奠定了招商银行成为“零售之王”的基础。

利润负增长警示下马蔚华提出业务调整战略，从2010年开启二次转型。大环境而言，实体不振、产能过剩、房市下行、国企亏损，加之高效低成本的互联网金融方兴未艾，2009年招行净利润182.35亿元，同比下降13.48%。宏观环境剧变下，招行开启“二次转型”，马蔚华提出了未来三年的具体目标：降低资本消耗、提高贷款定价能力、控制财务成本、增加价值客户和确保风险可控。一次转型是商业模式的调整，二次转型更多的是对管理水平的提升，是对招行风险管理能力、资本管理能力、成本管理能力的一次全面提升。

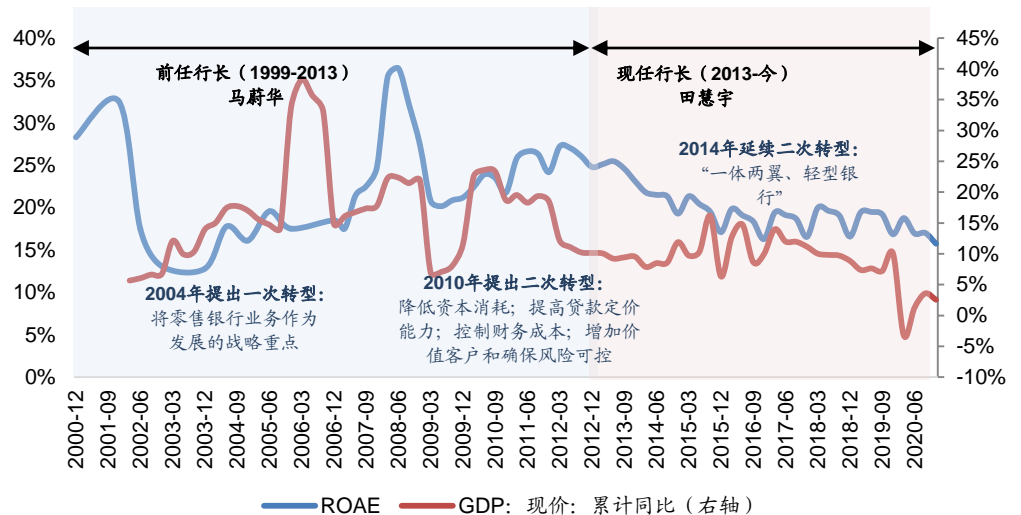
2013年，64岁的马蔚华卸任行长一职，其带头所启动的二次转型仍在路上。

3. 现任行长田慧宇（2013年至今）：延续二次转型，ALL IN科技赋能

2013年9月，原任建行零售业务总监、北京分行行长的田慧宇出任招行新一任党委书记兼行长。田慧宇既拥有海外学习履历，又拥有丰富的分行领导履历，同时拥有信托领域经验，相较于一般从银行体系内成长起来的行长，拥有难得的投资领域经验，更能适应目前整体金融市场向直接融资转型的大方向。

2014年，履新不久的田慧宇正式向外界介绍了“一体两翼、轻型银行”的转型新战略。新战略的提出是对“二次转型”的明确和延续，并非一次新转型。轻型银行将主要体现在“轻的资产、轻的经营模式、轻的管理方式和轻的商业文化”，本质和核心是希望以更少的资本消耗、更集约的经营方式、更灵活的应变能力，实现更高效的发展和更丰厚的价值回报，与二次转型提出的“降低资本消耗，提高股本回报率，控制成本费用”期望达到的目标一脉相承。以零售金融为主体，公司金融、同业金融为支撑的“一体两翼”更是承接上了招行一直坚持的以零售为主的业务特色。战略的延续性保障了业务的稳定性和经营业绩的可持续性。

图 2：两任行长任职期间，招行经历两次重要转型



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2017年，田慧宇提出建设金融科技银行，以金融科技为二次转型下半场提供“核动力”，在Fintech主导的银行业大革命中再一次抢占先机。田慧宇重提银行作为服务业需要以客户为中心的宗旨，将客户体验作为牵引一切的指南针，希望以科技为手段实现企业更深层次经营方式和商业文化的转变，以打造真正的护城河。全面对标金融科技企业，构建金融科技基础设施，重点建设移动互联、大数据、云计算、人工智能、区块链等五大基础能力。要求每一项业务、流程、管理都要以金融科技的手段再造，整个组织、每个管理者、所有岗位都要以金融科技思维重新武装。简单来说，招行决定“All in FinTech”。

近年来，招行围绕“客户”和“科技”两条主线，以“开放与融合”为方法论，零售禀赋和Fintech能力结合，数字化经营遥遥领先。2020年，“招商银行”和“掌上生活”两大APP的MAU在疫情冲击下仍保持较强韧性，彰显“金融科技银行”强大的线上经营能力。显然，在银行业数字化转型的赛道上，招行已然领先。

三、零售：持续巩固的护城河

(一) 客户基础：先发优势明显，深挖高净值

招行由于较早布局零售，从渠道、产品、客户到品牌、服务、队伍，形成了比较完整的体系化领先优势。一方面，得益于长期积累的庞大零售客户基础，数量优势显现带动管理零售客户总资产（AUM）规模快速增长，另一方面，招行坚持以“为客户创造价值”为发展主线，零售客户普遍黏性强、质量优、价值转换率高，零售客户户均AUM规模行业内遥遥领先。即使在2020年，零售客户和AUM仍然保持稳健增长，彰显出强大的韧性。

图 3：招行零售客户AUM市占率领先

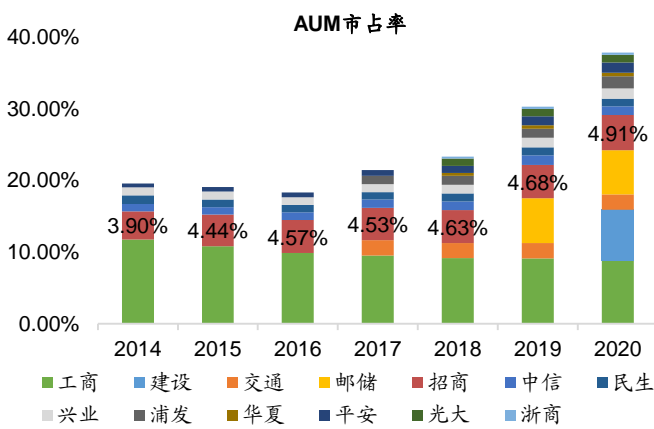
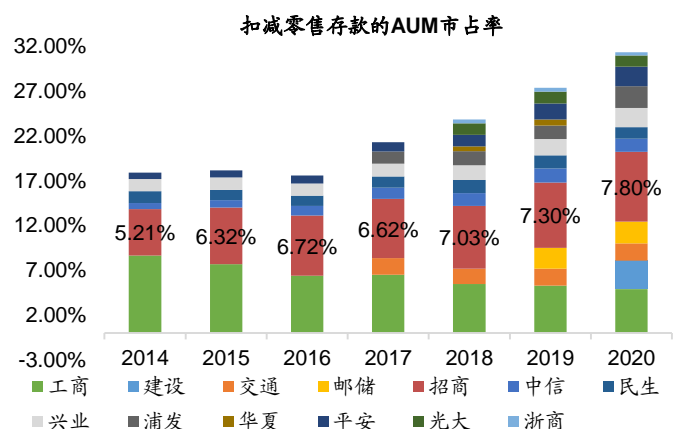


图 4：招行扣减零售存款的AUM市占率领先



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2014-2018年行业AUM数据来自《中国私人银行2019》，2019-2020年数据来自蚂蚁集团招股说明书。

表 1：主要国股行零售客群与AUM数据（2020A）

	零售客户 (万户)	零售 AUM (亿元)	人均 AUM (万元)	AUM/总资产	AUM 增速 (20A)	AUM CAGR (18A-20A)
工商	68,000	160,000	2.35	48.00%	9.60%	8.80%
建设	未披露	130,000	/	46.20%	/	/
农业	86,000	未披露	/	/	/	/
邮储	62,200	112,500	1.81	99.10%	12.50%	10.60%
招商	15,800	89,418	5.66	106.90%	19.30%	14.70%
交通	17,900	38,956	2.18	36.40%	13.00%	12.90%
浦发	11,800	31,300	2.65	39.40%	54.20%	31.80%
平安	10,715	26,248	2.45	58.70%	32.40%	36.10%
兴业	7,956	26,100	3.28	33.10%	25.30%	21.40%
中信	11,100	22,393	2.02	29.80%	6.40%	12.00%
光大	12,300	19,200	1.56	35.80%	12.60%	13.70%
民生	7,994	19,102	2.39	27.50%	4.00%	7.60%
华夏	2,961	8,624	2.91	25.40%	10.50%	16.50%
浙商	838	5,544	6.62	27.10%	13.30%	15.90%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2002年，招行创建重要的零售产品“金葵花理财”，开启零售客户理财服务分层管理的先河。通过对金葵花理财业务的分层精细化管理以及良好优质的服务体系，招行逐步建立起了清晰的客户分层结构，财富管理内涵不断扩充、对高端客户的吸引力不断增强，以少量的客户数撬动了大量的管理资产规模。截至2020年末，金葵花及以上财富客户数已达310.18万户，占零售客户比例为1.96%，金葵花及以上客户AUM达到7.35万亿元，占零售总AUM比例为82.21%。

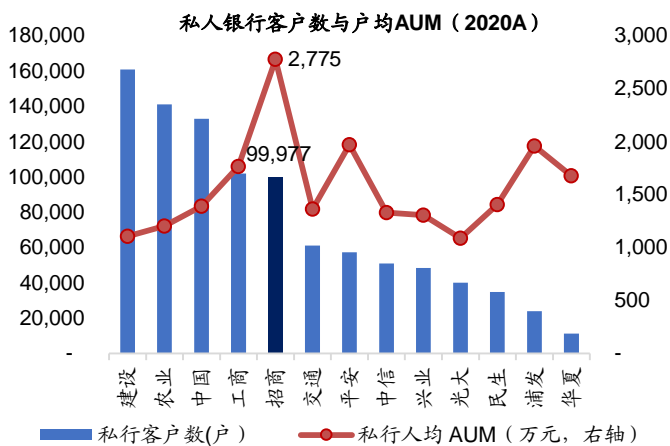
招行私行AUM和户均AUM在所有银行中排名第一。招行私行的户数并非业内最多，但是总AUM和户均AUM是第一，背后的原因是招行发展私行更重质量，客户达标要求为月日均资产1,000万元及以上，力求挖掘高净值客户中更顶尖的一批。招行私行的成功是多年零售战略不断积累的成果，已形成坚固护城河，其他银行想要实现弯道超车异常艰难。

表 2: 招行零售客户分层结构

推出时间	细分客群	资产规模
1995年	一卡通“普通卡”客户	5万以下
2004年	一卡通“金卡”客户	5-50万
2002年	金葵花客户	50-500万
2009年	金葵花钻石客户	500-1000万
2007年8月	私人银行客户	1000万以上

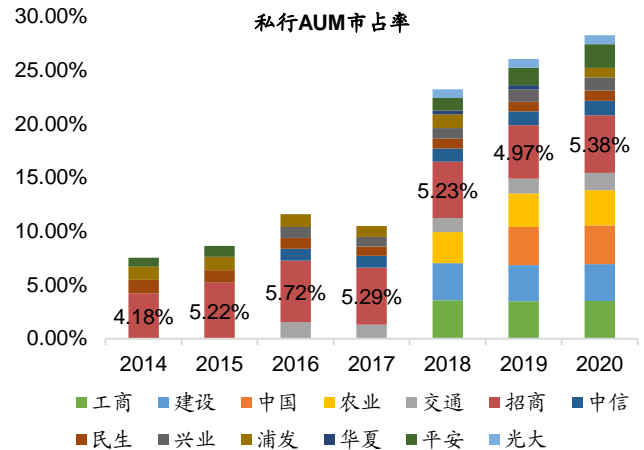
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 招行私行户均AUM领先



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 招行私行AUM市占率领先



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2014-2018年行业AUM数据来自《中国私人银行2019》，2019-2020年数据来自蚂蚁集团招股说明书。

表 3: 主要国股行私人银行客群与AUM规模 (2020A)

	达标门槛	私行客户(户)	私行AUM(亿元)	人均AUM(万元)	私行AUM/总AUM	私行AUM增速(20A)	私行AUM CAGR(18A-20A)
招商	月日均资产 1000 万元及以上	99,977	27,746	2,775	31.00%	24.40%	16.60%
中国	月日均资产 600 万元及以上	132,900	18,500	1,392	/	15.60%	15.00%

工商	月日均资产 800 万元及以上	102,000	18,000	1,765	11.30%	15.80%	13.60%
建设	月日均资产 600 万元及以上	160,794	17,800	1,107	13.70%	17.90%	14.90%
农业	月日均资产 600 万元及以上	141,000	16,960	1,203	/	20.80%	22.90%
平安	近三月任一月日均超过 600 万元	57,300	11,289	1,970	43.00%	53.80%	57.00%
交通	季日均或签约实点资产 600 万元及以上	61,100	8,338	1,365	21.40%	36.90%	27.20%
中信	季日均资产 600 万元及以上	51,100	6,803	1,331	30.40%	18.50%	18.30%
兴业	月日均资产 600 万元及以上	48,560	6,337	1,305	24.30%	19.70%	22.00%
民生	月日均资产 600 万及以上	34,948	4,915	1,406	25.70%	21.60%	17.10%
浦发	月日均资产 800 万元及以上	24,000	4,700	1,958	15.00%	/	/
光大	月日均资产或贷款余额 600 万元及以上	40,112	4,372	1,090	22.80%	17.00%	16.85%
华夏	月日均资产 600 万元及以上	11,400	1,912	1,677	22.20%	18.20%	17.40%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

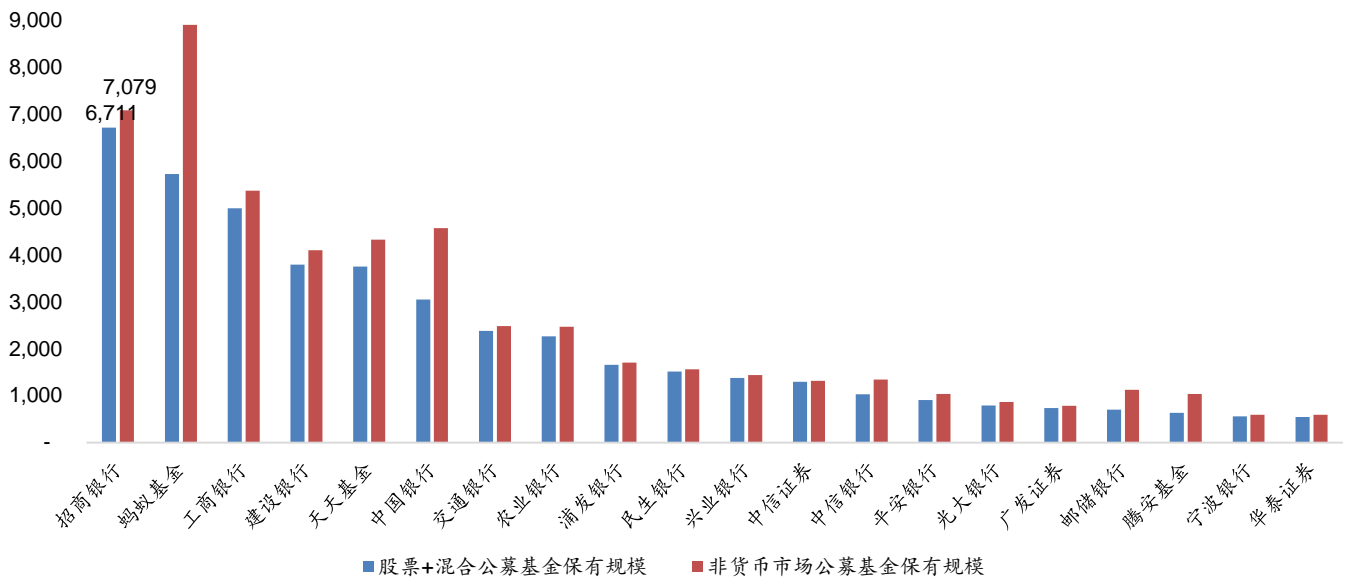
(二) 财富管理: 以客户价值为导向, 配合资产组织与销售优势

强大的开放式财富管理平台和出众的产品精选能力是招行财富管理的制胜绝招。2021年5月, 招行正式升级“财富开放平台”, 广泛链接全市场优质资管机构, 打造全新的大财富管理生态圈。作为银行业首家财富开放平台, 招行此举得到了合作机构的积极响应, 已有易方达基金、中欧基金、建信理财、交银理财、招商信诺、泰康在线等近40家资管机构首批入驻。经过筛选后的入驻机构可以使用平台提供的交互、算法和风控能力, 与招行共同经营客户。招行作为平台方将从智能运营、智慧风控等方面为合作伙伴赋能, 并依托丰富的资讯内容、多样化的运营活动以及对标互金的产品体验, 实现对客户的投前一投中一投后全流程陪伴服务, 助其财富长期稳健积累。

自主研发“五星之选”、“摩羯智投”、“指数通”等创新功能产品, 不断将财富管理的专业护城河挖宽凿深。2012年, 招行自主研发了资产配置系统, 在业内率先推出跨品类资产配置组合服务方案, 针对不同风险偏好、生命周期以及个性化资金需求自动出具“资产配置建议书”, 帮助客户均衡配置大类资产、分散投资风险。“金葵花”理财在基金业务上全力打造“五星之选”品牌服务体系, 形成了覆盖全市场的基金经理评价数据库, 以价值投资理念为客户严选具有强稳定性与中长期超额收益可能的“五星好基”。2016年, 推出银行业首家智能投顾服务“摩羯智投”, 以公募基金作为基础产品进行全球大类资产配置, 为客户提供智能基金组合配置服务, 并通过定期交互为客户提供更加优质的售前、售中和售后服务, 进一步推动财富管理从以产品销售导向为客户配置资产和创造价值转变。2020年8月, 招商银行App正式上线“指数通”, 汇聚精选指数基金产品, 业内首推“1折申购费率”。这意味着新老客户的投资门槛更低, 传递了招行构建差异化竞争壁垒的决心。

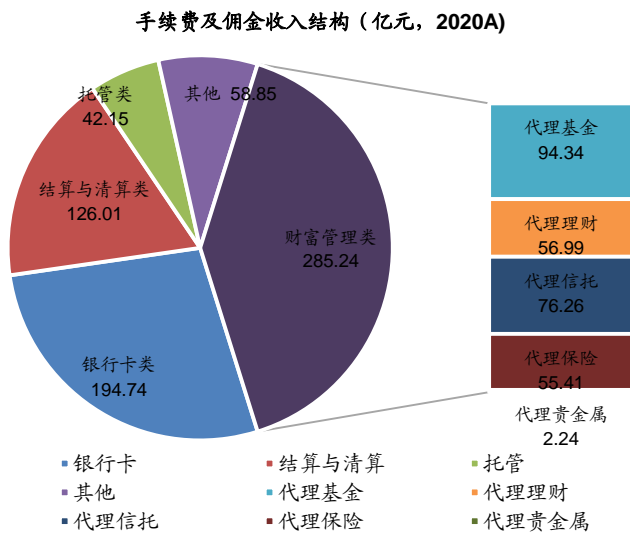
根据中国证券投资基金业协会数据, 2021Q1末, 招行股票+混合型公募基金保有规模位居榜首, 非货币市场公募基金保有规模仅次于蚂蚁金服。此外, 理财、基金、保险、信托等产品销售为招行带来大量手续费及佣金收入。2020年, 招行实现零售财富管理手续费及佣金收入258.40亿元, 其中, 代理基金收入94.00亿元, 代理信托计划收入70.59亿元, 代理保险收入55.40亿元, 代理理财收入36.18亿元, 代理贵金属收入2.23亿元。

图 7: 销售机构代销公募基金保有规模 (亿元, 2021Q1)



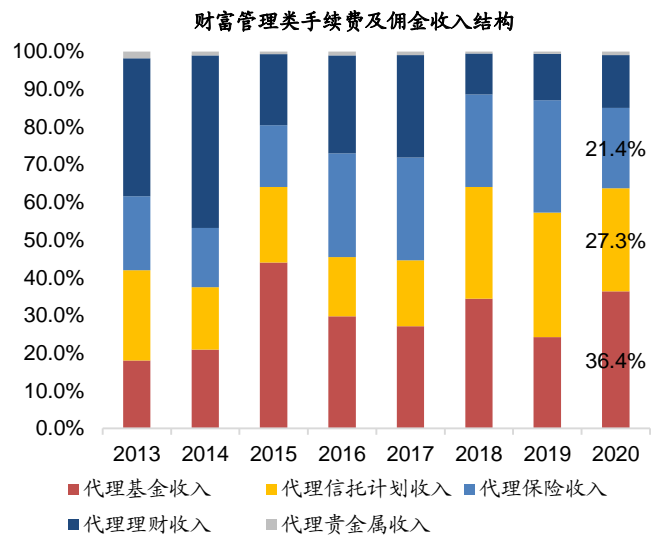
数据来源: 中国证券投资基金业协会, 广发证券发展研究中心

图 8: 招行财富管理类中收占比40%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 招行36%的财富管理类中收来自基金代销



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

展望未来, 以客户资金流为脉络, 有效连接客户投资端和融资端需求, 招行将进一步打通“财富管理-资产管理-投资银行”价值循环链。用更加开放的思维, 促进“一体两翼”在更高层次上深度融合, 将招行的优势与全社会的资源更好地整合, 让客户资金和资产在招行的平台上对接、流动、留存, 形成资金供给、资金管理、资金融通相互作用的生态圈, 强化“飞轮效应”, 更好地为客户创造价值。

(三) 信用卡: 定位年轻客群, 风控意识强

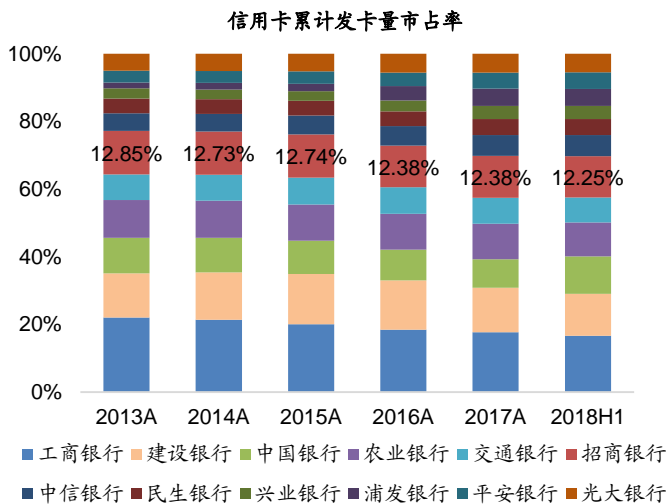
2020年, 招行荣获《亚洲货币》“最佳信用卡银行”奖项, 表明其在保持信用卡业务的增长方面、信用卡技术创新、用户体验、风险管理等方面表现卓越。信用卡量方面, 2015年以来, 招行信用卡累计发卡量仅次于工行与建行, 股份行中位列第一。截止

2020年末，招行信用卡流通卡数为9,953.16万张。信用卡贷款余额方面，规模一直领先同业，且风控水平良好，2020年末不良率为1.66%。信用卡收入方面，2020年全年实现信用卡利息收入563.38亿元，占全部利息收入的18.33%；信用卡非利息收入261.75亿元，在手续费和佣金收入中占比30.20%；信用卡相关收入合计在营收中占比占28.41%，已成为营收的重要组成部分。

面对消费金融全行业风险整体上升的形势，招行秉持审慎的风险偏好、稳健的风险策略，自2017年起已对共债风险有所预判，前瞻性地放缓了信用卡扩张步伐。业务经营模式从以获取新客户为主的“快速扩张”模式，逐渐向平衡化、多元化、以客群为导向的“精耕细作”模式进行转变。主攻消费理念更前沿的年轻群体，侧重于社交娱乐、购物消费、动漫IP场景。从现象级的“YOUNG”卡，到全方位布局年轻人喜欢的场景打造联名卡产品、推出品牌IP，再到2019年推出的自由人生白金卡与星座守护卡，招行信用卡始终聚焦年轻一代的消费需求。目前招行共有179种信用卡产品，下分了网络游戏、卡通粉丝、时尚族群、星座等主题类别，信用卡种类之多堪称商业银行之最。

目前信用卡行业仍处于风险释放期，招行采取了正确的、稳健的经营策略，但这并不影响招行在信用卡领域的优势。与美国相比，我国信用卡市场规模渗透率并不低，且近期监管对金融科技平台的规范有利于提升商业银行体系在消费金融领域的竞争地位。随着信用卡利率市场化推进，预计未来信用行业整体增速放缓，行业发展更加靠近真实消费场景和增速，存量和新增市场份额竞争加大在所难免。这一趋势中，招行零售和科技的优势将进一步放大，差异化定价能力和自由度进一步提升，有望获得更高的综合收益。

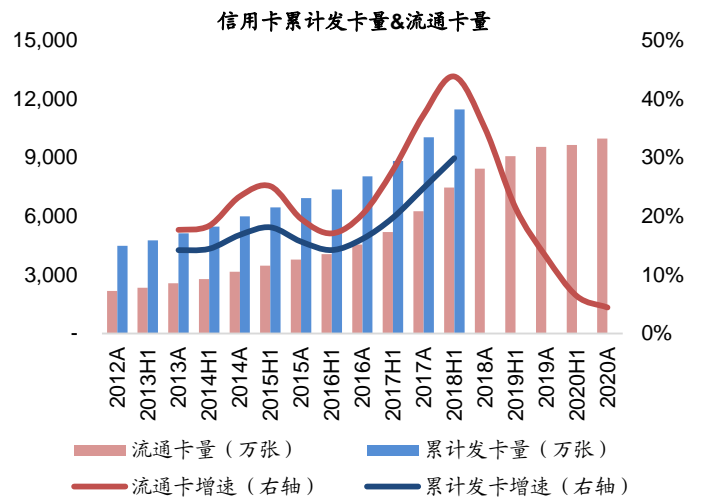
图 10: 招行信用卡累计发卡量仅次于工行和建行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

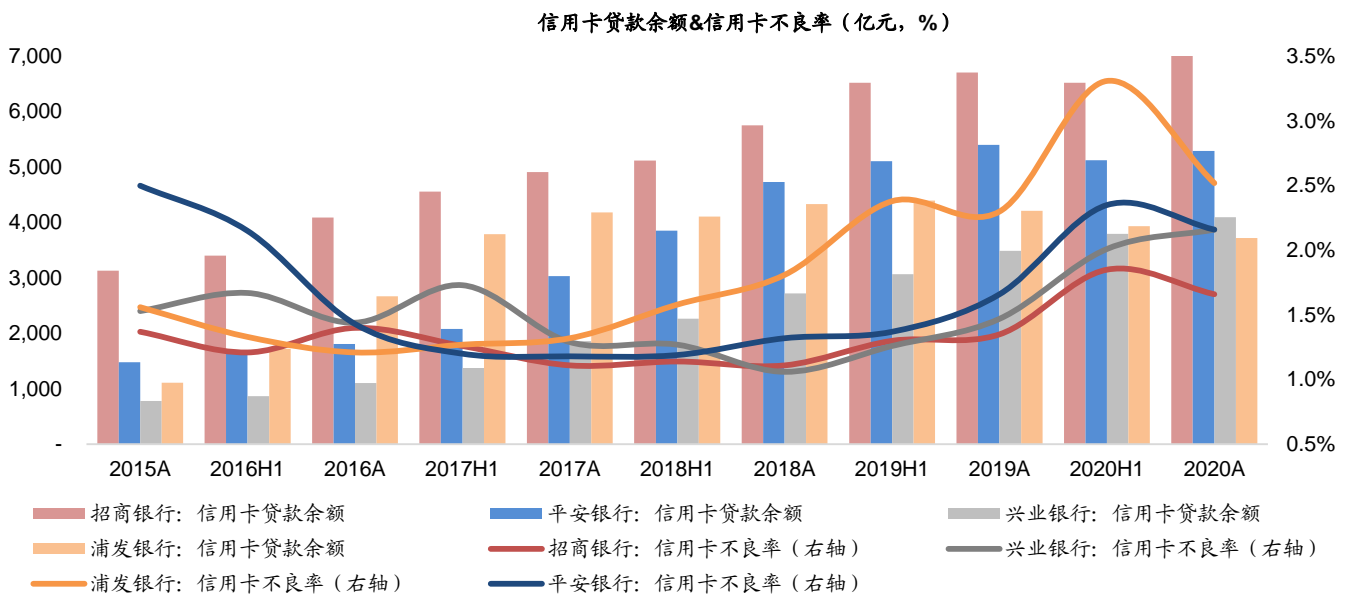
备注: 限于数据可得性, 计算占比使用的分母为上图 12 家银行累计发卡量的总和; 2018 年后招行仅公布信用卡流通卡量。

图 11: 招行信用卡量增速逐渐趋缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 招行信用卡贷款余额高于同业, 不良率维持低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、科技: All In FinTech

未来, 零售护城河的巩固离不开科技。招行坚持创新驱动转型, 在金融科技领域的前瞻性布局再次体现了战略格局和魄力。作为我国境内第一家由企业创办的自主经营、独立核算、自负盈亏的银行, 承载着中国改革开放的“蛇口基因”, 创新文化融入招行血脉。多年以来, 招行不断通过技术和理念的创新巩固零售先发优势, 而这种创新文化同样也体现在对金融科技战略布局上。

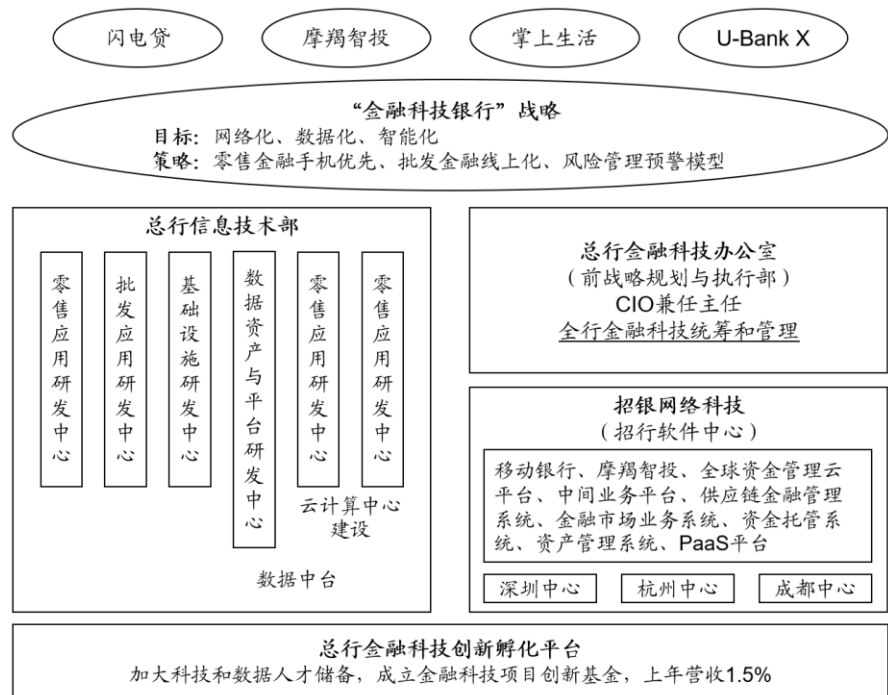
(一) 定位: 强化科技中台职能

2015年, FinTech概念引入中国。虽然金融科技在我国起步相对较晚, 但移动互联网、大数据、云计算、人工智能、区块链等前沿科技快速进步增加了银行商业模式的不确定性。伴随着互联网金融机构快速渗透, 商业银行在零售业务上面临的竞争环境逐渐发生变化。面对新的竞争环境, 2017年招行正式将公司定位为金融科技银行, 把金融科技作为转型发展的核动力, 为业务发展全面赋能。围绕打造“最佳客户体验银行”的目标, 一是持续建设领先的数字化基础设施, 二是实施IT组织架构调整, 加强基础设施和基础平台建设的组织保障, 三是进一步推进研发精益转型、科技与业务的融合, 以科技敏捷带动业务敏捷、以系统融合带动业务融合。

2019年年底, 招行将总行战略规划与执行部更名为金融科技办公室, 重新定位为全行金融科技的统筹管理与推动部门, 目的是要强化中台职能。这个动作可谓具有标志性意义, 招行总行金融科技办公室成为全行金融科技协同创新的发动机和决策中心。未来招行将要建立类似互联网的银行业中台体系, 为线上直营和线下一线机构赋能。

2020年11月, 招行获批筹建拓朴银行, 为独立法人直销银行。直销银行作为科技赋能的数字银行, 为招行金融科技战略新增一块牌照布局。

图 13: 招行金融科技布局



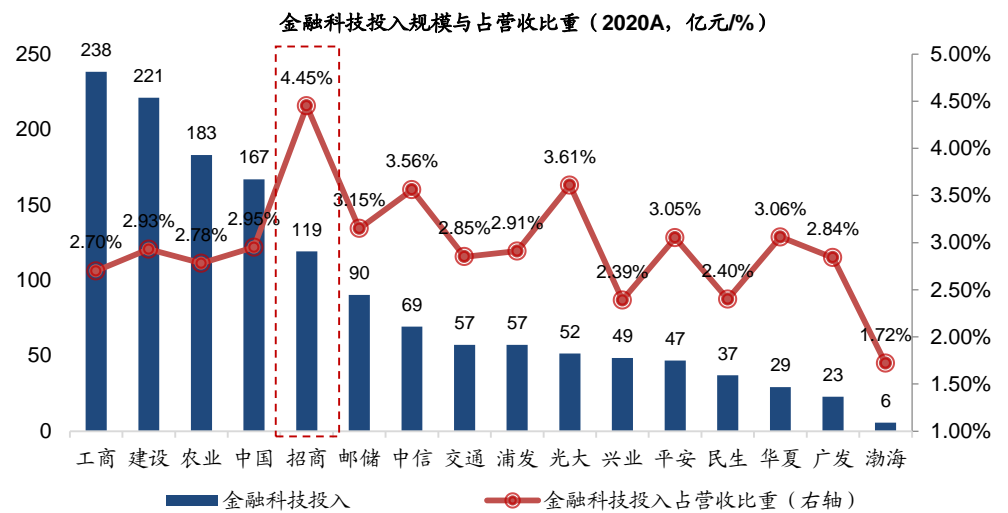
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）投入：科技投入同业领先

招行FinTech转型战略具有领先优势：**一是资金与机制的保障。**招行一直很重视信息科技投入，2020年投入120亿元，同比增长20%，是公司营业收入的4.13%。2017年，招行拨出上年税前利润的1%用来成立金融科技项目创新基金。2018年将标准提高到上年营业收入的1%。2019年10月，招行将投入比例条款写进公司章程：“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项目创新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”。2020年3月，第二次上调金融科技项目创新基金预算，自2020年起将金融科技项目创新基金预算比例从全行上年度营业收入的1%提升至1.5%。此次上调意味着招行将持续加大对金融科技投入，加速向金融科技银行转型。

二是内外部专业的技术支持。为了推进科技银行建设，提供科技能力输出，招行在2002年就前瞻性地成立了全资子公司招银网络科技，为整个招行提供软件应用开发和维护。与此同时，招行也积极开展外部战略合作，吸收外部领先技术，不断强化自身科技实力。人工智能应用通过赋能营销活动和银行运营，对招行的营销推广和经营管理有较大的效能提升。另外招行也注重通过人工智能等技术赋能提升客户生活便利度和服务质量，给客户带来智能化的新型体验。

图 14: 主要国股行科技投入对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 最新银行系金融科技子公司布局

银行	金融科技子公司	成立日期	注册资金
招商	招银网络科技(深圳)有限责任公司	2002/11/15	6500 万元
兴业	兴业数字金融服务(上海)股份有限公司	2015/11/10	6 亿元
平安	上海壹账通金融科技有限责任公司	2015/12/29	12 亿元
光大	光大科技有限责任公司	2016/12/20	1 亿元
建设	建信金融科技有限责任公司	2018/4/12	16 亿元
民生	民生科技有限责任公司	2018/4/26	2 亿元
华夏	龙盈智达(深圳)科技有限责任公司	2018/5/23	2100 万元
工商	工银科技有限责任公司	2019/3/25	6 亿元
北京	北银金融科技有限责任公司	2019/5/16	5000 万元
中国	中银金融科技有限责任公司	2019/6/11	6 亿元
浙商	易企银(杭州)科技有限公司	2020/2/27	2000 万元
农业	农银金融科技有限责任公司	2020/7/28	6 亿元
交通	交银金融科技有限责任公司	2020/8/25	6 亿元
廊坊	廊坊易达科技有限公司	2020/11/18	200 万元

数据来源: Wind, 广发证券发展研究

备注: 上海壹账通金融科技有限责任公司为平安银行兄弟公司, 同属平安集团旗下。

(三) 产品: 两大 APP 客户粘性强

金融科技快速发展, 分销渠道发生巨大变化, 手机渠道重要性快速提升。移动端App兴起使得客户转移成本大幅降低, 用户体验变得更为重要。2018年, 招行提出以App月活跃用户(MAU)为北极星指标, 聚焦大批量低成本获客能力和数字化经营能力建设, 构建零售业务新动能, 打造新的竞争优势。

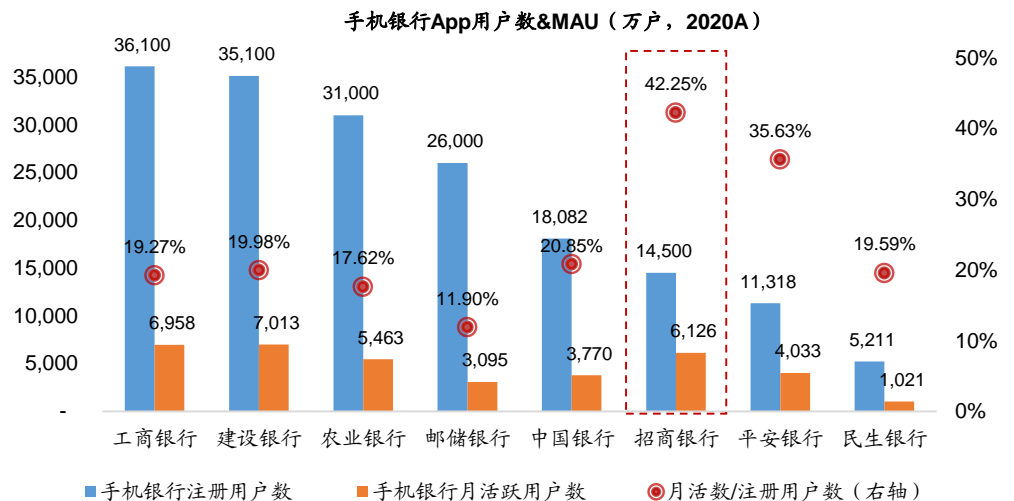
两大App完成了从交易工具向经营平台的转变。2020年末, “招商银行”和“掌上生活”两大App的MAU达1.07亿户, 成为客户经营的主要平台。其中, “招商银行”App累计用户数1.45亿户, 借记卡数字化获客占比19.98%; “掌上生活”App累计用

户数1.10亿户，信用卡数字化获客占比62.82%。

在数字化获客的基础上，两大App的数字化运营也大幅提升了金融服务效能。2020年，“招商银行”App理财投资客户数1,033.04万户，同比增长35.55%，占全行理财投资客户数的94.84%，理财投资销售金额10.09万亿元，同比增长28.21%，占全行理财投资销售金额79.24%。早在2019年上半年，“掌上生活”App就已经贡献了近131.71万的信用卡名单量，通过“掌上生活”App渠道成功办理的消费金融交易占信用卡消费金融交易的比例已接近50%。

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。招行通过平台开放不断提升服务创新效率，对内开放App平台能力，对外向合作伙伴开放API（应用程序编程接口），聚焦饭票、影票、出行、便民服务等重点场景，不断拓宽服务边界。2020年末，“招商银行”和“掌上生活”App中23个场景的MAU超过千万，初步搭建了包括地铁、公交、停车场等便民出行类场景，以及与电影、餐饮、汽车、大牌化妆品等商家合作开发的消费积分和一系列优惠活动，其中“饭票”和“影票”两大场景的交易额近100亿元。2020年半年报数据显示，“招商银行”App金融场景使用率和非金融场景使用率分别达到85.11%和58.52%，“掌上生活”App金融场景使用率和非金融场景使用率分别达到76.74%和72.70%。

图 15: “招商银行” App的MAU占比接近43%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

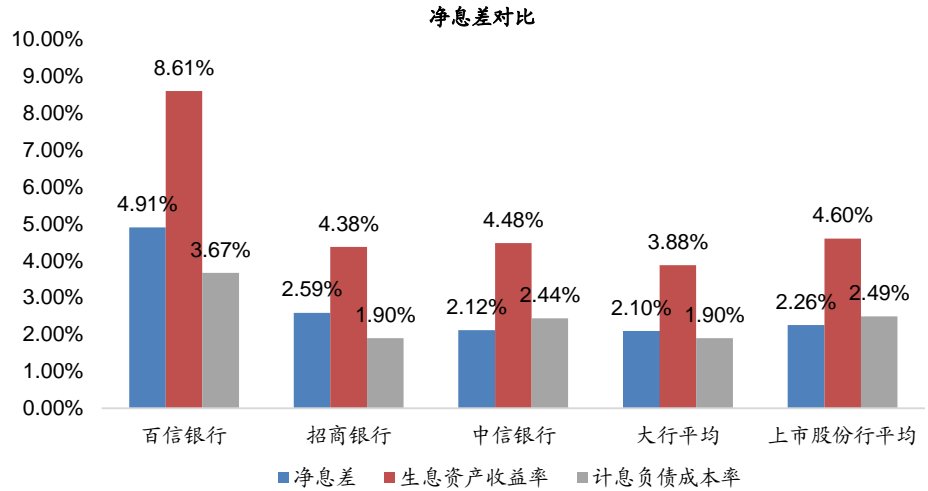
备注: 招商银行数据为招商银行App。

2020年12月11日，招行获准与京东数科旗下网银在线筹建招商拓朴银行，为独立法人直销银行。根据银保监会对直销银行的定义，直销银行是以互联网为主要渠道，通过计算机、手机、电话以及其他电子服务手段为客户提供服务的银行形式。直销银行相比电子银行的获客属性更强，目标客群更加下沉，提供的金融产品主要取决于母行的资源禀赋以及对直销银行的差异化定位。

参考目前已经开业的首家独立法人直销银行，中信百信银行的业务模式，短期内，拓朴银行可能主要在消费信用贷上发力。目前，招行本身已构建比较完善的零售业务体系，聚集了大批头部优质客群，如闪电贷，定位优质客群，客单价高、定价低。拓朴银行主要定位长尾客群和年轻客群，因而可以适当提高风险偏好，获得较高的

资产端收益率。此外，相比于小贷公司、消费金融公司，直销银行仍然具备资金成本优势，同时还能基于账户为客户提供更加综合化的金融服务，通过交叉营销向母行、集团输送客户，实现客户全生命周期的服务闭环。

图 16: 百信银行能够获得较高的净息差 (2019A)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

与中信百信银行相似，拓朴银行也引入了互联网机构，有望在场景获客、产品服务创新等方面带来协同效应。京东数科作为京东孵化的金融科技公司，定位在B端赋能，为金融机构、企业商户和政府部门等提供多元化、定制化的金融科技解决方案，这将有助于未来拓朴银行快速搭建底层业务架构，提高开发模式效率。此外，京东是国内互联网零售行业的龙头公司，未来拓朴银行可以依托京东集团的生态圈触达并服务更多的个人客户及中小微企业客户，拓宽客群的同时提供与母行差异化的创新产品。

图 17: 京东数科“联结 (TIE) 模式”：技术+产业+生态



数据来源: 京东数科招股说明书, 广发证券发展研究中心

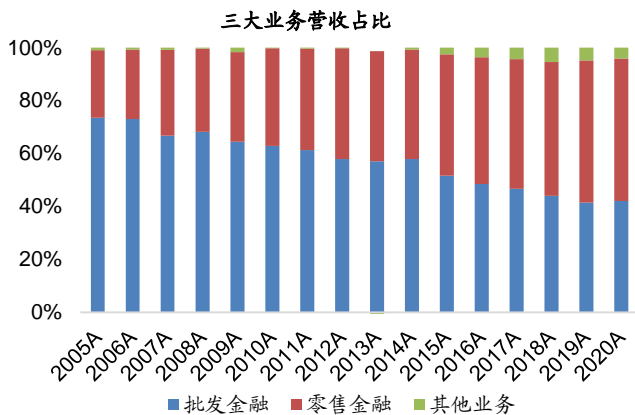
五、财务：高息差、高中收、高质量

优秀的战略和护城河最终都要体现在财务指标上，对银行业来说，核心看ROE绝对数量、质量以及稳定性。

（一）ROE 领先同业

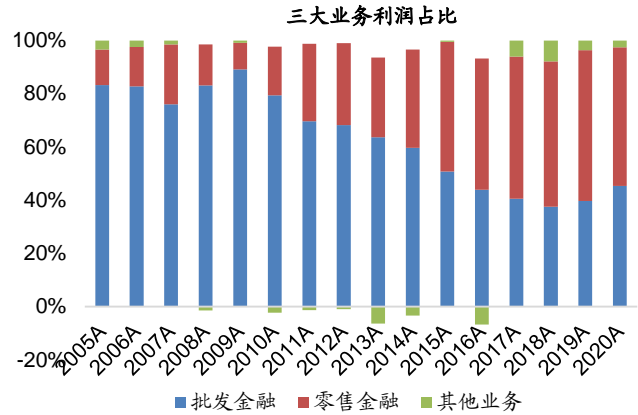
自2014年招行提出“一体两翼，轻型银行”的转型战略后，招行的零售条线发展迅速，零售业务的营收和利润占比逐年提升。2020年，零售金融业务贡献了57.92%的营收，60%的净手续费收入和52.13%的利润。从分业务的ROAE和ROAA（用税前利润代替净利润）数据来看，2015年末零售金融业务ROAE大幅提升，标志着零售转型取得成效。批发金融条线上，2014年后ROAA开始下台阶，ROAE维持低位，对整体业绩形成拖累，2020年ROAE回升。未来，以“投商行一体化”为主线，做精做强批发业务可能是招行整体ROE提升的关键。

图 18：零售业务营业收入占比逐年提升



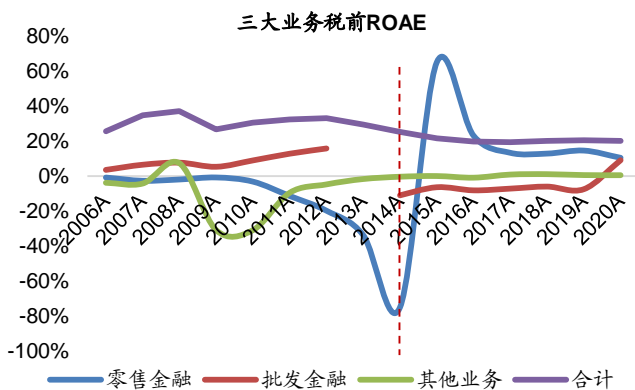
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 19：批发业务利润占比有所回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

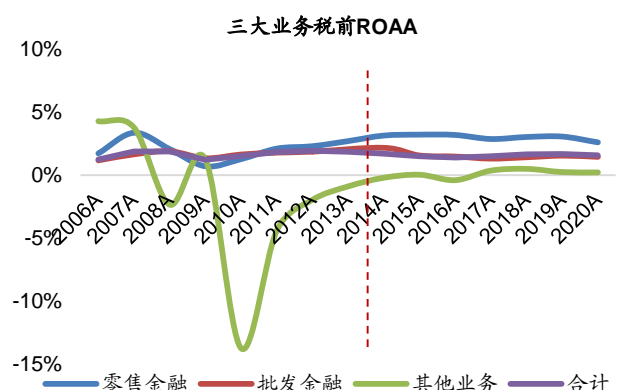
图 20：2015年零售业务条线ROE转负为正



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2013年批发金融条线平均所有者权益17.6亿元，税前ROAE 2845.3%，故作图时删去该点。

图 21：2014年批发金融条线ROA开始下降



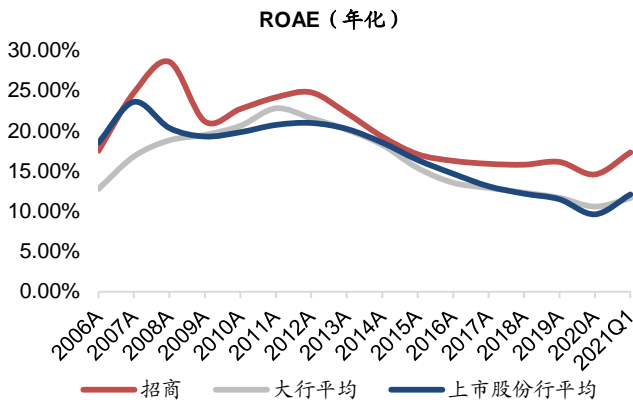
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在零售业务轻资本、高收益的驱动下，招行ROE自2016年开始领先同业且领先优势

不断扩大。2020年受到疫情冲击，线上金融需求驱动净手续费收入大幅增长，2020年招行的ROAE仍然高达15.73%，进一步拉开与同业的差距。

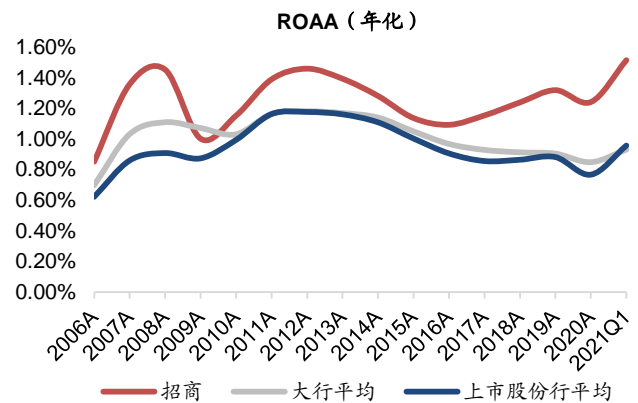
招行稳定高ROE的背后是稳定的高息差和高中收。一方面，得益于零售端先发优势造就的负债端护城河，高存款占比、高活期存款占比的负债结构给招行带来低成本负债。在负债端低成本条件下，资产端摆布空间较大，精耕零售贷款，维持低风险偏好的同时获得较高的净息差。另一方面，依托强大的零售客户群体和成熟的综合化产品体系，一体两翼、轻型银行战略下，以财富管理相关手续费收入为代表的中收不断提升。

图 22: 招行ROE领先同业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 招行ROA领先同业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 杜邦分析

	招商	大行合并	老 16 家合并	招商	大行合并	老 16 家合并	招商	大行合并	老 16 家合并
	2021Q1	2021Q1	2021Q1	2020A	2020A	2020A	2019A	2019A	2019A
营业收入	3.98%	2.75%	2.81%	3.68%	2.63%	2.71%	3.81%	2.74%	2.82%
利息净收入	2.33%	1.92%	1.93%	2.35%	2.00%	2.01%	2.44%	1.99%	1.96%
利息收入	3.71%	3.38%	3.54%	3.90%	3.53%	3.70%	4.14%	3.61%	3.78%
利息支出	1.38%	1.46%	1.61%	1.55%	1.52%	1.69%	1.69%	1.62%	1.82%
非利息收入	1.66%	0.83%	0.88%	1.34%	0.62%	0.71%	1.36%	0.75%	0.86%
手续费及佣金净收入	1.28%	0.46%	0.52%	1.01%	0.35%	0.43%	1.01%	0.45%	0.55%
净其他非息收入	0.38%	0.37%	0.36%	0.33%	0.27%	0.28%	0.35%	0.30%	0.31%
营业支出	1.09%	0.66%	0.64%	1.26%	0.76%	0.73%	1.26%	0.82%	0.79%
税金及附加	0.03%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用	1.06%	0.64%	0.61%	1.23%	0.74%	0.71%	1.22%	0.80%	0.76%
PPOP	2.85%	1.84%	1.98%	2.37%	1.69%	1.84%	2.52%	1.75%	1.90%
资产减值损失	0.97%	0.65%	0.76%	0.82%	0.61%	0.78%	0.86%	0.58%	0.72%
利润总额	1.88%	1.19%	1.22%	1.55%	1.08%	1.07%	1.65%	1.17%	1.18%
所得税	0.37%	0.22%	0.22%	0.31%	0.18%	0.18%	0.33%	0.21%	0.21%
年化 ROAA	1.52%	0.97%	1.00%	1.24%	0.90%	0.89%	1.32%	0.96%	0.97%
年化 ROAE	17.45%	12.00%	12.23%	14.67%	10.98%	10.79%	16.23%	12.10%	12.11%
权益乘数 (倍)	11.51	12.33	12.22	11.82	12.27	12.15	12.30	12.62	12.50

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 除 ROAA、ROAE 和权益乘数, 其余指标均为其对应报告期累计值与平均总资产的比值。

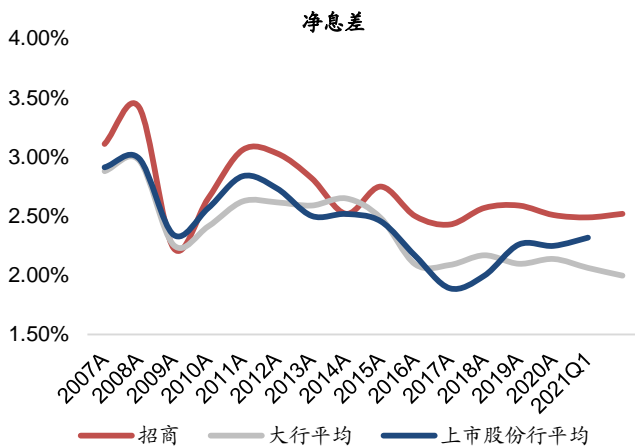
(二) 高息差、高中收

招行的净息差水平一直稳定在大行和股份行前列。资产端高收益主要得益于贷款向零售倾斜、零售内部重点投向按揭与信用卡。更重要的是，通过做大AUM，负债端低成本活期沉淀资金增多，低付息成本使得招行在资产端风险偏好保持审慎的前提下，息差优势不断扩大。

招行非常重视活期存款的增长，这是其保持低负债成本、实现高净息差核心优势的重要前提。存款占计息负债比重较高，且存款中主要是活期存款。2014年以来，招行的活期存款占比一直维持在60%，且长期高于其他可比同业。值得注意的是，招行个人存款中个人活期存款占比接近70%，同业中遥遥领先。高存款占比、高活期存款占比导致招行存款成本率稳定低于同业。截至2020年，存款成本率仅1.58%，个人存款成本率仅1.28%。

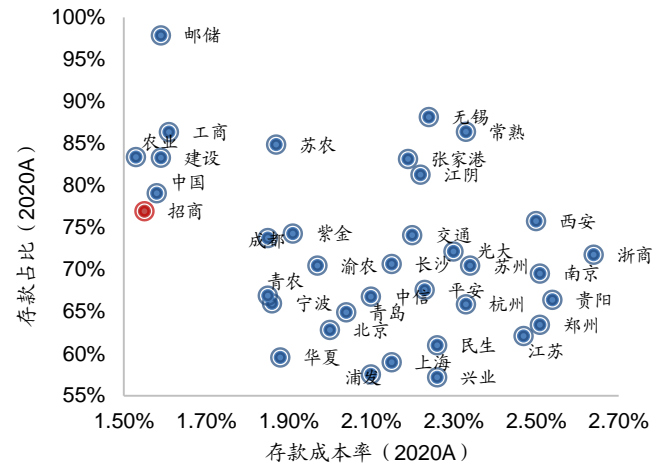
不同于资产端可以通过信贷投放快速扩大规模，负债端存款需要日积月累，优势一旦形成长期便难以被超越，招行的负债端护城河十分明显。

图 24: 招行净息差领先同业



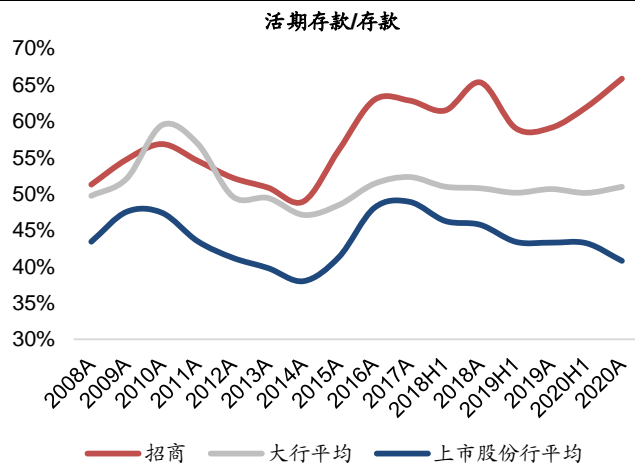
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 招行拥有与大行媲美的存款量价结构



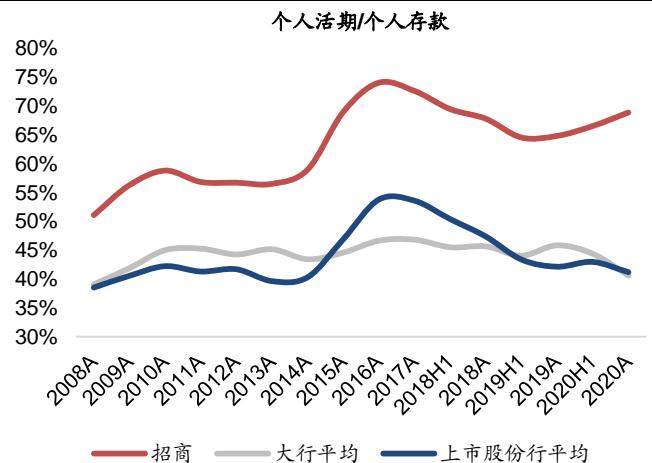
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 2015年以来招行活期存款占比同业最高



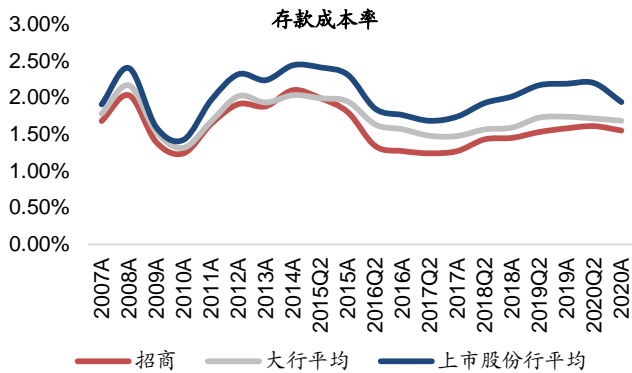
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 零售存款保持稳定的高活期占比结构



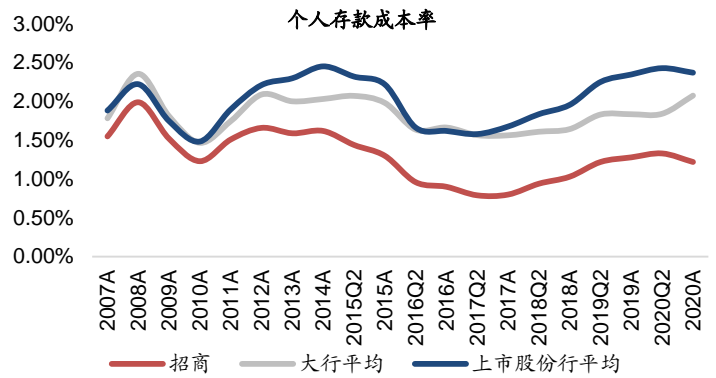
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 招行拥有低存款成本优势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

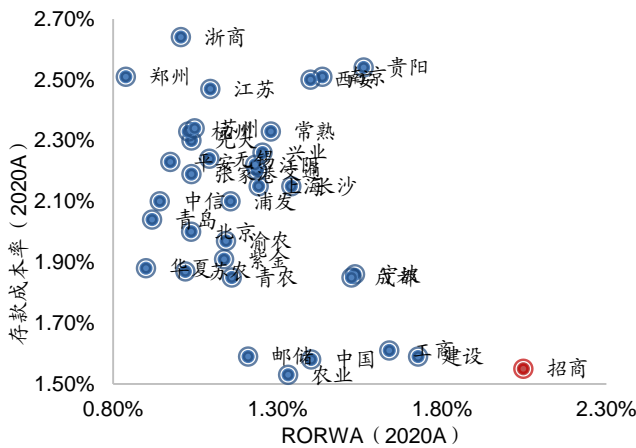
图 29: 招行个人存款成本率远低于可比同业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

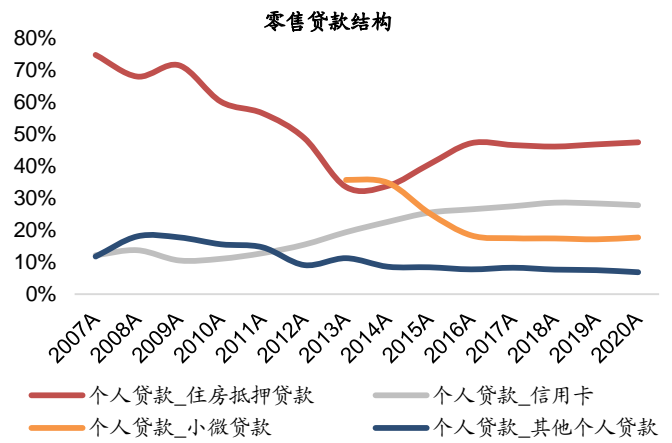
资产端与负债端共振, 低负债成本能够给予资产端较高的配置自由度, 平衡好风险和收益的关系。2014年以来, 招行贷款增长的主要驱动因素由对公贷款转为零售贷款, 高收益率的零售贷款占比不断提高。截至2020年末, 贷款占生息资产的比重高达64.58%, 50%以上为零售贷款。从零售贷款结构来看, 以住房按揭贷款为主, 风险偏好较低, 但由于精耕零售业务, 定价优势相对显著, 整体收益率并不低。

图 30: 低负债成本有助于平衡好风险和收益



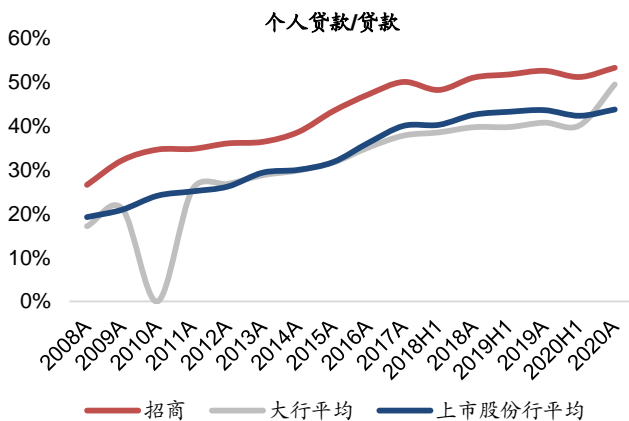
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 个贷以住房抵押、信用卡贷款为主



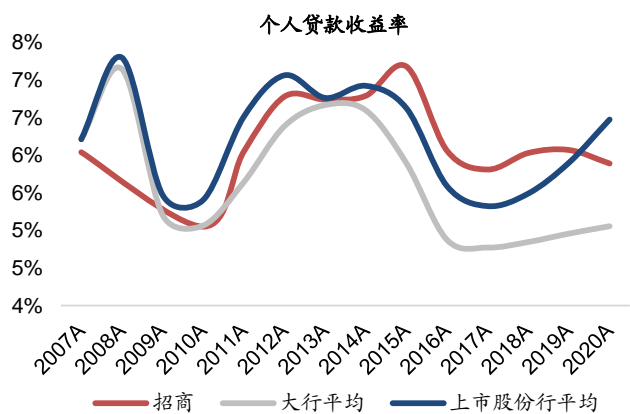
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 零售贷款占比位于同业前列



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 零售贷款收益率位于可比同业上游



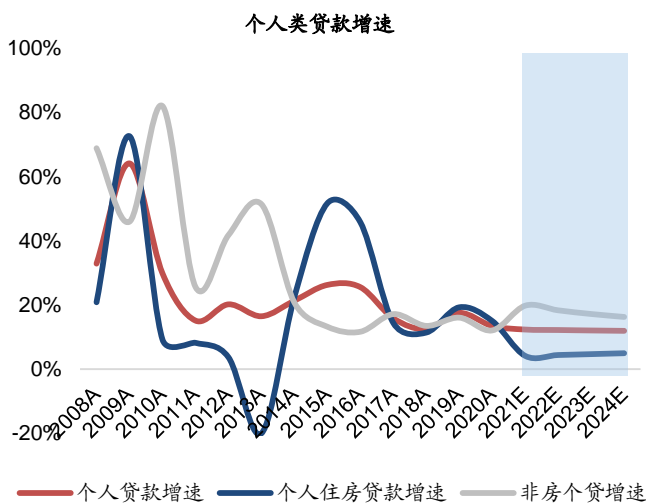
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

根据2020年末数据，招行个人住房贷款占比、房地产贷款占比均超监管上限2个百分点，政策给予4年调整期。假设未来四年贷款增速保持11%，每年新增贷款中，新增按揭贷款占比压降到9.6%以内，新增房地产行业公司贷款占比维持7%，2024年底个人住房按揭占比降至19.97%，房地产业贷款占比降至27.48%，两项指标均达标。在这种情境下，2024年个人住房贷款和房地产公司贷款增速分别降至5.0%和6.4%，非房个人贷款和非房公司贷款增速为16.3%和8.5%，与近几年的真实增速基本接近，基本上可以形成有效对冲。

此外，这种结构调整实际上是倒逼银行优化资产配置结构，一定程度有助于改善净息差。根据2020年报披露数据，贷款平均收益率4.89%，中长期贷款年化平均收益率4.59%，短期贷款年化平均收益率5.63%，主要是短期贷款中信用卡透支和小微贷等收益率较高。由此，相对高收益的非房类贷款投放增加，大概率能够实现贷款收益的相对稳定，基本上可以化解对业绩的负面影响。

进一步，房贷集中度管理可能会对招行资产规模扩张产生影响，但其核心优势在负债端，当资产端增速下来后，其可以将负债优势通过理财和代销业务转化为中收，而中收无需承担信用风险，在资产定价上可以给予更高的估值。所以，短期看似规模扩张的约束，长期可能会带来中收占比进一步上升和估值提升，实为利好。

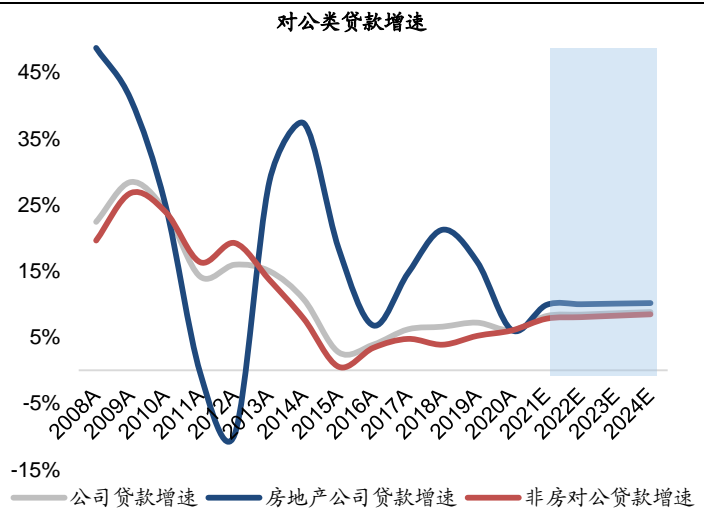
图 34：个贷、个人住房、非房个贷增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2021-2024 年增速为预测值。

图 35：对公、房地产行业、非房对公贷款增速

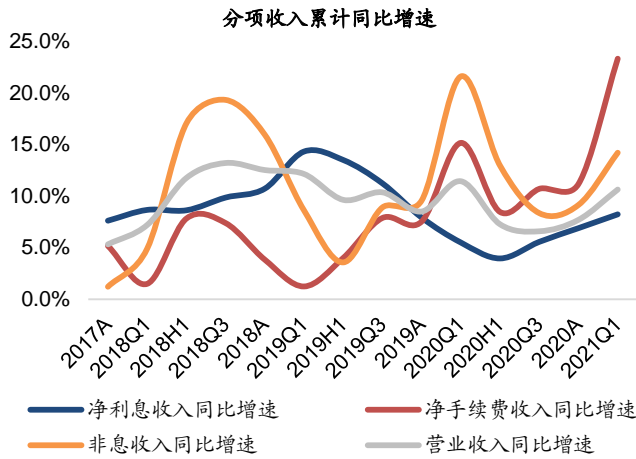


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2021-2024 年增速为预测值。

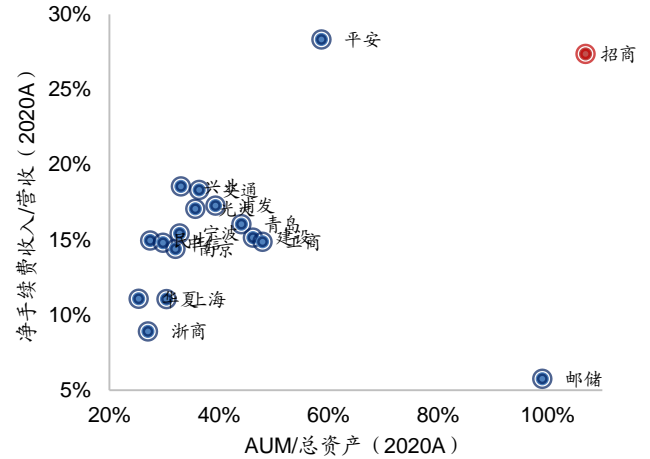
高中收主要来自高比重的代理委托业务收入。除了净息差，招行的中间业务优势明显，非息收入占比长期处于上市银行前列。领先的财富管理业务和轻型银行战略带动中收占比显著提升。受益于居民财富总量、财富管理需求的不断增长和招行财富管理业务的专业优势，在所有大行和股份行中，招行代理及委托等财富管理业务相关手续费收入在手续费及佣金收入中的占比遥遥领先。

图 36: 招行中收高速增长



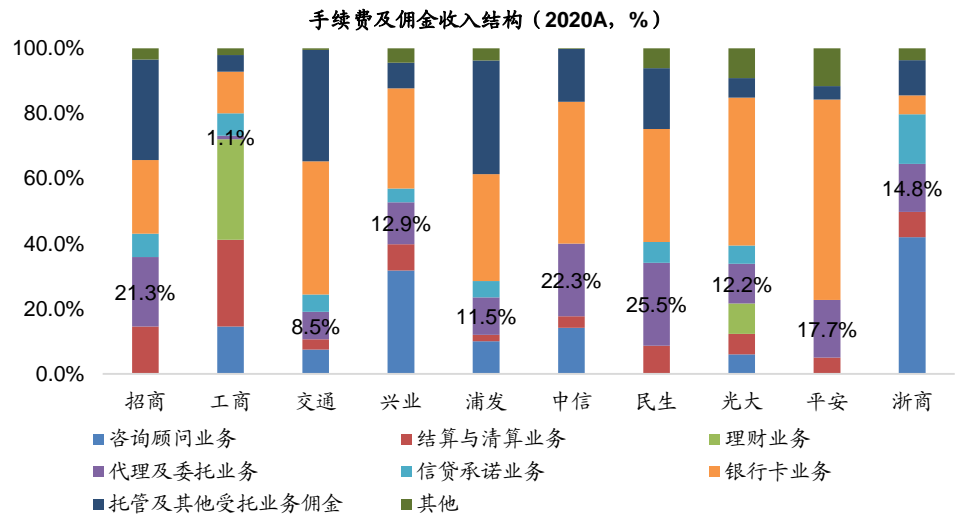
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 招行做大AUM增加中收, 实现轻资本运营



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 招行代理及委托类中收占比领先



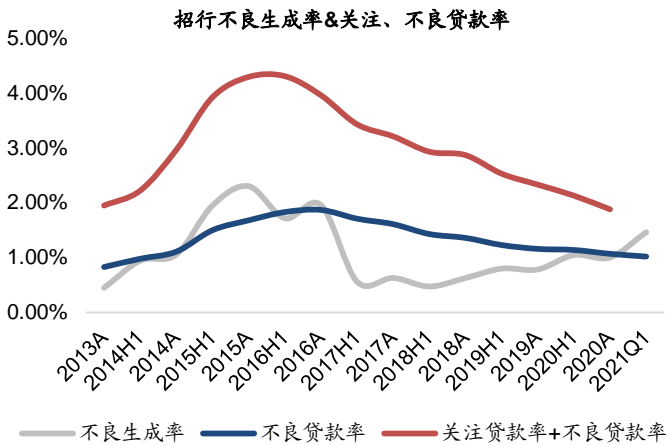
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 低不良、高拨备

2015-2017年, 受国内外经济下行影响, 企业贷款和小微贷款不良率较高, 招行资产质量承压。不良生成高峰出现在2015年, 随后招行加大风险资产处置力度, 并不断强化风险管控, 资产质量逐渐转好, 不良生成率和不良率长期保持低位。2021Q1末不良贷款率降至1.02%, 绝对值处于2015年以来最低水平, 在大行和股份行中仅高于邮储银行(0.86%)。同时, 招行2021Q1末拨备覆盖率高达438.88%, 拨备安全垫进一步增厚, 资产质量进一步夯实。

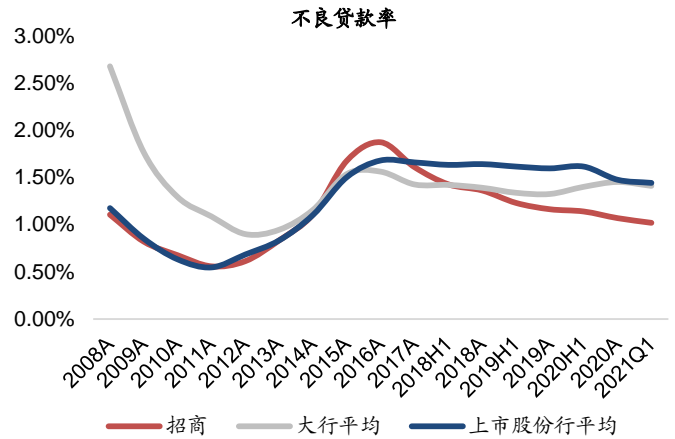
通过比较2009-2020年历史累计贷款损失(累计贷款减值损失减去2020年末拨备余额)与贷款规模的比值, 发现招行贷款损失水平在股份行中较低, 信用风险控制较为优秀。

图 39: 2015年不良生成率从高点滑落, 资产质量转好



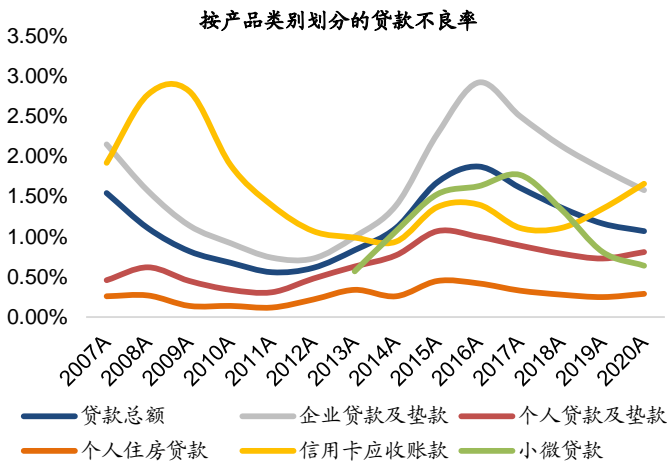
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 招行不良率长期保持低位



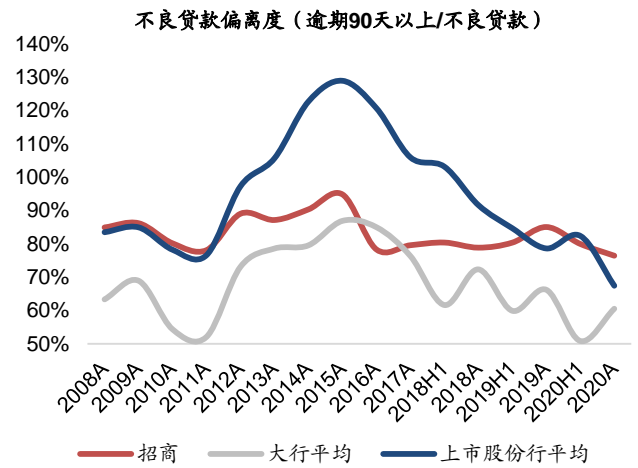
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41: 招行按产品类别划分的不良贷款率



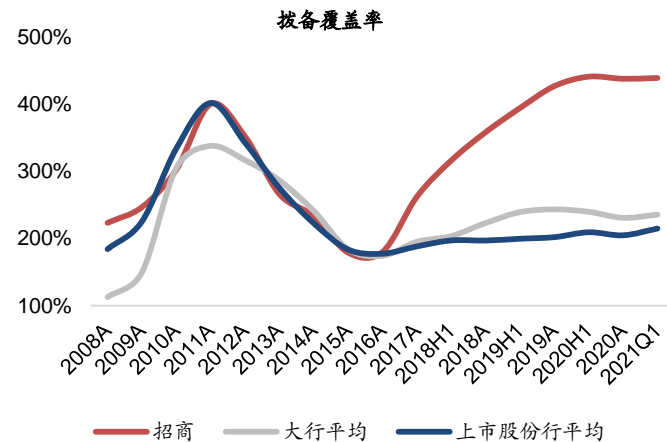
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 招行不良贷款偏离度与同业平均持平



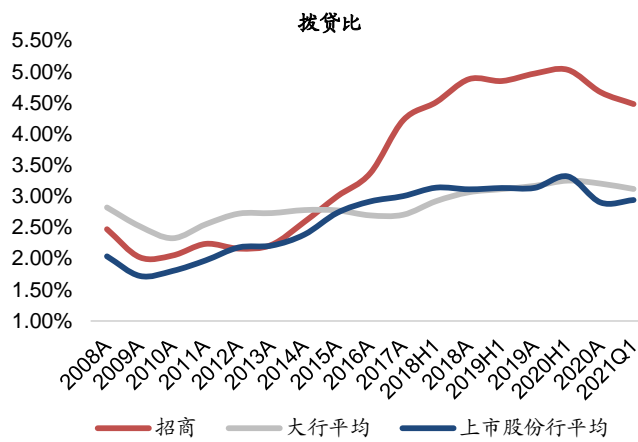
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: 招行拨备覆盖率领先同业



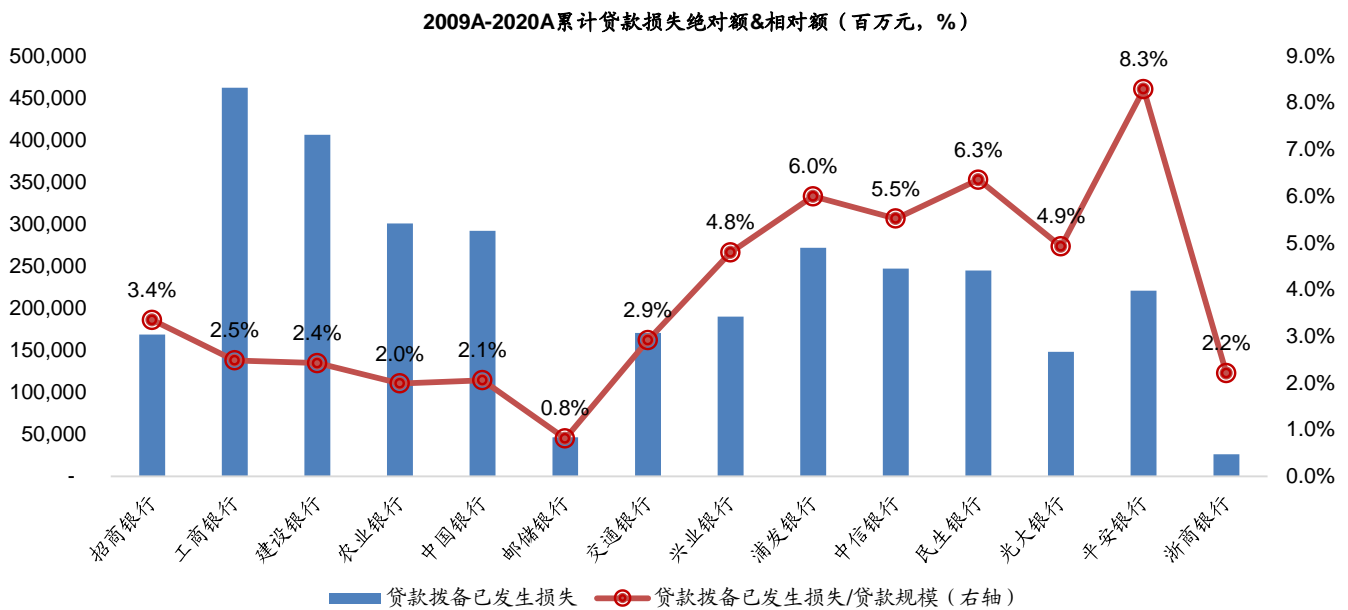
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 44: 招行拨贷比领先同业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 招行历史贷款拨备损失在可比同业中处于较低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

关键细分假设及盈利预测:

规模增速方面, 2021年逆周期政策回归中性, 预计货币财政对规模扩张的影响减弱, 实体融资需求回升背景下, 信贷将是支撑规模扩张的最重要因素。根据银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度, 招行房地产贷款占比超标, 意味着过渡期内贷款增速也会受到影响。预计在2020年高基数的基础上, 2021年贷款总额增速、生息资产增速分别回落至11.0%、10.4%。存款方面, 随着“开放与融合”理念推进, 平台生态逐步完善, “App经营”以及获批筹建的直销银行会成为招行线上化获客的重要抓手, 在存款竞争激烈的背景下整体存款增速有望保持稳定, 预计2021年存款总额增速、计息负债增速分别为13.0%、10.5%。

净息差方面, 招行负债结构优秀, 存款成本稳固, 在利率环境上行区间相对受益。考虑到2021年初存量房贷重定价的一次性负面影响, 21Q1净息差可能是阶段性低点, 随后平稳抬升。预计2021年全年净息差2.48%, 对盈利形成正向贡献。

非息收入方面, 招行作为零售和财富管理引领者, 业务优势稳固, 金融科技有望驱动获客和盈利能力持续提升, 相关手续费及佣金收入对营收贡献持续强劲, 从而带动整体非息收入较快增长, 预计2021年净手续费收入同比增速提升至13%。

拨备支出方面, 2021年行业整体依然面临较大的拨备和不良处置压力。2020年零售客户风险暴露高点已过, 但对公客户风险以时间换空间, 延期还本付息、普惠信贷等让利政策使得资产质量风险在报表上反映滞后, 预计2021年招行信用成本为1.40%。

表 6: 招商银行关键指标假设

关键指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款增速	14.18%	11.99%	11.00%	10.00%	9.00%
存款增速	10.08%	16.92%	13.00%	11.00%	10.00%
生息资产增速	10.05%	11.74%	10.41%	8.92%	8.11%
计息负债增速	9.74%	11.96%	10.53%	9.22%	8.49%
贷款收益率	5.27%	4.96%	5.10%	5.15%	5.20%
生息资产收益率	4.16%	3.93%	4.07%	4.14%	4.20%
存款付息率	1.59%	1.58%	1.58%	1.57%	1.56%
计息负债付息率	1.91%	1.76%	1.78%	1.78%	1.77%
净息差(NIM)	2.46%	2.37%	2.48%	2.55%	2.62%
净手续费收入增速	7.54%	11.18%	13.00%	14.00%	15.00%
拨备支出/平均贷款	1.45%	1.37%	1.40%	1.42%	1.45%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

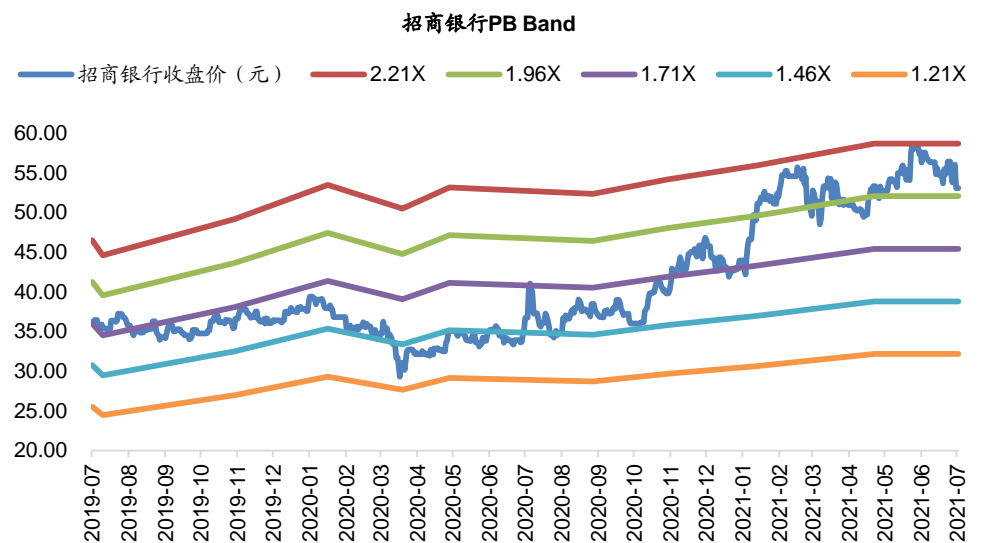
表 7: 招商银行可比同业估值 (截至2021/7/5)

代码	银行名称	货币	股价 (元)	归母净利润 (百万元)			PB (倍)		
				2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E
600036.SH	招商银行	CNY	52.94	92,867	97,342	113,549	2.31	2.09	1.85
000001.SZ	平安银行	CNY	22.06	28,195	28,928	33,489	1.57	1.46	1.29
601998.SH	中信银行	CNY	5.10	48,015	48,980	52,210	0.57	0.53	0.49
600000.SH	浦发银行	CNY	9.92	58,911	58,325	61,874	0.59	0.55	0.50
601818.SH	光大银行	CNY	3.71	37,354	37,824	41,375	0.62	0.58	0.53

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 除招商银行外, 其余可比银行预测值均来自 Wind 一致预测。

图 46: 招行最新PB-Band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们在2020年12月18日首篇银行投思录《我们为何看好银行》提及，长期来看，随着经济进入稳定态，优质银行中收占比会进一步提升，有望经历从PB到PE的价值重估，招商银行便是最优异的银行之一。随着公司循环价值链的逐步打通，一体反哺两翼，前期科技投入开始产生效益，飞轮效应加速，负债和资产质量会继续保持优异，中收占比进一步提升，ROE会保持稳定并质量提升。

预计招商银行2021/2022年归母净利润增速分别为16.6%和13.2%，EPS分别为4.44/5.03元/股，BVPS分别为28.61/32.24元/股，最新收盘价对应2021/2022年PE分别为11.9X/10.5X，PB分别为1.9X/1.6X。我们认为，**随着招商银行经营进入3.0阶段，飞轮效应将加速价值成长，优秀基本面支撑起估值溢价**，可以给予A股21年PB估值2.2X，合理价值62.94元/股，按照当前AH溢价比例，H股合理价值74.91港币/股（采用的港币对人民币汇率为0.8333），均给予“买入”评级。

七、风险提示

宏观经济下行导致部分行业不良高发，资产质量大幅恶化。按照房地产贷款集中管理要求压降按揭类贷款，资产结构调整影响业绩表现。直销银行筹建进度不及预期。

附表：招商银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元，货币：CNY）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	14.62	13.97	11.93	10.53	9.25	净利息收入	173,090	185,031	215,308	243,066	270,326
P/B	2.31	2.09	1.85	1.64	1.46	利息收入	292,994	307,425	353,176	394,148	433,651
P/PPOP	7.49	7.12	6.15	5.46	4.83	利息支出	119,904	122,394	137,868	151,082	163,326
每股指标						净手续费收入	71,493	79,486	89,819	102,394	117,753
EPS	3.62	3.79	4.44	5.03	5.72	净其他非息收入	25,120	25,965	28,562	31,418	34,559
BVPS	22.89	25.36	28.61	32.24	36.36	营业收入	269,703	290,482	333,689	376,878	422,638
PPOPPS	7.07	7.43	8.61	9.70	10.96	营业支出	150,048	164,248	185,973	209,437	232,442
DPS	1.20	1.25	1.50	1.69	1.92	税金及附加	2,348	2,478	3,244	3,719	4,153
股息支付率	33.19%	33.03%	33.03%	33.03%	33.03%	业务及管理费	86,541	96,745	108,449	122,485	135,244
股息收益率	2.27%	2.37%	2.83%	3.20%	3.63%	营业利润	119,655	126,234	147,716	167,441	190,196
驱动性因素						营业外净收入	-2,523	-3,794	-4,932	-5,919	-6,806
贷款增长	14.18%	11.99%	11.00%	10.00%	9.00%	拨备前利润	178,291	187,465	217,064	244,755	276,434
存款增长	10.08%	16.92%	13.00%	11.00%	10.00%	资产减值损失	61,159	65,025	74,280	83,233	93,045
生息资产增长	10.05%	11.74%	10.41%	8.92%	8.11%	利润总额	117,132	122,440	142,784	161,522	183,389
计息负债增长	9.74%	11.96%	10.53%	9.22%	8.49%	所得税	23,709	24,481	28,557	32,304	36,678
平均贷款收益率	5.27%	4.96%	5.10%	5.15%	5.20%	净利润	93,423	97,959	114,227	129,218	146,711
平均生息资产收益率	4.16%	3.93%	4.07%	4.14%	4.20%	归母净利润	92,867	97,342	113,549	128,505	145,963
平均存款付息率	1.59%	1.58%	1.58%	1.57%	1.56%	资产负债表					
平均计息负债付息率	1.91%	1.76%	1.78%	1.78%	1.77%	贷款总额	4,490,650	5,029,128	5,582,332	6,140,565	6,693,216
净息差(NIM)-测算值	2.46%	2.37%	2.48%	2.55%	2.62%	贷款减值准备	223,099	234,662	263,370	299,935	342,114
净利差(NIS)-测算值	2.25%	2.17%	2.29%	2.36%	2.43%	贷款净额	4,277,300	4,804,361	5,318,962	5,840,630	6,351,102
净手续费收入增速	7.54%	11.18%	13.00%	14.00%	15.00%	投资类资产	1,804,437	2,068,695	2,275,565	2,412,098	2,556,824
净非息收入/营收	35.82%	36.30%	35.48%	35.51%	36.04%	存放央行	567,896	538,446	576,043	639,407	703,348
成本收入比	32.09%	33.30%	32.50%	32.50%	32.00%	同业资产	522,507	616,516	678,168	732,421	776,366
拨备支出/平均贷款	1.45%	1.37%	1.40%	1.42%	1.45%	其他资产	245,100	333,430	298,489	333,566	438,781
实际所得税率	20.24%	19.99%	20.00%	20.00%	20.00%	生息资产	7,385,490	8,252,785	9,112,107	9,924,492	10,729,755
业绩年增长率						资产合计	7,417,240	8,361,448	9,234,566	10,094,395	11,003,351
净利息收入	7.9%	6.9%	16.4%	12.9%	11.2%	存款	4,844,422	5,664,135	6,400,473	7,104,525	7,814,977
净手续费收入	7.5%	11.2%	13.0%	14.0%	15.0%	向央行借款	359,175	331,622	331,622	331,622	331,622
营业收入	8.5%	7.7%	14.9%	12.9%	12.1%	同业负债	784,735	1,009,846	1,030,043	1,060,944	1,092,773
营业支出	7.1%	9.5%	13.2%	12.6%	11.0%	发行债券	578,191	346,141	363,448	377,986	389,326
拨备前利润	6.6%	5.1%	15.8%	12.8%	12.9%	计息负债	6,566,523	7,351,744	8,125,586	8,875,077	9,628,697
利润总额	10.0%	4.5%	16.6%	13.1%	13.5%	负债合计	6,799,533	7,631,094	8,422,011	9,190,005	9,994,566
净利润	15.6%	4.9%	16.6%	13.1%	13.5%	股东权益合计	617,707	730,354	812,555	904,390	1,008,785
归母净利润	15.3%	4.8%	16.6%	13.2%	13.6%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	52,275	53,615	58,334	63,582	69,824
ROAA	1.31%	1.23%	1.30%	1.34%	1.39%	不良贷款率	1.16%	1.07%	1.04%	1.04%	1.04%
ROAE	16.84%	15.73%	16.44%	16.53%	16.68%	不良净生成率	0.78%	1.00%	1.00%	0.93%	0.93%
RORWA	2.15%	2.05%	2.21%	2.33%	2.47%	拨备覆盖率	427%	438%	451%	472%	490%
资本状况						拨贷比	4.97%	4.67%	4.72%	4.88%	5.11%
资本充足率	15.54%	16.54%	16.97%	17.53%	18.18%	流动性					
一级资本充足率	12.69%	13.98%	14.50%	15.13%	15.84%	存贷比	92.70%	88.79%	87.22%	86.43%	85.65%
核心一级资本充足率	11.95%	12.29%	12.94%	13.67%	14.47%	贷款/总资产	60.54%	60.15%	60.45%	60.83%	60.83%
加权风险资产	4,606,786	4,964,542	5,351,776	5,737,104	6,138,701	投资类资产/总资产	24.33%	24.74%	24.64%	23.90%	23.24%
风险加权系数	62.11%	59.37%	57.95%	56.83%	55.79%	同业资产/总资产	7.04%	7.37%	7.34%	7.26%	7.06%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：资深分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：研究助理，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 伍嘉慧：研究助理，上海交通大学金融硕士，2020年7月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。