

招商银行 (600036.SH)

零售升级之道，剑指零售3.0版本

强烈推荐(首次评级)

当前价格: 48.77 元

目标价格: 65.76 元

投资要点:

- 银行行业改革创新，股份制银行创新引领。**疫情下银行业担起稳定金融大旗，为稳定金融提供多方位支持。财富管理不断深化、银行理财子纷纷成立、金融科技不断加码，制度灵活而规范、思维活跃而清晰的股份制大行将在银行业变革与创新的路上实现业务“量与质”的提升。
- 规模效应稳步提升，利息净收入受益于存款活期化。**招商银行的整体资产规模近五年维持较为稳定的增速，从2016年“五万亿”银行迅速提升至2020年“八万亿”银行，四年间总资产年复合增长率CAGR为8.91%，且这两年呈现资产加速增长状态。招商银行客群活跃，财富类型多样化背景下，存款活期化对于其利息收入有正向影响，2021年息差收入水平维持较好水平，随着资产规模稳步快速提升，有效增加招商银行利息净收入。
- 财富管理不断深化，轻资产让自身更加轻盈。**2020-2021年疫情时代，受资本市场活跃，招商银行代理基金销售业务收入快速增长影响，代理服务手续费大幅提升35.28%至185.07亿元，未来代理服务手续费增长受资本市场活跃度影响维持较好趋势，根据2021年招商银行半年报，2021年H1较2020年代理手续费同比提升40.36%至151.73亿，全年维持高速增长可期。
- 开放文化助力发展，招商银行点亮3.0版零售。**企业优质文化积淀下，经营班子思路清晰，鼓励员工跳出常规工作流程和运作方式，实现创新想法落地和团队成长。“清风行动”使得招行“开放、融合、平视、包容”的轻文化日益成为全行上下认同的价值观。“大财富管理业务模式+数字化的运营模式+轻文化的组织模式”三者有效叠加组成了招商银行3.0版零售初级形态，以科技助力移动端app用户金融获得感，以文化延续发展动力。
- 盈利预测：**考虑到招商银行整体处于均衡状态，资本实力强劲，零售3.0改革锐意进取，给予2.0xpb估值评估水平，给予2021年估值为：65.76元/股，结合当前股价，则有34.80%的涨幅，综合因素来看，预计招商银行超越基准“24.80-29.80%”，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	25,220/20,629
流通A股市值 (百万元)	1,006,074
每股净资产 (元)	26.60
资产负债率 (%)	91.43
一年内最高/最低 (元)	58.92/35.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 魏征宇

执业证书编号: S0210520050001

电话: 021-20655288

邮箱: wzy2529@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	2,697.03	2,904.82	3,294.29	3,591.50	3,947.35
同比增长率 (%)	8.51	7.70	13.41	9.02	9.91
归母净利 (亿元)	928.67	973.42	1,132.92	1,244.01	1,358.99
同比增长率 (%)	15.28	4.82	16.39	9.81	9.24
EPS(元/股)	3.62	3.79	4.49	4.93	5.39
市盈率 (P/E)	13.65	13.04	11.00	10.02	9.17
市净率 (P/B)	2.04	1.72	1.50	1.28	1.09

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

正文目录

一、	银行行业稳健发展，招商银行踏准时代脉搏	6
1.1	招商银行业务概览	8
1.2	公司治理完善，股东背景强劲	9
1.3	每一步踏准时代脉搏，勇立潮头创新引领	12
二、	从规模视角分析招商银行业务	13
2.1	资产端分析	13
(1)	贷款业务方面	14
(2)	债券投资业务方面	16
(3)	同业资产方面	20
(4)	“现金、贵金属及存放中央银行款项”方面	20
(5)	“其他资产组”方面	21
(6)	“商誉及长期股权投资”方面	21
2.2	负债端分析	23
(1)	存款业务方面	23
(2)	同业往来方面	25
(3)	“向中央借款”方面	26
(4)	应付债券方面	27
(5)	“交易性金融负债”方面	28
(6)	“衍生金融负债”方面	29
(7)	“其他负债组”方面	29
三、	从息差视角分析招商银行	32
3.1	计息规模方面	32
3.2	计息结构方面	34
3.3	规模及利差综合视角简析未来趋势	35
四、	从中间业务视角分析招商银行	37
4.1	托管及其他受托业务佣金方面	37
4.2	银行卡手续费收入方面	38
4.3	代理服务手续费方面	39
4.4	结算与清算手续费方面	39
4.1	信贷承诺及贷款业务佣金方面	40
五、	从不良生成视角分析招商银行	41
5.1	拨备覆盖率方面	42
5.2	不良产生静态方面	43
5.3	不良迁移及核销动态方面	49
六、	从管理费用及文化视角分析招商银行	51
6.1	人才与人才支出视角	51
6.2	企业文化层面	54
七、	从可比公司视角分析招商银行	55
八、	盈利预测	60
九、	风险提示	62

图表目录

图表 1: 2020-2021 年重要银行业政策.....	6
图表 2: 2019-2021 年央行货币政策执行报告政策方向	8
图表 3: 招商银行两大业务板块、业务内容及相关分销渠道.....	8
图表 4: 招商银行总行前端部门组织架构	10
图表 5: 公司前十大股东信息	11
图表 6: 第一大股东及其控股股东招商局集团股份持有结构.....	11
图表 7: 招商银行 2016-2020 年总资产及同比增长率变化趋势	14
图表 8: 招商银行贷款总额及占比总资产比例变化趋势	14
图表 9: 招商银行贷款成份增长趋势.....	15
图表 10: 招商银行贷款成份占比变化趋势	16
图表 11: 招商银行贷款成份年度增长率变化趋势	16
图表 12: 招商银行资产成份“金融投资”增长趋势	17
图表 13: 招商银行金融投资 2020 年成份金额及所占比例	17
图表 14: 招商银行 2020 年衍生金融工具资产期末规模	18
图表 15: 招商银行金融投资 2020 年以摊余投资计量.....	19
图表 16: 招商银行 2020 年报前十大面值债券基本信息	19
图表 17: 招商银行前十大债券利率变化	19
图表 18: 招商银行资产成份“存放同业及其他金融机构总额”增长趋势	20
图表 19: 招商银行资产成份“现金、贵金属及存放中央银行款项”增长趋势	20
图表 20: 招商银行资产成份“其他资产组”增长趋势	21
图表 21: 招商银行资产成份“递延所得税资产”增长趋势	21
图表 22: 招商银行资产成份“长期股权投资”增长趋势	22
图表 23: 招商银行 2016-2020 年总负债及同比增长率变化趋势	23
图表 24: 招商银行存款总额及占比总资产比例变化趋势	24
图表 25: 招商银行存款成份增长趋势.....	24
图表 26: 招商银行存款成份占比变化趋势	25
图表 27: 招商银行存款成份年度增长率变化趋势	25
图表 28: 招商银行负债成份“同业及其他金融机构存放总额”增长趋势.....	26
图表 29: 招商银行拆入资金变化趋势.....	26
图表 30: 招商银行卖出回购金融资产款变化趋势	26
图表 31: 招商银行“向中央银行借款”增长趋势	27
图表 32: 招商银行“应付债券”增长趋势	27
图表 33: 招商银行“应付债券”组成成份变化趋势	28
图表 34: 招商银行“交易性金融负债”增长趋势	28
图表 35: 招商银行“衍生金融负债”增长趋势	29
图表 36: 招商银行“其他负债组”增长趋势	29
图表 37: 招商银行“其他负债”增长趋势.....	30
图表 38: 招商银行“应付职工薪酬”增长趋势.....	31
图表 39: 招商银行 员工人数增长趋势.....	31
图表 40: 招商银行生息资产平均余额变化趋势	32
图表 41: 招商银行计息负债平均余额变化趋势	32
图表 42: 招商银行生息资产、负债利率及利息差变化趋势	33
图表 43: 招商银行利息净收入及同比增长变化趋势.....	33
图表 44: 招商银行 2020 年计息资产结构及收益率占比示意图	34
图表 45: 招商银行计息资产结构平均收益率趋势图.....	35

图表 46: 招商银行计息负债结构平均成本率趋势图	35
图表 47: 招商银行计息结构受规模、利率冲击影响变化趋势	36
图表 48: 招商银行托管及其他受托业务增长趋势	38
图表 49: 招商银行银行卡手续费增长趋势	38
图表 50: 招商银行代理服务手续费增长趋势	39
图表 51: 招商银行清算与结算手续费增长趋势	40
图表 52: 招商银行信贷承诺及贷款业务佣金增长趋势	40
图表 53: 招商银行不良贷款余额增长趋势	41
图表 54: 招商银行不良贷款率变化趋势	42
图表 55: 招商银行不良贷款拨备覆盖率变化趋势	42
图表 56: 招商银行正常类贷款占比变化趋势	43
图表 57: 招商银行正常类贷款占比变化趋势	43
图表 58: 招商银行不良贷款不同产品类型分布变化趋势	44
图表 59: 招商银行公司贷款组成成份不良率	44
图表 60: 招商银行零售贷款组成成份不良率	44
图表 61: 招商银行公司贷款部分成份不良率变化趋势 1 组	45
图表 62: 招商银行公司贷款部分成份不良率变化趋势 2 组	46
图表 63: 招商银行公司贷款部分成份不良率变化趋势 3 组	46
图表 64: 招商银行发达板块区域不良贷款率趋势	47
图表 65: 招商银行发展中板块区域不良贷款率趋势	48
图表 66: 招商银行不同担保方式不良贷款率趋势	49
图表 67: 招商银行不同类型贷款迁徙率变化趋势	49
图表 68: 招商银行贷款损失计提与转回合并变化趋势	50
图表 69: 招商银行贷款核销和处置变化趋势	50
图表 70: 招商银行业务及管理费用变化趋势	51
图表 71: 招商银行员工人数变化趋势	51
图表 72: 招商银行员工专业构成变化趋势	52
图表 73: 招商银行研发人员人数变化趋势	52
图表 74: 招商银行员工薪酬变化趋势	53
图表 75: 招商银行薪酬风险准备金趋势	53
图表 76: 招商银行薪酬&风险准备金叠加趋势	53
图表 77: 招商银行硕士及以上学历人数趋势	54
图表 78: 招商银行人均创收、创利趋势	54
图表 79: 2019 年清风公约	55
图表 80: 2021 年清风管理 10 个锦囊	55
图表 81: 可比公司营业收入变化趋势	55
图表 82: 可比公司近营业收入增速变化趋势	55
图表 83: 可比公司利息净收入变化趋势	56
图表 84: 可比公司利息净收入占比营收变化趋势	56
图表 85: 可比公司手续费及佣金净收入同比变化趋势	56
图表 86: 可比公司手续费及佣金净收入占比变化趋势	56
图表 87: 可比公司归母净利润同比变化趋势	57
图表 88: 可比公司年化加权平均 ROE 变化趋势	57
图表 89: 可比公司年化平均 ROA 变化趋势	57
图表 90: 可比公司净息差变化趋势	57
图表 91: 可比公司资产同比变化趋势	58
图表 92: 可比公司贷款同比变化趋势	58

图表 93: 可比公司负债同比变化趋势.....	58
图表 94: 可比公司存款占比变化趋势.....	58
图表 95: 可比公司存款同比变化趋势.....	58
图表 96: 可比公司不良贷款率变化趋势.....	59
图表 97: 可比公司正常类贷款占比变化趋势.....	59
图表 98: 可比公司关注类贷款占比变化趋势.....	59
图表 99: 可比公司不良贷款拨备覆盖率变化趋势.....	59
图表 100: 可比公司核心一级资本充足率变化趋势.....	60
图表 101: 可比公司资本充足率变化趋势.....	60
图表 102: 可比公司市净率 (LF) 渐进式变化趋势.....	60
图表 103: 招商银行财务数据及估值.....	61
图表 104: 招商银行利润表预测.....	63
图表 105: 招商银行资产负债表预测.....	63

一、 银行行业稳健发展，招商银行踏准时代脉搏

疫情下银行业担起稳定金融大旗，为稳定金融提供多方位支持。2020年1月31日，中国人民银行、财政部、银保监会等多部委联合发文《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，要求金融系统认真贯彻党中央、国务院决策部署，主动作为，确保金融服务畅通，支持各地防疫防控，要求采取多种货币政策工具保持流动性合理充裕，并加大货币信贷支持力度（优惠、展期、续贷等），合理调度金融资源，保障人民群众日常金融服务，保障金融基础设施安全，维护金融市场平稳有序运行，建立“绿色通道”，助力防疫物资进口，切实提高外汇及跨境人民币业务办理效率；加强金融系统党的领导，为打赢疫情防控阻击战提供坚强政治保证。

法律制度调整保障改革行动，股份制银行受益良多。2020-2021年，银行业未曾放缓变革的脚步，疫情的发生，更加催化了银行业科技变革的速度与决心。从法律保障的角度来看，监管部门根据当前形势的变化，着重把握重点风险的监控，同时要求金融机构增加对实体经济的支持，鼓励更多运用绿色债、中小企业专项债券等工具；同时，加强监管互联网贷款，利好网点布局广泛的全国性商业银行。此外，制造业转型对银行业的资产结构提供了新思路、新方向，既有利于产业结构转化，同时也有利于大型商业银行资产质量稳步提升。最后，财富管理的不断深化背景下，理财产品销售管理暂行办法给予银行理财子快速、合规展业提供了制度保障，也为后续的财富管理扩容提供重要的方向指引。制度灵活而规范、思维活跃而清晰的股份制大行将在银行业变革与创新的路上实现业务“量与质”的提升。

图表 1：2020-2021 年重要银行业政策

时间	银行业重要政策信息
2020年1月31日	进一步强化金融支持 防控新型冠状病毒感染肺炎疫情 ，确保金融系统服务畅通、保证流动性合理充裕，加大货币信贷支持力度。
2020年3月1日	对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息，纾解中小微企业困难，推动企业有序 复工复产 ，本金、利息还款日期可延长至2020年6月30日，免收罚息。对小微企业新增贷款提供优惠利率，积极发放。
2020年4月24日	关于金融支持 粤港澳大湾区建设 的意见，深化内地与港澳金融合作，加大金融支持粤港澳大湾区建设力度，提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支持引领作用
2020年4月30日	公布 中国银保监会2020年规章立法工作计划 ：银行业相关法规主要涉及商业银行互联网贷款管理、理财子理财产品销售管理、银行业董事监事履职评价及许可证管理等。
2020年5月9日	银保监会公布 商业银行互联网贷款管理暂行办法 （征求意见稿）；主要对于互联网贷款全流程进行管控以及银行与合作机构合作放贷的约束机制安排；意见稿设置了个人消费额度20万亿上限及授信时间安排，以及目前银银合作以及银-非银合作放贷的过渡期安排。
2020年5月26日及6月1日	关于 进一步强化中小微企业金融服务 的指导意见，支持实体经济，并发文进一步对中小微企业实施阶段性延期还本付息及加大信用贷款支持力度的安排机制。
2020年9月7日	关于 加强小额贷款公司监督管理 ，坚持普惠，适度融资（不超其净资产4倍），对外借款小额分散（单户不超净资产10%，有关联合计不超15%），风险监控，服务当地，利率合理，严守行为底线，规范催收等。

2020年12月28日	制定了《 金融机构债权人委员会工作规程 》，针对债务规模较大、存在困难的非金融债务企业，3家以上持有债权(含贷款、债券等)、管理的资产管理产品持有债权、依法作为债券受托管理人的银行保险机构和证券期货基金经营机构等可以发起成立金融机构债权人委员会。确保债权金融机构形成合力，稳妥化解风险。
2021年1月1日	建立银行业金融机构 房地产贷款集中度管理制度 ，房地产贷款集中度超出管理要求的银行业金融机构，须制定业务调整过渡期内逐步达到管理要求的调整方案，明确向管理要求边际收敛的具体举措，保持房地产贷款占比、个人住房贷款占比基本稳定。
2021年2月19日	进一步规范商业银行互联网贷款业务 ，生效日期2022年1月1日。商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款的，单笔贷款中合作方出资比例不得低于30%，与单一合作方(含其关联方)发放的本行贷款余额不得超过本行一级资本净额的25%，互联网贷款余额不得超过本行全部贷款余额的50%，不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。
2021年3月16日	加快推动制造业高质量发展 ，引导金融机构在依法合规、风险可控的前提下，加大对制造业企业的融资支持力度，逐步发展大型设备、公用设施、生产线等领域的设备租赁和融资租赁服务，开发适合制造业特点的金融产品。
2021年3月23日	商业银行负债质量管理办法 ，确保经营的安全性、流动性和效益性为目的，按照与其经营战略、风险偏好和总体业务特征相适应的原则，就负债来源、结构、成本等方面所开展的管理，应将负债质量纳入绩效考核体系，保证负债来源稳定性、结构多样性、资产负债合理、负债主动性、成本适当性及项目真实性。
2021年3月26日	防止经营用途贷款违规流入房地产领域 ，加强借款人资质核查、信贷需求审核、贷款期限管理、抵押物管理、贷中贷后管理、内部管理及中介机构管理，以支持实体经济为导向，打击违规流入房地产经营贷资金。
2021年4月25日	中国银保监会 2021年规章立法工作计划 ，银行业方面主要涉及流动资金贷款管理、个人贷款管理、固定资产贷款管理、商业银行托管业务、网络小额贷款公司管理、汽车金融公司、商业银行服务价格管理办法等。
2021年5月11日	理财公司理财产品销售管理暂行办法 ，主要针对理财子及批准从事理财业务的非银金融机构，加强适当性管理，打破刚性兑付，加强理财公司及代销机构规范化管理、评估，保护投资者利益。

数据来源：银保监会官网，华福证券研究所

防风险、固结构夯实银行业经营质量，理财、中小企业服务回归服务本色。在疫情影响下，2020年中国GDP名义增速放缓、宏观对冲力度加大，宏观杠杆率阶段性有所上升，预计将逐步回归原来较为稳定的趋势。近两年各类高风险机构得到有序处置，诸如依法果断接管包商银行，完成锦州银行财务重组、增资扩股工作，使得其经营转向正轨，并顺利接管“明天系”旗下9家金融机构，有序推进清产核资和改革重组工作，此外华信集团、安邦集团风险处置基本进入尾声。银行业在2021年上半年整体资产质量得到进一步巩固，为未来良好发展作出良好铺垫。此外，随着财富管理业务不断深化，资管新规对于理财净值化要求逐步推进，银行理财子公司如雨后春笋般陆续成立，为国内居民提供更为丰富的理财产品矩阵。此外，中小企业的专项债陆续发行，银行业服务实体的资金来源、资金去向不断扩大，形成有效良性循环。

货币政策稳定性强，持续呵护中国经济稳步增长。透过2019-2021年中国央行货币政策执行报告，货币政策基本要义是灵活精准、合理适度，并在特定情境下有所侧重，整体的大方向是保持连续性、可持续性 & 稳定性，做好跨周期政策设计。目前

整体政策及央行的公开市场操作温和适度，符合当下中国经济发展背景，呵护中国经济持续、健康、稳定发展。银行业也将受益于该稳定、健康的经济大背景，政策的连续性及可持续性也将让银行业在资金摆布方面更加清晰、更有把握，降低产生风险的几率。

图表 2：2019–2021 年央行货币政策执行报告政策方向

日期	报告期数	政策方向
2021 年 8 月	21Q2	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 搞好跨周期政策设计，保持政策连续性、稳定性、可持续性。
2021 年 5 月	21Q1	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间
2021 年 2 月	20Q4	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效
2020 年 11 月	20Q3	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要
2020 年 8 月	20Q2	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模 合理增长 ，完善 跨周期设计和调节
2020 年 5 月	20Q1	稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏
2020 年 2 月	19Q4	科学稳健把握 逆周期调节 力度，稳健的货币政策要灵活适度
2019 年 11 月	19Q3	保持定力，继续实施好 稳健 的货币政策，创新和完善金融 宏观调控 ，加强 逆周期调节
2019 年 8 月	19Q2	稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节
2019 年 5 月	19Q1	稳健的货币政策要松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调
2019 年 2 月	18Q4	稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡

数据来源：央行官网，华福证券研究所

1.1 招商银行业务概览

招商银行成立于 1987 年，总部位于中国深圳，是一家在中国具有鲜明特色和市场影响力的全国性商业银行。招商银行业务以中国市场为主，分销网络主要分布于中国大陆主要中心城市，以及香港、纽约、伦敦、新加坡、卢森堡、悉尼等国际金融中心，2002 年 4 月，招商银行在上海证券交易所上市。2006 年 9 月，招商银行在香港联交所上市。

招商银行向客户提供各种批发及零售银行产品和服务，亦自营及代客进行资金业务。招商银行推出的许多创新产品和服务广为中国消费者接受，例如：“一卡通”多功能借记卡、“一网通”综合网上银行服务，信用卡、“金葵花理财”和私人银行服务，招商银行 App 和掌上生活 App 服务，招商银行企业 App 服务，全球现金管理、贸易金融等交易银行与离岸业务服务，以及资产管理、资产托管和投资银行服务等。招商银行持续深入客户的生活圈和经营圈，致力于为客户提供定制化、智能化、综合化的解决方案。

图表 3：招商银行两大业务板块、业务内容及相关分销渠道

业务板块	主要业务内容	电子分销渠道	物理分销渠道
零售金融业务	主要包含财富管理业务、私人银行业务、信用卡业务及零售存、贷款业务（包含针对小微贷款业务及消费贷款业务）	招商银行 APP、信用卡“掌上生活”APP、网络经营服务、智能服务体系	分销网点网络主要分布于中国大陆主要中心城市，以及香港、纽约、伦敦、新加坡、卢森堡、

批发金融业务	主要包含针对战略客户、机构客户、小企业客户、同业客户、离岸客户等分层分类、专业专注的对公客户服务体系及公司客户存贷款业务、票据业务、交易银行业务、离岸业务、投资银行业务、同业业务、资产管理业务（招银理财）、资产托管业务、金融市场业务	网上企业银行、招商银行企业 APP	悉尼等国际金融中心
---------------	--	-------------------	-----------

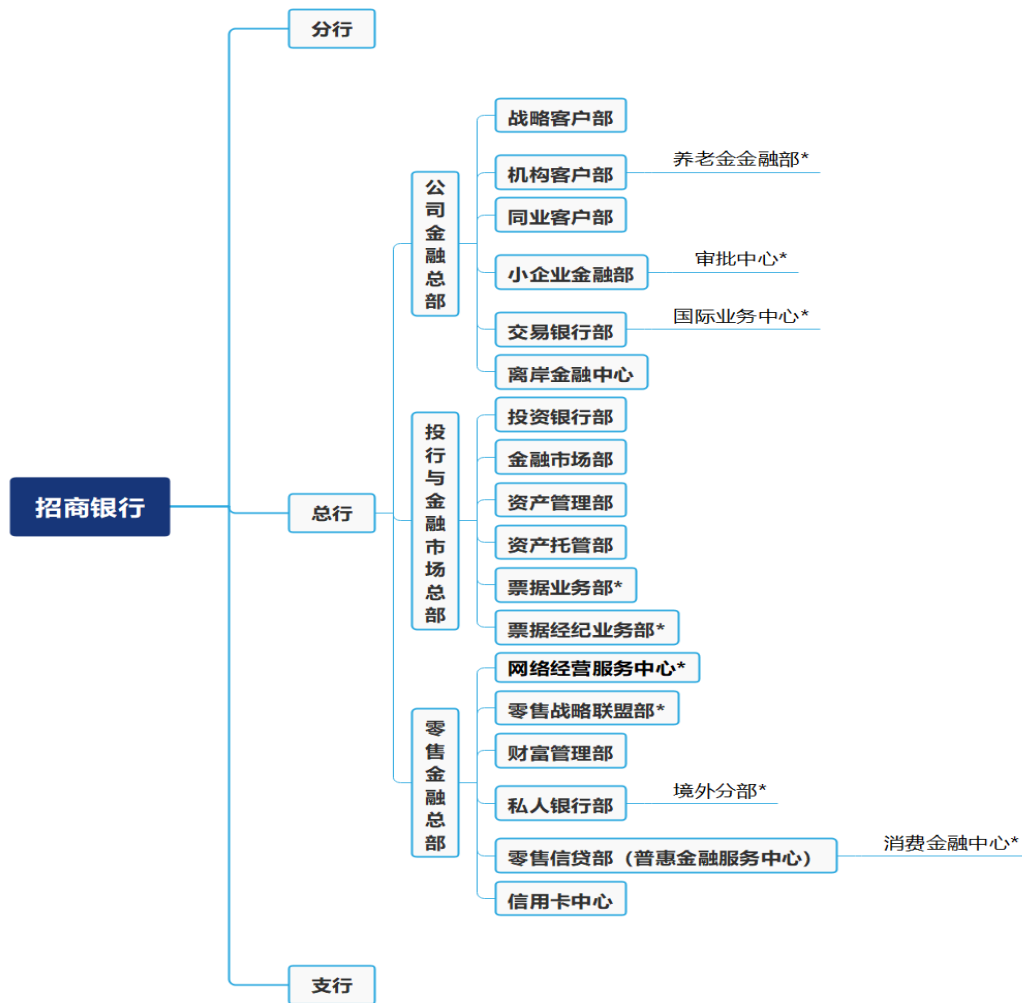
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2020年，招商银行持之以恒地推进“轻型银行”战略转型，坚持“一体两翼”定位，围绕“客户+科技”主线，以开放融合为方法论，围绕核心客群构建生态圈，全面打造金融科技银行，深化组织文化变革，探索商业银行发展的3.0模式，一年来发展成效显著，市场地位、品牌影响力、核心竞争力进一步提升。“十四五”期间，招商银行将把全面打造大财富管理体系作为应对内外部形势变化的战略支点，作为深化“轻型银行”转型、探索构建3.0经营模式的主要方向。

1.2 公司治理完善，股东背景强劲

招商银行组织架构完善，专业力量加速推进公司成长。招商银行前端部门主要有公司金融总部、投行与金融市场总部及零售金融总部；下图中未包含诸如资产负债管理部（包含独立二级部门投资管理部）、金融科技办公室，中后台部门包含董事会办公室、监事会办公室、办公室、人力资源部、财务会计部、风险管理部（包含操作风险、市场风险管理部两各独立二级部门）、授信执行部（包含审批中心独立二级部门）、资产保全部（包含特殊资产经营中心独立二级部门）、运营管理部（包含运营中心独立二级部门）、信息技术部（包含零售应用研发中心、批发应用研发中心、基础设施研发中心、数据资产与平台研发中心、测试中心、数据中心6大独立二级部门）、审计部、监察部（包含安全保卫部独立二级部门）、法律合规部（包含反洗钱与制裁合规管理中心独立二级部门）、招商银行研究院、培训中心、工会办公室、行政部（包含采购管理部、工程管理部独立二级部门）、各代表处（北京、上海、美国、台北）；

图表 4：招商银行总行前端部门组织架构



数据来源：公司年报，华福证券研究所

股权结构清晰，招商局拥有良好股东背景。招商银行近十几年的快速发展，离不开证券市场的蓬勃发展以及积极抓住市场机遇，通过 A+H 股上市等多次战略性股权融资和债券融资，始终保持雄厚的资本实力。从十大股东来看，公司股权结构较为清晰，招商局轮船有限公司为第一大股东。股权结构整体非常市场化，公司始终以“行长负责制”作为公司治理的重要准则，良好的股东背景更多从业务、机制及战略辅助层面提供相应支持。

图表 5：公司前十大股东信息

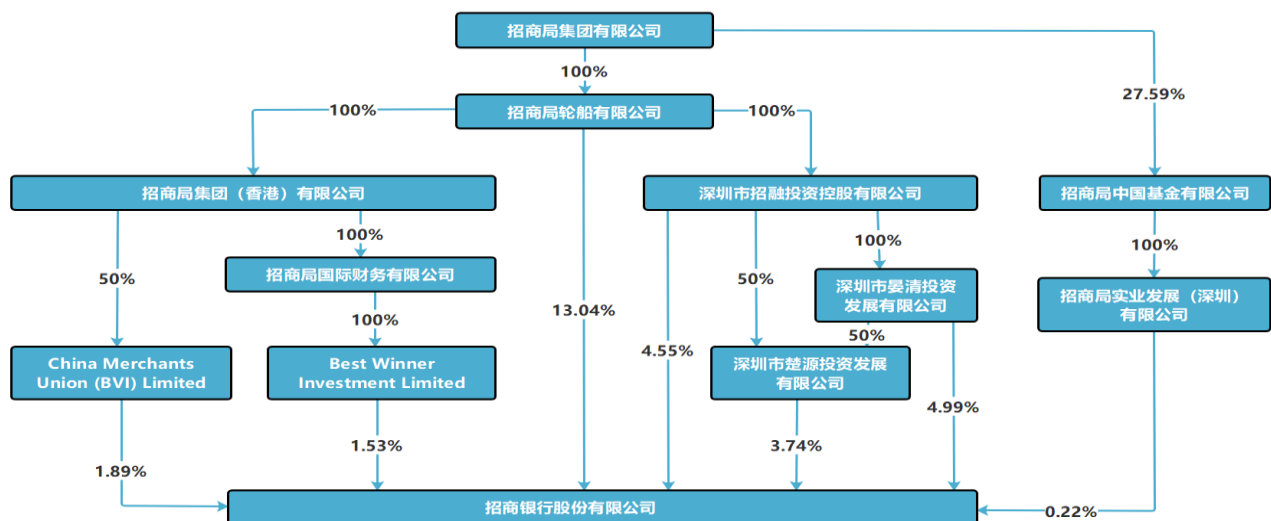
序号	股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例 (%)	股东性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	45.52	18.05	境外法人
2	招商局轮船有限公司	32.89	13.04	国有法人
3	中国远洋运输有限公司	15.75	6.24	国有法人
4	香港中央结算有限公司	13.64	5.41	境外法人
5	深圳市晏清投资发展有限公司	12.59	4.99	国有法人
6	深圳市招融投资控股有限公司	11.47	4.55	国有法人
7	和谐健康保险股份有限公司 一传统一普通保险产品	11.31	4.48	境内法人
8	大家人寿保险股份有限公司 一万能产品	9.76	3.87	境内法人
9	深圳市楚源投资发展有限公司	9.44	3.74	国有法人
10	中远海运 (广州) 有限公司	6.96	2.76	国有法人
合计		169.33	67.13	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：招商局轮船有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司、深圳市招融投资控股有限公司和深圳市楚源投资发展有限公司同为招商局集团有限公司的子公司；中国远洋运输有限公司和中远海运（广州）有限公司同为中远海运集团有限公司的子公司。其余股东之间本公司未知其关联关系或一致行动关系。

招商局集团作为第一大股东，股东实力强劲。招商局集团有限公司是国务院国有资产监督管理委员会监管的中央企业，该公司的前身是轮船招商局，创立于 1872 年中国晚清洋务运动时期，曾是对中国近代民族工商业现代化进程起到过重要推动作用的企业之一。招商局集团有限公司间接持有招商银行 29.97% 的股权（通过股权 / 控制 / 一致行动关系控制本公司的股份）；其中，招商局轮船有限公司直接持有公司 13.04% 的股份，是第一大股东。

图表 6：第一大股东及其控股股东招商局集团股份持有结构



数据来源：公司年报，华福证券研究所

1.3 每一步踏准时代脉搏，勇立潮头创新引领

招商银行成立于1987年，总部位于中国深圳，是具有鲜明特色及全国影响力的股份制全国商业银行。招商银行发展中的每一步都坚实有力，以下为其重要的时刻及主要创新之举，如同一幅画卷，展现出招商银行与时代共舞之美。

生而不一样：1987年4月8日，招商银行在中国改革开放的前沿——深圳蛇口开业，新中国第一家由企业创办、自主经营、独立核算、自负盈亏的商业银行宣告诞生。不一样的基因、不一样的服务、不一样的机制、不一样的科技……这些迥然不同的特质，造就了“不一样”的招商银行。

现代公司治理：1987.05.15 招商银行创办时，虽然只有招商局一家股东，但坚持按照国际惯例创建现代企业管理制度，组建董事会、监事会，并按法规制定了《招商银行章程》。在第一次董事会会议上，招商银行就确定了董事会领导下的行长负责制，明确所有权与经营权分开。

招银模式：1993年，《经济日报》在报道中首先提出“招银模式”。随后《人民日报》《新华社内参》《金融时报》等多家媒体相继对我行作了报道。一时间，“招银模式”成了金融界热门话题，其涵义主要包括：无行政级别、自主经营、自负盈亏、自担风险、董事会领导下的行长负责制等。

一卡通：1995年，招商银行推出集多储种、多币种、多功能服务于一体的电子货币卡——“一卡通”。一卡通将客户号管理这个先进的理念引入中国市场，引领着中国银行业由存折时代进入卡片时代。一卡通是中国银行业储蓄服务的一场革命，推动了中国银行业结算制度的变革。

牛奶与咖啡服务：1996.07.13，讲招行的服务发展史，一定避不开沈阳分行的牛奶咖啡革命。1996年，沈阳分行行长孙培洋提出要让客户来招行享受到“上帝”一样的服务，沈阳分行率先将顾客服务区域扩大，摆放舒适沙发，并给客人提供咖啡和牛奶。随后，总行在沈阳召开现场会，全面总结推广这一服务模式。

一网通：1997年，招商银行率先推出自己的网站——“一网通”（域名为：www.cmbchina.com），这是中国银行业最早的域名之一。1998年，招行推出面向个人客户的网上银行服务——“网上支付”业务，成为国内首家在互联网上提供支付服务的银行。

因您而变：“因您而变”是招商银行自2002年开始使用的企业品牌口号，该口号由“山因势而变、水因时而变、人因思而变”这一品牌策略推演而来。招商银行把客户比作太阳，招行是始终围绕太阳生长变化的向日葵。

“轻型银行”：2014年，招行提出“轻型银行”的转型方向。轻型银行的本质，就是以更少的资本消耗、更集约的经营方式、更灵巧的应变能力，实现更高效的发展和更丰厚的价值回报。其内涵包括四个方面：轻资产、轻运营、轻管理、轻文化。

“一体两翼”：2014年，招行提出以“一体两翼”为战略定位，零售金融是“一体”，公司金融和同业金融是“两翼”。“一体两翼”是对招行独特优势业务的一种战略整合，

是一个正向循环、互相促进的有机整体。

金融科技银行：2017年，招行提出要把自己定位为一家“金融科技银行”，为转型下半场提供源源不断的“核动力”，对标科技公司，改变业务模式、运营方式、管理模式和基础架构。

招商银行 App 用户数破亿：2019年9月12日，招商银行 App 用户数突破1亿。这是招行继零售客户数（含信用卡）、两大 App 用户数、个人储蓄账户数破亿后，在零售用户规模上的第四个“亿级”里程碑，招行也因此成为国内首家 App 用户数破亿的股份制商业银行。

清风公约：2019年11月，招行推出改进工作作风的“清风公约”，从文化层面为反对“大企业病”开出一剂药方。“清风公约”不仅诠释了轻文化的丰富内涵，也是招行员工践行轻文化的行为准则。“清风公约”一经推出，即引起行内广大员工强烈共鸣，并自发传播到行外，引起社会的热烈反响和点赞。

开放与融合：2020年，招行提出开放与融合作为解锁数字化时代经营模式的钥匙和方法论，通过内部融合提升服务能力，通过连接开放突破服务边界进入客户的生活圈、企业的经营圈，营造服务生态，并将开放与融合贯彻应用于业务、科技、组织及文化升级的方方面面。

二、从规模视角分析招商银行业务

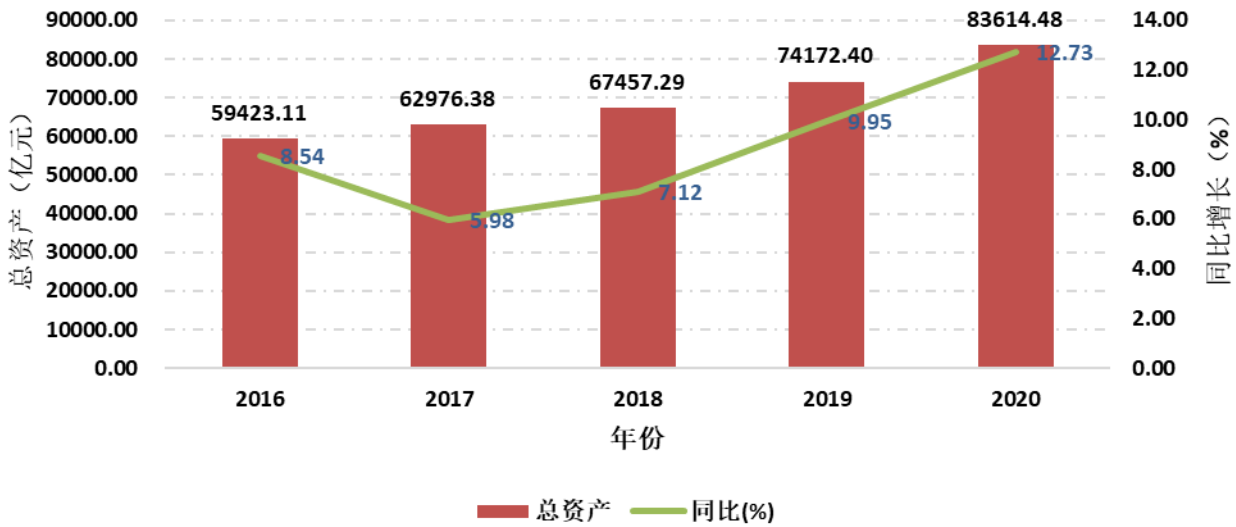
从传统思维的角度来看银行业，“规模”成为绕不开的话题，**存贷的规模增长**提供了银行业最重要的资金流水以及盈利来源。通过分析银行的规模增长来源、速度来分析银行未来规模的整体预期对于银行的体量分析及基础性分析有着重要的意义。

规模的视角可以从两个维度，分别是资产端及负债端。资产端而言，我们将通过**贷款业务、债券投资业务及同业资产及投资业务**来分析招商银行的历史情况以及未来预期。负债端而言，我们将通过**存款业务、同业往来、向中央借款、应付债券及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债及衍生金融负债**来分析负债变化情况及变化趋势。

2.1 资产端分析

招商银行的整体资产规模近五年维持较为稳定的增速，从2016年“五万亿”银行迅速提升至2020年“八万亿”银行，四年间总资产**年复合增长率 CAGR 为 8.91%，且这两年呈现资产加速增长状态。**

图表 7: 招商银行 2016-2020 年总资产及同比增长率变化趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

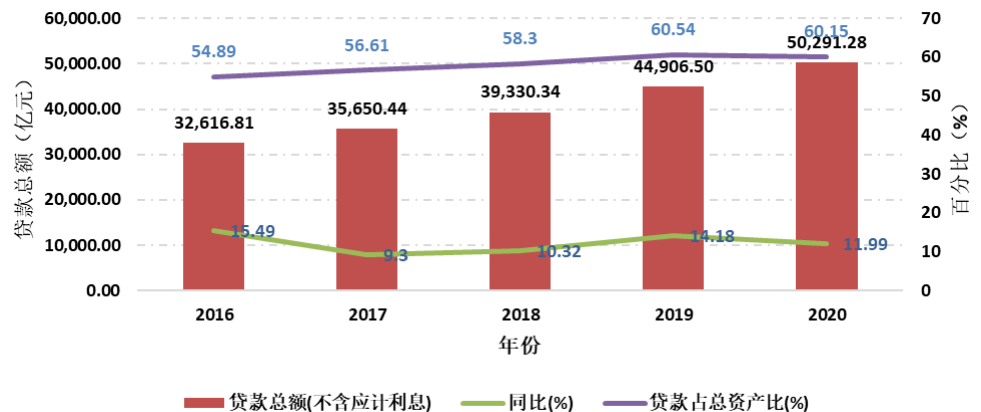
(1) 贷款业务方面

贷款业务是银行传统的存贷业务板块, 作为银行重要的利息来源方式, 其规模的提升反映出银行的资产扩张能力, 也反映出银行在一定贷款扩张周期的背景下, 相较于其他银行具有比较优势的贷款贷出能力, 从而反映出银行优质客户群体及渠道建设能力。

招商银行贷款总额自 2016 年略超 3 万亿, 稳步增长至 2020 年略超 5 万亿元, 年复合增长率 CAGR 达 11.43%, 2019-2020 贷款业务增速均超越此平均数, 呈现稳步快速增长。

从贷款总额占比总资产比例来看, 从 2016 年 54.89% 稳步提升至 2020 年 60.15%, 2020 年贷款占比总资产比例较 2019 年略有下滑 0.39%, 整体贷款占比比例已经达到相对稳定的状态。

图表 8: 招商银行贷款总额及占比总资产比例变化趋势

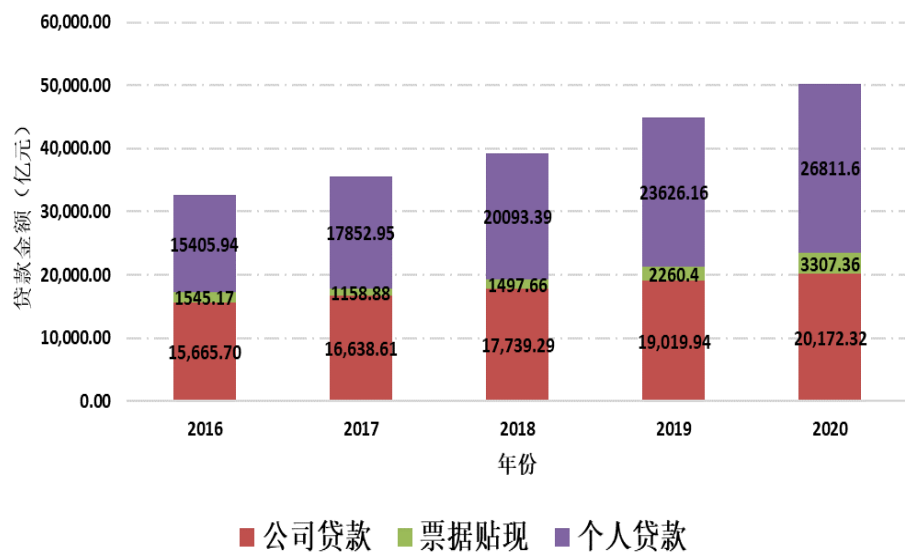


数据来源: 公司财报, 华福证券研究所

贷款业务主要包含三个维度：公司贷款（批发业务）、个人贷款（零售业务）及票据贴现，这三部分共同组成了招商银行的贷款业务版图。

从贷款业务金额上来看，公司、个人及票据贴现业务整体均呈现稳步增长趋势，公司贷款从 2016 年 1.54 万亿提升至 2020 年 2.68 万亿，个人贷款从 2016 年 1.56 万亿提升至 2020 年 2.01 万亿，票据贴现从 2016 年 0.15 万亿提升至 2020 年 0.33 万亿，均取得不错增长数据。

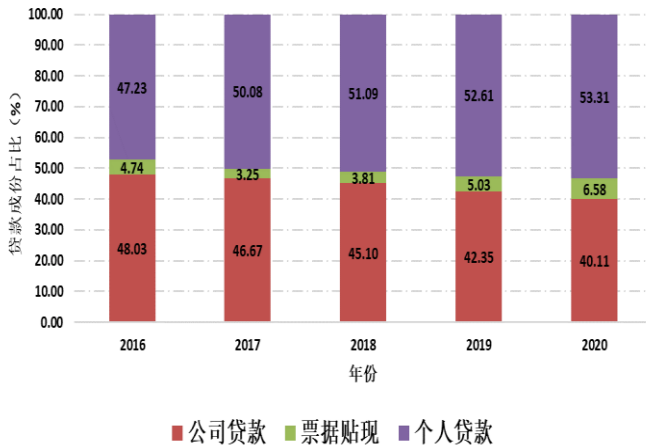
图表 9：招商银行贷款成份增长趋势



数据来源：公司财报，华福证券研究所

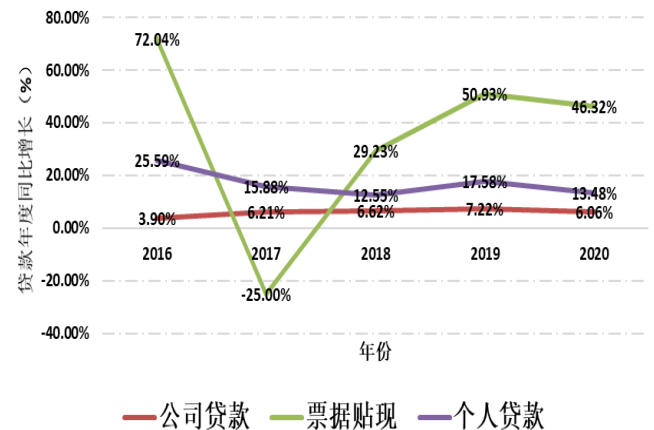
从贷款业务三大类构成比例来看，公司贷款占比有逐步下滑的趋势，从 2016 年占比贷款总额 48.03%，逐步下滑至 2020 年占比 40.11%，逐年下滑 1-2 个百分点，结合其年度增长来看，每年增长率维持在相对较低水平主要介于 6-7%，因此份额逐步降低；个人贷款占比份额逐年呈现稳步提升趋势，从 2016 年占比 17.23%，逐步提升至 2020 年 53.31%，逐年提升 1 个百分点左右，绝对增速上，2016 年大幅增长 25.59%，此后维持在年均增速 13-16% 高速增长速度，据此趋势，2021 年个人贷款占总贷款比例将进一步提升；票据贴现业务占比总体较小，由 2016 年 4.74%，逐步提升至 6.58%，其绝对额变化波动性较强，除 2017 年大幅下滑-25% 外，其他年份均维持较高水平增长，近两年维持年均 50% 增长。

图表 10: 招商银行贷款成份占比变化趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 11: 招商银行贷款成份年度增长率变化趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

(2) 债券投资业务方面

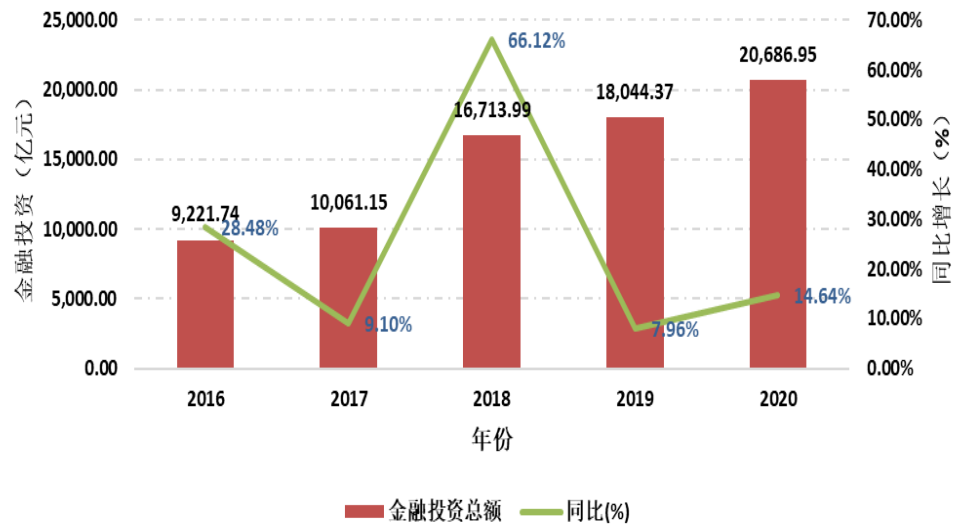
招商银行债券投资业务主要通过投资证券及其他金融资产实现资金保值、增值。包含以人民币计价及外币计价的上市和非上市金融工具；主要包含：衍生金融资产、以公允价值计量且变动计入当期损益金融投资（债券投资、非标资产投资、其他¹）、以摊余成本计量的金融投资（债券投资、非标资产、其他、损失准备）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具投资、指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具投资、长期股权投资。

从组成成份来看，部分投资标的作为利息收入归入到利息收入部分，另外一部分根据新的金融工具准则调整为非息收入部分。我们可以从规模以及相应标的的利息收入、收益率及非息收入部分的收入及收益率来明晰招商银行的投资经营思路及能力。

从 2016-2020 年五年金融投资总额变化趋势来看，整体呈现稳步增长；与此同时，考虑到流动性以及资产配置的效率，招商银行采取了稳健而不失灵活的综合投资配置方案。

¹ 包括股权投资、基金投资、理财产品、贵金属合同（多头）等

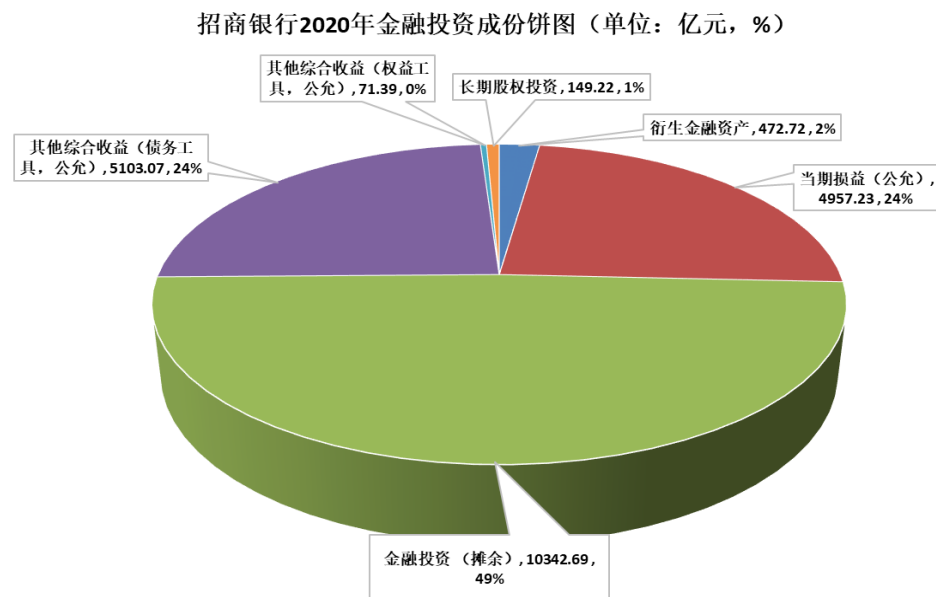
图表 12: 招商银行资产成份“金融投资”增长趋势



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

政府债等摊余成本计量方式投资稳占大头。招商银行 2020 年整体金融投资金额为 2.06 万亿, 其中占比最大的为以摊余成本计量的金融投资, 主要涉及债券投资、非标投资及其他, 合计为 1.03 万亿, 占比 49.02%, 较 2019 年 49.88%略有下降; 另外, 以公允价值计量计入当期损益及其他综合收益的债务工具投资占比均达到 24%, 合计约 48%, 这一部分投资品种较多, 比较能反映招商银行综合资产配置能力及投资把握能力, 当然与对应的金融市场行情亦有重要相关关系。

图表 13: 招商银行金融投资 2020 年成份金额及所占比例

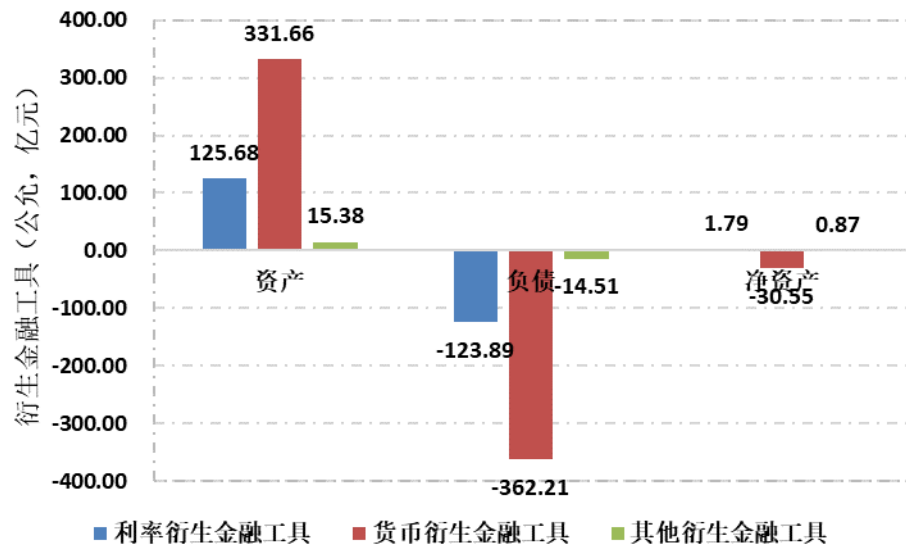


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

衍生资产占比不大, 快速增长背后风险与收益并存。招商银行主动顺应市场形势变化, 利用多种衍生金融工具对冲市场风险及客户提供服务。从名义规模角度来看,

2020年衍生金融工具总名义规模达4.71万亿，考虑到衍生金融工具具有较强的杠杆放大效应，从公允价值来看，整体杠杆倍数约为100倍。其中，利率衍生工具名义金额3.30万亿，较2019年4.65万亿有所下降，但是随着利率市场波动感加剧，估值却有所提升，反而从2019年109.90亿增至2020年125.68亿元，其中负债123.89亿元，净资产1.79亿，整体而言金融工具更具有风险管理属性，敞口控制有效、合理。

图表 14：招商银行 2020 年衍生金融工具资产期末规模

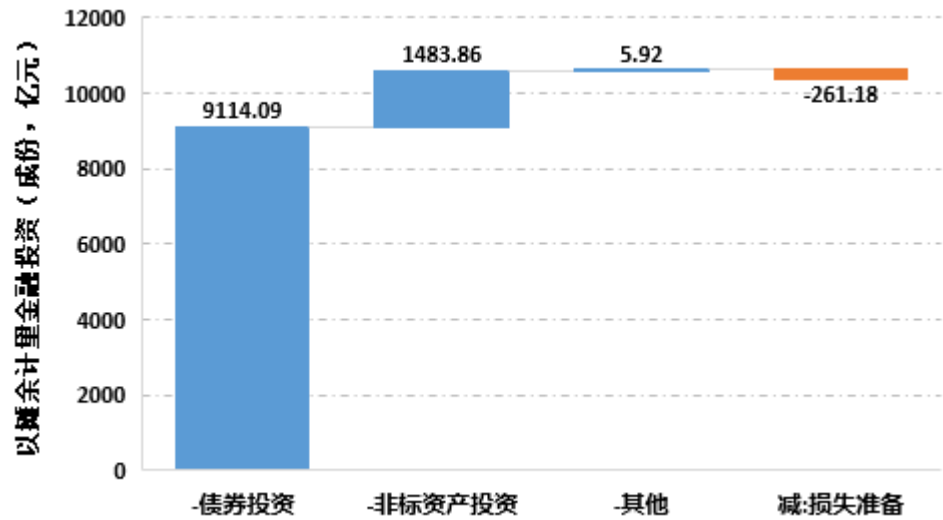


2020年衍生金融工具成份分析 (单位: 亿元)	名义金额	公允价值			杠杆倍数(x)
		资产	负债	净资产	
利率衍生金融工具	33,038.05	125.68	-123.89	1.79	263
货币衍生金融工具	12,666.75	331.66	-362.21	-30.55	38
其他衍生金融工具	1,451.90	15.38	-14.51	0.87	94
合计	47,156.70	472.72	-500.61	-27.89	100

数据来源：公司公告，华福证券研究所

摊余投资长线谋收益，主动债券投资获取阶段性当期收益。招商银行2020年在以摊余计量金融投资领域达1.03万亿，其中主要以债券投资为主，达0.91万亿，占比88.12%，主要投向为中国政府债券和政策性银行债券，主要目的为基于银行账户利率风险管理及流动性管理需求，兼顾收益与风险，作为长期战略性配置长期持有。

而在以公允价值计量且变动计入当期损益/其他综合收益债务工具方面，投资总金额较大，投资对象更为丰富，包含债券、基金及票据非标资产、债券包含国债、地方债、政策银行债等利率债及中高等级优质信用债。此类投资通过招商银行对债券市场的研究分析，抓住对应投资配置机会，从而获得相应投资收益，对应债券的收益跟债券市场整体收益曲线相关系数较高。

图表 15: 招商银行金融投资 2020 年以摊余投资计量


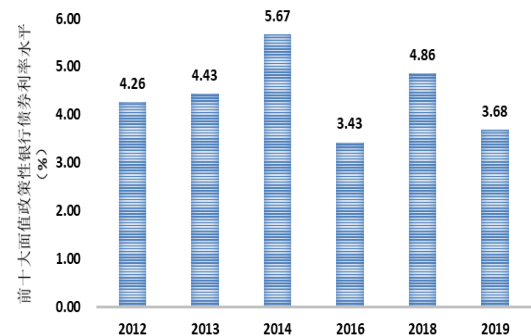
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

截至 2020 年期末, 招商银行债券投资合计约 1.60 万亿, 同比增加 16.41%, 增速高于资产总额增速。其中从发行主体来看, 招商银行投资债券主要由四大类型: 官方机构 (包括财政部、地方政府、央行等)、政策性银行、商业银行及其他金融机构以及其他 (主要是企业), 占比分别为: 58.96%、21.74%、10.48%、8.82%; 从摊余计量方式债券投资来看, 2020 年招商银行前十大面值债券均为前期发行政策性银行债券, 从 2012 年至 2019 年, 面额最大为 2016 年对应 124.43 亿元, 利率水平较低为 3.05%, 利率水平与面值、当年利率水平有较强关系; 整体来看, 近年来利率水平较 5 年前而言整体要低, 2019 年 48.20 亿政策性银行债利率水平为 3.68%, 投资收益的稳定性一方面要取决于债券利率水平, 另一方面也要关注负债端利率整体水平。

图表 16: 招商银行 2020 年报前十大面值债券基本信息

2020 年报前十大面值金融债券	(人民币亿元)	票面利率 (%)	年化收益	当年占比	到期日
2016 年政策性银行债券	124.43	3.05	3.80	14.96%	2026/8/25
2018 年政策性银行债券	76.00	4.73	3.59	14.17%	2025/4/2
2012 年政策性银行债券	63.42	4.06	2.57	10.15%	2022/7/9
2013 年政策性银行债券	55.30	4.43	2.45	9.66%	2023/1/10
2018 年政策性银行债券	54.00	4.98	2.69	10.60%	2025/1/12
2019 年政策性银行债券	48.20	3.68	1.77	6.99%	2026/2/26
2014 年政策性银行债券	47.80	5.67	2.71	10.69%	2024/4/8
2012 年政策性银行债券	46.90	4.29	2.01	7.93%	2022/9/17
2012 年政策性银行债券	46.30	4.44	2.06	8.11%	2022/4/23
2016 年政策性银行债券	44.90	3.8	1.71	6.73%	2036/1/25
前十大合计	607.25	4.31	25.36	100.00%	

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

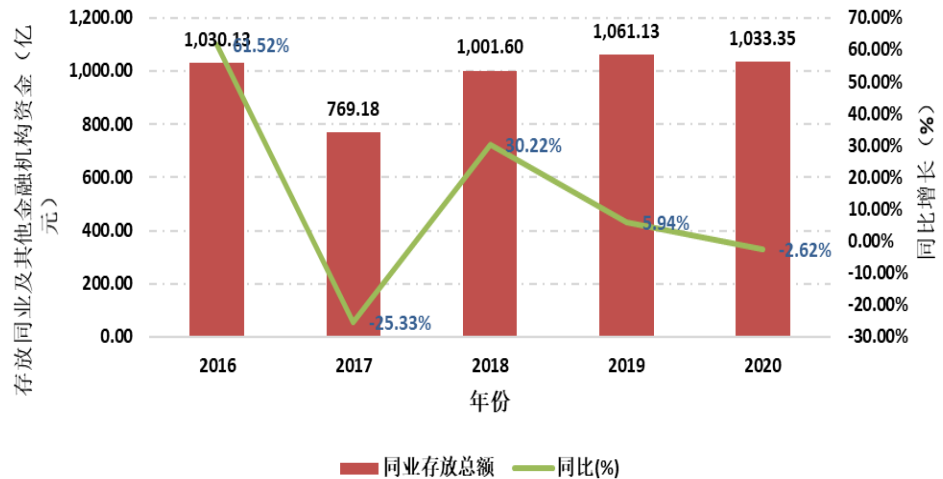
图表 17: 招商银行前十大债券利率变化


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

(3) 同业资产方面

招商银行存放同业及其他金融机构总额今年整体处于稳定趋势，除去 2017 年有所降低，2018-2020 年整体同业存放金额稍高于 1000 亿，维持稳定趋势，反映了招商银行资金利用去向有更好的方向，实现资源的优化配置路径更多。

图表 18：招商银行资产成份“存放同业及其他金融机构总额”增长趋势

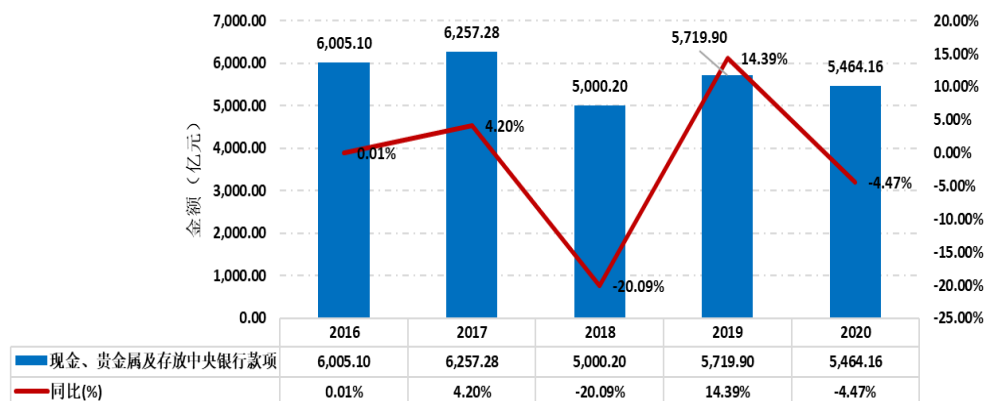


数据来源：公司年报，华福证券研究所

(4) “现金、贵金属及存放中央银行款项²” 方面

从 2016-2020 年招商银行现金、贵金属及存放中央款项来看，整体呈现比较稳定的趋势。考虑到 2018 年以来，人民银行 11 次下调存款准备金率，共释放长期资金约 9 万亿元。降准政策实施对于银行而言，一方面满足特殊时点流动性需求，另外一方面扩张了货币创造机制，截至 2021 年 7 月，金融机构平均法定存款准备金率为 8.9%，其中中型银行（包括股份制商业银行）一般要求存款准备金率为 8.5%。整体而言，这部分资产与招商银行整体的规模呈现较为同步的增长趋势。

图表 19：招商银行资产成份“现金、贵金属及存放中央银行款项”增长趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

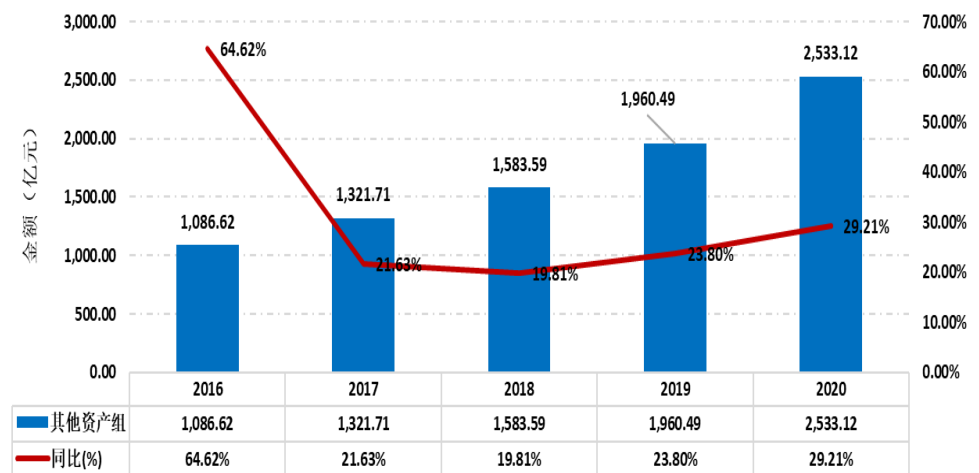
² 存放中央银行款项 (Due from Central Bank) 是指各金融企业在中央银行开户而存入的用于支付清算、调拨款项、提取及缴存现金、往来资金结算以及按吸收存款的一定比例缴存于中央银行的款项和其他需要缴存的款项。

(5) “其他资产组”方面

从资产角度分析招商银行，前面已从较大的门类来进行分析，这里将固定资产、使用权资产、无形资产、投资性房地产、递延所得税资产和其他资产合并看作“其他资产组”，通过总量分析及部分单独分析，明确这几类资产变化趋势。

从 2016 年-2020 年，其他资产组在 2016 年有较大幅度跃升，此后保持稳步加速两位数增长态势，CAGR 增速达 23.56%，通过观察具体组成成份指标来看，近五年增长较快的主要为“递延所得税资产”、“其他资产”、固定资产快速增加。

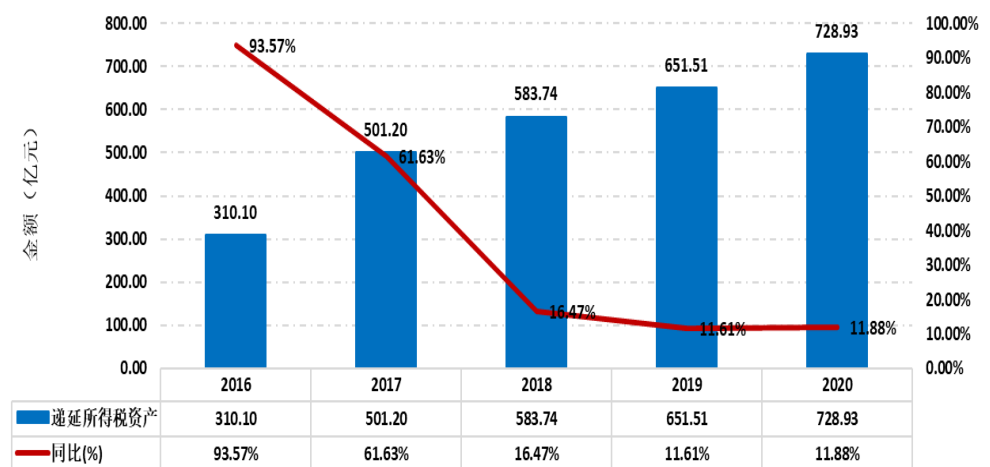
图表 20：招商银行资产成份“其他资产组”增长趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从近 5 年趋势来看，招商银行递延所得税资产在 2016-2017 年大幅增加，2018 年后降速，但考虑高基数，绝对增加维持高增，年复合 CAGR 达 23.82%，夯实了招商银行利润成色。

图表 21：招商银行资产成份“递延所得税资产”增长趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

(6) “商誉及长期股权投资”方面

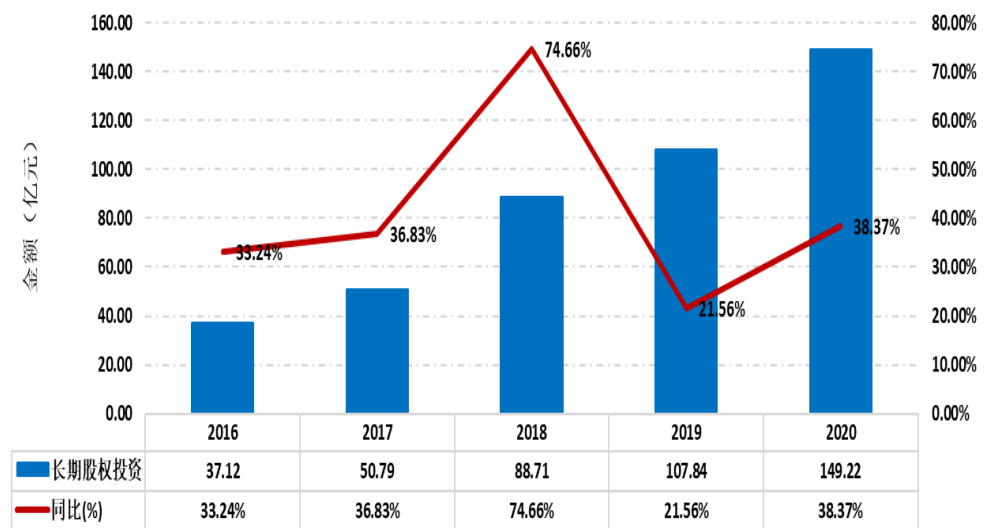
商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预

期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力(如社会平均投资回报率)的资本化价值。招商银行商誉在 2016 年至 2020 年保持稳定水平, 账面价值均为 99.54 亿。

长期股权投资 (Long-term investment on stocks) 是指通过投资取得被投资单位的股份。企业对其他单位的股权投资, 通常视为长期持有, 以及通过股权投资达到控制被投资单位, 或对被投资单位施加重大影响, 或为了与被投资单位建立密切关系, 以分散经营风险。

从 2016 年至 2020 年, 招商银行长期股权投资取得非常好的成果, 被投资企业盈利好、成长迅速, 年复合 CAGR 达 41.60%。2020 年长期股权投资净额达 149.22 亿元, yoy+38.37%, 主要来自合营公司招商信诺及招联消费增长, 同时联营投资增加。

图表 22: 招商银行资产成份“长期股权投资”增长趋势

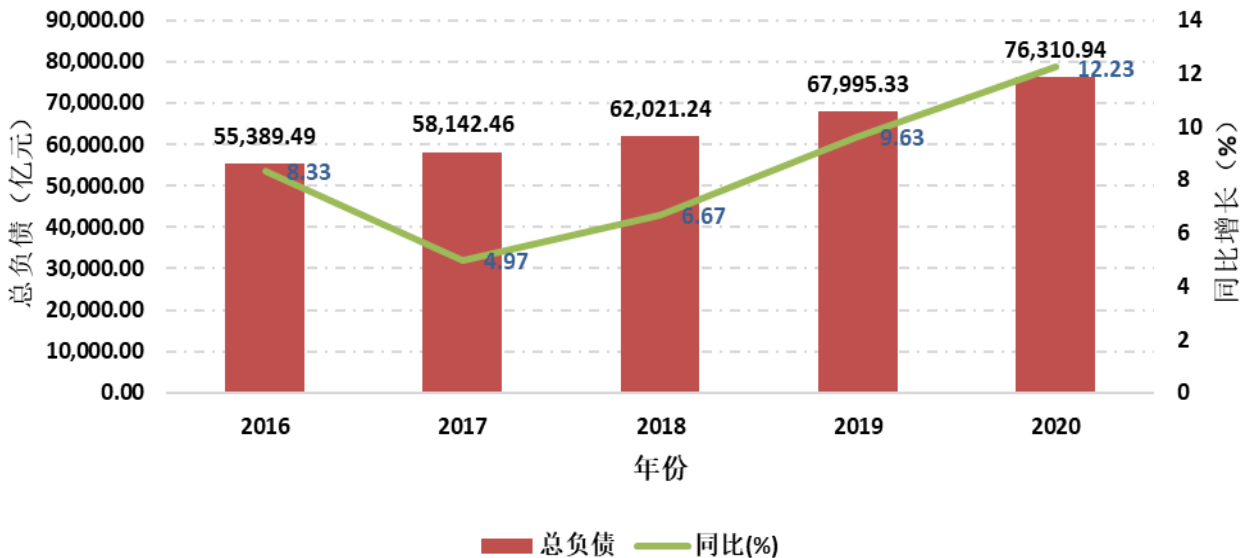


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

2.2 负债端分析

招商银行的整体负债规模近五年维持较为稳定的增速，从 2016 年 5.53 万亿稳步提升至 2020 年 7.63 万亿，四年间总资产年复合增长率 CAGR 为 8.34%，且这两年呈现总负债加速增长趋势。

图表 23：招商银行 2016-2020 年总负债及同比增长率变化趋势



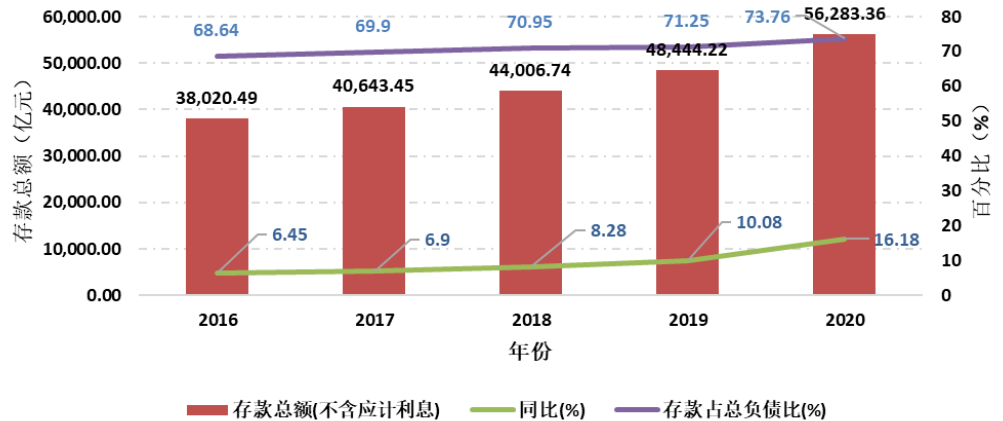
数据来源：公司年报，华福证券研究所

(1) 存款业务方面

存款作为银行重要的资金来源方式，其规模的提升反映出银行的吸收资金拓张能力，能够有效支撑银行在一定贷款拓张周期的背景下，相较于其他银行具有比较优势的吸收存款能力，从而反映出银行优质客户群体及渠道建设能力。

招商银行存款总额自 2016 年 3.80 万亿，稳步增长至 2020 年 5.62 万亿元，年复合增长率 CAGR 达 10.30%，2020 存款业务增速大幅超越此平均数，呈现加速增长趋势。从存款总额占比总负债比例来看，从 2016 年 68.64% 稳步提升至 2020 年 73.76%，整体存款占比比例仍维持较好增长态势，契合招行发展更多基于内生增长思路。

图表 24: 招商银行存款总额及占比总资产比例变化趋势



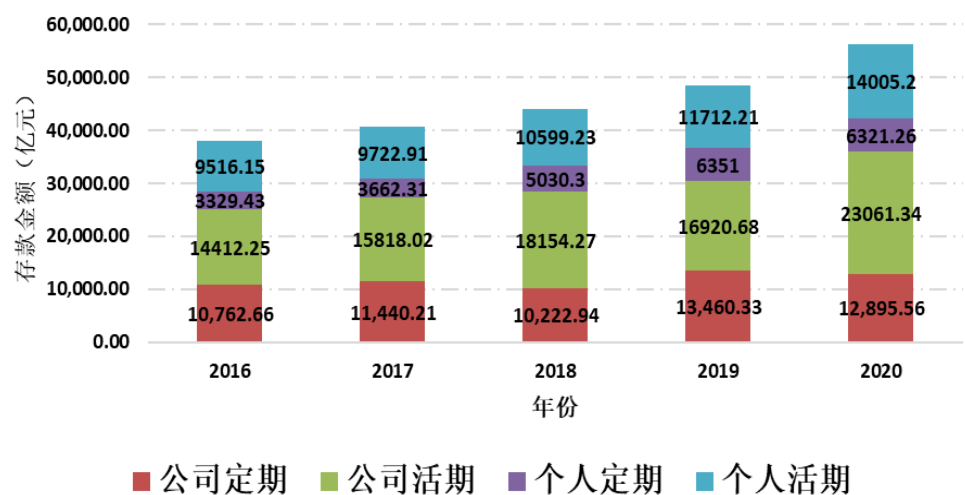
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

存款业务主要包含四个维度: 公司存款(定期&活期)、个人存款(定期&活期),

这四部分共同组成招商银行的存款业务版图。

从存款业务金额上来看,公司、个人活期存款均高于定期存款,且趋势更加明显。公司定期存款总量有所反复,2018年及2020年均较前一年有所降低,目前维持在1.3万亿左右,公司活期存款整体维持较好的增长趋势从2016年1.44万亿提升至2020年2.30万亿,累计提升59.72%;个人定期从2016年0.33万亿稳步提升至2020年0.63万亿,增速放缓,趋势来看,后续可能维持在金额范畴,考虑到利率下行趋势,定期再度大幅提升的可能性低;个人活期方面,活期存款稳步从2016年0.95万亿迅速提升至2020年1.40万亿,累计提升47.36%,且增长的趋势仍维持。

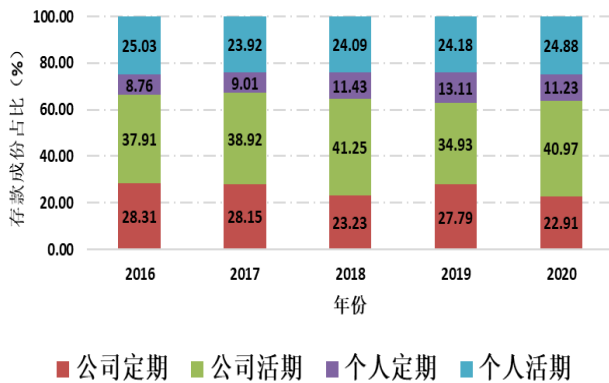
图表 25: 招商银行存款成份增长趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

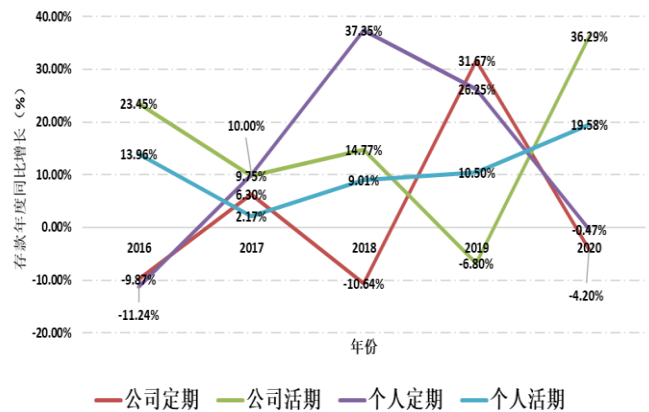
从存款业务四大类构成比例来看，公司定期存款占比波动性较强，过去5年里，其中3年维持较高比例达到28%，2018/2020年占比比例较低为23%，结合其年度增长来看，每年增长率波动性较强，因此份额不稳定，整体趋势维持偏弱势判断；公司活期存款占比整体维持较大比例，维持占比35%-42%之间，趋势分析角度而言，波动性亦较强，2016-2019年增速逐步下滑，2020年同比大幅提升，因此未来整体趋势维持相对稳定态势；个人定期存款整体占比近两年有一定抬升趋势，但是增速大幅放缓，在利率下行的背景下符合预期，个人活期比例占比而言维持较为稳定在24%左右，从绝对值变化数值来看具有比较明显的稳步加速趋势，这与招商银行客户群体的扩大及良好服务背景下活期化提升有重要关系。

图表 26: 招商银行存款成份占比变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 27: 招商银行存款成份年度增长率变化趋势

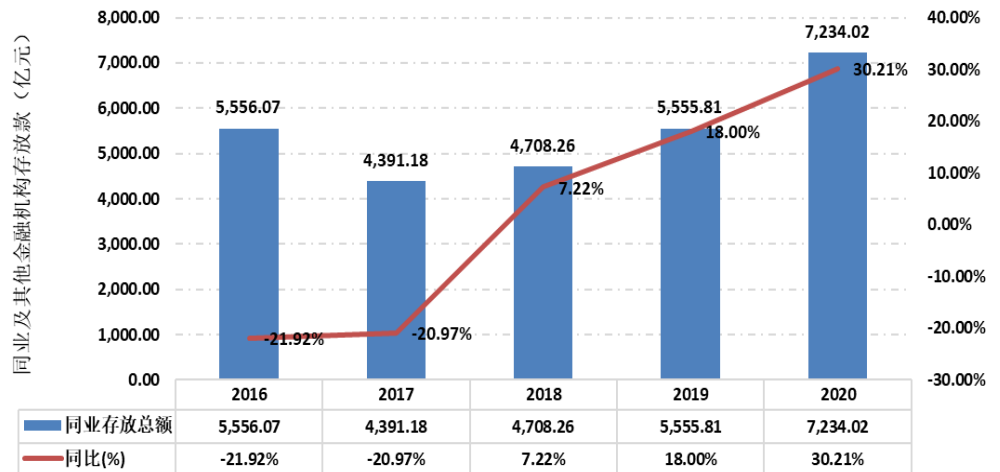


数据来源：公司年报，华福证券研究所

(2) 同业往来方面

招商银行“同业往来”负债端包含同业和其他金融机构存拆放款项和卖出回购金融资产款，同业及其他金融机构在招商银行存放款项在其中占比最大，且总额近两年呈现稳步增长趋势，招商银行与同业之间的拆放愈发活跃，招商银行给其他银行/金融机构提供更多、好的存放体验。

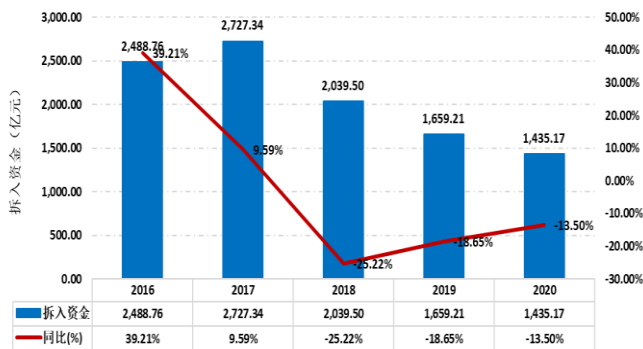
图表 28: 招商银行负债成份“同业及其他金融机构存放总额”增长趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

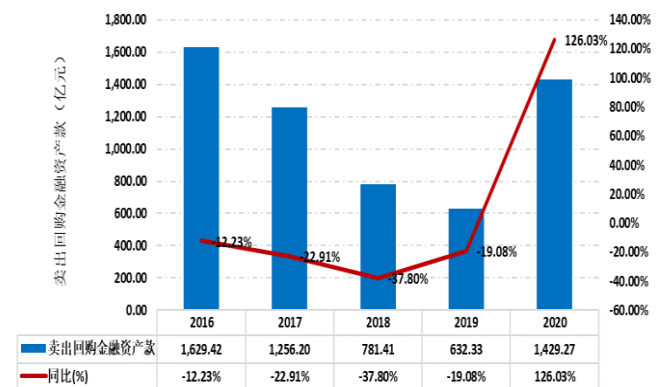
如果从拆入资金角度来看, 招商银行整体资金充裕度较好, 近四年拆入资金呈现逐年下降趋势, 下滑趋势力度有所下滑, 2020 年拆入资金 1435 亿, 根据经营业务情况分析, 2021 年预计会有小幅下滑; 从卖出回购资产角度, 2016-2019 年呈现稳步下滑趋势, 2020 年大幅增长至 1430 亿, 较 2019 年增加约 126.03%, 整体趋势与买入回购金融资产增长趋势保持一致, 目前趋势维持较高水平。

图表 29: 招商银行拆入资金变化趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 30: 招商银行卖出回购金融资产款变化趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

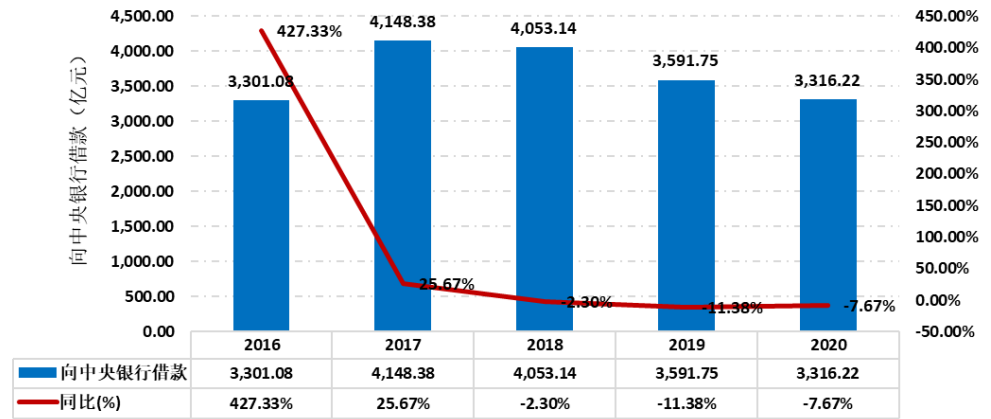
(3) “向中央借款”方面

向中央银行借款的形式有两种, 一种是直接借款, 也称再贷款; 另一种为间接借款, 即所谓的再贴现。各国中央银行通常把对商业银行的放款作为宏观金融调控的主要手段, 这种放款的数额将直接构成具有成倍派生能力的基础货币, 其利率则随经济、金融形势的变化而经常调节, 且一般要高于同业拆借利率。在一般情况下, 商业银行向中央银行的借款只能用于调剂头寸、补充储备的不足和资产的应急调整, 而不能用于贷款和证券投资。

从 2016-2020 年, 招商银行“向中央银行借款”维持前高后低的状态, 近两年

维持在 3500 亿左右范围，根据 2020 年年报，当年向中央银行借款平均余额 2829.76 亿，平均成本率 2.97%，较 2019 年 3.06% 有所下降，但是较客户存款及同业拆放成本而言仍较高。

图表 31：招商银行“向中央银行借款”增长趋势



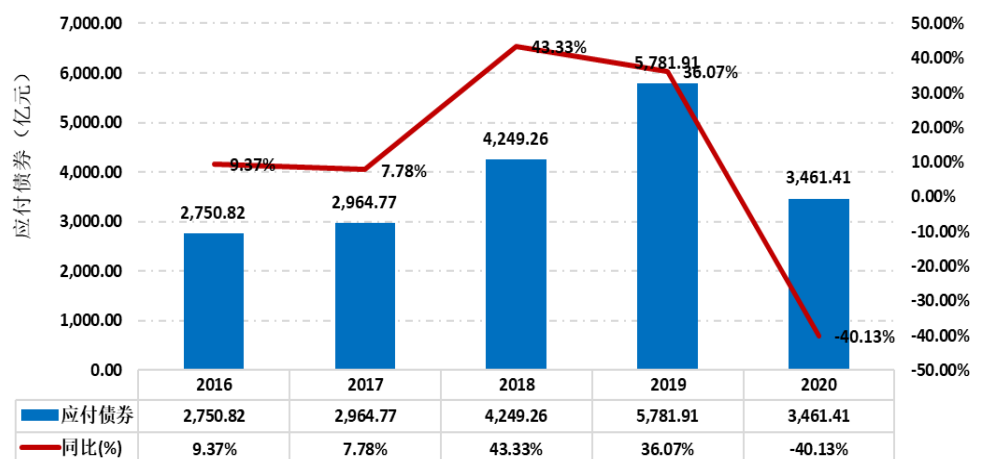
数据来源：公司年报，华福证券研究所

(4) 应付债券方面

作为筹集长期资金而实际发行的债券及应付的利息，它是企业筹集长期资金的一种重要方式，发行债券的价格受同期银行存款利率的影响较大。

从 2016-2020 年，招商银行“应付债券”前期稳定增长，2020 年大幅收缩至 3500 亿左右范围，根据 2020 年年报，当年应付债券平均余额 4838.85 亿，平均成本率 3.23%，较 2019 年 3.50% 有所下降，但是较客户存款及同业拆放成本而言仍较高。

图表 32：招商银行“应付债券”增长趋势

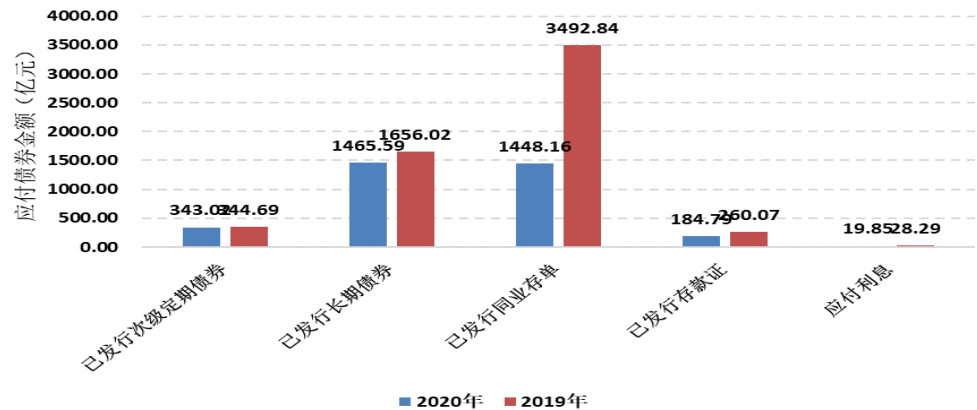


数据来源：公司年报，华福证券研究所

由于 2019-2020 年应付债券数字变化较大，我们将这两年应付债券解构分类来看可知，2020 年下降最主要原因源自“已发行同业存单”规模大幅降低，从 2020 年 3492.84 亿元下降至 1448.16 亿元。同业存单作为存款类金融机构在全国银行间

市场上发行的记账式定期存款凭证，其投资和交易主体为全国银行间同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品。存款类金融机构可以在当年发行备案额度内，自行确定每期同业存单的发行金额、期限，发行利率与 Shibor 为基准定价，一般为短期流动性工具，因此该项应付债券贡献在未来时间预测以年均余额计算较为公允。

图表 33：招商银行“应付债券”组成成份变化趋势



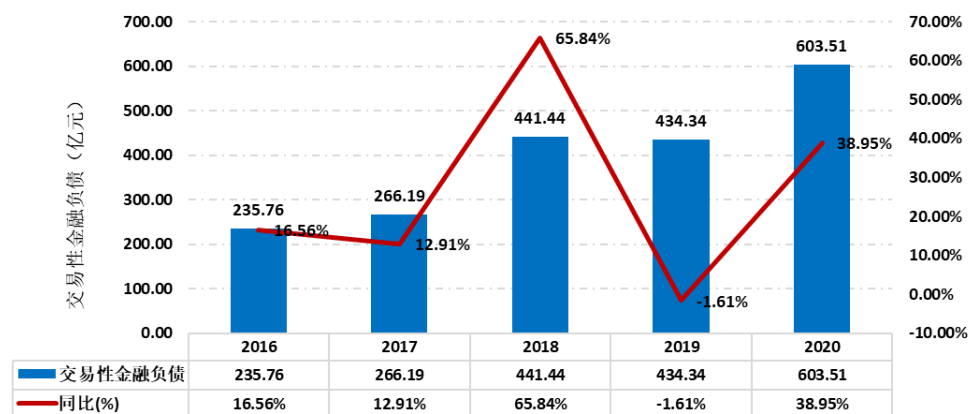
数据来源：公司年报，华福证券研究所

(5) “交易性金融负债” 方面

交易性金融负债，指企业采用短期获利模式进行融资所形成的负债，比如应付短期债券。作为交易双方来说，甲方的金融债权就是乙方的金融负债，由于融资方需要支付利息，因此，就形成了金融负债。交易性金融负债是企业承担的交易性金融负债的公允价值。对于招商银行而言，交易性金融负债包含两部分，分别为交易性金融负债及指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

从 2016-2020 年，招商银行“交易性金融负债及公允价值计量计入当期损益金融负债”每两年上一个台阶，2020 年达 603.51 亿元，较 2019 年同比增加 38.95%，从细分领域来看，增加主要来源于与贵金属相关金融负债增加。

图表 34：招商银行“交易性金融负债”增长趋势

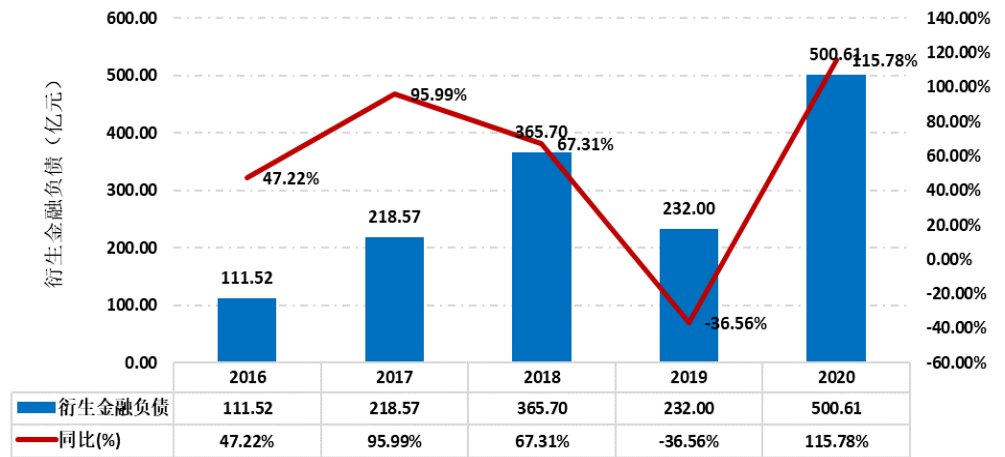


数据来源：公司年报，华福证券研究所

(6) “衍生金融负债”方面

2016-2020年，招商银行“衍生金融负债”整体趋势上升，期间有所波动，2020年达500.61亿元，较2019年同比增加115.78%。

图表 35：招商银行“衍生金融负债”增长趋势



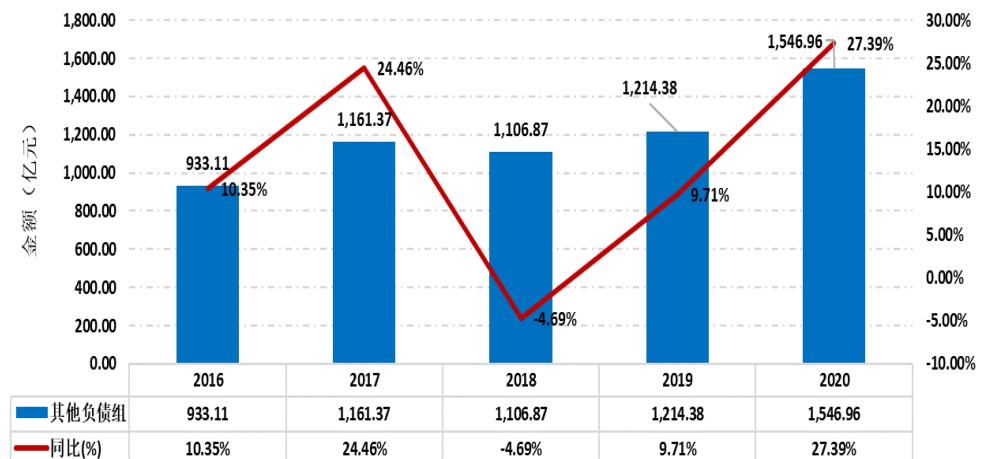
数据来源：公司年报，华福证券研究所

(7) “其他负债组”方面

从负债角度分析招商银行，前述分析已经将大类分析，参考年报分类，这里将应付职工薪酬、应交税费、合同负债、租赁负债、预计负债、递延所得税负债及其他负债合并看作“其他负债组”，通过总量分析及部分单独分析，明确这几类负债变化趋势。

2016-2020年，其他负债组整体波动性较强，2016-2019年增长幅度不大，2020年较2019年同比增加27.39%，有较大增幅，年复合CAGR增速为13.47%，通过观察具体组成成份指标来看，近五年增长较快的主要为“其他负债”、“应付职工薪酬”。

图表 36：招商银行“其他负债组”增长趋势

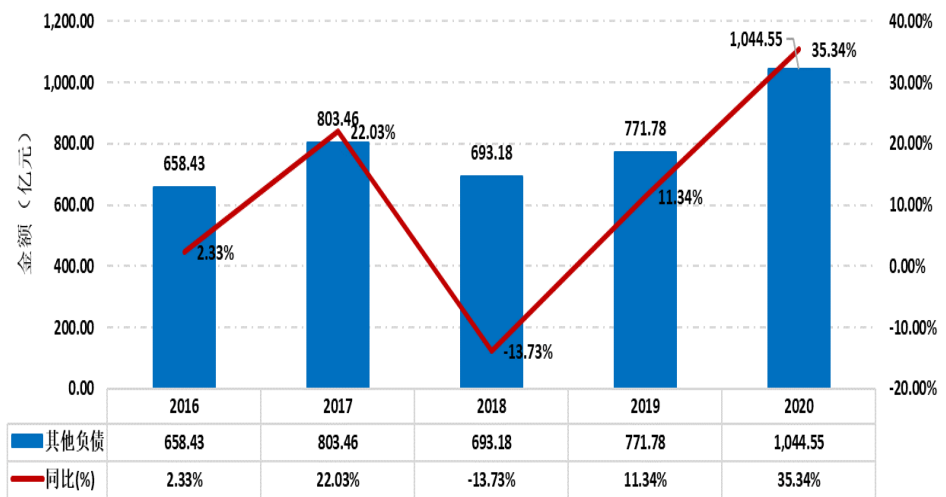


数据来源：公司年报，华福证券研究所

从招商银行年报分类来看，其他负债包含：结算及清算账户、薪酬风险准备金³、继续涉入负债、保险负债、代收代付、退票及退汇、其他应付款。从上述项目来看，2020年其他负债整体增长较快主要来源于结算及清算账户（由2019年末99.71亿增至2020年末225.57亿）及薪酬风险准备金（由2019年末220亿增至2020年末312亿）。

从近5年趋势来看，招商银行其他负债在2016-2019年趋于稳定，2020年较2019年有较大幅度提升，年复合CAGR达12.23%，由组成成份分析而言，主要由于结算及清算账户及薪酬风险准备金影响，前者相对更具有时点效应，长期来看不会有太大实质影响，后者相对来说对于未来应付风险金（类似职工薪酬）有一定提升压力，需要适当关注。

图表 37：招商银行“其他负债”增长趋势

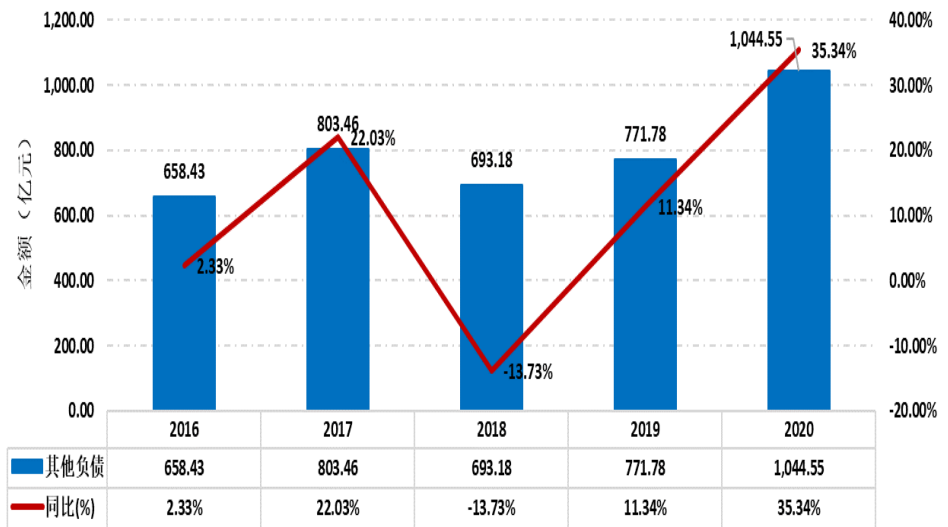


数据来源：公司年报，华福证券研究所

2016-2020年，招商银行应付职工薪酬有两次比较快的增长，一次是2016-2017年，从658.43亿元提升22.03%至803.46，同期员工人数仅增加2.93%，员工薪酬支出有较大幅度提升，2018-2019年整体应付职工薪酬有所下降，考虑到人员基数增长，从2018年末7.4万至2019年末8.4万人来看，薪酬支付下降可能与薪酬风险准备金大幅提升有相应关系，因此未来在核算及预估招商银行薪酬支付时，需要把薪酬风险准备金作为重要考虑因素纳入考量。2020年整体薪酬较2019年大幅增加35.34%，期间人员增加约六千人（同比增7.30%），因此主要来源于工资水平提升。

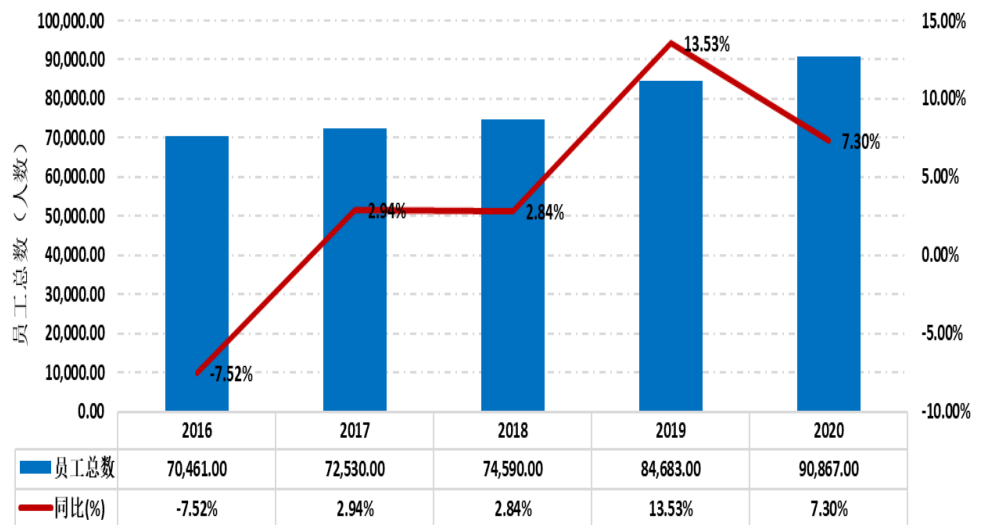
³ **薪酬风险准备金**是指从应分配给招行员工（不含高级管理人员）的年度薪酬中进行预留，未来根据风险管理情况延迟发放而形成的专项资金。

图表 38: 招商银行“应付职工薪酬”增长趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 39: 招商银行 员工人数增长趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

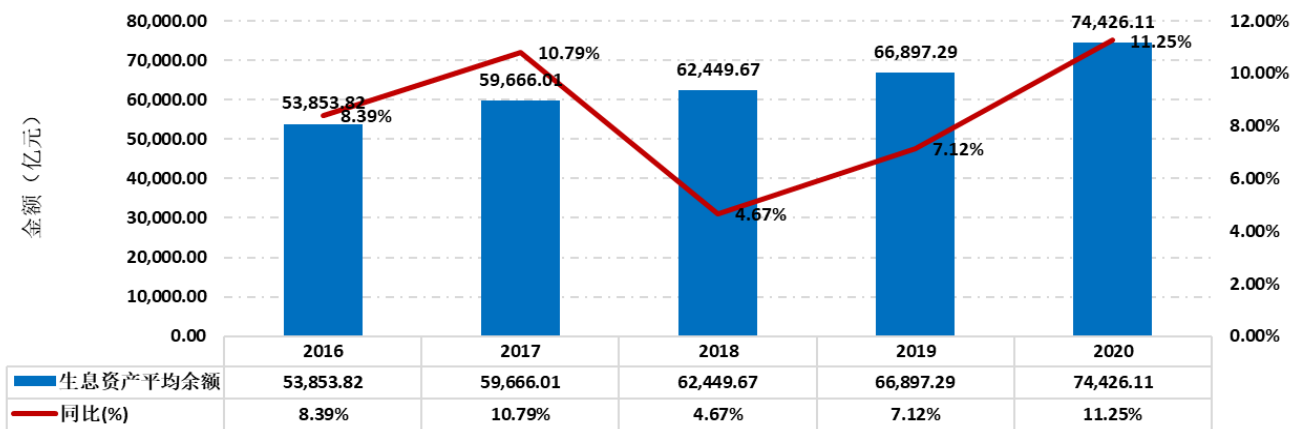
三、从息差视角分析招商银行

从商业银行的收入来源来看，利息收入仍占据重要比重，或者说，商业银行的资产负债经营就是要扩大负债的基础上，增加活期比例，同时做强资产投放与风险管控能力，因此本章通过息差产生的规模、结构、利率变化视角来分析招商银行息差变化趋势以及经营能力。

3.1 计息规模方面

招商银行的生息资产规模近五年维持较为稳定增速，近三年同比增速有所加速，四年间生息资产年复合增长率 CAGR 为 8.42%，且这两年呈现资产加速增长状态。

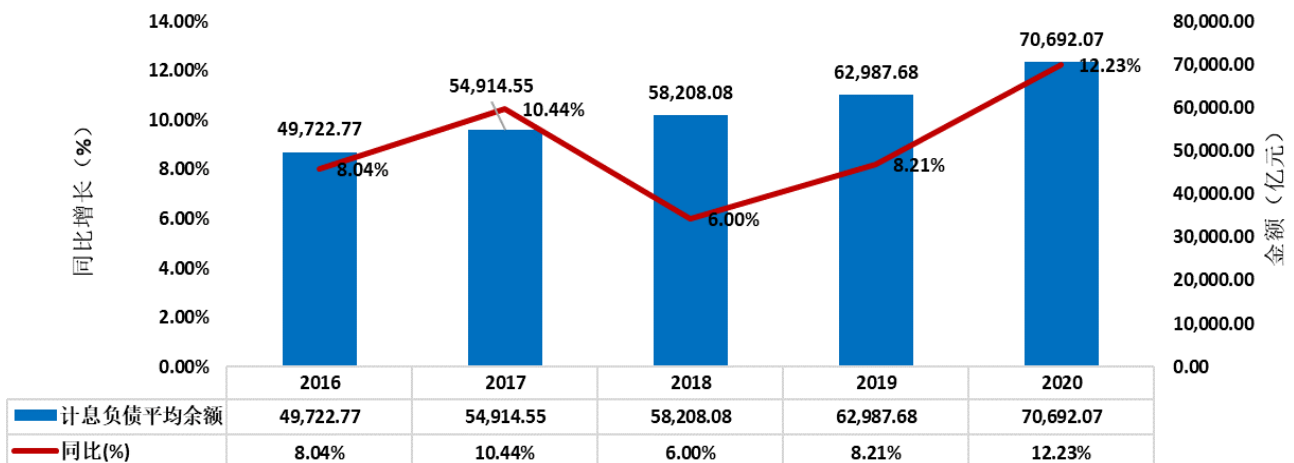
图表 40：招商银行生息资产平均余额变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

招商银行生息负债平均余额近五年与资产整体趋势相近，近三年同样保持加速增长速度，且增速高于生息资产，计息负债与计息资产之间绝对差额缩窄，资产摆布优化。四年间计息负债平均余额年复合增长率 CAGR 为 9.20%，且这两年呈现资产加速增长状态。

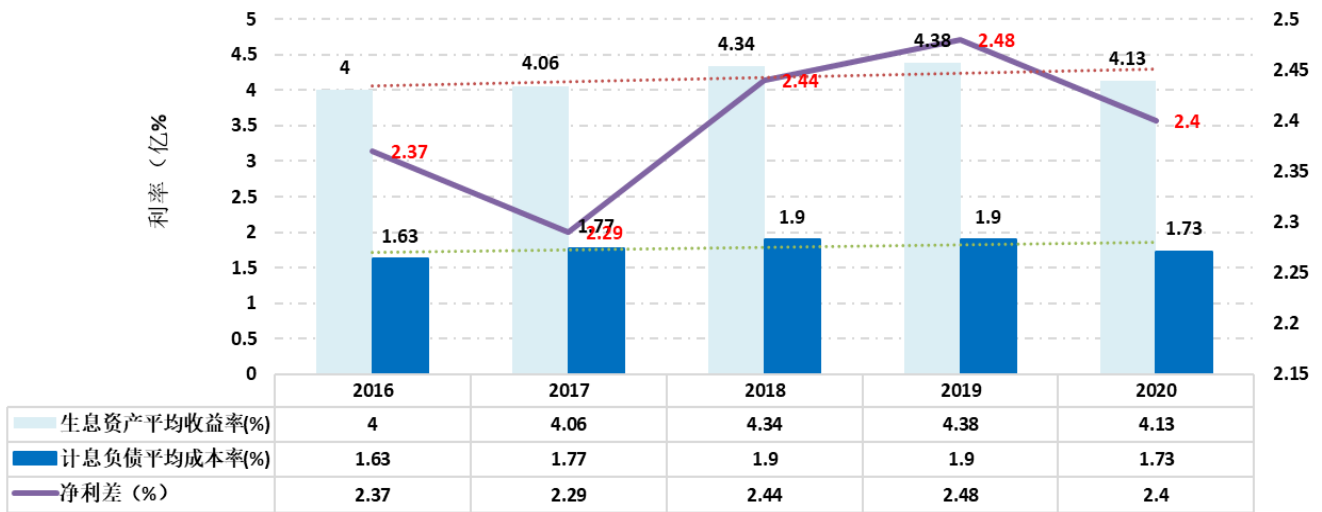
图表 41：招商银行计息负债平均余额变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从上述规模而言，整体资产、负债端均有稳步增长的趋势，从利率角度而言，生息资产来看 2016-2019 年处于稳步上升趋势，2020 年有减费让利需求，整体生息资产收益率有较大下滑，2016-2020 整体趋势而言，年复合增长率为 CAGR0.80%；计息负债来看，变化趋势与生息资产基本一致，前期提升，2019 年较 2018 年基本未提升，2020 年有较大幅度下滑，但小于资产端下滑程度，一定程度上让利于实体经济，年复合增长率 CAGR 为 1.50%；从净利差角度来看，2018-2020 年整体高于 2015-2016 年，处于 2.40%及以上的水平，稳定的利差贡献了重要的利息收入及展现了良好的资产负债结构。

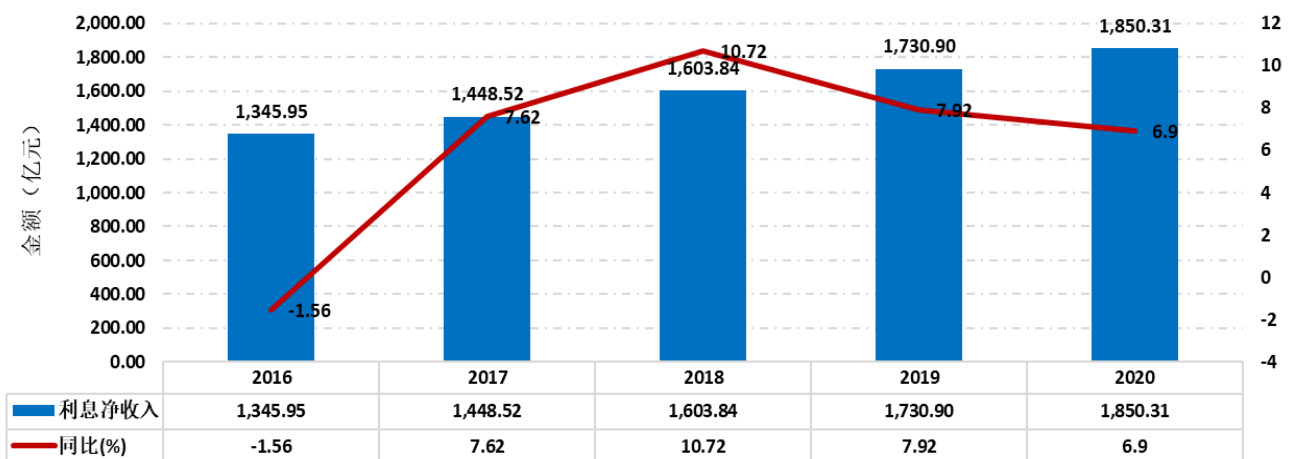
图表 42：招商银行生息资产、负债利率及利差变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2016-2020 年招商银行利息净收入整体呈现稳步增长趋势，近四年净利息收入增长率超 7%，近三年增速有所下滑，与减费让利有较大关系，整体维持较好的息差结构，利息净收入处于稳步增长态势。

图表 43：招商银行利息净收入及同比增长变化趋势



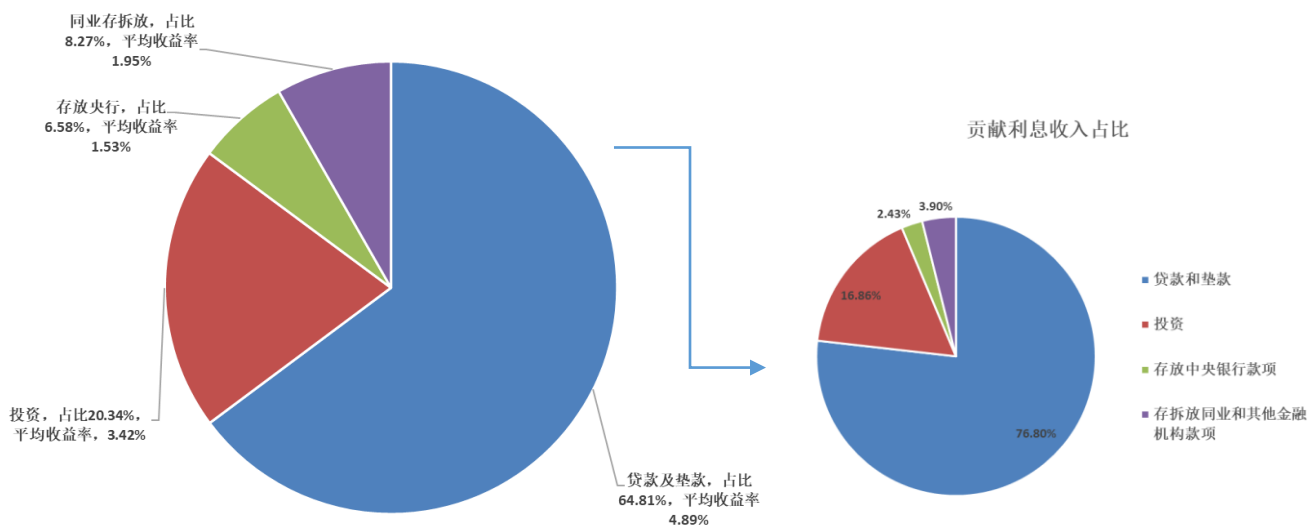
数据来源：公司年报，华福证券研究所

3.2 计息结构方面

从生息或者计息资产、负债的整体规模视角来看，招商银行整体趋势稳健，似乎看不到太大的变化，我们从不同类型的资产或者负债收益率或者付息率来评价招商银行的变化趋势以及背后的逻辑分析，再根据最新的情况来预判招商银行未来的资产负债趋势以及可能的利息收入路径变化。

截取 2020 年招商银行计息资产细分结构规模占比及收益率来看，我们可以看到贷款及垫款规模占计息资产 64.81%，但平均收益率最高达 4.89%；投资占计息资产 20.34%，排名第二，平均收益率总体相对而言低于贷款，然而仍处于较高水平为 3.42%；存放央行及同业整体占比规模合计 14.85%，平均收益率水平低于 2%，处于较低水平，因此综合规模及收益率，形成下图右侧图片的利息收入饼图。由于贷款、投资收益率相对较高，整体利息收入占比达到 93.66%，占据利息收入 9 成以上，因此该两项部分对于银行利息收入权重相对而言十分重要。

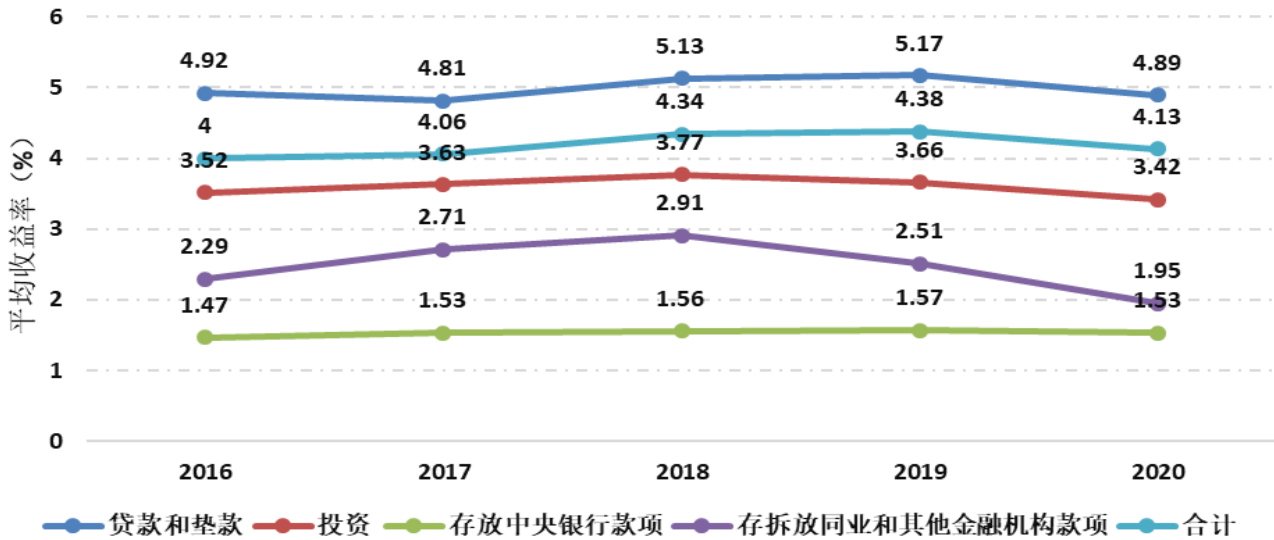
图表 44：招商银行 2020 年计息资产结构及收益率占比示意图



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从时间序列的角度，着重分析贷款及投资近 5 年的平均收益率趋势。整体而言，贷款、投资收益率趋势走向近三年较为接近，合计利率趋势为其他多条趋势拟合形成；趋势与贷款和垫款收益率趋势更为接近，主要由于贷款部分收益率高，且占比最高。从近两年的走势来看，收益率缓慢下行似乎成为共识。

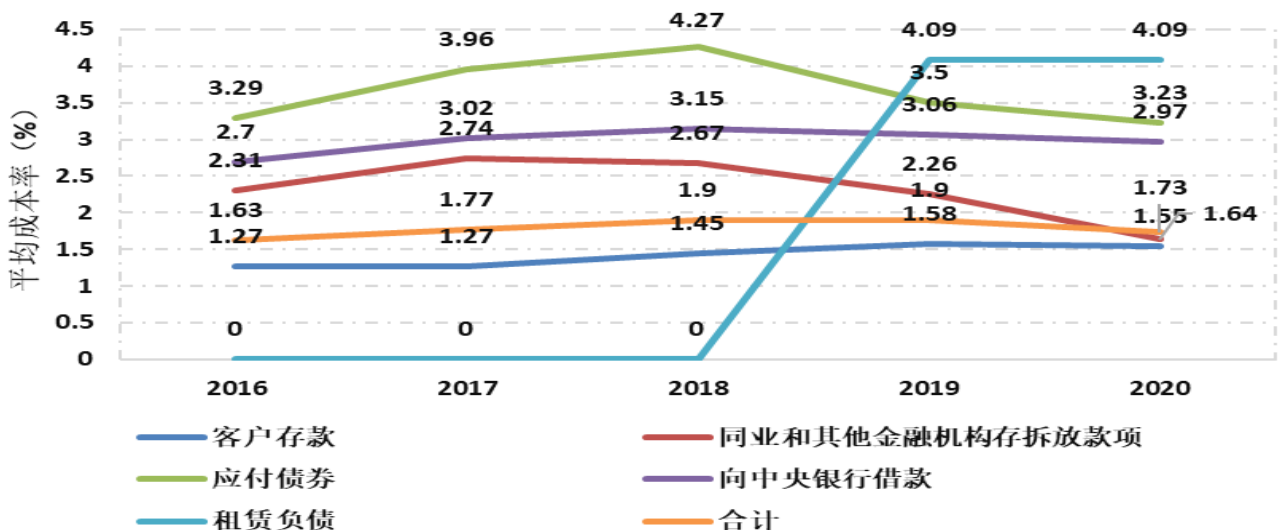
图表 45: 招商银行计息资产结构平均收益率趋势图



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

从时间序列的角度, 负债成本的变化对于招商银行的利息净收入影响颇大, 我们从下图中可以看出, 2016-2020 年, 整体的成本经历连续四年上升后, 2020 年较 2019 年有所下降, 从 1.90% 下降至 1.73%, 接近 17bps, 尽管同期资产平均收益率下降 25bps, 亦有效缓解利息支出, 提升利息净收入水平。此外, 我们可以看到客户存款 2020 年成本有所下滑, 同时, 应付债券成本率近两年较前期有较大下滑, 债券支付规模及成本均有所下降, 此外同业拆放在规模提升的基础上, 利率有较大幅度下滑。

图表 46: 招商银行计息负债结构平均成本率趋势图



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

3.3 规模及利差综合视角简析未来趋势

处于当下的宏观经济背景下, 特别是稳字当头、温和复苏大背景, 规模提升的效

应整体处于可以预测的范畴，而利率变化及息差变化相对而言更为动态化，因此也需要花费更多的时间来监控并分析。

通过规模及利率视角分别来反映多种类型生息资产及计息负债对应产生的利息贡献或付出值来看，近两年利率下行背景下，相较于规模提升的效果来看，对于银行的利息净收入影响的比重有一定程度的提升。

当利率处于上行背景下，如果利差同样处于上行趋势，在规模与利差叠加的效应下，便会呈现利率与规模均对利息收入产生正向效果。例如以下表格，我们定义：**(1) 利率对生息资产影响因素对应利息收入或计息负债影响利息支出综合影响效果为 RateINF, (2) 规模对生息资产影响因素对应利息收入或计息负债影响利息支出综合影响效果为 ScaleINF, 采用公式“利率影响力”=RateINF (负数)/ScaleINF*100% (如数据超越+/-500%，数据放弃)**，对应来分析利率对应影响的利息收入会如何侵蚀规模递增背景下的利息收入，这也是当下从利息收入观察银行未来趋势的重要视角。

我们根据招商银行对应“利率影响力”形成的下表可以看出，2021年上半年较2020年上半年的利率冲击效果来看，利率下行背景下，利率下行的侵蚀效应明显，贷款与垫款的侵蚀接近规模提升利息收入的66.09%，较2020年VS2019年的变化有显著上升；客户存款角度来看，利率对于客户存款对应的利息支出而言，有显著的侵蚀效果，即为付出更少的利息，此处我们观察到存款活期化对于利率的影响，因此也印证结构变化下利率水平变化的反侵蚀效果。因此，合计效果来看，利率对于净利息收入变动的侵蚀效果2021年上半年要好于2020年全年，细节结构而言有不同展现。

同理，我们通过2018年对比2017年的数据能够发现，利率对于利息收入的侵蚀效应为负，实际我们看到2018年整体利差走扩，利率对于利息收入是正反馈，叠加规模递进效应，双叠加效果也呈现出2018年整体净利息收入较2017年有明显上升，可参考上小结净利息收入变化。

图表 47：招商银行计息结构受规模、利率冲击影响变化趋势

利率下行背景下侵蚀净利息影响分析		2021H1vs2020H1	2020VS2019	2019VS2018	2018VS2017	2017VS2016
大类资产端	贷款和垫款	66.09%	45.92%	-6.51%	-69.24%	15.41%
	投资	37.73%	51.91%	69.22%	34.84%	-31.99%
	存放中央银行款项	54.68%	-416.36%	24.63%	17.47%	-258.45%
	存放拆放同业和其他金融机构款项	NA	371.79%	-166.06%	-18.43%	0.00%
	利息收入变动	63.89%	56.33%	9.31%	-98.48%	-2.16%
大类负债端	客户存款	136.81%	14.23%	-96.65%	-164.05%	1.34%
	同业和其他金融机构存放款项	0.38%	323.48%	0.00%	-134.88%	0.00%
	应付债券	-18.01%	-83.21%	45.95%	0.00%	-134.07%
	向中央银行借款	0.00%	-50.95%	-22.25%	-30.03%	-14.75%
	租赁负债	4.17%	2.50%	0.00%	NA	NA
利息支出变动	181.35%	77.26%	8.19%	-151.06%	-63.22%	
合计效果	净利息收入变动	28.33%	45.96%	10.12%	-67.80%	35.88%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

四、 从中间业务视角分析招商银行

中间业务，是指商业银行代理客户办理收款、付款和其他委托事项而收取**手续费的业务**。是银行不需动用自己的资金，依托业务、技术、机构、信誉和人才等优势，以中间人的身份代理客户承办收付和其他委托事项，提供各种金融服务并据以收取手续费的业务。银行经营中间业务无须占用自己的资金，是在银行的资产负债信用业务的基础上产生的，并可以促使银行信用卡业务的发展和扩大。中间业务占银行收入比重逐年加大。

我国的中间业务等同于广义上的表外业务，它可以分为两大类，金融服务类业务和表外业务。

金融服务类业务是指商业银行以代理人的身份为客户办理的各种业务，目的是为了获取手续费收入。主要包括：支付结算类业务、银行卡业务、代理类中间业务、基金托管类业务和咨询顾问类业务。

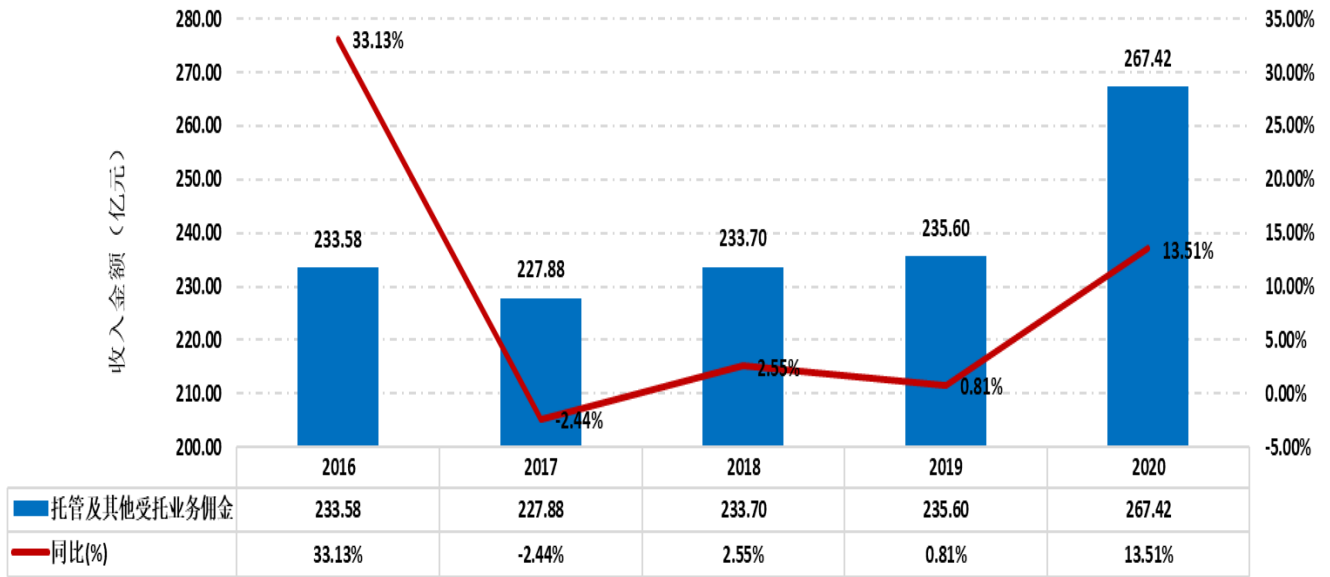
表外业务是指那些未列入资产负债表，但同表内资产业务和负债业务关系密切，并在一定条件下会转为表内资产业务和负债业务的经营活动。主要包括担保或类似的或有负债、承诺类业务和金融衍生业务三大类。

4.1 托管及其他受托业务佣金方面

招商银行作为唯一全牌照股份制托管银行，托管业务服务全市场资管结构托管公募基金、保险、银行理财等 10 大类重点产品，履行资金保管、资金清算、投资监督、核算估值、信息披露等职责，自主研发安全、高效、开放、智能、精准的全功能托管系统，服务网络遍布全国，积极布局全球市场，为投资者利益和金融市场稳健运行保驾护航。积极打造构建托管+品牌，强力运营外包能力，匹配数十位分析师投研报告辅助，交易结算系统先进、高效。风险管理及绩效评估技术、模型成熟，托管业务处于高速发展态势。

2016年-2020年，招商银行托管及其他托管业务整体维持较为稳定的发展趋势，2020年受权益市场及财富管理大幅度提升的背景，相应业务较前几年有较大幅度的提升，2020年较2019年同比大幅增加13.51%至267.42亿元，2021年上半年托管及其他受托业务佣金收入为158.82亿元，同比+17.14%，维持较好的增长惯性。未来随着财富管理深化，托管业务从体量上来看仍会有较大幅度增长，因此从量上来看，未来业务收入仍有较好的增长空间。

图表 48：招商银行托管及其他受托业务增长趋势

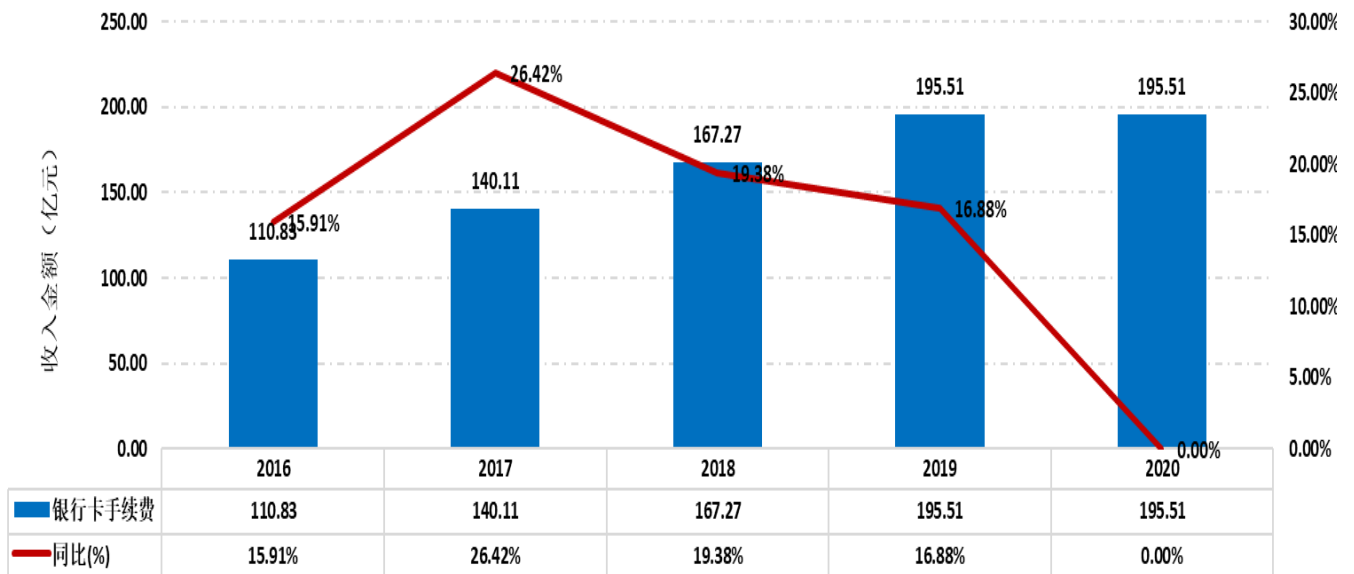


数据来源：公司年报，华福证券研究所

4.2 银行卡手续费收入方面

2016年-2020年，招商银行银行卡手续费在前四年维持较高速增长，特别是2017年大幅提升26.42%，此后增长陆续下降，2020年进入疫情时代后增长率为0，响应银行业减费让利号召，积极减免各类银行卡类手续费，有效支持实体企业。2021年上半年银行卡手续费收入为93.36亿元，同比-0.23%，整体来看，未来银行卡手续费增长趋势在疫情时代背景下，将维持低速乃至小幅下降态势。

图表 49：招商银行银行卡手续费增长趋势



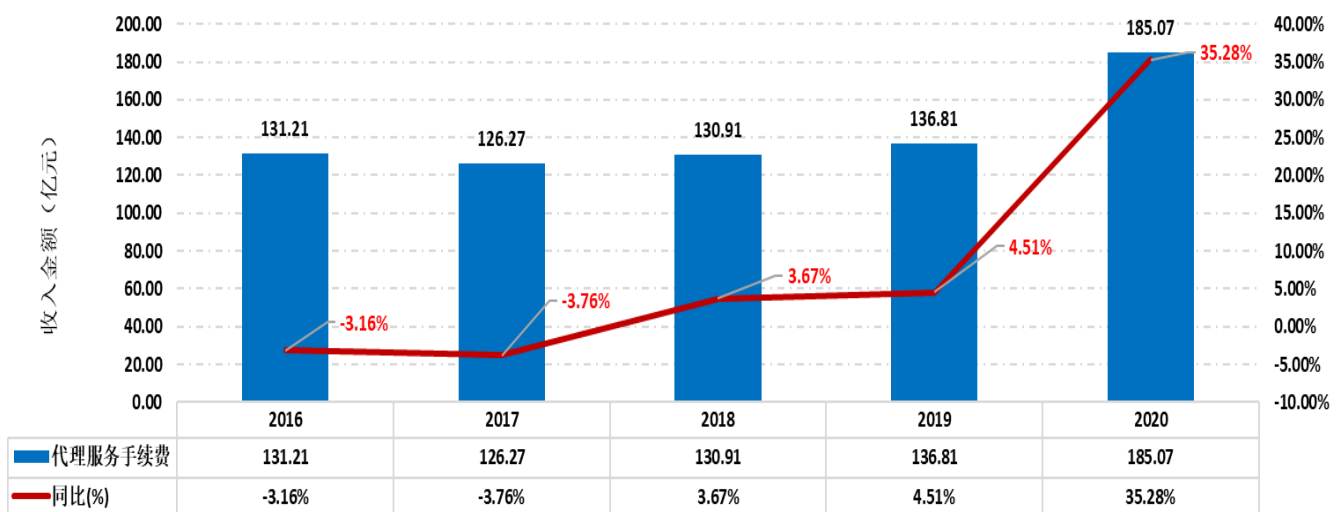
数据来源：公司年报，华福证券研究所

4.3 代理服务手续费方面

代理业务是银行的中间业务产品之一，银行以代理人的身份为客户办理的各种业务，目的是为了获取手续费收入，而不是利息收入。比如代理保险业务、代理基金业务、代理证券业务、代收代付业务（收水电费、收通讯费、代发工资）、代理清算等等。

2016年-2020年，招商银行代理服务手续费在前四年维持较低速度年化增长，近两年增速快速提升，2020年进入疫情时代，受资本市场活跃，代理基金收入快速增长影响，代理服务手续费大幅提升35.28%至185.07亿元，未来代理服务手续费增长维持较好趋势，根据2021年招商银行半年报，2021年H1较2020年代理手续费同比提升40.36%至151.73亿，全年维持高速增长可期。

图表 50：招商银行代理服务手续费增长趋势



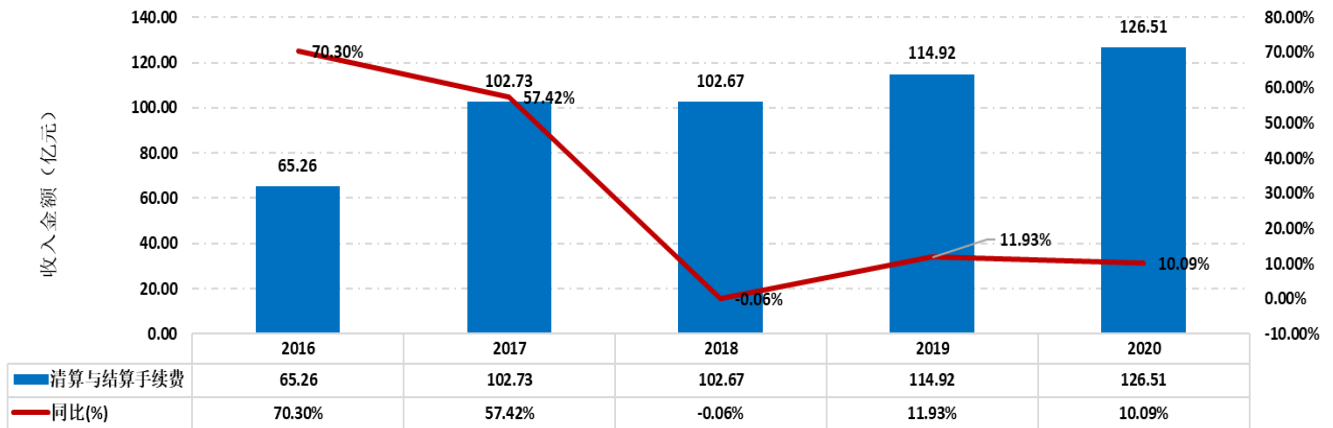
数据来源：公司年报，华福证券研究所

4.4 结算与清算手续费方面

根据《中国银联银行卡联网联合技术规范 V2.1》定义：清分 Clearing：对交易数据依据机构和交易类型进行分类汇总，并计算结算金额的过程。清算：Settlement 指根据清分结果对交易数据进行净额轧差和提交并完成资金划拨的全过程。结算：Settlement of Accounts 指完成客户账户间资金划拨的全过程。

2016年-2020年，招商银行清算与结算手续费经过2016-2017年高速增长后，在2018年增速下降为0，此后2019-2020年增速维持在年均10%左右，处于健康增长态势。2021年上半年结算与清算手续费为72.77亿元，同比+14.38%，整体维持较好增长趋势，主要来源于电子支付收入增长，电子支付端发力贡献明显。

图表 51: 招商银行清算与结算手续费增长趋势



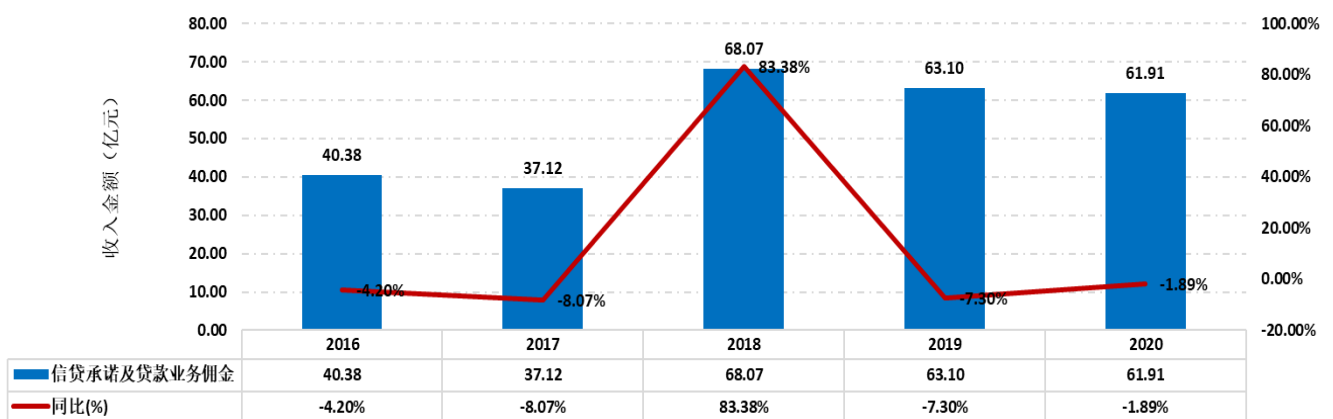
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

4.1 信贷承诺及贷款业务佣金方面

银行承诺业务承诺性业务主要有回购协议、信贷承诺、票据发行便利。回购协议是指交易一方向另一方出售某种资产,并承诺在未来特定日期、按约定价格从另一方购回同种资产的交易形式。严格地讲回购协议应列入资产负债表中,因为回购协议期限一般较短,通常是隔夜回购,而资产负债表的编制时间的间隔为1个月,银行承诺业务故不能将其及时反映在表内。故《巴塞尔协议》中仍将其列入表外项目,并规定其信用换算系数为100%。

2016年-2020年,招商银行信贷承诺及贷款业务佣金⁴,经过2016-2017年平稳发展后,2018年由于纳入跨境融资部分服务手续费及融资租赁手续费实现大幅增长,此后2019-2020年整体该项手续费微幅下跌,主要受到招银租赁业务手续费收入减少影响。2021年上半年信贷承诺及贷款业务佣金收入为38.52亿元,同比+5.42%,扭转过去两年下降趋势,本期增加主要来自贸易融资相关手续费收入增加。

图表 52: 招商银行信贷承诺及贷款业务佣金增长趋势



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

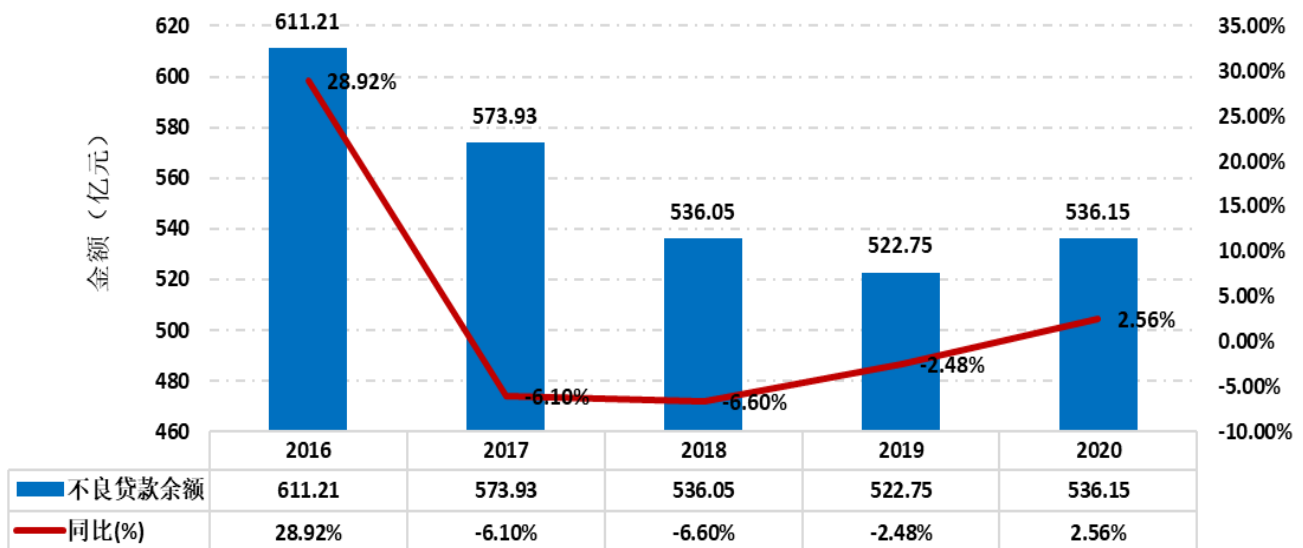
⁴ 2018年招商银行调整该项口径,将跨境融资业务部分服务手续费从清算与结算调整至信贷承诺,将融资租赁相关手续费调入。

五、 从不良生成视角分析招商银行

不良率是银行业分析的重要指标。银行最原始、基本的功能便是存贷业务，而贷款业务不仅仅是盈利需求，其中的安全保障、信用风险控制是银行重中之重的考量，如何控制好不良生成以及不良消化，都成为银行业重要的思考方向。

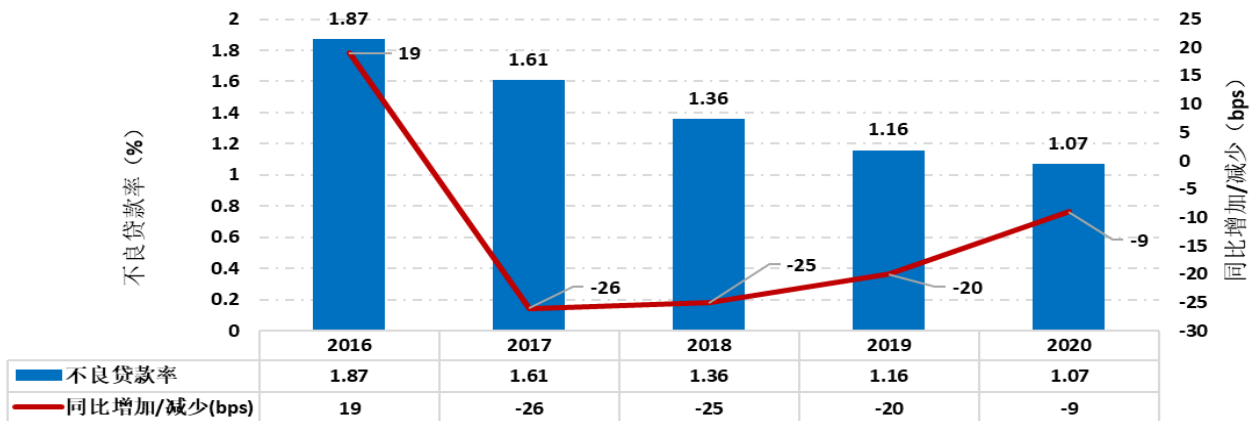
2016-2020 年，招商银行不良贷款余额整体呈现稳中有降的趋势，经过 2016-2018 年大幅稳步降低后，进入整体较低水平，不良转出核销大增。2020 年不良贷款余额较 2019 年同比小幅增加 2.56%至 536.15 亿元，2016 年-2020 年年复合增长率 CAGR 为-3.22%，不良贷款维持低位展示了招商银行良好的信贷质量及管控能力。2021 年上半年，不良贷款余额为 545.42 亿元，较 2020 期末增加 1.73%，增速较前期有所放缓。

图表 53: 招商银行不良贷款余额增长趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2016-2020 年，招商银行不良贷款率整体呈现稳步下降的趋势，经过 2016-2019 年大幅稳步降低后，进入整体小幅下降水平，不良转出核销大增。2020 年不良贷款率较 2019 年同比小幅降低 9bps 至 1.07%，2016 年-2020 年年复合增长率 CAGR 为-13.03%，不良贷款率维持低位昭示招商银行良好的信贷质量及管控能力。2021 年上半年，不良贷款率 1.01%，较 2020 年底下降 6bps，继续保持良好压降趋势，资产质量进一步夯实。

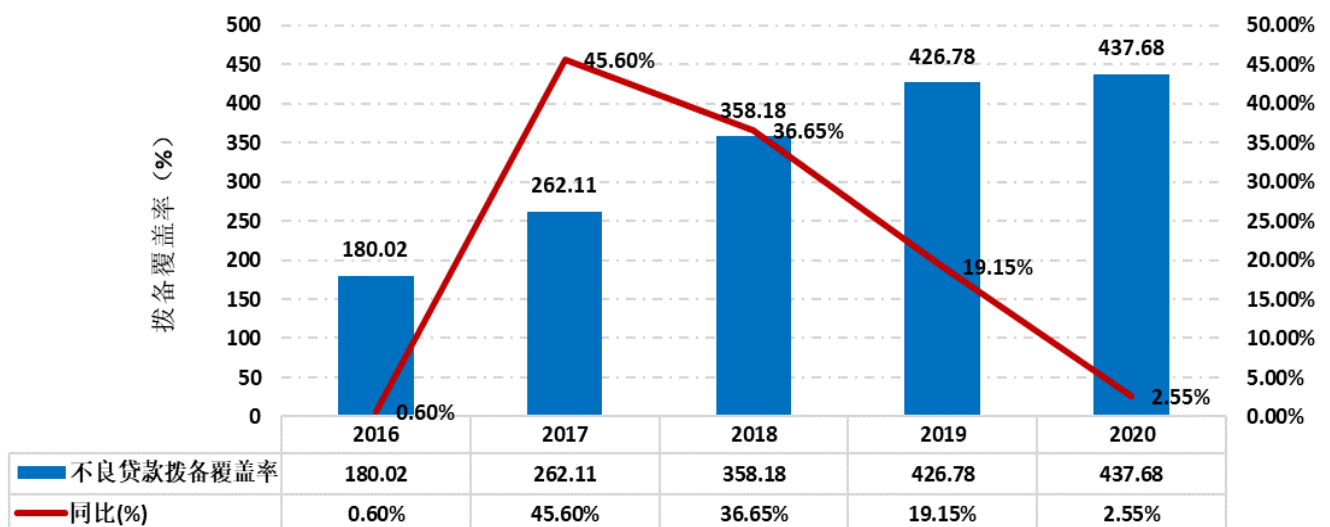
图表 54: 招商银行不良贷款率变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

5.1 拨备覆盖率方面

拨备覆盖率=贷款损失准备/不良贷款余额, 在不良贷款增加的过程中, 提升贷款损失准备可以有效提升覆盖率, 高覆盖率展示了招商银行风险覆盖能力及审慎拨备计提政策, 充足计提信用风险损失准备。

2016-2020 年, 招商银行不良贷款覆盖率整体呈现稳步提升的趋势, 经过 2017-2018 年大幅提升贷款损失准备, 有效提升不良覆盖率。2020 年不良贷款覆盖率较 2019 年同比小幅增加 2.55%至 437.68%, 2016-2020 年年复合增长率 CAGR 为+24.87%。2021 年上半年, 不良贷款覆盖率为 439.46%, 较 2020 年底小幅上升 1.78 个百分点, 本期主要由于国内疫情控制良好背景下, 风险降低, 招商银行主动减少贷款和垫款的拨备计提。

图表 55: 招商银行不良贷款拨备覆盖率变化趋势


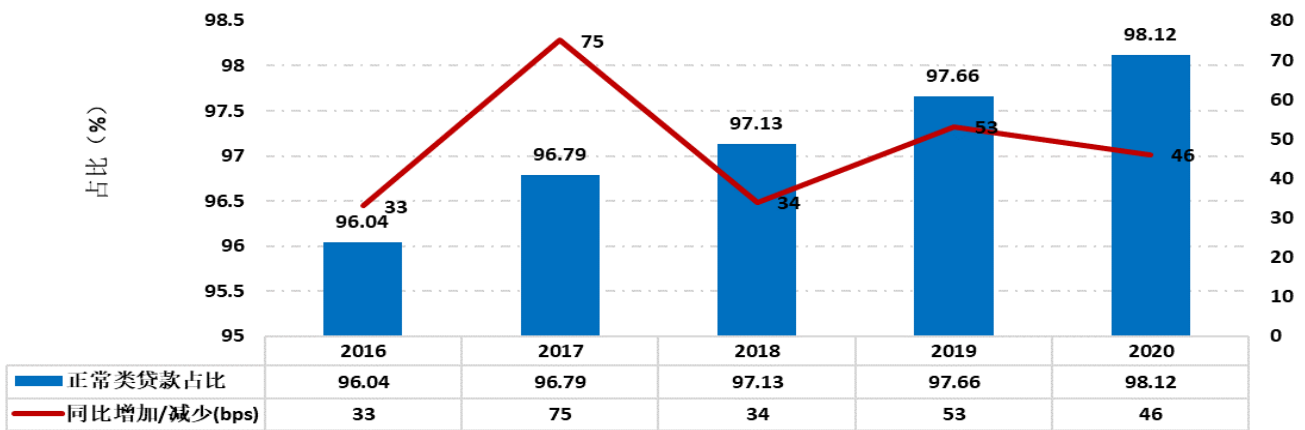
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

5.2 不良产生静态方面

银行贷款按照资产质量角度分为五类，分别为正常、关注、次级、可疑及损失类贷款，其中后三类划分为不良贷款，因此关注类贷款及正常转关注类贷款的迁移是转向不良的重要通道，因此监控关注类贷款生成及次级类贷款迁徙率变得重要。

2016-2020年，招商银行正常类贷款占总贷款比重呈现逐年稳步提升的趋势，贷款质量逐步好转，2020年末正常类贷款总贷款比重为98.12%，较上年末提升46bps，2021年上半年正常类贷款占比为98.29%，较2020年期末提升17bps，资产质量进一步夯实。

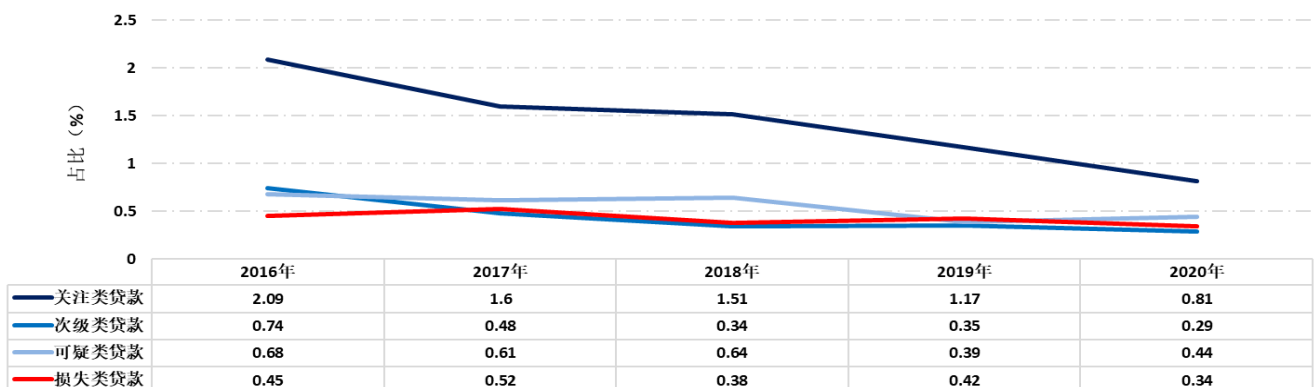
图表 56：招商银行正常类贷款占比变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2016-2020年，招商银行关注类（非不良）贷款占比逐年下滑，一方面源自正常类贷款稳步提升，另外一方面也反映贷款质量较好，下滑至此部分贷款较少。不良贷款类型里，较好的次级类贷款占比整体来看稳中有降，近四年低于0.5%，稍次的可疑类贷款占比经历2018年小幅上升后，这两年有所下降，处于0.5%以下，最差的损失类贷款占比近五年除2017年略超0.5%，其他年份均处于较低水平，2020年创下近五年最低水平。

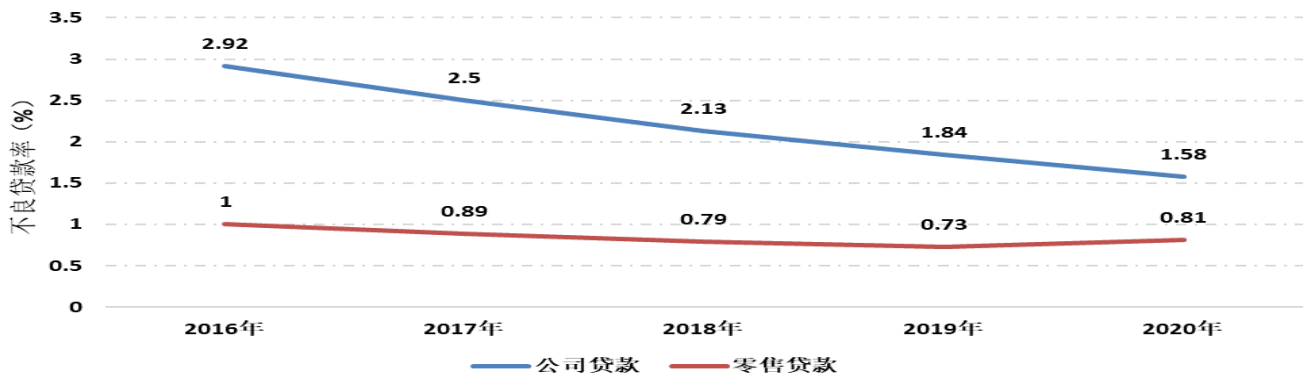
图表 57：招商银行正常类贷款占比变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从不良贷款的行业分类来看，我们需要注意到，不同行业的贷款质量以及不良生成概率差异性较大，通过近5年的数据分析，我们可以看到，招商银行公司贷款不良率在过去5年呈现稳步下滑的趋势，资产质量稳步向好，零售贷款角度来看，过去5年稳中有降，整体不良率要远远小于公司贷款不良率水平，但是中间价差在缩小，主要是公司贷款不良率下降的幅度大所致。

图表 58：招商银行不良贷款不同产品类型分布变化趋势

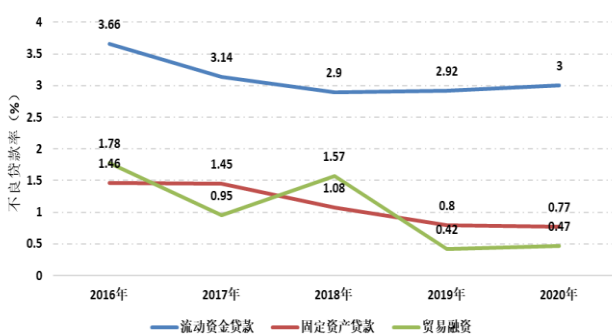


数据来源：公司年报，华福证券研究所

无论是公司贷款、零售贷款，其组成成份对应的不良贷款率水平差异也较大，从2016-2020年来看，公司贷款中流动贷款不良率一直处于较高水平，2018年有所下滑，近两年有所抬升，截至2020年期末，流动资金贷款不良率达3.00%，而固定资产贷款不良率近五年处于稳步下滑趋势，也是贡献了对公贷款不良下降的主要组成成份，2020年固定资产贷款不良率较2019年下降3bps至0.77%，贸易融资不良率近两年大幅下降，由2018年超1.5%下降至近两年不足0.5%，取得较好成果。

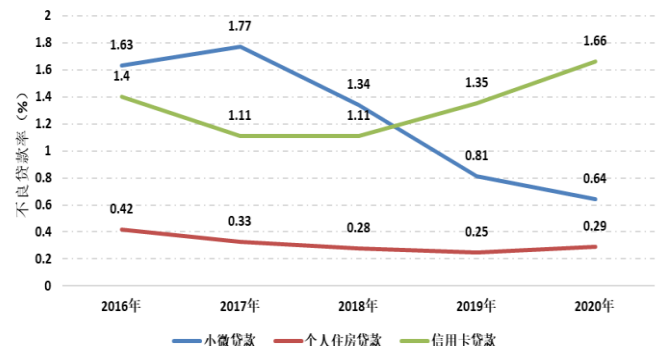
从零售贷款组成成份不良率来看，小微贷款不良率近四年处于稳步下滑趋势，得益于小微贷款的持续良好管控，个人住房贷款质量整体非常优异，是零售贷款的重要组成成份，考虑到目前住房贷款集中度要求，因此需要根据招商银行限制情况进行分析未来增长区间，关于信用卡贷款，自2018年以来，整体不良率水平有较大幅度上升，需要引起招行的重视。

图表 59：招商银行公司贷款组成成份不良率



数据来源：公司年报，华福证券研究所

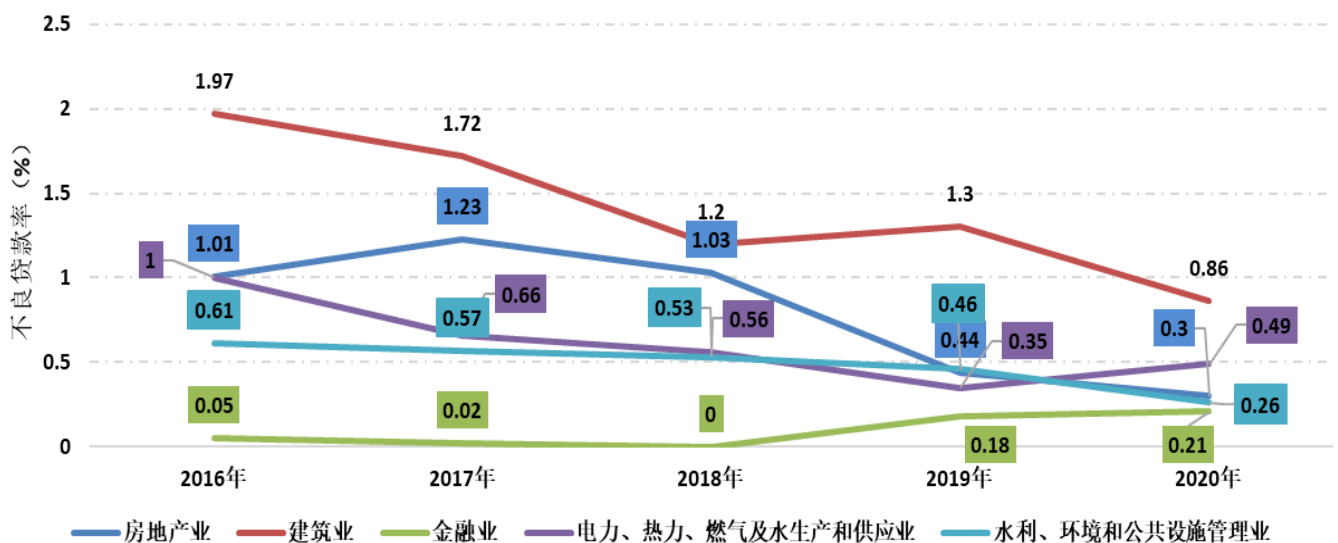
图表 60：招商银行零售贷款组成成份不良率



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司贷款方面需要再细化至不同贷款去向行业的不良率及变化分析,将周期性较强的房地产业、建筑业、金融业及电力、水利公用事业作为比照组进行5年不良率分析,从下图数据来看,房地产业经历过2016-2018年较高不良率困扰后,整体在2019-2020年不良率持续下降,房产的去泡沫化进程下,资产质量层面还是得到了有效提升及管控。同期,建筑业的贷款不良率也是持续下滑,截至2020年首次低于1%至0.86%,实现较好的不良控制水平。金融业作为传统强监管的行业,整体不良率非常低,近两年虽然有所提升,但整体影响较小。电力、热力、燃气及水利等公用事业的整体贷款不良率呈现稳中有降的趋势,这些行业的企业相对而言处于行业龙头地位,且大部分属于国资背景,资信能力强,整体维持较低的不良率水平。

图表 61: 招商银行公司贷款部分成份不良率变化趋势 1 组

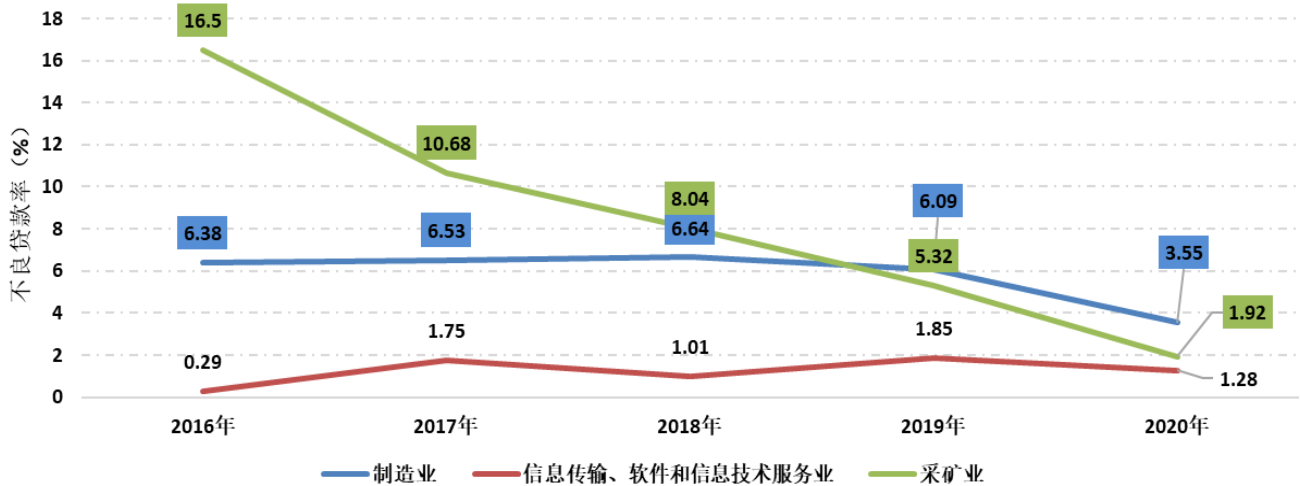


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

公司贷款行业方面,如果将制造业、采矿业及信息传输、软件和信息技术服务业作为可比组2组来看,我们可以看到这组行业贷款不良率呈现较为明显的分散特征。其中,采矿业贷款不良率在过去5年经历了天翻地覆的变化,这与对应公司主要矿产品的价格周期波动巨大相关性显著,从2016年不良率达到惊人的16.50%快速递减至2020年1.92%,根据前文分析我们知道招商银行过去5年净利差在2.3-2.5%之间,如果不良超过该数字,基本上可以认定此类贷款盈利的机会渺茫,因此可以看出,采矿业前期的贷款均处于“亏本”状态,2020年随着大宗商品价格回升,采矿业景气度提升,该类企业的经营状况好转对于银行此行业贷款的质量有了大幅度改善,因此不同行业的贷款质量变迁也是银行管理的重中之重。信息传输、软件及信息技术服务业在过去10-20年快速发展,不良率在2016年最低为0.29%,近四年来不良率整体有所抬升,与相应企业的发展规律有较强联动效应。2020年此类贷款不良率较2019年有所下降至1.28%,盈利趋佳。制造业解决了大量人口就业的问题,因此银行业对于制造业的贷款扶持十分重要,但我们也能看到招商银行贷款分类中,制造业贷款不良率过去5年里整体呈现较高不良水平,2016-2019年整体不良均超6%,2020年国内制造业企业产能在经济恢复过程中以及对国外的订单替代中实现较好的

盈利，从而有效降低不良水平，2020年较2019年大幅下降2.54个百分点，有效提升此类行业贷款对于银行的盈利支撑。

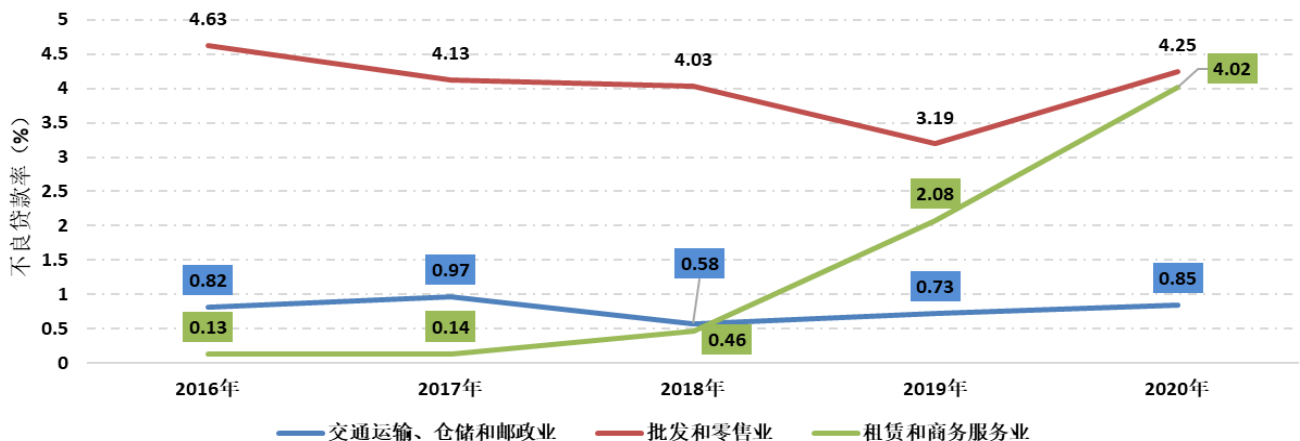
图表 62：招商银行公司贷款部分成份不良率变化趋势 2 组



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司贷款中，我们将批发和零售业、租赁和商务服务业及交通运输、仓储和邮政业纳入 3 组进行可比分析。2016-2020 年，租赁和商务服务业经历前三年较低不良率水平，贷款质量优异，然而 2019 年受到“长租暴雷”及 2020 年疫情综合影响，此类贷款不良率大幅攀升，2020 年此类贷款不良率已达 4.02%，较 2019 年大幅提升 1.84 个百分点。随着疫情好转以及逐步清理，2021 年上半年此类贷款不良率下降至 3.56%，整体不良趋势走好。

图表 63：招商银行公司贷款部分成份不良率变化趋势 3 组

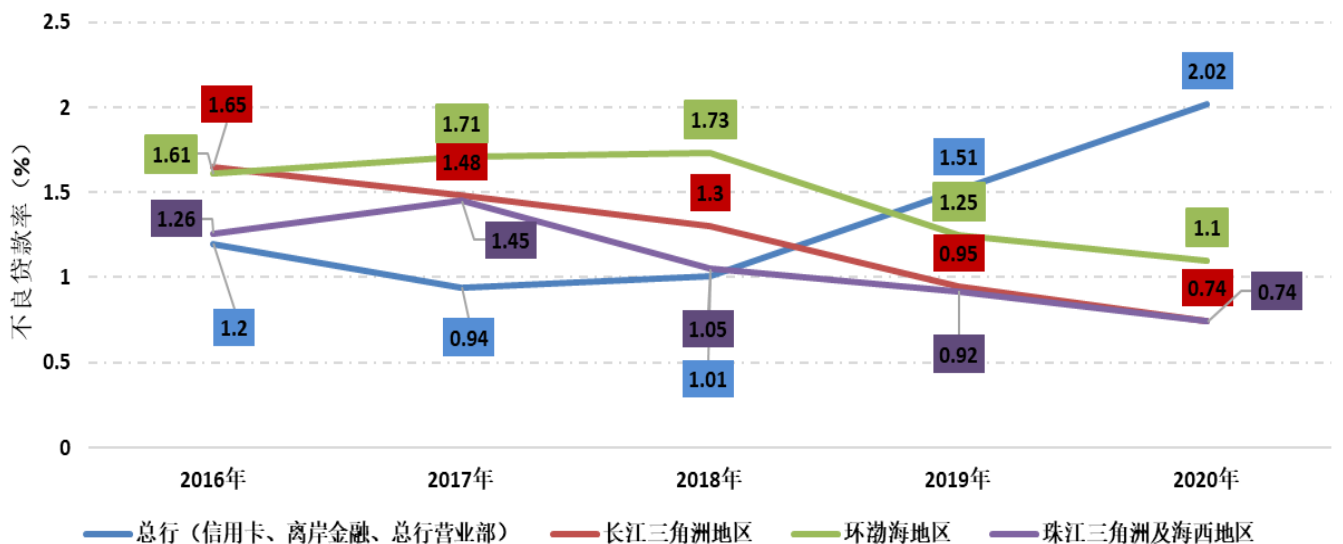


数据来源：公司年报，华福证券研究所

从招商银行贷款及垫款总额区域分布特点来看，我们按照区域特点分为两个板块：发达板块以及发展中板块，发达板块包含总行（包括信用卡中心、离岸金融中心及总行营业部）、长江三角洲地区、环渤海地区及珠江三角洲及海西地区，后三者是国家

重点建设的城市群发展重点。我们可以看到，总行类贷款受到信用卡不良提升及个别对公大户不良生成影响，在近三年不良率呈现明显提升，2021年上半年总行板块不良下降4bps至1.98%，走势趋好。长江三角洲地区是中国经济发展高质量地区，也是国家建设长三角国家重要战略布点区域，该地区招商银行整体贷款不良率呈现稳步下降趋势，贷款质量不断优化，2021年上半年该地区贷款不良率继续下降至0.58%，侧面体现了该地区的经济发展势头良好。珠江三角洲及海西地区也是国家重点发展粤港澳及福建区域的地区，得益于地区区域优势，整体不良率呈现稳步下降趋势，2020年该类贷款不良率只有0.74%，2021年上半年该地区贷款不良持续下降至0.70%，维持优异贷款质量。环渤海地区是首都经济发展区，是政治及经济发展中心，近三年不良率大幅降低，实现贷款质量大幅优化，从2018年1.73%降低至2020年1.1%，2021年上半年该地区贷款不良率为1.14%，略有小幅提升，但目前不良水平处于良好状态，将会持续受益于京津冀协同发展。

图表 64：招商银行发达板块区域不良贷款率趋势

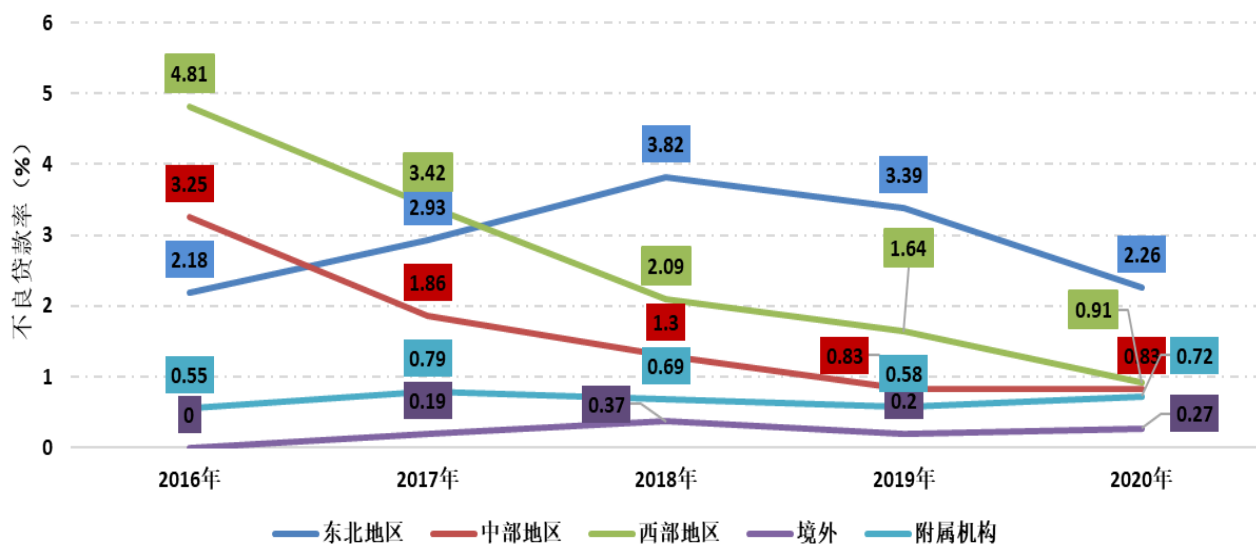


数据来源：公司年报，华福证券研究所

我们将东北地区、中部地区、西部地区、境外及附属机构划分为发展中板块，尽管境外地区都属于发达国家，但是该地区业务处于初期发展阶段，因此我们将其暂时归纳至发展中板块。招商银行发展中板块（分析师定义），整体近三年不良率稳步降低，实现贷款质量不断优化。东北地区贷款不良率在2018年达到3.82%，大幅超越平均净利差，对于盈利有负面贡献，与东北地区的区域经济发展水平有关，因此贷款质量整体相对偏弱。然而近两年整体不良下滑至2020年2.26%，得益于国家对于东北振兴的不断投入与关注，整体贷款质量趋向良好，2021年招行该地区不良率下降至1.97%，持续降低，不断优化。中部地区这几年发展飞快，承接诸多产业转移，随着基础设施便利化，中部地区近些年发展进入快车道，该地区贷款质量持续优化，2020年贷款不良率下降至0.83%，贷款质量优异，2021年上半年末，该地区由于受到少数地区区域风险提升略有上升至1.08%，整体质量维持较好态势。西部地区是国家近几十年重点发展区域之一，也是为西部边疆稳定提供了经济基础。西部地区整体

贷款不良率近三年稳步下降，2020 年贷款不良率下滑至 0.91%，贷款质量进一步优化，2021 年贷款质量持续优化至不良仅为 0.70%，区域经济活跃，走出自身特色。境外是招行近些年着重布局方向之一，全球化不仅是国家战略，也是诸多企业的战略方向，无论是自身企业发展，还是为服务国家战略，以及为国内企业海外融资、国人境外消费及其他多形式要求服务，境外的发展近些年走上快车道，由于业务发展初期，业务规模有所控制，整体境外不良率维持极低水平，然而随着近几年快速发展，以及疫情影响下的经济复苏影响，不良有所小幅提升，2020 年末境外贷款不良率为 0.27%，2021 年境外贷款不良率为 0.36%。“附属机构”指招商银行全资及控股附属机构，包括招商永隆银行、招银国际、招银租赁、招商基金、招银理财、招商欧洲和招商信诺资管等，该类贷款不良率整体维持优异水平，近五年持续低于 1%，截至 2020 年期末，附属机构贷款不良率为 0.72%，较 2019 年上升 14bps，与疫情影响关系较大，2021 年上半年末，在经济复苏背景下，附属机构贷款不良率有所好转，下降 10bps 至 0.62%，贷款质量进一步优化。

图表 65：招商银行发展中板块区域不良贷款率趋势

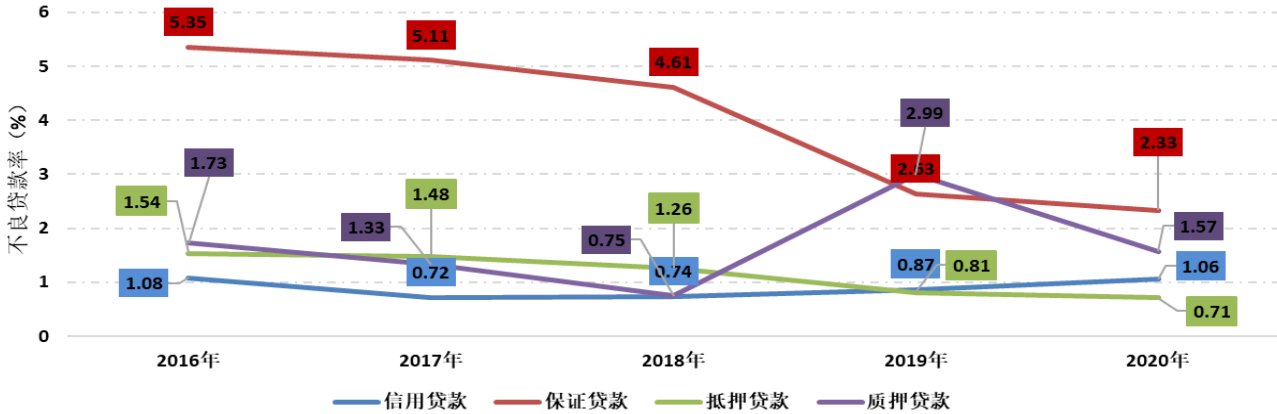


数据来源：公司年报，华福证券研究所

从担保方式不同角度来区分贷款来看，招商银行信用贷款占比总贷款逾 3 成，不良贷款率维持低位运行，近两年贷款不良率有所上升，但整体维持较低水平，截至 2020 年期末，信用类贷款不良率为 1.06%，较 2019 年上升 19bps，主要受信用卡不良增加影响，2021 年上半年期末，信用贷款不良率为 1.02%，质量有所优化；保证贷款不良率近两年下滑幅度较大，前期不良水平较高，2020 年期末保证贷款不良率降低至 2.33%，较前期有较大幅度优化，2021 年上半年期末保证贷款不良受个别对公大户不良生成影响上升 9bps 至 2.42%；抵押贷款同样是占比总贷款及垫款超三成，整体不良率较低，且这两年贷款质量迅速优化，截至 2020 年抵押贷款不良率降低至 0.71%，2021 年上半年期末抵押贷款不良率持续下降至 0.64%，贷款质量继续优化；质押贷款业务占比相对以上较小，不良率在 2019 年有所反弹，主要受到个别信用风险事件影响，随着 2020 年信用风险事件管控，质押风险稍有较大幅度下降，

截至 2020 年期末，质押贷款不良率为 1.57%，2021 年质押贷款不良率持续下降至 1.48%，贷款质量进一步优化。

图表 66：招商银行不同担保方式不良贷款率趋势



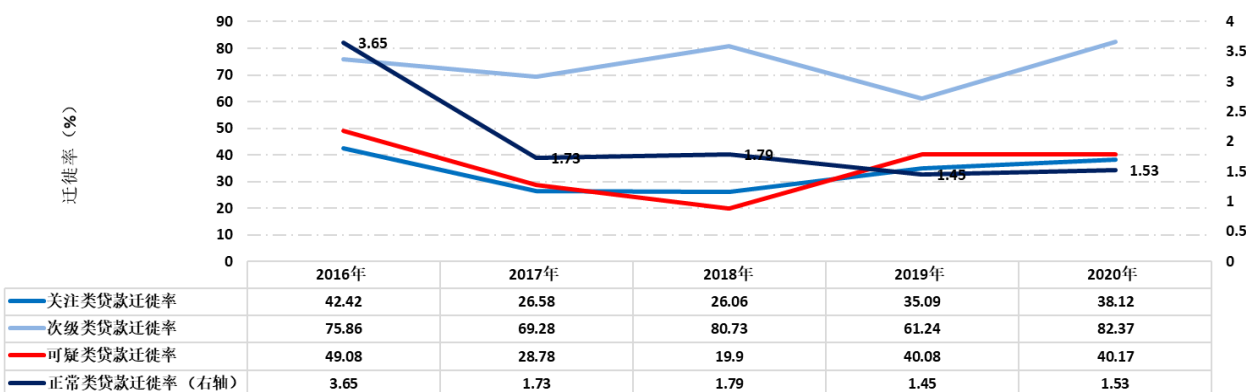
数据来源：公司年报，华福证券研究所

5.3 不良迁移及核销动态方面

不良贷款的生成以及核销对于不良贷款的变化有着较为重要的影响，我们试图从分类迁徙率指标以及行业分类指标来分析招商银行近年来不良资产动态变化情况以及趋势。此外，贷款损失准备数据呈现展现了较强的银行周期调节效果，也需要根据计提及核销数据进行动态分析银行的思路，明确银行的不良处置风格。

2016-2020 年，整体而言，正常类贷款往后四类贷款的迁徙率保持下降的态势，2019 年-2020 年保持在 1.5%左右低位，贷款在扩张的过程中，依旧能够保持良好的资产质量。关注类贷款迁徙率维持较为平稳的态势，整体近 3-4 成往更遭状态变迁，次级类贷款迁徙率受该类型贷款质量影响，整体迁徙率维持高位，近五年在 6-8 成左右转化为更次级类贷款，可疑类贷款迁徙率即为最终转变为损失类贷款的比例，招商银行近 5 年变化较大，2018 年此类迁徙率为 2 成，近两年提升至 4 成，这与资产质量恶化的时滞性有关系。

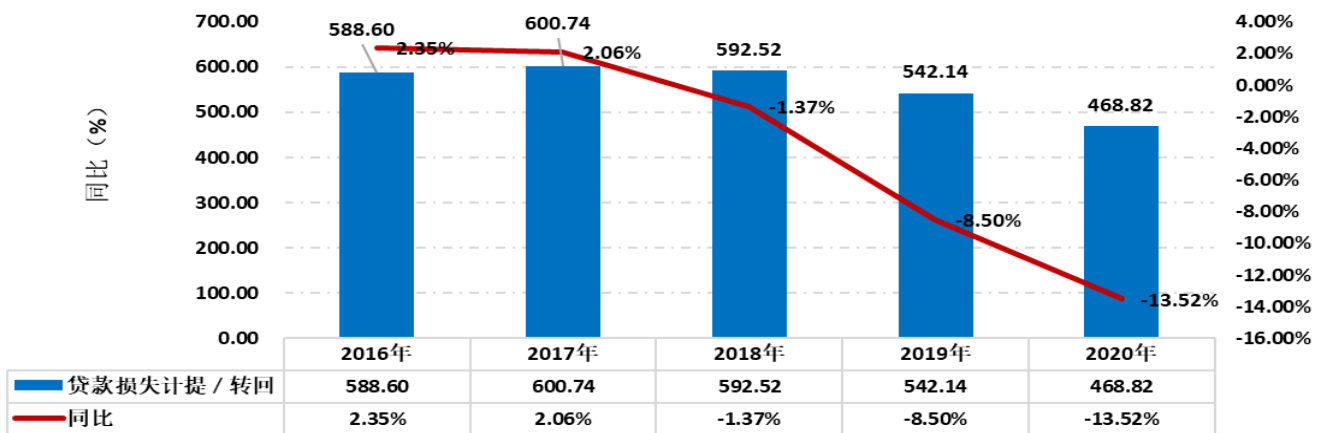
图表 67：招商银行不同类型贷款迁徙率变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

招商银行的整体贷款质量趋势走好，贷款质量动态变化较为温和，资产、负债结构较好，如何处置不良成为银行重要处理不良贷款重要方向，我们以 2016-2020 年招商银行贷款损失计提准备与转回合并量作为分析指标，来分析招商银行近些年计提策略及思路。这 5 年招商银行整体计提维持高位，受益于转回额不断增大，整体合并金额近几年略有下降，反映出招行审慎计提、贷款质量好于预期的背景下，转回金额有所提升。此外，随着新金融工具准则实施（招商银行 2018 年采用），贷款损失准备以预期信用损失模型为基础，基于客户违约概率、违约损失率等参数，结合前瞻性宏观数据调整，充足计提信用风险损失准备，为后期的资产质量夯实以及盈利释放提供良好的支撑效应。

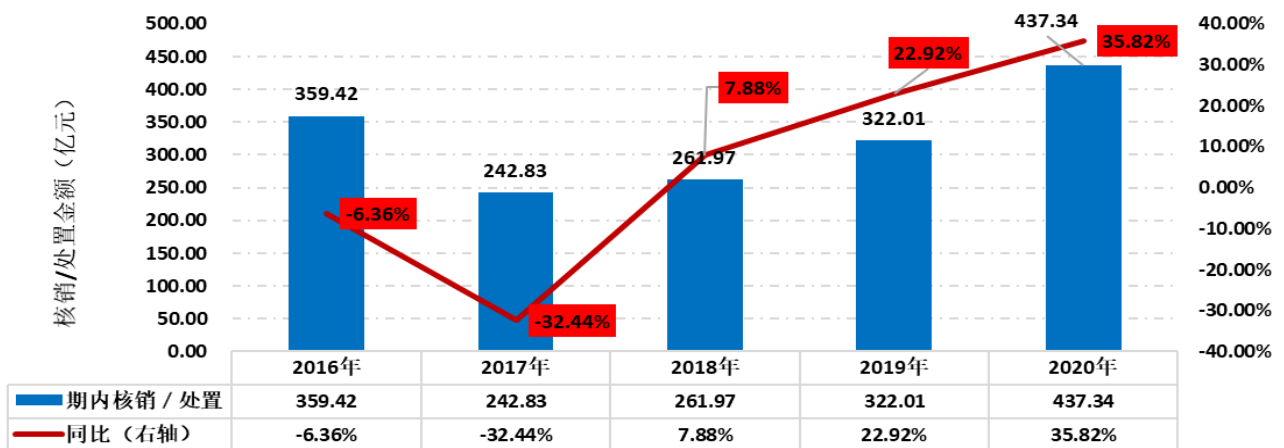
图表 68：招商银行贷款损失计提与转回合并变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从 2017 年开始，招商银行逐年加大不良贷款核销和处置，近两年增速超 20%，2020 年较 2019 年同比增 35.82%达 437.34 亿元，2021 年上半年共处置不良贷款 221.75 亿，同期生成不良贷款 232.42 亿元，招商银行处理不良贷款积极，运用常规核销、清收、不良资产证券化及其他多种方式积极降低不良贷款对公司贷款质量影响。

图表 69：招商银行贷款核销和处置变化趋势

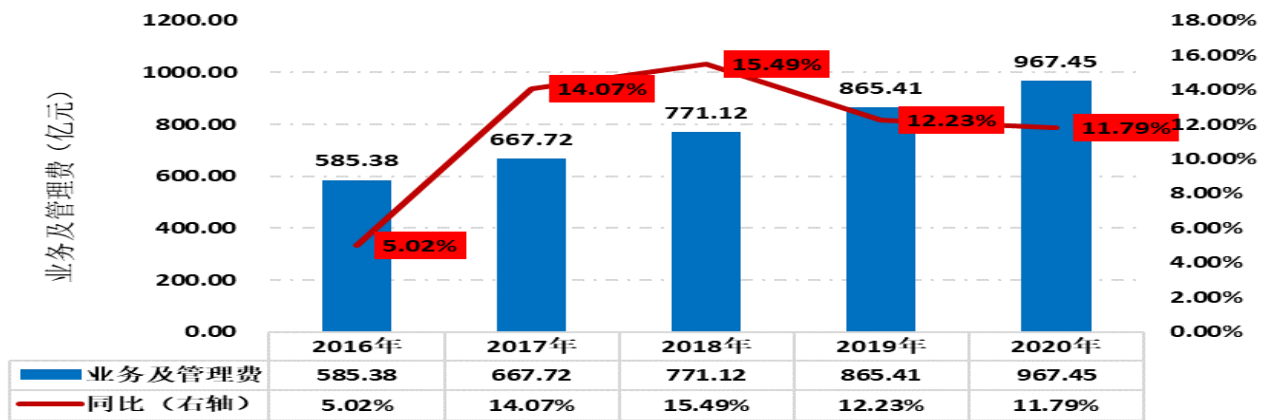


数据来源：公司年报，华福证券研究所

六、 从管理费用及文化视角分析招商银行

银行整体业务及管理费用支出是除去信用损失减值部分占据银行营业支出的大头，招商银行过去5年业务及管理费用支出整体呈现稳步增长的趋势，增长2020年业务及管理费967.45亿元，同比增长11.79%，较前两年稍有下滑，其中员工费用同比增长10.89%，其他一般及行政费用同比增长16.13%，成本收入比上升1.21个百分点至33.30%，增长的主要原因在于招行为加速金融科技转型，增加基础设施及研发人员投入，为经营模式3.0转型，加大相关领域资源投入，并为网点数字化硬件设施改造加大投入。2021年上半年业务及管理费支出471.68亿元，同比增长12.68%，增速整体保持稳定。

图表 70：招商银行业务及管理费用变化趋势

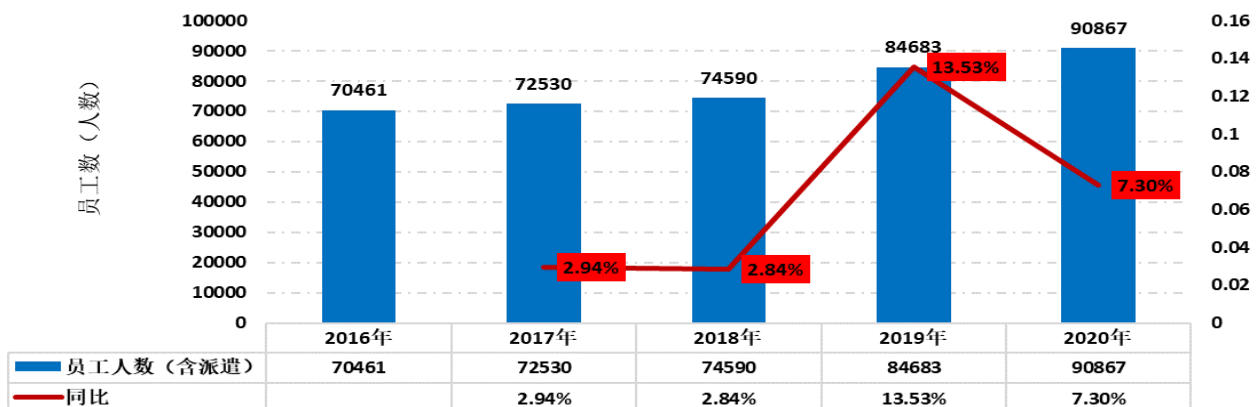


数据来源：公司年报，华福证券研究所

6.1 人才与人才支出视角

招商银行整体员工数量在近五年有较为稳定的增长，其中，2019年整体涨幅最高达13.53%，分别于2019年、2020年突破8万人、9万人大关，公司的发展离不开员工的贡献，员工不断扩招也离不开公司优秀的发展前景以及扩张带来的人才需求。

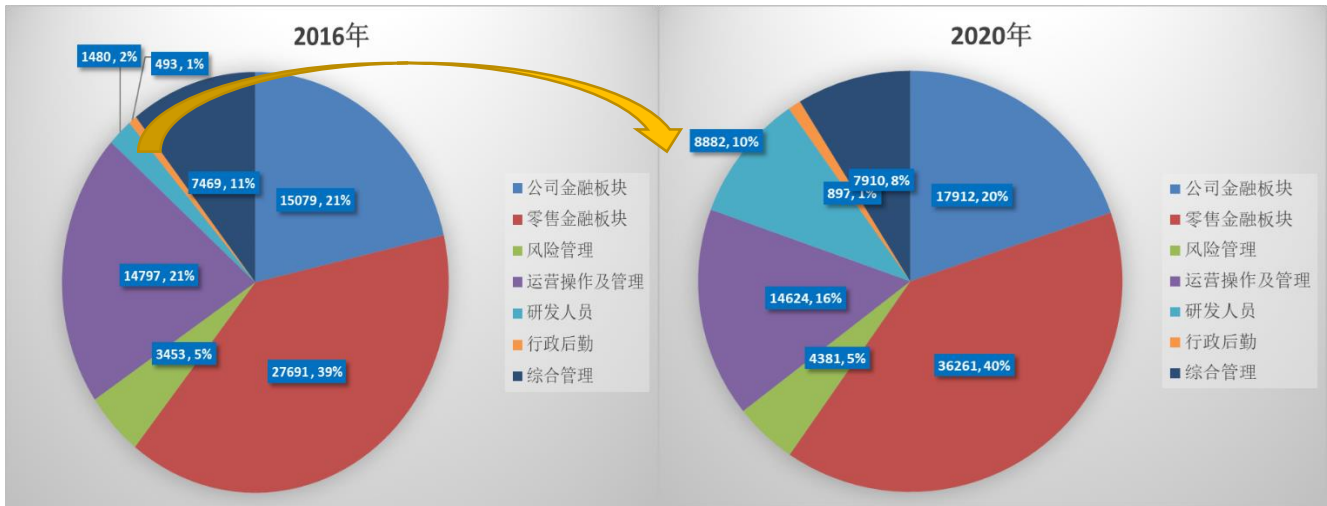
图表 71：招商银行员工人数变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

从招商银行员工专业构成来看，我们选取 2016 年及 2020 年员工专业构成，其中发生最大变化是在研发人员的人数及比例占比上，由 5 年前 1480 人，仅占比总员工 2%，到截至 2020 年底 8882 人，占比总员工人数达 10%，高比例的研发人员增加为招商银行研发投入，特别是两个主打 APP 的快速发展及其他相应科技辅助系统迭代、创新提供了重要支持，并为后续的零售主战场，提供源源不断的火力支援，建立极深的战略“威慑”能力。

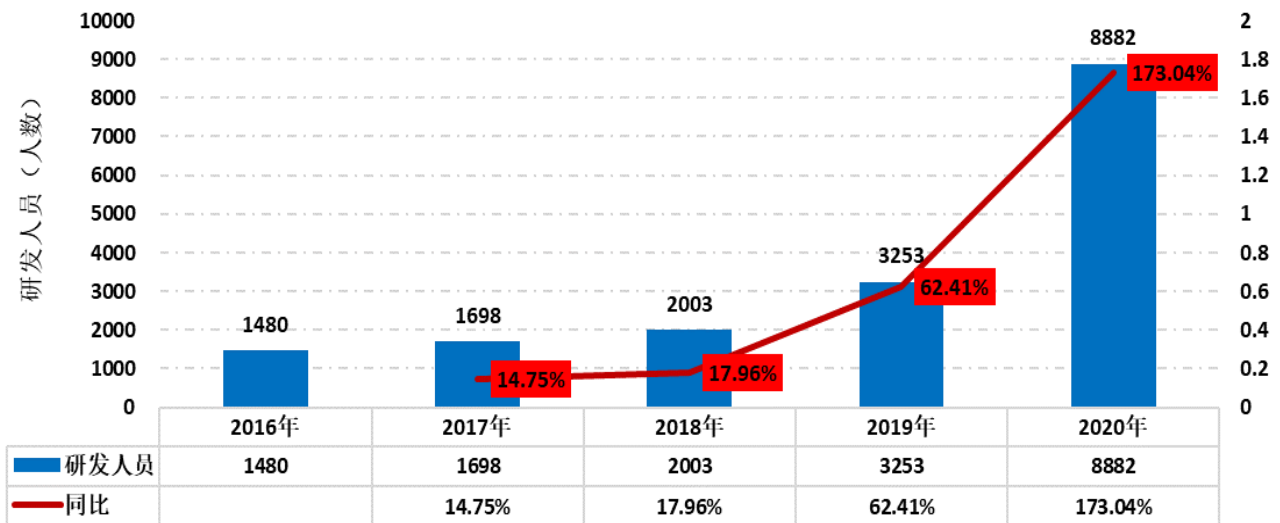
图表 72：招商银行员工专业构成变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

招商银行近五年研发人员人数维持加速增长趋势，近两年的增速几乎达到一年翻一番，背后的科技支持业务发展的思路以及重视科技发展的未来潜力值得期待。

图表 73：招商银行研发人员人数变化趋势

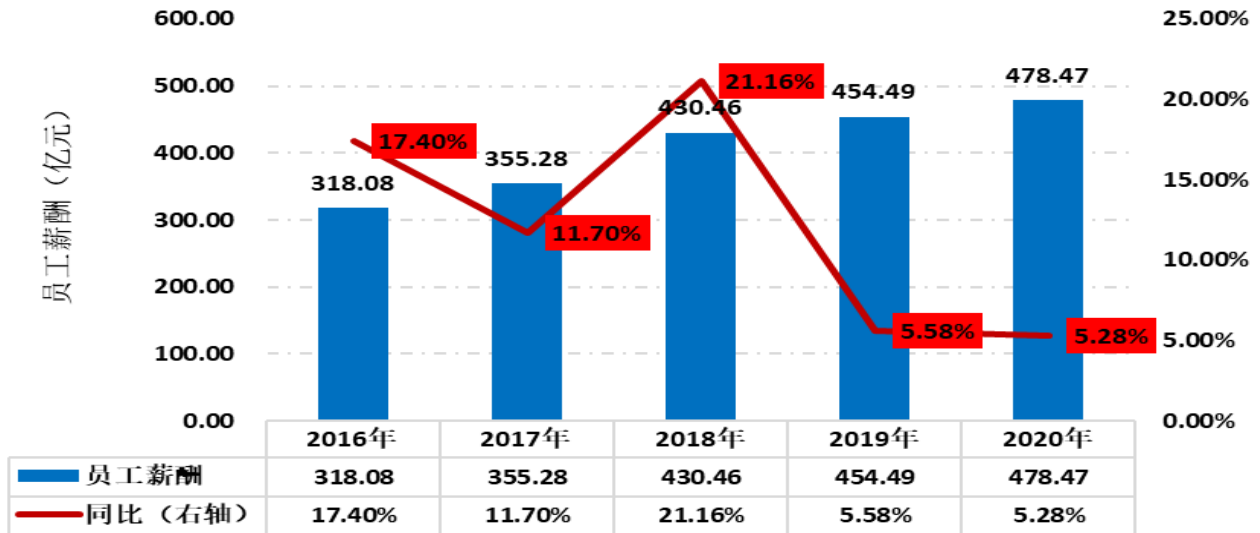


数据来源：公司年报，华福证券研究所

从招商银行的薪酬支付体系来看，根据其年报披露的原则：遵循“战略导向、绩

效体现、风险约束、内部公平、市场适应”的薪酬管理原则；近五年招商银行的整体薪酬支付金额伴随市场变化整体处于较快增速，2016-2018年薪酬增同比增速超2位数，5年年复合增长率CAGR达10.75%，但考虑到“薪酬风险准备金”因素，部分薪酬根据风险有所递延，实际薪酬增速要超越以下增速。

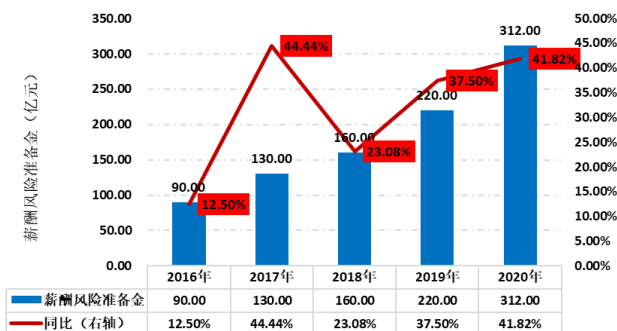
图表 74：招商银行员工薪酬变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

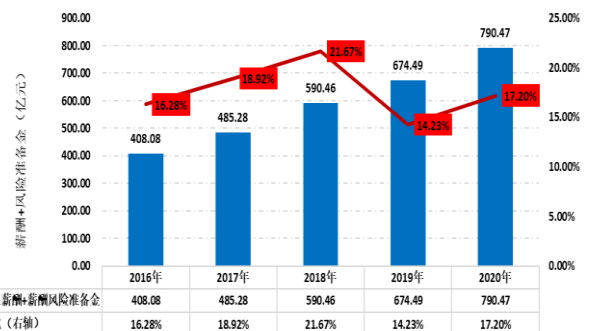
2016-2020年招商银行薪酬风险准备金（延迟发放专项资金）有较大幅度提升，其中2017年同比大幅增加44.44%，近两年年均同比增加幅度约4成，截至2020年年报风险准备金达312亿，同比增41.82%，近五年年复合增长率CAGR达36.45%，该部分资金在无风险的情况下会递延发放员工，如果对应有额外风险产生，则会对应扣减，一定程度上对冲产生风险。如果根据薪酬和风险准备金叠加效果来看，近5年员工薪酬及风险金（预留）整体维持较为平稳的快速增长态势，与招商银行人力资源优化、技术人才比例提升及总人数提升和宏观人力成本提升更贴合。近5年年复合增长率为17.97%，该部分费用支出及风险准备亦将成为后续成本支出的分析内容，整体趋势仍处于温和上升趋势。

图表 75：招商银行薪酬风险准备金趋势



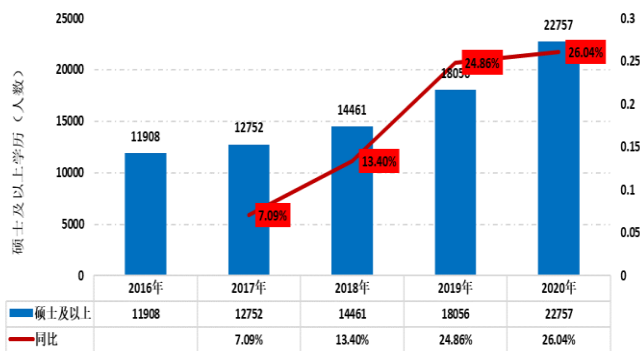
数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 76：招商银行薪酬&风险准备金叠加趋势

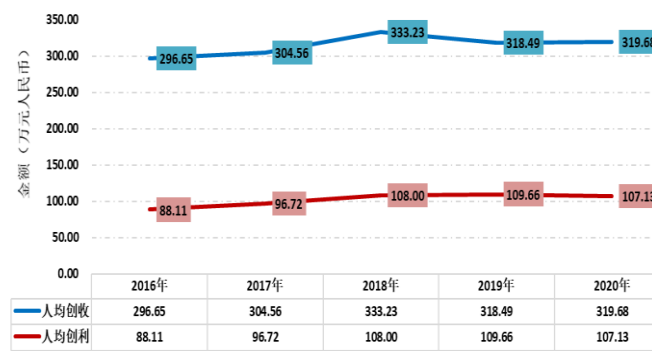


数据来源：公司年报，华福证券研究所

从员工学历组成来看，整体学历的提升趋势明显，硕士及以上学历人数稳步提升，近两年有加速趋势，年均同比增速超 20%，目前总人数达 2.27 万人，整体人员科学、专业素养提升有助于企业发展。从近五年的人均创收及创利趋势来看，人均创收经历 2016-2018 年稳步提升后，随着人员数量大幅提升，2019 稍有所下滑，2020 年伴随人员基数的大幅提升，人均创收依旧小幅提升，展现出强劲的人员优化升级能力；人均创利角度，近五年的创利经历类似过程，前三年快速增长，2019-2020 年，人员大幅增长背景下，特别是研发支持人员大幅增加背景下，人均创利维持稳定，未来随着人员升级的逐步内化以及全方位能力的提升，创利提升潜力巨大。

图表 77：招商银行硕士及以上学历人数趋势


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 78：招商银行人均创收、创利趋势


数据来源：公司年报，华福证券研究所

6.2 企业文化层面

招商银行的战略思路从组织上来看，理念是“深化组织文化变革”，即使员工数庞大，亦能通过文化让员工感受到力量，让组织身轻如燕，践行轻型文化的思路。

开放融合的组织文化在潜移默化中深入人心。中后台积极为一线赋能减负，一些长期困扰基层的共性负担得到有效整治，一些制约一线员工的流程痛点得到切实解决。跨边界的融合型任务团队在主机上云、数据中台建设等项目上展开全面合作，成为解决复杂工作的有效组织方式。行内外、总分行、跨分行、多形式的人才交流体系逐步成型，健全干部交流机制，强化干部选拔任用基层经历导向。小团队创新常态化，形成创新工场孵化机制，**鼓励员工跳出常规工作流程和运作方式，实现创新想法落地和团队成长。**一线声音被广泛重视，内部论坛“蛋壳”平台越来越多地成为各级管理者决策的重要依据。“清风行动”推动全行坚持做正确的事，“开放、融合、平视、包容”的轻文化日益成为招商银行全行上下认同的价值观。

管理者作为企业的“带头兵”，专业、公正以及成就员工夯实招商优质组织文化。“锦囊”意在提醒管理者不要太本位主义，不要回避问题，和普通员工齐头并进，带队伍公平公正，善于管理而非控制员工、以诚相交，对行战略进行剖析解读、以“德”服人。

文化共振形成合力，方向一致才能致远。引用招商银行管理层在 2021 年 6 月股东大会上的讲话——“招商银行以客户为中心，在企业小的时候比较好办，身轻如燕，企业变大以后很多毛病就会出来，我们自己对这点时刻保持高度的警醒。企业文化为

什么这么重要？因为我们内部各项制度、部门职责、流程、KPI 其实不能覆盖企业的方方面面，一个 KPI 通常会挂一漏万，这些问题要靠文化解决。文化其实就是全体员工做事情的方式，我们内部倡导“做正确的事，不管它在不在你的 KPI 里”，这就是企业文化。这几年我们大力倡导“开放、融合、平视、包容”的轻文化。”

图表 79：2019 年清风公约

长话短说，大家都挺忙的
我们不是美工，别把时间花在做 ppt 上。
最难的是下地干活，最简单的也是。
发现问题不解决，比不发现还坏。
市场不等人，待决事项只协商一次，协商未果提级决策。
做正确的事，不管它在不在你的 KPI 里。
领导不俯视，员工不仰视。
有反对声不可怕，可怕的是一点声音也没有。
所有人的所有想法，在数据面前人人平等。
别用权力刷存在感，别人拥抱你只会因为你创造价值。

数据来源：新浪财经，华福证券研究所

图表 80：2021 年清风管理 10 个锦囊

1. 本位主义是口井，别做井底之蛙。
2. 离开舒适区的方式有两种，主动进化或者被动淘汰。
3. 没有尊重信任，你的背后将空无一人。
4. 回避问题，看似保了面子，实际丢了里子。
5. 说一百句“给我上”，抵不上一句“跟我上”。
6. 公平公正，既是管理的底气，也是管理的底线。
7. 管理不是控制，而是成就他人。
8. 你怎么对员工，员工就怎么对客户。
9. 别做二传手，做战略翻译官。
10. 如果文化深入人心，大部分管理动作可以省略。

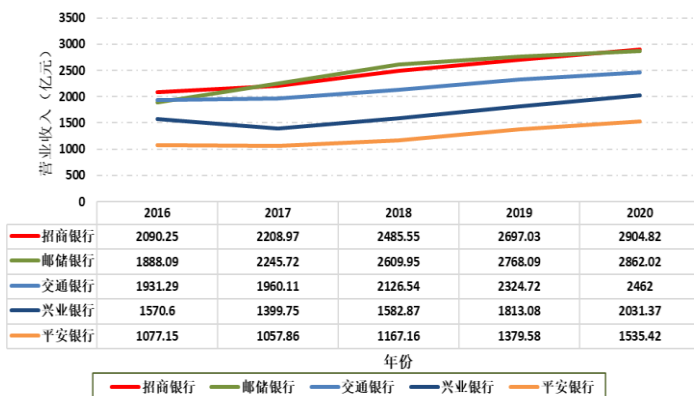
数据来源：新浪财经，华福证券研究所

七、从可比公司视角分析招商银行

银行业财务数据整体较为稳健，而不同类型的银行呈现出不同企业发展阶段对应的财务变化特色，将通过规模及营收、体制模式相近的几家银行（邮储银行、交通银行、兴业银行、平安银行）财务数据与之进行可比分析，综合评判招商银行在可比公司对比过程中呈现的企业发展阶段与特色。

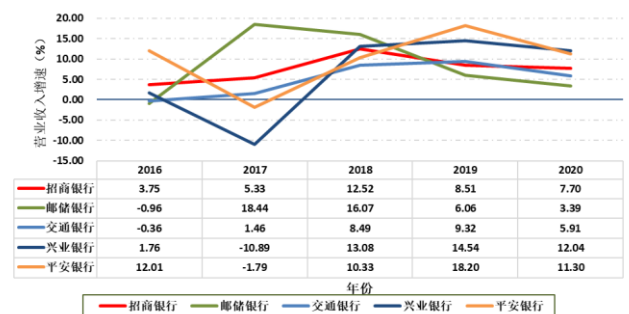
营业收入稳步增长，抗周期特性明显。招商银行近五年营收稳步增长，从 2016 年略超 2000 亿，至 2020 年接近 3000 亿，增幅可观，过去五年与邮储银行营收较为接近、交替领先，2020 年再次反超邮储银行，可比公司银行整体表现较好，近三年营收增速均为正值；相较可比公司，招商银行营收、净利息收入增速的稳定性更好，2017 年在可比公司增速波动性较强的年份，当年招商银行营收增速较 2016 年仍有提速，公司具有较好的抗周期波动性特色，经营状况稳定。

图表 81：可比公司营业收入变化趋势

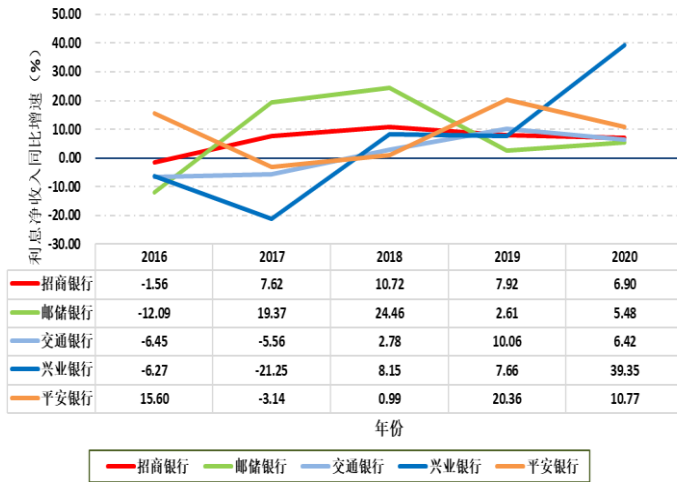


数据来源：公司年报，华福证券研究所

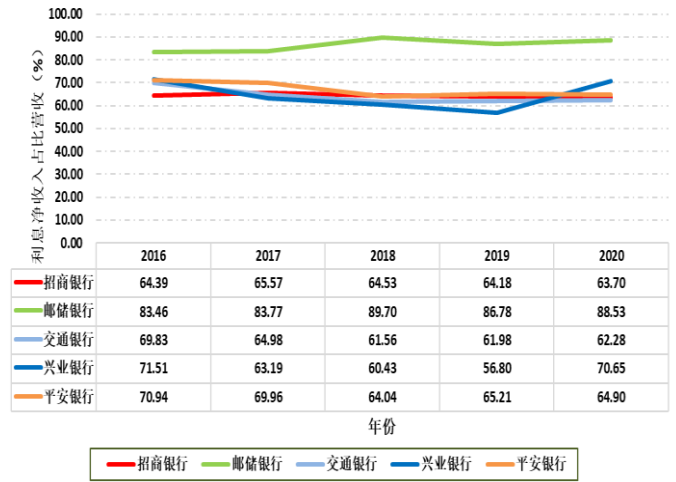
图表 82：可比公司近营业收入增速变化趋势



数据来源：公司年报，华福证券研究所

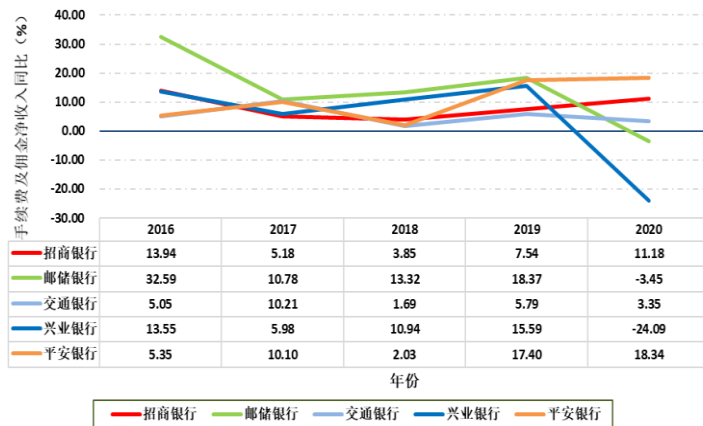
图表 83: 可比公司利息净收入变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

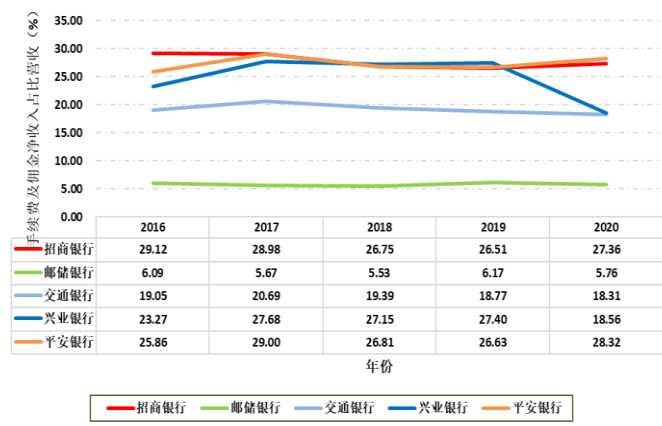
图表 84: 可比公司利息净收入占比营收变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

手续费及佣金收入加速成长, 轻资产能力不断夯实。招商银行在过去 5 年里, 手续费及佣金收入同比变化自 2018 年以来加速成长, 期间可比公司中只有平安银行能保持相似趋势, 其他可比公司受口径归总影响及经营策略影响, 该项收入变化较大。该项收入占比营收比例来看, 招商银行及平安银行整体占比高且稳定, 其他可比银行相对逊色。该项业务收入的划分方式及来源反映了银行的零售业务能力和轻资产能力, 由此可见, 招商银行的轻资产及零售能力仍处于不断稳步提升之中, 且具有相对比较优势。

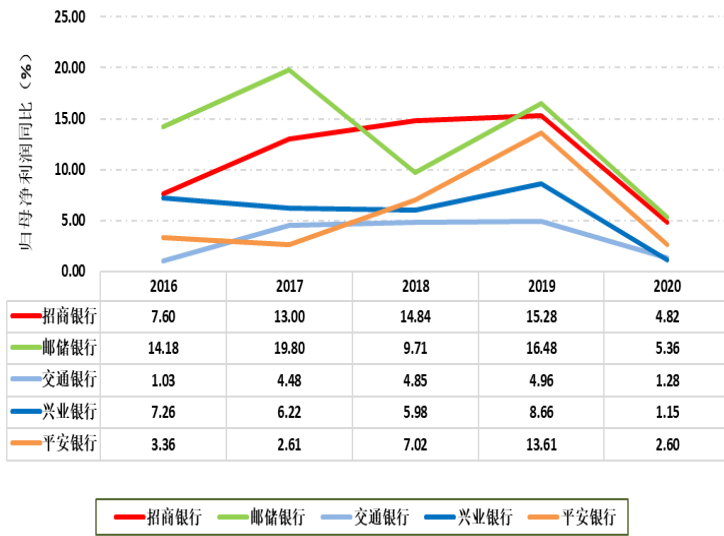
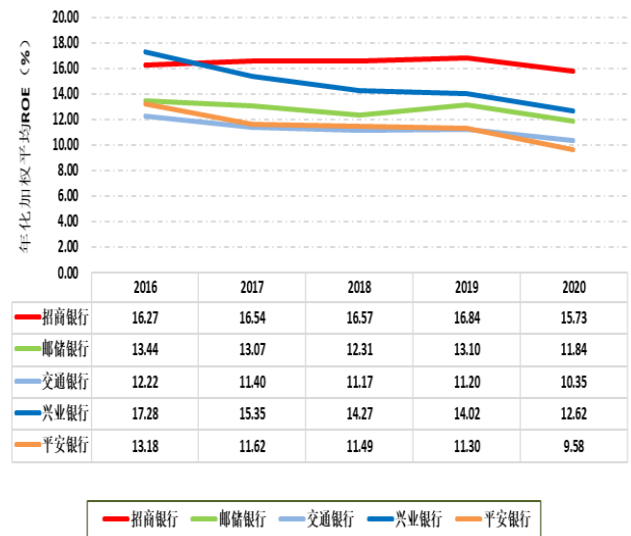
图表 85: 可比公司手续费及佣金净收入同比变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 86: 可比公司手续费及佣金净收入占比变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

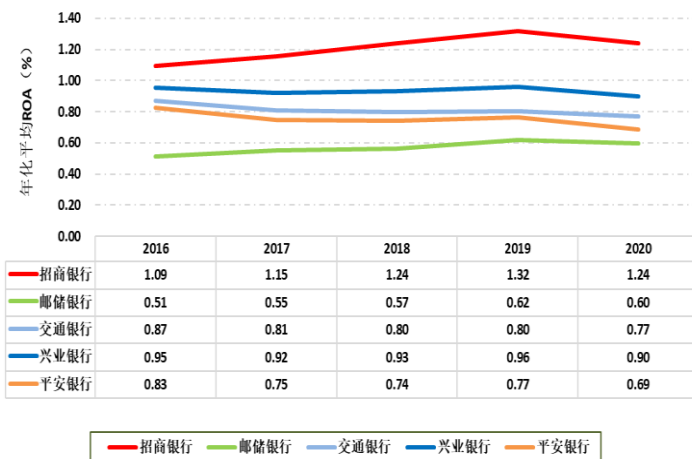
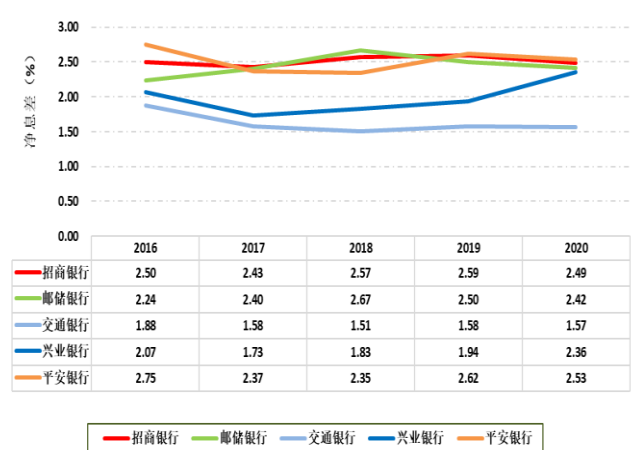
稳定提升的利润获取能力, 资本收益能力卓尔不群。招商银行在过去 5 年的时间里, 归母净利润在前四年增速稳步提升, 盈利增速趋势较可比公司更为稳定, 且增速水平整体更好, 2020 年由于“减费让利”的客观需求, 增速有所下滑, 但 2021 年上半年盈利迅速释放。从可比公司加权平均 ROE 水来看, 自 2017 年以来, 招商银行 ROE 水平维持高位, 领先可比公司一个身位, 为股东带来极强的回报收益率。

图表 87: 可比公司归母净利润同比变化趋势

图表 88: 可比公司年化加权平均 ROE 变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

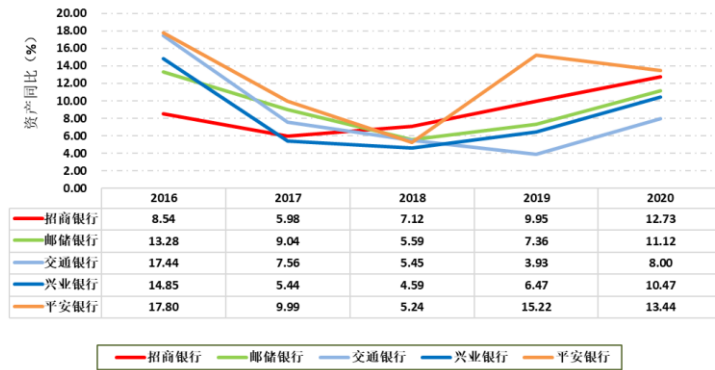
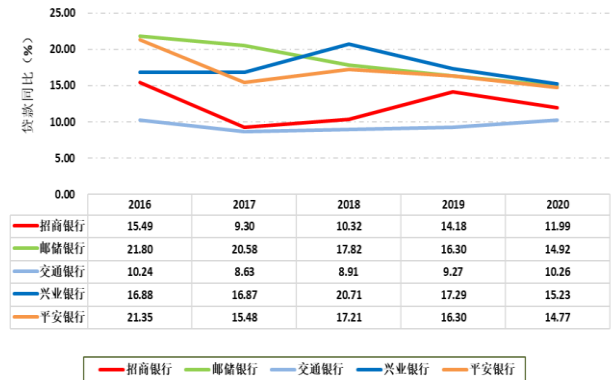
总资产收益率处于相对高位, 净息差维持良好水平。过去五年里, 相较于可比公司, 招商银行整体年化平均 ROA 较高, 且有稳步提升的趋势, 展现较强的资产摆布能力; 净息差维持较高的水平, 与平安、邮储银行净息差水平接近, 但强于兴业银行及交通银行。良好的净息差水平, 反映了招商银行资金来源的活期化比重较高, 客户粘度及认可度强。

图表 89: 可比公司年化平均 ROA 变化趋势

图表 90: 可比公司净息差变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

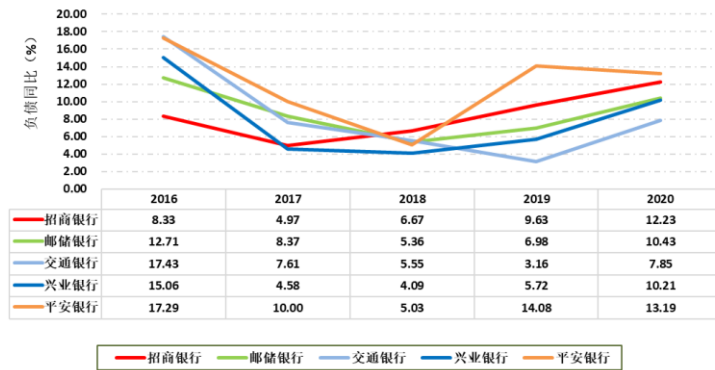
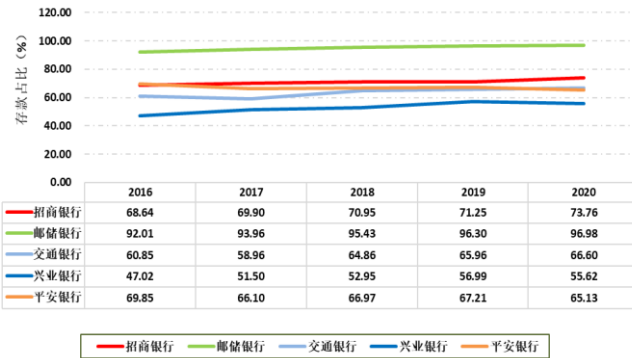
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

资产规模稳步快速提升, 存款占比稳步快速提升。过去五年里, 相较于可比公司, 招商银行资产同比增速稳步快速提升, 规模化效应稳步释放。其中, 贷款同比增速增长速度在可比公司中维持中游, 有意识地控制贷款投放增速; 负债同比增速则处于快速提升趋势, 存款来源稳定且增速加速, 整体存款占比比重位于可比公司中高水平。存款同比增速稳步加速增长, 存款结构不断优化。

图表 91: 可比公司资产同比变化趋势

图表 92: 可比公司贷款同比变化趋势


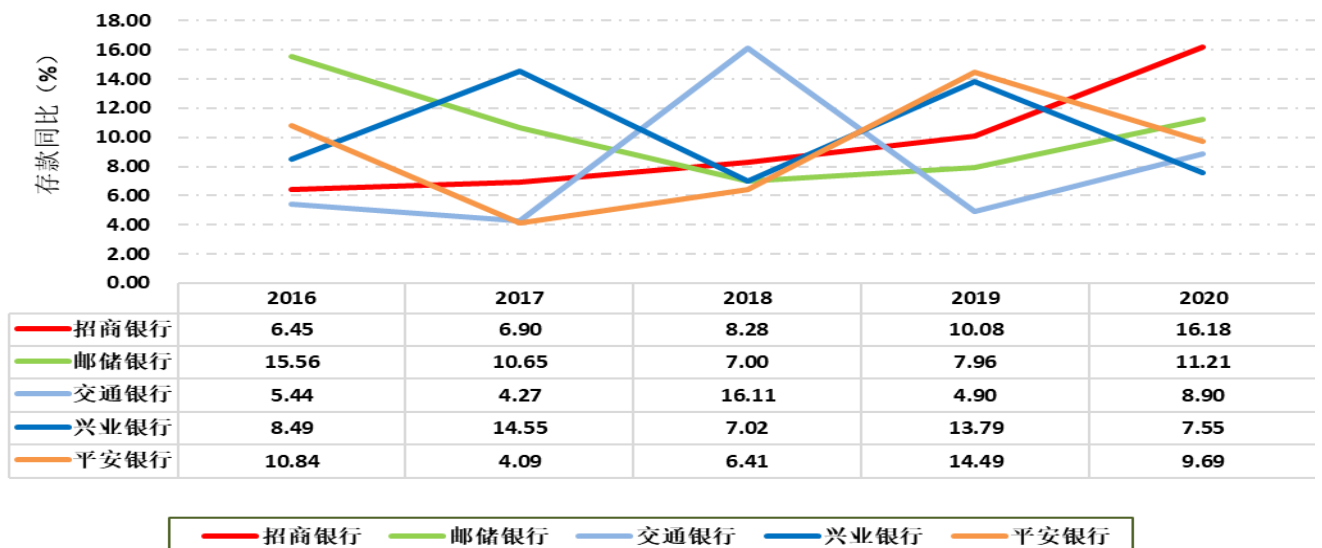
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 93: 可比公司负债同比变化趋势

图表 94: 可比公司存款占比变化趋势


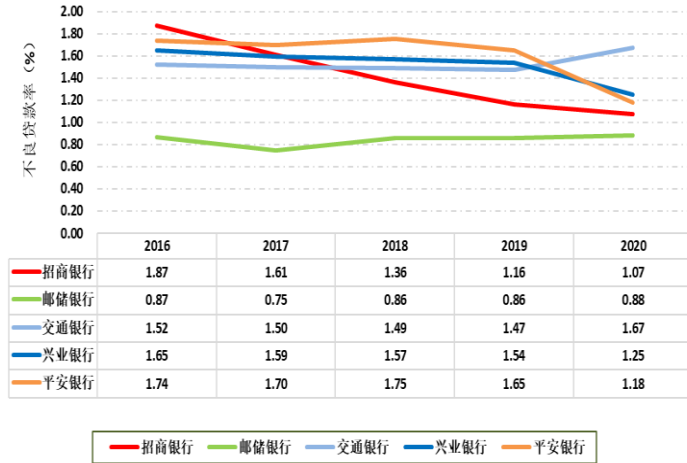
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

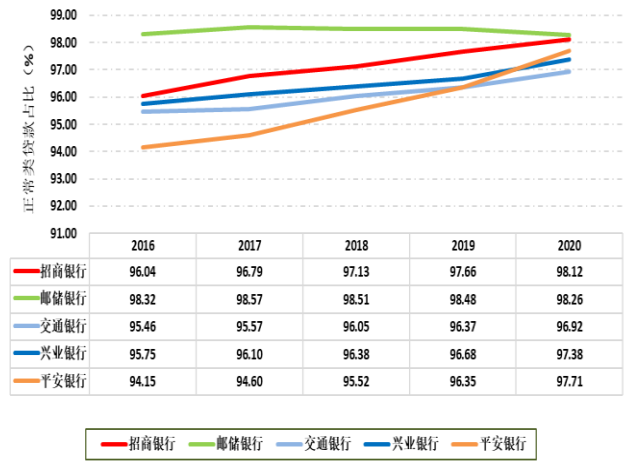
图表 95: 可比公司存款同比变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

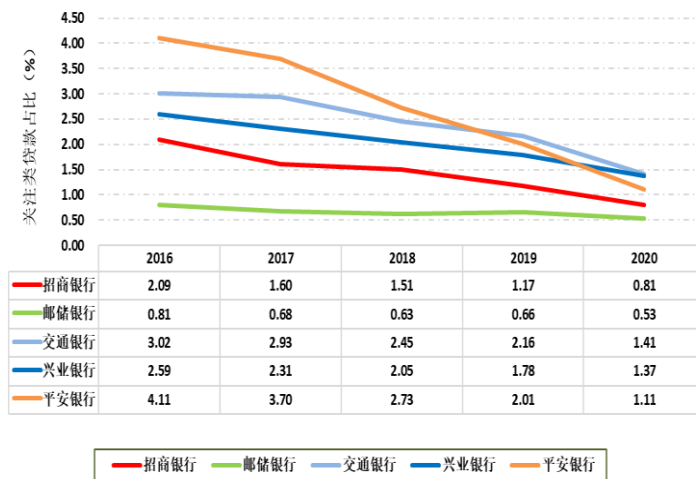
资产质量不断优化，拨备覆盖不断夯实。过去五年里，相较于可比公司，招商银行不良贷款率降低得更为明显、幅度更大，正常类贷款占比快速提升，资产质量不断优化。关注类贷款占比不断下滑，拨备覆盖率快速提升至 437.68%，并维持在高位水平，整体资产质量良好。

图表 96: 可比公司不良贷款率变化趋势


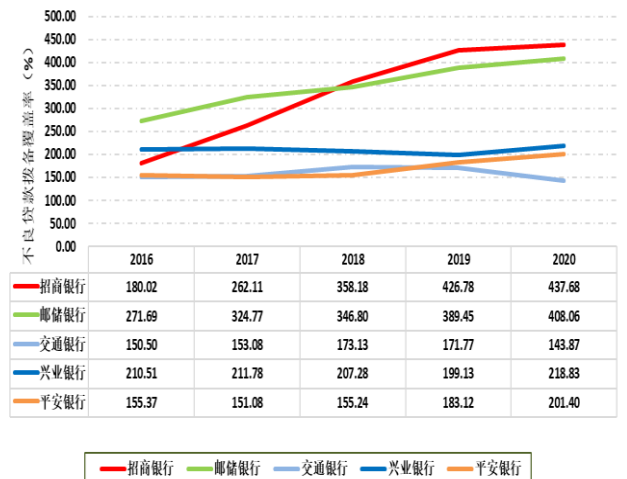
数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 97: 可比公司正常类贷款占比变化趋势


数据来源：公司年报，华福证券研究所

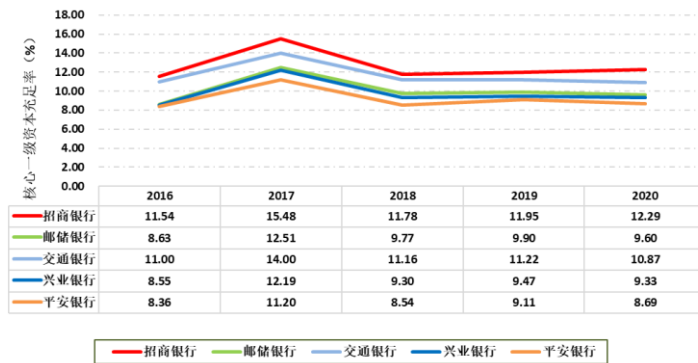
图表 98: 可比公司关注类贷款占比变化趋势


数据来源：公司年报，华福证券研究所

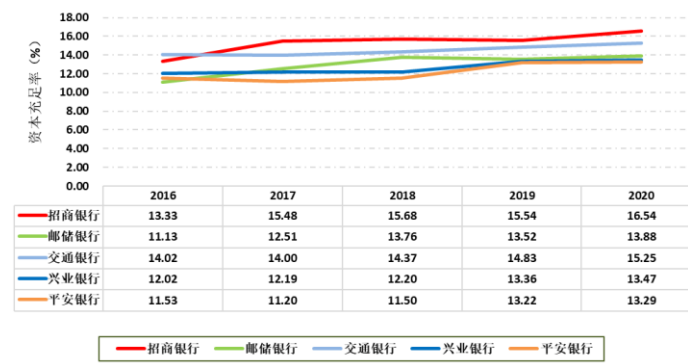
图表 99: 可比公司不良贷款拨备覆盖率变化趋势


数据来源：公司年报，华福证券研究所

核心一级资本充足率行业领先，资本充足率水平稳中有升。过去五年里，相较于可比银行，招商银行的资本充足率整体处于最佳水平，但仍有所降低，目前招商银行市净率良好，未来补充核心的方式、空间相对更大；资本充足率方面，招商银行相较于可比银行处于高位，积极补充资本充足率对于招商银行而言也展现在稳步提升的资本充足率之上。

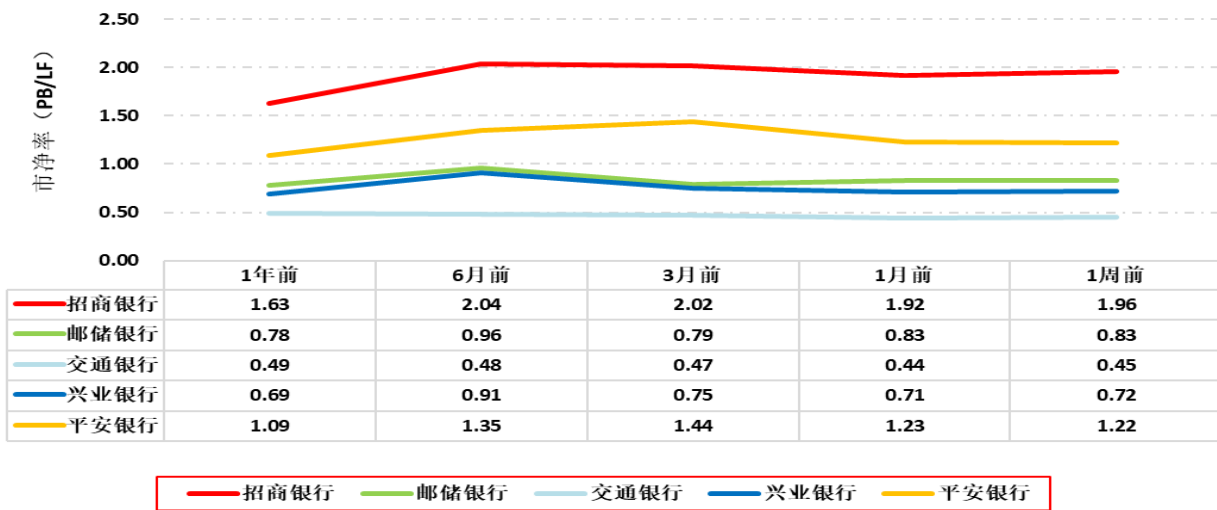
图表 100: 可比公司核心一级资本充足率变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 101: 可比公司资本充足率变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

市场给予招商银行更高的估值水平, 市净率稳定处于 2 倍 pb 水平左右, 相较于可比公司, 整体估值水平给予更为积极, 展现了市场对于招商银行的认可, 反映出招商银行更出色的盈利能力。

图表 102: 可比公司市净率 (LF) 渐进式变化趋势


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

八、 盈利预测

根据国内宏观经济的整体情况, 行业发展阶段以及招商银行发展特性, 对以下业务进行数据假设, 并作相应的业务数据分析, 综合得出招商银行的未来三年财务预测数据。

对于招商银行 2021-2023 年盈利预测作出如下假设:

1) 利息收入利率假设: 假设 2021-2023 年整体宏观环境维持稳定, 招商银行贷款收益率平均水平分别为 4.71%、4.66%、4.62%, 债券投资收益率平均水平分别为 3.37%、3.34%、3.30%, 生息资产平均年化收益率分别为 4.06%、4.01%、3.94%;

2) 利息支出利率假设：基于对于整体宏观环境稳定预期，假设招商银行 2021-2023 年计息负债成本率分别为 1.56%、1.56%、1.53%，其中存款付息率分别为 1.39%、1.38%、1.35%；期间债券付息率维持较低水平，分别为 2.96%、3.11%、3.11%；

3) 净手续费及佣金收入增长假设：基于财富管理深化背景及招商银行强大零售能力，手续费收入过去维持高速增长，但是考虑到权益市场波动较大，景气度持续性是否可以持续扩张角度，本次采用较为保守的预估数据，按照年度同比增速 11.18% 进行预估。

4) 规模效应增长假设：存贷款规模增长主要取决于 M2 增速与近两年同期增速趋势，采用适度加权平均数据，整体规模年化增速与经济扩张速率较为匹配，贷款增速年化约为 10.60%，存款增速年化约为 9.61%；

5) 管理费用：主要是科技人员、专业人员薪资及科技投入增加，预计 2021-2023 年管理费用 yoy 分别为+3.64%、+6.03%、+10.26%。

综合以上分析，相对保守情境分析给予招商银行 2021-2023 年公司营业收入分别为：3294.29 亿元、3591.50 亿元、3947.35 亿元，同比增速分别为：13.41%、9.02%、9.91%；归母净利润分别为：1132.92 亿元、1244.01 亿元、1358.99 亿元，同比增速分别为：16.39%、9.81%、9.24%。

考虑到招商银行整体处于均衡状态，资本实力强劲，零售 3.0 改革锐意进取，给予 2.0xpb 估值评估水平，给予 2021 年估值为：65.76 元/股，结合当前股价，则有 34.80% 的涨幅，考虑到 2021 年余下时间整体震荡温和向上趋势，预期沪深 300 有 5-10% 涨幅，综合因素来看，预计招商银行超越基准“24.80-29.80%”，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表 103：招商银行财务数据及估值

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2,697.03	2,904.82	3,294.29	3,591.50	3,947.35
同比增长率(%)	8.51	7.70	13.41	9.02	9.91
归母净利(亿元)	928.67	973.42	1,132.92	1,244.01	1,358.99
同比增长率(%)	15.28	4.82	16.39	9.81	9.24
EPS(元/股)	3.62	3.79	4.49	4.93	5.39
市盈率(P/E)	13.65	13.04	11.00	10.02	9.17
市净率(P/B)	2.04	1.72	1.50	1.28	1.09

数据来源：公司财报，华福证券研究所

九、 风险提示

信用风险：银行的借款人或交易对手未按照约定履行其义务而形成的风险。

大额风险暴露：商业银行对单一客户或一组关联客户超过其一级资本净额 2.5% 的信用风险暴露（包括银行账簿和交易账簿内各类信用风险暴露）。

国别风险：由于某一国家或地区经济、政治、社会变化或事件，导致该国家或地区借款人或债务人没有能力或者拒绝偿付银行债务，或使本公司在该国家或地区的业务存在遭受损失，或使本公司遭受其他损失的风险。

市场风险：来自交易账户和银行账户、利率风险和汇率风险是面临的主要市场风险。

操作风险：由不完善或有问题的内部程序、员工、信息科技系统，以及外部事件所造成损失的风险。

流动性风险：公司无法以合理成本及时获得充足资金，以应对资产增长、偿付到期债务或其他支付义务的风险。

声誉风险：公司经营、管理及其他行为或外部事件导致利益相关方对本公司负面评价的风险。

合规风险：没有遵循法律、规则和准则而可能遭受法律制裁、监管处罚、重大财务损失和声誉损失的风险。

洗钱风险：公司在开展业务和经营管理过程中可能被“洗钱活动”“恐怖融资”“扩散融资”三类活动利用而面临的风险。

图表 104: 招商银行利润表预测

单位: 亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,697.03	2,904.82	3,294.29	3,591.50	3,947.35
利息净收入	1,730.90	1,850.31	2,142.18	2,331.56	2,568.23
利息收入	2,929.94	3,074.25	3,403.87	3,718.14	4,063.05
利息支出	1,199.04	1,223.94	1,261.68	1,386.58	1,494.82
手续费及佣金净收入	714.93	794.86	883.73	982.53	1,092.38
手续费及佣金收入	790.47	866.84	963.75	1,071.50	1,191.30
手续费及佣金支出	75.54	71.98	80.03	88.97	98.92
投资净收益	157.71	191.62	198.07	204.73	211.62
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	17.23	28.81	29.78	30.78	31.82
公允价值变动净收益	3.84	(16.60)	(17.16)	(17.74)	(18.33)
汇兑净收益	32.59	22.02	22.76	23.53	24.32
其他业务收入	57.06	62.61	64.72	66.89	69.14
营业支出	1,526.56	1,678.39	1,885.18	2,043.07	2,256.09
营业税金及附加	23.48	24.78	28.60	31.51	34.72
管理费用	865.41	967.45	1,002.66	1,063.08	1,172.16
信用减值损失	610.66	648.71	807.23	895.63	993.70
其他业务成本	26.08	35.91	46.68	52.86	55.50
营业利润	1,170.47	1,226.43	1,409.12	1,548.42	1,691.26
加: 营业外收入	3.17	2.80	3.28	3.50	3.90
减: 营业外支出	2.32	4.83	3.93	5.04	5.16
利润总额	1,171.32	1,224.40	1,408.47	1,546.88	1,690.00
减: 所得税	237.09	244.81	272.00	299.14	326.84
净利润	934.23	979.59	1,136.47	1,247.75	1,363.16
减: 少数股东损益	5.56	6.17	3.55	3.73	4.17
归属于母公司所有者的净利润	928.67	973.42	1,132.92	1,244.01	1,358.99

数据来源: 公司财报, 华福证券研究所

图表 105: 招商银行资产负债表预测

单位: 亿元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及存放中央银行款项	5,678.96	5,384.46	6,080.84	6,662.75	7,308.58
存放同业和其它金融机构款项	1,061.13	1,033.35	1,315.66	1,616.42	1,985.93
贵金属	40.94	79.70	36.02	36.02	36.02
拆出资金	3,074.33	2,269.19	2,696.34	3,312.72	4,070.00
金融投资	18,044.37	20,686.95	21,559.73	22,469.34	23,417.32
其中: 交易性金融资产	3,982.76	4,957.23	4,849.58	5,059.83	5,279.19
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	4,788.56	5,165.53	5,777.97	6,028.46	6,289.81
其他权益工具投资	60.77	71.39	71.82	74.93	78.18
以摊余成本计量的金融资产	9,212.28	10,492.80	11,074.67	11,554.79	12,055.73
以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生金融资产	242.19	472.72	354.28	442.78	553.40
买入返售金融资产	1,089.61	2,862.62	3,562.51	4,376.90	5,377.45

发放贷款及垫款	42,773.00	48,043.61	53,379.17	59,422.06	66,134.08
长期股权投资	107.84	149.22	264.18	384.57	559.82
固定资产	652.69	681.53	806.39	931.82	1,076.76
使用权资产	148.62	141.56	138.58	138.14	138.11
无形资产	97.13	97.11	91.43	91.43	91.43
商誉	99.54	99.54	99.54	99.54	99.54
递延所得税资产	651.51	728.93	845.75	953.25	1,081.94
投资性房地产	19.25	16.23	15.90	15.86	15.86
其他资产	391.29	867.76	1,122.90	1,459.85	1,537.82
总资产	74,172.40	83,614.48	92,369.22	102,413.45	113,484.05
同业和其它金融机构存放款项	5,555.81	7,234.02	8,182.63	8,865.66	9,605.71
向中央银行借款	3,591.75	3,316.22	3,244.45	3,515.28	3,808.71
拆入资金	1,659.21	1,435.17	1,804.29	1,954.90	2,118.09
交易性金融负债	434.34	603.51	834.31	1,209.44	1,689.28
衍生金融负债	232.00	500.61	425.44	537.40	624.90
卖出回购金融资产款	632.33	1,429.27	1,303.08	1,411.85	1,529.70
吸收存款	48,749.81	56,641.35	62,275.62	68,470.35	75,281.29
应付职工薪酬	116.38	154.62	187.88	229.31	279.94
应交税费	190.69	186.48	225.93	228.96	228.88
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	64.88	68.29	68.04	68.00	67.99
应付债券	5,781.91	3,461.41	4,140.35	4,656.47	5,236.92
递延所得税负债	9.56	10.73	12.28	12.28	12.28
预计负债	61.09	82.29	146.22	158.33	160.02
其他负债	771.78	1,044.55	1,158.47	1,254.22	1,380.74
总负债	67,995.33	76,310.94	84,009.00	92,572.45	102,024.46
股本	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
其他权益工具	340.65	840.54	840.54	840.54	840.54
其中：优先股	340.65	340.65	340.65	340.65	340.65
永续债	0.00	499.89	499.89	499.89	499.89
资本公积金	675.23	675.23	675.23	675.23	675.23
其他综合收益	104.41	74.48	78.64	80.03	80.25
盈余公积金	622.91	711.58	825.23	955.82	1,097.23
未分配利润	3,216.10	3,702.65	4,497.45	5,733.20	7,076.02
一般风险准备	901.51	980.82	1,123.59	1,236.06	1,369.70
归属于母公司所有者权益合计	6,113.01	7,237.50	8,292.88	9,773.09	11,391.17
少数股东权益	64.06	66.04	67.35	67.91	68.42
所有者权益合计	6,177.07	7,303.54	8,360.23	9,840.99	11,459.59

数据来源：wind，华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn