

招商银行 (600036)

2017-7-20

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

招商银行深度报告 (二): 估值仍然偏低, 对公业务拐点刚开始

报告要点

■ 2007-2017: 行业经历过巅峰也跌至过低谷, 当前正待底部反转

2007-2017 年, GDP 增速高点、行业净利润增速高点都在 2010 年; 银行 ROE 从 2011 年开始陆续下行; 不良率最低点在 2011 年, 2012 年开始回升; 净息差近十年来逐步下降, 在 2010 年、2014 年有过两次短暂反弹。期间行业由粗放扩张模式逐步过渡至内涵发展模式, 尤其是国有行和股份行均已摒弃追求规模的经营策略。行业基本面目前正底部企稳, 并且逐步反转向上。

■ 招商银行零售业务转型成功, 零售业务 ROE 高达 37%

零售业务具有极高的 ROE, 如果杠杆用满 2016 年招行零售 ROE 高达 37% (批发业务 ROE 仅为 14%), 主要因为零售业务具有极高的存贷利差(超 5%)、较低的不良率以及轻资本占用。不仅如此, 零售业务优势一旦形成难以逾越, 招商银行早年就以“一卡通”、“一网通”、“移动银行”三大颠覆式创新奠定了零售负债业务的先发优势, 颠覆式创新再度出现十分困难。

■ 对公业务拐点已至, 市场预期不够充分

对公业务拐点决定了今年和明年招行的业绩和估值弹性。招行对公业务存在两大被低估的地方: (1) 传统信贷方面, 不良压力大的制造业和批发零售业贷款在 2014-2016 年大幅压缩退出, 资产质量拐点红利在 2017 年开始持续贡献业绩。(2) 新兴业务交易银行, 招行布局再次走在行业前列, 这是继零售业务之外, 又一项可以获得长期估值溢价的业务, 交易银行的核心便是沉淀企业活期存款, 从而形成实实在在的负债成本优势。

■ 四大角度论证公司目前估值仍偏低

论据 1: 银行 PB 估值溢价主要包括两部分: ①各个银行拨备计提以及不良暴露不同带来的真实净资产差异。②ROE 水平。根据测算, 招商银行相对可比银行估值溢价大约在 59%左右, 如果按 2017 年预期值, 应该在 70%以上。

论据 2: 历史上 2011-2012 年, 民生银行连续两年板块领涨。现在的招商银行所处阶段与当时的民生银行极为相似。

论据 3: 国际对标, 从 1998 年至 2008 年, 富国银行估值连续十年在 3 倍 PB 左右。即使 2008 年金融危机之后, 富国银行估值也极少低于 1.5 倍 PB。

论据 4: 对标美国 29 家主要银行的估值, 以招商银行目前 16%的 ROE 水平, 对应 5 年估值平均水平大约在 1.9XPB 左右。

风险提示:

1. 经济大幅下行;
2. 表外理财监管超出预期。

当前股价: 25.20 元

分析师 蒲东君

☎ (8621) 68751192

✉ pudj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511090002

联系人 谢云霞

☎ (8627)65799532

✉ xieyx@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据 2017.07.20

总股本 (万股) 0

流通 A 股/B 股(万股) 0/0

资产负债率

每股净资产 (元)

市盈率 (当前)

市净率 (当前)

12 个月内最高/最低价 25.65/16.89

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《招商银行年报点评: 行业与公司双拐点共振, 继续推荐》2017-3-25

《招商银行 (600036) 业绩快报点评: 不良率环比持平, 规模顺势放量》2017-1-23

《招商银行 (600036) 深度报告: 多个第一缔造的王者》2016-12-30

目录

前言	4
2007-2017：行业经历过巅峰也跌至过低谷	4
招商银行具备天然的蛇口改革基因	6
轻型银行战略目标取得重大进展和突破	6
零售业务转型成功，零售业务 ROE 高达 37%	8
对公业务拐点已至，市场预期不够充分	11
制造业和批发零售业贷款大幅压缩退出	11
新兴的交易银行业务再次走在行业前列	13
四大角度论证公司目前估值仍偏低	14

图表目录

图 1：2007 年至今利润增速高点为 2010 年（33.5%，16 家上市银行）	4
图 2：2007 年以来 ROE 次高点在 2011 年（15 家上市银行数据）	4
图 3：2007 年至今不良率最低点在 2011 年 9 月（全行业数据）	5
图 4：十年来全行业净息差曲折下行（16 家上市银行数据）	5
图 5：2007 年至今规模增速最高点在 2009 年（16 家上市银行数据）	5
图 6：近十年来资本实力保持稳定（15 家上市银行数据）	5
图 7：近十年来大中型银行增速总体稳健，城商行波动较大，2017 年三类银行首次没有拉开差距	5
图 8：招行风险加权资产率 2017 年有望位列上市银行第一	7
图 9：招行的风险加权资产占总资产比重是上市银行最低	7
图 10：招商银行个人贷款占贷款比重达 47%	7
图 11：2016 年招商银行债券承销（不包含地方债）排名第 7	7
图 12：2016 年末招行计息负债成本率、存款成本率上市银行最低	7
图 13：2016 年招行存款活期化率达 63%，为上市银行最高	7
图 14：零售见长的招商银行网均资产甚至高于浦发、兴业	8
图 15：零售见长的招商银行成本收入比能够跻身于中游水平	8
图 16：2016 年招商银行零售客户继续大幅增至 9106 万	8
图 17：2016 年招行零售税前利润首次突破 50%，同比提升 4pct	8
图 18：2016 年末招行私人银行客户数量已达 6 万（单位：万）	9
图 19：招行零售 ROE2011-2016 年不断提升，对公 ROE 不断下降	10
图 20：2016 年零售存贷利差高达 5.16%	10
图 21：零售贷款不良率大幅低于公司贷款（2016 年数据）	10
图 22：2012 年开始招行才称得上经受周期的考验	11
图 23：招行在 2009 年净利润增速大幅下降	11
图 24：2017Q1 招商银行不良双降	12

图 25: 历史上其他银行曾出现过单季的“双降”	12
图 26: 招行个人活期占比排名上市银行第一	13
图 27: 招行企业活期占比也位居前列	13
图 28: 德意志银行其交易银行业务增速在金融危机期间依然相对稳健	13
图 29: 德意志银行各个业务条线贡献的存款	13
图 30: 2006-2007 年招商银行涨幅居前	14
图 31: 2008-2009 兴业银行涨幅居前	14
图 32: 2014-2015 兴业银行涨幅居前	15
图 33: 2016 至今招商银行涨幅居前	15
图 34: 2011-2012 年, 民生银行领涨	16
图 35: 利率市场化完成之后, 富国银行估值连续十年在 3 倍 PB 左右	16
图 36: 美国 29 家主要银行估值与 ROE 散点图 (最近 5 年平均值)	17
表 1: 2016 年零售业务风险加权资产估计 (单位: 亿)	9
表 2: 2016 年零售业务和批发业务 ROE 估算过程	9
表 3: 2014-2016 年招行制造业和批发零售业贷款余额大幅压降, 而这两个行业是不良集中爆发领域	12
表 4: 招商银行相对可比银行的估值溢价大约在 59% 左右	15
表 5: 2011 年民生银行关键指标与可比银行的对比	16

前言

时隔十年之久，2017年6月27日招商银行A股股价突破2007年高点。在这个极具历史意义的时刻，我们写下这个报告。除了回顾和重温银行业的十年、招商银行的十年，也希望从中找寻当前银行业以及招商银行在历史长河中大概处于一个什么样的位置。

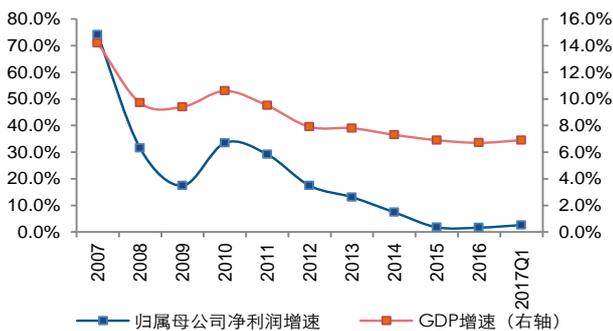
2007-2017：行业经历过巅峰也跌至过低谷

从2007年至2017年，银行业经历过巅峰也跌至过低谷，如今这个行业正处在基本面的底部并且即将逐步反转的窗口期。2007年至2017年，GDP增速高点在2010年，银行业业绩增速的巅峰也在2010年；ROE向下拐点滞后于净利润增速，大约从2011年开始银行ROE陆续下行；不良率的低点同样滞后于经济增速的下行，不良率的最低点在2011年，2012年开始攀升；净息差近十年来逐步下降，在2010年、2014年有过两次短暂反弹。

从2007年至2017年，行业经历了金融危机之后的经济V型反弹，亦经历了2010年至2015年的经济不断下滑，与之相呼应的是不良率经历了2012-2015年长达四年的上升周期，2016年首次出现企稳回落现象。与此同时利率市场化已经在这十年里完成，与之对应的是净息差十年下降超过160BP。在经济下行周期与利率市场化的双重影响之下，银行ROE在这十年里从27%降至15%。因此，不管是这次不良率能够见顶回落还是净息差能够触底企稳，均是行业历史上十分罕见的里程碑时刻。

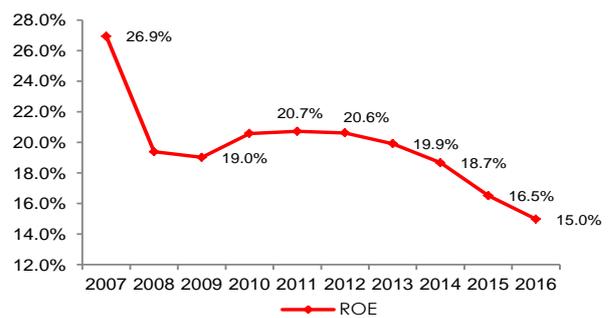
从2007年至2017年，行业由粗放扩张模式逐步过渡至内涵发展模式，尤其是国有大行和股份行均逐步摒弃追求规模的经营策略。规模增速从2009年高位回落，虽然2014-2016年有所反弹，但整体水平并不算高，当然这跟用的是16家上市银行整体数据有关，如果看全行业数据，2016年全行业增速要比上市银行整体高4个百分点左右。

图 1：2007 年至今利润增速高点为 2010 年（33.5%，16 家上市银行）

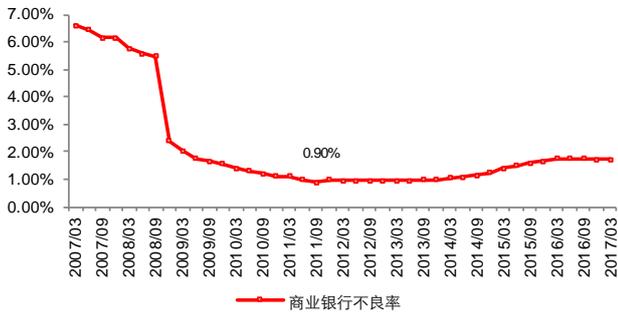


资料来源：公司财报，长江证券研究所

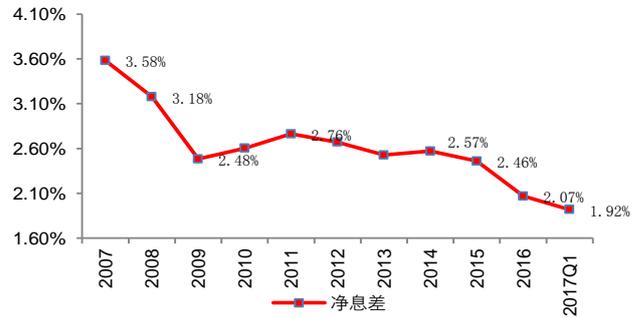
图 2：2007 年以来 ROE 次高点在 2011 年（15 家上市银行数据）



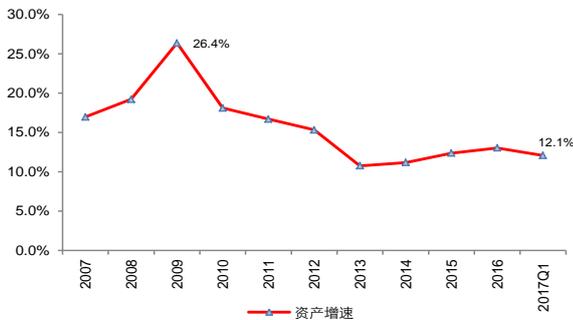
资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 3：2007 年至今不良率最低点在 2011 年 9 月（全行业数据）


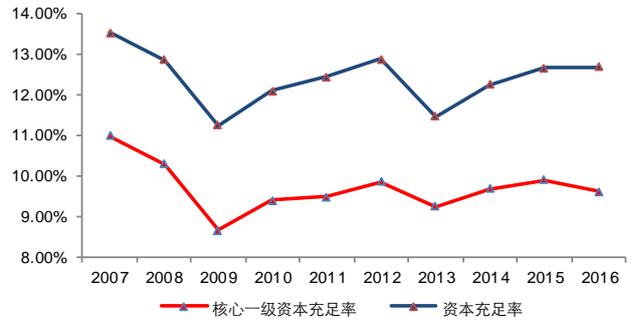
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 4：十年来全行业净息差曲折下行（16 家上市银行数据）


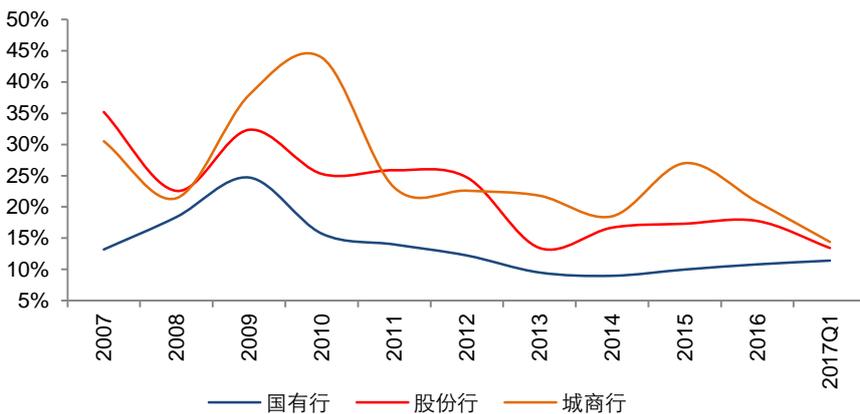
资料来源：公司财报, 长江证券研究所

图 5：2007 年至今规模增速最高点在 2009 年（16 家上市银行数据）


资料来源：公司财报, 长江证券研究所

图 6：近十年来资本实力保持稳定（15 家上市银行数据）


资料来源：公司财报, 长江证券研究所

图 7：近十年来大中型银行增速总体稳健，城商行波动较大，2017 年三类银行首次没有拉开差距


资料来源：公司财报, 长江证券研究所

招商银行具备天然的蛇口改革基因

招商银行于 1987 年诞生在改革开放的最前沿——深圳蛇口工业区，这个最早喊响“时间就是金钱、效率就是生命”口号的地方，是中国第一家完全由企业法人持股的股份性商业银行。经过 30 年的不断发展与改革，招商银行已从区域性商业银行逐步成长为在 A+H 股上市的全国性股份制商业银行。

个人银行业务创新总是走在最前面，零售底蕴早在 1995 年开始就初步形成。1995 年，招商银行率先推出了全国联网的个人业务产品“一卡通”；又在 1999 年推出包括企业银行和个人银行在内的“一网通”，率先开展网上个人银行服务；2000 年推出“移动银行”服务，成为国内首家通过手机短信息平台向手机用户提供综合化理财服务的银行；2002 年推出首个面对高端客户的“金葵花”理财产品。

2004 年大力发展零售业务，2005 年开始明确将零售银行业务作为战略重点。在战略调整过程中，招商银行大力发展零售银行业务、中间业务、信用卡业务和中小企业业务，并加快向高端客户服务转型，以“金葵花理财”和私人银行为业务依托，大力发展财富管理和资产管理业务，零售银行业务在激烈的市场竞争中脱颖而出。经过五年的转型与调整，招商银行的零售负债和资产均显著超越同行。公司的零售存款占比达 37%，远高于 2010 年末民生银行和兴业银行 16%；零售贷款占比也由 2005 年末的 16% 提高至 2010 年末的 35%，而同期民生银行和兴业银行的零售贷款占比分别由 15% 提高到 26%、13% 提高至 26%。

2009 年，在利率市场化以及经济增速面临新挑战的背景下，招商银行提出“二次转型”，核心思想是改变依靠规模、依赖资本投入的粗放式增长模式，实现内涵化集约式经营。

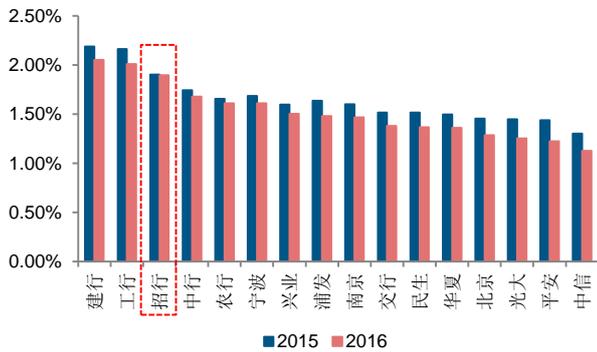
2010 年招商银行在深入推进经营战略调整的基础上，加快实现以降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控为目标的“二次转型”。2012 年，招商银行在推进“二次转型”的同时，提出“两小”（小企业+小微）战略，并打造了服务创新型成长中小企业的战略品牌“千鹰展翼”。2013 年末“两小”贷款余额达 6155 亿元，占境内一般性贷款比重达 33%，2013 年也是“两小”业务的巅峰。受经济下行影响，“两小”业务成为重点风险领域之一，此后两小贷款余额及占比呈不断下降之势。2016 年行标口径内小企业贷款余额自 2014 年以来首次出现正增长。

轻型银行战略目标取得重大进展和突破

2014 年，招商银行推出“一体两翼”战略，以零售金融为主体，公司金融和同业金融为两翼，打造轻资本、轻资产、轻负债、轻运营的“轻型银行”。迄今为止，无论是“二次转型”还是“轻型银行”的战略目标，招商银行应该来说已经初步实现了。

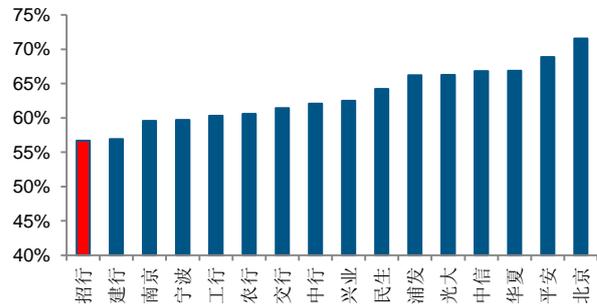
在资本节约（轻资本）方面，招商银行 2016 年风险资产收益率高达 1.9%（用净利润/平均风险加权资产，代表消耗同等数量资本可获取的收益），不仅远高于其他可比银行水平（仅次于工行和建行），而且 2016 年是第一家该指标企稳止跌的银行，2017 年招商银行该指标有望超越工行、建行位列上市银行第一。

图 8：招行风险加权资产率 2017 年有望位列上市银行第一



资料来源：公司财报，长江证券研究所

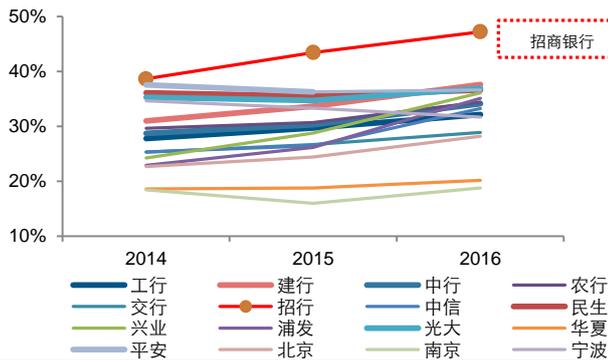
图 9：招行的风险加权资产占总资产比重是上市银行最低



资料来源：公司财报，长江证券研究所

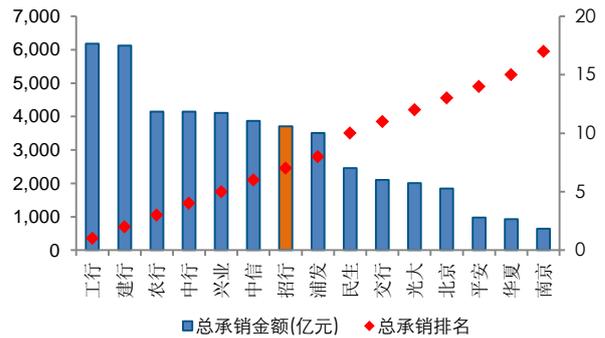
公司的轻资产主要体现在两个方面：**(1) 加大零售信贷投放，2016 年末零售贷款占比已接近半壁江山。****(2) 大力发展投行、资管、财富管理等表外业务。**据 wind 数据统计，2016 年招行债券承销总额 3708 亿（不含地方债），在银行中排名第 7；2017 年至今，招行债券承销金额 1247 亿元，在银行中排名第 6。

图 10：招商银行个人贷款占贷款比重达 47%



资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 11：2016 年招商银行债券承销（不包含地方债）排名第 7

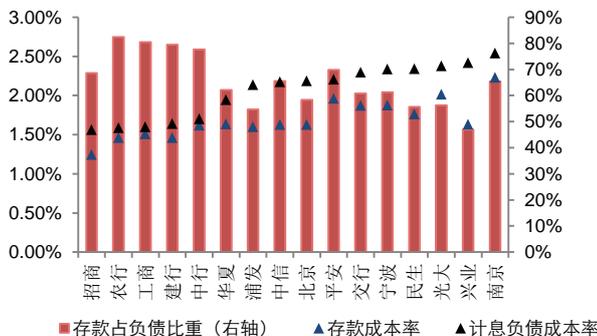


资料来源：公司财报，长江证券研究所

在“轻负债”方面招商银行无疑是最优秀的银行之一，公司轻负债主要体现在两个方面：

(1) 存款占总负债比重是股份行最高。**(2) 存款活期化率上市银行最高，因此存款成本率上市银行最低，2016 年计息负债成本率为上市银行最低，2017 年预计因为同业负债成本上升所以整体计息负债成本率有所回升，但仍然有能力和国有行保持同一水平。**

图 12：2016 年末招行计息负债成本率、存款成本率上市银行最低



资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 13：2016 年招行存款活期化率达 63%，为上市银行最高



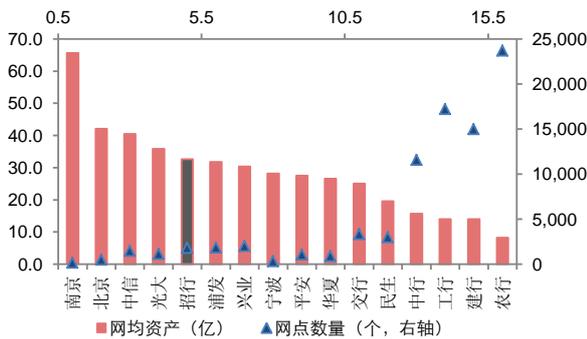
资料来源：公司财报，长江证券研究所

招行在轻运营同样出类拔萃。一般而言，对公见长的银行网点资产会相对更高，但是作为零售银行见长的招行其网均资产依然排在前列，甚至优于批发业务见长的浦发银行和兴业银行。

零售业务的成本收入比往往比对公业务要高，2016 年招商银行零售业务的成本收入比仅为 34.5%，和农行、华夏的全口径成本收入比相当。

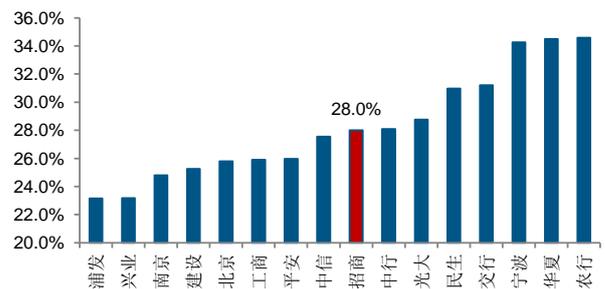
在电子银行、金融科技方面，招行也一直拥有领先的优势，从“一卡通”、“一网通”等这些创新产品就可以看出。

图 14：零售见长的招商银行网均资产甚至高于浦发、兴业



资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 15：零售见长的招商银行成本收入比能够跻身于中游水平



资料来源：公司财报，长江证券研究所

零售业务转型成功，零售业务 ROE 高达 37%

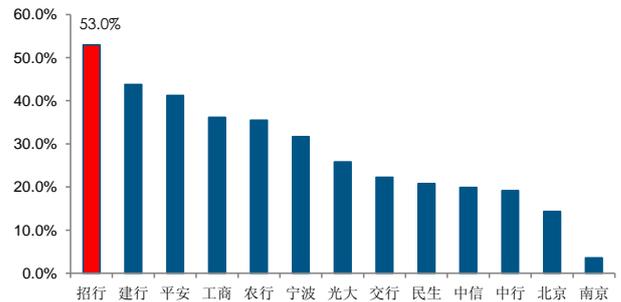
轻型银行的种种数据，更多指向招行的零售转型成功。零售业务转型非一日之功，因此短期其优势无人能超越，零售业务估值溢价将持续存在。

图 16：2016 年招商银行零售客户继续大幅增至 9106 万



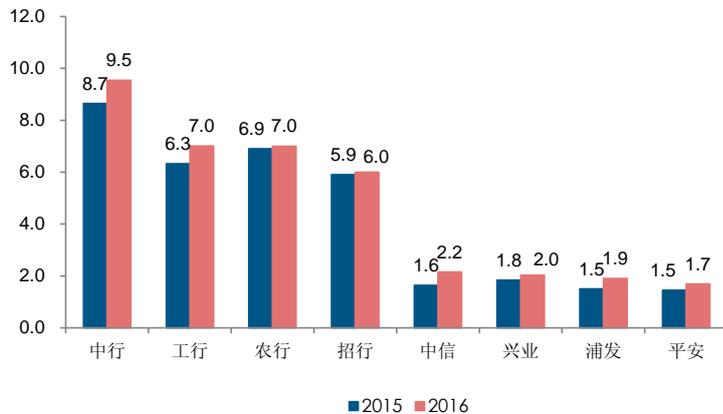
资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 17：2016 年招行零售税前利润首次突破 50%，同比提升 4pct



资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 18: 2016 年末招行私人银行客户数量已达 6 万 (单位: 万)



资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

零售业务估值溢价本质上是因为零售业务具有极高的零售 ROE。根据我们估算, 如果杠杆用满, 2016 年招行零售 ROE 高达 37%, 批发业务 ROE 为 14%。测算原理如下:

零售 ROE=零售业务净利润/净资产 (近似等于零售业务所需要的核心一级资本, 即零售业务对应的风险加权资产*7.5%)

第一步: 首先估算零售业务占用的风险加权资产。

表 1: 2016 年零售业务风险加权资产估计 (单位: 亿)

	余额	风险权重	风险加权资产
小微贷款	2835	75%	2126
按揭贷款	7283	50%	3642
信用卡贷款	4092	75%	3069
其他零售贷款	1196	75%	897
未使用的信用卡额度	4814	25%	1204
零售业务操作风险	3583	50%	1792
零售业务风险加权资产合计			12729

资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

第二: 估算零售业务净利润以及零售业务所占用的核心一级资本 (近似于净资产)。

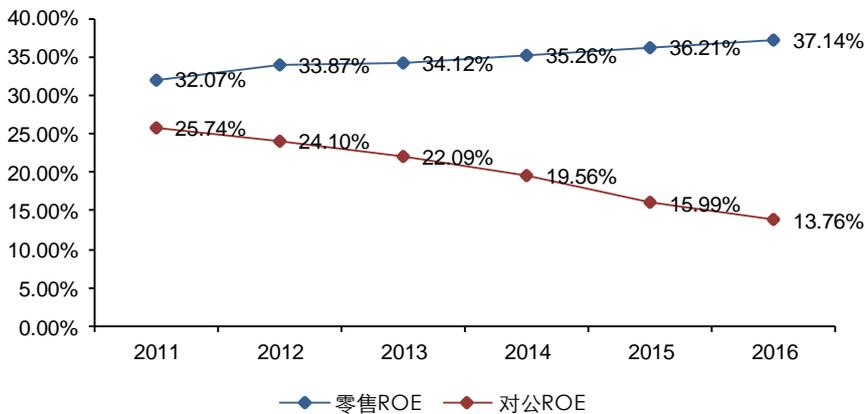
表 2: 2016 年零售业务和批发业务 ROE 估算过程

	零售	批发业务及其他	合计
集团税前利润 (亿)	451	339	790
净利润 (亿)	355	266	621
风险加权资产 (亿)	12729	25800	38529
核心一级资本充足率要求	7.50%	7.50%	7.50%
核心一级资本 (净资产)	955	1935	2890
ROE	37.14%	13.76%	21.48%

资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

从测算结果可以看出, 2016 年招行零售 ROE 高达 37%, 对公 ROE 为 14%, 零售 ROE 是对公的 270%, 并且零售 ROE 非常稳定。

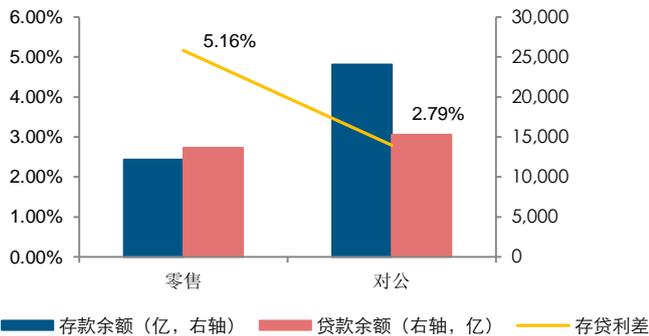
图 19: 招行零售 ROE 2011-2016 年不断提升, 对公 ROE 不断下降



资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

零售高 ROE 来自极高的存贷利差和较低的资产质量压力, 以及轻资本占用, 零售资产信用风险权重基本在 20%-75%, 低于对公贷款 100% 的信用风险权重。招行零售存贷利差高达 5.16%, 而对公仅有 2.79%; 零售贷款不良率仅为 1%, 对公贷款不良率为 2.92%。

图 20: 2016 年零售存贷利差高达 5.16%



资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

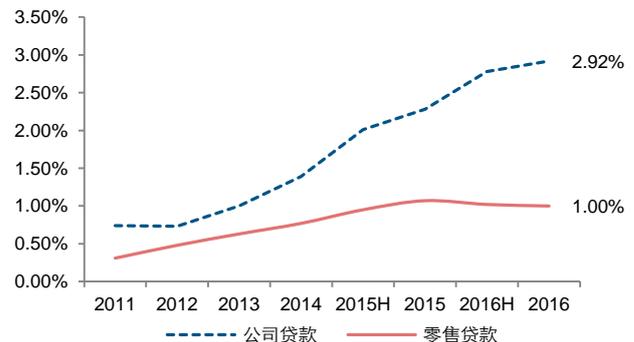
零售业务不仅具有高 ROE, 而且具有较强的不可复制性。

首先, 自从 1995 年招行已经有开始在零售业务方面崭露头角, “一卡通”、“一网通”、“移动银行”三大颠覆式创新奠定了零售负债业务的先发优势, 颠覆式创新再度出现十分困难, 零售资产的均衡结构招行也并非一蹴而就。即使有零售负债业务优势, 在 2008 年的大幅降息之后, 2009 年招行净息差大幅下降, 降幅高于同业; 其净利润增速同样在 2009 年出现负增长, 降幅亦高于同业。

零售业务主要包括零售负债业务和零售资产业务, 对招行而言, 零售负债业务首先凸显; 但是零售资产投向上, 之前主要以按揭为主, 比如 2009 年 70% 以上是按揭, 这样的零售资产结构在降息环境下相对处于不利地位。

2012 年以来, 由于加大了高收益的个人经营性和信用卡贷款投放, 才得以使招行补齐资产端收益率短板, 其净息差始终高于可比银行, 但是期间招行资产质量亦受高收益资产拖累。

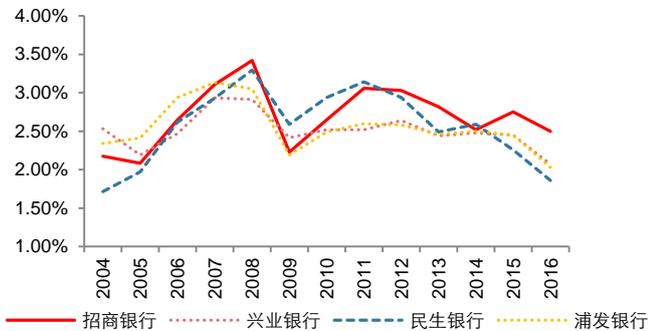
图 21: 零售贷款不良率大幅低于公司贷款 (2016 年数据)



资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

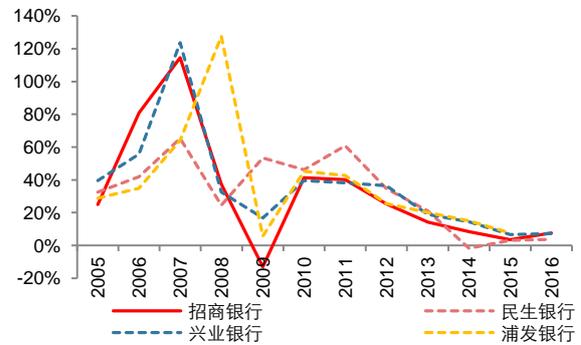
对于现在正试图转型的银行来说，零售资产业务放量并不难，但是零售负债业务要有明显效果，非一朝一夕即可办到。

图 22：2012 年开始招行才称得上经受周期的考验



资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 23：招行在 2009 年净利润增速大幅下降



资料来源：公司财报，长江证券研究所

对公业务拐点已至，市场预期不够充分

除了零售业务，对公业务拐点决定了今年和明年招行的业绩和估值弹性。招行对公业务存在两大被低估的地方：(1) 传统信贷方面，不良压力大的制造业和批发零售业贷款在 2014-2016 年大幅压缩退出，资产质量拐点红利在 2017 年正式贡献业绩。(2) 对于新兴业务交易银行，招行布局再次走在行业前列，这是继零售业务之外，又一项可以穿越周期获得长期估值溢价的业务，交易银行的核心便是沉淀企业活期存款，从而形成实实在在的负债成本优势。

制造业和批发零售业贷款大幅压缩退出

2014-2016 年，招商银行制造业和批发零售业贷款余额降幅达 23%，而这两个行业是银行贷款投放占比高、不良压力大的两大行业。

表 3: 2014-2016 年招行制造业和批发零售业贷款余额大幅压降, 而这两个行业是不良集中爆发领域

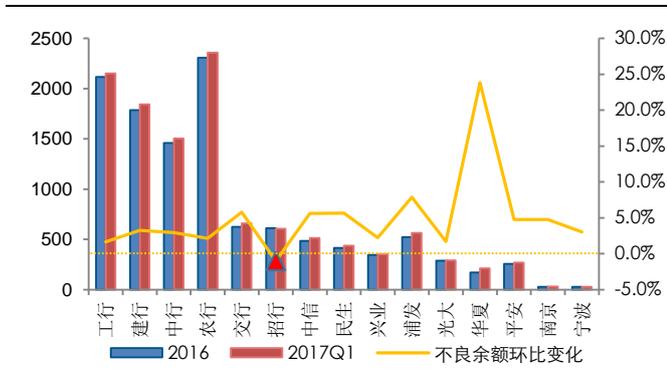
	制造业			批发零售业		
	2013	2016	变化幅度	2013	2016	变化幅度
招行	3883	2974	-23%	2952	2288	-23%
农行	13733	12253	-11%	5221	4042	-23%
光大	2406	2355	-2%	1623	1122	-31%
中信	4128	3858	-7%	2988	2385	-20%
交行	6304	5797	-8%	3918	3196	-18%
工行	14886	14144	-5%	7862	6255	-20%
建行	13227	11780	-11%	3927	4109	5%
兴业	2811	3103	10%	2038	1967	-3%
浦发	3799	3372	-11%	2537	3035	20%
中行	15570	16329	5%	11490	13137	14%
华夏	2120	2142	1%	1287	1560	21%
北京	942	1124	19%	601	773	29%
平安	1317	1723	31%	1255	1486	18%
宁波	362	436	20%	220	307	39%
民生	2226	3212	44%	1452	2212	52%
南京	298	309	4%	200	428	114%

资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

2017Q1 招商银行不良双降, 这是单个季度的波动还是中期趋势呢? 答案大概率是中期趋势。在 2016 年以来的不良企稳周期中, 也曾有银行一度出现过不良双降, 比如 2016 年四季度建行、中行、华夏, 但是在 2017Q1 这三个银行不良余额均出现了反弹。那么 2017Q1 招行的不良余额下降, 持续性有多强呢?

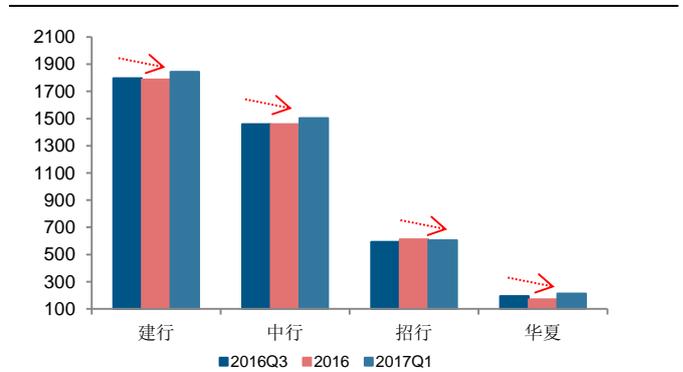
不仅仅是受益于经济环境的企稳, 而且招行在 2014-2016 年在不良集中行业贷款大幅压缩退出, 因此招行这次的企稳有望有别于建行、中行、华夏, 持续性会更强一些。即使有反弹, 幅度大概率也是有限的。

图 24: 2017Q1 招商银行不良双降



资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

图 25: 历史上其他银行曾出现过单季的“双降”



资料来源: Wind, 长江证券研究所

新兴的交易银行业务再次走在行业前列

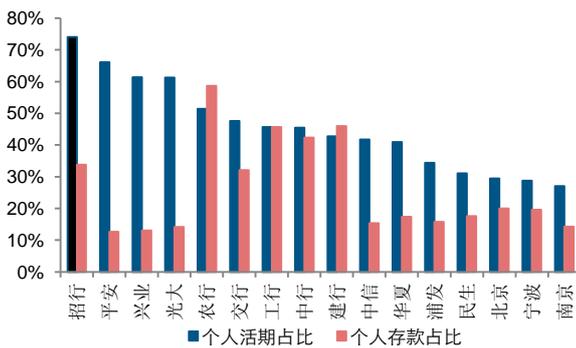
从国际经验来看，对公业务的交易银行具备跨周期性，我们预计未来除了零售业务，交易银行业务也是各个银行的兵家必争之地。

交易银行主要包括现金管理、贸易金融等业务，不仅可以增加可观的中间业务收入，波动较小，而且可以沉淀低成本的企业活期存款。现金管理通常包括账户管理、收付款管理、流动性管理等多个服务功能；贸易金融包括进出口结算等。

凭借零售优势，个人活期占比高属于预期之中，但是招行企业活期占比亦高达 57%，位居上市银行第 4。招行凭借领先的科技优势，已经逐步形成支付结算、现金管理为核心的交易银行竞争优势。

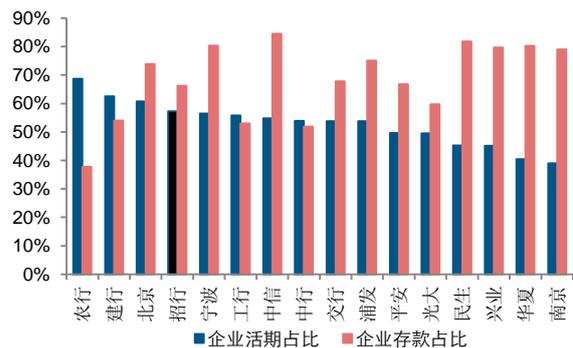
2015 年初，招行再次领先同业突破传统银行架构，合并原现金管理部和贸易金融部，成立交易银行部，以客户为中心整合原有现金管理、供应链金融、跨境金融、贸易融资及互联网金融等优势业务，全面打造集境内外、线上下、本外币、内外贸、离在岸为一体的全球交易银行产品及服务体系。2016 年末，公司交易银行客户达 111 万，交易银行现金管理客户数三年复合增长率 50%。

图 26：招行个人活期占比排名上市银行第一



资料来源：公司财报，长江证券研究所

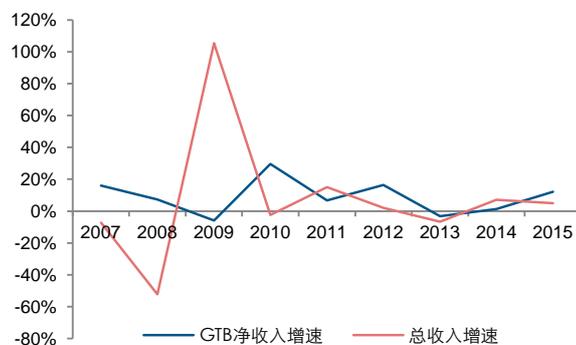
图 27：招行企业活期占比也位居前列



资料来源：公司财报，长江证券研究所

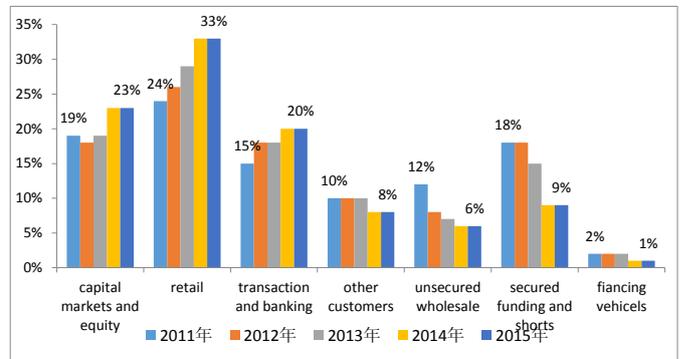
德意志银行交易银行收入增速波动低于总收入增速，交易银行收入占总收入比重大约在 13%左右，而交易银行业务贡献的存款大约在 20%左右。

图 28：德意志银行其交易银行业务增速在金融危机期间依然相对稳健



资料来源：公司财报，长江证券研究所

图 29：德意志银行各个业务条线贡献的存款

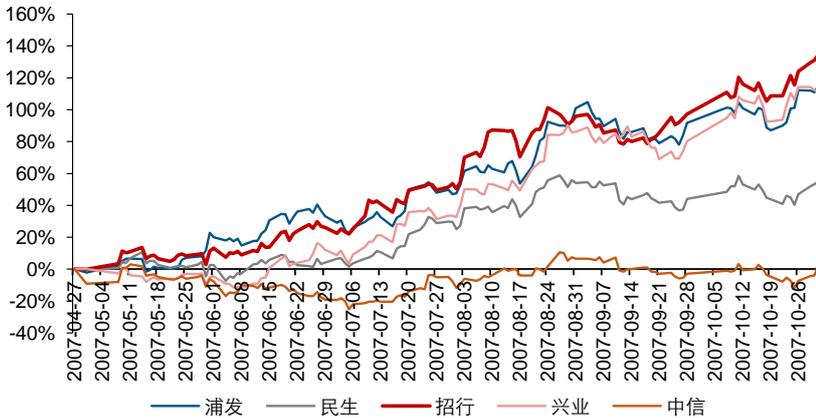


资料来源：公司财报，长江证券研究所

四大角度论证公司目前估值仍偏低

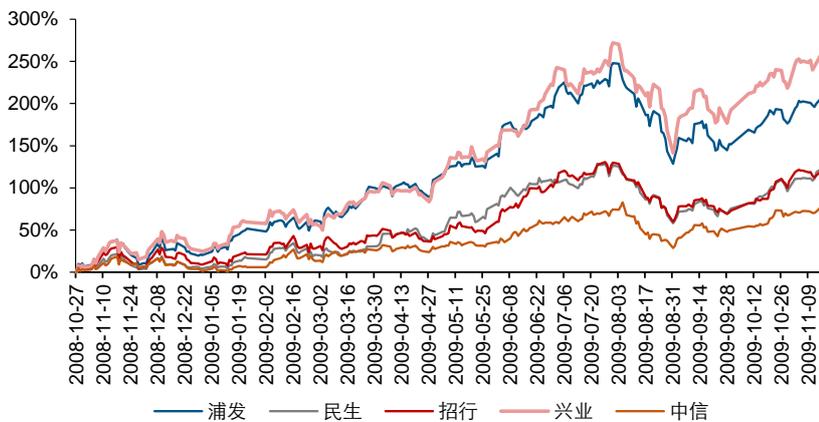
从五个股份行四次上涨的复盘情况来看，2006-2007年、2016年至今招商银行跑赢其余四个银行；2008-2009年、2014-2015年兴业银行跑赢其余银行。

图 30: 2006-2007 年招商银行涨幅居前



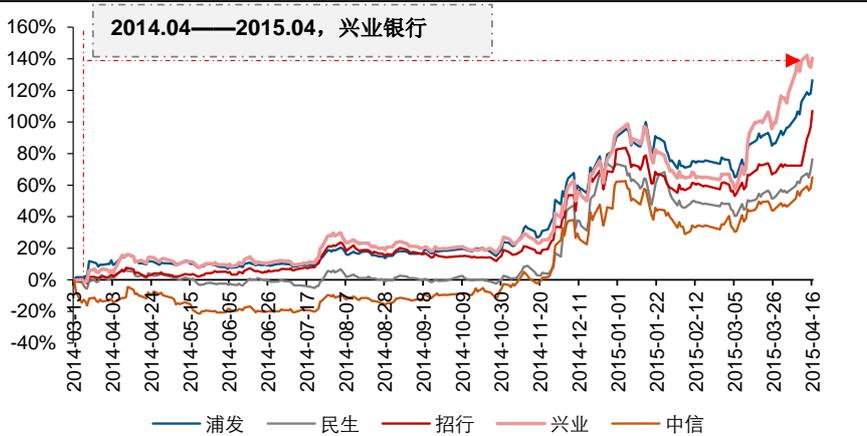
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 31: 2008-2009 兴业银行涨幅居前



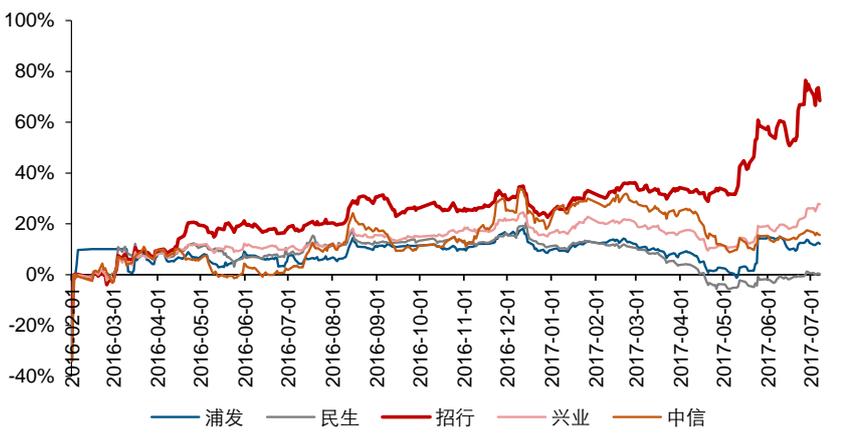
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 32: 2014-2015 兴业银行涨幅居前



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 33: 2016 至今招商银行涨幅居前



资料来源: Wind, 长江证券研究所

我们认为 2016 年至今招商银行行情时间和空间都未结束的论据包括以下 4 个:

论据 1: 银行 PB 估值溢价主要包括两部分: ①各个银行拨备计提以及不良暴露不同带来的真实净资产差异。②资本的盈利能力, 即 ROE 水平。

根据测算, 招商银行相对可比银行估值溢价大约在 59%左右, 但事实上应该要比这个更高, 原因是 ROE 用的是 2016 年数据, 由于 2017 年招行 ROE 将与可比银行平均值差距将继续拉大, 因此我们实际估值溢价应该达到 70%以上。

表 4: 招商银行相对可比银行的估值溢价大约在 59%左右

	关注类贷款	超额贷款准备金(相对净资产)	资本杠杆最大化时ROE	合计
招商银行	2.09%	13%	21%	
可比银行平均	3.29%	4%	15%	
差值	-1.20%	9%	40%	
估值溢价	10%	9%	40%	59%

资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

论据 2: 历史上 2011-2012 年, 民生银行连续两年板块领涨。

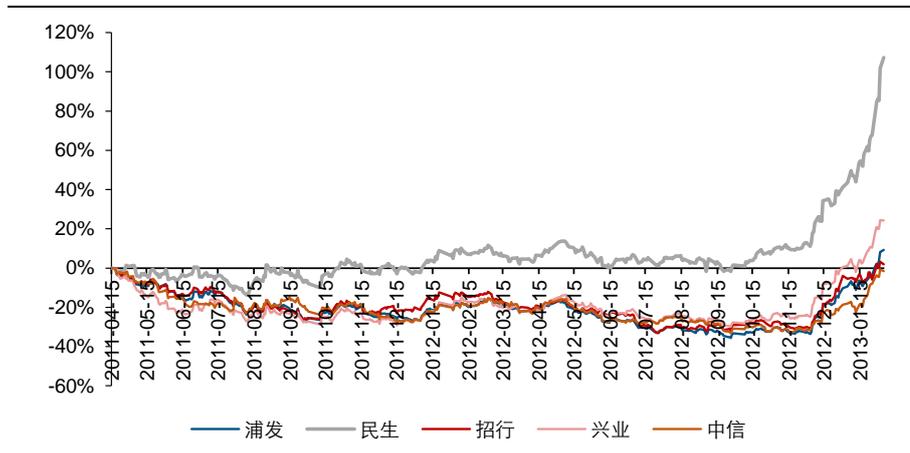
从 2006 年到 2009 年, 民生银行主动推进战略转型, 先后进行了公司事业部体制的重大改革、做出了全面进军小微企业金融服务蓝海的重大战略调整。从 2010 年起, 民生银行开始全面进入二次腾飞阶段, 2011 年民生银行的二次腾飞取得了重大进展。在此背景下, 民生银行股价在 2011-2012 年持续领涨板块。**现在的招商银行所处阶段与当时的民生银行极为相似。**

表 5: 2011 年民生银行关键指标与可比银行的对比

	净息差	不良率	净利润增速
民生银行	3.15%	0.63%	58.81%
可比银行平均	2.67%	0.58%	44.22%

资料来源: 公司财报, 长江证券研究所

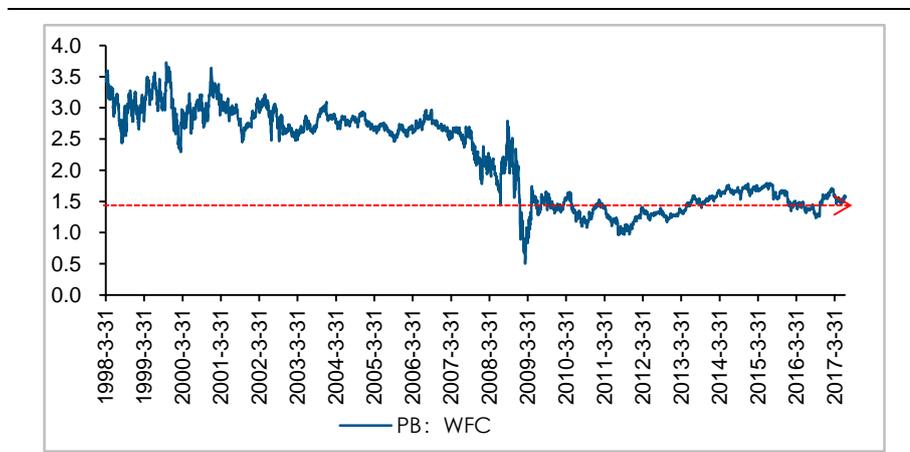
图 34: 2011-2012 年, 民生银行领涨



资料来源: Wind, 长江证券研究所

论据 3: 国际对标, 从 1998 年至 2008 年, 富国银行估值连续十年在 3 倍 PB 左右。即使 2008 年金融危机之后, 富国银行估值也极少低于 1.5 倍 PB。

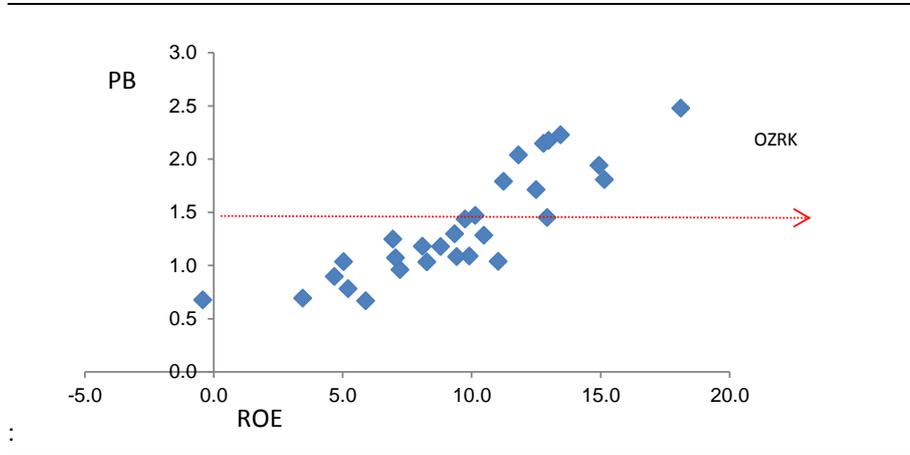
图 35: 利率市场化完成之后, 富国银行估值连续十年在 3 倍 PB 左右



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

论据 4: 对标美国 29 家主要银行的估值, 以招商银行目前 16% 的 ROE 水平, 对应 5 年估值平均水平大约在 1.9XPB 左右。

图 36: 美国 29 家主要银行估值与 ROE 散点图 (最近 5 年平均值)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	209025	217561	243006	271923
增长率(%)	3.75%	4.08%	11.70%	11.90%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	62081	68477	77495	88642
增长率(%)	7.60%	10.30%	13.17%	14.38%
每股收益(元)	2.462	2.715	3.073	3.515
净资产收益率 (%)	16.27%	16.11%	16.28%	16.50%
每股经营现金流 (元)	-	-	-	-

财务报表及指标预测

盈利与估值	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROAA	1.46%	1.39%	1.28%	1.13%	1.09%	1.18%	1.32%	1.43%
ROAE	24.78%	22.21%	19.28%	17.09%	16.27%	16.11%	16.28%	16.50%
拨备前每股收益	3.02	3.12	4.17	5.33	5.75	6.13	6.97	7.93
每股收益	2.098	2.052	2.217	2.288	2.462	2.715	3.073	3.515
每股净资产	9.29	10.53	12.47	14.31	15.95	17.75	20.00	22.59
拨备前每股市盈率	8.35	8.08	6.05	4.73	4.38	4.11	3.62	3.18
市盈率	12.01	12.28	11.37	11.02	10.24	9.28	8.20	7.17
市净率	2.71	2.39	2.02	1.76	1.58	1.42	1.26	1.12
股息收益率	2.50%	2.46%	2.66%	2.74%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%

利润表摘要(百万)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利息收入	88,374	98,913	112,000	137,586	134,595	143,131	164,854	189,864
手续费净收入	19,739	29,184	44,696	53,009	60,865	60,865	63,908	67,104
其他非利息净收入	5,254	4,507	9,167	10,876	13,565	13,565	14,243	14,955
营业收入合计	113,367	132,604	165,863	201,471	209,025	217,561	243,006	271,923
营业费用 (扣除拨备)	(48,350)	(54,144)	(61,081)	(67,670)	(64,900)	(64,008)	(68,271)	(72,826)
拨备前利润	65,147	78,643	105,112	134,345	145,122	154,553	175,735	200,097
当期提取各项准备金	(5,583)	(10,218)	(31,681)	(59,266)	(66,159)	(67,321)	(77,016)	(87,177)
税前利润	59,564	68,425	73,431	75,079	78,963	87,232	98,719	112,920
所得税	14,287	16,683	17,382	17,061	16,583	18,755	21,225	24,278
净利润	45,273	51,743	55,911	57,696	62,081	68,477	77,495	88,642

盈利驱动因素	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
贷款增长 (毛额)	16.05%	15.37%	14.42%	12.35%	15.49%	15.00%	15.00%	15.00%
存款增长	14.07%	9.59%	19.07%	8.09%	6.45%	7.00%	7.00%	7.00%
平均生息资产增长	21.94%	17.47%	17.79%	16.07%	8.50%	4.02%	12.13%	8.90%
贷存比 (含贴现)	75.20%	79.17%	76.08%	79.07%	85.79%	92.20%	99.10%	106.50%
NIM	2.88%	2.70%	2.60%	2.73%	2.38%	2.44%	2.50%	2.65%
净非息收入占比	22.05%	25.41%	32.47%	31.71%	35.61%	34.21%	32.16%	30.18%
信用成本	0.31%	0.50%	1.33%	2.15%	2.12%	1.92%	1.91%	1.88%
成本收入比	35.98%	34.36%	30.54%	27.67%	28.01%	28.52%	27.19%	25.88%
有效税率	23.99%	24.38%	23.67%	22.72%	21.00%	21.50%	21.50%	21.50%

收入盈利增长	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利息收入增长	15.81%	11.93%	13.23%	22.84%	-2.17%	6.34%	15.18%	15.17%
手续费收入增长	26.31%	47.85%	53.15%	18.60%	14.82%	0.00%	5.00%	5.00%
营业收入增长	17.90%	16.97%	25.08%	21.47%	3.75%	4.08%	11.70%	11.90%
拨备前利润增长率	17.44%	20.72%	33.66%	27.81%	8.02%	6.50%	13.71%	13.86%
净利润增长率	25.31%	14.29%	8.06%	3.19%	7.60%	10.30%	13.17%	14.38%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。