

招商银行 (600036)

前三季度PPOP增速明显提升，息差环比稳中有升

强烈推荐 (维持)

现价: 28.35 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/18.05%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	20,629
流通 B/H 股(百万股)	4,591
总市值(亿元)	7,023.18
流通 A 股市值(亿元)	5,848.31
每股净资产(元)	20.84
资产负债率(%)	91.90

行情走势图



证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号
S1060517100002
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳 一般从业资格编号
S1060118030009
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

招商银行公布18年三季报，2018年前三季度归母净利润同比增14.58%。营业收入同比上升13.21%，净利息收入同比上升9.86%，手续费净收入同比上升7.39%。总资产6.51万亿元(3.35%，较年初)，其中贷款较年初增10.90%；存款较年初增5.80%。不良贷款率1.42%(-1bps, QoQ)；拨备覆盖率325.98%(+9.9pct, QoQ)；ROE19.07%(+0.41pct, YoY)，资本充足率15.46%(+0.38pct, QoQ)。

平安观点:

■ 前三季度业绩增速稳中有升，PPOP 增速明显提升

公司前三季度业绩较中期进一步改善，总营收同比增速 13.2%，较上半年增速提升 1.4 个百分点，具体来看：1) 18Q1-3 利息净收入同比增 9.9%，较上半年增速提升 1.3pct，18Q1-3 利息净收入贡献了总营收的 62.7% (61%，1H18)；2) 前三季度手续费净收入同比增 7.4% (7.8%，1H18)，整体维持稳健，而受新金融工具准则影响，其他非息收入收录 88% 的增幅 (64.3%，1H18)，总体看前三季度非息收入同比增 19.3%，较上半年增速进一步走阔 2.3pct。在利息和非息收入双双提速下，前三季度 PPOP 同比增长 12.7% (9.7%，1H18)，公司三季度进一步加强拨备计提，带动前三季度资产减值损失同比增速由负转正 (18Q1-3 和 1H18 分别为 2.2%、-3.7%)，实现归母净利润同比增长 14.6% (14%，1H18)。

单看三季度表现，公司 Q3 单季营收增速 16.3%，较 Q2 提升 0.1 个百分点 (统一口径下)。其中利息净收入同比增长 12.3%，较 Q2 提升 3.7pct；手续费净收入同比增 6.4%，环比 Q2 放缓 8.7pct。三季度单季 PPOP 同比增长 19.6% (16.6%，18Q2)，带动归母净利润同比增长 15.7% (14.5%，18Q2)。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	209,720	220,897	241,411	270,564	312,428
YoY(%)	4.1%	5.3%	9.3%	12.1%	15.5%
净利润(百万元)	62,081	70,150	81,870	99,763	125,430
YoY(%)	7.6%	13.0%	16.7%	21.9%	25.7%
ROE(%)	16.27	15.90	16.09	17.44	19.27
EPS(摊薄/元)	2.46	2.78	3.25	3.96	4.97
P/E(倍)	11.52	10.19	8.73	7.17	5.71
P/B(倍)	1.78	1.60	1.42	1.25	1.08

■ 三季度资产扩张略有放缓，同业业务延续调降，三季度息差环比稳中略升

公司三季末资产较年初增长 3.4% (2.28%, 1H18), 环比中期末小幅缩减 0.4%, 具体来看: 1) 三季度末贷款规模较年初增长 10.9%, 环比中期末增 2%, 环比增速较 Q1、Q2 略有放缓, 在资产端占比较中期末提升 1.3 个百分点至 57.9%。公司口径下, 三季度贷款中企业、票据和零售贷款分别占比 40.98%、6.59%、52.43%。2) 公司同业资产规模在二季度回升后再次压降, 环比中期末缩减 15.8%, 整体三季末较上年末扩增 5%。3) 投资资产规模经历了上半年的压降后, 三季度末环比中期末回升 0.7%, 整体较上年末缩减 6.8%, 在资产端占比由上年末的 25.5%降至 23%。

负债端, 三季度存款增长相对平稳, 规模环比中期末增长 1%, 整体较年初增 5.8%, 带动负债端占比由中期末的 70.6%增至 71.9%。公司口径下看三季度存款结构, 活期存款占比 60.29%, 其中活存的 60.18%和定存的 76.12%来自企业存款。主动负债方面, 三季度末债券规模环比中期末增长 4.5%, 三季末应付债券规模较上年末增长 20.9%, 而同业负债环比压降 13% (-0.1%, 18Q2), 整体较上年末压降 15.8%, 负债端同业占比也由上年末的 14.4%降至 11.8%。

根据三季报披露, 公司 Q1-Q3 净利差 2.41%, 净利息收益率 2.54%, 同比均上升 12BP, 单季净息差环比提升 1BP, 息差环比稳中略升。

■ 不良率环比续降, 拨覆盖率延续上行

公司资产质量延续改善, 三季度末不良贷款率 1.42%, 环比中期末降低 1BP。不良贷款规模虽较上年末略有提升, 随着公司 18 年加强拨备的计提, 截至 3 季末拨备覆盖率收录 325.98%, 较上年末和季度环比分别提升 63.87pct/9.9pct。三季度末公司资本充足率和核心一级资本充足率分别为 15.46%、11.97%, 较上年末分别降低 0.02pct/0.09pct, 环比中期末提升 0.38pct/0.36pct。

■ 投资建议:

招商银行整体三季度业绩保持稳健, 营收和利润增速均稳中有升, PPOP 增速表现较好。资产负债方面扩张速度略有放缓, 公司息差环比稳中有升。公司资产质量无忧, 不良认定审慎度也据行业前列。根据公司三季报公布业绩, 我们维持公司盈利预测, 18/19 年净利增速预测为 16.7%/21.9%, 目前股价对应 18/19 年 PB 为 1.42x/1.25x, PE 为 8.73x/7.17x, 维持公司“强烈推荐”评级。

■ 风险提示:

1) 资产质量受经济超预期下滑影响, 信用风险集中暴露。若宏观经济出现超预期下滑, 势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度, 从而影响行业利润增速。

2) 政策调控力度超预期。18 年以来在去杠杆、防风险的背景下, 行业监管的广度和深度不断加强, 资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台。但是如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期, 可能对行业稳定性造成不利影响。

3) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分, 其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险, 市场整体估值向下, 有可能带动行业股价下跌。

图表1 银行盈利预测表

利润表						指标和估值					
百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	百万元；元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
平均生息资产	5,577,929	5,957,627	6,386,831	6,997,446	7,756,003	ROAA (%)	1.09	1.15	1.25	1.39	1.57
净息差	2.50	2.43	2.46	2.52	2.61	ROAE (%)	16.27	15.90	16.09	17.44	19.25
利息收入	215,481	242,005	273,705	315,961	366,780	每股净资产	15.95	17.69	19.96	22.72	26.18
利息支出	80,886	97,153	115,420	138,106	162,041	EPS	2.46	2.78	3.25	3.96	4.97
净利息收入	134,595	144,852	158,285	177,855	204,739	股利	18663	21185	24724	30128	37837
非息收入						DPS	0.74	0.84	0.98	1.19	1.50
手续费和佣金收入	60,865	64,018	70,747	79,944	94,334	股息支付率	30.06	30.20	30.20	30.20	30.20
汇兑收益	2,857	1,934	1,934	1,934	1,934	发行股份	25220	25220	25220	25220	25220
交易性收入	9,442	6,580	6,580	6,580	6,580						
其他收入	1,961	3,513	3,864	4,251	4,676						
非息总收入	75,125	76,045	83,125	92,709	107,524						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	58,036	66,772	73,118	80,556	90,586	增长率 (%)					
其他费用	750	1,507	1,507	1,507	1,507	净利息收入	(2.2)	7.6	9.3	12.4	15.1
营业税金及附加	6,362	2,152	2,830	3,198	3,773	非利息收入	17.6	1.2	9.3	11.5	16.0
非息总费用	65,148	70,431	77,454	85,261	95,866	非利息费用	(4.1)	8.1	10.0	10.1	12.4
税前利润	78,963	90,680	102,065	125,082	158,737	净利润	7.6	13.0	16.7	21.9	25.6
所得税	16,583	20,042	20,195	25,318	33,445	平均生息资产	11.7	6.8	7.2	9.6	10.8
净利润	62,081	70,150	81,870	99,763	125,292	总付息负债	8.3	4.4	8.7	10.3	11.3
						风险加权资产	5.0	4.8	6.0	12.9	14.3
						营业收入分解 (%)					
						净利息收入占比	64.2	65.6	65.6	65.7	65.6
						佣金手续费收入占比	29.0	29.0	29.3	29.5	30.2
						营业效率 (%)					
						成本收入比	27.7	30.2	30.3	29.8	29.0
						流动性 (%)					
						贷款占生息资产比	54.6	57.3	58.8	59.6	60.1
						平均存贷比	82.5	86.8	88.6	90.0	90.7
						资本 (%)					
						核心一级资本充足率	11.5	12.1	12.5	12.9	13.0
						一级资本充足率	11.5	13.0	13.4	13.7	13.7
						资本充足率	13.3	15.5	16.4	17.0	17.1

资料来源：公司年报、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033