

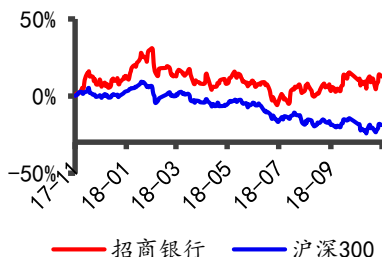
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	29.87
52 周最高（元）	34.23
52 周最低（元）	23.92
总市值（亿元）	7533
流通市值（亿元）	6162
总股本（亿股）	252
流通股本（亿股）	206
每股净资产（元）	19.49
资产负债率（%）	91.87

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
Email: yanghao@cnpsec.com
SAC 执业证书编号：S1340118010016
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

零售领先的股份行，配置性价比尚可

——招商银行（600036）

核心观点

● **创新驱动、零售领先，盈利能力业内前十。**公司成立于 1987 年，总部位于深圳，2002 年 4 月登陆上交所，2006 年 9 月香港联交所上市。公司确立了“创新驱动、零售领先、特色鲜明的中国最佳商业银行”战略，在金融科技创新驱动业务方面发力，公司零售业务在业内具备显著领先优势。从 2017 年公司营业收入结构来看，各业务贡献占比为：利息净收入 63%、手续费及佣金收入 28%以及其他经营净收益约 9%。成长性方面，公司 2013-2017 年营业收入、归母净利润复合增速分别为 13.6%、7.9%，整体成长性尚可，但盈利水平略有承压；盈利能力方面，尽管 2012 年以来边际持续下滑，但 2013-2017 年摊薄 ROE 区间均值仍达 16.66%，在 28 家上市银行中排在第八位。

● **营收、利润端高增长，四季度或有边际压力。**公司 2018 年前三季度营收增长 13.21%，剔除新金融工具准则影响后为 12.27%，表现增速自 2017Q1 以来环比持续改善，2017 年主要得益于利息收入增长，而投资收益、公允价值净收益以及汇兑净收益的较快增长则为助力 2018 年增速改善的主因；2018 年前三季度实现归属于母公司股东净利润 14.58%，受减值损失比例下降的积极影响，增速略高于营收增速。从公司历史季度营业利润增速与季度 GDP 变化关系来看，两者同步关系较强，滞后性并不明显，考虑到宏观经济下行压力的逐渐显现、金融工具准则影响消化以及费用计提的季节性因素，我们认为公司 Q4 季度业绩增速将面临一定压力。

● **净利息收益率改善，不良余额与不良率下降：**1) 集团 1-9 月净利差 2.41%，净利息收益率 2.54%，同比均上升 0.12 个百分点；集团 18Q3 净利差 2.40%，环比持平，净利息收益率 2.54%，环比上升 0.01 个百分点；2) 9 月末，集团不良贷款余额 562.47 亿元，较上年末减少 11.46 亿元；不良贷款率 1.42%，较上年末下降 0.19 个百分点；不良贷款拨备率 325.98%，较上年末上升 63.87 个百分点。

● **受新金融工具准则影响，营收结构表现变动较大。**受新金融工具准则影响，自 2018 年起，部分金融资产会计分类调整为以公允价值计量且其变动计入当期损益的投资，且相应收益列示方式由利息收入改为非利息收入，剔除上述影响，非利息净收入较上年同期增长 8.05%。非利息净收入中，净手续费及佣金收入 529.81 亿元，较上年同期增长 7.39%，在营业收入中占比 28.15%，同口径较上年同期下降

1.52 个百分点；其他净收入 172.68 亿元，同口径较上年同期增长 80.93%，主要是受上述新金融工具准则影响。

● **估值合理，配置性价比尚可。** 尽管 18Q4 及 19H1 公司业绩存在经济下行导致的压力，但结合目前公司动态市盈率 9.6 倍、市净率 1.53 倍来看，两者处于历史估值中枢偏下的位置，同时结合银行板块弱市中具备的指数“稳定器”属性，我们认为当下时点配置性价比尚可。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.17 元、3.07 元和 4.03 元，对应的动态市盈率分别为 9.43 倍、9.72 倍和 7.42 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**经济增速下行超预期；信用风险上升。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	220,897	243,208	268,988	305,301
增长率（%）	5.7%	10.1%	10.6%	13.5%
净利润（百万元）	70,150	79,854	77,488	101,590
增长率（%）	13.0%	13.8%	-3.0%	31.1%
EPS（元）	2.78	3.17	3.07	4.03

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放中央银行款	616,419	517,213	571,465	610,918
拆出资金	154,628	233,314	258,045	292,881
以公允价值计量且其变	64,796	168,779	186,670	211,870
以摊余成本计量的金融	-	867,620	959,588	1,089,132
以公允价值且其变动计	-	371,285	410,641	466,078
衍生金融资产	18,916	32,073	35,473	40,262
买入返售金融资产	252,550	162,717	179,965	204,261
应收利息	28,726	31,120	34,419	39,065
发放贷款及垫款	3,414,612	3,683,167	4,059,322	4,595,649
长期股权投资	5,079	7,354	8,133	9,231
固定资产	49,181	51,585	57,053	64,756
无形资产	7,255	10,193	11,273	12,795
其他资产	1,685,476	199,949	221,144	250,998
资产总计	6,297,638	6,336,370	6,993,192	7,887,898
同业和其它金融机构存	439,118	402,016	444,630	504,655
向中央银行借款	414,838	360,792	406,592	453,828
拆入资金	272,734	183,232	202,655	230,013
卖出回购金融资产款	125,620	97,910	108,288	122,907
吸收存款	4,064,345	4,167,212	4,608,936	5,231,142
应付债券	296,477	347,494	384,329	436,213
其他负债	201,114	229,889	254,257	288,582
负债合计	5,814,246	5,788,545	6,409,687	7,267,341
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
其它权益工具	34,065	34,065	34,065	34,065
资本公积金	67,523	67,523	67,523	67,523
盈余公积金	46,159	54,168	61,943	72,132
未分配利润	241,063	289,032	303,376	330,825
一般风险准备	70,921	70,681	83,486	81,835
其他	-4,741	3,983	4,405	5,000
归属于母公司所有者权	480,210	544,672	580,018	616,600
少数股东权益	3,182	3,152	3,487	3,957
所有者权益合计	483,392	547,825	583,505	620,557
负债及股东权益总计	6,297,638	6,336,370	6,993,192	7,887,898

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	220,897	243,208	268,988	305,301
利息净收入:	144,852	158,822	162,868	181,606
利息收入	242,005	258,872	280,586	315,216
减:利息支出	97,153	100,050	117,718	133,610
手续费及佣金净收入:	64,018	69,888	78,996	91,522
手续费及佣金收入	69,908	75,942	85,639	99,069
减:手续费及佣金支出	5,890	6,054	6,643	7,547
其他净收入小计:	12,027	21,000	24,678	28,009
营业支出	130,357	140,469	169,262	174,602
税金及附加	2,152	2,078	2,365	2,760
业务及管理费用	66,772	67,202	81,757	97,013
其他业务成本	1,507	1,709	1,891	2,146
资产减值损失	59,926	69,481	83,250	72,683
营业利润	90,540	102,738	99,725	130,699
加:营业外收入	343	271	300	341
减:营业外支出	203	194	214	243
利润总额	90,680	102,816	99,811	130,796
减:所得税	20,042	22,724	22,060	28,909
净利润	70,638	80,091	77,751	101,888
减:少数股东损益	488	238	263	298
归母公司净利	70,150	79,854	77,488	101,590

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收益率	2.43%	2.76%	2.63%	2.77%
成本收入比	30.23%	27.63%	30.39%	31.78%
ROAA	1.15%	1.27%	1.15%	1.43%
ROAE	16.54%	15.53%	13.98%	17.44%
市盈率 (倍)	10.65	9.47	9.76	7.45
市净率 (倍)	1.52	1.38	1.30	1.21
EPS	2.78	3.17	3.07	4.03
每股净资产 (元/股)	19.17	21.72	23.14	24.6

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。