

# 招商银行 (600036)

证券研究报告  
2018年12月21日

## 基本面持续优异，盈利无需过于悲观

**事件：**据21世纪经济报道，12月20日晚对于媒体报道的监管窗口指导部分银行“适度控制”净利增速，招商银行回应称未收到监管部门的窗口指导通知；市场传言的招行内部定调19年营收零增长、净利润增速降至个位数亦属谣言，19年财务预算正在编制中，高管层尚未讨论，也未上报董事会。

### 点评：

**受传言影响近期公司股价累计下跌超8%，当前估值仅1.1倍19年PB。**悲观的业绩预期传言催化悲观情绪，导致最近三个交易日招行股价连续下跌，三个交易日累计下跌8.41%，领跌银行股。截至当前招行估值仅1.31倍18年PB，1.1倍19年PB。我们认为，在稳健且优秀的基本面、一以贯之的零售轻型银行的战略引导之下，ROE水平或可维持16%以上。招行当前估值明显偏低。

**公司三季度业绩持续优异。**(1)公司前三季度盈利增速持续领先可比同业。前三季度归母净利润同比增14.6%，拨备前利润增速12.6%，增速持续领先可比同业。(2)18年以来存款竞争加剧背景下，公司存款成本率波动不大，彰显出其较好的零售客户基础。3季度负债成本维持平稳，净息差环比持平于2.54%的高位。(3)存量资产质量较优，未来新生不良压力亦不大。3Q18不良率1.42%，环比下降1BP；1H18逾期贷款率、关注贷款率均环比下降10BP。

**我们乐观/中性/悲观假设下，公司2019年利润增速均可能维持在10%以上。**源于其(1)存款基础好，负债成本率维持平稳，资产端收益率受宽松政策及信贷需求减弱等影响或高位趋降，息差或高位小幅波动；(2)有效信贷需求减弱，但规模有望维持平稳增长；(3)不良生成压力不大，存量不良低位，信贷结构持续优化，未来不良新生压力不大，预计不良生成率1%左右。(4)当前拨备覆盖率已较为充足，3Q18拨备覆盖率326%，拨贷比高达4.64%，安全垫厚实。(5)受“一二五”，小微贷款利率等指导性监管政策影响小；截至1H18公司小微贷款余额3300亿，占贷款总额的8.7%，1H18小微贷款增量占比7%；若全年新投放小微贷款利率较当前下降100BP，我们粗略预计对营收影响约0.2%；若存量小微贷款平均利率下降100BP，则对营收影响约1.7%，影响较有限。**我们乐观/中性/悲观假设下，公司2019年利润增速分别达到19.1%/12.2%/10.9%。**

### 投资建议：主推零售银行龙头，关注低估值优质股份行

目前政策稳经济方向较明确；而经济中长期走势仍存较大不确定性。2019年我们主推盈利弱周期属性的零售银行龙头招商银行和平安银行。由于近期社融及信贷指标仍不乐观，我们将公司盈利预测由此前的乐观假设调整至中性假设，将2018-2020年净利润增速由此前的18.6%/19.1%/19.7%下调至16.4%/12.2%/11.7%，18年BVPS为19.83元，考虑高盈利的稳定性和零售战略持续性，维持1.7倍18年PB，对应目标价33.71元。同时建议关注低估值优质股份行，例如光大、兴业等。

**风险提示：**政策波动超预期影响市场情绪；经济下行压力进一步加重带来资产质量恶化；中美贸易摩擦等外部不确定性因素影响经济中长期走势等。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	2097	2209	2339	2515	2722
增长率(%)	4.2	5.3	5.9	7.5	8.2
归属母公司股东净利润(亿元)	621	702	817	916	1023
增长率(%)	7.6	13.0	16.4	12.2	11.7
每股收益(元)	2.46	2.78	3.24	3.63	4.06
市盈率(P/E)	10.53	9.32	8.00	7.13	6.39
市净率(P/B)	1.62	1.46	1.31	1.11	0.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	25.91元
目标价格	33.71元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	20,628.94
流通A股股本(百万股)	20,628.94
A股总市值(百万元)	534,495.95
流通A股市值(百万元)	534,495.95
每股净资产(元)	19.49
资产负债率(%)	91.87
一年内最高/最低(元)	35.35/24.70

### 作者

<b>廖志明</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
<b>林瑾璐</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517090002	
linjinlu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《招商银行-季报点评:息差高位平稳，盈利持续高增》2018-10-31
- 2 《招商银行-半年报点评:息差维持高位，资产质量平稳向好》2018-08-26
- 3 《招商银行-公司点评:营收与盈利稳中有升，非息表现亮眼》2018-07-25

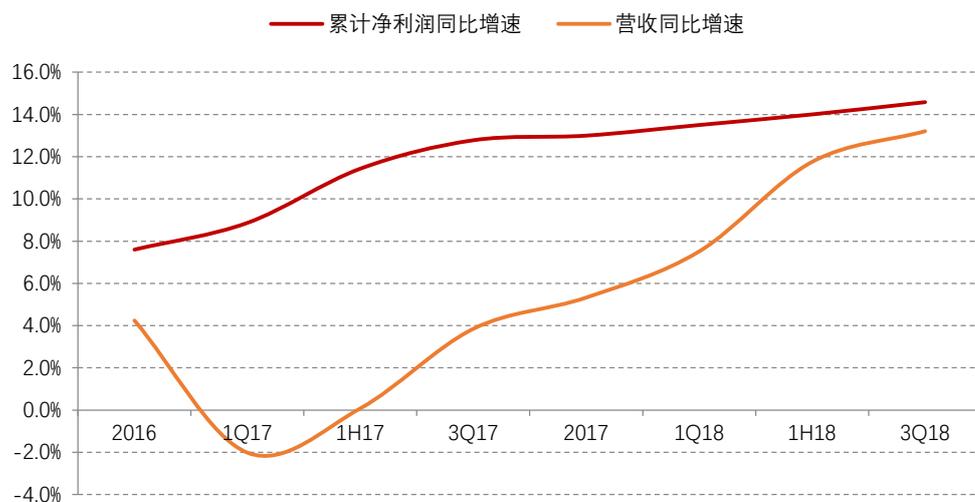


表 1: 小微贷款利率变动测算

2017 年末小微贷款余额 (亿元)	3127.16
2018 年 6 末小微贷款余额 (亿元)	3,347
增量小微贷款收益率变化 100BP 对收入的影响 (亿元)	2.20
占 18 年营收比重	0.2%
存量小微贷款利率下降 100BP 对收入的影响 (亿元)	33.47
占 18 年营收比重	1.3%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 1: 招商银行 3Q18 累计净利润同比增 14.6%, 营收同比增速持续提升



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 招商银行 18 年前三季度净息差 (披露值) 2.54%, 维持高位



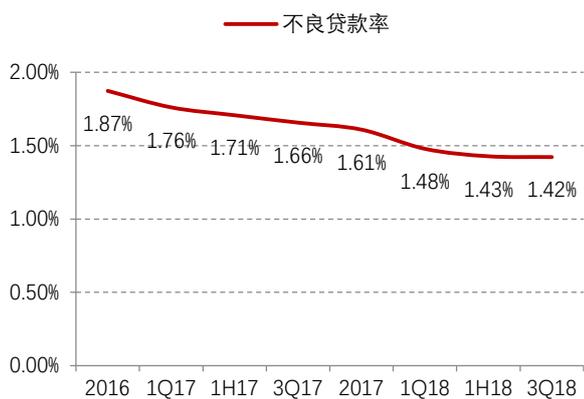
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 招商银行信贷占生息资产比重持续提升



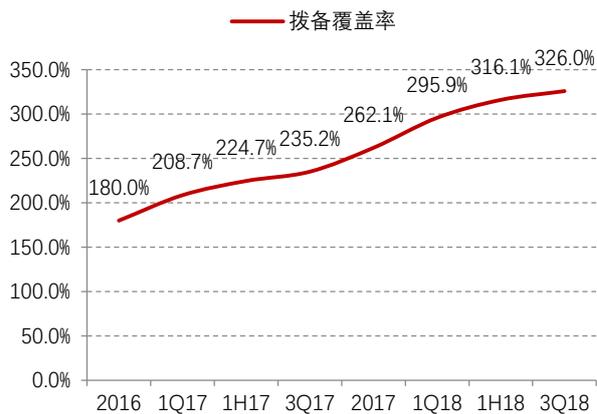
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 4：招商银行 9 月末不良率 1.42%，环比下降 1BP



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：招商银行 9 月末拨备覆盖率持续提升至 326.0%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	1346	1449	1563	1701	1842	净利润增速	7.6%	13.0%	16.4%	12.2%	11.7%
手续费及佣金	609	640	672	706	741	拨备前利润增速	8.8%	4.6%	5.4%	8.7%	9.6%
其他收入	143	120	103	109	139	税前利润增速	5.2%	14.8%	13.3%	13.6%	11.6%
营业收入	2097	2209	2339	2515	2722	营业收入增速	4.2%	5.3%	5.9%	7.5%	8.2%
营业税及附加	(64)	(22)	(23)	(25)	(27)	净利息收入增速	-1.6%	7.6%	7.9%	8.8%	8.3%
业务管理费	(580)	(668)	(714)	(750)	(788)	手续费及佣金增速	13.9%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1453	1520	1601	1740	1907	营业费用增速	4.1%	15.1%	7.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(662)	(599)	(557)	(552)	(580)	<b>规模增长</b>					
税前利润	790	907	1028	1167	1303	生息资产增速	8.5%	4.0%	8.8%	9.6%	9.8%
所得税	(166)	(200)	(206)	(245)	(274)	贷款增速	15.5%	9.3%	10.0%	9.0%	9.0%
净利润	621	702	817	916	1023	同业资产增速	-1.9%	-16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	1.6%	8.8%	10.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	32617	35650	39215	42745	46592	其他资产增速	22.4%	90.5%	-3.3%	12.3%	16.9%
同业资产	5820	4841	4841	4841	4841	计息负债增速	8.3%	4.4%	7.5%	8.9%	9.3%
证券投资	14509	15784	17362	19966	22961	存款增速	6.4%	6.9%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	58757	61116	66501	72889	79998	同业负债增速	-10.1%	-13.4%	-2.0%	-1.0%	0.0%
非生息资产	1766	3365	3253	3653	4271	股东权益增速	11.5%	19.8%	11.2%	16.7%	16.0%
总资产	59423	62976	67922	74380	81746	<b>存款结构</b>					
客户存款	38020	40643	44301	48288	52634	活期	62.9%	62.8%	62.84%	62.84%	62.84%
其他计息负债	15726	15488	16032	17384	19158	定期	37.1%	37.2%	37.16%	37.16%	37.16%
非计息负债	1643	2011	2212	2433	2677	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	55389	58142	62545	68106	74469	<b>贷款结构</b>					
股东权益	4034	4834	5376	6274	7277	企业贷款(不含贴现)	48.0%	46.7%	42.67%	42.67%	42.67%
<b>每股指标</b>						个人贷款	47.2%	50.1%	55.08%	55.08%	55.08%
每股净利润(元)	2.46	2.78	3.24	3.63	4.06	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	5.76	6.03	6.35	6.90	7.56	不良贷款率	1.87%	1.61%	1.42%	1.29%	1.17%
每股净资产(元)	15.95	17.69	19.83	23.37	27.32	正常	96.04%	96.79%	98.45%	98.50%	98.55%
每股总资产(元)	235.62	249.71	269.32	294.92	324.13	关注	2.09%	1.60%	1.55%	1.50%	1.45%
P/E	10.5	9.3	8.0	7.1	6.4	次级	0.75%	0.48%			
P/PPOP	4.5	4.3	4.1	3.8	3.4	可疑	0.68%	0.61%			
P/B	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9	损失	0.45%	0.52%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	拨备覆盖率	180.02%	262.11%	328.25%	392.71%	463.67%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.50%	2.43%	2.45%	2.44%	2.41%	资本充足率	13.33%	15.48%	15.83%	16.36%	17.09%
净利差(Spread)	2.39%	2.29%	2.29%	2.31%	2.33%	核心资本充足率	11.54%	12.06%	12.66%	13.40%	14.29%
贷款利率	4.91%	4.81%	4.81%	4.86%	4.91%	资产负债率	93.21%	92.32%	92.08%	91.57%	91.10%
存款利率	1.27%	1.27%	1.17%	1.17%	1.17%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	4.01%	4.06%	4.06%	4.08%	4.10%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.62%	1.77%	1.77%	1.79%	1.81%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.09%	1.15%	1.26%	1.30%	1.32%						
ROAE	16.27%	16.54%	17.27%	16.82%	16.01%						
拨备前利润率	2.55%	2.48%	2.45%	2.45%	2.44%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com