

招商银行 (600036)

证券研究报告
2019年01月24日

“零售之王”，名副其实

事件:1月22日晚间,招商银行披露2018年度业绩快报。2018年营收2486.56亿元, YoY+12.57%; 归母净利润805.6亿元, YoY+14.84%; ROE达16.57%, 同比增加0.03个百分点。18年末,资产总额6.75万亿元;不良贷款率1.36%。

点评:

18年业绩靓丽落地,并未受“适度控制利润”指导之影响

18年12月,受券商中国等媒体报道“监管指导部分银行适度控制利润增速”等影响,市场担忧招行业绩增速明显下降,招行股价明显下跌。随着18年业绩快报出炉,招行18年业绩正式落地。2018年全年净利润增速达14.8%,较3Q18的14.6%进一步上行,市场担忧的年报业绩增速下行并未发生。业绩快报消除了18年业绩的不确定性,有望明显缓解市场担忧。

18年营收增速达12.6%,较16/17年有明显提升。不过,18Q4单季度营收同比增速10.6%,较18Q3的16.3%有所下行。

资产负债结构较好,资产规模平稳扩张

资产负债结构较好。18年末,资产中贷款总额占比58.3%,同比上升1.7个百分点;负债中存款占比达71.0%,同比上升1.1个百分点。18年末,贷款同比增长10.3%,高于7.1%的资产规模增速。

资产规模平稳扩张。招行自16年以来明显放缓了资产规模增速,追求轻资本发展。16/17/18年资产规模增速分别为8.5%/6.0%/7.1%,资产规模保持平稳增长态势,这也反映其经济下行时期审慎的风险文化。

资产质量保持优异,18Q4或加大了不良核销力度

18年末,不良贷款率仅1.36%,季度环比下降6BP;18年6月末,逾期贷款率仅1.64%,资产质量保持优异。18Q4不良率明显下降,我们预计招行适度加大了不良核销规模。18Q3拨贷比达4.64%,拨备充足,抵御风险能较强。

投资建议:“零售之王”,名副其实

当前招行估值1.35倍18PB,考虑到其18Q3拨贷比达4.64%,若仅维持2.5%的拨贷比水平将多余拨备反哺利润,则其“实际”估值为1.13倍18PB,估值并不算很高。

招行作为国内零售银行的领头羊,已成为信用卡、财富管理、私人银行等多个领域的领军者,依托Fintech建立了零售银行的护城河,实现了“低成本-较高息差-优化贷款质量-扩大盈利”的良性循环,造就了领先的ROE水平。

招行零售业务占比较高,且风控审慎,我们预计其受经济下行的影响相对较小,我们预测其19/20年净利润增速12.1%/11.5%。我们维持招行1.7倍18PB目标估值,对应34.12元/股(对应1.51倍19PB)。

风险提示:经济下行导致资产质量恶化超预期,市场情绪恐慌导致估值下杀等风险。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	2097	2209	2486	2559	2739
增长率(%)	4.2	5.3	12.6	2.9	7.0
归属母公司股东净利润(亿元)	621	702	806	903	1007
增长率(%)	7.6	13.0	14.8	12.1	11.5
市盈率(P/E)	11.03	9.76	8.50	7.59	6.80
市净率(P/B)	1.70	1.54	1.35	1.20	1.07

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	27.16元
目标价格	34.12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)	560,282.13
流通A股市值(百万元)	560,282.13
每股净资产(元)	19.49
资产负债率(%)	91.87
一年内最高/最低(元)	35.35/24.38

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号:S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

股价走势



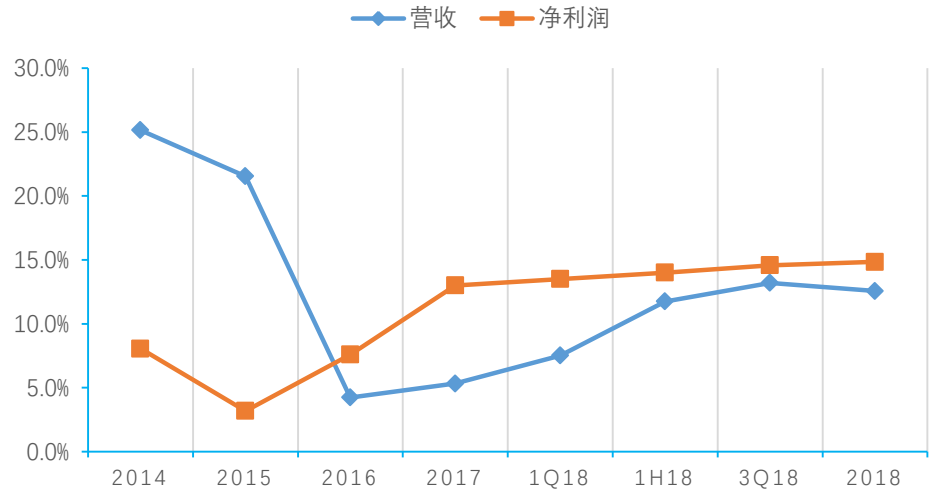
资料来源:贝格数据

相关报告

- 1 《招商银行-公司点评:基本面持续优异,盈利无需过于悲观》 2018-12-21
- 2 《招商银行-季报点评:息差高位平稳,盈利持续高增》 2018-10-31
- 3 《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

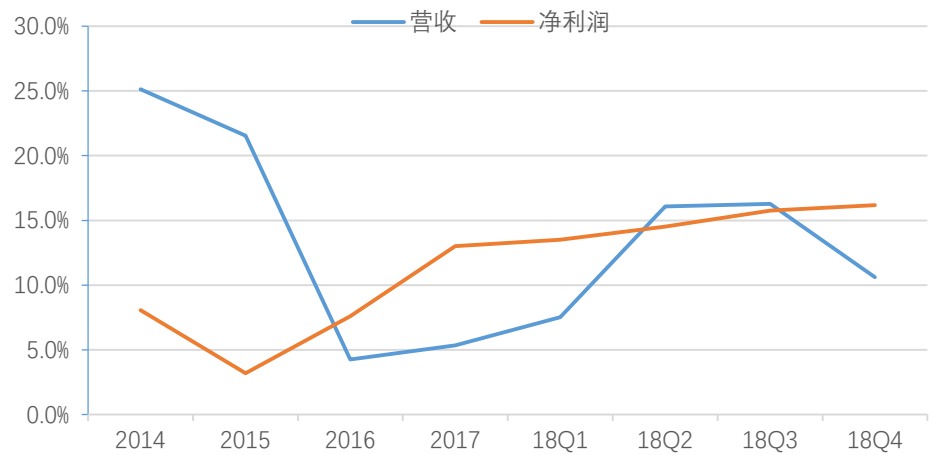


图 1：招商银行 2018 年净利润同比增长 14.8%，18Q4 净利润增速并未明显压低



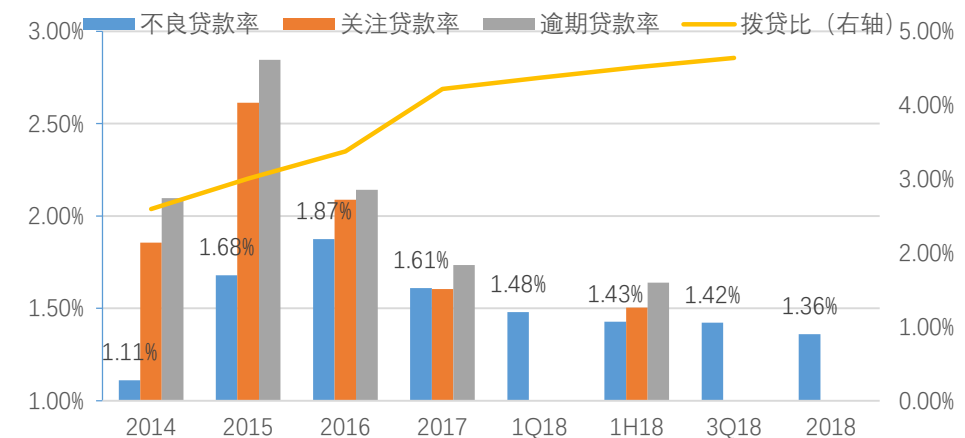
资料来源：Wind，业绩快报，天风证券研究所

图 2：招商银行 18Q4 单季度营收同比增速有所走低，但净利润单季同比增速微升



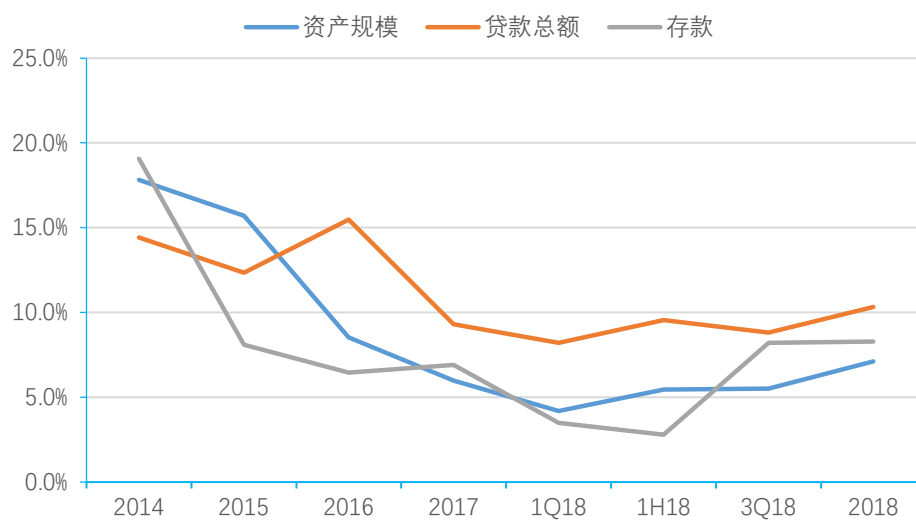
资料来源：Wind，业绩快报，天风证券研究所

图 3：招商银行资产质量保持优异，18Q3 拨贷比达 4.64%



资料来源：WIND，业绩快报，天风证券研究所

图 4：招商银行资产规模及存款增长稳健



资料来源：WIND，业绩快报，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
利润表						收入增长					
净利息收入	1346	1449	1604	1606	1709	净利润增速	7.6%	13.0%	14.8%	12.1%	11.5%
手续费及佣金	609	640	685	719	755	拨备前利润增速	8.8%	4.6%	12.8%	2.0%	7.9%
其他收入	143	120	198	234	274	税前利润增速	5.2%	14.8%	17.4%	7.6%	11.5%
营业收入	2097	2209	2486	2559	2739	营业收入增速	4.2%	5.3%	12.6%	2.9%	7.0%
营业税及附加	(64)	(22)	(25)	(26)	(27)	净利息收入增速	-1.6%	7.6%	10.7%	0.1%	6.4%
业务管理费	(580)	(668)	(748)	(785)	(825)	手续费及佣金增速	13.9%	5.2%	7.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1453	1520	1714	1748	1887	营业费用增速	4.1%	15.1%	12.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(662)	(599)	(648)	(583)	(585)	规模增长					
税前利润	790	907	1065	1146	1278	生息资产增速	8.5%	4.0%	4.0%	7.9%	7.7%
所得税	(166)	(200)	(213)	(241)	(268)	贷款增速	15.5%	9.3%	10.3%	9.0%	8.0%
净利润	621	702	806	903	1007	同业资产增速	-1.9%	-16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	1.6%	8.8%	-8.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	32617	35650	39330	42869	46299	其他资产增速	22.4%	90.5%	69.2%	-10.4%	-9.9%
同业资产	5820	4841	4841	4841	4841	计息负债增速	8.3%	4.4%	7.0%	5.5%	5.8%
证券投资	14509	15784	14521	15973	17570	存款增速	6.4%	6.9%	8.3%	7.0%	7.0%
生息资产	58757	61116	63581	68573	73844	同业负债增速	-10.1%	-13.4%	-2.0%	-1.0%	0.0%
非生息资产	1766	3365	5695	5101	4598	股东权益增速	11.5%	19.8%	12.5%	11.8%	11.2%
总资产	59423	62976	67458	71624	76176	存款结构					
客户存款	38020	40643	44007	47087	50383	活期	62.9%	62.8%	62.84%	62.84%	62.84%
其他计息负债	15726	15488	16032	16276	16634	定期	37.1%	37.2%	37.16%	37.16%	37.16%
非计息负债	1643	2011	1984	2182	2401	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	55389	58142	62022	65545	69418	贷款结构					
股东权益	4034	4834	5437	6078	6758	企业贷款(不含贴现)	48.0%	46.7%	42.67%	42.67%	42.67%
每股指标						个人贷款	47.2%	50.1%	55.08%	55.08%	55.08%
每股净利润(元)	2.46	2.78	3.19	3.58	3.99	资产质量					
每股拨备前利润(元)	5.76	6.03	6.80	6.93	7.48	不良贷款率	1.87%	1.61%	1.36%	1.33%	1.23%
每股净资产(元)	15.95	17.69	20.07	22.60	25.27	正常	96.04%	96.79%	98.45%	98.50%	98.55%
每股总资产(元)	235.62	249.71	267.48	284.00	302.05	关注	2.09%	1.60%	1.55%	1.50%	1.45%
P/E	11.03	9.76	8.50	7.59	6.80	次级	0.75%	0.48%			
P/PPOP	4.71	4.51	4.00	3.92	3.63	可疑	0.68%	0.61%			
P/B	1.70	1.54	1.35	1.20	1.07	损失	0.45%	0.52%			
P/A	0.12	0.11	0.10	0.10	0.09	拨备覆盖率	180.02%	262.11%	338.70%	360.57%	#####
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.50%	2.43%	2.45%	2.43%	2.40%	资本充足率	13.33%	15.48%	15.81%	16.32%	17.02%
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%	12.64%	13.36%	14.23%
贷款利率	4.91%	4.81%	4.81%	4.86%	4.91%	资产负债率	93.21%	92.32%	91.94%	91.51%	91.13%
存款利率	1.27%	1.27%	1.17%	1.17%	1.17%	其他数据					
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%						
盈利能力											
ROAA	1.09%	1.15%	1.31%	1.30%	1.37%						
ROAE	16.27%	16.54%	16.92%	16.78%	16.68%						
拨备前利润率	2.55%	2.48%	2.63%	2.51%	2.55%						

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