

公司研究/深度研究

2019年03月24日

银行/银行 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 32.35
合理价格区间(元): 35.07~37.26

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

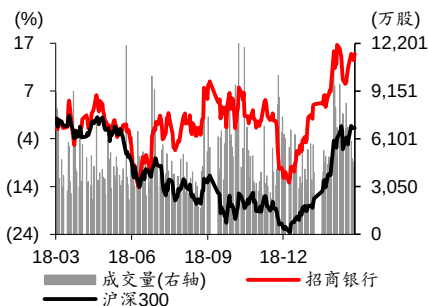
郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

孟蒙 0755-82573832
联系人 mengmeng@htsc.com

相关研究

- 1《招商银行(600036,增持): 利润增速再上扬的, 资产加速扩张》2019.01
- 2《招商银行(600036,增持): 息差稳利润升, 龙头优势持续》2018.08
- 3《招商银行(600036,增持): 非息收入大增, 不良贷款率下降》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	25,220
流通A股 (百万股)	20,629
52周内股价区间 (元)	24.57-32.90
总市值 (百万元)	815,862
总资产 (百万元)	6,745,729
每股净资产 (元)	21.42

资料来源: 公司公告

从优秀到卓越, MAU 赋予长期动能

招商银行(600036)

业绩符合预期, 维持“增持”评级

公司于3月22日发布2018年年报, 归母净利润同比增长14.84%, 业绩符合我们预期。公司作为零售龙头银行, 基本面继续优异。盈利能力高位提升, 战略转型升级构筑龙头银行的护城河。我们预计公司2019-2021年EPS3.70/4.32/5.10元, 目标价35.07~37.26元, 维持“增持”评级。

利润增速上扬, 资产规模贡献最为显著

18年归母净利润增速14.84%, 较前三季+0.26pct, 资产扩张、税收效应为盈利增速上扬主要贡献。18年末资产同比增速7.1%, 较Q3末提升2.6pct, 主要是受贷款拉动。公司优化资产负债结构, 资产端加大零售为主的信贷投放, 负债端加大市场主动负债。通过结构调整, 净息差水平较前三季高位提升3bp至2.57%, Q4单季净息差较Q3提升12bp至2.66%。在资产扩张、净息差上行、拨备反哺贡献下, 18年公司ROA同比上行9bp至1.24%, ROE同比上行3bp至16.57%, 核心盈利能力继续突出。

加大零售贷款投放, 资产质量继续改善

贷款端公司继续加大零售贷款投放, 且持续优化贷款结构, 实现收益与风险平衡。2018年末贷款余额同比增速达10.32%, 零售贷款增速达12.66%。公司零售贷款主要投放渠道为风险较低的按揭贷款和收益较高的信用卡贷款, 对公贷款方面公司持续压票据融资增速, 提升固定资产贷款和贸易融资比例。资产质量继续稳健, 公司Q4末不良贷款率较Q3末下降6bp至1.36%。拨备覆盖率提升至358%, 风险抵御能力充足, 拨备反哺利润空间可观。隐性不良贷款指标继续下降, 新增不良贷款压力可控。公司继续在行业配置和类型上优化贷款投放结构, 资产质量预计继续稳健。

理财转型短期承压, 战略升级构筑长期护城河

非息收入略微逊色, 理财和零售战略加速转型有望继续巩固零售龙头护城河。我们认为当前关注招行, 不再是盈利细项变动, 而是战略升级对于其长期竞争优势的夯实作用。核心焦点在于两点: 第一是在零售3.0的竞争阶段, 招行零售战略升级, 加大金融科技投入以及关注月活跃用户数(MAU)的基础零售战略, 有助于快速抢占移动渠道新战场, 做大基础客群、积蓄增长动能。第二是理财业务转型对于公司非息收入与零售负债端的影响, 2019年理财子公司加速转型的背景下, 公司理财规模与收入有望回暖, 支撑盈利继续向好, 理财对于零售客户的沉淀作用也有望继续维持。

零售龙头银行业绩继续亮眼, 维持“增持”评级

我们预计19-21年归母净利润增速15.68/16.82%/18.09%, EPS3.70/4.32/5.10元, 19年BPS21.92元, 目前股价对应19年1.48倍PB, 8.75倍PE。股份行19年Wind一致预测0.70倍PB, 国际龙头富国银行19年彭博一致预测1.23倍PB, 公司作为稀缺的零售龙头与富国银行更可比。公司金融科技实力不断增强, 战略升级夯实护城河, 我们给予公司19年1.6到1.7倍PB, 目标价调整为35.07~37.26元, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行超预期; 资产质量恶化超预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	220,897	248,555	277,703	312,340	353,182
+/-%	5.68	12.52	11.73	12.47	13.08
归属母公司净利润 (百万元)	70,150	80,560	93,194	108,874	128,565
+/-%	13.00	14.84	15.68	16.82	18.09
EPS (元, 最新摊薄)	2.78	3.19	3.70	4.32	5.10
PE (倍)	11.63	10.13	8.75	7.49	6.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

盈利能力表现卓越，零售关注 MAU 启动战略升级	3
零售战略全面升级，金融科技与 MAU 赋予长期动能	4
理财转型阶段承压，2019 年或迎来规模与收入回暖	4
贷款带动资产加速扩张，结构调整驱动息差高位提升	6
贷款高增长带动资产加速扩张，资产负债结构优化调整	6
净息差受益于结构调整高位提升，后续调整空间仍可	8
资产质量改善，优化贷款结构有助于继续稳健	9
投资逻辑：基本面从优秀走向卓越，零售龙头银行或迎多预期差	12
PE/PB - Bands	15
风险提示	15

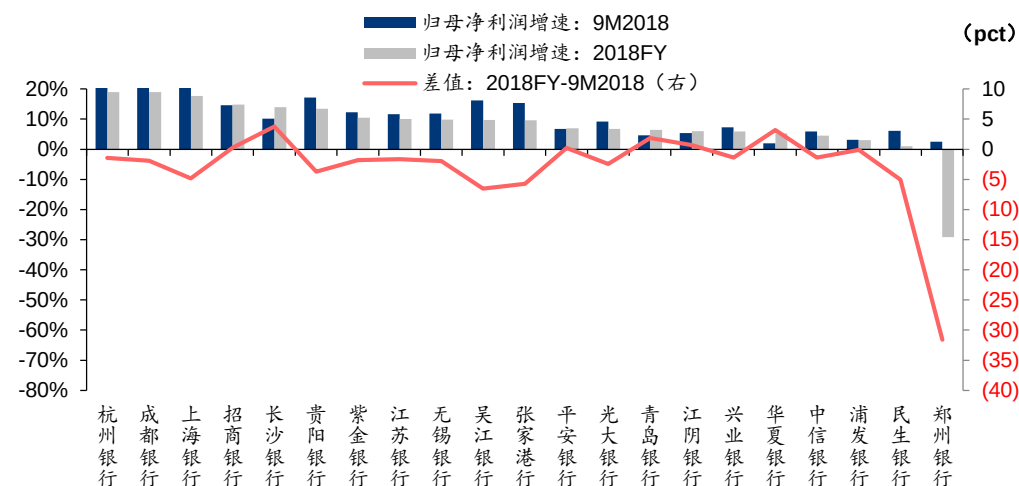
图表目录

图表 1： 根据年报与快报，较多银行全年利润增速较前三季下调，招行继续高位上扬...	3
图表 2： 2018 年归母净利润增速较前三季继续上行，资产扩张与税收效应为主要贡献	3
图表 3： 2017 年以来非标资产投资占非保本理财比例持续下降	4
图表 4： 2018 年理财规模止跌回升，2019 年预计延续增势	5
图表 5： 2018 年信用卡收入受高基数影响增速下滑，资产管理类收入受理财转型的波动影响	6
图表 6： 生息资产分项单季平均余额同比增速：贷款继续高增长	6
图表 7： 计息负债分项单季平均余额同比增速：存款和应付债券高增	6
图表 8： 各类贷款同比增速：零售贷款继续加大投放，票据融资增速主动放缓	7
图表 9： 公司贷款比例变化：固定资产类与贸易融资类提升	7
图表 10： 零售贷款比例变化：按揭与信用卡贷款提升较大	7
图表 11： 受益于存贷利差走阔，公司净息差水平继续上扬	8
图表 12： 2018 年零售贷款利率总体提升，驱动贷款利率提升	8
图表 13： 根据业绩快报与年报，仅 5 家银行不良率抬升，上市银行资产质量处于向好趋势	9
图表 14： 不良贷款比率连续下降，拨备覆盖率高位提升	9
图表 15： 逾期贷款占比与不良贷款剪刀差指标双降	9
图表 16： 不良贷款生成率有所放缓，加大拨备计提力度增厚风险抵御能力	10
图表 17： 2018 年对公贷款主要行业不良贷款比率均有下降	10
图表 18： 2018 年零售贷款仅小微贷款和其他类的不良贷款比率微升	10
图表 19： 2018 年对公贷款主要行业余额占贷款总额比例：房地产、交运仓储等行业占比提升	11
图表 23： 招商银行历史 PE-Bands	15
图表 24： 招商银行历史 PB-Bands	15

盈利能力表现卓越，零售关注 MAU 启动战略升级

招商银行于 2019 年 3 月 22 日公布 2018 年年报，公司营业收入增速 12.5%，较前三季微降 0.69pct，但较 2017 年提升 7.19pct。根据已经公告业绩快报与年报的 21 家上市银行数据，共有 15 家银行 2018 年全年归母净利润增速较前三季下调，拨备加大计提力度为主要原因。而招商银行优秀盈利表现继续，全年归母净利润增速 14.84%，较前三季继续上扬 0.26pct，较 2017 年继续提升 1.84pct。我们对招商银行盈利增速上扬进行归因，发现资产扩张、税收效应为主要贡献因子，而非息收入与净息差则是利润增速上扬的拖累项。在资产扩张、净息差上行、拨备反哺的贡献下，2018 年公司 ROA 同比上行 9bp 至 1.24%，ROE 同比上行 3bp 至 16.57%，核心盈利能力继续突出。

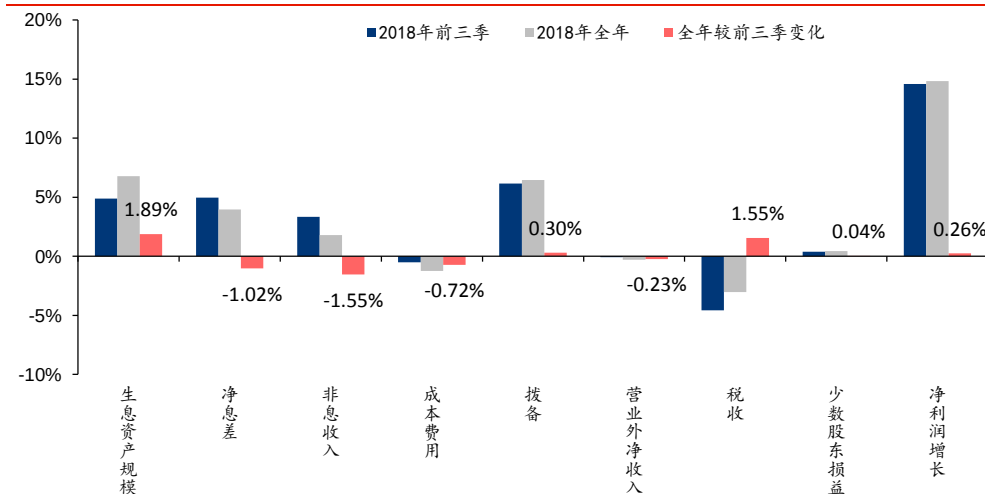
图表1：根据年报与快报，较多银行全年利润增速较前三季下调，招行继续高位上扬



资料来源：Wind，华泰证券研究所

总结招商银行 2018 年业绩可以看到，公司基本面多维度优异，业绩表现从优秀走向卓越。量的维度，公司资产规模扩张带动盈利释放，资本充足为规模扩张提供了充裕的空间。价的维度，公司通过资产结构调整来维持息差平稳甚至继续上行空间较大。质的维度，公司资产质量继续优秀，拨备维持高位水平，一方面风险抵御能力较强，另一方面拨备反哺利润的空间可观。

图表2：2018 年归母净利润增速较前三季继续上行，资产扩张与税收效应为主要贡献



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为当前关注招行的基本面，不再是盈利细项的细小变动，而是战略升级对于长期竞争优势的夯实作用。核心关注焦点在于两点：第一是在零售 3.0 的竞争阶段，招行零售战略全面升级，创造性地引入月活跃用户数（MAU）作为北极星指标，对于公司零售护城河具有重要战略意义。第二是理财业务转型对于公司非息收入与零售负债端的影响，2019 年理财子公司加速转型的背景下，公司理财规模与收入有望回暖，支撑盈利继续向好，理财对于零售客户的沉淀作用有望继续维持。

零售战略全面升级，金融科技与 MAU 赋予长期动能

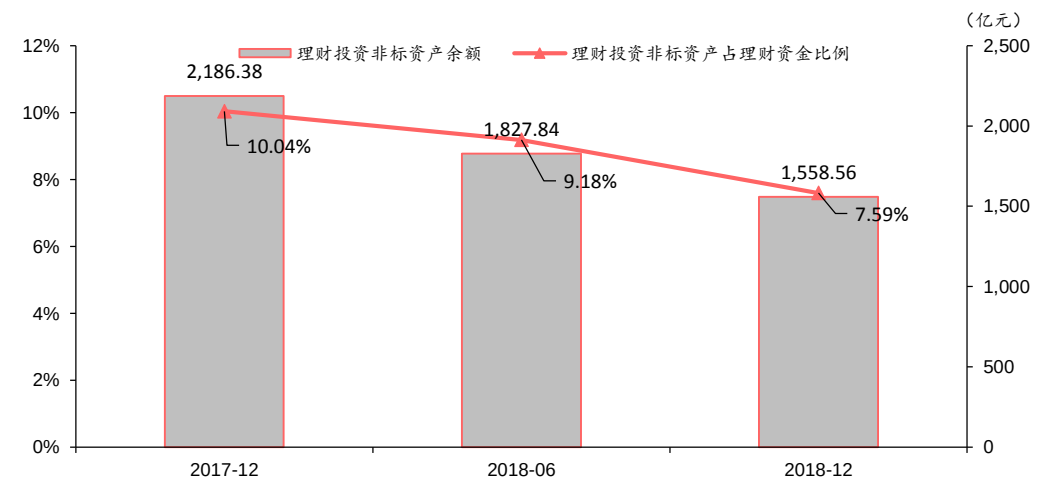
在稳健基本面支撑下，公司率先在零售竞争的下一轮主战场发力，即金融科技和基础零售，有助于公司积累零售 3.0 时代的强劲增长动能。一方面公司持续加大金融科技投入，2018 年金融科技投入占营业收入比例达 2.8%，超过了在去年规划 2018 年目标 1% 的战略要求，金融科技实力的不断提升巩固公司在零售 3.0 时代的经营护城河。另一方面公司创造性地将月活跃用户数指标（MAU）引入银行核心 KPI 指标体系，实则是经营理念的全方位升级。

首先是用户思维（不一定持有招行产品）替换客户思维（持有招行产品），扩大公司目标范围和服务场景，有利于快速做大基础客群。其次，在快速更新迭代的零售市场，基础客群对于零售业务具有非凡意义。一是零售客户自然积累、粘性较强；二是客户层级具有金字塔型结构，广泛的基础客群有利于筛选、培育高净值客户，实现多层次客户内源增长；三是当前阶段零售业务竞争，“数据为王”的趋势愈发明显，做大客群也有利于积累大数据，实现更强的服务能力升级。总体而言，关注 MAU 有利于为零售业务积蓄长期、内生的强劲增长动能。

理财转型阶段承压，2019 年或迎来规模与收入回暖

与其他板块相比，公司中间业务收入年报表现略为逊色。2018 年手续费收入同比增速 4.49%，较前三季下滑 3.16pct。由于公司手续费口径调整，按照公司同口径追溯，公司手续费增速下滑的主要拖累项为托管及受托服务相关手续费收入，同口径同比下滑 7.5%，主要是理财产品净值化转型导致理财超额收益减少，以及非标资产压降缺少高收益资产支撑等因素的负面影响。公司理财资金投资非标资产比例持续下降，2018 年末非标资产占非保本理财余额比例 7.59%，较 2017 年末下降 2.45pct。

图表3： 2017 年以来非标资产投资占非保本理财比例持续下降

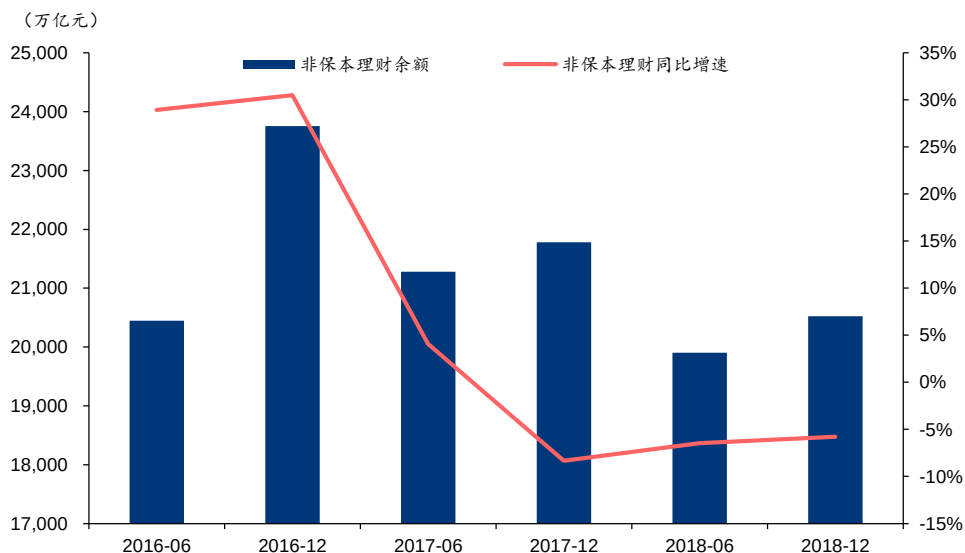


资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：理财资金指非保本理财产品。

2018 年末理财规模已止跌回升，但我们预计短期内仍以现金型理财为主。现金型产品仅有较低的固定手续费收入，规模扩张对于理财手续费的收入贡献预计相对不足。2019 年理财进入加速转型阶段，我们预计理财规模增势将继续维持，而新产品加速发行、非标资产投资回暖也有助于理财手续费收入贡献的回升。

图表4： 2018 年理财规模止跌回升，2019 年预计延续增势

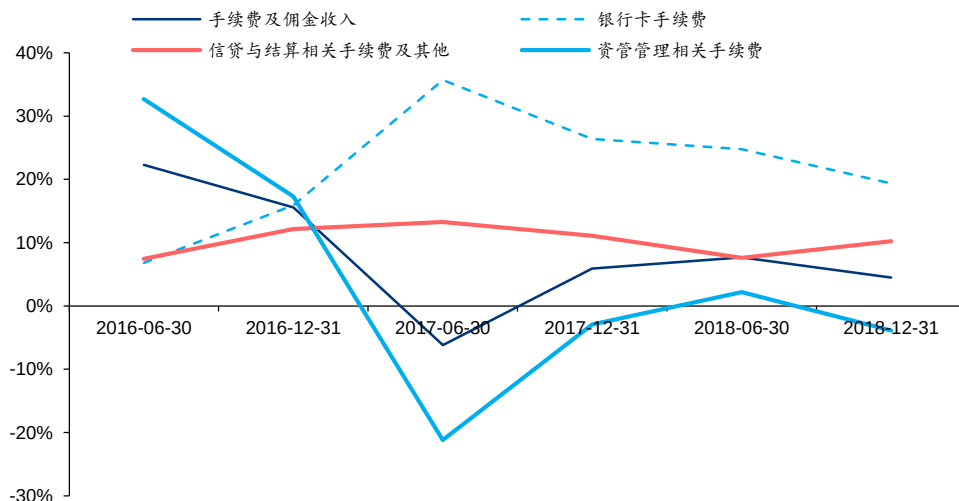


资料来源：Wind，华泰证券研究所

更进一步，为了了解中间业务收入可比口径的中长期趋势变化，我们按照业务经营逻辑，将招商银行手续费收入重新归类，分为信用卡相关项目、表内信贷结算相关项目及其他、资产管理相关项目三大类。其中信用卡相关项目即银行卡手续费，信贷结算相关项目及其他包括信贷承诺、结算与清算以及其他项，而资产管理相关项目则包括代理服务与托管及受托业务（既包括自管理财与托管业务，也包括代理销售的各类产品手续费收入）。

根据重分类口径我们可以看到，中间业务收入增速 2017 年以来持续下滑主要是受到资产管理相关手续费增速下滑，以及信用卡相关手续费增速下滑的影响。2018 年银行卡手续费增速 19.48%，较前三季和 2017 年下降 5.4、7.0pct，但总体继续保持高增长状态，增速下滑主要受到高基数影响。资产管理相关手续费收入包含代理服务业务以及托管与受托业务，综合反映了银行在资产与财富管理方面的竞争实力。2017 年以来该类收入增速先升后降，体现了理财转型过渡期公司资产管理相关收入波动特征，2019 年理财转型加速，非标投资有所回暖，资产管理相关手续费收入增速有望回升，并支撑中间业务收入回暖。

图表5：2018 年信用卡收入受高基数影响增速下滑，资产管理类收入受理财转型的波动影响



注：信贷与结算相关项目及其他包括信贷承诺、结算与清算以及其他，资产管理相关项目包括代理服务与托管及受托业务。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

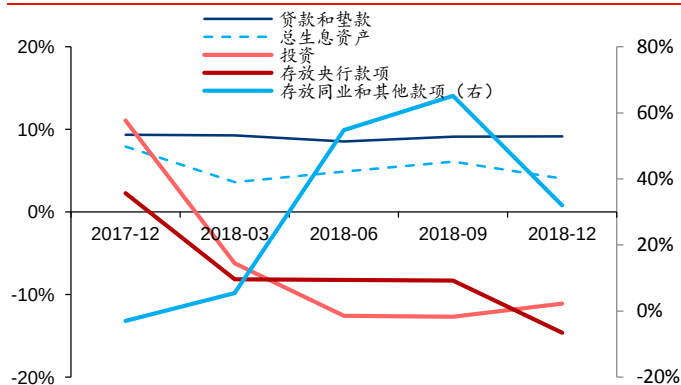
贷款带动资产加速扩张，结构调整驱动息差高位提升

贷款高增长带动资产加速扩张，资产负债结构优化调整

从全年累计时点数据来看，2018 年公司总资产提速扩张，年末资产同比增速 7.1%，较 Q3 末提升 1.6pct，较 2017 年末提升 1.1pct，主要是受贷款拉动。公司优化资产负债结构，资产端加大信贷投放，负债端加大与市场利率挂钩的主动负债。单季平均余额数据更能反映公司高频资产负债结构变动，下面我们分析单季资产负债平均余额变动。

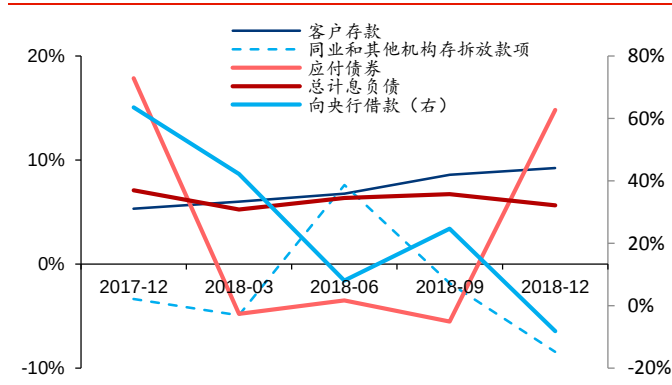
我们观察到 4Q18 公司生息资产增速较 Q3 放缓，资产结构加快调整，贷款增速继续上扬，显示信贷投放较强增势。央行降准释放流动性和同业市场较低利率环境驱使存放央行和存放同业款项增速均有放缓。负债端存款继续高增长，Q4 单季平均余额同比增速达 9.25%，较 Q3 提升 0.66pct。同时公司积极利用市场利率较低的友好负债环境，加大主动负债，应付债券（包括同业存单）Q4 单季平均余额增速达 14.82%，较 Q3 提升 20.35pct，对于负债成本下降具有较强贡献。

图表6：生息资产分项单季平均余额同比增速：贷款继续高增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

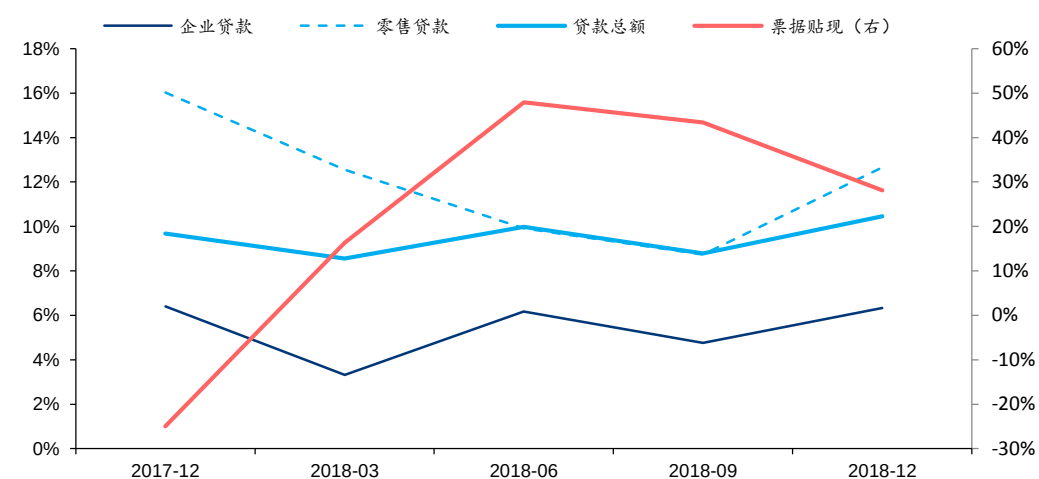
图表7：计息负债分项单季平均余额同比增速：存款和应付债券高增



资料来源：Wind，华泰证券研究所

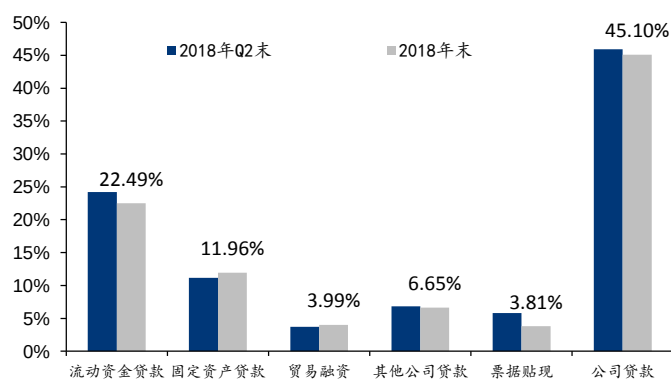
贷款端公司继续加大零售贷款投放，且持续优化贷款结构，实现收益与风险的平衡。2018 年末贷款余额同比增速达 10.32%，其中零售贷款增速达 12.66%。招商银行继续加大零售贷款投放，主要的资产投放渠道为按揭贷款和信用卡贷款，2018 年末按揭贷款和信用卡贷款占零售贷款比例分别达 46.2%和 28.6%。并且信用卡贷款占零售贷款比重持续提升，2018 年末较 Q2 末继续提升 1.26pct。公司作为零售龙头银行，加大按揭投放有利于资产质量平稳，而优质的信用卡资产又能提供高收益支撑，零售资产的合理配置对于实现收益与风险平衡具有强贡献。对公贷款方面，公司 Q3 以来持续压低票据融资增速，提升固定资产贷款和贸易融资比例。固定资产贷款较多为企业新增项目投资产生的融资需求，而贸易融资则依托于实际的贸易背景，一方面均给予实体经济实际的投融资支持，另一方面固定资产类贷款和贸易融资信用风险较低，也有利于资产质量稳健。

图表8： 各类贷款同比增速：零售贷款继续加大投放，票据融资增速主动放缓



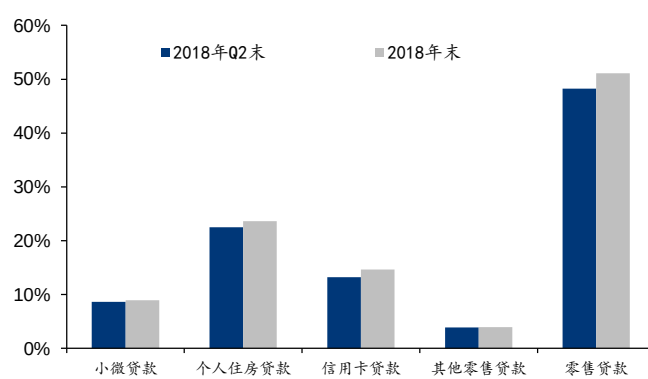
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 公司贷款比例变化：固定资产类与贸易融资类提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 零售贷款比例变化：按揭与信用卡贷款提升较大



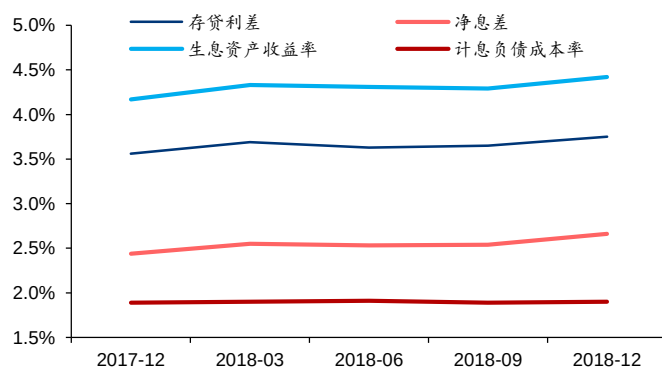
资料来源：Wind，华泰证券研究所

净息差受益于结构调整高位提升，后续调整空间仍可观

在公司资产负债结构调整的贡献下，净息差水平继续高位提升，2019 年或能继续通过资产负债的有效配置策略维持高位息差水平。2018 年净息差达 2.57%，较前三季提升 3bp，Q4 单季净息差 2.66%，较 Q3 单季提升 12bp。公司净息差高位再提升主要是由资产负债两端的结构调整驱动。

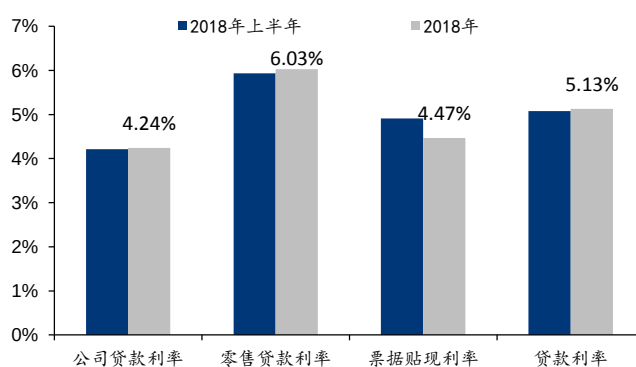
第一是资产端通过优化贷款结构，加大零售贷款投放，尤其是相对高收益的信用卡贷款投放，提升总体贷款收益。Q4 单季贷款平均利率达 5.23%，较 Q3 提升 10bp，主要来源于优化零售贷款结构、提升总体零售贷款利率的贡献。第二是负债端利用市场利率低位的友好环境，加大主动负债融资，该点在负债分项拆解中已分析。招商银行通过资产负债结构的调整，在新发放贷款利率整体下行的银行业经营环境中，保持了净息差水平的继续上扬。我们认为公司资产负债结构调整的空间仍然较大，2019 年有望继续维持这一趋势，并且该趋势在其他类似的零售转型银行中或也能得到体现。

图表11： 受益于存贷利差走阔，公司净息差水平继续上扬



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 2018 年零售贷款利率总体提升，驱动贷款利率提升



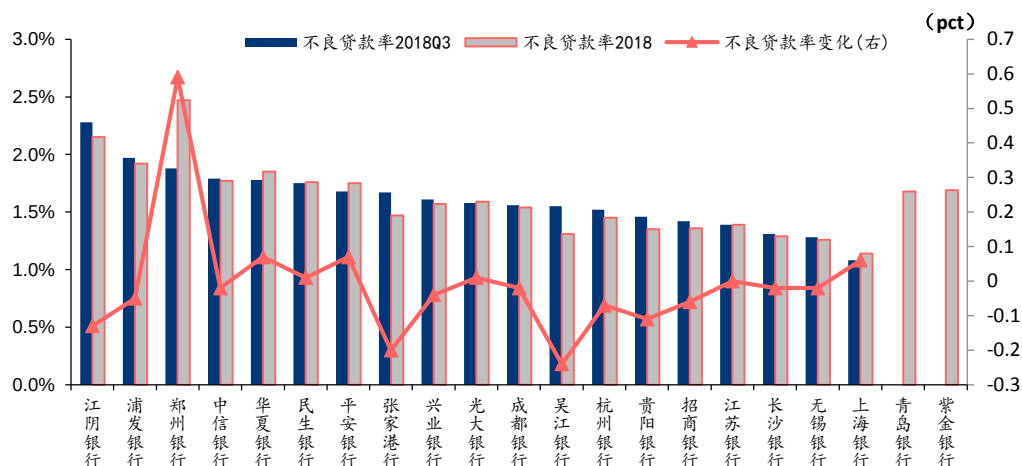
资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：图中为累计平均利率。

资产质量改善，优化贷款结构有助于继续稳健

公司资产质量继续平稳，不良贷款比率自 2016 年底以来连续 9 个季度下降。公司 2018 年末不良贷款比率 1.36%，较 Q3 末下降 6bp，保持股份行最低水平。2018 年末商业银行业务不良贷款比率 1.83%，较 Q3 末降低 4bp。根据公告业绩快报与年报的 21 家上市银行数据，仅有 5 家银行不良贷款比率 2018 年末较 Q3 末抬升。从上市银行与银行业来看，资产质量总体向好为行业主要趋势，而招商银行总体资产质量继续领跑同业。

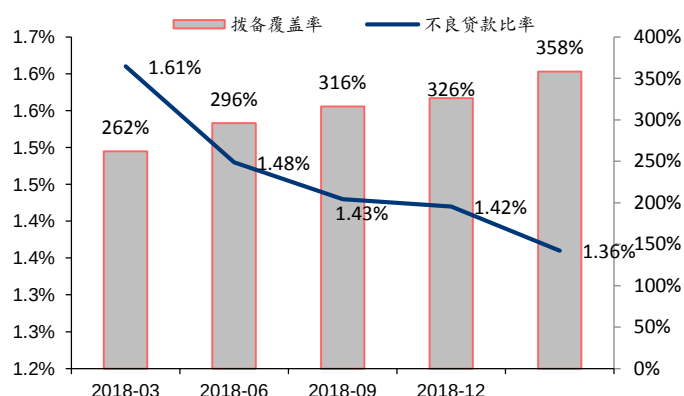
图表13： 根据业绩快报与年报，仅 5 家银行不良率抬升，上市银行资产质量处于向好趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

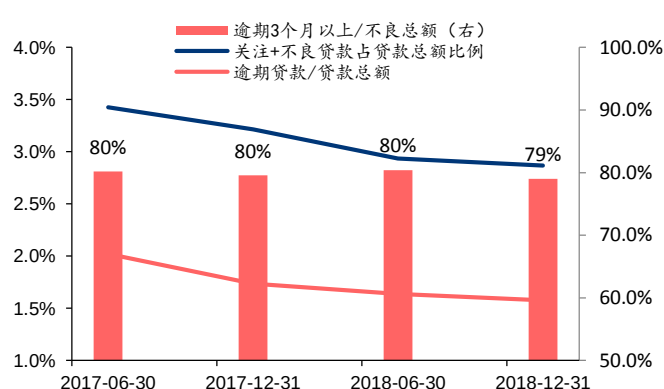
并且招商银行 2018 年以来持续加大拨备计提力度，信贷成本显著增加，拨备覆盖率提升至 2018 年末 358% 的高位水平，风险抵御能力充足，拨备反哺利润空间可观。隐性不良贷款指标继续下降，逾期贷款占比与不良贷款剪刀差比例（逾期 90 天以上贷款/不良贷款）双降，隐性不良贷款压力较小。经我们测算的不良贷款单季生成率亦有所放缓，反映公司不良贷款存量与增量情况都继续向好，虽然 2019 年风险因素或继续传导，但公司资产质量稳健趋势预计可继续维持。

图表14： 不良贷款比率连续下降，拨备覆盖率高位提升

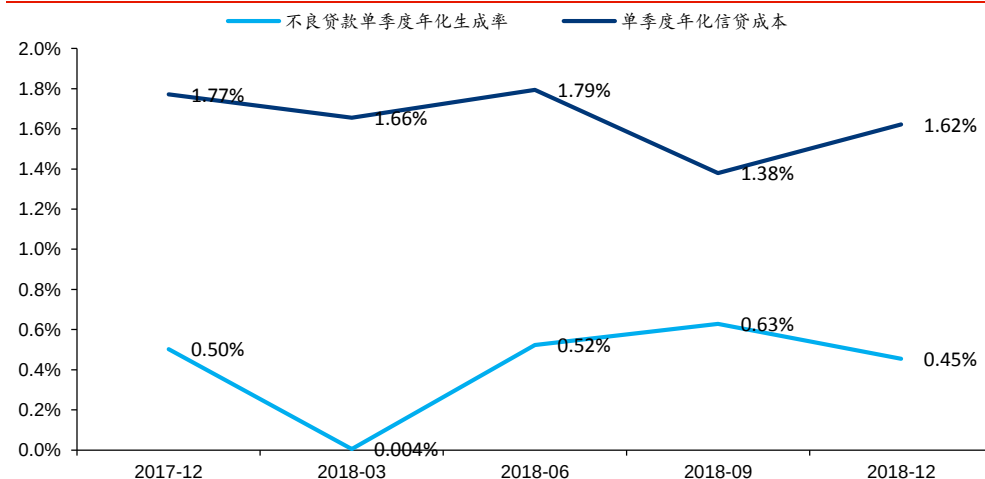


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 逾期贷款占比与不良贷款剪刀差指标双降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

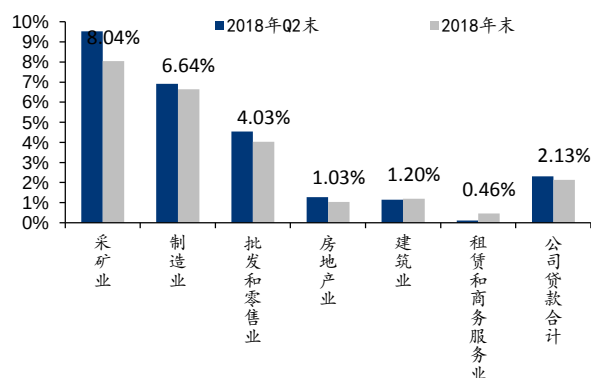
图表16：不良贷款生成率有所放缓，加大拨备计提力度增厚风险抵御能力

资料来源：Wind，华泰证券研究所

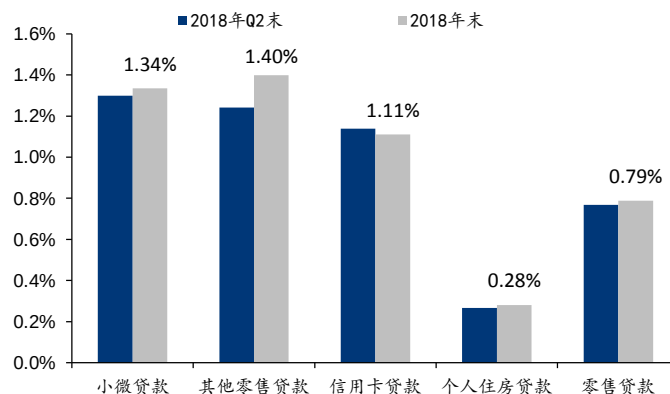
注：不良贷款单季度年化生成率为我们测算数据。

不良贷款分类型来看，对公不良贷款比率下降，零售贷款不良率虽微升，但不影响资产质量整体优质情况。对公贷款主要行业不良贷款比率 2018 年末较 Q2 末均有下降，尤其是不良贷款比率较高的采矿业、制造业、批发与零售业不良率均显著下降，仅有租赁和商务服务业、公共设施管理业不良率微升，或受个别产能过剩大户不良生成影响。而零售贷款资产质量继续保持优异，信用卡贷款不良率较 Q2 末继续下降 3bp，仅小微贷款不良率和其他类贷款（主要是消费类贷款）不良率微升，分别较 Q2 末微升 4bp、16bp，但较 2017 年末分别下降 0.44pct、0.03pct。公司后续仍需加强相应类型贷款的风险管控能力，但不改资产质量继续向好趋势，2019 年风险因素或进一步传导，但公司作为零售转型先行、具有优质零售客户与资产的龙头银行，受影响相对较小。

公司在贷款投放上继续优化结构，风险偏好稳健，资产组织与筛选能力优秀，资产质量预计继续维持平稳。2018 年公司继续优化贷款结构，在对公贷款行业上加大房地产与基建相关行业投放，在零售贷款投放上继续抓住优质资产，在总体贷款类型上加大信用类贷款的投放，值得注意的是信用类贷款客户往往是信用等级最高、资质最优的客户。上述贷款投放策略有助于公司资产质量的平稳过渡，反映了公司较为稳健的风险偏好与优质的资产组织筛选能力。

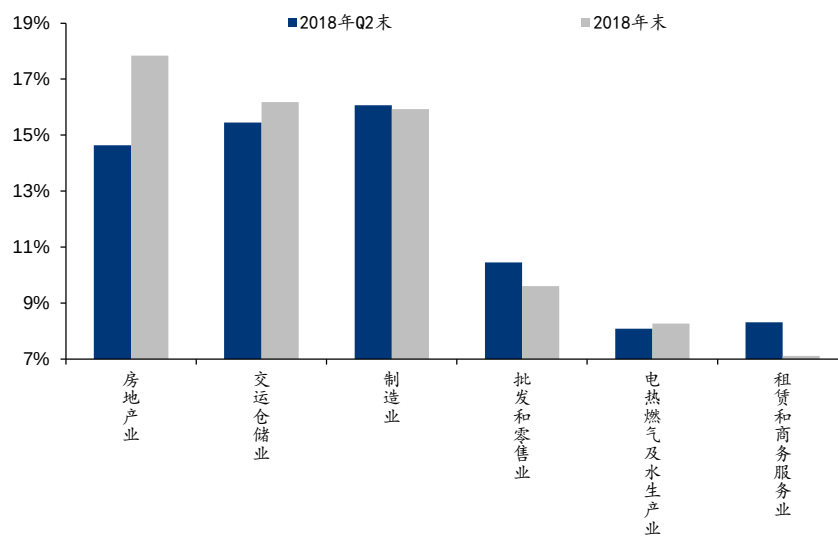
图表17：2018 年对公贷款主要行业不良贷款比率均有下降

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18：2018 年零售贷款仅小微贷款和其他类的不良贷款比率微升

资料来源：Wind，Wind，华泰证券研究所

图表19： 2018 年对公贷款主要行业余额占贷款总额比例：房地产、交运仓储等行业占比提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资逻辑：基本面从优秀走向卓越，零售龙头银行或迎多预期差

招商银行的核​​心投资逻辑在于作为零售优质龙头，基本面从优秀到卓越，市场化经营风格突出，盈利能力继续领跑同业。在零售为主的业务结构驱动下，公司净息差水平相对较高，尤其是在宽信用时期零售贷款利率更具有粘性、下行压力较小。贷款结构持续优化推动下，资产质量有望持续保持稳健，非息收入在 2019 年理财加速转型的推动下也有望回暖。

更为关键的是，公司锐意进取，率先面向零售 3.0 时代积极转型，以月活跃用户数 (MAU) 指标作为“北极星”，一方面继续加大金融科技投入，另一方面创造性地将金融科技实力量化，关注基础零售客群，为零售业务赋予持续、内生、强劲的增长动能。

2019 年宏观政策逆周期调节力度有望加强，银行业或迎来量升价稳的有利投资环境。2019 年初以来普惠金融降准考核口径调整与全面降准 1pct，监管支持银行多渠道补充资本并推动永续债发行，政策多维度提升银行信贷供给能力与信贷供给意愿，银行信贷扩张带动资产增速提升趋势较为显著。资产扩张将是银行业 2019 年盈利释放的核心驱动，资本充裕且具有资产组织禀赋优势的银行将更为受益本轮宽信用环境。价的维度，宽货币驱动负债成本下行对净息差具有较强支撑作用，另外本轮宽信用周期还伴随着行业零售转型与政策引导加大民企与小微融资支持，这两种资产收益均相对较高，对息差的支撑作用更强。质的维度，2019 年以来减税降费政策逐步落地，切实改善企业经营环境，提振经营效益，也有助于银行业资产质量的平稳过渡。银行业有望迎来量升价稳的有利经营环境，基本面持续改善，尤其是净息差与资产质量或形成一定预期差。

估值层面上，受益于流动性与信用环境宽松、政策加大支持力度驱动预期改善、资本市场制度改革激发市场活力、外资与理财等大资金加速入场的多维度支撑，银行板块具有较强的估值修复动能。从短期来看，年报催化和业绩支撑下，银行板块具有较强的轮动补涨机会。从中长期来看，政策驱动信用环境改善、制度变革激发市场活力、大资金持续入场，具有高权重、高股息、高流动性、基本面稳健特征的银行板块，有望更大受益于上述外部环境改善，推动银行板块估值持续修复回升。

在上述银行业基本面继续稳中向好，驱动估值修复回升的行业环境下，招商银行作为优质的零售龙头银行，有望表现更佳。公司 2018 年每股现金分红 0.94 元（含税），分红比例达归母净利润的 30.05%。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润增速为 15.68%/16.82%/18.09%（前次预测 2019-2020 年归母净利润增速为 16.97%/18.26%，利润增速调低主要原因为贷款和资产增速假设，根据规划向下微调），EPS 为 3.70/4.32/5.10 元，19 年 BPS21.92 元，目前股价对应 2019 年 1.48 倍 PB，8.75 倍 PE。股份行 2019 年 Wind 一致预测 0.70 倍 PB，国际龙头富国银行 2019 年彭博一致预测 1.23 倍 PB，公司作为稀缺性突出的零售龙头与富国银行更为可比。公司金融科技实力不断增强，零售战略升级夯实护城河，享优质零售银行估值溢价，我们给予公司 19 年 1.6 到 1.7 倍 PB，目标价上调为 35.07~37.26 元，维持“增持”评级。

图表20：可比 A 股上市股份行 PB 估值（2019/3/22）（Wind 一致预期）

代码	简称	2019 年 PB 估值（倍）
601998.SH	中信银行	0.70
601166.SH	兴业银行	0.76
601818.SH	光大银行	0.68
600015.SH	华夏银行	0.60
000001.SZ	平安银行	0.87
600000.SH	浦发银行	0.66
600016.SH	民生银行	0.61
	平均值	0.70

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21: 财务预测 (百万元)

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	6,297,638	6,745,729	7,311,394	7,997,583	8,827,558	净利息收入	144,852	160,384	179,630	200,288	224,322
贷款净额	3,414,612	3,749,949	4,145,563	4,518,663	4,928,407	手续费净收入	64,018	66,480	73,128	83,366	95,871
债券投资	1,578,356	1,649,617	1,756,594	1,914,688	2,106,157	营业费用	70,431	81,110	90,622	101,925	115,253
总负债	5,814,246	6,202,124	6,720,665	7,261,090	7,933,470	拨备前利润	150,606	167,334	186,948	210,255	237,738
存款余额	4,064,345	4,427,566	4,680,399	5,115,813	5,655,356	计提减值准备	59,926	60,837	63,749	66,329	67,780
同业负债	1,252,310	1,158,231	1,300,111	1,331,513	1,452,051	所得税	20,042	25,678	29,705	34,703	40,979
股东权益	483,392	543,605	590,729	672,010	768,490	净利润	70,150	80,560	93,194	108,874	128,565
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资本管理	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
平均 ROA	0.32%	0.39%	0.42%	0.45%	0.48%	核心资本	425,689	425,690	552,842	633,758	729,836
平均 ROE	15.90%	15.79%	16.54%	17.35%	17.96%	资本净额	546,534	546,535	680,934	770,674	877,426
生息资产收益率	4.08%	4.30%	4.30%	4.40%	4.50%	风险加权资产	3,530,745	3,530,746	3,826,818	4,185,972	4,620,385
计息负债成本率	1.77%	1.90%	1.78%	1.82%	1.88%	风险加权资产比重	56%	52%	52%	52%	52%
净息差 (NIM)	2.44%	2.55%	2.65%	2.73%	2.79%	核心一级资本充足率	12.1%	12.1%	14.4%	15.1%	15.8%
成本收入比	32%	33%	33%	33%	33%	一级资本充足率	13.0%	13.0%	15.3%	16.0%	16.5%
						资本充足率	15.5%	15.5%	17.8%	18.4%	19.0%
成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
贷款	8.3%	9.8%	10.5%	9.0%	9.1%	贷款减值准备	150,432	191,895	230,080	266,768	301,093
存款	6.9%	8.9%	5.7%	9.3%	10.5%	不良贷款额	54,975	50,999	55,965	58,743	64,069
净利息收入	7.6%	10.7%	12.0%	11.5%	12.0%	不良贷款率	1.61%	1.36%	1.35%	1.30%	1.30%
中间业务收入	5.2%	3.8%	10.0%	14.0%	15.0%	拨备覆盖率	262%	358%	389%	429%	443%
营业费用	8.1%	15.2%	11.7%	12.5%	13.1%	拨贷比	4.41%	5.12%	5.55%	5.90%	6.11%
净利润	13.0%	14.8%	15.7%	16.8%	18.1%	信用成本	1.90%	1.78%	1.70%	1.60%	1.50%
营业收入结构	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	估值分析	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息占比	65.6%	64.5%	64.7%	64.1%	63.5%	PB	1.83	1.61	1.48	1.29	1.12
手续费收入占比	29.0%	26.7%	26.3%	26.7%	27.1%	PE	11.63	10.13	8.75	7.49	6.35
业务费用占比	31.9%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%	EPS	2.78	3.19	3.70	4.32	5.10
计提拨备占比	27.1%	24.5%	23.0%	21.2%	19.2%	BVPS	17.69	20.07	21.92	25.13	28.94
						每股股利	0.84	1.84	1.11	1.29	1.51
						股息收益率	2.6%	5.7%	3.4%	4.0%	4.7%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表22: 财务数据

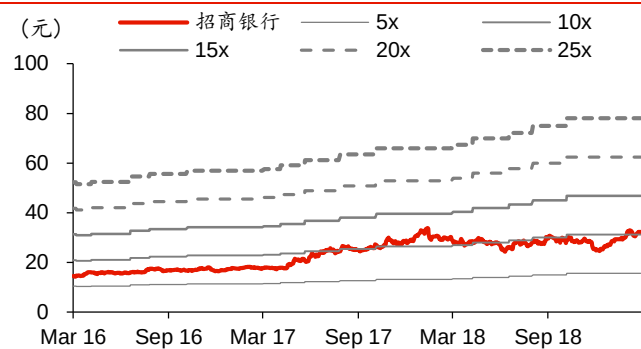
利润表 (百万元)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q18 QoQ	4Q18 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
营业收入	53,037	55,194	61,296	64,850	62,075	60,334	-2.80%	9.31%	220,897	248,555	12.52%
利息净收入	36,489	37,467	37,939	39,073	40,960	42,412	3.54%	13.20%	144,852	160,384	10.72%
非利息收入	16,548	17,727	23,357	25,777	21,115	17,922	-15.12%	1.10%	76,045	88,171	15.95%
净手续费收入	14,584	14,684	18,921	18,548	15,512	13,499	-12.98%	-8.07%	64,018	66,480	3.85%
其他收入	1,964	3,043	4,436	7,229	5,603	4,423	-21.06%	45.35%	12,027	21,691	80.35%
营业支出	28,694	38,573	32,024	35,134	32,544	42,245	29.81%	9.52%	130,357	141,947	8.89%
业务管理费用	16,975	20,548	16,399	17,460	18,149	25,104	38.32%	22.17%	66,772	77,112	15.49%
资产减值损失	11,190	16,088	14,759	16,670	13,381	16,027	19.77%	-0.38%	59,926	60,837	1.52%
拨备前营业利润	35,533	32,709	44,031	46,386	42,912	34,116	-20.50%	4.30%	150,466	167,445	11.28%
税前利润	24,635	16,103	29,286	29,659	29,634	17,918	-39.54%	11.27%	90,680	106,497	17.44%
所得税	4,937	4,629	6,578	7,498	6,939	4,663	-32.80%	0.73%	20,042	25,678	28.12%
净利润	19,698	11,474	22,708	22,161	22,695	13,255	-41.60%	15.52%	70,638	80,819	14.41%
归属于母公司股东净利润	19,546	11,345	22,674	22,082	22,624	13,180	-41.74%	16.17%	70,150	80,560	14.84%
资产负债表 (百万元)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q18 QoQ	4Q18 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
总资产	6,169,239	6,297,638	6,252,238	6,537,340	6,508,681	6,745,729	3.64%	7.12%	6,297,638	6,745,729	7.12%
生息资产	5,973,604	6,093,483	6,029,614	6,311,492	6,265,265	6,505,905	3.84%	6.77%	6,093,483	6,505,905	6.77%
现金及存放央行	569,921	616,419	513,415	554,311	534,237	493,382	-7.65%	-19.96%	616,419	493,382	-19.96%
同业资产	397,185	484,096	418,591	603,390	508,109	612,957	20.63%	26.62%	484,096	612,957	26.62%
贷款	3,491,964	3,414,612	3,553,672	3,702,913	3,770,356	3,749,949	-0.54%	9.82%	3,414,612	3,749,949	9.82%
证券投资	1,514,534	1,578,356	1,543,936	1,450,878	1,452,563	1,649,617	13.57%	4.51%	1,578,356	1,649,617	4.51%
总负债	5,728,599	5,814,246	5,752,755	6,033,289	5,979,792	6,202,124	3.72%	6.67%	5,814,246	6,202,124	6.67%
计息负债	5,540,689	5,613,132	5,525,544	5,768,998	5,742,574	6,010,723	4.67%	7.08%	5,613,132	6,010,723	7.08%
向央行借款	330,822	414,838	367,471	357,316	378,996	405,314	6.94%	-2.30%	414,838	405,314	-2.30%
同业负债	850,868	837,472	811,717	810,673	704,938	752,917	6.81%	-10.10%	837,472	752,917	-10.10%
存款	3,974,219	4,064,345	4,066,894	4,257,803	4,300,067	4,427,566	2.97%	8.94%	4,064,345	4,427,566	8.94%
应付债券	384,780	296,477	279,462	343,206	358,573	424,926	18.50%	43.33%	296,477	424,926	43.33%
归属于母公司所有者权益	438,035	480,210	496,146	500,715	525,636	540,118	2.76%	12.48%	480,210	540,118	12.48%
每股数据 (元)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q18 QoQ	4Q18 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.00%	0.00%	25,220	25,220	0.00%
EPS(TTM)	2.73	2.78	2.89	3.00	3.12	3.19	2.33%	14.84%	2.78	3.19	14.84%
BVPS	17.37	17.69	18.32	18.50	19.49	20.07	2.95%	13.43%	17.69	20.07	13.43%
PPOP/sh	5.85	5.97	6.02	6.29	6.58	6.64	0.85%	11.28%	5.97	6.64	11.28%
财务比率 (%)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q18 QoQ	4Q18 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
年化平均 ROA	1.27%	0.74%	1.45%	1.39%	1.39%	0.80%	-0.59%	0.06%	1.15%	1.24%	0.09pct
年化平均 ROE	18.24%	9.88%	18.58%	17.72%	17.63%	9.89%	-7.74%	0.01%	16.54%	16.57%	0.03pct
净息差	2.44%	2.48%	2.50%	2.53%	2.61%	2.66%	0.05%	0.17%	2.44%	2.55%	0.11pct
成本收入比	32.01%	37.23%	26.75%	26.92%	29.24%	41.61%	12.37%	4.38%	30.23%	31.02%	0.8pct
有效税率	20.04%	28.75%	22.46%	25.28%	23.42%	26.02%	2.61%	-2.72%	22.10%	24.11%	2.01pct
非利息收入/营业收入	31.20%	32.12%	38.11%	39.75%	34.02%	29.70%	-4.31%	-2.41%	34.43%	35.47%	1.05pct
净手续费收入/营业收入	27.50%	26.60%	30.87%	28.60%	24.99%	22.37%	-2.62%	-4.23%	28.98%	26.75%	-2.23pct
存贷比	91.43%	87.72%	91.38%	91.08%	91.94%	84.82%	-7.13%	-2.90%	87.72%	84.82%	-2.9pct
不良贷款率	1.66%	1.61%	1.48%	1.43%	1.42%	1.36%	-0.06%	-0.25%	1.61%	1.36%	-0.25pct
拨备覆盖率	235.15%	262.11%	295.93%	316.08%	325.98%	358.75%	32.77%	96.64%	262.11%	358.75%	111.41pct
拨贷比	3.90%	4.22%	4.38%	4.51%	4.63%	4.88%	0.25%	0.66%	4.22%	4.88%	0.86pct
核心一级资本充足率	12.72%	12.06%	11.98%	11.61%	11.97%	11.78%	-0.19%	-0.28%	12.06%	11.78%	-0.28pct
一级资本充足率	12.72%	13.02%	12.91%	12.51%	12.84%	12.62%	-0.22%	-0.40%	13.02%	12.62%	-0.4pct
资本充足率	15.01%	15.48%	15.51%	15.08%	15.46%	15.68%	0.22%	0.20%	15.48%	15.68%	0.2pct

注: 表中 EPS 为动态累计数据, 净息差为估算数据。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

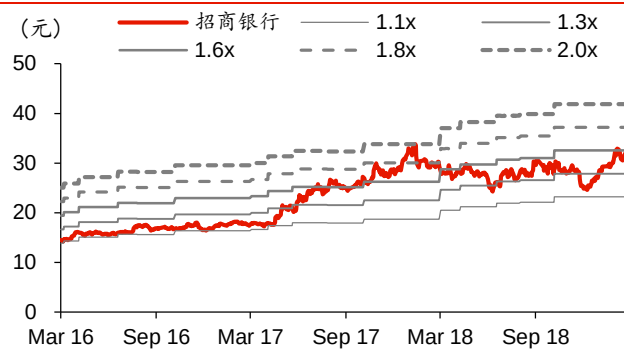
PE/PB - Bands

图表23: 招商银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表24: 招商银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com