

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 35.33  
合理价格区间(元): 37.14~39.33

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

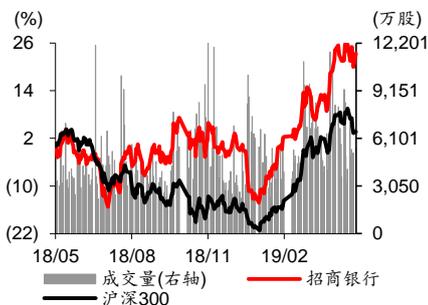
**郭其伟** 执业证书编号: S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

**孟蒙** 0755-82573832  
联系人 mengmeng@htsc.com

相关研究

- 1 《招商银行(600036,增持): 从优秀到卓越, MAU 赋予长期动能》2019.03
- 2 《招商银行(600036,增持): 利润增速再上扬, 资产加速扩张》2019.01
- 3 《招商银行(600036,增持): 息差稳利润升, 龙头优势持续》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 夯基础加拨备, 净息差环比提升

## 招商银行(600036)

### 利润增速超 10%, 维持“增持”评级

公司于 4 月 29 日发布 2019 年一季度报。1Q19 归母净利润增速为 11.32%，业绩略低于我们预期。公司在盈利稳健的基础上，主动夯实资产质量，适当调降利润增速，将更有利于长期稳定发展。我们预测 2019-2021 年归母净利润增速 13.3%/ 14.4%/ 16.9%，EPS 至 3.62/ 4.14/ 4.84 元，目标价 37.14~39.33 元，维持“增持”评级。

### 拨备计提力度加大, 支撑长期利润释放

拨备计提力度加大, 短期利润增速下滑。归母净利润增速从上年 15% 降到 Q1 的 11%，主要因为公司 Q1 加大拨备计提力度。公司资产质量状况处于上市全国性银行中较好水平, 不良贷款率仅 1.35%，拨备覆盖率高达 363%；所以在信用风险较低窗口期增加拨备, 将夯实公司整体资产质量。公司目前基本面并没有明显压力, 信贷成本计提处于可控水平, 不致对业绩造成较大影响。Q1 营业收入同比增速 12.14%，较上年基本持平；拨备前利润同比增速 13.24%，较上年微升。利润增速仍处于股份行第一梯队。处置存量风险包袱将更有利于抵御经济下行期风险, 实现长期稳定的利润释放。

### 资产负债结构调整加快, 净息差逆势上升

资产负债结构快速调整, 息差超预期提升。不同于其他存贷业务占比突出大中型银行, 公司 Q1 净息差环比逆势提升 6bp, 得益于资产负债结构快速调整。资产端公司牢牢把握住护城河优势, 继续发力更高收益零售贷款。Q1 末零售贷款增速高达 16.72%，超出贷款增速 5.70pct。负债端公司两手抓。一是顺应同业负债利率下行趋势, 大幅提升应付债券增速, Q1 末同比增长 63.4%。二是借力 M1 同比增速企稳回升机遇, 加大对公活期存款吸收力度。对公活期存款同比增速高达 17.24%。公司同业负债占总负债的比重偏低, 还有较大的负债结构置换空间, 后续息差预计会保持稳定。

### 中收增速放缓, 今年有望回升

Q1 中间业务收入增速阶段性放缓至 1.25%，主要是因为其中的代理基金收入受权责发生制改造的影响。我们预计今年中间业务收入增速会企稳回升。因为从开年以来代理保险收入增长迅速, 这将弥补中间业务收入的缺口。Q1 代理保险收入同比增长 34.55%，主要是趸缴型保险产品销售增加。另外资本市场活跃度的提升将推动基金销售量的增加。而且今年理财转型速度将加快, 资管规模预计能维持稳定, 这样将降低受托理财收入的拖累。

### 利润释放节奏放慢, 调整目标价到 37.14~39.33 元

公司主动加大风险资产确认, 短期或延缓利润释放节奏。预计公司 19-21 年归母净利润增速 13.3%/ 14.4%/ 16.9% (原预测 15.68/16.82%/18.09%，调低预测主要由于公司加大拨备计提力度), EPS 为 3.62/ 4.14/ 4.84 元, 2019 年 BVPS21.85 元, 对应 PB1.62 倍。股份行 19 年 Wind 一致预期 0.73 倍 PB, 公司紧握优质零售资产, 息差与资产质量表现更坚挺, 享零售龙头溢价, 我们给予 2019 年目标 PB1.7-1.8 倍, 目标价微调至 37.14~39.33 元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

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)	24.57-36.00
总市值 (百万元)	891,017
总资产 (百万元)	6,794,347
每股净资产 (元)	22.44

资料来源: 公司公告

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	280,108	315,932	357,206
+/-%	5.68	12.52	12.69	12.79	13.06
归属母公司净利润 (百万元)	70,150	80,560	91,300	104,432	122,070
+/-%	13.00	14.84	13.33	14.38	16.89
EPS (元, 最新摊薄)	2.78	3.19	3.62	4.14	4.84
PE (倍)	12.70	11.06	9.76	8.53	7.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比A股上市银行PB估值(2019/4/29)(Wind一致预期)

代码	简称	2019年PB估值(倍)
601998.SH	中信银行	0.71
601166.SH	兴业银行	0.81
601818.SH	光大银行	0.69
600015.SH	华夏银行	0.59
000001.SZ	平安银行	0.97
600000.SH	浦发银行	0.69
600016.SH	民生银行	0.62
	平均值	0.73

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 财务预测(百万元)

资产负债表概要	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	182,036	203,880	228,346
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	91,407	103,097	116,566
总负债	5,814,246	6,202,124	6,722,560	7,331,340	8,070,005	拨备前利润	150,606	167,334	188,569	212,676	240,448
存款余额	4,064,345	4,427,566	4,681,763	5,167,095	5,756,392	计提减值准备	59,926	60,837	67,874	74,620	79,077
同业负债	1,252,310	1,158,231	1,300,490	1,344,860	1,477,992	所得税	20,042	25,678	29,101	33,287	38,909
股东权益	483,392	543,605	588,834	666,243	757,553	净利润	70,150	80,560	91,300	104,432	122,070
<b>盈利能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资本管理</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
ROAA	0.32%	0.39%	0.41%	0.43%	0.46%	核心资本	425,689	425,690	550,948	627,990	718,899
ROAE	15.90%	15.79%	16.23%	16.75%	17.25%	资本净额	546,534	546,535	679,040	764,907	866,489
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%	1.74%	1.76%	1.80%	风险加权资产比重	56%	52%	52%	52%	52%
成本收入比	32%	33%	33%	33%	33%	核心一级资本充足率	12.1%	12.1%	14.4%	15.0%	15.6%
						一级资本充足率	13.0%	13.0%	15.3%	15.8%	16.3%
						资本充足率	15.5%	15.5%	17.7%	18.3%	18.8%
<b>成长能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产质量</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
贷款	8.3%	9.8%	10.5%	9.0%	9.1%	贷款减值准备	150,432	191,895	233,792	277,571	320,983
存款	6.9%	8.9%	5.7%	10.4%	11.4%	不良贷款额	54,975	50,999	55,136	58,743	64,069
净利息收入	7.6%	10.7%	13.5%	12.0%	12.0%	不良贷款率	1.61%	1.36%	1.33%	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%	401%	445%	470%
营业费用	8.1%	15.2%	12.7%	12.8%	13.1%	拨贷比	4.41%	5.12%	5.64%	6.14%	6.51%
净利润	13.0%	14.8%	13.3%	14.4%	16.9%	信用成本	1.90%	1.78%	1.81%	1.80%	1.75%
<b>营业收入结构</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>估值分析</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
利息占比	65.6%	64.5%	65.0%	64.5%	63.9%	PB	2.00	1.76	1.62	1.42	1.24
手续费收入占比	29.0%	26.7%	26.1%	26.4%	26.8%	PE	12.70	11.06	9.76	8.53	7.30
业务费用占比	31.9%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%	EPS	2.78	3.19	3.62	4.14	4.84
计提拨备占比	27.1%	24.5%	24.2%	23.6%	22.1%	BVPS	17.69	20.07	21.85	24.90	28.51
						每股股利	0.84	1.84	1.09	1.24	1.44
						股息收益率	2.4%	5.2%	3.1%	3.5%	4.1%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 财务数据

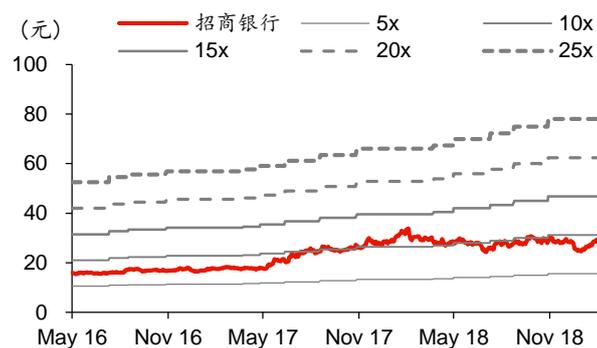
利润表 (百万元)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	1Q19 QoQ	1Q19 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
营业收入	55,194	61,296	64,850	62,075	60,334	68,739	13.93%	12.14%	220,897	248,555	12.52%
利息净收入	37,467	37,939	39,073	40,960	42,412	43,369	2.26%	14.31%	144,852	160,384	10.72%
非利息收入	17,727	23,357	25,777	21,115	17,922	25,370	41.56%	8.62%	76,045	88,171	15.95%
净手续费收入	14,684	18,921	18,548	15,512	13,499	19,158	41.92%	1.25%	64,018	66,480	3.85%
其他收入	3,043	4,436	7,229	5,603	4,423	6,212	40.45%	40.04%	12,027	21,691	80.35%
营业支出	38,573	32,024	35,134	32,544	42,245	35,687	-15.52%	11.44%	130,357	141,947	8.89%
业务管理费用	20,548	16,399	17,460	18,149	25,104	17,805	-29.08%	8.57%	66,772	77,112	15.49%
资产减值损失	16,088	14,759	16,670	13,381	16,027	16,812	4.90%	13.91%	59,926	60,837	1.52%
拨备前营业利润 (PPOP)	32,709	44,031	46,386	42,912	34,116	49,864	46.16%	13.25%	150,466	167,445	11.28%
税前利润	16,103	29,286	29,659	29,634	17,918	33,067	84.55%	12.91%	90,680	106,497	17.44%
所得税	4,629	6,578	7,498	6,939	4,663	7,570	62.34%	15.08%	20,042	25,678	28.12%
净利润	11,474	22,708	22,161	22,695	13,255	25,497	92.36%	12.28%	70,638	80,819	14.41%
归属于母公司股东净利润	11,345	22,674	22,082	22,624	13,180	25,240	91.50%	11.32%	70,150	80,560	14.84%
资产负债表 (百万元)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	1Q19 QoQ	1Q19 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
总资产	6,297,638	6,252,238	6,537,340	6,508,681	6,745,729	6,794,347	0.72%	8.67%	6,297,638	6,745,729	7.12%
生息资产	6,093,483	6,029,614	6,311,492	6,265,265	6,527,687	6,553,123	0.39%	8.68%	6,093,483	6,527,687	7.13%
现金及存放央行	616,419	513,415	554,311	534,237	493,382	490,474	-0.59%	-4.47%	616,419	493,382	-19.96%
同业资产	484,096	418,591	603,390	508,109	612,957	463,941	-24.31%	10.83%	484,096	612,957	26.62%
贷款	3,414,612	3,553,672	3,702,913	3,770,356	3,749,949	3,932,956	4.88%	10.67%	3,414,612	3,749,949	9.82%
证券投资	1,578,356	1,543,936	1,450,878	1,452,563	1,671,399	1,665,752	-0.34%	7.89%	1,578,356	1,671,399	5.89%
总负债	5,814,246	5,752,755	6,033,289	5,979,792	6,202,124	6,221,311	0.31%	8.14%	5,814,246	6,202,124	6.67%
计息负债	5,613,132	5,525,544	5,768,998	5,742,574	6,010,723	5,996,416	-0.24%	8.52%	5,613,132	6,010,723	7.08%
向央行借款	414,838	367,471	357,316	378,996	405,314	303,352	-25.16%	-17.45%	414,838	405,314	-2.30%
同业负债	837,472	811,717	810,673	704,938	752,917	781,661	3.82%	-3.70%	837,472	752,917	-10.10%
存款	4,064,345	4,066,894	4,257,803	4,300,067	4,427,566	4,454,862	0.62%	9.54%	4,064,345	4,427,566	8.94%
应付债券	296,477	279,462	343,206	358,573	424,926	456,541	7.44%	63.36%	296,477	424,926	43.33%
归属于母公司所有者权益	480,210	496,146	500,715	525,636	540,118	566,046	4.80%	14.09%	480,210	540,118	12.48%
每股数据 (元)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	1Q19 QoQ	1Q19 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	2.78	2.89	3.00	3.12	3.19	3.30	3.19%	14.11%	2.78	3.19	14.84%
BVPS	17.69	18.32	18.50	19.49	20.07	21.09	5.12%	15.13%	17.69	20.07	13.43%
PPOP/sh	5.97	6.02	6.29	6.58	6.64	6.87	3.48%	14.11%	5.97	6.64	11.28%
财务比率 (%)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	1Q19 QoQ	1Q19 YoY	12M17	12M18	12M18 YoY
成本收入比	37.23%	26.75%	26.92%	29.24%	41.61%	25.90%	-15.71%	-0.85%	30.23%	31.02%	0.8pct
有效税率	28.75%	22.46%	25.28%	23.42%	26.02%	22.89%	-3.13%	0.43%	22.10%	24.11%	2.01pct
非利息收入/营业收入	32.12%	38.11%	39.75%	34.02%	29.70%	36.91%	7.20%	-1.20%	34.43%	35.47%	1.05pct
净手续费收入/营业收入	26.60%	30.87%	28.60%	24.99%	22.37%	27.87%	5.50%	-3.00%	28.98%	26.75%	-2.23pct
存贷比	87.72%	91.38%	91.08%	91.94%	89.37%	0.00%	-89.37%	-91.38%	87.72%	89.37%	-2.9pct
不良贷款率	1.61%	1.48%	1.43%	1.42%	1.36%	1.35%	-0.01%	-0.13%	1.61%	1.36%	-0.25pct
拨备覆盖率	262.11%	295.93%	316.08%	325.98%	358.18%	363.17%	4.99%	67.24%	262.11%	358.18%	111.41pct
拨贷比	4.22%	4.38%	4.51%	4.63%	4.88%	4.90%	0.02%	0.52%	4.22%	4.88%	0.86pct
核心一级资本充足率	12.06%	11.98%	11.61%	11.97%	11.78%	11.92%	0.14%	-0.06%	12.06%	11.78%	-0.28pct
一级资本充足率	13.02%	12.91%	12.51%	12.84%	12.62%	12.72%	0.10%	-0.19%	13.02%	12.62%	-0.4pct
资本充足率	15.48%	15.51%	15.08%	15.46%	15.68%	15.86%	0.18%	0.35%	15.48%	15.68%	0.2pct

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

注: 表中 EPS 为动态累计数据。

## PE/PB Bands

图表4: 招商银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 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、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