



中航证券金融研究所

分析师: 符旸

证券执业证书号: S0640514070001

研究助理: 宋进朝

证券执业证书号: S0640117060016

邮箱: songjz@avicsec.com

电话: 010-59562541

招商银行 (600036): 业绩稳健, 息差走阔

行业分类: 银行业

2019年5月6日

公司投资评级	持有 (调低评级)
市场数据 (2019.4.30)	

收盘价 (元)	34.45
近 12 个月最高/最低价 (元)	36.48/23.92
总市值 (亿元)	8,688
近 3 个月日均成交额 (亿元)	15.02
市盈率 (倍)	10.45
市净率 (倍)	1.63

基础数据 (2019.03.31)	
总资产 (亿元)	67,943.47
所有者权益 (亿元)	5,730.36
总股本 (亿股)	252.20
流通 A 股股本 (亿股)	206.29
每股收益 (元)	1.00
每股净资产 (元)	21.09

近一年公司股价与沪深 300 走势对比



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

> 事件

4月29日, 招商银行公布2019年一季度业绩, 一季度实现营业收入687.39亿元, 同比增长12.14%; 归母净利润252.40亿元, 同比增长11.32%; 不良贷款率1.35%, 较去年末下降1bps; 拨备覆盖率363.17%, 较去年末上升4.99个百分点; 年化ROE19.34%, 较上年同期减少0.52个百分点。

> 投资要点

- 营收增速保持平稳, 归母净利增速放缓。** 一季度营收同比增速为12.14%, 较2018年小幅下降0.38个百分点, 表现较为平稳。其中, 利息净收入同比增速较去年提升3.59个百分点至14.31%, 主要受生息资产规模增长和息差持续走阔的带动; 非息收入同比增速较2018年下降7.33个百分点至8.62%, 主要受手续费及佣金净收入增速放缓的拖累, 其中在权责发生制改造影响下, 代理基金收入同比下降55.72%至11.11亿元。一季度归母净利增速较2018年放缓3.52个百分点至11.32%, 拨备前净利润增速却较去年同期提升2.12个百分点, 表明归母净利增速的下滑与加大拨备计提力度相关, 与我们此前预期的变化方向相符。
- 资产负债结构优化, 带动净息差大幅走阔。** 2019年一季度末, 招行资产、负债规模较年初分别增长0.72%和0.31%。其中, 发放贷款及垫款同比增长4.88%, 明显高于资产规模增速, 占资产总额的比重提升至57.89%; 存款环比小幅增长0.60%, 略快于负债规模增速。通过对高收益资产的投放和高成本负债的替换, 招行资产负债结构持续优化, 加之普惠金融达标增值税减免的政策优惠, 一季度净息差同比和环比分别上升17bps/6bps。进入4月份, 偏宽松的货币政策取向有所减弱, 未来置换低成本负债的空间可能会受到压缩, 尽管3月存量社融规模增速较2月份明显反弹, 但企业有效融资需求回升的持续性仍有待观察, 高收益率资产或面临一定的增长压力, 二季度净息差可能会有所收窄。
- 资产质量持续改善, 风险抵补能力增强。** 招行一季度末不良贷款率为1.35%, 较去年同期和去年末分别下降13bps和1bps, 资产质量持续改善。从2018年末招行资产质量相关数据来看, 关注类贷款率、逾期贷款率、逾期90天以上贷款与不良贷款比例均处于较低水平, 潜在不良生成压力较小且不良认定严格, 短期内信用风险总体可控。招行一季度末拨备覆盖率为363.17%, 较去年末上升4.99个百分点, 风险抵补能力持续提升。
- 零售金融业务贡献提升, 金融科技银行渐行渐近。** 2019年一季度, 招行零售金融业务实现营收345.06亿元, 同比增长17.72%, 占公司营业收入的比重达到53.98%, 两者较2018年分别提升1.68和1.29个百分点, 零售业务价值贡献持续提升。2018年, 招行以“移动优先”策略和“MAU指标”为牵引, 开始向数字化、智能化、开放性的银行3.0时代迈进。其中, “招商银行”和“掌上生活”两大APP月活跃用户数(MAU)超过了8100万, 同比大幅增长47.24%, 应用场景涵盖了出行、购物、医疗、休闲娱乐等多个领域, 已成为客户经营的主要平台, 以“打造客户最佳体验”为目标的金融科技银行正渐行渐近。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539



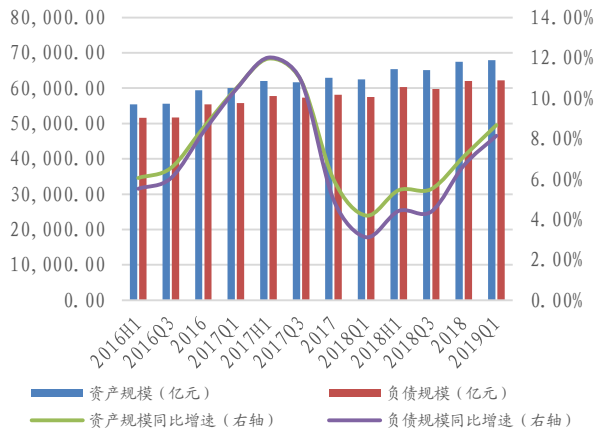
- **投资评级:** 招商银行业绩稳健, 盈利能力处于上市银行领先水平, 零售金融业务优势突出, 不断加大对金融科技领域的投入, 重视人才和创新, 资产质量稳中有升, 风险抵补能力持续增强, 属于银行股中值得长期持有的优质标的。预计 19/20/21 年归母净利润增速分别为 11.26%/10.41%/9.34%, EPS 分别为 3.55/3.92/4.29 元/股, 6 个月目标价 36.08 元/股。考虑到短期内宏观经济形势以及外部监管等系统性因素对其股价带来的扰动, 下调评级至“持有”。

➤ **风险提示**

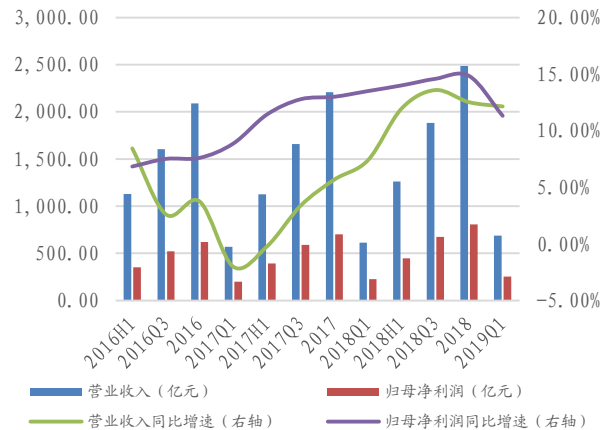
宏观经济增速大幅下滑导致资产质量恶化, 监管趋紧引发业绩增速放缓

财务指标和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	220,897	248,555	270,667	295,194	320,711
增长率	5.33%	12.52%	8.90%	9.06%	8.64%
归母净利润 (百万元)	70,150	80,560	89,634	98,968	108,211
增长率	13.00%	14.84%	11.26%	10.41%	9.34%
EPS (元/股)	2.78	3.19	3.55	3.92	4.29
PE	12.39	10.78	9.69	8.78	8.03
PB	1.95	1.72	1.53	1.36	1.22

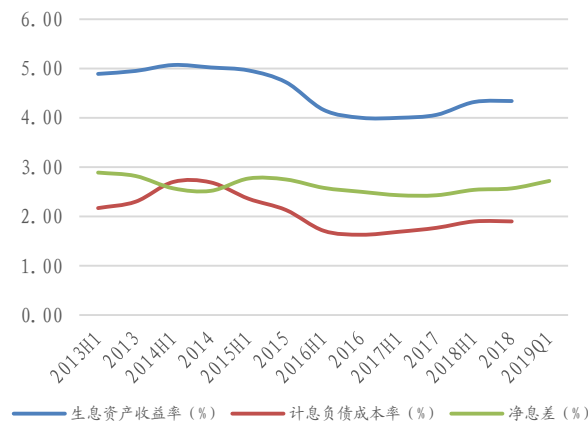
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 1: 资产负债规模及同比增速


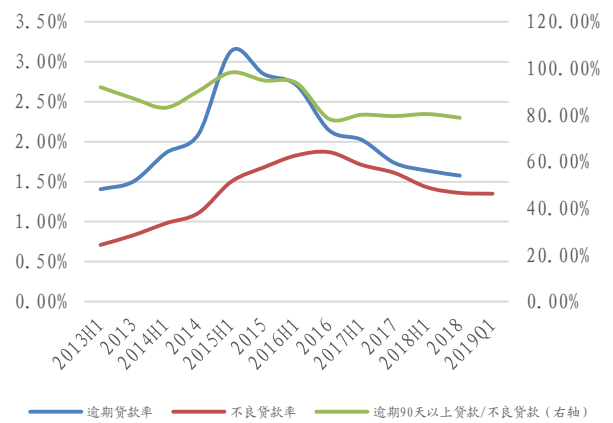
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 营业收入及归母净利润规模和同比增速


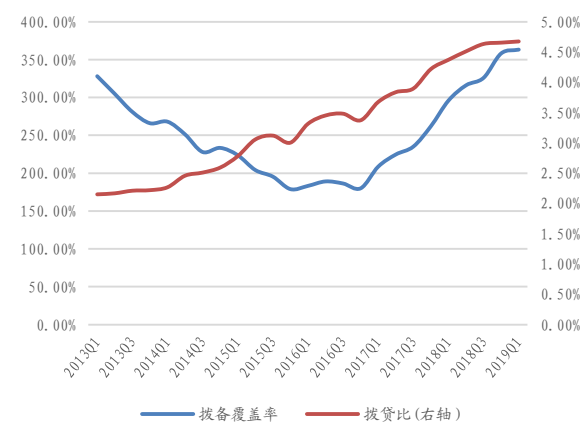
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 净息差变化情况


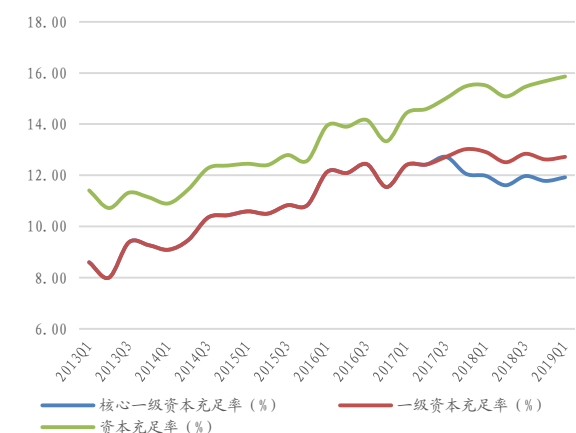
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 4: 资产质量状况


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 拨备计提情况


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6: 资本充足状况


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所



公司财务数据预测

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
PB	12.39	10.78	9.69	8.78	8.03
PB	1.95	1.72	1.53	1.36	1.22
EPS	2.78	3.19	3.55	3.92	4.29
BVPS	17.69	20.07	22.55	25.30	28.30

业绩与规模增长	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
存款余额增速	6.90%	8.94%	9.04%	9.24%	9.24%
贷款余额增速	8.34%	9.82%	12.80%	9.70%	9.74%
净利息收入增速	7.62%	10.72%	11.25%	10.78%	9.24%
手续费及佣金净收入增速	5.18%	3.85%	2.31%	4.13%	6.37%
营业收入增速	5.33%	12.52%	8.90%	9.06%	8.64%
拨备前利润增速	4.56%	11.23%	12.10%	10.63%	10.18%
归母净利润同比增速	13.00%	14.84%	11.26%	10.41%	9.34%

盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
ROAA	1.16%	1.24%	1.26%	1.25%	1.24%
ROAE	15.90%	15.79%	15.68%	15.53%	15.24%
生息资产收益率	4.06%	4.34%	4.43%	4.56%	4.70%
计息负债成本率	1.77%	1.90%	1.94%	2.04%	2.17%
净息差	2.43%	2.57%	2.60%	2.67%	2.77%
净利差	2.29%	2.44%	2.49%	2.53%	2.54%

资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
不良贷款率	1.61%	1.36%	1.32%	1.30%	1.29%
拨备覆盖率	262.11%	357.98%	360.30%	375.13%	384.02%
拨贷比	4.22%	4.88%	4.77%	4.89%	4.97%

资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本充足率	15.48%	15.76%	15.73%	15.90%	16.04%
一级资本充足率	13.02%	13.15%	13.13%	13.27%	13.34%
核心一级资本充足率	12.06%	12.17%	12.15%	12.28%	12.38%
风险加权系数	56.06%	58.30%	58.30%	58.30%	58.30%

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息净收入	144,852	160,384	178,425	197,666	215,933
手续费及佣金净收入	64,018	66,480	68,014	70,821	75,333
其他非息收入	12,027	21,691	24,228	26,708	29,445
营业收入	220,897	248,555	270,667	295,194	320,711
营业税金及附加	2,152	2,132	2,322	2,532	2,751
业务及管理费用	66,772	77,112	78,559	82,726	86,669
营业外净收入	140	-111	-109	-105	-98
拨备前利润	152,113	169,200	189,677	209,832	231,193
拨备	59,922	60,837	75,599	83,939	94,175
税前利润	90,680	106,497	114,078	125,893	137,019
所得税	20,042	25,678	23,956	26,438	28,774
净利润	70,638	80,819	90,122	99,456	108,245
归母净利润	70,150	80,560	89,634	98,968	108,211

资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
贷款总额	3,565,044	3,933,034	4,441,784	4,878,741	5,358,438
贷款减值准备	150,432	191,895	211,719	238,460	266,053
贷款净额	3,414,612	3,749,949	4,230,065	4,640,281	5,092,385
存放央行	616,419	493,382	489,727	534,996	584,439
同业资产	484,096	612,957	670,811	735,456	806,307
证券投资	1,578,356	1,671,399	1,870,852	2,096,531	2,347,908
其他资产	204,155	250,633	273,302	298,566	326,159
资产合计	6,297,638	6,745,729	7,534,758	8,305,830	9,157,199
存款	4,064,345	4,427,566	4,828,026	5,274,315	5,761,761
同业负债	1,252,310	1,158,231	1,218,358	1,301,510	1,389,133
应付债券	296,477	424,926	549,976	647,787	759,973
其他负债	201,114	185,794	332,102	406,705	495,136
负债合计	5,814,246	6,202,124	6,928,463	7,630,317	8,406,003
所有者权益合计	483,392	543,605	606,295	675,513	751,196

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

符旻 SAC 执业证书号: S0640514070001, 宏观分析师, 经济学硕士, 2012 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。