

分析师: 王鸿行

执业证书编号: S0730519050002

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

事实胜于雄辩, 行业标杆名副其实

——招商银行(600036)点评报告

证券研究报告-点评报告

增持(维持)

市场数据(2019-07-25)

发布日期: 2019年07月26日

收盘价(元)	37.26
一年内最高/最低(元)	38.50/24.38
沪深300指数	3851.07
市净率(倍)	1.74
总市值(亿元)	9,396.91
流通市值(亿元)	7,686.34

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	21.09
总资产(亿元)	67,943.47
所有者权益(亿元)	5,660.46
净资产收益率(%)	4.86
总股本(亿股)	252.20
H股(亿股)	45.91

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《招商银行(600036)年报点评: 对公业务与金融科技亮点突出》 2019-03-26
- 《招商银行(600036)中报点评: 收入增速环比提升, 资产质量进一步改善》 2018-08-27
- 《招商银行(600036)年报点评: 经营稳健, 转型深化》 2018-03-26

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 招商银行公布19H1业绩快报。19H1, 公司实现营业收入1383.23亿元(+9.65%, YoY), 实现归属公司股东净利润506.12亿元(+13.08%, YoY)。6月末, 公司不良贷款率为1.24%, 较年初下降0.12个百分点。

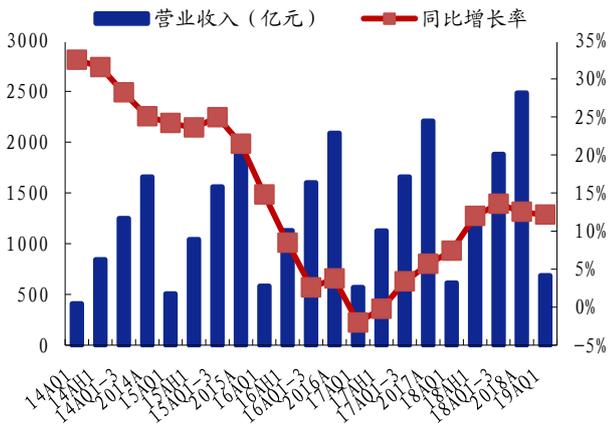
- **营业收入增速随行业趋势略放缓。**19H1, 公司营业收入同比增长9.65%, 增速较19Q1放缓2.49个百分点。其中, 利息净收入与非利息净收入分别同比增长13.51%与3.61%, 分别较19Q1放缓0.8与5.5个百分点。预计Q2公司净息差随行业趋势小幅收窄, 同时注意到公司Q2末总资产增速较Q1末的阶段性高点小幅放缓, 以上两因素或共同导致公司利息净收入增速边际放缓。需要注意的是, 现阶段净息差边际收窄与规模增速边际回落是行业共性, 均在市场预期之内。预计公司非息净收入增速回落主要由18年同期高基数因素所致。
- **不良率改善超预期, 公司行业地位不言自明。**上半年国内经济下行压力逐步兑现, 市场关于银行资产质量随经济形势走弱的预期较为充分, 公司3月末不良贷款率改善幅度明显放缓(较18年末微降0.01个百分点)的事实也一度印证了该预期。6月末, 公司不良率环比下降0.11个百分点至1.24%, 明显好于预期。预计公司不良率环比改善幅度位居上市银行前列, 公司不良率也将继续中大行最优水平。公司资产质量扎实程度长期保持行业前列, Q2资产质量在经济下行背景下超预期改善实属难得。
- **投资建议。**预计公司19-20年BVPS为22.44与25.13元, 以7月25日收盘价计算, 对应PB为1.66与1.48倍。截止7月25日, 公司PB(LF)为1.84倍, 高于行业平均水平。公司为股份行龙头公司, 资产质量优异, 业绩表现稳健, 维持公司“增持”投资评级。

风险提示: 资产质量大幅恶化, 系统性风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	220,897	248,555	267,015	285,892	306,839
增长比率	5.68%	12.52%	7.43%	7.07%	7.33%
净利润(百万元)	70,638	80,819	91,696	104,256	119,614
增长比率	13.24%	14.41%	13.46%	13.70%	14.73%
EPS(元)	2.78	3.19	3.63	4.13	4.74
市盈率(倍)	13.40	11.66	10.26	9.02	7.86
BVPS(元)	17.69	20.07	22.44	25.13	28.22
市净率(倍)	2.11	1.86	1.66	1.48	1.32

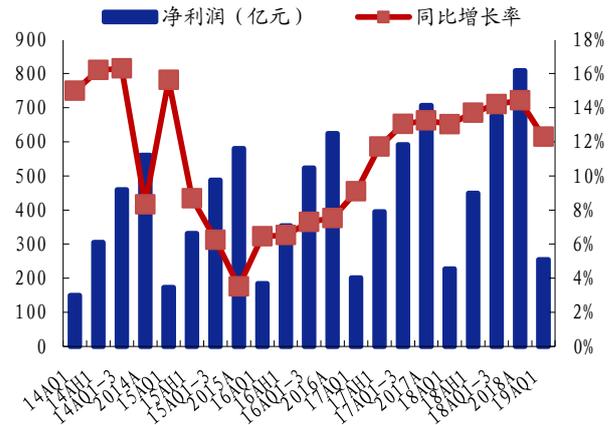
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 2014-19 年公司营业收入及增速



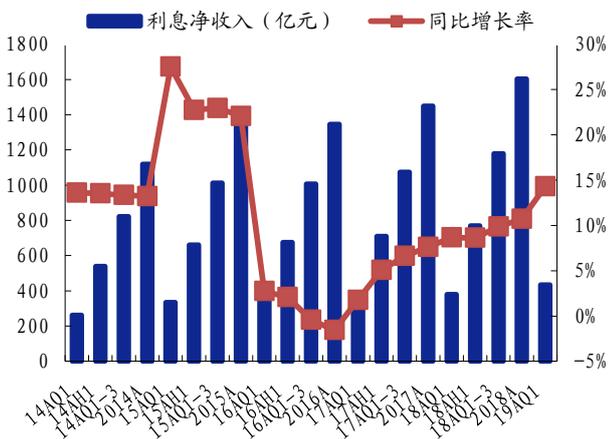
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2014-19 年公司净利润及增速



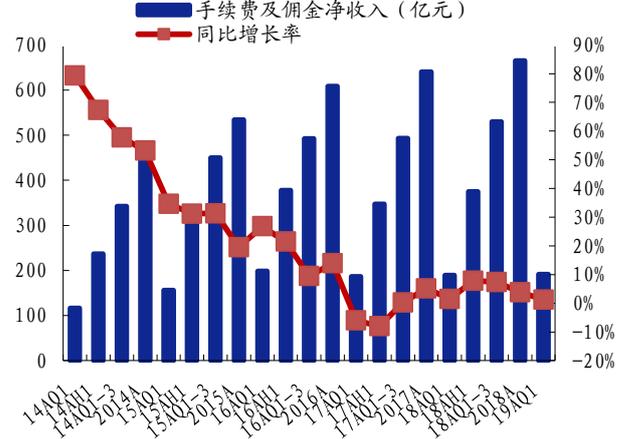
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2014-19 年公司利息净收入及增速



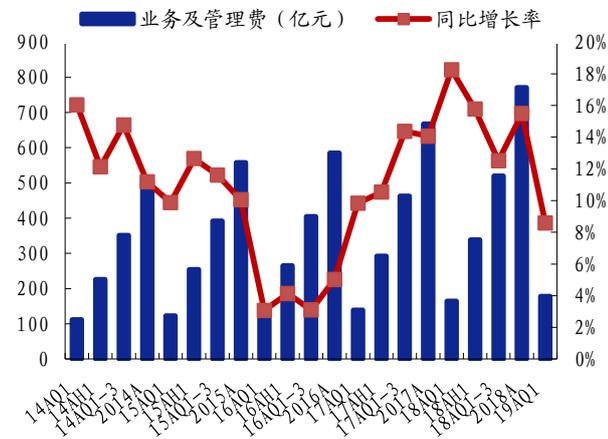
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2014-19 年公司手续费与佣金净收入及增速



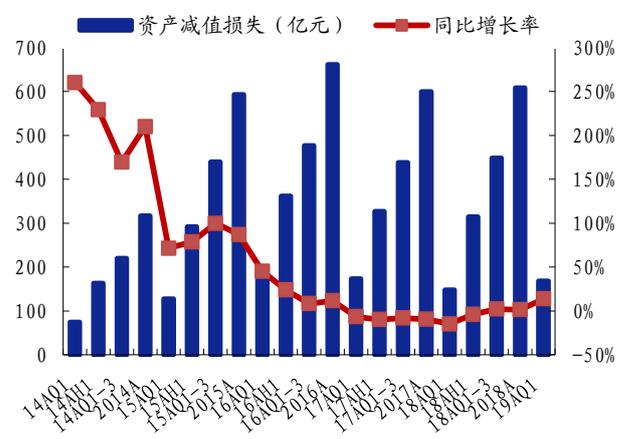
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2014-19 年公司管理费用及增速



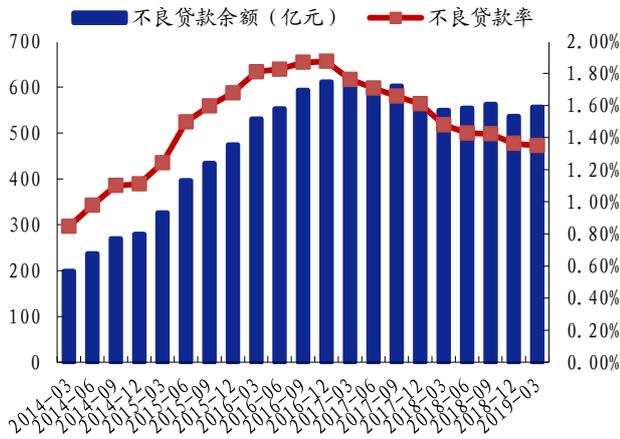
资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2014-19 年公司资产减值损失及增速



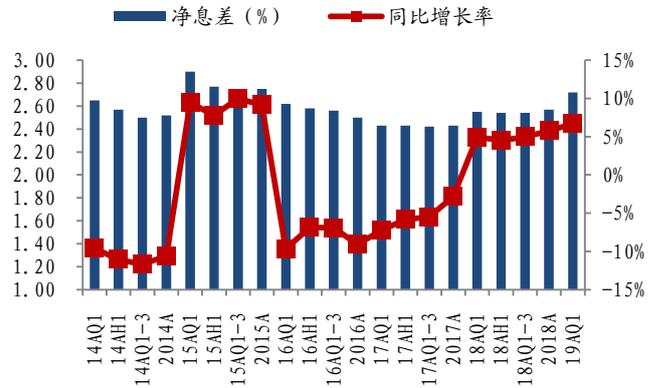
资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 2014-19 年公司不良贷款余额及不良贷款率



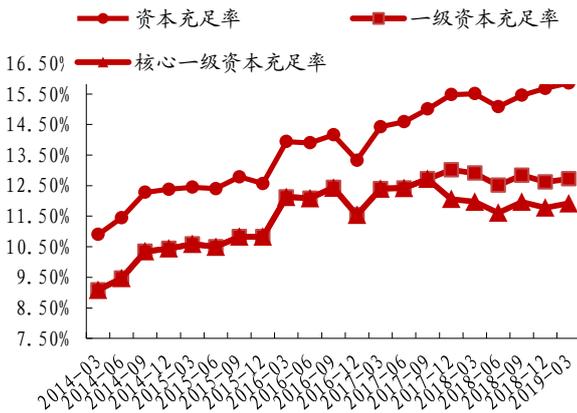
资料来源: 中原证券, Wind

图 8: 2014-19 年公司净息差及增速



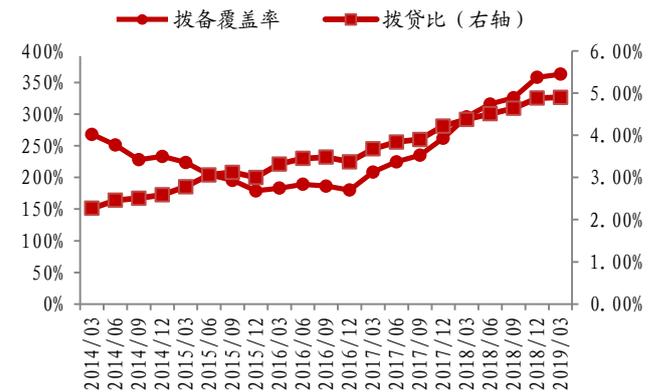
资料来源: 中原证券, Wind

图 9: 2014-19 年公司资本充足率



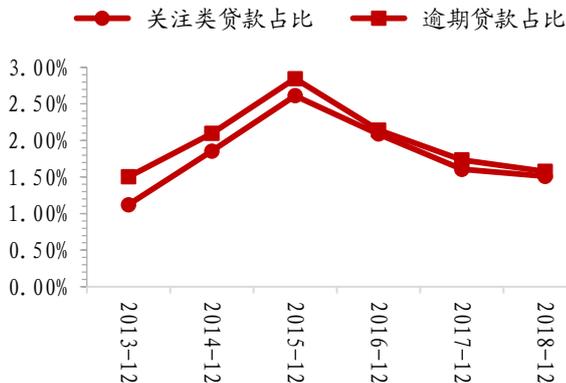
资料来源: 中原证券, Wind

图 10: 2014-19 年公司拨备覆盖率与拨贷比



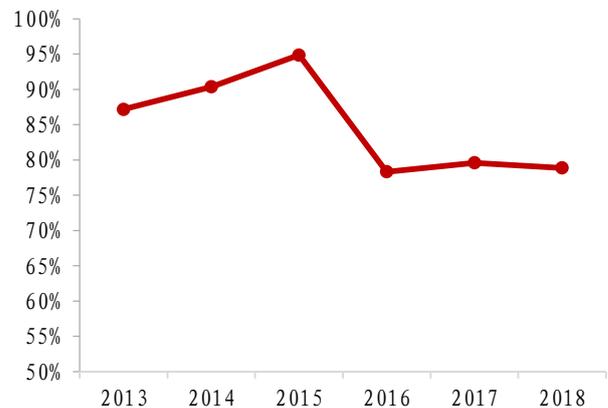
资料来源: 中原证券, Wind

图 11: 2013-18 年公司逾期贷款占比



资料来源: 中原证券, Wind

图 12: 2013-18 年公司逾期 90 天以上贷款占不良比重



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行	616,419	493,382	537,804	586,225	639,007	EPS (摊薄)	2.78	3.19	3.63	4.13	4.74
同业资产	484,096	612,957	668,145	728,302	793,875	BVPS	17.69	20.07	22.44	25.13	28.22
证券投资	1,578,356	1,671,399	1,906,384	2,226,684	2,683,998	P/E	13.40	11.66	10.26	9.02	7.86
贷款总额	3,565,044	3,941,844	4,375,720	4,857,352	5,391,997	P/B	2.11	1.86	1.66	1.48	1.32
贷款损失准备	150,432	191,895	218,216	234,619	242,339						
贷款净额	3,414,612	3,749,949	4,157,504	4,622,733	5,149,657	盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生息资产总额	6,243,915	6,719,582	7,488,053	8,398,563	9,508,876	ROAA	1.15%	1.24%	1.29%	1.31%	1.33%
总资产	6,297,638	6,745,729	7,507,360	8,424,717	9,552,491	ROAE	15.90%	15.79%	16.00%	16.22%	16.63%
同业负债	837,472	752,917	1,271,235	1,397,634	1,549,894	净利差 (SPREAD)	2.16%	2.70%	2.26%	2.15%	2.03%
存款	4,064,345	4,427,566	4,826,205	5,260,735	5,734,388	净息差 (NIM)	2.41%	2.82%	2.45%	2.34%	2.22%
应付债券	296,477	424,926	622,432	911,740	1,335,518	信贷成本	1.74%	1.63%	1.31%	1.00%	0.74%
付息负债	5,198,294	5,605,409	6,719,872	7,570,109	8,619,800	成本收入比	30.23%	31.02%	33.27%	34.76%	35.37%
总负债	5,814,246	6,202,124	6,899,668	7,744,101	8,788,175	所得税有效税率	22.10%	24.11%	24.10%	24.13%	24.15%
少数股东权益	3,182	3,487	3,587	3,642	3,672						
母公司所有者权益	480,210	540,118	604,105	676,975	760,644	资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	不良贷款率	1.61%	1.36%	1.20%	1.16%	1.18%
利息收入	242,005	270,911	290,546	326,025	367,044	不良贷款净生成率	-0.11%	-0.10%	-0.03%	0.08%	0.14%
利息支出	97,153	110,527	119,006	142,205	170,078	拨备覆盖率	262.11%	357.98%	415.29%	417.55%	381.41%
利息净收入	144,852	160,384	171,540	183,820	196,965	拨备/贷款总额	4.22%	4.87%	4.99%	4.83%	4.49%
手续费净收入	64,018	66,480	71,204	76,552	82,807						
其他非息收入	12,027	19,825	24,271	25,520	27,066	资本	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	220,897	248,555	267,015	285,892	306,839	资本充足率	15.48%	15.68%	15.12%	14.49%	14.22%
营业费用与税金	68,924	79,244	91,371	102,076	111,430	核心资本充足率	12.06%	11.78%	12.35%	12.01%	11.95%
资产减值损失	59,926	60,837	54,321	46,403	37,720	杠杆倍数	13.01	12.39	12.34	12.36	12.48
营业利润	90,540	106,608	120,810	137,413	157,688						
营业外收支净额	140	-111	0	0	0	业绩增长率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润总额	90,680	106,497	120,810	137,413	157,688	利息净收入	7.62%	10.72%	6.96%	7.16%	7.15%
所得税	20,042	25,678	29,114	33,157	38,074	营业收入	5.68%	12.52%	7.43%	7.07%	7.33%
净利润	70,638	80,819	91,696	104,256	119,614	拨备前利润	4.58%	11.28%	4.59%	4.96%	6.31%
母公司所有者利润	70,150	80,560	91,553	104,178	119,571	净利润	13.24%	14.41%	13.46%	13.70%	14.73%

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。