

基本面支撑估值溢价， 需多措并举提高 MAU

招商银行 (600036)

事件

8月23日，招商银行发布2019年半年报，营收同比增长9.64%，归母净利润同比增长13.35%。

简评

1、归母净利润增速加快，盈利能力小幅下降

上半年，公司总共实现营业收入1383.01亿元，较去年同期增长9.64%；实现归母净利润506.12亿元，同比增长13.35%。从二季度单季来看，实现营业收入695.62亿元，同比增长7.27%，增速较一季度放慢了4.88个百分点；实现归母净利润253.72亿元，同比增长14.90%，增速快于一季度3.58个百分点。

盈利能力同比小幅下降。上半年公司归属于普通股股东平均ROE为19.47%，较去年同期下降0.14个百分点，但一季度该项ROE只有19.45%，较去年同期低0.52个百分点，从而二季度单季来看公司盈利能力仍要高于一季度；上半年实现EPS 2.01元/股，较去年同期高13.56%；半年度末BVPS为21.17元/股，较年初增长5.48%。

2、净利息收入同比增长13.50%，净息差较去年全年高13个BP。

上半年，净利息收入合计874.07亿元，同比增长13.50%，占营收的比重达63.20%，较去年同期高2.15个百分点。净利息收入的同比高增长主要来自于利息收入增速要快于利息支出，具体来看：

首先，利息收入达1445.17亿元，同比增长10.17%，主要是生息资产规模增长，资产结构持续优化，以及风险定价水平有所提升带动生息资产收益率提升。贷款和垫款利息收入是利息收入的最大组成部分，占比达75.47%，上半年这部分资产平均规模同比增长10.99%，但收益率同比增加23个BP至5.31%；债券投资利息收入同比增长0.61%，平均收益率3.69%，受市场利率下降影响，同比下降11个基点；同业投资利息收入同比下降17.42%，平均收益率2.63%，同比下降44个基点，主要是公司持续优化资产结构，在市场利率下降阶段，降低了同业资产配置力度。

其次，利息支出达571.10亿元，同比增长5.44%，主要是因

维持

买入

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

研究助理：陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期：2019年08月25日

当前股价：36.27元

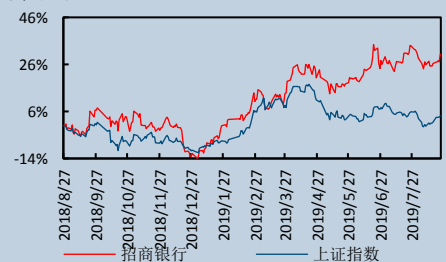
目标价格6个月：43元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-0.44/0.45	10.85/9.29	34.46/28.3
12月最高/最低价(元)		38.5/24.38
总股本(万股)		2,521,984.56
流通A股(万股)		2,062,894.44
总市值(亿元)		9,147.24
流通市值(亿元)		7,482.12
近3月日均成交量(万)		4,640.18
主要股东		
香港中央结算(代理人)有限公司		18.05%

股价表现



相关研究报告

为计息负债规模增长，存款竞争加剧推升存款成本率。存款的利息支出同比增长 14.99%，占全部支出的 59.73%，这其中既有规模增长的影响，又有存款竞争加剧带来价的影响，但由于公司活期存款占比较高（平均余额达 58.92%），从而整体存款成本仅同比增加 10 个 BP 至 1.53%，继续保持较优水平；同业负债利息支出同比减少 22.18%，主要是因为自营存款保持平稳增长，负债结构进一步优化，且市场利率有所下降，同业负债量价均有所下降；应付债券利息支出同比增加 23.69%，主要来自债券规模增长所致，平均余额同比增加 43.90%，但成本率反而同比下降 60 个 BP。

整体来看，公司净息差水平仍呈上升趋势。上半年净息差为 2.70%，较去年同期增加 0.16 个百分点，较去年全年高 0.13 个百分点。从单季环比来看，二季度单季净息差为 2.69%，环比下降 3 个 BP。主要原因在于企业信贷需求偏弱，对公贷款收益率下滑，以及存款竞争加剧，自营存款成本有所上升

3、中收净收入同比增长 5.23%，主要来自银行卡、代理业务及结清算业务，托管业务仍在减少

上半年，实现非息收入合计 508.94 亿元，同比增长 3.58%，占营收的比重达 36.80%，较去年同期低 2.15 个百分点。其中，中间业务净收入 389.71 亿元，较去年同比增长 4.01%；其他非息收入 119.23 亿元，同比增长 2.21%。

手续费及佣金收入合计 425.12 亿元，较去年同期增加 21.14 亿元，增幅 5.23%。其中占比最高的为托管及其他受托业务（28.88%），佣金达 36.01 亿元，但这部分较去年同期仍减少 8.84%；其次为银行卡手续费、代理服务手续费及结清算手续费，分别占 22.71%、19.21%和 15.46%，较去年同期均分别增加 5.23%、22.67%和 18.80%，这三块是中间业务收入增长的主要来源。

其他非息收入同比增加了 2.58 亿元，其中投资收益同比增加 9.84 亿元，增幅 14.09%，主要由于票据和债券交易价差收入增加；公允价值变动净收益同比减少 10.68 亿元，主要由于票据非标投资、债券和衍生品等估值减少；其他业务收入同比增加 5.75 亿元，增幅 27.83%，主要由于租赁业务收入增长。

从业务分部看，零售业务非息收入是增长的主要来源。零售金融业务非利息净收入 261.61 亿元，同比增长 7.07%，占全部非利息净收入的 51.40%；批发金融业务非利息净收入 181.00 亿元，同比减少 7.05%，占 35.57%；其他业务非利息净收入 66.33 亿元，同比增长 26.87%，占 13.03%。

4、二季度不良贷款和潜在不良均实现较快的下降，拨备充足率大幅提高

不良贷款实现“双降”，主要发生在二季度。半年末，不良贷款余额达 532.21 亿元，较年初下降 0.72 个百分点，较一季度末下降了 4.36%；不良贷款率为 1.23%，较年初下降了 0.13 个百分点，较一季度继续下降 0.12 个百分点。

关注类同样实现“双降”，占比较年初下降 21 个 BP。半年末，关注类贷款余额达 563.11 亿元，较年初下降 5.09%；关注类贷款占比达 1.30%，较年初下降了 21 个 BP。

逾期 90 天以上贷款占比较年初下降 9 个 BP。逾期贷款 672.34 亿元，较年初上升 8.44%，占贷款总额的 1.56%，较年初下降 2 个 BP；逾期 90 天以上贷款 427.75 亿元，较年初上升 1.19%，占比 0.99%，较年初下降 9 个 BP；剪刀差为 80.37%，较年初上升了 1.51 个百分点。

不良贷款拨备覆盖率为 394.12%，较年初提高了 35.94 个百分点，较一季度末上升了 30.95 个百分点；贷款拨备率为 4.85%，较年初下降了 0.03 个百分点，较一季度末下降了 0.05 个百分点。拨备覆盖率的提高主要发生

在二季度，从而拨备覆盖率与拨贷比之间的变化差异主要是由于二季度在贷款总规模保持相对平稳增长的情况下，不良贷款实现了较大幅度的下降。

从业务结构来看，不良贷款和不良率的下降主要来自对公领域。半年末，对公贷款中，不良贷款余额 366.13 亿，较年初下降 3.03%，不良率为 2.00%，较年初下降 13 个 BP，并且对公贷款各类产品不良额、不良率均实现双降。

而个人贷款中，不良贷款余额 166.08 亿元，较年初增加 4.80%，不良率为 0.74%，较年初下降 5 个 BP。其中，除信用卡贷款不良率较年初上升 19 个 BP 至 1.30%，不良额较年初增加 32.92% 以外，其他各类零售产品也均实现了不良的双降。

5、零售优势进一步凸显，数字化获客初见成效

零售业务的业务贡献在上半年实现了较快的增长。2019 年上半年，零售业务营业收入达 582.63 亿元，同比增长 19.77%；税前利润达 388.20 亿元，同比增长 20.97%。而对公业务营收和税前利润增速分别为-3.10%和-3.40%。从而零售业务的营收贡献达 54.48%，较去年全年提高了 3.85 个百分点；税前利润贡献达 59.84%，较上一年提高了 5.13 个百分点，这两项贡献提升的幅度均比较明显，2018 年全年两项提升的幅度才只有 1.56 和 1.32 个百分点。

零售贷款占比继续上升。2019 年上半年，零售贷款规模达 2.24 万亿元，同比增长 1.43%，而对公贷款只有同比增长 3.38%。其中增长最快的零售产品为个人住房按揭贷款和信用卡贷款，分别达 11.50%和 13.41%。零售贷款占总贷款的比重达 51.79%，较年初提高了 0.70 个百分点。

零售客户基础持续增长，数字化获客初见成效。上半年末，公司零售客户数 1.34 亿户，较年初增长 7.12%，其中金葵花及以上客户 255.94 万户，较年初增长 8.33%；管理客户资产规模 7.26 万亿元，较年初增长 6.71%，其中金葵花及以上客户资产 5.89 万亿元，较年初增长 6.90%，占全部 AUM 的 81.12%。以“北极星”指标 MAU 为指引，零售数字化获客取得新的突破。截至上半年末，招商银行 APP 累计用户数达 9275.80 万户，借记卡数字化获客占比提升至 25.78%；掌上生活 App 累计用户数达 8083.94 万户，信用卡数字化获客占比提升至 62.65%

6、受股利分配和次级债赎回影响，资本充足水平较年初有小幅下降

半年末，在高级法下，公司核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别较年初下降了 0.36、0.43 和 0.59 个百分点至 11.42%、12.19%和 15.09%；在权重法下，公司核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别较年初下降了 0.35、0.42 和 0.60 个百分点至 11.04%、11.83%和 14.92%。

一方面是公司在二季度宣布派发 2018 年度现金红利约 237.07 亿元，按该金额计提应付股利，对应减少未分配利润，进而减少核心一级资本净额；另一方面 4 月份赎回二级资本债 113 亿元，进一步拉低了总资本净额。如剔除上述两方面因素，两种方法下各级资本充足率均较上年末有所上升，权重法下，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别上升 0.42、0.38 和 0.33 个百分点；高级法下，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别上升 0.24、0.18 和 0.27 个百分点。

7、投资建议

整体看资产端改善显著，而收益端差强人意，MAU 表现低于预期。（1）正如预期，资产端不良双降，且关注类贷款占比继续下降。不良率下降主要来自对公不良率的大幅下降，而对公不良率主要来自贸易融资不良率大幅下降近 50 个 bp。在中报业绩快报公布时，我们就预计不良率下降主要来自对公，但是超预期的这个下降主要来自贸易融资不良率的降低，由于客户结构和客户质量较好，我们预计贸易融资的不良会继续降低，但是

降幅会有所收窄。另外，信用卡不良率如预期从 1.10% 提高到 1.30%，这是行业性的，不足为怪。(2) 收益端，2 季度单季 NIM 环比降低到 2.69%，主要是贷款端收益率环比下降，同时由于存款增长缓慢，负债端成本率基本上持平所致。(3) MAU 表现低于预期。2018 年 MAU 下半年回升近 20%，但是 2019 年上半年增长只有 5.8%，从 8100 万提高到 8500 万，我们认为主要是同业竞争在加剧，所有银行都在向零售转型，都在加大 APP 的推广和使用，试图将客户从他行迁移到招行，难度在增加。上半年，招行零售客户数达到 1.38 亿户，相对 2018 年年末 1.25 亿户而言，同比增长 10%。全年达到 20% 概率高。这同我们预计一致。

下半年，招行资产端、收益端和 MAU 的判断。(1) 不良率持平或者环比小幅下降。下半年，零售不良率改善幅度会相对有限，对公不良率继续维持大幅下降概率较低，从而下半年招行不良率要么持平，要么环比小幅下降，出现大幅环比降低概率小。(2) NIM 环比降。下半年随着 LPR 的实施，政策在引导社会平均融资成本率下降和推进贷款利率并轨，同时打通货币政策传导机制，短端利率下降将逐步传导到长端，贷款利率将继续下降。另外，招行同业负债占比不高，存款增速放缓，负债端优势不限制。从而下半年 NIM 预计将继续环比下降，但是降幅较同业要小，主要是零售贷款占比高达 53%，贷款利率回落相对小，预计下半年 NIM 环比下降 2-3 个 bp。(3) 下半年招行表示也将在客户转化上加大投入力度，从而实现 MAU 的增长。我们认为：同商家合作给客户优惠是一种途径，更多的是为客户提供更有竞争力的金融产品，这才是增加客户导流的有效途径。我们在深度报告《估值溢价提升的动因与趋势》预测其零售客户数未来每年增长 20%。如果按照 20% 的客户增速来看，2021 年年底，其零售客户数将达 2.4 亿户，客户数翻番。从而我们继续维持溢价持续回升判断。

中长期看，招行的估值溢价将持续回升。(1) 估值溢价来源之一是活期存款占比高，而且同行业差在持续回升。活期高，贡献低息负债，导致付息负债成本率低，带来高 NIM，高业绩增长和高 ROE，贡献高估值溢价。存款增速放缓，但是零售客户数增长，未来活期占比将回升。未来 MAU 战略的推进，将继续贡献零售客户，以上逻辑依然成立。(2) 估值溢价来源之二不良率下降，且同行业差距扩大，较高的资产质量带来高的估值。上半年不良率继续下降，而且环比在下降 12 个 bp，预计下半年依然会环比小幅下降，同时随着金融科技的发展，其对长尾客户的风控水平领先同业，也将对溢价有贡献。(3) 从而我们认为：目前的估值溢价可维持，未来将随着金融科技的应用，估值溢价将继续提高。

我们预计公司 19\20 年营业收入同比增长 13%/15%，归母净利润同比增速 16%/17%，EPS 分别为 3.70 元/4.33 元，BVPS 为 23.64 元/26.23 元，对应的 PE 为 9.78/8.37，对应的 PB 为 1.53/1.38。维持“买入”评级，六个月目标价 43 元，对应 1.8 倍的 PB。

图表1： 预测和比率

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
主营收入(百万)	132604	165863	201471	209025	220897	248555	280478	321909
主营收入增长率	16.97%	25.08%	21.47%	3.75%	5.68%	12.52%	12.84%	14.77%
净利润(百万)	51743	55911	57696	62081	70150	80560	93274	109220
净利润增长率	14.29%	8.06%	3.19%	7.60%	13.00%	14.84%	15.78%	17.10%
EPS(元)	2.05	2.22	2.29	2.46	2.78	3.19	3.70	4.33
BVPS	10.53	12.47	14.31	15.95	19.04	21.42	23.64	26.23
P/E	14.47	13.39	12.97	12.06	13.02	11.34	9.78	8.37
PB	2.82	2.38	2.07	1.86	1.90	1.69	1.53	1.38

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者（2008年），银行业首席。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学研究方法，发现市场内在规律和秩序。2014年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017年获《金融市场研究》杂志五周年“十佳优秀青年作者”。2018年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续5年累计排名银行业第一名。

研究助理

方才：南开大学金融学博士，2017年加入中信建投研究发展部。2018年获得“wind金牌分析师”银行业第二名。

010-86451314 fangcai@csc.com.cn

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，2019年加入中信建投研究发展部。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859