

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 35.41
合理价格区间(元): 39.89~42.17

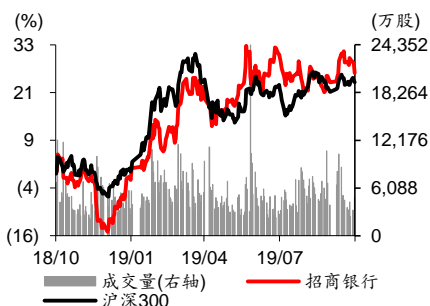
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《招商银行(600036 SH,增持): 盈利能力强大, 龙头银行再放光芒》2019.08
- 2《招商银行(600036,增持): 夯基础加拨备, 净息差环比提升》2019.04
- 3《招商银行(600036,增持): 从优秀到卓越, MAU 赋予长期动能》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

利润增速登高峰, 零售龙头风范显

招商银行(600036)

利润增速逐季提升, 维持“增持”评级

招商银行于 10 月 30 日发布 2019 年三季报, 1-9 月归母净利润同比 +14.6%, 增速较 1-6 月上升 1.5pct, 业绩超出我们预期。公司作为龙头零售行, 利润增速逐季提升, 资产质量优异, 龙头价值突出。我们预测公司 2019-2021 年归母净利润增速 14.8%/ 16.0%/ 16.9%, EPS3.67/ 4.26/ 4.97 元, 目标价 39.89~42.17 元, 维持“增持”评级。

息差环比下降, 资产结构调整

1-9 月营收同比增长 10.4%, 较 1-6 月上升 0.8pct, 营收增速提升主要受非利息收入驱动。息差表现偏弱, 1-9 月净息差为 2.65%, 较 1-6 月下降 4bp; 三季度净息差为 2.57%, 较二季度下降 12bp。息差表现承压受实体经济信贷需求较弱、存款同业竞争激烈两方面的影响。预计四季度结构性存款监管新规的出台能为存款成本提供缓释。资产配置方面, 总增速提升至 12.3% (6 月末为 10.0%), 贷款增加、非贷款资产收缩。新增贷款继续以零售: 对公=6: 4 配置, 但新增对公贷款中一半为票据融资, 反映公司在需求不足背景下的风险偏好审慎, 这一思路有利于资产质量的加速向好。

财富管理回暖, 资本内生补充

1-9 月中间收入同比+7.9%, 较 1-6 月+3.9pct, 增速达 2017 年以来新高。我们认为中间收入增速上升部分原因为财富管理业务逐渐回暖, 1-9 月财富管理手续费同比降幅为-14.2%, 降幅较 1-6 月收窄 6.2pct, 财富管理手续费占中间收入比例提升至 36% (1-6 月为 32%)。理财转型推动下, Q3 受托理财收入达 21.2 亿元, 接近上半年两个季度 (25.4 亿元)。由于走零售轻资产路线, 且利润释放节奏加快, 资本内生补充显著。三级资本充足率均环比上升 30bp 以上, 分别达 15.44%、12.66%、11.90%, 继续居股份行之首。8 月董事会已决议发行 500 亿元永续债, 启动资本外源补充。

不良率继续下滑, 拨备覆盖率创新高

9 月末不良贷款率 1.19%, 较 6 月末下降 4bp; 拨备覆盖率继续走高至 409%, 为 2002 年上市以来的新高, 居上市银行第四、上市股份行第一。。Q3 计提减值损失环比显著下降, 信贷成本走低, 而拨备覆盖率仍可提升明显, 主要源于不良贷款生成率 (年化) 仅有 0.34%, 显著小于 Q1、Q2。

成长性强的龙头零售银行, 目标价 39.89~42.17 元

鉴于公司信贷成本走低, 利润释放提速, 我们预测 2019 至 2021 年归母净利润增速为 14.8%/16.0%/16.9% (前次 13.3%/14.4%/16.9%), EPS 为 3.67/4.26/4.97 元 (前次 3.62/4.14/4.84 元), 2019 年 BVPS22.79 元 (前次 22.75 元), 对应 PB1.55 倍, 股份行 Wind 一致预测 PB 为 0.83 倍, 公司紧握优质零售资产, 成长性高, 资产质量表现坚挺, 应继续享受零售龙头溢价, 维持 2019 年目标 PB 1.75~1.85 倍, 目标价由 39.81~42.09 元上调至 39.89~42.17 元, 维持“增持”评级。

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)	24.57-38.38
总市值 (百万元)	893,035
总资产 (百万元)	7,305,925
每股净资产 (元)	23.65

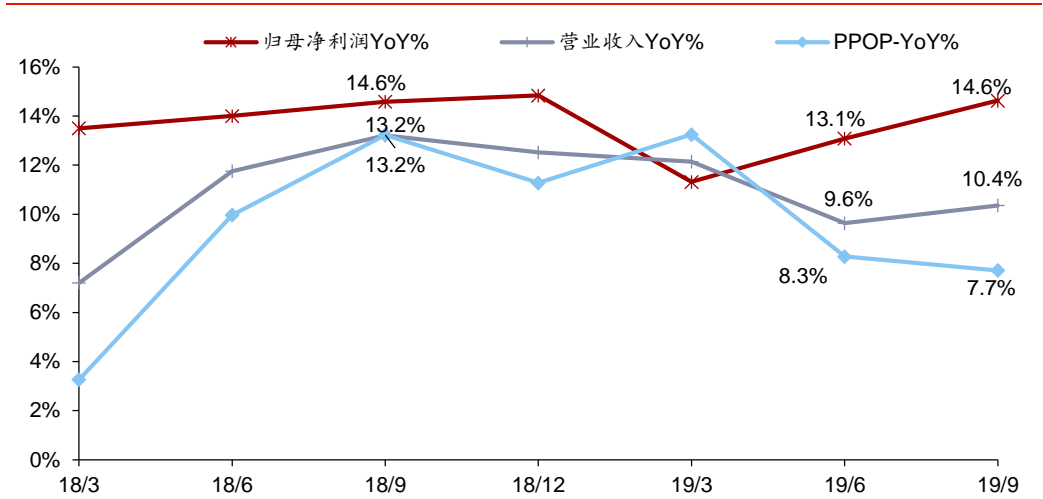
资料来源: 公司公告

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	92,499	107,327	125,443
+/-%	13.00	14.84	14.82	16.03	16.88
EPS (元, 最新摊薄)	2.78	3.19	3.67	4.26	4.97
PE (倍)	12.73	11.09	9.65	8.32	7.12

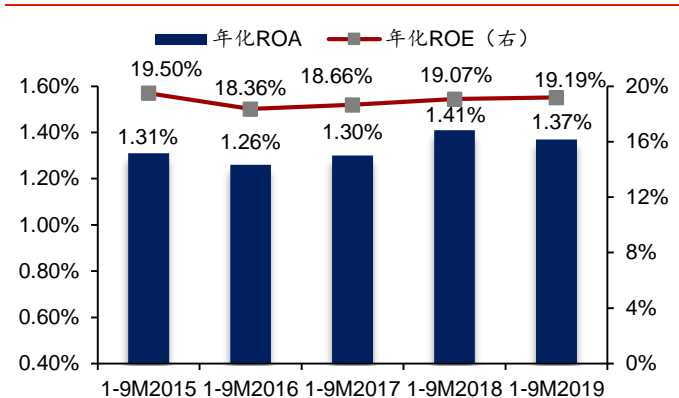
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2018Q1-2019Q3 当年累计归母净利润、营收、PPOP 同比增速



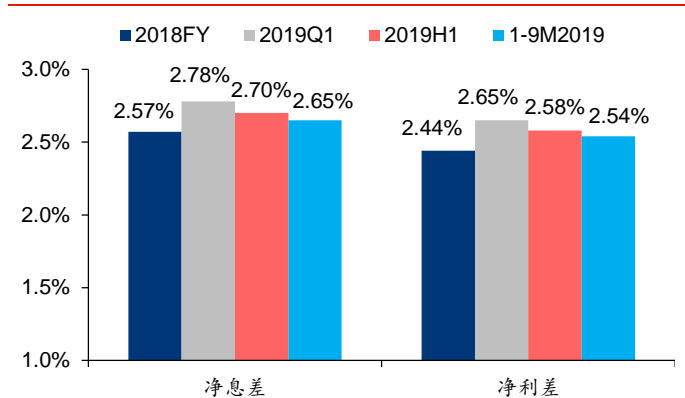
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表2: 2015年1-9月至2019年1-9月年化ROA、ROE



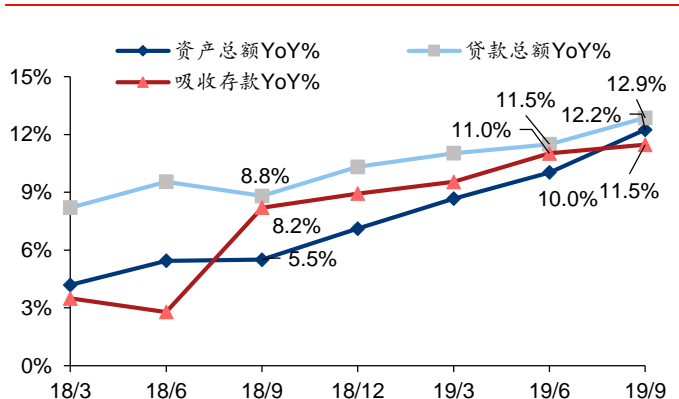
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表3: 2018年至2019年1-9月累计净息差、净利差



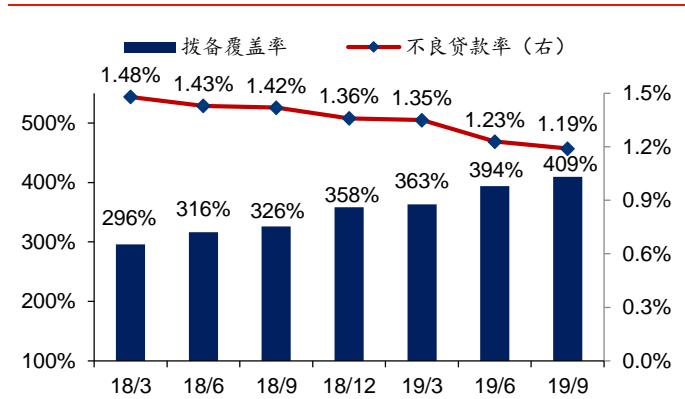
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表4: 2018-2019Q3 资产、贷款、存款规模增速



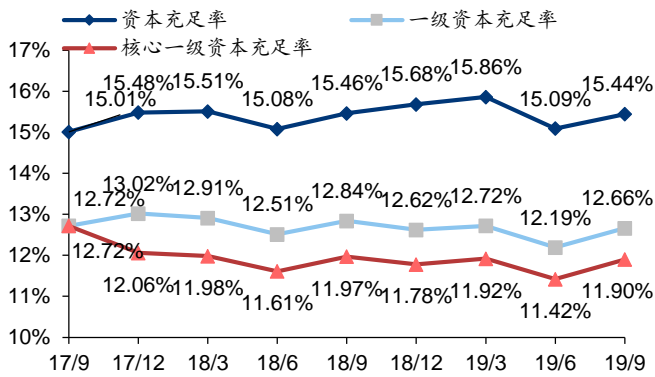
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表5: 2018Q1-2019Q3 不良贷款率及拨备覆盖率



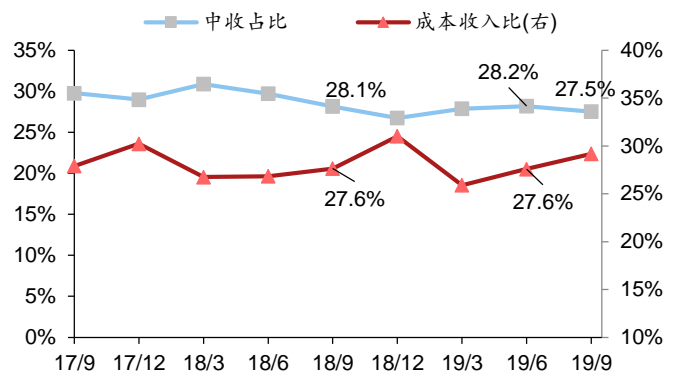
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表6: 2017-2019Q3 三级资本充足率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表7: 2017年1-9月至2019年1-9月中间收入占比及成本收入比



注: 数据为当年累计值

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表8: 可比A股上市银行PB估值(2019/10/30)(Wind一致预期)

代码	简称	2019年PB估值(倍)
601998.SH	中信银行	0.68
000001.SZ	平安银行	1.23
601166.SH	兴业银行	0.80
000001.SZ	平安银行	1.23
600015.SH	华夏银行	0.54
600000.SH	浦发银行	0.75
600016.SH	民生银行	0.60
	平均值	0.83

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

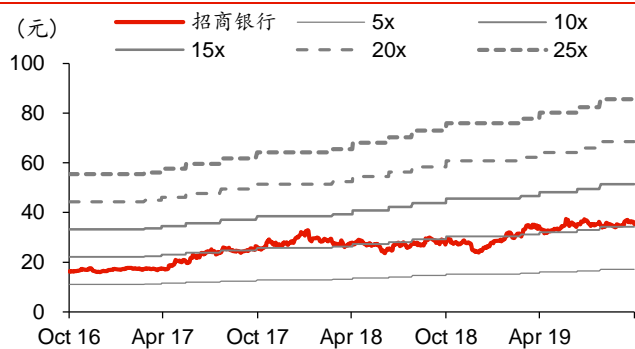
图表9: 财务预测 (百万元)

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	7,636,689	8,682,980	9,915,261	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	4,558,037	5,340,255	6,183,014	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	1,837,918	2,002,596	2,187,836	营业费用	70,431	81,110	91,407	103,097	116,566
总负债	5,814,246	6,202,124	7,023,958	7,990,305	9,128,766	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	5,034,846	5,725,511	6,628,252	计提减值准备	59,926	60,837	66,289	70,794	74,618
同业负债	1,252,310	1,158,231	1,224,692	1,315,320	1,414,027	所得税	20,042	25,678	29,483	34,210	39,984
股东权益	483,392	543,605	612,731	692,675	786,494	净利润	70,150	80,560	92,499	107,327	125,443
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资本管理	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
年化 ROAA	0.32%	0.39%	0.41%	0.42%	0.43%	核心资本	425,689	425,690	574,845	654,422	747,840
年化 ROAE	15.90%	15.79%	16.10%	16.54%	17.06%	资本净额	546,534	546,535	707,120	800,153	909,418
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	3,997,079	4,544,712	5,189,694
计息负债成本率	1.77%	1.90%	1.81%	1.95%	2.09%	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%	14.4%	14.4%
成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	一级资本充足率	13.0%	13.0%	15.2%	15.1%	15.1%
贷款	8.3%	9.8%	21.5%	17.2%	15.8%	资本充足率	15.5%	15.5%	17.7%	17.6%	17.5%
存款	6.9%	8.9%	13.7%	13.7%	15.8%	资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	7.6%	10.7%	13.5%	12.0%	12.0%	贷款减值准备	150,432	191,895	229,783	267,514	304,497
中间业务收入	5.2%	3.8%	10.0%	14.0%	15.0%	不良贷款额	54,975	50,999	52,417	60,345	66,158
营业费用	8.1%	15.2%	12.7%	12.8%	13.1%	不良贷款率	1.61%	1.36%	1.15%	1.13%	1.07%
净利润	13.0%	14.8%	14.8%	16.0%	16.9%	拨备覆盖率	262%	358%	417%	422%	439%
营业收入结构	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	拨贷比	4.41%	5.12%	5.04%	5.01%	4.92%
利息占比	65.6%	64.5%	65.0%	64.5%	63.9%	信用成本	1.90%	1.78%	1.77%	1.55%	1.40%
手续费收入占比	29.0%	26.7%	26.1%	26.4%	26.8%	估值分析	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
业务费用占比	31.9%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%	PB	2.00	1.76	1.55	1.36	1.19
计提拨备占比	27.1%	24.5%	23.7%	22.4%	20.9%	PE	12.73	11.09	9.65	8.32	7.12
						EPS	2.78	3.19	3.67	4.26	4.97
						BVPS	17.69	20.07	22.79	25.95	29.65
						每股股利	0.84	0.94	1.10	1.27	1.48
						股息收益率	2.4%	2.7%	3.1%	3.6%	4.2%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

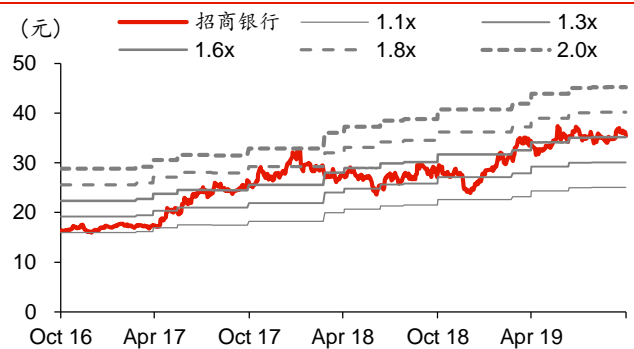
PE/PB - Bands

图表10: 招商银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 招商银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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