

2019年10月31日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$)

43.7/47.2

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2019/10/31)	35.50
上证指数(2019/10/31)	2929.06
股价 12 个月高/低	37.49/23.74
总发行股数(百万)	25219.85
A 股数(百万)	20628.94
A 市值(亿元)	7323.28
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(18.06%)
每股净值(元)	22.30
股价/账面净值	1.59
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.3 -0.7 28.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2019-7-25	36.43	买入

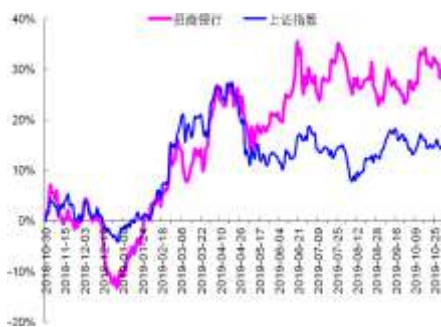
产品组合

利息净收入	63.2%
非利息净收入	36.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.2%
一般法人	47.5%

股价相对大盘走势



招商银行(600036/3968.HK)

Buy 买入

三季度点评: 资产状况继续向好, 手续费及佣金净收入回暖

结论与建议:

招商银行发布三季度报, 2019 年前三季度实现营收 2077 亿, YOY 增 10.4%, 实现净利 772 亿, YOY 增 14.6%, 对应年化 ROE19.2%。从单季业绩来看, 3Q 录得 266 亿, YOY 增 17.7%。公司资产状况继续向好, 较好地支撑业绩增长产生支撑, 公司的风险抵御能力也进一步加强。收入端方面, 利息净收入在规模扩张及息差提升驱动下, 实现两位数增长。作为中国零售银行领头羊, 招行目前零售业务占比过半, 并通过金融科技方面的发力, 进一步助力其轻型银行转型。我们看好公司零售业务继续深化, 目前估值相对合理, 给与“买入”的投资建议。

- **前三季度净利增 14.6%至 772 亿:** 招商银行 1-3Q2019 实现营收 2077 亿, YOY 增 10.4%, 实现净利 772 亿, YOY 增 14.6%, 对应年化 ROE19.2%。从单季业绩来看, 3Q 录得 266 亿, YOY 增 17.7%。
- **资产状况继续向好, 拨备充足。** 资产质量方面, 截止 3Q2019 公司不良贷款率 1.19%, 较 2Q 下降 0.04pct, 招行目前资产质量依旧在改善的通道之中。公司资产质量的改善, 不仅对业绩较好增长产生支撑, 公司的风险抵御能力也继续增长。截止 3Q2019 公司拨备覆盖率录得 409%, 较 2Q 提升 15pct, 风险抵御能力充足。
- **利息净收入较快增长, 手续费与佣金净收入回暖。** 从收入端来看, 前三季度利息净收入 YOY 增 11.2%至 1312 亿, 其中息差 YOY 提升 0.11pct 至 2.65%, 对利息净收入增长有一些拉动作用, 不过更多的是生息资产规模扩张推动(我们计算生息资产规模扩张拉动利息净收入增长 6.6pct)。公司 1-3Q 净息差方面尽管较去年同期有所提升, 不过从边际变化来看, 已较上半年下降 0.12pct, 主要源于生息资产收益率调整, 以及存款端成本上升。在目前降低实体经济融资成本的大背景下, 预计银行资产端收益依旧有调整的压力, 息差对利息净收入增长的贡献度或减弱, 未来银行可能更多依靠规模驱动。非息收入方面, 手续费及佣金净收入 YOY 增 7.9%至 572 亿, 其中 3Q 单季有较强的恢复, YOY 增 17.3%至 183 亿, 其中理财产品及基金销售边际改善。
- **零售业务稳步推进。** 2019 年前三季度公司零售金融业务收入 1069 亿, YOY 增 22.2%, 在营收端占比 55.0%, 较 2018 年提升 4.4pct。从贷款端投向来看, 截止 3Q2019 零售贷款占比 55.2%, 较 4Q2018 提升 0.8pct, 较 2Q2019 提升 0.2pct。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2019、2020 年实现净利 921 亿、1040 亿, 目前股价对应 PE9.7X、8.6X, 对应 PB1.56X、1.37X, 估值较低, 给与“买入”的投资建议。
- **风险提示:** 宏观经济超预期下行

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62,081	70,150	80,560	92,136	104,001
同比增减	%	7.6%	13.0%	14.8%	14.4%	12.9%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.46	2.78	3.19	3.65	4.12
A 股市盈率(P/E)	X	14.4	12.8	11.1	9.7	8.6
每股净资产 (EVPS)	RMB 元	15.95	17.69	20.07	22.78	25.95
A 股市净率 (P/B)	X	2.23	2.01	1.77	1.56	1.37
股利 (DPS)	RMB 元	0.74	0.84	0.94	0.95	0.97
股息率 (Yield)	%	3.94%	2.77%	2.65%	2.68%	2.73%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	209,025	220,897	248,555	278,783	306,887
净利息收入	134,595	144,852	160,384	177,987	191,598
净手续费及佣金收入	60,865	64,018	66,480	74,436	84,344
营业支出	131,307	130,357	141,947	160,960	173,009
业务及管理费用	58,538	66,772	77,112	85,721	93,513
资产减值损失	66,159	59,926	60,837	70,789	74,393
营业利润	77,718	90,540	106,608	117,823	133,878
净利润	62,081	70,150	80,560	92,136	104,001

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
发放贷款及垫款	3,151,649	3,414,612	3,749,949	4,235,363	4,675,049
证券投资	1,394,950	1,513,560	1,337,082	1,428,817	1,537,909
现金及存放央行款项	597,529	616,419	493,382	525,685	576,616
存放同业款项	103,013	76,918	100,160	98,822	108,397
同业拆出资金	200,251	154,628	313,411	248,319	272,377
买入返售金融资产	278,699	252,550	199,386	150,106	164,649
生息资产总计	5,726,091	6,028,687	6,193,370	6,687,113	7,334,997
资产总计	5,942,311	6,297,638	6,745,729	7,283,507	7,989,173
客户存款	3,802,049	4,064,345	4,427,566	4,795,013	5,164,085
向中央银行借款	330,108	414,838	405,314	327,803	354,953
同业存放	555,607	439,118	470,826	493,573	534,452
同业拆入	248,876	272,734	203,950	201,985	218,714
应付债券	275,082	296,477	424,926	512,266	582,759
卖出回购资产	162,942	125,620	78,141	149,107	161,457
付息负债总计	5,374,664	5,613,132	6,010,723	6,479,747	7,016,420
负债总计	5,538,949	5,814,246	6,202,124	6,670,926	7,296,094
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
所有者权益总计	403,362	483,392	543,605	612,581	693,079
负债和所有者权益总计	5,942,311	6,297,638	6,745,729	7,283,507	7,989,173

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	-120,615	-5,660	-35,721	-53,999	-31,793
投资活动产生的现金流量净额	13,720	-84,471	19,718	-17,011	-27,255
筹资活动产生的现金流量净额	-3,996	22,663	94,333	37,667	51,554
现金及现金等价物净增加额	-103,731	-71,687	83,258	-30,720	-6,383

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。