



招商银行 (600036)

盈利能力增益，资产质量持续优化

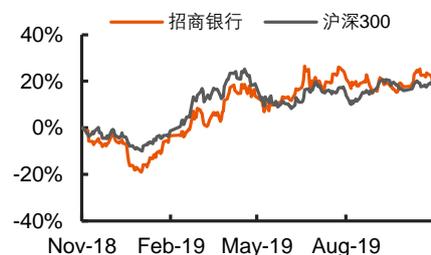
强烈推荐 (维持)

现价: 36.6 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东	香港中央结算(代理人)有限公司/18.06%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	20,629
流通 B/H 股(百万股)	4,591
总市值 (亿元)	9,134.69
流通 A 股市值(亿元)	7,550.19
每股净资产(元)	20.84
资产负债率(%)	91.9

行情走势图



相关研究报告

《招商银行*600036*中期业绩平稳，客户和科技两条主线持续推进》 2019-08-25
《招商银行*600036*业绩稳步提升，零售转向用户流量经营、对公加快科技应用》 2019-03-25

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳 一般从业资格编号
S1060118030009
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

招商银行公布19年三季报，19Q1-3归母净利润同比增14.63%。营收同比上升10.36%，净利息收入同比增11.2%，手续费净收入同比增7.9%。总资产7.3万亿(+8.3%，较年初)，其中贷款较年初增13.46%；存款较年初增8.25%。不良贷款率1.19%(-4bps, QoQ)；拨备覆盖率409.4%(+15pct, QoQ)；Q1-3年化ROE19.19%(+0.12pct, YoY)。

平安观点:

■ 业绩稳健拨备计提放缓，利润增速逐季提升

招行前三季度营收同比增速 10.4%，较上半年提升 0.8pct，利息净收入增速较 1H19 略收敛 2.3pct 至 11.2%的情况下，营收增速上行源于手续费收入高增带动非息收入增速提升，19Q1-3 手续费收入增速 7.4%，较上半年提高 3.4pct，单季增速高达 17.3%，或因财富管理业务表现修复，后续理财子公司开业在即，中收或得到进一步提振。营收平稳下，得益于资产质量持续向好、拨备计提压力缓释，招行 Q3 单季资产减值损失同比缩减 11% (Q1、Q2 分别为 17.5%、-5.7%)，信贷成本下行带动前三季度净利润增速较 1H19 再提升 1.5pct 至 14.6%，19 年以来增速逐季上行。公司年化 ROE 高达 19.19%行业领先，盈利能力进一步增益。

■ 信贷稳步扩增，息差环比回落

公司三季度资产扩张平稳，总资产规模环比中期末扩张 1.6%，其中贷款环比扩增 3% (Q2 环比扩增 5%)，同业资产略有压缩的同时，投资资产规模增速环比略有提升，整体资产结构向高收益信贷倾斜，贷款净额在总资产中占比 57.4%，较年初提升 1.8 个百分点。负债端来看，公司三季度存款规模环比中期末小幅扩增 1.4%，较二季度有所放缓，但负债端占比仍保持 70%以上高位；三季度债券发行提速，规模环比中期末扩增 12.5% (Q2 环比扩增 9.9%)。

公司披露前三季度净息差 2.65%，同比提升 11BP，Q3 单季净息差为 2.57%，环比下降 12BP。息差环比延续下行，结合资产负债结构来看，有贷款收益率承压、存款成本率上升、和高息负债占比提升几方面影响。但息差收敛是行业趋势，招行资产负债结构优于同业，息差仍处于相对高位。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	220897	248555	271319	298553	330949
YoY(%)	5.3	12.5	9.2	10.0	10.9
净利润(百万元)	70,150	80,568	92,905	105,880	121,395
YoY(%)	13.0	14.9	15.3	14.0	14.7
ROE(%)	15.90	15.79	16.22	16.47	16.78
EPS(摊薄/元)	2.78	3.14	3.63	4.15	4.76
P/E(倍)	13.16	11.65	10.08	8.83	7.69
P/B(倍)	2.07	1.82	1.61	1.43	1.26

■ 不良率下行，资产质量持续优化

公司三季度资产质量继续夯实，不良率环比再降 4BP 至 1.19%，不良压力缓释的情况下，招行三季度拨备计提同比少提 11.3% (Q1、Q2 分别为 17.5%、-5.7%)，但拨备覆盖率自然上行 15 个百分点至 409%，拨贷比小幅提升 2BP 至 4.89%，安全边际进一步提升。

■ 投资建议：

公司三季度业绩稳中有进，虽然息差回落拖累营收增速，但不良压力缓释下拨备计提力度放缓支撑业绩释放，利润增速延续上行。公司资产配置审慎，质量持续优化，高拨备提供业绩弹性。根据公司三季报，我们小幅调整盈利预测，预计公司 19/20 年净利润增速为 15.3%/14% (原为 14.2%/13.2%)，目前股价对应 19/20 年 PB 为 1.61/1.43，PE 为 10.08/8.83，维持公司“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：

- 1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。
- 2) 政策调控力度超预期。去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。
- 3) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

图表1 银行盈利预测表

利润表						指标和估值					
百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	百万元; 元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
平均生息资产	5,957,689	6,346,027	6,916,410	7,607,762	8,327,960	ROAA (%)	1.15	1.24	1.31	1.36	1.42
净息差	2.43	2.57	2.50	2.46	2.46	ROAE (%)	15.90	15.79	16.22	16.47	16.78
利息收入	242,005	270,911	299,962	335,024	370,723	每股净资产	17.69	20.07	22.67	25.63	29.03
利息支出	97,153	110,527	123,936	143,223	159,682	EPS	2.78	3.14	3.63	4.15	4.76
净利息收入	144,852	160,384	176,027	191,800	211,041	股利	21185	23707	27337	31154	35720
非息收入						DPS	0.84	0.94	1.08	1.24	1.42
手续费和佣金收入	64,018	66,480	73,159	84,133	96,752	股息支付率	30.20	29.42	29.42	29.42	29.42
汇兑收益	1,934	3,538	3,538	3,538	3,538	发行股份	25220	25220	25220	25220	25220
交易性收入	6,580	13,727	13,727	13,727	13,727						
其他收入	3,513	4,426	4,869	5,355	5,891						
非息总收入	76,045	88,171	95,292	106,753	119,908						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	66,772	77,112	84,685	93,245	102,833	增长率 (%)					
其他费用	1,507	1,866	2,053	2,258	2,484	净利息收入	7.6	10.7	9.8	9.0	10.0
营业税金及附加	2,152	2,132	2,346	2,698	3,103	非利息收入	1.2	15.9	8.1	12.0	12.3
非息总费用	70,431	81,110	89,084	98,201	108,419	非利息费用	8.1	15.2	9.8	10.2	10.4
税前利润	90,680	106,505	119,770	137,227	158,500	净利润	13.0	14.9	15.3	14.0	14.7
所得税	20,042	25,678	26,865	31,347	37,104	平均生息资产	6.8	6.5	9.0	10.0	9.5
净利润	70,150	80,568	92,905	105,880	121,395	总付息负债	4.4	7.1	10.6	9.6	9.3
						风险加权资产	4.8	15.9	13.6	10.2	7.6
						营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	65.6	64.5	64.9	64.2	63.8
总资产	6,297,638	6,745,729	7,447,854	8,159,891	8,922,847	佣金手续费收入占比	29.0	26.7	27.0	28.2	29.2
贷款总额	3,565,044	3,933,034	4,499,384	5,046,486	5,627,903	营业效率 (%)					
客户存款	4,064,345	4,427,566	4,826,047	5,308,652	5,839,517	成本收入比	30.2	31.0	31.2	31.2	31.1
其他付息负债	1,548,787	1,583,157	1,820,974	1,975,681	2,122,097	流动性 (%)					
股东权益	480,210	540,118	605,686	680,411	766,086	贷款占生息资产比	57.3	59.1	61.0	62.7	64.1
资产质量						平均存贷比	86.8	88.3	91.1	94.2	95.8
不良贷款	57,393	53,605	52,957	59,212	64,919	资本 (%)					
不良率	1.61	1.36	1.18	1.17	1.15	核心一级资本充足率	12.1	11.8	11.8	12.1	12.8
贷款损失拨备	150,432	192,000	227,714	269,417	311,613	一级资本充足率	13.0	12.6	12.5	12.8	13.4
拨备覆盖率	262	358	430	455	480	资本充足率	15.5	15.7	16.0	16.5	17.7
拨贷比	4.22	4.87	5.06	5.34	5.54						
信用成本	60,052	60,051	62,354	63,015	63,919						
信用成本 (%)	1.76	1.58	1.48	1.32	1.20						

资料来源: 公司年报、平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033