



600036.SH

买入

市场价格：人民币 25.85

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.6)	(5.3)	(8.7)	20.1
相对上证指数	8.0	3.7	0.6	29.6

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	543,160
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,302
资本充足率(%)	15.5
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行:银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

*林颖为本报重要贡献者

招商银行

零售优势巩固，转型金融科技

招商银行的零售优势领先，公司前瞻性的战略布局以及坚定的执行力积累客户基础，产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性，零售地位短期内难被超越。公司的轻型化转型见成效，ROE处于行业较高水平，资本金补充压力较小，我们认为公司未来的业绩能够维持稳健增长，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 零售业务贡献度不断提升。招行在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势，零售业务优势突出，短期内难以被其他银行赶超。公司零售对收入的贡献超50%。零售业务具有低资本消耗、利润贡献稳定的特点，在监管趋严的环境下优势更加突出。
- 控增速调结构，不良延续双降。招行4季度以来规模扩张增速放缓以调整结构，资产结构上继续向贷款倾斜（1季度贷款占比为57%）。公司资产质量改善持续，1季度不良延续双降，资产质量在同类银行中表现优异。此外，公司拨备覆盖率和拨贷比都处于行业较高水平，表明了公司应对潜在的信用风险能力较强。
- 轻型化转型显成效，资本金补充压力小。公司的轻型化转型见成效，ROE处于行业较高水平（2017年为16.5%），盈利能力保持行业前列。我们认为招行较高的ROE水平有助于资本的内生性补充，公司资本金压力相对小。

评级面临的主要风险

- 零售存款恶性竞争，市场龙头优势弱化。2018年以来，在同业、非标业务严监管持续背景下，银行负债端对核心存款依赖度提升，多家银行零售战略转型加速，存款市场竞争加剧。如果零售存款出现恶性竞争，我们认为招行零售市场龙头的优势将有所弱化，零售业务板块业务发展速度将有所放缓，不利于公司业绩的稳定增长。

估值

- 我们预计招商银行2018-2019年每股收益分别3.21元、3.72元，净利润同比增速为15.5%、15.8%，目前股价对应2018/19年市盈率为8.05倍/6.95倍，市净率为1.30倍/1.15倍，维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币 百万)	208,970	219,390	233,277	248,112	263,986
变动(%)	26.2%	5.0%	6.3%	6.4%	6.4%
净利润(人民币 百万)	62,081	70,150	81,031	93,825	106,261
变动(%)	11.0%	13.0%	15.5%	15.8%	13.3%
净资产收益率(%)	17.3%	16.5%	17.1%	17.5%	17.6%
每股收益(人民币)	2.46	2.78	3.21	3.72	4.21
市盈率(倍)	10.50	9.29	8.05	6.95	6.14
市净率(倍)	1.62	1.46	1.30	1.15	1.01

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	2.46	2.78	3.21	3.72	4.21
BVPS (摊薄/元)	15.95	17.69	19.93	22.53	25.47
每股股利	0.74	0.84	0.97	1.12	1.27
分红率(%)	30.06	30.20	30.20	30.20	30.20
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	3,262	3,565	3,850	4,158	4,491
证券投资	1,460	1,597	1,709	1,812	1,920
应收金融机构的款项	582	484	484	484	484
生息资产总额	5,791	6,112	6,512	6,934	7,392
资产合计	5,942	6,298	6,710	7,144	7,616
客户存款	3,802	4,064	4,345	4,644	4,965
计息负债总额	5,375	5,613	5,908	6,208	6,528
负债合计	5,539	5,814	6,169	6,538	6,935
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	402	480	537	602	676
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	134.60	144.85	154.90	164.98	175.77
净手续费及佣金收入	60.87	64.02	67.86	72.61	77.69
营业收入	208.97	219.39	233.28	248.11	263.99
营业税金及附加	(6.36)	(2.15)	(2.33)	(2.48)	(2.64)
拨备前利润	145.12	150.61	161.10	171.34	184.93
计提拨备	(66.16)	(59.93)	(56.36)	(50.05)	(47.57)
税前利润	78.96	90.68	104.75	121.28	137.36
净利润	62.08	70.15	81.03	93.83	106.26
资产质量					
NPL ratio(%)	1.87	1.61	1.50	1.45	1.45
NPLs	61.12	57.39	57.75	60.29	65.12
拨备覆盖率(%)	180	262	329	372	394
拨贷比(%)	3.37	4.22	4.93	5.39	5.71
一般准备/风险加权资(%)	0.76	0.95	1.11	1.22	1.30
不良贷款生成率(%)	1.80	0.46	0.46	0.46	0.46
不良贷款核销率(%)	(1.35)	(0.57)	(0.45)	(0.40)	(0.35)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理 (%)					
贷款增长率	29.74	9.30	8.00	8.00	8.00
生息资产增长率	25.21	5.55	6.54	6.48	6.60
总资产增长率	25.58	5.98	6.54	6.48	6.60
存款增长率	15.06	6.90	6.90	6.90	6.90
付息负债增长率	25.29	4.44	5.26	5.07	5.16
净利息收入增长率	20.17	7.62	6.94	6.51	6.54
手续费及佣金净收入增	36.18	5.18	6.00	7.00	7.00
营业收入增长率	26.24	4.99	6.33	6.36	6.40
拨备前利润增长率	38.06	3.78	6.97	6.35	7.93
税前利润增长率	7.53	14.84	15.51	15.79	13.25
净利润增长率	11.04	13.00	15.51	15.79	13.25
非息收入占比	29.13	29.18	29.09	29.26	29.43
成本收入比	27.77	30.44	30.00	30.00	29.00
信贷成本	2.17	1.76	1.52	1.25	1.10
所得税率	21.00	22.10	22.10	22.10	22.10
盈利能力 (%)					
NIM	2.50	2.43	2.45	2.45	2.45
拨备前 ROAA	2.72	2.46	2.48	2.47	2.51
拨备前 ROAE	40.49	34.13	31.68	30.08	28.92
ROAA	1.16	1.15	1.25	1.35	1.44
ROAE	17.32	16.54	17.08	17.52	17.56
流动性 (%)					
分红率	30.06	30.20	30.20	30.20	30.20
贷存比	85.79	87.72	88.62	89.53	90.45
贷款/总资产	54.89	56.61	57.38	58.20	58.97
债券投资/总资产	24.56	25.36	25.47	25.36	25.21
银行同业/总资产	9.79	7.69	7.21	6.78	6.36
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	11.54	12.06	10.64	11.35	12.09
资本充足率	12.00	12.66	13.13	13.69	14.29
加权风险资产-一般法					
% RWA/总资产(%)	64.84	67.55	67.55	67.55	67.55

资料来源: 公司数据及中银证券预测