

招商银行 (600036)

证券研究报告
2018年10月31日

息差高位平稳，盈利持续高增

事件：10月30日晚间，招商银行披露18年三季报。18年前三季度实现归母净利润673.80亿元，YoY +14.6%；营收1882.21亿元，YoY +13.2%；1-9月年化ROE为18.66%。9月末，总资产6.51万亿。

点评：盈利维持高增，息差高位平稳。前三季度归母净利润同比增14.6%，增速持续领先股份行。3Q18拨备前净利润增速较1H18提升3.2个百分点至12.6%，反映出公司收入增长持续强劲。

(1) 规模平稳增长以及息差维持高位带来净利息收入同比增9.9%。前三季度平均生息资产同比增6.1%，增速较为平稳；净息差2.54%，维持高位水平(1H18为2.54%)。据测算，Q3负债成本率1.96%，持平于2Q18。Q3资产收益率水平亦较平稳。

(2) 非利息净收入同比增8.05% (考虑金融准则切换影响)，其中，中收同比增7.4%，在资管新规影响下，仍维持了较快增长，主要得益于其银行卡业务、信贷承诺业务中收高增。(3) 前三季度拨备计提力度较大以及税负优惠低于17年同期给3Q18盈利增速带来一定负面影响。

资源向信贷倾斜，票据贴现占比提升较快。3季度末，资产规模环比略降0.4%，符合公司一直以来更注重发展“质量”的战略导向。在规模增长放缓之下，3Q18贷款同比增8.8%，较年初增10.9%，增速明显快于同业及投资类资产，资源向信贷倾斜较为明显。根据公司类贷款口径来看，前三季度票据贴现增长明显快于对公贷款增长。3Q18对公贷款占信贷比重下降至41% (1Q18为43%)，票据贴现占比提升至6.6% (1Q18为4.9%)。

我们认为主要与经济下行压力之下，公司经营较为审慎，更偏好短期票据等低风险资产。此外，票据贴现占比提升，或对资产端整体收益率提升有一定压制作用，或是3季度同业资产占比下降、信贷占比提升的情况下，资产端利率水平却未明显上行的重要原因。

不良率环比下降，不良生成略升。9月末，不良率1.42%，环比下降1BP。我们测算3季度单季加回核销不良生成率0.61% (Q2单季为0.49%)，不良生成稳中略升，公司不良确认严格，关注与逾期比率均较低，未来资产质量压力不大。9月末，拨备覆盖率326%，维持股份行较高水平；拨贷比高达4.64%，拨备安全垫厚实。

投资建议：ROE维持高位，看好公司金融科技战略升级

18年以来存款竞争加剧背景下，公司存款成本率波动不大，归功于其较好的零售客户基础。3季度负债成本维持平稳，公司吸存策略或更积极。公司整体风险偏好不高，存量资产质量较优，新增资产的不良压力或不大。我们维持18、19年盈利增速18.6%、19.1%，对应18年BVPS 19.85元/股，考虑公司在金融科技银行战略升级之下，ROE有望高位持续提升。给予零售银行龙头1.7倍18年PB，对应目标价33.75元/股，维持买入评级。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；负债成本抬升风险等。

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	28.35元
目标价格	33.75元

基本数据

A股总股本(百万股)	20,628.94
流通A股股本(百万股)	20,628.94
A股总市值(百万元)	584,830.57
流通A股市值(百万元)	584,830.57
每股净资产(元)	19.49
资产负债率(%)	91.87
一年内最高/最低(元)	35.35/24.70

作者

廖志明	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
林瑾璐	分析师
SAC执业证书编号：S1110517090002	
linjinlu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

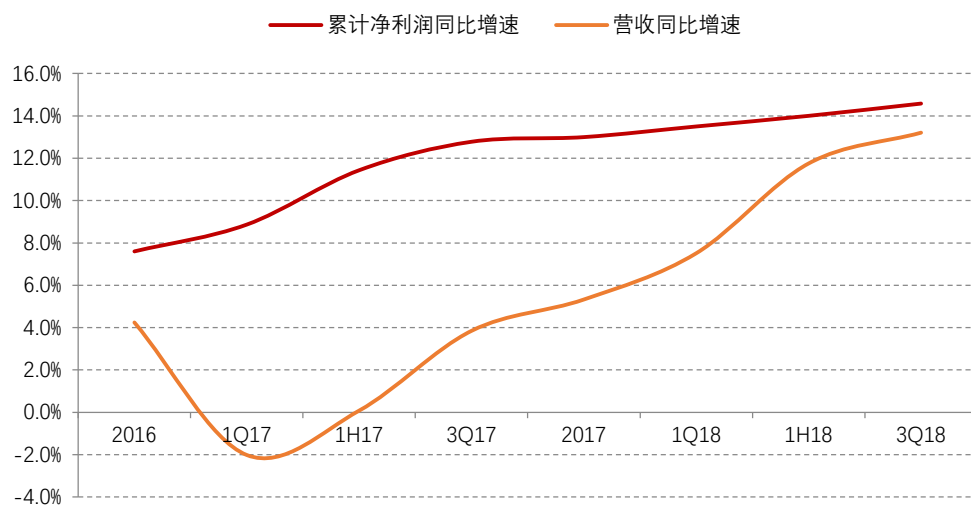
相关报告

- 1 《招商银行-半年报点评:息差维持高位，资产质量平稳向好》 2018-08-26
- 2 《招商银行-公司点评:营收与盈利稳中有升，非息表现亮眼》 2018-07-25
- 3 《招商银行-公司点评:高管增持彰显信心，零售之王飞跃可期》 2018-05-13

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	2097	2209	2358	2616	2946
增长率(%)	4.2	5.3	6.8	10.9	12.6
归属母公司股东净利润(亿元)	621	702	832	991	1186
增长率(%)	7.6	13.0	18.6	19.1	19.7
每股收益(元)	2.46	2.78	3.30	3.93	4.70
市盈率(P/E)	11.52	10.19	8.59	7.22	6.03
市净率(P/B)	1.78	1.60	1.43	1.20	1.01

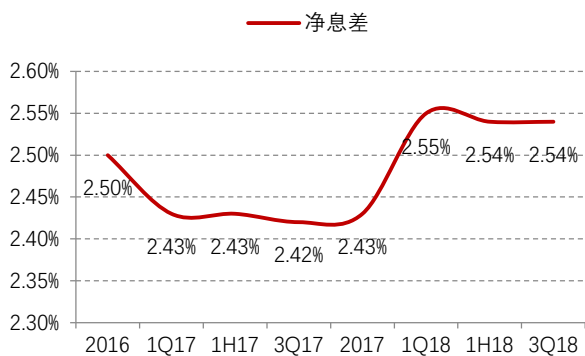
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1: 招商银行 3Q18 累计净利润同比增 14.6%，营收同比增速持续提升



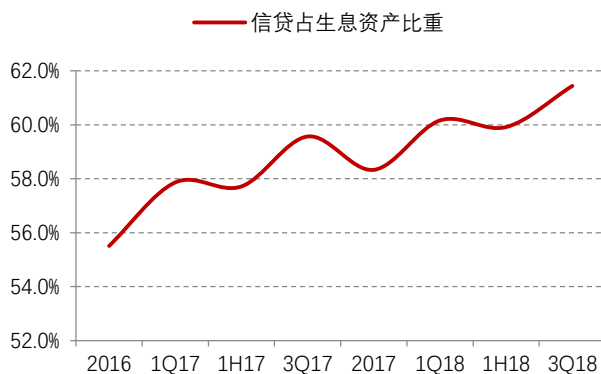
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 招商银行 18 年前三季度净息差 (披露值) 2.54%，维持高位



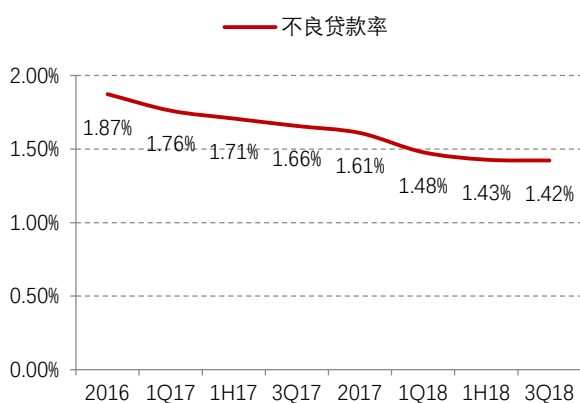
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 招商银行信贷占生息资产比重持续提升



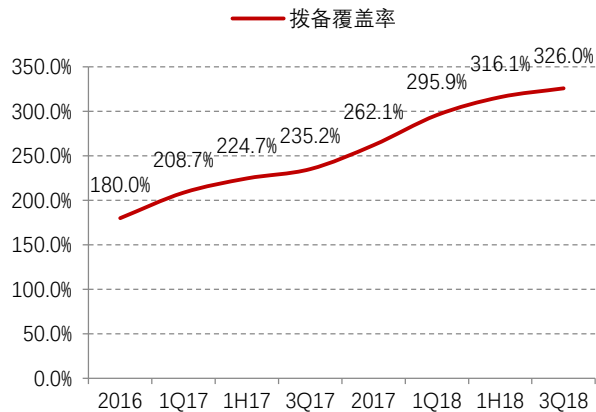
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 4: 招商银行 9 月末不良率 1.42%，环比下降 1BP



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 5: 招商银行 9 月末拨备覆盖率持续提升至 326.0%



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长					
净利息收入	1346	1449	1582	1801	2067	净利润增速	7.6%	13.0%	18.6%	19.1%	19.7%
手续费及佣金	609	640	672	706	741	拨备前利润增速	8.8%	4.6%	6.6%	13.5%	15.8%
其他收入	143	120	103	109	139	税前利润增速	5.2%	14.8%	15.4%	20.5%	19.6%
营业收入	2097	2209	2358	2616	2946	营业收入增速	4.2%	5.3%	6.8%	10.9%	12.6%
营业税及附加	(64)	(22)	(24)	(26)	(29)	净利息收入增速	-1.6%	7.6%	9.2%	13.8%	14.7%
业务管理费	(580)	(668)	(714)	(750)	(788)	手续费及佣金增速	13.9%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1453	1520	1620	1839	2129	营业费用增速	4.1%	15.1%	7.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(662)	(599)	(557)	(557)	(596)	规模增长					
税前利润	790	907	1047	1262	1509	生息资产增速	8.5%	4.0%	8.8%	10.8%	10.9%
所得税	(166)	(200)	(209)	(265)	(317)	贷款增速	15.5%	9.3%	10.0%	11.0%	11.0%
净利润	621	702	832	991	1186	同业资产增速	-1.9%	-16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	1.6%	8.8%	10.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	32617	35650	39215	43529	48317	其他资产增速	22.4%	90.5%	-3.2%	-9.9%	-5.8%
同业资产	5820	4841	4841	4841	4841	计息负债增速	8.3%	4.4%	7.5%	8.9%	9.3%
证券投资	14509	15784	17362	19966	22961	存款增速	6.4%	6.9%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	58757	61116	66501	73674	81724	同业负债增速	-10.1%	-13.4%	-2.0%	-1.0%	0.0%
非生息资产	1766	3365	3259	2937	2766	股东权益增速	11.5%	19.8%	11.3%	17.7%	18.0%
总资产	59423	62976	67928	74443	81945	存款结构					
客户存款	38020	40643	44301	48288	52634	活期	62.9%	62.8%	62.84%	62.84%	62.84%
其他计息负债	15726	15488	16032	17384	19158	定期	37.1%	37.2%	37.16%	37.16%	37.16%
非计息负债	1643	2011	2212	2433	2677	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	55389	58142	62545	68106	74469	贷款结构					
股东权益	4034	4834	5382	6336	7476	企业贷款(不含贴现)	48.0%	46.7%	42.67%	42.67%	42.67%
每股指标						个人贷款	47.2%	50.1%	55.08%	55.08%	55.08%
每股净利润(元)	2.46	2.78	3.30	3.93	4.70	资产质量					
每股拨备前利润(元)	5.76	6.03	6.42	7.29	8.44	不良贷款率	1.87%	1.61%	1.42%	1.26%	1.13%
每股净资产(元)	15.95	17.69	19.85	23.61	28.11	正常	96.04%	96.79%	98.45%	98.50%	98.55%
每股总资产(元)	235.62	249.71	269.34	295.17	324.92	关注	2.09%	1.60%	1.55%	1.50%	1.45%
P/E	11.5	10.2	8.6	7.2	6.0	次级	0.75%	0.48%			
P/PPOP	4.9	4.7	4.4	3.9	3.4	可疑	0.68%	0.61%			
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0	损失	0.45%	0.52%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	拨备覆盖率	180.02%	262.11%	328.25%	393.67%	464.29%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.50%	2.43%	2.48%	2.57%	2.66%	资本充足率	13.33%	15.48%	15.86%	16.51%	17.49%
净利差(Spread)	2.39%	2.29%	2.29%	2.31%	2.33%	核心资本充足率	11.54%	12.06%	12.69%	13.55%	14.70%
贷款利率	4.91%	4.81%	4.81%	4.86%	4.91%	资产负债率	93.21%	92.32%	92.08%	91.49%	90.88%
存款利率	1.27%	1.27%	1.17%	1.17%	1.17%	其他数据					
生息资产收益率	4.01%	4.06%	4.06%	4.08%	4.10%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.62%	1.77%	1.77%	1.79%	1.81%						
盈利能力											
ROAA	1.09%	1.15%	1.28%	1.40%	1.52%						
ROAE	16.27%	16.54%	17.58%	18.08%	18.18%						
拨备前利润率	2.55%	2.48%	2.48%	2.58%	2.72%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com