

2018年12月17日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$)

32.0/36.0

## 招商银行(600036/3968.HK)

买入

### 零售业务稳扎稳打

#### 结论与建议:

招商银行作为零售银行领先者，在2004年零售转型以来，稳步推动零售战略，其零售贷款占比正不断提升，并带来利率溢价。存款方面，做大做强AUM，获得高质量零售存款，降低负债端成本。公司在财富管理业务上不断发力，推动整体手续费收入不断提升。资产质量方面，近几年招行不良率整体处于平稳下降过程中。在资产质量向好的背景下，招行的拨备水准不断提升，拨备充裕。展望明年，公司继续严控风险，息差或略有下降，不过较高的拨备水准或对明年的业绩起到反哺作用。我们看好招行零售业务发展，考虑估值切换后对应19年PB1.15X，估值合理，给与“买入”的投资建议。

#### 公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2018/12/14)	28.33
上证指数(2018/12/14)	2593.74
股价 12 个月高/低	34.23/23.92
总发行股数(百万)	25219.85
A 股数(百万)	20628.94
A 市值(亿元)	5844.18
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(18.03%)
每股净值(元)	19.49
股价/账面净值	1.45
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.5 0.5 4.3

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-10-31	28.35	买入

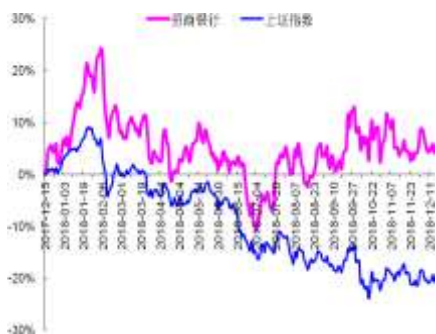
#### 产品组合

利息净收入	62.7%
非利息净收入	37.3%

#### 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



- 稳步推动零售贷款，并带来利率溢价：**招行在转型零售银行以来，其零售贷款占比正不断提升，截止 1H2018，零售贷款在总贷款中的比重已达到了 49%。零售贷款结构方面，不断发力信用卡贷款，信用卡贷款占比逐年提升，成为仅次于房贷的第二大零售贷款。加大对零售资产端的投向给招行带来不错的收益水准。由于零售端相对溢价水准较高，从 2010 年开始，在对公利率下行的背景下，零售收益率相对稳健，获得了相对较大的利率溢价。
- 做大做强 AUM，获得高质量零售存款：**招行围绕零售业务做大做强，做大客户 AUM（管理客户总资产），获得高质量的活期存款。截止 1H2018，招行 AUM 已达到 66328 亿，其中金葵花客户（指在招行月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户）贡献 54244 亿。招行零售活期存款在总零售存款中的占比已达到了 71.6%，利率仅为 0.3%，大大降低了公司负债端的成本。
- 财富管理成果显著，非息收入占比高：**零售端整体手续费净收入大部分源于财富管理端贡献。公司在财富管理业务上不断发力（销售理财、基金、信托等），推动整体手续费收入不断提升。目前零售业务手续费已占公司整体手续费六成左右。
- 资产质量改善，资本充足：**近几年招行不良率整体处于平稳下降过程中。截止 3Q2018，不良率为 1.42%，较年初下降 0.19pct。在资产质量向好的背景下，招行的拨备水准不断提升，截止 3Q2018，招行的拨备覆盖率达到 326%，拨备充裕。
- 展望 2019 年：**1、新增贷款方面依旧以零售贷款为主，结构方面会更偏向于在一二线的按揭贷款。2、存款这边受 M2 增速掣肘，增长不会太超预期。对公存款会在战略客户方面发力，做好其综合收益，并争取政府存款；零售存款方面继续强化客户质量，获得高质量的活期存款。3、鉴于目前市场利率较低，可能会用同业存单替代部分高成本的结构存款，降低负债端成本。4、净息差受结构调整影响，很难继续扩大。5、资产质量展望稳定。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2018、2019、2020 年净利分别为 803 亿、927 亿、1082 亿，目前 A 股股价对应 PE 分别为 8.9X、7.7X、6.6X，PB 为 1.36X、1.15X、0.98X，估值合理，给与“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济超预期下行

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62,081	70,150	80,344	92,707	108,162
同比增减	%	7.6%	13.0%	14.5%	15.4%	16.7%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.46	2.78	3.18	3.67	4.29
A 股市盈率 (P/E)	X	11.5	10.2	8.9	7.7	6.6
每股净资产 (BVPS)	RMB 元	15.95	17.69	20.88	24.55	28.84
A 股市净率 (P/B)	X	1.78	1.60	1.36	1.15	0.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.74	0.84	0.90	0.95	0.95
股息率 (Yield)	%	3.94%	2.77%	3.18%	3.35%	3.35%

## 基本情况

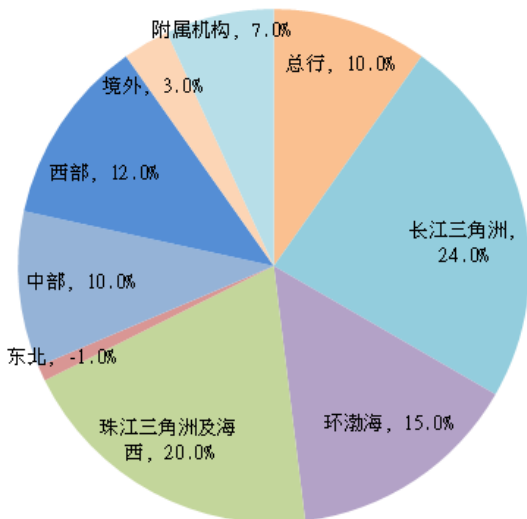
招商银行成立于 1987 年，总部位于深圳。公司业务主要集中在一二线城市。成立至今，主要股东均为招商局集团（目前持股三成左右，包括直接及间接）。

截至 2017 年年底，公司共拥有超 1800 家分支机构，在 130 多个城市设立了服务网点，并拥有 6 家境外分行和 3 家境外代表处。

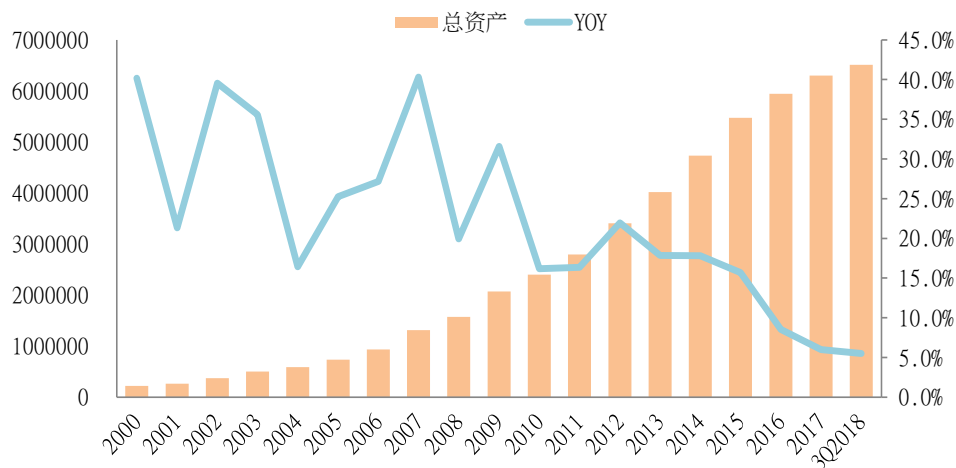
招商银行是一家拥有银行、金融租赁、基金、寿险、境外投行等金融牌照的银行集团。公司全资拥有招银金融租赁，永隆银行（香港）及招银国际金融控股（香港），控股招商基金，持有招商信诺人寿保险及招联消费金融 50% 股权。

资产规模方面，在经历了高速扩张之后，近几年有所放缓，实现 6% 左右的稳健增长。在规模上，以总资产口径来看，目前已达到 6.5 万亿，在股份行中仅次于兴业银行，排名前列。

图：公司业务分部（净利润口径，%）



图：招商银行总资产及增长（百万元，%）

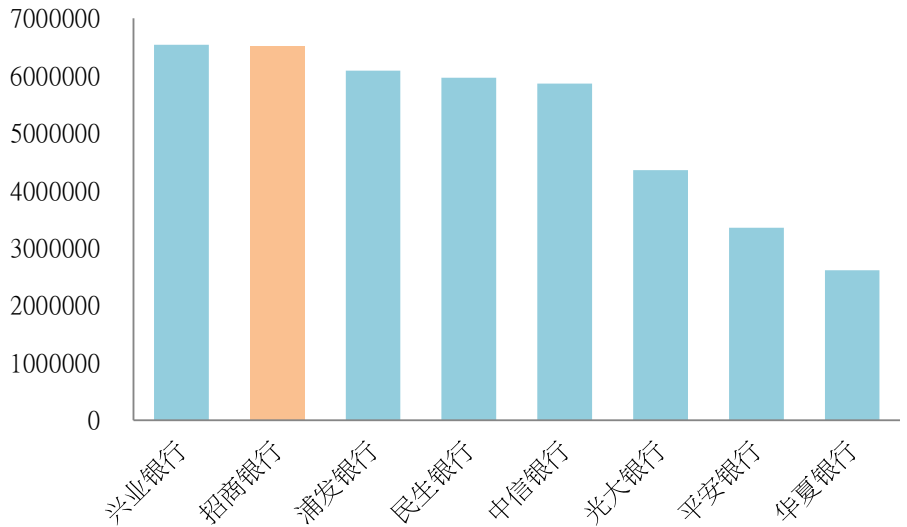
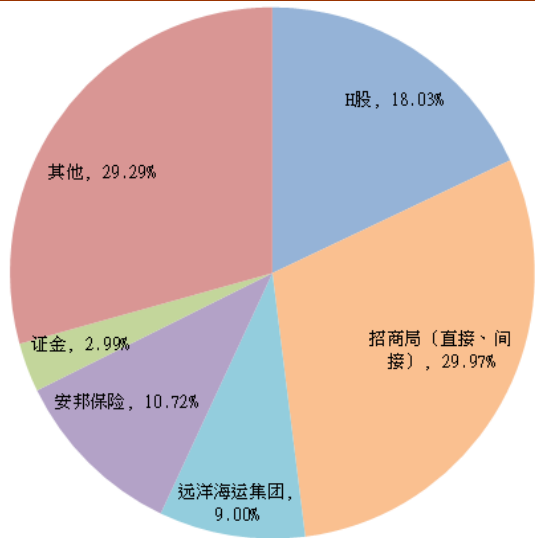


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：截止 3Q2018 招商银行股东情况

图：招商银行总资产与其他股份行对比（中信行业分类，百万元）

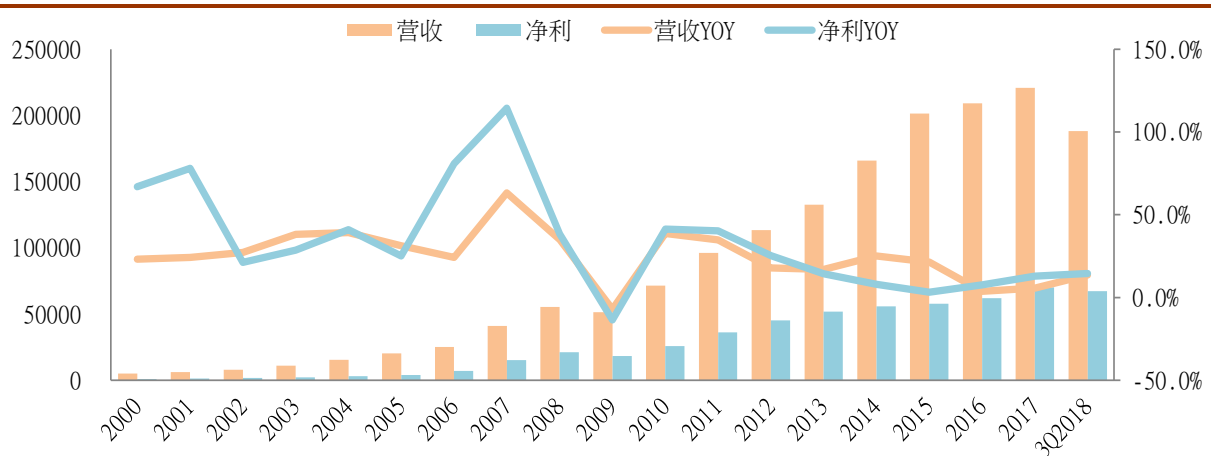


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

从收入及获利情况来看，以 2000-2017 年时间段计算，营收 CAGR 达 25%，净利 CAGR 达 30%。2017 年营收已达 2209 亿，净利已达 702 亿。近几年营收和净利增速整体呈现一个触底回升的趋势。2016、2017 及 3Q2018，营收端 YOY 增 3.7%、5.7%、13.6%，净利端 YOY 增 7.6%、13.0%、14.6%。

图：公司营收及净利情况（百万元，%）



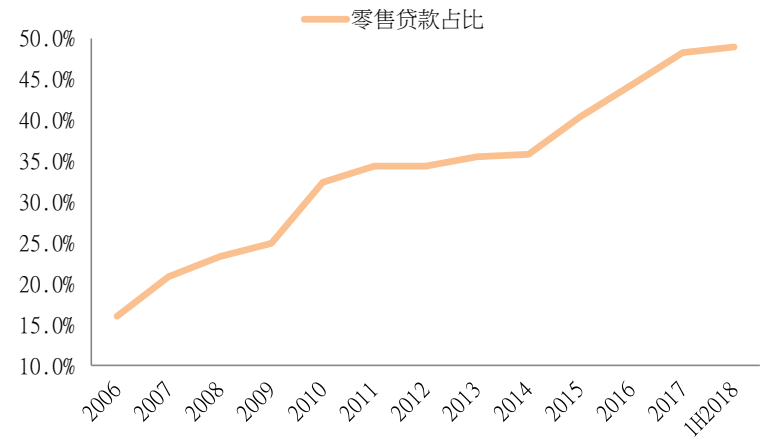
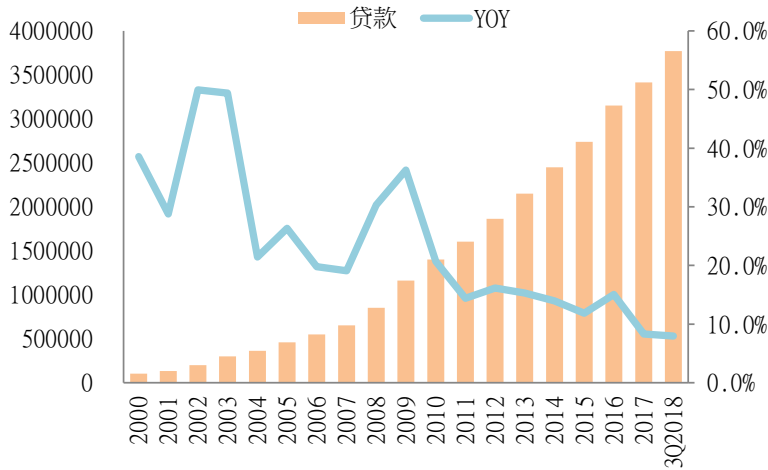
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

### 稳步发力零售贷款，目前占比近一半

招行贷款方面整体增长稳健，2017、3Q2018 贷款分别增 8.3%、8.0%。贷款结构方面，正不断发生变化。在转型零售银行以来，其零售贷款占比正不断提升，截止 1H2018，零售贷款在总贷款中的比重已达到了 49%。

图：招行贷款规模及增长（百万元，%）

图：招商零售贷款占比（%）

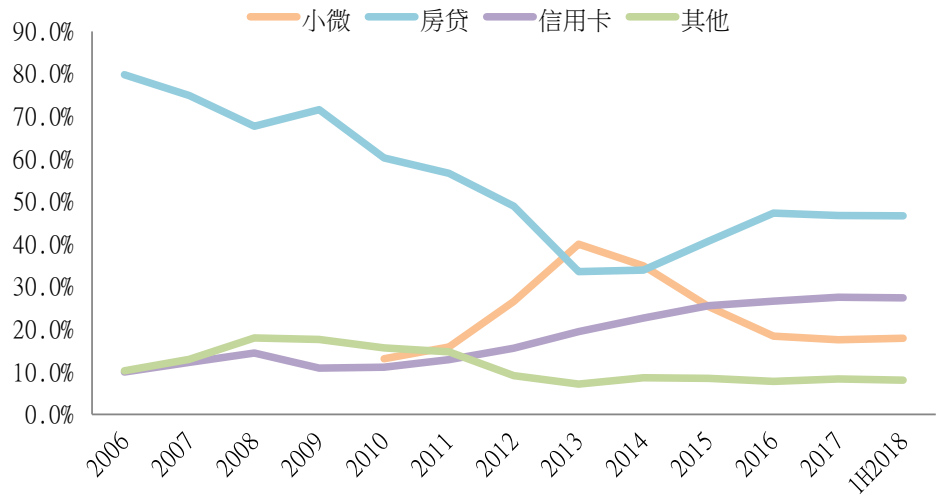


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

从零售贷款投向来看，房贷虽然依旧为招行主要方向，占比 46.7%（1H2018 数据）。不过从趋势方面，招行正不断发力信用卡贷款，信用卡贷款占比逐年提升，成为仅次于房贷的第二大零售贷款，截止 1H2018，占比 27.4%。以经营贷为主的小微贷款及其他类贷款（包括综合消费、商用房、汽车、住房装修等）近几年分别保持在 18%、8% 的水准。

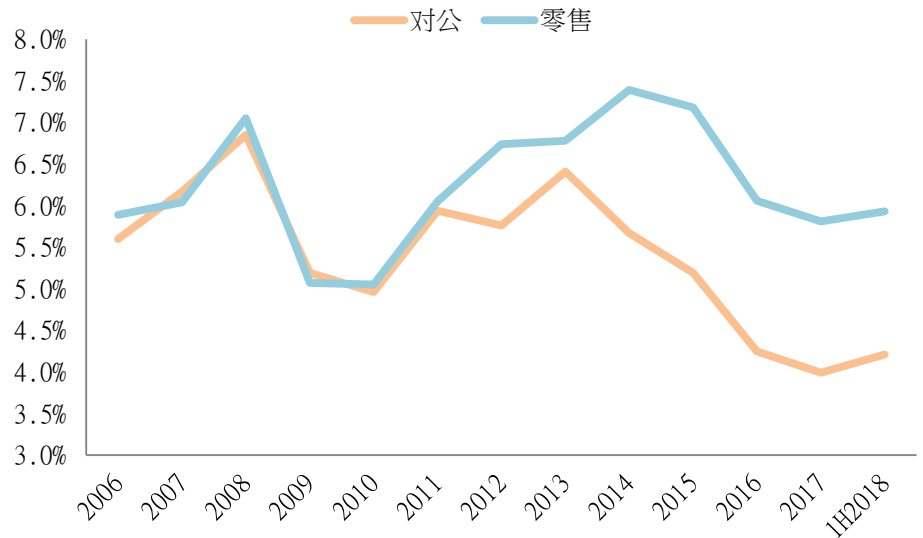
图：招商零售贷款结构 (%)



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理（招行在 2010 年将小微贷款从其他类贷款中独立出来进行统计）

加大对零售资产端的投向的确给招行带来不错的收益水准。零售端相对溢价水准较高，从 2010 年开始，在对公利率下行的背景下，零售收益率相对稳健，获得了相对较大的利率溢价。不过零售端做好依旧有赖于公司整体管理效率的提升及金融科技应用等。

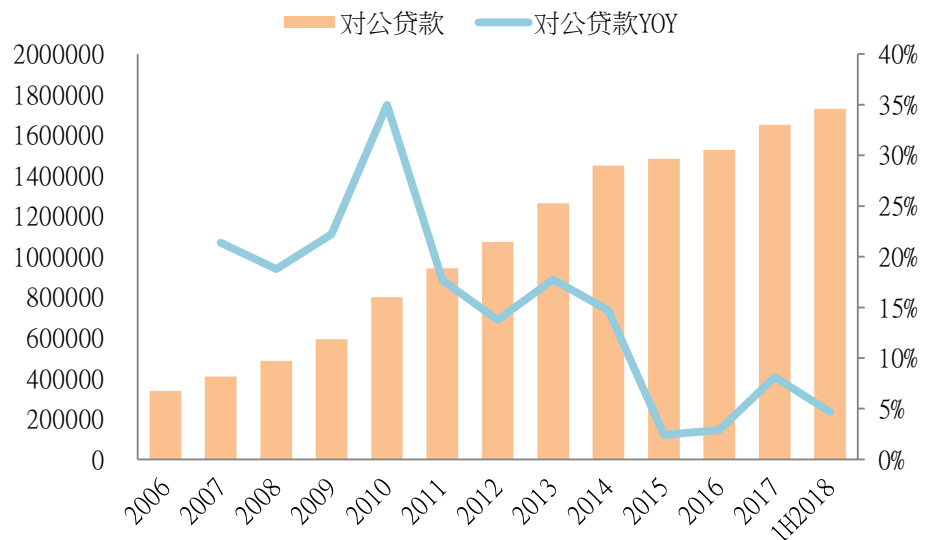
图：招商银行零售及对公利率 (%)



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

对公贷款方面，虽然在零售业务较快发展的过程中，占比有所减少。不过考虑到对公业务对招行的现实意义（如对存款端的贡献），依旧将保持较稳健的增长。今年上半年对公存款依旧实现近 5% 的稳健增长。

图：对公贷款及增长（百万元，%）



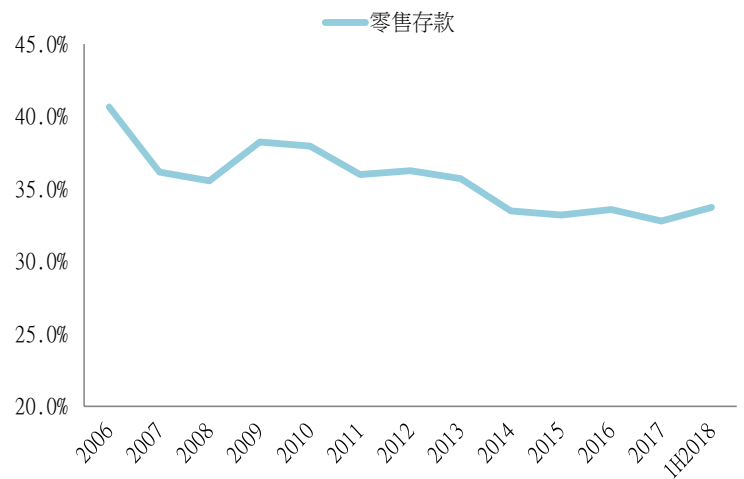
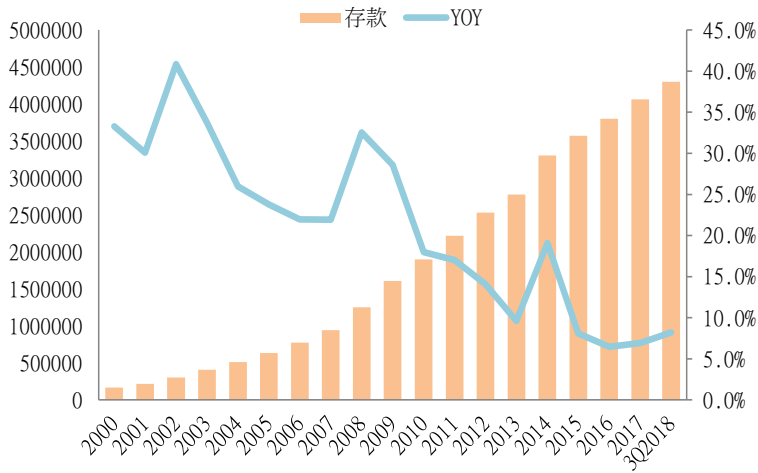
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

### 存款活期化，零售端表现更为明显

存款方面，在 M2 增速下降的影响下，招行近年增长也相对平稳。2016、2017、3Q2018YOY 分别增 6.4%、6.9%、8.2%。以存款平均余额计算，零售存款近几年占比三分之一左右。

图：招商银行存款规模及增长（百万元，%）

图：招商零售存款占比（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

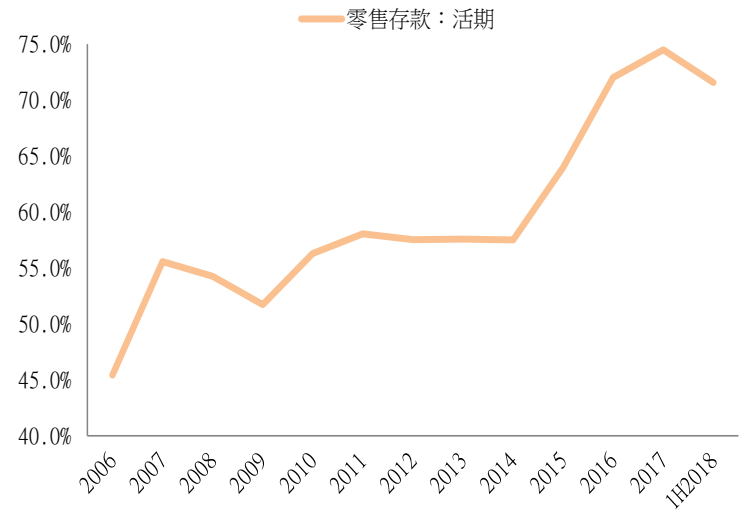
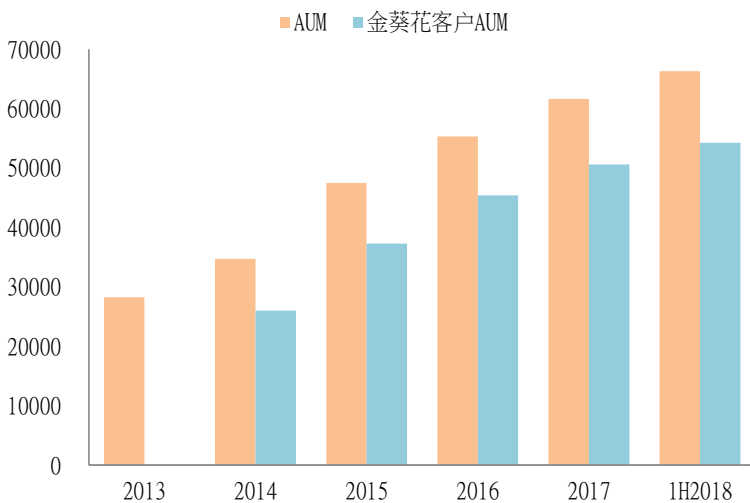
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

招行围绕零售业务做大做强，做大客户 AUM（管理客户总资产），获得高质量的活期存款。截止 1H2018，招行 AUM 已达到 66328 亿，其中金葵花客户（指在招行月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户）贡献 54244 亿。

截止 1H2018，招行零售活期存款在总零售存款中的占比已达到了 71.6%，利率为 0.3%，大大降低了公司负债端的成本。

图：招行 AUM 及金葵花客户贡献（亿元）

图：招行活期零售存款占比 (%)



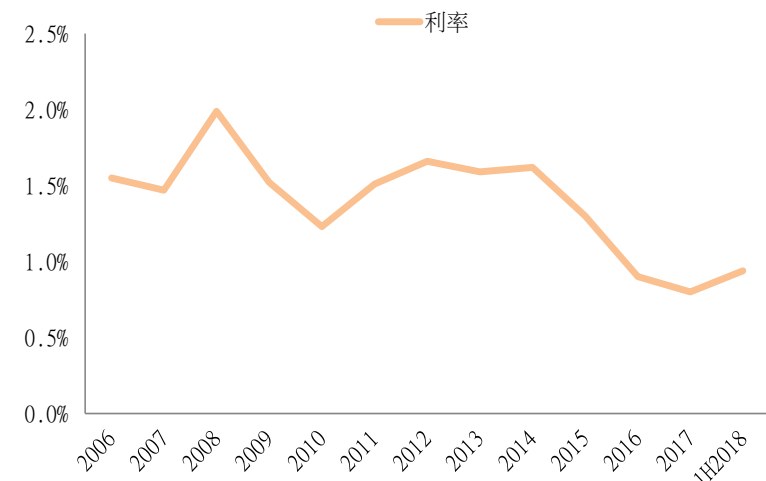
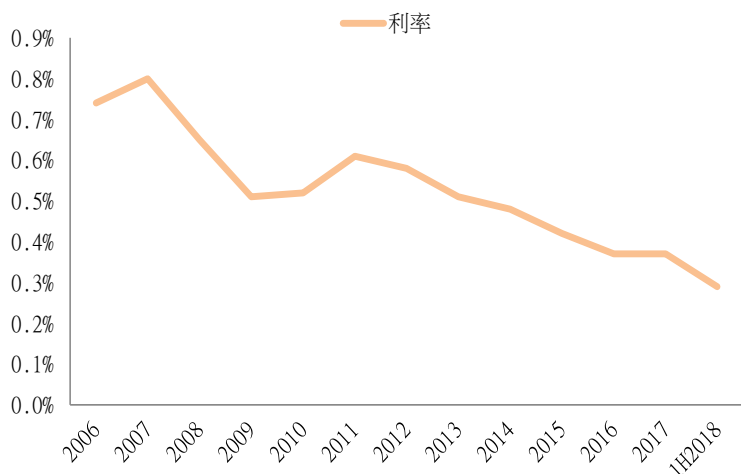
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：活期零售存款利率 (%)

图：招商银行整体零售端存款成本 (%)





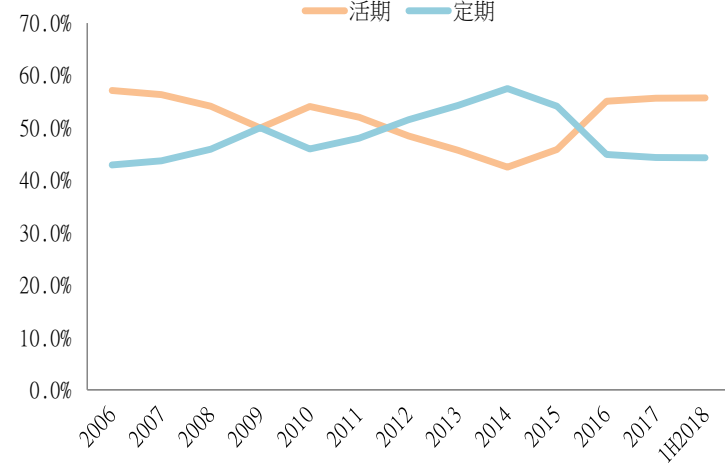
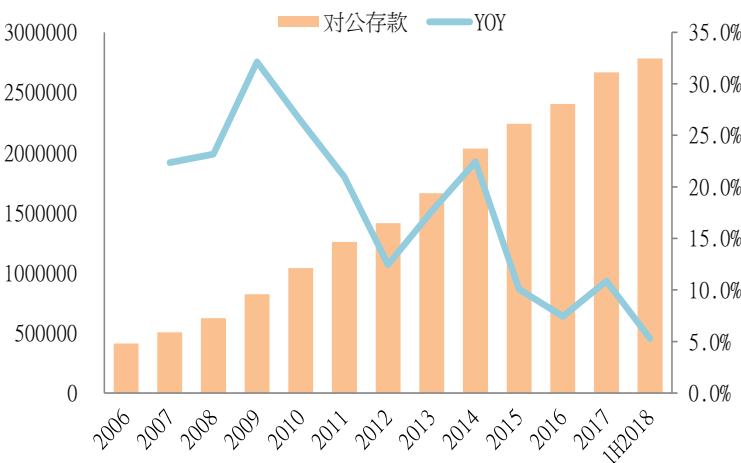
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

对公存款方面，作为招行规模扩张的主要“弹药”，在存款中占比七成左右。公司围绕交易银行、投资银行两大优势产品体系来服务客户，提升客户综合贡献和粘性，加强与战略客户的合作（从总行到分行），并争取政府存款，实现了对公存款的稳定增长。在存款性质方面，近几年也看到了活期化的趋势。

图：招商存款规模及增长（百万元，%）

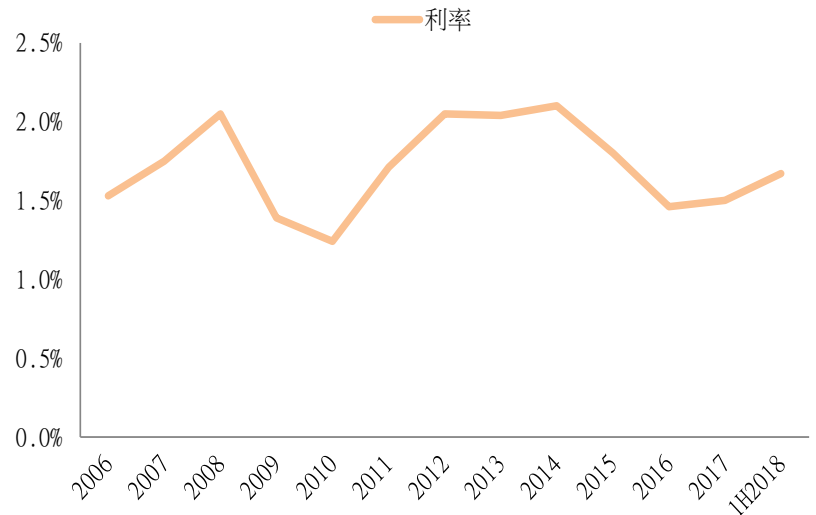
图：招商零售存款（%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：招行对公存款利率 (%)

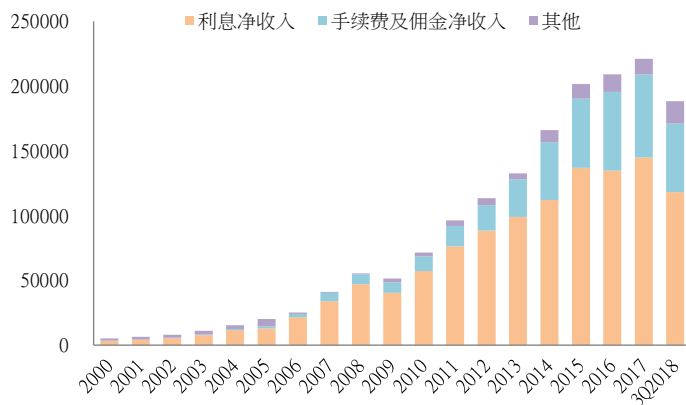


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

### 非息收入提升

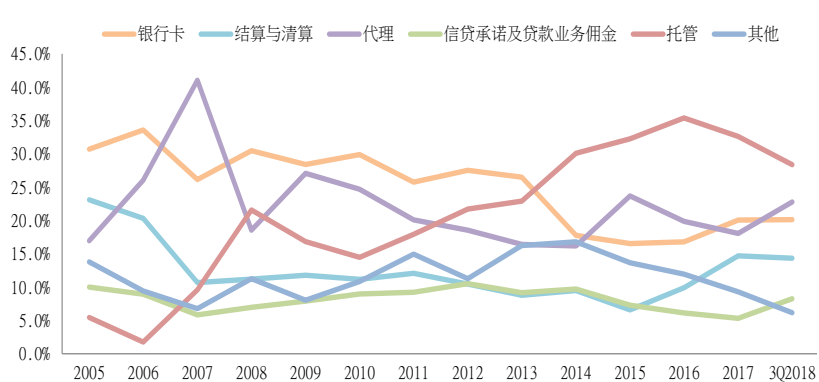
从收入端来看，利息净收入依旧为收入端的主要贡献，不过手续费及佣金净收入占比正不断提升，显示招商银行轻型银行转型成果显著。从手续费细项看，近几年代理、结算、银行卡手续费占比有所提升；在去杠杆、强监管的背景下，托管资产规模和费率承压，托管手续费收入占比下降。

图：招商银行营业收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：招商银行手续费净收入结构 (%)



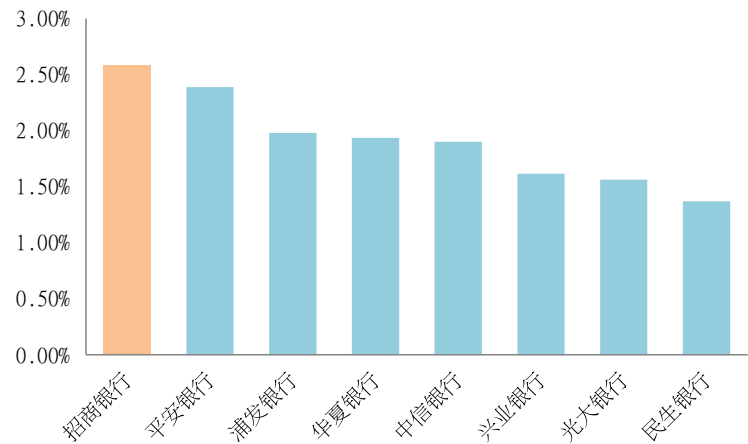
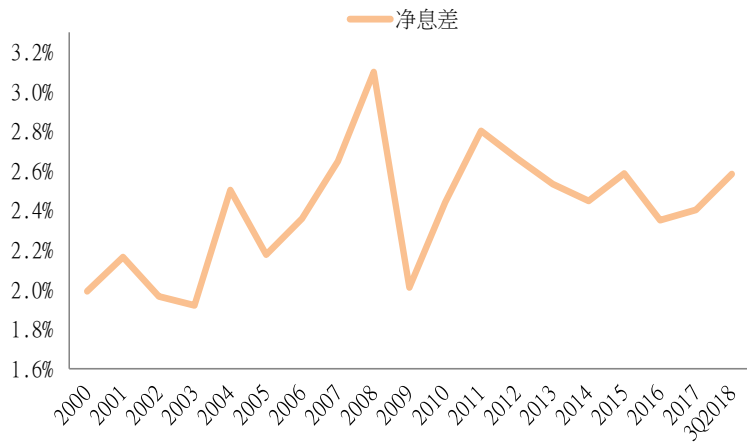
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

息差方面，近几年正不断回升，3Q2018年化净息差已达2.58%，好于大部分股份行。

图：招商银行净息差 (%)

图：招商银行净息差高于同业 (%)



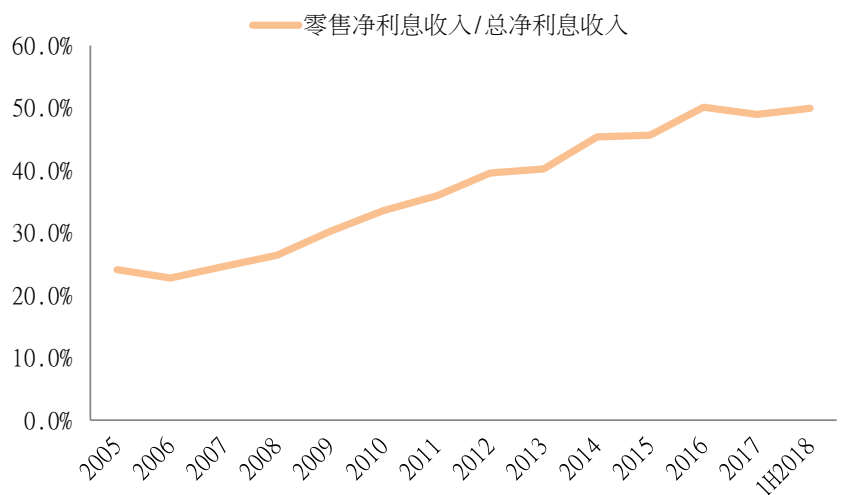


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

拆分收入端，随着招行在零售资产端不断发力，零售业务净利息收入在公司总利息收入中的比重不断提升，截止 1H2018，零售净利息收入占比已达到 50%。

图：零售业务利息净收入贡献 (%)

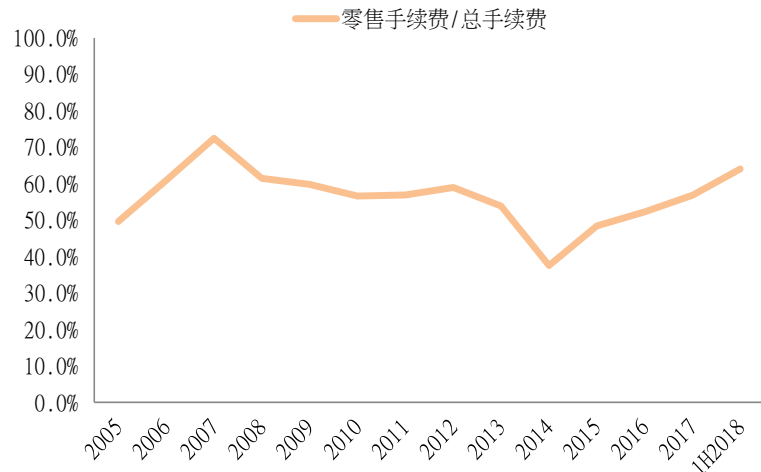
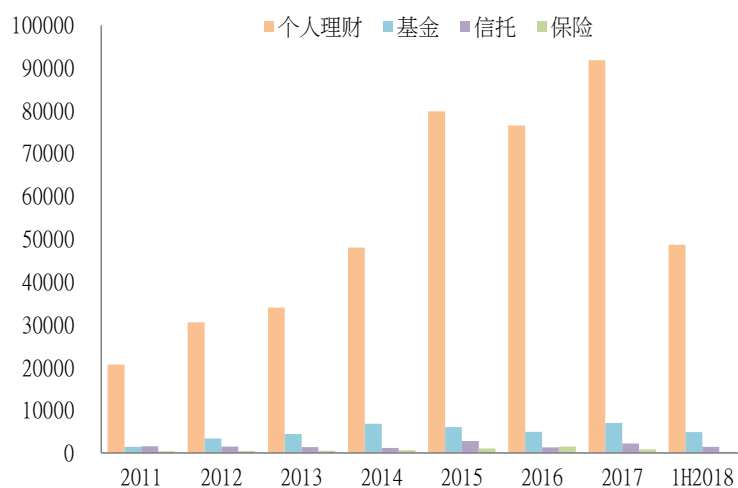


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

零售端整体手续费净收入大部分源于财富管理端贡献。公司在财富管理业务上不断发力（销售理财、基金、信托等），推动整体手续费收入不断提升。预计今后在理财子公司成立后，零售财富管理业务将大有可为。

图：2018 年上半年销售各类金融产品规模 (亿元)

图：零售业务手续费贡献 (%)

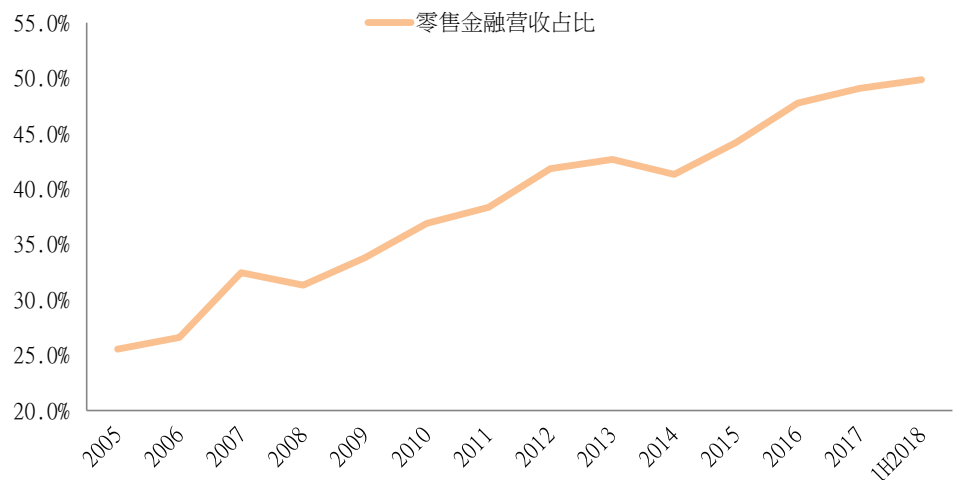


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

在零售利息及手续费收入的推动下，零售金融业务已经贡献了一半左右的营收，成为支撑公司收入端的“半壁江山”。

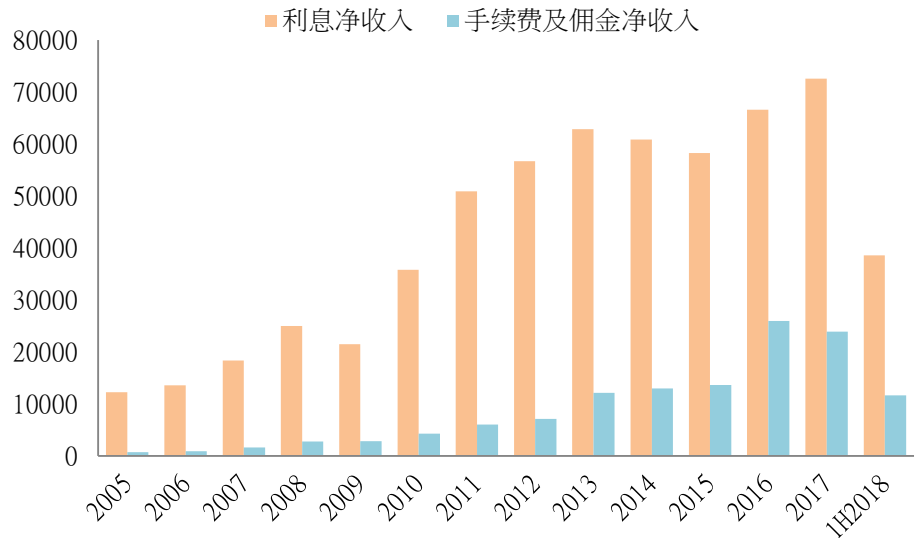
图：零售金融业务在招行中已占一半的营收（亿元，%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

对公业务方面，在整体息差回暖的背景下，利息净收入增速较好，近几年较快增长，今年上半年增 10.5%。手续费方面，估计受监管影响，近两年收入规模有所减少。

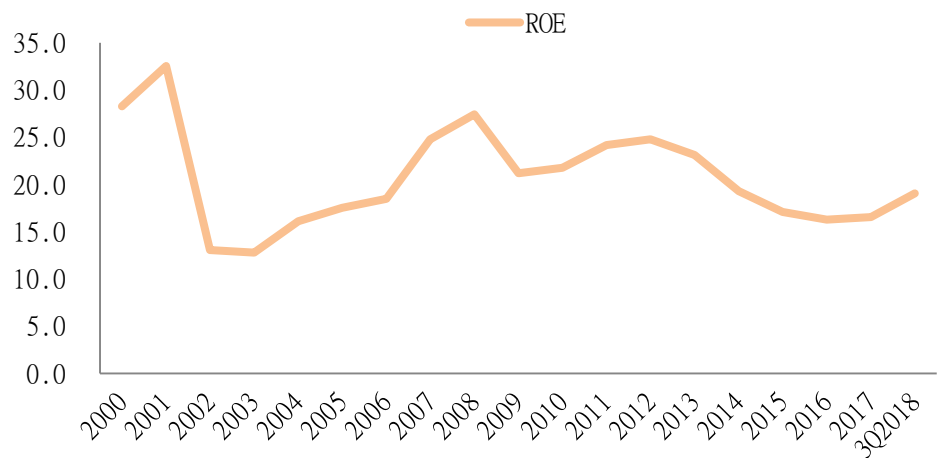
图：对公业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

从盈利水准来看，以 ROE 衡量，招行近几年获利能力正不断提升，2016、2017、3Q2018 ROE 分别录得 16.27%、16.54%、19.04%（年化值）。

图：招商银行 ROE 水准（%）

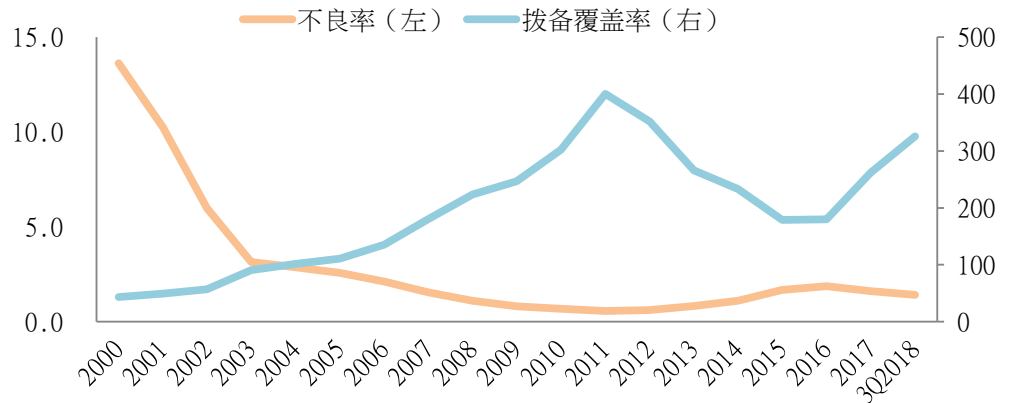


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

### 资产质量不断改善，资本实力进一步提升

由于历史原因（亚洲金融危机，离岸业务不良高企），招行的不良率曾处于很高的位置，不过后来资产质量不断改善，不良率处于平稳下降并企稳的过程。截止 3Q2018，不良率为 1.42%，较年初下降 0.19pct。在资产质量向好的背景下，招行的拨备水准不断提升，截止 3Q2018，招行的拨备覆盖率已达到 326%，拨备充裕。

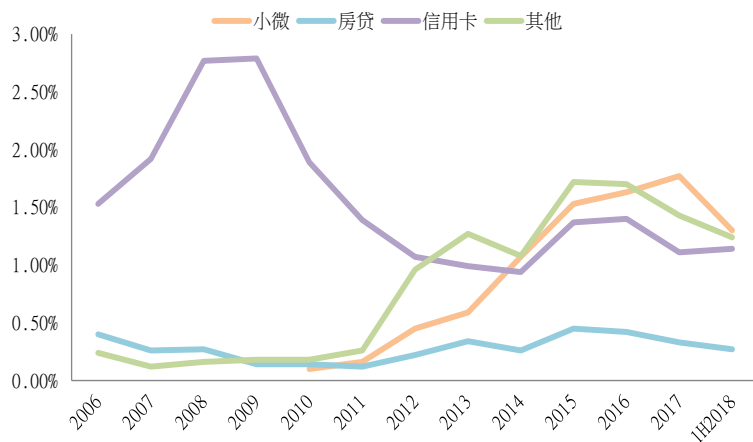
图：招行不良率与拨备覆盖率（亿元，%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

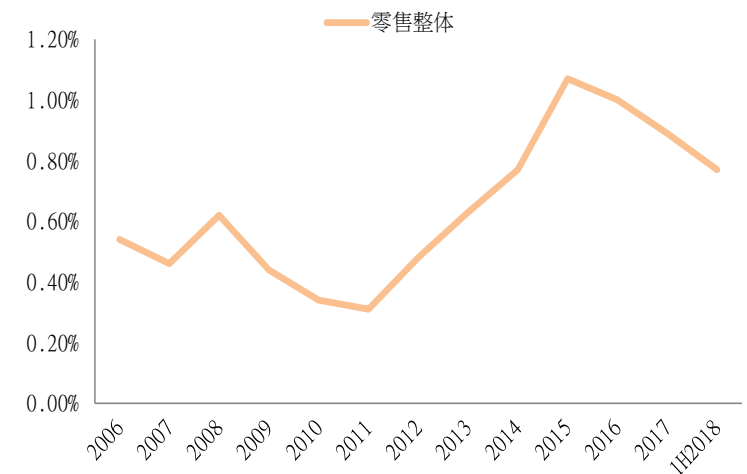
关于零售贷款方面，招行在发力信用卡业务的同时加大了信用卡风险控制，加大了不良处置，信用卡不良率不断下降。近几年包括房贷、小微、综合消费等资产状况向好，从2015年开始，整体零售业务不良率开始向下。

图：各部分零售业务不良率 (%)



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：零售整体不良率 (%)

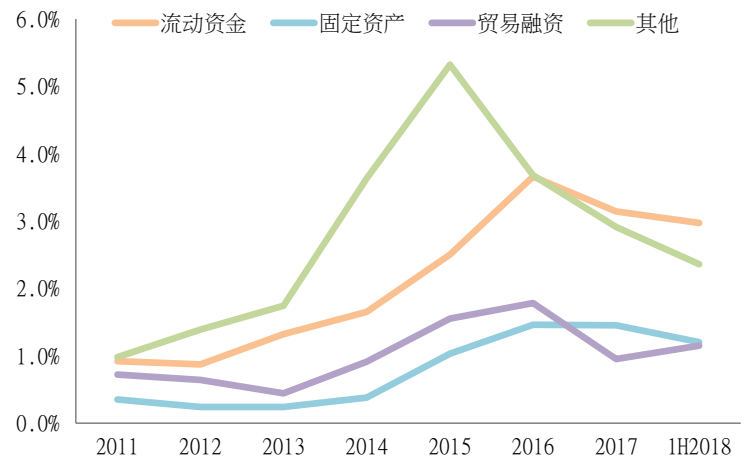
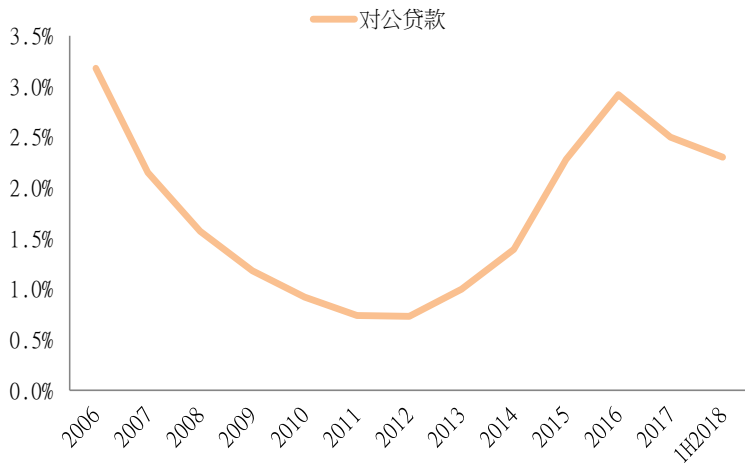


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

从对公贷款方面来看，近几年不良率也呈不断下降趋势。细分来看，近几年流动资金贷款、固定资产贷款等不良率均呈下降趋势。

图：招商银行对公贷款不良率 (%)

图：招商银行各类对公贷款资产质量 (%)

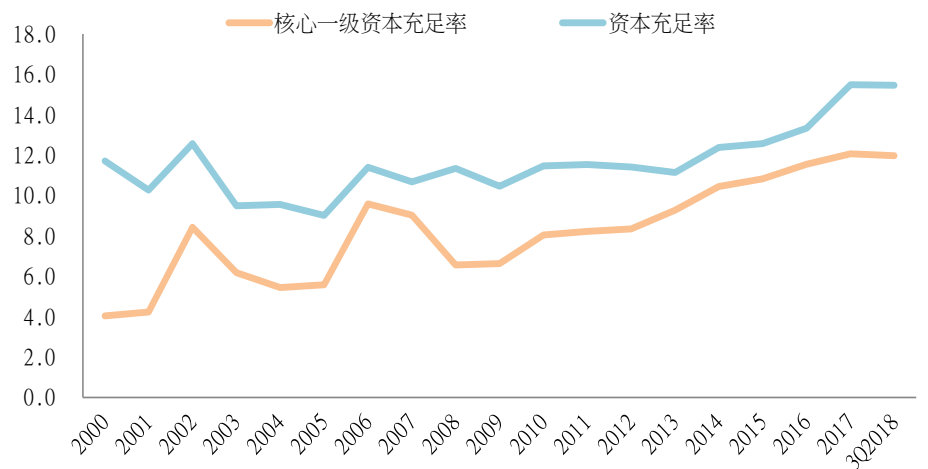


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

源于公司盈利能力增强背景下的内部留存收益增长及资产结构不断优化，公司资本充足率整体呈不断提升趋势。截止 3Q2018，招商银行核心一级资本充足率已达到 11.97%，在上市银行中排第四位；资本充足率 15.46%，在上市银行中排第三位。在应对金融监管及风险方面显得游刃有余。

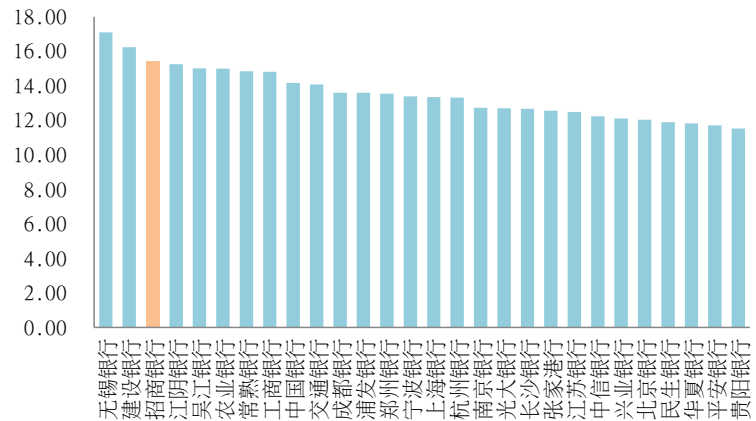
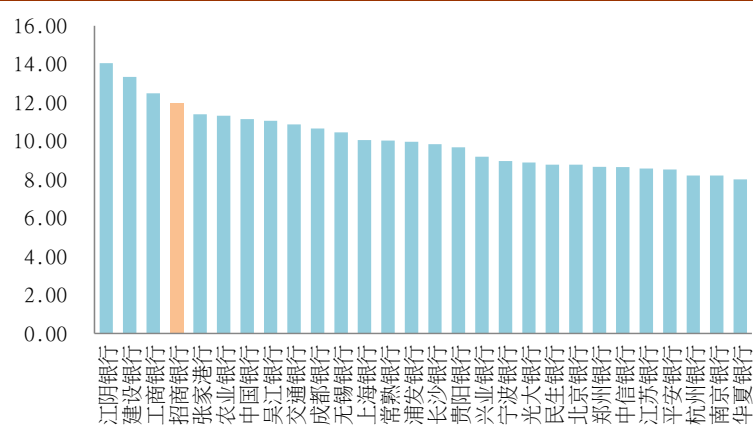
图：招行核心一级资本充足率及资本充足率 (%)



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：上市银行核心一级资本充足率情况（申万银行业，%）

图：上市银行资本充足率情况（申万银行业，%）



资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

## 对于 2019 年的看法

近期我们调研了招商银行，主要的结论如下：

- 1、新增贷款方面依旧以零售贷款为主，结构方面会更偏向于在一二线的按揭贷款。
- 2、存款这边受 M2 增速掣肘，增长不会太超预期。对公存款会在战略客户方面发力，做好其综合收益，并争取政府存款；零售存款方面继续强化客户质量，获得高质量的活期存款。
- 3、鉴于目前市场利率较低，可能会用同业存单替代部分高成本的结构性存款，降低负债端成本。
- 4、净息差受结构调整影响，继续向上可能性不大。
- 5、资产质量展望稳定。

### 预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

- 强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并损益表

(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	209,025	220,897	252,921	285,147	315,566
净利息收入	134,595	144,852	159,514	175,543	194,661
净手续费及佣金收入	60,865	64,018	69,127	78,601	89,935
营业支出	131,307	130,357	147,242	167,970	176,354
业务及管理费用	58,538	66,772	76,335	83,400	92,350
资产减值损失	66,159	59,926	66,668	79,565	78,660
营业利润	77,718	90,540	105,679	117,176	139,212
利润总额	78,963	90,680	105,624	117,091	139,116
净利润	62,081	70,150	80,344	92,707	108,162

## 附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
发放贷款及垫款	3,151,649	3,414,612	3,864,615	4,265,812	4,708,658
证券投资	1,394,950	1,513,560	1,298,332	1,396,605	1,501,803
现金及存放央行款项	597,529	616,419	546,710	599,600	657,633
存放同业款项	103,013	76,918	101,774	111,620	122,423
同业拆出资金	200,251	154,628	246,373	270,207	296,360
买入返售金融资产	278,699	252,550	171,825	188,448	206,687
生息资产总计	5,726,091	6,028,687	6,229,629	6,832,291	7,493,563
资产总计	5,942,311	6,297,638	6,507,545	7,137,093	7,827,865
客户存款	3,802,049	4,064,345	4,377,468	4,701,258	5,048,998
向中央银行借款	330,108	414,838	386,592	418,548	456,903
同业存放	555,607	439,118	423,148	458,125	500,107
同业拆入	248,876	272,734	192,864	208,806	227,940
应付债券	275,082	296,477	374,547	443,558	567,281
卖出回购资产	162,942	125,620	103,056	111,575	121,799
付息负债总计	5,374,664	5,613,132	5,857,674	6,341,869	6,923,029
负债总计	5,538,949	5,814,246	5,943,525	6,479,966	7,062,166
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
所有者权益总计	403,362	483,392	564,020	657,127	765,699
负债和所有者权益总计	5,942,311	6,297,638	6,507,545	7,137,093	7,827,865

## 附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	-120,615	-5,660	91,382	-11,631	24,697
投资活动产生的现金流量净额	13,720	-84,471	-147,451	-72,734	-101,552
筹资活动产生的现金流量净额	-3,996	22,663	47,851	22,173	30,895
现金及现金等价物净增加额	-103,731	-71,687	-3,682	-59,700	-45,023

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,不在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先通知前变更。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。