2019 年 1 月 24 日

廖晨凯
C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK$) 32.0/36.0

招商银行(600036/3968.HK) Buy 买入

业绩快报点评：4Q 业绩依旧保持较快增长，资产质量改善显著

结论与建议：

招商银行发布业绩快报，预计 2018 年实现营收 2487 亿，YOY 增 12.6%，实现净利 806 亿，YOY 增 14.8%，对应 4Q 净利 132 亿，YOY 增 16.2%，业绩基本符合我们预期。收入端方面，非息收入在投资收益带动下表现不错，利息收入增长稳健，且 4Q 边际提升。资产品质方面，招商不良率及不良余额继续实现“双降”。作为中国零售银行领头羊，招行目前零售业务占比半成左右，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。

- **业绩基本符合我们的预期：**招商银行发布业绩快报，预计 2018 年实现营收 2487 亿，YOY 增 12.6%，实现净利 806 亿，YOY 增 14.8%，对应 4Q 净利 132 亿，YOY 增 16.2%，业绩基本符合我们预期。
- **收入端较快增长，4Q 利息净收入边际提升：**收入端来看，全年整体增 12.6%。细分来看，非息收入快速增长，YOY 增 16.1%，我们预计一方面为受 I9 影响投资收益大幅度增长，另一方面手续费净收入增长稳健。利息净收入方面，YOY 增 10.7%，预计为生息资产规模稳健提升及息差继续改善共同推动。4Q 单季来看，源于利息净收入边际改善，YOY 增 13.2%，推动整体收入端增 9.5%，另外我们测算 4Q 实际所得税率 YOY 有所降低，带动单季净利增 16.2%。
- **不良继续实现“双降”，资产质量不断改善：**2018 年招商银行延续资产质量改善趋势，不良率和不良余额继续实现“双降”。以不良率来看，4Q2018 录得 1.36%，较 3Q 降 0.06pct，已较年初下降 0.25pct；以不良贷款余额来看，4Q2018 录得 535 亿，较 3Q 减少 28 亿，较年初减少 39 亿。整体来看公司资产质量改善显著。截止 3Q2018 公司拨备覆盖率已达到 300%以上，随着资产质量的不断向好，拨备计提的压力将会减缓，并对未来的利润有一定的反哺作用。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2018、2019、2020 年实现净利 806 亿、908 亿、1062 亿，对应 A 股 PE8.5X、7.5X、6.5X，PB1.35X、1.19X、1.04X，对应 H 股 PE8.5X、7.6X、6.5X，PB1.35X、1.19X、1.04X，估值合理，公司零售业务领先，资产质量扎实且不断改善，A 股和 H 股均给与“买入”的投资建议。
- **风险提示：**宏观经济超预期下行

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2019/1/23)	27.16
上证指数(2019/1/23)	2581.00
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)	5602.82
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(18.03%)
每股净值(元)	21.42
股价/账面净值	1.27

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.7	-6.5	-17.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-12-17	28.33	买入

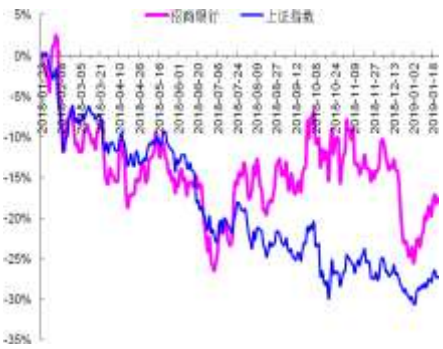
产品组合

利息净收入	64.5%
非利息净收入	35.5%

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

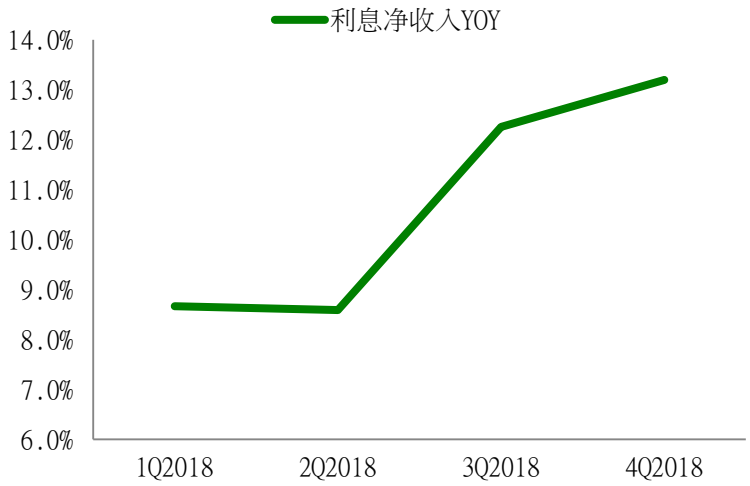


年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	62,081	70,150	80,560	90,832	106,244
同比增减	%	7.6%	13.0%	14.8%	12.8%	17.0%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.46	2.78	3.19	3.60	4.21
A 股市盈率(P/E)	X	11.0	9.8	8.5	7.5	6.5
每股净资产 (EVPS)	RMB 元	15.95	17.69	20.07	22.77	26.03
A 股市净率 (P/B)	X	1.70	1.54	1.35	1.19	1.04
股利 (DPS)	RMB 元	0.74	0.84	0.90	0.95	0.97
股息率 (Yield)	%	3.94%	2.77%	3.31%	3.50%	3.57%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

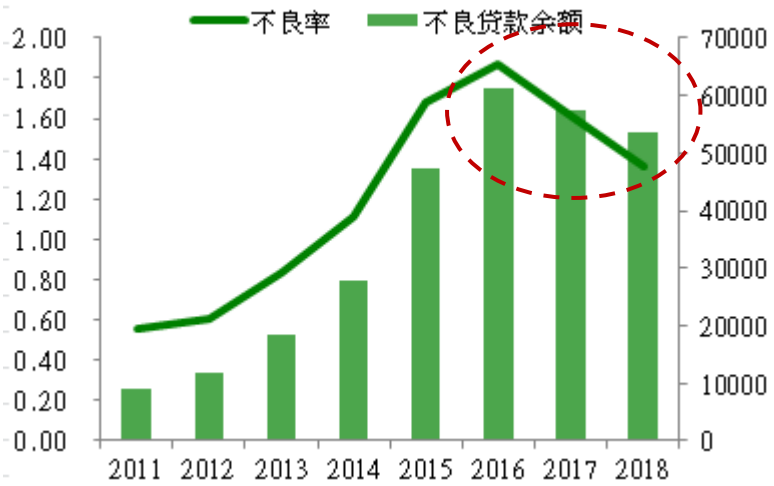
强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

图：招商银行 4Q 单季利息净收入增速继续提升（%）



资料来源：公司公告，群益证券整理

图：招商银行不良率和不良贷款余额双降（%，亿元）



资料来源：公司公告，群益证券整理

图：招商银行 PBband

资料来源：Choice，群益证券整理

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	248,655	282,360	312,494
净利息收入	134,595	144,852	160,384	180,030	199,524
净手续费及佣金收入	60,865	64,018	68,687	78,094	89,353
营业支出	131,307	130,357	141,965	167,229	175,541
业务及管理费用	58,538	66,772	74,973	83,878	92,266
资产减值损失	66,159	59,926	62,402	77,806	77,345
营业利润	77,718	90,540	106,691	115,131	136,953
净利润	62,081	70,150	80,560	90,832	106,244

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	3,767,000	4,158,063	4,589,724
证券投资	1,394,950	1,513,560	1,436,311	1,547,383	1,666,589
现金及存放央行款项	597,529	616,419	550,984	604,156	662,488
存放同业款项	103,013	76,918	102,570	112,468	123,327
同业拆出资金	200,251	154,628	248,299	272,261	298,548
买入返售金融资产	278,699	252,550	173,169	189,880	208,213
生息资产总计	5,726,091	6,028,687	6,278,333	6,884,211	7,548,888
资产总计	5,942,311	6,297,638	6,745,838	7,396,831	8,111,002
客户存款	3,802,049	4,064,345	4,400,674	4,726,181	5,075,764
向中央银行借款	330,108	414,838	388,642	420,767	459,325
同业存放	555,607	439,118	425,391	460,554	502,758
同业拆入	248,876	272,734	193,886	209,913	229,149
应付债券	275,082	296,477	376,532	445,909	570,288
卖出回购资产	162,942	125,620	103,602	112,166	122,445
付息负债总计	5,374,664	5,613,132	5,888,727	6,375,489	6,959,729
负债总计	5,538,949	5,814,246	6,202,180	6,784,639	7,416,114
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
所有者权益总计	403,362	483,392	543,658	612,192	694,888
负债和所有者权益总计	5,942,311	6,297,638	6,745,838	7,396,831	8,111,002

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证益券(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)有限公司及其任何之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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@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¡@。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。