天风证券 TF SECURITIES

招商银行（600036）

证券研究报告
2019 年 03 月 23 日

零售基础夯实，金融科技加持

事件：3 月 22 日晚，招商银行披露 18 年年报：全年实现营业收入 2485.6 亿，同比增 12.5%；实现归属于母公司股东净利润 805.6 亿，同比增 14.8%；18 年末总资产 6.75 万亿，不良率 1.36%，拨备覆盖率 358.2%；18 年加权平均 ROE 为 16.48%。

点评：

业绩靓丽。18 年营收同比增 12.5%，净利润同比增 14.8%，处于股份行靠前水平。通过我们杜邦拆解看，较高盈利水平的主要贡献源于规模维持较快增长（18 年生息资产同比增 9.5%，较 17 年提升 5.5 个百分点）、净息差走阔、拨备计提减少。

净息差明显改善。18 年净息差进一步提升 14bps 至 2.57%。主要是资产端收益率上行幅度较大（18Q4 生息资产收益率 4.42%，同比上行 25bps，负债成本率 1.90%，同比基本平稳）。资产端，信贷收益率上行较快，18 年贷款/零售贷款/对公贷款收益率分别为 5.13%/6.03%/4.24%，分别同比上行 32/22/25bps。负债端，在行业存款竞争更趋激烈之下，招行日均活期存款占总存款比重、存款占付息负债比重仍维持在 61%、73%的较高水平，带来负债成本率持续较低。

不良双降，资产质量保持优异。18 年末，不良双降，不良贷款率仅 1.36%，季度环比下降 6bps，不良余额 536 亿，环比下降 4.7%；18 年末，逾期贷款率/关注贷款仅 1.58%/1.51%，不良生成率维持在 0.43%的较低水平。在经济下行周期下，资产质量维持优异，凸显出公司风控审慎。近年来，公司对公战略进一步向总行分行两级的战略客户倾斜，信贷投放更趋审慎，未来资产质量受经济下行的影响或不大。18Q4 不良率明显下降，主要是适度加大了不良核销规模。18Q4 拨贷比高达 4.88%，环比大幅提升 24bps。拨备充足，抵御风险能力较强。

零售业务客户数与 AUM 持续提升。招行作为国内零售银行的领头羊，客户数方面，已突破“三个过亿”大关（两大 APP 用户数达 1.48 亿，零售客户总数达 1.25 亿，储蓄客户数破 1 亿）；已然是信用卡、财富管理、私人银行等多个领域的王者。18 年末，零售 AUM 达 6.8 万亿，较年初增 10.3%，其中私人银行管理 AUM 高达 2 万亿，占 AUM 的近三成。零售业务贡献营收及税前利润占比分别为 51%、57%，且零售贷款不良率维持较低，18 年末零售不良率仅 0.79%。第三次零售转型，依托 Fintech 将进一步提升零售银行的护城河优势，维持“低成本-较高息差-优化贷款质量-扩大盈利”的良性循环，带来领先的 ROE 水平。

投资建议：金融科技加持，给予 1.5 倍 19PB 目标估值

招行零售业务占比较高，且风控审慎，我们预计其受经济下行的影响相对较小，具有较好的弱周期和稳定且较高的盈利水平，我们预测其 19/20 年净利润增速 12.1%/11.5%，维持招行 1.5 倍 19PB 目标估值，对应 33.84 元/股。还原拨贷比水平至 2.5%，当前估值为 1.2 倍 18 年 PB。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量恶化；监管政策影响超预期等。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	2209	2486	2698	2888	3140
增长率（%）	5.3	12.5	8.6	7.0	8.7
归属母公司股东净利润（亿元）	702	806	903	1007	1128
增长率（%）	13.0	14.8	12.1	11.5	12.0
每股收益（元）	2.78	3.19	3.58	3.99	4.47
市盈率(P/E)	11.63	10.13	9.03	8.10	7.23
市净率(P/B)	1.83	1.61	1.43	1.22	1.04

资料来源：wind，天风证券研究所

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	32.35 元
目标价格	33.84 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)	667,346.35
流通 A 股市值(百万元)	667,346.35
每股净资产(元)	20.07
资产负债率(%)	91.94
一年内最高/最低(元)	33.79/24.38

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

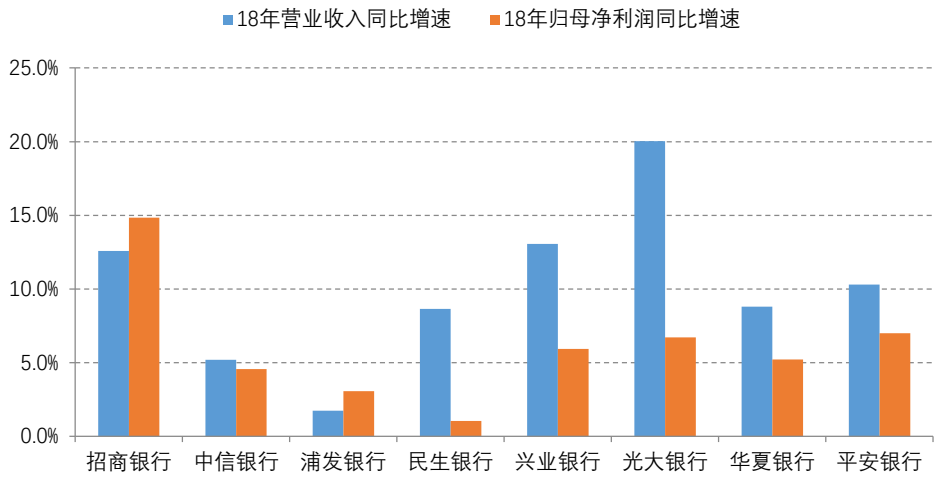
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

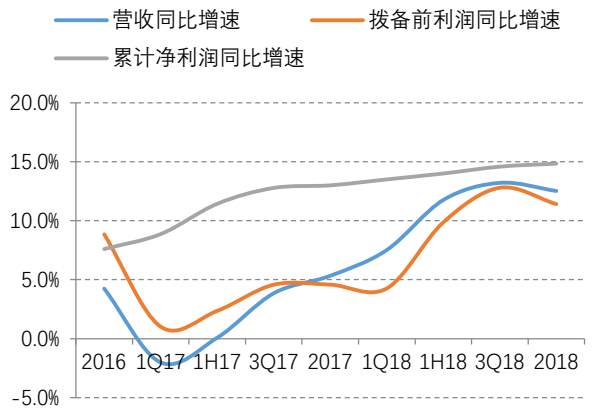
1 《招商银行-公司点评：“零售之王”，名副其实》 2019-01-24
2 《招商银行-公司点评:基本面持续优异，盈利无需过于悲观》 2018-12-21
3 《招商银行-季报点评:息差高位平稳，盈利持续高增》 2018-10-31

图 1：招商银行 18 年营收与净利润增速维持股份行靠前水平



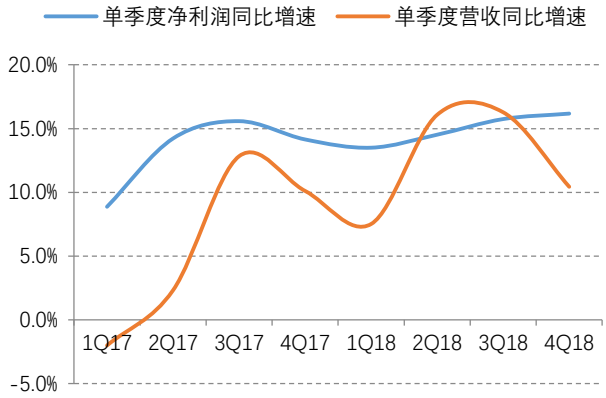
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：18 年净利润同比增速达 14.8%，为 16 年以来的较高水平



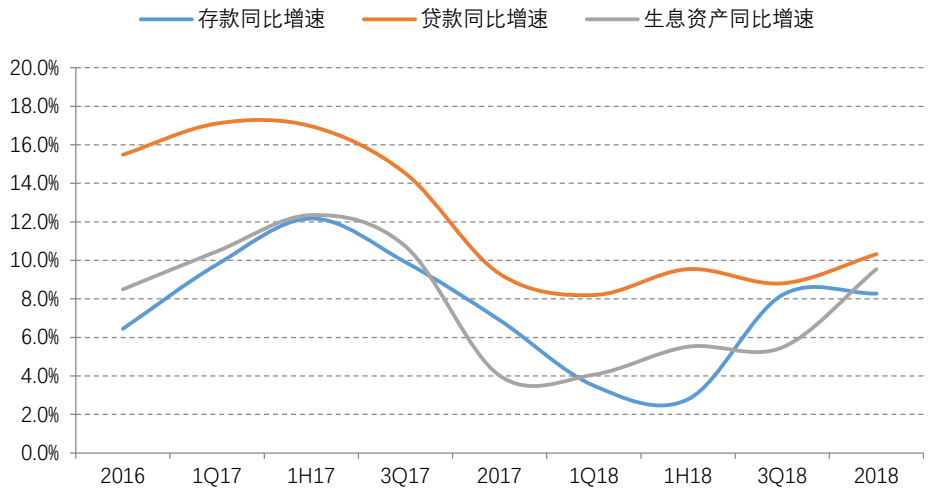
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：18Q4 单季营收同比有所下行



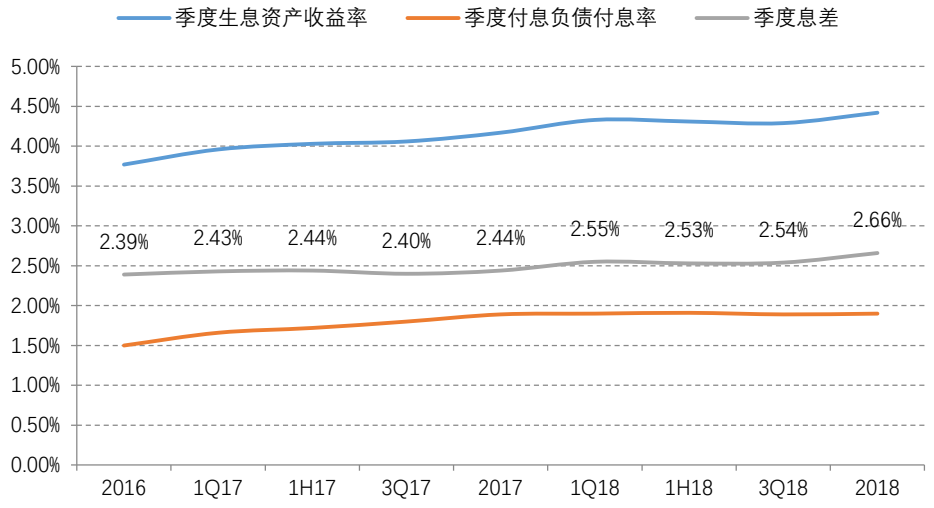
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：招商银行 18 年末生息资产同比增 9.5%，存/贷款同比增 8.3%/10.3%



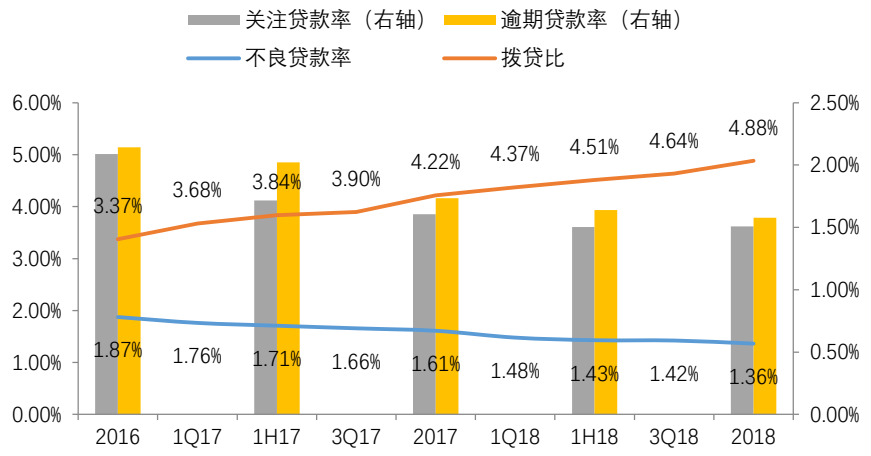
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：招商银行 18Q4 净息差 2.66%， 季度环比上行 12bps



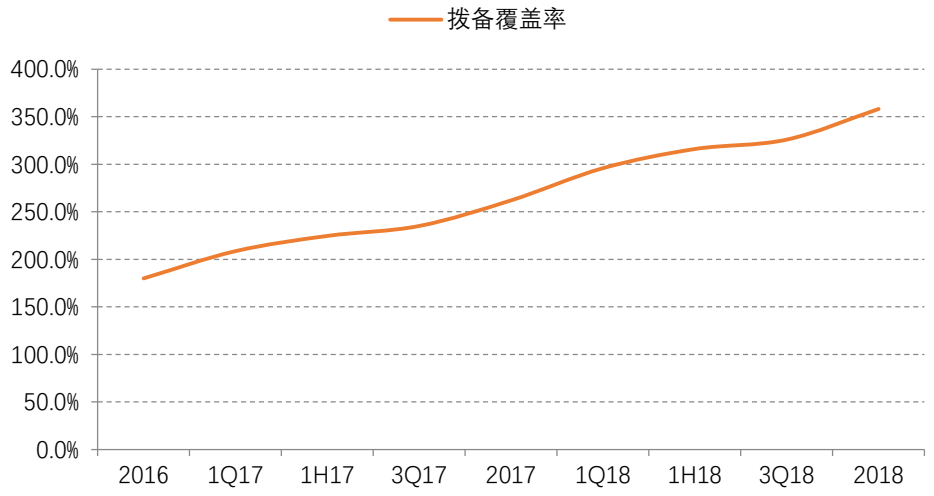
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：招商银行 18 年末，不良贷款率环比持续下行至 1.36%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：招商银行 18 年末，拨备覆盖率环比提升 32.2 个百分点至 358.2%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：招商银行零售相关指标

	2016	1H17	2017	1H18	2018
零售户数（万户）	9106	9733	10663	11633	12541
零售 AUM（万亿）	5.5	5.8983	6.2	6.6	6.8
金葵花及以上客户数（万户）	190.72	204.8	213	230	236
金葵花客户 AUM（万亿）	4.5	4.8	5.1	5.4	5.5
金葵花及以上户数占零售户数比重	2%	2%	2%	2%	2%
金葵花及以上 AUM 占零售客户总资产比重	83%	82%	82%	82%	81%
私行户数（万户）	6.7	6.7	6.7	7.2	7.3
私行 AUM（万亿）	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
私行户均 AUM（千万）	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
私行户数占零售户数比重	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%
私行 AUM 占零售客户总资产比重	34.64%	32.30%	30.91%	30.67%	29.99%
招商银行 APP 的 MAU（万户）			2618.67	3292.27	4150.8
掌上生活 APP 的 MAU（万户）			2732.57	3046.17	3953.87
两个 APP 的 MAU（万户）			5351.24	6338.44	8104.67
信用卡流通卡数（万张）	4550	5192	6245.68	7646.46	8430.44
信用卡贷款（亿元）	4091.98	4562.19	4913.83	5122.18	5754.9
信用卡贷款占零售贷款比重	27%	27%	28%	27%	29%
信用卡不良率	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%
零售贷款不良率	1.00%	0.87%	0.89%	0.77%	0.79%
零售业务营收（亿元）	978.82	547.33	1062.21	616.48	1232.57
零售税前利润（亿元）	440.94	269.11	475.95	316.9	572.27
零售业务营收占比	49.57%	51.46%	51.29%	51.86%	52.69%
零售业务税前利润占比	53.62%	57.17%	56.29%	56.62%	57.22%

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表					
净利息收入	1449	1604	1764	1898	2070
手续费及佣金	640	665	691	726	762
其他收入	120	217	243	265	308
营业收入	2209	2486	2698	2888	3140
营业税及附加	(22)	(21)	(27)	(29)	(31)
业务管理费	(668)	(771)	(810)	(850)	(893)
拨备前利润	1520	1693	1862	2009	2216
计提拨备	(599)	(608)	(646)	(648)	(695)
税前利润	907	1065	1192	1333	1488
所得税	(200)	(257)	(286)	(323)	(357)
净利润	702	806	903	1007	1128
资产负债表					
贷款总额	35650	39330	43460	47371	51635
同业资产	4841	6130	6130	6130	6130
证券投资	15784	16714	17884	20567	23652
生息资产	61116	66950	72488	79333	86944
非生息资产	3365	2428	3221	4320	5721
总资产	62976	67457	73372	80906	89475
客户存款	40643	44007	47967	52284	56990
其他计息负债	15488	15832	16936	18912	21391
非计息负债	2011	2183	2401	2641	2905
总负债	58142	62021	67305	73837	81286
股东权益	4834	5436	6067	7069	8189
每股指标					
每股净利润(元)	2.78	3.19	3.58	3.99	4.47
每股拨备前利润(元)	6.03	6.71	7.38	7.97	8.79
每股净资产(元)	17.69	20.07	22.56	26.52	30.96
每股总资产(元)	249.71	267.48	290.93	320.80	354.78
P/E	11.6	10.1	9.0	8.1	7.2
P/PPOP	5.4	4.8	4.4	4.1	3.7
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
利率指标					
净息差(NIM)	2.43%	2.57%	2.53%	2.50%	2.49%
净利差(Spread)	2.29%	2.44%	2.46%	2.48%	2.50%
贷款利率	4.81%	5.13%	5.18%	5.23%	5.28%
存款利率	1.27%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
生息资产收益率	4.06%	4.34%	4.36%	4.38%	4.40%
计息负债成本率	1.77%	1.90%	1.92%	1.94%	1.96%
盈利能力					
ROAA	1.15%	1.24%	1.29%	1.31%	1.33%
ROAE	16.54%	16.92%	16.81%	16.27%	15.56%
拨备前利润率	2.48%	2.60%	2.64%	2.60%	2.60%

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入增长					
净利润增速	13.0%	14.8%	12.1%	11.5%	12.0%
拨备前利润增速	4.6%	11.4%	10.0%	7.9%	10.3%
税前利润增速	14.8%	17.4%	11.9%	11.8%	11.6%
营业收入增速	5.3%	12.5%	8.6%	7.0%	8.7%
净利息收入增速	7.6%	10.7%	10.0%	7.6%	9.1%
手续费及佣金增速	5.2%	3.8%	4.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	15.1%	15.5%	5.0%	5.0%	5.0%
规模增长					
生息资产增速	4.0%	9.5%	8.3%	9.4%	9.6%
贷款增速	9.3%	10.3%	10.5%	9.0%	9.0%
同业资产增速	-16.8%	26.6%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资增速	8.8%	5.9%	7.0%	15.0%	15.0%
其他资产增速	90.5%	-27.8%	32.7%	34.1%	32.4%
计息负债增速	4.4%	6.6%	8.5%	9.7%	10.1%
存款增速	6.9%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
同业负债增速	-13.4%	-10.1%	-2.0%	0.0%	0.0%
股东权益增速	19.8%	12.5%	11.6%	16.5%	15.9%
存款结构					
活期	62.8%	65.3%	65.34%	65.34%	65.34%
定期	37.2%	34.7%	34.66%	34.66%	34.66%
其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
贷款结构					
企业贷款(不含贴现)	46.7%	45.1%	45.10%	45.10%	45.10%
个人贷款	50.1%	51.1%	51.09%	51.09%	51.09%
资产质量					
不良贷款率	1.61%	1.36%	1.30%	1.27%	1.23%
正常	96.79%	97.13%	98.54%	98.59%	98.64%
关注	1.60%	1.51%	1.46%	1.41%	1.36%
次级	0.48%	0.34%			
可疑	0.61%	0.64%			
损失	0.52%	0.38%			
拨备覆盖率	262.11%	358.18%	413.33%	457.78%	502.54%
资本状况					
资本充足率	15.48%	15.68%	16.10%	16.71%	17.36%
核心资本充足率	12.06%	11.78%	12.45%	13.27%	14.12%
资产负债率	92.32%	91.94%	91.73%	91.26%	90.85%
其他数据					
总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20

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