

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

对公业务与金融科技亮点突出

——招商银行(600036)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2019-03-25)

发布日期: 2019年03月26日

收盘价(元)	31.17
一年内最高/最低(元)	33.79/24.38
沪深300指数	3742.83
市净率(倍)	1.55
总市值(亿元)	7,861.03
流通市值(亿元)	6,430.04

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	20.07
总资产(亿元)	67,457.29
所有者权益(亿元)	5,401.18
净资产收益率(%)	16.57
总股本(亿股)	252.20
H股(亿股)	45.91

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《招商银行(600036)中报点评: 收入增速环比提升, 资产质量进一步改善》 2018-08-27
- 2 《招商银行(600036)年报点评: 经营稳健, 转型深化》 2018-03-26
- 3 《招商银行(600036)中报点评: 存贷业务增长较快, 资产质量与净息差持续改善》 2017-08-23

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 招商银行发布2018年度报告。18年, 公司实现营业收入2485.55亿元(+12.52%, YoY); 实现归母净利润805.60亿元(+14.84%, YoY)。18年末, 公司不良贷款率为1.36%, 较17年末下降0.25个百分点。公司18业绩表现优异, 稳居股份行龙头之位, 零售业务优势明显, 基本面保持优异。此外, 我们注意到18年公司对公业务及金融科技方面亮点突出。

- **利息净收入增速环比改善, 手续费佣金净收入增速下降。**18年, 公司营业收入同比增长12.52%, 较Q1-3略降0.69个百分点。由于公司净息差与规模因素持续改善, 18年公司利息净收入增速环比提升0.86个百分点至10.72%。18H2, 公司结算类业务手续费增速明显改善, 但信用卡、代理服务、信贷承诺、托管等业务手续费收入增速均不同程度下降。受此影响, 18年公司手续费及佣金净收入增速环比下降3.54个百分点。值得注意的是, 在资管新规影响下, 公司代理业务(主要是理财业务)手续费仍然维持了3.55%的增速, 明显好于行业大部分公司该项业务手续费收入表现。
- **负债成本控制能力与资产定价能力凸显, 净息差环比改善。**18H1, 因Q2公司贷款与投资收益率环比下降且存款成本率环比上升, 公司净息差曾短暂环比略降。18H2, 公司通过优化资产负债结构, 成功实现贷款收益率较快提升和存款成本率较慢上升, 18年公司贷款和垫款平均收益率较H1提升5bps, 存款成本率仅上升2bps。同时, 18H2同业负债成本率随市场利率进一步下降, 促进净息差改善。
- **资产质量稳中求进, 拨备覆盖水平大幅提升。**18H2, 公司资产质量与拨备覆盖率延续了H1的改善态势。18年末, 公司不良贷款余额536.05亿元, 较Q2末减少17.77亿元, 不良贷款率1.36%, 较Q2末下降0.07个百分点。18年末, 公司拨备覆盖率与贷款拨备率分别为358.18%与4.88%, 分别较Q2末提升42.1与0.37个百分点。18年末, 公司逾期贷款占比较Q2末下降0.06个百分点至1.58%, 关注类贷款占比1.51%, 较Q2末略升0.01个百分点。
- **对公业务亮点之一: 大力拓展公司客户带来新的活期存款增长点。**18年, 公司战略客户、一般存款客户数量实现快速增长, 成为低成本负债新的增长点。18年末, 公司总行级战略客户数251户, 较17年末增加85户, 自营存款日均余额5572.34亿元, 较年初增长16.86%。18年, 公司针对分行级战略客户范围进行了横向和纵向的扩展, 以17年名单为基础增加了集团成员客户和上下游供应链客, 分行

级战略客户数较 17 年增加 5146 户，对应增速为 178%。18 年末，招行公司客户总数突破 180 万户，18 年新开公司存款客户数突破 40 万户，对应同比增速高达 28.57%，新增公司存款客户贡献日均存款 1614.82 亿元，贡献 6%的公司存款增速。此外，18 年招行机构客户人民币存款日均余额较 17 年增加 715.62 亿元，增速达到 10.22%。公司大力拓展对公客户为公司增添了稳定低成本负债来源，18 年末，公司对公活期存款同比增长 14.77%，较 Q2 末大幅改善 14.1 个百分点，对公活期存款占存款总额的比重相应由 37.4%上升至 41.25%。

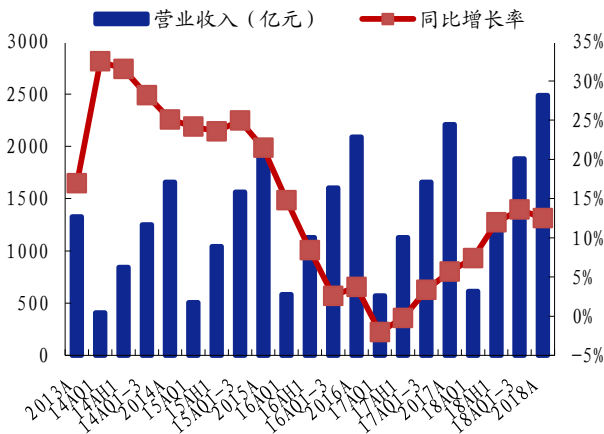
- **对公业务亮点之二：下半年对公资产质量改善幅度好于零售业务。**公司零售贷款质量明显好于对公贷款质量，但 18 年下半年，对公贷款质量改善好于零售贷款。18 年末，公司对公贷款不良率为 2.13%，较 Q2 末下降 0.17 个百分点，其中，制造业、批发零售业和采矿业等银行业共同的不良贷款的重灾区的不良率在贷款规模压缩的情况下明显下降，18 年末，制造业、批发零售业和采矿业的不良贷款率分别较 Q2 末下降 0.27、0.5 与 1.52 个百分点至 6.64%、4.03%与 8.04%。预计公司于 18H2 加大了上述行业不良贷款的处置力度，有效减轻对公资产质量压力。18 年末，公司零售贷款不良率为 0.79%，较 Q2 末上升 0.02 个百分点。零售贷款中，小微贷款与其他贷款（主要包括综合消费贷款、商用房贷款、汽车贷款、住房装修贷款、教育贷款等其他个人贷款）不良率有所上升。
- **对公业务亮点之三：加速金融科技应用，探索生态视角客户经营。**18 年，公司前瞻布局产业互联网，开展供应链创新与应用试点，参与由央行牵头搭建的粤港澳大湾区贸易金融区块链平台建设，并落地同业首笔多级应收账款转让融资业务；作为石化行业龙头企业产业互联网一期项目的唯一合作银行，为其电商平台提供“云账单”B2B 账户综合解决方案；携手建筑行业龙头企业搭建基于区块链的产业互联网协作平台，聚焦集团成员企业的集中采购供应链融资服务。此外，公司创新对公客户“聚合收款”业务，在高速、医疗、教育、汽车等领域开展产业场景拓展，商户与交易量拓展效果明显。18 年，公司推动数字化经营平台建设，构建招银企业 App，对公服务体系网络化趋势更加明显。
- **大力发展金融科技，探索新型商业银行模式。**金融科技可对传统银行所有业务及经营管理，进行全流程数字化改造、智能化升级和模块化拆分，将彻底改变商业银行的服务模式、营销模式、风控模式、运营模式，拓展银行的服务边界，最终改变银行的增长曲线。招商银行对金融科技的研发投入走在行业前沿。18 年，公司业务及管理费 771.12 亿元，同比增长 15.49%，其中员工费用同比增长 16.48%；其他一般及行政费用同比增长 18.58%。业务及管理费增长主要是因为公司大力支持金融科技创新，夯实科技基础，加大了 IT 基础设施建设及研发人员投入；同时，为提升网点品牌形象及服务水平，着力支持数字化网点软硬件设施改造；此外，围绕月活跃用户（MAU）战略发展方向，在线上化获客及经营方面加大了资源投入力度。
- **投资建议。**预计公司 19-20 年 BVPS 为 22.44 与 25.13 元，以 3 月 25 日 31.17 元收盘价计算，对应 PB 为 1.39 与 1.24 倍。截止 3 月 25 日，公司 PB(LF)为 1.55 倍，高于行业平均水平。公司基本面优异，业绩增速稳健，转型步伐领先行业，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：资产质量大幅恶化，系统性风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	220,897	248,555	267,020	285,932	306,920
增长比率	5.68%	12.52%	7.43%	7.08%	7.34%
净利润(百万元)	70,638	80,819	91,699	104,286	119,675
增长比率	13.24%	14.41%	13.46%	13.73%	14.76%
EPS(元)	2.78	3.19	3.63	4.13	4.74
市盈率(倍)	11.21	9.76	8.59	7.54	6.57
BVPS(元)	17.69	20.07	22.44	25.13	28.22
市净率(倍)	1.76	1.55	1.39	1.24	1.10

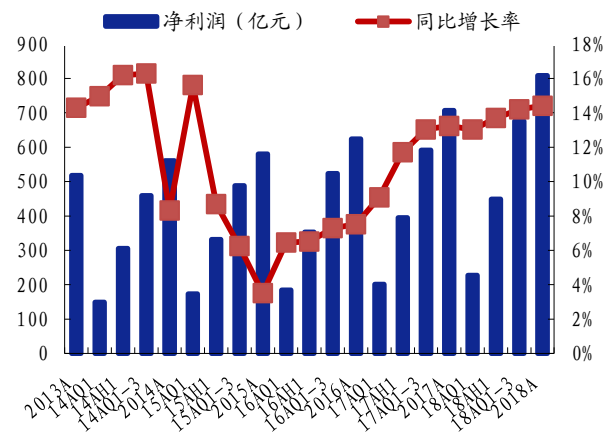
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2013-18 年公司营业收入及增速



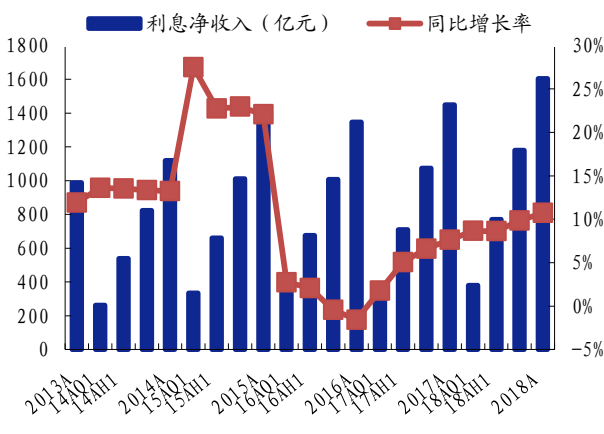
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2013-18 年公司净利润及增速



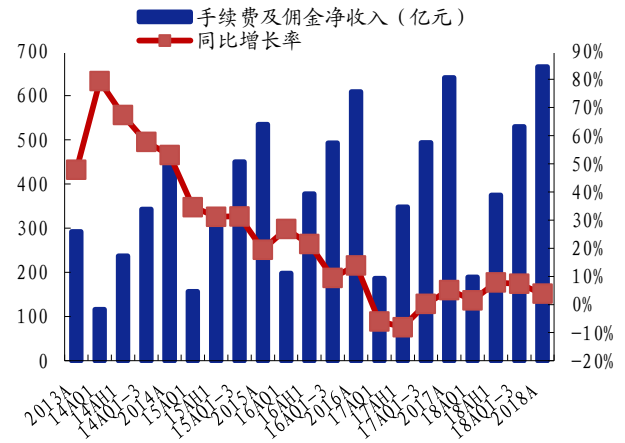
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2013-18 年公司利息净收入及增速



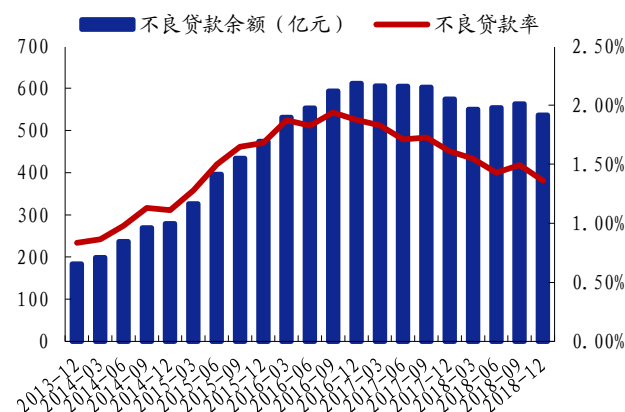
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2013-18 年公司手续费及佣金净收入及增速



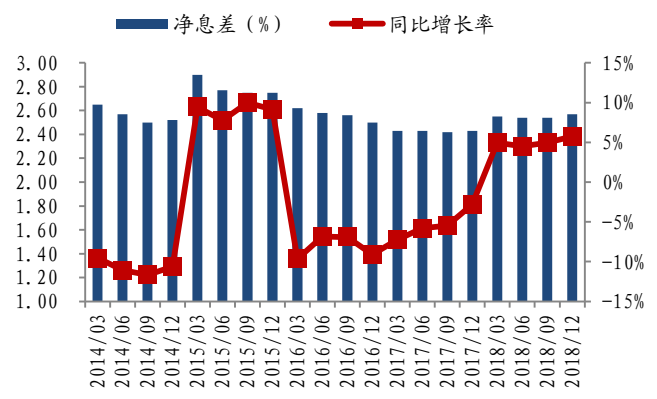
资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2013-18 年公司不良贷款余额及不良贷款率



资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2013-18 年公司净息差及增速



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行	616,419	493,382	537,804	586,225	639,007	EPS (摊薄)	2.78	3.19	3.63	4.13	4.74
同业资产	484,096	612,957	668,145	728,302	793,875	BVPS	17.69	20.07	22.44	25.13	28.22
证券投资	1,578,356	1,671,399	1,908,864	2,234,124	2,696,399	P/E	11.21	9.76	8.59	7.54	6.57
贷款总额	3,565,044	3,941,844	4,375,720	4,857,352	5,391,997	P/B	1.76	1.55	1.39	1.24	1.10
贷款损失准备	150,432	191,895	220,216	240,619	252,339						
贷款净额	3,414,612	3,749,949	4,155,504	4,616,733	5,139,657	盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生息资产总额	6,243,915	6,719,582	7,490,533	8,406,003	9,521,277	ROAA	1.15%	1.24%	1.29%	1.31%	1.33%
总资产	6,297,638	6,745,729	7,507,843	8,426,165	9,554,905	ROAE	15.90%	15.79%	16.00%	16.22%	16.64%
同业负债	837,472	752,917	1,271,715	1,399,059	1,552,242	净利差 (SPREAD)	2.16%	2.70%	2.26%	2.15%	2.03%
存款	4,064,345	4,427,566	4,826,205	5,260,735	5,734,388	净息差 (NIM)	2.41%	2.82%	2.45%	2.34%	2.22%
应付债券	296,477	424,926	622,432	911,740	1,335,518	信贷成本	1.74%	1.63%	1.31%	1.00%	0.74%
付息负债	5,198,294	5,605,409	6,720,352	7,571,533	8,622,148	成本收入比	30.23%	31.02%	33.27%	34.75%	35.36%
总负债	5,814,246	6,202,124	6,900,148	7,745,525	8,790,523	所得税有效税率	22.10%	24.11%	24.10%	24.13%	24.15%
少数股东权益	3,182	3,487	3,587	3,642	3,672						
母公司所有者权益	480,210	540,118	604,108	676,998	760,710	资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
						不良贷款率	1.61%	1.36%	1.30%	1.25%	1.22%
利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	不良贷款净生成率	-0.11%	-0.10%	0.08%	0.08%	0.10%
利息收入	242,005	270,911	290,553	326,078	367,149	拨备覆盖率	262.11%	357.98%	386.01%	395.06%	382.16%
利息支出	97,153	110,527	119,007	142,218	170,103	拨备/贷款总额	4.22%	4.87%	5.03%	4.95%	4.68%
利息净收入	144,852	160,384	171,545	183,860	197,046						
手续费净收入	64,018	66,480	71,204	76,552	82,807	资本	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非息收入	12,027	19,825	24,271	25,520	27,066	资本充足率	15.48%	15.68%	15.12%	14.48%	14.22%
营业收入	220,897	248,555	267,020	285,932	306,920	核心资本充足率	12.06%	11.78%	12.35%	12.01%	11.95%
营业费用与税金	68,924	79,244	91,371	102,076	111,431	杠杆倍数	13.01	12.39	12.34	12.36	12.48
资产减值损失	59,926	60,837	54,321	46,403	37,720						
营业利润	90,540	106,608	120,815	137,453	157,768	业绩增长率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业外收支净额	140	-111	0	0	0	利息净收入	7.62%	10.72%	6.96%	7.18%	7.17%
利润总额	90,680	106,497	120,815	137,453	157,768	营业收入	5.68%	12.52%	7.43%	7.08%	7.34%
所得税	20,042	25,678	29,116	33,166	38,094	拨备前利润	4.58%	11.28%	4.59%	4.98%	6.33%
净利润	70,638	80,819	91,699	104,286	119,675	净利润	13.24%	14.41%	13.46%	13.73%	14.76%
母公司所有者利润	70,150	80,560	91,557	104,208	119,631						

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。