2019 年 3 月 26 日

廖晨凯
C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK$) 36.0/41.0

# 招商银行(600036/3968.HK) Buy 买入

## 年报点评：基本面延续优秀的零售银行领头羊

### 公司基本资讯

| | |
|---|---|
| 产业别 | 银行 |
| A 股价(2019/3/25) | 31.17 |
| 上证指数(2019/3/25) | 3043.03 |
| 股价 12 个月高/低 | 33.79/23.92 |
| 总发行股数(百万) | 25219.85 |
| A 股数(百万) | 20628.94 |
| A 市值(亿元) | 6430.04 |
| 主要股东 | 香港中央结算(代理人)有限公司(18.03%) |
| 每股净值(元) | 20.07 |
| 股价/账面净值 | 1.55 |

| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
|---|---|---|---|
| 股价涨跌(%) | -4.2 | 23.3 | 6.2 |

### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|---|---|---|
| 2019-1-24 | 27.16 | 买入 |

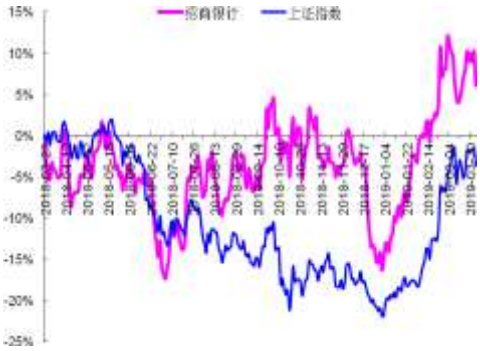
### 产品组合

| | |
|---|---|
| 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




**结论与建议：**

招商银行 2018 年营收 2486 亿，YOY 增 12.5%，实现净利 806 亿，YOY 增 14.8%，与之前披露的业绩快报一致。收入端方面，非息收入在投资收益带动下表现不错，在息差改善的背景下利息净收入增长稳健。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过半，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。

- **全年净利 806 亿，YOY 增 14.8%：**招商银行 2018 年营收 2486 亿，YOY 增 12.5%，实现净利 806 亿，YOY 增 14.8%，与之前披露的业绩快报一致。2018 年全年公司 ROE 录得 16.6%，YOY 基本持平，好于同业。
- **息差进一步提升：**细分收入端来看,非息收入快速增长,YOY 增 16.0%,我们认为一方面为受 I9 影响投资收益大幅度增长,另一方面手续费净收入实现 3.9%的稳健增长。利息净收入方面,YOY 增 10.7%,主要为生息资产规模稳健提升及息差继续改善共同推动。（生息资产 YOY 增 4.7%，净息差 YOY 升 14BP 至 2.57%）
- **不良继续实现“双降”：**招商银行延续资产质量改善趋势,2018 年不良率和不良余额继续下降。以不良率来看, 4Q2018 录得 1.36%,已较年初下降 0.25pct;以不良贷款余额来看,4Q2018 录得 536 亿,较年初减少 38 亿。截止 4Q2018 公司拨备覆盖率已达 358%,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。
- **零售业务占比提升，且负债端不断补足：**2018 年零售收入占比 YOY 提升 1.6pct 至 50.6%，零售税前利润占比 YOY 提升 5.9pct 至 59.3%。另外我们注意到，公司零售负债端占比稳健提升，且快于零售资产端占比提升比例：零售存款/总存款 YOY 提升 2.6pct 至 35.5%（零售贷款/总贷款 YOY 提升 1.0pct 至 51.1%),其中零售活期存款占比 YOY 提升 0.2pct 至 24.1%，零售定期存款占比 YOY 提升 2.4pct 至 11.4%。在加大金融科技方面投入的背景下，成本收入比 YOY 提升 0.9pct 至 31.2%。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019、2020 年实现净利 908 亿、1062 亿，对应 PE8.7X、7.4X，PB1.37X、1.20X，估值合理,公司零售业务及科技应用领先同业,资产质量扎实且不断改善,给与“买入” 的投资建议。
- **风险提示：**宏观经济超预期下行

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 62,081 | 70,150 | 80,560 | 90,789 | 106,233 |
| 同比增减 | % | 7.6% | 13.0% | 14.8% | 12.7% | 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 | 12.7 | 11.2 | 9.8 | 8.7 | 7.4 |
| 每股净资产（EVPS） | RMB 元 | 15.95 | 17.69 | 20.07 | 22.73 | 25.99 |
| A 股市净率（P/B） | X | 1.95 | 1.76 | 1.55 | 1.37 | 1.20 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.74 | 0.84 | 0.94 | 0.95 | 0.97 |
| 股息率 (Yield) | % | 3.94% | 2.77% | 3.02% | 3.05% | 3.11% |

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 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 209,025 | 220,897 | 248,555 | 282,642 | 312,956 |
| 净利息收入 | 134,595 | 144,852 | 160,384 | 176,867 | 195,945 |
| 净手续费及佣金收入 | 60,865 | 64,018 | 66,480 | 75,603 | 86,943 |
| 营业支出 | 131,307 | 130,357 | 141,947 | 167,779 | 176,557 |
| 业务及管理费用 | 58,538 | 66,772 | 77,112 | 85,582 | 94,457 |
| 资产减值损失 | 66,159 | 59,926 | 8 | 77,453 | 77,041 |
| 营业利润 | 77,718 | 90,540 | 106,608 | 114,863 | 136,399 |
| 净利润 | 62,081 | 70,150 | 80,560 | 90,789 | 106,233 |

附二：合并资产负债表

| (人民币百万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 发放贷款及垫款 | 3,151,649 | 3,414,612 | 3,749,949 | 4,139,242 | 4,568,949 |
| 证券投资 | 1,394,950 | 1,513,560 | 1,341,097 | 1,443,415 | 1,553,056 |
| 现金及存放央行款项 | 597,529 | 616,419 | 493,382 | 541,025 | 593,294 |
| 存放同业款项 | 103,013 | 76,918 | 100,160 | 109,832 | 120,443 |
| 同业拆出资金 | 200,251 | 154,628 | 313,411 | 343,675 | 376,878 |
| 买入返售金融资产 | 278,699 | 252,550 | 199,386 | 218,639 | 239,763 |
| 生息资产总计 | 5,726,091 | 6,028,687 | 6,197,385 | 6,795,829 | 7,452,382 |
| 资产总计 | 5,942,311 | 6,297,638 | 6,745,729 | 7,397,123 | 8,111,768 |
| 客户存款 | 3,802,049 | 4,064,345 | 4,427,566 | 4,755,062 | 5,106,781 |
| 向中央银行借款 | 330,108 | 414,838 | 405,314 | 438,869 | 479,201 |
| 同业存放 | 555,607 | 439,118 | 470,826 | 509,804 | 556,656 |
| 同业拆入 | 248,876 | 272,734 | 203,950 | 220,834 | 241,129 |
| 应付债券 | 275,082 | 296,477 | 424,926 | 499,154 | 630,305 |
| 卖出回购资产 | 162,942 | 125,620 | 78,141 | 84,610 | 92,386 |
| 付息负债总计 | 5,374,664 | 5,613,132 | 6,010,723 | 6,508,334 | 7,106,459 |
| 负债总计 | 5,538,949 | 5,814,246 | 6,202,124 | 6,786,036 | 7,417,997 |
| 股本 | 25,220 | 25,220 | 25,220 | 25,220 | 25,220 |
| 所有者权益总计 | 403,362 | 483,392 | 543,605 | 611,087 | 693,771 |
| 负债和所有者权益总计 | 5,942,311 | 6,297,638 | 6,745,729 | 7,397,123 | 8,111,768 |

附三：合并现金流量表

| (人民币百万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -120,615 | -5,660 | -35,721 | -53,999 | -31,793 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 13,720 | -84,471 | 19,718 | -17,011 | -27,255 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -3,996 | 22,663 | 94,333 | 37,667 | 51,554 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -103,731 | -71,687 | 83,258 | -30,720 | -6,383 |

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。