

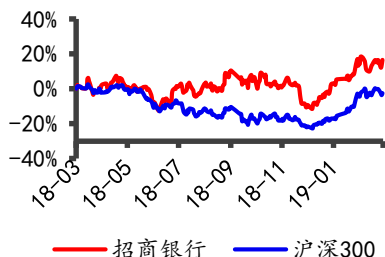
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	32.40
52周最高(元)	33.79
52周最低(元)	23.92
总市值(亿元)	8171
流通市值(亿元)	6684
总股本(亿股)	252
流通股本(亿股)	206
每股净资产(元)	20.07
资产负债率(%)	91.94

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
Email: yanghao@cnpsec.com
SAC 执业证书编号：S1340118010016
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《招商银行(600036)：零售领先的股份行，配置性价比尚可》-2018.11.06

年报数据表现良好，战略、业务、财务俱佳

——招商银行(600036)

事件：

2019年3月22日公司发布2018年度报告：全年实现营业收入2485.55亿元，同比增长12.52%；实现归母净利805.60亿元，同比增长14.84%。

核心观点

● **年报数据表现良好，新金融工具准则带来表现扰动。**分季度来看，公司Q1-Q4季度收入增速分别为7.20%/16.43%/16.28%/10.43%，同期扣非净利增速为13.66%/15.20%/16.19%/14.06%，两者表现较为匹配，Q4季度受高基数影响，业绩增速有所回落；分业务口径来看，利息净收入、手续费及佣金收入以及其它净收入三项同比增速分别为10.7%、3.8%和80.4%，而其它项金额大增主要受新金融工具准则影响所致。展望未来两年，宏观经济下行压力凸显，资产端滞后影响有望在2019-2020期间有所显现，招行中间业务或加大拓展力度，但盈利上短期难免被拖累，增速承压应为大概率事件。

● **“创新驱动+零售领先”战略定位明确。**招行有着与生俱来的“蛇口基因”，坚持前瞻性战略布局，秉承“因您而变”的开放心态，在近年发展中，一方面不断巩固自身零售特色优势定位，重视客户体验；另一方面注重科技在产品创新、业务创新中的作用，强调科技赋能。公司2018年决定将“金融科技创新项目基金”额度由“税前利润的1%”提升至“营业收入的1%”，加大力度推进实施“创新驱动、零售领先、特色鲜明的中国最佳商业银行”战略，用科技引领经营模式转型。

● **零售业务数据增速喜人，金融科技助力客户服务。**2018年，公司零售客户“三亿”齐飞，客群基础加速增厚：储蓄客户和零售客户总数分别达到1亿和1.25亿，分别增长17%和18%；“招商银行”与“掌上生活”两大App累计用户达到1.48亿，增长43%，其中月活跃用户(MAU)突破8100万，增长47%；同期公司客户数突破180万，增长18%。公司坚定移动优先策略，以客户体验为导向的互联网思维和价值观为指导，在自建和外拓场景上加快搭建生态化客户服务体系，本质上以客户需求为导向，从供给侧出发推动改革和服务升级。

● **表观盈利能力略有提升，资产质量不断改善。**表观盈利能力略有提升：2018年公司净利差2.44%，净利息收益率2.57%，两者分别提升0.15个百分点和0.14个百分点。不良贷款金额、不良率双降，拨

贷比持续提升，资产质量不断优化：公司贷款和垫款总额达到 3.93 万亿，同比增长 10.32%，而同期不良贷款额为 536 亿，同比减少 6.6%，不良贷款率 1.36%，同比下降近 0.25 个百分点；年末拨贷比 4.88%，近三年持续提升。

● **估值难言低估，但仍属合理水平。**从行业来看，2018 年招行的 A 股 PB 继续位列境内主要上市银行榜首，考虑目前申万银行行业 PB 仅 0.84，招行估值溢价达到 91.7%，很难说其估值在业内处于低估水平，具备相对价格优势；从其自身历史来看，目前 PB 为 1.61，以近 10 年、5 年、3 年三个期间来看，该值皆处于估值均值之上，表观估值并未明显低估。我们认为，尽管公司短期不具备显著估值优势，但对于中长期战略配置而言，公司战略清晰、业绩稳健、预期明确，理应享有估值溢价，整体来说目前估值仍属合理水平。

● **盈利预测与评级：**考虑到招行科技赋能带来的成本控制能力，我们略上调 2019 业绩预期，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.26 元、3.42 元和 3.82 元，对应的动态市盈率分别为 9.94 倍、9.47 倍和 8.49 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**经济增速下行超预期；资产质量下滑，减值计提增加。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	248,555	271,447	298,972	324,444
增长率（%）	12.5%	9.2%	10.1%	8.5%
净利润（百万元）	80,560	82,210	86,303	96,284
增长率（%）	14.8%	2.0%	5.0%	11.6%
EPS（元）	3.19	3.26	3.42	3.82

财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放中央银行	493,382	538,284	592,272	624,701	营业收入	248,555	271,447	298,972	324,444
拆出资金	313,411	342,276	376,983	409,102	利息净收入:	160,384	154,327	175,893	206,467
交易性金融资产	330,302	360,723	397,300	431,150	利息收入	270,911	281,069	312,828	353,626
债权投资	916,012	1,000,377	1,101,815	1,195,690	减: 利息支出	110,527	126,742	136,935	147,159
其他债权投资	421,070	459,851	506,479	549,631	手续费及佣金净收入:	66,480	73,840	83,242	92,413
其他权益工具投资	4,015	4,385	4,829	5,241	手续费及佣金收入	73,046	81,369	91,377	101,069
衍生金融资产	34,220	37,372	41,161	44,668	减: 手续费及佣金支出	6,566	7,529	8,135	8,656
买入返售金融资产	199,386	217,749	239,829	260,263	其他净收入:	21,691	16,789	18,491	20,067
发放贷款及垫款	3,749,949	4,101,201	4,460,443	4,875,588	营业支出	141,947	162,623	184,704	196,978
长期股权投资	8,871	9,688	10,670	11,580	税金及附加	2,132	2,398	2,718	3,033
固定资产	55,444	60,550	66,690	72,372	业务及管理费用	77,112	88,425	99,246	109,715
无形资产	9,150	9,993	11,006	11,944	减值损失	60,837	69,762	80,495	81,794
其他资产	210,517	229,906	253,218	274,792	其他业务成本	1,866	2,038	2,244	2,436
资产总计	6,745,729	7,372,353	8,062,697	8,766,721	营业利润	106,608	108,824	114,268	127,466
同业和其它金融机构	470,826	514,189	566,328	614,579	加: 营业外收入	264	288	318	345
向中央银行借款	405,314	442,643	487,527	529,065	减: 营业外支出	375	410	451	489
拆入资金	203,950	222,734	245,319	266,220	利润总额	106,497	108,703	114,134	127,321
卖出回购金融资产款	78,141	85,338	93,991	101,999	减: 所得税	25,678	26,210	27,519	30,699
吸收存款	4,427,566	4,835,345	5,325,649	5,779,394	净利润	80,819	82,493	86,615	96,622
应付债券	424,926	464,062	511,118	554,665	减: 少数股东损益	259	283	312	338
其他负债	191,401	202,906	223,480	242,521	归母公司净利	80,560	82,210	86,303	96,284
负债合计	6,202,124	6,767,216	7,453,412	8,088,443					
股本	25,220	25,220	25,220	25,220					
其它权益工具	34,065	34,065	34,065	34,065					
资本公积金	67,523	67,523	67,523	67,523					
盈余公积金	53,682	61,931	70,593	80,255					
未分配利润	274,361	319,469	295,680	360,489					
一般风险准备	78,542	85,776	103,921	97,396					
其他	6,725	7,344	8,089	8,778					
归属于母公司所有者	540,118	601,329	605,090	673,727					
少数股东权益	3,487	3,808	4,194	4,552					
所有者权益合计	543,605	605,137	609,285	678,278					
负债及股东权益总计	6,745,729	7,372,353	8,062,697	8,766,721					

主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收益率	2.57%	2.36%	2.56%	2.76%
成本收入比	31.02%	32.58%	33.20%	33.82%
ROAA	1.24%	1.17%	1.17%	1.20%
ROAE	16.57%	14.36%	15.03%	15.06%
市盈率 (倍)	8.07	9.94	9.47	8.49
市净率 (倍)	1.18	1.35	1.34	1.20
EPS	3.19	3.26	3.42	3.82
每股净资产 (元/股)	21.55	23.99	24.16	26.89

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。