

2019年05月08日

招商银行 (600036.SH)

## 息差逐季改善，非息收入承压

### —招商银行 2018 年报&2019 年一季度报点评

■ **业绩概述：**招商银行 2018 年营业收入同比增长 12.52%，归母净利润同比增长 14.84%；2019 年一季度营业收入同比增长 12.14%，归母净利润同比增长 11.32%，总体符合预期。

■ **息差逐季度改善。**招行 2018 年四个季度的单季净息差依次是 2.55%、2.53%、2.54%、2.66%，四季度息差环比改善 12 个 bp；2019 年一季度息差为 2.72%。

息差持续大幅改善主要归功于资产负债结构的优化调整。一季度招行大部分的新增贷款都投向了收益率相对更高的零售信贷，贷款的整体收益率有所提升。另外，招行一季度压缩了大量利差较薄，对息差有负向贡献的同业资产（这也是一季度招行扩表不明显的主要原因），进一步提高了贷款占总资产的比重，有助于改善总体生息资产的收益率，从而推动息差持续回升。

■ **手续费有佣金业务收入表现一般。**2018 年招行手续费及佣金收入同比增长 4.5%，较 2017 年增加 31.4 亿元。今年一季度招行集团口径的手续费及佣金净收入同比增长 1.25%，本行口径的手续费及佣金净收入同比下降 1.19%，表现差强人意，在一定程度上拖累了营收增速。

一方面，行业因素主要是理财收入受到利差收窄的负面影响；而另一方面，招行自身的原因，部分业务受到受权责发生制改造影响，收入开始下滑。“权责发生制”与“收付实现制”相对应，招行于 2017-2018 年分批对中收实行由“收付实现制”转为“权责发生制”的改造，目的是为了减缓中收的波动。其中，代销基金收入确认改造在 2018 年进行，所以 2019 年一季度同比会有口径上的差异。再加上 2018 年一季度牛市效应更明显，卖的基金量更大，所以 2018 年同期的基数比较高，导致今年一季度代理基金收入增速明显不振。

随着口径逐渐统一，去年二季度以后市场走弱导致代销基数自然下降，预计今年后面的代理基金收入增速将恢复正常。

■ **资产质量平稳。**根据招行 2018 年中报和年报披露的不良生成率推断，去年下半年的不良生成速度较上半年是加快的。然后，招行去年末零售贷款整体的不良率较年中上升 2 个 bp，主要是其中的小微贷款和其他类贷款（广义消费贷）不良率上行所致，而市场普遍担心的信用卡贷款不良率则有所改善。

## 公司快报

证券研究报告

股份制银行

投资评级

**买入-A**

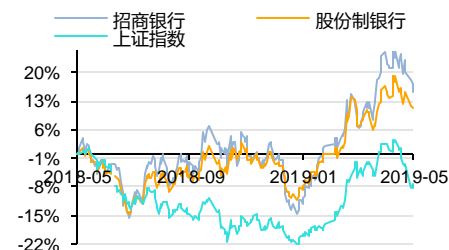
维持评级

6 个月目标价：**36.4 元**  
股价 (2019-05-08) **33.13 元**

#### 交易数据

总市值 (百万元)	835,533.48
流通市值 (百万元)	683,436.93
总股本 (百万股)	25,219.85
流通股本 (百万股)	20,628.94
12 个月价格区间	24.57/36.00 元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.07	2.55	26.0
绝对收益	-7.79	13.07	18.25

张宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030001  
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

#### 相关报告

招商银行：招商银行：营收增速超出预期，资产质量继续改善/黄守宏  
2018-08-25

今年一季度招商不良率环比下降 1bp，拨备覆盖率稳中有升，资产质量趋势较好。

- **投资建议：** 买入-A 投资评级，6 个月目标价 36.4 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 8.95%、9.49%、8.39%，净利润增速分别为 12.20%、13.40%、11.30%，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 36.4 元，相当于 2019 年 1.6X PB。

- **风险提示：** 公司资产质量显著恶化

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	219,390	246,689	268,768	294,265	318,959
(+/-) %	4.99%	12.44%	8.95%	9.49%	8.39%
拨备前利润	150,606	167,334	180,523	193,797	209,795
(+/-) %	3.78%	11.11%	7.88%	7.35%	8.25%
净利润	70,150	80,560	90,386	102,501	114,082
(+/-) %	13.00%	14.84%	12.20%	13.40%	11.30%
每股净收益 (元)	2.78	3.19	3.58	4.06	4.52
每股净资产 (元)	17.69	20.07	22.75	25.74	29.05

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净资产收益率 (%)	16.54%	16.92%	16.74%	16.76%	16.51%
总资产收益率 (%)	1.15%	1.24%	1.29%	1.35%	1.39%
风险加权资产收益率 (%)	2.13%	2.28%	2.23%	2.16%	2.23%
市盈率	11.91	10.37	9.24	8.15	7.32
市净率	1.87	1.65	1.46	1.29	1.14
股息率 (%)	2.54%	2.84%	3.25%	3.68%	4.10%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1: 招商银行 2019 年一季报业绩概览

单位: 百万元	2018Q1	2019Q1	YoY(%)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	QoQ(%)
拨备前利润	44,045	49,877	13.2%	46,329	43,015	33,945	49,877	46.9%
母公司净利润	22,674	25,240	11.3%	22,082	22,624	13,180	25,240	91.5%
<b>市场预测</b>								
EPS (未年化)	0.90	1.00		0.88	0.90	0.52	1.00	
BVPS (未年化)	18.32	21.09		18.50	19.49	20.07	21.09	
净利息收入	37,939	43,369	14.3%	39,073	40,960	42,412	43,369	2.3%
生息资产 (期初期末平均)	6,042,173	5,666,686	-6.2%	5,709,335	5,198,240	5,104,717	5,064,415	-0.8%
净息差 (期初期末口径)	2.44%	3.43%	98bp	2.74%	3.15%	3.32%	3.43%	10bp
净息差 (日均余额口径)	2.55%	2.72%	17bp	2.53%	2.40%	2.66%	2.72%	6bp
非利息净收入	22,932	24,840	8.3%	25,319	20,675	17,379	24,840	42.9%
手续费净收入	18,921	19,158	1.3%	18,548	15,512	13,499	19,158	41.9%
其他非息收入	4,011	5,682	41.7%	6,771	5,163	3,880	5,682	46.4%
业务及管理费	16,399	17,805	8.6%	17,460	18,149	25,104	17,805	-29.1%
成本收入比	26.94%	26.10%	-0.8pc	27.12%	29.45%	41.99%	26.10%	-15.9pc
资产拨备支出	14,759	16,810	13.9%	16,670	13,381	16,027	16,810	4.9%
信贷拨备支出	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	6,578	7,570	15.1%	7,498	6,939	4,663	7,570	62.3%
有效税率	22.46%	22.89%	0.4pc	25.28%	23.42%	26.02%	22.89%	-3.1pc
<b>规模指标:</b>								
总资产	6,252,238	6,794,347	8.7%	6,537,340	6,508,681	6,745,729	6,794,347	0.7%
生息资产余额	6,192,251	5,089,457	-17.8%	5,226,419	5,170,061	5,039,373	5,089,457	1.0%
其中: 贷款净额	3,553,672	3,932,956	10.7%	3,702,913	3,770,356	3,749,949	3,932,956	4.9%
同业资产	418,591	463,941	10.8%	603,390	508,109	612,957	463,941	-24.3%
债券投资	1,543,936	0	-100.0%	190,850	174,160	0	0	#DIV/0!
总负债	5,752,755	6,221,311	8.1%	6,033,289	5,979,792	6,202,124	6,221,311	0.3%
付息负债余额	5,525,544	5,996,416	8.5%	5,768,998	5,742,574	6,010,723	5,996,416	-0.2%
其中: 吸收存款	4,066,894	4,454,862	9.5%	4,257,803	4,300,067	4,427,566	4,454,862	0.6%
同业负债	1,179,188	1,085,013	-8.0%	1,167,989	1,083,934	1,158,231	1,085,013	-6.3%
发行债券	279,462	456,541	63.4%	343,206	358,573	424,926	456,541	7.4%
所有者权益	462,081	531,981	15.1%	466,650	491,571	506,053	531,981	5.1%
总股本	25,220	25,220	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%
<b>重点关注:</b>								
不良贷款	54,958	55,645	1.3%	55,382	56,247	53,605	55,645	3.8%
关注贷款	n.a	n.a	n.a	58,323	n.a	59,329	n.a	n.a
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	63,553	n.a	62,003	n.a	n.a
不良贷款率	1.48%	1.35%	-13bp	1.43%	1.42%	1.36%	1.35%	-2bp
不良真实生成率	0.30%	1.24%	94bp	0.63%	0.40%	1.02%	1.24%	22bp
不良核销转出率	35.41%	75.87%	40.5pc	39.37%	21.51%	90.52%	75.87%	-14.7pc
不良真实生成额	2,646	12,207	361.4%	5,833	3,844	10,086	12,207	21.0%
不良核销转出额	5,081	10,167	100.1%	5,409	2,979	12,728	10,167	-20.1%
拨备覆盖率	295.93%	363.17%	67.2pc	316.08%	325.70%	358.18%	363.17%	5.0pc
拨贷比	4.38%	4.89%	51bp	4.51%	4.63%	4.88%	4.89%	1bp
资本充足率	15.51%	15.86%	35bp	15.08%	15.46%	15.68%	15.86%	18bp
核心资本充足率	12.91%	12.72%	-19bp	12.51%	12.84%	12.62%	12.72%	10bp
ROAE	20.0%	19.5%	-0.5pc	19.0%	18.9%	10.6%	19.5%	8.9pc

资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 2: 财务报表预测及估值汇总

财务预测(单位: 百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						
净利息收入	134,595	144,852	160,384	169,975	184,355	197,039
净手续费收入	60,865	64,018	66,480	73,793	81,910	90,920
其他非息收入	13,510	10,520	19,825	25,000	28,000	31,000
<b>营业收入</b>	<b>208,970</b>	<b>219,390</b>	<b>246,689</b>	<b>268,768</b>	<b>294,265</b>	<b>318,959</b>
税金及附加	-6,362	-2,152	-2,132	-3,239	-4,361	-4,908
业务及管理费	-58,036	-66,772	-77,112	-86,006	-97,107	-105,257
营业外净收入	550	140	-111	1,000	1,000	1,000
<b>拨备前利润</b>	<b>145,122</b>	<b>150,606</b>	<b>167,334</b>	<b>180,523</b>	<b>193,797</b>	<b>209,795</b>
资产减值损失	-66,159	-59,926	-60,837	-62,849	-60,351	-61,270
<b>税前利润</b>	<b>78,963</b>	<b>90,680</b>	<b>106,497</b>	<b>117,674</b>	<b>133,446</b>	<b>148,525</b>
所得税	-16,583	-20,042	-25,678	-27,065	-30,693	-34,161
<b>税后利润</b>	<b>62,380</b>	<b>70,638</b>	<b>80,819</b>	<b>90,609</b>	<b>102,754</b>	<b>114,364</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>62,081</b>	<b>70,150</b>	<b>80,560</b>	<b>90,386</b>	<b>102,501</b>	<b>114,082</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	597,529	616,419	493,382	545,965	589,642	636,814
同业资产	581,963	484,096	612,957	653,574	697,219	744,143
贷款总额	3,261,681	3,565,044	3,933,034	4,404,998	4,977,648	5,624,742
贷款减值准备	-110,032	-150,432	-191,895	-233,093	-274,921	-315,883
贷款净额	3,151,649	3,414,612	3,749,949	4,171,905	4,702,727	5,308,860
证券投资	1,450,922	1,578,356	0	-113,107	-323,289	-582,100
其他资产	160,248	204,155	1,889,441	2,051,721	2,210,902	2,383,136
<b>资产合计</b>	<b>5,942,311</b>	<b>6,297,638</b>	<b>6,745,729</b>	<b>7,310,058</b>	<b>7,877,201</b>	<b>8,490,852</b>
同业负债	1,297,533	1,252,310	1,158,231	1,230,247	1,307,274	1,389,705
存款余额	3,802,049	4,064,345	4,427,566	4,958,874	5,355,584	5,784,031
应付债券	275,082	296,477	424,926	300,000	300,000	300,000
其他负债	164,285	201,114	191,401	243,374	261,141	280,302
<b>负债合计</b>	<b>5,538,949</b>	<b>5,814,246</b>	<b>6,202,124</b>	<b>6,732,495</b>	<b>7,224,000</b>	<b>7,754,037</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>403,362</b>	<b>449,327</b>	<b>509,540</b>	<b>577,564</b>	<b>653,202</b>	<b>736,815</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	-1.56%	7.62%	10.72%	5.98%	8.46%	6.88%
净手续费增速	13.94%	5.18%	3.85%	11.00%	11.00%	11.00%
净非息收入增速	15.39%	0.22%	15.79%	14.47%	11.25%	10.93%
拨备前利润增速	8.02%	3.78%	11.11%	7.88%	7.35%	8.25%
归属母公司净利润增速	7.60%	13.00%	14.84%	12.20%	13.40%	11.30%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	16.27%	16.54%	16.92%	16.74%	16.76%	16.51%
ROAA	1.09%	1.15%	1.24%	1.29%	1.35%	1.39%
RORWA	1.93%	2.13%	2.28%	2.23%	2.16%	2.23%
生息率	3.91%	3.99%	4.87%	5.26%	5.21%	5.14%
付息率	1.62%	1.76%	1.93%	1.71%	1.69%	1.68%
净利差	2.29%	2.22%	2.94%	3.55%	3.52%	3.47%
净息差	2.38%	2.39%	2.84%	3.23%	3.23%	3.19%
成本收入比	27.77%	30.44%	31.26%	32.00%	33.00%	33.00%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	13.33%	15.48%	15.68%	16.82%	17.23%	17.65%
核心资本充足率	11.54%	13.02%	12.62%	12.66%	13.28%	13.89%
风险加权系数	54.02%	52.27%	52.34%	62.59%	62.59%	62.59%
股息支付率	30.06%	30.20%	29.43%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>资产质量</b>						
不良贷款余额	61,121	57,393	53,605	56,941	62,507	69,384
不良贷款净生成率	1.76%	0.63%	0.63%	0.63%	0.54%	0.54%
不良贷款率	1.87%	1.61%	1.36%	1.29%	1.26%	1.23%
拨备覆盖率	180%	264%	358%	409%	440%	455%

拨贷比	3.37%	4.22%	4.88%	5.29%	5.52%	5.62%
<b>流动性</b>						
贷存比	85.79%	87.72%	88.83%	88.83%	92.94%	97.25%
贷款/总资产	54.89%	56.61%	58.30%	60.26%	63.19%	66.24%
平均生息资产/平均总资产	99.17%	99.15%	86.51%	74.92%	75.28%	75.54%
<b>每股指标</b>						
EPS	2.46	2.78	3.19	3.58	4.06	4.52
BVPS	15.95	17.69	20.07	22.75	25.74	29.05
每股股利	0.74	0.84	0.94	1.08	1.22	1.36
<b>估值指标</b>						
P/E	13.46	11.91	10.37	9.24	8.15	7.32
P/B	2.08	1.87	1.65	1.46	1.29	1.14
P/PPOP	5.76	5.55	4.99	4.63	4.31	3.98
股息收益率	2.23%	2.54%	2.84%	3.25%	3.68%	4.10%

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张宇声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034