



600036.SH

买入

原评级: 买入

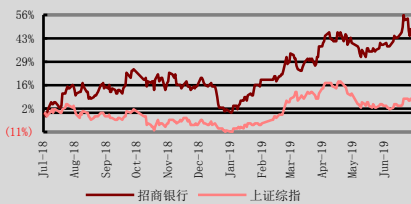
市场价格: 人民币 36.90

板块评级: 强于大市

本报告要点

零售优势领先, 优异基本面支撑龙头溢价

股价表现



| (%)    | 今年至今 | 1个月 | 3个月  | 12个月 |
|--------|------|-----|------|------|
| 绝对     | 46.4 | 4.7 | 10.6 | 43.7 |
| 相对上证指数 | 25.6 | 2.3 | 11.2 | 36.8 |

|                  |         |
|------------------|---------|
| 发行股数(百万)         | 25,220  |
| 流通股(%)           | 82      |
| 总市值(人民币 百万)      | 907,410 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 1,995   |
| 资本充足率(%) (2019E) | 15.86   |
| 主要股东(%)          |         |
| 香港中央结算(代理人)有限公司  | 18      |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

# 招商银行

## 零售优势领先, 优异基本面支撑龙头溢价

招商银行的零售优势领先, 公司前瞻性的战略布局以及坚定的执行力积累客户基础, 产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性, 零售地位短期内难被超越。我们认为招行稳健审慎的经营风格, 零售领域优势的不断巩固以及金融科技投入成效的逐步显现, 使其在经济下行期风险防御能力强于同业, 盈利能力能够保持优异, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

#### 零售基础进一步夯实, 金融科技投入加大

招行的零售布局存在先发优势, 在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势, 短期内难以被赶超。零售业务贡献持续加大, 2018年零售条线税前利润占比较半年末提升0.6个百分点至57.22%。零售业务受经济波动影响较小, 在国内经济存不确定性背景下, 零售业务更能够保障业绩稳定性。另外, 公司加大在金融科技领域的投入力度, 2018年信息科技投入同比增35.17%, 占营收比重较2017年提升0.46个百分点至2.78%。前瞻性的战略眼光与布局将保证招行未来在金融创新领域的竞争力持续位居行业前列。展望2019年, 我们认为招行的资源配置继续向零售倾斜, 并且借助金融科技深化零售战略转型, 零售条线对公司的经营贡献度有望进一步提升。

**控增速调结构, 不良延续双降。**招行2018年以来规模扩张增速放缓以调整结构, 资产结构上继续向贷款倾斜(1季度贷款占比为59.8%)。公司资产质量改善持续, 1季度不良贷款率环比下降1BP至1.35%, 2018年以来连续5个季度保持改善, 资产质量在同类银行中表现优异。此外, 公司拨备覆盖率和拨贷比都处于行业较高水平, 表明公司应对潜在信用风险能力较强。

**轻型化转型显成效, 资本金补充压力小。**公司的轻型化转型见成效, ROE处于行业较高水平(2019年1季度年化ROE为19.5%), 盈利能力保持行业前列。我们认为招行较高的ROE水平有助于资本的内生性补充, 公司资本金压力相对小。

### 估值

我们维持招行2019/2020年EPS3.61/4.00元的预测, 对应净利润增速为12.9%/11.0%, 目前股价对应2019/2020年市净率为1.63/1.45倍, 市盈率为10.23/9.22x。维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

### 投资摘要

| 年结日: 12月31日(人民币百万) | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入-扣除其他成本        | 219,390 | 246,689 | 264,708 | 282,873 | 302,242 |
| 变动(%)              | 4.99    | 12.44   | 7.30    | 6.86    | 6.85    |
| 净利润                | 70,150  | 80,560  | 90,930  | 100,957 | 111,053 |
| 变动(%)              | 13.00   | 14.84   | 12.87   | 11.03   | 10.00   |
| 净资产收益率(%)          | 16.54   | 16.92   | 16.90   | 16.66   | 16.32   |
| 每股收益(元)            | 2.78    | 3.19    | 3.61    | 4.00    | 4.40    |
| 市盈率(倍)             | 13.27   | 11.55   | 10.23   | 9.22    | 8.38    |
| 市净率(倍)             | 2.09    | 1.84    | 1.63    | 1.45    | 1.29    |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

| 年结日: 12月31日           | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标 (RMB)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS (摊薄/元)            | 2.78    | 3.19    | 3.61    | 4.00    | 4.40    |
| BVPS (摊薄/元)           | 17.69   | 20.07   | 22.61   | 25.44   | 28.54   |
| 每股股利                  | 0.84    | 0.94    | 1.06    | 1.18    | 1.30    |
| 分红率(%)                | 30.20   | 29.43   | 29.43   | 29.43   | 29.43   |
| <b>资产负债表 (Rmb bn)</b> |         |         |         |         |         |
| 贷款总额                  | 3,565   | 3,942   | 4,336   | 4,770   | 5,247   |
| 证券投资                  | 1,597   | 1,706   | 1,808   | 1,916   | 2,031   |
| 应收金融机构的款项             | 484     | 613     | 674     | 708     | 743     |
| 生息资产总额                | 6,112   | 6,562   | 7,128   | 7,717   | 8,364   |
| 资产合计                  | 6,298   | 6,746   | 7,327   | 7,933   | 8,598   |
| 客户存款                  | 4,064   | 4,428   | 4,823   | 5,254   | 5,724   |
| 计息负债总额                | 5,613   | 6,011   | 6,406   | 6,837   | 7,307   |
| 负债合计                  | 5,814   | 6,202   | 6,719   | 7,253   | 7,839   |
| 股本                    | 25      | 25      | 25      | 25      | 25      |
| 股东权益合计                | 480     | 540     | 604     | 676     | 754     |
| <b>利润表 (Rmb bn)</b>   |         |         |         |         |         |
| 净利息收入                 | 144.85  | 160.38  | 173.90  | 188.58  | 204.28  |
| 净手续费及佣金收入             | 64.02   | 66.48   | 69.80   | 73.29   | 76.96   |
| 营业收入                  | 219.39  | 246.69  | 264.71  | 282.87  | 302.24  |
| 营业税金及附加               | (2.15)  | (2.13)  | (2.65)  | (2.83)  | (3.02)  |
| 拨备前利润                 | 150.61  | 167.33  | 178.57  | 190.83  | 203.90  |
| 计提拨备                  | (59.93) | (60.84) | (58.36) | (57.37) | (57.09) |
| 税前利润                  | 90.68   | 106.50  | 120.21  | 133.46  | 146.81  |
| 净利润                   | 70.15   | 80.56   | 90.93   | 100.96  | 111.05  |
| <b>资产质量</b>           |         |         |         |         |         |
| NPL ratio(%)          | 1.61    | 1.36    | 1.30    | 1.27    | 1.27    |
| NPLs                  | 57.39   | 53.61   | 56.37   | 60.58   | 66.63   |
| 拨备覆盖率(%)              | 262     | 358     | 405     | 433     | 444     |
| 拨贷比(%)                | 4.22    | 4.87    | 5.26    | 5.50    | 5.63    |
| 一般准备/风险加权资(%)         | 3.54    | 4.10    | 4.49    | 4.77    | 4.96    |
| 不良贷款生成率(%)            | 0.46    | 0.41    | 0.60    | 0.60    | 0.60    |
| 不良贷款核销率(%)            | (0.57)  | (0.51)  | (0.53)  | (0.51)  | (0.48)  |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

| 年结日: 12月31日            | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营管理 (%)</b>        |       |       |       |       |       |
| 贷款增长率                  | 9.30  | 10.57 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 生息资产增长率                | 5.55  | 7.35  | 8.62  | 8.27  | 8.38  |
| 总资产增长率                 | 5.98  | 7.12  | 8.62  | 8.27  | 8.38  |
| 存款增长率                  | 6.90  | 8.94  | 8.94  | 8.94  | 8.94  |
| 付息负债增长率                | 4.44  | 7.08  | 6.58  | 6.73  | 6.87  |
| 净利息收入增长率               | 7.62  | 10.72 | 8.43  | 8.44  | 8.33  |
| 手续费及佣金净收入增长率           | 5.18  | 3.85  | 5.00  | 5.00  | 5.00  |
| 营业收入增长率                | 4.99  | 12.44 | 7.30  | 6.86  | 6.85  |
| 拨备前利润增长率               | 3.78  | 11.11 | 6.71  | 6.87  | 6.85  |
| 税前利润增长率                | 14.84 | 17.44 | 12.87 | 11.03 | 10.00 |
| 净利润增长率                 | 13.00 | 14.84 | 12.87 | 11.03 | 10.00 |
| 非息收入占比                 | 29.18 | 26.95 | 26.37 | 25.91 | 25.46 |
| 成本收入比                  | 30.44 | 31.26 | 31.50 | 31.50 | 31.50 |
| 信贷成本                   | 1.76  | 1.62  | 1.41  | 1.26  | 1.14  |
| 所得税率                   | 22.10 | 24.11 | 24.11 | 24.11 | 24.11 |
| <b>盈利能力 (%)</b>        |       |       |       |       |       |
| NIM                    | 2.43  | 2.57  | 2.58  | 2.58  | 2.58  |
| 拨备前 ROAA               | 2.46  | 2.57  | 2.54  | 2.50  | 2.47  |
| 拨备前 ROAE               | 34.13 | 32.80 | 31.21 | 29.82 | 28.53 |
| ROAA                   | 1.15  | 1.24  | 1.29  | 1.32  | 1.34  |
| ROAE                   | 16.54 | 16.92 | 16.90 | 16.66 | 16.32 |
| <b>流动性 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| 分红率                    | 30.20 | 29.43 | 29.43 | 29.43 | 29.43 |
| 贷存比                    | 87.72 | 89.03 | 89.90 | 90.78 | 91.66 |
| 贷款/总资产                 | 56.61 | 58.44 | 59.18 | 60.12 | 61.02 |
| 债券投资/总资产               | 25.36 | 25.28 | 24.67 | 24.16 | 23.63 |
| 银行同业/总资产               | 7.69  | 9.09  | 9.20  | 8.92  | 8.65  |
| <b>资本状况</b>            |       |       |       |       |       |
| 核心一级资本充足率 <sup>2</sup> | 12.06 | 11.78 | 10.76 | 11.23 | 11.68 |
| 资本充足率                  | 12.66 | 13.06 | 13.29 | 13.57 | 13.83 |
| 加权风险资产-一般法             | 4,254 | 4,678 | 5,081 | 5,502 | 5,962 |
| % RWA/总资产(%)           | 67.55 | 69.35 | 69.35 | 69.35 | 69.35 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测