



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 招商银行 (600036): 业绩保持高增, 资产质量持续改善

——招商银行 2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

招商银行 公司报告

## 报告摘要:

**事件:** 10 月 30 日, 招商银行公布三季度财报: 实现净利润 772.39 亿元, YoY+14.6%; 营收 2077.30 亿元, YoY+10.4%; 年化 ROE19.19%, 同比+12bps。19 年 9 月末, 总资产 7.3 万亿, 不良率 1.19%, 拨备覆盖率 409.4%, 核心一级资本充足率 11.09%。

**■ 经营亮点: 零售战略推动业绩提速, 资产质量保持优异。**招商银行是零售银行的优秀代表, 具有基本面扎实、战略执行前瞻且坚定的特点。在零售战略积极推动下, 预计零售贷款占比将进一步提升; 负债端主动调整、结构性优化的空间较大; 息差绝对水平有望保持同业领先, 支持公司利息收入稳健增长。期待后续理财子公司正式开业带来的非息进一步改善。同时, 金融科技银行战略推进, 科技赋能业务创新, 或将维持同业较高 ROE 水平

## ■ 财务分析:

**3Q19 业绩保持高速增长, 主要是净利息收入高增且拨备计提力度环比下降。**前三季度净利润同比增 14.6%, 增速较 1H19 提高 1.5 个百分点, 保持稳健高速增长; 营收增速回升至 10.4%; PPOP 增速小幅回落至 7.7%。拆分来看, 主要贡献来自息差保持稳定 (同比+11bps, 环比-5bps)+规模稳步增长 (生息资产同比+12.4%) 带动下的净利息收入增长 (同比+11.2%)。净非息收入同比增 8.9%, 中收同比增 7.4%, 增速较上半年提高 3.9 个百分点。拨备计提保持平稳, 单季度计提拨备环比下降 27%, 体现为对业绩的正向贡献。

**3Q19 净息差 2.65% (环比下行 5bps), 仍优于同业。**资产端, 实体经济信贷需求不足, 市场利率下行, 贷款收益率承压; 负债端, 存款同业竞争激烈, 存款成本有所上升; 本轮息差收窄为行业共性。考虑招行零售贷款占比较高, 且负债端成本管控能力较强, 息差下行压力或好于同业。

**3Q19 信贷持续高增, 个贷占比进一步提高。**3Q19 资产规模环比增 5.9%。贷款同比高增 12.9%, 较年初增 25.2%, 信贷占生息资产比重环比提高 1 个百分点至 61.72%, 维持较高水平; 其中个贷占比较上半年提高 3.4 个百分点至 55.2%, 对公占比下降 4 个百分点至 38.4%, 或与有效对公信贷需求不足、资产利率下行背景下, 主动加大高收益个人信贷投放有关。债券投资受去年同期低基数影响, 同比增 20.3%; 生息资产同比增 12.4%。负债端, 3Q19 存款同比增 10.8%, 存款占计息负债的 73.9%, 保持同业最高水平, 存款优势显著。

**不良双降, 拨备充足。**随着核销处置力度的不断加大, 不良率环比下降 4bps, 同比下降 23bps 至 15 年来历史低位 1.19%, 资产质量持续稳定向好。拨备覆盖率环比上行 15 个点至 409%高位, 拨贷比环比升 4bps 至 4.89%, 拨备合理充裕。

**投资建议:** 公司零售业务占比较高, 且风控审慎, 资产质量平稳, 受经济波动影响相对较小。预计 19/20 年净利润增速 15.1%/14.9%, 给予公司 1.8 倍 19 年 PB 目标估值, 对应股价 40.72 元, 维持“强烈推荐”评级。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	2209	2486	2786	3106	3457
增长率 (%)	5.3	12.5	12.1	11.5	11.3
净利润 (亿元)	702	806	928	1066	1224
增长率 (%)	13.0	14.8	15.1	14.9	14.8
净资产收益率 (%)	16.54%	16.92%	17.23%	17.10%	16.61%
每股收益 (元)	2.78	3.19	3.68	4.23	4.85
PE	12.73	11.09	9.63	8.38	7.30
PB	2.00	1.76	1.57	1.32	1.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

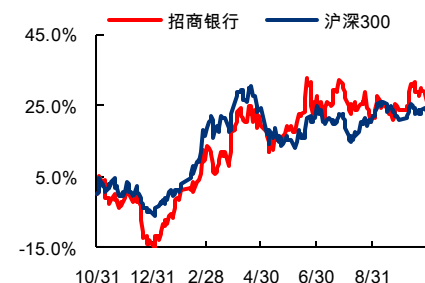
招商银行是我国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行, 也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。紧密围绕打造“轻型银行”的转型目标, 实现“质量、效益、规模”动态均衡发展, 经营结构持续优化, 数字化招行初具规模, 国际化、综合化深入推进。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	35.41-28.35
总市值 (亿元)	8930.35
流通市值 (亿元)	7304.71
总股本/流通 A 股 (万股)	2521985/2062894
流通 B 股/H 股 (万股)	/459090
52 周日均换手率	0.25

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 首席分析师: 林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

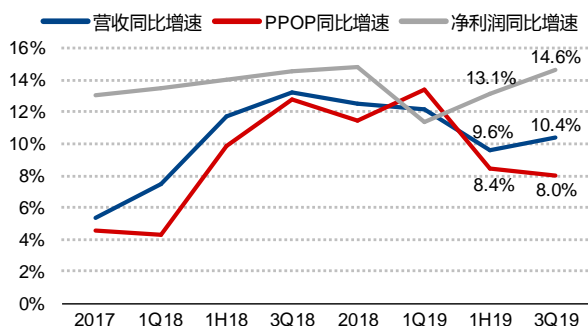
S1480519070002

研究助理: 田馨宇

010-66555383

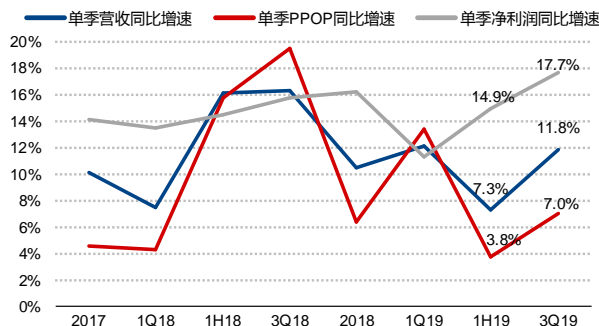
tianxy@dxzq.net.cn

图 1：招商银行 3Q19 营收、PPOP、净利润增速环比上行



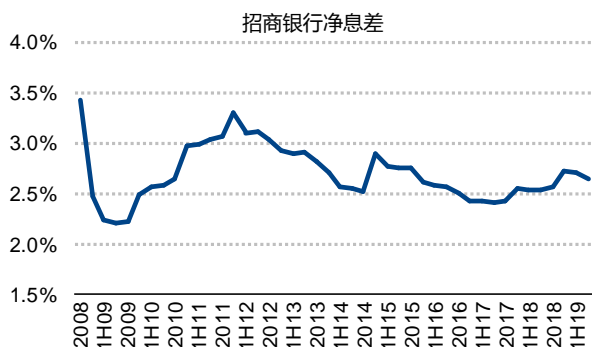
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：3Q19 单季度营收、PPOP、净利润增速环比上行



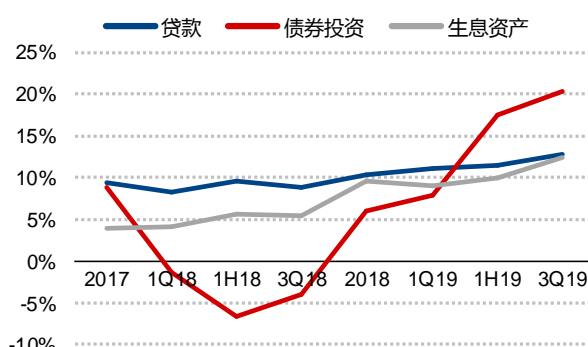
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：招商银行净息差历史走势



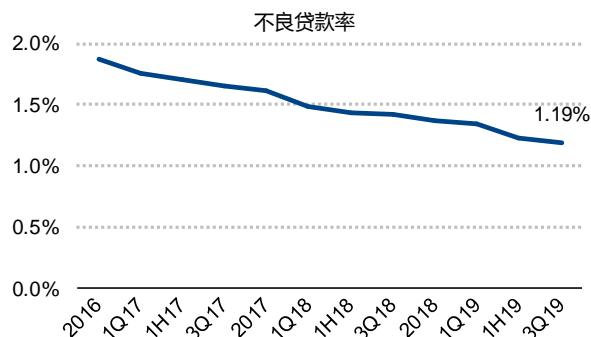
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4：招商银行 3Q19 信贷持续高增



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 5：招商银行不良率贷款率环比下行 4bps 至近年低位



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 6：招商银行拨备覆盖率环比上行 15 个点至 409%高位



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 1：业绩拆分情况

业绩拆分（累计同比）	1H18	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	业绩拆分（单季环比）	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
规模	3.9%	4.7%	4.7%	7.2%	6.8%	6.6%	规模	3.8%	4.4%	-1.0%	-0.1%	3.0%	4.4%
息差	4.7%	5.2%	6.0%	7.1%	6.7%	4.6%	息差	-0.8%	0.4%	4.6%	2.4%	-1.5%	-4.9%
非息	3.1%	3.3%	1.8%	-2.2%	-3.9%	-0.9%	非息	2.8%	-9.1%	-6.3%	11.7%	-0.3%	0.3%
成本	-1.9%	-0.4%	-1.1%	1.2%	-1.2%	-2.4%	成本	-0.4%	-3.2%	-17.2%	31.5%	-4.7%	-4.4%
拨备	8.6%	6.1%	6.3%	-0.4%	1.5%	3.5%	拨备	-4.1%	7.4%	-19.5%	39.2%	-0.3%	10.8%
税收	-4.8%	-4.7%	-3.3%	-0.6%	3.4%	3.6%	税收	-3.7%	2.5%	-2.1%	7.8%	3.3%	-0.2%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表 (亿元)</b>											
净利息收入	1449	1604	1851	2115	2387	<b>收入增长</b>					
手续费及佣金	640	665	691	726	762	净利润增速	13.0%	14.8%	15.1%	14.9%	14.8%
其他收入	120	217	243	265	308	拨备前利润增速	4.6%	11.4%	15.1%	14.2%	13.7%
营业收入	2209	2486	2786	3106	3457	税前利润增速	14.8%	17.4%	14.9%	15.2%	14.4%
营业税及附加	(22)	(21)	(28)	(31)	(35)	营业收入增速	5.3%	12.5%	12.1%	11.5%	11.3%
业务管理费	(668)	(771)	(810)	(850)	(893)	净利息收入增速	7.6%	10.7%	15.4%	14.3%	12.9%
拨备前利润	1520	1693	1948	2225	2530	手续费及佣金增速	5.2%	3.8%	4.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(599)	(608)	(701)	(786)	(883)	营业费用增速	15.1%	15.5%	5.0%	5.0%	5.0%
税前利润	907	1065	1224	1410	1613						
所得税	(200)	(257)	(294)	(342)	(387)	<b>规模增长</b>					
归母净利润	702	806	928	1066	1224	生息资产增速	4.0%	9.5%	18.6%	13.2%	13.4%
<b>资产负债表 (亿元)</b>						贷款增速	9.3%	10.3%	28.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	35650	39330	50343	57894	66578	同业资产增速	-16.8%	26.6%	0.0%	0.0%	0.0%
同业资产	4841	6130	6130	6130	6130	证券投资增速	8.8%	5.9%	7.0%	15.0%	15.0%
证券投资	15784	16714	17884	20567	23652	其他资产增速	90.5%	-27.8%	-48.6%	-111.4%	1180.2%
生息资产	61116	66950	79371	89856	101888	计息负债增速	4.4%	6.6%	16.6%	10.4%	10.8%
非生息资产	3365	2428	1248	(142)	(1819)	存款增速	6.9%	8.3%	20.0%	10.0%	10.0%
总资产	62976	67457	78228	86780	96545	同业负债增速	-13.4%	-10.1%	-2.0%	0.0%	0.0%
客户存款	40643	44007	52808	58089	63898	股东权益增速	19.8%	12.5%	11.9%	17.4%	17.0%
其他计息负债	15488	15832	16936	18912	21391						
非计息负债	2011	2183	2401	2641	2905	<b>存款结构</b>					
总负债	58142	62021	72145	79642	88194	活期	62.8%	65.3%	65.34%	65.34%	65.34%
股东权益	4834	5436	6082	7139	8351	定期	37.2%	34.7%	34.66%	34.66%	34.66%
<b>每股指标</b>						其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
每股净利润(元)	2.78	3.19	3.68	4.23	4.85	<b>贷款结构</b>					
每股拨备前利润(元)	6.03	6.71	7.72	8.82	10.03	企业贷款(不含贴)	46.7%	45.1%	45.10%	45.10%	45.10%
每股净资产(元)	17.69	20.07	22.62	26.80	31.60	个人贷款	50.1%	51.1%	51.09%	51.09%	51.09%
每股总资产(元)	249.71	267.48	310.18	344.09	382.81	<b>贷款质量</b>					
P/E	12.7	11.1	9.6	8.4	7.3	不良贷款率	1.61%	1.36%	1.15%	1.21%	1.24%
P/PPOP	5.9	5.3	4.6	4.0	3.5	正常	96.79%	97.13%	98.74%	98.79%	98.84%
P/B	2.0	1.8	1.6	1.3	1.1	关注	1.60%	1.51%	1.26%	1.21%	1.16%
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	次级	0.48%	0.34%			
<b>利率指标</b>						可疑	0.61%	0.64%			
净息差(NIM)	2.43%	2.57%	2.53%	2.50%	2.49%	损失	0.52%	0.38%			
净利差(Spread)	2.29%	2.44%	2.46%	2.48%	2.50%	拨备覆盖率	262.11%	358.18	411.48	418.33%	426.65%
贷款利率	4.81%	5.13%	5.18%	5.23%	5.28%						
存款利率	1.27%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	<b>资本状况</b>					
生息资产收益率	4.06%	4.34%	4.36%	4.38%	4.40%	资本充足率	15.48%	15.68%	16.14%	16.83%	17.62%
计息负债成本率	1.77%	1.90%	1.92%	1.94%	1.96%	核心一级资本充足	12.06%	11.78%	12.49%	13.39%	14.37%
<b>盈利能力</b>						资产负债率	92.32%	91.94%	92.23%	91.77%	91.35%
ROAA	1.15%	1.24%	1.28%	1.30%	1.34%						
ROAE	16.54%	16.92%	17.23%	17.10%	16.61%	<b>其他数据</b>					
拨备前利润率	2.48%	2.60%	2.67%	2.70%	2.76%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司点评	招商银行（600036）1H19 业绩快报点评：ROE 维持高位，资产质量持续优异	2019-07-25
公司点评	招商银行（600036）：基本面持续优秀，零售贡献依然亮眼	2019-08-26

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任银行业研究负责人。长期紧密跟踪银行业发展变化，致力于行业深度研究和银行股前瞻性投资分析。

## 研究助理简介

### 田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。