

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋
执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君
执业证书编号：S0740519050002

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

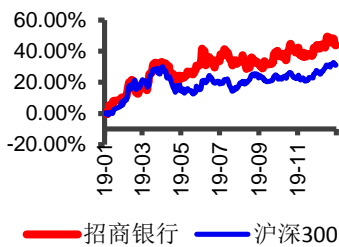
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	25,220
流通股本(百万股)	20,629
市价(元)	37.93
市值(百万元)	950,072
流通市值(百万元)	782,456

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 招商银行 3 季报详细解读：优异的资产质量，稳健的增长
- 2 详细解读招商银行 2019 年中报：稳健前行，“新商业模式 3.0”

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	208,970	219,390	246,689	268,353	292,126
增长率 yoy%	3.87%	4.99%	12.44%	8.78%	8.86%
净利润	62,081	70,150	80,560	92,945	105,647
增长率 yoy%	7.60%	13.00%	14.84%	15.37%	13.67%
每股收益(元)	2.46	2.78	3.19	3.62	4.12
净资产收益率	16.27%	15.90%	15.79%	16.15%	16.25%
P/E	15.41	13.64	11.87	10.47	9.20
PEG	-	-	-	-	-
P/B	2.38	2.14	1.89	1.66	1.46

备注：

投资要点

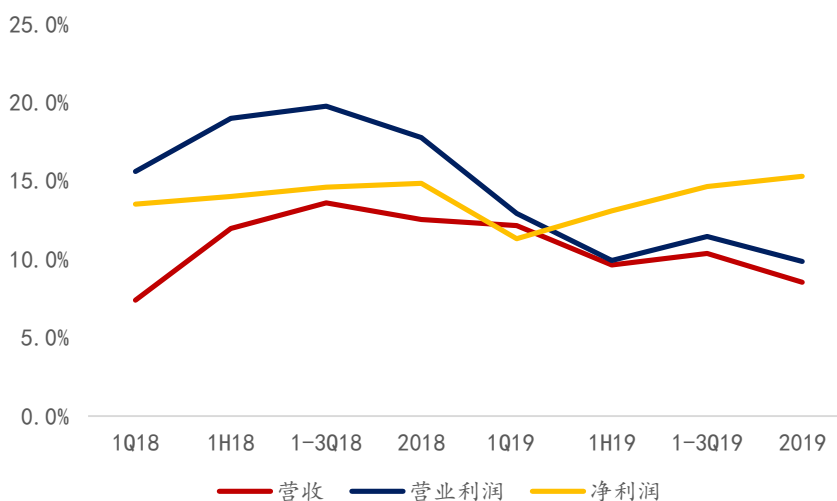
- **快报亮点：1、业绩稳步向上、全年同比增速高达 15%：**其中可以预计拨备基本没有大幅释放利润，公司营收与营业利润同比增速差与前 3 季度的增速差基本维持在 1.1-1.4 个点；4 季度净利润的增速向上主要为所得税贡献。**2、资产质量优异持续：**不良率自 2016 年来持续下降，当前已是 2015 年来的低位。2019 年底不良率 1.16%，环比下降 3bp。**3、公司净非息收入历来前高后低，剔除季节性影响、同比来看，维持向上的趋势，预计好于同业。**1Q19-2019 全年净非息同比增长 8.6%/3.6%/8.9%/9.6%。
- **快报不足：1、还原所得税后净息差环比下降 9bp 至 2.33%、绝对值保持在高位：**预计一方面较低收益免税资产配置力度提升；另一方面预计资产负债两端利率与行业趋势一致，也是有部分压力。
- **投资建议：重点推荐标的。**招商银行是我们近期重点推荐持续标的，经营稳健，估值在合理范围。各项指标显示其稳健优秀的基本面同时，招行战略执行强，零售业务在现有体系上，其护城河能持续加深，适应金融科技最新发展。招行在银行股中具有很高“稀缺性”，值得长期持有。招行是我们重点和持续推荐的优秀公司。公司 2019E、2020E PB 1.66X/1.46X；PE 10.47X/9.2X（股份行 PB 0.87X/0.78X，PE 7.16X/6.42X）。
- **风险提示：**宏观经济面临下行压力，业绩经营不及预期。

- **快报亮点：1、业绩稳步向上、全年同比增速高达 15%：**其中可以预计拨备基本没有大幅释放利润，公司营收与营业利润同比增速差与前 3 季度的增速差基本维持在 1.1-1.4 个点；4 季度净利润的增速向上主要为所得税贡献。**2、资产质量优异持续：**不良率自 2016 年来持续下降，当前已是 2015 年来的低位。2019 年底不良率 1.16%，环比下降 3bp。**3、公司净非息收入历来前高后低，剔除季节性影响、同比来看，维持向上的趋势，预计好于同业。**1Q19-2019 全年净非息同比增长 8.6%/3.6%/8.9%/9.6%。
- **快报不足：1、还原所得税后净息差环比下降 9bp 至 2.33%、绝对值保持在高位：**预计一方面较低收益免税资产配置力度提升；另一方面预计资负两端利率与行业趋势一致，也是有部分压力。

业绩稳步向上、全年同比增速高达 15%

- **19 年净利润保持稳步增长、全年增速到达 15 个点的高增长：**其中可以预计拨备基本没有大幅释放利润，公司营收与营业利润同比增速差与前 3 季度的增速差基本维持在 1.1-1.4 个点；4 季度净利润的增速向上主要为所得税贡献。1Q19-2019 全年营收、营业利润、归母净利润分别同比增长 12.1%/9.6%/10.4%/8.5% 、 12.9%/9.9%/11.5%/9.9% 、 11.3%/13.1%/14.6%/15.3%。

图表：招商银行业绩保持稳健增长



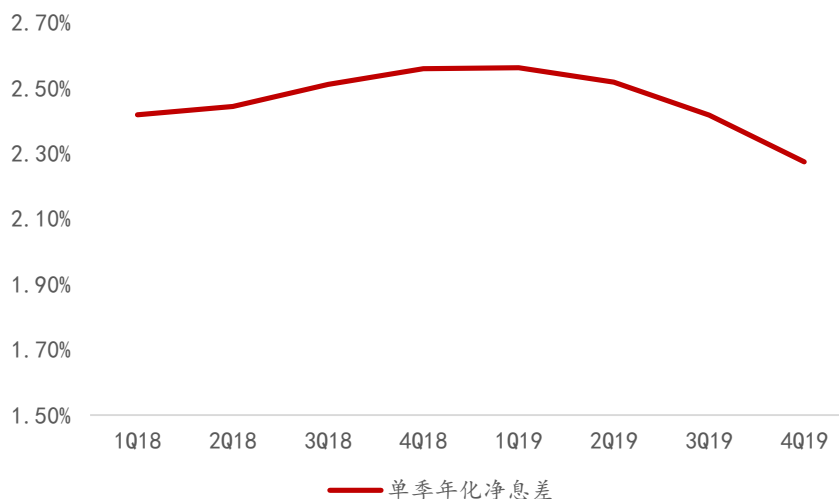
资料来源：公司报告，中泰证券研究所

息差环比缩窄预计为资产配置与利率共同驱使

- **预计加大对免税资产配置力度与行业趋势原因，一定程度造成息差环比缩窄，还原所得税后净息差环比下降 9bp 至 2.33%、绝对值保持在高位。**用总资产替代生息资产（招行生息资产占比总资产在 99%，可以近似替代），测算的 1Q19-4Q19 单季年化净息差分别为 2.56%、2.52%、2.42%、2.27%，逐季环比回落，预计一方面是前述所提资产配置结构调整所致、免税资产占比提升，拖累息差。**还原所得税影响测算：**4 季度所得税率 15.7%，3 季度所得税率 21.2%，假设 4 季度与 3 季度所得税率持平，

所获的所得税优惠加回净利息收入，则计算得净息差为 2.33%。随着行业资产配置多元，银行业的息差分析重要性有相对弱化。另一方面预计资产负债两端与行业趋势一致，也是有部分压力的，公司风险低风险偏好，叠加面对优质客户议价能力或相对较弱，贷款收益率承压；存款方面或面临着持续加剧的同业竞争压力和活期存款占比下降的挑战。

图表：招商银行单季年化净息差



资料来源：公司报告，中泰证券研究所

净非息同比增速向上

- 公司净非息收入历来前高后低，季节性影响较大，剔除季节性影响、同比来看，维持向上的趋势，预计好于同业，同时公司代销基金权责发生制改造对非息收入的波动（前高后低）起到了一定的平滑作用。另资金市场利率上行对净其他非息收入边际有一定的影响。1Q19-2019 全年净非息同比增长 8.6%/3.6%/8.9%/9.6%；占比营收分别为 36.9%/36.8%/36.8%/35.8%，相对稳定在 36%左右。

图表：招商银行净非息占比营收


资料来源：公司报告，中泰证券研究所

4 季度资产负债规模增长平稳

- 资产端：**在前3季度环比高增基础上，招行4季度信贷增长平稳（abs对公司信贷规模增长或有部分影响）；而在去年同期低基数基础上、信贷同比则实现高增长。4季度总资产环比增长1.5%，贷款总额环比增长0.6%，贷款占比总资产稳定在60%。同比来看，总资产在去年高位同比增长10%、较3季度边际走弱；信贷同比在去年低位同比增长14%、较3季度边际走高。
- 负债端：**在存款竞争压力不减背景下，公司存款维持了不弱的增速。4季度总负债环比增长1.5%，存款环比增长1.7%，存款占比总负债稳定在71%。同比来看，存款在高基数维持的10个点的高增速，一定程度上体现了公司客户的高黏性，同时前期的营销费用支出有一定的成效。

图表：招商银行资产负债同比、环比增速情况

资产负债同比增长								
	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	2019
总资产	4.2%	5.4%	5.5%	7.1%	8.7%	10.0%	12.2%	10.0%
-总贷款	8.2%	9.5%	8.8%	10.3%	11.0%	11.5%	12.9%	14.2%
总负债	3.1%	4.4%	4.4%	6.7%	8.1%	9.7%	12.1%	9.6%
-总存款	3.5%	2.8%	8.2%	8.3%	8.9%	10.4%	10.8%	10.1%
资产负债环比增长								
	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	2019
总资产	-0.7%	4.6%	-0.4%	3.6%	0.7%	5.9%	1.6%	1.5%
-总贷款	4.2%	4.4%	2.0%	-0.5%	4.9%	4.8%	3.2%	0.6%
总负债	-1.1%	4.9%	-0.9%	3.7%	0.3%	6.4%	1.3%	1.4%
-总存款	0.1%	4.7%	1.0%	2.3%	0.6%	6.2%	1.4%	1.7%

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

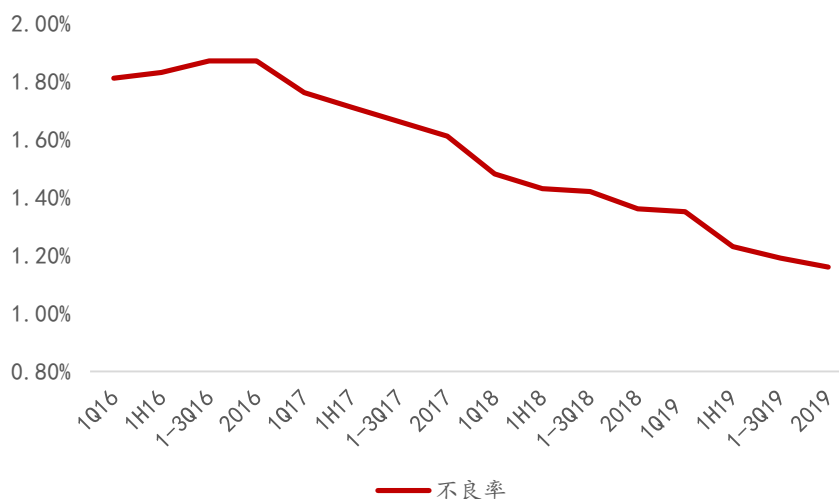
图表：招商银行存款稳定在 70%、贷款在 60%

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	2019
贷款/总资产	59.4%	59.3%	60.7%	58.3%	60.7%	60.1%	61.1%	60.5%
存款/总负债	70.7%	70.6%	71.9%	71.0%	71.2%	71.0%	71.1%	71.2%

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

资产质量：优秀持续

- 资产质量优异持续：不良率自 2016 年来持续下降，当前已是 2015 年来的低位。2019 年底不良率 1.16%，环比下降 3bp，1Q19 年以来不良率分别为 1.35%/1.23%/1.19%/1.16%，分别环比下降 1bp/12bp/4bp/3bp。

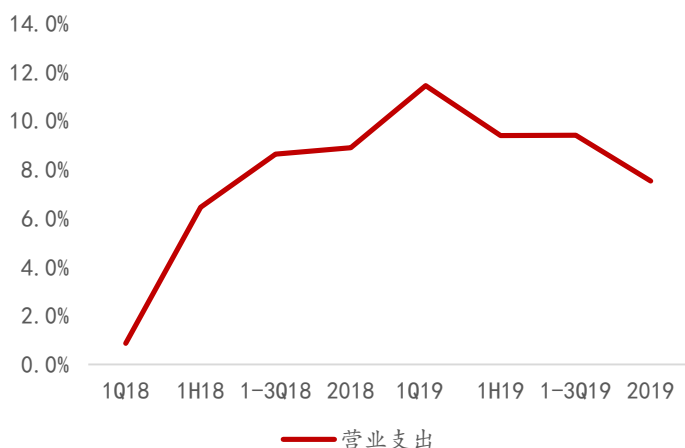
图表：招商银行不良率持续下降


资料来源：公司报告，中泰证券研究所

其他

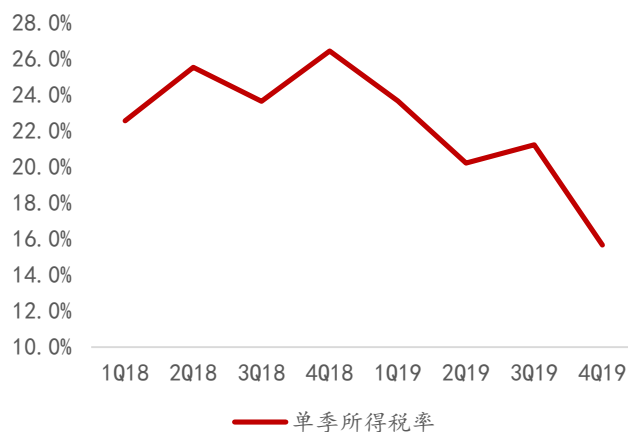
- 1、4 季度营业支出同比增速有所下行；2、单季所得税率较 4 季度下降较多，预计为大力配置免税资产所致，同时配置的免税资产税收优惠在年底进行调整。

图表：招商银行营业支出同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：招商银行单季所得税率



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 投资建议：重点推荐标的。**招商银行是我们近期重点推荐持续标的，经营稳健，估值在合理范围。各项指标显示其稳健优秀的基本面同时，招行战略执行强，零售业务在现有体系上，其护城河能持续加深，适应金融科技最新发展。招行在银行股中具有很高“稀缺性”，值得长期持有。招行是我们重点和持续推荐的优秀公司。公司 2019E、2020E PB 1.66X/1.46X；PE 10.47X/9.2X（股份行 PB 0.87X/0.78X，PE 7.16X/6.42X）。
- 风险提示：**宏观经济面临下行压力，业绩经营不及预期。

图表：招商银行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	13.64	11.87	10.47	9.20	净利息收入	144,852	160,384	175,411	190,878
PB	2.14	1.89	1.66	1.46	手续费净收入	64,018	66,480	71,134	76,824
EPS	2.78	3.19	3.62	4.12	营业收入	219,390	246,689	268,353	292,126
BVPS	17.69	20.07	22.87	25.99	业务及管理费	(66,772)	(77,112)	(80,506)	(86,177)
每股股利	0.84	0.94	1.11	1.26	拨备前利润	150,606	167,334	185,443	203,381
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	拨备	(59,926)	(60,837)	(68,140)	(70,022)
净息差	2.39%	2.48%	2.51%	2.52%	税前利润	90,680	106,497	117,303	133,359
贷款收益率	4.95%	5.24%	5.20%	5.10%	税后利润	70,638	80,819	93,256	106,020
生息资产收益率	4.00%	4.19%	4.24%	4.28%	归属母公司净利润	70,150	80,560	92,945	105,647
存款付息率	1.28%	1.46%	1.48%	1.49%	资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
计息负债成本率	1.77%	1.91%	1.93%	1.97%	贷款总额	3,565,044	3,933,034	4,326,337	4,650,813
ROAA	1.15%	1.24%	1.32%	1.39%	债券投资	1,578,356	1,671,399	1,805,111	1,985,622
ROAE	15.90%	15.79%	16.15%	16.25%	同业资产	484,096	612,957	643,605	675,785
成本收入比	30.44%	31.26%	30.00%	29.50%	生息资产	6,227,503	6,694,958	7,293,012	7,866,436
业绩与规模增长	2017A	2018A	2019E	2020E	资产总额	6,297,638	6,745,729	7,287,651	7,888,765
净利息收入	7.62%	10.72%	9.37%	8.82%	存款	4,064,345	4,400,674	4,708,721	5,038,332
营业收入	4.99%	12.44%	8.78%	8.86%	同业负债	1,252,310	1,158,231	1,308,801	1,439,681
拨备前利润	3.78%	11.11%	10.82%	9.67%	发行债券	296,477	424,926	488,665	537,531
归属母公司净利润	13.00%	14.84%	15.37%	13.67%	计息负债	5,613,132	5,983,831	6,506,187	7,015,544
净手续费收入	5.18%	3.85%	7.00%	8.00%	负债总额	5,814,246	6,202,124	6,673,012	7,195,430
贷款余额	9.30%	10.32%	10.00%	7.50%	股本	25,220	25,220	25,220	25,220
生息资产	5.99%	7.51%	8.93%	7.86%	归属母公司股东权益	480,210	540,118	610,942	689,418
存款余额	6.90%	8.28%	7.00%	7.00%	所有者权益总额	483,392	543,605	614,639	693,336
计息负债	4.44%	6.60%	8.73%	7.83%	资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	资本充足率	15.48%	15.68%	16.67%	17.70%
不良率	1.61%	1.36%	1.26%	1.27%	核心资本充足率	12.06%	11.78%	12.95%	14.17%
拨备覆盖率	262.05%	357.77%	429.15%	473.59%	杠杆率	13.03	12.41	11.86	11.38
拨贷比	4.22%	4.88%	5.39%	6.01%	RORWA	2.05%	2.17%	2.33%	2.53%
不良净生成率	0.63%	0.63%	0.70%	0.66%	风险加权系数	56.06%	57.83%	56.21%	54.52%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。