

2020年3月24日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$)

37.0/37.5

公司基本资讯

產業別	銀行
A 股价(2020/3/23)	30.16
上证指数(2020/3/23)	2660.17
股價 12 個月高/低	40.16/28.71
總發行股數(百萬)	25219.85
A 股數(百萬)	20628.94
A 市值(億元)	6221.69
主要股東	香港中央結算(代理人)有限公司(18.03%)
每股淨值(元)	22.89
股價/賬面淨值	1.32
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-14.0 -20.7 -4.3

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-10-31	35.41	買入

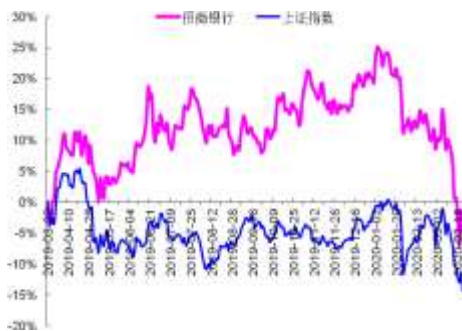
產品組合

利息淨收入	64.2%
非利息淨收入	35.8%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	4.2%
一般法人	47.5%

股價相對大盤走勢



招商银行(600036/3968.HK)

Buy 買入

2019 年業績點評：資產質量向好，業績穩健增長

結論與建議：

招商银行发布年报 2019 年营收 YOY 增 8.5% 至 2697 亿，净利 YOY 增 15.3% 至 929 亿。公司资产状况继续向好，较好地支撑了业绩增长，公司的风险抵御能力也进一步加强。作为中国零售银行领头羊，招行目前零售业务占比过半，并通过金融科技方面的发力，进一步助力其轻型银行转型。目前估值相对合理，给与“买入”的投资建议。

- **全年净利增 15.3%**：招商银行 2019 年营收 YOY 增 8.5% 至 2697 亿，净利 YOY 增 15.3% 至 929 亿。从 4Q 单季业绩来看，营收增 2.7%，净利增 18.6%（主要源于 4Q 所得税率走低）。公司业绩与之前快报披露基本一致。公司 2019 年 ROE 录得 16.8%，较 2018 年提升 0.2pct。另外，公司发布分红方案，拟每股派息 1.2 元，对应股利分配率 33%，目前股价对应股息率 3.87%。
- **资产状况继续向好，风险抵御能力充足**。资产质量方面，截止 4Q2019 公司不良率为 1.16%，QQQ 下降 3BP，资产质量整体较好，不良率在同业中处于较低水平；风险抵御能力方面，截止 4Q2019 公司拨备覆盖率为 427%，QQQ 提升 18pct，进一步提升，主要源于分母端的贡献（资产质量较好）。
- **零售业务稳步推进**。2019 年公司零售金融业务收入 1447 亿，YOY 增 15.0%，在营收端占比 53.7%，较 2018 年提升 3.1pct。从贷款端投向来看，截止 4Q2019 零售贷款占比 52.6%，较 4Q2018 提升 1.5pct。
- **息差的确存在压力**。从收入端来看，2019 年全年来看利息净收入 YOY 增 7.9% 至 1731 亿，主要源于生息资产稳健扩张，息差方面，以公司公布的数据来看，全年 YOY 微升 2BP 至 2.59%；手续费及佣金净收入 YOY 增 7.5% 至 715 亿，其中银行卡、代理与结算业务向好，均实现两位数增长。从 4Q 单季来看，息差方面存在压力，不过也符合预期，我们计算 4Q 单季年化净息差 YOY 下降 26BP，主要源于资产端调整，而负债端方面，成本相对保持稳定。在此背景下，4Q2019 单季利息净收入 YOY 下降 1.3% 至 736 亿。另外，手续费及佣金净收入 YOY 增 6.2% 至 143 亿。
- **盈利预测与投资建议**：展望未来，2020 年银行业存在息差下行的压力，且短期来看，受到疫情冲击，消费数据低迷，也对银行零售贷款产生一定的冲击。不过我们认为，在财政政策加码的背景下，基建相关项目或是银行资金投向较好的一个方面，且随着中国疫情好转，消费恢复，零售贷款也将呈边际向好态势。另外，招行具备优于同业的低不良率和高拨备覆盖率，能更好地应对利润波动压力，实现业绩稳健增长。考虑到疫情因素，我们预计公司 2020、2021 年净利增 10.4%、12.5% 至 1025 亿、1153 亿，目前股价对应 PE 为 7.5X、6.7X，PB 为 1.17X、1.03X，估值合理，给予“买入”的投资建议。
- **风险提示**：LPR 下行超预期，疫情因素带来的不确定性

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	70,150	80,560	92,867	102,482	115,317
同比增减	%	13.0%	14.8%	15.3%	10.4%	12.5%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.78	3.13	3.62	3.99	4.50
A 股市盈率(P/E)	X	10.8	9.6	8.3	7.5	6.7
每股净资产 (EVPS)	RMB 元	17.69	20.07	22.89	25.85	29.17
A 股市净率 (P/B)	X	1.70	1.50	1.32	1.17	1.03
股利 (DPS)	RMB 元	0.84	0.94	1.20	1.25	1.35
股息率 (Yield)	%	2.77%	3.12%	3.98%	4.14%	4.47%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	220,897	248,555	269,703	292,345	329,745
净利息收入	144,852	160,384	173,090	177,183	202,348
净手续费及佣金收入	64,018	66,480	71,493	81,814	94,086
营业支出	130,357	141,947	152,656	163,558	184,914
业务及管理费用	66,772	77,112	86,541	91,172	102,943
资产减值损失	59,926	60,837	61,159	66,702	76,041
营业利润	90,540	106,608	117,047	128,787	144,831
净利润	70,150	80,560	92,867	102,482	115,317

附二: 合并资产负债表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
发放贷款及垫款	3,414,612	3,749,949	4,277,300	4,836,594	5,494,408
证券投资	1,513,560	1,337,082	1,400,084	1,473,419	1,629,498
现金及存放央行款项	616,419	493,382	567,896	631,176	712,588
存放同业款项	76,918	100,160	106,113	117,937	133,149
同业拆出资金	154,628	313,411	307,433	341,690	385,763
买入返售金融资产	252,550	199,386	108,961	121,102	136,723
生息资产总计	6,028,687	6,193,370	6,767,787	7,521,920	8,492,130
资产总计	6,297,638	6,745,729	7,417,240	8,243,741	9,307,055
客户存款	4,064,345	4,427,566	4,874,981	5,378,782	5,934,648
向中央银行借款	414,838	405,314	359,175	397,888	441,406
同业存放	439,118	470,826	555,581	615,463	682,778
同业拆入	272,734	203,950	165,921	183,804	203,908
应付债券	296,477	424,926	578,191	662,143	766,994
卖出回购资产	125,620	78,141	63,233	70,048	77,710
付息负债总计	5,613,132	6,010,723	6,597,082	7,308,128	8,107,443
负债总计	5,814,246	6,202,124	6,799,533	7,553,360	8,532,425
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
所有者权益总计	483,392	543,605	617,707	690,381	774,630
负债和所有者权益总计	6,297,638	6,745,729	7,417,240	8,243,741	9,307,055

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	-5,660	-35,721	4,432	-12,316	-14,535
投资活动产生的现金流量净额	-84,471	19,718	-70,571	-45,108	-31,987
筹资活动产生的现金流量净额	22,663	94,333	110,450	75,815	93,533
现金及现金等价物净增加额	-71,687	83,258	45,992	19,188	49,479

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。