

招商银行 (3968 HK / 600036 CH)

强劲风险缓冲保持盈利能力

- 招行的 2019 年净利润基本符合我们预期，4 季度净息差与我们预测一致
- 考虑新冠肺炎疫情将加快贷存利差收缩，我们相应调整了财务模型假设
- 面对资产质量恶化的预期，强大的风险缓冲能力将减轻招行拨备上的压力
- 维持买入评级，H/A 股目标价下调至 HK \$ 41.80 / RMB43.49，相当于 1.40x/1.60x 20E H/A 目标市净率

2019 年净利润符合我们的预期。 招商银行 2019 年净利润为 928.67 亿元人民币，同比增长 15.28%，大致符合我们的预期。2019 年净息差报 2.59%，亦与我们预测一致，数字反映招行 19 年四季度的净息差为 2.41%，环比下降 14 个基点。其净息差在 19 年四季度环比下跌，主要是由于银行积极调整其资产负债表结构所致。招行预期 LPR 所带来的影响将在来年逐步反映出来，而招行将通过调整 1) 贷款久期，2) 风险定价能力及 3) 以利率衍生工具对冲来抵消其影响。

略为调整盈利预测以纳入贷存利差收窄。 由于新冠肺炎的出现，监管机构要求银行增加对小微企业以及民营企业信贷支持并降低的融资成本政策方向将加快实行，以至银行贷存利差进一步收窄。因此我们相应调整了招行的净息差假设，预期 2020E 和 2021E 的贷存利差将同比缩减小 2 个和 12 个基点。而招行 2020E 和 2021E 的净息差则将收窄 9 个基点和 4 个基点，并于 2021E 下降至 2.45%。这意味着招行 2019-21E 的净利息收入复合平均增长率为 9.4%，而净利润的 2019-21E 复合平均增长率则为 11.4%。

行业领先的风险缓冲能力有助维持盈利能力。 除了 2019 年 12 月底的不良贷款率同比下降 20 个基点至 1.16% 外，招行的拨备率和拨备覆盖率均分别维持在 4.97% 和 426.78%，领先同业。我们认为强劲的风险缓冲能力是招行持续实现高盈利的核心原因之一。因应新冠肺炎疫情以及中国经济增长放缓所导致的资产质量温和压力，我们预期招行 2020E 和 2021E 的不良贷款率每年同比上升 7 个基点，并在 2021 年末达到 1.3%。然而，零售银行业务的不良贷款率将在 2020 年一季度出现暂时性的上升。与此同时，招行领先同业的缓冲指标将降低其在 2020E-21E 拨备上的压力。

增加派息比率；维持买入评级。 招商银行将其派息比率从过去几年一直维持的 30% 提高至 2019 年的 33%。管理层表明将致力在资本稳定性和股东回报之间寻求平衡。该股目前的 H/A 股价相等于 20E 市净率的 1.07 倍/1.11 倍。我们的戈登增长模型目标价则相当于 H/A 股 20E 市净率的 1.40x/1.60x。由于招行持续的高于同业的净资产回报率 (2019: 16.13%) 和领先的风险缓冲能力，重申买入评级。

风险因素： 1) 在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化；2) 来自非银行及外资金融机构的竞争加剧；3) 特定区域的资产质量快速严重恶化；4) 贷款需求急剧下降；5) 对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高 6) 新冠肺炎疫情持续爆发。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	220,039	247,135	268,065	296,460	320,680
同比 (%)	4.8	12.3	8.5	10.6	8.2
净利润 (人民币百万元)	70,150	80,560	92,867	102,941	115,224
同比 (%)	13.0	14.8	15.3	10.8	11.9
每股收益 (人民币)	2.78	3.13	3.62	4.08	4.57
同比 (%)	13.00	12.53	15.65	12.76	11.93
每股净值 (人民币)	19.04	20.07	22.89	27.26	30.64
同比 (%)	19.35	5.41	14.05	19.09	12.41
市盈率 (x) - H 股	10.46	9.29	8.04	7.13	6.37
市净率 (x) - H 股	1.53	1.45	1.27	1.07	0.95
市盈率 (x) - A 股	10.84	9.64	8.33	7.39	6.60
市净率 (x) - A 股	1.58	1.50	1.32	1.11	0.98
净资产收益率 (%)	15.90	15.79	16.13	15.85	15.78
总资产收益率 (%)	1.15	1.24	1.31	1.32	1.35
每股股息 (人民币)	0.84	0.94	1.20	1.41	1.57
股息收益率 (%) - H 股	2.89	3.23	4.13	4.86	5.41
股息收益率 (%) - A 股	2.79	3.12	3.98	4.69	5.22

净利润=归属于公司股东的净利润；港元/人民币=1.0898

来源：彭博，农银国际证券预测

公司报告

评级 (H): 买入
评级 (A): 买入
目标价 (H): HK\$ 41.80
目标价 (A): RMB 43.49

分析师: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$31.70/ RMB30.16
预期股价回报 (H/A 股)	31.9%/44.2%
预期股息收益率 (H/A 股)	4.86%/4.69%
预期总回报 (H/A 股)	36.76%/ 48.89%
上次评级及目标价 (H/A 股)	BUY, HK\$46.6/ BUY, RMB46.05
上次报告日期	12/3/2020

来源：彭博，农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	42.72/29.80
52 周高/低 (RMB) (A 股)	40.16/27.71
已发行股份总数 (百万股)	25,219.8
H 股 (百万股)	4,590.9
A 股 (百万股)	20,628.9
市值 (百万港元)	82,354.5
H 股 (百万港元)	145,531.6
A 股 (百万港元)	678,016.9
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	670.74
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万元)	2,292.40
主要股东 (%)	
招商局集团	13.04
中国远洋运输	6.24

来源：彭博，农银国际证券



图表 1: 招商银行 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	178,296	173,090	(2.92)
净手续费收入	71,235	71,493	0.36
营业收入	272,235	268,065	(1.53)
营业费用	(91,176)	(91,497)	0.35
减值损失	(61,132)	(61,159)	0.04
除税前溢利	121,563	117,132	(3.65)
所得税	(29,175)	(23,709)	(18.74)
股东应占净利润	92,090	92,867	0.84
	-	-	-
主要指标 (%)	-	-	差别(百分点)
净息差	2.59	2.59	(0.00)
净利差	2.44	2.48	0.04
成本收入比	33.49	34.13	0.64
平均总资产收益率	1.31	1.31	0.00
平均净资产收益率	16.05	16.13	0.08
派息比率	30.00	32.59	2.59
核心一级资本充足率	11.84	11.95	0.11
资本充足率	14.65	15.54	0.89
不良贷款率	1.40	1.16	(0.24)
拨备率	5.00	4.97	(0.03)
拨备覆盖率	357.14	426.78	69.64

来源: 公司, 农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	194,759	192,404	(1.21)	净利息收入	211,313	207,126	(1.98)
净手续费收入	76,679	77,052	0.49	净手续费收入	82,580	82,769	0.23
营业收入	296,412	296,460	0.02	营业收入	321,364	320,680	(0.21)
营业费用	(101,185)	(100,827)	(0.35)	营业费用	(110,922)	(110,288)	(0.57)
减值损失	(63,073)	(61,582)	(2.36)	减值损失	(61,890)	(60,681)	(1.95)
除税前溢利	134,150	136,291	1.60	除税前溢利	150,948	152,578	1.08
所得税费用	(32,196)	(32,710)	1.60	所得税费用	(36,227)	(36,619)	1.08
股东应占净利润	101,611	102,941	1.31	股东应占净利润	114,326	115,224	0.79
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	2.63	2.50	(0.13)	净息差	2.69	2.45	(0.24)
净利差	2.48	2.30	(0.18)	净利差	2.53	2.23	(0.30)
成本收入比	34.14	34.01	(0.13)	成本收入比	34.52	34.39	(0.13)
平均总资产收益率	1.35	1.32	(0.03)	平均总资产收益率	1.41	1.35	(0.06)
平均净资产收益率	15.77	15.85	0.08	平均净资产收益率	15.82	15.78	(0.04)
派息比率	30.00	33.00	3.00	派息比率	30.00	33.00	3.00
核心一级资本充足率	12.11	11.61	(0.50)	核心一级资本充足率	12.60	11.79	(0.81)
资本充足率	14.78	14.30	(0.48)	资本充足率	15.17	14.39	(0.78)
不良贷款率	1.46	1.23	(0.23)	不良贷款率	1.50	1.30	(0.20)
拨备率	5.11	5.05	(0.06)	拨备率	5.16	5.11	(0.05)
拨备覆盖率	350.00	410.57	60.57	拨备覆盖率	344.00	393.08	49.08

来源: 公司, 农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	46.60	41.80	46.05	43.49	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	16.12	16.13	16.12	16.13	强劲的风险缓冲能力维持盈利能力
股本成本(%)	14.22	14.75	13.80	14.20	
目标 20E 市净率 (x)	1.51	1.31	1.70	1.50	
	-	-	-	-	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.30	1.10	1.25	1.05	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	8.40	11.00	8.40	11.00	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	10.50	10.36	10.50	10.36	

来源: 公司, 农银国际证券预测



财务报表

综合损益表 (2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	144,852	160,384	173,090	192,404	207,126
非利息收入	75,187	86,751	94,975	104,056	113,554
其中: 手续费和佣金收入	64,018	66,480	71,493	77,052	82,769
营业收入	220,039	247,135	268,065	296,460	320,680
营业费用	(70,431)	(81,110)	(91,497)	(100,827)	(110,288)
拨备前营业利润	149,608	166,025	176,568	195,633	210,392
贷款减值损失	(59,926)	(60,837)	(61,159)	(61,582)	(60,681)
营业利润	89,682	105,188	115,409	134,051	149,711
营业外收入	998	1,309	1,723	2,240	2,867
除税前溢利	90,680	106,497	117,132	136,291	152,578
所得税	(20,042)	(25,678)	(23,709)	(32,710)	(36,619)
少数股东权益	(488)	(259)	(556)	(639)	(735)
股东应占净利润	70,150	80,560	92,867	102,941	115,224
优先股股息	0	1,650	1,670	1,670	1,670
归属于普通股股东的净利润	70,150	78,910	91,197	101,272	113,554
同比增长 (%)					
净利息收入	7.6	10.7	7.9	11.2	7.7
手续费和佣金收入	5.2	3.8	7.5	7.8	7.4
营业收入	4.8	12.3	8.5	10.6	8.2
营业费用	8.1	15.2	12.8	10.2	9.4
拨备前营业利润	3.3	11.0	6.4	10.8	7.5
贷款减值损失	(9.4)	1.5	0.5	0.7	(1.5)
营业利润	14.0	17.3	9.7	16.2	11.7
营业外收入	210.9	31.2	31.6	30.0	28.0
除税前溢利	14.8	17.4	10.0	16.4	12.0
所得税	20.9	28.1	(7.7)	38.0	12.0
少数股东权益	63.2	(46.9)	114.7	15.0	15.0
股东应占净利润	13.0	14.8	15.3	10.8	11.9
优先股股息	na	na	1.2	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	13.0	12.5	15.6	11.0	12.1
每股 (人民币)					
每股收益	2.78	3.13	3.62	4.08	4.57
每股净值	19.04	20.07	22.89	27.26	30.64
每股股息	0.84	0.94	1.20	1.41	1.57
主要财务指标 (%)					
净息差	2.43	2.57	2.59	2.50	2.45
净利差	2.29	2.49	2.48	2.30	2.23
成本收入比	32.01	32.82	34.13	34.01	34.39
平均总资产收益率	1.15	1.24	1.31	1.32	1.35
平均净资产收益率	15.90	15.79	16.13	15.85	15.78
平均税率	22.10	24.11	24.00	24.00	24.00
派息率	30.20	30.04	33.19	33.00	33.00

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不

来源: 公司, 农银国际证券预测



综合资产负债表 (2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	702,646	600,180	678,103	737,127	789,634
银行同业资产	407,178	512,797	416,394	411,647	408,112
投资证券	1,597,272	1,705,619	1,828,656	1,938,375	2,054,678
贷款和垫款净额	3,414,612	3,741,139	4,267,751	4,800,727	5,362,162
计息资产总额	6,121,708	6,559,735	7,190,904	7,887,876	8,614,586
物业及设备	51,424	58,267	68,333	79,266	91,156
其他资产	124,506	127,727	158,003	183,576	213,335
总资产	6,297,638	6,745,729	7,417,240	8,150,718	8,919,077
客户存款	4,064,345	4,400,674	4,858,801	5,368,302	5,910,283
银行同业负债	1,252,310	1,150,156	1,138,714	1,115,940	1,082,462
次级债务	296,477	424,926	578,191	722,739	903,423
计息负债总额	5,661,608	6,056,470	6,642,340	7,266,951	7,950,141
所得税项	26,701	20,411	19,069	17,925	17,029
递延所得税负债	1,070	1,211	956	1,061	1,061
其他负债	124,867	124,032	137,168	169,918	169,553
总负债	5,814,246	6,202,124	6,799,533	7,455,856	8,137,783
股本	59,285	59,285	59,285	59,285	59,285
储备金	420,925	480,833	552,016	628,211	713,536
少数股东权益	3,182	3,487	6,406	7,367	8,472
股东权益	483,392	543,605	617,707	694,863	781,293
同比增长 (%)					
现金及等价物	(0.1)	(14.6)	13.0	8.7	7.1
银行同业资产	(15.0)	25.9	(18.8)	(1.1)	(0.9)
投资证券	9.4	6.8	7.2	6.0	6.0
贷款和垫款净额	8.3	9.6	14.1	12.5	11.7
计息资产总额	5.7	7.2	9.6	9.7	9.2
物业及设备	12.9	13.3	17.3	16.0	15.0
其他资产	20.9	2.6	23.7	16.2	16.2
总资产	6.0	7.1	10.0	9.9	9.4
客户存款	1.5	5.9	5.8	6.3	6.0
银行同业负债	7.8	43.3	36.1	25.0	25.0
次级债务	4.7	7.0	9.7	9.4	9.4
计息负债总额	4.7	7.0	9.7	9.4	9.4
所得税项	36.8	(23.6)	(6.6)	(6.0)	(5.0)
递延所得税负债	19.3	13.2	(21.1)	11.0	0.0
其他负债	14.4	(0.7)	10.6	23.9	(0.2)
总负债	5.0	6.7	9.6	9.7	9.1
股本	135.1	0.0	0.0	0.0	0.0
储备金	11.6	14.2	14.8	13.8	13.6
少数股东权益	214.4	9.6	83.7	15.0	15.0
股东权益	19.8	12.5	13.6	12.5	12.4
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	12.06	11.78	11.95	11.61	11.79
资本充足率	15.48	15.68	15.54	14.30	14.39
不良贷款率	1.61	1.36	1.16	1.23	1.30
拨备率	4.22	4.88	4.97	5.05	5.11
拨备覆盖率	262.11	358.18	426.78	410.57	393.08

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不

来源: 公司, 农银国际证券预测

权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863