招商银行 600036.SH

一季报点评：资产质量持续改善

东方证券 ORIENT SECURITIES

核心观点

- **营改增及高基数导致手续费收入增速有所放缓。**（1）公司 2017 年一季度归母净利润同比增 8.9%基本符合预期，但营业收入同比下降 2.0%，略低于预期，主要是公司手续费收入同比下降 6.0%导致。公司手续费收入的下降主要受到 1）2016 年一季度尚未实行营改增，收入尚未价税分离以及 2）公司 2016 年一季度手续费收入同比增速达到 26.8%，带来较高的基数。考虑到去年下半年公司手续费收入增速比上半年低，我们估计今年下半年手续费收入增速下滑的压力会有所缓解。
- **拨备计提更加审慎，资产质量改善幅度超出预期。**（1）公司 2017 年一季末不良贷款率 1.76%，较 2016 年末降低 0.11%；期末拨备覆盖率 209%，环比 2016 年末大幅提升 29%，达到近两年峰值，主要是公司加大了对产能过剩行业的拨备计提力度，拨备计提更加审慎；拨备覆盖率的大幅攀升也有助于提高后续净利润增长的确定性。（2）从母公司层面来看，母公司 2017 年一季末不良贷款绝对规模和不良贷款率实现“双降”，其中不良贷款余额环比减少 3.76 亿元，不良贷款率环比回落 0.11%，资产质量改善明显。（3）从净利润增长归因来看，尽管公司加大了拨备计提力度、拨备覆盖率大幅提升，但资产减值损失仍对净利润增长产生 5.9%的正面贡献，贡献力度超出预期，我们认为这可能主要受益于实际不良生成率的大幅回落。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 9.2%、10.3%、11.6%，每股净资产分别为 17.90、20.06、22.48 元。公司经营稳健、资产质量优异、在严监管的行业背景中相对受益。结合可比公司估值，我们给予公司 2017 年 1.23 倍 PB，对应目标价为 22.07 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济超预期下滑导致资产质量快速下降。

公司主要财务信息	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	201,471	209,025	218,255	244,328	270,773
同比增长	*21.5%*	*3.7%*	*4.4%*	*11.9%*	*10.8%*
营业利润（百万元）	74,248	77,718	84,925	93,771	104,792
同比增长	*2.0%*	*4.7%*	*9.3%*	*10.4%*	*11.8%*
归属母公司净利润（百万元）	57,696	62,081	67,774	74,762	83,469
同比增长	*3.2%*	*7.6%*	*9.2%*	*10.3%*	*11.6%*
每股收益（元）	2.29	2.46	2.69	2.96	3.31
总资产收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
净资产收益率	17.1%	16.2%	15.9%	15.6%	15.6%
市盈率	8.15	7.57	6.94	6.29	5.63
市净率	1.30	1.17	1.04	0.93	0.83
P/PPOP	3.52	3.27	3.04	2.67	2.40

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价（2017 年 04 月 26 日）	19.11 元
目标价格	22.07 元
52 周最高价/最低价	19.44/17.04 元
总股本/流通 A 股（万股）	2,521,985/2,062,894
A 股市值（百万元）	481,951
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2017 年 04 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	3.5	1.8	0.6	6.7
相对表现（%）	3.5	3.0	-1.1	-1.7
沪深 300（%）	0.0	-1.3	1.7	8.4

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 陈俊良
021-63325888-6098
chenjunliang@orientsec.com.cn

相关报告

年报点评：零售业务优势增强，资产质量表现亮眼	2017-03-26
业绩快报点评：非息收入强劲增长，不良贷款率环比持平	2017-01-24
零售银行业务领先，盈利能力突出，资产质量优异	2016-12-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利息收入	234,722	215,481	224,721	244,078	264,745
利息支出	97,993	80,886	90,436	98,995	106,934
净利息收入	136,729	134,595	134,285	145,083	157,811
手续费和佣金净收入	53,419	60,865	68,777	82,533	94,913
营业收入	**201,471**	**209,025**	**218,255**	**244,328**	**270,773**
营业税金及附加	11,929	6,362	1,422	1,624	1,818
业务及管理费	55,741	58,538	61,924	66,259	72,870
资产减值损失	59,266	66,159	69,697	82,340	90,906
营业支出	127,223	131,307	133,331	150,557	165,981
营业利润	**74,248**	**77,718**	**84,925**	**93,771**	**104,792**
利润总额	75,079	78,963	86,170	95,016	106,037
所得税	17,061	16,583	18,096	19,954	22,269
归属母公司股东净利润	**57,696**	**62,081**	**67,774**	**74,762**	**83,469**
每股收益（元）	2.29	2.46	2.69	2.96	3.31

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行	584,342	597,529	633,381	665,050	691,652
存放同业	63,779	103,013	106,873	96,001	82,196
拆出资金	185,693	200,251	207,754	186,619	159,785
买入返售金融资产	343,924	278,699	289,142	259,727	222,380
发放贷款和垫款	2,739,444	3,151,649	3,524,202	3,898,442	4,269,865
交易性金融资产	59,081	55,972	60,841	69,320	77,999
证券投资-可供出售金融资产	299,559	389,138	422,987	481,940	542,275
证券投资-持有至到期投资	353,137	477,064	518,562	590,835	664,803
资产合计	**5,474,978**	**5,942,311**	**6,500,896**	**6,966,731**	**7,399,506**
同业及其他金融机构存放	711,561	555,607	588,943	618,391	643,126
拆入资金	178,771	248,876	263,809	276,999	288,079
交易性金融负债	20,227	23,576	23,576	23,576	23,576
卖出回购	185,652	162,942	172,719	181,354	188,609
客户存款	3,571,698	3,802,049	4,030,172	4,231,681	4,400,948
负债合计	**5,113,220**	**5,538,949**	**6,048,423**	**6,459,870**	**6,831,651**
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523
盈余公积	34,009	39,708	45,930	52,793	60,455
未分配利润	163,289	199,110	238,551	282,271	331,355
少数股东权益	952	1,012	1,012	1,012	1,012
股东权益合计	**361,758**	**403,362**	**452,473**	**506,861**	**567,855**
负债合股东权益总计	**5,474,978**	**5,942,311**	**6,500,896**	**6,966,731**	**7,399,506**

主要财务指标

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
核心假设					
贷款净额增速	12.35%	15.49%	12.00%	11.00%	10.00%
存款增速	8.09%	6.45%	6.00%	5.00%	4.00%
计息负债增速	15.67%	8.32%	9.20%	6.80%	5.76%
生息资产增速	15.81%	8.18%	8.35%	7.24%	6.27%
净息差	2.75%	2.47%	2.23%	2.23%	2.28%
净利差	2.59%	2.36%	2.12%	2.13%	2.16%
手续费及佣金收入增速	19.52%	13.94%	13.00%	20.00%	15.00%
非息收入增速	33.05%	14.96%	12.82%	18.19%	13.82%
费用增速	10.04%	5.02%	5.78%	7.00%	9.98%
信用成本率（贷款）	2.16%	2.12%	1.97%	2.08%	2.08%
信用成本率（生息资产）	1.11%	1.16%	1.11%	1.21%	1.25%
有效税率	22.72%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
每股拨备前利润	5.29	5.70	6.13	6.98	7.76
每股净利润	2.29	2.46	2.69	2.96	3.31

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
CAMEL 分析					
C:核心资本充足率	12.57%	13.33%	13.84%	14.37%	15.05%
C:资本充足率	12.57%	13.33%	13.84%	14.37%	15.05%
C:权益/贷款	13.21%	12.80%	12.84%	13.00%	13.30%
C:权益/资产	6.62%	6.88%	6.88%	7.12%	7.48%
C:财务杠杆率	15.11	14.54	14.54	14.04	13.37
A:不良贷款比率	1.68%	1.87%	1.80%	1.70%	1.60%
A:拨备覆盖率	178.95%	180.02%	196.00%	227.00%	267.00%
A:拨备充足率	425.57%	332.39%	332.39%	332.39%	332.39%
A:拨贷比	3.00%	3.37%	3.53%	3.86%	4.27%
A:不良资产/（权益+拨备）	10.62%	11.91%	11.31%	10.39%	9.41%
E:ROA	1.05%	1.04%	1.04%	1.07%	1.13%
E:ROAA	1.13%	1.12%	1.09%	1.11%	1.17%
E:ROE	15.99%	15.43%	15.01%	14.78%	14.73%
E:ROAE	17.15%	16.23%	15.91%	15.65%	15.59%
E:RoRWA	1.80%	1.84%	1.84%	1.89%	1.99%
E:成本收入比	27.67%	28.01%	28.37%	27.12%	26.91%
E:手续费和佣金收入占比	26.51%	29.12%	31.51%	33.78%	35.05%
E:股利分配比例	30.16%	30.06%	30.06%	30.06%	30.06%
L:存贷比	76.70%	82.89%	87.45%	92.13%	97.02%
L:贷款/生息资产	51.25%	54.51%	56.25%	58.03%	59.81%
L:存款/计息负债	71.98%	70.74%	68.67%	67.51%	66.39%

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn