招商银行(600036)/银行

招商银行 2017 年 1 季报点评：稳健发展的“白马股”

评级：增持(维持)

市场价格：19.01

目标价格：19.96—20.91

分析师：戴志锋

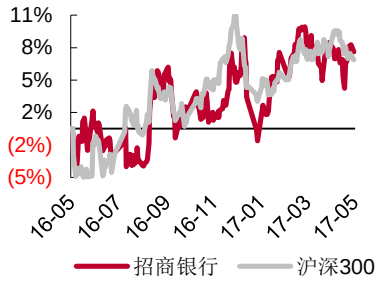
执业证书编号：S0740517030004

Email：daizf@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)	19.01
市值(百万元)	479,429
流通市值(百万元)	392,156

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 银行16年报系列深度1-多维度看资产质量：企稳迹象明显 (2017.4.11)

2 银行 16 年报系列深度 2--不断拆分看收入端：增速会持续平稳 (2017.4.12)

3 银行 16 年报系列深度 3-16 年，银行的资产负债有哪些变化？ (2017.4.25)

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	170,733	201,184	208,777	224,361	245,876
增长率 yoy%	29.1%	17.8%	3.8%	7.5%	9.6%
净利润	61,113	57,696	62,081	67,096	73,321
增长率 yoy%	18.1%	-5.6%	7.6%	8.1%	9.3%
每股收益（元）	2.42	2.29	2.46	2.66	2.91
净资产收益率	21.08%	17.14%	16.31%	15.44%	14.56%
P/E	7.85	8.31	7.72	7.15	6.54
PEG	0.43	-1.49	1.02	0.88	0.70
P/B	1.52	1.33	1.19	1.02	0.89

备注：

投资要点

- **1 季报亮点：**1、资产质量平稳，不良率环比下降 5bp；2、轻型银行路径很明确，核心一级充足率环比持续上升。

  1 季报不足：手续费同比-6%增长，预计与理财和保险代销有关。

- **投资建议：** 招商银行 16、17E PB 1.19X/1.02X（股份行 0.93X/0.8X）；PE 7.71X/7.13X（股份行 6.42X/6.06X）。从投资层面看，招行作为股份行的翘楚，值得中长期持有；是银行股中的“中国茅台”；目前市场投资风格，利于其估值提升。从基本面看，招行预计保持稳健增长，监管趋严，对理财端有压力。

- **1 季报分析：**

- **1 季报概述。**招商银行 1Q17 营收、拨备前利润、净利润分别同比增长-2%、1.2%、8.9%。

- **1 季度净息差环比平稳**

  1 季度净利息收入环比增长 3.1%，生息资产环增 1%，贷款环比增长 5.3%，可推知净息差环比较为平稳，我们测算的单季年化净息差环比下降 2bp（日均余额净息差、净利差环比均下降 7bp），生息资产收益环比上升 10bp，计息付息率环比上升 12bp。

- **1 季度资产负债环比变化：贷款增速高于生息资产，同业资产压缩**

  1 季度资产负债增速变化：贷款环增 5.3%、债券投资环比增长 7.9%（应收款项类投资环比增长 19%）、同业资产环比下降 39.8%（存放同业环比下降 41.7%、买入返售环比下降 59.0%，变动原因为非存款类金融机构存放款项减少，对表外理财逆回购余额减少）；存款环比增长 3.4%；同业负债环比下降 14.2%（同业存放环比下降 36.2%，存放境外金融机构余额减少）。1 季度资产负债结构变化：贷款占比提升 2.4%（对公贷款占比环比下降 2.8%，个人贷款占比环比增长 2.9%）；债券投资占比提升 1.7%；同业资产占比下降 4.0%。负债端存款、发债占比提升 2.1%、1.5%；同业负债占比降 3.5%。

■ **手续费收入增速放慢**

1Q17 净手续费及佣金收入 186.4 亿元，1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年、1Q17 净手续费收入同比增长 26.8%、21.5%、10.5%、14.8%、-6.0%。1Q17 净手续费收入环比增长 60.3%，在营业收入中的占比为 32.7%，同比下降 1.4%。预计与理财和保险代销有关。

1Q17 净其他非息收入同增 14.7%，主要为汇兑净损益增长较多（外汇交易敞口估值损益增加）。

■ **成本收入比环比下降**

1Q17 成本收入比 24.32%，环比下降 3.72%，同比上升 2.6%。业务及管理费用环比下降 23.5%、同比增长 10%。

■ **资产质量稳中趋好**

1 季度不良净生成下降。1 季度不良率 1.76%，环比下降 11bp、同比下降 5bp。1Q17 累计年化不良净生成 0.06%（我们测算的不良净生成只加回了核销，对净转出并未进行测算，因此与 4 季度有较大差值）、环比下降 1.90%。1 季度核销力度减弱，环比减少 80.68%。

■ **拨备对不良覆盖能力增强**

拨贷比 3.68%，环比上升 31bp。存量拨备对不良覆盖能力较去年 4 季度增强，1Q17 拨备覆盖率 208.67%，环比上升 28.65%，同比上升 29.91%。

■ **资本使用效率较高**

风险加权资产同增 9.1%，环比下降 2.4%。核心一级资本充足率 12.40%，环比上升 86bp，同比上升 27bp；资本充足率 11.77%，环比上升 1.10%，同比上升 49bp。

■ **风险提示：**经济下滑超预期。

图表：招商银行盈利预测表

每股指标	2015A	2016A	2017E	2018E
PE	8.31	7.72	7.15	6.54
PB	1.33	1.19	1.02	0.89
EPS	2.29	2.46	2.66	2.91
BVPS	14.31	15.95	18.59	21.43
每股股利	0.69	0.74	0.80	0.88
盈利能力	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
净息差	2.73%	2.38%	2.30%	2.28%
贷款收益率	6.03%	4.97%	5.00%	4.90%
生息资产收益率	4.68%	3.82%	3.97%	3.97%
存款付息率	1.76%	1.25%	1.38%	1.36%
计息负债成本率	2.12%	1.57%	1.81%	1.83%
ROAA	1.14%	1.09%	1.09%	1.09%
ROAE	17.14%	16.31%	15.44%	14.56%
成本收入比	27.71%	28.04%	27.70%	27.70%
业绩与规模增长	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
净利息收入	17.39%	-2.17%	4.65%	7.38%
营业收入	17.84%	3.77%	7.46%	9.59%
拨备前利润	21.78%	8.02%	7.87%	9.72%
归属母公司净利润	-5.59%	7.60%	8.08%	9.28%
净手续费收入	18.60%	14.82%	14.00%	14.00%
贷款余额	12.35%	15.49%	13.00%	12.00%
生息资产	16.07%	8.50%	8.10%	8.73%
存款余额	8.09%	6.45%	6.00%	6.00%
计息负债	15.31%	8.32%	8.87%	9.21%
资产质量	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
不良率	1.68%	1.87%	1.84%	1.68%
拨备覆盖率	179.31%	180.04%	195.58%	216.03%
拨贷比	3.00%	3.37%	3.59%	3.63%
不良净生成率	2.30%	1.96%	1.70%	1.70%

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
净利息收入	137,586	134,595	140,859	151,248
手续费净收入	53,009	60,865	69,386	79,100
营业收入	201,184	208,777	224,361	245,876
业务及管理费	(55,741)	(58,538)	(62,148)	(68,108)
拨备前利润	134,345	145,122	156,539	171,756
拨备	(59,266)	(66,159)	(71,211)	(78,528)
税前利润	75,079	78,963	85,329	93,229
税后利润	58,018	62,380	67,410	73,651
归属母公司净利润	57,696	62,081	67,096	73,321
资产负债表（百万元）	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
贷款总额	2,824,286	3,261,681	3,685,700	4,127,983
债券投资	1,427,841	1,450,922	1,566,996	1,692,355
同业资产	593,396	581,963	494,669	445,202
生息资产	5,415,484	5,875,722	6,351,890	6,906,338
资产总额	5,474,978	5,942,311	6,471,194	7,095,648
存款	3,571,698	3,802,049	4,030,172	4,271,982
同业负债	1,138,584	1,297,533	1,466,212	1,656,820
发行债券	251,507	275,082	354,856	461,313
计息负债	4,961,789	5,374,664	5,851,240	6,390,115
负债总额	5,113,220	5,538,949	6,001,272	6,553,964
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司股东权益	360,806	402,350	468,809	540,459
所有者权益总额	361,758	403,362	469,922	541,684
资本状况	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
资本充足率	12.57%	13.33%	14.44%	15.52%
核心资本充足率	10.83%	11.54%	12.75%	13.92%
杠杆率	15.13	14.73	13.77	13.10
RORWA	1.90%	1.90%	1.94%	2.00%
风险加权系数	58.60%	56.69%	55.18%	53.35%

资料来源：公司年报，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。