

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 25.42  
合理价格区间(元): 28.71~30.50

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

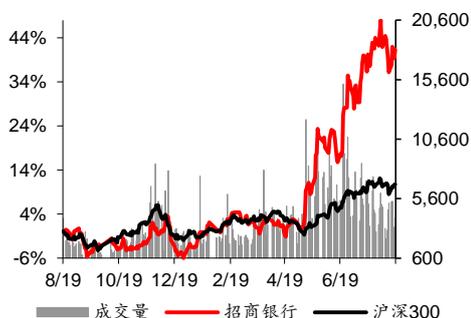
**郭其伟** 0755-23952805  
联系人 guoqiwei@htsc.com

**方思元** 0755-82492038  
联系人 fangsiyuan@htsc.com

相关研究

- 1《招商银行(600036,增持): 不良改善息差扩大, 支撑利润提速》2017.07
- 2《招商银行(600036,增持): 资产质量企稳, 零售助推业绩增长》2017.03
- 3《招商银行(600036): 利润增速名列前茅, 不良压力减轻》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

# 零售龙头向金融科技银行迈进

## 招商银行(600036)

### 利润双位数增速, 净息差停止下降趋势

2017H 归母净利润、拨备前利润和营收增速分别为 11.4%、1.3%、-0.2%。资产质量企稳, 拨备计提减少, 推动归母净利润增速大幅增至双位数。营收降幅较 Q1 收窄, 得益于净利息收入提速。净利息收入同比增长 5.1%, 较 Q1 增加 3.3pct。结构调整出成效, 半年度净息差 2.43%, 较 Q1 持平, 停止下降趋势。中间业务收入同比下降 8.0%, 占营收比重为 30.8%。中收下降的原因一是受营改增的扰动; 二是受资本市场行情和监管趋严的影响, 资管规模增长放缓, 表外理财从年初 2.4 万亿元降至 6 月末 2.1 万亿元, 代理和托管收入也从高位回落。成本收入比 26.0%, 较 Q1 小幅增加 1.7pct。

### 轻资产特征显著, 存款增长稳健

资产在股份行中保持较快增速。6 月末总资产 6.2 万亿元, 同比增长 12.0%。轻资产特征显著, 风险加权贷款增速仅为 8.2%, 低于资产增幅。贷款同比增长 16.5%, 上半年 71.0% 的新增贷款投向零售条线。存款同比增长 12.2%, 上半年 73.1% 新增存款为对公存款。存款活期率稳定在高位, 半年末为 62.4%, 较年初只减少 0.5pct。核心一级资本充足率和资本充足率分别为 12.42% 和 14.59%, 较 Q1 增加 0.02pct 和 0.16pct。不超过 350 亿元的优先股方案已经获得银监会核准, 预计资本实力将进一步得到扩充。

### 不良贷款压力释放, 拨备充裕

资产质量进入改善的快车道。6 月末不良贷款率 1.71%, 季度环比下降 5bp, 连续第二个季度下降。不良贷款余额 605 亿元, 同比增长 9.4%, 自 2013 年以来首次低至 10% 以下。拨备充裕, 拨备覆盖率 225%, 环比增加 16pct。不良贷款真实性高, 逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例仅为 80%。

### 转型再接再厉, 定位金融科技银行

继轻型银行、一体两翼战略收获成功后, 公司在业内率先提出“金融科技银行”的战略定位, 把科技变革作为未来三到五年的重中之重。公司按照上一年度税前利润 1% 提取专项资金设立金融科技创新项目基金, 鼓励全行利用新兴技术进行金融创新。在零售金融领域, 公司坚持“手机优先”策略, 围绕客户手机创新服务模式。在批发金融领域, 公司利用移动互联网、大数据和区块链等技术对业务升级。我们认为金融科技将是银行业在脱离规模增长依赖后, 强化内生盈利能力的重要工具。招行这次战略调整跑在行业的前列, 有利于公司在中长期内继续扩大盈利领先优势。

### 行业标杆地位确立, 维持“增持”评级

公司资产质量改善, 利润增长为下一步向科技金融的转型提供扎实基础, 行业标杆地位已然确立。预计公司 2017-2019 年 688、766、856 亿元; 2017 年 EPS 为 2.73 元, 对应 PE 9.31 倍、PB 1.42 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 不良贷款增长超预期, 经济增速下行超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	25,220
流通 A 股 (百万股)	20,629
52 周内股价区间 (元)	17.49-26.62
总市值 (百万元)	641,088
总资产 (百万元)	6,000,674
每股净资产 (元)	16.68

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	201,471	209,025	213,202	219,520	230,262
+/-%	21.47	3.75	2.00	2.96	4.89
归属母公司净利润 (百万元)	57,696	62,081	68,812	76,623	85,582
+/-%	3.19	7.60	10.84	11.35	11.69
EPS (元, 最新摊薄)	2.29	2.46	2.73	3.04	3.39
PE (倍)	11.11	10.33	9.32	8.37	7.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表概要	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	5,474,978	5,942,311	6,841,670	7,811,042	8,842,630	净利息收入	136,729	134,595	138,564	140,770	146,389
贷款净额	2,739,444	3,151,649	3,657,155	4,244,959	4,882,461	手续费净收入	53,419	60,865	59,039	60,810	63,243
债券投资	1,427,841	1,450,922	1,595,849	1,743,465	1,970,116	营业费用	67,957	65,148	66,093	66,953	69,079
总负债	5,113,220	5,538,949	6,353,095	7,266,530	8,235,575	拨备前利润	134,345	145,122	148,666	154,511	163,615
存款余额	3,571,698	3,802,049	4,376,559	5,040,223	5,749,717	计提减值准备	59,266	66,159	61,142	57,052	54,760
同业负债	1,138,584	1,297,533	1,479,400	1,621,331	1,677,001	所得税	17,061	16,583	18,381	20,468	22,861
股东权益	361,758	403,362	488,575	544,511	607,055	净利润	57,696	62,081	68,812	76,623	85,582
盈利能力	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资本管理	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
ROAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	核心资本	347,434	388,762	452,499	508,368	570,840
ROAE	17%	16%	15%	15%	15%	资本净额	403,409	449,116	556,967	622,678	695,624
生息资产收益率	4.7%	3.9%	3.9%	4.3%	4.7%	风险加权资产	3,208,152	3,368,990	3,878,881	4,428,466	5,013,324
计息负债成本率	2.1%	1.6%	1.8%	2.5%	3.1%	风险加权资产比重	59%	57%	57%	57%	57%
净息差 (NIM)	2.7%	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	核心一级资本充足率	10.8%	11.5%	11.7%	11.5%	11.4%
成本收入比	34%	31%	31%	31%	30%	一级资本充足率	10.8%	11.5%	12.6%	12.3%	12.1%
						资本充足率	12.6%	13.3%	14.4%	14.1%	13.9%
成长能力	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产质量	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
贷款	11.87%	15.05%	16.04%	16.07%	15.02%	贷款减值准备	84,842	110,032	128,380	139,074	145,376
存款	8.09%	6.45%	15.11%	15.16%	14.08%	不良贷款额	46,023	58,936	61,074	64,523	63,472
净利息收入	22%	-2%	3%	2%	4%	不良贷款率	1.68%	1.87%	1.67%	1.52%	1.30%
中间业务收入	20%	14%	-3%	3%	4%	拨备覆盖率	184%	187%	210%	216%	229%
营业费用	11%	-4%	1%	1%	3%	拨贷比	3.10%	3.49%	3.51%	3.28%	2.98%
净利润	3%	8%	11%	11%	12%	信用成本	2.42%	2.42%	1.94%	1.56%	1.29%
营业收入结构	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	估值分析	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利息占比	68%	64%	65%	64%	64%	PB	1.78	1.59	1.42	1.26	1.12
手续费收入占比	27%	29%	28%	28%	27%	PE	11.11	10.33	9.32	8.37	7.49
业务费用占比	34%	31%	31%	31%	30%	EPS	2.29	2.46	2.73	3.04	3.39
计提拨备占比	29%	32%	29%	26%	24%	BVPS	14.31	15.95	17.94	20.16	22.63
						每股股利	0.69	0.74	0.82	0.92	1.02
						股息收益率	2.7%	2.9%	3.2%	3.6%	4.0%

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com