转型再启航，打造金融科技银行

招商银行(600036)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	30.31
合理价格区间(元):	36.07~38.08

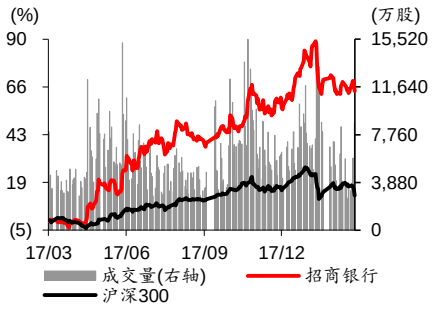
沈娟 研究员 执业证书编号：S0570514040002
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

郭其伟 研究员 执业证书编号：S0570517110002
0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

相关研究

1《招商银行(600036,增持)：营收增速转正，资产质量向好》2017.10
2《招商银行(600036,增持)：零售龙头向金融科技银行迈进》2017.08
3《招商银行(600036,增持)：不良改善息差扩大，支撑利润提速》2017.07

一年内股价走势图



资料来源：Wind

业绩略超预期，维持“增持”评级

公司于3月23日发布2017年年报，归母净利润同比增长13.00%。业绩略超我们预期。公司进入战略转型新阶段，预计利润进入释放快车道。我们将目标价上调至36.07-38.08元。维持“增持”评级。

净息差较前三季度提升，吸存能力突出

2017年营收同比增长5.33%（前三季度同比增长3.38%）。净息差2.43%，较前三季度增加1bp，主要得益于Q4贷款风险定价提升、存款规模增长、负债结构优化等因素。公司吸存能力突出。全年存款成本率仅为1.27%，与2016年持平。2017年末存款活期率较Q2末继续提高43bp到62.84%。全年净手续费与佣金收入同比增长5.18%（前三季度同比增0.20%），占比28.98%。因公司2016年对受托理财收入完成权责发生制核算优化改造，所以手续费增速前低后高。成本收入比30.23%，较前三季度增加2.33pct。公司为支持战略落地增加人工费用投入和IT设施投入。

零售贷款占比过半，不良率持续下行

2017年末资产同比+5.98%，资产总量达到6.30万亿元。贷款总额同比+9.30%，其中公司贷款同比+6.21%，零售贷款同比大增15.88%，零售贷款占比达到50.08%。零售贷款主要增长点为个人住房贷款和信用卡贷款。资产质量压力释放，拨备充裕。2017年末不良贷款率1.61%，Q4环比-5bp，实现连续四个季度环比下行。拨备覆盖率262%，Q4环比+27pct。逾期90天以上贷款/不良贷款比例为79.59%，较Q2末-57bp。Q4完成优先股发行，资本进一步夯实。2017年末资本充足率15.48%，Q4环比+47bp。

打造金融科技银行，首先成立资管子公司

公司走在行业改革前列，在业内率先推进“轻型银行”战略，成功实现零售转型。2017年零售客户数突破1亿户，零售营收占比51.29%，同比提升1.82pct。针对下一阶段改革，公司提出打造“金融科技银行”的目标，拟在2018年核定上年营收的1%（22.1亿元），设立金融科技创新项目基金专项用于金融科技投入，现已推出“摩羯智投”等产品。我们认为此举将继续巩固招行零售金融的优势。在资管方面，公司的理财产品2.19万亿元，规模居于行业第二位。公司加快创新步伐，针对大资管新规要求，拟在业内首先出资50亿元设立资管子公司，实现理财公司化、独立化运作。

零售银行龙头，享受估值溢价

公司转型领先，业绩释放较快。我们对公司前景看好，预测公司2018-20年归母净利润增速14.7%/17.0%/18.3%，EPS3.19/3.73/4.41元（18-19年前次预测EPS为3.14/3.63元），18年BPS20.04元，PE 9.50倍，PB 1.51倍。股份行18年Wind一致PB0.87倍，国际巨头富国银行18年彭博一致PB1.30倍（富国/招行18年彭博/Wind一致预测ROE为12.19%/15.93%），我们认为公司作为首家零售转型龙头应享受估值溢价，给予2018年1.8-1.9倍PB。目标价从32.37-34.17元上调至36.07-38.08元。

风险提示：不良贷款增长超预期，资金市场利率上升超预期。

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）	18.39-34.89
总市值（百万元）	764,414
总资产（百万元）	6,169,239
每股净资产（元）	17.37

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	209,025	220,897	240,213	262,817	289,296
+/-%	3.75	5.68	8.74	9.41	10.08
归属母公司净利润（百万元）	62,081	70,150	80,487	94,142	111,333
+/-%	7.60	13.00	14.74	16.97	18.26
EPS（元，最新摊薄）	2.46	2.78	3.19	3.73	4.41
PE（倍）	12.31	10.90	9.50	8.12	6.87

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：可比 A 股上市股份行 PB 估值（2018/3/23）（Wind 一致预期）

代码	简称	2018 年 PB 估值（倍）
000001.SZ	平安银行	0.86
600000.SH	浦发银行	0.78
600015.SH	华夏银行	0.66
600016.SH	民生银行	0.71
600036.SH	招商银行	1.50
601166.SH	兴业银行	0.80
601818.SH	光大银行	0.77
	平均值	0.87

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：财务预测（百万元）

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表概要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总资产	5,942,311	6,297,638	6,884,423	7,660,710	8,673,524	净利息收入	134,595	144,852	157,164	172,095	190,165
贷款净额	3,151,649	3,414,612	3,785,881	4,239,190	4,831,940	手续费净收入	60,865	64,018	70,420	77,462	85,208
债券投资	1,450,922	1,578,356	1,726,893	1,843,126	2,082,733	营业费用	65,148	70,431	76,590	83,797	92,239
总负债	5,538,949	5,814,246	6,334,906	7,019,873	7,882,141	拨备前利润	145,122	150,606	163,798	179,239	197,330
存款余额	3,802,049	4,064,345	4,394,610	4,862,808	5,454,915	计提减值准备	66,159	59,926	59,756	57,545	53,414
同业负债	1,297,533	1,252,310	1,342,798	1,485,858	1,666,780	所得税	16,583	20,042	22,995	26,897	31,808
股东权益	403,362	483,392	549,517	640,837	791,383	净利润	62,081	70,150	80,487	94,142	111,333
盈利能力	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**资本管理**	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
平均 ROA	0.29%	0.32%	0.34%	0.36%	0.38%	核心资本	388,762	425,689	505,447	575,313	658,404
平均 ROE	16.27%	15.90%	15.79%	16.39%	17.10%	资本净额	449,116	546,534	634,347	714,907	811,950
生息资产收益率	3.87%	4.08%	4.20%	4.30%	4.40%	风险加权资产	3,368,990	3,530,745	3,859,724	4,294,945	4,862,776
计息负债成本率	1.57%	1.77%	1.88%	2.01%	2.17%	风险加权资产比重	57%	56%	56%	56%	56%
净息差（NIM）	2.42%	2.44%	2.47%	2.46%	2.42%	核心一级资本充足率	11.5%	12.1%	13.1%	13.4%	13.5%
成本收入比	31%	32%	32%	32%	32%	一级资本充足率	11.5%	13.0%	14.0%	14.2%	14.2%
						资本充足率	13.3%	15.5%	16.4%	16.6%	16.7%
成长能力	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**资产质量**	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
贷款	15.0%	8.3%	10.9%	12.0%	14.0%	贷款减值准备	110,032	150,432	168,150	180,556	187,176
存款	6.4%	6.9%	8.1%	10.7%	12.2%	不良贷款额	58,936	54,975	53,002	55,109	57,983
净利息收入	-1.6%	7.6%	8.5%	9.5%	10.5%	不良贷款率	1.87%	1.61%	1.40%	1.30%	1.20%
中间业务收入	13.9%	5.2%	10.0%	10.0%	10.0%	拨备覆盖率	187%	274%	317%	328%	323%
营业费用	-4.1%	8.1%	8.7%	9.4%	10.1%	拨贷比	3.49%	4.41%	4.44%	4.26%	3.87%
净利润	7.6%	13.0%	14.7%	17.0%	18.3%	信用成本	2.42%	1.90%	1.75%	1.52%	1.26%
营业收入结构	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**估值分析**	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
利息占比	64.4%	65.6%	65.4%	65.5%	65.7%	PB	1.90	1.71	1.51	1.33	1.16
手续费收入占比	29.1%	29.0%	29.3%	29.5%	29.5%	PE	12.31	10.90	9.50	8.12	6.87
业务费用占比	31.2%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%	EPS	2.46	2.78	3.19	3.73	4.41
计提拨备占比	31.7%	27.1%	24.9%	21.9%	18.5%	BVPS	15.95	17.69	20.04	22.81	26.11
						每股股利	0.74	0.84	0.96	1.12	1.32
						股息收益率	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%	4.3%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

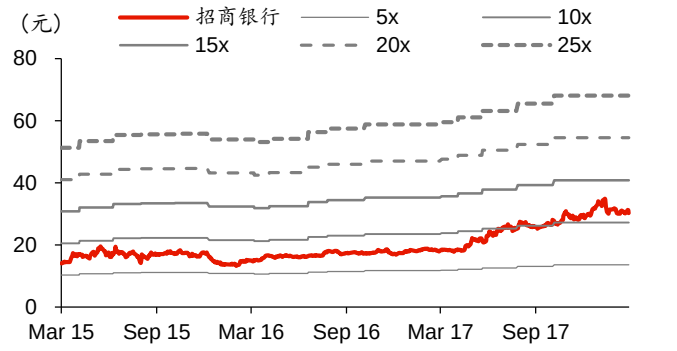
图表3： 财务数据

利润表（百万元）	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	4Q17 QoQ	4Q17 YoY	2016	2017	2017 YoY
营业收入	47,372	48,734	57,075	55,591	53,037	55,194	4.07%	13.26%	209,025	220,897	5.68%
利息净收入	33,245	33,873	34,914	35,982	36,489	37,467	2.68%	10.61%	134,595	144,852	7.62%
非利息收入	14,127	14,861	22,161	19,609	16,548	17,727	7.12%	19.29%	74,430	76,045	2.17%
净手续费收入	11,457	11,629	18,640	16,110	14,584	14,684	0.69%	26.27%	60,865	64,018	5.18%
其他收入	2,670	3,232	3,521	3,499	1,964	3,043	54.94%	-5.85%	13,565	12,027	-11.34%
营业支出	25,875	37,533	31,751	31,339	28,694	38,573	34.43%	2.77%	131,307	130,357	-0.72%
业务管理费用	13,956	18,119	13,868	15,381	16,975	20,548	21.05%	13.41%	58,538	66,772	14.07%
资产减值损失	11,470	18,519	17,315	15,333	11,190	16,088	43.77%	-13.13%	66,159	59,926	-9.42%
拨备前营业利润	32,967	29,720	42,639	39,585	35,533	32,709	-7.95%	10.06%	143,877	150,466	4.58%
税前利润	21,943	11,525	25,502	24,440	24,635	16,103	-34.63%	39.72%	78,963	90,680	14.84%
所得税	4,931	1,489	5,410	5,066	4,937	4,629	-6.24%	210.88%	16,583	20,042	20.86%
净利润	17,012	10,036	20,092	19,374	19,698	11,474	-41.75%	14.33%	62,380	70,638	13.24%
归属于母公司股东净利润	16,911	9,939	19,977	19,282	19,546	11,345	-41.96%	14.15%	62,081	70,150	13.00%
资产负债表（百万元）	**3Q16**	**4Q16**	**1Q17**	**2Q17**	**3Q17**	**4Q17**	**4Q17 QoQ**	**4Q17 YoY**	**2016**	**2017**	**2017 YoY**
总资产	5,563,990	5,942,311	6,000,674	6,199,690	6,169,239	6,297,638	2.08%	5.98%	5,942,311	6,297,638	5.98%
生息资产	5,412,975	5,782,063	5,823,816	6,011,662	5,973,604	6,093,483	2.01%	5.39%	5,782,063	6,093,483	5.39%
现金及存放央行	561,201	597,529	599,101	606,623	569,921	616,419	8.16%	3.16%	597,529	616,419	3.16%
同业资产	397,852	581,963	350,557	445,343	397,185	484,096	21.88%	-16.82%	581,963	484,096	-16.82%
贷款	3,062,607	3,151,649	3,308,271	3,404,094	3,491,964	3,414,612	-2.22%	8.34%	3,151,649	3,414,612	8.34%
证券投资	1,391,315	1,450,922	1,565,887	1,555,602	1,514,534	1,578,356	4.21%	8.78%	1,450,922	1,578,356	8.78%
总负债	5,166,556	5,538,949	5,578,850	5,777,866	5,728,599	5,814,246	1.50%	4.97%	5,538,949	5,814,246	4.97%
计息负债	4,991,958	5,374,664	5,398,505	5,611,414	5,540,689	5,613,132	1.31%	4.44%	5,374,664	5,613,132	4.44%
向央行借款	94,000	330,108	274,978	351,542	330,822	414,838	25.40%	25.67%	330,108	414,838	25.67%
同业负债	975,333	967,425	838,406	770,716	850,868	837,472	-1.57%	-13.43%	967,425	837,472	-13.43%
存款	3,615,989	3,802,049	3,929,544	4,142,254	3,974,219	4,064,345	2.27%	6.90%	3,802,049	4,064,345	6.90%
应付债券	306,636	275,082	355,577	346,902	384,780	296,477	-22.95%	7.78%	275,082	296,477	7.78%
归属于母公司所有者权益	396,411	402,350	420,634	419,377	438,035	480,210	9.63%	19.35%	402,350	480,210	19.35%
每股数据（元）	**3Q16**	**4Q16**	**1Q17**	**2Q17**	**3Q17**	**4Q17**	**4Q17 QoQ**	**4Q17 YoY**	**2016**	**2017**	**2017 YoY**
普通股股本（百万股）	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.00%	0.00%	25,220	25,220	0.00%
EPS(TTM)	2.43	2.46	2.53	2.62	2.73	2.78	2.05%	13.00%	2.46	2.78	13.00%
BVPS	15.72	15.95	16.68	16.63	17.37	17.69	1.85%	10.88%	15.95	17.69	10.88%
PPOP/sh	5.56	5.70	5.72	5.75	5.85	5.97	2.03%	4.58%	5.70	5.97	4.58%
财务比率 (%)	**3Q16**	**4Q16**	**1Q17**	**2Q17**	**3Q17**	**4Q17**	**4Q17 QoQ**	**4Q17 YoY**	**2016**	**2017**	**2017 YoY**
年化平均 ROA	1.23%	0.70%	1.35%	1.27%	1.27%	0.74%	-0.54pct	0.04pct	1.26%	1.15%	-0.11pct
年化平均 ROE	17.47%	9.95%	19.42%	18.36%	18.24%	9.88%	-8.35pct	-0.07pct	18.36%	16.54%	-1.82pct
成本收入比	29.46%	37.18%	24.30%	27.67%	32.01%	37.23%	0.05pct	0.06pct	2.50%	2.44%	-0.06pct
有效税率	22.47%	12.92%	21.21%	20.73%	20.04%	28.75%	5.22pct	0.05pct	25.22%	30.23%	5.01pct
非利息收入/营业收入	29.82%	30.49%	38.83%	35.27%	31.20%	32.12%	8.71pct	15.83pct	22.38%	22.10%	-0.28pct
净手续费收入/营业收入	24.19%	23.86%	32.66%	28.98%	27.50%	26.60%	0.92pct	1.62pct	37.16%	34.43%	-2.74pct
存贷比	87.75%	85.79%	87.40%	85.46%	91.43%	87.71%	-0.89pct	2.74pct	30.72%	28.98%	-1.74pct
不良贷款率	1.87%	1.87%	1.76%	1.71%	1.66%	1.61%	-3.72pct	1.92pct	87.75%	87.71%	-0.04pct
拨备覆盖率	186.39%	180.02%	208.67%	224.69%	235.15%	262.11%	-0.05pct	-0.26pct	1.87%	1.61%	-0.26pct
拨贷比	3.49%	3.37%	3.67%	3.84%	3.90%	4.22%	26.96pct	82.09pct	180.02%	262.11%	82.09pct
核心一级资本充足率	12.43%	11.54%	12.40%	12.42%	12.72%	12.06%	0.32pct	0.85pct	3.37%	4.22%	0.85pct
一级资本充足率	12.44%	11.54%	12.40%	12.42%	12.72%	13.02%	-0.66pct	0.52pct	11.54%	12.06%	0.52pct
资本充足率	14.16%	13.33%	14.43%	14.59%	15.01%	15.48%	0.3pct	1.48pct	11.54%	13.02%	1.48pct

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

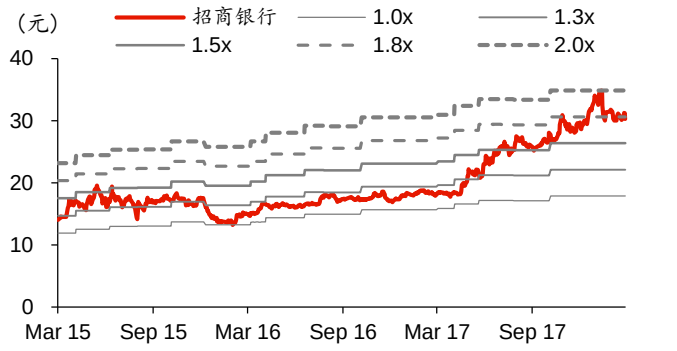
PE/PB - Bands

图表4： 招商银行历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 招商银行历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

免责申明

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门、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：AOK809

©版权所有 2018 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

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

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

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