



中航证券金融研究所

分析师: 符昉

证券执业证书号: S0640514070001

研究助理: 宋进朝

证券执业证书号: S0640117060016

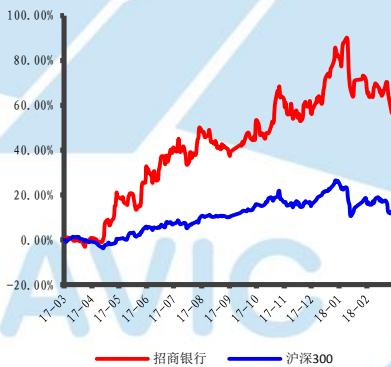
邮箱: songjz@avicsec.com

招商银行 (600036.SH) 年报点评: 零售业务稳健增长, 金融科技助力转型

行业分类: 银行业

2018年03月26日

公司投资评级	买入
市场数据 (2018.03.23)	
收盘价 (元)	30.31
近12个月最高/最低价 (元)	35.35/17.78
总市值 (亿元)	7,644
近3个月日均成交额 (亿元)	20.47
市盈率 (倍)	10.90
市净率 (倍)	1.59
基础数据 (2017.12.31)	
总资产 (亿元)	62,976.38
所有者权益 (亿元)	4,833.92
总股本 (亿股)	252.20
流通A股股本 (亿股)	206.29
每股收益 (元)	2.78
每股净资产 (元)	17.69
近一年公司股价与沪深300走势对比	



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

▶ **事件:** 3月23日, 招商银行发布2017年年报, 全年实现营收2,208.97亿元, 同比增长5.33%; 实现归母净利润701.50亿元, 同比增长13.00%; 净息差为2.43%, 同比下降7bps; 不良贷款率为1.61%, 同比下降26bps; 拨备覆盖率为262.11%, 同比增加82.09个百分点; 资本充足率为15.48%, 同比上升2.15个百分点。

▶ 投资要点:

● **盈利能力回升, 零售贡献稳步增长。** 受益于资产质量改善和净息差企稳, 招行2017年归母净利润增速重回两位数, 增速较去年同期提升5.4个百分点至13%, ROAA和ROAE同比分别上升0.06和0.27个百分点至1.15%和16.54%, 盈利能力稳步提升。在“轻型银行”和“一体两翼”战略的引导下, 零售业务继续保持稳健增长, 管理零售客户总资产(AUM)余额61,643.40亿元, 较上年末增长11.46%; 零售业务营收/零售业务税前利润较去年同期分别增长8.49%/7.94%至1,062.21亿元/475.95亿元, 零售业务营收贡献/零售业务税前利润贡献较去年同期分别提升1.82/3.55个百分点至51.29%/56.52%。

● **存款成本率得以有效控制, 净息差同比降幅收窄。** 一方面, 受2017年稳健中性货币政策、金融严监管等因素的影响, 市场利率整体上行, 招行同业负债、发行债券成本同比大幅上升。在这种情况下, 通过结构优化(提升存款活期化率)以及定价的有效管控, 招行较好地控制了存款成本率, 2017年客户存款平均成本率为1.27%, 与2016年持平, 2017年计息负债成本率同比上升14bps至1.77%。另一方面, 通过优化资产结构, 加大零售贷款投放力度以及提升票据、债券、同业资产的风险定价水平, 招行2017年生息资产收益率较2016年上升6bps至4.06%。综合来看, 尽管净利差/净利息收益率同比分别下降8bps/7bps, 但较2016年降幅(24bps/27bps)明显收窄。其中, 招行四季度净息差为2.44%, 环比三季度上升4bps, 远高于行业2.10%和股份行同业1.83%的水平。预计2018年在行业资产端收益率整体上行的背景下, 负债端成本尤其是存款成本的有效控制将有助于招行净息差的改善。

● **不良实现双降, 拨备大幅提升。** 2017年, 招行各项不良指标普遍改善, 不良贷款余额下降37.28亿元, 不良贷款生成率较2016年下降1.08个百分点至1.16%, 不良贷款率/关注类贷款率同比分别下降26bps/49bps至1.61%/1.60%, 正常类/关注类/次级类/可疑类贷款迁徙率分别同比下降1.92/15.84/6.58/20.3个百分点至1.73%/26.58%/69.28%/28.78%, 逾期90天以上贷款/不良贷款余额为79.59%, 逾期贷款的分类较为审慎。

从产品层面来看, 公司贷款/零售贷款不良率较去年同期分别下降42bps/11bps至2.50%/0.89%; 公司贷款方面, 流动资金贷款、固定资产贷款、贸易融资等各品种贷款不良率均呈普遍下降态势; 零售贷款方面, 除小微贷款不良率由于处置放缓较2016年有所上升外, 个人住房贷款、信用卡贷款等其他零售贷款品种不良率同比均有所改善, 并且除信用卡外, 绝大多数新生成的零售不良均有抵质押品作为担保。从行业层面来看, 大多数行业不良率有所下降: 采矿业不良率改善幅度最为明显, 较去年同期下降5.82个百分点; 房地产/信息传输、软件和信息技术服务业由于个别大户影响, 不良分别上升了0.22/1.46个百分点至1.23%/1.75%。预计随着信贷结构的调整 and 资源的优化配置, 高不良部门的资产质量有望得到改善。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539



拨备方面，拨备覆盖率和拨贷比较上年同期均有大幅提升，风险损失吸收能力进一步增强。其中，不良贷款拨备覆盖率为 262.11%，较上年末提高 82.09 个百分点，较 2017 年三季度末提升 26.96 个百分点；拨贷比为 4.22%，较上上年末增加 0.85 个百分点，较 2017 年三季度末提升 0.32 个百分点。高级法下的核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率较 2016 年末分别上升 0.52/1.48/2.15 个百分点至 12.06%/13.02%/15.48%，公司资本充足状况处于较优水平。

- **打造“金融科技银行”，开启转型下半场。**近几年，招行致力于打造的以“轻资产”、“轻资本”专业化经营模式为特色的“轻型银行”已基本形成，而未来的战略重心将集中打造“轻管理”、“轻运营”的“金融科技银行”，用来作为“轻型银行”战略的深化。除常规 IT 成本投入之外，2017 年，招行核定上年税前利润的 1% (7.9 亿元)，专门成立金融科技创新项目基金；2018 年在金融科技领域将继续投入 22.1 亿元（上年营业收入的 1%）。预计移动互联、大数据、云计算、人工智能、区块链等五大基础能力成功构建后，在巩固招行零售业务优势的基础上将为其提供新的核心竞争力。
- **投资评级：**招商银行在零售金融业务领域优势显著，资产端具备一定的定价优势，负债端成本能够有效控制，2018 年净息差有望企稳回升；2017 年资产质量改善明显，拨备计提较为充裕，潜在不良生成压力较小，2018 年业绩有望保持稳步增长态势，“金融科技银行”战略的实施有助于其继续巩固零售龙头地位。预计 2018/2019/2020 年归母净利润增速分别为 14.09%/15.87%/16.70%，BVPS 分别为 20.15/22.73/25.73 元/股，目标价 34.74 元，首次给予“买入”评级。

➤ **风险提示：宏观经济超预期下滑**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	209,720	220,897	238,767	261,339	288,921
增长率(%)	4.09%	5.33%	8.09%	9.45%	10.55%
归母净利润(亿元)	62,081	70,150	80,033	92,735	108,221
增长率(%)	7.60%	13.00%	14.09%	15.87%	16.70%
BVPS(元/股)	15.95	17.69	20.15	22.73	25.73
PE	12.31	10.90	9.55	8.24	7.06
PB	1.90	1.71	1.50	1.33	1.18

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

公司财务报表数据预测

每股指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
PB	12.31	10.90	9.55	8.24	7.06	利息净收入	134,595	144,852	156,514	172,281	192,000
PB	1.90	1.71	1.50	1.33	1.18	手续费及佣金净收入	60,865	64,018	69,244	74,973	81,592
EPS	2.46	2.78	3.17	3.68	4.29	其他非息收入	14,260	12,027	13,009	14,085	15,329
BVPS	15.95	17.69	20.15	22.73	25.73	营业收入	209,720	220,897	238,767	261,339	288,921
业绩与规模增长	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业税金及附加	6,362	2,152	2,326	2,546	2,815
存款余额增速	6.45%	6.90%	8.70%	8.90%	9.50%	业务及管理费用	58,036	66,772	72,174	78,997	87,334
贷款余额增速	15.05%	8.34%	9.00%	9.04%	9.58%	营业外净收入	156	140	44	-42	-122
净利息收入增速	-2.17%	7.62%	8.05%	10.07%	11.45%	拨备前利润	145,478	152,113	164,311	179,754	198,651
手续费及佣金净收入增速	14.82%	5.18%	8.16%	8.27%	8.83%	资产减值损失	66,159	59,926	62,386	61,750	61,045
营业收入增速	4.09%	5.33%	8.09%	9.45%	10.55%	税前利润	78,963	90,680	101,925	118,004	137,606
拨备前利润增速	8.77%	4.56%	8.02%	9.40%	10.51%	所得税	16,583	20,042	21,404	24,781	28,897
归属母公司股东净利润增速	7.60%	13.00%	14.09%	15.87%	16.70%	净利润	62,380	70,638	80,521	93,223	108,709
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	归属母公司股东净利润	62,081	70,150	80,033	92,735	108,221
ROAA	1.09%	1.17%	1.22%	1.31%	1.41%	资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
ROAE	16.27%	15.90%	15.65%	16.13%	16.78%	贷款总额	3,261,681	3,565,044	3,875,203	4,220,096	4,621,005
生息资产收益率	4.00%	4.06%	4.39%	4.66%	4.93%	贷款减值准备	110,032	150,432	153,134	161,366	173,507
计息负债成本率	1.63%	1.77%	2.03%	2.33%	2.61%	贷款净额	3,151,649	3,414,612	3,722,069	4,058,729	4,447,498
净息差	2.50%	2.43%	2.46%	2.50%	2.57%	存放央行	597,529	616,419	670,047	729,682	799,001
净利差	2.37%	2.29%	2.36%	2.33%	2.32%	同业资产	581,963	484,096	482,033	476,822	469,439
资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	证券投资	1,450,922	1,578,356	1,715,673	1,868,368	2,045,863
不良贷款率	1.87%	1.61%	1.42%	1.36%	1.30%	其他资产	160,248	204,155	221,916	241,667	264,625
拨备覆盖率	180.02%	262.11%	278.31%	281.18%	288.85%	资产合计	5,942,311	6,297,638	6,811,739	7,375,269	8,026,426
拨贷比	3.37%	4.22%	3.95%	3.82%	3.75%	存款	3,802,049	4,064,345	4,417,943	4,811,140	5,268,198
资本状况	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	同业负债	1,297,533	1,252,310	1,320,482	1,392,848	1,475,690
资本充足率	13.33%	15.48%	16.16%	16.71%	17.27%	应付债券	275,082	296,477	320,680	347,209	377,864
一级资本充足率	11.54%	13.02%	13.60%	14.06%	14.53%	其他负债	164,285	201,114	206,834	213,128	217,712
核心一级资本充足率	11.54%	12.06%	12.59%	13.02%	13.45%	负债合计	5,538,949	5,814,246	6,265,939	6,764,325	7,339,464
风险加权系数	56.69%	58.82%	58.04%	57.85%	58.23%	所有者权益合计	403,362	483,392	545,800	610,943	686,962

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

符旻 SAC 执业证书号: S0640514070001, 宏观分析师, 经济学硕士, 2012 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。