

招商银行(600036): 2018 年一季报点评

息差提升超预期, 资产质量好转, 拨备“自然”释放利润

增持 (维持)

事件: 招商银行公布一季度报告, 实现营业收入 612.96 亿, 同比增长 7.20%; 归母净利润 226.74 亿, 同比增长 13.50%; 不良率为 1.48%, 较上年末下降 13bps

投资要点

■ **利润增长提速, ROE 继续提升。**利润增长提速, 拨备“自然”释放利润。18Q1 归母净利润同比增长 13.5%, 增速较 17 年全年提升 0.5pc; 拨备前利润 (PPOP) 增速为 2.87%, 较 17 全年下滑 0.91pc, 主因业务拓展力度加大使管理费用同比增速较高 (21.08%), 成本收入比同比提升 3.06pc 至 26.75%。在资产质量持续向好, 拨备覆盖率自然提升的情况下, 利润表中的拨备少提 14.76% 释放利润。一季度年化加权 ROE 同比提升 0.55pc 至 19.97%, 盈利能力持续增强。此外, 风险调整后的资本回报率 (RAROC) 同比大幅提升 7.31pc 至 32.11%, 资本使用效率整体较好。

■ **营收稳步增长, 息差提升超预期。**营收稳步增长, 准则切换与汇兑收益扰动非息收入。营收同比增长 7.20%, 增速较 17 全年提升 1.87pc。其中利息净收入同比增长 8.66%, 较 17 年全年提升 1.04pc, 但增速环比 17Q4 下降 1.95pc, 主因 IFRS9 会计准则切换扰动 (货币基金及部分票据非标投资的收入由利息收入调至非息收入)。与此同时, 非息收入也受益于上述原因, 同比增长 4.9%。若剔除该因素, 非息收入同比下滑 5.64%, 主因汇兑净收益同比大幅减少 14.6 亿。手续费及佣金净收入同比增长 1.51%, 主因代销保险业务收缩, 且理财业务收入略降。**净息差大幅提升超预期。**一季度净息差为 2.55%, 环比 17Q4 大幅提升 11bps。息差大幅提升主要受益于资产负债结构的积极调整。负债端同业存单规模持续收缩 (3 月末余额仅 1581 亿), 存款占比提升, 且零售存款稳定增长 (3 月末本行口径下零售存款占比提升 0.72pc 至 32.37%)。

■ 存贷款稳步增长, 资产负债结构持续优化。

资产端: 贷款高增长, 存放央行款项有所减少, 压缩同业资产与投资类资产。总资产规模基本稳定, 较 17 年末小幅净减少 454 亿至 6.25 万亿。资产配置继续回归表内信贷。贷款净额较 17 年末大幅增长 1390 亿, 增幅达 4.07%, 占总资产比重较 17 年末稳步提升 2.62pc 至 56.84%。本行口径下零售贷款新增 273 亿, 票据贴现大幅增加 565 亿, 对公贷款增加 552 亿。同业资产较 17 年末大幅压缩 13.53% 至 4186 亿, 占比进一步下降 0.99pc 至仅 6.70%。投资类资产余额较 17 年末压缩约 344 亿, 占比较 17 年末下降 0.37pc 至 24.69%。

负债端: 存款稳步正增长, 同业负债小幅压缩, 向央行借款减少。

3 月存款规模较 17 年末增长 0.06%, 占比提升 0.79pc 至 70.69%, 其中本行口径下存款净增长 74.34 亿, 个人存款稳步增长 303 亿, 公司存款减少 228 亿 (主要是公司活期存款减少 704 亿)。同业负债规模压缩约 258 亿, 根据 Wind 口径计算同业存单压缩 216 亿, 同业存单+同业负债占比下降 0.64pc 至 16.86%。此外, 向央行借款减少 473 亿, 也是负债端整体净减少的原因。

2018 年 4 月 29 日

证券分析师 马婷婷

执业证书编号:
S0600517040002
021-60199607
matt@dwzq.com.cn

研究助理 蒋江松媛

021-60199790
jiangjsy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	29.33
一年最低/最高价	17.93/35.35
市净率 (倍)	1.60
流通 A 股市值 (百万元)	605,047

基础数据

每股净资产 (元)	18.32
资产负债率 (%)	92.01
总股本 (百万股)	25,220
流动 A 股 (百万股)	20,629

相关研究

1. 招商银行年报点评: 零售业务持续高增长, 批发金融业务百花齐放 20180325
2. 银行: 加息对银行影响几何? 定价能力、经营行为变化、股价表现 20180311
3. 银行业专题报告: 换个角度看银行的业绩和估值 20171213

■ 不良贷款率余额与占比持续双降，拨备覆盖率“自然”提升。

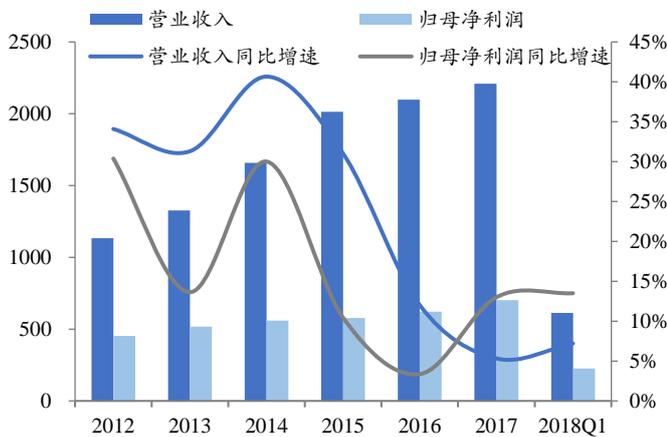
资产质量稳步向好，剔除 I9 准则切换后拨备覆盖率仍“自然提升”。3 月末不良率较 17 年末大幅下降 13bps 至仅 1.48%；不良贷款余额 549 亿，较 17 年末减少 24 亿。在资产质量显著向好的情况下，招行拨备继续少提 14.76%，但拨备覆盖率较 17 年末仍大幅提升 33.82pc 至 295.93%（据未分配利润的变化粗略测算，其中 16.21pc 来自于 IFRS9 准则切换带来的一次性计提增加，剔除该因素后拨备覆盖率仍“自然”提升 17.61pc），拨贷比提升 0.16pc 至 4.38%，拨备安全垫继续夯实。

■ 在资产质量继续向好的情况下，招行或持续“拨备自然释放利润”。16 年以来，招行已连续 5 个季度实现不良贷款余额与占比双降、拨备同比少提释放利润的同时拨贷比与拨备覆盖率仍持续稳步提升。在未来资产质量持续向好的情况下，预计招行将持续处于“拨备自然释放利润”的通道，即不需额外增加拨备计提的情况下，拨备持续释放利润，拨备安全垫稳步夯实。

■ 盈利预测与投资评级：公司深耕零售金融业务多年，活期存款占比保持在较高水平，负债端成本优势明显；值得注意的是，招行资产质量持续好转，拨备计提充足，已打开“拨备自然释放利润”通道，财务优势显著。“轻型银行”战略稳步推进，资本内生能力不断增强，RAROC、资本充足率均保持在较高水平。预计 18/19/20 年其归母净利润分别为 801.8/925.6/1082.4 亿，BVPS 为 20.03/22.74/25.92 元/股，维持“增持”评级。

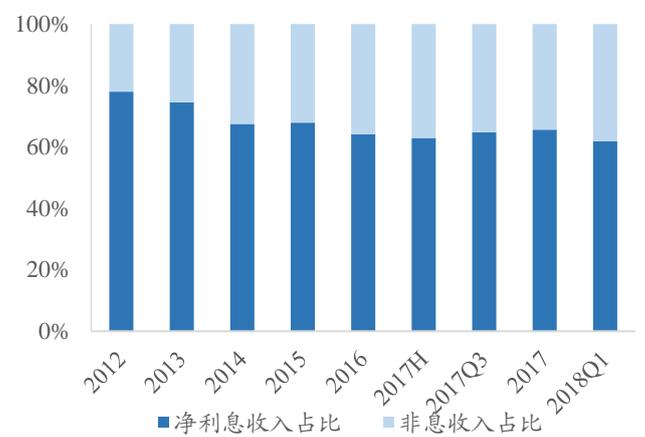
风险提示：宏观经济下滑，金融监管力度超预期，海外风险因素加大。

图表 1：招商银行收入和利润增速（亿元）



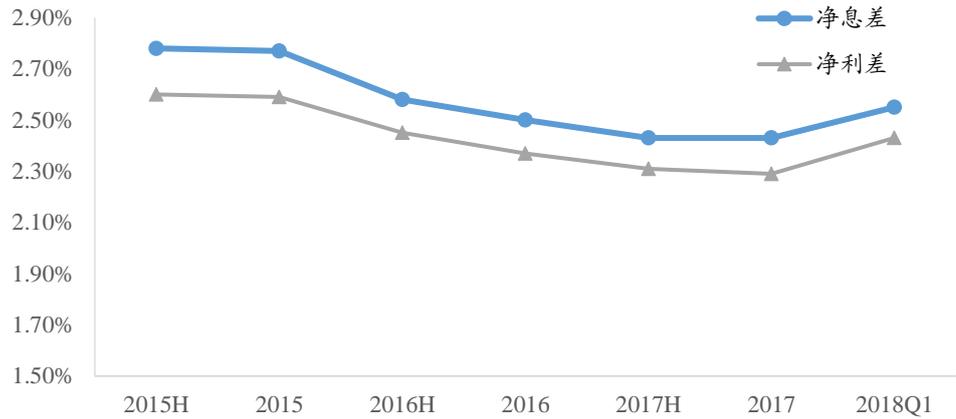
数据来源：公司季报，Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：招商银行利息收入和非息收入占比



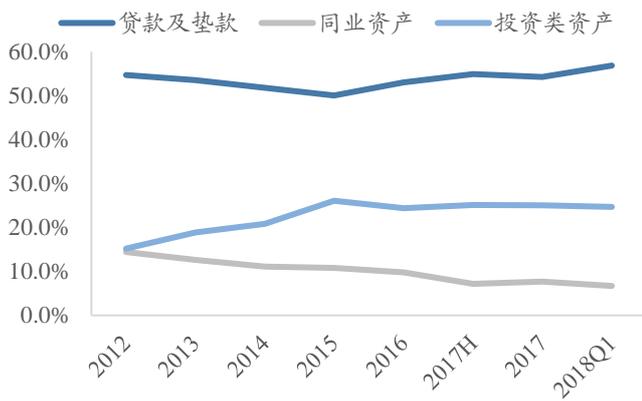
数据来源：公司季报，Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3: 招商银行净息差走势



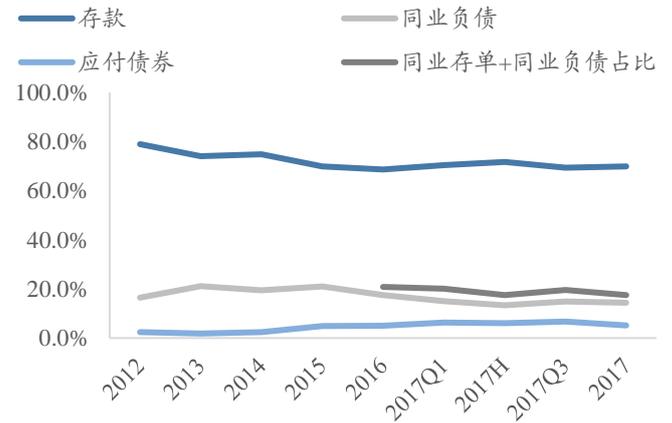
数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 招商银行资产端配置情况



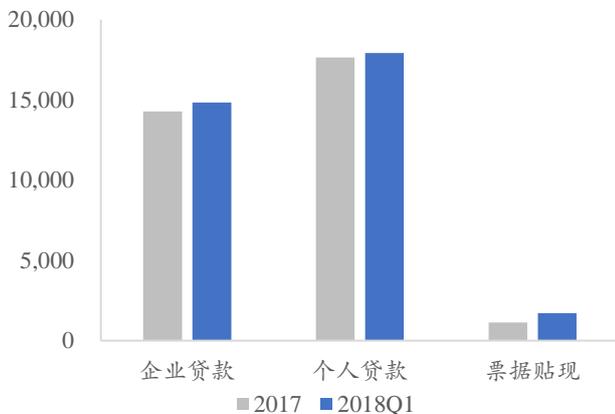
数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 招商银行负债端配置情况



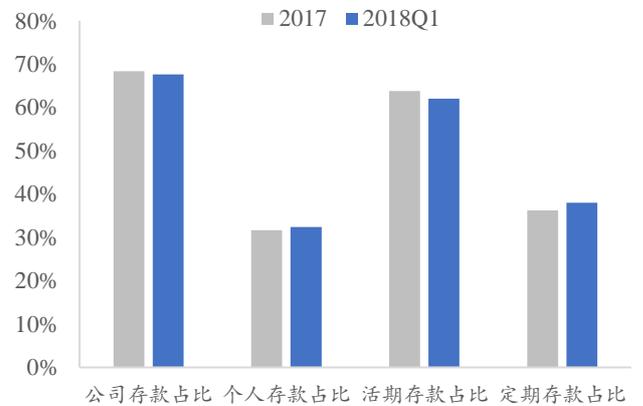
数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 招商银行贷款结构 (根据本行口径)



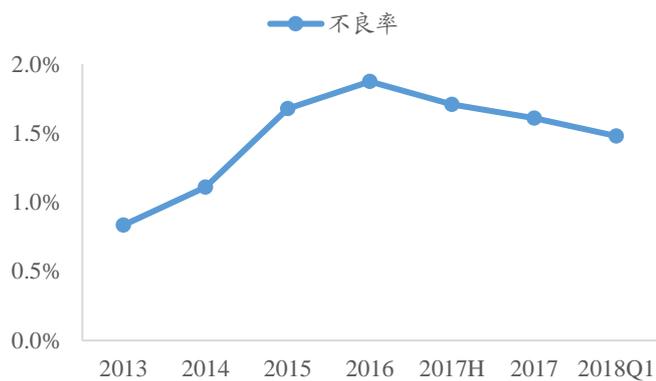
数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 招商银行存款结构 (根据本行口径)



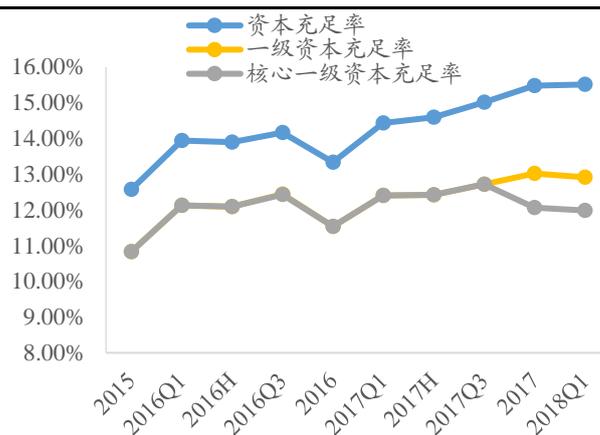
数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 8: 招商银行资产质量



数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 9: 招商银行资本充足率情况



数据来源: 公司季报, Wind 资讯, 东吴证券研究所

招商银行财务预测表 (单位: 百万元)

每股指标	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	2.78	3.18	3.67	4.29	净利息收入	144,852	155,939	172,578	193,108
BVPS	17.69	20.03	22.74	25.92	净手续费收入	64,018	69,460	76,753	86,347
每股股利	0.84	0.96	1.11	1.30	其他非息收入	11,277	11,792	11,792	11,792
P/E	10.54	9.23	7.99	6.83	营业收入	220,147	237,191	261,123	291,247
P/B	1.66	1.46	1.29	1.13	税金及附加	(2,152)	(4,252)	(4,720)	(5,299)
业绩增长率	2017A	2018E	2019E	2020E	业务及管理费	(68,279)	(73,565)	(80,988)	(90,331)
净利息收入	7.62%	7.65%	10.67%	11.90%	营业外净收入	140	200	300	400
净手续费收入	5.18%	8.50%	10.50%	12.50%	拨备前利润	149,856	159,574	175,715	196,016
营业收入	5.35%	7.74%	10.09%	11.54%	资产减值损失	(59,926)	(55,689)	(55,779)	(55,773)
拨备前利润	3.07%	6.48%	10.12%	11.55%	税前利润	89,930	103,885	119,936	140,244
归母净利润	13.00%	14.29%	15.45%	16.93%	所得税	(20,042)	(23,152)	(26,729)	(31,255)
盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E	税后利润	69,888	80,733	93,207	108,989
净息差 (测算)	2.39%	2.41%	2.46%	2.52%	归母净利润	70,150	80,175	92,563	108,236
生息资产收益率	3.99%	4.06%	4.12%	4.18%	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
计息负债成本率	1.90%	2.01%	2.08%	2.13%	存放央行	616,419	661,418	711,024	766,484
ROAA	1.14%	1.24%	1.33%	1.42%	同业资产	484,096	412,532	361,006	326,247
ROAE	15.76%	15.73%	16.14%	16.70%	贷款总额	3,565,044	3,921,548	4,352,919	4,875,269
成本收入比	31.02%	31.02%	31.02%	31.02%	贷款减值准备	(150,432)	(190,237)	(229,559)	(267,872)
资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E	贷款净额	3,414,612	3,731,311	4,123,360	4,607,397
不良贷款余额	57,393	59,052	61,913	65,926	证券投资	1,578,356	1,716,980	1,873,357	2,038,064
不良贷款净生成率	0.63%	0.61%	0.60%	0.59%	其他资产	204,155	218,520	236,830	259,259
不良贷款率	1.61%	1.51%	1.42%	1.35%	资产合计	6,297,638	6,740,761	7,305,577	7,997,450
拨备覆盖率	262.11%	322.15%	370.78%	406.32%	存款余额	4,064,345	4,361,042	4,688,120	5,053,794
拨贷比	4.22%	4.85%	5.27%	5.49%	同业负债	837,472	758,079	722,572	716,317
资本情况	2017A	2018E	2019E	2020E	应付债券	296,477	311,301	326,866	343,209
资本充足率	15.48%	17.20%	17.68%	18.09%	负债合计	5,814,246	6,197,821	6,693,642	7,304,481
核心资本充足率	13.02%	14.74%	15.41%	16.01%	股东权益合计	483,392	542,940	611,934	692,969
核心一级资本充足率	12.06%	13.77%	14.51%	15.20%	负债及股东权益合计	6,297,638	6,740,761	7,305,577	7,997,450

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

