

招商银行 (600036)

证券研究报告
2018年05月05日

结构优化息差大幅提升，基本面持续优秀

事件:

招商银行公布 18 年 1 季报: 实现归母净利润 226.7 亿, YoY+13.5%; 营收 613 亿, YoY+7.2%。1Q18 净息差 2.55%, 同比上升 12bps; 18 年 1 季末, 总资产 6.25 万亿, 较上年末下降 0.72%, 不良率 1.48%, 较上年末下降 13bps, 拨备覆盖率 296%, 较上年末上升 34 个百分点, 核心一级资本充足率 11.98%。

点评:

基本面持续优秀，盈利增速领先股份行

1Q18 归母净利润增速 13.5%，符合我们预期。盈利增速领先股份行。从 PPOP 增速来看，1Q18 同比增 2.9%，较 17 年的 3.8% 有所下降，主要是管理费用支出同比上升 18.3%。1Q18 盈利的主要贡献来自息差走阔和资产质量持续改善下的拨备计提压力下降。非息收入增速放缓对盈利有一定拖累，若剔除会计口径调整影响（基金投资收益等息改非息），1Q8 非利息净收入同比下降 5.6%。我们认为或受汇兑损益波动、理财中收增长承压的影响。

净利息收入增速进一步提升，息差同比大幅提升

1Q18 净利息收入同比增 8.7%，较 17 年的 7.6% 进一步提升，为股份行较好水平。1Q18 净息差 2.55%，同比提升 12BP，息差水平与息差变化均在股份行和上市行较好水平。息差同比提升主要是资产端收益率提升幅度大于负债端提升幅度。1Q18 我们测算负债成本率环比平稳，或受益公司负债端结构优化。

规模较年初略降，重在结构调整

1Q18 资产规模较年初下降 0.7%。负债端，存款规模与年初相当。从公司口径的存款结构变化来看，1Q18 存款结构持续优化，在存款竞争加剧背景下仍维持了较高的活期存款占比。资产端，资源继续向信贷倾斜，证券投资资产较年初下降。

不良率继续下行，拨备垫增厚

1 季末，不良率 1.48%，较年初下降 13BP。资产质量持续向好。1Q18 拨备覆盖率为 296%，较年初上升达 34 个百分点，拨备垫进一步增厚。

投资建议：基本面持续优秀，看好 Fintech 赋能提升 ROE

1) 1Q18 规模略下降，重在资产负债结构调整。全年仍可保持平稳增长。2) 存款竞争加剧背景下，负债端成本率较为平稳，活期存款占比较高，未来高息差优势仍可保持。3) 资产质量持续向好，拨备反补盈利空间较大。我们维持 18、19 年盈利增速 18.6%、19.1%，对应 18 年 BVPS 20.85 元/股，考虑公司在金融科技银行战略升级之下，ROE 有望高位持续提升。给予零售银行龙头 1.7 倍 18 年 PB，对应目标价 35.45 元/股，维持增持评级。

风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期，监管趋严超预期影响市场情绪等。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	2097	2209	2358	2616	2946
增长率(%)	4.2	5.3	6.8	10.9	12.6
归属母公司股东净利润(亿元)	621	702	832	991	1186
增长率(%)	7.6	13.0	18.6	19.1	19.7
每股收益(元)	2.46	2.78	3.30	3.93	4.70
市盈率(P/E)	11.68	10.33	8.71	7.32	6.11
市净率(P/B)	1.80	1.62	1.38	1.17	0.99

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	28.74 元
目标价格	35.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	592,875.86
流通 A 股市值(百万元)	592,875.86
每股净资产(元)	18.32
资产负债率(%)	92.01
一年内最高/最低(元)	35.35/18.54

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

股价走势

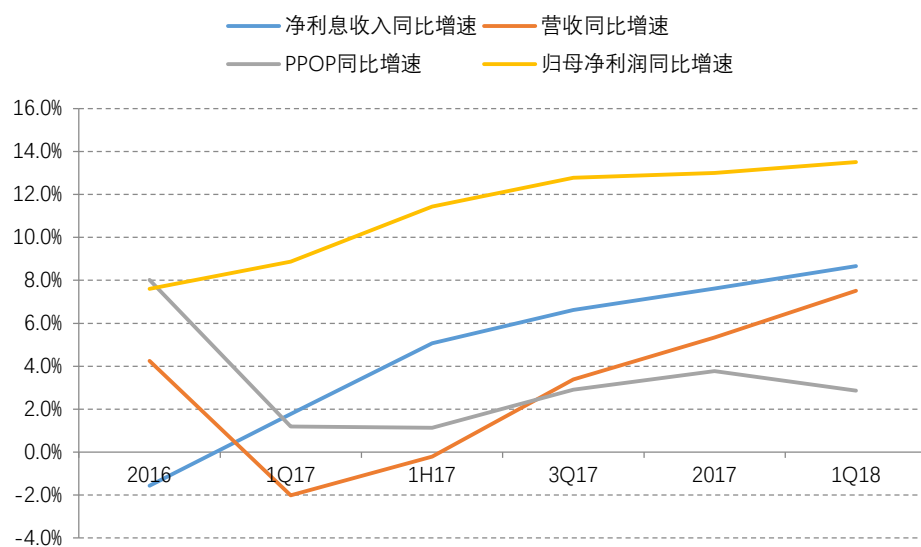


资料来源: 贝格数据

相关报告

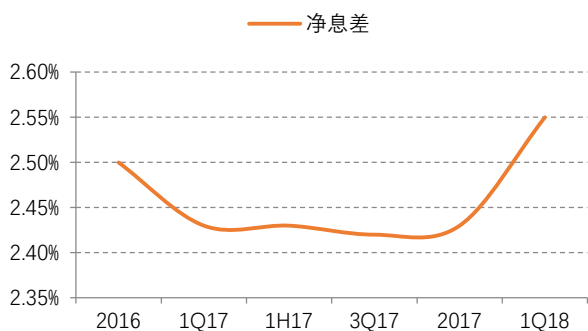
- 1 《招商银行-年报点评报告:ROE 反转回升, Fintech 赋能》 2018-03-25
- 2 《招商银行-首次覆盖报告:精耕零售轻型转型, 高 ROE 的零售之王》 2018-03-15

图 1: 归母净利润维持同比高增长, 营收持续改善



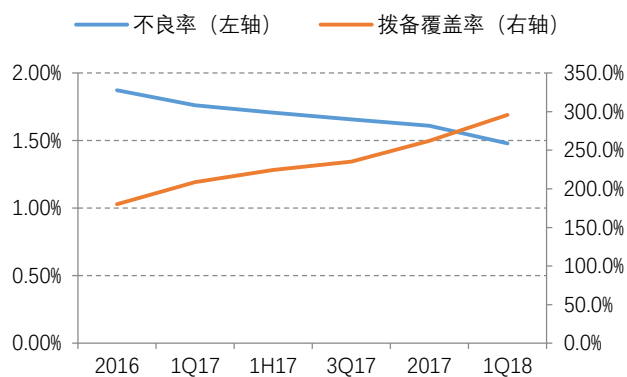
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 1Q18 净息差同比环比均大幅提升



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 不良率持续下行, 拨备大幅增厚



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长					
净利息收入	1346	1449	1582	1801	2067	净利润增速	7.6%	13.0%	18.6%	19.1%	19.7%
手续费及佣金	609	640	672	706	741	拨备前利润增速	8.8%	4.6%	6.6%	13.5%	15.8%
其他收入	143	120	103	109	139	税前利润增速	5.2%	14.8%	15.4%	20.5%	19.6%
营业收入	2097	2209	2358	2616	2946	营业收入增速	4.2%	5.3%	6.8%	10.9%	12.6%
营业税及附加	(64)	(22)	(24)	(26)	(29)	净利息收入增速	-1.6%	7.6%	9.2%	13.8%	14.7%
业务管理费	(580)	(668)	(714)	(750)	(788)	手续费及佣金增速	13.9%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1453	1520	1620	1839	2129	营业费用增速	4.1%	15.1%	7.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(662)	(599)	(557)	(557)	(596)	规模增长					
税前利润	790	907	1047	1262	1509	生息资产增速	8.5%	4.0%	8.8%	10.8%	10.9%
所得税	(166)	(200)	(209)	(265)	(317)	贷款增速	15.5%	9.3%	10.0%	11.0%	11.0%
净利润	621	702	832	991	1186	同业资产增速	-1.9%	-16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	1.6%	8.8%	10.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	32617	35650	39215	43529	48317	其他资产增速	22.4%	90.5%	4.4%	-9.2%	-5.4%
同业资产	5820	4841	4841	4841	4841	计息负债增速	8.3%	4.4%	7.5%	8.9%	9.3%
证券投资	14509	15784	17362	19966	22961	存款增速	6.4%	6.9%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	58757	61116	66501	73674	81724	同业负债增速	-10.1%	-13.4%	-2.0%	-1.0%	0.0%
非生息资产	1766	3365	3512	3190	3019	股东权益增速	11.5%	19.8%	16.6%	16.9%	17.3%
总资产	59423	62976	68181	74696	82198	存款结构					
客户存款	38020	40643	44301	48288	52634	活期	62.9%	62.8%	62.84%	62.84%	62.84%
其他计息负债	15726	15488	16032	17384	19158	定期	37.1%	37.2%	37.16%	37.16%	37.16%
非计息负债	1643	2011	2212	2433	2677	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	55389	58142	62545	68106	74469	贷款结构					
股东权益	4034	4834	5635	6589	7729	企业贷款(不含贴现)	48.0%	46.7%	42.67%	42.67%	42.67%
每股指标						个人贷款	47.2%	50.1%	55.08%	55.08%	55.08%
每股净利润(元)	2.46	2.78	3.30	3.93	4.70	资产质量					
每股拨备前利润(元)	5.76	6.03	6.42	7.29	8.44	不良贷款率	1.87%	1.61%	1.42%	1.26%	1.13%
每股净资产(元)	15.95	17.69	20.85	24.62	29.11	正常	96.04%	96.79%	98.45%	98.50%	98.55%
每股总资产(元)	235.62	249.71	270.34	296.18	325.92	关注	2.09%	1.60%	1.55%	1.50%	1.45%
P/E	11.7	10.3	8.7	7.3	6.1	次级	0.75%	0.48%			
P/PPOP	5.0	4.8	4.5	3.9	3.4	可疑	0.68%	0.61%			
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0	损失	0.45%	0.52%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	拨备覆盖率	180.02%	262.11%	328.25%	393.67%	464.29%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.50%	2.43%	2.48%	2.57%	2.66%	资本充足率	13.33%	15.48%	15.86%	16.51%	17.49%
净利差(Spread)	2.39%	2.29%	2.29%	2.31%	2.33%	核心资本充足率	11.54%	12.06%	12.69%	13.56%	14.70%
贷款利率	4.91%	4.81%	4.81%	4.86%	4.91%	资产负债率	93.21%	92.32%	91.73%	91.18%	90.60%
存款利率	1.27%	1.27%	1.17%	1.17%	1.17%	其他数据					
生息资产收益率	4.01%	4.06%	4.06%	4.08%	4.10%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.62%	1.77%	1.77%	1.79%	1.81%						
盈利能力											
ROAA	1.09%	1.15%	1.28%	1.40%	1.52%						
ROAE	16.27%	16.54%	17.12%	17.28%	17.50%						
拨备前利润率	2.55%	2.48%	2.47%	2.57%	2.71%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com