

# 高计提力度不减，下半年不良有望持续下行释放利润

## ——招商银行 (600036.SH) 18 年半年度业绩快报点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价/目标价：28.12/35.92 元

目标期限：6 个月

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-22169109

[zhangwenlang@ebsec.com](mailto:zhangwenlang@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：252.20

总市值(亿元)：7091.82

一年最低/最高(元)：24.25/35.35

近 3 月换手率：10.80%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.62	8.40	18.67
绝对	4.94	0.76	13.74

资料来源：Wind

### 事件：

18 年 7 月 24 日，招行披露半年度业绩快报：实现营收 1258 亿，同比增长 11.5%，其中非息收入同比增长 17.7%；营业利润 587 亿，同比增长 17.85%；归母净利 448 亿，同比增长 14.0%；ROAE 同比增长 0.47 个百分点至 19.58%；不良率则在一季度环比下降 13bps 的基础上进一步环比下降 5bps 至 1.43%。

对照招行业绩快报披露的营收和营业利润同比增速和此前一季报披露的拨备提升幅度，我们预计招行上半年持续加大了计提拨备力度。结合 17 年年报反映招行对公业务不良率经由前期充分暴露，高点回落的趋势已明朗，我们预计招行不良有望在 18 年三、四季度持续下行并释放出利润。

### 点评：

**招行和其他股份行不同的出发点是客户基础：** 1、零售客户规模大 2、高净值客户比例高；招行能锁定优质零售客户关键在于：1、产品优势；2、服务优势；3、资产端的选择性配置。产品优势得益于招行清晰的零售定位和持续的高研发投入；服务优势体现在其高网均员工数；资产端选择性侧重个人住房贷款、工资卡等有助于绑定零售客户资源的配置。

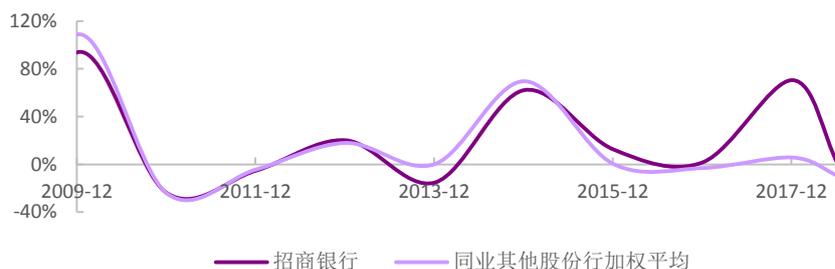
客户基础的差异决定了招行较其它股份行有下述区别：

**1、基于零售存款的负债结构。** 招行、兴业、浦发、民生、中信总资产均在 6 万亿左右，招行活期存款多 1 万亿左右。基于零售存款的负债结构有益有弊，其好处可以归纳为盈利质量，具体反映为：1) 低付息成本。招行个人存款成本率较同业股份行均值低约 50bps，低付息成本覆盖额外业务管理费后仍有明显结余；2) 高同业利率环境下稳定的存款增长。招行零售主导的负债结构使其对派生存款依赖度低，在同业利率高企的背景下主动获取高息负债的需求少，成本提升幅度小。其代价在于不利于规模扩张，具体反应为零售不同于对公业务，难以反复加杠杆扩张。

从历史上看，招行尽管长期保持股份位居前的 ROAE，但自 09 年起到 14 年，投资招行的年回报率多数时间都不及同业其他股份行均值。直到 17 年，投资招行的当年回报率才明显跑赢同业。其关键在于此前银行增长在乎规模扩张而非盈利质量，反映的是零售立行“代价”的一面；而 17 年后同业利率快速走高，低估值环境又限制了银行的有效再融资，派生循环失速，侧重对公的股份行盈利受到同业成本高企和存款增长乏力双方面的挤压，反映的是零售立行“有利”的一面。

18 年上半年，上海清算所数据反映 3 个月期限的市场同业利率整体维持 4.5% 以上高位，而 6 月末市场同业利率已快速回落到了到 3.4% 上下，因而我们预期招行净利息收入端相对同业股份行的优势或有所削弱。我们根据招行负债结构初步测算，下半年同业利率下行预计能为招行额外创造约 17.5 亿税前利润。

图 1：09 年起到 14 年，投资招行的年回报率多数时间都不及同业股份行



资料来源：Wind

**2、有保障的中收增长。**资管新规后，委贷等通道类业务和信贷承诺业务手续费预计将逐步下行，银行中收增长短期内更有赖于银行卡、结算等零售业务相关的手续费增长。招行高品质的零售客户基础决定了其在未来一两年内中收增长较同业其它股份行更有保障。

**3、有利环境下的加速计提。**招行在 17 年同业利率高企的大环境下负债端所受的负面影响远低于其它股份行，因而在盈利上有余裕加大计提力度。招行分别在 16,17 年计提了 622 亿和 600 亿拨备，比照贷款分类计提标准，招行连续两年计提力度在股份行中首屈一指；18 年一季度，招行在资产质量明显改善的前提下，继续计提 148 亿拨备，计提力度没有减少，而考察半年度业绩快报披露的营收和营业利润同比增速，我们预计招行二季度或仍保持了较大的计提拨备力度。而不良结构上，招行不良集中于对公贷款，尤其是制造业和矿业贷款。就 17 年年报数据看，招行上述两类不良已从前期峰值出现明显回落，但相较同业其他股份行仍有较大的下行空间；结合招行前期及 18 年一季度计提充足，我们预计其不良有望在 18 年三、四季度持续下行并释放出利润。

#### ◆盈利预测、估值与评级

根据半年度业绩快报反映的非息收入增速，小幅上调公司 18-20 年净利润同比增速至 21.5%、17.9%、16.3%，对应 EPS 3.40、4.01、4.67 元。考虑到公司在下半年行业同业利率下行、不良周期性向好的大环境下，息差改善释放利润的空间相对有限，但中收和前期的高计提确保不良仍具备持续释放利润的空间。又鉴于沪股通外资买入数据反映出招行属于能见度较高，外资进场过程中青睐的股份行，且 A 股对 H 股溢价低，给予公司目标价 35.92 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：1) 理财规模收缩超预期；2) 利率市场化风险

#### 业绩预测和估值指标

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	2090	2194	2489	2742	2994
增长率	3.7%	5.0%	13.5%	10.2%	9.2%
净利润 (亿元)	626	706	858	1012	1177
增长率	7.4%	12.8%	21.5%	17.9%	16.3%
EPS	2.48	2.80	3.40	4.01	4.67
P/E	6.64	10.03	8.26	7.01	6.02
P/B	1.03	1.47	1.33	1.19	1.07

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 07 月 26 日

## 财务预测

RMB: 亿	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>					
营业收入	2090	2194	2489	2742	2994
利息净收入	1346	1449	1631	1751	1847
利息收入	2155	2420	2546	2753	2932
利息支出	-809	-972	-915	-1003	-1085
手续费及佣金净收入	609	640	753	886	1043
其他经营净收益	136	105	105	105	105
营业支出	-1311	-1289	-1389	-1444	-1484
税金及附加	-64	-22	-22	-22	-22
业务管理费	-585	-668	-738	-868	-1059
拨备前利润	1454	1506	1731	1853	1915
计提拨备	-662	-599	-629	-554	-404
营业利润	780	905	1101	1298	1510
营业外净收入	12	1	1	1	1
税前利润	792	907	1102	1299	1511
所得税	-166	-200	-244	-287	-334
净利润	626	706	858	1012	1177
<b>利率指标</b>					
净息差	2.50%	2.43%	2.64%	2.73%	2.71%
净利差	2.37%	2.29%	2.53%	2.66%	2.64%
生息资产收益率	4.00%	4.06%	4.12%	4.30%	4.30%
利息负债成本率	1.63%	1.77%	1.59%	1.64%	1.66%
<b>资产负债表</b>					
总资产	59423	62976	65502	69113	74299
生息资产	58921	62439	63358	66862	71936
贷款净额	31516	34146	36894	40348	44768
贷款总额	32617	35650	38777	42565	47150
贷款损失准备	-1100	-1504	-1883	-2217	-2381
同业资产	5820	4841	4212	4212	4422
投资类资产	14509	15784	14205	13921	14200
现金及存放央行	5975	6164	6164	6164	6164
非生息资产	1602	2042	2144	2251	2363
总负债	55389	58142	60173	63176	67640
计息负债	53747	56131	59021	62950	68145
吸收存款	38020	40643	42722	45609	49432
活期存款	23928	25541	26563	28156	30409
定期存款	14092	15103	16160	17452	19023
同业类负债	12425	11339	11736	12321	13192
向央行借款	3301	4148	4563	5020	5521
非计息负债	1643	2011	1152	227	-505
股东权益	4034	4834	5328	5937	6659
<b>资产结构</b>					
贷款	53%	54%	56%	58%	60%
同业资产	10%	8%	6%	6%	6%
投资类资产	24%	25%	22%	20%	19%

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>					
EPS	2.48	2.80	3.40	4.01	4.67
BPS	15.99	19.17	21.13	23.54	26.40
股息支付率	27.8%	26.4%	24.7%	24.7%	24.7%
P/E	6.64	10.03	8.26	7.01	6.02
P/B	1.03	1.47	1.33	1.19	1.07
股息率	4.2%	2.6%	3.0%	3.5%	4.1%
H股折价率	76%	86%	85%	85%	85%
P/E (H股)	1.59	1.39	1.23	1.05	0.90
P/B (H股)	0.25	0.20	0.20	0.18	0.16
股息率 (H股)	17.50%	19.04%	20.03%	23.61%	27.46%
<b>盈利能力</b>					
ROAA	1.10%	1.15%	1.34%	1.50%	1.64%
ROAE	16.37%	15.93%	16.90%	17.97%	18.69%
<b>收入增长</b>					
营业收入增速	3.7%	5.0%	13.5%	10.2%	9.2%
营业利润增速	4.6%	16.1%	21.6%	17.9%	16.3%
拨备前利润增速	8.0%	3.6%	14.9%	7.1%	3.3%
净利润增速	7.4%	12.8%	21.5%	17.9%	16.3%
净利息收入增速	-1.6%	7.6%	12.6%	7.3%	5.5%
手续费及佣金增速	13.9%	5.2%	17.7%	17.7%	17.7%
业务管理费增速	5.0%	14.1%	10.5%	17.7%	21.9%
<b>规模增长</b>					
总资产增速	8.5%	6.0%	4.0%	5.5%	7.5%
贷款增速	15.0%	8.3%	8.8%	9.8%	10.8%
同业资产增速	-1.9%	-16.8%	-13.0%	0.0%	5.0%
投资类资产增速	1.6%	8.8%	-10.0%	-2.0%	2.0%
存放央行增速	2.3%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
非生息资产增速	23.3%	27.4%	5.0%	5.0%	5.0%
总负债增速	8.3%	5.0%	3.5%	5.0%	7.1%
存款增速	6.4%	6.9%	5.1%	6.8%	8.4%
活期存款增速	19.5%	6.7%	4%	6%	8%
定期存款增速	-10.2%	7.2%	7%	8%	9%
同业类负债增速	-6.4%	-8.7%	3.5%	5.0%	7.1%
向央行借款增速	427.3%	25.7%	10%	10%	10%
股东权益增速	11.5%	19.8%	10.2%	11.4%	12.2%
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	1.87%	1.61%	1.34%	1.25%	1.22%
不良余额	611	574	519	532	573
贷款计提	672	645	629	554	404
拨备覆盖率	180%	262%	363%	416%	415%
拨贷率	3.37%	4.22%	4.86%	5.21%	5.05%
不良净生成率	1.76%	0.63%	0.63%	0.68%	0.73%
<b>资本和流动性</b>					
核心一级资本充足率	11.54%	12.06%	12.74%	13.26%	13.63%
存贷比	86%	88%	91%	93%	95%

资料来源: Wind, 光大证券研究所, 股价为 2018 年 7 月 26 日收盘价

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; H 股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiaolin@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈捷	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安羚娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		