

2016 年 8 月 19 日

招商银行中报点评:资产质量环比改善,安全资金偏好品种 增持 (首次)

证券分析师 戴志锋

执业资格证书号码: S0600516040001

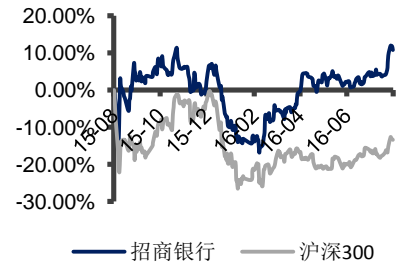
daizf@dwzq.com.cn

半年报观点: 资产质量环比改善, 风险资产继续压缩, 资本效率高; 半年报不足: 收入增速平缓。

投资要点

- **资产质量环比改善, 未来压力较少。** 上半年不良贷款率 1.83%, 环比小幅增加 2bps, 不良率比较, 加回核销与转出后测算不良净生成率为 1.72%, 环比降低 28bps。关注类贷款比例 2.48%, 比年初下降 13bps, 逾期贷款比例 2.71%, 比年初下降 14bps 拨备覆盖率 189.11%, 环比增长 10.35 个百分点, 拨贷比 3.45%, 环比增加 21bps, 拨备充足。资产结构方面, 零售压缩小微贷款, 比年初减少 6%; 公司贷款方面, 批发零售、制造业、建筑业和采矿业等高危行业贷款余额比年初都有减少, 未来的资产压力会继续缓解。
- **贷款重定价和结构调整导致利息收入增长放缓。** 公司上半年净利息收入同比增加 2.1%; 二季度单季净利息收入环比降低 3.3%, 贷款环比增长 3.3%, 2 季度净息差 2.54%, 环比降低 8bps, 贷款收益率单季环比降低 40bps。净利息收入增速降低与是贷款重定价影响集中在上半年有关 (公司解释), 预计营改增和贷款结构调整有关, 新增贷款主要集中在低风险领域, 收益率同时会下降。
- **中收业务收入环比略降, 同比增速依旧维持稳定。** 同比来看, 上半年手续费净收入增速 21.5%, 增速较为稳定, 1 季度净手续费收入增速 134.83%。其中受电子支付收入增长的影响, 结算与清算手续费同比增加 13.86 亿元, 增长 70.00%, 并且由于受托理财等财富管理业务收入快速增长, 托管及其他受托业务佣金收入同比增加 54.39 亿元, 增长 51.54%; 信用卡在高基数背景下增速放缓。收入增速偏低与其高基数有关, 非息收入占比已上升至营业收入的 40%。
- **资本表现明显好于行业: 贯彻“轻型银行”经营理念, “轻资产”降低公司资本消耗。** 高级法下公司上半年核心一级资本充足率 12.09%, 同比增长 159bps, 环比较为稳定, 略降 4bps, 主要是公司加大对零售信贷等轻资产业务的投放比例, 加权风险资产同比降低 0.7%, 同时公司持续、推进资产证券化业务。**资本表现明显好于行业原因: 资本高收益率实现资本内生高增长, 轻资产模式使得风险资产增长平缓。**

股价走势



市场数据 (2016 年 8 月 18 日)

收盘价(元)	18.23
一年最低价/最高价	14.01/19.98
市净率	1.22
流通 A 股市值(百万)	376066

基础数据 (2015)

每股净资产(元)	14.31
资产负债率(%)	93.39
总股本(百万股)	25220
流通 A 股(百万股)	20629

- **2 季度国家队小幅增持。**股东排名第 8 的股东中国证券金融股份有限公司, 持股增加 0.07% 至 3.38%。

投资建议:

现价对应 16 年 PE/PB 分别为 7.56/1.14。招行资产质量和资本方面表现出明显优势, 在低利率持续走低背景下, 宽裕资金寻找有安全边际的公司, 招行是很好选择; 唯一风险是近期涨幅较大, 注意对手盘的意向。预测公司 2016/17 净利润增速分比为 9.3%/6.3%, EPS 与 BVPS 分别为 2.41/2.57, 16.06/18.64。

风险提示: 经济下滑超预期。

中报分析表

利润表 (百万元)	1Q16	2Q16	QoQ (%)	1H15	1H16	YoY (%)
			季度环比			累积同比
利息收入	55,881	52,976	(5.2%)	118,359	108,857	(8.0%)
利息支出	(21,575)	(19,805)	(8.2%)	(52,255)	(41,380)	(20.8%)
净利息收入	34,306	33,171	(3.3%)	66,104	67,477	2.1%
净手续费收入	19,824	17,955	(9.4%)	31,097	37,779	21.5%
净其他非息收入	4,055	3,475	(14.3%)	6,788	7,530	10.9%
净非利息收入	23,879	21,430	(10.3%)	37,885	45,309	19.6%
营业收入	58,185	54,601	(6.2%)	103,989	112,786	8.5%
税金及附加	(3,347)	(1,786)	(46.6%)	(6,266)	(5,133)	(18.1%)
业务及管理费	(12,627)	(13,836)	9.6%	(25,414)	(26,463)	4.1%
营业费用及营业税	(15,974)	(15,622)	(2.2%)	(31,680)	(31,596)	(0.3%)
营业外净收入	101	374	270.3%	246	475	93.1%
拨备前利润	42,312	39,353	(7.0%)	72,555	81,665	12.6%
资产减值损失	(18,516)	(17,654)	(4.7%)	(29,171)	(36,170)	24.0%
税前利润	23,796	21,699	(8.8%)	43,384	45,495	4.9%
所得税	(5,377)	(4,786)	(11.0%)	(10,215)	(10,163)	(0.5%)
税后利润	18,419	16,913	(8.2%)	33,169	35,332	6.5%
归属于母公司股东的净利润	18,350	16,881	(8.0%)	32,976	35,231	6.8%
资产负债 (百万元)						
贷款总额	2,930,359	3,026,532	3.3%	2,646,157	3,026,532	14.4%
生息资产	5,370,216	5,459,060	1.7%	5,150,568	5,459,060	6.0%
存款总额	3,579,090	3,692,648	3.2%	3,441,792	3,692,648	7.3%
计息负债	4,885,651	4,969,414	1.7%	4,725,730	4,969,414	5.2%
加权风险资产	3,012,646	3,018,072	0.2%	3,039,989	3,018,072	(0.7%)

业绩增长拆分	1Q16	2Q16	1H15	1H16
规模增长	2.18%	0.40%	10.07%	10.78%
净息差扩大	(5.73%)	(3.71%)	12.67%	(8.70%)
非息收入	32.35%	(2.85%)	0.91%	6.38%
成本	31.45%	(0.83%)	4.57%	4.10%
拨备	54.34%	(1.82%)	(20.47%)	(7.69%)
税收	(15.08%)	0.63%	0.93%	1.65%

盈利能力_单季年化	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
净息差	2.54%	2.45%	(0.09%)	2.62%	2.45%	(0.17%)
生息资产收益率	4.14%	3.91%	(0.23%)	4.70%	3.91%	(0.79%)
计息负债成本率	1.75%	1.61%	(0.14%)	2.26%	1.61%	(0.65%)
成本收入比	21.70%	25.34%	3.64%	24.69%	25.34%	0.65%
有效税率	22.60%	22.06%	(0.54%)	23.31%	22.06%	(1.25%)

盈利能力_累积年化	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
净息差	2.54%	2.50%	(0.04%)	2.71%	2.50%	(0.2%)
手续费占比	34.07%	33.50%	(0.57%)	29.90%	33.50%	3.6%
成本收入比	21.70%	23.46%	1.76%	24.44%	23.46%	(1.0%)
有效税率	22.60%	22.34%	(0.26%)	23.55%	22.34%	(1.2%)
贷存比(含贴现)	81.87%	81.96%	0.09%	76.88%	81.96%	5.1%
ROAA	1.35%	1.29%	(0.06%)	1.34%	1.29%	(0.1%)
ROAE	19.86%	18.83%	(1.03%)	20.22%	18.83%	(1.4%)
资产质量	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
不良贷款率	1.81%	1.83%	0.02%	1.50%	1.83%	0.33%
不良净生成率	2.00%	1.72%	(0.28%)	2.01%	1.72%	(0.29%)
不良核销转出率	17.92%	34.60%	16.68%	48.47%	34.60%	(13.87%)
关注类占比	N.A.	2.48%		2.42%	2.48%	0.06%
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	4.30%		3.92%	4.30%	0.38%
逾期率	N.A.	2.71%		3.13%	2.71%	(0.42%)
逾期/不良	N.A.	148.28%		209.35%	148.28%	(61.07%)
风险成本(单季)	2.49%	2.50%	0.01%	2.46%	2.50%	0.04%
风险成本(累积)	2.49%	2.56%	0.07%	2.19%	2.56%	0.37%
拨备覆盖率	178.76%	189.11%	10.35%	204.17%	189.11%	(15.06%)
拨备/贷款总额	3.24%	3.45%	0.21%	3.06%	3.45%	0.39%
资本状况(高级法)	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
核心一级资本充足率	12.13%	12.09%	(0.04%)	10.50%	12.09%	1.59%
一级资本充足率	12.13%	12.09%	(0.04%)	10.50%	12.09%	1.59%
资本充足率	13.94%	13.90%	(0.04%)	12.40%	13.90%	1.50%
资本状况(权重法)	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
一级资本充足率	10.48%	10.44%	(0.04%)	9.67%	10.44%	0.77%
资本充足率	12.51%	12.46%	(0.05%)	11.77%	12.46%	0.69%

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测表

每股指标	2014	2015	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E
PE	8.22	7.97	7.56	7.09	净利息收入	117,202	136,729	150,922	163,789
PB	1.46	1.34	1.14	0.99	手续费净收入	39,494	53,419	63,034	71,859
EPS	2.22	2.29	2.41	2.57	营业收入	165,531	201,184	225,544	247,236
BVPS	12.47	14.31	16.06	18.64	业务及管理费	(50,656)	(55,741)	(63,152)	(71,699)
每股股利	0.64	0.69	0.73	0.78	拨备前利润	105,112	134,345	150,296	162,239
盈利能力	2014	2015	2016E	2017E	拨备	(31,681)	(59,266)	(71,172)	(77,916)
净息差	2.72%	2.71%	2.64%	2.59%	税前利润	73,431	75,079	79,124	84,322
贷款收益率	6.41%	5.99%	5.80%	5.70%	税后利润	56,049	58,018	61,163	65,181
生息资产收益率	5.29%	4.66%	4.49%	4.38%	归属母公司净利润	55,911	57,696	60,825	64,826
存款付息率	2.11%	1.76%	1.56%	1.48%	资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E
计息负债成本率	2.79%	2.11%	2.00%	1.92%	贷款总额	2,513,919	2,824,286	3,106,715	3,386,319
ROAA	1.28%	1.14%	1.05%	1.00%	债券投资	986,902	1,427,841	1,570,625	1,680,569
ROAE	19.29%	17.14%	15.93%	14.86%	同业资产	525,051	593,396	712,075	854,490
成本收入比	30.60%	27.71%	28.00%	29.00%	生息资产	4,665,864	5,415,484	6,023,748	6,619,145
业绩与规模增长	2014	2015	2016E	2017E	资产总额	4,731,829	5,474,978	6,177,550	6,806,680
净利息收入	18.49%	16.66%	10.38%	8.53%	存款	3,304,438	3,571,698	3,964,585	4,361,043
营业收入	25.14%	21.54%	12.11%	9.62%	同业负债	879,039	1,138,584	1,309,372	1,427,215
拨备前利润	33.66%	27.81%	11.87%	7.95%	发行债券	119,524	271,734	353,254	388,580
归属母公司净利润	8.06%	3.19%	5.42%	6.58%	计息负债	4,303,001	4,982,016	5,627,211	6,176,838
净手续费收入	36.88%	35.26%	18.00%	14.00%	负债总额	4,416,769	5,113,220	5,771,498	6,335,218
贷款余额	14.42%	12.35%	10.00%	9.00%	股本	25,220	25,220	25,220	25,220
生息资产	17.77%	16.07%	11.23%	9.88%	归属母公司股东权益	314,404	360,806	404,910	470,091
存款余额	19.07%	8.09%	11.00%	10.00%	所有者权益总额	315,060	361,758	406,052	471,462
计息负债	18.52%	15.78%	12.95%	9.77%	资本状况:	2014	2015	2016E	2017E
资产质量	2014	2015	2016E	2017E	资本充足率	12.38%	12.57%	12.68%	13.21%
不良率	1.11%	1.68%	1.64%	1.68%	核心资本充足率	10.44%	10.83%	11.10%	11.78%
拨备覆盖率	232.57%	179.31%	213.82%	257.09%	杠杆率	15.02	15.13	15.21	14.44
拨贷比	2.59%	3.00%	3.50%	4.31%	RORWA	1.99%	1.90%	1.82%	1.76%
不良净生成率	1.12%	2.30%	1.80%	1.50%	风险加权系数	61.15%	58.60%	57.13%	57.03%

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 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>

