



2016-08-19

公司点评报告

买入/维持

招商银行(600036)

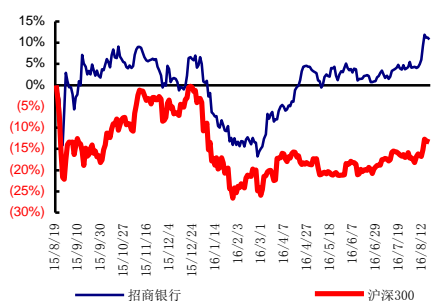
目标价: 22.01

昨收盘: 18.23

银行 银行 II

招商银行(600036): “因您而变”, 变则通, 通则久

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	25,220/25,220
总市值/流通(百万元)	459,758/459,758
12个月最高/最低(元)	18.69/14.25

相关研究报告:

《招商银行: 收入增长强劲, 发展可期》--2016/02/19

《招商银行: 利率市场化的弄潮儿, 净利息收入保持快速增长》--2015/08/31

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

【事件】8月18日, 招商银行发布2016年半年度报告, 上半年归属于母公司股东的净利润352亿元, 同比增长6.84%; 营业收入1134亿元, 同比增长8.63%。

【主要观点】

业绩增长驱动因素面临变化, 投资逻辑需调整。营业收入经过2012、2013年调整后增速平稳, 但未来下行压力日益明显; 净利润增速回升有迹象, 综合考虑而言, 过去两年的业绩压力主要来自于坏账, 未来业绩压力在于宏观经济修复乏力, 信贷扩张放缓, 利率市场化冲击带来的净息差收窄。利润方面, 年内有修复预期, 主要来源于资产质量压力这一重要估值制约因素得以缓解。

收入结构不断优化, 中间业务收入占比持续提升。今年上半年, 招商银行手续费及佣金净收入同比增长21.49%, 达到378亿元, 占据了营业收入的33.46%, 这个水平在银行股标的中处于领先地位。较高的贡献度, 较好的市场空间, 较快的增速, 是后续业绩增长的重要支撑, 也是高估值的支撑。

正常类贷款迁徙率下降, 不良率增长态势发生转变。贷款迁徙率是不良率的先行指标, 招商银行正常类贷款迁徙率从去年底的5.07%下降至2.16%, 表明正常类贷款的降级速度减缓; 同时, 关注类贷款迁徙率从去年底的42.17%下降至26.83%, 回到了2014年的水平。这两类迁徙率直接影响到新增不良贷款的进度, 这两个迁徙率的下降, 是不良压力有所减轻的标志。

投资策略: 公司“一体两翼”战略进入腾飞阶段, 领先的战略布局吻合行业趋势, 竞争优势明显。基于公司业务开展情况, 预计公司2016-2018年EPS分别为: 2.39、2.52、2.75元/股, 给予“买入”评级, 未来六个月目标价为: 21.53—22.01元, 对应2016年EPS的1.40倍PB, 9倍PE。

风险提示:宏观经济复苏可能不及预期, 不良资产问题可能抬头; 行业竞争加剧可能进一步压缩净息差。

■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	201,471	224,820	239,511	259,596
净利润(百万元)	57,696	60,326	63,498	69,308
摊薄每股收益(元)	2.29	2.39	2.52	2.75

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

一、净利润主要影响因素分析

招商银行上半年归属于母公司所有者的净利润同比增加 6.84%，高于去年全年净利润增速 (3.19%)，低于去年上半年利润增速 (8.26%)，低于今年一季度净利润增速 (6.56%)。按照目前的进度，全年业绩可能优于去年，主要原因是：手续费及佣金净收入增长较快，同时在保持一定不良率水平的前提下资产减值损失计提增幅从 87% 下降至 24%。

图表 1：利润归因分析

	2016H	占比	2016/6/30	2015/12/31
	亿元		同比 (%)	同比 (%)
营业收入	1,129	100.00%	8.44%	21.47%
利息净收入	675	59.76%	2.08%	22.08%
手续费及佣金净收入	378	33.46%	21.49%	19.52%
其他经营净收益	77	6.79%	10.51%	23.52%
营业支出	679	60.13%	11.32%	36.66%
营业税金及附加	51	4.55%	-18.08%	14.43%
管理费用	265	23.44%	4.13%	10.04%
资产减值损失	362	32.03%	23.99%	87.07%
营业利润	450	39.87%	4.36%	2.03%
加：营业外收入	5	0.44%	76.14%	19.75%
减：营业外支出	0	0.02%	-30.77%	-6.08%
利润总额	455	40.29%	4.87%	2.24%
减：所得税	102	9.00%	-0.51%	-1.85%
净利润	353	31.29%	6.52%	3.51%
归母净利润	352	31.20%	6.84%	3.19%

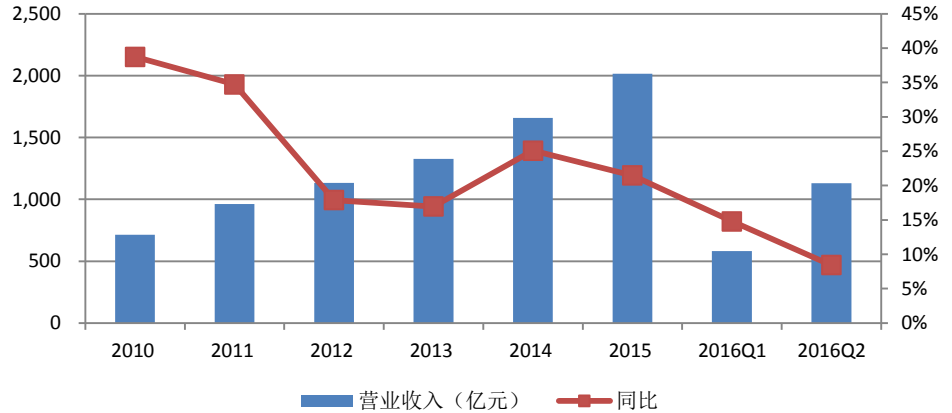
资料来源：WIND，太平洋证券整理

注：权重为占营业收入的比重，如利息净收入权重=利息净收入/营业收入

二、重点业务数据分析

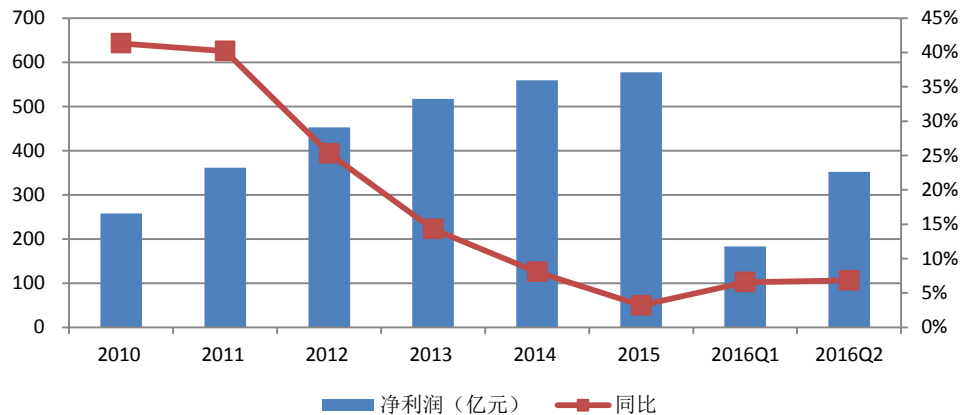
- ◆ 业绩增长驱动因素面临变化，投资逻辑需调整。营业收入经过 2012、2013 年调整后增速平稳，但未来下行压力日益明显；净利润增速回升有迹象，综合考虑而言，过去两年的业绩压力主要来自于坏账，未来业绩压力在于宏观经济修复乏力，信贷扩张放缓，利率市场化冲击带来的净息差收窄。利润方面，年内有修复预期，主要来源于资产质量压力这一重要估值制约因素得以缓解。

图表 2: 招商银行营业收入及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

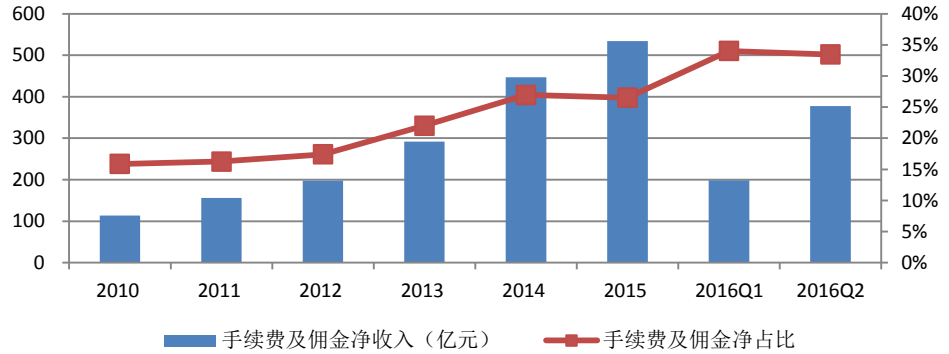
图表 3: 招商银行净利润及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

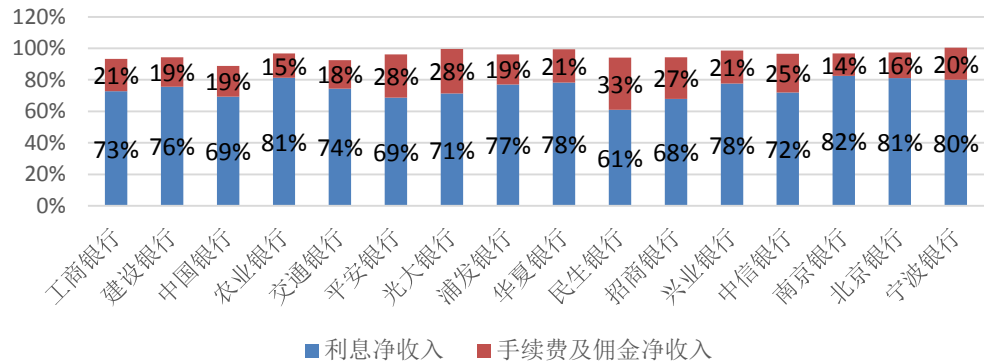
- ◆ 收入结构不断优化, 中间业务收入占比持续提升。今年上半年, 招商银行手续费及佣金净收入同比增长 21.49%, 达到 378 亿元, 占据了营业收入的 33.46%, 这个水平在银行股标的中处于领先地位。较高的贡献度, 较好的市场空间, 较快的增速, 是后续业绩增长的重要支撑, 也是高估值的支撑。其中: 托管其它受托业务佣金达 160 亿, 同比增长 52%, 这块儿业务是“大资管”带来的, 后续增长潜力依然不错; 代理服务手续费约 97 亿, 同比增长 10%, 这两项是手续费及佣金收入最大的两部分, 总计贡献 64%。

图表 4: 招商银行手续费及佣金净收入及占比



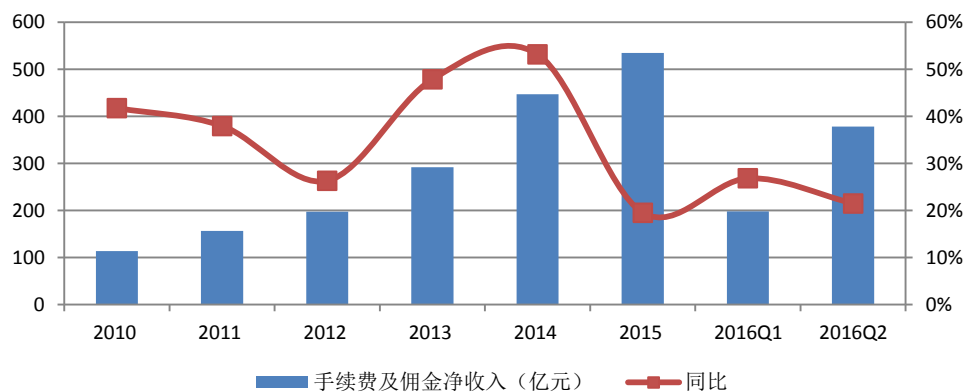
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 5: 上市银行手续费及佣金净收入占比



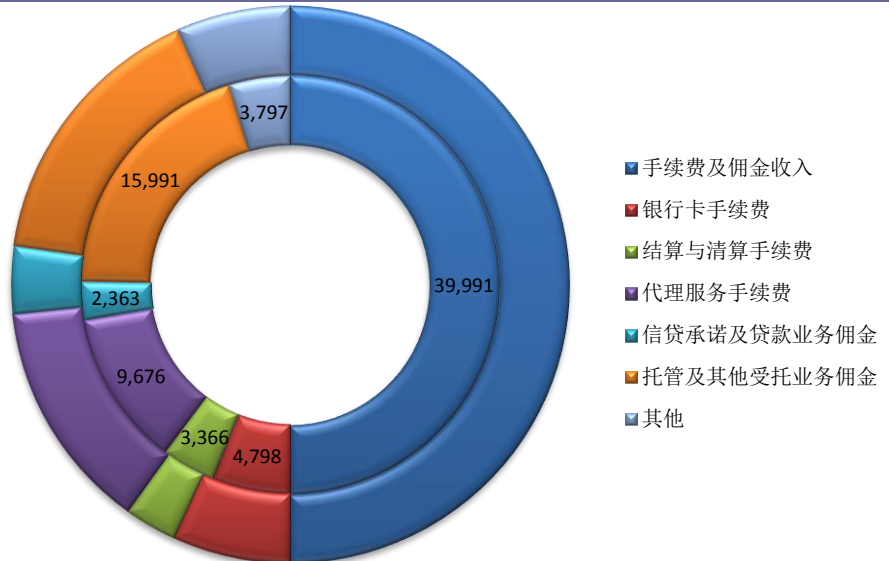
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 6: 招商银行手续费及佣金收入及同比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

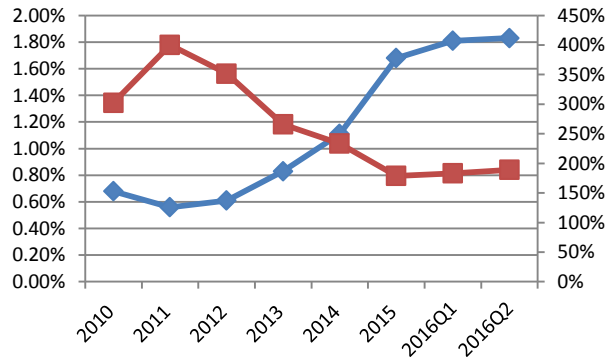
图表 7: 招商银行手续费及佣金收入结构 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理; 注: 内环为 2016 年上半年数据; 外环为 2015 年上半年数据

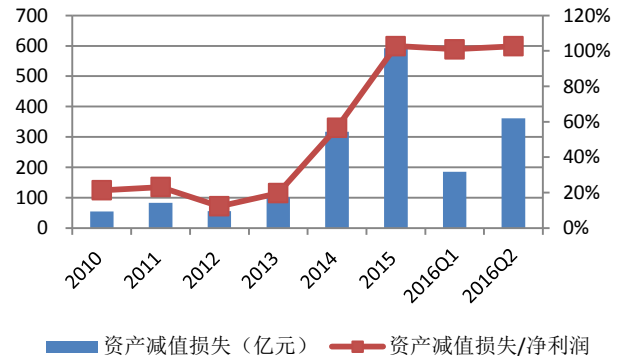
- ◆ 资产质量压力有所缓解, 形势可控。首先, 从不良率角度来看, 上半年末不良率为不良贷款率 1.83%(不良贷款余额为 553 亿元), 增速较一季度末下降(1.68——1.81——1.83); 其中零售贷款不良率 1.02%, 较去年末 1.07%有所改善, 公司贷款不良率 2.78%, 较去年底 2.28%仍有上升。从逾期贷款的角度来看, 逾期三个月以上的贷款占贷款余额的比例为 1.71% (三个月以内的占 1%), 去年底为 1.59% (去年底三个月以内的逾期贷款占贷款总额的 1.25%)。
- ◆ 第二, 从计提资产减值准备角度来看, 计提减值损失 362 亿元, 同比增长 24%, 增速大幅回落。贷款减值损失是资产减值损失最大的组成部分, 2016 年上半年贷款减值损失 352.07 亿元, 同比增长 21.29%, 主要是经济下行, 资产质量下迁计提拨备增加, 同时对产能过剩行业等高风险领域进一步增提风险补充拨备。上半年重组贷款 67 亿, 去年全年重组 45 亿。
- ◆ 第三, 正常类贷款迁徙率下降, 不良率增长态势发生转变。贷款迁徙率是不良率的先行指标, 招商银行正常类贷款迁徙率从去年底的 5.07%下降至 2.16%, 表明正常类贷款的降级速度减缓; 同时, 关注类贷款迁徙率从去年底的 42.17%下降至 26.83%, 回到了 2014 年的水平。这两类迁徙率直接影响到新增不良贷款的进度, 这两个迁徙率的下降, 是不良压力有所减轻的标志。

图表 8: 招商银行不良率



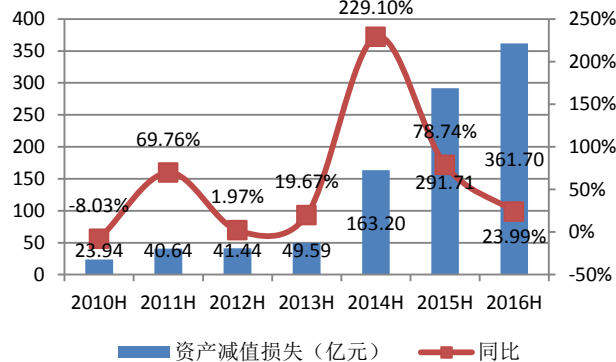
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 资产减值损失及占比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 资产减值损失及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11: 招商银行五级贷款迁徙率

迁徙率指标 (%)	2016H	2015	2014
正常类贷款迁徙率	2.16	5.07	4.14
关注类贷款迁徙率	26.83	42.17	25.47
次级类贷款迁徙率	48.09	55.61	64.6
可疑类贷款迁徙率	17.49	30.12	36.62

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

注: 正常类贷款迁徙率=期初正常类贷款期末转为后四类贷款的余额/期初正常类贷款期末仍为贷款的部分×100%;

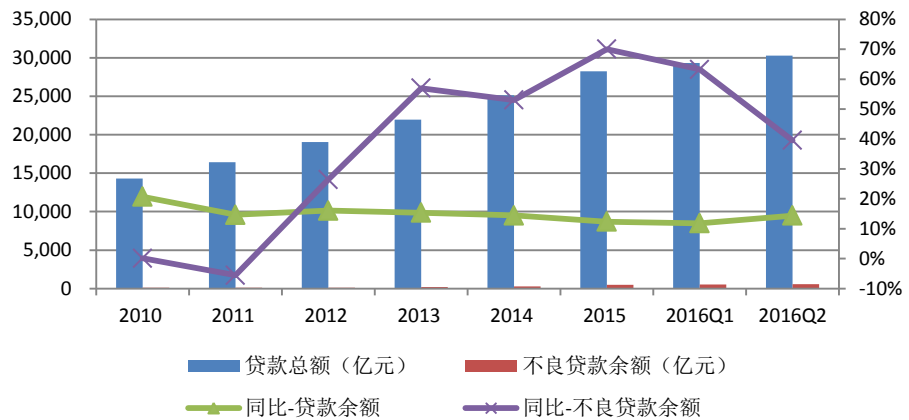
关注类贷款迁徙率=期初关注类贷款期末转为不良贷款的余额/期初关注类贷款期末仍为贷款的部分×100%;

次级类贷款迁徙率=期初次级类贷款期末转为可疑类和损失类贷款余额/期初次级类贷款期末仍为贷款的部分×100%;

可疑类贷款迁徙率=期初可疑类贷款期末转为损失类贷款余额/期初可疑类贷款期末仍为贷款的部分×100%。

- ◆ 贷款总额增速稳中有升, 不良率贷款增速加速回落。贷款和垫款总额为 3.03 万亿元, 比上年末增长 7.16%; 贷款和垫款总额占资产总额的比例为 54.66%, 比上年末上升 3.07 个百分点。其中公司贷款占 49%, 较去年下降 4.13 个百分点, 零售贷款占比 45%, 较去年上升了 1.26 个百分点, 其余为票据贴现, 占比 6.05%。零售贷款总额为 1.35 万亿元, 比上年末增长 10.27%, 进一步加大个人住房贷款支持力度, 信用卡贷款稳步增长。

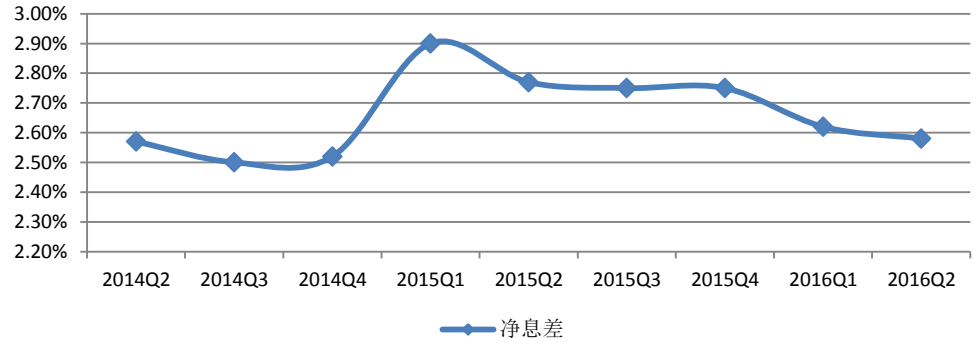
图表 12: 贷款总额、不良贷款余额及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

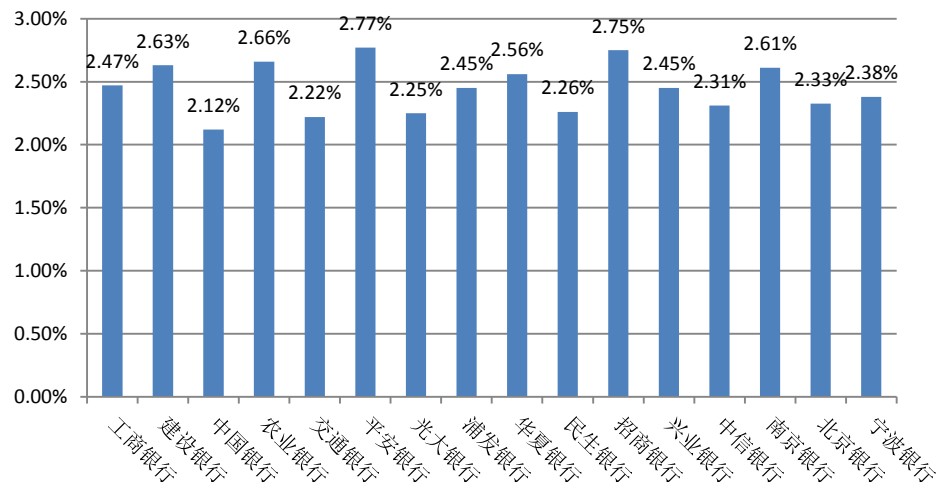
- ◆ 净息差下降 0.04 个百分点, 在同行业中仍有比较优势。招商银行今年上半年净息差为 2.58%, 在已公布半年报的四家银行中, 均有一定程度的下滑, 净息差下降是利率市场化背景下的行业趋势。横向比较来看, 招商银行在 2015 年净息差行业第二, 仅次于平安银行。一是增值税价税分离导致账面净利息收入下降; 二是上年连续 5 次降息, 在本年初集中重定价导致贷款收益率下降; 三是资本市场红利消退以及取消新股申购预缴款的制度改革, 导致低成本的同业活期存款大幅下降; 四是市场利率持续下行导致同业类资产收益率下降。

图表 13: 招商银行净息差



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

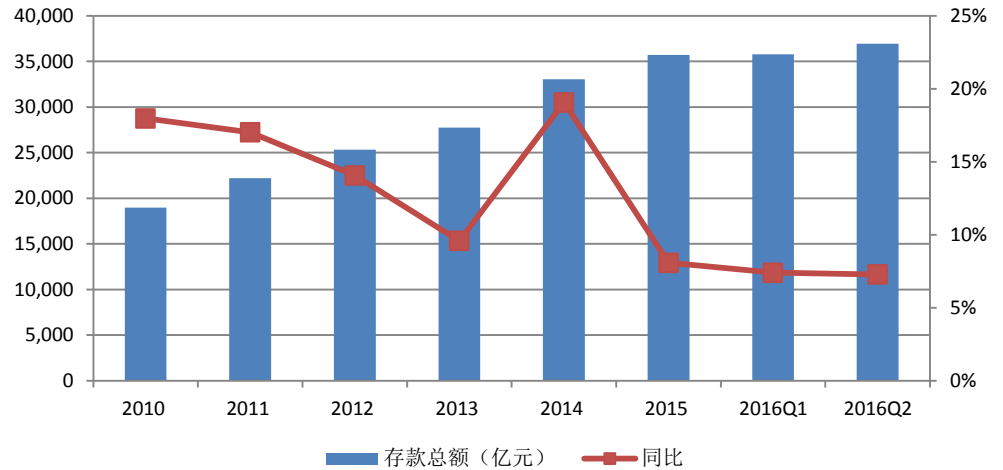
图表 14: 上市银行 2015 年净息差



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

- ◆ 存款增速趋稳, 预计稳定在 7%左右。招商银行客户存款总额 3.69 万亿元, 较去年同期增长 7.29%, 较去年全年增幅 8.09%略有下滑, 但总体平稳。存款占集团负债总额的 71.59%, 仍是集团的主要资金来源。

图表 15: 招商证券存款总额及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

三、 投资建议

招商银行作为一家标杆型银行, 在银行界享有盛誉, 是一个理想的标的, 主要原因有三个:

一个是战略上走零售银行之路, 吻合当下银行业格局, 战略上引领行业趋势, 具有先发优势。具体体现在“一体两翼”战略, “一体”是零售业务, 零售管理客户总资产 (AUM) 达 5.17 万亿元, 新增 4,237 亿元, 增量创历史新高; “两翼”是公司金融和同业金融, 投行与金融市场总部作为“一体两翼”战略的中场发动机和战略突击队。在未来的私人财富时代, 为零售金融准备好的银行面临更大的机遇。

第二是招商具有较强的创新能力, 在“因您而变”的服务理念下, 对市场需求的把握能力强, 及时发现辨别需求, 改变自身满足需求。

第三是向轻型银行转型, 盈利模式对重资产的依赖度降低, 依托服务创造价值, 进一步打开了公司成长空间。

基于公司业务开展情况, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为: 2.39、2.52、2.75 元/股, 给予“买入”评级, 未来六个月目标价为: 21.53—22.01 元, 对应 2016 年 EPS 的 1.40 倍 PB, 9 倍 PE。

四、 风险提示

宏观经济复苏可能不及预期, 不良资产问题可能抬头; 行业竞争加剧可能进一步压缩净息差。

附表：招商银行盈利预测 20160819

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及存放央行	654,785	584,342	580,022	645,252	716,453	营业收入	165,863	201,471	224,820	239,511	259,596
发放贷款及垫款	2,448,754	2,739,444	2,975,270	3,309,873	3,675,106	利息净收入	112,000	136,729	139,499	146,012	159,025
交易性金融资产	59,081	70,032	77,907	86,504	0	利息收入	222,834	234,722	245,046	258,880	284,611
可供出售金融资产	278,526	299,559	355,082	395,015	438,603	减：利息支出	110,834	97,993	105,547	112,868	125,587
持有至到期投资	353,137	418,590	465,666	517,050	0	手续费及佣金净收入	44,696	53,419	63,365	64,936	69,668
应收款项类投资	408,752	716,064	568,221	632,124	701,876	投资净收益	5,762	7,127	7,953	8,473	9,183
存放同业和其它	55,986	63,779	87,148	96,949	107,646	公允价值变动净收益	308	1,316	-4,510	-548	-647
拆出资金	124,085	185,693	253,731	282,266	313,413	汇兑净收益	2,467	2,398	1,870	2,907	3,151
买入返售金融资产	344,980	343,924	157,870	175,624	195,003	其它	630	482	16,643	17,730	19,217
贵金属	15,222	16,099	11,163	12,418	13,788	营业支出	93,094	127,223	145,041	155,710	168,035
衍生金融资产	9,315	10,176	18,380	20,447	22,703	营业税金及附加	10,425	11,929	13,721	14,399	15,725
应收利息	23,560	24,934	25,439	26,627	29,000	管理费用	50,656	55,741	65,431	67,986	74,620
代理业务资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	31,681	59,266	61,531	68,451	76,004
长期股权投资	1,484	2,786	2,894	2,894	2,894	营业利润	72,769	74,248	79,779	83,801	91,562
投资性房地产	1,684	1,708	1,708	1,708	1,708	营业外净收入	662	831	912	980	1,058
固定资产	26,504	30,813	34,554	37,801	40,620	利润总额	73,431	75,079	78,866	82,821	90,504
无形资产	3,292	3,595	3,763	3,919	4,085	所得税	17,382	17,061	18,297	19,018	20,890
商誉	9,953	9,954	9,954	9,954	9,954	净利润	56,049	58,018	60,569	63,802	69,614
递延所得税资产	10,291	16,020	18,310	20,369	22,616	少数股东损益	138	322	243	305	306
其他资产	15,032	13,870	46,048	55,442	65,351	归母股东净利润	55,911	57,696	60,326	63,498	69,308
资产总计	4,731,829	5,474,978	5,638,176	6,272,255	6,964,376	主要财务比率					
吸收存款	3,304,438	3,571,698	3,665,372	4,073,673	4,537,461		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	106,155	251,507	258,103	286,854	319,513	成长能力					
同业和其它存放	697,448	711,561	913,682	1,015,461	1,131,072	营业收入增长率	25.08%	21.47%	11.59%	6.53%	8.39%
拆入资金	94,603	178,771	226,794	252,058	280,754	净利润增长率	8.06%	3.19%	4.56%	5.26%	9.15%
向中央银行借款	20,000	62,600	64,242	71,398	79,527	盈利能力					
卖出回购金融资产款	66,988	185,652	190,521	211,744	235,851	营业利润率	43.87%	36.85%	35.49%	34.99%	35.27%
交易性金融负债	13,369	20,227	21,184	21,184	21,184	净利率	33.79%	28.80%	26.94%	26.64%	26.82%
衍生金融负债	10,246	7,575	16,935	18,839	20,918	回报率分析					
应付职工薪酬	6,068	6,524	7,658	7,957	8,734	总资产收益率	1.28%	1.14%	1.09%	1.07%	1.05%
应交税费	11,656	12,820	14,159	14,778	16,192	净资产收益率	19.25%	17.05%	15.85%	15.05%	14.79%
应付利息	45,349	39,073	12,767	45,004	50,075	每股指标					
递延所得税负债	771	867	854	854	854	EPS-摊薄(元)	2.22	2.29	2.39	2.52	2.75
其他负债	39,678	64,345	-153,444	-191,811	-231,042	每股净资产(元)	12.47	14.31	15.79	17.56	19.49
负债合计	4,416,769	5,113,220	5,238,827	5,827,995	6,471,093	每股股利(元)	0.67	0.69	0.72	0.76	0.83
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	估值分析					
资本公积金	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523	市盈率	8.22	7.97	7.62	7.24	6.63
归母权益合计	314,404	360,806	398,154	442,761	491,478	市净率	1.46	1.27	1.15	1.04	0.94
所有者权益合计	315,060	361,758	399,349	444,261	493,283	股息收益率	3.68%	3.78%	3.96%	4.17%	4.55%
负债及股东权益总计	4,731,829	5,474,978	5,638,176	6,272,255	6,964,376						

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。