

**中国：银行**
**2016年10月12日**
**投资建议：**
**买入 (初次报告)**
**目标价隐含涨/跌幅：15.7%**
**日期 2016/10/12**

收盘价	<b>RMB18.15</b>
十二个月目标价	<b>RMB21.00</b>
前次目标价	<b>N.A.</b>
上海 A 股指数	<b>3,208.7</b>

**信息更新：**

- ▶ 首次将招行纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 21 元，隐含 15.7% 的上涨空间。

**本中心观点：**

- ▶ 我们看好招行以零售银行为重心的经营策略，该策略使招行资产质量和风控水平优于同业，并具备强劲的净手续费收入增长动能以及较高的净息差。

**公司简介：** 招商银行提供各种商业银行服务，包括存款、贷款、票据贴现、政府公债承销与交易、同业拆借及相关服务。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值 (A+H 股)	<b>US\$67,093.0 百万元</b>
三个月平均日成交量 (H)	<b>US\$45.3 百万元</b>
股份总数 (百万股) (A+H)	<b>25,219.8 百万</b>
A 股占总流通股数比例	<b>81.80</b>
流通股比例 (H)	<b>100.0%</b>
大股东：持股比例	<b>招商轮船股份有限公司, 0.1%</b>

**财务展望 (每股/元)**

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
收益	2.30	2.45	2.63	2.94
增长率 (%)	3.1	6.4	7.4	12.0
市盈率 (倍)	8.0	7.5	7.0	6.2
拨备前利润	5.31	6.03	6.72	7.73
市价对拨备前利润 (倍)	3.5	3.0	2.7	2.4
净值	14.31	15.69	17.73	19.75
市净率 (倍)	1.3	1.2	1.0	0.9
股利	0.69	0.73	0.79	1.03
股利收益率 (%)	3.7	4.0	4.3	5.6
平均总资产收益率 (%)	1.1	1.1	1.1	1.1
平均净资产收益率 (%)	17.1	16.3	15.7	15.7

**报告分析师：**
**元大研究部**

+86 21 6187 3832      research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**朱家杰 CFA**

+852 3969 9521      peter.kk.chu@yuanta.com

**徐意辰**

+86 21 6187 3821      yichenxu@yuanta.com

## 招商银行 (A) (600036 CH)

### 零售为王

**首次将招行纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 21 元：**我们认为战略性聚焦零售银行使招行获得优于同业的资产质量和风控水平，并具备强劲的净手续费收入增长动能以及较高的净息差。我们采用三阶段股利折现率模型及合理市净率估值方法，计算出目标价为人民币 21 元，隐含 2017 年预期市净率 1.2 倍，预期市盈率 8.0 倍。

**资产质量和风控水平优于同业：**招行持续调整贷款结构，压缩对问题行业的信贷投放并增加零售业务贷款。截至 2016 年上半年末，招行问题行业/零售板块占总贷款的 12%/48% (同业均值为 17%/33%)。随着资产质量恶化的情况得到遏制，我们认为招行不良贷款率的拐点将先于同业在 2017 年 2 季度到来。另外，招行不良贷款及关注类贷款率和拨备覆盖率均好于同业。

**净手续费收入仍是招行重要的盈利增长动能：**鉴于该行目标成为轻资产银行，我们预计其净手续费收入三年复合增长率将达 20%，增长动能主要来自理财业务 (包括托管、理财和代理业务)，2016 年上半年占净手续费收入的 64%。我们对招行理财业务增长的可持续性持乐观看法，系因招行 1) 具备先发优势，理财业务实力获广泛认可，2) 客户群庞大，且客户黏性较高，及 3) 打造先进的 IT，并积极开发金融科技。

**净息差持续领先：**招行零售贷款占总贷款的 47.7% (同业均值为 32.5%)，因而收益率高于同业。同时，该行侧重零售银行的经营策略降低其融资成本，因为该行 62% 的存款为活期存款 (高于同业均值 46%)，74% 的活期存款来自零售客户，利息成本仅为 0.96%。我们预计 2016/17 年招行净息差将达 2.50%/2.45%，高于同业预期均值 2.16%/2.13%。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版，请联系本中心取得原始英文版。

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金及等价	608,989	648,121	691,325	810,393	953,970
央行及同业资产	469,065	529,617	392,382	454,677	519,250
交易性 投资	40,190	59,081	61,044	72,786	81,921
可供出售到期投资	537,960	652,696	864,467	1,006,694	1,153,196
客户贷款总额	2,458,437	2,754,758	3,061,912	3,252,535	3,429,886
贷款损失准备	(9,683)	(15,314)	(18,580)	(22,609)	(26,799)
其他资产	626,871	846,019	761,375	817,146	870,550
生息资产	4,104,958	4,628,959	5,052,550	5,574,475	6,111,424
加权风险资产	3,126,319	3,439,929	3,662,773	4,026,721	4,398,644
总资产	4,731,829	5,474,978	5,813,925	6,391,621	6,981,974
客户存款	3,304,438	3,571,698	3,804,166	4,037,407	4,201,342
同业负债	859,039	1,075,984	994,402	1,152,640	1,356,461
债券	106,155	251,507	326,161	411,771	519,852
其他负债	127,137	151,431	207,340	238,034	274,287
计息负债	4,289,632	4,961,789	5,210,034	5,705,507	6,208,559
总负债	4,416,769	5,113,220	5,417,374	5,943,541	6,482,847
少数股东权益	656	952	952	952	952
母公司股东权益	314,404	360,806	395,599	447,128	498,176
每股净值 (RMB)	12.47	14.31	15.69	17.73	19.75
期末股数 (百万股)	25,220.0	25,220.0	25,220.0	25,220.0	25,220.0

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	112,000	136,729	131,086	135,966	145,438
非利息收入	53,863	64,742	82,970	102,097	124,399
营业收入	165,863	201,471	214,056	238,063	269,837
营业支出	(61,081)	(67,670)	(62,026)	(68,482)	(74,955)
拨备前利润	104,782	133,801	152,030	169,581	194,882
贷款减值损失	(31,681)	(59,266)	(73,145)	(84,630)	(99,748)
其他资产减值损失	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
营业利润	73,101	74,535	78,885	84,951	95,134
业外项目	0	0	0	0	0
税前利润	73,763	75,366	79,921	86,235	96,603
所得税费用	(17,382)	(17,061)	(18,050)	(19,834)	(22,219)
属少数股东净利润	(138)	(322)	(165)	(128)	(128)
属母公司股东净利润	56,243	57,983	61,705	66,273	74,256
红利	16,773	17,309	18,472	19,882	25,990
每股收益 (RMB)	2.23	2.30	2.45	2.63	2.94
有效税率 (%)	23.6	22.6	22.6	23.0	23.0
每股股利 (RMB)	0.67	0.69	0.73	0.79	1.03
分红比例 (%)	29.8	29.9	29.9	30.0	35.0

资料来源：公司资料、元大

## 杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	2.56	2.68	2.32	2.23	2.18
非利息收入	1.23	1.27	1.47	1.67	1.86
营业收入	3.79	3.95	3.79	3.90	4.04
营业支出	(1.40)	(1.33)	(1.10)	(1.12)	(1.12)
拨备前利润	2.40	2.62	2.69	2.78	2.91
资产减值损失	(0.72)	(1.16)	(1.30)	(1.39)	(1.49)
营业利润	1.67	1.46	1.40	1.39	1.42
营业外项目	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
税前利润	1.69	1.48	1.42	1.41	1.44
所得税费用	(0.40)	(0.33)	(0.32)	(0.32)	(0.33)
属少数股东及首选股利	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
总资产收益率 (%)	1.29	1.14	1.09	1.09	1.11
杠杆倍数 (倍)	15.80	15.12	14.92	14.48	14.15
净资产收益率 (%)	20.29	17.13	16.27	15.69	15.68

资料来源：公司资料、元大

## 增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
存款增长率	19.07	8.09	6.51	6.13	4.06
放款增长率	13.42	12.05	11.15	6.23	5.45
净利息收益率	2.85	3.13	2.71	2.56	2.49
净利息收入增长率	31.49	22.08	(4.13)	3.72	6.97
手续费收入增长率	53.15	19.52	25.04	18.77	14.80
非利息收入增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
非利息收入比营业收入	32.47	32.13	38.76	42.89	46.10
营业收入增长率	39.54	21.47	6.25	11.22	13.35
成本收入比	74.76	75.30	70.94	69.85	68.78
营业支出增长率	12.81	10.79	(8.34)	10.41	9.45
拨备前利润增长率	61.89	27.69	13.62	11.54	14.92
贷款减值损失/平均贷款总额	1.37	2.27	2.52	2.68	2.99
资产减值损失/平均生息资产	0.81	1.36	1.51	1.59	1.71
营业利润增长率	34.12	1.96	5.84	7.69	11.99
净利润增长率 (属母公司股东)	46.70	3.09	6.42	7.40	12.05
每股收益增长率	46.70	3.09	6.42	7.40	12.05
每股股利增长率	8.06	3.19	6.72	7.63	30.72

资料来源：公司资料、元大

## 资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日 (%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
核心资本充足率	9.13	9.32	9.71	10.10	10.55
资本充足率	12.83	17.08	19.12	20.89	22.98
不良贷款率	1.11	1.67	1.84	1.74	1.74
拨备覆盖率	2.50	1.80	1.60	1.55	1.50
贷存款比例	74.40	77.13	80.49	80.56	81.64
贷款净额/总资产	51.75	50.04	52.35	50.53	48.74
交易性 投资/总资产	0.85	1.08	1.05	1.14	1.17
可供出售到期投资/总资产	11.37	11.92	14.87	15.75	16.52
客户存款/总资产	69.83	65.24	65.43	63.17	60.17
同业负债/总资产	18.15	19.65	17.10	18.03	19.43
债券/总资产	2.24	4.59	5.61	6.44	7.45
母公司股东权益/总资产	6.64	6.59	6.80	7.00	7.14

资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 招商银行 (A) (600036 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	10.36	12.60	12.60	买入	李梦旸
2	2014/12/18	15.10	17.60	17.60	买入	李梦旸
3	2015/02/25	14.52	16.90	16.90	买入	李梦旸
4	2015/03/19	15.74	18.90	18.90	买入	李梦旸
5	2015/04/29	18.36	21.40	21.40	买入	李梦旸
6	2015/08/26	14.71	17.40	17.40	买入	元大研究部
7	2016/10/12	18.33	21.00	21.00	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	223	47%
持有-超越同业	116	24%
持有-落后同业	44	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计：	475	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼