安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 10 月 30 日

招商银行（600036.SH）

公司快报

证券研究报告

股份制银行

零售依旧亮眼，资产质量趋稳

■事件：10 月 29 日，招商银行公布 2016 年三季报。2016 年 9 月末，招商银行总资产规模达到 5.56 万亿元，较上年末增长 1.63%。上半年实现营业收入 1602.91 亿元，同比增长 2.6%；归母公司净利润 521.42 亿元，同比增长 7.51%。不良贷款率为 1.87%，较上年末上升 19BP，拨备覆盖率为 186.39%，较上年末增加 7.44pc；公司核心一级资本充足率 10.73%，资本充足率 12.73%。

■规模增长放缓源自去同业，未来逐步回升：招商银行前三季度资产规模较上年末增长 1.63%和 1.04%，其中信贷资产较年初增长 11.8%已接近去年全年增速，增量主要来自票据贴现和零售贷款；但另一方面招商银行今年大力“去同业化”，同业资产较年初下降 32.95%，因此压低了资产增速。考虑到招行零售业务动能不减，“去同业”逐步完成，未来招行资产规模增速有望回归较快增长。

■利润增速回升，零售依旧亮眼：受税改、资产重定价和息差下行（环比下降 2BP）的影响，招行三季度营业收入同比增速环比二季度下降 5.84pc，但利润增速环比上升 0.67pc。收入结构继续得到优化，非利息净收入 595.69 亿元，同比增长 9.43%，占比升至 37.16%；零售业务贡献进一步提升，前三季度实现营收同比增长 11.10%，占比达到 49.94%，预计年底可突破 50%。

■不良净生成率回落，但压力仍存：二季度末，招行不良率升至 1.87%，环比上升 4BP，上升幅度趋缓，拨备覆盖率环比下降 2.72pc，离监管要求还有一定缓冲空间。从不良生成情况看，三季度不良净生成率环比下降 0.57pc 至 1.26%。公司已加强了对产能过剩、高风险低价值客户和“僵尸企业”的退出，对产能过剩行业贷款加大风险补充拨备计提力度，加快处置不良贷款。不良企稳趋势显现但压力仍存。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 20.87 元。我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入增速分别为 4.99%、5.86%、5.93%，净利润增速分别为 7%、8%、10%；维持“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 20.87 元，相当于 2016 年 1.3 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济下滑风险，信用风险，操作风险

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	165863	201471	211522	223910	237177
净利润	55911	57696	61735	66673	73341
每股收益(元)	2.22	2.29	2.45	2.64	2.91
每股净资产(元)	12.47	14.31	16.05	17.90	19.94

盈利和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	9.40	9.11	8.52	7.89	7.18
市净率(倍)	1.67	1.46	1.30	1.17	1.05
净资产收益率	17.81%	16.01%	15.25%	14.77%	14.59%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

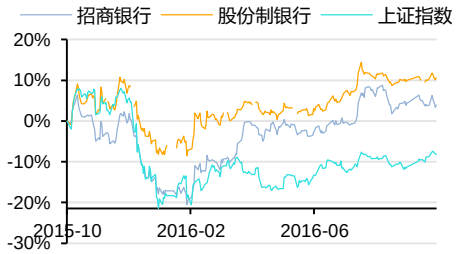
6 个月目标价： **20.87 元**

股价（2016-10-28） **17.90 元**

交易数据

总市值（百万元）	451,435.24
流通市值(百万元)	369,258.11
总股本（百万股）	25,219.85
流通股本(百万股)	20,628.94
12 个月价格区间	14.25/19.08 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.47	0.24	10.91
绝对收益	0.06	4.43	2.56

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

胡荣春 报告联系人
hurc@essence.com.cn
021-35082080

相关报告

招商银行：轻型银行转型，零售表现亮眼	2016-08-19
招商银行：2016 年 03 月 31 日公司快报	2016-03-31

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表明细

资产负债表(亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
发放贷款	24487.54	27394.44	31229.66	34977.22	38474.94
证券投资	9962.17	14380.17	13661.16	13797.77	14487.66
存放央行	6547.85	5843.42	5609.68	5329.20	5062.74
同业资产	5250.51	5933.96	3857.07	3085.66	2777.09
生息资产	46248.07	53551.99	54357.58	57189.85	60802.44
资产总额	47318.29	54749.78	55844.78	58637.01	62155.24
存款总额	33044.38	35716.98	36252.73	36977.79	37717.35
同业负债	8590.39	10759.84	9576.26	9097.44	8915.50
应付债券	1061.55	2515.07	3269.59	4740.91	6637.27
其他计息负债	333.69	828.27	1200.99	1621.34	2107.74
计息负债	43030.01	49820.16	50299.57	52437.48	55377.85
负债总额	44167.69	51132.20	51899.18	54234.65	57217.55
股本	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
归母公司所有者权益	3144.04	3608.06	4048.20	4514.92	5028.30

利润表(亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利息收入	1120.00	1367.29	1394.64	1422.53	1436.75
手续费及佣金净收入	446.96	534.19	598.29	682.05	784.36
其他经营净收益	91.67	113.23	122.29	134.52	150.66
营业收入	1658.63	2014.71	2115.22	2239.10	2371.77
拨备前利润	1051.12	1343.45	1450.93	1596.02	1771.58
当期拨备	316.81	592.66	651.93	736.68	825.08
税前利润	734.31	750.79	799.00	859.34	946.50
税后利润	560.49	580.18	620.79	673.22	743.57
归属于母公司净利润	559.11	576.96	617.35	666.73	733.41

资产质量指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
不良率	1.11%	1.68%	1.91%	2.04%	1.98%
拨备覆盖率	233.42%	178.95%	186.00%	182.00%	178.00%
拨贷比	2.59%	3.01%	3.55%	3.71%	3.52%
不良净生成率	1.13%	2.35%	1.20%	1.00%	0.80%
信用成本	1.34%	2.22%	2.22%	2.23%	2.25%

资本状况指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本充足率	11.74%	11.91%	12.26%	11.68%	11.23%
核心资本充足率	9.60%	9.93%	9.36%	9.18%	8.87%
核心一级资本充足率	9.60%	9.93%	8.58%	8.42%	8.26%

成长能力指标

资产负债类	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
贷款增速	13.98%	11.87%	14.00%	12.00%	10.00%
证券投资增速	30.61%	44.35%	-5.00%	1.00%	5.00%
存放央行增速	26.59%	-10.76%	-4.00%	-5.00%	-5.00%
同业资产增速	3.81%	13.02%	-35.00%	-20.00%	-10.00%
生息资产增速	17.56%	15.79%	1.50%	5.21%	6.32%
总资产增速	17.81%	15.71%	2.00%	5.00%	6.00%
存款增速	19.07%	8.09%	1.50%	2.00%	2.00%
同业负债增速	8.40%	25.25%	-11.00%	-5.00%	-2.00%
应付债券增速	53.99%	136.92%	30.00%	45.00%	40.00%
其他计息负债增速	52.43%	148.22%	45.00%	35.00%	30.00%
计息负债增速	17.61%	15.78%	0.96%	4.25%	5.61%
负债总额增速	17.77%	15.77%	1.50%	4.50%	5.50%
归母所有者权益增速	18.44%	14.76%	12.20%	11.53%	11.37%

利润表类	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利息收入增速	13.23%	22.08%	2.00%	2.00%	1.00%
净手续费及佣金收入增速	53.15%	19.52%	12.00%	14.00%	15.00%
其他经营净收益增速	103.39%	23.52%	8.00%	10.00%	12.00%
营业收入增速	25.08%	21.47%	4.99%	5.86%	5.93%
拨备前利润增速	33.66%	27.81%	8.00%	10.00%	11.00%
当期拨备增速	210.05%	87.07%	10.00%	13.00%	12.00%
税前利润增速	7.32%	2.24%	6.42%	7.55%	10.14%
税后利润增速	8.32%	3.51%	7.00%	8.44%	10.45%
归属于母公司净利润增速	8.06%	3.19%	7.00%	8.00%	10.00%

盈利能力	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
非息收入占比	32.47%	32.13%	34.07%	36.47%	39.42%
成本收入比	30.54%	27.67%	25.20%	25.00%	24.00%
净息差	2.64%	2.75%	2.54%	2.50%	2.40%
ROAA	1.28%	1.13%	1.12%	1.16%	1.21%
ROAE	19.28%	17.09%	16.13%	15.57%	15.37%

盈利与估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
EPS	2.22	2.29	2.45	2.64	2.91
BVPS	12.47	14.31	16.05	17.90	19.94
P/E	9.40	9.11	8.52	7.89	7.18
P/B	1.67	1.46	1.30	1.17	1.05

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。