

招商银行三季度报点评：资产质量继续趋稳

增持（维持）

2016 年 11 月 1 日

证券分析师 戴志锋

执业资格证书号码：S0600516040001

daizf@dwzq.com.cn

0755-83925362

观点：资产质量环比持续改善；**不足：**手续费收入增速放缓。

投资要点

■ **利润增速拆分比较：利润增速略高于 16H1 是由于拨备增速降低，反哺利润。**前三季净利润同比增长 7.5%，略高于上半年增速（6.84%），由于拨备前利润增速小于 16H1（6.6% vs 12.6%），受上年同期拨备增速较快（99.8%）基数较高的影响，前三季资产减值损失同比增长 8.4%，低于上半年 24% 的增速；环比来看，单季净利润环比增速 0.18%，较 2 季度增速提升（-8%），主要原因也是拨备降幅较大（-35.03% vs -4.7%）。

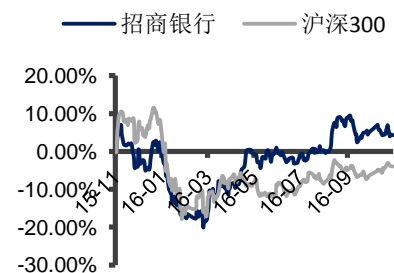
■ **贷款重定价和结构调整导致利息收入增长放缓。净利息收入分析：环比息差下降幅度收窄，同比负增长。**环比来看：3 季度净息差 2.52%，环比降低 2bps，降幅收窄，降幅收窄与资产结构调整有关，生息资产中贷款和债券投资环比增速较 2 季度提升，分别增长 4.8%，0.34%，应收款项类投资环比降幅缩窄（-6.7% vs -18.7%），总体来看，与年初相比，贷款占比提升 5.5 个百分点至 57.6%，债券投资占比降低 1.1 个百分点至 25.3%，同业占比降低 3.7 个百分点至 7.22%，主要是买入返售压缩明显。

同比分析：受贷款重定价影响，前三季净利息收入同比降低 1.05%，较上半年增速降低（+2%），息差同比降低 20bps，生息资产规模同比增速略高于上半年（7.2% vs 6%），主要是贷款增速较上半年提高（16.7% vs 14.4%），债券投资增速较上半年降低（4.7% vs 6.2%），其中，除交易类金融资产增速提高之外，其他债券投资资产增速均降低。

■ **中收增速放缓。**净手续费收入累积同比增长 10.5%，较上半年降低 11 个百分点，其中母公司受托理财同比增长 58.75%，代理保险收入同比增长 105.9%，单季净手续费收入同比降低 14.85%，较 2 季度 16.1% 的增速降幅明显，净手续费收入占营收比重 30.75%，同比增加 2.2 个百分点。

■ **资产质量环比改善。**三季度末不良率 1.87%，环比增长 4bps，测算单季年化不良生成率 1.26%，环比降低 13bps，这是继 2 季度改善后的持续改善。拨备覆盖率 186.4%，环比略降 2.7 个百分点，拨贷比 3.38%，环比增长 3bps。

股价走势



市场数据（2016 年 11 月 1 日）

收盘价(元)	17.98
一年最低价/最高价	14.04/19.98
市净率	1.26
流通 A 股市值(百万)	370908

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

相关研究

1. 招商银行中报点评：资产质量环比改善，安全资金偏好品种，2016 年 8 月 19 日

- “轻型银行”理念助力继续提升资本充足水平。季度末核心一级资本充足率 12.43%，一级资本充足率 12.44%，资本充足率 14.16%，分别环比提升 34bps，35bps，26bps。
- 大股东持股变化。中国证券金融股份有限公司减持 809 万股，持股比例降低 0.03% 至 3.35%。

投资建议：

现价对应 16 年 PE/PB 分别为 7.42/1.11。预测公司 2016/17 净利润增速分比为 5.6%/6.7%，EPS 与 BVPS 分别为 2.41/2.58，16.06/18.65。经济下行过程中，招行的资产结构、长期稳健经营的文化，体系化运作模式，重新受到市场关注；我们亦认为在经济结构调整和市场情绪偏谨慎的背景下，招行的优质特性会被市场进一步挖掘，可积极关注。

风险提示：经济下滑超预期。

3 季度分析表

利润表 (百万元)	2Q16	3Q16	QoQ (%) 季度环比	3Q15	3Q16	YoY (%) 累积同比
利息收入	52,976	53,073	0.2%	177,847	161,930	(8.9%)
利息支出	(19,805)	(19,828)	0.1%	(76,060)	(61,208)	(19.5%)
净利息收入	33,171	33,245	0.2%	101,787	100,722	(1.0%)
净手续费收入	17,955	11,457	(36.2%)	44,552	49,236	10.5%
净其他非息收入	3,475	2,613	(24.8%)	9,672	10,143	4.9%
净非利息收入	21,430	14,070	(34.3%)	54,224	59,379	9.5%
营业收入	54,601	47,315	(13.3%)	156,011	160,101	2.6%
税金及附加	(1,786)	(392)	(78.1%)	(9,268)	(5,525)	(40.4%)
业务及管理费	(13,836)	(13,956)	0.9%	(39,204)	(40,419)	3.1%
营业费用及营业税	(15,622)	(14,348)	(8.2%)	(48,472)	(45,944)	(5.2%)
营业外净收入	374	446	19.3%	403	921	128.5%
拨备前利润	39,353	33,413	(15.1%)	107,942	115,078	6.6%
资产减值损失	(17,654)	(11,470)	(35.0%)	(43,952)	(47,640)	8.4%
税前利润	21,699	21,943	1.1%	63,990	67,438	5.4%
所得税	(4,786)	(4,931)	3.0%	(15,204)	(15,094)	(0.7%)
税后利润	16,913	17,012	0.6%	48,786	52,344	7.3%
归属于母公司股东的净利润	16,881	16,911	0.2%	48,500	52,142	7.5%
资产负债 (百万元)						
贷款总额	3,026,532	3,173,088	4.8%	2,718,502	3,173,088	16.7%
生息资产	5,459,060	5,508,910	0.9%	5,139,829	5,508,910	7.2%
存款总额	3,692,648	3,615,989	(2.1%)	3,467,658	3,615,989	4.3%
计息负债	4,969,414	4,991,958	0.5%	4,707,213	4,991,958	6.0%
加权风险资产	3,018,072	3,076,179	1.9%	3,099,489	3,076,179	(0.8%)
业绩增长拆分	2Q16	3Q16		3Q15	3Q16	
规模增长	0.40%	1.28%		13.67%	11.41%	
净息差扩大	(3.71%)	(1.06%)		10.06%	(12.46%)	
非息收入	(2.85%)	(13.56%)		1.30%	3.67%	
成本	(0.83%)	(1.75%)		6.02%	3.99%	
拨备	(1.82%)	16.21%		(25.06%)	(1.22%)	
税收	0.63%	(0.53%)		0.25%	1.90%	
盈利能力_单季年化	2Q16	3Q16	环比变动	3Q15	3Q16	同比变动
净息差	2.45%	2.42%	(0.03%)	2.77%	2.42%	(0.35%)
生息资产收益率	3.91%	3.87%	(0.04%)	4.62%	3.87%	(0.75%)
计息负债成本率	1.61%	1.59%	(0.02%)	2.02%	1.59%	(0.43%)
成本收入比	25.34%	29.50%	4.16%	26.51%	29.50%	2.99%
有效税率	22.06%	22.47%	0.41%	24.21%	22.47%	(1.74%)
盈利能力_累积年化	2Q16	3Q16	环比变动	3Q15	3Q16	同比变动
净息差	2.50%	2.47%	(0.03%)	2.73%	2.47%	(0.3%)
手续费占比	33.50%	30.75%	(2.75%)	28.56%	30.75%	2.2%
成本收入比	23.46%	25.25%	1.79%	25.13%	25.25%	0.1%
有效税率	22.34%	22.38%	0.04%	23.76%	22.38%	(1.4%)
贷存比(含贴现)	81.96%	87.75%	5.79%	78.40%	87.75%	9.3%
ROAA	1.29%	1.27%	(0.02%)	1.29%	1.27%	0.0%
ROAE	18.83%	18.39%	(0.44%)	19.56%	18.39%	(1.2%)
资产质量	2Q16	3Q16	环比变动			
不良贷款率	1.83%	1.87%	0.04%			
不良净生成率(单季年化)	1.39%	1.26%	(0.13%)			
不良净生成率(累计年化)	1.72%	1.59%	(0.13%)			
不良核销转出率	69.20%	61.56%	(7.64%)			
关注类占比	2.48%	N.A.				
(关注+不良)/贷款总额	4.30%	N.A.				
逾期/不良	148.28%	N.A.				
逾期 91 天以上/不良贷款余额	93.73%	N.A.				
风险成本(单季)	2.50%	1.62%	(0.88%)			
信用成本(累积)	2.41%	N.A.				
拨备覆盖率	189.11%	186.39%	(2.72%)			
拨备/贷款总额	3.45%	3.48%	0.03%			
资本状况(高级法)	2Q16	3Q16	环比变动	3Q15	3Q16	同比变动
核心一级资本充足率	12.09%	12.43%	0.34%	10.83%	12.43%	1.60%
一级资本充足率	12.09%	12.44%	0.35%	10.83%	12.44%	1.61%
资本充足率	13.90%	14.16%	0.26%	12.79%	14.16%	1.37%

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	8.06	7.81	7.40	6.93	净利息收入	117,202	136,729	151,331	164,630
PB	1.43	1.31	1.11	0.96	手续费净收入	39,494	53,419	63,034	71,859
EPS	2.22	2.29	2.41	2.58	营业收入	165,531	201,184	225,953	248,077
BVPS	12.47	14.31	16.06	18.65	业务及管理费	(50,656)	(55,741)	(63,267)	(71,942)
每股股利	0.64	0.69	0.73	0.78	拨备前利润	105,112	134,345	150,568	162,790
盈利能力	2014	2015	2016E	2017E	拨备	(31,681)	(59,266)	(71,341)	(78,271)
净息差	2.72%	2.71%	2.64%	2.60%	税前利润	73,431	75,079	79,227	84,519
贷款收益率	6.41%	5.99%	5.80%	5.70%	税后利润	56,049	58,018	61,242	65,333
生息资产收益率	5.29%	4.66%	4.49%	4.39%	归属母公司净利润	55,911	57,696	60,904	64,978
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	3,120,836	3,401,711
ROAA	1.28%	1.14%	1.05%	1.01%	债券投资	986,902	1,427,841	1,570,625	1,680,569
ROAE	19.29%	17.14%	15.95%	14.89%	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	6,037,870	6,634,537
业绩与规模增长	2014	2015	2016E	2017E	资产总额	4,731,829	5,474,978	6,177,630	6,806,912
净利息收入	18.49%	16.66%	10.68%	8.79%	存款	3,304,438	3,571,698	3,964,585	4,361,043
营业收入	25.14%	21.54%	12.31%	9.79%	同业负债	879,039	1,138,584	1,309,372	1,427,215
拨备前利润	33.66%	27.81%	12.08%	8.12%	发行债券	119,524	271,734	353,254	388,580
归属母公司净利润	8.06%	3.19%	5.56%	6.69%	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%	10.50%	9.00%	股本	25,220	25,220	25,220	25,220
生息资产	17.77%	16.07%	11.49%	9.88%	归属母公司股东权益	314,404	360,806	404,989	470,323
存款余额	19.07%	8.09%	11.00%	10.00%	所有者权益总额	315,060	361,758	406,132	471,693
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%	13.22%
不良率	1.11%	1.68%	1.63%	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%	214.15%	257.05%	杠杆率	15.02	15.13	15.21	14.43
拨贷比	2.59%	3.00%	3.49%	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>

