



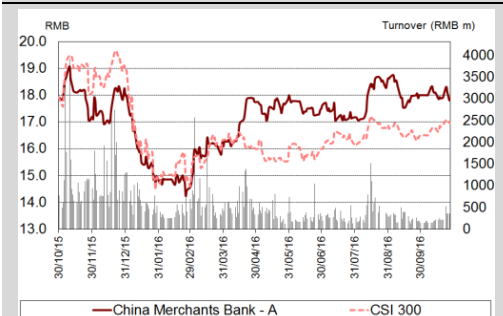
股票代码	600036.CH	3968.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 17.90	港币 18.64
目标价	人民币 18.37	港币 18.34
上/下浮比例	+3%	-2%
目标价格基础	16年市净率	16年市净率
板块评级	中立	中立

招商银行

低风险偏好及去杠杆

2016年1-9月，招商银行净利润同比增长7.4%至521亿元人民币。2016年第三季度，由于拨备费用减少，净利润环比增长8.9%。手续费收入增长在三季度同比下降19.5%，主要由于代销基金和信托手续费收入下降。我们维持目标价不变。考虑到招商银行在零售业务，尤其是财富管理业务方面的竞争力，我们依然对其长期发展和盈利能力保持乐观。基于其估值溢价水平，维持对招商银行的持有评级。

股价表现 — A股



(%)	今年	1	3	12
绝对	至今	0.1	4.4	0.2
相对沪深300指数		(0.5)	(4.5)	0.7

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	41
流通股市值(人民币百万)	451,438
3个月日均交易额(人民币百万)	325
主要股东(%)	
财政部	30

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2016年10月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

袁琳, CFA

(8610) 83262111

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515090001

本研究报告是《China Merchants Bank –Risk-off and deleverage》的中文译本，英文原稿已于2016年10月31日出版

支撑评级的要点

- 拨备费用降低带来收入上升。多项数据表明，招商银行资产质量开始保持稳定。第三季度末不良贷款率为1.87%，比上季度末的1.83%略高。我们估算第三季度新不良贷款生成率为1.9%，比上半年的2.1%略低。我们认为房地产市场的回暖在一定程度上使不良贷款率有所稳定。另外，大中型国企疲弱的财务状况目前仍没有反应到不良贷款指标里。考虑到第四季度房地产市场或将降温，银行资产质量也将承压。我们预测在2017年上半年，由于宏观经济转弱，招商银行的不良贷款也面临挑战。
- 第三季度招商银行的净息差为2.52%，环比下降2个基点。如果除去增值税的影响，净息差实际持平。净息差企稳主要由于低成本的活期存款比例上升。我们认为招行高回报率的信用卡贷款也有助于维持其息差水平。
- 招商银行的手续费收入在第三季度同比下降19.5%，主要由于信托、公募基金和保险产品的销售放缓。但是其理财产品相关收入在第三季度依然增长强劲。在未来，随着对银行理财监管的加强、资产收益率的下降以及经济持续疲软，手续费收入增速将进一步放缓。
- 招商银行持续降低其风险偏好和杠杆率：1) 截至第三季度末公司贷款比例环比下降4个百分点至45.1%；2) 总资产仅增长0.5%；3) 应收款项类投资余额环比减少，核心一级资本环比上升34个基点至12.43%。

评级面临的主要风险

- 房地产市场骤降增大资产质量风险

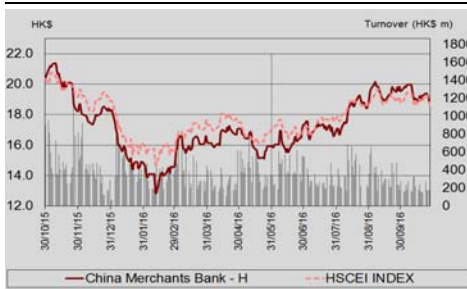
估值

- 招商银行H股目前股价对应1.02倍2016市净率，为港股上市主要银行中最高值（相较行业估值均值溢价36%，高于历史均值32%）。在目前的宏观经济形势下，招行股价上升空间有限。我们维持持有评级。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	165,863	202,166	222,882	243,058	272,129
变动(%)	25.1	21.9	10.2	9.1	12.0
净利润(人民币百万)	55,911	57,696	58,617	54,467	45,397
全面摊薄每股收益(人民币元)	2.22	2.29	2.32	2.16	1.80
变动(%)	8.1	3.2	1.6	(7.1)	(16.7)
市场预期每股收益(人民币元)	-	-	2.381	2.513	2.687
全面摊薄市盈率(倍)	8.1	7.8	7.7	8.3	9.9
每股账面价值(人民币)	12.47	14.31	15.94	17.40	18.53
价格/每股账面价值(倍)	1.44	1.25	1.12	1.03	0.97
净资产收益率(%)	17.8	16.0	14.6	12.4	9.7
每股股息(人民币)	0.67	0.69	0.71	0.67	0.56
股息率(%)	3.7	3.9	4.0	3.7	3.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	1.9	(4.9)	11.2	(6.8)
相对恒生中国企业指数	3.4	(2.8)	6.5	3.1
发行股数(百万)				25,220
流通股(%)				18
流通股市值(人民币百万)				410,940
3个月日均交易额(人民币百万)				314
主要股东(%)				
财政部				30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2016年10月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	165,863	202,166	222,882	243,058	272,129
变动(%)	25.1	21.9	10.2	9.1	12.0
净利润(人民币百万)	55,911	57,696	58,617	54,467	45,397
全面摊薄每股收益(人民币元)	2.22	2.29	2.32	2.16	1.80
变动(%)	8.1	3.2	1.6	(7.1)	(16.7)
市场预期每股收益(人民币元)	-	-	2.410	2.578	2.810
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	7.1	7.0	7.5	9.1
每股账面价值(人民币)	12.47	14.31	15.94	17.40	18.53
价格/每股账面价值(倍)	1.31	1.14	1.02	0.94	0.88
净资产收益率(%)	17.8	16.0	14.6	12.4	9.7
每股股息(人民币)	0.67	0.69	0.71	0.67	0.56
股息率(%)	4.1	4.2	4.4	4.1	3.4

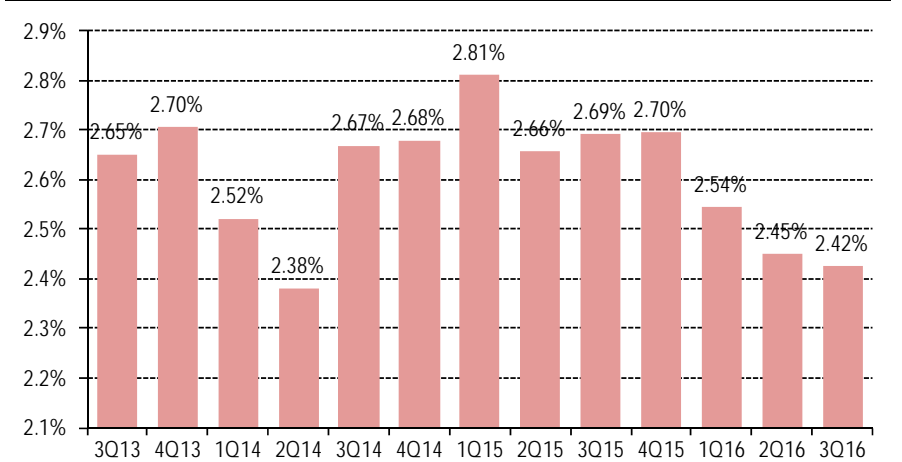
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2016年3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	16年3季度	15年3季度	同比(%)	环比(%)
净利息收入	33,245	34,609	(3.9)	0.2
其他收入	11,457	14,230	(19.5)	(36.2)
其他非息收入	2,670	3,515	(24.0)	(24.6)
总经营收入	47,372	52,354	(9.5)	(13.3)
营业税	(392)	(3,002)	(86.9)	(88.7)
总经营收入(调整后)*	46,980	49,352	(4.8)	(8.2)
费用	(14,013)	(13,857)	1.1	0.8
拨备前	32,967	35,495	(7.1)	(15.4)
拨备	(11,470)	(14,781)	(22.4)	(35.0)
拨备后利润	21,497	20,714	3.8	0.8
营业外收入	446	(108)	(513.0)	19.3
税前利润	21,943	20,606	6.5	1.1
所得税	(4,931)	(4,989)	(1.2)	3.0
净利润	17,012	15,617	8.9	0.6
少数股东权益	(101)	(93)	8.6	215.6
可分配净利润	16,911	15,524	8.9	0.2

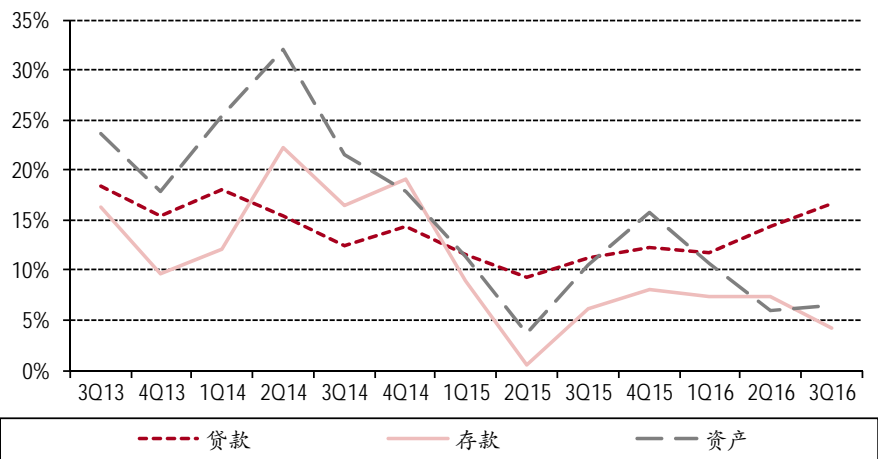
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

注: * 已剔除营业税

图表 2. 净息差变动


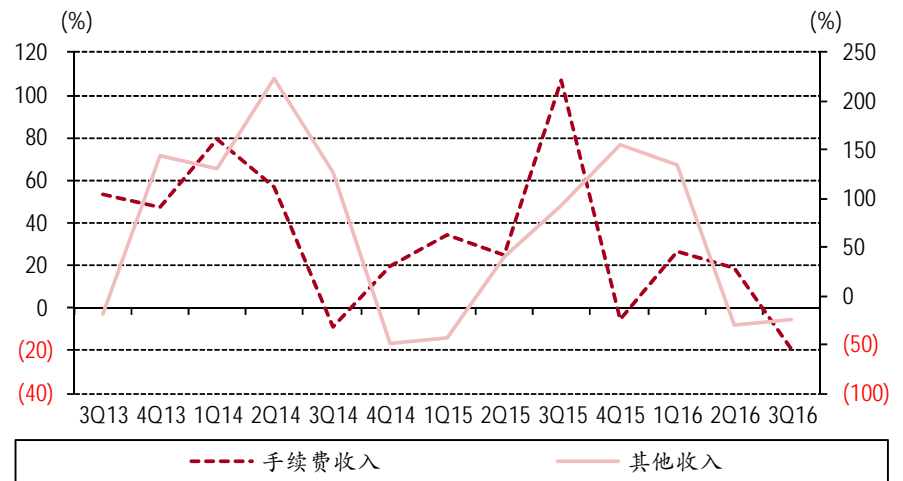
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 存款、贷款和资产同比增长



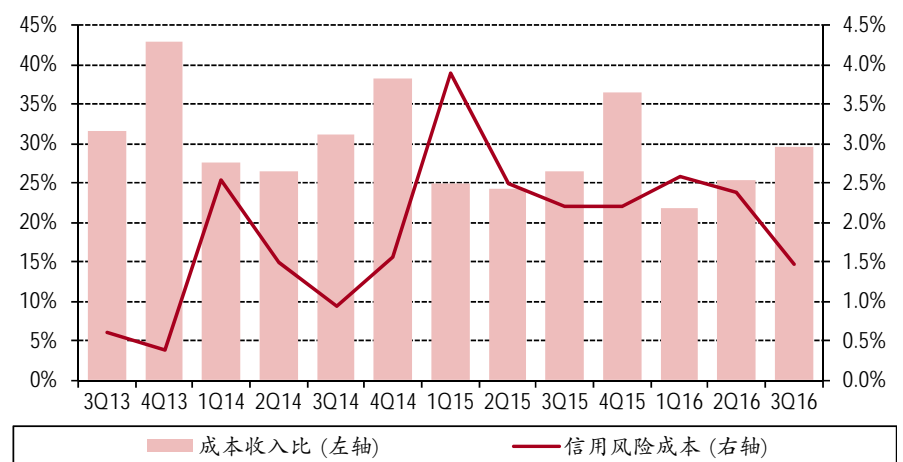
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 手续费收入和其他收入同比增长



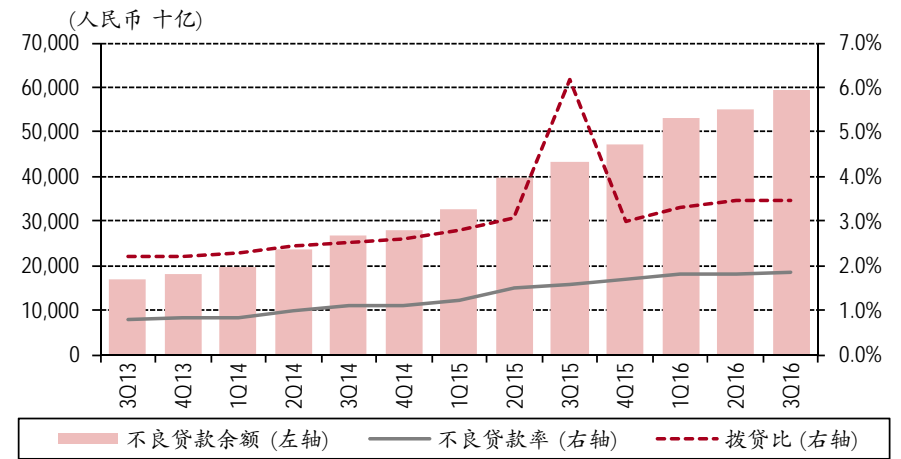
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 成本收入比及信贷成本



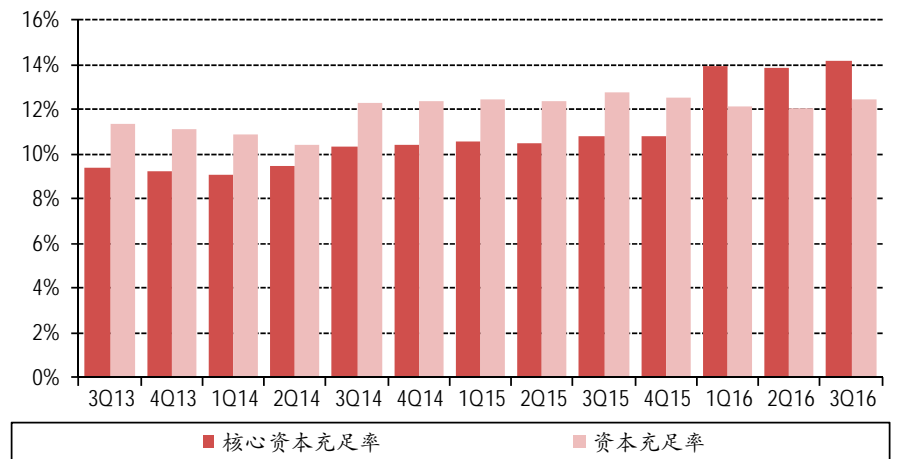
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 不良贷款余额、不良贷款率及贷款拨备



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 资本充足率



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	117,202	136,729	143,115	148,839	161,691
净手续费及佣金	39,494	53,419	67,445	79,899	95,059
其他非息收入	9,167	12,018	12,323	14,320	15,378
经营收入	165,863	202,166	222,882	243,058	272,129
经营费用	(61,413)	(67,957)	(76,329)	(83,536)	(91,138)
拨备前经营利润	104,450	134,209	146,553	159,522	180,991
贷款损失拨备	(31,681)	(59,266)	(69,656)	(84,269)	(118,384)
经营利润	72,769	74,943	76,897	75,254	62,607
营业税	662	136	150	165	181
非经常性项目	73,431	75,079	77,046	75,418	62,788
税前利润	(17,382)	(17,061)	(17,407)	(19,229)	(15,669)
所得税	56,049	58,018	59,639	56,189	47,119
税后利润	(138)	(322)	(322)	(322)	(322)
净利润	55,911	57,696	59,317	55,867	46,797
优先股股息	0	0	(700)	(1,400)	(1,400)
可归属于普通股股东的净利润	55,911	57,696	58,617	54,467	45,397
变动(%)	8	3	2	(7)	(17)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产					
现金	654,785	584,342	632,364	670,015	731,987
央行存款和同业资产	525,051	593,396	540,500	451,468	427,304
衍生金融工具	9,315	10,176	10,141	10,106	10,071
贷款	2,513,919	2,824,286	3,170,173	3,501,584	3,824,757
减: 拨备	(65,165)	(84,842)	(93,644)	(111,238)	(143,111)
长期投资	986,902	1,427,841	1,670,226	1,954,413	2,291,922
固定资产	1,484	2,786	3,622	4,708	6,121
折旧	26,504	31,835	29,240	26,196	22,658
其他资产	79,034	85,158	83,036	80,876	77,905
总资产	4,731,829	5,474,978	6,045,657	6,588,129	7,249,613
负债及权益					
客户存款	3,304,438	3,571,698	3,959,052	4,329,676	4,729,276
同业负债	879,039	1,138,584	1,249,440	1,374,384	1,600,262
其他借款	106,155	251,507	261,507	271,507	281,507
总付息债务	4,289,632	4,961,789	5,469,999	5,975,567	6,611,046
其他负债	127,137	151,431	152,352	152,358	149,495
总负债	4,416,769	5,113,220	5,622,351	6,127,925	6,760,540
普通股股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	150,622	172,297	196,251	167,186	172,685
留存收益	138,562	163,289	180,561	246,338	269,397
总股东权益	314,404	360,806	402,032	438,744	467,301
优先股	0	0	20,000	20,000	20,000
少数股东权益	656	952	1,274	1,596	1,918
总权益	315,060	361,758	423,306	460,340	489,219
总负债及权益	4,731,829	5,474,978	6,045,657	6,588,265	7,249,760

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	73,431	75,079	77,046	75,418	62,788
非现金项目	(25,588)	(10,333)	56,767	70,032	108,228
其他变化	0	0	(57,540)	(63,297)	(82,297)
流动资金的变动	105,388	181,560	159,556	217,125	263,376
经营活动产生的现金流	153,231	246,306	235,830	299,278	352,095
投资活动现金流入小计	(175,979)	(371,603)	(246,290)	(288,405)	(342,104)
融资活动产生的净现金	21,879	124,885	11,898	(9,291)	(8,250)
现金增/(减)	(869)	(412)	1,438	1,582	1,740

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A/H股 (%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
生息资产收益率	5.3	4.6	4.1	3.9	3.8
资金成本	2.8	2.1	1.8	1.7	1.7
利差	2.5	2.5	2.3	2.2	2.2
净息差	2.7	2.7	2.5	2.4	2.3
非息收入/总收入	29.3	32.4	35.8	38.8	40.6
成本收入比	37.0	33.6	34.2	34.4	33.5
有效税率	23.7	22.7	22.6	25.5	25.0
增长率					
贷款增长率	14.4	12.3	12.2	10.5	9.2
存款增长率	19.1	8.1	10.8	9.4	9.2
资产增长率	17.8	15.7	10.4	9.0	10.0
可持续增长率	29.6	25.7	23.5	3.9	9.4
流动性					
贷存比	76.1	79.1	80.1	80.9	80.9
贷款资金比	73.7	73.9	75.1	76.1	76.3
贷款资产比	53.1	51.6	52.4	53.1	52.8
核心负债/总负债	60.6	56.9	57.0	57.0	56.2
资产质量					
不良贷款率	1.1	1.7	2.2	2.8	4.4
总拨备覆盖率	233.4	179.0	136.7	114.6	86.0
贷款拨备率	2.6	3.0	3.0	3.2	3.7
新增不良贷款形成率	1.3	2.8	3.6	3.5	4.8
信用成本	1.3	2.2	2.2	2.4	3.1
资本充足率					
权益资产比率	6.7	6.6	6.7	6.7	6.5
核心一级资本充足率	9.6	10.8	9.1	9.0	9.4
一级资本充足率	9.6	10.8	9.6	9.4	9.8
总资本充足率	11.7	14.6	12.0	10.7	11.1
回报率					
资产收益率	1.3	1.1	1.0	0.9	0.7
净资产收益率	17.8	16.0	14.6	12.4	9.7
已运用资本收益率	19.2	17.0	15.5	13.2	10.3
风险加权资产收益率	1.9	1.8	1.6	1.2	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371