

中国：银行
2016 年 10 月 31 日
投资建议：
买入 (维持评级)
目标价隐含涨/跌幅：17.3%
日期 2016/10/28

收盘价	RMB17.90
十二个月目标价	RMB21.0
前次目标价	RMB21.0
上海 A 股指数	3,250.2

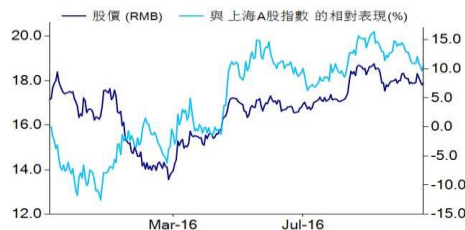
信息更新：

- ▶ 招商银行公布前三季度业绩，营收 1603 亿，同比增长 2.6%，低于我们预期 3.1%；净利润 521 亿元，同比增长 7.51 亿元，高于我们预期 3.2%。

本中心观点：

- ▶ 我们继续看好招商银行稳健的经营，以及优于同业的资产质量。我们维持目标价 21 元，隐含 2017 年 1.2 倍 P/B、2017 年 8.0 倍 P/E。

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)	US\$65,498.3 百万元
三个月平均日成交量 (H)	US\$42.1 百万元
股份总数 (百万股) (A+H)	25,219.8 百万
A 股占总流通股数比例	81.80
流通股比例 (H)	100.0%
大股东：持股比例	招商轮船股份有限公司, 0.1%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
每股收益	2.30	2.46	2.67	2.95
增长率 (%)	3.1	6.8	8.7	10.4
市盈率 (倍)	7.8	7.3	6.7	6.1
拨备前利润	5.31	5.90	6.36	7.25
市价对拨备前利润 (倍)	3.4	3.0	2.8	2.5
净值	14.31	15.97	18.06	20.05
市净率 (倍)	1.3	1.1	1.0	0.9
股利	0.69	0.73	0.80	1.03
股利收益率 (%)	3.8	4.1	4.5	5.8
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	16.2	15.7	15.4

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 (600036 CH)

三季度略低于预期；稳健为赢

重申买入评级： 2016 年前三季度营收、净利润较本中心预期低 3.1%、高 3.2%，系因低于预期的净手续费收入（低于预期 18%）以及优于预期的资产减值损失（低于预期 25%）。不良率 1.87%，高于预期的 1.85%。我们将 2016/17 年营收预估下调 2%、8%，因同时下调资产减值损失，净利上调 0.5%/2%。我们继续看好招商银行稳健的经营，以及优于同业的资产质量。我们维持目标价 21 元，隐含 2017 年 1.2 倍 P/B、2017 年 8.0 倍 P/E。

2016 年前三季度业绩喜忧参半： 前三季度营收 1603 亿，同比增长 2.6%，低于我们预期的 1653 亿元。净手续费收入大幅低于预期 25%。增幅放缓主要是受到“营改增”价税分离，以及代理基金和代理信托业务收入下降影响。但利息收入达到 1007 亿，净息差及贷款增速均略高于我们预期。不良率 1.87%，高于我们预期的 1.85%，主要是因为公司大幅削减了拨备计提，资产减值损失同比下降 22%。总体上，公司前三季度净利 521 亿，同比上升 7.51%，高于我们预期 3.2%。

营收增速放缓，但资产质量有望改善： 我们预计，在政府严控房地产企业、降杠杆供给侧改革下，以及将表外理财产品纳入 MPA 等政策下，银行营收增速将趋缓。因此我们下调 2016/17 年营收 2%、8%，其中，净手续费收入下调 -10%、-8%。但是，在公司不断调整贷款结构，问题企业盈利能力改善、以及债转股的推进下，公司资产质量有望得到改善。我们认为，公司拨备计提压力将减少，资产减值损失将逐渐下降，从而释放净利。我们上调 16、17 年净利润 0.5%、2.0%。

稳健为赢，未来股息率有望提升： 公司在前三季度坚决贯彻稳健发展的方针，各项风控指标均较去年末有所提升：贷款减值准备余额约 1100 亿元，比上年末增加 250 亿元；不良贷款拨备覆盖率 186.36%，比上年末上升 9.27 个百分点；贷款拨备率 3.68%，比上年末上升 0.49 个百分点；资本充足率、核心资本充足率分别较年初提升 89、88 个百分点，达到 12.35%、10.32%，完全符合内生性成长的需求。我们预计未来资产质量改善、拨备压力减少后，招商银行有望率先提升股息率，从而吸引更多投资者。

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。

盈利预估与估值

图 1：本中心盈利预估调整

人民币十亿	2016F		2017F		差异 (%)		原因
	调整前	调整后	调整前	调整后	2016F	2017F	
营收	213	209	238	220	-2%	-8%	营收增速放缓,不及预期
拨备前营业利润	152	149	170	160	-2%	-6%	营收增速放缓,不及预期
净利润	61.7	62.0	66.0	67.3	0.5%	2%	资产减值损失减少
每股收益	2.45	2.46	2.63	2.67	0.5%	2%	资产减值损失减少
不良贷款率	1.84%	1.87%	1.74%	1.77%	3BPS	3BPS	不良贷款略高于预期
市净率	1.2	1.2	1.2	1.2	0%	0%	估值变化较小

资料来源: Wind, 元大

尽管 2016 年 3 季度业绩略低于本中心预期, 招商银行营收增速变缓, 但我们认为招商银行的资产质量优于同业, 并在未来拨备计提压力逐渐减少, 能够逐渐释放利润。我们维持公司资产质量有望在 2Q17 进入拐点的看法, 我们认为招商银行在 17 年坏账核销计提的压力将减缓。综合来看, 我们略微上调 2016、17 年净利润 0.5%、2.0%。由于调整幅度较小, 本中心目标价人民币 21 元维持不变。

股票估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得, 终期截至 2023 年 12 月 31 日。

► 权益成本(Ke)

我们采用中国 10 年期国债收益率(2.7%)、Wind 一年期贝塔值 0.85 和 Bloomberg 预期 A 股三年平均市场风险回报率 12.7%, 得出权益成本为 11%。根据本中心 2016-23 年盈利预估, 两种估值法的结果如下:

三阶段股利折现率模型

图 2：股利折现率模型

	每股价值	权重(%)	备注
发展期 - 人民币	2.97	14.5%	2017-19 年预期平均盈利增长率=9%, 股利分配率=33%
成熟期 - 人民币	2.77	13.6%	2020-23 年预期平均盈利增长率=5%, 股利分配率=35%
永续价值 - 人民币	14.71	71.9%	盈利增长率 = 4%; 终期市净率 = 1 倍
合理现值 (PFV) - 人民币	20.45	100%	折现至 2017 年 12 月
每股合理价值 - 人民币	20.45		12 个月目标合理价值

资料来源: Wind, 元大

合理市净率模型

我们预期招商银行长期净资产收益率为 11%。本中心目标市净率计算方法为 $P/B = (ROE - g) \div (Ke - g)$, 其中 $g=4%$, Ke (权益成本) = 11%, 得出目标价为人民币 21.51 元。

目标价人民币 21 元, 隐含 1.2 倍市净率

我们将股利折现率估值目标价 (人民币 20.45 元) 和市净率估值目标价 (人民币 21.51 元) 简单平均, 得出招商银行目标价为人民币 20.98 元 (四舍五入至 21 元), 隐含 2017 年预期市净率 1.2 倍。

图 3：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

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	648,577	802,828	1,014,675
央行及同业资产	469,065	529,617	329,049	381,577	436,025
交易性投资	40,190	59,081	63,148	75,295	84,745
可供出售到期投资	537,960	652,696	855,617	995,550	1,139,947
客户贷款总额	2,458,437	2,754,758	3,059,583	3,203,401	3,297,608
贷款损失准备	(9,683)	(15,314)	(22,152)	(18,116)	(22,923)
其他资产	626,871	846,019	700,540	751,813	800,842
生息资产	4,104,958	4,628,959	4,933,821	5,440,535	5,950,077
加权风险资产	3,126,319	3,439,929	3,549,648	3,901,179	4,253,079
总资产	4,731,829	5,474,978	5,634,361	6,192,348	6,750,920
客户存款	3,304,438	3,571,698	3,615,989	3,837,693	3,993,518
同业负债	859,039	1,075,984	1,003,792	1,152,443	1,331,985
债券	106,155	251,507	325,034	410,348	518,055
其他负债	127,137	151,431	183,248	210,925	243,615
计息负债	4,289,632	4,961,789	5,047,275	5,525,024	6,000,788
总负债	4,416,769	5,113,220	5,230,524	5,735,950	6,244,403
少数股东权益	656	952	952	952	952
母公司股东权益	314,404	360,806	402,886	455,447	505,564
每股净值 (RMB)	12.47	14.31	15.97	18.06	20.05
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	132,060	132,207	141,221
非利息收入	53,863	64,742	76,655	87,742	106,093
营业收入	165,863	201,471	208,715	219,949	247,314
营业支出	(61,081)	(67,670)	(59,953)	(59,557)	(64,416)
拨备前利润	104,782	133,801	148,762	160,392	182,898
贷款减值损失	(31,681)	(59,266)	(69,792)	(73,957)	(87,557)
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	78,970	86,435	95,341
业外项目	662	831	1,253	1,541	1,756
税前利润	73,763	75,366	80,223	87,976	97,097
所得税费用	(17,382)	(17,061)	(17,991)	(20,234)	(22,332)
属少数股东净利润	(138)	(322)	(303)	(404)	(404)
属母公司股东净利润	56,243	57,983	61,929	67,337	74,361
红利	16,773	17,309	18,522	20,201	26,026
每股收益(RMB)	2.23	2.30	2.46	2.67	2.95
有效税率 (%)	23.6	22.6	22.4	23.0	23.0
每股股利 (RMB)	0.67	0.69	0.73	0.80	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	2.38	2.24	2.18
非利息收入	1.23	1.27	1.38	1.48	1.64
营业收入	3.79	3.95	3.76	3.72	3.82
营业支出	(1.40)	(1.33)	(1.08)	(1.01)	(1.00)
拨备前利润	2.40	2.62	2.68	2.71	2.83
资产减值损失	(0.72)	(1.16)	(1.26)	(1.25)	(1.35)
营业利润	1.67	1.46	1.42	1.46	1.47
营业外项目	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
税前利润	1.69	1.48	1.44	1.49	1.50
所得税费用	(0.40)	(0.33)	(0.32)	(0.34)	(0.35)
属少数股东及首选股股利	0.00	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
总资产收益率 (%)	1.29	1.14	1.11	1.14	1.15
杠杆倍数 (倍)	15.80	15.12	14.55	13.78	13.47
净资产收益率 (%)	20.29	17.13	16.18	15.66	15.44

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	1.24	6.13	4.06
放款增长率	13.42	12.05	11.07	4.70	2.94
净利息收益率	2.85	3.13	2.76	2.55	2.48
净利息收入增长率	31.49	22.08	(3.42)	0.11	6.82
手续费收入增长率	53.15	19.52	21.12	22.83	18.26
非利息收入比营业收入	32.47	32.13	36.73	39.89	42.90
营业收入增长率	39.54	21.47	3.60	5.38	12.44
成本收入比	74.76	75.30	70.89	68.45	67.75
营业支出增长率	12.81	10.79	(11.40)	(0.66)	8.16
拨备前利润增长率	61.89	27.69	11.18	7.82	14.03
贷款减值损失/平均贷款总额	1.37	2.27	2.40	2.36	2.69
资产减值损失/平均生息资产	0.81	1.36	1.46	1.43	1.54
营业利润增长率	34.12	1.96	5.95	9.45	10.30
净利润增长率 (属母公司股东)	46.70	3.09	6.81	8.73	10.43
每股收益增长率	46.70	3.09	6.81	8.73	10.43
每股股利增长率	8.06	3.19	7.01	9.07	28.84

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	10.19	10.61	11.09
资本充足率	11.74	11.91	12.60	12.80	12.83
不良贷款率	1.11	1.67	1.87	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	84.61	83.47	82.57
贷款净额/总资产	51.75	50.04	53.91	51.44	48.51
交易性投资/总资产	0.85	1.08	1.12	1.22	1.26
可供出售到期投资/总资产	11.37	11.92	15.19	16.08	16.89
客户存款/总资产	69.83	65.24	64.18	61.97	59.16
同业负债/总资产	18.15	19.65	17.82	18.61	19.73
债券/总资产	2.24	4.59	5.77	6.63	7.67
母公司股东权益/总资产	6.64	6.59	7.15	7.35	7.49

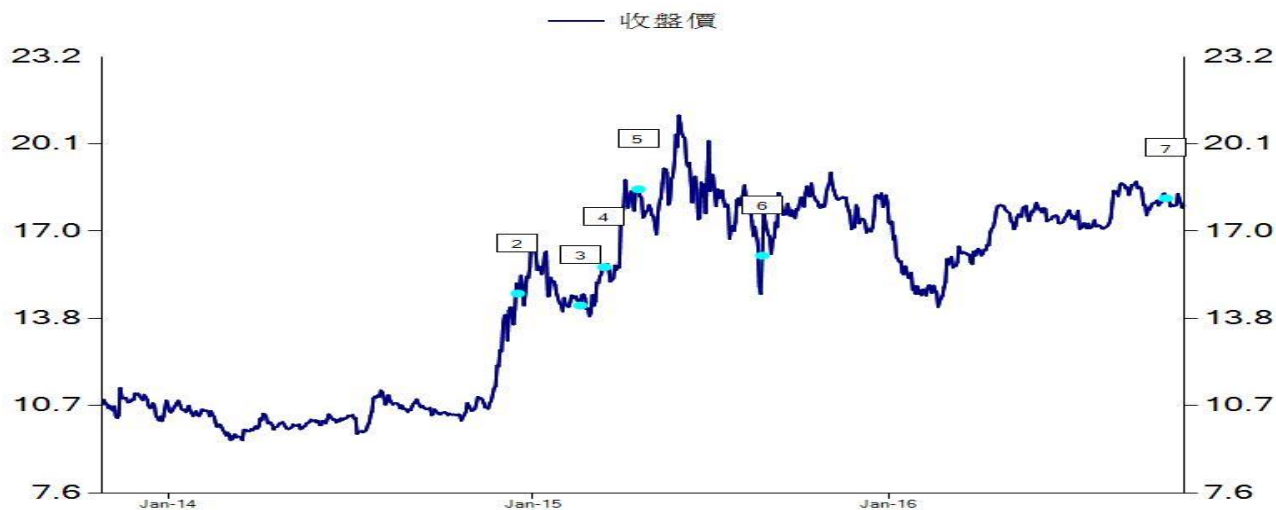
资料来源：公司资料、元大

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的分析师，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 (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	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计:	492	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