

厚积薄发打造领先零售银行

■事件：招商银行公布2016年年报。总资产规模达到5.94万亿元，较上年末增长8.54%。实现营业净收入2102.7亿元，同比增长3.94%；净利润620.8亿元，同比增长7.6%。不良贷款率为1.87%，同比增加19BP。

■利息收入放缓，中收成为营收增长动力。净利息收入1346亿元，同比下降1.6%。净息差2.52%，同比下降23bps。在营改增和利率重定价双重影响下，公司息差保持相对较好。公司净手续费为608.7亿元，比上年增长14.8%。手续费占比29.2%，同比提升2.6pct。无论是从息差还是手续费收入，公司零售的优势充分展现，在2017年有望继续助力收入增长12%，利润增长11%。

■规模增长平稳，资产负债凸显零售优势。公司总资产规模达到5.94万亿元，较上年末增长8.54%，资产发展进入由量保质期。结构上来看，大幅压退对公风险资产，为优质资产进入腾挪空间，零售贷款占贷款总额50.45%。个人住房贷款余额、信用卡透支余额分别占零售贷款总额的47.37%和26.89%。负债端存款活期化有助于降低负债成本。公司压缩高成本协议存款，活期存款占比提升6.97pct至64.00%。低负债成本成为息差企稳的重要保障。预计2017年活期存款占存款比例有望达到70%，净息差降幅收窄预计达到2.45%。随着贷款端需求回暖带动贷款收益率上升，低负债成本将使公司盈利能力保持持续稳定的优势。

■不良核销力度加大，资产质量改善可期。公司不良贷款率为1.87%，同比增加19BP，季度环比持平。公司下半年保持较大核销力度，全年核销359亿元。不良贷款生成额同比下降20.98%，不良生成率下降1.02pct。关注类贷款占比同比下降52BPs至2.09%，逾期90天以上贷款占比下降至1.46%，逾期90天以上贷款与不良的比值为114%，同比下降55pct。不良认定标准更加严格真实。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，制造业、批发零售业和采矿业占比压缩明显，不良企稳改善趋势明显。

■投资建议：我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为10%、16%、13%，净利润增速分别为7.8%、6.8%、10%；给予买入-A的投资评级，6个月目标价为21元，相当于2016年1.3倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济风险，信用风险，运营风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	201471	209025	230648	268593	304829
净利润	57696	62081	66933	71541	78729
每股收益(元)	2.29	2.46	2.65	2.84	3.12
每股净资产(元)	14.31	15.95	17.99	20.21	22.65
盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	8.10	7.63	6.91	6.18	6.20
市净率(倍)	1.30	1.18	1.04	0.93	0.98

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

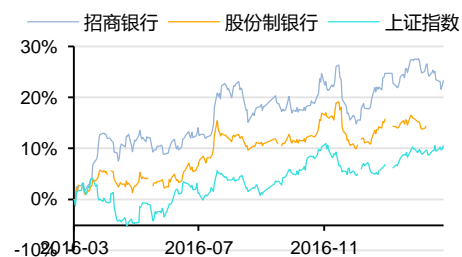
6个月目标价：21.00元

股价(2017-03-24) 18.78元

交易数据

总市值(百万元)	473,628.70
流通市值(百万元)	387,411.58
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	15.79/19.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.69	1.58	10.07
绝对收益	-3.2	6.7	19.8

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：零售依旧亮眼，资产质量趋稳	2016-10-30
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

表 1: 财务及估值预测

财务报表明细						成长能力指标					
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	同比增速	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生息资产	5330642	5765690	6141825	6714107	7456582	生息资产	15.68%	8.16%	6.52%	9.32%	11.06%
非生息资产	144336	176621	612481	788275	795814	非生息资产	16.81%	22.37%	246.78%	28.70%	0.96%
资产总额	5474978	5942311	6754306	7383657	8200175	资产总额	15.71%	8.54%	13.66%	9.32%	11.06%
付息负债	4899189	5044556	5914425	6452606	7161180	付息负债	14.74%	2.97%	17.24%	9.10%	10.98%
非付息负债	214031	494393	385110	420152	466290	非付息负债	45.46%	130.99%	-22.10%	9.10%	10.98%
负债总额	5113220	5538949	6299534	6872759	7627470	负债总额	15.77%	8.33%	13.73%	9.10%	10.98%
股本	25220	25220	25220	25220	25220	股本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母公司权益	360806	402350	453618	509603	571252	归母公司权益	14.76%	0.00%	12.74%	12.34%	12.10%
所有者权益总额	361758	403362	454772	510899	572705	所有者权益总额	14.82%	11.51%	12.75%	12.34%	12.10%
利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	同比增速	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	201471	209025	230648	268593	304829	营业收入	21.47%	3.75%	10.34%	16.45%	13.49%
净利息收入	136729	134595	145867	170341	187762	净利息收入	22.08%	-1.56%	8.37%	16.78%	10.23%
手续费及佣金净收入	53419	60865	69995	81544	97853	手续费及佣金净收入	19.52%	13.94%	15.00%	16.50%	20.00%
其他经营净收益	11323	13565	14786	16708	19214	其他经营净收益	23.52%	19.80%	9.00%	13.00%	15.00%
拨备前营业支出	67957	65148	67808	76484	83347	拨备前营业支出	10.66%	-4.13%	4.08%	12.80%	8.97%
减: 营业税金及附加	11929	6362	7020	8175	9278	减: 营业税金及附加	14.43%	-46.67%	10.34%	16.45%	13.49%
减: 管理费用	55741	58538	60499	68035	73799	减: 管理费用	10.04%	5.02%	3.35%	12.46%	8.47%
减: 其他营业支出	287	248	289	275	271	减: 其他营业支出	0.00%	-13.59%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前营业利润	133514	143877	162840	192109	221481	拨备前营业利润	27.83%	7.76%	13.18%	17.97%	15.29%
减: 当期拨备	59266	66159	79391	103208	123850	减: 当期拨备	87.07%	11.63%	20.00%	30.00%	20.00%
营业利润	74248	77718	83449	88901	97631	营业利润	2.03%	4.67%	7.37%	6.53%	9.82%
营业外净收入	831	1245	1619	2023	2428	营业外净收入	25.53%	49.82%	30.00%	25.00%	20.00%
利润总额	75079	78963	85067	90924	100059	税前利润 (利润总额)	2.24%	5.17%	7.73%	6.88%	10.05%
减: 所得税	17061	16583	17865	19095	21013	减: 所得税	-1.85%	-2.80%	7.73%	6.88%	10.05%
税后净利润	58018	62380	67202	71829	79046	税后净利润	3.51%	7.52%	7.73%	6.88%	10.05%
减: 少数股东损益	322	299	269	288	316	减: 少数股东损益	133.33%	-7.14%	-10.02%	6.88%	10.05%
归属于母公司净利润	57696	62081	66933	71541	78729	归属于母公司净利润	3.19%	7.60%	7.82%	6.88%	10.05%
资产质量指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	盈利能力指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
不良贷款率	1.68%	1.87%	1.89%	1.70%	1.60%	非息收入占比	32.13%	35.61%	36.76%	36.58%	38.40%
拨备覆盖率	179%	180%	185%	190%	195%	净息差	2.59%	2.50%	2.45%	2.65%	2.65%
拨贷比	3.00%	3.37%	3.50%	3.23%	3.12%	成本收入比	27.67%	28.01%	26.23%	25.33%	24.21%
不良净生成率	2.35%	1.94%	1.80%	1.75%	1.70%	ROAA	1.08%	1.44%	1.05%	1.01%	1.01%
						ROAE	16.26%	20.73%	15.64%	14.85%	14.57%
资本充足指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本充足率	12.57%	12.99%	12.99%	13.00%	13.00%	EPS	2.29	2.46	2.65	2.84	3.12
核心资本充足率	10.83%	11.11%	11.11%	11.30%	11.70%	BVPS	14.31	15.95	17.99	20.21	22.65
核心一级资本充足率	10.83%	11.11%	11.11%	11.30%	11.70%	PE	8.10	7.63	6.91	6.18	6.20
杠杆率	15.17	14.77	14.89	14.49	14.35	PB	1.30	1.18	1.04	0.93	0.98

资料来源: Wind 安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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。

■ 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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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