



2017-03-27

公司点评报告

买入/维持

招商银行(600036)

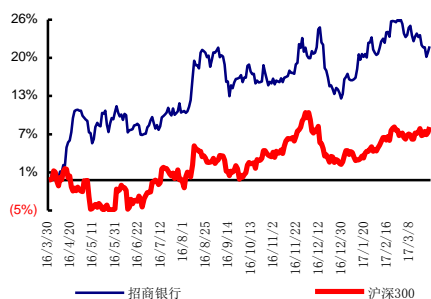
目标价: 20

昨收盘: 18.78

银行 银行 II

招商银行：零售领先，不良率环比持平

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	25,220/25,220
总市值/流通(百万元)	473,629/473,629
12个月最高/最低(元)	19.44/16.09

《招商银行(600036):“因您而变”,变则通,通则久》
—2016/08/19

《招商银行:收入增长强劲,发展可期》—2016/02/19

《招商银行:利率市场化的弄潮儿,净利息收入保持快速增长》
—2015/08/31

证券分析师:孙立金

电话:010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

联系人:董春晓

电话:010-88321827

E-MAIL: dongcx@tpyzq.com

事件: 招商银行发布2016年年度报告,2016年营业收入2090.25亿元,同比增长3.75%,归母净利润620.81亿元,同比增长7.6%。不良贷款率1.87%,比2015年末上升0.19个百分点。

点评:

息差收窄,利息净收入有所下降,非息收入占比进一步上升。2016年招行净利息收入1345.95亿元,同比下降2.17%。净息差2.5%,较2015年末下降0.27个百分点。净息差、净利差下降,是各家银行都面临的问题,但随着存贷款重定价的完成,2015年降息的影响逐渐过去,息差有望逐渐企稳。2016年非息收入增长15.04%,非息收入占比34.03%,同比增加3.56个百分点。非利息收入已经成为推动营收增长的主要来源。

不良贷款认定趋严,不良率环比持平。2016年招行的不良贷款认定更加严格,不良贷款与预期90天以上贷款的比值由2015年末的1.05提升到1.28。截至2016年末,招行不良贷款率1.87%,比2015年末上升0.19个百分点,与2016年三季度持平,不良增速有所放缓。全年新生成不良贷款余额629.3亿元,比去年下降20.98%(减少167.04亿元);不良生成率2.24%。据招行披露,不良生成高发区域长三角、西部和中部地区的不良生成增速均有所下降。

零售领先战略持续推进,零售贡献度不断提高。2016年,零售贷款在贷款总额中占比达到47.23%(集团口径),较2015年上升3.8个百分点,零售贷款的不良率仅为1%,且比上年末下降了0.07个百分点。零售业务税前利润同比增长23.04%,占比达到52.97%,无论是零售贷款占比还是零售业务利润贡献度,都在银行业中名列前茅。零售业务是利润的稳定器,各家银行都在推动零售转型,而招商银行在零售领域的优势,可以支撑招行高于其他股份制行的估值。

投资建议: 综合考虑未来发展空间及当前估值水平,我们给予招商银行“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下滑导致,不良率大幅攀升;政策变动引发的其他风险。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,090	2,259	2,495	2,826
归母净利润(百万元)	621	663	731	856
摊薄每股收益(元)	2.46	2.63	2.87	3.20

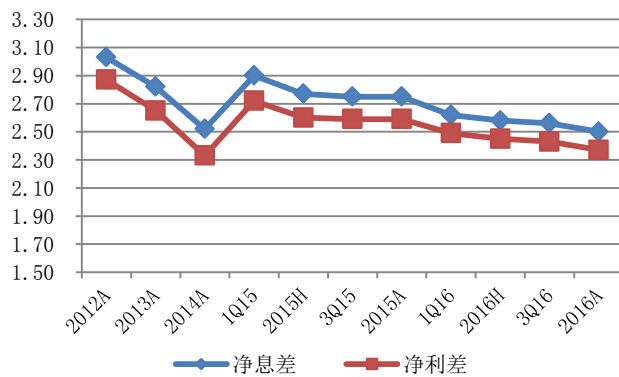
资料来源: Wind, 太平洋证券

息差收窄，利息净收入有所下降，非息收入占比进一步上升。

2016年招行净利息收入1345.95亿元，同比下降2.17%。净利差2.37%，较2015年末下降0.24个百分点；净息差2.5%，较2015年末下降0.27个百分点。净息差、净利差下降，是各家银行都面临的问题，但随着存贷款重定价的完成，2015年降息的影响逐渐过去，息差有望逐渐企稳。

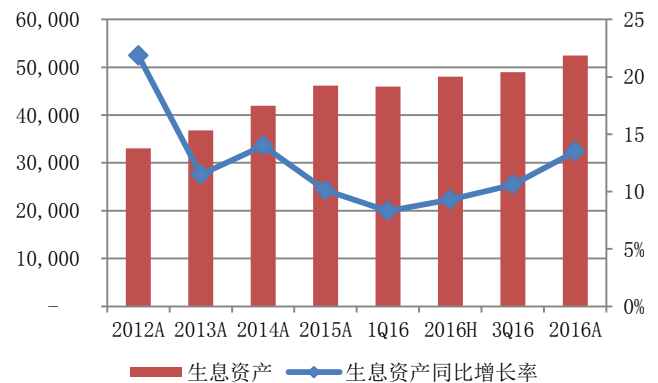
2016年非息收入增长15.04%，非息收入占比34.03%，同比增加3.56个百分点。代理保险和受托理财等财富管理手续费及佣金收入快速增长。非利息收入已经成为推动营收增长的主要来源。

图表 1：净息差及净利差



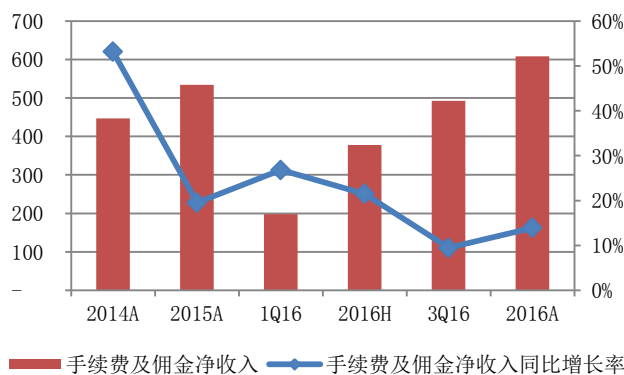
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：生息负债



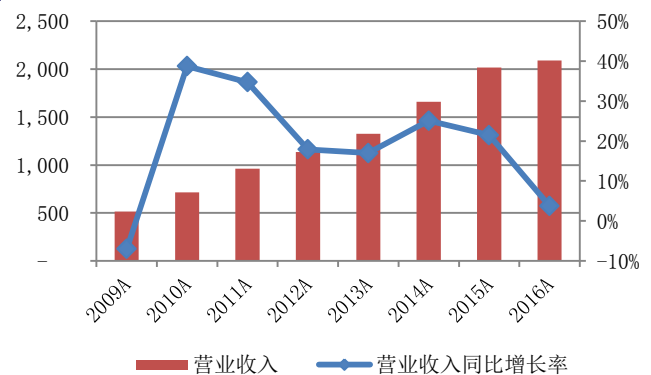
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：手续费及佣金净收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：营业收入



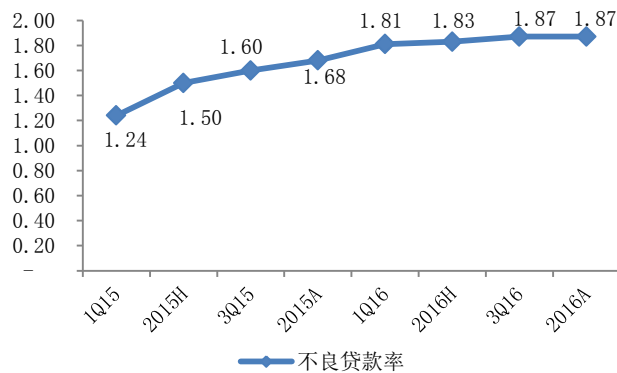
资料来源：WIND，太平洋证券整理

不良贷款认定趋严，不良率环比持平。

截至 2016 年末，招商银行不良贷款率 1.87%，比 2015 年末上升 0.19 个百分点，与 2016 年三季度持平，不良增速有所放缓。全年新生成不良贷款余额 629.3 亿元，比去年下降 20.98%（减少 167.04 亿元），不良生成率 2.24%。据招行披露，不良生成高发区域长三角、西部和中部地区的不良生成增速均有所下降。另外，招行的不良贷款认定更加严格，不良贷款与预期 90 天以上贷款的比值由 2015 年末的 1.05 提升到 1.28。

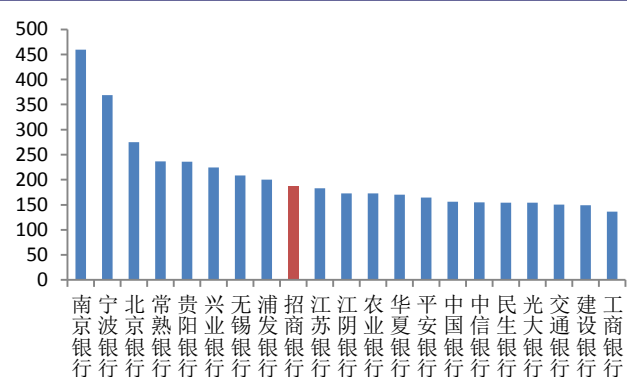
不良贷款拨备覆盖率 180.02%，较 2015 年末提升 1.07 个百分点，较 2016 年三季度末下降 6.37 个百分点。招行的拨备覆盖率一直属于股份制银行中比较高的，后续拨备计提压力相对较小。

图表 5：不良率环比持平



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：上市银行拨备覆盖率对比（3Q16）



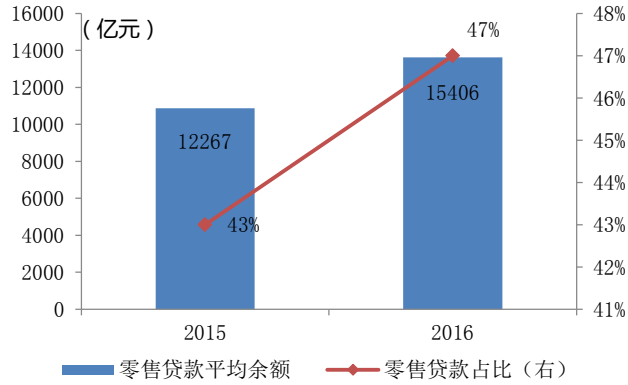
资料来源：WIND，太平洋证券整理

零售领先战略持续推进，零售贡献度不断提高。

2016 年，零售贷款在贷款总额中占比达到 47.23%（集团口径），较 2015 年上升 3.8 个百分点，零售贷款的不良率仅为 1%，且比上年末下降了 0.07 个百分点。零售业务税前利润 450.99 亿元，同比增长 23.04%，占比达到 52.97%，无论是零售贷款占比还是零售业务利润贡献度，都在银行业中名列前茅。

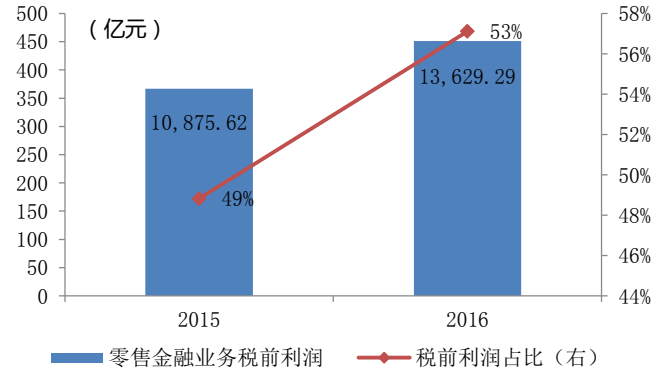
在当前经济下行压力大的外部环境下，发展轻资本业务成为银行顺势而为的最佳选择，零售业务不像对公业务那样具有较强周期性，成为银行利润的“稳定器”，各家银行都在推动零售转型，而招商银行在零售领域一直走在前列。零售业务也一直是田行长的长项，在田惠宇来招行之前，就曾是建行零售业务总监，在建行的零售板块也曾有很好地成绩。在零售领域的优势，可以支撑招行高于其他股份制行的估值。

图表 7：零售余额及占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：零售金融业务税前利润及利润贡献



资料来源：WIND，太平洋证券整理

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表(亿元)					
净利息收入	1,367	1,346	1,396	1,497	1,686
手续费净收入	534	609	692	775	866
其他非息收入	113	136	170	223	274
营业收入	2,015	2,090	2,259	2,495	2,826
税金及附加	119	64	61	67	74
业务及管理费	557	585	632	689	758
营业外净收入	8	12	13	13	13
拨备前利润	1,346	1,454	1,578	1,752	2,007
资产减值损失	593	662	741	830	921
税前利润	754	792	837	922	1,086
所得税	171	166	174	192	230
税后利润	583	626	663	730	856
归母净利润	577	621	663	731	856
业绩增长					
营收增速	21.47%	3.75%	8.06%	10.47%	13.26%
归母净利润增速	3.19%	7.60%	6.85%	10.16%	17.20%
贷款增长率	11.87%	15.05%	14.5%	6.50%	5.00%
存款增长率	8.09%	6.45%	6.45%	10.00%	10.00%
净利息收入增速	22.08%	-1.56%	3.75%	7.24%	12.58%
净手续费增速	19.07%	14.20%	14.00%	12.00%	12.00%
拨备前利润增速	27.81%	8.02%	8.75%	10.99%	14.57%
盈利能力					
ROAE	17.09%	16.27%	15.58%	15.23%	15.68%
ROAA	1.13%	1.09%	1.06%	1.06%	1.16%
生息资产收益率	4.72%	4.00%	3.94%	3.96%	4.10%
付息负债成本率	2.13%	1.63%	1.58%	1.60%	1.69%
净息差	2.75%	2.50%	2.41%	2.28%	2.38%
净利差	2.59%	2.37%	2.36%	2.36%	2.41%
成本收入比	27.67%	28.01%	27.99%	27.62%	26.82%

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资产负债表(亿元)					
现金及存放央行	5,843	5,975	6,334	6,281	6,595
存放同业	638	1,030	1,133	1,456	1,601
发放贷款	27,394	31,516	36,259	38,072	39,975
可供出售金融资产	2,996	3,891	4,670	5,604	6,444
持有至到期投资	3,531	4,771	5,677	6,699	7,905
应收款项类投资	28	37	41	45	49
其他资产	14,319	12,202	11,987	12,970	13,891
资产合计	54,750	59,423	66,101	71,126	76,461
同业负债	7,116	5,556	6,112	6,784	7,598
向央行借款	626	3,301	3,697	4,215	4,805
卖出回购金融资产款	1,857	1,629	1,825	2,044	2,330
吸收存款	35,717	38,020	40,473	44,520	48,972
应付职工薪酬	65	70	78	87	100
应付利息	391	362	453	566	736
其他负债	5,361	6,449	7,021	7,718	8,523
负债合计	51,132	55,389	59,658	65,934	73,063
股本	252	252	252	255	267
盈余公积	340	397	464	547	646
未分配利润	1,633	1,991	2,349	2,819	3,383
股东权益合计	3,618	4,034	6,443	5,192	3,397
每股指标(元)					
EPS	2.29	2.46	2.63	2.87	3.20
BVPS	14.31	15.95	17.81	20.05	21.76
估值指标					
P/E	8.20	7.63	7.14	6.55	5.86
P/B	1.31	1.18	1.05	0.94	0.86
P/PPOP	3.52	3.26	3.00	2.73	2.50

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。