

推荐 (维持)

净息差回升，资产质量改善

风险评级：一般风险

招商银行（600036）2017年一季报点评

2017年4月28日

投资要点：

邓茂

SAC 执业证书编号：

S0340512070001

电话：0769-22119270

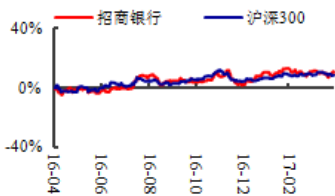
邮箱：dm3@dgzq.com.cn

主要数据

2017年4月27日

收盘价(元)	18.98
总市值(亿元)	47.87
总股本(亿股)	252.20
流通股本(亿股)	206.29
ROE(TTM)	15.43%
12月最高价(元)	19.81
12月最低价(元)	16.32

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

事件：招商银行（600036）公布2017年一季报，报告期内，归属于母公司所有者的净利润为199.77亿元，较上年同期增8.87%；营业收入为570.75亿元，较上年同期减2.02%；基本每股收益为0.79元，较上年同期增8.22%。

点评：

- **业绩概览。**集团口径归属于净利润为199.77亿元，较上年同期增8.87%；营业收入为570.75亿元，较上年同期减2.02%；基本每股收益为0.79元，较上年同期增8.22%。归属于本行股东的平均净资产收益率（ROAE）19.42%。
- **资产规模增速放缓。**一季度末集团资产总额为60,006.74亿元，比年初增长0.98%；负债总额为55,788.50亿元，比年初增长0.72%；客户存款总额为39,295.44亿元，比年初增长3.35%；贷款及垫款总额为34,345.26亿元，比年初增长5.30%。
- **营收同比下降。**实现归属于本行股东的净利润199.77亿元，同比增长8.87%；实现营业收入570.75亿元，同比下降2.02%。其中，净利息收入349.14亿元，同比增长1.77%，净利息收入在营业收入中的占比为61.17%；非利息净收入221.61亿元，同比下降7.45%。
- **净利差和净息差同比均下降，但环比上升。**一季度净利差为2.30%，净息差2.43%，同比均下降0.19个百分点，环比分别上升0.03和0.04个百分点；
- **资产质量改善，拨备充足。**报告期末公司不良贷款余额为605.04亿元，比上年末减少6.17亿元；不良贷款率1.76%，比上年末下降0.11个百分点；不良贷款拨备覆盖率208.67%，比上年末上升28.65个百分点；贷款拨备率3.68%，比上年末上升0.31个百分点。
- **投资建议：**公司零售银行优势突出，围绕轻型银行目标转型，在同业中特色鲜明。2017年一季度业绩亮点在于净息差逆势上市，资产质量改善，拨备充足。当前公司交易于7.72/7.24倍16/17PE、1.19/1.02倍16/17PB，维持推荐评级。

表 1: 招商银行盈利预测

每股指标与估值	2015A	2016A	2017E	2018E	增长动力	2015A	2016A	2017E	2018E
每股盈余(元)	2.29	2.46	2.62	3.14	贷款增长	12.35%	15.49%	11.00%	11.00%
每股净资产(元)	14.34	15.99	18.61	21.74	存款增长	8.09%	6.45%	7.00%	7.00%
每股拨备前收益(元)	5.33	5.75	6.20	6.98	净利息收入增长	22.08%	-1.56%	7.40%	7.26%
P/E	8.29	7.72	7.24	6.04	手续费净收入增长	19.52%	13.94%	30.00%	30.00%
P/B	1.32	1.19	1.02	0.87	拨备前利润增长	27.81%	8.02%	7.82%	12.54%
P/PPOP	3.56	3.30	3.06	2.72	归属净利润增长	3.19%	7.60%	6.62%	19.81%
利润表(亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	生息资产增长	16.02%	8.50%	15.30%	12.86%
净利息收入	1367.29	1345.95	1445.60	1550.56	付息负债增长	15.67%	8.32%	7.65%	6.68%
利息收入	2347.22	2154.81	2262.55	2375.68	生息资产收益率	4.66%	3.90%	3.58%	3.30%
利息支出	979.93	808.86	816.95	825.12	付息负债付息率	2.12%	1.61%	1.46%	1.38%
手续费净收入	534.19	608.65	791.25	1028.62	有效所得税率	22.72%	23.00%	23.00%	23.00%
非利息收入	647.42	744.30	884.90	1131.19	CAMEL分析	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	2014.71	2090.25	2330.50	2681.75	C:核心资本充足率	10.83%	10.83%	9.67%	8.56%
营业支出	1272.23	1313.07	1502.89	1537.37	C:资本充足率	12.57%	12.57%	11.11%	9.83%
资产减值损失	592.66	661.59	724.09	602.81	C:权益/贷款	12.81%	12.37%	12.96%	13.64%
拨备前利润	1343.45	1451.22	1564.77	1760.92	C:权益/资产	6.61%	6.79%	6.86%	7.10%
税前利润	750.79	789.63	840.68	1158.11	A:不良贷款率	1.68%	1.95%	2.10%	2.25%
净利润	580.18	623.80	664.90	796.00	A:拨d贷比	3.00%	3.34%	3.69%	3.55%
归属净利润	576.96	620.81	661.91	793.01	A:拨备覆盖率	178.95%	171.50%	175.57%	157.89%
资产负债表(亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	E:净利差(SPREAD)	2.59%	2.29%	2.12%	1.92%
贷款总额	2824286	3261681	3620466	4018717	E:净息差(NIM)	2.75%	2.44%	2.29%	2.15%
存放央行款项	568866	580111	638122	701934	E:利息收入比例	67.87%	64.39%	62.03%	57.82%
同业资产	593396	581963	628520	659946	E:成本收入比	27.67%	28.01%	30.14%	31.43%
债券投资	1427841	1450922	1886199	2263439	E:ROAE	1.22%	1.25%	1.04%	1.09%
生息资产	5414389	5874677	6773307	7644036	E:ROAA	18.38%	18.55%	15.17%	15.59%
资产总额	5474978	5942311	6841724	7721248	E:RORWA	1.89%	1.98%	1.67%	1.77%
各项存款	3571698	3802049	4068192	4352965	L:贷存比	79.07%	85.79%	88.99%	92.32%
同业负债	1138584	1297533	1401336	1471403	L:风险加权资产系数	58.60%	56.69%	58.00%	58.00%
发行债券	251507	275082	316344	347978	存贷款配置结构	2015A	2016A	2017E	2018E
付息负债	4961789	5374664	5785872	6172346	企业贷款占比	57.00%	56.00%	55.00%	55.00%
负债总额	1929396	1975158	2081061	2157641	票据贴现占比	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
股本	25220	25220	25220	25220	个人贷款占比	38.00%	39.00%	40.00%	40.00%
归属于母公司所有者权益合计	360806	402350	468178	547162	活期存款占比	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
杜邦分析	2015A	2016A	2017E	2018E	定期存款占比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
ROE	15.95%	15.39%	14.10%	14.46%	其他存款占比	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
杠杆比率	15.12	14.88	14.65	14.31					
ROA	1.05%	1.04%	0.97%	1.03%					

数据来源: WIND资讯, 东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn