

招商银行 (600036.SH) 银行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

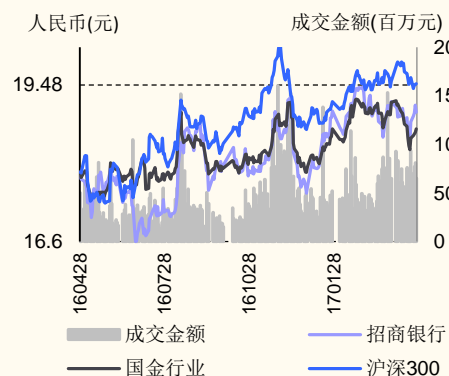
市场价格 (人民币): 18.98 元

不良双降; 息差表现超预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	20,628.94
流通港股 (百万股)	4,590.90
总市值 (百万元)	478,672.67
年内股价最高最低 (元)	19.44/16.60
沪深 300 指数	3446.72
上证指数	3152.19



相关报告

1. 《招商银行公司研究》, 2016.8.20

刘志平 分析师 SAC 执业编号: S1130516080004
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

田维韦 联系人
(8621)61357479
tianweiwei@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

(百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
主营收入	165863	201471	209025	234681	275212
(+/-)	25.1%	21.5%	3.7%	12.3%	17.3%
净利润	55,911	57,696	62,081	68,476	78,115
(+/-)	8.1%	3.2%	7.6%	10.3%	14.1%
每股收益 (元)	2.22	2.29	2.46	2.72	3.10
每股净资产 (元)	12.47	14.31	15.95	17.58	19.44
P/E	8.56	8.30	7.71	6.99	6.13
P/B	1.52	1.33	1.19	1.08	0.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

■ 公司公布 2017 年 1 季报。1 季度公司实现归母净利润 199.77 亿元, 同比增长 8.87%; 实现营收 570.75 亿元, 同比下降 2.02%。期末总资产余额 6.00 万亿元, 较年初增长 0.98%。2016 年加权平均净资产收益率为 19.42%, 同比下降 0.42 个百分点。期末不良率 1.74%, 环比和同比分别下降 11bps 和 5bps, 拨备覆盖率 208.67%, 环比和同比分别增 28.7 个和 25.4 个百分点。

点评

■ 业绩增速略超预期, 净利息收入同比恢复正增长。1 季度公司净利润增速同比增长 8.87%, 高于去年 7.60% 的增速, 业绩增速略超预期; 营收同比下降 2.02%, 在营收下降、公司资产质量改善的情况下, 公司降低了拨备计提力度, 1 季度拨备计提同比下降 6.49%。营收负增主要是公司手续费收入同比下降了 5.97% (2016 年增 13.94%), 占营收比重为 32.66%, 同比下降 1.37 个百分点, 但仍处于同业较高水平; 净利息收入同比增 1.77% (2016 年下降 1.56%), 主要是息差表现超预期。

■ 公司积极调整资产结构, 带来息差表现超预期。1 季度公司净息差 2.43%, 同比下降 19bps, 环比提高 4bps, 息差表现超预期。主要受益于公司积极调整资产结构, 压缩低收益同业资产 (较年初下降 39.8%), 加大高收益贷款投放 (较年初增长 5.0%) 和证券投资资产配置 (较年初增长 7.7%), 期末贷款和投资资产占比分别是 55 和 26%, 分别较年初提高 2.1% 和 1.6%。

■ 不良双降, 拨备计提充足。期末不良贷款余额为 605.04 亿元, 较上年末减少 6.17%, 不良贷款率 1.76%, 较上年末下降 11BP, 单季年化不良生成率仅 0.06%, 环比和同比分别下降 255bps 和 158bps, 不良实现双降, 资产质量明显改善。受益于不良下降, 公司拨备覆盖率较年初提高了 28.65 个百分点至 208.67%, 拨备计提充足。

投资建议和盈利预测

■ 公司息差上行, 业绩增速略超预期, 不良实现双降; 公司二次战略转型重塑零售线条的绝对优势, 同时 fintech 的创新为公司会带来新的增长空间。我们预计 2017 年公司业绩同比增长 10.3%。目前对应 2017 年 PB 为 1.08 倍, 估值优势非常明显, 我们维持公司买入的投资评级。

风险提示

■ 经济长期低迷, 信用风险持续高发; 公司的经营风险等。

附录：三张报表预测摘要

利润表						指标和估值					
百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	百万元；元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
平均生息资产	4,282,613	4,993,834	5,577,929	6,084,761	6,752,542	ROAA (%)	1.28	1.13	1.09	1.10	1.13
净息差	2.64	2.76	2.50	2.44	2.54	ROAE (%)	19.28	17.09	16.27	16.19	16.73
利息收入	228,036	235,976	215,481	253,447	300,369	每股净资产	12.47	14.31	15.95	17.58	19.44
利息支出	110,834	98,390	80,886	105,326	128,615	EPS	2.22	2.29	2.46	2.72	3.10
净利息收入	117,202	137,586	134,595	148,122	171,754	股利	16897	17402	18663	20585	23483
贷款减值准备	31,254	57,507	64,560	69,196	83,899	DPS	0.67	0.69	0.74	0.82	0.93
非息收入						股息支付率	30.22	30.16	30.06	30.06	30.06
手续费和佣金收入	39,494	53,009	60,865	72,867	89,627	发行股份	25220	25220	25220	25220	25220
汇兑收益	2,467	2,398	2,857	2,857	2,857						
交易性收入	6,070	7,996	9,442	9,442	9,442						
其他收入	630	482	1,266	1,393	1,532						
非息总收入	48,661	63,885	74,430	86,559	103,458						
						业绩数据					
非息费用						增长率 (%)					
业务管理费	50,656	55,741	58,538	65,185	75,651	净利息收入	18.5	17.4	(2.2)	10.1	16.0
其他费用	332	287	248	248	248	非利息收入	44.4	31.3	16.5	16.3	19.5
营业税金及附加	10,425	11,929	6,362	12,658	15,446	非利息费用	12.7	10.7	(4.1)	19.9	17.0
非息总费用	61,413	67,957	65,148	78,091	91,345	净利润	8.1	3.2	7.6	10.3	14.1
税前利润	73,431	75,079	78,963	88,639	101,212	平均生息资产	17.6	16.6	11.7	9.1	11.0
所得税	17,382	17,061	16,583	20,163	23,097	总付息负债	18.0	15.7	8.3	10.3	12.2
净利润	55,911	57,696	62,081	68,476	78,115	风险加权资产	5.4	10.9	5.0	8.0	12.1
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	4,731,829	5,474,978	5,942,311	6,535,947	7,305,040	净利息收入占比	70.7	68.3	64.4	63.1	62.4
贷款总额	2,513,919	2,824,286	3,261,681	3,780,029	4,384,867	佣金手续费收入占比	23.8	26.3	29.1	31.0	32.6
客户存款	3,304,438	3,571,698	3,802,049	4,182,254	4,684,124						
其他付息负债	985,194	1,390,091	1,572,615	1,744,703	1,965,106	营业效率 (%)					
股东权益	314,404	360,806	402,350	443,393	490,214	成本收入比	30.5	27.7	28.0	27.8	27.5
						总资产营业费用率	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3
资产质量											
不良贷款	27,917	47,410	61,121	74,202	84,531	流动性 (%)					
不良率	1.11	1.68	1.87	1.96	1.93	贷款占生息资产比	55.0	53.4	54.6	57.9	60.5
贷款损失拨备	65,165	84,842	110,032	139,499	182,587	平均存贷比	77.5	77.6	82.5	88.2	92.1
拨备覆盖率	233	179	180	188	216						
拨贷比	2.59	3.00	3.37	3.69	4.16	资本 (%)					
						核心一级资本充足率	10.4	10.8	11.5	11.8	11.7
信用成本	31,254	57,507	64,560	69,196	83,899	一级资本充足率	10.4	10.8	11.5	11.8	11.7
信用成本 (%)	1.33	2.15	2.12	1.97	2.06	资本充足率	12.4	12.6	13.3	13.8	14.1

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	15
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.59

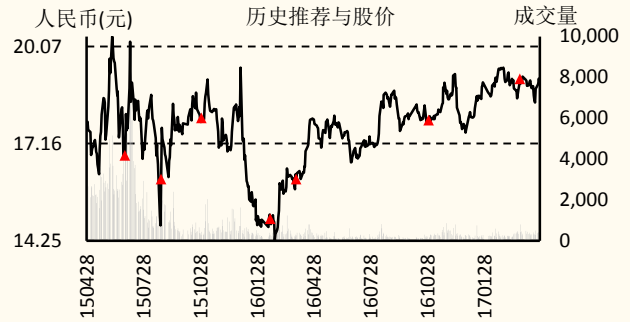
来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD