

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

存贷业务增长较快, 资产质量与净息差持续改善

——招商银行(600036)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2017-08-22)

发布日期: 2017年08月23日

收盘价(元)	25.89
一年内最高/最低(元)	27.08/17.39
沪深300指数	3752.3
市净率(倍)	1.62
总市值(亿元)	6,529.42
流通市值(亿元)	5,340.83

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	16.63
总资产(亿元)	61,996.90
所有者权益(亿元)	4,193.77
净资产收益率(%)	9.56
总股本(亿股)	252.20
H股(亿股)	45.91

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 公司于2017年8月19日公布2017年半年度报告。

- **净利润重回两位数增长。**17年上半年,公司净利润同比增速为11.70%。若还原“营改增”影响,上半年正向影响净利润增速的主要项目是净利息收入和资产减值损失,负向影响净利润增速的主要项目是手续费及佣金收入与业务及管理费用。
- **公司存贷业务增长较快,存贷类资产负债占比提高。**上半年在市场利率不断上升的情况下,公司通过提高存贷类资产负债占比优化资产负债结构,进而改善了净息差。在存贷规模较快扩张及净息差改善的双重驱动下,净利息收入增速环比提升3.3个百分点。
- **资产质量明显改善,单季度净息差环比回升。**截止2017年6月底,公司不良贷款率为1.71%,较16年末下降0.16个百分点;关注类占比1.72%,较16年末下降0.37个百分点。上半年净息差为2.43%,与16年持平。分季度看,二季度净息差为2.44%,较一季度提升1bp。
- **战略转型持续推进。**公司继续以“轻型银行”引领方向,“轻资产”、“轻负债”、“轻收入结构”与“轻运营”均在经营数据中较好体现。公司持续巩固“一体两翼”战略定位,零售金融优势明显,公司金融、同业金融、投行与大资管业务质效进一步提升。
- **维持公司“增持”投资评级。**下半年公司基本面有望延续上半年的良好态势,预计公司17-18年的BVPS为17.59与20.06元,按25.89元的收盘价计算,对应PB分别为1.47与1.29倍。目前公司1.60倍PB(LF)高于行业整体水平,但考虑公司业务结构优势、资产质量和净息差等关键指标改善及转型步伐较快等因素,维持“增持”投资评级。

风险提示: 经济增长不及预期,系统性风险,市场利率大幅上行,金融监管超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	201,471	209,025	213,979	230,103	248,838
增长比率	21.47%	3.75%	2.37%	7.54%	8.14%
净利润(百万元)	58,018	62,380	70,216	79,028	88,297
增长比率	3.51%	7.52%	12.56%	12.55%	11.73%
BVPS(元)	14.31	15.95	17.59	20.06	22.81
市净率(倍)	1.81	1.62	1.47	1.29	1.14

资料来源: 贝格数据, 中原证券

内容目录

1. 净利润重回两位数增长	3
2. 存贷业务增长快, 资产负债结构微调	4
3. 资产质量明显改善, 单季度净息差环比回升	5
4. 战略转型持续推进	5
4.1. 继续以“轻型银行”引领方向	5
4.2. 持续巩固“一体两翼”战略定位	6
5. 下半年经营情况分析	6
6. 维持公司“增持”投资评级	7
7. 风险提示	7

图表目录

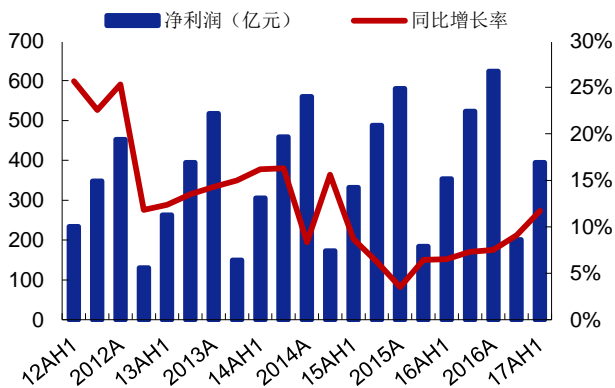
图 1: 2012-17 年公告净利润及增速	3
图 2: 2012-17 年公告营业收入及增速	3
图 3: 2012-17 年公告利息净收入及增速	3
图 4: 2012-17 年公告手续费及佣金净收入及增速	3
图 5: 2012-17 年公告营业支出及增速	4
图 6: 2012-17 年公告税金及附加及增速	4
图 7: 2012-17 年公告业务及管理费及增速	4
图 8: 2012-17 年公告资产减值损失及增速	4
图 9: 2012-17 年公告不良贷款余额及不良贷款率	5
图 10: 2012-17 年公告净息差	5
表 1: 2017 年 6 月底公告主要资产项目余额及占比	4
表 2: 2017 年 6 月底公告主要负债项目余额及占比	5

1. 净利润重回两位数增长

2017年上半年,公司实现净利润394.66亿元,同比增长11.70%,时隔八个季度之后重返两位数增长;营业收入1126.67亿元,同比略降0.22%;营业支出630.90亿元,同比下降7.08%。

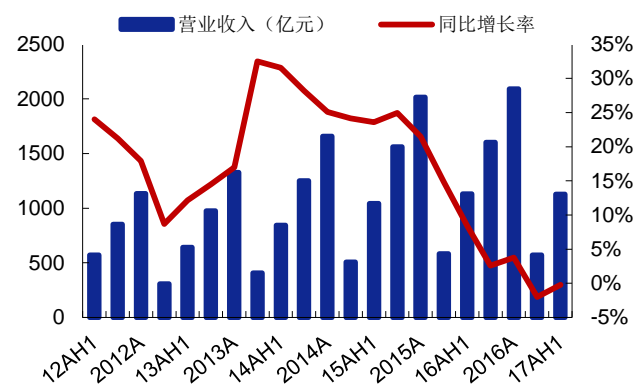
公司营业构成显示:净利息收入为708.96亿元,同比增长5.07%,占比62.93%;净手续费及佣金收入为347.50亿元,同比下降8.02%,占比30.84%;其他净收入为12.14亿元,同比下降8.39%,占比6.23%。

图 1: 2012-17 年公告净利润及增速



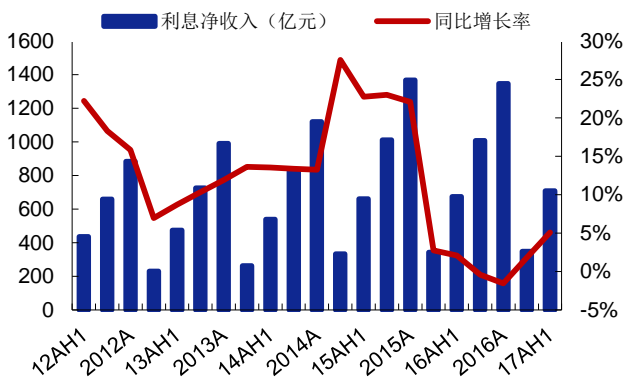
资料来源: 中原证券, WIND

图 2: 2012-17 年公告营业收入及增速



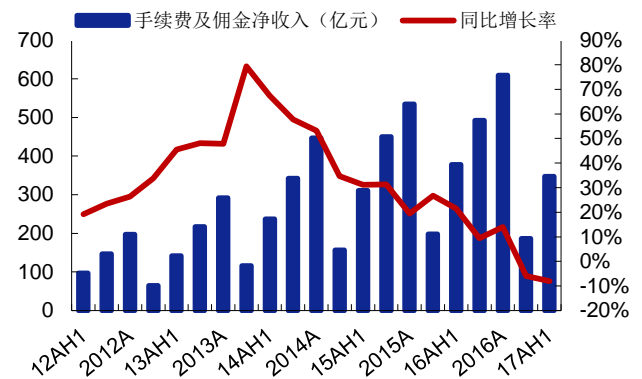
资料来源: 中原证券, WIND

图 3: 2012-17 年公告利息净收入及增速



资料来源: 中原证券, WIND

图 4: 2012-17 年公告手续费及佣金净收入及增速

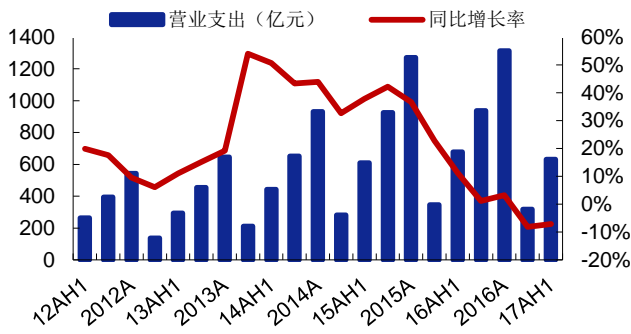


资料来源: 中原证券, WIND

营业支出构成显示: 资产减值损失为 326.48 亿元, 同比下降 9.74%; 受营改增影响, 税金及附加同比下降 79.10%, 金额为 10.73 亿元; 业务及管理费为 292.49 亿元, 同比增长 10.53%。

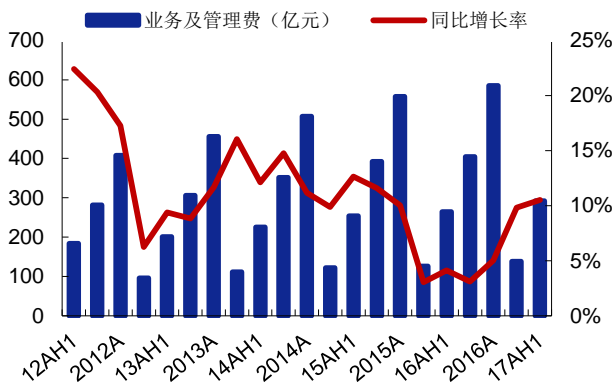
值得注意的是, 如还原营改增的影响, 公司税金及附加的减少应还原为净利息收入与净手续费及佣金收入的增加。因此, 剔除营改增的影响后, 公司净利息收入增长率应大于 5.07%, 净手续费及佣金收入下降幅度应小于 8.02%, 而税金及附加很可能为正增长。如此看来, 上半年正向影响净利润增速的主要项目是净利息收入的增加和资产减值损失的减少, 负向影响净利润增速的项目主要是手续费及佣金收入的下降与业务及管理费用的增加。

图 5: 2012-17 年公告营业支出及增速



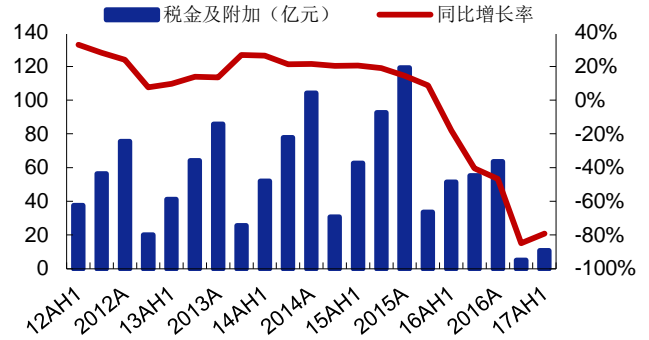
资料来源: 中原证券, WIND

图 7: 2012-17 年公告业务及管理费及增速



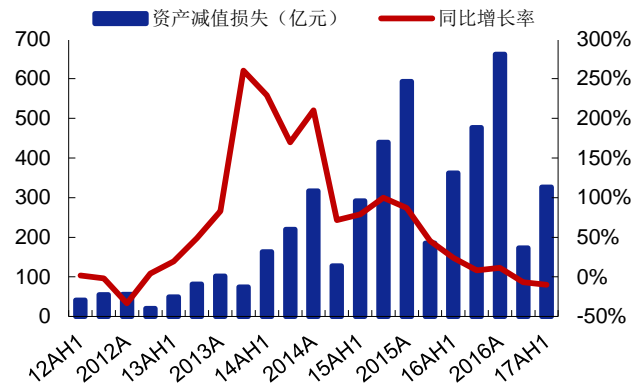
资料来源: 中原证券, WIND

图 6: 2012-17 年公告税金及附加及增速



资料来源: 中原证券, WIND

图 8: 2012-17 年公告资产减值损失及增速



资料来源: 中原证券, WIND

2. 存贷业务增长快, 资产负债结构微调

公司存贷业务增长较快, 存贷类资产负债占比提高。上半年在市场利率不断上升的情况下, 公司通过提高存贷类资产负债占比优化资产负债结构, 进而改善了净息差。在存贷规模较快扩张及净息差改善的双重驱动下, 净利息收入增速环比提升明显。

截至 2017 年 6 月底, 公司总资产为 6.20 万亿元, 较 16 年底增长 4.33%。资产结构较 16 年底发生轻微变化: 信贷资产增速与投资性金融资产占比上升, 同业往来资产和现金、贵金属及存放央行款项占比下降; 同业往来资产 (及负债) 规模可能因上半年流动性偏紧而萎缩。

表 1: 2017 年 6 月底公告主要资产项目余额及占比

资产项目	金额 (亿元)	较去年年底增长 (%)	占比 (%)	占比变动 (百分点)
贷款和垫款总额	35399.38	8.53	57.10	2.21
贷款减值准备	-1358.44	23.46	-2.19	-0.34
贷款和垫款净额	34040.94	8.01	54.91	1.87
证券投资及其他金融资产	15710.99	7.37	25.34	0.71
现金、贵金属及存放央行	6104.42	1.65	9.85	-0.26
存款同业和其他金融机构款项	613.12	-40.48%	0.99	-0.74
拆出资金及买入返售资产	3840.31	-19.82%	6.19	-1.87

资料来源: 中原证券, 公司公告

截至 2017 年 6 月底，公司总负债 5.78 万亿元，较 16 年底增长 4.31%。与资产结构变化类似，负债中存款占比上升，同业往来负债占比下降。此外，公司发行同业存单增速快于其他负债增速，应付债券占比也有较明显的提升。

表 2: 2017 年 6 月底公告主要负债项目余额及占比

负债项目	金额 (亿元)	较去年年底增长 (%)	占比 (%)	占比变动 (百分点)
客户存款	41422.54	8.95	71.69	3.05
同业和其他金融机构存放款项	3999.02	-28.02	6.92	-3.11
拆入资金	2124.57	-14.63	3.69	-0.81
向中央银行借款	3515.42	1.06%	6.08	0.12
卖出回购金融资产款	1583.57	-2.81	2.74	-0.20
应付债券	3469.02	26.11	6.00	1.03

资料来源：中原证券，公司公告

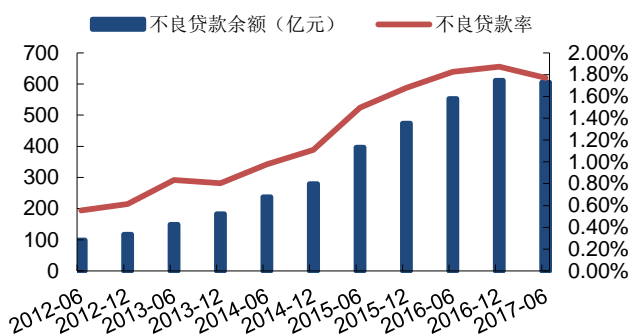
3. 资产质量明显改善，单季度净息差环比回升

17 年上半年，公司不良贷款率下降，拨备覆盖保持稳健，风险损失吸收能力增强。截至 17 年 6 月底，公司不良贷款率 1.71%，较 16 年底下降 0.16 个百分点，不良拨备覆盖率 224.69%，较 16 年底上升 44.67 个百分点；贷款拨备率为 3.84%，较 16 底上升 0.47 个百分点。

17 年上半年，期末关注类占比 1.72%，较 16 年底回落 0.37 个百分点。分业务看，公司贷款不良率为 2.71%，较 16 年底下降 0.21 个百分点；零售贷款不良率为 0.87%，较 16 年底下降 0.13 个百分点。不良率较高的采矿业、制造业、批发和零售业的不良率均有不同程度的下降。

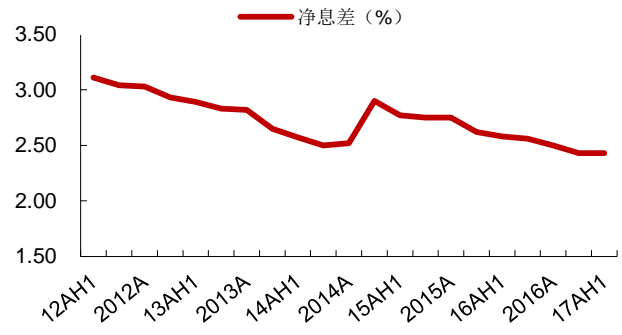
公司上半年净息差为 2.43%，与上年全年持平。若分季度看，二季度净息差为 2.44%，较一季度上升 1bp，回升主要原因在于在市场利率不断上升、负债成本压力加大的情况下，公司通过优化资产负债结构、提高资产收益率和加大存款推动力度等措施化解净息差收窄的压力。

图 9: 2012-17 年公告不良贷款余额及不良贷款率



资料来源：中原证券，WIND

图 10: 2012-17 年公告净息差



资料来源：中原证券，WIND

4. 战略转型持续推进

4.1. 继续以“轻型银行”引领方向

“轻资产”方面，公司零售贷款总额较 16 年底增长 10.63%，高于贷款总额增幅；零售贷款总额占贷款总额的比重达 51.43%，较 16 年末提高 0.98 个百分点。对公贷款方面，公司压退对公风险资产 161.71 亿元，传统采矿业贷款占比下降，新兴的文化、体育和娱乐业贷款占比上升。

“轻负债”方面，公司强化负债成本管理精细化，压缩高成本协议存款，提高活期存款余额，活期存款余额较 16 年末增长 7.83%，占比为 63.59%，维持在较高水平。

“轻收入结构”方面，受营改增及监管趋严影响，公司非利息净收入有所下降，但其占比仍维持在 35.20% 的较高水平。同时，零售业务营业收入占总营业收入的 51.46%，同比提升 3.03 个百分点。

“轻运营”方面，招商银行 APP、掌上生活 APP 用户数量有突破，企业网银客户数增长 11.39%，同业招赢同平台正式签约机构达 1108 家，线上交易替代率近 50%。

4.2. 持续巩固“一体两翼”战略定位

17 年上半年，公司零售金融动力强劲，零售税前利润和营收收入占比分别为 57.17% 和 51.46%；零售价值最大的“双金客户”较快增长，私人银行户均资产达 2803.16 万元。零售存款中活期存款占比达 78.50%，零售贷款总额占贷款总额的 51.43%。

公司金融客户基础夯实，总行战略级客户、小企业客户、供应链客户、现金管理客户均有较快增长。同时交易银行体系竞争优势初步形成，期末供应链融资余额增长 24.71%，国内保理业务量同比大幅增长 498.29%。

同业金融聚焦客户经营，同业活期存款规模及占比均位列全国性中小银行首位，活期存款占比高达 77.94%。

投资银行和大资管业务继续发力，投资银行逆势而上，净值化转型再上层楼；资产托管规模保持增长；外汇贵金属业务逆势突破。

5. 下半年经营情况分析

预计公司存贷业务将维持上半年的良好态势，存贷业务资产负债占比或将维持上半年的较高水平。存贷业务资产负债比重较高有利于净息差的持续企稳，进而有利于净利息收入的稳步增长。随着下半年营改增因素的淡出，净息差、净利息收入增长率有望持续改善，手续费及佣金净收入的降幅有望收窄。

受流动性紧平衡和监管趋严的影响，预计公司同业往来、自营业务的增长仍受外部环境的限制。同业往来方面，存放同业和其他金融机构款项，拆出资金及买入返售金融资产预计仍将受限。自营业务方面，非信贷和信贷类投资预计继续分化，非信贷自营非标投资业务继续受限，信贷类自营非标投资业务有望保持较快增长。鉴于公司信贷类自营非标投资占比接近 96%，自营业务整体规模有望继续较快增长。

公司不良贷款主要集中在对公业务领域，预计下半年对公贷款的资产质量仍将保持稳中向好的良好态势。一方面是因为宏观经济表现相对好，不良贷款率较高的采矿业、制造业盈利改善较为明显；另一方面是公司主动压退不良率较高行业的贷款规模，扩张新兴的文化、体育与娱乐领域的贷款，贷款投向不断优化。

6. 维持公司“增持”投资评级

预测公司 17-18 年的 BVPS 为 17.59 与 20.06 元，按 8 月 22 日 25.30 元的收盘价计算，对应 PB 分别为 1.44 与 1.26 倍。目前公司 1.72 倍 PB(LF) 高于行业整体水平，但考虑到公司业务结构方面的优势、资产质量和净息差等关键指标的改善及转型步伐快于行业平均水平等因素，维持“增持”评级。

7. 风险提示

- 1) 经济增长不及预期;
- 2) 系统性风险;
- 3) 市场利率大幅上行;
- 4) 金融监管超预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行	584,342	597,529	641,181	692,547	739,660	EPS (摊薄)	2.29	2.46	2.77	3.11	3.47
同业资产	593,396	581,963	470,714	508,423	543,010	BVPS	14.31	15.95	17.59	20.06	22.81
证券投资	1,427,841	1,450,922	1,860,628	2,414,425	2,566,187	P/E	11.32	10.52	9.36	8.33	7.46
贷款总额	2,824,286	3,261,681	3,597,024	3,870,744	4,177,587	P/B	1.81	1.62	1.47	1.29	1.14
贷款损失准备	84,842	110,032	30,234	68,970	107,895						
贷款净额	2,739,444	3,151,649	3,566,790	3,801,774	4,069,692	盈利能力	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生息资产总额	5,429,865	5,892,095	6,569,547	7,486,139	8,026,444	ROAA	1.14%	1.09%	1.11%	1.10%	1.12%
总资产	5,474,978	5,942,311	6,733,561	7,645,778	8,059,900	ROAE	17.09%	16.23%	16.49%	16.52%	16.19%
同业负债	1,075,984	967,425	1,373,513	1,894,491	2,083,349	净利差 (SPREAD)	2.54%	2.29%	2.20%	2.09%	1.98%
存款	3,571,698	3,802,049	4,378,232	4,728,975	5,050,682	净息差 (NIM)	2.73%	2.46%	2.39%	2.21%	2.10%
应付债券	251,507	275,082	346,902	346,902	346,902	信贷成本	2.26%	2.21%	1.75%	1.55%	1.45%
付息负债	4,899,189	5,044,556	6,098,647	6,970,369	7,480,933	成本收入比	27.67%	28.01%	30.15%	30.82%	31.34%
总负债	5,113,220	5,538,949	6,287,343	7,136,821	7,480,933	所得税有效税率	22.72%	21.00%	20.09%	19.92%	19.75%
少数股东权益	952	1,012	2,653	3,136	3,764						
母公司所有者权益	360,806	402,350	443,565	505,821	575,203	资产质量	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
						不良贷款率	1.68%	1.87%	1.61%	1.38%	1.21%
利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	不良贷款净生成率	0.74%	0.46%	-0.10%	-0.11%	-0.08%
利息收入	234,722	215,481	240,011	271,653	291,573	拨备覆盖率	178.95%	180.02%	52.25%	128.72%	214.06%
利息支出	97,993	80,886	94,345	113,517	124,739	拨备/贷款总额	3.00%	3.37%	0.84%	1.78%	2.58%
利息净收入	136,729	134,595	145,666	158,136	166,834						
手续费净收入	53,419	60,865	55,594	53,786	53,484	资本	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他非息收入	10,987	12,622	11,106	16,220	26,361	资本充足率	12.57%	13.33%	14.20%	14.13%	15.13%
营业收入	201,471	209,025	213,979	230,103	248,838	核心资本充足率	10.83%	11.54%	12.14%	12.25%	13.28%
营业费用与税金	67,670	64,900	66,621	73,277	80,479	杠杆倍数	15.11	14.71	15.07	15.00	13.90
资产减值损失	59,266	66,159	59,735	58,136	58,325						
营业利润	74,248	77,718	87,503	98,690	110,034	业绩增长率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外收支净额	831	1,245	366	0	0	利息净收入	22.08%	-1.56%	8.23%	8.56%	5.50%
利润总额	75,079	78,963	87,869	98,690	110,034	营业收入	21.47%	3.75%	2.37%	7.54%	8.14%
所得税	17,061	16,583	17,653	19,662	21,737	拨备前利润	27.83%	7.76%	2.34%	6.51%	7.35%
净利润	58,018	62,380	70,216	79,028	88,297	净利润	3.51%	7.52%	12.56%	12.55%	11.73%
母公司所有者利润	57,696	62,081	69,752	78,424	87,512						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。