

2017年10月30日

招商银行 (600036.SH)

# 招商银行：零售业绩恒强，负债结构优化

■ **事件<sup>1</sup>**：2017年9月末，公司资产总额比上年末增长3.6%至58169亿元，负债增长3%至53974亿元；贷款总额为33679亿元，同比增长12%；1-9月净利润同比增长12.5%至544亿元。公司3季度净利息收益率为2.48%，环比微降3bps。  
**公司核心预期差**：(1) **零售业务保持优势**。零售存、贷款占比分别为40%和52%，处于行业领先地位，符合我们的预期。(2) **资产质量稳步改善**。公司零售贷款不良率比上年末下降24bps至1.74%，符合我们的预期。

■ **零售业务恒强，盈利稳步增长**：(1) **盈利稳步增长**。2017年1-9月公司净利息收入1045亿元，同比增长7%。其中零售金融业务实现营业收入753亿元，占公司营业收入比例达48%。除了传统的线下渠道优势外，金融科技是今年招商银行零售突破的重要动力。招行最新App 5.0集合了语音、人脸、指纹识别等功能，摩羯智投、理财顾问等新业务助推月活跃客户超过2800万户。目前招商银行正在对Fintech平台进行全面升级，数据化、智能化有望继续提升。**我们预计招商银行全年净利息收入增速为7.5%**。(2) **手续费及佣金收入同比微降**。2017年1-9月公司实现非利息净收入514亿元，同比下降5.9%，主要受资本市场财富效应下降、市场利率上升、监管政策趋严、票据税收政策调整等因素影响。**随着利率稳定和监管政策边际趋稳的影响，我们四季度手续费收入有望回归正增长。**

■ **负债结构优势突出**：公司1-9月整体利息支出升幅为14%，成本增速稳定。招商银行负债结构优势突出，客户存款占比稳定在69%的高位，零售存款中接近80%为活期存款，受银监会监管从严和货币政策收紧影响有限。2017年3季度公司利息支出同比上升26%，上升幅度较大，主要受存款和同业利率上行影响。**我们预计全年招商银行四季度利息支出增速为15%左右。**

■ **不良稳定，拨备充足**：公司2017年9月末不良率为1.74%，比上年末下降0.24个百分点，环比微升3bps，不良贷款余额比上年末下降9亿元，资本充足率为14.72%；拨备覆盖率235%，比上年末上升55个百分点。公司2017年资产质量好转主要由于零售贷款的快速增长，公司零售贷款不良率仅为0.87%，远低于公司贷款的2.71%。**我们预计2017年全年公司不良率将保持在1.75%左右。**

■ **投资建议**：买入-A投资评级，6个月目标价33.50元。我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为0.26%、0.57%、0.85%，净利润增速为11.2%、12.3%、13.4%。

■ **风险提示**：资产质量恶化风险，利率风险，政策风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	201,471	209,025	209,568.5	210,763	212,554.5
净利润	58,018	62,380	69,385.27	77,940.48	88,376.71
每股收益(元)	2.30	2.47	2.75	3.09	3.50
每股净资产(元)	14.31	15.95	18.03	19.54	20.39

  

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	14.57	13.56	12.18	10.84	9.57
市净率(倍)	2.34	2.10	1.86	1.71	1.64

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

<sup>1</sup> 来源：《2017年公司3季度报告》

## 公司动态分析

证券研究报告

股份制银行

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**33.5元**  
 股价(2017-10-27) **28.10元**

### 交易数据

总市值(百万元)	708,677.66
流通市值(百万元)	579,673.34
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	17.49/28.10元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.6	3.47	51.62
绝对收益	10.63	8.49	61.69

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
 zhaohx3@essence.com.cn  
 021-35082987

### 相关报告

招商银行：招商银行中报点评/赵湘怀	2017-08-20
招商银行：招商银行：二季度利润大幅增长，资产质量环比连升/赵湘怀	2017-07-25
招商银行：厚积薄发打造领先零售银行/赵湘怀	2017-03-26
招商银行：零售依旧亮眼，资产质量趋稳/赵湘怀	2016-10-30
招商银行：轻型银行转型，零售表现亮眼/赵湘怀	2016-08-19

## 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	5,330,642	5,765,690	6,446,670	7,315,860	8,690,933	生息资产	23.75%	8.16%	11.81%	13.48%	18.80%
存放央行	569,961	581,156	598,591	610,562	641,091	存放央行	64.31%	1.96%	3.00%	2.00%	5.00%
同业资产	593,396	581,963	640,159	768,191	921,829	同业资产	13.02%	-1.93%	10.00%	20.00%	20.00%
证券投资	1,427,841	1,450,922	1,741,106	2,002,272	2,602,954	证券投资	44.68%	1.62%	20.00%	15.00%	30.00%
发放贷款	2,739,444	3,151,649	3,466,814	3,934,834	4,525,059	发放贷款	11.87%	15.05%	10.00%	13.50%	15.00%
资产总额	5,474,978	5,942,311	6,639,304	7,534,466	8,950,627	资产总额	15.71%	8.54%	11.73%	13.48%	18.80%
付息负债	4,899,189	5,044,556	5,805,448	6,609,896	7,919,330	付息负债	14.74%	2.97%	15.08%	13.86%	19.81%
同业负债	1,075,984	967,425	1,112,539	1,145,915	1,260,506	同业负债	25.25%	-10.09%	15.00%	3.00%	10.00%
吸收存款	3,571,698	3,802,049	4,182,254	4,650,666	5,255,253	吸收存款	8.09%	6.45%	10.00%	11.20%	13.00%
负债总额	5,113,220	5,538,949	6,183,462	7,040,290	8,434,986	负债总额	15.77%	8.33%	11.64%	13.86%	19.81%
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	股本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母公司权益	360,806	402,350	454,685	492,922	514,334	归母公司权益	14.76%	0.00%	13.01%	8.41%	4.34%

  

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	同比增速	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	201,471	209,025	209,568.5	210,763	212,554.5	营业收入	21.47%	3.75%	0.26%	0.57%	0.85%
净利息收入	136,729	134,595	141,863.1	147,551.8	154,973.7	净利息收入	22.08%	-1.56%	5.4%	4.01%	5.03%
手续费及佣金净收入	53,419	60,865	60,925.86	61,230.49	61,842.8	手续费及佣金净收入	19.52%	13.94%	0.10%	0.50%	1.00%
其他经营净收益	11,323	13,565	17,635	21,161	24,336	其他经营净收益	23.52%	19.80%	30.00%	20.00%	15.00%
拨备前营业支出	67,957	65,148	65,403	66,708	75,823	拨备前营业支出	10.66%	-4.13%	0.39%	2.00%	13.66%
拨备前营业利润	133,514	143,877	158,791	178,945	201,397	拨备前营业利润	27.83%	7.76%	10.37%	12.69%	12.55%
当期拨备	59,266	66,159	92,623	134,303	181,309	减：当期拨备	87.07%	11.63%	40.00%	45.00%	35.00%
营业利润	74,248	77,718	86,158.17	94,369.05	101,918.6	营业利润	2.03%	4.67%	10.86%	9.53%	8.00%
利润总额	75,079	78,963	86,251.28	93,436.02	100,340.9	税前利润 (利润总额)	2.24%	5.17%	9.23%	8.33%	7.39%
税后净利润	58,018	62,380	69,385.27	77,940.48	88,376.71	税后净利润	3.51%	7.52%	11.23%	12.33%	13.39%
归属于母公司净利润	57,696	62,081	68,388.43	77,504.61	87,107.43	归属于母公司净利润	3.19%	7.60%	10.16%	13.33%	12.39%

  

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%	1.7%	1.40%	1.30%	非息收入占比	32.13%	35.61%	39.09%	39.96%	39.33%
拨备覆盖率	178.95%	180.02%	220.00%	214.00%	225.00%	净息差	2.59%	2.37%	2.24%	2.14%	2.10%
拨贷比	3.00%	3.37%	3.03%	3.00%	2.93%	成本收入比	27.67%	28.01%	26.00%	24.00%	24.21%
						ROAA	1.08%	1.44%	0.85%	0.52%	0.22%
						ROAE	16.26%	20.73%	12.44%	7.72%	3.53%
						收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

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%	13.33%	12.95%	13.14%	13.05%	<b>EPS</b>	2.3	2.47	2.75	3.09	3.5
核心资本充足率	10.83%	11.54%	11.19%	11.36%	11.27%	<b>BVPS</b>	14.31	15.95	18.03	19.54	20.39
核心一级资本充足率	10.83%	11.54%	11.19%	11.36%	11.27%	<b>PE</b>	14.57	13.56	12.18	10.84	9.57
杠杆率	5.54%	5.75%	5.65%	5.70%	5.67%	<b>PB</b>	2.34	2.10	1.86	1.71	1.64

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## ■ 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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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