

2017年7月25日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$)

35.0/40.0

招商银行(600036/3968.HK)

Buy 买入

业绩快报点评: 营收净利增长强劲, 不良改善超预期

结论与建议:

招商银行发布业绩快报: 1H2018 实现营收 1258 亿, YOY 增 11.47%, 实现净利 448 亿, YOY 增 14.00%, 业绩基本符合我们的预期。收入端方面, 非息收入方面表现不错, 利息收入增长稳健。资产品质方面, 打破了市场对银行资产质量的悲观预期, 招商不良率继续下降。作为中国零售银行领头羊, 招行目前零售业务占比已达到一半以上, 并希冀通过金融科技方面的发力, 进一步助力其轻型银行转型。我们看好公司零售业务继续深化, 以及金融科技发力背景下的高 ROE, 目前资管新规的边际放缓及理财新规的相应放松(理财产品门槛放低至 1W) 预计也将对招行的业绩带来不错的推动作用, 公司 ROE 高于行业(20%左右), 目前估值合理, 给与“买入”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2018/7/24)	27.75
上证指数(2018/7/24)	2905.56
股价 12 个月高/低	34.23/23.48
总发行股数(百万)	25219.85
A 股数(百万)	20628.94
A 市值(亿元)	5724.53
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(18.03%)
每股净值(元)	19.07
股价/账面净值	1.46
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.5 -2.2 12.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-5-2	28.40	买入

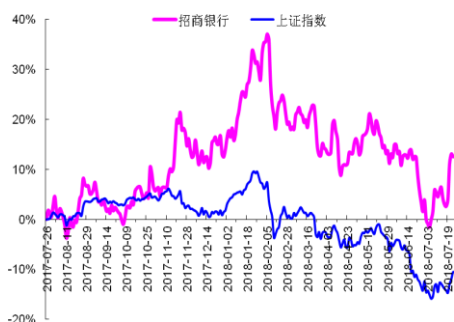
产品组合

批发银行业务	48.5%
零售金融业务	47.9%
其他	3.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.2%
一般法人	47.5%

股价相对大盘走势



■ **1H2018 净利实现 14.00% 较快增长:** 招行 2018 年上半年预计实现营收 1258 亿元, YOY 增 11.47%, 实现净利 448 亿, YOY 增 14.00%, 业绩基本符合预期。对比 1Q 业绩进一步优化(1Q2018 营收 YOY 增 7.20%, 净利 YOY 增 13.50%), 对应年化 ROE 19.58%, YOY 提升 0.47pct, 高于同业。

■ **非息收入高增, 利息收入稳健:** 从收入端方面来看, 驱动营收的主要为非利息收入, YOY 增 17.65% 至 494 亿, 预计银行卡、结算等业务为公司带来不错的手续费收入表现, 另外去年基数较低(去年同期仅增 1.22%) 及新会计准则实行也有一定的因素。利息收入方面, 受益于贷款规模的稳健增长(贷款规模 YOY 增 9.55%), 实现收入 764 亿, YOY 增 7.81%。息差方面, 我们测算较 1Q 略有回落, 回落 8BP 至 2.47%, 预计受 2Q 银行风险偏好降低(资管新规 4 月正式稿发布后, 银行偏向于更安全, 但收益相对较低的资产) 及存款依旧激烈等原因影响。

■ **资产质量继续改善, 打破市场悲观预期:** 资产质量方面, 1H2018 招行不良率录得 1.43%, 较去年同期下降 0.28pct, 与 1Q 比, 也呈边际改善态势, QOQ 降 0.05pct。之前在金融去杠杆监管背景下不少企业信用债违约, 市场对银行的资产质量继续改善的趋势有所怀疑, 而从招商的业绩来看, 无疑是打破了这部分悲观预期。招商资产质量的改善同样对利润也有反哺作用, 并带来了较高的拨备水平(从一季报的数据来看, 拨备覆盖率已达到 296%)。

■ **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2018、2019 年的盈利分别为 801 亿、910 亿, YOY 增 14.53%、15.39%, 目前 A 股价对应 2018 年、2019 年 PE8.74X、7.55X, PB1.39X, 1.22X, H 股股价对应 2018 年、2019 年 PE8.32X、7.21X, PB1.33X, 1.17X, 估值合理, 给予“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	57,696	62,081	70,150	80,344	92,707
同比增减	%	3.19%	7.60%	13.00%	14.53%	15.39%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.29	2.46	2.78	3.18	3.67
同比增减	%	3.04%	7.42%	13.01%	14.53%	15.39%
市盈率 (P/E, A 股)	X	12.12	11.28	9.98	8.72	7.55
股利 (DPS)	RMB 元	0.69	0.74	0.84	0.90	0.95
股息率 (Yield, A 股)	%	2.49%	2.67%	3.03%	3.24%	3.42%

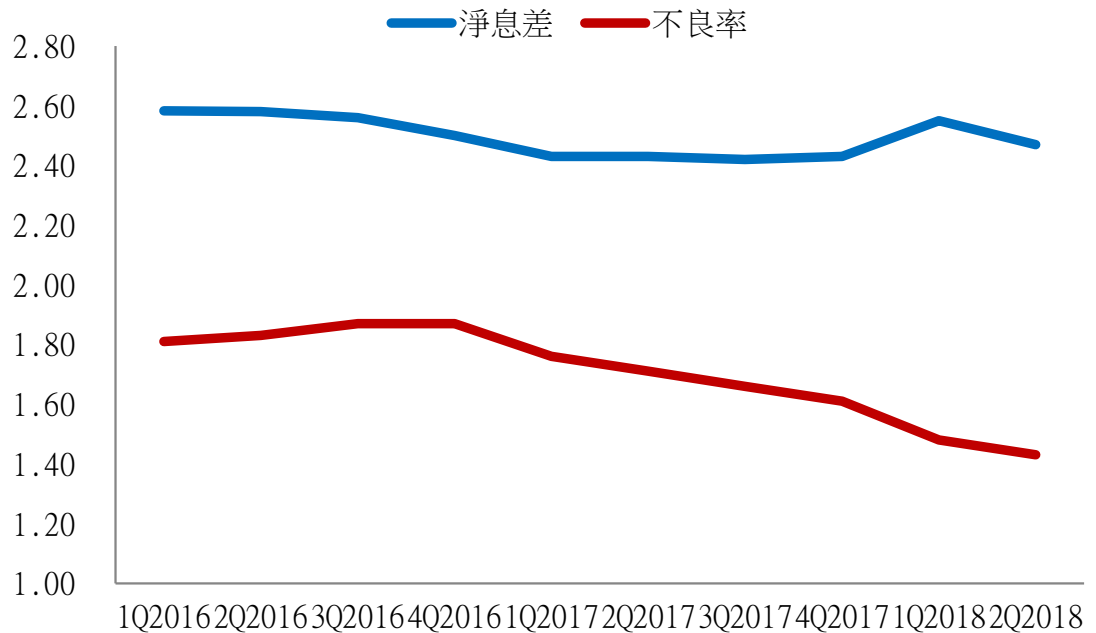
预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

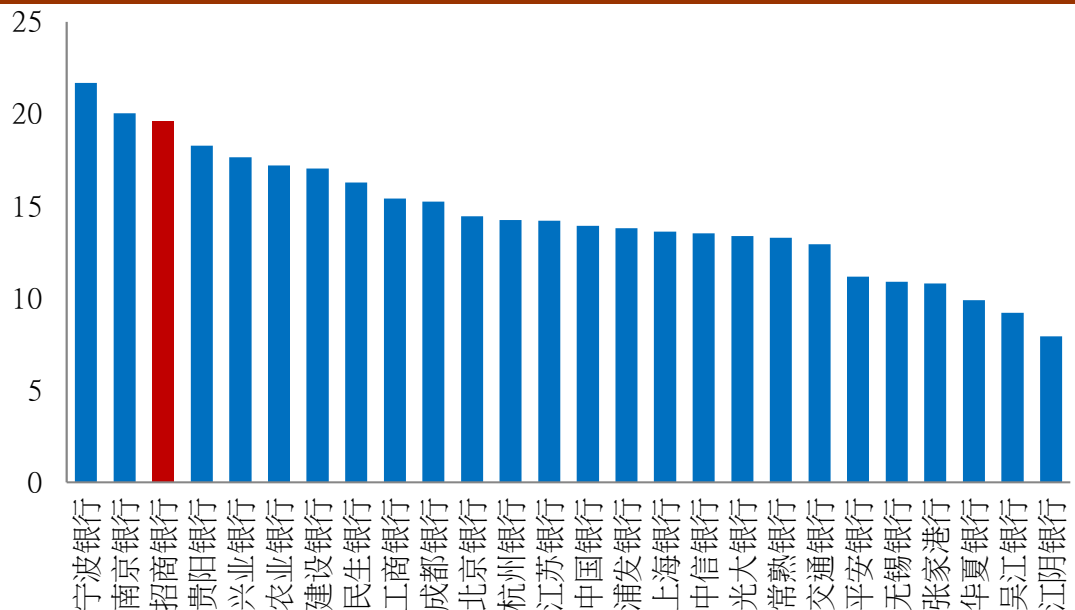
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图1: 招行近两年净息差及不良率情况 (%)



资料来源: Choice, 群益证券整理

图2: 招行 ROE 好于同业 (%)



资料来源: Choice, 群益证券整理 (招行数据为半年报业绩预告数据, 其他银行为 1Q 数据)

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	201,471	209,025	220,897	252,601	292,822
净利息收入	136,729	134,595	144,852	162,434	183,074
净手续费及佣金收入	53,419	60,865	64,018	78,647	98,308
营业支出	127,223	131,307	130,357	152,025	176,706
营业利润	74,248	77,718	90,540	100,576	116,116
拨备前净利润总额	133,514	143,877	150,466	171,741	196,160
资产准备支出	59,266	66,159	59,926	71,165	80,044
利润总额	75,079	78,963	90,680	100,430	115,884
减：所得税	17,061	16,583	20,042	20,086	23,177
净利润	57,696	62,081	70,150	80,344	92,707

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
现金及存放央行款项	584,342	597,529	616,419	680,145	734,556
存放同业款项	63,779	103,013	76,918	83,071	89,717
客户贷款	2,739,444	3,151,649	3,414,612	3,769,093	4,160,373
资产总计	5,474,978	5,942,311	6,297,638	6,801,449	7,345,565
投资及其它	2,087,413	2,090,120	2,189,689	2,269,140	2,360,918
同业存放款项	711,561	555,607	439,118	474,247	514,190
客户存款	3,571,698	3,802,049	4,064,345	4,399,378	4,762,028
负债合计	5,113,220	5,538,949	5,814,246	6,260,411	6,735,779
股本(百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
股东权益总额	361,758	403,362	483,392	541,038	609,786
负债和所有者权益总计	5,474,978	5,942,311	6,297,638	6,801,449	7,345,565

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	400,420	-120,615	-5,660	91,382	-11,631
投资活动产生的现金流量净额	-371,603	13,720	-84,471	-147,451	-72,734
筹资活动产生的现金流量净额	124,885	-3,996	22,663	47,851	22,173
现金及现金等价物净增加额	164,372	-103,731	-71,687	-10,219	-65,193

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。