

营收进入快速增长期，但需平衡资本回报及资产质量风险

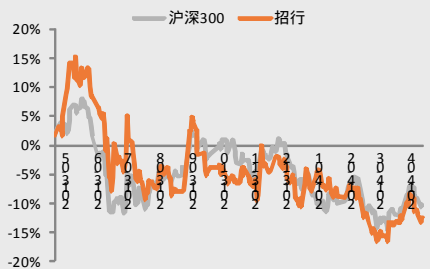
推荐 (维持)

现价：10.06 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/17.97%
实际控制人/持股	招商局集团有限公司/18.80%
总股本(百万股)	25220
流通 A 股(百万股)	20600
流通 B/H 股(百万股)	4620
总市值 (亿元)	2537
流通 A 股市值(亿元)	2075
每股净资产(元)	11.23
资本充足率(%)	10.9%

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

励雅敏	投资咨询资格编号 S1060513010002 021-38635563 liyamin860@pingan.com.cn
黄耀锋	投资咨询资格编号 S1060513070007 021-38639002 huangyaofeng558@pingan.com.cn
王宇轩	投资咨询资格编号 S1060513020001 021-38633846 wangyuxuan535@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

**事项：**招商银行公布 2014 年 1 季报，公司实现归属于公司股东的净利润为 149 亿元，同比上升 15%（低于我们预期的 22%），贷款/存款环比增长 7%/10%。公司取得 ROA 和 ROE 分别为 1.42% (-8BPs, YoY) 和 21.8% (-3.3PP, YoY)，成本收入比 27% (-4PP, YoY)，不良率 0.85% (+2BPs, QoQ)，拨备覆盖率 268% (+2PP, QoQ)，拨贷比 2.27% (+5BPs, YoY)，净息差 2.65% (-13BPs, QoQ)。核心一级资本充足率 9.09%，资本充足率 10.9%。

平安观点：

■ 收入超预期，1 季度大幅计提拨备令净利润增速低于预期

公司 1 季度营业收入同比大幅增长了 33%，拨备前利润同比 42%，净利润增速 15% 略低于我们预期。其中主要原因是因为公司大幅增加了拨备计提所致。公司 1 季度公司信贷成本年化达到了 1.31% 的有史以来最高水平，同比增加了 89 个 BP。我们预计其中拨备有部分为补提非标资产的减值准备以对冲监管同业的负面冲击。另一方面，公司在不良生成率和拨贷比上也存在达标压力，也是致使公司大幅计提拨备的重要因素之一。

■ 非标带动资产规模快速扩张，手续费收入大超预期

1 季度公司总资产规模增速季度环比增长了 10%，其中同业资产环比达到了 17%，应收款项类投资环比增速 39%，均位于目前已披露季报的上市银行首位。其中主要仍然是信托受益权及其他应收款项类投资增加。招行 14 年将延续压缩低收益的被动型同业资产而增加高收益的投资类资产以提高资金运用效率。同业及自营投资规模的扩张也同样为银行带来了超高的非息收入增长。公司一季度手续费收入同比大幅增长 79%，在营业收入中的占比为 28.4%，同比上升 7.4 个百分点。我们预计这一趋势仍将有所延续，但如此快速的非标增长需要兼顾：1) 资本金的快速消耗（核心资本充足率 9.09%，-18BP QoQ）；2) 资产质量及拨备的压力；3) 对净息差等指标的摊薄影响。

■ 同业利差摊薄及存款成本上行压力导致净息差收窄

1 季度招行净息差环比下降了 17 个 BP，我们认为造成下降的原因主要有三个方面：1) 同业及自营非标资产的大幅扩张对净息差有负面摊薄作用。2) 在利率市场化大背景下，招行零售客户存款理财化、资管化的趋势日益明显，这也同样推高了招行核心负债的成本压力。3) 经济下行，企业存款定期化趋势明显。招行公司层面活期存款占比较去年年末环比下降了 2.7 个百分点，推高了存款成本。展望 2 季度后，我们认为招行净息差可能仍有下行的压力。在移动互联网技术与泛资管业务的不断融合，以及 T+0 货币基金、P2P、众筹等新型投资模式的冲击下，招行将不得不加快向客户财富及资产管理型银行转型的步伐。我们认为 14 年招行的零售存款增速并不乐观，但有望借助所开发的互联网金融平台（小企业 e 家）理财业务以及对公/资金业务的短板补强，部分对冲零售存款分流所带来的负债端压力。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	95,852	113,046	132,273	156,243	180,770
YoY (%)	34.8	17.9	17.0	18.1	15.7
净利润(百万元)	36,129	45,273	51,743	61,658	70,297
YoY(%)	40.2	25.3	14.3	19.2	14.0
EPS(摊薄/元)	1.43	1.80	2.05	2.44	2.79
P/E(倍)	7.02	5.60	4.90	4.11	3.61
P/B(倍)	1.54	1.27	0.96	0.83	0.73
EPS(摊薄/元)	1.43	1.80	2.05	2.44	2.79

### ■ 公司业绩进入高增长期，但需要权衡资本回报及资产质量

招行 13 年完成资本补充之后，目前核心资本充足率又下降到接近 9% 的水平。资本核算高级法会对公司资本压力略有缓解，但公司仍应该平衡规模扩张以及资本消耗以及资产质量风险等方面的因素。我们暂时维持公司 14/15 年净利润 19%/14% 的预测。目前股价对应 14 年 PB 水平为 0.8 倍，对应 PE 水平为 4.1 倍。维持“推荐”评级不变。

**风险提示：**公司业务结构调整风险偏好放大，导致资产质量严重恶化超预期

图表1 盈利预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E		2011	2012	2013	2014E	2015E
<b>每股指标 (RMB)</b>						<b>经营管理 (%)</b>					
EPS (摊薄/元)	1.43	1.80	2.05	2.44	2.79	贷款增长率	14.6%	16.0%	15.4%	14.0%	14.0%
BVPS (摊薄/元)	6.54	7.95	10.53	12.06	13.86	生息资产增长率	16.4%	22.0%	17.6%	15.8%	13.6%
每股股利	0.42	0.63	0.62	0.73	0.84	总资产增长率	16.3%	21.9%	17.8%	15.8%	13.6%
分红率	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	17.0%	14.1%	9.6%	15.4%	15.0%
<b>资产负债表 (Rmb mn)</b>						付息负债增长率	16.5%	21.5%	16.0%	14.4%	14.8%
贷款总额	1,641,075	1,904,463	2,197,093	2,504,686	2,855,342	净利息收入增长率	33.7%	15.8%	11.9%	14.1%	12.5%
证券投资	460,261	519,798	762,755	953,444	1,096,460	手续费及佣金净收入增	37.9%	26.3%	47.8%	32.0%	25.0%
应收金融机构的款项	268,402	491,255	505,802	556,382	600,893	营业收入增长率	34.8%	17.9%	17.0%	18.1%	15.7%
生息资产总额	2,741,338	3,345,793	3,934,126	4,554,047	5,172,274	拨备前利润增长率	42.8%	17.4%	20.7%	19.0%	16.0%
资产合计	2,794,971	3,408,219	4,016,399	4,649,284	5,280,440	税前利润增长率	41.3%	26.4%	14.9%	18.6%	13.3%
客户存款	2,220,060	2,532,444	2,775,276	3,202,669	3,683,069	净利润增长率	40.2%	25.3%	14.3%	19.2%	14.0%
计息负债总额	2,581,474	3,136,015	3,636,690	4,159,180	4,772,716	非息收入占比	16.3%	17.5%	22.1%	24.7%	26.6%
负债合计	2,629,961	3,207,712	3,750,443	4,344,568	4,930,333	成本收入比	36.3%	36.1%	34.4%	34.0%	33.8%
股本	21,577	21,577	25,220	25,220	25,220	信贷成本	0.54%	0.31%	0.50%	0.00%	0.6%
股东权益合计	164,997	200,434	265,465	304,153	349,461	所得税率	23.3%	24.0%	24.4%	24.0%	23.5%
<b>利润表 (Rmb mn)</b>						<b>盈利能力 (%)</b>					
净利息收入	76,307	88,374	98,913	112,876	126,998	NIM	3.06%	3.03%	2.82%	2.76%	2.71%
净手续费及佣金收入	15,628	19,739	29,184	38,523	48,154	拨备前 ROAA	2.13%	2.10%	2.12%	2.16%	2.19%
营业收入	95,852	113,046	132,273	156,243	180,770	拨备前 ROAE	37.1%	35.7%	33.8%	32.9%	33.2%
营业税金及附加	-6,091	-7,555	-8,579	-10,134	-11,724	ROAA	1.39%	1.46%	1.39%	1.42%	1.42%
拨备前利润	55,472	65,147	78,643	93,587	108,546	ROAE	24.2%	24.8%	22.2%	21.6%	21.5%
计提拨备	-8,350	-5,583	-10,218	-12,460	-16,616	<b>流动性 (%)</b>					
税前利润	47,122	59,564	68,425	81,127	91,929	分红率	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.02%
净利润	36,129	45,273	51,743	61,658	70,297	贷存比	73.9%	75.2%	79.2%	78.2%	77.53%
<b>资产质量</b>						贷款/总资产	58.7%	55.9%	54.7%	53.9%	54.07%
NPL ratio	0.56%	0.61%	0.83%	1.00%	1.05%	债券投资/总资产	16.5%	15.3%	19.0%	20.5%	20.76%
NPLs	9,173	11,694	18,332	25,047	29,981	银行同业/总资产	9.6%	14.4%	12.6%	12.0%	11.38%
拨备覆盖率	400%	352%	266%	229%	223%	<b>资本状况</b>					
拨贷比	2.24%	2.15%	2.21%	2.29%	2.34%	核心资本充足率	8.22%	8.49%	9.27%	9.55%	9.66%
一般准备/风险加权资产	2.08%	1.98%	1.78%	1.84%	1.86%	资本充足率	11.53%	12.14%	11.14%	11.20%	11.09%
不良贷款生成率	0.07%	0.21%	0.45%	0.45%	0.45%	加权风险资产	1,760,884	2,077,755	2,744,991	3,115,021	3,590,699
不良贷款核销率	-0.10%	-0.06%	-0.13%	-0.16%	-0.27%	% 总资产	63.0%	61.0%	68.3%	67.0%	68.0%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	