

2014年04月29日

招商银行 (600036.SH)

## 拨备前利润高增长，存款收复失地

■**拨备前利润好于预期：**一季度实现归属母公司股东净利润 149.45 亿元，同比增长 14.8%，略低于预期，但拨备前利润增长高达 41.5%，好于预期。在利息收入稳定、中收强劲增长带动下，营收同比增长高达 32.6%，同时机构改革背景下成本收入比明显下降，由于拨备计提力度大，信用成本是去年同期的三倍以上拖累了利润增速。

■**存款收复失地，资产规模快增，非标业务继续发力：**一季度存贷款、总资产分别较年初提高 10.2%、6.87%、9.66%，存款增量比去年全年还多出 393 亿元，结构上活期占比虽有下降但变化不大（公司口径活期占 50.8%）。资产方面，非贷款业务高增长，特别是买入返售金融资产、应收款项类投资分别较年初增加 753、921 亿元，延续了去年下半年以来金融市场业务特别是非标业务发力的趋势。

■**中收增长迅猛，资产端零售贷款增长放慢但优势依然保持：**一季度手续费净收入同比增长高达 79.4%，在营收中占比 28.4%；公司口径零售贷款占比 38.1%，虽然零售贷款较年初增长 3.32% 慢于批发类增速，但优势依然保持。

■**不良略增，拨备覆盖率稳定：**集团不良贷款余额比年初增加 15.38 亿元，不良率 0.85%，比年初上升 2bp；拨备覆盖率 268.04%，比年初上升 2.04 个百分点；拨备率 2.27%。预计 1 季度核销力度较大。

■**投资建议：**招行一季度拨备前利润增长好于预期，主要受规模增长和中收强劲带动，由于拨备计提力度大导致净利润增长不高。在经过 2013 年的内部改革调整后，预计 2014 年招行在金融市场业务、批发业务方面将有所发力并带动业绩高增长。同时，公司近期也和五大行一起通过了资本计量高级法，未来资本压力明显减轻。我们维持盈利预测和“增持-A”投资评级。

■**风险提示：**经济增速大幅下滑。

单位	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	2.10	2.05	2.49	2.87	3.27
PPOP	3.00	3.10	3.74	4.27	4.90
BVPS	9.29	10.55	12.27	14.26	16.54
DPS	0.63	0.62	0.75	0.87	0.99
PE	5.61	4.91	4.05	3.51	3.08
PPPOP	3.93	3.25	2.70	2.36	2.05
PB	1.27	0.95	0.82	0.71	0.61

盈利和估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股息收益率	5.35	6.16	7.47	8.61	9.82
ROE	22.59	19.46	20.28	20.11	19.77
ROA	1.33	1.29	1.34	1.32	1.30
RORWA	2.18	1.88	1.95	1.93	1.90

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

股份制银行

投资评级

**增持-A**

维持评级

6 个月目标价

12.50 元

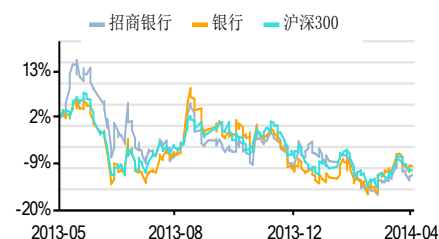
股价 (2014-04-29)

10.11 元

交易数据

总市值 (百万元)	253,963.85
流通市值 (百万元)	207,733.47
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	9.46/13.99 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.16	0.02	-5.43
绝对收益	2.86	-3.45	-17.59

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003

xumm@essence.com.cn

021-68765372

相关报告

下半年非标业务增长偏多	2014-03-31
不良率环比升幅较大	2013-10-30
资产结构调整，负债基础稳固	2013-08-18

更新时间: 2014-04-28

**财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))**
**利润表**

(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	88,374	98,913	113,048	122,792	136,686
利息收入	150,101	173,495	211,249	246,048	288,391
利息支出	-61,727	-74,582	-98,201	-123,257	-151,704
净手续费及佣金收入	19,739	29,184	40,274	52,356	64,922
手续费及佣金收入	21,167	31,365	43,284	56,269	69,773
手续费及佣金支出	-1,428	-2,181	-3,010	-3,913	-4,852
其它净收入	4,933	4,176	5,150	6,600	7,757
营业总收入	113,046	132,273	158,472	181,748	209,364
营业税费	-7,555	-8,579	-10,063	-11,632	-13,504
经营费用	-40,801	-45,565	-54,197	-62,340	-72,231
拨备前利润	64,690	78,129	94,212	107,776	123,630
资产减值准备	-5,583	-10,218	-12,222	-13,068	-16,064
税前利润	59,558	68,425	82,499	95,158	108,166
所得税	-14,286	-16,683	-19,717	-22,838	-25,664
净利润	45,272	51,742	62,782	72,320	82,502
可供母公司分配净利润	45,268	51,743	62,783	72,322	82,503

**资产负债表**

(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	1,863,325	2,148,330	2,499,357	2,903,954	3,345,120
证券投资	517,823	756,830	892,627	1,095,832	1,330,445
其他生息资产	962,670	1,023,041	1,198,000	1,369,790	1,533,180
其他资产	64,281	88,198	108,055	109,583	126,709
资产总额	3,408,099	4,016,399	4,698,039	5,479,158	6,335,454
客户存款	2,532,444	2,775,276	3,058,010	3,412,833	3,785,156
应付债券	77,111	68,936	99,385	121,838	136,266
其他计息负债	533,314	814,369	1,131,464	1,467,518	1,892,578
其他负债	64,829	91,862	99,668	117,290	104,204
负债总额	3,207,698	3,750,443	4,388,527	5,119,479	5,918,203
股东权益	200,328	265,465	309,512	359,679	417,251
股本	21,577	25,220	25,220	25,220	25,220
负债和权益合计	3,408,219	4,016,399	4,698,039	5,479,158	6,335,454

**YOY**

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	16.1	15.3	16.3	16.2	15.2
证券投资	13.0	46.2	17.9	22.8	21.4
生息资产	22.1	17.5	16.8	17.0	15.6
总资产	21.9	17.8	17.0	16.6	15.6
客户存款	14.1	9.6	10.2	11.6	10.9
计息负债	21.5	16.4	17.2	16.6	16.2
净利息收入	15.8	11.9	14.3	8.6	11.3
净手续费及佣金收入	26.3	47.8	38.0	30.0	24.0
营业收入增速	17.9	17.0	19.8	14.7	15.2
拨备前利润增速	17.7	20.8	20.6	14.4	14.7
税前利润增速	26.4	14.9	20.6	15.3	13.7
归属母公司利润增速	25.3	14.3	21.3	15.2	14.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

**ROA Dupont**

(% of AVG Assets)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	2.85	2.66	2.59	2.41	2.31
非利息收入	0.80	0.90	1.04	1.16	1.23
营业收入	3.64	3.56	3.64	3.57	3.54
营业税费	0.24	0.23	0.23	0.23	0.23
经营费用	1.32	1.23	1.24	1.23	1.22
计提准备金前的营业利润	2.09	2.10	2.16	2.12	2.09
准备金	0.18	0.28	0.28	0.26	0.27
税前利润	1.92	1.84	1.89	1.87	1.83
所得税	0.46	0.45	0.45	0.45	0.43
税后利润	1.46	1.39	1.44	1.42	1.40
ROAA	1.46	1.39	1.44	1.42	1.40
平均权益乘数	6.46	7.15	7.10	7.07	7.06
ROAE	24.78	22.19	21.82	21.61	21.24

**流动性**

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款/资产总额—期末	54.7	53.5	53.2	53.0	52.8
贷款/资产总额—平均	55.9	54.0	53.3	53.1	52.9
贷款/存款—期末	73.6	77.4	81.7	85.1	88.4
贷款/存款—期初	72.3	73.6	77.4	81.7	85.1
贷存比(不含贴现)	72.6	76.6	81.5	85.1	88.7

**资产质量**

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
不良贷款率	0.61	0.83	0.89	0.93	0.98
拨备覆盖率	351.8	266.0	260.0	255.0	255.0
拨备/贷款	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5

**资本充足率**

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
加权风险资产占比	60.97	68.34	68.50	68.50	68.50
核心资本充足率	8.49	9.27	9.00	8.62	8.42
资本充足率	12.14	11.14	10.86	10.66	10.54

**经营效率**

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入/营业收入	78.18	74.78	71.34	67.56	65.29
手续费和佣金收入/营业	17.46	22.06	25.41	28.81	31.01
非利息收入/营业收入	21.82	25.22	28.66	32.44	34.71
经营费用/营业收入	36.09	34.45	34.20	34.30	34.50
经营费用/平均资产	1.32	1.23	1.24	1.23	1.22

**盈利能力**

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生息率	4.93	4.77	4.96	4.94	4.98
付息率	2.15	2.19	2.47	2.65	2.81
利差	2.78	2.58	2.49	2.29	2.18
NIM	2.91	2.72	2.65	2.47	2.36
成本收入比	36.1	34.4	34.2	34.3	34.5
营业收入税率	6.7	6.5	6.4	6.4	6.5
信用成本	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
所得税率	24.0	24.4	23.9	24.0	23.7
股利分配率	30.0	30.2	30.2	30.2	30.2

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

许敏敏声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

