

沪港通股票

招商银行 A

移出瑞银 A 股 Key Call 名单

13年11月下旬以来，公司股价已有35%的绝对收益

截止昨日收盘价，考虑除息除权因素该股票获得35%的绝对受益，同时小幅跑赢银行业指数和上证指数。与H股的折价缩窄至0%左右。目前估值相对于板块有一定溢价，我们认为这反映市场对于其相对较强竞争优势的部分认可。估值吸引力有所下降，移出瑞银A股Key Call名单。

高级法下资本水平显著提升，持续关注公司高增长后的资产质量情况

实施高级法后，公司资本水平得到显著提升，三季度末核心一级资本充足率/一级资本充足率为10.35%，资本充足率12.28%，资本压力有所缓解。公司在上市银行中贷款期限相对较短，从而其不良贷款生成更可能处于信贷周期的早期。公司在过去几年贷款规模快速增长（自2009年年均复合增长率15%），加权风险资产自2009年增长了20%以上。14年中期，表外资产同比增长27%，其表外资产占比高于上市银行平均水平。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司2015年盈利预测

考虑到11月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司15年息差将下行11bps；我们相应调整公司14/15/16年EPS预测至2.26/2.49/2.70元（原2.31/2.32/2.50元）。

估值：上调目标价至14.39元，下调至“中性”评级

考虑到行业特性，我们改用PB/ROE估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期ROE将回落至12.5%，高于行业平均；我们在2015年行业平均PB0.94X的基础上给予8%的溢价得到目标PB1.01X，得到目标价14.39元，对应15年PE为5.8X。目前股价对应15年PB/PE为1.00X/5.71X倍。我们认为其较高的估值溢价已反映出公司盈利的支撑，下调公司评级至“中性”（原为“买入”）。

Equities

中国

银行业（除储贷业务）

12个月评级 **中性**
 之前: 买入

12个月目标价 **Rmb14.39**
 之前: Rmb13.63

股价 **Rmb14.20**

路透代码: 600036.SS 彭博代码 600036 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb14.24-9.46
市值	Rmb354十亿/US\$57.1十亿
已发行股本	20,629百万(ORDA)
流通股比例	32%
日均成交量(千股)	186,787
日均成交额(Rmb百万)	Rmb2,291.2
普通股股东权益(12/14E)	Rmb313十亿
市净率(12/14E)	1.1x
一级资本充足率	10%

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	2.31	2.26	-1.92	2.33
12/15E	2.32	2.49	7.15	2.57
12/16E	2.50	2.70	7.95	2.85

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

重要数据(Rmb百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	96,298	113,433	133,030	162,074	186,836	212,336	246,051	289,914
税前利润	47,122	59,564	68,425	75,106	82,494	89,519	105,613	127,968
净利润(本地GAAP)	36,129	45,273	51,742	57,080	62,695	68,035	80,266	97,256
净利润(UBS)	36,129	45,273	51,742	57,080	62,695	68,035	80,266	97,256
一级资本充足率%	8.2	8.5	9.3	9.5	9.5	9.7	9.9	9.9
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.67	2.10	2.30	2.26	2.49	2.70	3.18	3.86
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	24.2	24.8	22.2	19.8	18.7	17.8	18.4	20.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.9	3.6	3.4	3.6	3.1	2.8	2.4	2.0
市净率	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
市净率(UBS)	1.8	1.3	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
市盈率(UBS, 稀释后)	7.5	5.2	5.1	6.3	5.7	5.3	4.5	3.7
净股息收益率(%)	3.3	5.6	5.3	4.8	5.3	5.7	6.7	8.1

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据2014年12月16日17时57分的股价(Rmb14.20)得出;

投资主题

招商银行 A

投资理由

我们认为招商银行在利率市场化和金融脱媒等行业背景下，相比同业或具有更强竞争力；支撑公司中长期 ROE 表现高于同业平均。业务特点包括：1) 在利率市场化背景下，公司零售业务优势仍在，有望支撑其成本未来表现优于同业；2) 招商银行在上市银行中贷款期限相对较短，从而其不良贷款生成更可能处于信贷周期的早期。我们对公司 15 年盈利预测低于市场一致预期 2%，源于我们对于公司净息差下行及信贷成本提升预测略高于市场预期。目标价基于 PB/ROE 估值。公司估值相对板块平均有一定溢价，反映了其相对较强的基本面实力，给予“中性”评级。

乐观情景

在此情景下，我们预计至 2016 年公司不良率回升低于基准预期，由此得出 2014 年-2016 年 EPS 预测高于基准预测，每股估值 16.05 元。

悲观情景

在此情景下，我们预计至 2016 年公司不良率回升高于基准预期，并可能伴随小规模流动性风险事件，由此得出 2014 年-2016 年 EPS 低于基准预测，每股估值 12.07 元。

近期催化剂

正面：“两小”贷款业务较快增长，或助推公司息差表现超预期，从而带来 2015 年盈利增长超预期；

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb14.39

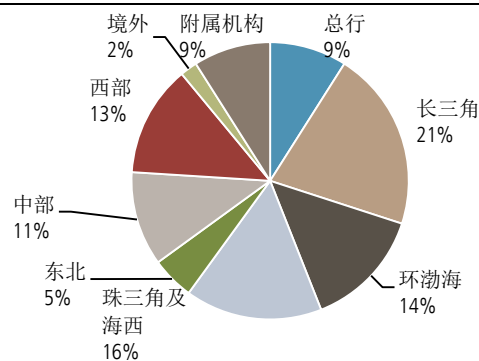
公司简介

招商银行成立于 1987 年，是中国境内首家股份制商业银行。公司分别于 2002 年和 2006 年在上海和香港上市。相比同类股份制银行，招商银行拥有较强的零售业务和中小企业业务实力。截至 2013 年末其资产总额达到 4.0 万亿元，存款总额达到 2.8 万亿元，公司在境内外共运营有 1056 家分支机构。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于招商银行，我们关注其“两小”业务占比提升对于贷款定价的支撑及零售优势对息差下行的缓解。

收入按地区分布，2013 (%)



来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	113,433	133,030	162,074	186,836	212,336
净利息收入	88,374	98,913	106,908	117,527	128,042
非利息收入	25,059	34,117	55,166	69,309	84,294
营业费用	48,350	54,475	62,398	72,866	82,811
拨备前利润	65,083	78,555	99,675	113,970	129,525
税前利润	59,564	68,425	75,106	82,494	89,519
净利润	45,273	51,742	57,080	62,695	68,035
每股盈利 (元)	2.10	2.30	2.26	2.49	2.70
每股净资产 (元)	9.11	10.53	12.39	14.20	16.15
每股股利 (元)	0.62	0.62	0.68	0.75	0.81

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 46: 招商银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 47: 招商银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

招商银行 A (600036.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	76,307	88,374	98,913	106,908	8.1	117,527	9.9	128,042	144,961	169,294
非利息收入总额	19,991	25,059	34,117	55,166	61.7	69,309	25.6	84,294	101,090	120,620
总盈利	96,298	113,433	133,030	162,074	21.8	186,836	15.3	212,336	246,051	289,914
现金支出总额	(38,277)	(45,426)	(51,180)	(58,654)	-14.6	(68,494)	-16.8	(77,842)	(91,359)	(107,645)
折旧前营业利润	58,021	68,007	81,850	103,419	26.4	118,342	14.4	134,493	154,692	182,269
折旧和摊销(除商誉)	(2,612)	(2,924)	(3,295)	(3,744)	-13.6	(4,372)	-16.8	(4,969)	(5,831)	(6,871)
拨备前营业利润	55,409	65,083	78,555	99,675	26.9	113,970	14.3	129,525	148,861	175,398
总拨备	(8,350)	(5,583)	(10,218)	(24,702)	-141.7	(31,634)	-28.1	(40,196)	(43,476)	(47,703)
拨备后营业利润	47,059	59,500	68,337	74,974	9.7	82,336	9.8	89,329	105,385	127,695
来自联营及合资公司的利润(税前)	63	64	88	132	50.0	158	20.0	190	228	274
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	47,122	59,564	68,425	75,106	9.8	82,494	9.8	89,519	105,613	127,968
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	47,122	59,564	68,425	75,106	9.8	82,494	9.8	89,519	105,613	127,968
税项	(10,995)	(14,287)	(16,683)	(18,025)	-8.0	(19,799)	-9.8	(21,485)	(25,347)	(30,712)
税后利润	36,127	45,277	51,742	57,080	10.3	62,695	9.8	68,035	80,266	97,256
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	2	(4)	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	36,129	45,273	51,742	57,080	10.3	62,695	9.8	68,035	80,266	97,256
净利润(不计优先股股息)	36,129	45,273	51,742	57,080	10.3	62,695	9.8	68,035	80,266	97,256
净利润(UBS)	36,129	45,273	51,742	57,080	10.3	62,695	9.8	68,035	80,266	97,256
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.67	2.10	2.30	2.26	-1.6	2.49	9.8	2.70	3.18	3.86
每股收益(UBS 稀释后)	1.67	2.10	2.30	2.26	-1.6	2.49	9.8	2.70	3.18	3.86
拨备前营业利润(稀释后)	2.57	3.02	3.49	3.95	13.1	4.52	14.3	5.14	5.90	6.95
每股股息净值	0.41	0.62	0.62	0.68	9.5	0.75	9.8	0.81	0.95	1.16
每股账面价值	7.50	9.11	10.53	12.39	17.7	14.20	14.6	16.15	18.53	21.74
每股账面价值(UBS)	7.07	8.67	10.13	12.00	18.4	13.81	15.1	15.76	18.13	21.35
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	2,794,971	3,408,099	4,016,399	4,719,624	17.5	5,287,324	12.0	5,961,166	6,837,216	7,930,221
银行资产(平均)	2,598,739	3,101,535	3,712,249	4,368,011	17.7	5,003,474	14.5	5,624,245	6,399,191	7,383,718
总资产(年底)	2,794,971	3,408,099	4,016,399	4,719,624	17.5	5,287,324	12.0	5,961,166	6,837,216	7,930,221
风险加权资产(RWA)(年底)	1,760,884	2,077,755	2,744,991	3,104,592	13.1	3,592,112	15.7	4,014,950	4,561,491	5,265,985
风险加权资产(RWA)(平均)	1,603,884	1,919,320	2,411,373	2,924,792	21.3	3,348,352	14.5	3,803,531	4,288,220	4,913,738
客户贷款	1,604,371	1,863,325	2,148,330	2,416,330	12.5	2,670,231	10.5	2,962,006	3,335,701	3,816,213
客户贷款(平均)	1,503,266	1,733,848	2,005,828	2,282,330	13.8	2,543,280	11.4	2,816,119	3,148,854	3,389,109
生息资产(平均)	2,489,714	2,921,423	3,507,220	4,288,584	22.3	4,922,491	14.8	5,534,768	6,261,477	7,224,973
客户存款	2,220,060	2,532,444	2,775,276	3,219,320	16.0	3,637,832	13.0	4,147,128	4,769,197	5,484,577
普通股权益(年底)	164,997	200,326	265,465	312,557	17.7	358,128	14.6	407,354	467,209	548,412
普通股权益(平均)	149,502	182,662	232,896	289,011	24.1	335,342	16.0	382,741	437,282	477,883
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	165,010	200,399	265,956	312,985	17.7	358,556	14.6	407,782	467,637	548,840
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	149,508	182,705	233,178	289,471	24.1	335,770	16.0	383,169	437,710	508,239
有形资产净值	155,412	190,801	256,003	303,032	18.4	348,603	15.0	397,829	457,684	538,887
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	57.4	54.7	53.5	51.2	-4.3	50.5	-1.4	49.7	48.8	48.1
存款/银行资产(年底)	79.4	74.3	69.1	68.2	-1.3	68.8	0.9	69.6	69.8	69.2
存贷比	72.3	73.6	77.4	75.1	-3.0	73.4	-2.2	71.4	69.9	69.6
股东资金总额/银行资产(年底)	5.9	5.9	6.6	6.6	0.1	6.8	2.3	6.8	6.8	6.9

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

招商银行 A (600036.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	144,745	176,401	254,393	295,419	340,990	390,216	450,071	523,248
总资本	202,957	252,231	305,704	373,181	430,940	490,737	564,256	655,045
风险加权资产 (RWA) (年底)	1,760,884	2,077,755	2,744,991	3,104,592	3,592,112	4,014,950	4,561,491	5,265,985
核心资本(一级资本)充足率%	8.2	8.5	9.3	9.5	9.5	9.7	9.9	9.9
一级资本充足率%	8.2	8.5	9.3	9.5	9.5	9.7	9.9	9.9
总资本充足率%	11.5	12.1	11.1	12.0	12.0	12.2	12.4	12.4
有形权益	155,399	190,728	255,512	302,604	348,175	397,401	457,256	538,459
权益对资产比率%	5.9	5.9	6.6	6.6	6.8	6.8	6.8	6.9
有形权益对有形资产比率%	5.6	5.6	6.4	6.4	6.6	6.7	6.7	6.8
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	9,173	11,694	18,332	28,162	37,077	44,669	51,557	57,537
风险准备金总额	36,704	41,138	48,764	67,614	90,071	117,128	145,843	176,729
不良贷款率	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5	1.5	1.4
拨备覆盖率	400.1	351.8	266.0	240.1	242.9	262.2	282.9	307.2
拨备: 平均贷款余额	0.5	0.3	0.5	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4
不良资产净值与股东资金比率	(16.7)	(14.7)	(11.4)	(12.6)	(14.8)	(17.8)	(20.2)	(21.7)
盈利能力								
净息差(平均资产)	2.94	2.85	2.66	2.45	2.35	2.28	2.27	2.29
拨备与营业利润率	15.1	8.6	13.0	24.8	27.8	31.0	29.2	27.2
股东权益回报率(UBS 盈利)	24.2	24.8	22.2	19.8	18.7	17.8	18.4	20.4
经调整的资产收益率	25.8	26.2	23.2	20.5	19.3	18.3	18.8	19.5
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	2.25	2.36	2.15	1.95	1.87	1.79	1.87	1.98
资产收益率	1.39	1.46	1.39	1.31	1.25	1.21	1.25	1.40
生产率								
成本收入比	42.5	42.6	40.9	38.5	39.0	39.0	39.5	39.5
成本与平均资产比率	1.57	1.56	1.47	1.43	1.46	1.47	1.52	1.65
薪酬费用比	26.8	26.9	25.6	23.8	24.2	24.2	24.6	24.6
增长率(%)								
营业收入	34.8	17.8	17.3	21.8	15.3	13.6	15.9	17.8
拨备前营业利润	42.9	17.5	20.7	26.9	14.3	13.6	14.9	17.8
净利润(UBS)	40.2	25.3	14.3	10.3	9.8	8.5	18.0	21.2
每股股息净值	44.8	50.0	0.3	9.5	9.8	8.5	18.0	21.2
总资产(年底)	16.3	21.9	17.8	17.5	12.0	12.7	14.7	16.0
客户贷款	14.4	16.1	15.3	12.5	10.5	10.9	12.6	14.4
客户存款	17.0	14.1	9.6	16.0	13.0	14.0	15.0	15.0
Value (x)								
市值/收入	2.9	2.2	2.0	2.2	1.9	1.7	1.4	1.2
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.9	3.6	3.4	3.6	3.1	2.8	2.4	2.0
市盈率(本地 GAAP, 基本)	7.5	5.2	5.1	6.3	5.7	5.3	4.5	3.7
市盈率(UBS, 稀释后)	7.5	5.2	5.1	6.3	5.7	5.3	4.5	3.7
净股息收益率(%)	3.3	5.6	5.3	4.8	5.3	5.7	6.7	8.1
市净率	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
市净率(UBS)	1.8	1.3	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。