

招商银行 (600036) 业绩快报点评:

营收延续高增长, 规模增速适当放缓

推荐 (维持)

现价: 14.63 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/17.87%
实际控制人/持股	招商局集团有限公司/18.63%
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	17,666
流通 B/H 股(百万股)	7,554
总市值 (亿元)	3,677
流通 A 股市值(亿元)	3,018
每股净资产(元)	11.97
资本充足率(%)	12.14

行情走势图



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 HUANGYAO FENG558@pingan.com.cn

研究助理

闵良超	一般证券业务资格编号 S1060114070016 021-38631527 MINLIANGCHAO175@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: 招商银行发布 2014 年业绩快报, 14 年净利润同比增 8.1%; 2014 年度总资产 4.7 万亿元, 同比增 17.8%/环比增 0.3%。其中贷款+14%YoY/+1%QoQ; 存款+19%YoY/+1%QoQ。营业收入 1658 亿元, 同比增 25%; 14 年归属于普通股股东净利 559 亿元, 同比增长 8.1%。不良贷款率 1.11%, 环比三季度上升 1BP。

平安观点:

■ 营收增速延续高增长, 四季度规模增速适当放缓

招行 14 年净利润增速 8%, 基本符合我们在 14 年业绩预览中的预测 (10%), 低于市场一致预期 (13%)。虽然净利润低于预期, 但公司在收入端仍获得了较好的业绩成绩。营业收入全年同比增长 25%, 4 季度单季环比持平, 仍维持高速。我们预计其中的非利息收入增速仍维持在 50%以上, 同时生息资产及存款规模的快速扩张抵消了来自于息差的负面因素, 是营收维持高增长的原因。净利润低于预期的主要原因仍是我们提示的资产质量压力的客观因素以及管理层业绩平滑的主观因素结果。就目前公布业绩快报的银行来看, 5 家银行(中信、民生、招行、浦发及兴业)在 4 季度均仍在加大拨备计提的力度。

招行从 3 季度起进行了业务中心的调整, 适当放缓规模增长压低同业业务占比, 以在资本金、拨备及业绩增速之间完成平衡。这也使得其 4 季度总资产规模增速是目前公布业绩快报银行中最低的 (+1% VS 兴业 10%, 浦发/民生 6%, 中信 2%)。

■ 核销后不良维持稳定, 15 年拨备计提压力略降

14 年底招行不良率 1.11%, 环比上升 1bp (VS 行业环比上升 9bp)。虽然招行在意识到经济下行过程中快速扩张所带来的资产质量负面影响之后适当进行了收缩战略, 但来自小微企业贷款的资产质量压力仍需要进一步消化, 公司 4 季度不良生成率基本维持三季度高位。由于公司 2014 年大幅增加了拨备计提力度 (预计全年信贷成本已达到 1.2%), 其拨贷比已接近 2.5%的达标线, 因此我们预计对招行而言拨备对利润所带来的负面影响将在 2015 年减弱。

■ 投资建议

我们认为招行经历了战略的模糊期之后, 15 年重点仍将围绕零售优势开展业务, 但这将一定程度上牺牲规模扩张以获得资产质量的稳定。其在高端客户资产管理、信用卡及互联网金融方面的尝试值得关注, 战略的一致性及持续性有待观察。公司目前交易于 1.07 倍 2015 年 PB, 我们维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 经济增长低于预期, 资产风险加速暴露。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	113,046	132,273	165,714	180,689	200,467
YoY(%)	17.9	17.0	25.3	9.0	10.9
净利润(百万元)	45,273	51,743	55,946	61,425	67,489
YoY(%)	25.3	14.3	8.1	9.8	9.9
ROE(%)	24.8	22.2	19.7	19.0	18.5
EPS(摊薄/元)	1.80	2.05	2.22	2.44	2.68
P/E(倍)	8.15	7.13	6.60	6.01	5.47
P/B(倍)	1.84	1.39	1.22	1.07	0.95

图表1 盈利预测一览

	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	1.80	2.05	2.22	2.44	2.68	贷款增长率	16.0%	15.4%	14.4%	14.0%	14.0%
BVPS (摊薄/元)	7.95	10.53	12.00	13.61	15.37	生息资产增长率	22.0%	17.6%	17.8%	10.5%	11.9%
每股股利	0.63	0.62	0.67	0.73	0.80	总资产增长率	21.9%	17.8%	17.8%	10.5%	11.9%
分红率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	14.1%	9.6%	19.0%	14.0%	13.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	21.5%	16.0%	18.9%	12.2%	13.4%
贷款总额	1,904,463	2,197,093	2,513,475	2,865,361	3,266,511	净利息收入增长率	15.8%	11.9%	13.6%	7.2%	9.9%
证券投资	519,798	762,755	995,395	1,055,119	1,139,529	手续费及佣金净收入增	26.3%	47.8%	50.0%	20.0%	15.0%
应收金融机构的款项	491,255	505,802	591,788	597,706	645,523	营业收入增长率	17.9%	17.0%	25.3%	9.0%	10.9%
生息资产总额	3,345,793	3,934,126	4,636,325	5,124,950	5,735,052	拨备前利润增长率	17.4%	20.7%	29.5%	9.7%	9.1%
资产合计	3,408,219	4,016,399	4,733,283	5,232,126	5,854,987	税前利润增长率	26.4%	14.9%	7.6%	9.8%	9.9%
客户存款	2,532,444	2,775,276	3,302,578	3,764,939	4,254,382	净利润增长率	25.3%	14.3%	8.1%	9.8%	9.9%
计息负债总额	3,136,015	3,636,690	4,322,499	4,849,210	5,500,950	非息收入占比	17.5%	22.1%	26.4%	29.1%	30.1%
负债合计	3,207,712	3,750,443	4,429,998	4,888,246	5,466,523	成本收入比	36.1%	34.4%	32.4%	32.0%	33.0%
股本	21,577	25,220	25,220	25,220	25,220	信贷成本	0.31%	0.50%	1.20%	1.15%	1.08%
股东权益合计	200,434	265,465	302,725	343,246	387,747	所得税率	24.0%	24.4%	24.0%	24.0%	24.0%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	88,374	98,913	112,333	120,474	132,373	NIM	3.03%	2.82%	2.57%	2.42%	2.39%
净手续费及佣金收入	19,739	29,184	43,776	52,531	60,411	拨备前 ROAA	2.10%	2.12%	2.33%	2.24%	2.20%
营业收入	113,046	132,273	165,714	180,689	200,467	拨备前 ROAE	35.7%	33.8%	35.9%	34.6%	33.4%
营业税金及附加	-7,555	-8,579	-10,748	-11,719	-13,002	ROAA	1.46%	1.39%	1.28%	1.23%	1.22%
拨备前利润	65,147	78,643	101,875	111,749	121,911	ROAE	24.8%	22.2%	19.7%	19.0%	18.5%
计提拨备	-5,583	-10,218	-28,263	-30,928	-33,112	流动性 (%)					
税前利润	59,564	68,425	73,611	80,821	88,799	分红率	30.0%	30.0%	30.0%	30.02%	30.02%
净利润	45,273	51,743	55,946	61,425	67,489	贷存比	75.2%	79.2%	76.1%	76.11%	76.78%
资产质量						贷款/总资产	55.9%	54.7%	53.1%	54.76%	55.79%
NPL ratio	0.61%	0.83%	1.11%	1.27%	1.40%	债券投资/总资产	15.3%	19.0%	21.0%	20.17%	19.46%
NPLs	11,694	18,332	27,900	36,390	45,731	银行同业/总资产	14.4%	12.6%	12.5%	11.42%	11.03%
拨备覆盖率	352%	266%	221%	204%	188%	资本状况					
拨贷比	2.15%	2.21%	2.45%	2.59%	2.63%	核心一级资本充足率2	0.00%	9.27%	11.04%	11.45%	11.67%
一般准备/风险加权资产	1.98%	1.78%	2.03%	2.21%	2.29%	资本充足率	12.14%	11.14%	11.39%	11.58%	11.61%
不良贷款生成率	0.21%	0.45%	1.06%	1.00%	1.00%	加权风险资产-一般法	2,077,755	2,744,991	3,029,301	3,348,561	3,747,192
不良贷款核销率	-0.06%	-0.13%	-0.65%	-0.68%	-0.70%	% RWA/总资产	61.0%	68.3%	64.0%	64.0%	64.0%

资料来源: WIND、平安证券研究所

图表2 银行盈利预测表

平安证券研究所-银行业估值比较表													
	股价	总市值	总股本	流通市值	流通股	总资产收益率				净资产收益率			
	元	十亿	百万	十亿	百万	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
工商银行	4.44	1,575	354,809	1,575	354,809	1.45%	1.44%	1.42%	1.34%	22.9%	21.9%	20.4%	18.4%
建设银行	5.59	1,398	250,011	1,398	250,011	1.47%	1.47%	1.42%	1.32%	22.0%	21.4%	20.1%	18.3%
中国银行	4.11	1,193	290,371	1,193	290,371	1.19%	1.23%	1.15%	1.07%	18.0%	17.9%	17.5%	16.4%
农业银行	3.31	1,075	324,794	1,042	314,902	1.16%	1.20%	1.18%	1.11%	20.7%	20.9%	20.2%	18.6%
交通银行	6.11	454	74,263	414	67,721	1.18%	1.11%	1.06%	1.01%	17.9%	15.6%	14.8%	13.8%
招商银行	14.63	369	25,220	369	25,220	1.46%	1.39%	1.31%	1.26%	24.8%	22.2%	20.0%	19.2%
中信银行	6.75	316	46,787	316	46,787	1.10%	1.20%	1.04%	0.97%	16.6%	18.5%	17.0%	15.6%
民生银行	9.30	318	34,231	318	34,231	1.41%	1.34%	1.30%	1.22%	25.7%	23.4%	21.0%	19.0%
兴业银行	14.12	269	19,052	228	16,180	1.23%	1.20%	1.17%	1.11%	24.4%	22.3%	20.9%	19.1%
浦发银行	14.43	269	18,653	215	14,923	1.18%	1.21%	1.21%	1.15%	20.9%	21.4%	21.4%	20.1%
光大银行	4.11	192	46,679	192	46,679	1.18%	1.14%	1.13%	1.06%	22.4%	20.0%	17.5%	16.6%
华夏银行	12.36	110	8,905	80	6,488	0.94%	0.98%	1.02%	0.98%	18.5%	19.4%	19.6%	18.4%
平安银行	13.95	159	11,425	137	9,837	0.94%	0.87%	0.94%	0.97%	17.0%	15.5%	16.3%	17.3%
北京银行	10.07	106	10,560	90	8,968	1.13%	1.10%	1.07%	1.03%	19.1%	18.0%	18.1%	17.5%
南京银行	12.81	38	2,969	38	2,969	1.29%	1.16%	1.13%	1.08%	17.3%	17.6%	18.9%	18.6%
宁波银行	14.23	46	3,250	41	2,872	1.28%	1.15%	1.08%	0.99%	19.9%	20.4%	19.9%	18.6%
A/H 价差	每股盈利				每股净资产				净利润增速				
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	
工商银行	2%	0.67	0.74	0.79	0.80	3.17	3.59	4.10	4.62	14.5%	10.1%	6.1%	2.0%
建设银行	-8%	0.77	0.86	0.92	0.94	3.77	4.26	4.84	5.44	14.1%	11.1%	6.6%	2.7%
中国银行	-14%	0.48	0.54	0.59	0.61	2.84	3.18	3.54	3.93	12.5%	12.4%	8.8%	4.5%
农业银行	-7%	0.45	0.51	0.56	0.58	2.31	2.60	2.94	3.31	19.0%	14.6%	9.3%	3.9%
交通银行	-15%	0.79	0.84	0.88	0.90	5.12	5.65	6.24	6.85	15.0%	6.7%	5.1%	2.1%
招商银行	-1%	1.79	2.05	2.22	2.44	7.94	10.53	12.00	13.61	25.3%	14.3%	8.1%	9.8%
中信银行	-32%	0.66	0.84	0.87	0.90	4.24	4.82	5.41	6.07	0.7%	26.2%	3.7%	3.3%
民生银行	-23%	1.10	1.24	1.30	1.39	4.76	5.78	6.94	8.07	34.5%	12.6%	5.4%	6.5%
兴业银行		1.82	2.16	2.47	2.69	8.90	10.49	12.47	14.38	36.1%	18.7%	14.3%	8.9%
浦发银行		1.83	2.19	2.52	2.71	9.52	10.96	11.77	13.58	25.3%	19.7%	14.9%	7.5%
光大银行	-20%	0.51	0.57	0.61	0.65	2.45	3.27	3.68	4.12	30.6%	13.2%	6.5%	5.9%
华夏银行		1.44	1.74	2.01	2.17	8.39	9.59	10.97	12.61	38.8%	21.2%	15.4%	8.0%
平安银行		1.17	1.33	1.70	2.05	7.42	9.81	11.10	12.63	30.4%	13.6%	27.5%	20.9%
北京银行		1.11	1.27	1.45	1.59	6.78	7.40	8.56	9.61	30.5%	15.3%	13.4%	10.3%
南京银行		1.35	1.51	1.80	2.00	8.29	8.96	10.08	11.38	24.9%	12.1%	18.8%	11.1%
宁波银行		1.25	1.49	1.70	1.84	6.81	7.85	9.23	10.53	25.0%	19.1%	13.8%	8.4%
	PE				PB				股息率				
	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	
工商银行	6.6	6.0	5.7	5.5	1.40	1.24	1.08	0.96	5.3%	5.8%	6.2%	6.3%	
建设银行	7.2	6.5	6.1	5.9	1.48	1.31	1.16	1.03	4.8%	5.4%	5.7%	5.9%	
中国银行	8.5	7.6	7.0	6.7	1.45	1.29	1.16	1.04	4.1%	4.6%	5.0%	5.2%	
农业银行	7.4	6.5	5.9	5.7	1.43	1.28	1.12	1.00	4.7%	5.3%	5.8%	6.1%	
交通银行	7.8	7.3	6.9	6.8	1.19	1.08	0.98	0.89	3.9%	4.3%	4.5%	4.6%	
招商银行	8.2	7.1	6.6	6.0	1.84	1.39	1.22	1.07	3.7%	4.2%	4.6%	5.0%	
中信银行	10.2	8.1	7.8	7.5	1.59	1.40	1.25	1.11	2.2%	3.7%	3.2%	3.3%	
民生银行	8.5	7.5	7.1	6.7	1.95	1.61	1.34	1.15	2.7%	2.3%	2.8%	3.0%	
兴业银行	7.7	6.5	5.7	5.2	1.59	1.35	1.13	0.98	2.7%	3.3%	3.7%	5.7%	
浦发银行	7.9	6.6	5.7	5.3	1.52	1.32	1.23	1.06	3.8%	4.6%	5.3%	5.6%	
光大银行	8.1	7.2	6.7	6.4	1.68	1.26	1.12	1.00	1.2%	4.2%	4.5%	4.7%	
华夏银行	8.6	7.1	6.1	5.7	1.47	1.29	1.13	0.98	2.9%	3.5%	4.1%	4.4%	
平安银行	11.9	10.5	8.2	6.8	1.88	1.42	1.26	1.10	2.8%	1.0%	1.8%	2.2%	
北京银行	9.1	7.9	7.0	6.3	1.48	1.36	1.18	1.05	3.3%	1.5%	3.6%	4.0%	
南京银行	9.5	8.5	7.1	6.4	1.54	1.43	1.27	1.13	3.2%	3.6%	4.3%	4.7%	
宁波银行	11.4	9.5	8.4	7.7	2.09	1.81	1.54	1.35	1.6%	2.5%	3.0%	3.2%	
行业平均			6.4	6.1			1.15	1.02			5.1%	5.4%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注释: 1) 平安、浦发采用Wind市场平均盈利预测; 2) 行业平均为流通市值加权;

资料来源: WIND、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，为该类产品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替行使独立判断。

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 2015 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甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	