

招商银行(A) (600036.SS)：重申买入，并因再度关注个人银行条线、业务实力强劲且盈利增速高于同业而将其加入强力买入名单

投资机会

我们重申买入招商银行 A 股，并将该股加入我们的强力买入名单，因其：

1) 重新关注个人银行业务，因为管理层在其 2014 年三季度战略回顾上预计来自个人银行业务的贡献每年将上升 3 个百分点。鉴于招商银行在高端个人银行和互联网银行领域处于领先地位，我们认为该战略的重心回归将有助于改善其业务结构/净资产回报率，因为消费类贷款比企业贷款的净资产回报率更高/信贷风险更低。

2) 互联网金融的战略执行一直较为强劲，该行自 2014 年下半年以来不断推出能够有效改善用户体验的受欢迎新品并进行线上数据挖掘/风险定价即证实了这一点（图表 38）。我们预计，该行将凭借其良好的执行能力和 IT 技术推出更多互联网金融产品。此外，与其它银行相比招商银行在互联网金融方面的领先地位可以有效地增强其个人银行业务实力、支持线上个人贷款增长、节约人工成本并更好地防御来自互联网巨头的挑战。详细信息请参见我们于 2014 年 11 月 14 日发表的报告“中国：金融服务：互联网金融 1：巨头之争硝烟起；中型银行面临边缘化风险”。

3) 盈利增速高于同业，得益于 2015/16 年个人贷款业务和资产负债规模增长稳健以及信贷成本下降（为提高拨备覆盖率，该行已在 2014 年一次性计提了较高的拨备成本）。我们预计 2015/16 年税后净利润增速为 13%/12%（行业均值为 8%/9%），因为个人贷款增长稳健、信贷成本下降以及银行卡/结算手续费依然强劲的积极作用超过了同业影子银行证券化业务逐步去杠杆的不利影响。我们预计 2015/16 年信贷成本将从 2014 年 116 个基点的峰值降至 98 个/91 个基点，因为该行已在 2014 年为同业非标资产计提了适宜的拨备，因此面临的拨备压力较小。

我们出于同样的基本面原因重申对招商银行 H 股的买入评级。

推动因素

- 1) 2015 年上半年业绩显示消费类贷款和盈利强劲增长；
- 2) 推出受欢迎的互联网金融创新举措和/或监管规定允许开立网上银行账户，使招商银行能够通过线上渠道来渗透其网点未覆盖到的客户；
- 3) 进一步降息/降准推动宏观经济。

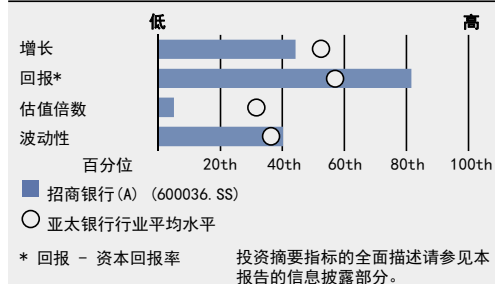
估值

我们将招商银行 A 股的 12 个月目标价格上调 52%至人民币 20.7 元，基于 1.44 倍的 2015 年预期市净率和应用了 A 股流动性溢价(22%)的剩余收益模型，新目标价格对应 41%的上行空间。我们将招商银行 H 股的 12 个月目标价格上调 25%至 21.3 港元，基于 1.18 倍的 2015 年预期市净率和剩余收益模型，隐含 20%的上行空间，维持买入评级。

主要风险

GDP 增速大幅放缓，流动性注入过多导致外汇流出严重，该行盈利/不良贷款差于预期。

投资摘要



Key data	Current
Price (Rmb)	14.64
12 month price target (Rmb)	20.7
Market cap (Rmb mn / US\$ mn)	369220.8/59154.8
Foreign ownership (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
EPS (Rmb)	2.05	2.26	2.56	2.85
EPS growth (%)	(2.2)	10.1	13.2	11.6
P/B (X)	1.4	1.2	1.0	0.9
P/E (X)	7.1	6.5	5.7	5.1
Dividend yield (%)	4.2	4.6	5.2	5.8
P/PPOP (X)	4.7	3.5	3.3	3.0
PPOP growth (%)	22.9	33.7	7.5	10.0
Preprovision ROA (%)	2.1	2.4	2.2	2.2
Credit cost (%)	0.5	1.2	1.0	0.9
ROA (%)	1.39	1.30	1.28	1.27
ROE (%)	22.2	19.7	19.2	18.6

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	32.8	32.1	38.5
相对于新华富时600指数	4.7	(5.2)	(2.6)

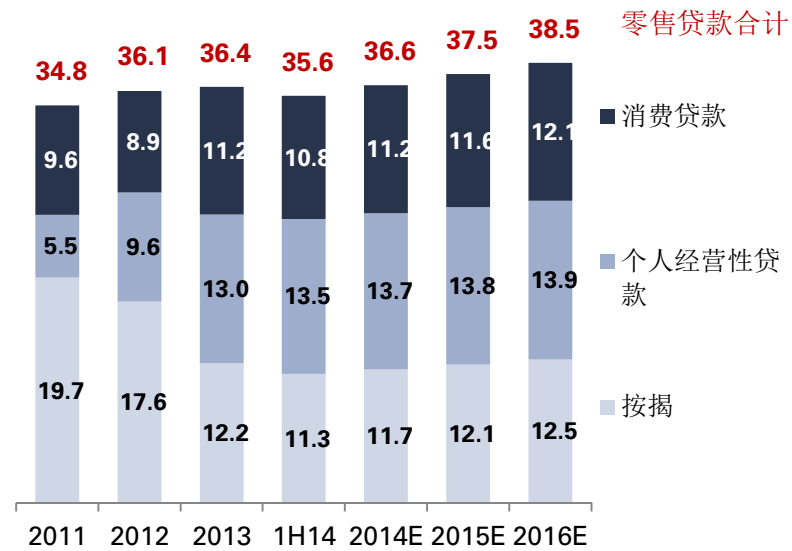
资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为2/11/2015收盘价）

招商银行(A)：财务数据概要

Profit model (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	Balance sheet (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Net interest income	98,913.0	110,279.4	120,868.4	131,644.3	Gross loans	2,197,094.0	2,516,002.9	2,858,298.3	3,220,642.6
Non-interest income	33,786.0	56,149.3	60,013.0	67,999.6	NPLs	18,332.0	27,947.8	35,785.5	44,649.6
Operating revenue	132,699.0	166,428.6	180,881.4	199,643.9	Loan loss reserves	48,764.0	64,295.3	77,406.0	90,046.2
Non-interest expense	(54,144.0)	(61,364.8)	(67,980.3)	(75,402.5)	Total interest earning assets	3,928,847.0	4,600,732.9	5,174,372.9	5,753,374.2
Preprovision operating profit	78,555.0	105,063.9	112,901.1	124,241.4	Other non-interest earning assets	87,552.0	119,197.5	166,299.0	237,898.6
Total provision charge	(10,218.0)	(29,107.3)	(27,884.3)	(29,356.3)	Total assets	4,016,399.0	4,719,930.3	5,340,671.9	5,991,272.8
Associates	88.0	118.0	0.0	0.0	Customer deposits	2,775,276.0	3,308,370.8	3,771,542.7	4,242,929.2
Pretax profit	68,425.0	76,074.5	85,016.8	94,885.1	Total interest-bearing liabilities	3,636,687.0	4,267,555.4	4,820,664.0	5,395,461.0
Tax	(16,683.0)	(18,205.2)	(20,578.0)	(22,966.6)	Total equity	265,956.0	312,425.4	359,779.6	412,366.5
Minorities	1.0	60.0	0.0	0.0	CAMEL ratios (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Net profit	51,741.0	56,948.4	64,438.8	71,918.5	C: Tier 1 capital ratio	9.3	9.8	9.5	9.4
Dividends	(15,636.4)	(17,084.5)	(19,331.6)	(21,575.6)	C: Equity/loans	12.4	12.7	12.9	13.2
Dividends payout (%)	30.2	30.0	30.0	30.0	C: Equity/assets	6.6	6.6	6.7	6.9
Earnings growth drivers (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	A: NPL ratio	0.8	1.1	1.3	1.4
Net interest margin	2.69	2.55	2.44	2.37	A: Loan loss reserves/NPLs	266.0	230.1	216.3	201.7
Provision charge/total loans	0.48	1.19	1.00	0.94	E: Net interest margin	2.69	2.55	2.44	2.37
YoY Growth (%)					E: Non int inc/oper revenues	25.46	33.74	33.18	34.06
Customer deposits	9.6	19.2	14.0	12.5	E: Cost-income ratio	40.8	36.9	37.6	37.8
Loans	15.3	14.1	13.4	12.6	E: ROAA	1.39	1.30	1.28	1.27
Net interest income	11.9	11.5	9.6	8.9	L: Loan/deposit ratio	77.4	74.1	73.7	73.8
Fee income	47.8	57.8	8.1	16.0	Loan portfolio (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Non-interest income	34.8	66.2	6.9	13.3	Commercial & corporate	74.1	74.1	75.0	75.0
Operating revenue	17.0	25.4	8.7	10.4	Mortgages/home loans	22.0	22.0	21.3	21.2
Operating expenses	(9.3)	(13.3)	(10.8)	(10.9)	Consumer	25.9	25.9	25.0	25.0
Preprovision operating profit	22.9	33.7	7.5	10.0	Valuation (current price)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Provision charges	85.7	185.5	(4.2)	5.3	P/E basic (X)	7.1	6.5	5.7	5.1
Pretax profit	17.0	11.2	11.8	11.6	P/B (X)	1.4	1.2	1.0	0.9
Net profit	14.3	10.1	13.2	11.6	P/PPPOP (X)	4.7	3.5	3.3	3.0
EPS	(2.2)	10.1	13.2	11.6	Dividend yield (%)	4.2	4.6	5.2	5.8
DPS	(1.6)	9.3	13.2	11.6	EPS, basic (Rmb)	2.05	2.26	2.56	2.85
Market dimensions	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	EPS, fully-diluted (Rmb)	2.05	2.26	2.56	2.85
No of branches	--	--	--	--	EPS, basic growth (%)	(2.2)	10.1	13.2	11.6
No of staff (000)	--	--	--	--	EPS, fully diluted growth (%)	(2.2)	10.1	13.2	11.6
Revenues/staff (Rs)	NM	NM	NM	NM	BVPS (Rmb)	10.55	12.39	14.27	16.35
Net profit/staff (Rs)	NM	NM	NM	NM	DPS (Rmb)	0.62	0.68	0.77	0.86
DuPont analysis (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E					
ROE	22.2	19.7	19.2	18.6					
x leverage	6.3	6.6	6.7	6.8					
= ROA	1.39	1.30	1.28	1.27					
% of assets	12/13	12/14E	12/15E	12/16E					
Net interest income	2.66	2.52	2.40	2.32					
Fee income	0.79	1.05	0.99	1.02					
Non-interest income	0.91	1.29	1.19	1.20					
Operating revenue	3.57	3.81	3.60	3.52					
Operating expenses	1.46	1.40	1.35	1.33					
Preprovision operating profit	2.12	2.41	2.24	2.19					
Loan loss provisions	0.27	0.67	0.55	0.52					
Pretax profits	1.84	1.74	1.69	1.67					
Taxes	0.45	0.42	0.41	0.41					

Note: Last actual year may include reported and estimated data.
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

图表 38: 我们预计, 到 2016 年招商银行的个人贷款占比将较 2014 年上半年上升约 3 个百分点, 因其重新关注个人银行业务
招商银行的贷款明细, %



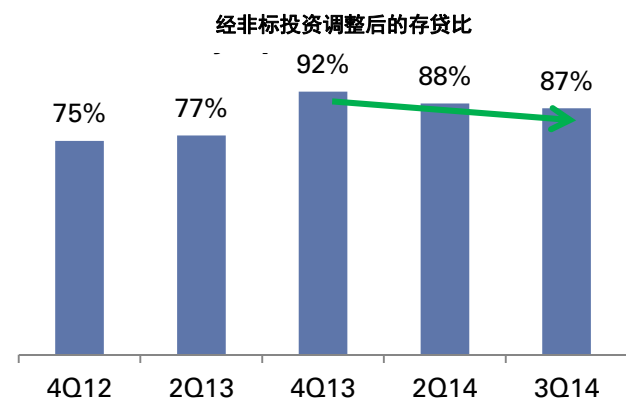
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 39: 该行不断创新/进行数据挖掘显示其互联网金融战略的执行情况良好。我们预计 2015 年将推出更多受欢迎的产品

上市日	产品	特点	影响
9-Oct-14	小企业e家 3.0	向30多万小微企业客户提供免费IT云服务	<ol style="list-style-type: none"> 1. 提高客户粘性 2. 为风险管理在线搜集数据 3. 支持针对优良小微企业的线上贷款审批
17-Nov-14	手机银行app 3.0	优化在线购物模块、理财超市、账户管理等	<ol style="list-style-type: none"> 1. 用户体验明显提高 2. 招行两款app的活跃用户数总和在银行app中排名第一
24-Nov-14	PAD作业平台	零售信贷经理可以帮助客户通过PAD提交申请，不受时间地点限制，相当于扩建了3000多个简易移动低柜	<ol style="list-style-type: none"> 1. 缩短贷款等待时间，用户体验明显提高 2. 减轻信贷经理的工作量 3. 监控信贷经理的工作和活动地点，减少操作风险
16-Jan-15	闪电贷	瞬时信用贷款发放，只需在app上简单操作3步：审批和额度根据在线风控模型和数据挖掘。7*24小时服务	<ol style="list-style-type: none"> 1. 用户体验不逊于阿里巴巴在线小微贷款 2. 我们预估ROE可高达62%，假设在线模式可节约35%经营成本，贷款收益率约12%，信贷成本150bp 3. 目前有10万余客户，我们估计今年可获得1百万名客户，发放100亿元贷款（占总贷款0.3pp）

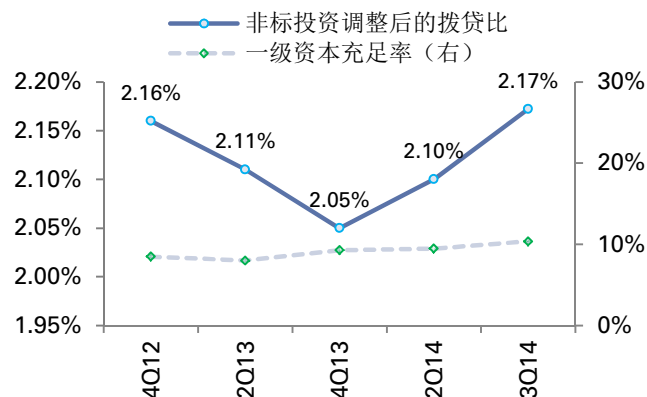
资料来源：高华证券研究

图表 40: 招商银行自 2014 年二季度开始减少非标资产投资，此举有助于降低其实际贷存比，并缓解投资者对相关监管风险的担忧



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 41: 招商银行已对自营非标资产投资计提了资本和拨备。2014 年下半年额外增加拨备的做法可能会降低 2015/16 年的信贷成本



资料来源：公司数据、高华证券研究

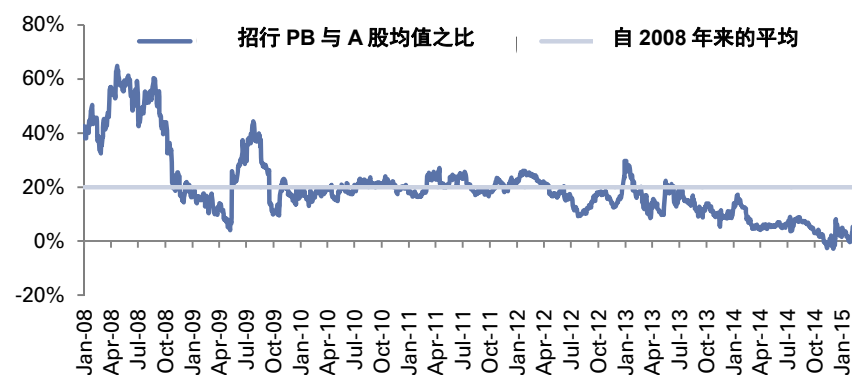
图表 42: 我们预计与影子银行相关的手续费收入将小幅下降, 但这将被信用卡和结算业务手续费收入的强劲增长所部分抵消

	2013	2014E	2015E	2016E
毛手续费收入	48%	59%	8%	16%
信用卡	43%	48%	30%	22%
结算	25%	68%	25%	18%
代理	31%	25%	-5%	11%
承兑担保	29%	68%	-5%	18%
托管	56%	76%	-5%	18%
其他	114%	76%	5%	5%

注: 灰色标注的手续费收入部分源于影子银行活动的贡献

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 43: 招商银行 A 股的 2015 年预期市净率接近 A 股均值, 而 2008 年以来较 A 股的平均溢价为 20%



注: 其交易市净率较 A 股均值高 1/5 个百分点, 基于我们的 2015 年预期市净率/路透 12 个月预期市净率

资料来源: 公司数据、高华证券研究