

推荐 (上调)

招商银行 (600036) 2014 年年报点评

风险评级：一般风险

零售业务优势彰显，上调评级

2015 年 3 月 19 日

投资要点：

邓茂

SAC 执业证书编号：

S0340512070001

电话：0769-22119270

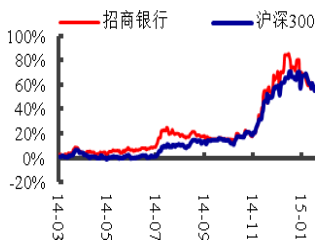
邮箱：dm3@dgzq.com.cn

主要数据

2015 年 3 月 18 日

收盘价(元)	15.74
总市值(亿元)	3,969.60
总股本(亿股)	25,219.85
流通股本(亿股)	20,628.94
ROE (TTM)	19.23%
12 月最高价(元)	17.20
12 月最低价(元)	9.44

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

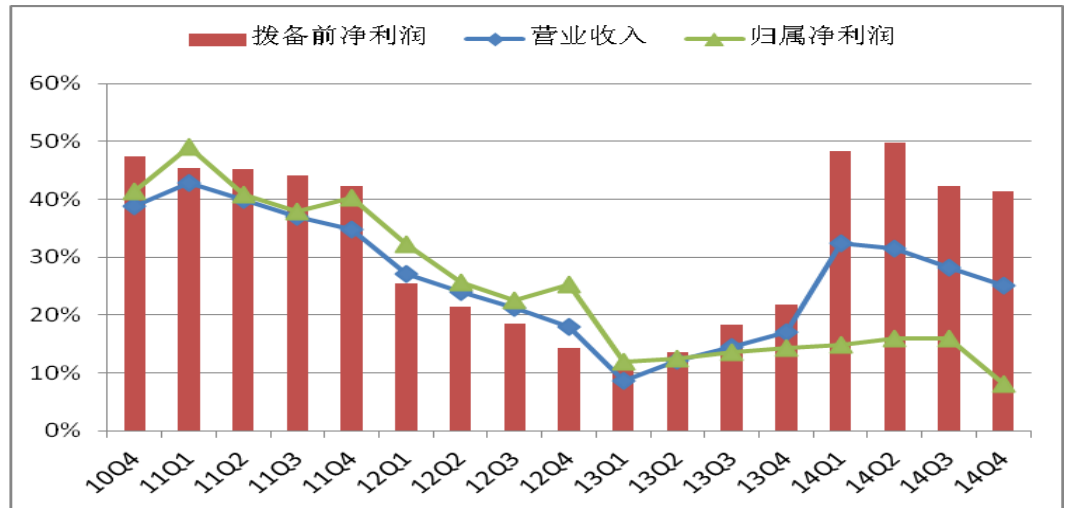
事件：招商银行 (600036) 公布2014年年报，公司2014年实现营业收入1665.25亿元，同比增长25.1%；拨备前净利润 875.92亿元，同比增长 41.37%；归属净利润 559.11亿元，同比增长8.06%。报告期末，公司不良贷款额279.17亿元，占比1.11%。2014年拟分配每10股派发现金股利6.7元 (含税)。

点评：

- **营收增速回升，净利润增速掉入个位数。**从规模来看，公司2014年归属净利润增速净几年来首次降至个位数，主要是来自拨备计提的压力。从营收和拨备前归属净利润来看，公司14年相比上年有显著回升。收入增速上升反应了公司在净息差收窄趋势下，通过扩大非息收入来源成效比较明显。
- **净息差收窄30BP，但同业利差有所扩大。**2014年公司存贷差从4.22%下降至3.97%，净息差收窄30BP至2.52%，净利差收窄32BP至2.33%，从平均利率来看，公司贷款收益率下降3BP，存款成本率上升22BP。这一趋势与同业相似，在降息和存款浮动区间扩大等因素影响下，存贷差和净息差普遍下滑。
- **同业利差扩大38BP至0.7%。**公司提出公司金融和同业金融作为“两翼”的发展战略，同业资产收益率显著提高，同业利差有所扩大也是年报亮点之一。
- **非利息净收入占比创新高，零售业务贡献大。**公司非息收入占比营业收入32.47%，规模较2013年增长59.87%，其中零售业务非息收入占比最高，为42.48%，同业金融业务非息收入增长最快，规模达到96.13亿元，较上年增长251.87%。手续费收入构成受托理财业务收入增长迅猛成为第一大手续费收入来源，反映公司客户基础好，财富管理需求庞大。
- **不良率上升28BP，比较平稳。**公司2014年末不良率 1.11%，较年初上升0.28 百分点；按类型分，不良率上升较多的是小微贷款，但零售贷款不良率仅0.77%，低于对公贷款1.39%；从行业看，92%新增不良集中在制造业、批发和零售业、采矿业三个行业。
- **拨备覆盖率233.42%，贷款拨备率2.59%，14年公司信用成本1.4%，**由于拨备覆盖率下降较快且核销力度加大，15年信用成本也将维持在1%以上。
- **现金分红保持稳定，股息率4.2%。**公司2014年利润分配预案为每10股派发现金股利6.7元 (含税)，现金分红比例30.22%，与上年相同，当前股息率约4.2%。

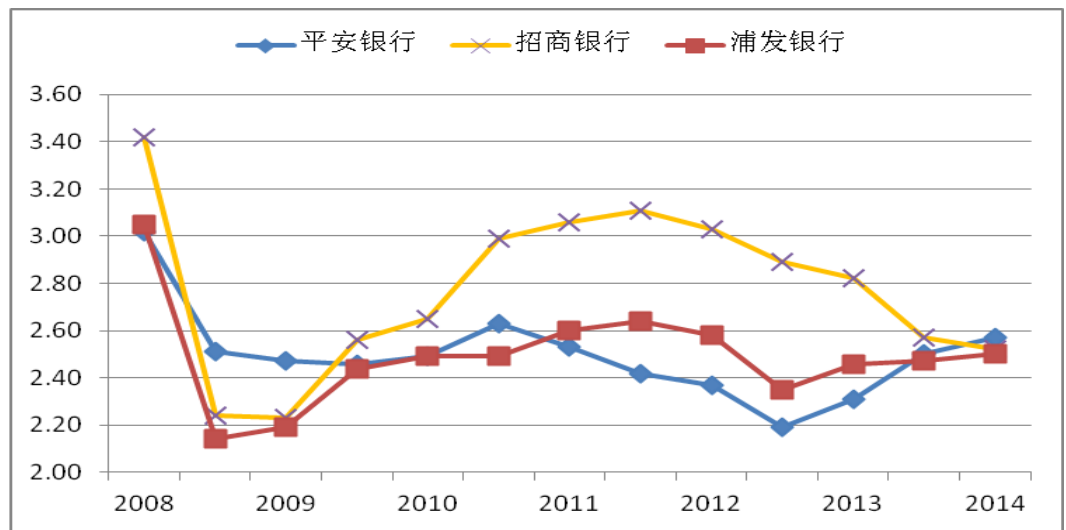
- **投资建议。**公司14年营收增速较快，在一体两翼发展战略下，非息收入扩大弥补净利息收入增速下降，零售业务优势彰显。资产质量相对同业更平稳，但不良率仍然面临较大压力。当前公司交易于6.2/1.14倍2015PE/PB，我们上调公司评级至推荐。

图 1：招商银行收入、利润增速变化



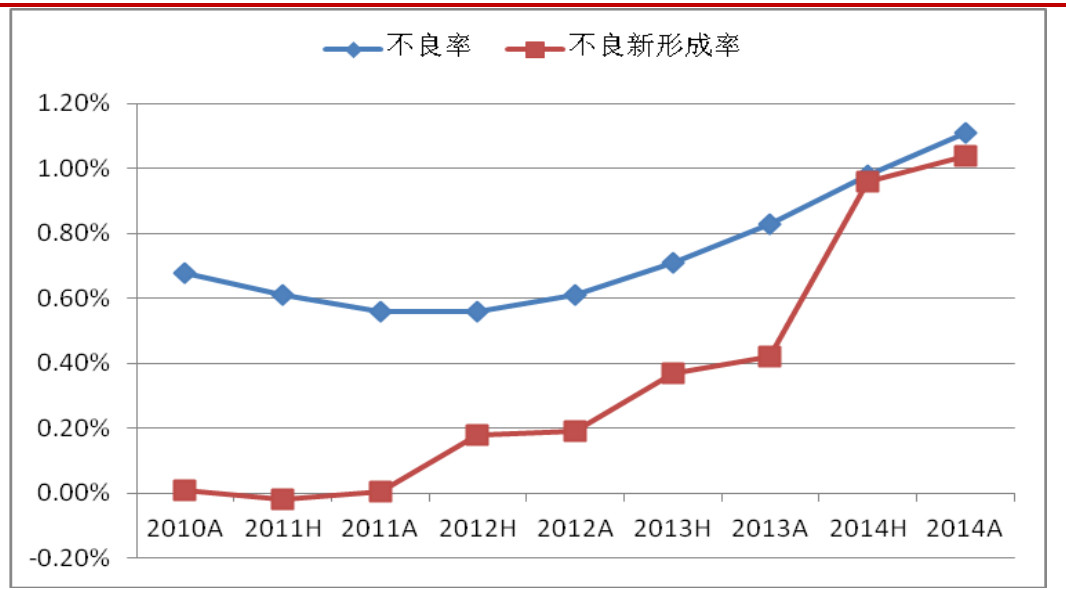
数据来源：WIND资讯，东莞证券研究所

图 2：招商、浦发、平安净息差走势对比



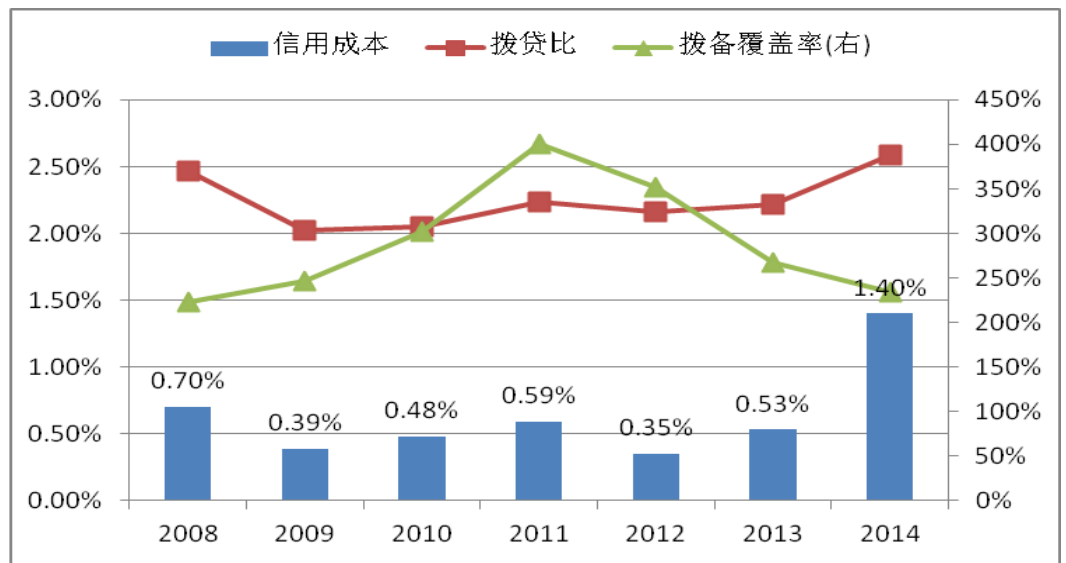
数据来源：WIND资讯，东莞证券研究所

图 3：招商银行不良新形成率大幅攀升



数据来源：WIND资讯，东莞证券研究所

图 4：招商银行 2014 年信用成本大幅上升



数据来源：WIND资讯，东莞证券研究所

表 1: 招商银行盈利预测

每股指标与估值	2013A	2014A	2015E	2016E	增长动力	2012A	2013A	2014E	2015E
每股盈余(元)	2.05	2.22	2.54	2.88	贷款增长	15.37%	14.42%	14.00%	14.00%
每股净资产(元)	10.55	12.49	13.79	14.23	存款增长	9.59%	19.07%	16.00%	16.00%
每股拨备前收益(元)	3.12	4.17	4.40	4.88	净利息收入增长	11.93%	13.23%	5.10%	3.23%
P/E	7.68	7.09	6.20	5.47	手续费净收入增长	47.85%	53.15%	40.00%	30.00%
P/B	1.49	1.26	1.14	1.11	拨备前利润增长	20.73%	33.66%	5.67%	10.84%
P/PPOP	5.04	3.77	3.58	3.23	归属净利润增长	14.30%	8.06%	14.51%	13.36%
利润表(亿元)	2013A	2014A	2015E	2016E	生息资产增长	17.51%	7.56%	20.73%	0.68%
净利息收入	989.13	1120.00	1177.17	1215.20	付息负债增长	15.97%	-1.22%	17.46%	-12.04%
利息收入	1734.95	2228.34	2562.59	2946.98	生息资产收益率	4.72%	4.65%	4.45%	4.45%
利息支出	745.82	1108.34	1385.43	1731.78	付息负债付息率	2.20%	2.09%	2.23%	2.23%
手续费净收入	291.84	446.96	625.74	813.47	有效所得税率	24.38%	23.67%	22.15%	23.00%
非利息收入	336.91	538.63	659.59	888.19	CAMEL分析	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1326.04	1658.63	1836.76	2103.39	C:核心资本充足率	8.45%	8.12%	8.12%	0.00%
营业支出	646.93	930.94	1019.56	1173.61	C:资本充足率	11.96%	11.39%	11.39%	0.00%
资产减值损失	102.18	316.81	286.59	294.04	C:权益/贷款	12.10%	12.53%	12.13%	10.98%
拨备前利润	786.43	1051.12	1110.74	1231.12	C:权益/资产	6.62%	6.66%	6.62%	6.85%
税前利润	684.25	734.31	824.15	937.08	A:不良贷款率	0.83%	1.11%	1.20%	1.20%
净利润	517.42	560.49	641.64	727.19	A:拨d贷比	2.22%	2.59%	2.86%	3.07%
归属净利润	517.43	559.11	640.26	725.81	A:拨备覆盖率	267.41%	233.42%	237.93%	255.65%
资产负债表(亿元)	2013A	2014A	2015E	2016E	E:净利差(SPREAD)	2.52%	2.56%	2.32%	2.32%
贷款总额	2197094	2513919	2865868	3267089	E:净息差(NIM)	2.69%	2.81%	2.57%	2.57%
存放央行款项	505022	641035	769242	552646	E:利息收入比例	74.59%	67.53%	67.56%	67.56%
同业资产	505802	400966	521256	638632	E:成本收入比	34.36%	30.54%	32.01%	32.01%
债券投资	756830	708376	991726	724952	E:ROAE	1.39%	1.28%	1.27%	1.27%
生息资产	3964748	4264296	5148092	5183319	E:ROAA	22.19%	19.25%	19.37%	19.37%
资产总额	4016399	4731829	5253155	5235676	E:RORWA	2.29%	4.60%	2.06%	2.06%
各项存款	2775276	3304438	3833148	2937635	L:贷存比	79.17%	76.08%	79.87%	78.50%
同业负债	792478	181591	226989	658075	L:风险加权资产系数	60.58%	56.00%	56.00%	56.00%
发行债券	68936	106155	159233	115667	存贷款配置结构	2012A	2013A	2014E	2015E
付息负债	3636690	3592184	4219369	3711377	企业贷款占比	60.53%	60.34%	60.00%	57.00%
负债总额	1718668	1888583	1929396	1975158	票据贴现占比	3.40%	3.23%	3.00%	5.00%
股本	25220	25220	25220	25220	个人贷款占比	36.06%	36.42%	37.00%	38.00%
归属于母公司所有者权益合计	265465	314404	346944	358401	活期存款占比	52.22%	50.86%	48.00%	48.00%
杜邦分析	2013A	2014A	2015E	2016E	定期存款占比	47.78%	49.14%	50.00%	50.00%
ROE	19.46%	17.75%	18.41%	20.23%	其他存款占比	0.00%	0.00%	2.00%	2.00%
杠杆比率	15.92	15.06	15.06	14.84					
ROA	1.29%	1.18%	1.22%	1.39%					

数据来源: WIND资讯, 东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn