



规模大扩张 资产减值损失重压业绩

推荐（维持）

事件：

3月18日，招商银行（600036）公布2014年业绩：2014年公司实现营业收入1658.63亿元，同比增长25.08%；归母净利润559.11亿元，同比增长8.06%。总资产达47318.29亿元，比上年增长17.81%。每股收益和每股净资产分别增长至2.22元和12.47元。

点评

一、规模大扩张 营收高增长

截止2014年末，客户存款总额为33044亿元，较年初增长19.07%；贷款及垫款总额为25139亿元，较年初增长14.42%，在弱市中维持了高增速。2014年机构数量合计达到1431家，较上年末增长35.51%。负债端平均成本抬升较多致净利差与净息差下降明显，影响业绩表现。

二、综合经营提高非息收入占比至三分之一

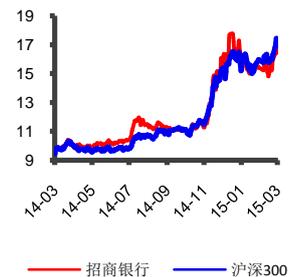
2014年公司实现非息净收入538.63亿元，同比增长59.87%，占营业收入比重提升至32.47%，较2013年增加7.06个百分点。其中，手续费及佣金净收入达446.96亿元，同比增长53.15%；其他净收入主要受汇兑收益和票据价差收入大增影响，同比增长103.39%，占比提升到5.52%。

三、不良爆发 资产减值损失大幅增加

受经济转型阵痛影响，2014年末公司不良贷款余额达279.17亿元，较上年末大幅增长52.29%，公司资产减值损失达316.81亿元，较上年增长2倍多。2014年不良率攀升至1.11%，较2013年提高0.28个百分点。

从行业方面观察，公司贷款不良增量92%集中在制造业、批发和零售业、采矿业三个行业。按业务类型看，公司类贷款不良率达1.39%，较上年增长0.39个百分点；零售类贷款主要因小微贷款不良率快速增长而有所上升，2014年末零售不良率为0.77%，较上年末增长0.14个百分点。

市场表现 截至2015.03.19



市场数据	2015-3-19
A股收盘价(元)	15.68
一年内最高价(元)	17.20
一年内最低价(元)	9.44
上证指数	3582
市净率	1.24
总股本(亿股)	252.20
实际流通A股(亿股)	206.29
限售流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	3235

分析师：赵莎莎

执业证书号：S1490514030002

电话：010-58566806

邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

证券研究报告

四、投资建议:

招商银行在负债经营管理与互联网金融方面的优势仍然领先同业，但是 2014 年和 2015 年由于经济疲软，资产质量承压严重，影响业绩表现。我们认为如果货币政策趋松成立，企业融资成本有望下行，对于缓解银行资产质量压力至关重要。我们维持招商银行(600036)“推荐”评级。

五、风险提示:

货币政策偏紧;

宏观经济持续疲软;

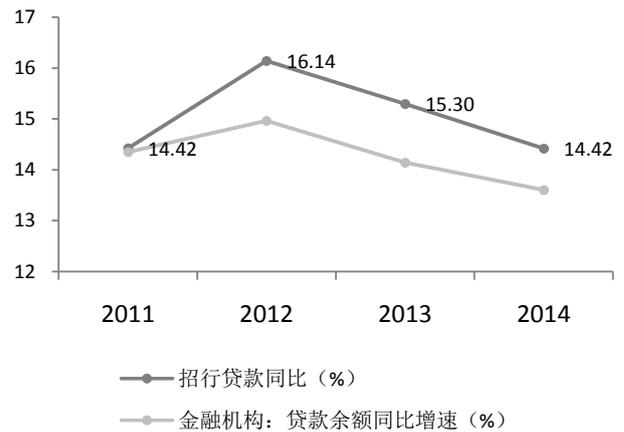
资产质量压力没有缓解迹象

图表 1: 2014 年公司存款增速逆市上涨



数据来源: WIND, 华融证券

图表 2: 2014 年公司贷款保持较快增速



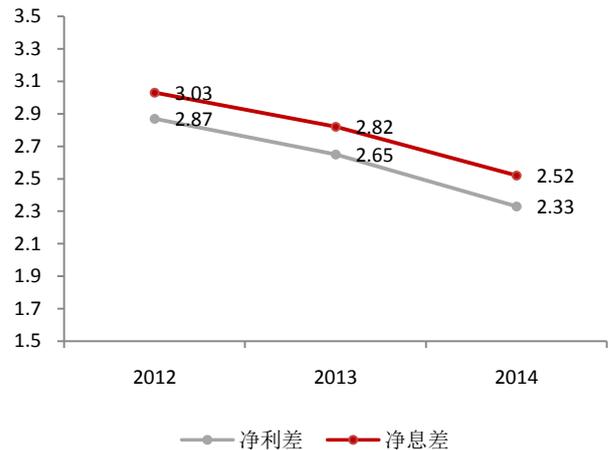
数据来源: WIND, 华融证券

图表 3: 公司分支机构快速扩张



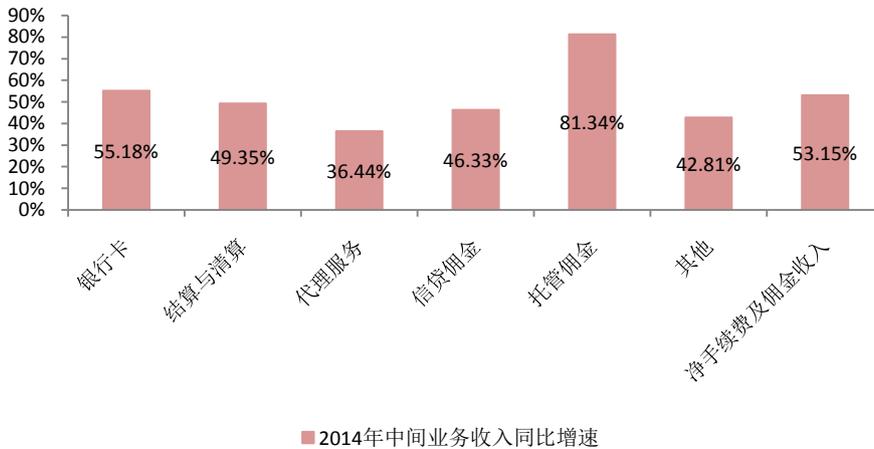
数据来源: WIND, 华融证券

图表 4: 公司传统业务利差空间继续被压缩



数据来源: WIND, 华融证券

图表 5: 2014 年托管和银行卡业务带动中间业务高速增长



数据来源: WIND, 华融证券

图表 6: 公司资产减值准备各项支出

(人民币百万元)	2014	2013	2,012
贷款和垫款	31254	10196	5491
投资	35	4	29
存放和拆放同业	57	(32)	(2)
其他资产	335	50	65
资产减值损失合计	31681	10218	5583

数据来源: 公司公告

附表:

利润表预测

单位: 亿元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	397.49	521.89	734.07	889.69	1048.95
利息净收入	330.35	406.88	530.46	590.40	646.49
手续费及佣金净收入	57.21	104.56	173.78	248.51	347.91
其他收入	9.93	10.45	29.83	50.79	54.55
营业支出	222.07	322.34	471.61	579.85	693.91
营业税金及附加	34.12	40.65	54.82	64.69	78.92
管理费用	156.64	212.79	266.68	320.02	380.82
资产减值损失	31.31	68.90	150.11	195.14	234.17
营业利润	175.42	199.55	262.46	309.85	355.04
减: 所得税	40.40	48.09	63.92	74.36	85.21
净利润	135.11	152.31	198.02	235.48	269.83
基本每股收益	2.62	1.86	1.73	2.06	2.36

数据来源: 公司公告 华融证券

资产负债表预测

单位: 亿元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
资产:					
现金及存放中央银行款项	2,193.47	2,299.24	3,062.98	3,522.43	4,015.57
存放同业	942.95	719.14	669.69	709.87	780.86
发放贷款及垫款	7,082.62	8,321.27	10,036.37	11,471.57	12,733.44
资产总计	16,065.37	18,917.41	21,864.59	24,750.72	28,339.57
负债:					
同业存放	3,542.23	4,507.89	3,854.51	4,224.54	4,731.49
吸收存款	10,211.08	12,170.02	15,331.83	17,784.92	20,096.96
负债总计	15,217.38	17,796.60	20,555.10	23,103.93	26,569.52
所有者权益:					
股本(亿股)	51.23	95.21	114.25	114.25	114.25
一般风险准备	136.33	165.09	191.15	238.78	265.51
归属于母公司所有者权益合计	847.99	1,120.81	1,309.49	1,646.78	1,770.05
每股净资产(元)	16.55	11.77	11.46	14.41	15.49

数据来源: 公司公告 华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn