

# 招商银行 (600036.SH) 银行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市场价格 (人民币): 20.31 元  
目标价格 (人民币): 31.24-31.24 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	20,628.94
流通港股(百万股)	4,590.90
总市值(百万元)	512,215.06
年内股价最高最低(元)	21.13/9.49
沪深 300 指数	5335.12
上证指数	5166.35



## 相关报告

1. 《凤凰涅槃、纳入银行业首选组合》，2015.4.13
2. 《“两小”业务资产质量压力将持续，关注非息收入大发展》，2015.2.16

马鲲鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130514080003  
(8621)60230253  
makunpeng@gjzq.com.cn

## 战略重定位、引领银行业转型新方向

### 投资逻辑

招商银行的转型力度不容忽视、未来巨大发展空间正愈发明显。这是我们招商银行系列报告的第一篇，意在从全局入手，深入梳理招行在新常态下的战略大方向和差异化竞争优势。对银行而言，成功的战略，是胜利的一半。

**招行的核心逻辑：传统优势业务战略重定位、引领银行业转型新方向：**招行过去 10 年的优势建立在优异的零售业务之上，过去 2 年估值溢价的消失缘于市场对招行由“趋势引领者”变为“趋势跟随者”的担忧。“一体两翼”战略提出后，零售业务为主体、对公和同业业务为两翼，再度强化零售业务在总体业务布局中的核心和主体地位，并加强三大条线合作互动，通过零售来带动对公和金融市场业务，传统优势业务重新回到战略核心位置。同时，轻型银行战略亦将依托招行优秀的零售业务基础，在利率市场化大趋势下引领一条银行业转型的全新道路。凤凰涅槃之后，零售银行王者归来，**重申招行 A 股银行组合首选和“买入”评级，上调目标价至 31.24 元（空间 54%）。**

**过去 10 年优势和短板均很明显、两次弥补短板的尝试：**为弥补资产定价能力的相对短板，过去两年招行先后发力两小业务和非标业务，以期从信贷资产和非信贷资产两方面提升资产定价水平。但是，这两方面的努力在当前都面临一定阻力：两小业务受中小及小微企业经营困难大环境的影响，出现了较大的资产质量压力，而非标业务则因为监管政策的不断收紧而明显减速。

**新常态下的新招行：轻型银行战略：**在利率市场化和金融脱媒大背景下，银行负债成本上升的趋势是不可逆转的。无论是小微业务、还是非标业务，都是从提升资产定价方面入手对冲负债成本的上升，即通过提升利息收入化解利息支出的上升。我们认为，在提升资产定价即提升利息收入之外，还存在一条全新的路径：**银行可通过中间业务收入的有效提升来对冲利率市场化背景下利息支出的上升，轻型银行战略即是实现这一目标的重要抓手。**轻型银行战略目标的设立，既是对招行已有零售业务优势的继承和全面发扬光大，也是对资产定价相对短板的有效规避，最重要的努力方向有两点：1) 大力提升轻资本消耗的中间业务占比，招行的巨大优势在于零售业务天生具备轻型属性，对中间业务的贡献强于对公和同业业务，招行的手续费收入结构明显更加扎实，更多面向弱周期性的消费需求和内需领域，与投资和宏观经济周期的关联度持续弱化下降。2) 通过资产证券化盘活存量，招行 2014 年 ABS 发行规模居上市银行第一，预计今年将持续发力。

**金玉满堂：高估值、可分拆业务的领先优势：**信用卡、理财、资产托管是当前被分拆预期最强烈的三大业务，招行在这三大业务板块的优势均非常突出：1) 信用卡是招行最为人人知的战略优势业务，存量客户数、新增客户数、信用卡贷款余额及占总贷款比重、信用卡业务营业收入均居上市银行前列。2) 招行在理财业务上的优势主要体现在高端私人理财业务和净值型理财产品的领先优势上。私人银行资产管理规模行业第一，私人银行业务户均资产规模居行业之首。2014 年末，招行的净值型理财产品占理财产品余额比重超过 25%，应是全行业最高。3) 2014 年末，招行的资产托管余额超过 3.5 万亿，2014 年全年托管资产规模增加 1.7 万亿，增量居行业之首，迎来爆发式增长。在向资产管理型银行转型的大方向下，在强大零售业务及销售能力的支持下，招行的资产托管业务在 2015 年仍将快速发展。

## 一、金玉满堂：高估值、可分拆业务的领先优势

今年商业银行部分业务分拆、持牌、独立经营的预期非常强烈，资产管理及私人银行、信用卡、资产托管业务是最有可能首先被分拆的业务。招行在这三大业务板块的优势均非常突出。

### 1.1 资产管理：尤其需关注私人银行业务和净值型理财产品规模优势

招行在资产管理业务上的优势主要体现在高端私人理财业务和净值型理财产品的领先优势上。

图表 1：2014 年各行资产管理及私人银行业务数据比较

	理财产品余额 (亿元)	理财收入 (亿元)	私人银行客户数 (万户)	私人银行客户 资产规模 (亿元)
工行	19,825	356	4.3	7,357
建行	11,467	109	6.4	
农行	11,575		5.7	6,400
中行	11,325		7.4	7,200
交行	10,398			
招行	9,080	62	3.3	7,526
中信	5,830	46	1.4	
浦发	9,000		1.2	2,200
民生	4,772			2,304
兴业				2,206
光大	8,546	33	1.8	1,685
华夏	2,946	23		
平安	3,231	20	1.0	1545

来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 强大的零售业务基础和优秀的服务能力共同撑起的最佳私人银行

从数据上看，招行的私人银行业务尽管客户数量不及四大行，但资产管理规模却是行业第一，私人银行业务户均资产规模居行业之首。招行自 2007 年开始在总行建立私人银行中后台服务机构，在国内高净值客户集中的核心城市建立私行中心，目前有 30 多家私行中心。招行私人银行的门槛是 AUM 1000 万，自 2007 年开始，客户数量每年均有 30-40% 的增长，至 2014 年末私行客户数已达 3.3 万户。我们测算，2014 年招行私人银行业务收入 60 亿元左右。

一体两翼围绕核心是轻型银行，私人银行就是典型的轻型银行代表，在业务规模上不太受制于传统业务资源限制。另外，在协同效应上，目前已成为国内最大私人银行，已有足够多的管理资产空间和管理客户能力，能协同投行和资管业务取得更好的发展。

我们认为，招行的私人银行业务之所以能在 2007 年与其他银行同步启动的基础上实现如今行业第一的地位，主要原因在于：1) 招行本身零售基础好，从 2004 年转向做零售以及做客户分层开始，已有全套零售客户服务体系，包括网银、空中银行、柜面服务的立体交叉。2) 客户分层清晰，包括基础客户、财富管理类客户（金卡和金葵花客户等中端客户）、高端客户（私人银行），招行最早开始推分层服务。3) 中后台对前台的支持很大，中后台对产品投资研究的投入大，对前台服务有很好支持。目前服务团队 1000 人，80% 是前台，20% 中后台。

此外，在组织架构方面，招行的私人银行业务也有突出优势：招行的私行部门是扁平化服务体系，在一个区域把私行客户集中到私人银行中心管理，这与很多银行不同，很多银行都有私人银行级别的客户，但对其的服务大多下沉在网

点。服务体系扁平化的好处在于：1) 私人银行中心不会受到网点服务参差不齐的影响；2) 缩短了客户需求到决策部门的反射弧。高端客户的需求是个性化的，需要后台支持，但若通过层层支持的网点服务，客户需求反射弧会很长，真正做出来的方案信息会很失真，客户个性化需求满足程度低。招行建立了两层的管理架构，总行和各地的私人银行中心，客户感觉总行贴近其需求，客户粘性高。因此，与同业比较，招行私人银行客户流失率相对较低，客户稳定增长，良好的口碑和服务形成了良性循环。客户流失率远低于其他银行，是合理的正常波动。

我们认为，私人银行业务的核心竞争力在于为客户提出个性化资产配置解决方案。产品方面各家私行同质化很明显，产品创新很容易被复制，市场上很难有独家产品，同质化是必然的行业趋势。私人银行合作的核心产品是方案，对一个具体客户提出最适合他的解决方案，在这过程中，需要很多产品组合实现方案，过程中还需要不断调整。招行的口号是提供投资顾问的差异化竞争优势，招行是方案提供商，专业化能力差异在方案上，以及对客户关系的深度挖掘。

### ■ 净值型理财产品优势遥遥领先

2014 年末，招行的净值型理财产品占理财产品余额比重超过 25%，尽管其他银行并未披露净值型理财产品占比数据，但我们相信，招行超过 25% 的占比应当是全行业最高。在当前理财产品净值化的大趋势下，招行已经在净值型理财产品的发展上取得了显著的领先优势。

净值型理财产品是银监会推动银行资管业务持续发展、打破刚性兑付、让资管业务市场化业务的诉求，各家银行资管在此做了很多工作。招行开始做的时间比较早，净值型发展进程被很多银行借鉴。理财往净值型转化最早参考基金的市场化运作，最早做的是货币类的，相对简单一些，从最早的日日金、日日盈，到后来的朝朝金系列，目前规模已有 1700 亿，发展稳定快速。除货币型外，做的比较早的是类似债券基金的产品，规模在这几年都得到了不断增长，所有净值型产品规模 3700 多亿。

### 1.2 信用卡业务：招行的传统优势项目

信用卡是过去 10 年招行零售业务的重要抓手之一，也是招行最广为人知的战略优势业务。可以看到，尽管在网点覆盖上远远不及四大行，但招行信用卡业务的存量客户数、新增客户数、信用卡贷款余额及占总贷款比重、信用卡业务营业收入均居上市银行前列，优势显著。

图表 2：2014 年各行信用卡业务情况一览

	信用卡客户数 (万张)	信用卡客户数 新增 (万张)	信用卡贷款规模 (百万元)	信用卡贷款规模占 总贷款比重	信用卡不良率	信用卡 利息收入	信用卡 非息收入	信用卡 营业收入
工行	10,056	1,251	366,245	3.3%				
建行	6,593	1,392	333,871	3.6%	0.85%			
农行	5,138	699	222,865	2.8%	1.73%			
中行	4,787	598	268,026	3.2%				
交行	3,628	608	223,593	6.5%				
招行	5,981	599	219,888	8.7%	0.94%	11,844	12,117	23,961
中信	2,460	382	126,133	5.8%				13,290
浦发	930	242	59,132	2.9%	1.47%	2,115	2,712	4,827
民生	2,055	315	147,678	8.1%			11,125	
兴业	1,331	136	66,464	4.2%	1.59%			
光大	2,377	376	139,648	10.7%				14,424
华夏	589	169	33,589	3.6%				
平安	1,643	509	102,899	10.0%				

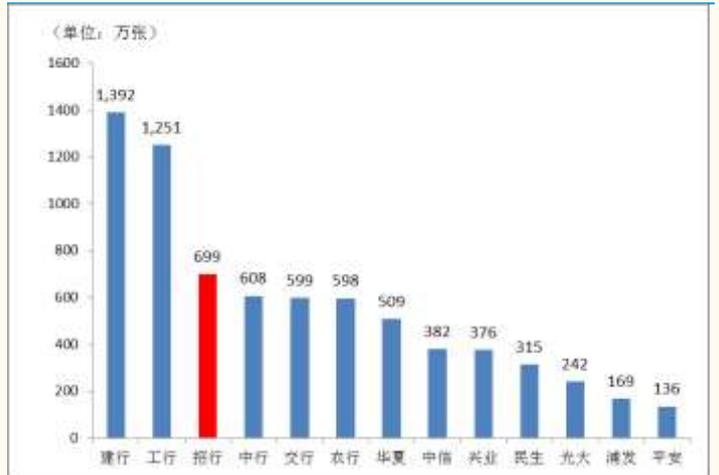
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 2014 年各行信用卡客户数比较



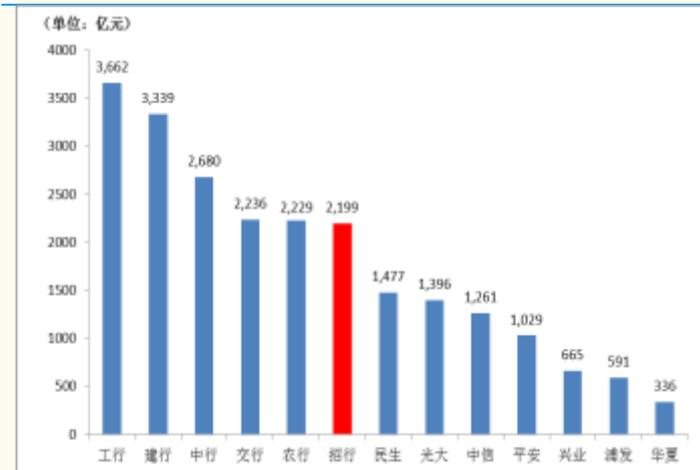
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 2014 年信用卡新增客户数比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 2014 年各行信用卡贷款余额



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2014 年信用卡贷款规模占总贷款比重

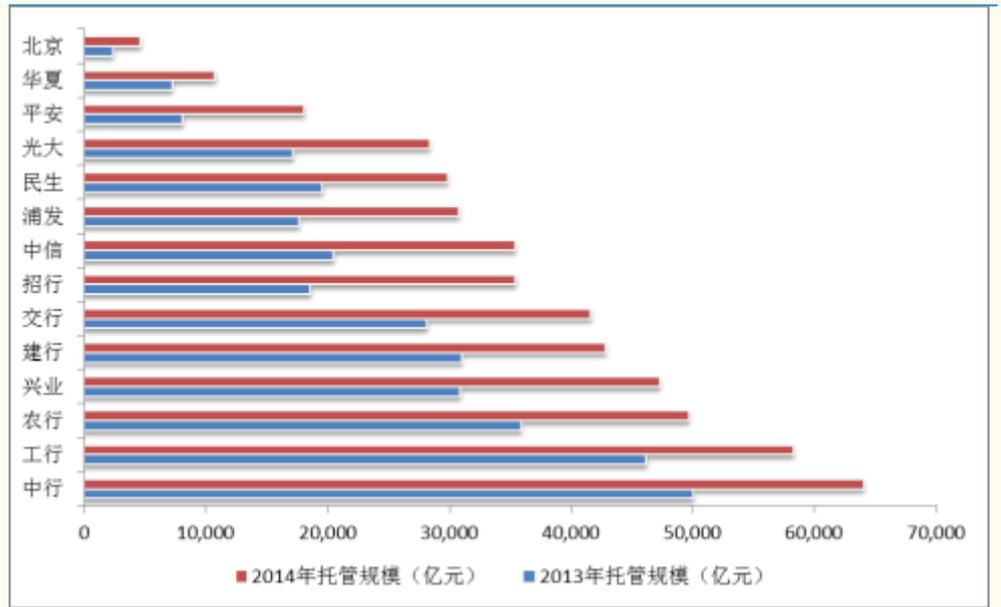


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 资产托管业务: 2014 年爆发式增长、预计 2015 年继续突飞猛进

2014 年末, 招行的资产托管余额超过 3.5 万亿, 较年初增长超过 90%。尽管托管资产总规模居行业中游, 但 2014 年全年托管资产规模增加 1.7 万亿, 增量居行业之首, 迎来爆发式增长。在向资产管理型银行转型的大方向下, 在其强大零售业务及销售能力的支持下, 我们相信招行的资产托管业务在 2015 年仍将快速发展。

图表 1: 7 各行 2013、2014 年托管资产规模



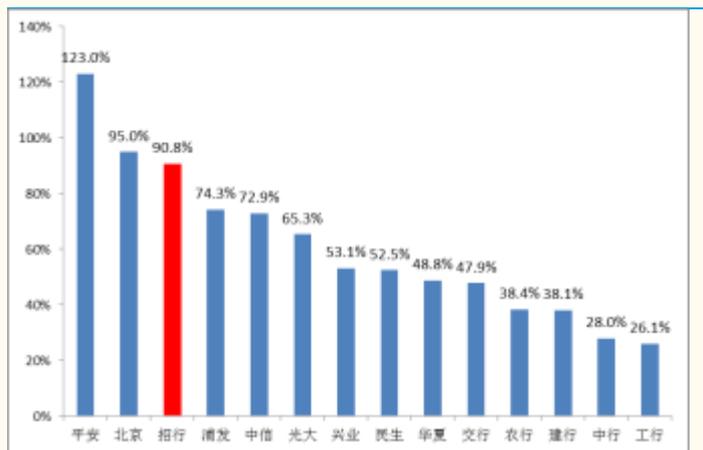
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2014 年各行新增托管资产规模: 招行第一



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 14 年各行托管资产规模增速比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 二、过去 10 年的战略优势、近 2 年弥补短板的尝试、新常态下的新招行

### 2.1 招行零售业务的传统优势、资产定价能力的相对弱势

在上市银行中，招行零售业务的利润和收入贡献均居第一，2014 年，零售业务贡献了招行近 40% 的利润和 41% 的营业收入。从历史角度看，招行零售业务对全行的利润和收入的贡献，也一直位居上市银行最高之列。

2014 年，招行对零售业务设定了全新的经营目标：利润贡献每年提升 3 个百分点。2014 年零售业务利润贡献同比提升 5 个百分点，超额完成任务，预计未来零售业务的利润贡献将有持续提升空间。

图表 10: 2014 年各行零售业务贡献利润占比  
保留一位小数



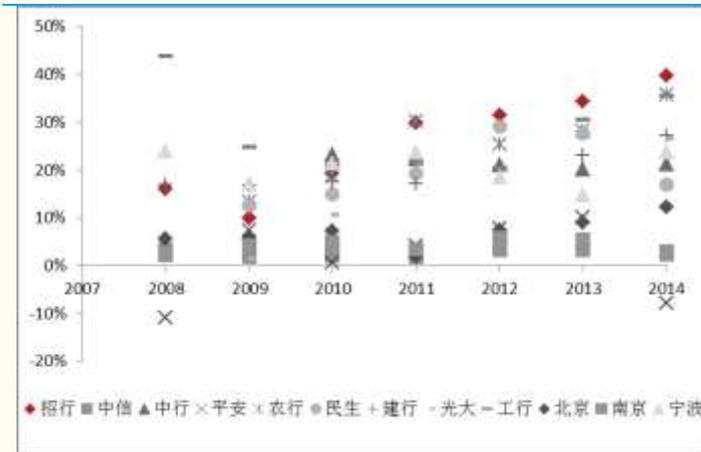
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 2014 年各行零售业务贡献营业收入占比  
保留一位小数



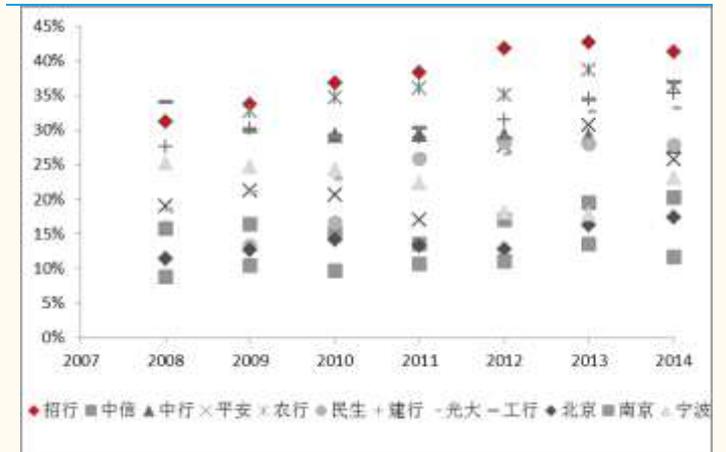
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 各行历年零售业务贡献利润占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 各行历年零售业务贡献营业收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们分别以税前利润和拨备前利润 (PPOP) 计算了零售业务的 ROA, 2014 年招行零售业务基于税前利润的 ROA 和基于拨备前利润 ROA 分别为 3.1% 和 3.9% (同比提升幅度分别达 44bps 和 69bps), 居行业前列, 仅落后于拥有巨大网点和平台优势的工行和农行, 远超同类可比股份制银行。

图表 14: 2014 年各行零售业务 ROA (税前利润)



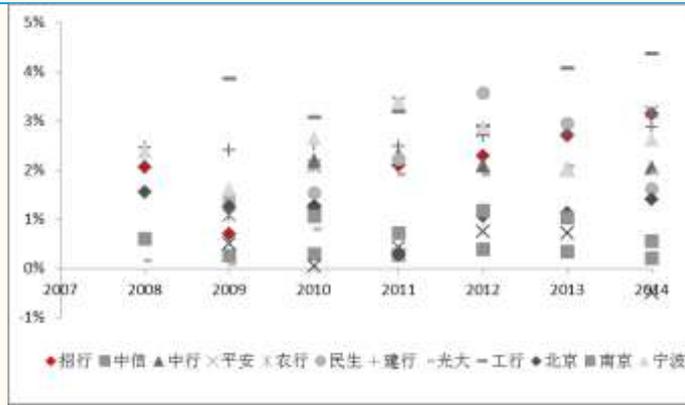
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 2014 年各行零售业务 ROA (PPOP)



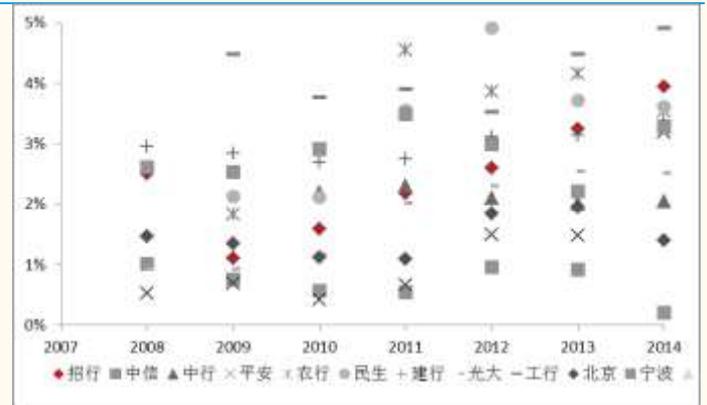
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 各行零售业务 ROA (税前利润)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

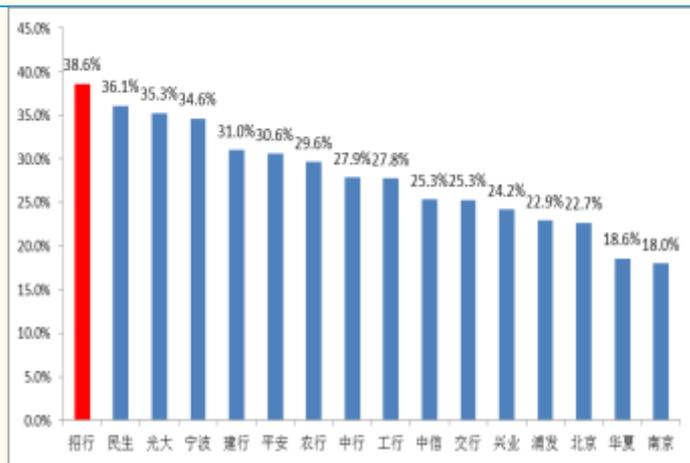
图表 17: 2014 年各行零售业务 ROA (PPOP)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

招行零售业务的存贷款贡献非常突出, 2014 年末, 招行零售贷款占比接近 40%, 居上市银行第一, 零售存款占比 33%, 仅落后于网点覆盖明显更多的四大行, 远超同类可比股份制银行。

图表 18: 2014 年各行零售业务贡献贷款占比  
保留一位小数



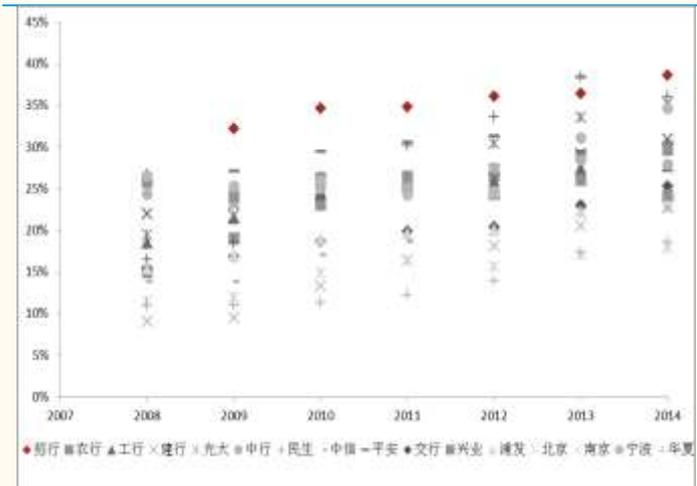
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 2014 年各行零售业务贡献存款占比  
保留一位小数



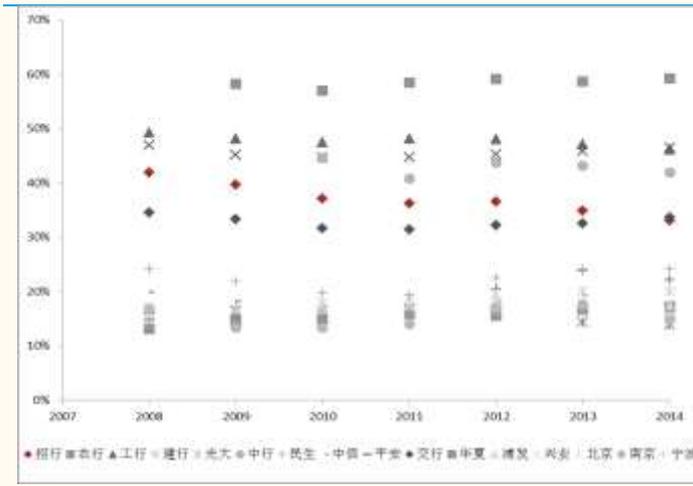
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 各行历年零售业务贡献贷款占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

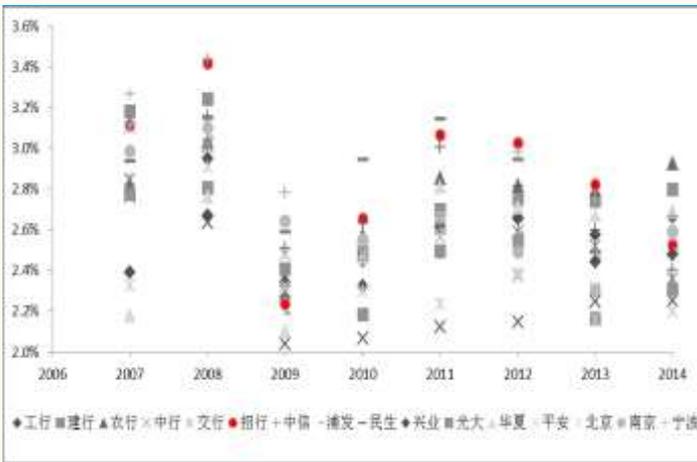
图表 21: 各行历年零售业务贡献存款占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

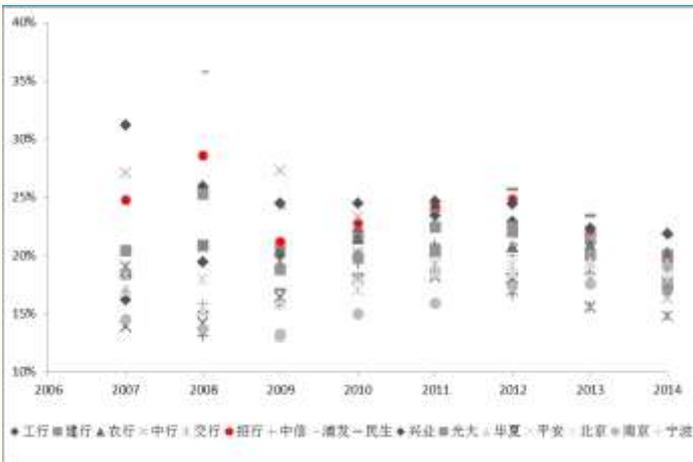
从利润率角度衡量, 在 16 家上市银行的横向对比中, 招行的净息差和 ROE 水平一直居板块前列, 唯一的例外是在大力推行“以量补价”策略的 2009 和 2014 年, 较低收益资产规模的快速扩张对息差和 ROE 产生了显著的负面影响。通过后面的分析我们可以看到, 过去 10 年招行在利润率上的优势, 主要来自负债端的贡献, 巨大的零售业务优势是招行控制负债成本的核心和基础, 但在资产定价方面, 招行的风险偏好较为保守, 整体资产定价水平偏低。

图表 22: 各行历年净息差



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 各行历年 ROE

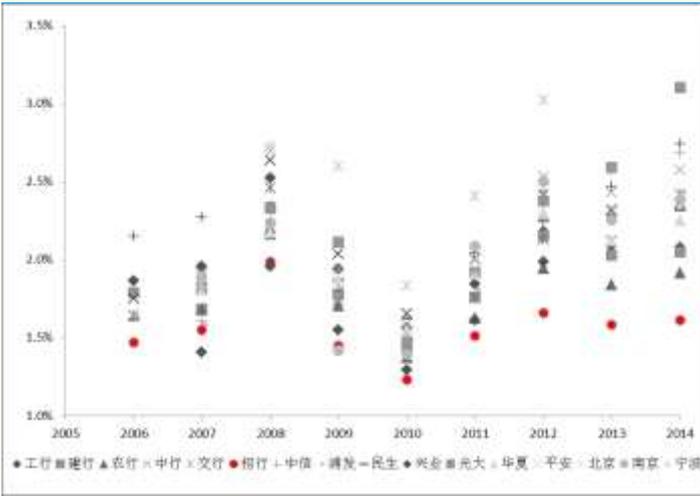


来源: 公司公告, 国金证券研究所

可以看到, 招行零售存款成本居上市银行最低之列, 而对公存款的成本优势并不明显, 在零售业务的推动下, 招行总存款和整体负债成本优势突出, 过去 10 年存款成本一直居 16 家上市银行最低之列, 仅略高于网点覆盖更广的国有大行; 总负债成本同样也在上市银行最低区间。

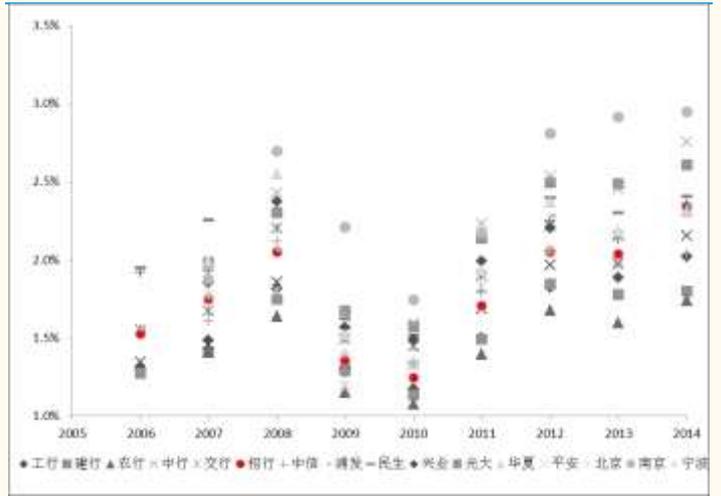
但是, 过去 10 年, 招行存在一个较为明显的弱点: 资产定价水平偏低, 无论是贷款还是总资产收益率均居上市银行最低之列, 我们认为这是招行在资产选择和定价上较为保守策略的直接结果。因此, 在过去 10 年的大部分时间里, 招行在利润率 (以净息差和 ROE 衡量) 上的优势, 更多是受益于其更低的负债成本, 而这是其零售业务优势的直接结果, 在资产定价上的优势并不突出。可以说, 招行过去的策略优势, 是更多着眼于负债成本控制的防守型战略, 在进攻型的资产定价方面, 略有欠缺。

图表 24：各行历年零售存款利率



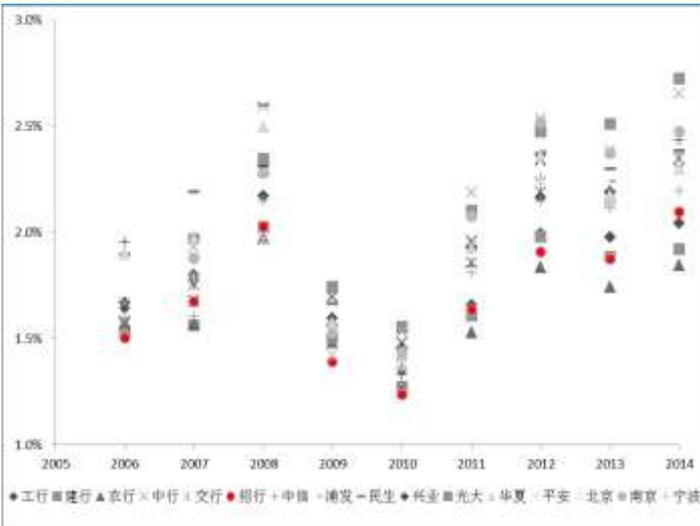
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：各行历年对公存款利率



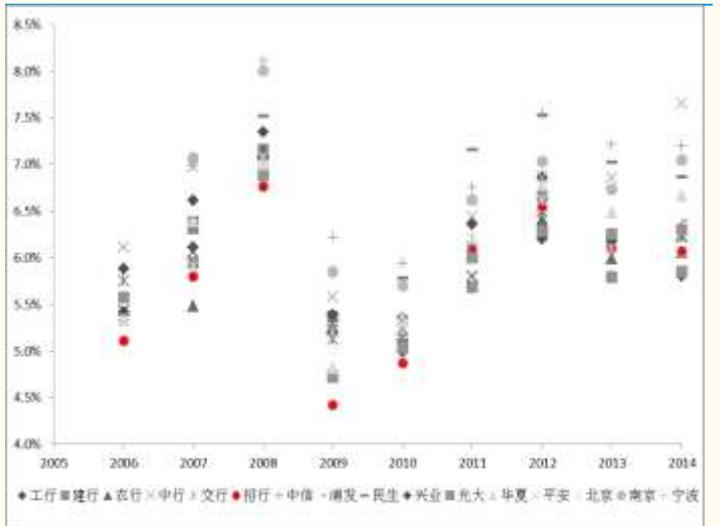
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：各行历年存款利率



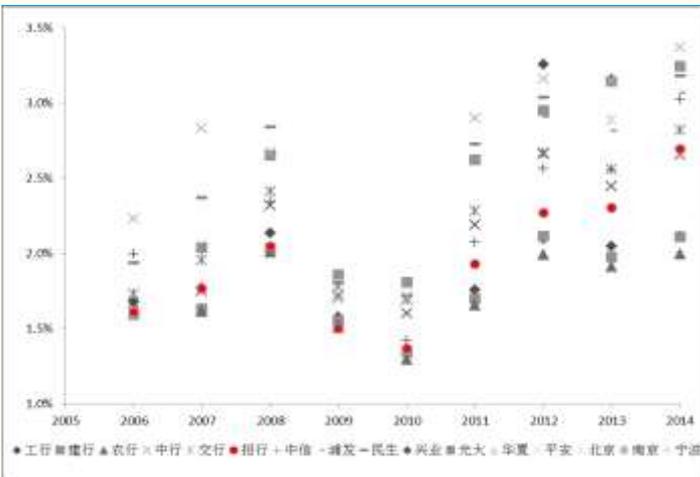
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：各行历年贷款利率（左轴保留一位小数）



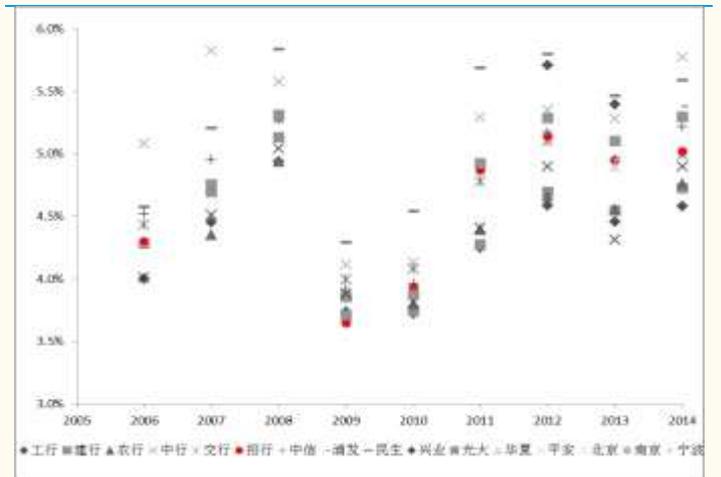
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：各行历年总负债成本率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：各行历年总资产收益率



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2 提升资产定价能力的两次尝试：两小业务和非标业务

为弥补前述资产定价上的短板，招行先后发力两小业务和非标业务，以期从信贷资产和非信贷资产两方面提升资产定价水平。但是，这两方面的努力在当前都面临一定阻力：两小业务受当前中小及小微企业经营困难大环境的影响，出现了较大的资产质量压力，而非标业务则因为监管政策的不断收紧而明显减速。

### 2.2.1 两小业务：2014 年开始减速、当前不良压力较大

2012 年，招行定调“两小”业务（小微企业和小微企业），“两小”贷款余额迅速增长。2014 年，由于开始陆续出现资产质量问题，小企业贷款余额开始压降，小微贷款增速显著放缓。2013 年底由于口径调整将部分“两小”贷款重分类至一般性公司贷款，从而导致当季“两小”贷款余额环比下降。至 2014 年底，“两小”贷款余额略超 6 千亿，占总贷款比重从 2013 年底的 32% 下降至 28%。

图表 30：招行“两小”业务贷款占比变化(单位：百万元)

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
“两小”贷款余额	417,629	442,733	525,314	590,176	615,467
余额环比增速	-	6.01%	18.7%	12.3%	4.3%
占境内一般性贷款比重	24.99%	25.62%	28.95%	31.40%	32.45%
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	
“两小”贷款余额	59,181	610,617	606,585	603,687	
“两小”贷款余额环比增速	-2.8%	2.1%	-0.7%	-0.5%	
占境内一般性贷款比重	29.86%	29.68%	29.27%	28.09%	

来源：公司公告，国金证券研究所

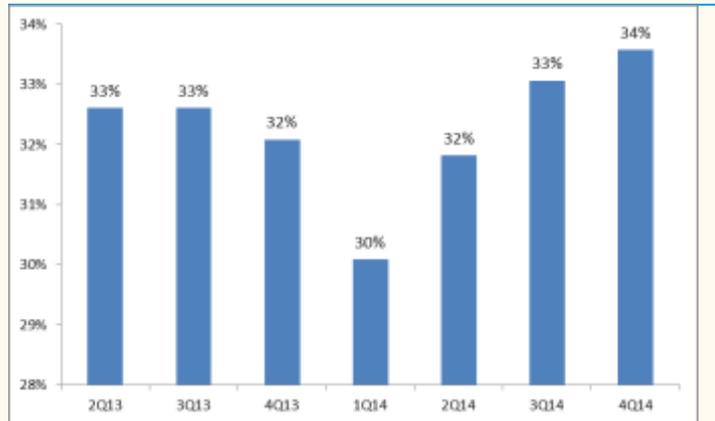
在经历了 2014 年之前的快速扩张之后，2014 年四个季度，小微贷款占总贷款比重一直维持在 15-16% 之间，小企业贷款占比从 2013 年末的 15.8% 压降至 12.5%。小微贷款定价较为稳定，平均利率上浮一直维持在 30% 以上。

图表 31：招行“两小”贷款占总贷款比重变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：招行小微贷款平均利率上浮比例



来源：公司公告，国金证券研究所

与小微业务的领军人物民生银行相比，招行小微贷款占总贷款比重与民生之间的差距从 1Q13 的 12.6 个百分点缩小至 4Q14 的 6.6 个百分点。

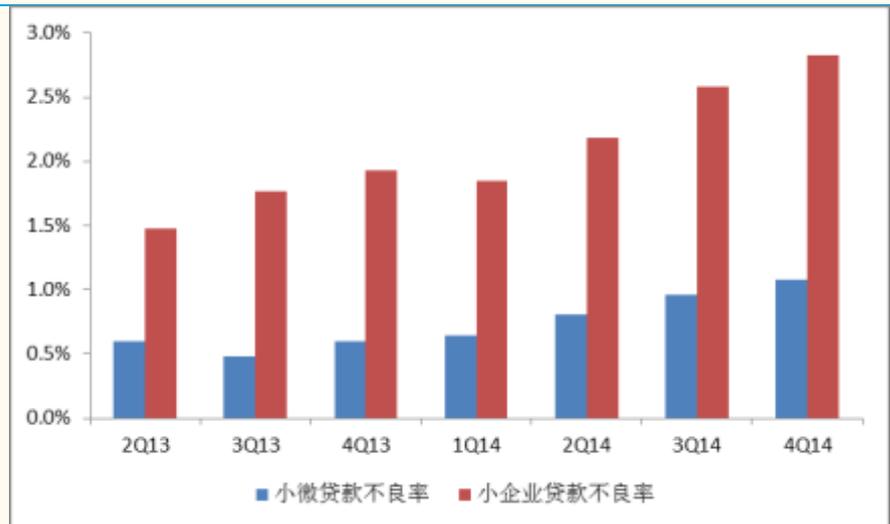
图表 33: 招行 VS 民生: 小微贷款占比比较, 占比差距逐渐收窄



来源: 公司公告, 国金证券研究所

导致“两小”业务减速的主要原因是这两年中小及小微企业普遍面临的经营困难导致的资产质量压力。小企业不良率从 1H13 的 1.48% 上升至 2014 年末的 2.83%，小微不良率从 1H13 的 0.60% 上升至 2014 年末的 1.08%，均出现了几近翻倍的上升。

图表 34: 招行小企业和小微不良率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.2.2 非标业务: 监管大方向的转变、余额开始下降

自营非标业务是招行从非信贷资产端提升定价的重要尝试。招行的非标资产规模从 1H13 开始迅速扩张, 非标资产余额从 2012 年末的 136 亿上升至 1H14 顶峰时期的 5974 亿, 占总资产比重从 2012 年末的 0.4% 上升至 1H14 的 11.9%, 其中买入返售非标占比 27%、投资类非标占比 73%。

2014 年 5 月 127 号文出台后, 银行业非标资产的经营环境出现了重大变化, 买入返售类非标只降不增。2014 年 10 月出台的 43 号文禁止了地方政府除公开发债之外的一切其他融资手段, 非标融资的最主要需求方之一: 来自地方政府融资平台的融资需求消失。因此, 2H14 买入返售类非标和投资类非标余额分别环比下降 31% 和 17%, 非标资产总额环比下降 20%, 占总资产比重下降至 10.1%。



### 2.3.1 零售业务天生具备轻型属性、对中间业务的巨大贡献

在对公、零售和金融市场三大业务条线中，零售业务天生具备较强的轻型属性，零售业务手续费收入对总手续费收入的贡献高于对公和金融市场业务，而净手续费收入在零售业务总收入中的占比也高于其他两大条线。

图表 36: 2014 年各行零售手续费收入占总手续费收入比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37: 2014 年各行对公和金融市场手续费收入占总手续费收入比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38: 2014 年各行零售手续费收入占零售营业收入比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39: 2014 年各行对公和金融市场手续费收入占各自营业收入比

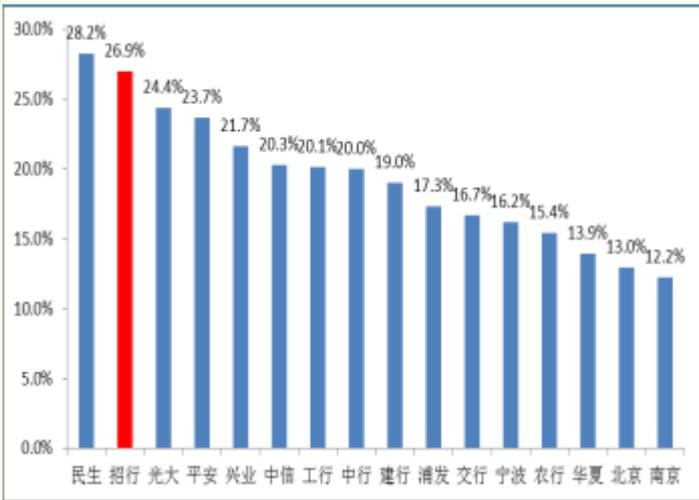


来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3.2 招行中间业务基础明显更加扎实

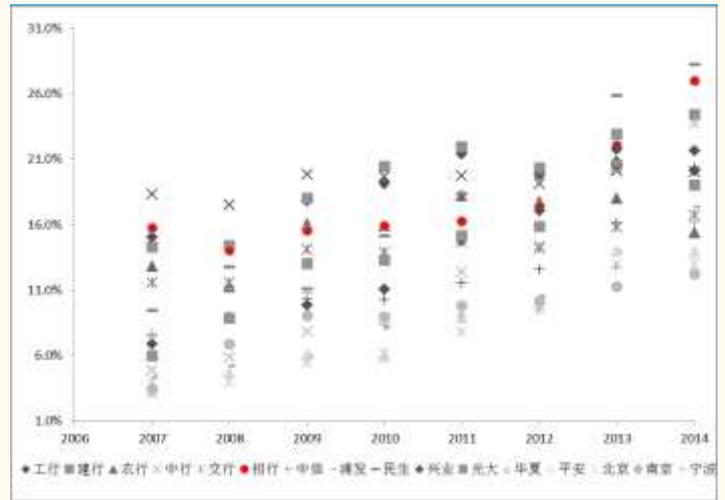
从总手续费收入占营业收入比重数据看，招行的手续费收入贡献在上市银行中排名前列。

图表 40: 2014 年各行手续费收入占营业收入比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 41: 各行历年手续费收入占营业收入比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

更进一步分析手续费收入的结构, 我们将手续费收入分为五大类: 1) 零售相关, 包括银行卡和代理业务; 2) 资产管理相关, 包括托管和财富管理业务; 3) 交易相关, 即结算清算业务, 4) 信贷及融资相关, 包括咨询顾问费、投资银行、担保承诺业务, 5) 其他。

在当前环境下, 上述五大类业务具备完全不同的弹性和风险属性, 第一大类零售相关业务与当前促进内需的政策大方向完全吻合, 受清理整顿银行收费业务的影响很小。第二大类资产管理相关业务与金融脱媒、居民财富积累以及投资渠道多元化密切相关。第三类(交易类)和第四类(信贷及融资类)受当前清理整顿银行收费业务、降低社会融资成本的负面影响非常大, 仅有其中的投行业务受影响相对较小。

可以看到, 从 2005 年至今, 招行手续费收入结构更加多元化与平衡, 从早期的零售相关一枝独秀, 到如今的零售和资产管理并驾齐驱, 而受当前监管整顿影响较大的交易类和信贷及融资类业务占比一直较低, 中间业务基础非常扎实。

图表 42: 招行手续费收入结构历史演化

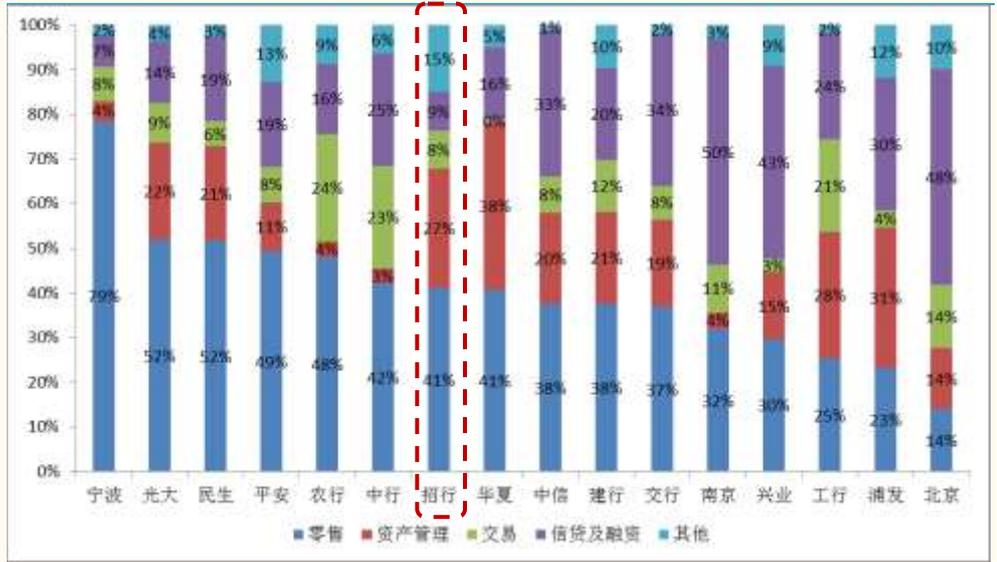


来源: 公司公告, 国金证券研究所

横向比较, 结合总手续费收入占营业收入比重、零售和资产管理手续费收入占

比、交易类和信贷及融资类收入占比综合考虑，招行的手续费收入结构在 16 家银行中，是非常优异且扎实的。

图表 43: 2014 年各行手续费收入结构对比图

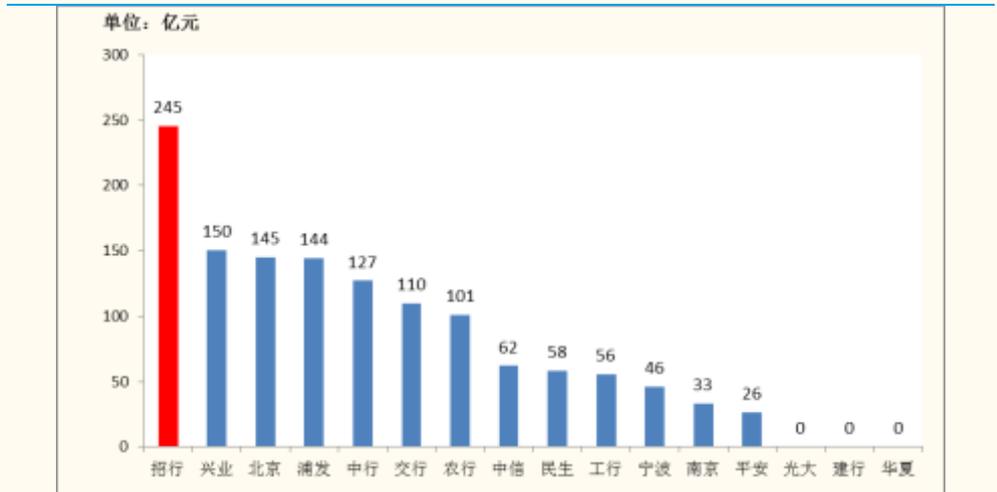


来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3.3 资产证券化盘活存量、加快资产周转、化解资本压力

2014 年，招行共发行三单共计 245 亿元资产证券化产品，发行规模在上市银行中位居第一，较其他银行的领先优势非常明显。我们预计，2015 年招行的资产证券化产品发行规模将达 500 亿元，资产证券化的大力推进对盘活存量、加快资产周转、化解资本压力有重大积极意义。

图表 44: 2014 年各行资产证券化 (ABS) 的发行总量统计



来源：wind，国金证券研究所

**图表 45：招行 2014 年 ABS 发行情况汇总**

项目名称	发行总额(万元)	当前余额(万元)	基础资产	起始计息日
招商 2014 年第三期信贷资产支持证券	915,500.00	716,585.90	企业贷款	2014/9/17
招商银行 2014 年第二期信贷资产证券化信托资产支持证券	728,040.00	273,658.07	企业贷款	2014/3/25
招商银行 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券	810,910.04	378,472.88	信用卡应收款	2014/3/25

来源：Wind, 国金证券研究所

### 三、估值和风险因素

我们预计，2015-17 年招行归属股东净利润同比增长 13.7%、11.9%、10.6%。截至 6 月 12 日收盘，招行 A 股交易在 1.4 倍 15 年 PB 和 8.2 倍 15 年 PE。上调目标价至 31.24 元，股价上行空间 54%，对应 2.1 倍 15 年 PB 和 12.6 倍 15 年 PE，维持 A 股银行组合首选和“买入”评级。

风险：资产质量恶化程度超预期、战略调整进度低于预期。

图 46: 财务数据及预测—招商银行

利润表 (百万元)						同比增速 (%)				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	98,913	112,000	126,741	145,806	164,085	11.9%	13.2%	13.2%	15.0%	12.5%
非利息收入	33,691	53,863	70,022	84,026	99,151	34.8%	59.9%	30.0%	20.0%	18.0%
净手续费收入	29,184	44,696	60,340	75,425	90,509	47.8%	53.2%	35.0%	25.0%	20.0%
营业收入	132,604	165,863	196,763	229,832	263,236	17.0%	25.1%	18.6%	16.8%	14.5%
营业支出	(54,475)	(61,413)	(73,696)	(89,909)	(107,890)	11.9%	12.7%	20.0%	22.0%	20.0%
营业税	(8,579)	(10,425)	(12,510)	(15,012)	(18,014)	13.6%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	78,129	104,450	123,067	139,924	155,346	20.8%	33.7%	17.8%	13.7%	11.0%
资产减值损失	(10,218)	(31,681)	(39,926)	(46,917)	(52,516)	83.0%	210.1%	26.0%	17.5%	11.9%
贷款减值损失	(10,196)	(31,254)	(39,456)	(46,401)	(51,948)	85.7%	206.5%	26.2%	17.6%	12.0%
营业利润	67,911	72,769	83,141	93,006	102,830	14.9%	7.2%	14.3%	11.9%	10.6%
营业外收支净额	514	662	728	801	881	14.0%	28.8%	10.0%	10.0%	10.0%
利润总额	68,425	73,431	83,869	93,807	103,711	14.9%	7.3%	14.2%	11.8%	10.6%
所得税	(16,683)	(17,382)	(20,129)	(22,514)	(24,891)	16.8%	4.2%	15.8%	11.8%	10.6%
净利润	51,742	56,049	63,741	71,294	78,820	14.3%	8.3%	13.7%	11.8%	10.6%
少数股东权益	1	(138)	(152)	(167)	(184)	-125.0%	-13900%	10.0%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	51,743	55,911	63,589	71,127	78,637	14.3%	8.1%	13.7%	11.9%	10.6%
优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	51,743	55,911	63,589	71,127	78,637	14.3%	8.1%	13.7%	11.9%	10.6%

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
贷款总额	2,197,094	2,513,919	2,891,007	3,295,748	3,724,195	15.4%	14.4%	15.0%	14.0%	13.0%
存款总额	2,775,276	3,304,438	3,833,148	4,369,789	4,937,861	9.6%	19.1%	16.0%	14.0%	13.0%
不良贷款余额	18,332	27,917	41,429	55,350	68,336	56.8%	52.3%	48.4%	33.6%	23.5%
贷款损失准备	48,764	65,165	91,109	122,043	154,685	18.5%	33.6%	39.8%	34.0%	26.7%
资产总额	4,016,399	4,731,829	5,529,604	6,394,179	7,377,344	17.8%	17.8%	16.9%	15.6%	15.4%
负债总额	3,750,443	4,416,769	5,147,335	5,927,963	6,805,075	16.9%	17.8%	16.5%	15.2%	14.8%
母公司所有者权益	265,465	314,404	381,286	464,740	570,056	32.5%	18.4%	21.3%	21.9%	22.7%
优先股	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
平均生息资产	3,507,220	4,440,702	5,126,792	6,019,761	6,917,228	20.1%	26.6%	15.5%	17.4%	14.9%

每股数据 (元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,655	25,655	25,655	16.9%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%
EPS	2.05	2.22	2.48	2.77	3.07	-2.2%	8.1%	11.8%	11.9%	10.6%
BVPS	10.53	12.47	14.86	18.11	22.22	13.4%	18.4%	19.2%	21.9%	22.7%
DPS	0.62	0.67	0.74	0.83	0.92	-1.6%	8.1%	11.0%	11.9%	10.6%
PPOP/sh	3.10	4.14	4.80	5.45	6.06	3.3%	33.7%	15.8%	13.7%	11.0%

主要指标 (%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROA	1.39%	1.28%	1.24%	1.20%	1.14%	-0.07%	-0.11%	-0.04%	-0.05%	-0.05%
ROE	22.22%	19.28%	18.28%	16.81%	15.20%	-2.57%	-2.93%	-1.00%	-1.47%	-1.62%
净息差	2.82%	2.52%	2.47%	2.42%	2.37%	-0.20%	-0.30%	-0.05%	-0.05%	-0.05%
成本收入比	34.61%	30.74%	31.10%	32.59%	34.14%	-1.66%	-3.87%	0.36%	1.49%	1.56%
有效税率	24.38%	23.67%	24.00%	24.00%	24.00%	0.39%	-0.71%	0.33%	0.00%	0.00%
贷存比	79.17%	76.08%	75.42%	75.42%	75.42%	3.96%	-3.09%	-0.66%	0.00%	0.00%
不良贷款率	0.83%	1.11%	1.43%	1.68%	1.83%	0.22%	0.28%	0.32%	0.25%	0.16%
拨备覆盖率	266.01%	233.43%	219.91%	220.49%	226.36%	-85.78%	-32.58%	-13.51%	0.58%	5.86%
拨贷比	2.22%	2.59%	3.15%	3.70%	4.15%	0.06%	0.37%	0.56%	0.55%	0.45%
信用成本	0.50%	1.33%	1.46%	1.50%	1.48%	0.19%	0.83%	0.13%	0.04%	-0.02%
非利息收入/营业收入	25.41%	32.47%	35.59%	36.56%	37.67%	3.36%	7.07%	3.11%	0.97%	1.11%
净手续费收入/营业收入	22.01%	26.95%	30.67%	32.82%	34.38%	4.60%	4.94%	3.72%	2.15%	1.57%
核心一级资本充足率	9.27%	10.44%	10.74%	11.72%	12.87%	na	1.17%	0.30%	0.98%	1.15%
一级资本充足率	9.27%	10.44%	10.74%	11.72%	12.87%	0.78%	1.17%	0.30%	0.98%	1.15%
资本充足率	11.14%	12.38%	12.93%	13.79%	14.83%	-1.00%	1.25%	0.55%	0.86%	1.04%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>3.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-08-18	增持	10.99	N/A
2	2013-10-30	增持	10.85	N/A
3	2015-02-16	买入	14.57	N/A
4	2015-04-13	买入	15.66	N/A

来源：国金证券研究所

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD