

招商银行 (600036.SH) 银行业

评级：买入 维持评级

公司点评

马鲲鹏

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

入股光伏互联网平台龙头企业、开启投贷联动新模式

事件

根据证券日报网报道，6月25日招商银行和光伏产业互联网平台 SOLARZOOM 光伏亿家在上海签署了双方两项合作协议：“招商银行与 SOLARZOOM 光伏亿家战略合作协议”，“招银国际（招商银行全资子公司）与 SOLARZOOM 光伏亿家股权投资协议”。

（报道详情见 <http://www.ccstock.cn/finance/hangyedongtai/2015-06-26/A1435301212250.html>）

评论

开创银行投贷联动业务新模式：协议的签署意味着，在全国范围内，在 SOLARZOOM 平台上申请融资的分布式光伏电站项目，通过 SOLARZOOM 的资质审核之后，可以获得招商银行五年期的无抵押贷款（单个项目的贷款额度为 50 万—3000 万）。同时，招行通过招银国际（招商银行全资子公司）获得 SOLARZOOM 光伏亿家一定比例的股权，通过这种更加稳固的股权关系加强双方的合作意愿与强度，这也开启了一种银行投贷联动业务新模式，即通过拿公司股权的形式切入银行原来受风险管理控制不能放贷的市场，同时伴随企业的发展壮大，招行还可通过放贷形式继续切入加强合作，我们认为，相比原有的银行+PE 投贷联动合作模式，这种股权投资+贷款发放形式的直接好处在于能够更有效地进行风险控制，另外，当 SOLARZOOM 光伏亿家需要资金时，招银国际持有的企业股权，可以直接用于抵押，由招商银行发放额外贷款。这是银行+PE 投贷联动合作模式无法做到的融资效果。我们相信未来银行将逐步涉足这类高科技产品服务市场，在助推新型产业发展的同时，享受全周期切入企业发展带来的丰硕成果。

光伏亿家运用互联网思维助推光伏产业：SOLARZOOM 创立于 2006 年，经过 9 年的发展，现已拥有光伏行业最大的资讯、电子商务及第三方专业服务平台，拥有超过十二万的注册会员。2014 年以前，中国超过 80% 的光伏安装量来自于大型地面电站项目，但是该类型电站只适合资本密集型企业投资，这不利于带动行业持续发展，不仅如此，光伏发电也面临着地面资源和并网限电等各种阻碍，在这样的背景下，分布式光伏发电成了光伏发展新的增长点。而屋顶也是光伏发电的最佳载体。SOLARZOOM 走在行业发展大潮之前，目前着力打造屋顶太阳能发电的电商平台，推出分布式光伏行业“零首付”、“零抵押”融资贷款服务、“全面保障计划”和第三方账户监管服务，服务于终端客户和正规 EPC 企业，保障投资商、EPC 和终端客户的利益，用互联网技术解决分布式电站融资难、监管难、采购难等一系列问题。我们认为，这符合《第三次工业革命》关于能源互联网的构想，而且在我国能源转型的压力下和光伏产业转型的当口，SOLARZOOM 光伏亿家运用互联网思维进行模式创新，有望以行业龙头姿态打通分布式光伏发展过程中的阻隔，重塑光伏业态。

重申招行的“买入”评级和 A 股银行组合首选：招行在战略上重视新常态下的零售业务，提出“一体两翼”战略，再度强化零售业务在总体业务布局中的核心和主体地位，并加强零售、对公和同业三大条线合作互动，同时轻型银行战略也将依托招行零售业务的优势在利率市场化大趋势下走出一条银行业转型的全新道路。重申招行今年既有业绩支撑，又有战略大方向支持，目前员工持股已通过股东大会，预计未来股价催化剂充足，截至 6 月 26 日，招行 A 股交易在 7.0 倍 15 年 PE 和 1.2 倍 15 年 PB，重申“买入”评级和 A 股银行组合首选，重申目标价 31.24 元。

图表 1: 财务数据及预测 – 招商银行

利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	同比增速 (%)				
						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)	63.0%	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)										
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%	0.26%	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

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