

招商银行 (600036)

拨备计提加速使盈利低于预期 财富管理转型加速推进

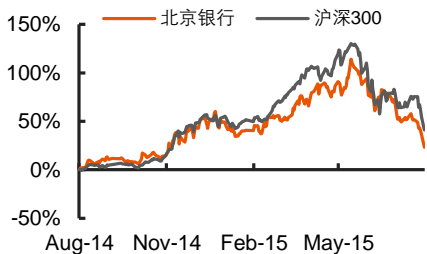
推荐 (下调)

现价: 14.71 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/17.98%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	17,666
流通 B/H 股(百万股)	7,554
总市值 (亿元)	3,675
流通 A 股市值(亿元)	3,035
每股净资产(元)	13.17
资本充足率(%)	12.40

行情走势图



证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@pingan.com.cn

黄耀锋 投资咨询资格编号
S1060513070007
021-38639002
HUANGYAOFENG558@pingan.com.cn

研究助理

袁喆奇 一般从业资格编号
S1060115060010
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 招商银行公布 2015 年半年报。净利润同比增 8.3%。总资产 5.22 万亿元 (+3.7%, YoY/+6.36%,QoQ)。其中贷款+9.3%YoY/+0.9%QoQ;存款 0.62%YoY/+3.29%QoQ。营业收入同比增 23.6%, 2 季度净息差 2.65% (-25bps, QoQ), 中间业务收入同比增 31.2%。成本收入比 24.4% (-2.38pct, YoY)。不良贷款率 1.50%(+26bps, QoQ)。拨贷比 3.06%, (+28bps, QoQ), 拨备覆盖率 204% (-20pct QoQ)。公司核心一级资本充足率 10.50% (-9bps, QoQ), 资本充足率 12.40%(-5bps, QoQ)。

平安观点:

■ 大幅计提拨备导致净利润增速低于预期

招行上半年净利润增速 8.3%, 低于我们之前的中报前瞻预期 (15.7%), 拨备前利润仍维持在 26%的水平基本与我们预期相一致。净利润低于预期的主要原因是公司在 2 季度大幅进行了拨备计提, 二季度年化信贷成本达到 2.5%, 这大大超出了市场预期。

■ 向财富管理银行转型步伐加快, 但需关注资本市场敞口风险

招行零售 AUM 规模已达到 4.3 万亿元, 较年初增幅超过 24%, 大大高于招行整体资产增速。其中金葵花及以上高净值财富客户 AUM 占比达到 78% (年初至今增速 29%), 私人银行 AUM 占比 23% (年初至今增速 44%), 客户结构明显好于同业。如我们在中期策略报告中所预计, 在财富管理和资产管理推动下, 手续费及佣金收入的快速增长仍是招行业绩的最大亮点 (45%YoY), 其中财富管理手续费 145 亿 (103%YoY, 占手续费收入 47%)。主要原因即是受益于资本市场的活跃。招行目前理财产品中投资两融收益权+股票配资+股权质押业务的规模约 2711 亿。但同时我们需要指出的是, 自 6 月以来资本市场已出现大幅波动。招行需要进一步评估资本市场相关业务的风险, 同时我们对其是否能够在下半年继续维持如此快速增长持谨慎态度。

■ 息差及资产质量表现差强人意

根据银监会披露 2 季度行业单季度息差环比下降 4 个 BP, 而招行 2 季度息差环比下降了 25 个 BP, 这在已公布中报上市银行中息差表现是低于预期的。其中存贷利差缩窄 23BP 基本符合行业趋势, 但同业利差 2 季度继续缩窄了 29BP, 这与对标银行相比较弱。事实上从行业来看, 二季度受到降息的影响, 银行同

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	113,046	132,273	165,531	194,689	220,292
YoY(%)	17.9	17.0	25.1	17.6	13.2
净利润(百万元)	45,273	51,743	55,911	61,249	67,944
YoY(%)	25.3	14.3	8.1	9.5	10.9
ROE(%)	24.8	22.2	19.3	18.3	18.0
EPS(摊薄/元)	1.80	2.05	2.22	2.43	2.70
P/E(倍)	8.19	7.16	6.63	6.05	5.46
P/B(倍)	1.85	1.40	1.18	1.04	0.93

业利差大多呈现扩大趋势对冲了降息对银行息差的负面影响。我们认为这一来可能与招行资产负债久期结构有关，二来公司投资非信贷类自营非标大幅增长，特别是票据收益权、同业定存等，对息差有所摊薄。

公司期末的不良率环比大幅提升 26BP 已达 1.5%，我们估算核销前单季度年化不良生成率已快速攀升到 2.35%，同比增加 127bps。即使在大幅计提拨备的情况下，拨备覆盖率仍环比下降 20pct 已接近 200% 关口。从区域上而言，我们看到招行的不良有明显向环渤海和内陆西部地区快速扩张的趋势。

■ 下调盈利预测及评级至“推荐”

由于三季度开始资本市场波动的不确定性加大，我们对招行相关业务的利润进行了调整。同时其较为谨慎的拨备政策也会使得其信贷成本攀升高于了我们的预期。因此基于以上情况我们下调了公司 15/16 年盈利增长到 9.5%/10.9%。公司目前股价对应 15/16 年 PB 为 1.04x/0.93x，PE 为 6.05x/5.46x，已处于上市银行中首位，15 年动态 PB 高于行业平均（0.84x）24%。我们下调招行评级至“推荐”。

■ 风险提示：实体经济企稳低于预期，资产质量恶化超预期，资本业务风险暴露加快。

图表1 盈利预测一览

	2012	2013	2014	2015E	2016E		2012	2013	2014	2015E	2016E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	1.80	2.05	2.22	2.43	2.70	贷款增长率	16.0%	15.4%	14.4%	14.0%	12.0%
BVPS (摊薄/元)	7.95	10.53	12.48	14.08	15.84	生息资产增长率	22.0%	17.6%	17.6%	15.7%	10.8%
每股股利	0.63	0.62	0.67	0.73	0.81	总资产增长率	21.9%	17.8%	17.8%	15.7%	10.8%
分红率	30.0%	30.0%	30.2%	30.2%	30.2%	存款增长率	14.1%	9.6%	19.1%	14.0%	12.0%
资产负债表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
贷款总额	1,904,463	2,197,093	2,513,918	2,865,866	3,209,770	净利息收入增长率	15.8%	11.9%	13.2%	15.6%	10.8%
证券投资	519,798	762,755	996,217	1,295,082	1,411,639	手续费及佣金净收入增	26.3%	47.8%	53.2%	30.0%	20.0%
应收金融机构的款项	491,255	505,802	525,051	530,302	567,423	营业收入增长率	17.9%	17.0%	25.1%	17.6%	13.2%
生息资产总额	3,345,793	3,934,126	4,624,807	5,351,914	5,927,407	拨备前利润增长率	17.4%	20.7%	33.7%	14.9%	10.3%
资产合计	3,408,219	4,016,399	4,731,829	5,475,762	6,064,573	税前利润增长率	26.4%	14.9%	7.3%	9.5%	10.9%
客户存款	2,532,444	2,775,276	3,304,438	3,767,059	4,219,106	净利润增长率	25.3%	14.3%	8.1%	9.5%	10.9%
计息负债总额	3,136,015	3,636,690	4,289,632	4,884,109	5,502,954	非息收入占比	17.5%	22.1%	27.0%	29.8%	31.7%
负债合计	3,207,712	3,750,443	4,416,769	5,120,270	5,664,575	成本收入比	36.1%	34.4%	30.6%	32.0%	33.5%
股本	21,577	25,220	25,200	25,200	25,200	信贷成本	-27.48%	-56.76%	-52.29%	-64.25%	-15.50%
股东权益合计	200,507	265,465	314,404	354,752	399,165	所得税率	24.0%	24.4%	23.7%	23.7%	23.7%
利润表 (Rmb mn)						流动性 (%)					
净利息收入	88,374	98,913	112,000	129,517	143,498	NIM	3.03%	2.82%	2.52%	2.50%	2.45%
净手续费及佣金收入	19,739	29,184	44,696	58,105	69,726	拨备前 ROAA	2.10%	2.12%	2.40%	2.37%	2.31%
营业收入	113,046	132,273	165,531	194,689	220,292	拨备前 ROAE	35.6%	33.8%	36.3%	36.1%	35.4%
营业税金及附加	-7,555	-8,579	-10,425	-12,261	-13,874	ROAA	1.46%	1.39%	1.28%	1.20%	1.18%
拨备前利润	65,147	78,643	105,112	120,789	133,282	ROAE	24.8%	22.2%	19.3%	18.3%	18.0%
计提拨备	-5,583	-10,218	-31,681	-40,348	-44,048	资本状况					
税前利润	59,564	68,425	73,431	80,441	89,234	核心一级资本充足率2	0.00%	9.27%	10.00%	10.07%	10.35%
净利润	45,273	51,743	55,911	61,249	67,944	资本充足率	12.14%	11.14%	11.74%	11.32%	11.40%
资产质量						加权风险资产—一般法	2,077,755	2,744,991	3,146,571	3,641,272	4,032,819
NPL ratio	0.61%	0.83%	1.11%	1.60%	1.65%	% RWA/总资产	61.0%	68.3%	66.5%	66.5%	66.5%
NPLs	11,694	18,332	27,917	45,854	52,961						
拨备覆盖率	352%	266%	233%	187%	184%						
拨贷比	2.15%	2.21%	2.59%	2.99%	3.04%						
一般准备/风险加权资产	1.98%	1.78%	2.07%	2.36%	2.42%						
不良贷款生成率	0.21%	0.45%	1.06%	1.40%	1.30%						
不良贷款核销率	-0.06%	-0.13%	-0.65%	-0.73%	-1.07%						

资料来源: WIND、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033