

招商银行 (600036)

营收增速平稳，拨备拉低净利润

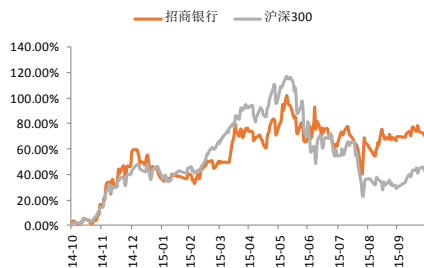
推荐（维持）

现价：17.81 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/18.00%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	20,629
流通 B/H 股(百万股)	4,590
总市值(亿元)	4,415
流通 A 股市值(亿元)	3,674
每股净资产(元)	13.84
资本充足率(%)	12.79

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
021-20661426
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 15 年三季报。2015 年前 3 季度净利润同比增 5.9%。总资产 5.22 万亿元（+10.6%，YoY/+0.02%,QoQ）。其中贷款 +11.2%YoY/+2.7%QoQ；存款 +6.19%YoY/+0.75%QoQ。营业收入同比增 25.0%，净息差 2.75%，手续费净收入同比增长 47.2%。成本收入比 25.1%，同比下降 -3.01%。不良贷款率 1.60%（+10bps QoQ）。拨贷比 3.12%（+6bps,QoQ），拨备覆盖率 195.47%（-9pct,QoQ）。公司核心一级资本充足率 10.83%（+33bps QoQ），资本充足率 12.79%(+39bps,QoQ)。

平安观点：

■ 净息差表现好于预期，资产增速回落

净利润增速同比 5.9%，略低于我们预期。但整体营业收入仍维持在 25% 的同比高位，其中净利息收入在息差的带动下仍有环比 7% 的高增长。手续费环比由于资本市场的回落而季节性回落。净利润的低于预期主要仍是大幅计提的拨备所导致，单季度拨备同比增长了 160%。3 季度招行净息差录得 2.7%，环比 2 季度增加 5BP，表现明显好于同业其他股份制银行及我们的预期。我们认为其中主要的原因是由于降准释放流动性配置高收益生息资产，同时继续主动压缩高成本负债占比，加大低成本的同业负债的吸收力度。在资产端，适当放缓了同业拆借等低利差业务的增长速度，3 季度生息资产中同业资产环比负增长 18%，公司整体生息资产环比 0 增长。

■ 手续费中收单季同比仍处在高位，但预计未来将有所回落

公司前三季度手续费及佣金净收入同比维持在 30% 以上，其中实现财富管理手续费及佣金收入 208.8 亿元，同口径下比 2014 年 1-9 月增长 100%。在招行较强的零售银行客户基础上，资产管理和财富管理市场的扩张是未来招行区别于其他银行的最重要竞争壁垒。这在上半年资本市场大幅增长的背景下体现得十分明显。虽然下半年我们认为这一部分对业绩的弹性将伴随股票市场回落而回落，但从中长期而言零售银行和财富管理优势将有助于招行维持中收的高增长从而抵御利率市场化所带来的负面冲击。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	132,273	165,531	206,327	227,091	250,253
YoY(%)	17.0	25.1	24.6	10.1	10.2
净利润(百万元)	51,743	55,911	58,846	63,034	70,343
YoY(%)	14.3	8.1	5.2	7.1	11.6
ROE(%)	22.2	19.3	17.6	16.8	16.8
EPS(摊薄/元)	2.05	2.22	2.33	2.50	2.79
P/E(倍)	8.68	8.03	7.63	7.13	6.39
P/B(倍)	1.69	1.43	1.27	1.13	1.02

■ 资本保持良好水平，转型轻型银行持续推进

公司适当调整资产结构的布局，更多信贷资源投放于核心资本消耗较少的零售业务如小微和按揭等，而适当降低了低利差的同业非标业务的增速。相比对公业务，零售金融业务价值贡献持续提升，税前利润同比增长 31% (vs 全集团 6%)，占税前利润的比例达 48%，同比提升 6.7 个百分点。这使得公司 3 季度核心资本充足率仍然维持在 10% 以上。在经历 14 年业务战略的模糊期之后，我们认为招行业务中心仍应侧重其传统优势的零售、资管、财富管理等轻型化、服务化及投行化业务。这也是我们认为招行长期能够享受估值溢价的原因所在，当然，这同时也给招行表内存款增长增添了压力。

■ 不良生成率维持高位，资产质量压力充分暴露需要时间

招行三季度资产质量仍承受了相当压力。公司不良率环比 2 季度提升 10BPs 到 1.6%。我们计算核销前三季度公司年化不良生成率为 2.16%，环比虽略有下降 18BPs 但仍处于历史高位。公司大幅计提了拨备并进行核销后使得拨备覆盖率略下降 9 个百分点、拨贷比环比增加了 6BP。但较高的不良生成率仍是潜在的风险点，我们预计对于招行而言资产质量压力的充分暴露和消化仍需要时间。

■ 维持推荐评级，目前估值溢价已基本反映内在价值

我们认为招行的零售优势可以支撑其相对估值高位。但伴随着大盘维稳及大股东增持告一段落，其估值已较上市银行平均溢价 30%，是上市银行中最高的。因此我们认为招行短期的估值已基本反映了基本面的情况。由于信贷成本超预期，我们将招行 15/16 年净利润增速下调至 5%/7%，目前股价对应 15/16 年 PB 为 1.27x/1.13x。关注后续特许经营分拆、员工持股计划的落地进度。

■ 风险提示：实体经济企稳低于预期，资产质量恶化超预期。

图表1 盈利预测一览

	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	2.05	2.22	2.33	2.50	2.79	贷款增长率	15.4%	14.4%	11.0%	10.5%	10.0%
BVPS (摊薄/元)	10.53	12.47	14.04	15.71	17.53	生息资产增长率	17.6%	17.6%	10.6%	10.1%	9.9%
每股股利	0.62	0.67	0.71	0.76	0.84	总资产增长率	17.8%	17.8%	10.6%	10.1%	9.9%
分红率	30.0%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	存款增长率	9.6%	19.1%	7.0%	10.0%	9.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	16.0%	18.0%	9.9%	9.5%	8.8%
贷款总额	2,197,093	2,513,918	2,790,449	3,083,446	3,391,791	净利息收入增长率	11.9%	13.2%	19.7%	6.3%	7.9%
证券投资	762,755	996,217	1,374,779	1,539,753	1,709,126	手续费及佣金净收入增	47.8%	53.2%	30.0%	20.0%	16.0%
应收金融机构的款项	505,802	525,051	420,041	449,444	485,399	营业收入增长率	17.0%	25.1%	24.6%	10.1%	10.2%
生息资产总额	3,934,126	4,624,807	5,115,431	5,632,837	6,190,446	拨备前利润增长率	20.7%	33.7%	31.6%	10.8%	11.0%
资产合计	4,016,399	4,731,829	5,233,807	5,763,186	6,333,698	税前利润增长率	14.9%	7.3%	5.2%	7.1%	11.6%
客户存款	2,775,276	3,304,438	3,535,749	3,889,324	4,239,363	净利润增长率	14.3%	8.1%	5.2%	7.1%	11.6%
计息负债总额	3,636,690	4,289,632	4,715,002	5,165,271	5,621,674	非息收入占比	22.1%	27.0%	28.2%	30.7%	32.3%
负债合计	3,750,443	4,416,769	4,878,896	5,366,078	5,890,683	成本收入比	34.4%	30.6%	27.0%	26.5%	26.0%
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	信贷成本	0.50%	1.34%	2.30%	2.40%	2.40%
股东权益合计	265,465	314,404	354,172	396,281	442,092	所得税率	24.4%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	98,913	112,000	134,086	142,523	153,786	NIM	2.82%	2.52%	2.72%	2.62%	2.57%
净手续费及佣金收入	29,184	44,696	58,105	69,726	80,882	拨备前 ROAA	2.12%	2.40%	2.78%	2.79%	2.81%
营业收入	132,273	165,531	206,327	227,091	250,253	拨备前 ROAE	33.8%	36.3%	41.4%	40.8%	40.6%
营业税金及附加	-8,579	-10,425	-12,994	-14,302	-15,761	ROAA	1.39%	1.28%	1.18%	1.15%	1.16%
拨备前利润	78,643	105,112	138,286	153,272	170,088	ROAE	22.2%	19.3%	17.6%	16.8%	16.8%
计提拨备	-10,218	-31,681	-61,000	-70,487	-77,703	流动性 (%)					
税前利润	68,425	73,431	77,286	82,785	92,385	分红率	30.0%	30.2%	30.22%	30.22%	30.22%
净利润	51,743	55,911	58,846	63,034	70,343	贷存比	79.2%	76.1%	78.92%	79.28%	80.01%
资产质量						贷款/总资产	54.7%	53.1%	53.32%	53.50%	53.55%
NPL ratio	0.83%	1.11%	1.65%	1.80%	2.00%	债券投资/总资产	19.0%	21.1%	26.27%	26.72%	26.98%
NPLs	18,332	27,917	46,042	55,502	67,836	银行同业/总资产	12.6%	11.1%	8.03%	7.80%	7.66%
拨备覆盖率	266%	233%	192%	182%	172%	资本状况					
拨贷比	2.21%	2.59%	3.17%	3.28%	3.44%	核心一级资本充足率2	9.27%	10.00%	10.49%	10.75%	11.02%
一般准备/风险加权资产	1.78%	2.07%	2.55%	2.64%	2.77%	资本充足率	11.14%	11.74%	11.79%	11.86%	11.96%
不良贷款生成率	0.45%	1.06%	2.10%	2.30%	2.30%	加权风险资产-一般法	2,744,991	3,146,571	3,480,376	3,832,403	4,211,781
不良贷款核销率	-0.13%	-0.65%	-1.42%	-1.98%	-1.92%	% RWA/总资产	68.3%	66.5%	66.5%	66.5%	66.5%

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