

## 招商银行 (600036. SH)

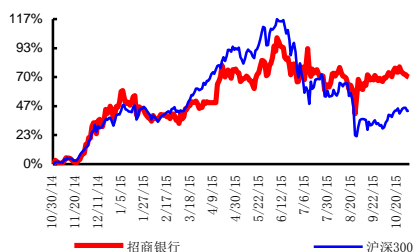
### Q3 拨备计提超预期，业绩增长相对稳定

评级: **买入**      前次: **买入**  
 目标价 (元): **21.55—22.98**  
 分析师: 谢刚      联系人: 何悦  
 S0740510120005  
 021-20315178      021-20315083  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      heyue@r.qlzq.com.cn  
 2015年10月30日

#### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 25,220  |
| 流通股本(百万股) | 25,220  |
| 市价(元)     | 17.81   |
| 市值(百万元)   | 449,165 |
| 流通市值(百万元) | 449,165 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标             | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 132,604 | 165,863 | 196,056 | 230,006 | 271,417 |
| 营业收入增速         | 16.97%  | 25.08%  | 18.20%  | 17.32%  | 18.00%  |
| 净利润增长率         | 14.64%  | 8.01%   | 4.45%   | 7.76%   | 11.12%  |
| 摊薄每股收益 (元)     | 2.06    | 2.22    | 2.32    | 2.50    | 2.78    |
| 前次预测每股收益 (元)   | 2.06    | 2.22    | 2.32    | 2.50    | 2.78    |
| 市场预测每股收益 (元)   |         |         |         |         |         |
| 偏差率 (本次-市场/市场) |         |         |         |         |         |
| 市盈率 (倍)        | 8.66    | 8.01    | 7.67    | 7.12    | 6.41    |
| PEG            |         |         |         |         |         |
| 每股净资产 (元)      | 10.56   | 12.45   | 14.10   | 15.91   | 17.94   |
| 每股现金流量         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率         | 22.23%  | 19.31%  | 17.48%  | 16.67%  | 16.42%  |
| 市净率            | 1.69    | 1.43    | 1.26    | 1.12    | 0.99    |
| 总股本 (百万股)      | 25,220  | 25,220  | 25,220  | 25,220  | 25,220  |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 业绩概述:** 1-9月实现归属于母公司净利润485.00亿元,同比增长5.89%,实现拨备前利润353.87亿元,同比增长31.05%。Q3实现归属于母公司净利润同比增1.17%,拨备前利润同比增长37.96%。
- 拨备前利润实现30%以上高增长,但拨备计提力度超预期拖累净利润增速放缓,1-9月归属于母公司净利润增速较中期环比下降2.42pc。**我们认为拨备前利润超预期的关键在于息差提升和成本收入比优化。
- 生息资产规模增长平稳、息差逆势扩大,驱动利息收入同比增长23.4%。**Q3生息资产余额同比增长9.8%,其中贷款/证券投资/同业资产同比增长率分别为10.47%/33.5%/-24.4%。Q3净息差环比上升5bp,我们认为净息差改善受益于:1)负债结构优化,主要表现为活期存款占比提升1.3pc至54.27%;2)市场流动性持续充裕,同业负债成本降幅大。凭借财富管理业务的优势,招行非息收入平稳快速增长,零售利润贡献度持续提升,撑起盈利半边天。2015Q3手续费净收入同比增31.64%,其中手续费收入中50%是由财富管理业务带来的,零售税前利润占税前利润总额比重环比提升2.2pc至47.67%。
- 风险继续暴露,资产质量压力仍存。**从不良余额和不良贷款率两个指标观察,我们认为招商银行不良生成速度仍未有放缓迹象。在中期大幅核销135.32亿元的基础上,2015Q3不良贷款率仍然环比上升10bp至1.6%,不良贷款余额433.97亿元,环比增长9.5%。拨备覆盖率环比略降13.6pc至193.05%,未来拨备计提压力仍然较大。
- 盈利预测及投资观点:** 基于对未来宏观经济形势的判断以及招行三季度的表现,我们微调了招商银行为2015和2016年的盈利预测,调整后2015E/2016E EPS分别为2.32/2.5元,2015E/2016E BVPS分别为14.11/15.96元,现价对应2015E/2016E 1.26/1.12XPB,维持“买入”评级。

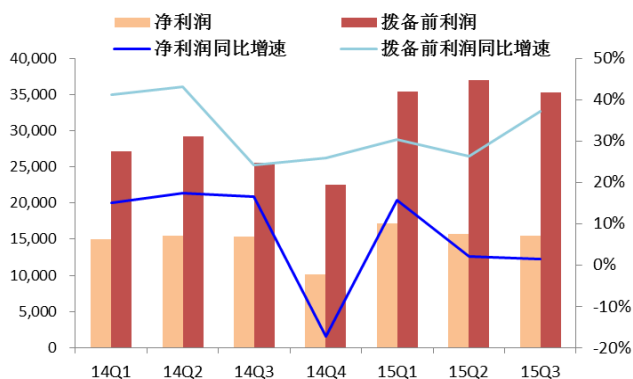
## ■ 风险提示：资产质量恶化程度大幅超预期

图表 1：财务报表和主要财务比率（季度）

|             |  | 单位：百万元    |            |           |           |           |         |         |         |
|-------------|--|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| 资产负债表摘要     |  | 2014/9/30 | 2014/12/31 | 2015/3/31 | 2015/6/30 | 2015/9/30 | 余额环比增速  | 余额同比增速  | 余额较年初增长 |
| 生息资产期末余额    |  | 4,625,647 | 4,624,807  | 4,788,991 | 5,092,475 | 5,080,243 | -0.24%  | 9.83%   | 6.08%   |
| 现金及存放央行     |  | 590,593   | 654,785    | 603,391   | 621,035   | 616,953   | -0.66%  | 4.46%   | 2.25%   |
| 贷款发放        |  | 2,384,121 | 2,448,754  | 2,549,815 | 2,565,277 | 2,633,672 | 2.67%   | 10.47%  | 3.29%   |
| 证券投资        |  | 1,003,856 | 996,217    | 1,139,578 | 1,312,712 | 1,340,169 | 2.09%   | 33.50%  | 17.60%  |
| 同业资产        |  | 647,077   | 525,051    | 496,207   | 593,451   | 489,449   | -17.52% | -24.36% | -1.36%  |
| 计息负债期末余额    |  | 4,303,496 | 4,313,247  | 4,454,847 | 4,747,503 | 4,734,530 | -0.27%  | 10.02%  | 6.28%   |
| 吸收存款        |  | 3,265,520 | 3,304,438  | 3,332,170 | 3,441,792 | 3,467,658 | 0.75%   | 6.19%   | 4.07%   |
| 其他计息负债      |  | 1,037,976 | 1,008,809  | 1,122,677 | 1,305,711 | 1,266,872 | -2.97%  | 22.05%  | 12.84%  |
| 新增贷款净额      |  | 21,577    | 64,633     | 101,061   | 15,462    | 68,395    | 342.34% | 216.98% | -32.32% |
| 非信贷类资产合计    |  | 2,154,110 | 2,120,067  | 2,185,543 | 2,465,690 | 2,378,301 | -3.54%  | 10.41%  | 8.82%   |
| 利润表摘要       |  | 2014/9/30 | 2014/12/31 | 2015/3/31 | 2015/6/30 | 2015/9/30 | 单季环比增速  | 单季同比增速  | 累计同比增速  |
| 营业收入        |  | 125,027   | 165,863    | 50,747    | 104,135   | 156,224   | -49.98% | 27.77%  | 24.95%  |
| 利息净收入       |  | 82,267    | 112,000    | 33,389    | 66,104    | 101,159   | -46.97% | 23.39%  | 22.96%  |
| 手续费及佣金净收入   |  | 34,246    | 44,696     | 15,633    | 31,097    | 44,977    | -55.37% | 31.64%  | 31.34%  |
| 非息净收入合计     |  | 42,760    | 53,863     | 17,358    | 38,031    | 55,065    | -55.21% | 37.84%  | 28.78%  |
| 营业支出        |  | (65,153)  | (93,094)   | (28,146)  | (60,997)  | (92,637)  | -48.13% | 51.33%  | 42.18%  |
| 营业税金及附加     |  | (7,783)   | (10,425)   | (3,075)   | (6,266)   | (9,268)   | -52.09% | 16.27%  | 19.08%  |
| 管理费用        |  | (35,127)  | (50,656)   | (12,252)  | (25,414)  | (39,204)  | -45.74% | 9.74%   | 11.61%  |
| 资产减值损失      |  | (21,998)  | (31,681)   | (12,744)  | (29,171)  | (43,952)  | -49.33% | 160.32% | 99.80%  |
| 营业利润        |  | 59,874    | 72,769     | 22,601    | 43,138    | 63,587    | -52.60% | 2.97%   | 6.20%   |
| 归属母公司股东的净利润 |  | 45,804    | 55,911     | 17,220    | 32,976    | 48,500    | -52.92% | 1.17%   | 5.89%   |
| 重要财务比率一览表   |  | 2014/9/30 | 2014/12/31 | 2015/3/31 | 2015/6/30 | 2015/9/30 | 环比变动    | 同比变动    | 较年初变动   |
| 累计ROAA（年化）  |  | 1.39%     | 1.28%      | 1.43%     | 1.30%     | 1.24%     | -7bp    | -16bp   | -4bp    |
| 累计ROAE（年化）  |  | 21.39%    | 19.24%     | 21.35%    | 20.29%    | 19.54%    | -0.8pc  | -1.9pc  | 0.3pc   |
| 成本收入比（累计）   |  | 28.10%    | 30.54%     | 24.14%    | 24.40%    | 25.09%    | 0.7pc   | -3.0pc  | -5.4pc  |
| 单季净息差（年化）   |  | 2.38%     | 2.57%      | 2.84%     | 2.65%     | 2.76%     | 11bp    | 38bp    | 19bp    |
| 累计净息差（年化）   |  | 2.56%     | 2.62%      | 2.84%     | 2.72%     | 2.78%     | 6bp     | 22bp    | 16bp    |
| 贷存比         |  | 74.89%    | 76.08%     | 78.71%    | 76.88%    | 78.40%    | 1.5pc   | 3.5pc   | 2.3pc   |
| 不良贷款率       |  | 1.10%     | 1.11%      | 1.24%     | 1.50%     | 1.60%     | 10bp    | 50bp    | 49bp    |
| 拨备覆盖率       |  | 227.99%   | 233.42%    | 223.77%   | 204.17%   | 1.9pc     | -13.6pc | -37.4pc | -42.8pc |

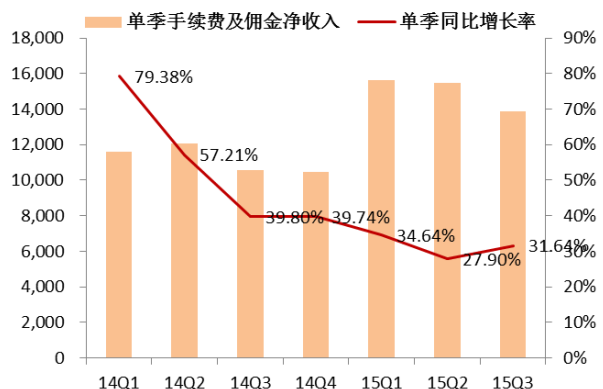
来源：中泰证券研究所

图表 2：Q3 净利润增速环比增 1.17%

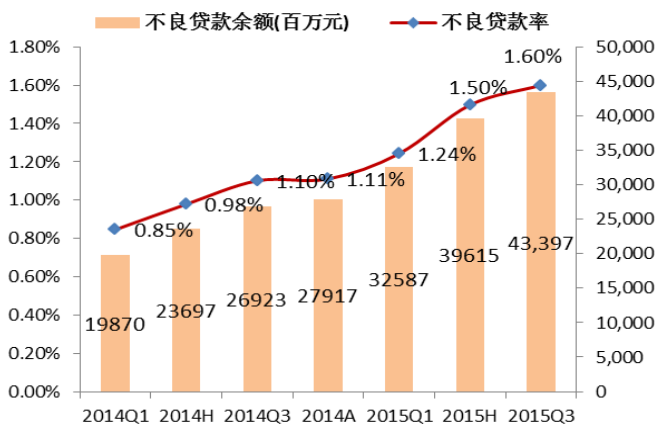


来源：中泰证券研究所

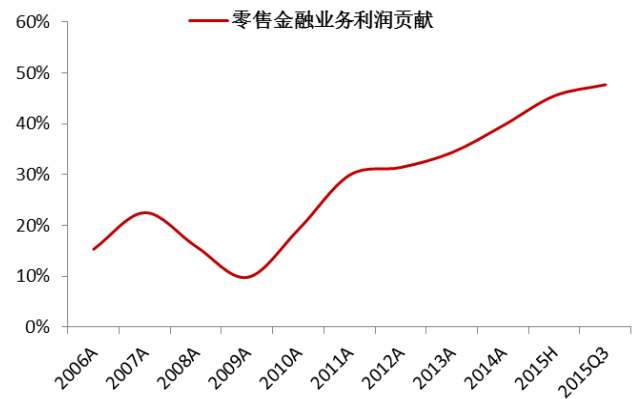
图表 3：手续费净收入增速稳定



来源：中泰证券研究所

**图表 4: 不良双升**


来源: 中泰证券研究所

**图表 5: 零售业务税前利润占比提升**


来源: 中泰证券研究所

**图表 6: 盈利预测及估值**

| 每股盈利及估值      | 2013A     | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 盈利驱动因素       | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股收益 (EPS)   | 2.06      | 2.22      | 2.32      | 2.50      | 2.78      | 生息资产规模增长     | 17.78%  | 17.74%  | 13.28%  | 12.70%  | 10.79%  |
| 每股拨备前收益      | 3.12      | 4.17      | 5.06      | 5.94      | 7.01      | 生息资产平均收益率    | 4.70%   | 5.13%   | 4.76%   | 4.65%   | 4.60%   |
| 每股净资产 (BVPS) | 10.56     | 12.45     | 14.10     | 15.91     | 17.94     | 计息负债平均付息率    | 2.19%   | 2.78%   | 2.42%   | 2.34%   | 2.29%   |
| P/E          | 8.66      | 8.01      | 7.67      | 7.12      | 6.41      | 净利差 (SPREAD) | 2.51%   | 2.34%   | 2.34%   | 2.31%   | 2.31%   |
| P/POP        | 5.70      | 4.27      | 3.52      | 3.00      | 2.54      | 净息差 (NIM)    | 2.71%   | 2.61%   | 2.60%   | 2.59%   | 2.60%   |
| P/B          | 1.69      | 1.43      | 1.26      | 1.12      | 0.99      | 业务支出/营业净收入   | 34.61%  | 30.74%  | 29.00%  | 29.00%  | 29.00%  |
| ROAE         | 22.23%    | 19.31%    | 17.48%    | 16.67%    | 16.42%    | 有效税率         | 24.33%  | 23.67%  | 23.70%  | 23.70%  | 23.70%  |
| ROAA         | 1.40%     | 1.28%     | 1.16%     | 1.10%     | 1.10%     | 权益倍数 (A/E)   | 15.08   | 15.07   | 15.09   | 15.10   | 14.87   |
| 资产负债表摘要      | 2013A     | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 规模增长         | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 总资产          | 4,016,399 | 4,731,829 | 5,368,162 | 6,060,470 | 6,729,395 | 总资产          | 17.84%  | 17.81%  | 13.45%  | 12.90%  | 11.04%  |
| 贷款总额         | 2,197,094 | 2,513,919 | 2,840,728 | 3,170,253 | 3,503,130 | 贷款净额         | 15.30%  | 13.98%  | 12.37%  | 11.28%  | 9.95%   |
| 证券投资         | 762,755   | 996,217   | 1,295,082 | 1,554,099 | 1,787,213 | 证券投资         | 46.74%  | 30.61%  | 30.00%  | 20.00%  | 15.00%  |
| 央行及同业资产      | 1,029,674 | 1,195,058 | 1,209,602 | 1,308,020 | 1,409,197 | 央行及同业资产      | 6.96%   | 16.06%  | 1.22%   | 8.14%   | 7.74%   |
| 总负债          | 3,749,492 | 4,417,199 | 5,011,802 | 5,658,587 | 6,276,338 | 总负债          | 16.89%  | 17.81%  | 13.46%  | 12.91%  | 10.92%  |
| 存款总额         | 2,775,276 | 3,304,438 | 3,700,971 | 4,145,087 | 4,601,047 | 存款总额         | 9.59%   | 19.07%  | 12.00%  | 12.00%  | 11.00%  |
| 其它计息负债       | 891,540   | 988,809   | 1,125,093 | 1,248,681 | 1,363,063 | 其它计息负债       | 45.40%  | 10.91%  | 13.78%  | 10.98%  | 9.16%   |
| 股东权益         | 266,416   | 313,974   | 355,703   | 401,227   | 452,400   | 股东权益         | 32.92%  | 17.85%  | 13.29%  | 12.80%  | 12.75%  |
| 损益表摘要        | 2013A     | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 收入增长         | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 净利息收入        | 98,913    | 112,000   | 128,834   | 144,830   | 162,605   | 净利息收入        | 11.93%  | 13.23%  | 15.03%  | 12.42%  | 12.27%  |
| 净非利息收入       | 33,691    | 53,863    | 67,222    | 85,175    | 108,812   | 非利息收入        | 34.80%  | 59.87%  | 24.80%  | 26.71%  | 27.75%  |
| 营业净收入        | 132,604   | 165,863   | 196,056   | 230,006   | 271,417   | 营业净收入        | 16.97%  | 25.08%  | 18.20%  | 17.32%  | 18.00%  |
| 营业支出         | -54,325   | -61,413   | -68,894   | -80,602   | -95,027   | 营业支出         | 11.60%  | 13.05%  | 12.18%  | 17.00%  | 17.90%  |
| 营业利润         | 78,279    | 104,450   | 127,163   | 149,403   | 176,390   | 营业利润         | 21.01%  | 33.43%  | 21.74%  | 17.49%  | 18.06%  |
| 计提准备金前利润     | 78,793    | 105,112   | 127,563   | 149,803   | 176,790   | 计提准备金前利润     | 20.96%  | 33.40%  | 21.36%  | 17.44%  | 18.01%  |
| 当期计提准备金      | -10,218   | -31,681   | -50,834   | -67,121   | -84,917   | 当期计提准备金      | 83.02%  | 210.05% | 60.45%  | 32.04%  | 26.51%  |
| 税前利润         | 68,575    | 73,431    | 76,729    | 82,683    | 91,873    | 税前利润         | 15.14%  | 7.08%   | 4.49%   | 7.76%   | 11.12%  |
| 净利润          | 51,892    | 56,049    | 58,544    | 63,087    | 70,099    | 净利润          | 14.64%  | 8.01%   | 4.45%   | 7.76%   | 11.12%  |
| 资产负债结构       | 2013A     | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 资产质量指标       | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 央行及同业/总资产    | 25.47%    | 24.93%    | 22.53%    | 21.58%    | 20.94%    | 不良贷款率        | 0.83%   | 1.11%   | 1.90%   | 2.10%   | 2.00%   |
| 证券投资/总资产     | 18.99%    | 21.05%    | 24.13%    | 25.64%    | 26.56%    | 信贷成本         | 0.50%   | 1.33%   | 1.88%   | 2.20%   | 2.50%   |
| 贷款净额/总资产     | 53.49%    | 51.75%    | 51.26%    | 50.52%    | 50.03%    | 拨备覆盖率        | 266.00% | 233.42% | 165.01% | 162.69% | 194.92% |
| 存款/总负债       | 74.02%    | 74.81%    | 73.85%    | 73.25%    | 73.31%    | 拨备/贷款余额      | 2.22%   | 2.59%   | 3.14%   | 3.42%   | 3.90%   |
| 贷款结构         | 2013A     | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 其它数据         | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 企业贷款         | 60.34%    | 58.38%    | 54.00%    | 53.00%    | 52.00%    | 分支机构数量       | 1,056   | 1,431   |         |         |         |
| 票据贴现         | 3.23%     | 2.98%     | 5.00%     | 5.00%     | 5.00%     | 员工数量         | 68,078  | 75,109  |         |         |         |
| 个人贷款         | 36.42%    | 38.64%    | 41.00%    | 42.00%    | 43.00%    | 总股本数量        | 25,220  | 25,220  | 25,220  | 25,220  | 25,220  |

备注: 货币单位均为百万元

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。