

# 招商银行 (600036.SH) 银行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：16.24元

## 充分暴露不良、中收持续高增长

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)	409,570.29
年内股价最高最低(元)	20.37/14.25
沪深300指数	3216.28
上证指数	3000.64



### 事件

招商银行发布 15 年年报 (此前已披露过业绩快报)：全年实现营业收入 2015 亿元，同比增长 21.5%，归属股东净利润 577 亿元，同比增长 3.2%，符合预期。贷款和存款余额分别同比增长 12.3% 和 8.1%，资产和负债总额分别同比增长 15.7% 和 15.8%。15 年全年息差 2.75%，较 14 年上升 11bps。年末不良率 1.68%，环比 3Q15 上升 8bps，拨备覆盖率 178.95%，环比 3Q15 下降 16.5 个百分点，拨贷比 3.00%，环比 3Q15 下降 12bps。核心一级资本充足率 10.83%，与 3Q15 持平。15 年每股现金分红 0.69 元，现金分红率 30.2%。

### 评论

**营收保持高增长，净利润增速下降的主因是大力度计提拨备：**我们的盈利增速归因分析显示，招行 15 年 3.2% 的净利润增速背后，净利息收入增长正面贡献 16.7 个百分点，其中，生息资产规模增长贡献近 7 个百分点，利差提升 (降息背景下，付息负债成本下降幅度大于生息资产收益率下降) 贡献近 10 个百分点。此外，有效的费用成本管控对净利润的贡献也达到 8 个百分点之多。可以看到，招行营业收入和拨备前利润同比增速分别为 21.5% 和 27.8%，维持了去年的高增长态势，而净利润增速下降较多主要是大力度的拨备计提，根据我们测算，拨备计提负面贡献 32 个百分点。

**加速暴露不良并加大核销力度是招行全年的主基调：**15 年全年核销不良贷款 384 亿，较 14 年的 150 亿大幅上升。加回核销处置后不良率 3.02% (去年该指标为 1.70%)，可以看到，招行在供给侧改革推进、银行业资产质量压力加大的背景下，主动加速暴露不良，同时加大不良核销处置的力度。由于大规模的核销，15 年下半年 90 天以内逾期贷款出现了环比负增长。相对而言，招行是不良暴露较为充分的银行，其 4Q15 加回核销后不良生成率 255bps，较 3Q15 上升 38bps，由此，我们仍难以看到资产质量恶化放缓的趋势。分行业看，不良贷款增量的 84% 集中在制造业、批发和零售业、采矿业三个行业。分地区看，不良贷款增量的 62% 集中在西部地区和中部地区。可见，信贷风险开始出现从长三角地区向产能过剩较严重、中小企业信用风险逐渐加剧的中西部地区蔓延的迹象。

**手续费收入持续高增长，预计仍将维持：**全年实现净手续费收入 534 亿，同比增长达到 35%，占营收比重提升近 3 个百分点至 26.5%。托管、代理业务是较为重要的手续费收入增长来源。我们认为，招行零售业务拥有显著轻型属性，即零售业务的非息收入占该业务营收的比重较高，加之，招行在 14 年把具有传统优势的零售业务重新定位为发展战略，我们预计，招行手续费收入仍可维持较高增速，这也将支撑其营收增长。

### 相关报告

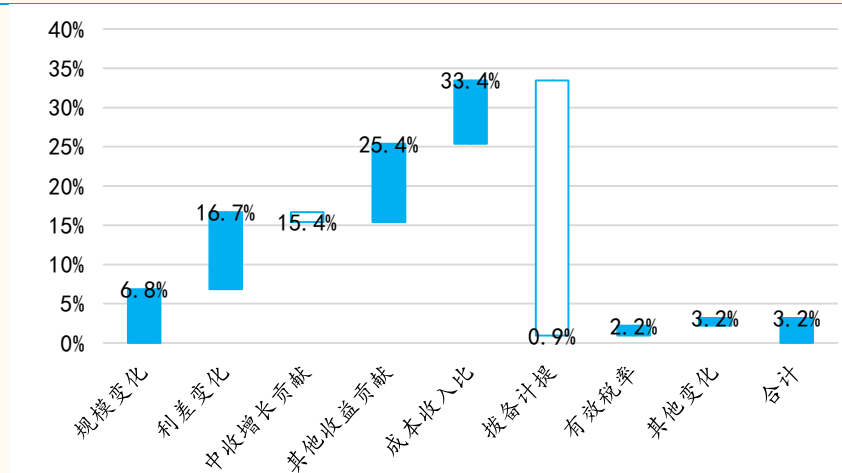
- 《招商银行行业快报点评-招商银行公司点评》，2016.2.18
- 《三季报点评：不良问题瑕不掩瑜、转型大方向再印证-招商银行公司...》，2015.10.20
- 《转型成果的全方位展示-招商银行公司点评》，2015.8.26
- 《入股光伏互联网平台龙头企业、开启信贷联动新模式-招商银行公司...》，2015.6.29
- 《战略重定位、引领银行业转型新方向-招商银行公司研究》，2015.6.15

### 投资建议

**维持“买入”评级：**截至 3 月 30 日收盘，招行交易在 1.0 倍 16 年 PB、7.0 倍 16 年 PE，从基本面看，招行营收增长稳定、不良暴露较为充分、经过零售业务战略和轻型银行战略重定位后，非息业务发展潜力较大。此外，在混业预期下，提估值的催化剂也较充足，维持“买入”评级。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

林瑾璐 联系人  
(8621)61038229  
linjl@gjzq.com.cn

**图表 1：盈利增速归因分析 (2015 全年)**


来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 2：年度及季度业绩 - 招商银行**

利润表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
净利息收入	27,318	28,852	29,779	31,253	33,389	32,715	35,055	35,570	1.5%	13.8%	117,202	136,729	16.7%
非利息收入	13,553	14,537	10,988	9,583	17,358	20,673	17,034	9,677	-43.2%	1.0%	48,661	64,742	33.0%
净手续费收入	10,476	10,914	10,095	8,009	15,633	15,464	14,891	7,431	-50.1%	-7.2%	39,494	53,419	35.3%
营业收入	40,871	43,389	40,767	40,836	50,747	53,388	52,089	45,247	-13.1%	10.8%	165,863	201,471	21.5%
营业支出	(13,790)	(14,135)	(15,230)	(18,258)	(15,402)	(16,424)	(16,859)	(19,272)	14.3%	5.6%	(61,413)	(67,957)	10.7%
营业税金及附加	(2,556)	(2,645)	(2,582)	(2,642)	(3,075)	(3,191)	(3,002)	(2,661)	-11.4%	0.7%	(10,425)	(11,929)	14.4%
拨备前营业利润 (PPOP)	27,081	29,254	25,537	22,578	35,345	36,964	35,230	25,975	-26.3%	15.0%	104,450	133,514	27.8%
资产减值损失	(7,428)	(8,892)	(5,678)	(9,683)	(12,744)	(16,427)	(14,781)	(15,314)	3.6%	58.2%	(31,681)	(59,266)	87.1%
贷款和垫款减值损失	(7,428)	(8,917)	(5,310)	(9,599)	(12,744)	(16,282)	(14,781)	(13,700)	-7.3%	42.7%	(31,254)	(57,507)	84.0%
营业利润	19,653	20,362	19,859	12,895	22,601	20,537	20,449	10,661	-47.9%	-17.3%	72,769	74,248	2.0%
营业外收支净额	108	142	248	164	95	151	157	428	172.6%	161.0%	662	831	25.5%
利润总额	19,761	20,504	20,107	13,059	22,696	20,688	20,606	11,089	-46.2%	-15.1%	73,431	75,079	2.2%
所得税费用	(4,794)	(4,952)	(4,707)	(2,929)	(5,393)	(4,822)	(4,989)	(1,857)	-62.8%	-36.6%	(17,382)	(17,061)	-1.8%
净利润	14,967	15,552	15,400	10,130	17,303	15,866	15,617	9,232	-40.9%	-8.9%	56,049	58,018	3.5%
少数股东权益	(22)	(38)	(55)	(23)	(83)	(110)	(93)	(36)	-61.3%	56.5%	(138)	(322)	133%
归属母公司股东净利润	14,945	15,514	15,345	10,107	17,220	15,756	15,524	9,196	-40.8%	-9.0%	55,911	57,696	3.2%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	14,945	15,514	15,345	10,107	17,220	15,756	15,524	9,196	-40.8%	-9.0%	55,911	57,696	3.2%

资产负债表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
贷款总额	2,349,185	2,422,092	2,445,504	2,513,919	2,622,736	2,646,157	2,718,502	2,824,286	3.9%	12.3%	2,513,919	2,824,286	12.3%
存款总额	3,057,360	3,420,748	3,265,520	3,304,438	3,332,170	3,441,792	3,467,658	3,571,698	3.0%	8.1%	3,304,438	3,571,698	8.1%
不良贷款余额	19,870	23,697	26,923	27,917	32,587	39,615	43,397	47,410	9.2%	69.8%	27,917	47,410	69.8%
贷款损失准备	53,260	59,548	61,383	65,165	72,921	80,880	84,830	84,842	0.0%	30.2%	65,165	84,842	30.2%
资产总额	4,404,549	5,033,122	4,722,648	4,731,829	4,908,944	5,221,221	5,222,292	5,474,978	4.8%	15.7%	4,731,829	5,474,978	15.7%
负债总额	4,120,707	4,746,758	4,420,250	4,416,769	4,576,829	4,888,303	4,872,327	5,113,220	4.9%	15.8%	4,416,769	5,113,220	15.8%
母公司所有者权益	283,335	285,936	301,915	314,404	331,315	332,075	348,962	360,806	3.4%	14.8%	314,404	360,806	14.8%
优先股	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
平均生息资产	4,010,256	4,445,861	4,724,587	4,572,802	4,665,657	4,951,551	5,157,623	5,092,787	-1.3%	11.4%	4,440,702	4,968,597	11.9%

每股数据 (元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	0.0%
EPS	0.59	0.62	0.61	0.40	0.68	0.62	0.62	0.36	-40.8%	-9.0%	2.22	2.29	3.2%
BVPS	11.23	11.34	11.97	12.47	13.14	13.17	13.84	14.31	3.4%	14.8%	12.47	14.31	14.8%
DPS	-	-	-	0.67	-	-	-	0.69	na	na	0.67	0.69	3.0%
PPOP/sh	1.07	1.16	1.01	0.90	1.40	1.47	1.40	1.03	-26.3%	15.0%	4.14	5.29	27.8%

主要指标 (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
ROA	1.42%	1.32%	1.26%	0.86%	1.44%	1.25%	1.20%	0.69%	-0.5pct	-0.2pct	1.28%	1.14%	-0.1pct
ROE	21.79%	21.80%	20.88%	13.12%	21.33%	19.00%	18.24%	10.37%	-7.9pct	-2.8pct	19.28%	17.09%	-2.2pct
净息差	2.65%	2.50%	2.39%	2.58%	2.90%	2.65%	2.70%	2.77%	7bps	19bps	2.64%	2.75%	11bps
成本收入比	27.49%	26.48%	31.03%	38.24%	24.29%	24.79%	26.60%	36.71%	10.1pct	-1.5pct	30.74%	27.81%	-2.9pct
有效税率	24.26%	24.15%	23.41%	22.43%	23.76%	23.31%	24.21%	16.75%	-7.5pct	-5.7pct	23.67%	22.72%	-0.9pct
贷存比	76.84%	70.81%	74.89%	76.08%	78.71%	76.88%	78.40%	79.07%	0.7pct	3.0pct	76.08%	79.07%	3.0pct
不良贷款率	0.85%	0.98%	1.10%	1.11%	1.24%	1.50%	1.60%	1.68%	8bps	57bps	1.11%	1.68%	57bps
拨备覆盖率	268.04%	251.29%	227.99%	233.43%	223.77%	204.17%	195.47%	178.95%	-16.5pct	-54.5pct	233.43%	178.95%	-54.5pct
拨贷比	2.27%	2.46%	2.51%	2.59%	2.78%	3.06%	3.12%	3.00%	-12bps	41bps	2.59%	3.00%	41bps
信用成本	0.33%	0.37%	0.22%	0.39%	0.50%	0.62%	0.55%	0.49%	-6bps	11bps	1.33%	2.15%	83bps
非利息收入/营业收入	33.16%	33.50%	26.95%	23.47%	34.20%	38.72%	32.70%	21.39%	-11.3pct	-2.1pct	29.34%	32.13%	2.8pct
净手续费收入/营业收入	25.63%	25.15%	24.76%	19.61%	30.81%	28.97%	28.59%	16.42%	-12.2pct	-3.2pct	23.81%	26.51%	2.7pct
核心一级资本充足率	9.09%	9.47%	10.35%	10.44%	10.59%	10.50%	10.83%	10.83%	0.0pct	0.4pct	10.44%	10.83%	0.4pct
一级资本充足率	9.09%	9.47%	10.35%	10.44%	10.59%	10.50%	10.83%	10.83%	0.0pct	0.4pct	10.44%	10.83%	0.4pct
资本充足率	10.90%	11.45%	12.28%	12.38%	12.45%	12.40%	12.79%	12.57%	-0.2pct	0.2pct	12.38%	12.57%	0.2pct

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 3: 财务数据及预测 - 招商银行**

利润表 (百万元)						同比增速 (%)				
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
净利息收入	98,913	117,202	136,729	154,285	169,889	11.9%	18.5%	16.7%	12.8%	10.1%
非利息收入	33,691	48,661	64,742	86,107	107,634	34.8%	44.4%	33.0%	33.0%	25.0%
净手续费收入	29,184	39,494	53,419	72,116	93,750	47.8%	35.3%	35.3%	35.0%	30.0%
营业收入	132,604	165,863	201,471	240,392	277,523	17.0%	25.1%	21.5%	19.3%	15.4%
营业支出	(54,475)	(61,413)	(67,957)	(76,112)	(87,529)	11.9%	12.7%	10.7%	12.0%	15.0%
营业税	(8,579)	(10,425)	(11,929)	(14,315)	(17,178)	13.6%	21.5%	14.4%	20.0%	20.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	78,129	104,450	133,514	164,280	189,994	20.8%	33.7%	27.8%	23.0%	15.7%
资产减值损失	(10,218)	(31,681)	(59,266)	(87,292)	(109,502)	83.0%	210.1%	87.1%	47.3%	25.4%
贷款减值损失	(10,196)	(31,254)	(57,507)	(85,322)	(107,296)	85.7%	206.5%	84.0%	48.4%	25.8%
营业利润	67,911	72,769	74,248	76,988	80,492	14.9%	7.2%	2.0%	3.7%	4.6%
营业外收支净额	514	662	831	1,080	1,350	14.0%	28.8%	25.5%	30.0%	25.0%
利润总额	68,425	73,431	75,079	78,069	81,842	14.9%	7.3%	2.2%	4.0%	4.8%
所得税	(16,683)	(17,382)	(17,061)	(18,346)	(19,233)	16.8%	4.2%	-1.8%	7.5%	4.8%
净利润	51,742	56,049	58,018	59,722	62,609	14.3%	8.3%	3.5%	2.9%	4.8%
少数股东权益	1	(138)	(322)	(354)	(390)	-125.0%	-13900%	133.3%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	51,743	55,911	57,696	59,368	62,220	14.3%	8.1%	3.2%	2.9%	4.8%
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	57,696	59,368	62,220	14.3%	8.1%	3.2%	2.9%	4.8%

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
贷款总额	2,197,094	2,513,919	2,824,286	3,163,200	3,542,784	15.4%	14.4%	12.3%	12.0%	12.0%
存款总额	2,775,276	3,304,438	3,571,698	3,857,434	4,127,454	9.6%	19.1%	8.1%	8.0%	7.0%
不良贷款余额	18,332	27,917	47,410	68,366	88,484	56.8%	52.3%	69.8%	44.2%	29.4%
贷款损失准备	48,764	65,165	84,842	116,277	156,513	18.5%	33.6%	30.2%	37.1%	34.6%
资产总额	4,016,399	4,731,829	5,474,978	6,161,048	6,847,151	17.8%	17.8%	15.7%	12.5%	11.1%
负债总额	3,750,443	4,416,769	5,113,220	5,747,618	6,386,970	16.9%	17.8%	15.8%	12.4%	11.1%
母公司所有者权益	265,465	314,404	360,806	412,288	458,810	32.5%	18.4%	14.8%	14.3%	11.3%
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	4,968,597	5,731,533	6,430,650	20.1%	26.6%	11.9%	15.4%	12.2%

每股数据 (元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,655	25,655	16.9%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%
EPS	2.05	2.22	2.29	2.31	2.43	-2.2%	8.1%	3.2%	1.2%	4.8%
BVPS	10.53	12.47	14.31	16.07	17.88	13.4%	18.4%	14.8%	12.3%	11.3%
DPS	0.62	0.67	0.69	0.69	0.73	-1.6%	8.1%	3.0%	0.6%	4.8%
PPOP/sh	3.10	4.14	5.29	6.40	7.41	3.3%	33.7%	27.8%	21.0%	15.7%

主要指标 (%)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
ROA	1.39%	1.28%	1.14%	1.03%	0.96%	-0.07%	-0.11%	-0.14%	-0.11%	-0.06%
ROE	22.22%	19.28%	17.09%	15.36%	14.29%	-2.57%	-2.93%	-2.19%	-1.73%	-1.07%
净息差	2.82%	2.64%	2.75%	2.69%	2.64%	-0.20%	-0.18%	0.11%	-0.06%	-0.05%
成本收入比	34.61%	30.74%	27.81%	25.71%	25.35%	-1.66%	-3.87%	-2.93%	-2.10%	-0.36%
有效税率	24.38%	23.67%	22.72%	23.50%	23.50%	0.39%	-0.71%	-0.95%	0.78%	0.00%
贷存比	79.17%	76.08%	79.07%	82.00%	85.83%	3.96%	-3.09%	3.00%	2.93%	3.83%
不良贷款率	0.83%	1.11%	1.68%	2.16%	2.50%	0.22%	0.28%	0.57%	0.48%	0.34%
拨备覆盖率	266.01%	233.43%	178.95%	170.08%	176.88%	-85.78%	-32.58%	-54.47%	-8.88%	6.80%
拨贷比	2.22%	2.59%	3.00%	3.68%	4.42%	0.06%	0.37%	0.41%	0.67%	0.74%
信用成本	0.50%	1.33%	2.15%	2.85%	3.20%	0.19%	0.83%	0.83%	0.70%	0.35%
非利息收入/营业收入	25.41%	29.34%	32.13%	35.82%	38.78%	3.36%	3.93%	2.80%	3.68%	2.96%
净手续费收入/营业收入	22.01%	23.81%	26.51%	30.00%	33.78%	4.60%	1.80%	2.70%	3.48%	3.78%
核心一级资本充足率	9.27%	10.44%	10.83%	10.56%	10.46%	na	1.17%	0.39%	-0.27%	-0.10%
一级资本充足率	9.27%	10.44%	10.83%	10.56%	10.46%	0.78%	1.17%	0.39%	-0.27%	-0.10%
资本充足率	11.14%	12.38%	12.57%	12.62%	12.42%	-1.00%	1.25%	0.19%	0.05%	-0.21%

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	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</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

**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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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