

招商银行 (600036)

资产增速回落, 不良压力增加

——招商银行 2014 年三季度报点评

	邱冠华 (分析师)	赵欣茹 (研究助理)	黄春逢 (分析师)
	021-38676912	021-38677369	021-38674940
	qiuguanhua@gtjas.com	zhaoxinru@gtjas.com	huangchunfeng@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880114080038	S0880513080007

本报告导读:

受非标监管和经济下行影响, 招商银行以规模驱动业绩高增的模式受阻, 资产增速开始放缓, 资产质量压力较大。

投资要点:

● **投资建议:** 受非标监管和经济下行影响, 招商银行以规模驱动业绩高增的模式阶段受阻, 资产增长放缓, 不良压力增大。虽继续维持 14/15 净利润增长 17%/14% 的预测, 对应 EPS 2.41/2.75 元, BVPS 12.35/14.38 元, 现 4.39/3.84 倍 PE, 0.85/0.73 倍 PB。由于业绩增长的不确定性增加, 将招行的评级由增持下调至谨慎增持, 目标价 12.92 元维持不变。

● **业绩概述:** 2014 年三季度实现拨备前利润 824 亿元, 同比增长 36.0%; 归属母行净利润 458 亿元, 同比增长 16.0%, 与市场一致预期 (+17%) 基本一致。以期初期末平均余额口径计算, 第三季度净息差环比收窄 2bp 至 2.36%。

● 新的认识: 规模驱动业绩高增模式受阻

1. **规模驱动暂缓, 资产规模缩水。** 受同业监管和合意融资需求下降影响, 三季度末同业资产环比大幅减少 31%, 导致生息资产余额减少 2958 亿元, 环比减少 5.9% (第二季度环增 15.1%)。预计这一影响仍将继续存在, 规模驱动业绩增长的模式可能暂告一段落。

2. **不良压力较大, 拨备回归常态。** 第三季度资产质量表现出较大压力, 新增不良贷款 32 亿元, 环比增长 13.6%, 不良率上升 12bp 至 1.1%。第三季度拨备计提回归常态, 比第二季度计提减少 36.1%, 从而使得拨备覆盖率和拨贷比分别下降 30pc、3bp 至 220%、2.43%。

3. **存款偏离监管, 存款增速放缓。** 受存款偏离度考核影响, 9 月末存款冲时点被遏制, 存款较 6 月末减少 1552 亿元, 环比减少 4.5%。相应地, 存贷比上升 3.9pc 至 73.0%。

风险因素: 经济失速导致资产质量显著恶化。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	113,046	132,273	154,736	180,545	207,692
(+/-) %	17.94%	17.01%	16.98%	16.68%	15.04%
拨备前利润	65,147	78,643	92,531	106,071	120,811
(+/-) %	17.44%	20.72%	17.66%	14.63%	13.90%
净利润	45,273	51,743	60,732	69,324	78,601
(+/-) %	25.31%	14.29%	17.37%	14.15%	13.38%
每股净收益 (元)	2.10	2.05	2.41	2.75	3.12
每股净资产 (元)	9.30	10.56	12.35	14.38	16.67
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净资产收益率 (%)	24.79%	22.16%	21.02%	20.57%	20.08%
总资产收益率 (%)	1.46%	1.39%	1.41%	1.41%	1.41%
风险加权资产收益率	2.18%	2.15%	2.06%	2.07%	2.20%
市盈率	5.03	5.15	4.39	3.84	3.39
市净率	1.14	1.00	0.85	0.73	0.63
股息率 (%)	5.97%	5.87%	6.84%	7.81%	8.85%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.92**

上次预测: 12.92

当前价格: 10.38

2014.10.30

交易数据

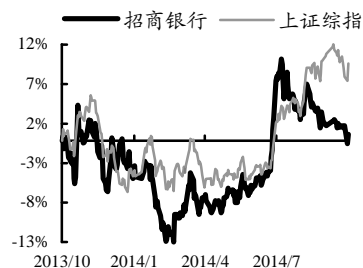
52 周内股价区间 (元)	9.41-11.39
总市值 (百万元)	259,260
总股本/流通 A 股 (百万股)	25,220/20,62
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/4,591
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	64.63
日均成交值 (百万元)	687.18

资产负债表摘要 2013A

贷款总额 (百万元)	2,197,094
存款余额 (百万元)	2,775,276
股东权益 (百万元)	266,907
贷存比 (%)	74.44%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.60	0.58
Q2	0.61	0.62
Q3	0.35	0.62
Q4	0.49	0.59
全年	2.05	2.41

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-6%	1%
相对指数	-1%	-14%	-9%

相关报告

《规模驱动业绩高增长》2014.08.31
《走进“量”见新时代》2014.03.30
《已百尺竿头, 盼更进一步》2013.05.02
《息差环比收窄, 不良继续双升》2012.10.29
《业绩符合预期, 资产质量稳定》2012.08.19

模型更新时间: 2014.10.29

股票研究

金融
商业银行

招商银行 (600036)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.92

上次预测: 12.92

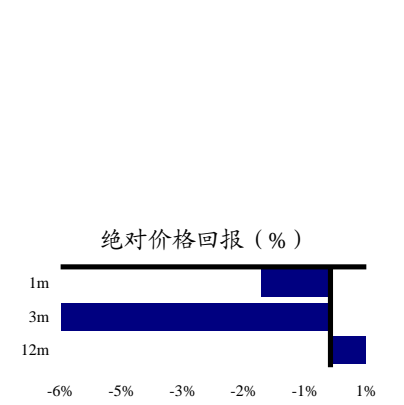
当前价格: 10.38

公司网址

www.cmbchina.com

公司简介

公司是一家全国性商业银行,国内最大的零售银行。
在境内 100 多个城市、香港设有分行,网点总数超过 900 家,在美国设立纽约分行和代表处,在伦敦和台北设有代表处,并与世界 70 多个国家和地区的 900 多家银行建立了代理行关系。



52 周价格范围 9.41-11.39
市值 (百万) 259,260

财务预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表						
净利息收入	76,307	88,374	98,913	112,579	127,555	142,339
净手续费收入	15,628	19,739	29,184	37,939	48,562	60,703
其他非息收入	3,917	4,933	4,176	4,218	4,429	4,650
营业收入	95,852	113,046	132,273	154,736	180,545	207,692
税金及附加	-6,091	-7,555	-8,579	-10,114	-11,828	-13,723
业务及管理费	-34,798	-40,795	-45,565	-52,610	-63,191	-73,731
营业外净收入	509	451	514	519	545	572
拨备前利润	55,472	65,147	78,643	92,531	106,071	120,811
资产减值损失	-8,350	-5,583	-10,218	-12,091	-14,252	-16,704
税前利润	47,122	59,564	68,425	80,440	91,820	104,107
所得税	-10,995	-14,287	-16,683	-19,708	-22,496	-25,506
税后利润	36,127	45,277	51,742	60,732	69,324	78,601
归属母公司净利润	36,129	45,273	51,743	60,732	69,324	78,601
资产负债表						
存放央行	408,304	471,392	517,239	564,769	615,598	664,846
同业资产	268,402	491,255	505,802	635,770	770,313	895,320
贷款总额	1,641,075	1,904,463	2,197,094	2,504,687	2,842,820	3,212,387
贷款减值准备	-36,704	-41,138	-48,764	-58,027	-68,313	-80,009
贷款净额	1,604,371	1,863,325	2,148,330	2,446,660	2,774,506	3,132,378
证券投资	458,374	517,823	756,830	844,764	951,172	1,078,498
其他资产	55,520	64,304	88,198	101,046	114,985	129,819
资产合计	2,794,971	3,408,099	4,016,399	4,593,009	5,226,574	5,900,860
同业负债	315,247	526,460	792,478	1,030,835	1,321,071	1,652,854
存款余额	2,220,060	2,532,444	2,775,276	3,052,804	3,327,556	3,593,760
应付债券	46,167	77,111	68,936	68,936	68,936	68,936
其他负债	48,487	71,683	113,753	128,430	145,904	164,398
负债合计	2,629,961	3,207,698	3,750,443	4,281,005	4,863,467	5,479,949
股东权益合计	164,732	200,662	266,907	312,003	363,108	420,911
业绩增长						
净利息收入增速	33.69%	15.81%	11.93%	13.82%	13.30%	11.59%
净手续费增速	37.93%	26.31%	47.85%	30.00%	28.00%	25.00%
净非息收入增速	39.38%	26.23%	35.21%	26.37%	25.70%	23.33%
拨备前利润增速	42.81%	17.44%	20.72%	17.66%	14.63%	13.90%
归属母公司净利润增速	40.20%	25.31%	14.29%	17.37%	14.15%	13.38%
盈利能力						
ROAE	24.19%	24.79%	22.16%	21.02%	20.57%	20.08%
ROAA	1.39%	1.46%	1.39%	1.41%	1.41%	1.41%
RORWA	2.05%	2.18%	2.15%	2.06%	2.07%	2.20%
生息率	4.68%	4.83%	4.71%	4.74%	4.76%	4.78%
付息率	1.86%	2.14%	2.20%	2.29%	2.35%	2.42%
净利差	2.82%	2.69%	2.51%	2.44%	2.41%	2.36%
净息差	2.96%	2.87%	2.69%	2.66%	2.66%	2.62%
成本收入比	36.30%	36.09%	34.45%	34.00%	35.00%	35.50%
资本状况						
资本充足率	11.53%	12.14%	11.14%	11.20%	11.33%	11.56%
核心资本充足率	8.22%	8.49%	9.27%	9.54%	9.81%	10.13%
风险加权系数	63.00%	60.97%	68.34%	68.34%	68.34%	68.34%
股息支付率	25.08%	30.02%	30.22%	30.00%	30.00%	30.00%
资产质量						
不良贷款余额	9,173	11,694	18,332	24,772	30,838	36,611
不良贷款净生成率	0.00%	0.21%	0.46%	0.46%	0.44%	0.42%
不良贷款率	0.56%	0.61%	0.83%	0.99%	1.08%	1.14%
拨备覆盖率	400%	352%	266%	234%	222%	219%
拨贷比	2.24%	2.16%	2.22%	2.32%	2.40%	2.49%
流动性						
贷存比	73.92%	75.20%	79.17%	82.05%	85.43%	89.39%
贷款/总资产	58.72%	55.88%	54.70%	54.53%	54.39%	54.44%
平均生息资产/平均总资产	99.25%	99.32%	99.16%	98.37%	97.80%	97.80%
每股指标						
EPS	1.67	2.10	2.05	2.41	2.75	3.12
BVPS	7.63	9.30	10.56	12.35	14.38	16.67
每股股利	0.42	0.63	0.62	0.72	0.82	0.93
估值指标						
P/E	6.31	5.03	5.15	4.39	3.84	3.39
P/B	1.38	1.14	1.00	0.85	0.73	0.63
P/PPOP	4.11	3.50	3.39	2.88	2.51	2.20
股息收益率	3.98%	5.97%	5.87%	6.84%	7.81%	8.85%

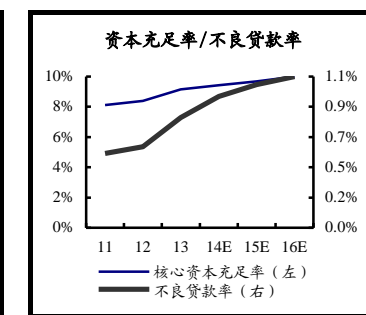
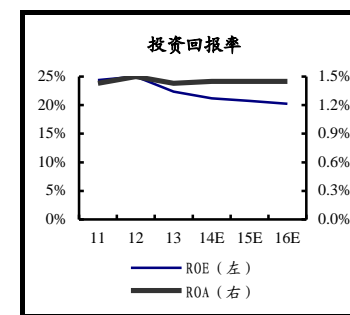
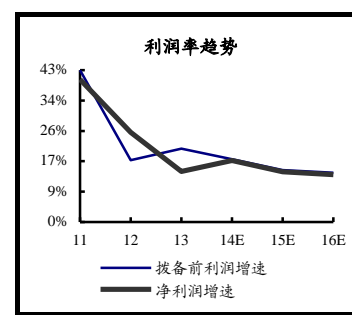
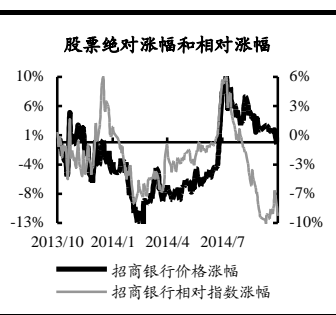
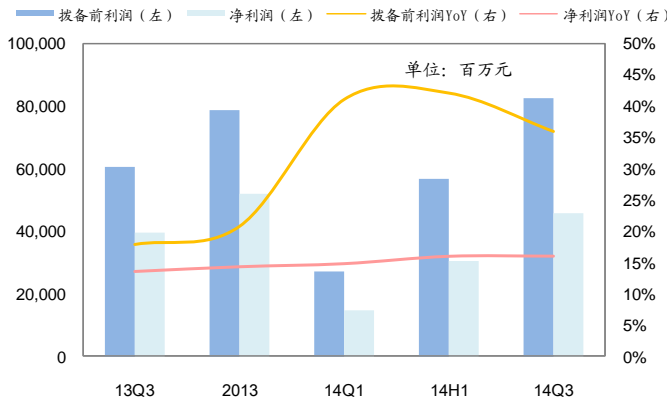


表 1: 招商银行 2014 年三季度报数据概览

单位: 百万元	13Q3	14Q3	YoY(%)	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	QoQ(%)
拨备前利润	60,576	82,370	36.0%	18,067	27,189	29,396	25,785	-12.3%
母公司净利润	39,498	45,804	16.0%	12,245	14,945	15,514	15,345	-1.1%
市场/国泰君安预测			17%/14%					
EPS (未年化)	1.57	1.82		0.49	0.59	0.62	0.61	
BVPS (未年化)	10.22	11.98		10.56	11.26	11.36	11.98	
净利息收入	72,572	82,267	13.4%	26,341	26,183	27,675	28,409	2.7%
生息资产 (期初期末平均)	3,613,411	4,326,556	19.7%	3,727,375	4,063,122	4,406,933	4,326,556	-1.8%
净息差 (期初期末口径)	2.68%	2.54%	-14bp	2.70%	2.51%	2.37%	2.36%	-2bp
净息差 (日均余额口径)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	24,703	42,515	72.1%	8,657	14,605	15,634	12,276	-21.5%
手续费净收入	21,706	34,246	57.8%	7,478	11,611	12,091	10,544	-12.8%
其他非息收入	2,997	8,269	175.9%	1,179	2,994	3,543	1,732	-51.1%
业务及管理费	30,607	35,127	14.8%	14,958	11,151	11,410	12,566	10.1%
成本收入比	31.46%	28.15%	-3.3pc	42.74%	27.34%	26.35%	30.89%	4.5pc
资产拨备支出	8,162	21,998	169.5%	2,056	7,428	8,892	5,678	-36.1%
信贷拨备支出	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	12,923	14,453	11.8%	3,760	4,794	4,952	4,707	-4.9%
有效税率	24.66%	23.94%	-0.7pc	23.48%	24.26%	24.15%	23.41%	-0.7pc
规模指标:								
总资产	3,885,372	4,722,648	21.5%	4,016,399	4,404,549	5,033,122	4,722,648	-6.2%
生息资产余额	3,841,889	4,676,147	21.7%	3,976,965	4,359,461	4,971,977	4,676,147	-5.9%
其中: 贷款净额	2,125,156	2,384,121	12.2%	2,148,330	2,295,925	2,362,544	2,384,121	0.9%
同业资产	453,250	647,077	42.8%	505,802	589,477	943,037	647,077	-31.4%
债券投资	700,992	994,893	41.9%	756,830	869,234	1,012,877	994,893	-1.8%
总负债	3,628,098	4,420,250	21.8%	3,750,443	4,120,707	4,746,758	4,420,250	-6.9%
付息负债余额	3,509,236	4,281,388	22.0%	3,636,690	4,001,055	4,603,043	4,281,388	-7.0%
其中: 吸收存款	2,804,691	3,265,520	16.4%	2,775,276	3,057,360	3,420,748	3,265,520	-4.5%
同业负债	637,075	914,821	43.6%	792,478	861,479	1,082,314	914,821	-15.5%
发行债券	67,470	101,047	49.8%	68,936	82,216	99,981	101,047	1.1%
所有者权益	257,682	302,150	17.3%	266,416	284,086	286,412	302,150	5.5%
总股本	25,220	25,220	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%
重点关注:								
不良贷款	17,100	26,923	57.4%	18,332	19,870	23,697	26,923	13.6%
关注贷款	n.a	n.a	n.a	24,603	n.a	30,071	n.a	n.a
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	32,995	n.a	45,050	n.a	n.a
不良贷款率	0.79%	1.10%	31bp	0.83%	0.85%	0.98%	1.10%	12bp
拨备覆盖率	273.41%	220.86%	-52.5pc	266.00%	259.46%	251.29%	220.86%	-30.4pc
拨贷比	2.15%	2.43%	28bp	2.22%	2.20%	2.46%	2.43%	-3bp
资本充足率	11.32%	12.28%	96bp	11.14%	10.90%	11.12%	12.28%	116bp
核心资本充足率	9.38%	10.35%	97bp	9.27%	9.09%	9.19%	10.35%	116bp
贷存比 (含贴现)	75.77%	73.01%	-2.8pc	77.41%	75.10%	69.07%	73.01%	3.9pc
ROAA	1.44%	1.40%	-5bp	1.24%	1.42%	1.32%	1.26%	-6bp
ROAE	22.98%	21.48%	-1.5pc	18.69%	21.72%	21.76%	20.86%	-0.9pc

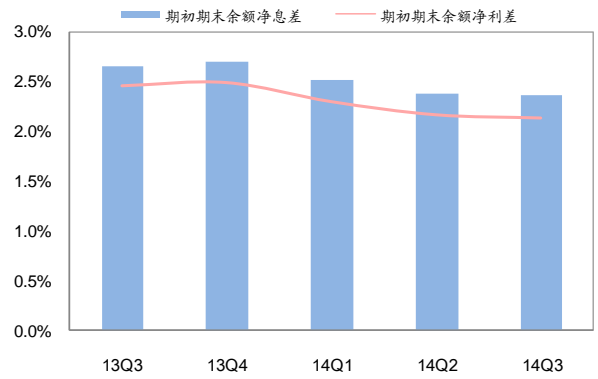
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 1: 14Q3 年净利润同比增长 16%



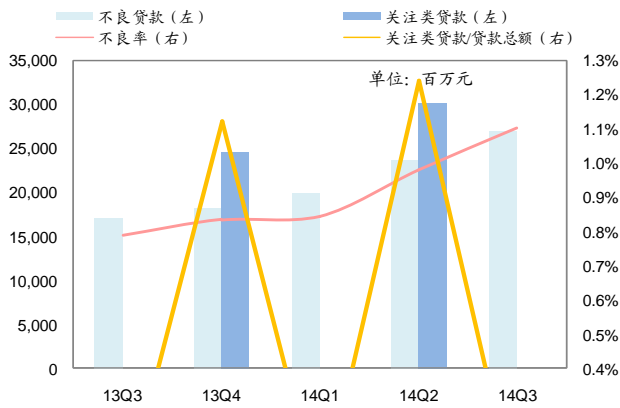
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 2: 14Q3 净息差环比下降 2bp 至 2.36%



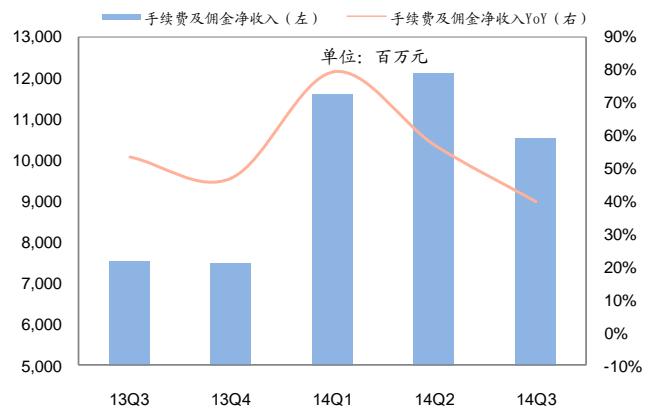
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 3: 14Q3 不良率环比升 12bp 至 1.10%



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 4: 14Q3 单季手续费净收入同比下降 12.8%



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

表 2: 十六家上市银行最新盈利预测及估值水平

			EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		收盘价 (元)
	14 年预测	15 年预测	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	
兴业银行	16.0%	15.9%	2.54	2.94	12.64	15.08	4.05	3.50	0.81	0.68	10.28
民生银行	12.1%	14.9%	1.43	1.68	7.13	8.47	4.38	3.72	0.88	0.74	6.25
平安银行	28.1%	25.8%	1.71	2.15	11.40	13.38	6.03	4.80	0.90	0.77	10.30
招商银行	17.4%	14.2%	2.41	2.75	12.35	14.38	4.31	3.77	0.84	0.72	10.38
中信银行	14.2%	13.2%	0.96	1.08	5.57	6.41	4.85	4.31	0.84	0.73	4.66
光大银行	12.4%	10.5%	0.65	0.72	3.78	4.30	4.14	3.74	0.71	0.63	2.69
华夏银行	15.3%	12.2%	2.01	2.25	11.30	13.05	4.16	3.71	0.74	0.64	8.35
股份制	15.7%	15.2%					4.47	3.85	0.81	0.69	
中国银行	7.2%	6.1%	0.60	0.64	3.71	4.14	4.47	4.20	0.72	0.65	2.69
建设银行	8.7%	8.3%	0.93	1.01	4.90	5.58	4.36	4.03	0.83	0.73	4.07
交通银行	6.9%	7.3%	0.90	0.97	6.29	6.99	4.67	4.36	0.67	0.61	4.23
国有行	8.2%	7.6%					4.46	4.15	0.79	0.70	
北京银行	12.1%	10.9%	1.71	1.90	10.51	12.06	4.58	4.13	0.75	0.65	7.85
南京银行	19.0%	18.7%	1.80	2.14	10.66	12.26	5.18	4.36	0.88	0.76	9.33
宁波银行	18.3%	15.3%	1.99	2.29	10.55	12.37	5.14	4.47	0.97	0.83	10.23
城商行	14.8%	13.5%					4.97	4.32	0.86	0.75	
上市行	10.1%	9.6%					4.56	4.03	0.81	0.70	

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 以 2014 年 10 月 29 日收盘价计算。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		