



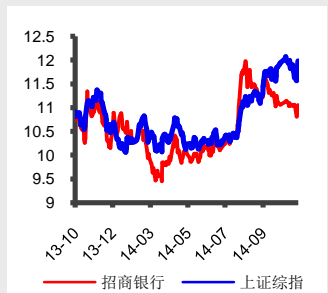
资产减值损失拖累净利

推荐（维持）

⑤ 事件

10月29日招商银行（600036）公告2014年三季度业绩：前三季度，公司实现营收1250亿元，同比增28%；归母净利润458亿元，同比增16%；基本每股收益1.82元；净资产3019亿元，比上年末增长14%；每股净资产达11.97亿元；加权平均ROE为21.33%，同比减少3.26个百分点。

市场表现 截至 2014.10.29



⑤ 点评

前三季度，集团营收增速增长较快，基本符合我们预期。但从营收环比来看，增速已放缓。主因在于生息资产规模的环比收缩，以及手续费收入增速放缓所致。

由于存款偏离度监管影响、以及存款结构定期化趋势延续，付息负债成本不断上移，集团净利差与净息差同比和环比分别有所下降。但预计随着公司成本控制力的提升，以及贷款议价能力的控制，利差下降将被较好控制住。

小企业和小微企业不良余额的快速增长，导致公司不良率继续上移。公司主动退出存量风险客户并谨慎进行贷款投放。贷款减值准备金计提增加导致资产减值损失较上年同期大幅上升，最后拖累净利增速，但其排名依然位于已公告业绩的上市银行前列。

⑤ 风险提示

经济疲软，资产质量迅速下降；负债成本增长加快，盈利空间过快挤压。

市场数据	2014-10-29
A股收盘价(元)	10.38
一年内最高价(元)	11.39
一年内最低价(元)	9.41
上证指数	2373
市净率	0.92
总股本(亿股)	252
实际流通A股(亿股)	206
限售流通A股(亿股)	0.00
流通A股市值(亿元)	2141

分析师：赵莎莎

执业证书号：S1490514030002

电话：010-58566806

邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

盈利预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	113,367	132,604	155,213	179,193
同比增长(+/-%)	17.90%	16.97%	17.05%	15.45%
净利润(百万元)	45,272	51,742	60,044	68,243
同比增长(+/-%)	25.31%	14.29%	16.04%	13.66%
每股收益(元)	2.10	2.30	2.38	2.71
每股净资产(元)	9.28	10.53	12.30	14.49

证券研究报告

目录

一、	营收增速相对较快，但已放缓.....	4
二、	负债成本继续上移，盈利空间受挤压.....	4
三、	风险充分暴露，拨备计提继续增加.....	4
四、	投资建议.....	5
五、	风险提示.....	5

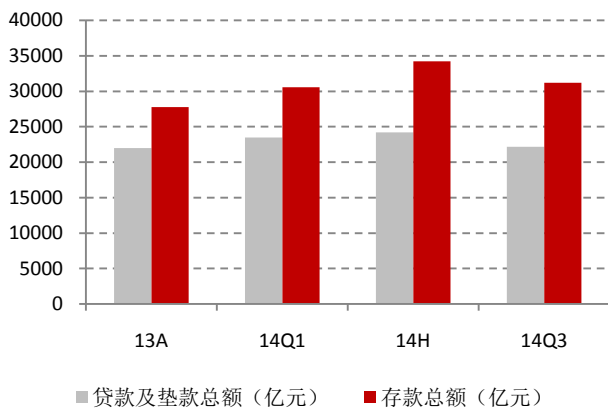
图表目录

图表 1: 2014 年前三季度招行存贷款规模增长.....	4
图表 2: 2014 年第三季度存贷款增速收缩.....	4
图表 3: 招行不良贷款拨备覆盖率.....	5
图表 4: 招行贷款拨备率.....	5
图表 5: 资产负债表预测值.....	6
图表 6: 利润表预测.....	6

一、营收增速相对较快，但已放缓

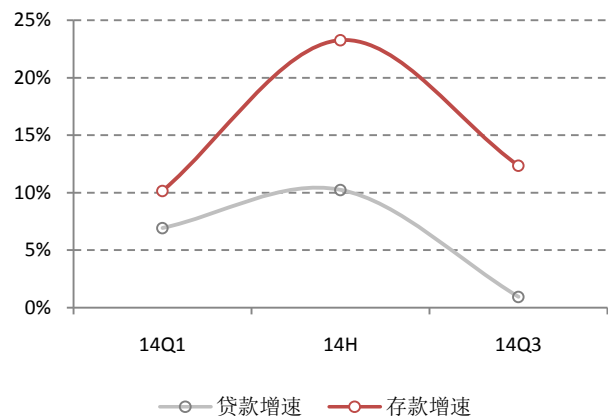
2014 年前三季度，集团营业收入增速较同业而言依然增长较快，实现收入 1,250 亿元，同比增长 28%，基本符合我们之前预期。其中，净利息收入占比为 65.80%，净手续费及佣金收入占比为 27.39%。但从营收单季度环比来看，收入增速已经放缓。我们认为主要原因在于生息资产规模的环比收缩，以及银行手续费收费标准下调和非标治理影响下手续费收入增速放缓所致。

图表 1: 2014 年前三季度招行存贷款规模增长



数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 2: 2014 年第三季度存贷款增速收缩



数据来源：公司公告，华融证券整理

二、负债成本继续上移，盈利空间受挤压

由于存款偏离度监管影响、以及存款结构定期化趋势延续，付息负债成本不断上移，集团净利差与净息差同比和环比分别下降，2014 年前三季度，净利差为 2.30%，净息差为 2.50%，同比分别下降 0.36 个百分点和 0.33 个百分点，2014 年第三季度，集团净利差为 2.20%，净利息收益率为 2.39%，环比分别下降 0.10 个百分点和 0.11 个百分点。但预计随着公司成本控制力的提升，以及贷款议价能力的控制，利差下降将被较好控制住。

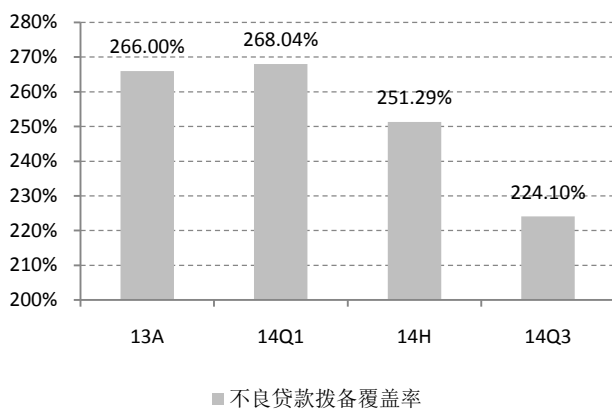
三、风险充分暴露，拨备计提继续增加

截至第三季度末，集团和公司不良率分别达到 1.10% 和 1.20%，与年初相比均上升将近 0.3 个百分点。其主要原因在于小企业和小微企业不良的快速增加。小企业贷款和小微贷款不良率分别为 2.58% 和 0.92%，分别较上年末上升 0.65 和 0.34 个百分点。公司因此主动退出存量风险客户并减少一般性贷款的投放。截至三季度末，公司小企业贷款余额较年初下降 2.57%，小企业贷款占境内企业贷款比重为 23.10%，较年初下降 2.37 个百分点；小微贷款余额较年

初增长 17.31%，小微贷款占零售贷款比重较年初提高 1.74 个百分点。

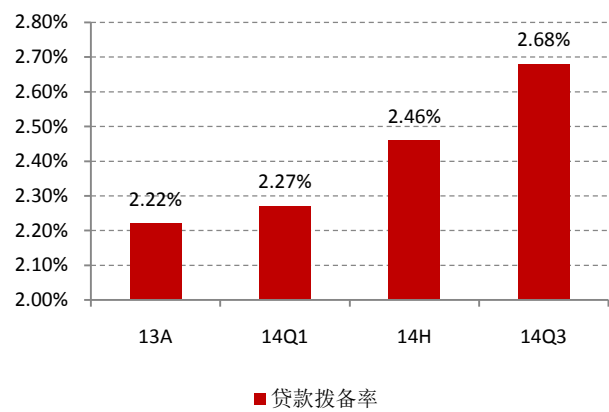
截至 2014 年 9 月末，公司不良贷款余额 265.34 亿元，比年初增加 84.65 亿元，较二季度末增加 28.37 亿元。贷款减值准备余额为 594.63 亿元，比年初增加 122.41 亿元，较二季度末减少 0.85 亿元。不良贷款拨备覆盖率为 224.10%，比年初下降 37.24 个百分点，比二季度末下降 27.19 个百分点；贷款拨备率 2.68%，比年初上升 0.33 个百分点，比二季度末上升 0.22 个百分点。

图表 3: 招行不良贷款拨备覆盖率



数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 4: 招行贷款拨备率



数据来源：公司公告，华融证券整理

四、投资建议

招商银行 2014 年前三季度总体而言依靠逆势扩张取得了较好的营收增速。但由于信贷资产质量下行，公司采取审慎风控措施，导致贷款减值准备和损失增加，因此导致净利润增速受到影响，不过依然排列于已公布上市银行业绩榜前列。招行以“一体两翼”为发展战略，将以大零售目标为出发点，进行发展转型。公司的零售客户，尤其是价值客户群规模不断扩大，快速推动综合金融和资管业务的发展。我们维持公司“推荐”评级，2014 年和 2015 年预计公司 EPS 分别为 2.38 元和 2.71 元；BVPS 分别为 12.30 元和 14.49 元。

五、风险提示

经济疲软，信贷资产质量下降明显；

负债成本居高难下、贷款议价空间却不断压缩，导致盈利空间过快挤压；

沪港通开通被无限拖延。

附录

图表 5: 资产负债表预测值

单位: 百万元	2015E	2014E	2013	2012
现金及存放中央银行款项	631,549	574,135	517,239	471,392
存放同业款项	141,589	76,535	38,850	280,870
交易性金融资产	42,152	31,954	23,223	25,489
买入返售金融资产	489,551	411,387	318,905	106,965
发放贷款及垫款	2,913,221	2,511,398	2,148,330	1,863,325
可供出售金融资产	372,631	326,869	289,265	284,696
持有至到期投资	300,855	250,712	208,927	175,417
资产总计	5,404,065	4,699,187	4,016,399	3,408,099
同业和其它金融机构存放款项	1,041,321	853,542	514,182	258,692
吸收存款	3,637,987	3,213,770	2,775,276	2,532,444
负债合计	5,037,445	4,388,018	3,750,443	3,207,698
股本	25,220	25,220	25,220	21,577
归属于母公司所有者权益合计	365,520	310,235	265,465	200,328
每股净资产	14.49	12.30	10.53	9.28

图表 6: 利润表预测

单位: 百万元	2015E	2014E	2013	2012
营业收入	178,805	155,213	132,604	113,367
利息净收入	122,640	110,239	98,913	88,374
手续费及佣金净收入	42,964	37,954	29,184	19,739
营业支出	89,011	76,208	64,693	54,260
营业税金及附加	10,665	9,608	8,579	7,555
管理费用	54,131	50,122	45,565	40,801
资产减值损失	17,266	14,510	10,218	5,583
利润总额	89,794	79,005	68,425	59,558
减: 所得税	21,551	18,961	16,683	14,286
净利润	68,243	60,044	51,742	45,272
基本每股收益	2.71	2.38	2.30	2.10

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn