

# 净息差再创新高—三季度报点评

## 增持维持

目标价格：14 元

### 投资要点:

- 📖 净息差再创新高
- 📖 收入结构优化
- 📖 规模增长适度

**事件:** 公司发布三季报, 前三季度招行实现归属于母公司股东的净利润283.88亿元, 同比增长37.91%, EPS1.32元, 归属于母公司股东的加权平均净资产收益率19.72%。三季度实现归属于母公司股东的净利润97.87亿元, 同比增长32.58%, 环比增长0.38%。

### 报告摘要:

- **规模增长适度。**截至2011年9月末, 资产总额为2.63万亿元, 比年初增长9.61%; 客户存款为2.09万亿元, 比年初增长10.16%, 比6月底微降0.13%; 贷款及垫款总额为15980.87亿元, 比年初增加1,666.36亿元, 增幅11.64%, 比6月底增长2.78%。
- **净息差创新高。**前三季度净息差年化率为3.02%, 同比反弹50个BP; 第三季度净息差年化率为3.22%, 环比反弹22个BP。
- **收入结构优化。**前三季度手续费及佣金净收入118.65亿元, 同比上升45.71%, 在营业收入中的占比为16.88%; 其他净收入28.01亿元, 同比上升22.53%。
- **资产质量暂无碍。**截至2011年9月末, 招行不良贷款94.20亿元, 比6月底减少8600万元; 不良贷款率0.59%, 比6月底下降0.02个百分点; 拨备覆盖率366.53%, 比年初增加64.12个百分点; 贷款拨备率2.16%, 比年初上升0.11个百分点。
- **投资建议。**我们上调了招行2011-2012年盈利预测, 净利润增速分别为36.8%和23.8%, 达到352.6亿和436.7亿元, 每股收益为1.34和1.66元, 维持增持评级。

| (百万元, 元) | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入     | 51446 | 71099 | 90225 | 110589 | 132718 |
| 净利润      | 18235 | 25769 | 35264 | 43673  | 52791  |
| 摊薄 EPS   | 0.95  | 1.19  | 1.34  | 1.66   | 2.01   |
| BVPS     | 4.85  | 6.21  | 7.56  | 8.86   | 10.43  |
| PE(X)    | 12.94 | 10.33 | 9.21  | 7.44   | 6.15   |
| PB(X)    | 2.54  | 1.99  | 1.63  | 1.39   | 1.18   |

### 银行行业研究组

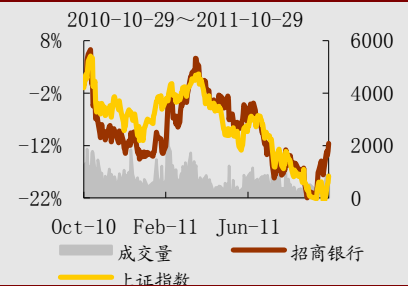
#### 分析师:

**张继袖 (S1180511010006)**

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

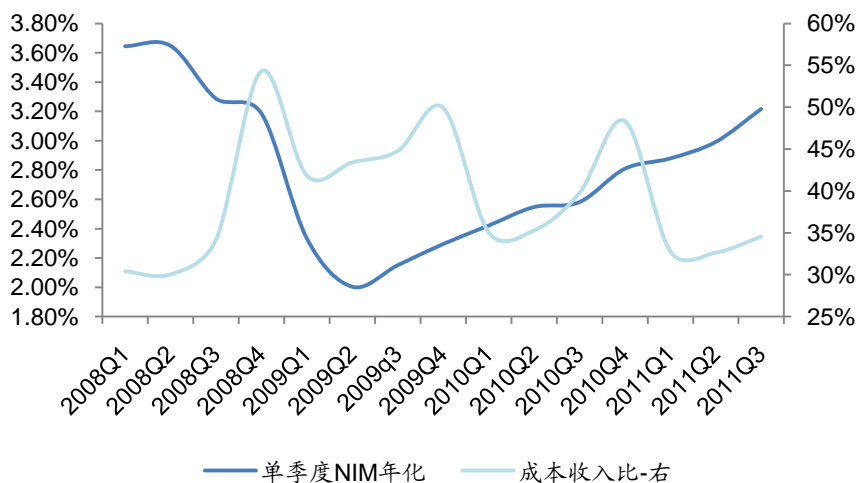
|        |        |
|--------|--------|
| 股本(亿股) | 215.77 |
| 市值(亿元) | 2662   |
| 大股东    | 招商局    |
| 持股比例   | 18.43% |

数据来源: wind

### 相关研究

- 1 《宏源证券\*公司研究\*招商银行: 净息差大幅反弹, 活期存款稳定——中报点评\*600036\*银行\*张继袖》, 2011.8
- 2 《宏源证券\*公司研究\*银行业: 配股补充核心资本\*600036\*银行\*张继袖》, 2011.7
- 3 《宏源证券\*公司研究\*招商银行: 净息差大幅反弹——年报点评\*银行\*600036\*张继袖》, 2011.4
- 4 《宏源证券\*公司研究\*招商银行: 稳健推进二次转型, NIM 反弹-季报点评\*600036\*银行\*张继袖》, 2010.10

图 1: NIM 和成本收入比走势图



资料来源: 宏源证券

表 1: 净利润同比增长归因分析

|        | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 | 2010Q4 | 2010H | 2010   | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011H | 2010Q1-3 | 2011Q1-3 | 2011Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|----------|----------|--------|
| 生息资产   | 24.82  | 19.09  | 13.53  | 13.85  | 22.06 | 20.42  | 16.10  | 11.56  | 11.53 | 21.42    | 11.92    | 8.44   |
| NIM    | 4.28   | 31.83  | 18.75  | 21.34  | 17.03 | 15.85  | 20.98  | 17.08  | 20.94 | 15.07    | 19.88    | 22.12  |
| 手续费净收入 | 6.51   | 6.79   | 5.15   | 9.96   | 6.60  | 7.24   | 11.53  | 8.29   | 9.76  | 6.05     | 8.02     | 5.14   |
| 其他收支   | 0.54   | -7.69  | 3.30   | 1.07   | -3.72 | -0.36  | 2.50   | 3.80   | 3.21  | -0.96    | 1.08     | -2.44  |
| 费用收入比  | 19.49  | 29.94  | 14.65  | 5.30   | 23.61 | 15.83  | 6.59   | 6.71   | 6.66  | 20.12    | 9.14     | 13.10  |
| 营业税率   | 0.79   | 0.06   | 1.24   | 1.29   | 0.39  | 0.85   | -0.52  | -1.13  | -0.85 | 0.70     | -1.15    | -1.69  |
| 拨备支出   | -14.14 | 20.90  | -7.21  | -37.87 | 2.05  | -11.25 | -6.38  | -12.65 | -9.81 | -1.48    | -9.75    | -9.65  |
| 营业外收支  | -0.06  | -1.48  | 3.15   | -3.61  | -0.71 | -0.41  | 0.62   | 0.44   | 0.52  | 0.77     | 0.40     | 0.18   |
| 所得税率   | -0.17  | -17.50 | 0.72   | -13.16 | -7.52 | -7.78  | -3.40  | 0.84   | -1.08 | -4.29    | -1.63    | -2.62  |
| 净利润增长率 | 42.06  | 81.94  | 53.28  | -1.84  | 59.80 | 40.39  | 48.04  | 34.95  | 40.88 | 57.40    | 37.90    | 32.58  |

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润环比增长归因分析

|        | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 | 2010Q4 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生息资产   | 32.24  | 11.07  | 5.80   | 2.05   | 3.72   | 4.85   | 3.22   | 2.15   | 4.97   | 1.67   | 0.85   |
| NIM    | -60.64 | -14.32 | 7.55   | 5.53   | 4.68   | 5.22   | 1.19   | 7.39   | 2.86   | 3.58   | 6.73   |
| 手续费净收入 | -2.64  | 5.45   | -1.82  | -2.50  | 4.36   | 3.94   | -0.84  | 2.21   | 5.01   | 1.67   | -2.64  |
| 其他收支   | 14.54  | 5.56   | -7.10  | -0.87  | 1.80   | -2.04  | 3.50   | -2.20  | 2.92   | 0.04   | -2.33  |
| 费用收入比  | 66.98  | -2.99  | -4.51  | -11.22 | 38.47  | -0.44  | -8.77  | -17.95 | 51.59  | 0.34   | -3.71  |
| 营业税率   | 2.74   | 0.71   | -1.35  | 0.10   | 1.08   | 0.01   | -0.09  | 0.02   | -0.50  | -0.52  | -0.52  |
| 拨备支出   | 100.45 | -18.86 | 35.37  | -1.66  | -21.89 | 9.33   | 2.71   | -20.22 | 7.04   | 0.29   | 4.05   |
| 营业外收支  | -7.75  | 1.00   | -1.83  | 4.70   | -4.39  | -0.16  | 1.93   | -1.26  | 0.01   | -0.16  | 1.25   |
| 所得税率   | -40.18 | 8.73   | -13.31 | 13.21  | -14.31 | 0.15   | -0.67  | -0.12  | -2.70  | 3.27   | -3.30  |
| 净利润增长率 | 105.74 | -3.66  | 18.80  | 9.34   | 13.52  | 20.86  | 2.17   | -29.98 | 71.21  | 10.17  | 0.38   |

资料来源: 宏源证券

**表 3: 盈利预测 (百万元)**

| 资产负债表        |             |              |              |              | 利润表         |             |              |              |              |
|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|              | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |             | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 现金及存放央行      | 294955      | 287453       | 293526       | 343398       | 净利息收入       | 57076       | 71012        | 85730        | 101887       |
| 存放同业和其它      | 28961       | 29765        | 30394        | 35558        | 手续费及佣金净收入   | 11330       | 16121        | 21307        | 26717        |
| 拆出资金         | 58917       | 60552        | 61832        | 72337        | 其他净收入       | 2693        | 3092         | 3552         | 4114         |
| 证券投资         | 391751      | 553759       | 684633       | 888179       | 营业收入合计      | 71099       | 90225        | 110589       | 132718       |
| 买入返售金融资产     | 176547      | 197136       | 201301       | 235503       | 营业税金及附加     | 4153        | 5270         | 6460         | 7752         |
| 衍生金融资产       | 1738        | 1934         | 3292         | 3851         | 业务及管理费      | 28481       | 33383        | 40918        | 49106        |
| 发放贷款及垫款      | 1402160     | 1555416      | 1742066      | 1951114      | 资产减值损失      | 5501        | 6321         | 7079         | 7929         |
| 固定资产         | 15038       | 13280        | 13575        | 14055        | 营业支出合计      | 38135       | 44974        | 54457        | 64787        |
| 递延所得税资产      | 3706        | 4125         | 7019         | 8212         | 营业利润        | 32964       | 45251        | 56132        | 67931        |
| 无形资产         | 2620        | 1643         | 1395         | 1147         | 营业外收支净额     | 379         | 378          | 377          | 376          |
| 其他资产合计       | 24168       | 25763        | 58222        | 70509        | 拨备前利润       | 38465       | 51572        | 63212        | 75860        |
| 资产合计         | 2402507     | 2738858      | 3106960      | 3635144      | 利润总额        | 33343       | 45629        | 56509        | 68307        |
| 同业和其它金融机构存放  | 203011      | 202499       | 186960       | 266717       | 减: 所得税      | 7574        | 10365        | 12836        | 15516        |
| 拆入资金         | 45573       | 45458        | 17806        | 25402        | 净利润         | 25769       | 35264        | 43673        | 52791        |
| 卖出回购金融资产款    | 33439       | 37770        | 60218        | 99464        | 归属于母公司的净利润  | 25769       | 35264        | 43673        | 52791        |
| 吸收存款         | 1897178     | 2124839      | 2401068      | 2833261      | 少数股东损益      | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付债券         | 36285       | 31778        | 31778        | 31778        | 基本每股收益      | 1.19        | 1.34         | 1.66         | 2.01         |
| 其他负债合计       | 53015       | 97380        | 176021       | 104028       | 稀释每股收益      | 1.19        | 1.34         | 1.66         | 2.01         |
| 负债合计         | 2268501     | 2539724      | 2873850      | 3360649      | <b>财务指标</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本           | 21577       | 26324        | 26324        | 26324        | <b>成长性</b>  |             |              |              |              |
| 资本公积金        | 36197       | 67574        | 68481        | 69893        | 营收增长率       | 38.2%       | 26.9%        | 22.6%        | 20.0%        |
| 盈余公积金        | 10880       | 14406        | 18774        | 24053        | EBIT 增长率    | 44.7%       | 34.6%        | 23.0%        | 20.6%        |
| 未分配利润        | 49063       | 74544        | 103245       | 137939       | 净利润增长率      | 41.3%       | 36.8%        | 23.8%        | 20.9%        |
| 一般风险准备       | 16812       | 16812        | 16812        | 16812        | <b>盈利性</b>  |             |              |              |              |
| 少数股东权益       | 0           | 0            | 0            | 0            | ROA         | 1.1%        | 1.3%         | 1.4%         | 1.5%         |
| 股东权益合计       | 134006      | 199134       | 233110       | 274494       | ROE         | 19.2%       | 17.7%        | 18.7%        | 19.2%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | EBIT 率      | 49.5%       | 52.5%        | 52.7%        | 52.9%        |
| 净利润          | 25769       | 35264        | 43673        | 52791        | 净息差         | 2.65%       | 2.92%        | 3.10%        | 3.21%        |
| EBIT         | 35172       | 47352        | 58232        | 70220        | 成本收入比       | 40.1%       | 37.0%        | 37.0%        | 37.0%        |
| NOPLAT       | 27183       | 36596        | 45005        | 54269        | <b>估值倍数</b> |             |              |              |              |
| 资产准备         | 5501        | 6321         | 7079         | 7929         | PE          | 10.33       | 9.21         | 7.44         | 6.15         |
| 折旧与摊销        | 2466        | 1947         | 2216         | 2202         | P/S         | 3.74        | 3.60         | 2.94         | 2.45         |
| 来源           | 293343      | 271223       | 334126       | 486799       | P/B         | 1.99        | 1.63         | 1.39         | 1.18         |
| 运用           | 334566      | 336351       | 368103       | 528183       | 股息收益率       | 1.51%       | 1.93%        | 3.26%        | 3.95%        |
| 自由现金流        | -11574      | -26585       | 13244        | 15087        | EV/EBITDA   | 8.01        | 7.21         | 5.86         | 4.89         |

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**张继袖:** 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

**主要研究覆盖公司:** 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

**机构销售团队**

|      | 郭振举   | 牟晓凤   | 孙利群  |  |
|------|---|---|--|--|
| 华北区域 | 010-88085798<br>guozhenju@hysec.com         | 010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com        | 010-88085756<br>sunliqun@hysec.com           |  |
| 华东区域 | 张璐<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | 王俊伟<br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com      | 奚曦<br>021-51782067<br>xixi@hysec.com   |
| 华南区域 | 崔秀红<br>010-88085788<br>cuixiahong@hysec.com | 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com  | 雷增明<br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com | 罗云<br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com |
| 重点机构 | 曾利洁<br>010-88085991<br>zenglijie@hysec.com  |   |  |  |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                      |
|--------|----|-------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上    |
|        | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%   |
|        | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上     |
|        | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上     |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。