

## 业绩略超预期，息差取决于同业配置

招商银行 (600036.SH)

**谨慎推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司2011年实现营业收入961.6亿元，同比增长34.7%，其中利息净收入增长33.7%至763.1亿元。归属于母公司净利润约361亿元，同比增长40.2%。较我们的预测高3.2个百分点，主要原因是四季度非息净收入快速增长，高于我们预测。

#### 2. 我们的分析与判断

■ **四季度存款增长1301亿元，占全年新增的40%。**全年新增存款3229亿元，同比增长17%。零售存款占比下降0.91个百分点至36.18%，活期占比下降2.29个百分点至54.58%。预计今年存款竞争态势依然非常激烈。

■ **四季度净息差受制于同业业务。**四季度净息差环比提升3BP，达到3.15%。四季度存贷利差环比提升8BP，但同业负债日均余额增加1396亿元带动利息支出环比增长9.3%。预计公司同业资产负债结构变化是影响今年息差的主要因素。

■ **不良同比双降，关注类余额上升。**不良贷款余额91.7亿元，同比减少5亿元，不良率同比下降12BP至0.56%；关注类贷款有所上升，余额169.6亿元，同比增加27.4亿元；逾期贷款136.2亿，较年中减少9.1亿。全年信贷成本0.53%，计提贷款拨备82亿元，拨贷比2.24%，拨备覆盖率升至400%。

■ **核心/资本充足率分别环比提高12BP/14BP至8.22%/11.53%。**主要由盈利积累、资本内生推动。

#### 3. 投资建议

小幅上调盈利预测，预计12/13/14年实现净利438/498/563亿元，对应摊薄EPS为1.66/1.89/2.14元。按11.8元的股价计算，对应各年PE为7.1x/6.2x/5.5x，PB为1.3x/1.1x/1.0x。维持“谨慎推荐”评级。

#### 分析师

郭怡娴

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

特此鸣谢

黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

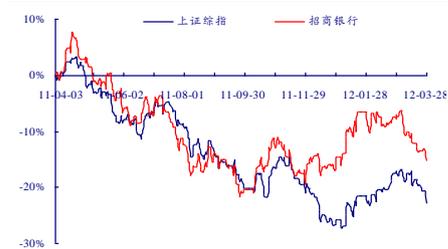
对本报告编制提供的信息

#### 市场数据

时间 2012.3.28

A股收盘价(元)	11.80
A股一年内最高价(元)	15.53
A股一年内最低价(元)	10.83
上证指数	2,284.88
市净率	1.90
总股本(万股)	2157661
实际流通A股(万股)	1766613
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	2084.60

#### 股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 招商银行 2011 年报业绩分析

单位: 百万元	累计			单季			
	2010A	2011A	YoY %	10Q4	11Q3	11Q4	QoQ %
<b>资产负债表</b>							
资产总计	2402507	2794971	16.3	2402507	2633278	2794971	6.1
贷款总额	1431451	1641075	14.6	1431451	1598087	1641075	2.7
逾期贷款	12159	13621	12.0	12159	-	13621	-
关注类	14219	16961	19.3	14219	-	16961	-
不良贷款总额	9686	9173	-5.3	9686	9420	9173	-2.6
债券投资	391751	458374	17.0	391751	431492	458374	6.2
同业往来资产	264425	268402	1.5	264425	190878	268402	40.6
生息资产	2382582	2776155	16.5	2382582	2606509	2776155	6.5
负债合计	2268501	2629961	15.9	2268501	2479430	2629961	6.1
存款	1897178	2220060	17.0	1897178	2090004	2220060	6.2
同业往来负债	282023	315247	11.8	282023	283976	315247	11.0
计息负债	2215486	2581474	16.5	2215486	2421744	2581474	6.6
所有者权益合计	134006	165010	23.1	134006	153848	165010	7.3
<b>损益简表</b>							
利息收入	84513	121245	43.5	23666	32124	34039	6.0
利息支出	27437	44938	63.8	7459	12216	13356	9.3
利息净收入	57076	76307	33.7	16207	19908	20683	3.9
手续费及佣金收入	12409	16924	36.4	3465	4010	4168	3.9
手续费及佣金支出	1079	1296	20.1	278	308	405	31.5
手续费净收入	11330	15628	37.9	3187	3702	3763	1.6
其他非息收入合计	2971	4222	42.1	685	624	1421	127.7
非息净收入	14301	19850	38.8	3872	4326	5184	19.8
营业收入	71377	96157	34.7	20079	24234	25867	6.7
营业支出	32912	41194	25.2	10914	10002	13211	32.1
拨备前利润	38465	54963	42.9	9165	14232	12656	-11.1
资产减值损失	5501	8350	51.8	2522	1509	2777	84.0
营业利润	32964	46613	41.4	6643	12723	9879	-22.4
税前利润	33343	47122	41.3	6734	12952	9994	-22.8
所得税	7574	10995	45.2	1550	3164	2255	-28.7
实际税率	22.7%	23.3%	2.7	23.0%	24.4%	22.6%	-7.6
归属于母公司净利润	25769	36129	40.2	5184	9788	7741	-20.9
<b>财务比率</b>							
贷存比	73.91%	72.27%		73.91%	74.81%	72.27%	
关注类	0.99%	1.03%		0.99%	-	1.03%	
不良贷款率	0.68%	0.56%		0.68%	0.59%	0.56%	
不良贷款覆盖率	302.41%	400.13%		302.41%	366.53%	400.13%	
信用风险成本	0.42%	0.53%		0.74%	0.38%	0.68%	
风险加权系数	60.22%	63.00%		60.22%	-	63.00%	
资本充足率	11.47%	11.53%		11.47%	11.39%	11.53%	
核心资本充足率	8.04%	8.22%		8.04%	8.10%	8.22%	
营业费用/营业收入	39.90%	36.19%		48.12%	34.45%	44.16%	
生息资产收益率	3.82%	4.70%		4.01%	4.92%	5.06%	
计息负债成本率	1.33%	1.87%		1.36%	2.01%	2.14%	
NIS	2.49%	2.83%		2.65%	2.91%	2.92%	
NIM	2.58%	2.96%		2.75%	3.05%	3.07%	
NIM (日均)	2.65%	3.06%		2.84%	3.12%	3.15%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

注: 生息资产收益率、计息负债成本率、NIM、NIM 未特别标注, 采用期初期末余额口径计算

表 2: 关键财务数据及预测

利润表	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标及估值	2008A	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
利息净收入	40364	57076	76307	87483	98478	111736	EPS	1.43	0.95	1.19	1.67	1.66	1.89	2.14
非息净收入	11082	14301	19850	24012	28721	34385	每股拨备前利润	2.15	1.30	1.78	2.55	2.43	2.78	3.19
营业收入	51446	71377	96157	111495	127199	146121	DVPS	0.10	0.24	0.40	0.42	0.50	0.57	0.64
营业支出	26562	32912	41194	47483	54116	62133	BVPS	5.41	4.85	6.21	7.65	8.91	10.30	11.87
拨备前利润	24884	38465	54963	64012	73083	83988	P/E	8.2	12.4	9.9	7.0	7.1	6.2	5.5
拨备	2971	5501	8350	7021	8248	10739	P/PPOP	5.5	9.1	6.6	4.6	4.9	4.3	3.7
税前利润	22384	33343	47122	56992	64835	73249	P/B	2.2	2.4	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
净利润	18235	25769	36129	43770	49792	56254	股息收益率	0.8%	2.0%	3.4%	3.6%	4.2%	4.8%	5.4%
<b>资产负债表</b>							<b>杜邦分析</b>							
资产总额	2067941	2402507	2794971	3265026	3728447	4224684	净利息收入	2.98%	1.95%	2.38%	2.73%	2.68%	2.64%	2.64%
贷款	1161817	1402160	1604371	1816185	2053943	2313189	非净利息收入	0.54%	0.54%	0.60%	0.71%	0.74%	0.77%	0.81%
其他生息资产	861678	951131	1135080	1382324	1599633	1827665	营业收入	3.52%	2.49%	2.97%	3.44%	3.41%	3.41%	3.46%
其他资产	44446	49216	55520	66517	74871	83831	营业支出	1.51%	1.28%	1.37%	1.47%	1.45%	1.45%	1.47%
负债总额	1975158	2268501	2629961	3030587	3457346	3912268	拨备前利润	2.01%	1.20%	1.60%	1.97%	1.96%	1.96%	1.99%
存款	1608146	1897178	2220060	2586370	2974325	3390731	拨备	0.33%	0.14%	0.23%	0.30%	0.22%	0.22%	0.25%
其他计息负债	305850	318308	361414	386636	413874	443291	税前利润	1.70%	1.08%	1.39%	1.69%	1.75%	1.74%	1.73%
其他负债	61162	53015	48487	57581	69147	78245	税收	0.37%	0.20%	0.32%	0.39%	0.40%	0.40%	0.40%
股东权益	92783	134006	164997	234426	271088	312404	ROA	1.34%	0.88%	1.07%	1.29%	1.34%	1.34%	1.33%
<b>盈利能力</b>							权益倍数	19.8	22.3	17.9	16.9	13.9	13.8	13.5
生息资产收益率	3.66%	3.82%	4.71%	4.70%	4.61%	4.59%	ROE	26.51%	19.65%	19.23%	21.90%	18.67%	18.37%	18.01%
计息负债成本率	1.51%	1.33%	1.87%	1.94%	1.93%	1.93%	<b>资产负债比例</b>							
净利差	2.15%	2.49%	2.84%	2.77%	2.67%	2.66%	生息资产/总资产	98.6%	99.0%	99.0%	99.0%	99.3%	99.4%	99.5%
净息差	2.24%	2.58%	2.97%	2.91%	2.84%	2.83%	贷款/生息资产	55.0%	56.7%	58.9%	58.0%	56.0%	55.4%	55.1%
贷款收益率	5.16%	5.21%	6.24%	6.33%	6.25%	6.26%	债券/生息资产	19.8%	18.3%	16.5%	16.6%	19.0%	19.5%	19.7%
存款成本率	1.22%	1.09%	1.45%	1.60%	1.64%	1.66%	同业资产/生息资产	12.0%	13.2%	11.1%	9.7%	10.1%	10.1%	10.1%
存贷利差	3.94%	4.12%	4.79%	4.72%	4.61%	4.60%	计息负债/总负债	97.6%	96.9%	97.7%	98.2%	98.1%	98.0%	98.0%
成本收入比	44.86%	39.90%	36.19%	36.00%	36.00%	36.00%	存款/计息负债	85.8%	84.0%	85.6%	86.0%	87.0%	87.8%	88.4%
<b>增长率</b>							同业融资/带息负债	11.4%	13.9%	12.7%	12.2%	11.5%	10.9%	10.4%
生息资产	32.1%	16.2%	16.3%	17.2%	14.3%	13.4%	应付债券/带息负债	2.8%	2.1%	1.6%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%
贷款	36.2%	20.7%	14.4%	13.2%	13.1%	12.6%	贷存比	68.2%	72.2%	73.9%	72.3%	70.2%	69.1%	68.2%
债券	22.1%	4.4%	17.0%	34.4%	17.0%	14.9%	<b>资本充足率</b>							
总资产	31.6%	16.2%	16.3%	16.8%	14.2%	13.3%	核心资本充足率	11.34%	10.45%	11.47%	11.53%	10.99%	11.19%	11.43%
计息负债	31.4%	15.8%	16.5%	15.2%	14.0%	13.2%	资本充足率	6.56%	6.63%	8.04%	8.22%	8.73%	9.20%	9.67%
存款	28.6%	18.0%	17.0%	16.5%	15.0%	14.0%	加权风险资产系数	0.58	0.58	0.60	0.63	0.63	0.63	0.63
利息净收入	-13.9%	41.4%	33.7%	14.6%	12.6%	13.5%	<b>资产质量</b>							
非息净收入	31.6%	29.0%	38.8%	21.0%	19.6%	19.7%	不良贷款余额	9677	9732	9686	9173	11699	16493	21471
营业收入	-7.0%	38.7%	34.7%	16.0%	14.1%	14.9%	不良贷款/贷款	1.11%	0.82%	0.68%	0.56%	0.63%	0.78%	0.90%
营业支出	11.9%	23.9%	25.2%	15.3%	14.0%	14.8%	拨备余额/不良贷款	223.3%	246.7%	302.4%	400.1%	368.9%	308.2%	284.1%
拨备前利润	-21.2%	54.6%	42.9%	16.5%	14.2%	14.9%	当年拨备/不良贷款	38.27%	31.58%	64.43%	68.00%	60.00%	50.00%	50.00%
净利润	-13.5%	41.3%	40.2%	21.1%	13.8%	13.0%	信用风险成本	0.49%	0.30%	0.42%	0.53%	0.40%	0.42%	0.48%

资料来源: 中国银河证券研究部

注: 2012 年每股收益为考虑配股完成后摊薄收益

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**郭怡娴，银行业证券分析师。**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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	<a href="mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn">fuchuxiong@chinastock.com.cn</a>
上海地区：于淼	021-20257811	<a href="mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn">yumiao_jg@chinastock.com.cn</a>
深广地区：詹璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>