

招商银行 (600036.SH) 银行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

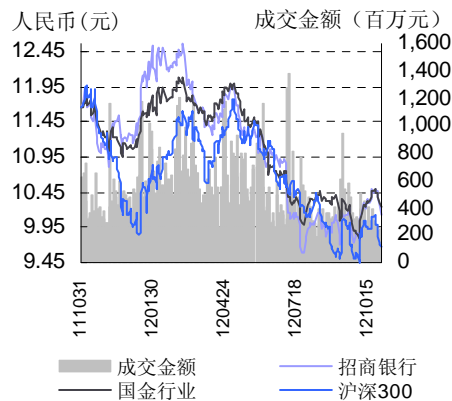
市价(人民币): 10.12元

同业业务导致规模收缩

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	17,666.13
流通港股(百万股)	3,910.48
总市值(百万元)	2,183.55
年内股价最高最低(元)	12.56/9.58
沪深300指数	2235.85
上证指数	2058.94



相关报告

1. 《息差回落, 资产质量稳定》, 2012.8.19
2. 《资产质量保持稳定》, 2012.5.2
3. 《业绩略超预期, 贷款质量平稳》, 2012.3.29

业绩简评

- 招商银行前三季度实现净利润 347.9 亿元, EPS1.61, 同比增长 22.6%, 符合我们及市场预期。3 季度单季实现净利润 114.1 亿元, 环比增长-2.7%, 规模收缩是拖累业绩的主要因素, 贡献-7%的环比增速。

经营分析

- **同业业务导致规模收缩。**公司 3 季度生息资产/计息负债环比增长-7%/-11.6%, 其中同业资产/同业负债环比增长-27.4%/-36.5%。主要是公司 3 季度大幅减少了 1796 亿存放同业资产, 环比增长-77%。贷款/存款余额较 2 季度增长 2.9%/-5.9%, 活期存款现流失, 活期存款较 2 季度减少 1611 亿, 环比增长-12%, 活期存款占比环比下降 3.6 个百分点至 49.9%。平台贷款继续压缩, 3 季度末余额 951.3 亿, 较中期下降 0.64 亿, 占比下降 54BP。公司依旧体现了较强资本内生能力, 核心/总资本充足率为 8.47%/11.56%, 较 2 季度上升 15BP/1BP。
- **负债成本上升导致 3 季度净息差下滑。**公司公告前三季度净息差 3.04%, 较上半年下滑 7BP; 3 季度单季净息差 2.99%, 较 2 季度下降 11BP。净息差下滑主要源于存款定期化带来的负债成本上升, 单季计息负债成本率上升了 5BP。3 季度公司贷款定价水平基本稳定, 前三季度新发放一般性对公贷款加权平均利率浮动比例较上年下降了 0.4 个百分点
- **中间业务收入下滑。**公司 3 季度中间业务收入环比增长-10.7%, 占比下降 82BP 至 22.76%。其中手续费净收入环比增长 0.6%, 增速较 2 季度下滑 0.5 个百分点。3 季度债券投资浮亏 1.14 亿, 加上票据价差收入环比下降 41%, 导致其他非息收入环比下降较多。
- **资产质量整体稳定, 拨备反哺利润。**3 季度末不良贷款 109.2 亿, 环比上升 10.1 亿, 增长 10.2%, 增速较 2 季度略快; 不良贷款率上升 3BP 至 0.59%。平台贷款质量稳定, 不良贷款额较中期持平于 1.57 亿, 不良率略升 1BP 至 0.16%。公司 3 季度单季拨备 13.3 亿, 较 2 季度少提 8.3 亿, 减少 38%, 拨备贡献了 4.6%的业绩环比增速。3 季度末公司拨备覆盖率 377.4%, 较中期下降 26.7 个百分点。前三季度年化信贷成本 0.42%, 环比下降 6BP。

盈利调整及投资建议

- 我们预计公司 2012/2013 年净利润分别为 432.4/472.2 亿, 同比增长 19.7%/9.2%, 12/13EPS=1.64/1.79 元, 12/13BVPS=8.94/10.24 元(考虑定增全面摊薄)。目前股价对应 1.1x12PB/6.2x12PE 和 1.0x13PB/5.6x12PE, 公司资本内生能力较强, 维持“增持”评级。

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

图表 1: 招商银行业绩分拆

累积同比增长业绩分拆									
业绩同比	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
利息收入	25.89%	28.37%	39.20%	40.42%	43.32%	43.46%	37.63%	34.02%	28.49%
利息支出	3.37%	7.71%	40.21%	50.32%	58.08%	63.79%	64.20%	55.83%	46.49%
净利息收入	40.89%	41.40%	38.70%	35.58%	36.10%	33.69%	24.15%	22.19%	18.28%
非利息净收入	20.35%	28.61%	61.99%	58.67%	41.14%	39.24%	37.01%	29.91%	30.59%
营业收入	36.14%	38.63%	43.30%	40.17%	37.13%	34.81%	27.02%	23.93%	20.87%
营业支出	17.49%	24.52%	35.41%	32.64%	27.38%	25.30%	26.15%	24.08%	21.55%
拨备前利润	54.17%	53.20%	48.78%	45.39%	44.32%	42.81%	27.57%	23.83%	20.43%
拨备	8.92%	85.16%	31.60%	69.76%	87.08%	51.79%	-3.27%	1.97%	-1.70%
税前利润	61.69%	48.96%	52.28%	41.96%	39.53%	41.33%	32.99%	27.50%	23.75%
所得税	78.28%	82.55%	63.12%	45.70%	45.09%	45.17%	35.63%	33.59%	27.65%
税后利润	57.40%	41.32%	49.09%	40.88%	37.91%	40.20%	32.15%	25.68%	22.55%
业绩增长拆分									
	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
规模增长	17.61%	16.30%	17.28%	15.77%	11.25%	16.41%	14.96%	25.89%	17.77%
净息差	23.29%	25.10%	21.42%	19.81%	24.85%	17.28%	9.18%	-3.70%	0.51%
非息收入	-4.76%	-2.78%	4.60%	4.59%	1.03%	1.12%	2.87%	1.74%	2.59%
成本	18.03%	14.58%	5.48%	5.22%	7.18%	8.00%	0.55%	-0.10%	-0.44%
拨备	7.52%	-4.24%	3.50%	-3.43%	-4.79%	-1.48%	5.43%	3.67%	3.32%
税收	-4.29%	-7.64%	-3.19%	-1.08%	-1.63%	-1.12%	-0.85%	-1.82%	-1.20%
业绩增长贡献									
	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
规模增长	30.67%	39.45%	35.20%	38.58%	29.67%	40.82%	46.55%	100.82%	78.80%
净息差扩大	40.57%	60.76%	43.63%	48.46%	65.57%	42.99%	28.56%	-14.42%	2.25%
非息收入	-8.29%	-6.72%	9.37%	11.23%	2.72%	2.78%	8.94%	6.76%	11.50%
成本	31.41%	35.28%	11.16%	12.76%	18.95%	19.89%	1.71%	-0.38%	-1.96%
拨备	13.10%	-10.27%	7.13%	-8.38%	-12.63%	-3.69%	16.88%	14.31%	14.73%
税收	-7.47%	-18.50%	-6.49%	-2.65%	-4.29%	-2.79%	-2.64%	-7.09%	-5.31%
单季环比增长业绩分拆									
业绩增长拆分	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
规模增长	3.45%	1.79%	7.17%	2.59%	-0.59%	6.51%	5.84%	12.34%	-7.00%
净息差	1.59%	9.78%	-0.07%	3.19%	9.03%	-2.62%	-1.66%	-9.81%	7.26%
非息收入	2.07%	-3.05%	4.15%	0.44%	-5.70%	2.27%	5.46%	-1.33%	-2.54%
成本	-7.65%	-17.46%	36.70%	0.01%	-3.32%	-17.85%	27.14%	-1.02%	-3.69%
拨备	2.64%	-20.77%	24.98%	1.39%	3.94%	-11.15%	18.18%	-1.14%	4.56%
税收	-0.88%	-0.07%	-2.98%	3.52%	-3.38%	1.92%	-4.57%	1.76%	-1.33%
业绩增长贡献									
	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
规模增长	286.29%	-6.01%	10.25%	23.24%	2881.14%	-31.13%	11.59%	1544.42%	255.22%
净息差扩大	131.47%	-32.86%	-0.11%	28.66%	-44181.62%	12.52%	-3.29%	-1227.80%	-264.46%
非息收入	171.17%	10.24%	5.93%	3.98%	27896.30%	-10.84%	10.84%	-167.12%	92.47%
成本	-634.35%	58.63%	52.47%	0.06%	16264.59%	85.33%	53.86%	-127.29%	134.40%
拨备	218.56%	69.75%	35.71%	12.47%	-19305.98%	53.32%	36.07%	-142.65%	-166.06%
税收	-73.14%	0.25%	-4.26%	31.60%	16545.57%	-9.20%	-9.07%	220.44%	48.44%

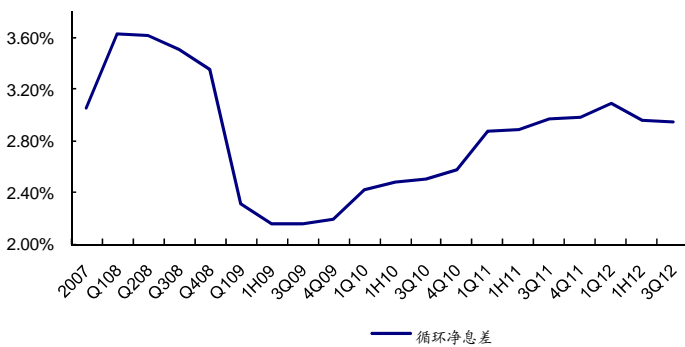
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 2: 招商银行规模增长

同比增长	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12
生息资产同比增长	17.61%	16.30%	17.28%	15.77%	11.25%	16.41%	14.96%	25.89%	17.77%
贷款	18.26%	20.69%	18.34%	16.65%	15.38%	14.42%	12.94%	14.60%	14.79%
其中企业贷款									
其中个人贷款									
投资	12.12%	4.36%	1.83%	4.92%	4.86%	17.01%	21.59%	27.27%	18.38%
同业	20.40%	15.03%	26.14%	21.38%	5.80%	20.97%	15.56%	51.09%	25.38%
季度环比增长	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
生息资产环比增长	3.45%	1.79%	7.17%	2.59%	-0.59%	6.51%	5.84%	12.34%	-7.00%
贷款	3.89%	3.47%	5.17%	3.18%	2.75%	2.61%	3.81%	4.70%	2.92%
其中企业贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
其中个人贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投资	6.36%	-4.80%	-0.18%	3.81%	6.30%	6.23%	3.73%	8.66%	-1.13%
同业	0.35%	2.58%	17.32%	0.51%	-12.53%	17.29%	12.07%	31.41%	-27.42%
同比增长	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12
计息负债	15.10%	15.81%	17.94%	16.68%	12.30%	16.67%	14.50%	26.11%	12.36%
存款	18.40%	17.97%	23.82%	19.42%	11.47%	17.02%	11.19%	17.38%	10.65%
活期存款									
定期存款									
债券	4.22%	-10.92%	-17.28%	13.16%	17.86%	27.23%	102.37%	46.47%	17.80%
同业	-3.89%	6.82%	-6.58%	1.29%	17.71%	12.99%	26.58%	82.71%	23.91%
季度环比增长	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12
计息负债	3.05%	2.66%	7.31%	2.78%	-0.83%	6.66%	5.32%	13.21%	-11.64%
存款	6.99%	1.19%	7.11%	2.99%	-0.13%	6.22%	1.78%	8.72%	-5.86%
活期存款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
定期存款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
债券	0.77%	-10.46%	-7.61%	35.74%	4.96%	-3.34%	46.95%	-1.75%	-15.58%
同业	-19.47%	16.15%	10.58%	-2.06%	-6.42%	11.49%	23.88%	41.37%	-36.54%

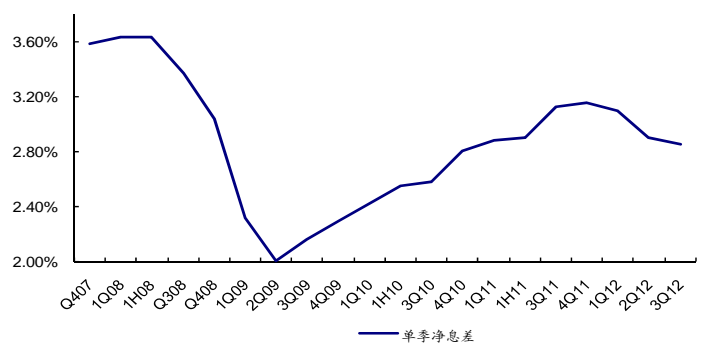
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 3: 招商银行循环净息差



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 4: 招商银行单季净息差



图表 5: 招商银行资产质量

 招商银行 (600036.SH): 资产质量
 (RMB 百万)

	3Q10	2010	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12
五级分类									
正常类		1,407,546		1,529,601		1,614,941		1,756,110	
关注类		14,219		15,685		16,961		17,890	
次级类		2,730		2,892		3,186		4,234	
可疑类		2,659		2,314		2,146		2,366	
损失类		4,297		4,300		3,841		3,303	
不良贷款总额	8,824	9,686	9,260	9,506	9,420	9,173	9,460	9,903	10,917
增加额									
贷款总额	1,381,950	1,431,451	1,505,761	1,554,792	1,598,087	1,641,075	1,703,808	1,783,903	1,836,045
关注类		0.99%		1.01%		1.03%		1.00%	
次级类		28.19%		30.42%		34.73%		42.75%	
可疑类		27.45%		24.34%		23.39%		23.89%	
损失类		44.36%		45.23%		41.87%		33.35%	
	(528)								
不良贷款率	0.64%	0.68%	0.61%	0.61%	0.59%	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%
不良贷款准备	(26,827)	(29,291)	(31,050)	(33,120)	(34,527)	(36,704)	(37,471)	(40,011)	(41,198)
一般准备/组合贷款准备	(20,824)	(23,379)		(27,521)		(31,579)	(31,172)	(35,341)	
专项准备/单项贷款准备	(6,003)	(5,912)		(5,599)		(5,125)	(6,299)	(4,670)	
不良贷款覆盖率	304.02%	302.41%	335.31%	348.41%	366.53%	400.13%	404.36%	404.03%	377.37%
不良贷款覆盖率(剔除损失类)		463.80%		553.59%		616.34%			
不良贷款拨备	(2,979)	(5,570)	(2,049)	(3,932)	(5,573)	(8,199)	(1,982)	(4,144)	(5,478)
拨备/不良贷款	45.01%	57.51%	88.51%	82.73%	78.88%	89.38%	83.81%	83.69%	66.90%
拨备/贷款总额(风险成本)	0.31%	0.43%	0.56%	0.53%	0.49%	0.53%	0.47%	0.48%	0.42%
一般准备/贷款总额		1.63%		1.77%		1.92%		1.98%	
专项准备/不良贷款		61.04%		58.90%		55.87%		47.16%	

来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 6: 招商银行利润表预测

招商银行(600036.SH): 利润表

YE 31 Dec (RMB 百万)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
利息收入	26,040	33,990	51,585	72,635	65,838	84,513	121,245	137,533	152,315
利息支出	(9,040)	(12,481)	(17,683)	(25,750)	(25,474)	(27,437)	(44,938)	(52,992)	(60,944)
净利息收入	17,000	21,509	33,902	46,885	40,364	57,076	76,307	84,541	91,371
手续费净收入	1,567	2,721	6,439	7,744	7,993	11,330	15,628	19,647	23,482
其他收入	586.76	636	745	920	3,205	3,072	4,426	5,311	6,373
非利息净收入	2,154	3,357	7,184	8,664	11,198	14,402	20,054	24,958	29,855
营业收入	19,154	24,866	41,086	55,549	51,562	71,478	96,361	109,499	121,226
营业税金及附加	(1,219)	(1,573)	(2,384)	(3,296)	(3,129)	(4,153)	(6,091)	(6,825)	(7,651)
营业费用	(7,909)	(9,518)	(14,354)	(20,340)	(23,078)	(28,481)	(34,798)	(39,420)	(43,642)
营业支出	(9,127)	(11,091)	(16,738)	(23,636)	(26,207)	(32,634)	(40,889)	(46,244)	(51,293)
拨备前利润	10,026	13,775	24,348	31,913	25,355	38,844	55,472	63,255	69,934
拨备	(3,393)	(3,691)	(3,305)	(5,154)	(2,971)	(5,501)	(8,350)	(6,861)	(8,343)
税前利润	6,634	10,084	21,043	26,759	22,384	33,343	47,122	56,394	61,591
所得税	(2,703)	(3,290)	(5,800)	(5,813)	(4,149)	(7,574)	(10,995)	(13,158)	(14,371)
税率	40.7%	32.6%	27.6%	21.7%	18.5%	22.7%	23.3%	23.3%	23.3%
少数股东权益	17.3%	17.0%	24.8%	28.4%	21.1%	22.7%	24.2%	21.6%	18.7%
税后利润	3,930	6,794	15,243	20,946	18,235	25,769	36,127	43,235	47,219
净利润增长	25.01%	72.86%	124.36%	37.41%	-12.94%	41.32%	40.20%	19.68%	9.22%
ROE									
Per share data	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
股本, 期末 (mn)	10,374	14,703	14,703	14,703	19,114	21,577	21,577	26,324	26,324
每股拨备前利润	0.966	0.937	1.656	2.171	1.724	1.800	2.571	2.403	2.657
EPS(basic)	0.379	0.462	1.037	1.425	0.954	1.194	1.674	1.642	1.794
EPS(Diluted)									
BVPS	2.378	3.752	4.624	5.426	4.854	6.211	7.647	8.939	10.240
DVPS									
Dividend	0.08	0.12	0.28			0.29	0.42	0.49	0.54
Dividend Ratio	21.1%	26.0%	27.0%	7.0%	24.8%	24.3%	25.1%	30.0%	30.0%

来源: 公司数据、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
强买	0	0	0	12	23
买入	1	1	6	17	20
持有	0	0	0	3	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	2.00	2.00	2.00	1.78	1.66
评分	0	1.14	1.13	1.14	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-01	增持	13.51	N/A
2 2011-04-29	增持	13.64	N/A
3 2011-07-20	增持	12.27	N/A
4 2011-08-31	增持	11.42	N/A
5 2011-10-31	增持	11.66	N/A
6 2012-03-29	增持	11.39	N/A
7 2012-05-02	增持	11.95	N/A
8 2012-08-19	中性	10.02	N/A

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B