

## 投资收益下降，不良双升

招商银行 (600036.SH)

**谨慎推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司发布三季报，2012年前三季度实现营业收入852亿元，同比增长21.2%，其中利息净收入增长18.3%至658亿元。归属于母公司净利润约348亿元，同比增长22.6%。每股EPS1.61元。

#### 2. 我们的分析与判断

■ **2012年三季度拨备前利润环比减少6.1%**，主要原因是：1) 利息净收入环比增加0.3%，生息资产日均余额环比增长4.0%；2) 非息净收入环比减少11.0%，手续费净收入环比增加0.6%，非息收入下降的主要原因是三季度市场利率上行票据价差与债券交易收益下降；3) 营业收入环比减少2.3%；4) 成本费用支出环比增加3.5%，成本收入比34.7%较去年同期上升0.2个百分点；5) 单季信用成本0.26%，资产减值损失环比下降38.3%。

■ **三季度贷款平稳增长，存款较季末数据要好**。三季度贷款环比增加521亿，环比增长2.9%；存款环比减少437亿，环比减少1.8%。计息负债日均余额环比增长3.4%，利息支出增长2.3%，表明公司负债压力较期末显示的要好。季末同业规模大幅缩减，同业负债环比减少1435亿元，集中在同业存放款项；同业资产环比减少2534亿元，集中在存放同业和买入返售资产。同业规模压缩也为资本管理打下很好基础。

■ **净息差下降9BP**。三季度净息差2.92%，较二季度下降9BP（降幅3.0%）。利息净收入增长分解看，生息资产日均余额环比增长4%，利息收入增长1.1%；计息负债日均余额3.4%，利息支出增长2.3%。公司三季度贷款端面临的收益率压力被同业资产增长缓解，公司加强负债管理，负债成本有所下行。三季末同业规模收缩后，贷款短久期受降息的重定价效应更加快速，四季度净息差将呈加速下降趋势。

■ **不良双升，平台贷款压降64亿元**。不良率环比上升1BP，不良余额增加10亿元（增幅10.2%，处于已公布季报增幅前列）。三季末不良率0.59%，不良余额109亿元。公司积极压缩平台贷款，三季度压缩平台贷款64亿元，年初至三季度累计压降191亿元（降幅17%）。

#### 3. 投资建议

三季度同业业务抵消了部分贷款收益率下行压力，手续费收入平稳增长，投资收益受市场利率上行下降较快，业绩增速平稳下行。展望四季度公司净息差加速下行。维持公司“谨慎推荐”评级。

预计公司12/13/14年实现净利427/435/498亿元，对应EPS为1.97/1.65/1.89元（摊薄）。以10.12元的股价计算，对应各年PE为5.1x/6.1x/5.4x，PB为1.10x/1.00x/0.87x。

#### 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)

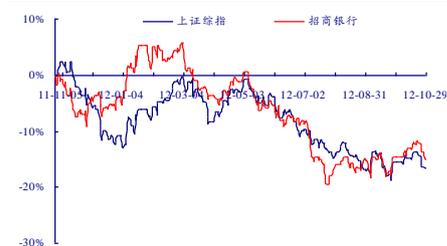
对本报告编制提供的信息

#### 市场数据

时间 2012.10.29

A股收盘价(元)	10.12
A股一年内最高价(元)	13.10
A股一年内最低价(元)	9.54
上证指数	2,058.94
市净率	1.32
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)	1787.81

#### 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 2012 年三季度业绩分析

单位: 百万元	累计		单季			
	2012Q1-Q3	YoY %	12Q2	12Q3	YoY %	QoQ %
<b>资产简表</b>						
资产总计	3144618	19.4	3322701	3144618	19.4	-5.4
贷款总额	1836045	14.9	1783903	1836045	14.9	2.9
逾期贷款	-	-	18834	-	-	-
关注类	-	-	17890	-	-	-
不良贷款总额	10917	15.9	9903	10917	15.9	10.2
债券投资	524239	21.5	516642	524239	21.5	1.5
同业往来资产	325520	70.5	578937	325520	70.5	-43.8
生息资产	3117790	19.6	3217033	3117790	19.6	-3.1
<b>负债合计</b>	<b>2953664</b>	<b>19.1</b>	<b>3141339</b>	<b>2953664</b>	<b>19.1</b>	<b>-6.0</b>
存款	2412732	15.4	2456436	2412732	15.4	-1.8
同业往来负债	404271	42.4	547772	404271	42.4	-26.2
计息负债	2882444	19.0	3070863	2882444	19.0	-6.1
<b>所有者权益合计</b>	<b>190450</b>	<b>23.8</b>	<b>181362</b>	<b>190450</b>	<b>23.8</b>	<b>5.0</b>
<b>损益简表</b>						
利息收入	112054	28.5	37813	38235	19.0	1.1
利息支出	46264	46.5	15720	16086	31.7	2.3
<b>利息净收入</b>	<b>65790</b>	<b>18.3</b>	<b>22093</b>	<b>22149</b>	<b>11.3</b>	<b>0.3</b>
手续费及佣金收入	15686	23.0	5259	5275	31.5	0.3
手续费及佣金支出	1034	16.0	367	355	15.3	-3.3
<b>手续费净收入</b>	<b>14652</b>	<b>23.5</b>	<b>4892</b>	<b>4920</b>	<b>32.9</b>	<b>0.6</b>
其他非息收入合计	4739	69.2	1749	993	59.1	-43.2
<b>非息净收入</b>	<b>19391</b>	<b>32.2</b>	<b>6641</b>	<b>5913</b>	<b>36.7</b>	<b>-11.0</b>
<b>营业收入</b>	<b>85181</b>	<b>21.2</b>	<b>28734</b>	<b>28062</b>	<b>15.8</b>	<b>-2.3</b>
营业支出	33989	21.5	11299	11697	16.9	3.5
拨备前利润	51192	21.0	17435	16365	15.0	-6.1
资产减值损失	5478	-1.7	2162	1334	-11.6	-38.3
<b>营业利润</b>	<b>45714</b>	<b>24.4</b>	<b>15273</b>	<b>15031</b>	<b>18.1</b>	<b>-1.6</b>
税前利润	45946	23.8	15338	15121	16.7	-1.4
所得税	11157	27.7	3604	3708	17.2	2.9
实际税率	24.3%	3.2	23.5%	24.5%	0.4	4.4
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>34790</b>	<b>22.6</b>	<b>11732</b>	<b>11415</b>	<b>16.6</b>	<b>-2.7</b>
<b>财务比率</b>						
		<b>YoY BP</b>				<b>QoQ BP</b>
贷存比	74.39%	-0.4	70.99%	74.39%	-0.4	3.4
关注类	-	-	1.05%	-	-	-1.1
不良贷款率	0.59%	0.0	0.58%	0.59%	0.0	0.0
不良贷款覆盖率	377.37%	10.8	404.03%	377.37%	10.8	-26.7
拨贷比	2.24%	0.1	2.35%	2.24%	0.1	-
信用风险成本	0.43%	-0.1	0.61%	0.26%	-0.1	-0.3
风险加权系数	-	-	58.42%	-	-	-58.4
资本充足率	11.56%	0.2	11.55%	11.56%	0.2	0.0
核心资本充足率	8.47%	0.4	8.32%	8.47%	0.4	0.2
成本收入比	33.01%	-0.2	32.54%	34.66%	0.2	2.1
生息资产收益率	5.07%	0.4	4.92%	4.83%	-0.1	-0.1
计息负债成本率	2.26%	0.4	2.17%	2.16%	0.2	0.0
NIS	2.81%	0.0	2.74%	2.67%	-0.2	-0.1
NIM	2.98%	0.0	2.87%	2.80%	-0.2	-0.1
NIM (日均)	3.04%	0.0	3.03%	2.92%	-0.2	-0.1

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	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	每股指标及估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
利息净收入	57076	76307	86028	87825	99338	EPS	1.19	1.67	1.97	1.65	1.89
非息净收入	14301	19850	24671	28711	32975	每股拨备前利润	1.78	2.55	2.95	2.55	2.90
营业收入	71377	96157	110699	116536	132313	DVPS	0.40	0.42	0.49	0.41	0.47
营业支出	32912	41194	46980	49282	55925	BVPS	6.21	7.65	9.18	10.10	11.58
拨备前利润	38465	54963	63719	67255	76389	P/E	8.5	6.0	5.1	6.1	5.4
拨备	5501	8350	7629	9926	10737	P/PPOP	5.7	4.0	3.4	4.0	3.5
税前利润	33343	47122	56090	57329	65652	P/B	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
净利润	25769	36129	42460	43454	49762	股息收益率	4.0%	4.2%	4.9%	4.1%	4.7%
<b>资产负债表</b>						<b>杜邦分析</b>					
资产总额	2402507	2794971	3228717	3723315	4217135	净利息收入	2.38%	2.73%	2.66%	2.36%	2.36%
贷款	1402160	1604371	1833629	2057072	2295911	非净利息收入	0.60%	0.71%	0.76%	0.77%	0.78%
其他生息资产	951131	1135080	1329116	1591449	1837507	营业收入	2.97%	3.44%	3.43%	3.13%	3.14%
其他资产	49216	55520	65972	74794	83717	营业支出	1.37%	1.47%	1.46%	1.32%	1.33%
负债总额	2268501	2629961	3030587	3457346	3912268	拨备前利润	1.60%	1.97%	1.97%	1.81%	1.81%
存款	1897178	2220060	2586370	2974325	3390731	拨备	0.23%	0.30%	0.24%	0.27%	0.25%
其他计息负债	318308	361414	386636	413874	443291	税前利润	1.39%	1.69%	1.74%	1.54%	1.56%
其他负债	53015	48487	57581	69147	78245	税收	0.32%	0.39%	0.42%	0.37%	0.38%
股东权益	134006	164997	198117	265956	304855	ROA	1.07%	1.29%	1.32%	1.17%	1.18%
<b>盈利能力</b>						<b>权益倍数</b>					
生息资产收益率	3.82%	4.71%	4.66%	4.27%	4.23%	ROE	19.23%	21.90%	21.43%	16.34%	16.32%
计息负债成本率	1.33%	1.87%	1.92%	1.88%	1.88%	<b>资产负债比例</b>					
净利差	2.49%	2.84%	2.75%	2.39%	2.35%	生息资产/总资产	99.0%	99.0%	99.3%	99.4%	99.5%
净息差	2.58%	2.97%	2.88%	2.54%	2.52%	贷款/生息资产	58.9%	58.0%	57.2%	55.6%	54.7%
贷款收益率	5.21%	6.24%	6.20%	5.61%	5.62%	债券/生息资产	16.5%	16.6%	12.6%	19.3%	20.0%
存款成本率	1.09%	1.45%	1.56%	1.58%	1.60%	同业资产/生息资产	11.1%	9.7%	15.1%	10.1%	10.0%
存贷利差	4.12%	4.79%	4.64%	4.03%	4.02%	计息负债/总负债	97.7%	98.2%	98.1%	98.0%	98.0%
成本收入比	39.90%	36.19%	35.50%	35.50%	35.50%	存款/计息负债	85.6%	86.0%	87.0%	87.8%	88.4%
<b>增长率</b>						<b>同业融资/带息负债</b>					
生息资产	16.2%	16.3%	15.9%	15.4%	13.4%	应付债券/带息负债	12.7%	12.2%	11.5%	10.9%	10.4%
贷款	20.7%	14.4%	14.3%	12.2%	11.6%	贷款/带息负债	1.6%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%
债券	4.4%	17.0%	-11.6%	76.1%	17.6%	贷存比	73.9%	72.3%	70.9%	69.2%	67.7%
总资产	16.2%	16.3%	15.5%	15.3%	13.3%	<b>资本充足率</b>					
计息负债	15.8%	16.5%	15.2%	14.0%	13.2%	核心资本充足率	11.47%	11.53%	11.76%	11.49%	11.50%
存款	18.0%	17.0%	16.5%	15.0%	14.0%	资本充足率	8.04%	8.22%	9.64%	9.65%	9.87%
利息净收入	41.4%	33.7%	12.7%	2.1%	13.1%	加权风险资产系数	0.60	0.63	0.68	0.68	0.68
非息净收入	29.0%	38.8%	24.3%	16.4%	14.9%	<b>资产质量</b>					
营业收入	38.7%	34.7%	15.1%	5.3%	13.5%	不良贷款余额	9686	9173	11735	16540	21468
营业支出	23.9%	25.2%	14.0%	4.9%	13.5%	不良贷款/贷款	0.68%	0.56%	0.63%	0.78%	0.91%
拨备前利润	54.6%	42.9%	15.9%	5.5%	13.6%	拨备余额/不良贷款	302.4%	400.1%	372.9%	321.1%	294.8%
净利润	41.3%	40.2%	17.5%	2.3%	14.5%	当年拨备/不良贷款	64.43%	68.00%	65.00%	60.00%	50.00%
						信用风险成本	0.42%	0.53%	0.44%	0.50%	0.48%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 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

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn