

招商银行 (600036)

来自逾期贷款的压力正在体现

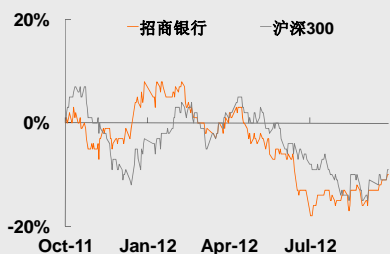
推荐 (维持)

现价: 10.12 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/17.86%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	21,577
流通 A 股(百万股)	17,666
流通 B/H 股(百万股)	3,910
总市值 (亿元)	2267.70
流通 A 股市值(亿元)	1856.71
每股净资产(元)	8.4
资产负债率(%)	94.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

罗琦
投资咨询资格编号
S1060512040009
0755-22623951
luoqi@pingan.com.cn

研究助理

马鲲鹏
一般证券从业资格编号
S1060112040052
021-38632767
makunpeng200@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项:

招商银行 2012 年前三季度归属股东净利润 347.9 亿元, 同比增长 22.6%, EPS 1.61 元。第三季度, 归属股东净利润 114.1 亿元, 同比增长 16.6%, 贷款和存款余额环比分别增长 2.9%和 -1.8%, 净息差环比收窄 11bps 至 2.92%, 不良贷款余额环比增长 10.2%, 不良率 0.59%, 环比上升 4bps, 拨备覆盖率 377.4%, 环比下降 26.7 个百分点, 核心资本充足率和资本充足率分别为 8.47%和 11.56%。

平安观点:

■ 不良增幅较大: 上半年逾期贷款快速增长的影响开始体现

三季度末, 不良贷款余额环比增长 10.2%, 在已披露业绩的银行中增速居前。我们曾在招行的中报点评中指出, 今年上半年该行 90 天内逾期贷款增速同业居前, 将对下半年的资产质量形成压力。我们认为, 三季度不良增速较快, 正是受上半年 90 天内逾期贷款快速增长的直接影响。此外, 从今年中期数据来看, 招行 90 天内逾期比重较高, 因此需关注其未来清收的力度与成效。

■ 息差逐季下行趋势确立、反弹时点有望在 1Q13 之后

前三季度, 招行净息差 3.04%, 同比上升 1bp, 第三季度, 单季息差环比下降 11bps (二季度息差环比下降 18bps), 本轮周期中息差逐季下行的趋势已经确立。向前看, 我们预计息差将维持逐季收窄的趋势, 明年 1 月 1 日存量按揭贷款向下重定价亦将对息差有较大的一次性冲击, 但随着存款重定价的展开, 降息窗口的逐步关闭, 息差反弹的时间窗口有望在明年一季度之后开启。

■ 三季度存款余额环比下降、贷存比或逼近监管上限

三季度末, 存款余额时点数环比下降 1.8%, 并未出现季末冲时点的情况, 从已披露的三季报看, 大部分银行都弱化了季末冲刺的力度, 此前, 银行多通过高价、短期的协议存款冲高季末时点数据, 减少吸收此类存款, 将对息差的下行压力形成一定缓解。另一方面, 我们也注意到, 以三季度末存贷款余额直接计算, 贷存比已上升至 76.1%, 尽管监管口径贷存比会低于直接计算的数值, 但我们相信, 监管贷存比也应逼近 75%的上限, 因此, 四季度吸存压力依旧较大, 同时信贷投放能力可能会受一定制约。

■ 手续费收入增长逐步恢复

今年上半年, 由于监管机构对银行收费项目的清理与规范, 银行中间业务增长受到了一定影响, 但可喜的是, 在托管、结算等业务的推动下, 招行手续费收入增长在三季度逐步恢复。前三季度, 招行净手续费收入同比增长 23.5%, 第三季度同比增长 32.9%, 三季度增速同业领先, 净手续费收入在营收中的占比亦环比回升 50bps 至 17.53%。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	71,377	96,157	114,512	130,726	147,440
YoY(%)	38.7	34.7	19.1	14.2	12.8
净利润(百万元)	25,769	36,129	43,051	50,064	57,568
YoY(%)	41.3	40.2	19.2	16.3	15.0
ROE(%)	22.7	24.2	21.3	19.2	18.5
EPS(摊薄/元)	1.19	1.67	1.64	1.90	2.19
P/E(倍)	8.5	6.0	6.2	5.3	4.6
P/B(倍)	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8

■ 维持“推荐”评级

我们预测，招商银行 2012-13 年的 EPS 分别为 1.64、1.90 元，BVPS 分别为 9.06、10.78 元，对应 10 月 29 日收盘价 10.12 元动态 P/E 分别为 6.2、5.3 倍，动态 P/B 分别为 1.1、0.9 倍。预计年内资产质量和息差均将继续承压，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

逾期贷款清收不力、新的资产质量风险爆发。

图表1 招商银行 – 季度业绩

利润表 (百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	QoQ	YoY	9M11	9M12	YoY	2010	2011	YoY
利息净收入	17,357	18,359	19,908	20,683	21,548	22,093	22,149	0.3%	11.3%	55,624	65,790	18.3%	57,076	76,307	33.7%
利息收入	26,162	29,920	32,124	34,039	36,006	37,813	38,235	1.1%	19.0%	87,206	112,054	28.5%	84,513	121,245	43.5%
利息支出	(8,805)	(10,561)	(12,216)	(13,356)	(14,458)	(15,720)	(16,086)	2.3%	31.7%	(31,582)	(46,264)	46.5%	(27,437)	(44,938)	63.8%
非利息收入	4,966	5,374	4,326	5,184	6,837	6,641	5,913	-11.0%	36.7%	14,666	19,991	32.2%	14,301	19,850	38.8%
净手续费收入	3,922	4,241	3,702	3,763	4,840	4,892	4,920	0.6%	32.9%	11,865	14,652	23.5%	11,330	15,628	37.9%
投资收益	520	681	344	738	1,433	962	564	-41.4%	64.0%	1,545	2,959	91.5%	1,317	2,283	73.3%
公允价值变动损益	64	(33)	(137)	155	32	233	(114)	-148.9%	-16.8%	1,066	151	na	(55)	49	na
汇兑净损益	372	392	322	430	436	400	402	0.5%	24.8%	1,086	1,238	14.0%	1,356	1,516	11.8%
其他业务收入	88	93	95	98	96	154	141	-8.4%	48.4%	276	391	41.7%	353	374	5.9%
营业收入	22,323	23,733	24,234	25,867	28,385	28,734	28,062	-2.3%	15.8%	70,290	85,181	21.2%	71,377	96,157	34.7%
营业支出	(8,721)	(9,260)	(10,002)	(13,211)	(10,993)	(11,299)	(11,697)	3.5%	16.9%	(27,983)	(33,989)	21.5%	(32,912)	(41,194)	25.2%
业务及管理费	(7,382)	(7,780)	(8,424)	(11,517)	(9,120)	(9,423)	(9,809)	4.1%	16.4%	(23,586)	(28,352)	20.2%	(28,759)	(35,103)	22.1%
营业税金及附加	(1,339)	(1,480)	(1,578)	(1,694)	(1,873)	(1,876)	(1,888)	0.6%	19.6%	(4,397)	(5,637)	28.2%	(4,153)	(6,091)	46.7%
拨备前营业利润 (PPOP)	13,602	14,473	14,232	12,656	17,392	17,435	16,365	-6.1%	15.0%	42,307	51,192	21.0%	38,465	54,963	42.9%
资产减值损失	(2,049)	(2,015)	(1,509)	(2,777)	(1,982)	(2,162)	(1,334)	-38.3%	-11.6%	(5,573)	(5,478)	-1.7%	(5,501)	(8,350)	51.8%
贷款和垫款减值损失	(2,049)	(1,883)	(1,509)	(2,758)	(1,982)	(2,105)	(1,334)	-36.6%	-11.6%	(5,441)	(5,421)	-0.4%	(5,570)	(8,199)	47.2%
营业利润	11,553	12,458	12,723	9,879	15,410	15,273	15,031	-1.6%	18.1%	36,734	45,714	24.4%	32,964	46,613	41.4%
营业外收支净额	92	73	229	115	77	65	90	38.5%	-60.7%	394	232	-41.1%	379	509	34.3%
利润总额	11,645	12,531	12,952	9,994	15,487	15,338	15,121	-1.4%	16.7%	37,128	45,946	23.8%	33,343	47,122	41.3%
所得税费用	(2,835)	(2,741)	(3,164)	(2,255)	(3,845)	(3,604)	(3,708)	2.9%	17.2%	(8,740)	(11,157)	27.7%	(7,574)	(10,995)	45.2%
净利润	8,810	9,790	9,788	7,739	11,642	11,734	11,413	-2.7%	16.6%	28,388	34,789	22.5%	25,769	36,127	40.2%
少数股东权益	0	0	0	2	1	0	0	na	na	0	1	na	0	2	na
归属母公司股东净利润	8,810	9,790	9,788	7,741	11,643	11,734	11,413	-2.7%	16.6%	28,388	34,790	22.6%	25,769	36,129	40.2%

资产负债表 (百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	QoQ	YoY	9M11	9M12	YoY	2010	2011	YoY
贷款总额	1,505,761	1,554,792	1,598,087	1,641,075	1,703,808	1,783,903	1,836,045	2.9%	14.9%	1,598,087	1,836,045	14.9%	1,431,451	1,641,075	14.6%
存款总额	2,032,077	2,092,758	2,090,004	2,220,060	2,259,494	2,456,436	2,412,732	-1.8%	15.4%	2,090,004	2,412,732	15.4%	1,897,178	2,220,060	17.0%
不良贷款余额	9,260	9,506	9,420	9,173	9,460	9,903	10,917	10.2%	15.9%	9,420	10,917	15.9%	9,686	9,173	-5.3%
贷款损失准备	31,050	33,120	34,527	36,704	38,252	40,011	41,198	3.0%	19.3%	34,527	41,198	19.3%	29,291	36,704	25.3%
资产总额	2,584,723	2,643,205	2,633,278	2,794,971	2,963,579	3,322,701	3,144,618	-5.4%	19.4%	2,633,278	3,144,618	19.4%	2,402,507	2,794,971	16.3%
负债总额	2,441,946	2,497,773	2,479,430	2,629,961	2,786,306	3,141,339	2,953,664	-6.0%	19.1%	2,479,430	2,953,664	19.1%	2,268,501	2,629,961	15.9%
母公司所有者权益	142,777	145,432	153,848	164,997	177,255	181,347	190,883	5.3%	24.1%	153,848	190,883	24.1%	134,006	164,997	23.1%
平均生息资产	2,329,799	2,447,867	2,552,308	2,626,413	2,701,258	2,936,072	3,034,110	3.3%	18.9%	2,447,701	2,885,526	17.9%	2,150,615	2,489,714	15.8%

每股数据 (元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	QoQ	YoY	9M11	9M12	YoY	2010	2011	YoY
EPS	0.41	0.45	0.45	0.36	0.54	0.54	0.53	-2.7%	16.6%	1.32	1.61	22.6%	1.19	1.67	40.2%
BVPS	6.62	6.74	7.13	7.65	8.21	8.40	8.85	5.3%	24.1%	7.13	8.85	24.1%	6.21	7.65	23.1%
DPS	-	-	-	0.29	-	-	-	na	na	-	-	na	0.21	0.29	38.1%
PPOP/sh	0.63	0.67	0.66	0.59	0.81	0.81	0.76	-6.1%	15.0%	1.96	2.37	21.0%	1.78	2.55	42.9%

主要指标 (%)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	QoQ	YoY	9M11	9M12	YoY	2010	2011	YoY
ROA	1.41%	1.50%	1.48%	1.14%	1.62%	1.49%	1.41%	-0.1pct	-0.1pct	1.50%	1.56%	0.1pct	1.15%	1.39%	0.2pct
ROE	25.46%	27.17%	26.16%	19.42%	27.22%	26.18%	24.53%	-1.6pct	-1.6pct	26.30%	26.07%	-0.2pct	22.73%	24.17%	1.4pct
净息差 (NIM)	2.98%	3.00%	3.12%	3.15%	3.21%	3.03%	2.92%	-11bps	-20bps	3.03%	3.04%	1bps	2.65%	3.06%	41bps
成本收入比	33.07%	32.78%	34.76%	44.52%	32.13%	32.79%	34.95%	2.2pct	0.2pct	33.56%	33.28%	-0.3pct	40.29%	36.51%	-3.8pct
有效税率	24.35%	21.87%	24.43%	22.56%	24.83%	23.50%	24.52%	1.0pct	0.1pct	23.54%	24.28%	0.7pct	22.72%	23.33%	0.6pct
贷存比	74.10%	74.29%	76.46%	73.92%	75.41%	72.62%	76.10%	3.5pct	-0.4pct	76.46%	76.10%	-0.4pct	75.45%	73.92%	-1.5pct
不良贷款率	0.61%	0.61%	0.59%	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%	4bps	1bps	0.59%	0.59%	1bps	0.68%	0.56%	-1.2bps
拨备覆盖率	335.31%	348.41%	366.53%	400.13%	404.36%	404.03%	377.37%	-26.7pct	10.8pct	366.53%	377.37%	10.8pct	302.41%	400.13%	97.7pct
拨备率 (拨贷比)	2.06%	2.13%	2.16%	2.24%	2.25%	2.24%	2.24%	0bps	8bps	2.16%	2.24%	8bps	2.05%	2.24%	19bps
信用成本	0.14%	0.12%	0.10%	0.17%	0.12%	0.12%	0.07%	-5bps	-2bps	0.36%	0.31%	-5bps	0.43%	0.53%	11bps
非利息收入/营业收入	22.25%	22.64%	17.85%	20.04%	24.09%	23.11%	21.07%	-2.0pct	3.2pct	20.86%	22.76%	1.9pct	20.04%	20.64%	0.6pct
净手续费收入/营业收入	17.57%	17.87%	15.28%	14.55%	17.05%	17.03%	17.53%	0.5pct	2.3pct	16.88%	17.20%	0.3pct	15.87%	16.25%	0.4pct
核心资本充足率	7.66%	7.81%	8.10%	8.22%	8.31%	8.32%	8.47%	0.2pct	0.4pct	8.10%	8.47%	0.4pct	8.04%	8.22%	0.2pct
资本充足率	10.91%	11.05%	11.39%	11.53%	11.54%	11.55%	11.56%	0.0pct	0.2pct	11.39%	11.56%	0.2pct	11.47%	11.53%	0.1pct

资料来源：公司公告、平安证券研究所

利润表					同比增长率				
单位: 百万元					单位: %				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
利息净收入	76,307	90,447	102,115	113,724	利息净收入	33.7	18.5	12.9	11.4
非利息收入	19,850	24,065	28,610	33,716	非利息收入	38.8	21.2	18.9	17.8
净手续费收入	15,628	19,493	23,642	28,335	净手续费收入	37.9	24.7	21.3	19.8
营业收入	96,157	114,512	130,726	147,440	营业收入	34.7	19.1	14.2	12.8
营业支出	-41,194	-50,835	-59,416	-68,902	营业支出	25.2	23.4	16.9	16.0
拨备前营业利润	54,963	63,677	71,310	78,538	拨备前营业利润	42.9	15.9	12.0	10.1
资产减值损失	-8,350	-6,839	-5,176	-2,461	资产减值损失	51.8	-18.1	-24.3	-52.5
营业利润	46,613	56,838	66,134	76,077	营业利润	41.4	21.9	16.4	15.0
营业外收支净额	509	560	616	677	利润总额	41.3	21.8	16.3	15.0
利润总额	47,122	57,398	66,750	76,754	归属股东净利润	40.2	19.2	16.3	15.0
所得税费用	-10,995	-14,350	-16,687	-19,189	贷款总额	14.6	14.0	13.5	12.8
净利润	36,127	43,049	50,062	57,566	存款总额	17.0	15.0	14.0	13.2
少数股东权益	2	2	2	2	资产合计	16.3	16.1	14.3	13.5
归属股东净利润	36,129	43,051	50,064	57,568	负债合计	15.9	14.4	13.9	13.1

资产负债表					主要财务指标				
单位: 百万元					单位: %				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
存放央行款项	397,579	493,196	589,616	694,178	盈利能力				
同业资产	268,402	337,006	404,757	470,633	净资产收益率 (ROE)	24.17	21.35	19.18	18.55
贷款和垫款总额	1,641,075	1,870,793	2,124,011	2,395,531	总资产收益率 (ROA)	1.39	1.43	1.44	1.45
不良贷款余额	9,173	11,280	13,278	15,537	净息差 (NIM)	3.06	3.03	2.97	2.90
证券投资	458,374	510,797	557,030	610,429	非利息收入/营业收入	20.64	21.02	21.89	22.87
资产合计	2,794,971	3,245,773	3,710,563	4,212,067	净手续费收入/营业收入	16.25	17.02	18.09	19.22
同业负债	315,247	349,092	390,926	427,597	成本收入比	36.51	37.48	38.18	39.00
吸收存款	2,220,060	2,553,393	2,911,797	3,296,798	资产质量				
应付债券	46,167	46,167	46,167	46,167	不良贷款同比增长率	-5.30	22.97	17.71	17.02
负债合计	2,629,961	3,007,370	3,426,782	3,874,968	不良贷款率	0.56	0.60	0.63	0.65
所有者权益	165,010	238,403	283,781	337,099	拨备覆盖率	400.13	381.43	355.64	312.64
					拨备率	2.24	2.30	2.22	2.03
每股指标				单位: 元	信用成本	0.53	0.38	0.25	0.10
EPS	1.67	1.64	1.90	2.19	资产负债结构				
BVPS	7.65	9.06	10.78	12.80	核心资本充足率	8.22	10.78	10.37	10.61
DPS	0.29	0.25	0.29	0.33	资本充足率	11.53	13.21	12.81	12.93
PPOP/sh	2.55	2.42	2.71	2.98	贷存比	73.92	73.27	72.95	72.66

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257