

# 招商银行 (600036.SH) 银行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

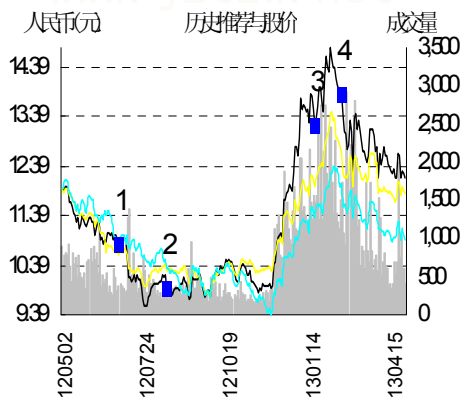
市价(人民币): 12.15元

## 符合预期, 息差较为平稳

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 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)	2,621.56
年内股价最高最低(元)	14.78/9.58
沪深300指数	2447.31
上证指数	2177.91



### 相关报告

1. 《同业业务导致规模收缩》, 2012.10.29
2. 《息差回落, 资产质量稳定》, 2012.8.19
3. 《资产质量保持稳定》, 2012.5.2

### 业绩简评

- 招商银行 1 季度实现归属于母公司净利润 130.2 亿, EPS0.60, 同比增长 11.9%, 其中营业收入同比增 8.8%, 基本符合我们及市场预期。业绩增长主要源于规模扩张, 贡献 18.5% 的同比增速。

### 经营分析

- **1 季度存款增长较快。**公司 1 季度生息资产/计息负债均较年初增长 2.7%, 其中贷款/存款分别较年初增长 4.5%/7.8%, 1 季度吸存完成较好。同业业务略有收缩, 同业资产较年初增长-3.4%, 主要是同业存放资产减少 62%; 同业负债较年初增长-21.3%, 其中卖出回购减少 67%。
- **单季净息差基本平稳。**公司公告 1 季度单季净息差 2.93%, 较 4 季度下降 4BP, 比 12 年全年息差水平下降 10BP。息差表现好于预期源于负债结构改善导致负债成本控制较好, 1 季度计息负债成本较 4 季度下降 16BP。
- **手续费收入增长良好。**1 季度公司中间业务收入同比增长 14.8%, 其中手续费净收入同比增长 33.8%, 占营业收入比重较年初上升 3.6 个百分点至 21%。代理服务、托管及其他受托业务收入增长较快。1 季度汇兑收益亏损 2.9 亿, 拖累了中间业务收入。
- **资产质量基本平稳。**1 季度末, 公司不良贷款余额 130.5 亿, 较期初增加了 13.6 亿, 增长 11.6%; 不良率 0.66%, 较期初增加 5BP。公司 1 季度单季拨备 20.6 亿, 同比多提 4%, 年化信贷成本 0.42%, 比 12 年 1 季度下降 5BP。拨备覆盖率较期初下降 23.7 个百分点至 328.1%, 拨贷比继续提高 1BP 至 2.27%。
- **新资本管理办法之下公司资本充足率略有提高。**按照新资本管理办法, 公司 1 季度末核心一级/总资本充足率分别为 8.60%/11.41% (老办法下分别为 8.45%/11.96%), 核心一级资本充足率较年初提升 26BP。

### 盈利调整及投资建议

- 我们预计公司 2013 年实现净利润为 511.1 亿, 同比增长 12.9%, 对应 13EPS=1.94 元, 13BVPS=10.43 元 (考虑配股摊薄), 目前股价对应 1.17x13PB/6.3x13PE。公司零售业务具备一定竞争力, 资本管理能力和资本内生能力较好, 维持对公司“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

霍也佳 联系人  
(8621)60870950  
huoyj@gjq.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	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
利息收入	39.20%	40.42%	43.32%	43.46%	37.63%	34.02%	28.49%	23.80%	7.16%
利息支出	40.21%	50.32%	58.08%	63.79%	64.20%	55.83%	46.49%	37.36%	7.48%
净利息收入	38.70%	35.58%	36.10%	33.69%	24.15%	22.19%	18.28%	15.81%	6.94%
非利息净收入	61.99%	58.67%	41.14%	39.24%	37.01%	29.91%	30.59%	25.28%	14.77%
营业收入	43.30%	40.17%	37.13%	34.81%	27.02%	23.93%	20.87%	17.78%	8.83%
营业支出	35.41%	32.64%	27.38%	25.30%	26.15%	24.08%	21.55%	18.25%	6.49%
拨备前利润	48.78%	45.39%	44.32%	42.81%	27.57%	23.83%	20.43%	17.44%	10.29%
拨备	31.60%	69.76%	87.08%	51.79%	-3.27%	1.97%	-1.70%	-33.14%	4.04%
税前利润	52.28%	41.96%	39.53%	41.33%	32.99%	27.50%	23.75%	26.40%	11.09%
所得税	63.12%	45.70%	45.09%	45.17%	35.63%	33.59%	27.65%	29.94%	8.89%
税后利润	49.09%	40.88%	37.91%	40.20%	32.15%	25.68%	22.55%	25.31%	11.85%
业绩增长拆分									
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
规模增长	17.28%	15.77%	11.25%	16.41%	14.96%	25.89%	17.77%	22.06%	18.47%
净息差	21.42%	19.81%	24.85%	17.28%	9.18%	-3.70%	0.51%	-6.24%	-11.53%
非息收入	4.60%	4.59%	1.03%	1.12%	2.87%	1.74%	2.59%	1.97%	1.89%
成本	5.48%	5.22%	7.18%	8.00%	0.55%	-0.10%	-0.44%	-0.34%	1.46%
拨备	3.50%	-3.43%	-4.79%	-1.48%	5.43%	3.67%	3.32%	8.96%	0.80%
税收	-3.19%	-1.08%	-1.63%	-1.12%	-0.85%	-1.82%	-1.20%	-1.09%	0.75%
业绩增长贡献									
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
规模增长	35.20%	38.58%	29.67%	40.82%	46.55%	100.82%	78.80%	87.16%	155.94%
净息差扩大	43.63%	48.46%	65.57%	42.99%	28.56%	-14.42%	2.25%	-24.67%	-97.33%
非息收入	9.37%	11.23%	2.72%	2.78%	8.94%	6.76%	11.50%	7.78%	15.92%
成本	11.16%	12.76%	18.95%	19.89%	1.71%	-0.38%	-1.96%	-1.35%	12.36%
拨备	7.13%	-8.38%	-12.63%	-3.69%	16.88%	14.31%	14.73%	35.41%	6.76%
税收	-6.49%	-2.65%	-4.29%	-2.79%	-2.64%	-7.09%	-5.31%	-4.32%	6.35%
单季环比增长业绩分拆									
业绩增长拆分	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
规模增长	7.17%	2.59%	-0.59%	6.51%	5.84%	12.34%	-7.00%	10.39%	2.73%
净息差	-0.07%	3.19%	9.03%	-2.62%	-1.66%	-9.81%	7.26%	-8.43%	-0.69%
非息收入	4.15%	0.44%	-5.70%	2.27%	5.46%	-1.33%	-2.54%	-1.08%	7.06%
成本	36.70%	0.01%	-3.32%	-17.85%	27.14%	-1.02%	-3.69%	-17.49%	31.31%
拨备	24.98%	1.39%	3.94%	-11.15%	18.18%	-1.14%	4.56%	6.66%	-14.06%
税收	-2.98%	3.52%	-3.38%	1.92%	-4.57%	1.76%	-1.33%	1.79%	-2.13%
业绩增长贡献									
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
规模增长	10.25%	23.24%	2881.14%	-31.13%	11.59%	1544.42%	255.22%	-127.50%	11.27%
净息差扩大	-0.11%	28.66%	-44181.62%	12.52%	-3.29%	-1227.80%	-264.46%	103.40%	-2.86%
非息收入	5.93%	3.98%	27896.30%	-10.84%	10.84%	-167.12%	92.47%	13.26%	29.15%
成本	52.47%	0.06%	16264.59%	85.33%	53.86%	-127.29%	134.40%	214.59%	129.31%
拨备	35.71%	12.47%	-19305.98%	53.32%	36.07%	-142.65%	-166.06%	-81.77%	-58.07%
税收	-4.26%	31.60%	16545.57%	-9.20%	-9.07%	220.44%	48.44%	-21.98%	-8.80%

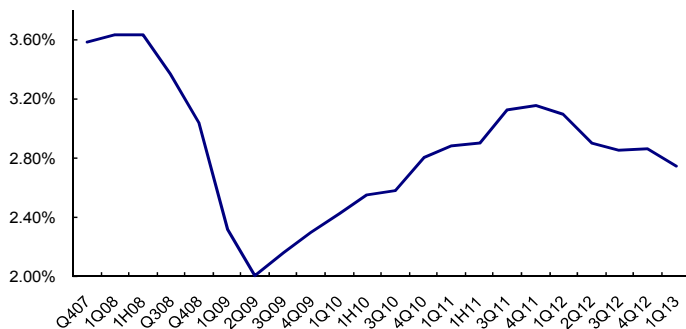
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 2: 招商银行规模增长

同比增长	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	2012	1Q13
生息资产同比增长	17.28%	15.77%	11.25%	16.41%	14.96%	25.89%	17.77%	22.06%	18.47%
贷款	18.34%	16.65%	15.38%	14.42%	12.94%	14.60%	14.79%	16.14%	16.95%
其中企业贷款									
其中个人贷款									
投资	1.83%	4.92%	4.86%	17.01%	21.59%	27.27%	18.38%	12.97%	17.13%
同业	26.14%	21.38%	5.80%	20.97%	15.56%	51.09%	25.38%	42.25%	22.66%
季度环比增长	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
生息资产环比增长	7.17%	2.59%	-0.59%	6.51%	5.84%	12.34%	-7.00%	10.39%	2.73%
贷款	5.17%	3.18%	2.75%	2.61%	3.81%	4.70%	2.92%	3.82%	4.54%
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	-0.18%	3.81%	6.30%	6.23%	3.73%	8.66%	-1.13%	1.37%	7.55%
同业	17.32%	0.51%	-12.53%	17.29%	12.07%	31.41%	-27.42%	33.07%	-3.36%
同比增长	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	2012	1Q13
计息负债	17.94%	16.68%	12.30%	16.67%	14.50%	26.11%	12.36%	21.52%	18.51%
存款	23.82%	19.42%	11.47%	17.02%	11.19%	17.38%	10.65%	14.07%	20.79%
活期存款									
定期存款									
债券	-17.28%	13.16%	17.86%	27.23%	102.37%	46.47%	17.80%	67.03%	16.23%
同业	-6.58%	1.29%	17.71%	12.99%	26.58%	82.71%	23.91%	66.68%	5.89%
季度环比增长	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	2012	1Q13
计息负债	7.31%	2.78%	-0.83%	6.66%	5.32%	13.21%	-11.64%	15.36%	2.71%
存款	7.11%	2.99%	-0.13%	6.22%	1.78%	8.72%	-5.86%	9.51%	7.78%
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	-7.61%	35.74%	4.96%	-3.34%	46.95%	-1.75%	-15.58%	37.04%	2.26%
同业	10.58%	-2.06%	-6.42%	11.49%	23.88%	41.37%	-36.54%	49.97%	-21.29%

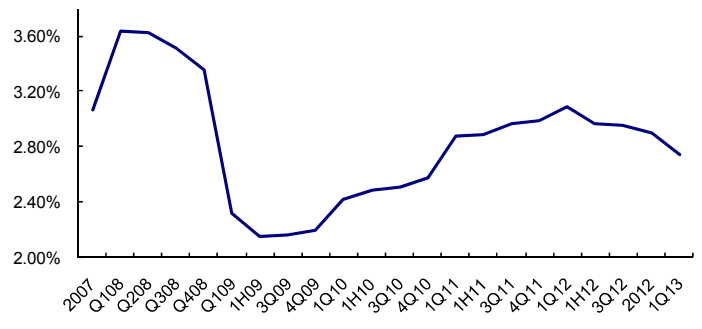
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 3: 招商银行单季净息差



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 4: 招商银行循环净息差



来源: 公司数据、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表 5: 招商银行资产质量

招商银行 (600036.SH): 资产质量  
(RMB 百万)

	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	2012	1Q13
五级分类									
正常类		1,529,601		1,614,941		1,756,110		1,873,280	
关注类		15,685		16,961		17,890		19,489	
次级类		2,892		3,186		4,234		5,281	
可疑类		2,314		2,146		2,366		3,064	
损失类		4,300		3,841		3,303		3,349	
不良贷款总额	9,260	9,506	9,420	9,173	9,460	9,903	10,917	11,694	13,050
增加额									
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	1,904,463	1,990,667
关注类		1.01%		1.03%		1.00%		1.02%	
次级类		30.42%		34.73%		42.75%		45.16%	
可疑类		24.34%		23.39%		23.89%		26.20%	
损失类		45.23%		41.87%		33.35%		28.64%	
不良贷款率	0.61%	0.61%	0.59%	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%	0.61%	0.66%
不良贷款准备	(31,050)	(33,120)	(34,527)	(36,704)	(37,471)	(40,011)	(41,198)	(41,138)	(42,814)
一般准备/组合贷款准备		(27,521)		(31,579)	(31,172)	(35,341)		(36,143)	
专项准备/单项贷款准备		(5,599)		(5,125)	(6,299)	(4,670)		(4,995)	
不良贷款覆盖率	335.31%	348.41%	366.53%	400.13%	404.36%	404.03%	377.37%	351.79%	328.08%
不良贷款覆盖率 (剔除损失类)		553.59%		616.34%					
不良贷款拨备	(2,049)	(3,932)	(5,573)	(8,199)	(1,982)	(4,144)	(5,478)	(5,491)	(2,062)
拨备/不良贷款	88.51%	82.73%	78.88%	89.38%	83.81%	83.69%	66.90%	46.96%	63.20%
拨备/贷款总额(风险成本)	0.56%	0.53%	0.49%	0.53%	0.47%	0.48%	0.42%	0.31%	0.42%
一般准备/贷款总额		1.77%		1.92%		1.98%		1.90%	
专项准备/不良贷款		58.90%		55.87%		47.16%		42.71%	

来源: 公司数据、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
利息收入	33,990	51,585	72,635	65,838	84,513	121,245	150,101	176,762	203,850
利息支出	(12,481)	(17,683)	(25,750)	(25,474)	(27,437)	(44,938)	(61,727)	(75,638)	(86,908)
净利息收入	21,509	33,902	46,885	40,364	57,076	76,307	88,374	101,123	116,942
手续费净收入	2,721	6,439	7,744	7,993	11,330	15,628	19,739	23,215	27,349
其他收入	636	745	920	3,205	3,072	4,426	5,384	6,461	7,753
非利息净收入	3,357	7,184	8,664	11,198	14,402	20,054	25,123	29,676	35,102
<b>营业收入</b>	<b>24,866</b>	<b>41,086</b>	<b>55,549</b>	<b>51,562</b>	<b>71,478</b>	<b>96,361</b>	<b>113,497</b>	<b>130,799</b>	<b>152,044</b>
营业税金及附加	(1,573)	(2,384)	(3,296)	(3,129)	(4,153)	(6,091)	(7,555)	(8,670)	(10,036)
营业费用	(9,518)	(14,354)	(20,340)	(23,078)	(28,481)	(34,798)	(40,795)	(45,780)	(53,216)
<b>营业支出</b>	<b>(11,091)</b>	<b>(16,738)</b>	<b>(23,636)</b>	<b>(26,207)</b>	<b>(32,634)</b>	<b>(40,889)</b>	<b>(48,350)</b>	<b>(54,450)</b>	<b>(63,252)</b>
<b>拨备前利润</b>	<b>13,775</b>	<b>24,348</b>	<b>31,913</b>	<b>25,355</b>	<b>38,844</b>	<b>55,472</b>	<b>65,147</b>	<b>76,349</b>	<b>88,793</b>
拨备	(3,691)	(3,305)	(5,154)	(2,971)	(5,501)	(8,350)	(5,583)	(9,106)	(11,206)
<b>税前利润</b>	<b>10,084</b>	<b>21,043</b>	<b>26,759</b>	<b>22,384</b>	<b>33,343</b>	<b>47,122</b>	<b>59,564</b>	<b>67,243</b>	<b>77,587</b>
所得税	(3,290)	(5,800)	(5,813)	(4,149)	(7,574)	(10,995)	(14,287)	(16,129)	(18,610)
税率	32.6%	27.6%	21.7%	18.5%	22.7%	23.3%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东权益	17.0%	24.8%	28.4%	21.1%	22.7%	24.2%	24.8%	21.5%	19.9%
<b>税后利润</b>	<b>6,794</b>	<b>15,243</b>	<b>20,946</b>	<b>18,235</b>	<b>25,769</b>	<b>36,127</b>	<b>45,277</b>	<b>51,114</b>	<b>58,977</b>
净利润增长	72.86%	124.36%	37.41%	-12.94%	41.32%	40.20%	25.33%	12.89%	15.38%
ROE									
<b>Per share data</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本, 期末 (mn)	14,703	14,703	14,703	19,114	21,577	21,577	21,577	26,324	26,324
每股拨备前利润	0.937	1.656	2.171	1.724	1.800	2.571	3.019	2.900	3.373
EPS(basic)	0.462	1.037	1.425	0.954	1.194	1.674	2.098	1.942	2.240
EPS(Diluted)									
BVPS	3.752	4.624	5.426	4.854	6.211	7.647	9.293	10.427	12.085
DVPS									
Dividend	0.12	0.28			0.29	0.42	0.63	0.58	0.67
Dividend Ratio	26.0%	27.0%	7.0%	24.8%	24.3%	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%

来源: 公司数据、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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	2	13	13	15
买入	1	3	15	17	37
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	2.00	1.67	1.56	1.58	1.66
评分	0	1.00	1.17	1.17	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 2011-07-20	增持	12.27	N/A
2 2011-08-31	增持	11.42	N/A
3 2011-10-31	增持	11.66	N/A
4 2012-03-29	增持	11.39	N/A
5 2012-05-02	增持	11.95	N/A
6 2012-08-19	中性	10.02	N/A
7 2012-10-29	增持	10.12	N/A

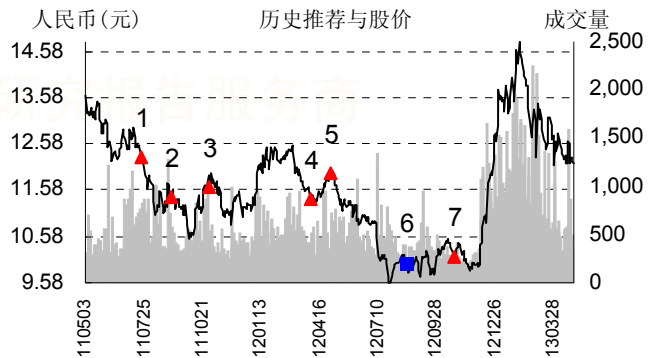
来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net