

风险偏好小幅上升，资产压力好于同业

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2013年中报，实现归属于母公司净利润约263亿元，同比增长12.4%。EPS1.22元。盈利增速符合预期。

2. 我们的分析与判断

■ **二季度营业收入环比增长7.6%**：1) 二季度利息净收入环比增加5.9%，其中生息资产日均余额环比增长8.8%；2) 手续费收入增长较快，二季度手续费净收入环比增长18.8%，2011年以来首次连续两个季度手续费收入增速保持在2位数；3) 二季度成本收入比31.7%，较上年同期下降0.8个百分点；4) 二季度信用成本0.57%，拨贷比2.17%，未来三年信用成本要保持在0.5%水平。

■ **中长期贷款重定价拖累净息差，风险偏好略有提升**。二季度净息差2.85%，环比下降8BP。存贷差4.21%，环比下降7BP。存贷差下降主要受中长期贷款重定价拖累。二季度新发放贷款定价较一季度略有提升。公司负债成本尤其是存款成本稳定，净息差变化主要受资产端定价影响。公司二季度贷款增长有所提速，较年初增长10.2%，存款较年初增长10.5%。公司在同业资产端增加了信托受益权等非标准资产的投放，期末余额达到1700亿。

■ **手续费收入保持良好增长态势**。分项看，中间业务收入主要集中在银行卡、财富管理及银行卡手续费收入增加11亿/42%；托管手续费增加11亿元/48%；其他手续费收入增加13.6亿/113%，主要是财务顾问费收入。

■ **资产压力略好于可比同业**。从逾期、不良等指标对比分析，公司资产压力略好于可比同业（表2）。二季末公司不良率0.71%，环比上升5BP。公司关注率1.09%，较年初上升7BP。逾期贷款方面，逾期较年初增长37.8%，其中90天以内增长43.6%，90天以上增长31.8%。

■ **核心资本充足率较一季末下降60BP**。二季末核心资本充足率8.00%。主要受分红（影响二级末核心资本充足率54BP）及二季度资产增速提升影响。

3. 投资建议

二季度营业收入环比增长提速反映了公司负债成本保持优势，风险定价能力得到提升，风险偏好小幅调整。未来公司风险偏好的调整仍需观察。公司不断提升的风险定价和资本管理能力与行业转型方向一致。我们看好公司长期发展，维持“谨慎推荐”评级。

预计公司13/14年实现净利488/554亿元，同比增长7.9%/13.4%，配股摊薄对应EPS为1.95/2.21元。对应各年PE为4.9x/4.3x，PB为0.87x/0.76x。

分析师

黄斌辉

☎: (8610) 8357 4031

✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

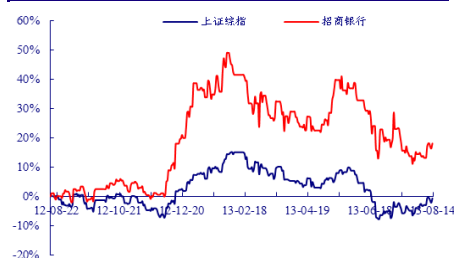
执业证书编号: S0130513030001

市场数据

时间 2013.8.16

A股收盘价(元)	10.99
A股一年内最高价(元)	15.01
A股一年内最低价(元)	9.57
上证指数	2,068.45
市净率	1.18
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)	1941.51

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 2013 年中报业绩分析

	累计		单季				
	2013H	YoY %	12Q2	13Q1	13Q2	YoY %	QoQ %
资产简表							
资产总计	3810629	14.7	3322701	3513426	3810629	14.7	8.5
贷款总额	2098078	17.6	1783903	1996801	2098078	17.6	5.1
逾期贷款	29497	56.6	18834	-	29497	57	-
关注类	22945	28.3	17890	-	22945	28	-
不良贷款总额	14925	50.7	9903	13050	14925	50.7	14.4
债券投资	612265	18.5	516642	556899	612265	18.5	9.9
同业往来资产	572730	-1.1	578937	467854	572730	-1.1	22.4
生息资产	3766783	14.2	3297128	3477784	3766783	14.2	8.3
负债合计	3598131	14.5	3141339	3298869	3598131	14.5	9.1
存款	2797578	13.9	2456436	2729347	2797578	13.9	2.5
同业往来负债	600477	9.6	547772	393613	600477	9.6	52.6
计息负债	3486839	13.5	3070863	3201814	3486839	13.5	8.9
所有者权益合计	212498	17.2	181362	214557	212498	17.2	-1.0
损益简表							
利息收入	80383	8.9	37813	38584	41799	10.5	8.3
利息支出	32942	9.2	15720	15540	17402	10.7	12.0
利息净收入	47441	8.7	22093	23044	24397	10.4	5.9
手续费及佣金收入	15083	44.9	5259	6903	8180	55.5	18.5
手续费及佣金支出	919	35.3	367	430	489	33.2	13.7
手续费净收入	14164	45.5	4892	6473	7691	57.2	18.8
其他非息收入合计	2452	-34.5	1749	1332	1120	-36.0	-15.9
非息净收入	16616	23.3	6641	7805	8811	32.7	12.9
营业收入	64057	12.1	28734	30849	33208	15.6	7.6
营业支出	24405	9.5	11299	11711	12694	12.3	8.4
拨备前利润	39652	13.9	17435	19138	20514	17.7	7.2
资产减值损失	4959	19.7	2162	2062	2897	34.0	40.5
营业利润	34693	13.1	15273	17076	17617	15.3	3.2
税前利润	34848	13.1	15338	17205	17643	15.0	2.5
所得税	8582	15.2	3604	4187	4395	21.9	5.0
实际税率	24.6%	1.9	23.5%	24.3%	24.9%	6.0	2.4
归属于母公司净利润	26271	12.4	11732	13021	13250	12.9	1.8
财务比率							
		YoY BP					QoQ BP
贷存比	73.37%		70.99%	71.37%	73.37%		
关注类	1.09%		1.00%	0.00%	1.09%		
不良贷款率	0.71%		0.56%	0.66%	0.71%		
不良贷款覆盖率	304.72%		404.03%	328.08%	304.72%		
拨贷比	2.17%		2.24%	2.15%	2.17%		
单季信用风险成本	0.50%		0.59%	0.42%	0.57%		
风险加权系数	65.99%		58.42%	67.49%	65.99%		
资本充足率	10.72%		11.55%	11.41%	10.72%		
核心资本充足率	8.00%		8.32%	8.60%	8.00%		
单季度营业费用/营业收入	31.41%		32.54%	31.15%	31.66%		
生息资产收益率	4.52%		4.85%	4.52%	4.62%		
计息负债成本率	1.99%		2.17%	1.96%	2.08%		
NIS	2.53%		2.68%	2.56%	2.53%		
NIM	2.67%		2.83%	2.70%	2.69%		
NIM(日均)	2.89%		3.03%	2.93%	2.85%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 资产质量趋势对比

单位: 百万	逾期			90 天以上逾期		
	2012	2013H	HoH	2012	2013H	HoH
华夏	7020	12308	75.3%	5047	7685	52.3%
浦发	13839	20392	47.4%	11548	17069	47.8%
招行	21400	29497	37.8%	10413	13724	31.8%
兴业	9105	13577	49.1%	4600	7121	54.8%

	不良率			90 天以上逾期率		
	2013Q1	2013Q2	QoQ BP	2012	2013H	HoH BP
华夏	0.90%	0.91%	2	0.70%	0.99%	29
浦发	0.59%	0.67%	9	0.75%	1.02%	27
招行	0.66%	0.71%	6	0.55%	0.65%	11
兴业	0.49%	0.57%	8	0.37%	0.53%	16

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 招商银行关键财务数据及预测

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	每股指标及估值	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	76307	88374	97039	114006	EPS	1.67	2.10	1.95	2.21
非息净收入	19850	24993	30600	35534	每股拨备前利润	2.55	3.00	2.93	3.44
营业收入	96157	113367	127639	149541	DVPS	0.42	0.63	0.59	0.66
营业支出	41194	48671	54201	63460	BVPS	7.65	9.29	10.83	12.45
拨备前利润	54963	64696	73438	86081	P/E	6.6	5.2	5.6	5.0
拨备	8350	5583	9247	13261	P/PPOP	4.3	3.7	3.7	3.2
税前利润	47122	59564	64191	72819	P/B	1.4	1.2	1.0	0.9
净利润	36129	45273	48848	55413	股息收益率	3.8%	5.7%	5.3%	6.0%
资产负债表					杜邦分析				
资产总额	2794971	3408219	3940260	4430288	净利息收入	2.73%	2.59%	2.46%	2.57%
贷款	1604371	1863325	2179273	2490542	非净利息收入	0.71%	0.73%	0.78%	0.80%
其他生息资产	1135080	1480493	1679702	1848894	营业收入	3.44%	3.33%	3.24%	3.38%
其他资产	55520	64401	81284	90852	营业支出	1.47%	1.43%	1.38%	1.43%
负债总额	2629961	3207712	3669237	4118507	拨备前利润	1.97%	1.90%	1.86%	1.94%
存款	2220060	2532444	2886986	3276729	拨备	0.30%	0.16%	0.23%	0.30%
其他计息负债	361414	603571	708866	759407	税前利润	1.69%	1.75%	1.63%	1.64%
其他负债	48487	71697	73385	82370	税收	0.39%	0.42%	0.39%	0.39%
股东权益	164997	200434	270950	311709	ROA	1.29%	1.33%	1.24%	1.25%
盈利能力					权益倍数	16.9	17.0	14.5	14.2
生息资产收益率	4.71%	4.89%	4.56%	4.63%	ROE	21.90%	22.59%	18.03%	17.78%
计息负债成本率	1.87%	2.16%	2.04%	2.05%	资产负债比例				
净利差	2.84%	2.73%	2.51%	2.58%	生息资产/总资产	99.0%	98.9%	99.2%	99.3%
净息差	2.97%	2.88%	2.67%	2.74%	贷款/生息资产	58.0%	55.3%	55.8%	56.6%
贷款收益率	6.24%	6.69%	6.12%	6.17%	债券/生息资产	16.6%	15.4%	16.7%	17.9%
存款成本率	1.45%	1.67%	1.66%	1.69%	同业资产/生息资产	9.7%	14.6%	13.1%	11.1%
存贷利差	4.79%	5.02%	4.46%	4.49%	计息负债/总负债	98.2%	97.8%	98.0%	98.0%
成本收入比	36.19%	35.98%	35.50%	35.50%	存款/计息负债	86.0%	80.8%	80.3%	81.2%
增长率					同业融资/带息负债	12.2%	16.8%	17.6%	16.9%
生息资产	16.3%	21.9%	15.9%	12.6%	应付债券/带息负债	1.8%	2.5%	2.1%	1.9%
贷款	14.4%	16.1%	17.0%	14.3%	贷存比	72.3%	73.6%	75.5%	76.0%
债券	17.0%	13.0%	26.2%	20.6%	资本充足率				
总资产	16.3%	21.9%	15.6%	12.4%	核心资本充足率	11.53%	12.14%	11.73%	11.81%
计息负债	16.5%	21.5%	14.7%	12.2%	资本充足率	8.22%	8.49%	9.30%	9.65%
存款	17.0%	14.1%	14.0%	13.5%	加权风险资产系数	0.63	0.61	0.67	0.67
利息净收入	33.7%	15.8%	9.8%	17.5%	资产质量				
非息净收入	38.8%	25.9%	22.4%	16.1%	不良贷款余额	9173	11694	17444	24106
营业收入	34.7%	17.9%	12.6%	17.2%	不良贷款/贷款	0.56%	0.61%	0.78%	0.94%
营业支出	25.2%	18.2%	11.4%	17.1%	拨备余额/不良贷款	400.1%	351.8%	280.6%	252.1%
拨备前利润	42.9%	17.7%	13.5%	17.2%	当年拨备/不良贷款	68.00%	60.00%	53.00%	55.00%
净利润	40.2%	25.3%	7.9%	13.4%	信用风险成本	0.53%	0.31%	0.45%	0.55%

资料来源: 公司公告, 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。

黄斌辉，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）、中国银行（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

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