

2013年10月29日

招商银行 (600036.SH)

## 不良率环比升幅较大

■ **业绩符合预期**：前3季度实现归属母公司股东净利润 395 亿元，同比增长 13.5%，3 季度单季实现归属母公司股东净利润 132 亿元，同比增长 15.9%，环比略降 0.17%。前三季规模、中间业务高增长推动营业收入同比增长 14.8%，成本收入比下降使得拨备前利润同比增长 17.7%，信用成本增加减缓了利润增幅。

■ **息差环比下降**：前三季净利差为 2.66%，净息差 2.83%，同比分别下降 23、21bp，3 季度净利差 2.55%，净息差 2.73%，环比分别下降 13、12bp。

■ **压缩同业业务规模**：3 季末同业业务比重环比 2 季末下降 3.3 个百分点，与此同时应收款项类投资则规模增加较多，预计与信托受益权业务的调整有关。

■ **零售业务继续快速发展**：公司口径的零售贷款占比 38.68%，比年初明显提升。活期存款占比 48.50%，存款定期化是行业的整体趋势。

■ **资产质量压力较大**：3 季末不良率 0.79%，环比 2 季末上升 8bp，不良贷款余额增加 21.75 亿元，不良贷款生成率比 2 季度有所上升。和已公布季报的几家银行相比压力是相对较大的。

■ **投资建议**：招行传统优势是扎实的客户基础带来的负债优势，目前零售贷款内部也在压缩低收益资产、加大小微业务，在市场化的背景下是值得认可的。但 3 季度资产质量压力相对较大。我们预计招行 2013 年业绩增长 11.4%，目前股价对应 2013 年动态 PE 和 PB 分别为 6.12 倍和 1.14 倍（考虑配股），维持“增持-A”评级。

■ **风险提示**：经济增速大幅下滑。

单位	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EPS	1.67	2.10	2.00	2.24	2.56
PPOP	2.55	3.00	3.00	3.35	3.81
BVPS	7.65	9.29	10.79	12.36	14.15
DPS	0.42	0.63	0.60	0.67	0.77
PE	7.57	6.04	6.12	5.46	4.79
PPPOP	4.98	4.23	4.09	3.66	3.22
PB	1.66	1.36	1.14	0.99	0.87

盈利和估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股息收益率	3.31	4.97	5.53	6.20	7.07
ROE	21.89	22.58	18.56	18.15	18.08
ROA	1.29	1.33	1.30	1.30	1.33
RORWA	2.05	2.18	2.14	2.13	2.19

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

股份制银行

投资评级

**增持-A**

维持评级

6 个月目标价

**13.70 元**

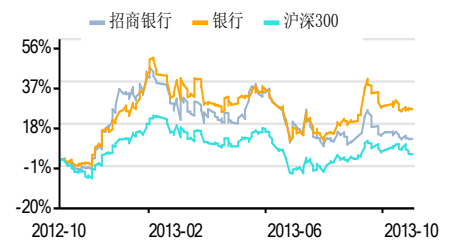
股价 (2013-10-29)

**10.85 元**

交易数据

总市值 (百万元)	273,635.32
流通市值 (百万元)	223,824.05
总股本 (百万股)	25,219.85
流通股本 (百万股)	20,628.94
12 个月价格区间	9.83/14.78 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.42	-5.58	1.12
绝对收益	0.46	3.43	7.21

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003  
xumm@essence.com.cn  
021-68765372

相关报告

资产结构调整，负债基础稳固	2013-08-18
配股终迎落地，期待小微继续发力	2013-07-24
小微业务加速，拨备计提偏少	2013-03-29

**财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))**
**利润表**

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	76,307	88,374	99,307	107,945	119,070
利息收入	121,245	150,101	172,418	197,321	223,361
利息支出	-44,938	-61,727	-73,111	-89,375	-104,290
净手续费及佣金收入	15,628	19,739	27,635	35,925	44,906
手续费及佣金收入	16,924	21,167	29,634	38,524	48,155
手续费及佣金支出	-1,296	-1,428	-1,999	-2,599	-3,249
其它净收入	3,917	4,933	5,344	4,000	4,450
营业总收入	95,852	113,046	132,286	147,870	168,426
营业税费	-6,091	-7,555	-8,731	-9,612	-11,116
经营费用	-34,798	-40,795	-48,020	-53,973	-61,476
拨备前利润	54,963	64,696	75,535	84,286	95,835
资产减值准备	-8,350	-5,583	-9,879	-10,693	-11,879
税前利润	47,122	59,564	66,007	73,943	84,306
所得税	-10,995	-14,287	-15,578	-17,451	-19,896
净利润	36,127	45,277	50,429	56,492	64,410
可供母公司分配净利润	36,129	45,273	50,425	56,487	64,404

**资产负债表**

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	1,604,371	1,863,325	2,126,759	2,389,291	2,658,527
证券投资	458,374	517,823	734,698	868,833	1,015,074
其他生息资产	676,706	962,670	928,040	999,158	1,063,411
其他资产	55,520	64,401	77,337	86,883	96,674
资产总额	2,794,971	3,408,219	3,866,834	4,344,165	4,833,685
客户存款	2,220,060	2,532,444	2,864,859	3,228,974	3,618,449
应付债券	46,167	77,111	77,351	80,724	97,698
其他计息负债	319,971	533,314	587,296	645,795	687,505
其他负债	43,763	64,843	65,582	77,400	73,693
负债总额	2,629,961	3,207,712	3,595,089	4,032,893	4,477,345
股东权益	164,997	200,434	271,745	311,272	356,339
股本	21,577	21,577	25,185	25,185	25,185
负债和权益合计	2,794,971	3,408,219	3,866,834	4,344,165	4,833,685

**YOY**

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	14.4	16.1	14.1	12.3	11.3
证券投资	17.0	13.0	41.9	18.3	16.8
生息资产	16.4	22.1	13.3	12.3	11.3
总资产	16.3	21.9	13.5	12.3	11.3
客户存款	17.0	14.1	13.1	12.7	12.1
计息负债	16.7	21.5	12.3	12.1	11.3
净利息收入	33.7	15.8	12.4	8.7	10.3
净手续费及佣金收入	37.9	26.3	40.0	30.0	25.0
营业收入增速	34.8	17.9	17.0	11.8	13.9
拨备前利润增速	42.9	17.7	16.8	11.6	13.7
税前利润增速	41.3	26.4	10.8	12.0	14.0
归属母公司利润增速	40.2	25.3	11.4	12.0	14.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

**ROA Dupont**

(% of AVG Assets)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	2.94	2.85	2.73	2.63	2.59
非利息收入	0.75	0.80	0.91	0.97	1.08
营业收入	3.69	3.64	3.64	3.60	3.67
营业税费	0.23	0.24	0.24	0.23	0.24
经营费用	1.34	1.32	1.32	1.31	1.34
计提准备金前的营业利润	2.11	2.09	2.08	2.05	2.09
准备金	0.32	0.18	0.27	0.26	0.26
税前利润	1.81	1.92	1.81	1.80	1.84
所得税	0.42	0.46	0.43	0.43	0.43
税后利润	1.39	1.46	1.39	1.38	1.40
ROAA	1.39	1.46	1.39	1.38	1.40
平均权益乘数	6.35	6.46	7.47	7.58	7.77
ROAE	24.16	24.77	21.36	19.38	19.30

**流动性**

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
贷款/资产总额—期末	57.4	54.7	55.0	55.0	55.0
贷款/资产总额—平均	57.8	55.9	54.8	55.0	55.0
贷款/存款—期末	72.3	73.6	74.2	74.0	73.5
贷款/存款—期初	73.9	72.3	73.6	74.2	74.0
贷存比(不含贴现)	70.5	72.6	73.4	73.3	72.7

**资产质量**

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
不良贷款率	0.56	0.61	0.81	0.87	0.98
拨备覆盖率	400.1	351.8	285.0	285.0	270.0
拨备/贷款	2.2	2.2	2.3	2.5	2.6

**资本充足率**

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
加权风险资产占比	63.00	60.96	60.96	60.96	60.96
核心资本充足率	8.22	8.49	10.22	10.37	10.65
资本充足率	11.53	12.14	13.68	13.67	13.82

**经营效率**

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入/营业收入	79.61	78.18	75.07	73.00	70.70
手续费及佣金收入/营业	16.30	17.46	20.89	24.29	26.66
非利息收入/营业收入	20.39	21.82	24.93	27.00	29.30
经营费用/营业收入	36.30	36.09	36.30	36.50	36.50
经营费用/平均资产	1.34	1.32	1.32	1.31	1.34

**盈利能力**

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
生息率	4.76	4.93	4.83	4.90	4.97
付息率	1.87	2.15	2.19	2.39	2.50
利差	2.89	2.78	2.64	2.52	2.47
NIM	3.00	2.91	2.78	2.68	2.65
成本收入比	36.3	36.1	36.3	36.5	36.5
营业收入税率	6.4	6.7	6.6	6.5	6.6
信用成本	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
所得税率	23.3	24.0	23.6	23.6	23.6
股利分配率	25.1	30.0	30.0	30.0	30.0

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

许敏敏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

