

G 招行 (600036)

## 非利息净收入高速增长，费用收入比下降

伍永刚  
 21-62566801  
 wuygl@gjas.com

- 本报告导读:**
- 非利息净收入高速增长;
  - 费用收入比下降;
  - 不良率下降, 拨备覆盖率上升;
  - 预计全年净利润增长35.5%

## 投资要点:

- 2006年上半年, 招行实现净利润27.99亿元, 每股净收益0.23元; 每股净资产2.67元; 净利润同比增长31.11%。
- 与2005年中期相比, 招行的总资产、存款、贷款增速均有所回落。
- 2006年上半年, 招行净利润增长驱动因素: 利息收入较快增长; 非利息净收入高速增长; 费用控制初见成效; 而资产减值准备与所得税的较快增长则是制约其净利润快速增长的2个阻滞因素。
- 非利息净收入持续高速增长, 占比不断提高。
- 费用收入比下降, 总资产收益率上升。
- 储蓄存款、个贷业务快速增长, 贴现余额趋于下降。
- 截至2006年6月末, 招行债券投资总额为1376.64亿元, 占总资产比重为16.7%, 较年初17.89%有所下降。其中交易性债券占比仅为6.7%。
- 资本充足率快速下降; 不良贷款率继续趋降, 拨备覆盖率上升。
- 招行损失类贷款增幅较快, 向损失类不良贷款迁徙率较高, 需要引起警惕。
- 调高2006年公司净利润增幅至35.5%。
- 预计招行年内目标价为9.6元, 维持长期增持的评级建议。

财务摘要 (百万元)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营收入	22,495	28,446	35,734	43,522	52,501
(+/-)%	38.46	26.46	25.62	21.79	20.63
经营利润 (EBIT)	5,012	7,039	8,768	10,415	12,769
(+/-)%	45.48	40.44	24.55	18.80	22.60
净利润	3,144	3,930	5,326	6,736	8,612
(+/-)%	41.00	25.01	35.51	26.48	27.84
每股净收益 (元)	0.46	0.38	0.43	0.55	0.70
每股净资产 (元)	3.05	2.38	2.85	3.31	3.84

利润率和估值指标	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
经营利润率 (%)	22.28	24.75	24.54	23.93	24.32
市盈率	25.22	22.13	17.79	14.07	11.01
市净率	3.80	3.53	2.71	2.34	2.01

**评级:** 增持  
 上次评级: 首次评级  
**目标价格:** ¥9.60  
 上次预测: -  
**当前价格:** ¥7.72  
 2006.08.10

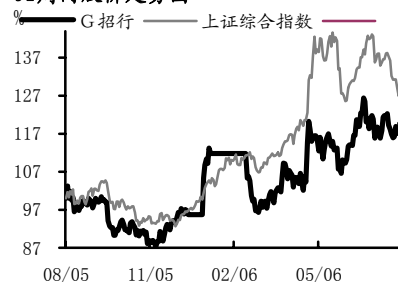
## 交易数据

52周内股价区间 (元)	5.95 ~ 8.02
总市值 (百万元)	92,836
总股本/流通A股 (百万股)	12,280/4,706
流通B股/H股	
流通股比例	0.38
日均成交量 (百万股)	49.7
日均成交值 (百万元)	344.3

## 资产负债表摘要 (12/05)

股东权益 (百万元)	24,671
每股净资产	2.38
市净率	3.53
资产负债率	96.64%

## 52周内股价走势图



## 相关报告

再融资逆转成银行利好	2006-7-18
非利息收入占比持续上升	2006-4-28
中间业务大幅增长 业务转型初见成效	2006-4-12

## 目 录

1. 上半年净利润同比增长 31.11%	3
2. 非利息净收入持续高速增长，占比不断提高	4
3. 费用收入比下降，总资产收益率上升	5
4. 贷款结构：个贷比重上升，贴现余额下降	6
5. 债券投资：交易性债券占比仅为 6.7%	7
6. 不良贷款率继续趋降，拨备覆盖率上升	7
7. 调高 2006 年公司净利润增幅预测至 35.5%	8
风险提示：	9

### 表目录

表 1: 2006 年 6 月末银行总资产、存款、贷款余额增速比较 (%)	3
表 2: 招行 2006 年上半年手续费、佣金收入构成及增速	5
表 3: 主要运营指标对比	5
表 4: 债券结构：交易性债券占比很低 (2006 年 6 月末)	7
表 5: 近年呆帐准备覆盖情况	8
表 6: 近年贷款客户集中度情况	8
表 7: 上市银行估值水平比较	9

### 图目录

图 1: 近年总资产、存贷款规模及增长速度	3
图 2: 近年净利润和增速情况	4
图 3: 招行非利息净收入快速增长，占比逐步提高	5
图 4: 储蓄存款保持快速增长	6
图 5: 贷款结构——个贷比重上升，贴现比重下降	6
图 6: 不良率趋于下降	8

## 1. 上半年净利润同比增长 31.11%

2006 年上半年，招行实现净利润 27.99 亿元，每股净收益 0.23 元；每股净资产 2.67 元；净利润同比增长 31.11%。

2006 年 6 月末，招行总资产达 8243 亿元，比年初增加 903 亿元，增幅 12.31%；同比增长 22.77%，略低于 2005 年同期 24.6% 的增长速度。

各项存款余额 7036 亿元，较年初净增 692 亿元，增幅 10.91%；同比增长 20.11%，高于全部金融机构 17.19% 的增长速度。各项贷款余额 5316 亿元，较年初增加 594 亿元，增幅 12.58%；同比增长 17.46%，高于全部金融机构 14.34% 的贷款增长速度。

表 1: 2006 年 6 月末银行总资产、存款、贷款余额增速比较 (%)

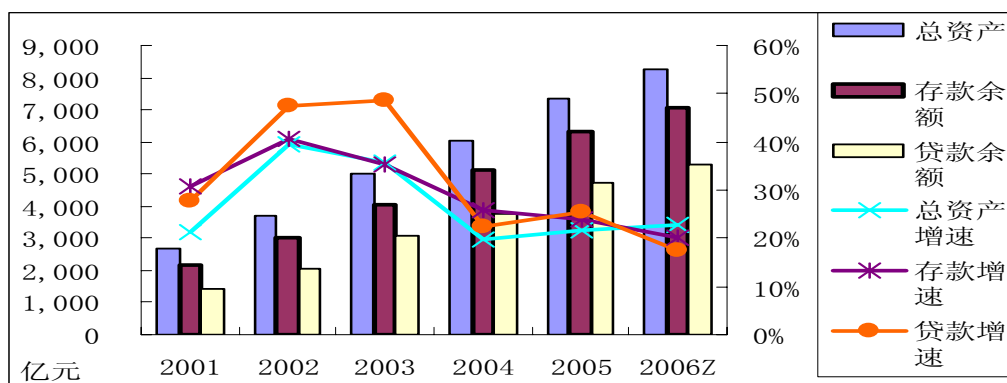
机构	总资产	存款余额	贷款余额
全部金融机构		17.19	14.34
国有商业银行			
11 家股份制商业银行			
招行	22.77	20.11	17.46
城市商业银行			
其他类金融机构			

资料来源：银行年报季报及央行、银监会网站。

与 2005 年中期相比，招行的总资产、存款、贷款增速均有所回落。

与 2005 年中期相比，招行的总资产、存款、贷款增速均有所回落。

图 1: 近年总资产、存贷款规模及增长速度



资料来源：公司各年报季报，国泰君安证券研究所。

2006 年上半年，招行实现净利润 27.99 亿元，每股净收益 0.23 元；每股净资产 2.67 元；净利润同比增长 31.11%，略高于预期。

2006 年上半年，招行净利润增长驱动因素：利息收入较快增长；非利息净收入高速增长；费用控制初见成效；而资产减值准备与所得税的较快增长则是制约其净利润快速增长的 2 个阻滞因素。

上半年招行净利润增长主要由利息收入较快增长、非利息收入高速增长及费用控制得力等三大因素驱动；而资产减值准备和所得税的较快增长则是制约其净利润快速增长的 2 个阻滞因素。

驱动因素：

(1) 利息收入保持较快增长。上半年招行利息收入同比增长 26.18%，利息净收入同比增长 15.89%，由于招行的利息收入、净利息收入占比达 80% - 90%，故其利息收入较快增长对其利润增长奠定了坚实的基础。

(2) **非利息净收入呈高速增长态势**。2006 年上半年招行的非利息净收入达 15.05 亿元，同比增长 80.24%。其中手续费及佣金净收入同比增长 87.95%；汇兑净收益同比增长 76 倍（由 2005 年上半年的 390 万增至 3.02 亿元）。

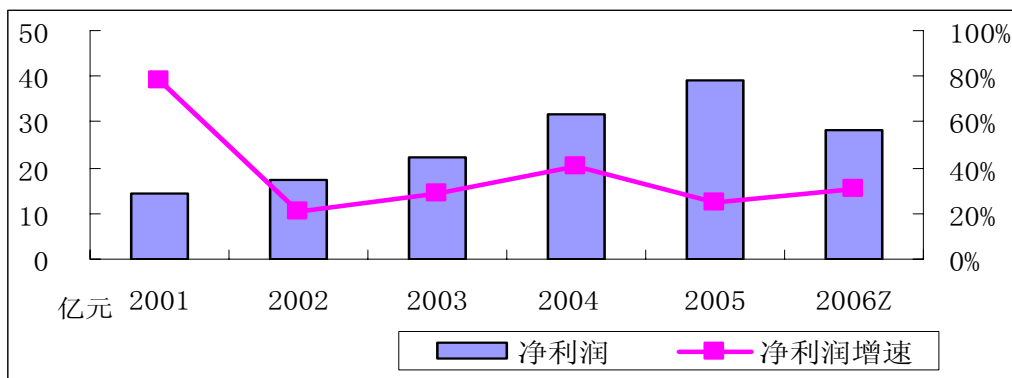
(3) **费用控制初见成效**。2006 年上半年招行的费用为 41.5 亿元，同比增长 14.93%，远低于利息收入、非利息净收入的增长速度；同时也低于 2005 年上半年 28.12% 的费用增速和 2005 年全年 21.41% 的费用增速。对应的费用收入比也呈现明显的下降趋势：2006 年上半年的费用收入比为 37.95%，低于 2005 年上半年的费用收入比 40.24%，也低于 2005 年全年的费用收入比 41.46%。

#### 净利润增长的阻滞因素：

(1) **资产减值准备增长较快**。2006 年上半年招行资产减值准备支出为 16.98 亿元，同比增长 14.56%，高于 2005 年同期 7.08% 的资产减值准备增速，但和 2005 年全年的资产减值准备增速 14.68% 维持在同一水平。

(2) **所得税增长较快**。2006 年上半年公司所得税为 16.18 亿元，同比增加 32.22%，高于同期利息收入增速。

图 2：近年净利润和增速情况



资料来源：公司各年报中报，国泰君安证券研究所。

## 2. 非利息净收入持续高速增长，占比不断提高

**非利息净收入持续高速增长，占比不断提高。**

2006 年上半年，招行非利息净收入保持高速增长态势，同比增长 80.24%，使其占比上升到 13.76%，同比提高 4.45 个百分点。其中手续费及佣金净收入同比增长 87.95%；汇兑净收益同比增长 76 倍（由 2005 年上半年的 390 万增至 3.02 亿元）。

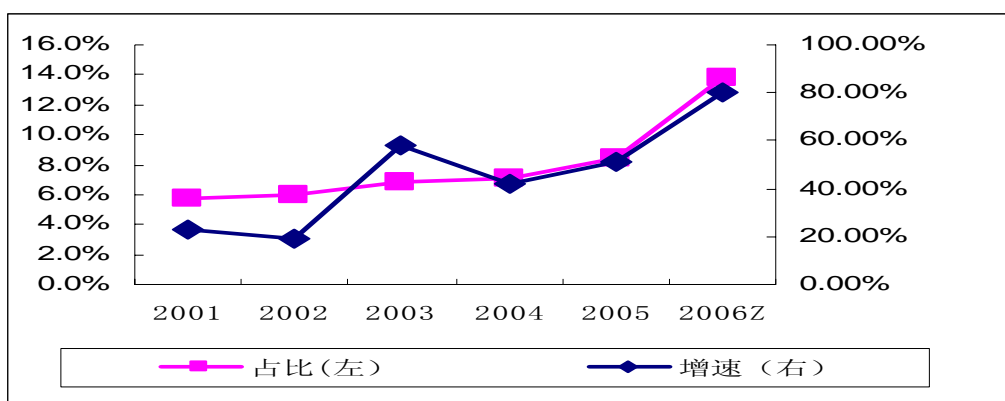
上半年招行的手续费及佣金收入达 13.22 亿元，同比增长 89.36%。其中银行卡手续费达 4.22 亿元，同比增长 85.38%；汇款及结算手续费 2.80 亿元，同比增长 49.3%；代理服务手续费 2.68 亿元，同比增长 186.26%；信贷承诺及贷款业务佣金 1.32 亿元，同比增长 73.43%；信托服务手续费 0.78 亿元，同比增长 74.67%（参表 2）。

表 2: 招行 2006 年上半年手续费、佣金收入构成及增速

	2005 年上半年	2006 年上半年	同比增速
银行卡手续费	227,433	421,624	85.38%
汇款及结算手续费	187,534	279,979	49.30%
代理服务手续费	93,480	267,592	186.26%
信贷承诺及贷款业务佣金	76,082	131,952	73.43%
信托服务手续费	44,757	78,177	74.67%
其他	68,840	142,667	107.24%
合计	698,126	1,321,991	89.36%

资料来源: 招行中报; 国泰君安证券研究所。

图 3: 招行非利息净收入快速增长, 占比逐步提高



注: 2005 年及以前为非利息收入增速和占比; 从 2005 年中期改为非利息净收入增速及占比。

资料来源: 公司各年报季报, 国泰君安证券研究所。

### 3. 费用收入比下降, 总资产收益率上升

费用收入比下降, 总资产收益率上升。

由于营业费用增速低于营业收入增速, 公司的费用收入比略有下降, 由 2005 年中期的 40.24% 下降到 2006 年中期的 37.95%。与此同时, 公司的总资产收益率趋于上升 (0.32% 上升至 0.34%), 收入利润率也略有提高; 而资产扩张倍数趋于下降。不过, 由于公司净资产增速 47.08% 超出同期利润增速, 使公司的净资产收益率由 2005 年中期的 9.59% 下降至 2006 年中期的 8.55%。

表 3: 主要运营指标对比

	2006z	2005z
费用收入比	37.95%	40.24%
净资产收益率 (%)	8.55%	9.59%
总资产收益率 (%)	0.34%	0.32%
收入利润率 (%)	16.49%	16.37%
资产利用率 (%)	2.06%	1.94%
资产扩张倍数	25.18	30.16

资料来源: 公司各年报季报, 国泰君安证券研究所。

#### 4. 贷款结构：个贷比重上升，贴现余额下降

储蓄存款、个贷业务快速增长，贴现余额趋于下降。

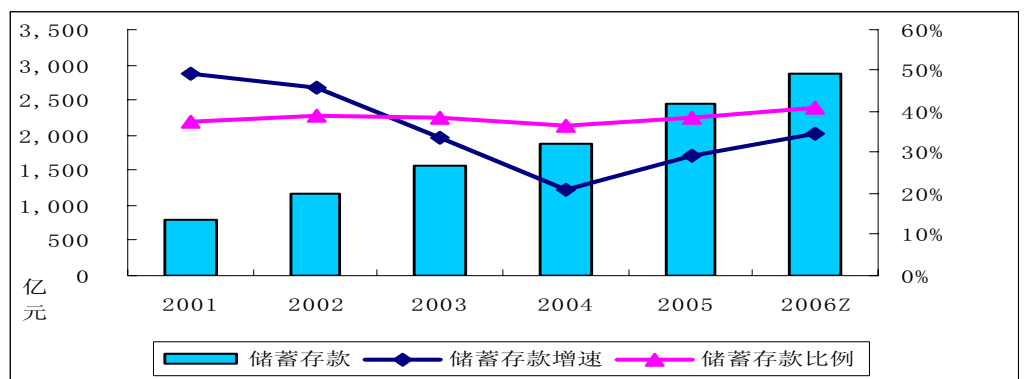
2006 年上半年，招行的存贷款结构呈现以下三大特点：

(1) 储蓄存款快速增长。2006 年中期，招行的储蓄存款达 2868 亿元，同比增长 34.47%，远高于同期公司 20.11% 的存款增速。

(2) 个人贷款快速增长，比重上升。在房地产遭遇调控而导致个贷业务整体增长趋缓的大背景下，招行的个贷业务快速增长，2006 年中期个贷余额达 860.58 亿元，同比增长 33.77%。

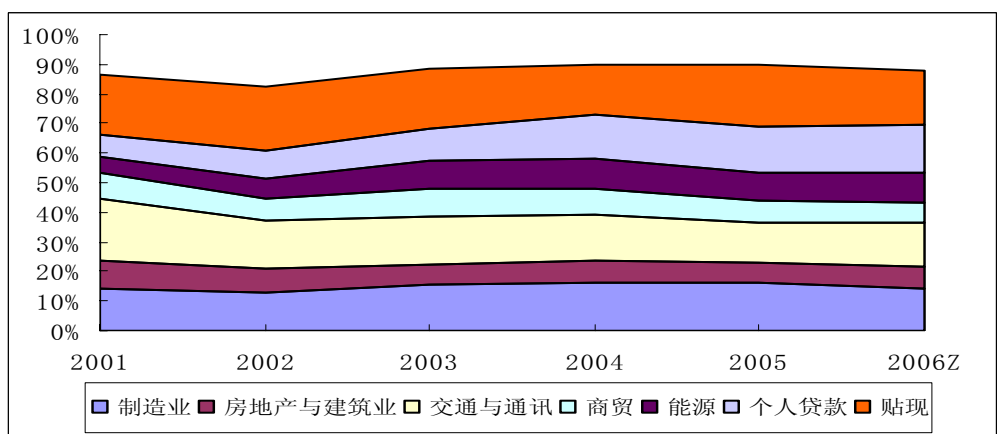
(3) 贴现余额下降。2006 年中期招行贴现余额为 962.44 亿元，较年初减少 32.83 亿元；较 2005 年中期仅增加 4.98 亿元，同比增加 0.52%，结构导致招行的贴现比重明显下降，由 2005 年中期的 21.16% 下降到 2006 年中期的 18.11%。

图 4：储蓄存款保持快速增长



资料来源：公司各年报中报，国泰君安证券研究所。

图 5：贷款结构——个贷比重上升，贴现比重下降



资料来源：公司各年报中报，国泰君安证券研究所。

## 5. 债券投资：交易性债券占比仅为 6.7%

截至 2006 年 6 月末，招行债券投资总额为 1376.64 亿元，占总资产比重为 16.7%，较年初 17.89% 有所下降。其中交易性债券占比仅为 6.7%。

在 2006 年中报里，招行开始按《金融工具的确认和计量暂行规定（试行）》要求将债券投资划分为 4 类金融资产。

截至 2006 年 6 月末，招行债券投资总额为 1376.64 亿元，占总资产比重为 16.7%，较年初 17.89% 有所下降。其中绝大多数被划分到可供出售、持有至到期类债券，二者分别达 725.68 亿元、486.43 亿元；占债券投资的比重分别为 52.71%、35.33%，合在一起两类资产占债券的比重达 88.04%；而交易性债券投资额为 92.2 亿元，占比仅为 6.7%；应收债券投资款项为 72.33 亿元，占比为 5.25%。

即便如此，下半年债券市场收益率曲线可能向上移动也会给公司带来一定的负面影响，只是影响程度较小。

表 4：债券结构：交易性债券占比很低（2006 年 6 月末）

	投资额	在债券总额中占比
持有至到期债券	48,643,431	35.33%
可供出售类债券	72,568,010	52.71%
交易性债券	9,220,252	6.70%
应收投资款项	7,232,651	5.25%
债券总额	137,664,344	100%
债券/总资产		16.7%

资料来源：公司中报，国泰君安证券研究所。

## 6. 不良贷款率继续趋降，拨备覆盖率上升

2006 年 6 月末，招行资本充足率由年初的 9.06% 下降到 8.36%，下降幅度达 0.7 个百分点；而核心资本充足率则由年初的 5.58% 上升到 6 月末的 6.44%（债转股所致）。

2006 年 6 月末，招行不良贷款规模为 122.16 亿元（6 月末与 3 月末的不良贷款余额 122.11 亿元几乎没有变化），仅比年初的 121.67 亿元增加了 0.49 亿元；不良率则由年初的 2.58% 下降到 6 月末的 2.30%。

招行的不良贷款规模之所以能维持不增加，主要是因为：（1）报告期内公司加大了清收力度，上半年共现金收回不良贷款 10.16 亿元；（2）报告期内核销了 0.85 亿元不良贷款；（3）内部风险管理得到进一步强化，使新增不良得到有效控制。

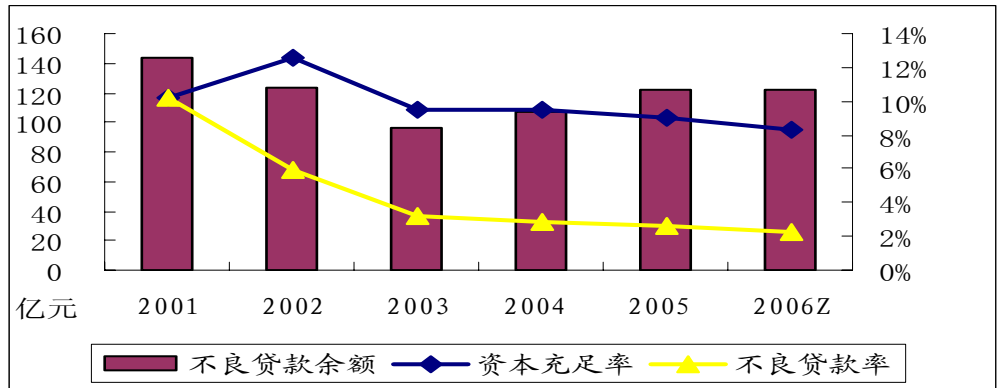
从不良贷款的结构看，招行的次级类不良贷款较年初减少 8.62 亿元，减幅 17.5%；可疑类增加 3.65 亿元，增幅 7.67%；损失类增加 5.46 亿元，增幅 21.92%。这说明招行损失类贷款增幅较快，向损失类不良贷款迁徙率较高，需要引起警惕。

上半年公司计提贷款损失准备 16.02 亿元，加上收回的 1.50 亿元，扣除核销用的 0.85 亿元、利息冲转用 1.02 亿元、汇率损失 0.25 亿元后，再加上年初的贷款损失准备余额 135.1 亿元，公司于 2006 年 6 月末的贷款损失准备余额达 150.5 亿元。由此使公司的不良贷款覆盖率上升至 123.2%，较年初上升 12.16 个百分点。

资本充足率快速下降；不良贷款率继续趋降，拨备覆盖率上升。

向损失类不良贷款迁徙率较高，需要引起警惕。

图 6: 不良率趋于下降



资料来源: 公司各年报季报, 国泰君安证券研究所。

表 5: 近年呆帐准备覆盖情况

	2002	2003	2004	2005	2006z
呆帐准备余额 (千元)	6,820,000	8,520,000	10,920,000	13,510,329	15,049,798
% 呆帐准备/不良贷款	55.01	88.03	101.35	111.04	123.20%
呆帐准备/贷款	3.30	2.77	2.90	2.86	2.83%

资料来源: 公司各年报, 国泰君安证券研究所。

此外, 公司单一最大客户贷款比例为 9.72%, 接近于 10% 的上限。

表 6: 近年贷款客户集中度情况

	2002	2003	2004	2005	2006z
单一最大客户贷款比例 % ( $\leq 10$ )	6.44	5.96	4.81	7.82	9.72
最大十家客户贷款比例 % ( $\leq 50$ )	39.83	48.26	37.9	42.56	--

资料来源: 公司各年报, 国泰君安证券研究所。

## 7. 调高 2006 年公司净利润增幅预测至 35.5%

从中报看, 招行业务结构转型继续推进, 中间业务快速增长, 资产质量持续提高。同时, 公司的费用控制得到加强, 并初见成效。不过, 利息支出、所得税快速增长态势依旧。

调高 2006 年公司净利润增幅至 35.5%。

根据以上对招行中报的分析, 我们将招行的非利息收入增速适当提高 (65%), 并略降费用收入比, 再考虑单边贷款加息的影响, 由此得到招行 2006 年新的业绩预测: 招行 2006 年有望实现净利润 53.26 亿元, 同比增幅 35.5%。

如不考虑发行 H 股, 招行 2006 年每股收益预计为 0.435 元, 每股净资产预计为 2.85 元, 净资产收益率为 15.23%。若第三季度在港发行 H 股 25.3 亿股, 发行价格为 7.8 元; 则招行 2006 年 EPS 为 0.36 元, 每股净资产为 3.69 元, 净资产收益率为 9.74%。

预计招行年内目标价为 9.6 元, 维持长期增持的评级建议。

的免责条款部分



结合 DCF 估值，我们预计招行年内目标价为 9.6 元（不发 H 股时对应的 PB 为 3.37 倍，发 H 股后 PB 为 2.6 倍）。维持长期增持的评级建议。

### 风险提示：

- (1) 目前银行面临着短期融资券、ABCP、IPO 等的冲击，这将对银行业构成一定的负面影响。
- (2) 招行 H 股发行时间、定价的不确定性。
- (3) 政策风险：宏观紧缩带来一定的负面影响；
- (4) 利率波动风险：部分金融资产公允价值将计入损益表，使银行股业绩波动加剧。
- (5) 银行股供应量面临大幅增加的预期。

表 7：上市银行估值水平比较

	市盈率 PE			市净率 PB			2005			2005		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	股价	总股本	流通股	不良率	覆盖率	资本充足率
							元	百万元	百万元	%	%	%
招行	22.1	17.8	14.1	3.53	2.71	2.34	7.72	10,374	2,802	2.58	111.0	9.06
浦发	14.5	11.5	9.6	2.32	2.02	1.74	9.21	3,915	900	1.97	142.1	8.04
民生	15.2	12.2	9.9	2.66	2.24	1.87	4.05	7,259	2,913	1.28	103.4	8.26
华夏	12.6	10.4	8.5	1.55	1.40	1.24	3.87	4,200	1,200	3.04	69.3	8.23
深发展	37.9	19.2	14.4	2.64	2.32	2.00	6.85	1,946	1,409	9.33	42.8	3.70
平均	18.9	14.4	11.5	2.77	2.26	1.94						
交行 H	25.8	21.1	19.0	2.84	2.57	2.32	5.16					
建行 H	17.3	16.5	14.5	2.83	2.49	2.19	3.63					
中行 H	26.8	26.9	23.2	3.15	2.39	2.24	3.523					
中行 A	25.0	25.1	21.6	2.94	2.22	2.08	3.280					

	每股收益 (EPS, 元)			每股净资产 (BVPS, 元)			净资产收益率%			总资产收益率%		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
招行	0.379	0.434	0.549	2.378	2.848	3.305	15.93	15.23	16.60	0.54	0.59	0.62
浦发	0.635	0.801	0.963	3.966	4.567	5.289	16.01	17.55	18.21	0.43	0.45	0.45
民生	0.372	0.333	0.408	2.130	1.809	2.163	17.48	18.40	18.88	0.49	0.47	0.48
华夏	0.307	0.371	0.458	2.489	2.767	3.110	12.33	13.40	14.72	0.36	0.37	0.39
深发展	0.181	0.356	0.476	2.592	2.948	3.424	6.97	12.08	13.92	0.15	0.25	0.29
平均	0.388	0.444	0.552	2.569	2.814	3.265	15.12	15.93	16.98	0.44	0.47	0.49
交行	0.200	0.245	0.272	1.815	2.011	2.229						
建行	0.210	0.220	0.250	1.280	1.456	1.656						
中行	0.131	0.131	0.152	1.117	1.476	1.574	11.76	8.87	9.66	0.58	0.61	0.63

注：2006 年不再考虑深发展引入 GE 定向增发，其余均未考虑再融资；交行、建行、中行 H 股价按 1.03 的汇率折算为人民币。

资料来源：国泰君安证券研究所。

## 作者简介:

### 伍永刚:

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行业研究。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;  
**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;  
**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市延平路 121 号 17 楼  
邮政编码: 200042  
电话: (021) 62580818

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层  
邮政编码: 100088  
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)