

证券研究报告

银行

强烈推荐 (维持)

证券分析师

袁泽云

投资咨询资格编号
S1060210090001
0755-22625902
makunpeng200@pingan.com.cn

招商银行 (600036)

信贷需求无明显减弱、息差稳中求进

- **信贷需求尚无明显减弱、今年贷款增速由存款决定：**目前，行业范围内信贷需求减弱的迹象尚不明显，一月信贷数据低于预期，主要是由存款流出和贷存比的制约造成，今年全年，银行面临的存款形势非常严峻，贷存比继续扩张的空间有限，因此，今年贷款增速将主要由存款增长情况决定。同时，在当前的调控力度下，不排除今年下半年会出现信贷需求减弱的情况，但这仅仅是对去年信贷供需严重失衡的调整，需求减弱意味着信贷供需的重新平衡，“有钱无贷”的情况不会发生，故即便信贷需求出现减弱，对银行贷款投放和议价能力的影响也将非常有限。我们预计，招行今年贷款和存款增长均略好于去年，2011-12年，贷款余额同比增速预测为13.0%和13.7%，存款余额同比增速预测为12.0%和13.1%。
- **今年净息差稳中求进、全年净利润增速19%：**2011年全年，我们预计招行净息差同比提升40bps至3.05%。今年以来，新增贷款利率上浮力度与去年相比基本稳定，表明银行较强的贷款议价能力仍在延续，同时，最近两次存准率下调，对存款成本的抑制作用大于对贷款议价能力的削弱，此外，受益于规模较大的个人住房按揭贷款，招行净息差也在今年1月存量按揭重定价中获得了大于同业的提升；展望下半年，随着政策放松的进一步推进和信贷供需的逐步平衡，银行贷款议价能力存在一定下降的可能，因此今年净息差前高后低的趋势较为明确，得益于招行较强的存款成本控制能力，2012年全年净息差预计微升2bps至3.07%。2011-12年，归属股东净利润预计分别同比增长36.0%和19.1%至350.4亿元和417.2亿元。
- **今年不良率继续小幅上升、信用成本不会大幅提高：**去年三季度末，招行不良率下降至0.59%的历史低位，考虑到继续压缩不良率的潜在成本，我们相信该行不会再刻意追求不良“双降”，去年第四季度，不良余额预计季度环比增长6.1%、不良率季度环比提升3bps至0.62%；今年，在房地产和中小企业等领域普遍承压的情况下，我们预期该行全年不良余额同比增长20.8%、不良率同比上升4bps至0.66%。另一方面，我们预计招行去年末拨备覆盖率已提升至381.7%，在充足的拨备计提下，该行今年不会提高信用成本，在吸收新增不良的影响之后，2012年末招行拨备覆盖率预计小幅下降至370.5%。
- **A+H配股预计今年上半年完成：**招行350亿元的A+H配股目前仍在等待证监会批复，我们预计全部配股将在今年上半年内完成，届时将提升2012年末资本充足率和核心资本充足率各1.64个百分点至12.21%和9.62%，资本制约将被彻底消除。
- **维持“强烈推荐”评级：**我们预测，招商银行2011-13年的EPS分别为1.62、1.58、1.82元，BVPS分别为7.23、8.20、9.22元，对应2月27日收盘价12.82元动态P/E分别为7.9、8.1、7.0倍，动态P/B分别为1.8、1.6、1.4倍，我们认为，招行的存款成本优势在中短期内仍将得以保持、配股完成后资本制约亦将被消除，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**信贷需求大幅下降、资产质量恶化超预期。

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。

利润表					同比增长率				
单位: 百万元					单位: %				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
利息净收入	57,076	76,623	87,334	99,252	利息净收入	41.4	34.2	14.0	13.6
非利息收入	14,301	20,045	24,763	30,238	非利息收入	29.0	40.2	23.5	22.1
净手续费收入	11,330	16,618	20,883	25,860	净手续费收入	41.7	46.7	25.7	23.8
营业收入	71,377	96,668	112,097	129,490	营业收入	38.7	35.4	16.0	15.5
营业支出	-32,912	-41,303	-50,102	-59,220	营业支出	23.9	25.5	21.3	18.2
拨备前营业利润	38,465	55,366	61,995	70,270	拨备前营业利润	54.6	43.9	12.0	13.3
资产减值损失	-5,501	-9,069	-6,827	-6,734	资产减值损失	85.2	64.9	-24.7	-1.4
营业利润	32,964	46,297	55,168	63,537	营业利润	50.4	40.4	19.2	15.2
营业外收支净额	379	417	459	504	利润总额	49.0	40.1	19.1	15.1
利润总额	33,343	46,714	55,627	64,041	归属股东净利润	41.3	36.0	19.1	15.1
所得税费用	-7,574	-11,678	-13,907	-16,010	贷款总额	20.7	13.0	13.7	12.2
净利润	25,769	35,035	41,720	48,031	存款总额	18.0	12.0	13.1	12.6
少数股东权益	0	0	0	0	资产合计	16.2	12.0	14.4	12.7
归属股东净利润	25,769	35,035	41,720	48,031	负债合计	14.9	11.7	12.9	12.7
资产负债表					主要财务指标				
单位: 百万元					单位: %				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
存放央行款项	285,705	394,374	488,494	583,509	盈利能力				
同业资产	264,425	190,983	204,654	222,840	净资产收益率 (ROE)	22.73	24.17	22.44	20.95
贷款和垫款总额	1,431,451	1,616,848	1,838,234	2,062,133	总资产收益率 (ROA)	1.15	1.38	1.45	1.47
不良贷款余额	9,686	9,991	12,064	14,014	净息差 (NIM)	2.65	3.05	3.07	3.08
证券投资	391,751	449,510	501,643	547,496	非利息收入/营业收入	20.04	20.74	22.09	23.35
资产合计	2,402,507	2,690,758	3,077,227	3,467,385	净手续费收入/营业收入	15.87	17.19	18.63	19.97
同业负债	282,023	299,209	333,561	375,747	成本收入比	40.29	36.28	37.47	38.23
吸收存款	1,897,178	2,125,249	2,403,046	2,706,763	资产质量				
应付债券	36,285	48,000	48,000	48,000	不良贷款同比增长率	-0.47	3.15	20.75	16.17
负债合计	2,268,501	2,534,835	2,861,352	3,224,762	不良贷款率	0.68	0.62	0.66	0.68
所有者权益	134,006	155,923	215,875	242,623	拨备覆盖率	302.41	381.66	370.49	362.08
每股指标					单位: 元				
EPS	1.19	1.62	1.58	1.82	拨备率	2.05	2.36	2.43	2.46
BVPS	6.21	7.23	8.20	9.22	信用成本	0.43	0.60	0.40	0.35
DPS	0.21	0.41	0.40	0.46	资产负债结构				
PPOP/sh	1.78	2.57	2.36	2.67	核心资本充足率	8.04	8.34	9.62	9.50
					资本充足率	11.47	11.35	12.21	11.82
					贷存比	75.45	76.08	76.50	76.18

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。客户并不能尽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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257