

2012年05月03日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元) 14.30

公司基本资讯

产业别	金融服务		
A 股价(2012/5/2)	12.40		
上证综合指数(2012/5/2)	2438.44		
股价 12 个月高/低	14.3/10.9		
总发行股数 (百万)	21576.61		
A 股数 (百万)	17666.13		
A 市值 (亿元)	2190.60		
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限公司(17.86%)		
每股净值 (元)	8.22		
股价/账面净值	1.51		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	5.08	-3.58	-12.28

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-7-2	12.81	买入

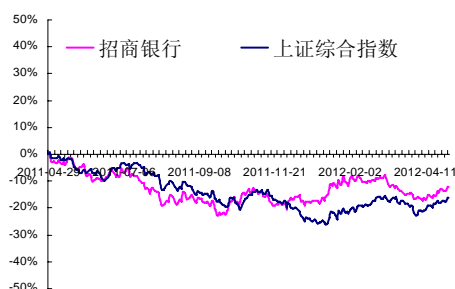
产品组合

净利息收入	79.36%
手续费净收入	16.25%
其他净收入	4.39%

机构投资者占流通 A 股比例

非金融类上市公司	4.25%
基金	12.27%
券商集合理财	0.23%
一般法人	39.15%

股价相对大盘走势



招商银行(600036/3968.HK) Buy 买入 (维持)

点评: 息差提升超预期, 成本收入比持续改善

结论与建议:

招商银行一季度实现营收 284 亿元, YoY 增长 27%; 实现净利润 116 亿元, YoY 增长 32%; EPS 为 0.54 元, 略超预期。业绩增长的主要动力来自息差的提升、资产规模扩张以及成本收入比的改善。

预计 2012、2013 年分别可实现净利润 439 亿元、508 亿元, YoY 增长 22%、16%, EPS 为 2.04 元和 2.36 元, 目前 A 股股价对应 2012 年动态 PE 为 6 倍, PB 为 1.35 倍。

■ **一季度净息差继续提升。** 受益于年初的资产重定价, 公司息差水准持续提升。经测算, 招行一季度净息差 3.17%, 环比去年四季度继续扩大 4 个基点, 好于我们的预期, 也远好于同业环比小幅下滑的表现; 与去年同期相比提升 32 个基点。公司零售业务优势突出, 负债成本显著低于同业, 预计未来息差水准仍将保持优势。

■ **资产规模稳定增长。** 一季度贷款规模较年初增长 3.81%, 同比增长 18.79%, 资产规模增速保持平稳, 略高于行业平均水准。贷存比 73.7%, 提升 1.44 个百分点, 日均贷存比接近监管上限。公司成本管控良好, 管理效率位居行业前列且持续得到改善, 一季度成本收入 31.86%, 环比下降 0.91 个百分点。

■ **资产质量保持稳定。** 一季度末公司不良贷款率 0.56%, 与年初持平; 地方政府平台贷款占比 6.93%, 较年初下降 0.53 个百分点; 房地产、两高一剩等行业信贷投放严格控制。拨备覆盖率 404.36%, 提高 4.23 个百分点; 一季度信用成本 0.48%, 同比下降 0.09 个百分点。

■ **资本充足率略降, 预计配股完成后有效提升。** 一季度资本充足率和核心资本充足率分别为 11.54% 和 8.31%, 环比继续小幅提升, 显示了公司较强的内生性资本补充能力。公司配股方案已获证监会批准, 预计将于近期完成, 配股完成后公司资本充足率和核心资本充足率将分别达到 11.5% 和 9.5% 以上, 可满足未来两到三年的资金需求。

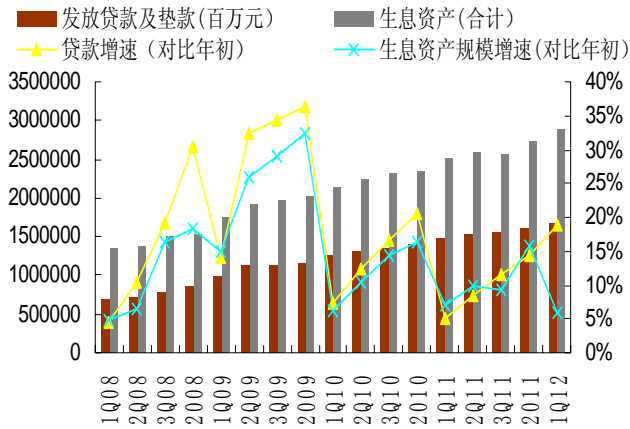
■ **盈利预测与投资建议。** 维持此前盈利预测, 预计 2012、2013 年分别可实现净利润 439 亿元、508 亿元, YoY 增长 22%、16%, EPS 为 2.04 元和 2.36 元, 目前 A 股股价对应 2012 年动态 PE 为 6 倍, PB 为 1.35 倍。作为国内最好的零售银行, 招行负债端优势明显, 我们继续看好公司领先市场的战略转型, 盈利增速有望长期优于行业水准, 给予“买入”的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	18,235	25,769	36,129	44,069	51,157
同比增减	%	-12.94%	41.32%	40.20%	21.98%	16.08%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.95	1.19	1.67	2.04	2.37
同比增减	%	-33.03%	25.22%	40.20%	21.98%	16.08%
市盈率 (P/E)	X	12.37	9.88	7.05	5.78	4.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.30	0.29	0.30	0.30

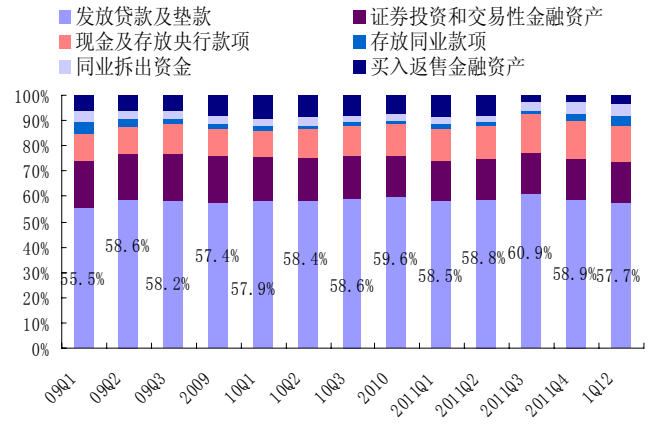
股息率 (Yield)	%	0.51%	2.54%	2.46%	2.54%	2.54%
-------------	---	-------	-------	-------	-------	-------

图 1、生息资产规模及增速



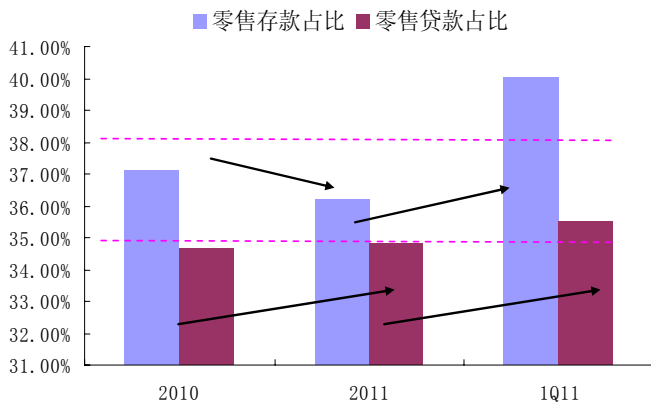
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 2、生息资产结构变化



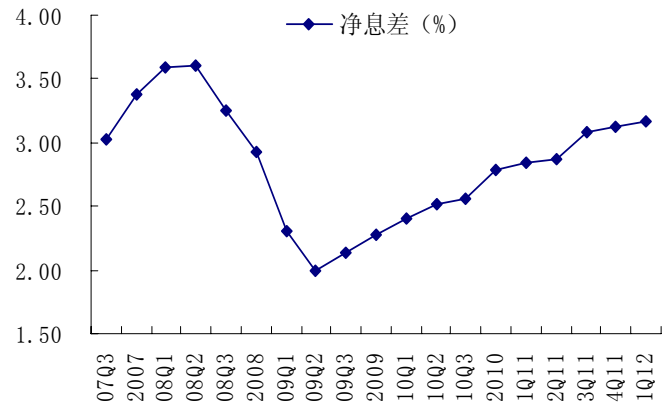
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 3、零售贷款占比提升



资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

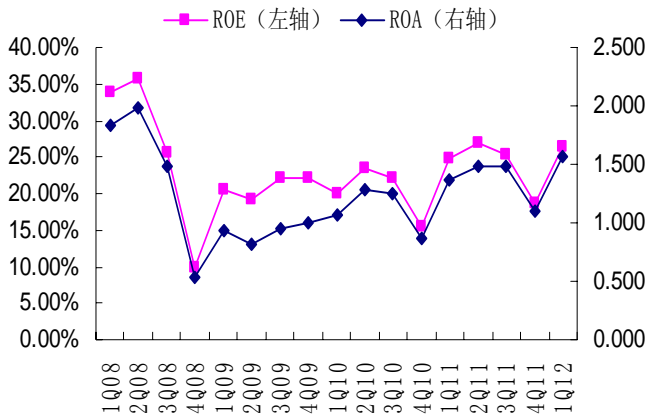
图 4、净息差季度走势



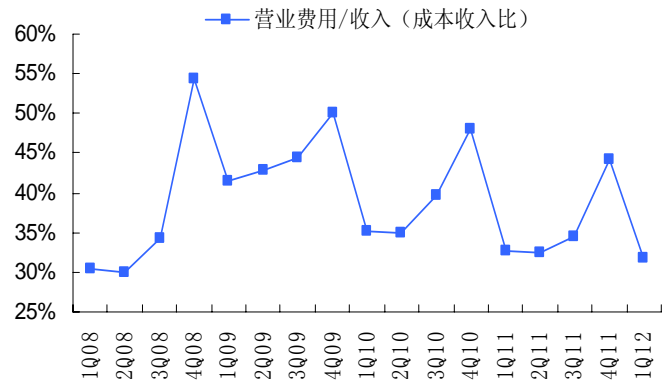
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 5、资产利润率和净资产利润率

图 6、成本收入比持续改善

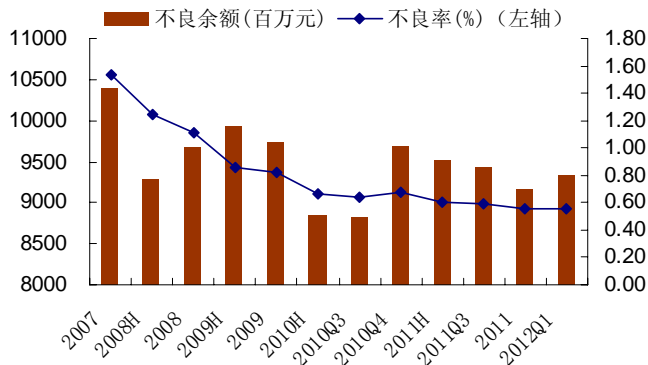


资料来源: WIND, 群益证券上海研究部



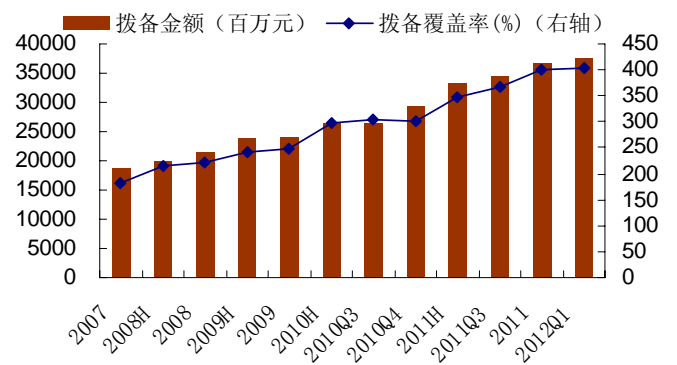
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图7、不良实现双降



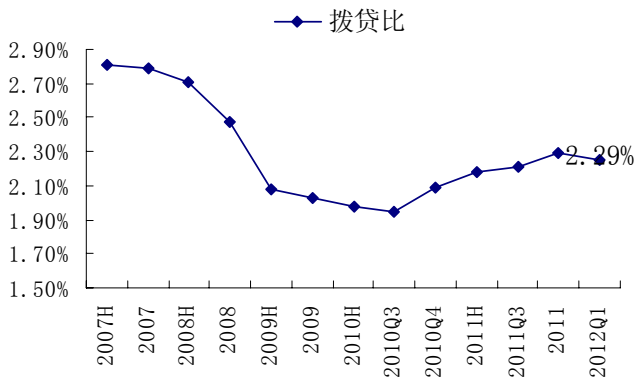
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图8、拨备覆盖率达到历史高位



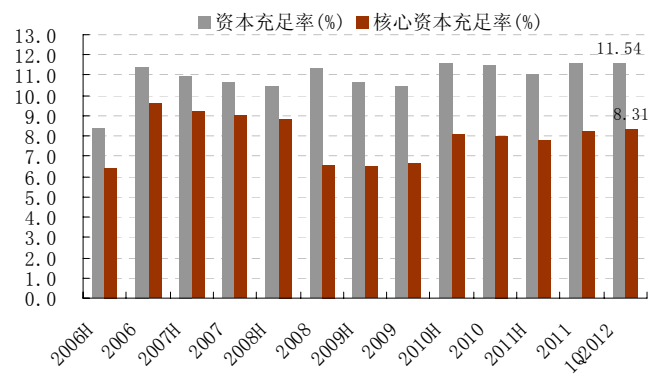
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图9、拨贷比接近监管要求



资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图10、资本充足率和核心资本充足率



资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)  
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% <ER ≦ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

**附一：合并损益表**

(人民币百万元)	2009	2010F	2011	2012F	2013F
营业收入	51,446	71,377	96,157	112,294	127,428
净利息收入	40,364	57,076	76,307	88,671	98,850
净手续费及佣金收入	7,993	11,330	15,628	19,865	24,831
营业支出	29,533	38,413	49,544	55,244	60,670
营业利润	21,913	32,964	46,613	57,050	66,758
拨备前净利润总额	24,884	38,465	54,963	66,082	75,990
资产准备支出	2,971	5,501	8,350	9,032	9,231
利润总额	22,384	33,343	47,122	57,598	67,312
减：所得税	4,149	7,574	10,995	13,529	16,155
净利润	18,235	25,769	36,127	44,069	51,157

**附二：合并资产负债表**

(人民币百万元)	2009	2010	2011	2012F	2013F
现金及存放央行款项	216,167	294,955	408,304	492,006	592,868
存放同业款项	48,931	28,961	62,995	72,822	84,182
交易性金融资产	15,856	15,229	19,479	23,472	28,284
持有到期投资	80,201	97,614	145,586	165,095	187,217
可供出售金融资产	244,229	271,683	275,173	331,583	399,558
客户贷款	1,161,817	1,402,160	1,604,371	1,873,584	2,187,972
固定资产	12,519	15,038	16,242	18,353	20,739
其他资产	6,731	5,852	7,146	8,611	10,376
资产总计	2,067,941	2,402,507	2,794,971	3,294,153	3,882,489
同业存放款项	186,201	203,011	205,699	219,069	233,309
客户存款	1,608,146	1,897,178	2,220,060	2,308,862	2,401,217
负债合计	1,975,158	2,268,501	2,629,961	3,098,295	3,650,820
股本(百万股)	19,119	21,577	21,577	26,300	26,301
股东权益总额	92,783	134,006	165,010	195,858	231,668
负债和所有者权益总计	2,067,941	2,584,723	2,794,971	3,294,153	3,882,489

**附三：合并现金流量表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	43096	8889	101296	82685	82686
投资活动产生的现金流量净额	-44683	-25519	-59353	-42436	-50895
筹资活动产生的现金流量净额	-1802	11301	1460	3653	5471
现金及现金等价物净增加额	-3040	-6411	41931	10827	15449

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。