

证券研究报告

银行

推荐 (维持)

证券分析师

励雅敏

投资咨询资格编号  
S1060513010002  
021-38635563  
liyamin860@pingan.com.cn

王宇轩

投资咨询资格编号  
S1060513020001  
021-38633846  
wangyuxuan535@pingan.com.cn

研究助理

马鲲鹏

一般证券从业资格编号  
S1060112040052  
021-38632767  
makunpeng200@pingan.com.cn

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。

## 招商银行 (600036)

### 息差和资产质量均好于预期

#### 事项:

招商银行3月2日发布2012年度业绩快报，全年营收1133.7亿元，同比增长17.9%，归属股东净利润452.7亿元，同比增长25.3%，EPS 2.10元，ROE 24.8%；贷款和存款余额分别同比增长16.0%和14.1%，资产和负债余额分别同比增长21.9%和22.0%，BVPS 9.29元；不良率0.61%，季度环比上升2bps。

#### 平安观点:

- **2012年归属股东净利润分别超我们和万得一致预期3.1%和3.6%，四季度息差小幅回升、不良增速放缓带来的拨备压力大幅降低，是业绩超预期的主要原因。**
- **4Q12息差小幅回升、预计2013年全年息差收窄3bps：**受面向“双小”业务（即中小和小微企业）转型的影响，小企业贷款投放速度的加快带来了贷款定价能力的提升。此外，对息差有较大负面影响的个人住房按揭没有在四季度重定价，同业业务规模在四季度的扩张速度小于已披露业绩快报的民生、兴业、光大和宁波银行，对息差的摊薄作用有限。我们预计，4Q12单季净息差较3Q12的2.92%环比回升3bps至2.95%，2012年全年净息差同比下降5bps至3.02%。展望2013年，我们相信“双小”业务的持续推进将进一步支撑贷款定价水平，同时，我们测算1月1日个人住房按揭贷款重定价对息差的影响在-5bps左右，这是拉低今年息差水平的主要因素；另一方面，今年以来流动性相对宽松缓解了去年高企的吸存压力，降息预期的消除也将带来存款定期化趋势的扭转；最后，今年各期限同业资产已开始有风险权重，货币市场收益率预期亦不支持同业业务的大幅扩张，同业资产对息差的摊薄效应将进一步弱化。因此，我们预计2013年全年净息差将同比收窄3bps至2.99%，并呈现1Q13见底、2Q-4Q13企稳并小幅回升的趋势。
- **资产质量好于预期、2013年不良率小幅提升、进入拨备释放周期：**4Q12不良率环比仅上升2bps至0.61%（3Q12不良率环比上升4bps），我们预计当季不良余额环比增长6.4%（3Q12不良余额环比增长10.2%），不良上升速度较三季度有所降低。2013年，我们预计全年不良率继续小幅上升4bps至0.65%，季度不良率上升速度逐季降低，资产质量大幅恶化周期已基本结束。在此背景下，我们相信招行从4Q12开始已进入拨备释放周期，拨备计提压力将得到有效缓解。我们预计，4Q12未年化信用成本仅4bps，但得益于不良增速的下降，当季拨备覆盖率仅出现了环比8个百分点的下降至369.4%，拨贷比环比上升1bp至2.25%。2013年全年信用成本预测为30bps，拨备覆盖率同比下降20.8个百分点至348.6%，拨贷比继续保持在2.25%的水平。

- **上调盈利预测、维持“推荐”评级：**基于更加温和的息差收窄和资产质量假设，我们分别上调了2012-14年盈利预测3.1%、5.1%、7.1%，2012-14年，营业收入同比增速分别为17.9%、14.8%、16.0%，归属股东净利润同比增速分别为25.3%、12.4%、14.6%，EPS分别为2.10、1.93、2.22元，BVPS分别为9.29、10.04、11.47元，对应3月1日收盘价13.07元动态P/E分别为6.2、6.8、5.9倍，动态P/B分别为1.4、1.3、1.1倍，预计招行存款端的资金成本优势将得到保持，贷款端面向“双小”的业务转型将带来贷款定价能力的实质性提升，但短期内存在配股及管理层更迭等不确定性因素，维持“推荐”评级。
- **风险提示：“双小”业务改革出现重大波折、利率市场化进程快于预期。**

图表1 招商银行 – 2012年度业绩快报

利润表 (百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
营业收入	22,323	23,733	24,234	25,867	28,385	28,734	28,062	28,186	0.4%	9.0%	96,157	113,367	17.9%
营业利润	11,553	12,458	12,723	9,879	15,410	15,273	15,031	13,399	-10.9%	35.6%	46,613	59,113	26.8%
营业外收支净额	92	73	229	115	77	65	90	219	143.3%	90.4%	509	451	-11.4%
利润总额	11,645	12,531	12,952	9,994	15,487	15,338	15,121	13,618	-9.9%	36.3%	47,122	59,564	26.4%
归属母公司股东净利润	8,810	9,790	9,788	7,741	11,643	11,734	11,413	10,483	-8.1%	35.4%	36,129	45,273	25.3%
资产负债表 (百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
贷款总额	1,505,761	1,554,792	1,598,087	1,641,075	1,703,808	1,783,903	1,836,045	1,904,335	3.7%	16.0%	1,641,075	1,904,335	16.0%
存款总额	2,032,077	2,092,758	2,090,004	2,220,060	2,259,494	2,456,436	2,412,732	2,532,638	5.0%	14.1%	2,220,060	2,532,638	14.1%
不良贷款余额	9,260	9,506	9,420	9,173	9,460	9,903	10,917	11,616	6.4%	26.6%	9,173	11,616	26.6%
资产总额	2,584,723	2,643,205	2,633,278	2,794,971	2,963,579	3,322,701	3,144,618	3,408,217	8.4%	21.9%	2,794,971	3,408,217	21.9%
负债总额	2,441,946	2,497,773	2,479,430	2,629,961	2,786,306	3,141,339	2,953,664	3,207,709	8.6%	22.0%	2,629,961	3,207,709	22.0%
母公司所有者权益	142,777	145,432	153,848	164,997	177,255	181,347	190,883	200,550	5.1%	21.5%	164,997	200,550	21.5%
每股数据 (元)	21,577	21,577	21,577	21,577	21,577	21,577	21,577	21,577	0.0%	0.0%	21,577	21,577	0.0%
股份数量 (百万股)	0.41	0.45	0.45	0.36	0.54	0.54	0.53	0.49	-8.1%	35.4%	1.67	2.10	25.3%
EPS	6.62	6.74	7.13	7.65	8.21	8.40	8.85	9.29	5.1%	21.5%	7.65	9.29	21.5%
BVPS	1.41%	1.50%	1.48%	1.14%	1.62%	1.49%	1.41%	1.24%	-0.2pct	0.1pct	1.39%	1.45%	0.1pct
ROA	25.46%	27.17%	26.16%	19.42%	27.22%	26.18%	24.53%	21.42%	-3.1pct	2.0pct	24.17%	24.77%	0.6pct
ROE	74.10%	74.29%	76.46%	73.92%	75.41%	72.62%	76.10%	75.19%	-0.9pct	1.3pct	73.92%	75.19%	1.3pct
贷存比*	0.61%	0.61%	0.59%	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%	0.61%	2bps	5bps	0.56%	0.61%	5bps
不良贷款率	*按存款余额直接计算												

资料来源：公司公告、平安证券研究所

利润表					同比增长率				
单位：百万元					单位：%				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
利息净收入	76,307	87,165	97,672	112,048	利息净收入	33.7	14.2	12.1	14.7
非利息收入	19,850	26,202	32,490	38,989	非利息收入	38.8	32.0	24.0	20.0
净手续费收入	15,628	20,004	24,005	28,325	净手续费收入	37.9	28.0	20.0	18.0
营业收入	96,157	113,367	130,163	151,036	营业收入	34.7	17.9	14.8	16.0
营业支出	-41,194	-47,883	-56,502	-67,803	营业支出	25.2	16.2	18.0	20.0
拨备前营业利润	54,963	65,484	73,660	83,233	拨备前营业利润	42.9	19.1	12.5	13.0
资产减值损失	-8,350	-6,371	-6,310	-6,006	资产减值损失	51.8	-23.7	-1.0	-4.8
营业利润	46,613	59,113	67,350	77,227	营业利润	41.4	26.8	13.9	14.7
营业外收支净额	509	451	496	546	利润总额	41.3	26.4	13.9	14.6
利润总额	47,122	59,564	67,846	77,772	归属股东净利润	40.2	25.3	12.4	14.6
所得税费用	-10,995	-14,293	-16,962	-19,443	贷款总额	14.6	16.0	14.5	13.0
净利润	36,127	45,271	50,885	58,329	存款总额	17.0	14.1	15.0	14.5
少数股东权益	2	2	2	3	资产合计	16.3	21.9	16.8	13.5
归属股东净利润	36,129	45,273	50,887	58,332	负债合计	15.9	22.0	15.9	13.4
资产负债表					主要财务指标				
单位：百万元					单位：%				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
存放央行款项	397,579	457,216	512,082	563,290	盈利能力				
同业资产	268,402	402,603	503,254	603,905	净资产收益率 (ROE)	24.17	24.77	21.90	20.61
贷款和垫款总额	1,641,075	1,904,335	2,180,464	2,463,924	总资产收益率 (ROA)	1.39	1.46	1.38	1.37
不良贷款余额	9,173	11,616	14,067	16,389	净息差 (NIM)	3.06	3.02	2.99	2.97
证券投资	458,374	550,049	649,058	726,944	非利息收入/营业收入	20.64	23.11	24.96	25.81
资产合计	2,794,971	3,408,217	3,982,134	4,519,320	净手续费收入/营业收入	16.25	17.65	18.44	18.75
同业负债	315,247	504,395	605,274	665,802	成本收入比	36.51	35.47	36.33	37.57
吸收存款	2,220,060	2,532,638	2,912,534	3,334,851	资产质量				
应付债券	46,167	80,863	82,661	84,638	不良贷款同比增长率	-5.30	26.63	21.10	16.51
负债合计	2,629,961	3,207,709	3,717,934	4,217,479	不良贷款率	0.56	0.61	0.65	0.67
所有者权益	165,010	200,508	264,200	301,841	拨备覆盖率	400.13	369.39	348.59	334.62
每股指标					单位：元				
EPS	1.67	2.10	1.93	2.22	拨贷比	2.24	2.25	2.25	2.23
BVPS	7.65	9.29	10.04	11.47	信用成本	0.53	0.35	0.30	0.25
DPS	0.29	0.31	0.29	0.33	资产负债结构				
PPOP/sh	2.55	3.03	2.80	3.16	核心资本充足率	8.22	8.97	9.65	9.61
					资本充足率	11.53	11.82	12.37	12.11
					贷存比	73.92	75.19	74.86	73.88

## 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。客户并不能仅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 2013 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257