

息差或企稳，不良走势平稳

招商银行 (600036.SH)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

招商银行发布2012年业绩预告，2012年实现营业收入1134亿元，同比增长17.9%，归属于母公司股东净利润同比上升25.3%至452.7亿元，每股EPS2.10元。

公司盈利增速较我们的预测高8个百分点，预计主要受四季度营业收入增速好于预期、四季度营业支出低于预期所推动。

2. 我们的分析与判断

■ **四季度营业收入环比持平，预计息差四季度已企稳。**招商银行2012年营业收入1134亿元，同比增长17.9%，较我们的预测高2.8个百分点。四季度营业收入环比增长0.4%，好于预期。预计经过5-6个月份的贷款重定价，除按揭以外的贷款重定价效应基本吸收完毕；四季度中小企业与小微业务的发展提升整体贷款定价。

■ **四季度营业支出放缓或因拨备支出放缓带动。**公司2012年营业支出543亿，同比增长9.6%；四季度营业支出148亿元，同比下降7.5个百分点。预计公司四季度信贷成本0.30%（年化），较上年同期0.60%下降30BP，拨备支出14亿元。

■ **不良表现平稳，反映了公司较低的风险偏好。**四季末不良率0.61%，环比上升2BP。全年上升5BP。预计年末拨贷比2.26%，拨备覆盖率371%处于较高水平。

■ **四季度加快同业业务发展，预计能够较好平滑2013年1季度贷款重定价影响。**四季度总资产环比增长8.4%，达到3.4万亿元，总负债环比增长8.6%，达到3.2万亿元。四季度贷款增长平稳，存款增长提速，贷款环比增长3.7%，存款环比增长5.0%。

3. 投资建议

招行较为平稳的不良率走势反映了公司较为谨慎的风险偏好。短期看，公司业绩增速提升取决于公司是否对较为谨慎的风险偏好做出调整，这些信号包括两小业务增速的显著提升、同业创新业务力度加大等。招商银行将二次转型的重点放在提升资产风险定价能力与风险资本回报率。公司不断提升的风险定价和资本管理能力与银行行业转型方向一致。我们看好公司长期发展，维持“谨慎推荐”评级。

预计12/13年业绩增长25.3%/10.2%，对应EPS2.10/1.90元（摊薄）；目前股价对应PE6.2/6.9倍，对应PB1.4/1.3倍。

分析师

郭怡娴

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

特此鸣谢

黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

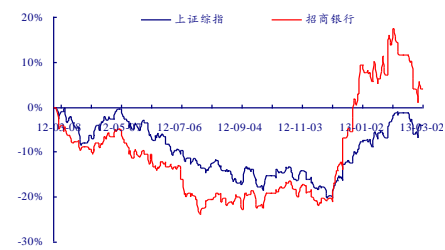
对本报告编制提供的信息

市场数据

时间 2013.3.1

A股收盘价(元)	13.07
A股一年内最高价(元)	15.01
A股一年内最低价(元)	9.54
上证指数	2,359.51
市净率	1.71
总股本(万股)	2157661
实际流通A股(万股)	1766613
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	2308.96

股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 关键财务数据及预测

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	每股指标及估值	2011A	2012E	2013E	2014E
利息净收入	76307	88287	96018	109886	EPS	1.67	2.10	1.90	2.13
非息净收入	19850	25087	29422	33884	每股拨备前利润	2.55	3.08	2.79	3.20
营业收入	96157	113373	125440	143769	DVPS	0.42	0.52	0.47	0.53
营业支出	41194	46917	51892	59442	BVPS	7.65	9.31	10.43	12.09
拨备前利润	54963	66457	73548	84327	P/E	7.8	6.2	6.9	6.1
拨备	8350	6959	7959	10537	P/PPOP	5.1	4.2	4.7	4.1
税前利润	47122	59497	65588	73790	P/B	1.7	1.4	1.3	1.1
净利润	36129	45277	49912	56152	股息收益率	3.2%	4.0%	3.6%	4.1%
资产负债表					杜邦分析				
资产总额	2794971	3358264	3917341	4428429	净利息收入	2.73%	2.63%	2.45%	2.48%
贷款	1604371	1860556	2138716	2424294	非净利息收入	0.71%	0.75%	0.75%	0.77%
其他生息资产	1135080	1429793	1700920	1917248	营业收入	3.44%	3.38%	3.20%	3.25%
其他资产	55520	67915	77705	86887	营业支出	1.47%	1.40%	1.32%	1.34%
负债总额	2629961	3157317	3642802	4110215	拨备前利润	1.97%	1.98%	1.88%	1.90%
存款	2220060	2553069	2936029	3347073	拨备	0.30%	0.21%	0.20%	0.24%
其他计息负债	361414	544259	633917	680937	税前利润	1.69%	1.77%	1.67%	1.67%
其他负债	48487	59989	72856	82204	税收	0.39%	0.42%	0.40%	0.40%
股东权益	164997	200934	274526	318201	ROA	1.29%	1.35%	1.27%	1.27%
盈利能力					权益倍数	16.9	16.7	14.3	13.9
生息资产收益率	4.71%	4.67%	4.45%	4.43%	ROE	21.90%	22.53%	18.18%	17.65%
计息负债成本率	1.87%	1.90%	1.94%	1.95%	资产负债比例				
净利差	2.84%	2.76%	2.51%	2.49%	生息资产/总资产	99.0%	99.3%	99.3%	99.4%
净息差	2.97%	2.90%	2.66%	2.65%	贷款/生息资产	58.0%	55.8%	55.0%	55.1%
贷款收益率	6.24%	6.27%	5.96%	5.96%	债券/生息资产	16.6%	14.8%	20.8%	20.6%
存款成本率	1.45%	1.55%	1.58%	1.60%	同业资产/生息资产	9.7%	15.1%	10.1%	10.1%
存贷利差	4.79%	4.73%	4.37%	4.36%	计息负债/总负债	98.2%	98.1%	98.0%	98.0%
成本收入比	36.19%	34.80%	34.80%	34.80%	存款/计息负债	86.0%	82.4%	82.2%	83.1%
增长率					同业融资/带息负债	12.2%	16.1%	16.5%	15.8%
生息资产	16.3%	20.5%	16.7%	13.2%	应付债券/带息负债	1.8%	1.5%	1.3%	1.1%
贷款	14.4%	16.0%	15.0%	13.4%	贷存比	72.3%	72.9%	72.8%	72.4%
债券	17.0%	7.3%	64.6%	11.8%	资本充足率				
总资产	16.3%	20.2%	16.6%	13.0%	核心资本充足率	11.53%	11.40%	11.10%	11.18%
计息负债	16.5%	20.0%	15.3%	12.8%	资本充足率	8.22%	9.36%	9.36%	9.65%
存款	17.0%	15.0%	15.0%	14.0%	加权风险资产系数	0.63	0.68	0.69	0.69
利息净收入	33.7%	15.7%	8.8%	14.4%	资产质量				
非息净收入	38.8%	26.4%	17.3%	15.2%	不良贷款余额	9173	11597	14468	17557
营业收入	34.7%	17.9%	10.6%	14.6%	不良贷款/贷款	0.56%	0.61%	0.66%	0.71%
营业支出	25.2%	13.9%	10.6%	14.5%	拨备余额/不良贷款	400.1%	371.6%	348.9%	344.3%
拨备前利润	42.9%	20.9%	10.7%	14.7%	当年拨备/不良贷款	68.00%	60.00%	55.00%	60.00%
净利润	40.2%	25.3%	10.2%	12.5%	信用风险成本	0.53%	0.40%	0.39%	0.45%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

郭怡娴，银行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn