



股票代码	600036.CH	3968.HK
评级	谨慎 买入	持有
收盘价	人民币 12.13	港币 16.44
目标价	人民币 13.68	港币 17.51
原先目标价	人民币 14.51	港币 17.51
上/下浮比例	13%	7%
目标价格基础	13年市净率	13年市净率
板块评级	中立	中立

招商银行

4季度息差表现较好，但信用成本大幅下降

2012年，招商银行实现归属母公司净利润452.73亿元，同比增长25%。虽然4季度的净息差表现好于我们的预期，但拨备费用的下降成为支撑业绩增长的重要因素。4季度的不良贷款余额和不良贷款率继续有所上升，但拨备水平则出现较大幅度的下降。展望未来，小企业客户和零售客户仍然是该行着力发展的方向，但是转型中的招商银行，短期内面临原有优势受到侵蚀而新的竞争优势尚未形成的尴尬局面。我们维持对该行的评级，但下调A股的目标价由14.51元降至13.68元。

股价表现 — A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(10.3)	(8.8)	(6.4)	2.8
相对新华富时A50指数	(5.5)	0.3	(4.4)	0.4

发行股数(百万)	21,577
流通股(%)	81.88
流通股市值(人民币 百万)	214,304
3个月日均交易额(人民币 百万)	757
主要股东(%)	
招商局集团	18.63

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

孙鹏, CFA

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

支撑评级的要点

- 4季度招行的净息差表现较好，按公司和我们计算的口径，该行的净息差分别提高了5个和2个基点。主要原因在于付息成本，一方面活期存款占比有所上升，存款成本环比有所下降，另一方面，同业资金成本的下降，对4季度的息差起到明显的支撑。展望未来，我们认为该行1季度的息差由于贷款重定价因素仍会面临较大压力。
- 招商银行4季度的拨备费用仅为1.05亿元，仅为全年拨备费用的2%。导致该行2012年的信用成本由2011年的0.55%下降至0.33%。我们认为，维持一定的资本充足率，是该行提高业绩的重要驱动因素。拨备费用的下降也直接导致该行的拨备覆盖率和拨贷比下降，2012年末这两个指标分别为2.16%和351.8%，分别环比下降8个基点和25.6个百分点。
- 招行4季度的手续费收入也有缓慢的复苏，但其他非息收入环比下降较快。
- 2012年末，招商银行的不良贷款余额和不良贷款率较9月末均有所上升，不良贷款余额为117亿元，不良率为0.61%，环比9月末提高了7.8亿和2个基点。

评级面临的主要风险

- 经济快速下行导致资产质量恶化超出预期，尤其是个人贷款和制造业。

估值

- 如果假设该行350亿的配股计划在2013年完成，目前招行A股和H股的股价分别相当于1.2倍和1.3倍2013年预期市净率，H股的估值水平仍然较高。短期内该行仍然面临增长的瓶颈，业绩增长难以有惊喜，我们对该行的股价表示谨慎的态度。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	96,157.0	113,367.0	130,087.0	147,027.2	165,027.2
变动(%)	34.7	17.9	14.7	13.0	12.2
净利润(人民币 百万)	36,129.0	45,273.0	49,462.6	51,847.8	53,039.0
全面摊薄每股收益(人民币)	1.67	2.10	1.88	1.97	2.01
变动(%)	35.9	25.3	(10.4)	4.8	2.3
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	5.8	6.5	6.2	6.0
每股账面价值(人民币)	7.65	9.29	10.30	11.86	13.46
价格/每股账面价值(倍)	1.59	1.31	1.18	1.02	0.90
每股股息(人民币)	0.42	0.63	0.53	0.41	0.42
股息率(%)	3.5	5.2	4.3	3.4	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(7.1)	(2.3)	(3.3)	7.0
相对恒生中国企业指数	1.3	2.5	0.9	5.2

发行股数(百万)	21,577
流通股(%)	18.12
流通股市值(港币 百万)	64,276
3个月日均交易额(港币 百万)	264
主要股东(%)	
招商局集团	18.63

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	96,157.0	113,367.0	130,087.0	147,027.2	165,027.2
变动(%)	34.7	17.9	14.7	13.0	12.2
净利润(人民币百万)	36,129.0	45,273.0	49,462.6	51,847.8	53,039.0
全面摊薄每股收益(人民币)	1.67	2.10	1.88	1.97	2.01
变动(%)	35.9	25.3	(10.4)	4.8	2.3
全面摊薄市盈率(倍)	7.9	6.3	7.0	6.7	6.5
每股账面价值(人民币)	7.65	9.29	10.30	11.86	13.46
价格/每股账面价值(倍)	1.72	1.42	1.28	1.11	0.98
每股股息(人民币)	0.42	0.63	0.53	0.41	0.42
股息率(%)	3.2	4.8	4.0	3.1	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2012 年招商银行业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比(%)	4 季度环比 3 季度(%)
净利息收入	76,307	88,374	15.8	2.0
手续费收入	15,628	19,739	26.3	3.4
其他非息收入	4,222	5,254	24.4	(48.1)
总经营收入	96,157	113,367	17.9	0.4
费用	(35,103)	(41,116)	17.1	30.1
拨备前利润	61,054	72,251	18.3	(15.5)
拨备	(8,350)	(5,583)	(33.1)	(92.1)
拨备后利润	52,704	66,668	26.5	(9.5)
营业税	(6,091)	(7,555)	24.0	1.6
非经营收入	509	451	(11.4)	143.3
税前利润	47,122	59,564	26.4	(9.9)
企业所得税	(10,995)	(14,287)	29.9	(15.6)
净利润	36,127	45,277	25.3	(8.1)
少数股东权益	2	(4)	(300.0)	-
归属于股东利润	36,129	45,273	25.3	(8.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2012 年招商银行业绩预测值与实际值差异

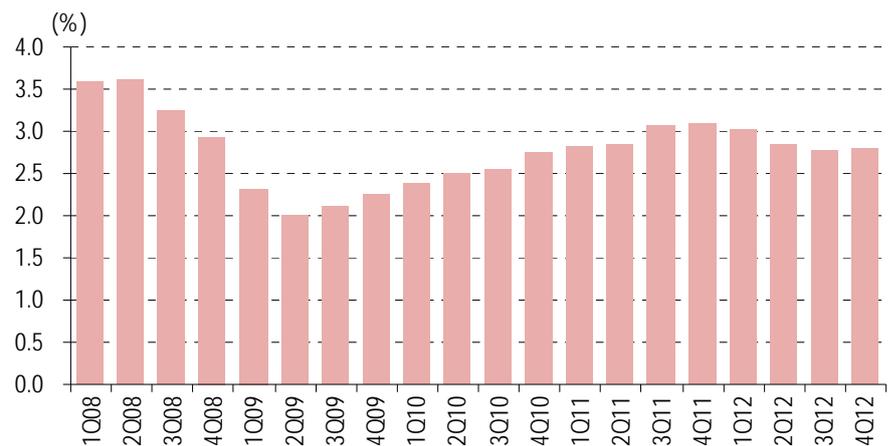
(人民币, 百万)	2012 年实际值	2012 年预测值	差异(%)
净利息收入	88,374	88,196	0.2
手续费收入	19,739	19,399	1.8
其他非息收入	5,254	5,776	(9.0)
总经营收入	113,367	113,371	(0.0)
费用	(41,116)	(40,761)	0.9
拨备前利润	72,251	72,610	(0.5)
拨备	(5,583)	(6,610)	(15.5)
拨备后利润	66,668	66,000	1.0
营业税	(7,555)	(7,153)	5.6
非经营收入	451	268	68.3
税前利润	59,564	59,115	0.8
企业所得税	(14,287)	(13,854)	3.1
净利润	45,277	45,261	0.0
少数股东权益	(4)	0	-
归属于股东利润	45,273	45,261	0.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

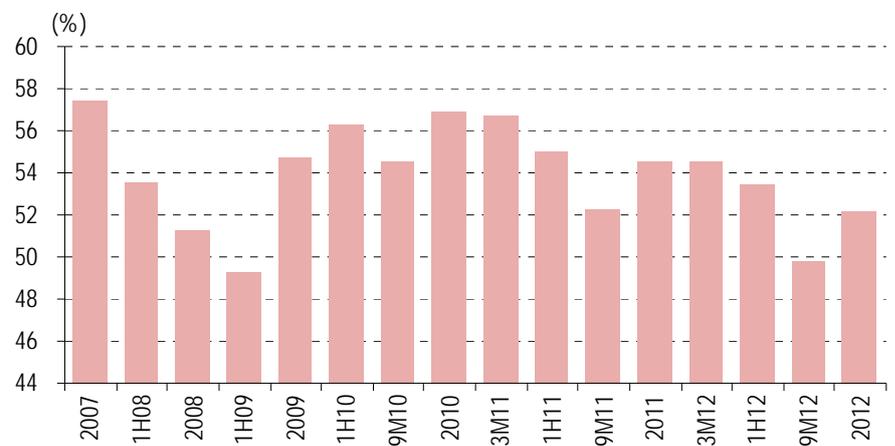
图表 3. 招商银行净息差结构变动情况

生息资产 (百万)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
	年化收益率 (%)	年化收益率 (%)	年化收益率 (%)	年化收益率 (%)
贷款和垫款	6.77	6.62	6.49	6.35
债券投资	3.76	3.81	3.74	3.72
存放中央银行款项	1.54	1.53	1.55	1.54
存拆放同业和其他金融机构款项	4.61	3.95	3.41	3.44
生息资产及利息收入总额	5.36	5.18	5.04	5.00
计息负债 (百万)				
	年化成本率 (%)	年化成本率 (%)	年化成本率 (%)	年化成本率 (%)
客户存款	1.88	1.94	1.93	1.89
同业和其他金融机构存拆放款项	4.24	3.69	3.54	3.41
已发行债务	4.85	4.85	4.88	4.92
计息负债及利息支出总额	2.31	2.31	2.27	2.19
利息净收入				
净利差	3.05	2.87	2.77	2.81
净利息收益率	3.21	3.03	2.92	2.97

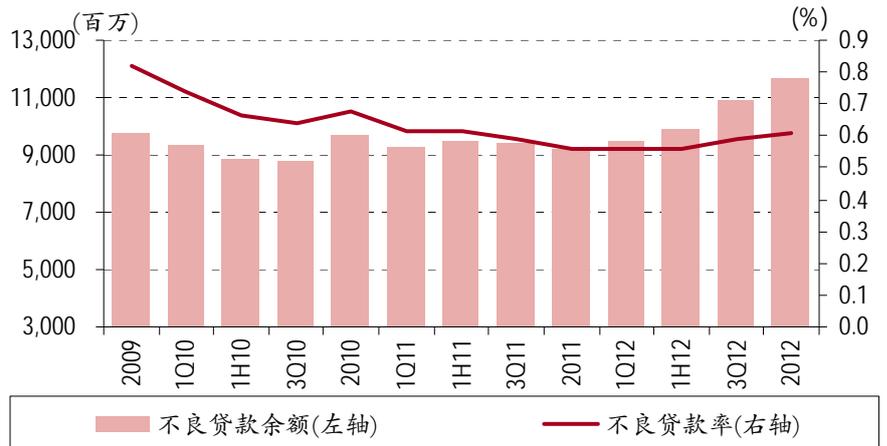
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 招商银行净息差变动情况


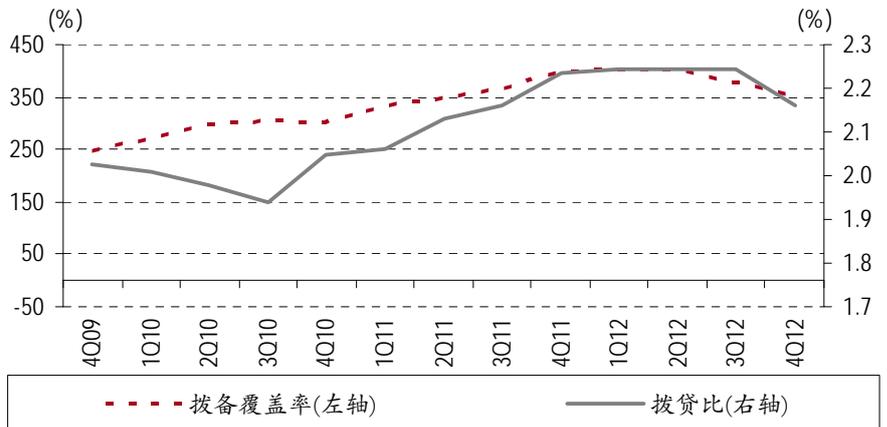
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 招商银行活期存款占比


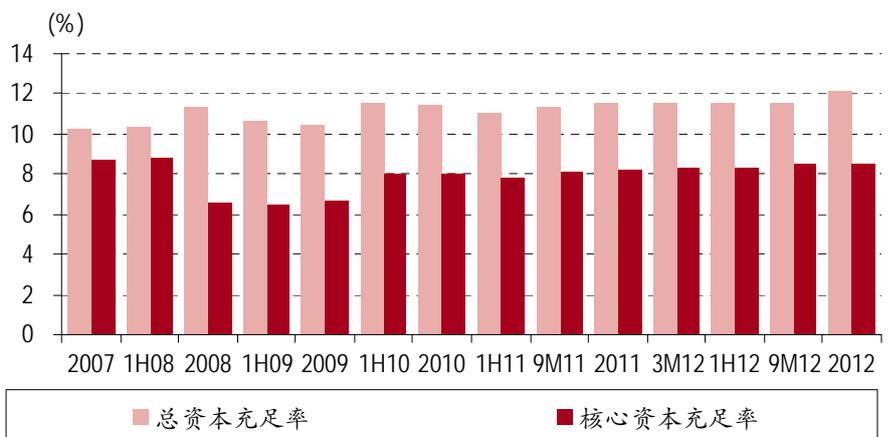
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 招商银行不良贷款情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 招商银行拨贷比和拨备覆盖率情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 招商银行资本充足率情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	76,307	88,374	101,256	115,141	129,892
净手续费及佣金	15,628	19,739	22,653	26,584	29,684
其他非息收入	4,731	5,705	6,226	5,350	5,499
经营收入	96,666	113,818	130,135	147,075	165,075
经营费用	(35,103)	(41,116)	(46,968)	(53,458)	(61,571)
拨备前经营利润	61,563	72,702	83,167	93,617	103,505
贷款损失拨备	(8,350)	(5,583)	(9,478)	(15,028)	(21,380)
经营利润	53,213	67,119	73,689	78,588	82,124
非经常性项目	0	0	120	120	120
营业税	(6,091)	(7,555)	(8,800)	(10,306)	(12,080)
所得税	(10,995)	(14,287)	(15,542)	(16,551)	(17,121)
税后利润	36,127	45,277	49,467	51,852	53,043
少数股东权益	2	(4)	(4)	(4)	(4)
净利润	36,129	45,273	49,463	51,848	53,039
变动 (%)	40	25	9	5	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及等价物	408,304	471,415	649,710	728,659	811,036
银行间贷款	268,402	491,255	752,297	1,214,567	1,808,099
总客户预付款	1,641,075	1,904,463	2,172,990	2,438,071	2,714,389
减: 拨备	(36,704)	(41,138)	(47,727)	(59,994)	(78,761)
长期投资	459,517	518,926	590,225	679,314	790,657
净固定资产	16,242	19,287	18,063	16,839	15,615
其他资产	38,135	44,011	43,938	43,904	43,904
总资产	2,794,971	3,408,219	4,179,496	5,061,359	6,104,939
负债及权益					
客户存款	2,220,060	2,532,444	2,889,516	3,242,005	3,609,436
银行存款及结余	315,247	526,460	878,841	1,347,580	1,961,947
其他借款	61,949	104,409	73,574	76,577	79,880
总借款	2,597,256	3,163,313	3,841,930	4,666,161	5,651,262
其他负债	32,705	44,399	66,415	82,897	99,261
总负债	2,629,961	3,207,712	3,908,345	4,749,058	5,750,523
普通股股本(面值)	21,577	21,577	26,324	26,324	26,324
准备金(包括股本溢价)	69,912	93,832	124,151	137,779	151,788
留存收益	73,508	85,025	120,599	148,117	176,218
总股东权益	164,997	200,434	271,074	312,220	354,331
少数股东权益	13	73	77	81	85
已运用资本	165,010	200,507	271,151	312,301	354,416
总负债及权益	2,794,971	3,408,219	4,179,496	5,061,359	6,104,939

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	36,127	45,277	49,467	51,852	53,043
非现金项目	(2,404)	(7,963)	(36,825)	(33,625)	(28,428)
其他项目	(45)	227	(1,788)	(1,694)	(1,579)
交易活动产生的现金	33,678	37,541	10,854	16,533	23,036
运营资本变动	25,690	(19,762)	27,609	35,814	50,780
经营产生的现金流	59,368	17,779	38,463	52,347	73,816
投资及融资回报	(6,249)	(9,062)	(13,834)	(10,701)	(10,928)
总现金流	53,119	8,717	24,629	41,646	62,887
投资	(59,353)	(965,203)	(74,142)	(91,971)	(114,251)
自由现金流	(6,234)	(956,486)	(49,513)	(50,325)	(51,364)
收购	0	0	(110)	(121)	(133)
融资活动产生的净现金	7,709	27,509	24,422	0	0
现金增/(减)	1,475	(928,977)	(25,201)	(50,446)	(51,497)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	4.72	4.88	4.26	4.13	4.00
资金成本	1.87	2.16	1.71	1.78	1.82
利差	2.85	2.72	2.55	2.35	2.17
净息差	2.97	2.87	2.68	2.50	2.32
其他收入总收入	20.6	22.0	22.2	21.7	21.3
成本收入比	36.5	36.3	36.1	36.4	37.3
有效税率	23.3	24.0	23.9	24.2	24.4
增长率					
贷款增长率	14.6	16.0	14.1	12.2	11.3
存款增长率	17.0	14.1	14.1	12.2	11.3
资产增长率	16.3	21.9	22.6	21.1	20.6
流动性					
贷存比	73.9	75.2	75.2	75.2	75.2
贷款资金比	72.4	73.0	74.1	74.2	74.3
贷款资产比	58.7	55.9	52.0	48.2	44.5
资产质量					
不良贷款率	0.6	0.6	0.8	1.1	1.4
一般拨备比率	2.24	2.16	2.20	2.46	2.90
总拨备覆盖率	400.1	351.8	269.4	221.4	204.0
信用成本	0.6	0.3	0.4	0.6	0.8
需特别关注贷款比例	1.0	1.0	4.3	5.0	5.7
资本充足率					
权益资产比率	5.9	5.9	6.5	6.2	5.8
盈余资本	3.5	4.1	2.7	1.9	1.0
一级资本充足率	8.2	8.5	8.2	7.7	7.1
总资本充足率	11.5	12.1	11.7	10.7	9.7
回报率					
资产收益率	1.39	1.46	1.30	1.12	0.95
净资产收益率	24.2	24.8	21.0	17.8	15.9
已运用资本收益率	26.3	26.6	22.2	18.6	16.5
结构性已运用资本收益率	28.2	29.5	25.2	20.5	17.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371