

2013年03月29日

谢继勇
C0056@capital.com.tw
目标价(元)

15.00

招商银行(600036/3968.HK) Buy 买入(维持)

年报点评: 业绩增长稳定, 息差收窄得到控制

招商银行 2012 年实现营收 1134 亿元, YoY 增长 17.9%; 实现净利润 453 亿元, YoY 增长 25.3%, 与业绩快报相一致, 略好于我们之前的预期。收入增长主要是是资产规模提升和中间业务收入增长贡献, 拨备增幅较小导致净利润增速高于营收。公司息差表现在 4Q 已经企稳回升, 未来零售业务优势保持, 预计 2012 年仍可保持 12% 左右的增长。

公司基本资讯

| | |
|-----------------|-------------------------|
| 产业别 | 金融服务 |
| A 股价(2013/3/28) | 12.13 |
| 上证综指(2013/3/28) | 2236.30 |
| 股价 12 个月高/低 | 14.78/9.58 |
| 总发行股数(百万) | 21576.61 |
| A 股数(百万) | 17666.13 |
| A 市值(亿元) | 2617.24 |
| 主要股东 | 香港中央结算(代理人)有限公司(17.87%) |
| 每股净值(元) | 9.29 |
| 股价/账面净值 | 1.31 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | -8.8 -3.8 4.6 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|-----------|-------|----|
| 2012-8-20 | 10.02 | 买入 |

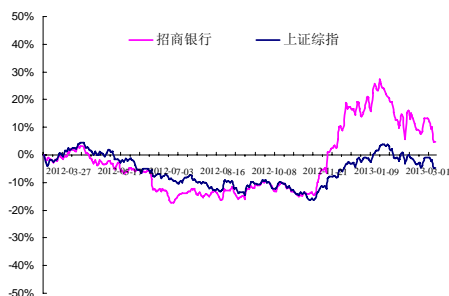
产品组合

| | |
|--------|--------|
| 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

| | |
|----------|--------|
| 保险公司 | 5.29% |
| 非金融类上市公司 | 4.25% |
| 基金 | 8.77% |
| 券商集合理财 | 0.13% |
| 一般法人 | 33.06% |

股价相对大盘走势



■ **营收稳定增长, 非利息收入占比提升。**公司 2012 年实现营收 1134 亿元, YoY 增长 17.9%。其中, 净利息收入占比为 77.9%, 较上年下降 1.41 个百分点; 中间业务占比持续提升, 其中, 手续费和佣金净收入占比 17.41%, 增加 1.16 个百分点, 主要来自零售银行业务贡献。年末生息资产规模和贷款余额分别增长 22.76% 和 16.16%, 略快于行业平均水准。

■ **息差同比下降, 4Q 企稳回升。**根据我们的测算, 公司全年净息差 2.90%, 同比下降约 8 个基点, 主要是降息导致的利差收窄所致; 4Q 息差 2.84%, 环比回升 4 个基点, 如预期企稳回升。展望未来, 我们认为, 公司零售业务优势突出, 负债端的成本优势可望继续保持; 与此同时, 小微企业贷的进一步拓展将有助于提升资产端的收益率, 未来可望维持较高的息差水准。

■ **不良率略升, 资产质量整体稳定。**报告期末, 公司不良贷款余额 117 亿元, YoY 增长 27.5%; 不良率 0.61%, 比上年末提高 6 个基点。拨备覆盖率 351.8%, 较上年末下降 48.3 个百分点。公司风险管控能力较强, 预计随着宏观经济企稳, 资产质量将控制在较好水准。年末集团资本充足率和核心资本充足率分别为 12.14% 和 8.49%, 分别较年初提升 0.61 和 0.27 个百分点, 主要是较强的资本内生能力所致。

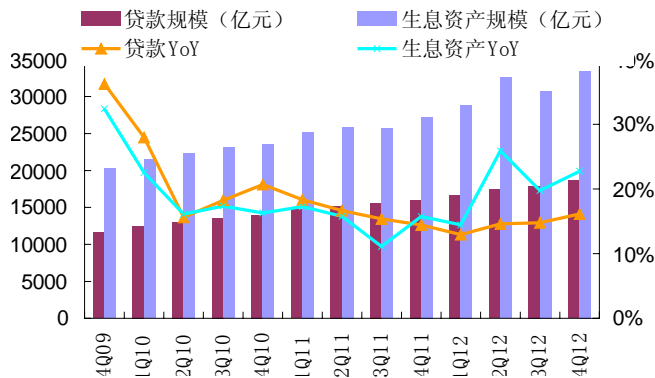
■ **盈利预测与投资建议:** 预计 2013、2014 年分别实现净利润 507 亿元和 579 亿元, YoY 分别增长 12% 和 14%; 当前股价对应 2013 年动态 PE 为 5.8 倍, PB 为 1.15 倍。公司 2012 年分红预案为每 10 股派发现金 6.3 元, 股息率高达 5.2%。

我们看好公司零售品牌优势和优秀的管理, 给予“买入”的投资建议。

..... 接续下页

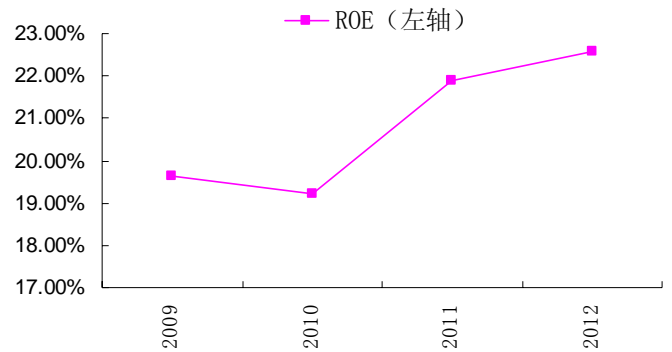
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 25,769 | 36,129 | 45,273 | 50,710 | 57,874 |
| 同比增减 | % | 41.32% | 40.20% | 25.31% | 12.01% | 14.13% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.19 | 1.67 | 2.10 | 2.35 | 2.68 |
| 同比增减 | % | 25.22% | 40.20% | 25.31% | 12.01% | 14.13% |
| 市盈率(P/E) | X | 10.16 | 7.24 | 5.78 | 5.16 | 4.52 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.30 | 0.42 | 0.63 | 0.63 | 0.63 |
| 股息率 (Yield) | % | 2.47% | 3.46% | 5.19% | 5.19% | 5.19% |

图 1、资产规模稳步增长



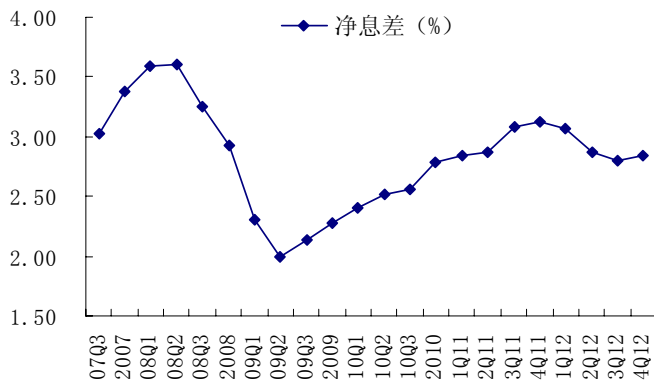
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 2、招行 ROE 持续提升



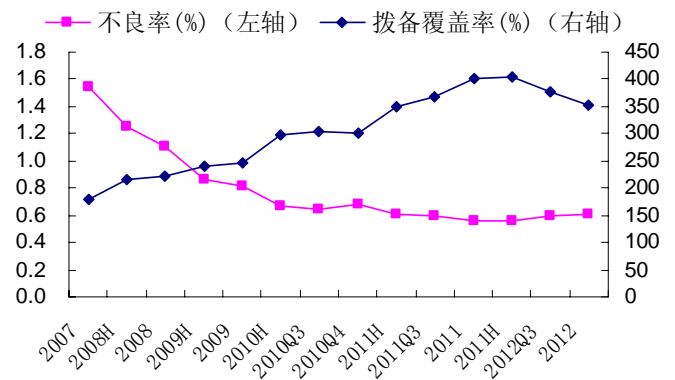
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 3、季度净息差走势企稳



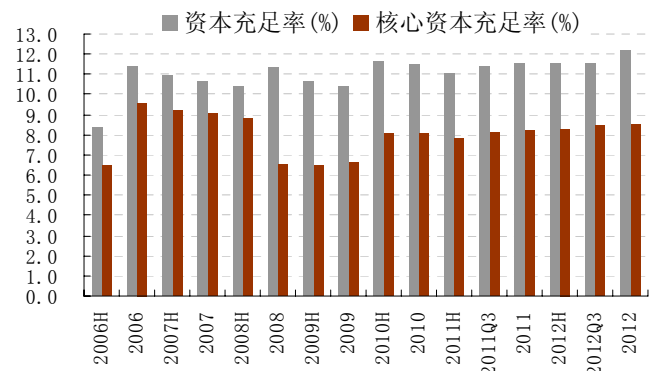
资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 4、资产质量保持平稳



资料来源: WIND, 群益证券上海研究部

图 5、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 ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

| (人民币百万元) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 71,377 | 96,157 | 113,367 | 130,016 | 148,573 |
| 净利息收入 | 57,076 | 76,307 | 88,374 | 102,916 | 118,919 |
| 净手续费及佣金收入 | 11,330 | 15,628 | 19,739 | 23,222 | 26,009 |
| 营业支出 | 38,413 | 49,544 | 26,436 | 63,695 | 72,830 |
| 营业利润 | 32,964 | 46,613 | 59,113 | 66,321 | 75,743 |
| 拨备前净利润总额 | 38,465 | 54,963 | 64,696 | 74,594 | 75,743 |
| 资产准备支出 | 5,501 | 8,350 | 5,583 | 8,273 | 0 |
| 利润总额 | 33,343 | 47,122 | 59,564 | 66,839 | 76,279 |
| 减：所得税 | 7,574 | 10,995 | 14,287 | 16,129 | 18,405 |
| 净利润 | 25,769 | 36,127 | 45,277 | 50,710 | 57,874 |

附二：合并资产负债表

| (人民币百万元) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金及存放央行款项 | 294,955 | 408,304 | 471,415 | 568,055 | 568,055 |
| 存放同业款项 | 28,961 | 62,995 | 280,870 | 324,686 | 324,686 |
| 交易性金融资产 | 15,229 | 0 | 25,489 | 30,714 | 30,714 |
| 持有到期投资 | 97,614 | 145,586 | 175,417 | 198,923 | 198,923 |
| 可供出售金融资产 | 271,683 | 275,173 | 284,696 | 343,059 | 343,059 |
| 客户贷款 | 1,402,160 | 1,604,371 | 1,863,325 | 2,175,991 | 2,175,991 |
| 固定资产 | 15,038 | 16,242 | 19,287 | 21,794 | 21,794 |
| 其他资产 | 5,852 | 7,146 | 9,953 | 11,993 | 11,993 |
| 资产总计 | 2,402,507 | 2,794,971 | 3,408,219 | 4,016,927 | 4,016,927 |
| 同业存放款项 | 203,011 | 205,699 | 258,692 | 275,507 | 275,507 |
| 客户存款 | 1,897,178 | 2,220,060 | 2,532,444 | 2,456,436 | 2,412,732 |
| 负债合计 | 2,268,501 | 2,629,961 | 3,207,712 | 3,787,275 | 3,776,700 |
| 股本(百万股) | 21,576 | 21,577 | 21,577 | 26,301 | 26,302 |
| 股东权益总额 | 134,006 | 165,010 | 200,434 | 229,652 | 240,227 |
| 负债和所有者权益总计 | 2,402,507 | 2,794,971 | 3,408,219 | 4,016,927 | 4,016,927 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 8889 | 101296 | 249713 | 224742 | 202268 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -25519 | -59353 | -34209 | -46781 | -40495 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 11301 | 1460 | 18447 | 10403 | 10103 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -6411 | 41931 | 233704 | 188363 | 171876 |

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; @持意见或立场, 或买入, 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; @。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。