公司简评研究报告 ● 银行业　　2013 年 3 月 29 日

四季度息差回升，拨备释放盈利

招商银行（600036.SH）

谨慎推荐　维持评级

分析师
黄斌辉
☎：（8610）8357 4031
✉：huangbinhui@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130513030001

投资要点：

1. 事件

公司发布2012年年报，2012年实现归属于母公司净利润约453亿元，同比增长25.3%。EPS2.1元。拟每10股派发现金股利6.3元。

2. 我们的分析与判断

■ **2012 年净利润略高于预期，四季度利息净收入平稳增长，单季拨备大大压缩**：1）利息净收入环比增加 2.0%，生息资产日均余额环比持平；2）手续费收入平稳增长，四季度手续费净收入环比比增长 3.4%；3）费用支出有所上升，四季度成本收入比 45%，较上年同期上升 0.8 个百分点；4）四季度信用成本-0.02%，全年计提资产减值损失 55.8 亿元，同比增长-33.1%。

■ **四季度净息差略有回升，两次降息最大冲击应已过去。**从招行过去四个季度息差表现看，二季度净息差下降 18BP，三季度下降 11BP，反映了招行重定价周期短的资产结构。除了二季度招行有意识通过扩大资金运用对冲降息以外，三、四季度生息资产日均增速保持平稳。公司加大发展两小业务，积极应对降息及利率市场化的冲击。“两小”贷款余额合计 4,176.29 亿元，比年初增加 1,901.67 亿元，增幅 83.60%；小企业贷款余额为 2,404.90 亿元，较年初增长 70.54%。

■ **不良环比略升，反映宏观经济状况。**四季末不良率 0.61%，环比上升 2BP。四季末逾期金额 214 亿元，较 6 月底上升 13.6%。从贷款迁徙率看，上下半年的资产质量下迁态势基本一致。从不良年度新增主要来自于制造业、批发零售、个人经营性贷款。公司拨贷比 2.16%，未来三年完成拨贷比达标需要将信贷成本提升至 0.5%。

■ **核心资本充足率较年初上升 27BP。**四季末核心资本充足率 8.49%，四季度末公司主动融入资金做大同业资产，核心资本充足率环比提升 2BP。预计公司会积极推进配股融资进程。

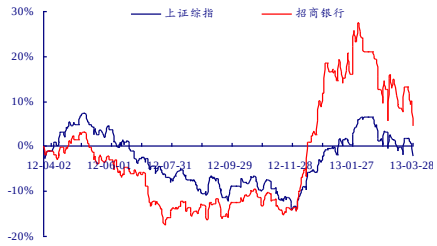
3. 投资建议

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。短期内公司较低的风险偏好与拨贷比达标压力使得公司经营平稳。公司不断提升的风险定价和资本管理能力与行业转型方向一致。我们看好公司长期发展，维持“谨慎推荐”评级。

预计公司 13/14 年实现净利 492/551 亿元，同比增长 8.7%/12%，不考虑配股摊薄对应 EPS 为 2.28/2.55 元。以 12.13 元的股价计算，对应各年 PE 为 5.3x/4.8x，PB 为 1.11x/0.95x。

市场数据	时间 2013.3.28
A 股收盘价(元)	12.13
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	2,236.30
市净率	1.59
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)	2142.90

股价走势图



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

表 1：招商银行 2012 年年报业绩分析

	累计		单季			
单位：百万元	2012A	YoY %	12Q3	12Q4	YoY %	QoQ %
资产简表						
资产总计	**3408219**	**21.9**	**3144618**	**3408219**	**21.9**	**8.4**
贷款总额	1904463	16.0	1836045	1904463	16.0	3.7
逾期贷款	21400	57.1	-	21400	57.1	-
关注类	19489	14.9	-	19489	14.9	-
不良贷款总额	11694	27.5	10917	11694	27.5	7.1
债券投资	517823	13.0	524239	517823	13.0	-1.2
同业往来资产	491255	83.0	325520	491255	83.0	50.9
生息资产	3343818	20.4	3117790	3343818	20.4	7.2
负债合计	**3207712**	**22.0**	**2953664**	**3207712**	**22.0**	**8.6**
存款	2532444	14.1	2412732	2532444	14.1	5.0
同业往来负债	526460	67.0	404271	526460	67.0	30.2
计息负债	3136015	21.5	2882444	3136015	21.5	8.8
所有者权益合计	**200507**	**21.5**	**190954**	**200507**	**21.5**	**5.0**
损益简表						
利息收入	150101	23.8	38235	38047	11.8	-0.5
利息支出	61727	37.4	16086	15463	15.8	-3.9
利息净收入	**88374**	**15.8**	**22149**	**22584**	**9.2**	**2.0**
手续费及佣金收入	21167	25.1	5275	5481	31.5	3.9
手续费及佣金支出	1428	10.2	355	394	-2.7	11.0
手续费净收入	**19739**	**26.3**	**4920**	**5087**	**35.2**	**3.4**
其他非息收入合计	5254	24.4	993	515	-63.8	-48.1
非息净收入	**24993**	**25.9**	**5913**	**5602**	**8.1**	**-5.3**
营业收入	**113367**	**17.9**	**28062**	**28186**	**9.0**	**0.4**
营业支出	48671	18.2	11697	14682	11.1	25.5
拨备前利润	64696	17.7	16365	13504	6.7	-17.5
资产减值损失	5583	-33.1	1334	105	-96.2	-92.1
营业利润	**59113**	**26.8**	**15031**	**13399**	**35.6**	**-10.9**
税前利润	59564	26.4	15121	13618	36.3	-9.9
所得税	14287	29.9	3708	3130	38.8	-15.6
实际税率	24.0%	2.8	24.5%	23.0%	1.9	-6.3
归属于母公司净利润	**45273**	**25.3**	**11415**	**10483**	**35.4**	**-8.2**
财务比率		**YoY BP**				**QoQ BP**
贷存比	73.58%		74.39%	73.58%		
关注类	1.02%		-	1.02%		
不良贷款率	0.61%		0.59%	0.61%		
不良贷款覆盖率	351.79%		377.37%	351.79%		
拨贷比	2.16%		2.24%	2.16%		
信用风险成本	0.31%		0.26%	-0.02%		
风险加权系数	60.96%		-	60.96%		
资本充足率	12.14%		11.56%	12.14%		
核心资本充足率	8.49%		8.47%	8.49%		
成本收入比	35.98%		34.66%	44.97%		
生息资产收益率	4.91%		4.83%	4.71%		
计息负债成本率	2.16%		2.16%	2.06%		
NIS	2.75%		2.67%	2.66%		
NIM	2.89%		2.80%	2.80%		
NIM（日均）	3.03%		2.92%	2.97%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：招商银行贷款迁徙率

%	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H	2012
正常	1.98	4.06	2.52	1.01	2.86	0.52	1.25	0.71	1.33	0.74	1.6
关注	24.34	15.99	11.89	6.3	7.42	2.41	7.15	4.24	5.02	7.02	7.49
次级	62.67	30.85	29.09	22.65	36.84	33.86	49.09	5.45	18.95	23.37	53.09
可疑	25.35	12.82	14.49	13.4	24.2	4.7	25.55	5.6	17.83	17.47	19.93

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3：招商银行关键财务数据及预测

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	76307	88374	98223	113614
非息净收入	19850	24993	29048	32777
营业收入	96157	113367	127270	146391
营业支出	41194	48671	54045	62131
拨备前利润	54963	64696	73225	84260
拨备	8350	5583	8564	11857
税前利润	47122	59564	64662	72403
净利润	36129	45273	49206	55096
资产负债表				
资产总额	2794971	3408219	3940618	4430222
贷款	1604371	1863325	2141868	2427116
其他生息资产	1135080	1480493	1717461	1912254
其他资产	55520	64401	81289	90851
负债总额	2629961	3207712	3669237	4118507
存款	2220060	2532444	2886986	3276729
其他计息负债	361414	603571	708866	759407
其他负债	48487	71697	73385	82370
股东权益	164997	200434	271308	311642
盈利能力				
生息资产收益率	4.71%	4.89%	4.56%	4.61%
计息负债成本率	1.87%	2.16%	2.01%	2.04%
净利差	2.84%	2.73%	2.55%	2.57%
净息差	2.97%	2.88%	2.70%	2.74%
贷款收益率	6.24%	6.69%	6.15%	6.22%
存款成本率	1.45%	1.67%	1.63%	1.67%
存贷利差	4.79%	5.02%	4.52%	4.55%
成本收入比	36.19%	35.98%	35.50%	35.50%
增长率				
生息资产	16.3%	21.9%	15.9%	12.6%
贷款	14.4%	16.1%	14.9%	13.3%
债券	17.0%	13.0%	33.5%	23.2%
总资产	16.3%	21.9%	15.6%	12.4%
计息负债	16.5%	21.5%	14.7%	12.2%
存款	17.0%	14.1%	14.0%	13.5%
利息净收入	33.7%	15.8%	11.1%	15.7%
非息净收入	38.8%	25.9%	16.2%	12.8%
营业收入	34.7%	17.9%	12.3%	15.0%
营业支出	25.2%	18.2%	11.0%	15.0%
拨备前利润	42.9%	17.7%	13.2%	15.1%
净利润	40.2%	25.3%	8.7%	12.0%

每股指标及估值	2011A	2012A	2013E	2014E
EPS	1.67	2.10	1.97	2.20
每股拨备前利润	2.55	3.00	2.93	3.37
DVPS	0.42	0.63	0.59	0.66
BVPS	7.65	9.29	10.84	12.45
P/E	7.2	5.8	6.2	5.5
P/PPOP	4.8	4.0	4.1	3.6
P/B	1.6	1.3	1.1	1.0
股息收益率	3.5%	5.2%	4.9%	5.4%
杜邦分析				
净利息收入	2.73%	2.59%	2.49%	2.56%
非净利息收入	0.71%	0.73%	0.74%	0.74%
营业收入	3.44%	3.33%	3.23%	3.30%
营业支出	1.47%	1.43%	1.37%	1.40%
拨备前利润	1.97%	1.90%	1.86%	1.90%
拨备	0.30%	0.16%	0.22%	0.27%
税前利润	1.69%	1.75%	1.64%	1.63%
税收	0.39%	0.42%	0.39%	0.39%
ROA	1.29%	1.33%	1.25%	1.24%
权益倍数	16.9	17.0	14.5	14.2
ROE	21.90%	22.59%	18.14%	17.68%
资产负债比例				
生息资产/总资产	99.0%	98.9%	99.2%	99.3%
贷款/生息资产	58.0%	55.3%	54.8%	55.2%
债券/生息资产	16.6%	15.4%	17.7%	19.4%
同业资产/生息资产	9.7%	14.6%	13.1%	11.1%
计息负债/总负债	98.2%	97.8%	98.0%	98.0%
存款/计息负债	86.0%	80.8%	80.3%	81.2%
同业融资/带息负债	12.2%	16.8%	17.6%	16.9%
应付债券/带息负债	1.8%	2.5%	2.1%	1.9%
贷存比	72.3%	73.6%	74.2%	74.1%
资本充足率				
核心资本充足率	11.53%	12.14%	12.10%	12.16%
资本充足率	8.22%	8.49%	9.60%	9.94%
加权风险资产系数	0.63	0.61	0.65	0.65
资产质量				
不良贷款余额	9173	11694	15566	19757
不良贷款/贷款	0.56%	0.61%	0.71%	0.79%
拨备余额/不良贷款	400.1%	351.8%	310.1%	297.0%
当年拨备/不良贷款	68.00%	60.00%	55.00%	60.00%
信用风险成本	0.53%	0.31%	0.42%	0.51%

资料来源：公司公告，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。

黄斌辉，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。本报告清晰准确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）、中国银行（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