

# 招商银行 (600036)

2013 年 5 月 2 日

## 符合预期的稳健业绩、拨备力度恢复

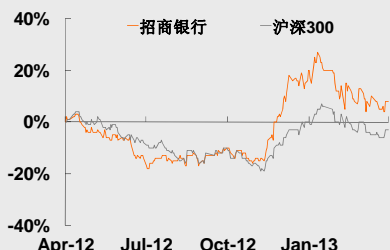
### 推荐 (维持)

现价: 12.15 元

#### 主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司/17.87%
实际控制人/持股	招商局集团有限公司/18.63%
总股本(百万股)	21,577
流通 A 股(百万股)	17,666
流通 B/H 股(百万股)	3,910
总市值(亿元)	2619.40
流通 A 股市值(亿元)	2144.67
每股净资产(元)	9.29
资本充足率(%)	11.41

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 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

### 投资要点

#### 事项:

招商银行一季度归属股东净利润同比增长 11.8%至 130 亿元, EPS 0.60 元; 贷款和存款分别环比增长 4.5%和 7.8%, 净息差环比 4Q12 下降 4bps 至 2.93%, 不良余额环比增长 11.6%, 不良率环比上升 4bps 至 0.66%, 拨备覆盖率 328.1%, 拨贷比 2.15%, 核心及总资本充足率分别为 8.60%和 11.41%, ROE 25.1%, ROA 1.50%, 成本收入比 31.4%。

#### 平安观点:

#### ■ 业绩完全符合预期、拨备力度恢复

招行一季度归属股东净利润增速完全符合我们的预期 (12.0%)。4Q12 拨备大幅下降后 (当季信用成本不到 1bp), 拨备力度在一季度得到恢复, 单季未年化 11bps 的信用成本与 1Q12 水平相当, 我们认为, 做实利润基础可以打消市场对于今年继续通过少提拨备释放利润的担忧。我们预计, 随着下半年资产质量逐步企稳, 13 年末不良率将在一季度基础上略微下降至 0.65%, 拨备力度将回归常态, 预计 13 年全年信用成本 50bps, 13 年末拨贷比将回升至 2.36%。

#### ■ 息差表现稳健

一季度息差环比降 4bps, 降幅在银行板块中较小, 主要影响因素: 1) 今年以来小微贷款保持大力度投放, 一季末余额 2097 亿, 一季度余额新增超 320 亿, 与民生增量相当, 但与民生不同的是, 招行小微尚处发展初期, 业务规模扩张对边际定价能力的正面影响大于民生; 2) 活期存款占比略有上升, 一季度末本行口径活期占比 53.7%, 去年末 53.2%; 3) 同业资产总量压缩, 当季余额环比下降 4.8%, 内部结构调整, 收益较高的买入返售类余额环比增长 138%, 占总资产比重提升至 7.3% (12 年末 3.1%), 同时, 生息资产日均余额环比增长 3.4%, 与总资产余额环比 3.1% 的增速相当, 表明类似民生的期中增速快、期末压余额的情况没有发生, 对息差的摊薄效应较小 (民生一季度生息资产日均余额和总资产余额环比增速分别为 7.6%和 2.7%)。

#### ■ 资本新规对核心资本充足率有正面影响

资本充足率表现理想, 一季度核心资本充足率环比回升 11bps, 新办法提升核心资本充足率 15bps、降低总资本充足率 55bps。我们认为, 新办法中除按揭外的零售贷款风险权重统一由 100%下调至 75%, 因此新办法对招行核心资本充足率的正面影响应当与其板块最高的零售贷款占比有关, 12 年末招行零售贷款占总贷款 36.1%, 上市银行平均占比为 23.9%, 12 年末招行除按揭外零售贷款占总贷款比重 18.4%, 上市银行平均为 10.4%; 而对总资本充足率的负面影响应当与更为严格的附属资本认定条件有关。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	71,377	96,157	113,367	134,254	153,825
YoY(%)	38.7	34.7	17.9	18.4	14.6
净利润(百万元)	25,769	36,129	45,273	51,677	59,453
YoY(%)	41.3	40.2	25.3	14.1	15.0
ROE(%)	22.7	24.2	24.8	21.7	19.6
EPS(摊薄/元)	1.19	1.67	2.10	2.06	2.38
P/E(倍)	10.2	7.3	5.8	5.9	5.1
P/B(倍)	2.0	1.6	1.3	1.1	0.9

■ 小幅上调盈利预测、维持“推荐”评级

小幅上调招行13-14年归属股东净利润1.6%、1.9%，预计13-14年归属股东净利润同比增长14.1%、15.0%，EPS 2.06、2.38元，BVPS 11.02、13.20元，对应4月26日收盘价12.15元动态P/E分别为5.9、5.1倍，动态P/B分别为1.1、0.9倍。业绩增长稳健，拨备力度恢复，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

“两小”业务推进过程中出现重大波折，新的区域性资产质量风险爆发。

图表1 招商银行 - 季度业绩

利润表 (百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
利息净收入	17,357	18,359	19,908	20,683	21,548	22,093	22,149	22,584	23,044	2.0%	6.9%	76,307	88,374	15.8%
非利息收入	4,966	5,374	4,326	5,184	6,837	6,641	5,913	5,602	7,805	39.3%	14.2%	19,850	24,993	25.9%
净手续费收入	3,922	4,241	3,702	3,763	4,840	4,892	4,920	5,087	6,473	27.2%	33.7%	15,628	19,739	26.3%
营业收入	22,323	23,733	24,234	25,867	28,385	28,734	28,062	28,186	30,849	9.4%	8.7%	96,157	113,367	17.9%
营业支出	(8,721)	(9,260)	(10,002)	(13,211)	(10,993)	(11,299)	(11,697)	(14,682)	(11,711)	-20.2%	6.5%	(41,194)	(48,671)	18.2%
营业税金及附加	(1,339)	(1,480)	(1,578)	(1,694)	(1,873)	(1,876)	(1,888)	(1,918)	(2,015)	5.1%	7.6%	(6,091)	(7,555)	24.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	13,602	14,473	14,232	12,656	17,392	17,435	16,365	13,504	19,138	41.7%	10.0%	54,963	64,696	17.7%
资产减值损失	(2,049)	(2,015)	(1,509)	(2,777)	(1,982)	(2,162)	(1,334)	(1,05)	(2,062)	1863.8%	4.0%	(8,350)	(5,583)	-33.1%
贷款和垫款减值损失	(2,049)	(1,883)	(1,509)	(2,758)	(1,982)	(2,105)	(1,334)	(70)	(2,062)	2845.7%	4.0%	(8,199)	(5,491)	-33.0%
营业利润	11,553	12,458	12,723	9,879	15,410	15,273	15,031	13,399	17,076	27.4%	10.8%	46,613	59,113	26.8%
营业外收支净额	92	73	229	115	77	65	90	219	129	-41.1%	67.5%	509	451	-11.4%
利润总额	11,645	12,531	12,952	9,994	15,487	15,338	15,121	13,618	17,205	26.3%	11.1%	47,122	59,564	26.4%
所得税费用	(2,835)	(2,741)	(3,164)	(2,255)	(3,845)	(3,604)	(3,708)	(3,130)	(4,187)	33.8%	8.9%	(10,995)	(14,287)	29.9%
净利润	8,810	9,790	9,788	7,739	11,642	11,734	11,413	10,488	13,018	24.1%	11.8%	36,127	45,277	25.3%
少数股东权益	0	0	0	2	1	0	0	(5)	3	na	200.0%	2	(4)	-300.0%
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	13,021	24.2%	11.8%	36,129	45,273	25.3%
资产负债表 (百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	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	1,904,463	1,990,667	4.5%	16.8%	1,641,075	1,904,463	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	2,532,444	2,729,347	7.8%	20.8%	2,220,060	2,532,444	14.1%
不良贷款余额	9,260	9,506	9,420	9,173	9,460	9,903	10,917	11,694	13,050	11.6%	37.9%	9,173	11,694	27.5%
贷款损失准备	31,050	33,120	34,527	36,704	38,252	40,011	41,198	41,138	42,814	4.1%	11.9%	36,704	41,138	12.1%
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	3,408,219	3,513,426	3.1%	18.6%	2,794,971	3,408,219	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	3,207,712	3,298,869	2.8%	18.4%	2,629,961	3,207,712	22.0%
母公司所有者权益	142,777	145,432	153,848	164,997	177,255	181,347	190,883	200,434	214,397	7.0%	21.0%	164,997	200,434	21.5%
平均总资产	2,329,799	2,447,867	2,552,308	2,626,413	2,685,109	2,916,568	3,034,110	3,041,616	3,145,939	3.4%	17.2%	2,489,714	2,921,423	17.3%
每股数据 (元)	21,577	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	0.60	24.2%	11.8%	1.67	2.10	25.3%
EPS	6.62	6.74	7.13	7.65	8.21	8.40	8.85	9.29	9.94	7.0%	21.0%	7.65	9.29	21.5%
BVPS	-	-	-	0.29	-	-	-	0.42	-	-100.0%	na	0.29	0.42	44.8%
DPS	0.63	0.67	0.66	0.59	0.81	0.81	0.76	0.63	0.89	41.7%	10.0%	2.55	3.00	17.7%
PPOP/sh														
主要指标 (%)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
ROA	1.41%	1.50%	1.48%	1.14%	1.62%	1.49%	1.41%	1.28%	1.50%	0.2pct	-0.1pct	1.39%	1.46%	0.1pct
ROE	25.46%	27.17%	26.16%	19.42%	27.22%	26.18%	24.53%	21.43%	25.11%	3.7pct	-2.1pct	24.17%	24.78%	0.6pct
净息差 (NIM)	2.98%	3.00%	3.12%	3.15%	3.21%	3.03%	2.92%	2.97%	2.93%	-4bps	-28bps	3.06%	3.03%	-4bps
成本收入比	33.07%	32.78%	34.76%	44.52%	32.13%	32.79%	34.95%	45.28%	31.43%	-13.9pct	-0.7pct	36.51%	36.27%	-0.2pct
有效税率	24.35%	21.87%	24.43%	22.56%	24.83%	23.50%	24.52%	22.98%	24.34%	1.4pct	-0.5pct	23.33%	23.99%	0.7pct
贷存比	74.10%	74.29%	76.46%	73.92%	75.41%	72.62%	76.10%	75.20%	72.94%	-2.3pct	-2.5pct	73.92%	75.20%	1.3pct
不良贷款率	0.61%	0.61%	0.59%	0.56%	0.56%	0.56%	0.59%	0.61%	0.66%	4bps	10bps	0.56%	0.61%	6bps
拨备覆盖率	335.31%	348.41%	366.53%	400.13%	404.36%	404.03%	377.37%	351.79%	328.08%	-23.7pct	-76.3pct	400.13%	351.79%	-48.3pct
拨备率 (拨贷比)	2.06%	2.13%	2.16%	2.24%	2.25%	2.24%	2.24%	2.16%	2.15%	-1bps	-9bps	2.24%	2.16%	-8bps
信用成本	0.14%	0.12%	0.10%	0.17%	0.12%	0.12%	0.07%	0.09%	0.11%	10bps	-1bps	0.53%	0.31%	-22bps
非利息收入/营业收入	22.25%	22.64%	17.85%	20.04%	24.09%	23.11%	21.07%	19.88%	25.30%	5.4pct	1.2pct	20.64%	22.05%	1.4pct
净手续费收入/营业收入	17.57%	17.87%	15.28%	14.55%	17.05%	17.03%	17.53%	18.05%	20.98%	2.9pct	3.9pct	16.25%	17.41%	1.2pct
核心资本充足率	7.66%	7.81%	8.10%	8.22%	8.31%	8.32%	8.47%	8.49%	8.60%	0.1pct	0.3pct	8.22%	8.49%	0.3pct
资本充足率	10.91%	11.05%	11.39%	11.53%	11.54%	11.55%	11.56%	12.14%	11.41%	-0.7pct	-0.1pct	11.53%	12.14%	0.6pct

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	2012A	2013E	2014E		2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	76,307	88,374	103,013	116,336	利息净收入	33.7	15.8	16.6	12.9
非利息收入	19,850	24,993	31,241	37,490	非利息收入	38.8	25.9	25.0	20.0
净手续费收入	15,628	19,739	25,661	32,076	净手续费收入	37.9	26.3	30.0	25.0
营业收入	96,157	113,367	134,254	153,825	营业收入	34.7	17.9	18.4	14.6
营业支出	-41,194	-48,671	-56,458	-64,927	营业支出	25.2	18.2	16.0	15.0
拨备前营业利润	54,963	64,696	77,796	88,898	拨备前营业利润	42.9	17.7	20.2	14.3
资产减值损失	-8,350	-5,583	-10,290	-11,210	资产减值损失	51.8	-33.1	84.3	8.9
营业利润	46,613	59,113	67,505	77,688	营业利润	41.4	26.8	14.2	15.1
营业外收支净额	509	451	496	546	利润总额	41.3	26.4	14.2	15.0
利润总额	47,122	59,564	68,002	78,234	归属股东净利润	40.2	25.3	14.1	15.0
所得税费用	-10,995	-14,287	-16,320	-18,776	贷款总额	14.6	16.0	14.0	13.0
净利润	36,127	45,277	51,681	59,458	存款总额	17.0	14.1	15.0	14.0
少数股东权益	2	-4	-4	-5	资产合计	16.3	21.9	12.4	14.9
归属股东净利润	36,129	45,273	51,677	59,453	负债合计	15.9	22.0	10.9	14.5

资产负债表					主要财务指标				
单位: 百万元					单位: %				
	2011A	2012A	2013E	2014E		2011A	2012A	2013E	2014E
存放央行款项	397,579	458,673	504,540	554,994	盈利能力				
同业资产	268,402	491,255	540,381	648,457	净资产收益率 ( ROE )	24.17	24.78	21.70	19.61
贷款和垫款总额	1,641,075	1,904,463	2,171,088	2,453,329	总资产收益率 ( ROA )	1.39	1.46	1.43	1.44
不良贷款余额	9,173	11,694	14,139	15,758	净息差 ( NIM )	3.06	3.03	2.95	2.94
证券投资	458,374	517,823	569,605	712,007	非利息收入/营业收入	20.64	22.05	23.27	24.37
资产合计	2,794,971	3,408,219	3,831,971	4,403,541	净手续费收入/营业收入	16.25	17.41	19.11	20.85
同业负债	315,247	526,460	484,343	581,212	成本收入比	36.51	36.27	35.30	35.14
吸收存款	2,220,060	2,532,444	2,912,311	3,320,034	资产质量				
应付债券	46,167	77,111	78,412	79,844	不良贷款同比增长率	-5.30	27.48	20.91	11.45
负债合计	2,629,961	3,207,712	3,555,989	4,072,984	不良贷款率	0.56	0.61	0.65	0.64
所有者权益	165,010	200,507	275,982	330,558	拨备覆盖率	400.13	351.79	363.01	396.16
					拨贷比	2.24	2.16	2.36	2.54
每股指标				单位: 元	信用成本	0.53	0.31	0.50	0.48
EPS	1.67	2.10	2.06	2.38	资产负债结构				
BVPS	7.65	9.29	11.02	13.20	核心资本充足率	8.22	8.49	10.28	11.00
DPS	0.29	0.42	0.41	0.48	资本充足率	11.53	12.14	13.08	13.60
PPOP/sh	2.55	3.00	3.11	3.55	贷存比	73.92	75.20	74.55	73.89

## 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。



## 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