

两小业务继续放量，资本管理能力领先

招商银行 (600036.SH)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布2013年一季报，实现归属于母公司净利润约130亿元，同比增长11.8%。EPS0.60元。盈利增速略高于预期，因息差表现优于预期。

2. 我们的分析与判断

■ **一季度净利润略高于预期，一季度利息净收入平稳增长：**1) 利息净收入环比增加2.0%，生息资产日均余额环比增长3.4%；2) 手续费收入增长较快，一季度手续费净收入同比增长33.7%；3) 费用支出控制力度加大，一季度成本收入比31.2%，较上年同期下降0.7个百分点；4) 一季度信用成本0.42%，资产减值损失同比增长4%；拨贷比2.15%，未来三年信用成本要保持在0.5%水平。

■ **两小业务继续放量，净息差平稳。一季度净息差2.93%，环比下降4BP，两次降息最大冲击确已过去。**公司继续加大发展两小业务，“两小”贷款余额合计4427亿元，比年初增加652亿元，增幅17.3%；小企业贷款余额为2330亿元，较年初增长16.3%。贷款结构调整反映到贷款定价的提升，一季度公司新发放人民币企业贷款加权平均利率浮动比例12.40%，较上年提高0.60个百分点；新发放人民币零售贷款加权平均利率浮动比例28.53%，较上年提高5.58个百分点。

■ **不良环比略升。**一季末不良率0.66%，环比上升5BP，经还原核销后不良率为0.67%。我们相信公司较低的风险偏好，反映在贷款分类会更加谨慎。预计新增不良主要来自于制造业、批发零售、个人经营性贷款。

■ **新资本办法实施核心资本充足率较年初上升11BP。**一季末核心资本充足率8.60%。公司与工行是唯一二核心资本充足率环比上升的银行，反映了公司领先的资本管理能力。按照公司规划，将继续推进配股融资进程。

3. 投资建议

一季报反映了公司领先的资本管理能力和不断提升的风险定价能力。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480/544亿元，同比增长6%/13%，不考虑配股摊薄对应EPS为2.23/2.52元。以12.13元的股价计算，对应各年PE为5.5x/4.8x，PB为1.11x/0.95x。

分析师

黄斌辉

☎: (8610) 8357 4031

✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

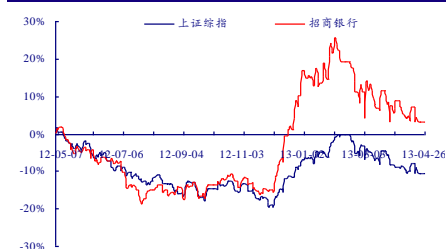
执业证书编号: S0130513030001

市场数据

时间 2013.4.26

A股收盘价(元)	12.15
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	2,177.91
市净率	1.31
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)	2146.43

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 2013 年一季报业绩分析

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	YoY %	QoQ %
资产简表							
资产总计	2963579	3322701	3144618	3408219	3513426	18.6	3.1
贷款总额	1706694	1783903	1836045	1904463	1996720	17.0	4.8
逾期贷款	-	18834	-	21400	-	-	-
关注类	-	17890	-	19489	-	-	-
不良贷款总额	9460	9903	10917	11694	13050	37.9	11.6
债券投资	475466	516642	524239	517823	556899	17.1	7.5
同业往来资产	350556	578937	325520	491255	467854	33.5	-4.8
生息资产	2937660	3217033	3117790	3343818	3477784	18.4	4.0
负债合计	2786306	3141339	2953664	3207712	3298869	18.4	2.8
存款	2259494	2456436	2412732	2532444	2729347	20.8	7.8
同业往来负债	393055	547772	404271	526460	393613	0.1	-25.2
计息负债	2720393	3070863	2882444	3136015	3201814	17.7	2.1
所有者权益合计	177273	181362	190954	200507	215045	21.3	7.3
损益简表							
利息收入	36006	37813	38235	38047	38584	7.2	1.4
利息支出	14458	15720	16086	15463	15540	7.5	0.5
利息净收入	21548	22093	22149	22584	23044	6.9	2.0
手续费及佣金收入	5152	5259	5275	5481	6903	34.0	25.9
手续费及佣金支出	312	367	355	394	430	37.8	9.1
手续费净收入	4840	4892	4920	5087	6473	33.7	27.2
其他非息收入合计	1997	1749	993	515	1332	-33.3	158.6
非息净收入	6837	6641	5913	5602	7805	14.2	39.3
营业收入	28385	28734	28062	28186	30849	8.7	9.4
营业支出	10993	11299	11697	14682	11711	6.5	-20.2
拨备前利润	17392	17435	16365	13504	19138	10.0	41.7
资产减值损失	1982	2162	1334	105	2062	4.0	1863.8
营业利润	15410	15273	15031	13399	17076	10.8	27.4
税前利润	15487	15338	15121	13618	17205	11.1	26.3
所得税	3845	3604	3708	3130	4187	8.9	33.8
实际税率	24.8%	23.5%	24.5%	23.0%	24.3%	-2.0	5.9
归属于母公司净利润	11643	11732	11415	10483	13021	11.8	24.2
财务比率							
贷存比	73.71%	70.99%	74.39%	73.58%	71.37%		
关注类	-	1.05%	-	1.02%	-		
不良贷款率	0.56%	0.58%	0.59%	0.61%	0.66%		
不良贷款覆盖率	404.36%	404.03%	377.37%	351.79%	328.08%		
拨贷比	2.25%	2.35%	2.24%	2.16%	2.15%		
单季信用风险成本	0.44%	0.61%	0.26%	-0.02%	0.42%		
风险加权系数	-	58.42%	-	60.96%	67.49%		
资本充足率	11.54%	11.55%	11.56%	12.14%	11.41%		
核心资本充足率	8.31%	8.32%	8.47%	8.49%	8.60%		
单季度营业费用/营业收入	31.86%	32.54%	34.66%	44.97%	31.15%		
生息资产收益率	5.04%	4.92%	4.83%	4.71%	4.52%		
计息负债成本率	2.18%	2.17%	2.16%	2.06%	1.96%		
NIS	2.86%	2.74%	2.67%	2.66%	2.56%		
NIM	3.02%	2.87%	2.80%	2.80%	2.70%		
NIM(日均)	3.21%	3.03%	2.92%	2.97%	2.93%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 新资本办法实施影响分析

	2012							影响		CAR		
	操作风险资本	风险资产要求	核心资本净额	风险加权资产	盈利	分红率	分红	操作风险	分红	QoQ*		
	a	b=12.5*a	c	d	e	f	g=e*f	h=b/d	i=g/c	j=(1+i)/(h+1)	k	l=k-j*(c/d)
工行	69649	870613	1010463	9511205	238532	35.0%	83559	9.2%	8.3%	99.2%	0.38%	0.46%
建行	59066	738328	864588	7637705	193179	34.7%	67003	9.7%	7.7%	98.3%	-0.40%	-0.20%
中行	48554	606921	764261	7253230	139432	35.0%	48851	8.4%	6.4%	98.2%	-1.01%	-0.81%
农行	54493	681162	697804	7216178	145094	35.0%	50830	9.4%	7.3%	98.0%	-0.40%	-0.21%
交行	18926	236579	364457	3242504	58373	30.5%	17823	7.3%	4.9%	97.8%	-0.93%	-0.68%
华夏	4890	61125	71167	873214	12796	25.2%	3219	7.0%	4.5%	97.7%	-0.55%	-0.36%
民生	12012	150154	164227	2020011	37563	11.3%	4255	7.4%	2.6%	95.5%	-0.32%	0.05%
中信	11107	138843	193714	2012759	31032	22.6%	7018	6.9%	3.6%	96.9%	-0.27%	0.02%
浦发	10036	125453	168072	1874230	34186	30.0%	10259	6.7%	6.1%	99.4%	-0.52%	-0.47%
招行	14045	175563	176401	2077755	45273	30.0%	13594	8.4%	7.7%	99.3%	0.11%	0.17%
平安	4371	54634	76896	895593	13403	6.5%	871	6.1%	1.1%	95.3%	-1.31%	-0.90%
兴业	9547	119341	162416	1748294	34718	20.9%	7240	6.8%	4.5%	97.8%	-0.74%	-0.53%
光大	7076	88449	110469	1383605	23591	9.9%	2345	6.4%	2.1%	96.0%	-0.45%	-0.13%
宁波	1211	15137	21907	190661	4068	17.7%	721	7.9%	3.3%	95.7%	-1.42%	-0.93%
南京	1094	13676	22454	185107	4013	30.1%	1207	7.4%	5.4%	98.1%		
北京	3209	40112	70974	651141	11675	30.2%	3520	6.2%	5.0%	98.9%	-0.97%	-0.85%
中位	10572	132148	166149	1943494	34452	30.0%	7129	7.3%	4.9%	97.9%	-0.52%	-0.36%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

表 3: 招商银行关键财务数据及预测

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	每股指标及估值	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	76307	88374	96638	113606	EPS	1.67	2.10	1.92	2.17
非息净收入	19850	24993	29048	32777	每股拨备前利润	2.55	3.00	2.89	3.37
营业收入	96157	113367	125685	146383	DVPS	0.42	0.63	0.58	0.65
营业支出	41194	48671	53376	62127	BVPS	7.65	9.29	10.79	12.39
拨备前利润	54963	64696	72309	84255	P/E	7.3	5.8	6.3	5.6
拨备	8350	5583	9166	12761	P/PPOP	4.8	4.1	4.2	3.6
税前利润	47122	59564	63143	71495	P/B	1.6	1.3	1.1	1.0
净利润	36129	45273	48051	54405	股息收益率	3.5%	5.2%	4.7%	5.4%
资产负债表					杜邦分析				
资产总额	2794971	3408219	3939462	4428722	净利息收入	2.73%	2.59%	2.45%	2.57%
贷款	1604371	1863325	2141266	2425611	非净利息收入	0.71%	0.73%	0.74%	0.74%
其他生息资产	1135080	1480493	1716925	1912283	营业收入	3.44%	3.33%	3.19%	3.31%
其他资产	55520	64401	81272	90829	营业支出	1.47%	1.43%	1.35%	1.40%
负债总额	2629961	3207712	3669237	4118507	拨备前利润	1.97%	1.90%	1.84%	1.90%
存款	2220060	2532444	2886986	3276729	拨备	0.30%	0.16%	0.23%	0.29%
其他计息负债	361414	603571	708866	759407	税前利润	1.69%	1.75%	1.60%	1.61%
其他负债	48487	71697	73385	82370	税收	0.39%	0.42%	0.38%	0.39%
股东权益	164997	200434	270152	310143	ROA	1.29%	1.33%	1.22%	1.23%
盈利能力					权益倍数	16.9	17.0	14.6	14.3
生息资产收益率	4.71%	4.89%	4.54%	4.61%	ROE	21.90%	22.59%	17.79%	17.54%
计息负债成本率	1.87%	2.16%	2.04%	2.04%	资产负债比例				
净利差	2.84%	2.73%	2.50%	2.57%	生息资产/总资产	99.0%	98.9%	99.2%	99.3%
净息差	2.97%	2.88%	2.66%	2.74%	贷款/生息资产	58.0%	55.3%	54.8%	55.2%
贷款收益率	6.24%	6.69%	6.12%	6.22%	债券/生息资产	16.6%	15.4%	17.7%	19.4%
存款成本率	1.45%	1.67%	1.66%	1.67%	同业资产/生息资产	9.7%	14.6%	13.1%	11.1%
存贷利差	4.79%	5.02%	4.46%	4.55%	计息负债/总负债	98.2%	97.8%	98.0%	98.0%
成本收入比	36.19%	35.98%	35.50%	35.50%	存款/计息负债	86.0%	80.8%	80.3%	81.2%
增长率					同业融资/带息负债	12.2%	16.8%	17.6%	16.9%
生息资产	16.3%	21.9%	15.9%	12.6%	应付债券/带息负债	1.8%	2.5%	2.1%	1.9%
贷款	14.4%	16.1%	14.9%	13.3%	贷存比	72.3%	73.6%	74.2%	74.0%
债券	17.0%	13.0%	33.4%	23.3%	资本充足率				
总资产	16.3%	21.9%	15.6%	12.4%	核心资本充足率	11.53%	12.14%	11.71%	11.77%
计息负债	16.5%	21.5%	14.7%	12.2%	资本充足率	8.22%	8.49%	9.28%	9.61%
存款	17.0%	14.1%	14.0%	13.5%	加权风险资产系数	0.63	0.61	0.67	0.67
利息净收入	33.7%	15.8%	9.4%	17.6%	资产质量				
非息净收入	38.8%	25.9%	16.2%	12.8%	不良贷款余额	9173	11694	16662	23196
营业收入	34.7%	17.9%	10.9%	16.5%	不良贷款/贷款	0.56%	0.61%	0.76%	0.93%
营业支出	25.2%	18.2%	9.7%	16.4%	拨备余额/不良贷款	400.1%	351.8%	293.3%	259.5%
拨备前利润	42.9%	17.7%	11.8%	16.5%	当年拨备/不良贷款	68.00%	60.00%	55.00%	55.00%
净利润	40.2%	25.3%	6.1%	13.2%	信用风险成本	0.53%	0.31%	0.45%	0.55%

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