

招商银行 (600036)

业绩符合预期，看好配股完成后的长期增长潜力

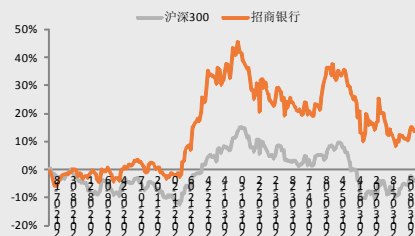
推荐 (维持)

现价: 10.99 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)	2379
流通 A 股市值(亿元)	1942
每股净资产(元)	9.84
资本充足率(%)	10.72%

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

黄耀锋 投资咨询资格编号 S1060513070007
021-38639002
huangyaofeng558@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 S106011204005:
021-38632767
makunpeng200@pingan.com.cn

投资要点

事项: 招商银行上半年实现净利润 262 亿元, 同比增长 12%, ROA 1.46%, ROE 25%。不良率 0.71%, 拨备覆盖率 305%, 拨贷比 2.17%。成本收入比 31%。按照新办法计算的核心一级资本充足率 8.0%, 资本充足率 10.72%。

平安观点:

■ 业绩符合预期，生息资产规模增长维持高位

招行上半年净利润同比增长 12%，增速与我们预测一致。就 2 季度来看，公司生息资产规模增速依然达到 8% (QoQ)，其中贷款环比增长 5% 增速与 1 季度持平，同业资产在 1 季度环比较年初下降 5% 之后出现大幅反弹，2 季度环比增长 22%；受应收款投资规模增长驱动，投资类资产环比增速也达到了 9%。生息资产快速增长部分弥补了净息差下行对公司净利息收入造成的负面影响。

■ 手续费收入大幅增长仍是收入重要贡献因子

招商银行 2 季度单季净手续费收入同比增速达到 57%，环比达到 19%，使得公司在上半年手续费净收入同比增速超过 46%，非利息净收入在营业净收入中占比为 24.8%，比上年末提升 3.67 个百分点。其中受托理财 (93%YoY)，银行卡收入 (43%YoY) 等，主要驱动力来自于公司在理财规模及信用卡账单分期增速的快速增长。目前公司非标产品的规模压力相对不大 (非标余额为 1400 亿元，占理财产品余额不到 25%，占 6 月末总资产规模 3.7%，均符合监管标准)，另外托管、代理、银行卡业务增长有较好的延续性，因此我们预计公司的手续费收入在 3、4 季度将维持相对稳定增长。

■ 提升高收益同业资产占比，资产结构优化较明显

公司今年以来加大了在高收益资产的配置力度，同时缩减了低收益资产的配置比例。2 季度末，公司存放同业规模环比 1 季度末下降 53%，环比去年年末下降 82%；而相比之下，同业中较高收益率的买入返售类资产规模环比增长 67%，较年初增长 300%。同业的资产负债利差从 12 年全年的仅 10 个 BP 上升到上半年 56 个 BP；债券投资收益率环比 1 季度提升 6 个 BP。我们认为，优化场外资金业务结构，提高资金业务收益仍是招行 13 年的重点发展方向。公司非标压力相对同业较小，仍有一定空间进行业务创新及腾挪。

■ 不良率上行趋势未有明显改观

公司不良贷款余额环比 1 季度增长 14%，加回核销环比增速达到 18%；逾期贷款环比年初增长 39%，逾期贷款/不良比例从 2012 年底 1.83 上升到 1.98 倍。目前公司的拨贷比为 2.17%，较监管 2.5% 的要求仍有一定距离，低于行业平均；拨备覆盖率较 1 季度下降了 23 个百分点到 305%。公司在下半年的拨备压力仍相对较大。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	71,099	95,852	113,046	129,505	151,262
YoY(%)	39.2%	34.8%	17.9%	14.6%	16.8%
净利润(百万元)	25,769	36,129	45,273	50,981	58,884
YoY(%)	41.3%	40.2%	25.3%	12.6%	15.5%
ROE(%)	22.7%	24.2%	24.8%	23.5%	23.3%
EPS(摊薄/元)	1.19	1.67	2.10	2.36	2.73
P/E(倍)	9.20	6.56	5.24	4.65	4.03
P/B(倍)	1.77	1.44	1.18	1.02	0.87

■ 净息差二季度环比下降明显，贷款收益率及同业负债成本率受负面冲击较大

招行净息差表现低于预期。2 季度单季净息差较 1 季度下降 8 个 BP，这在已经发布的银行中表现相对较弱。分项目来看，收益率下降幅度较大的是贷款部分，环比 1 季度下降了 9 个 BP，这主要是受到重定价延续的负面影响。负债端来看，同业及其他金融机构存拆放款项成本率较 1 季度大幅上行了 37 个 BP，公司受 6 月资金面紧张的负面影响较为明显。公司流动性承压的主要原因是自营存款跌幅较大，同时当月同业负债到期和提支较多。我们认为，招行在同业负债的稳定性方面仍有待提高。7 月后公司加强流动性管理，下半年公司在同业负债端的成本中枢较 6 月会有明显下行，但整体仍会高于上半年。

■ 资本金压力应会在配股之后缓解

招行二季度未按照新资本办法下的核心资本充足率为 8%，主要受分红影响较年初下降了 34 个 BP。若剔除该影响，公司一级资本充足率较年初上升 0.20 个百分点。招行已在前期公告了配股获证核准的批复，我们分析若按照上限完成配股，则总计将增加招行总股本 17%，将提升公司核心资本充足率和资本充足率 1.5 个百分点。在目前的风险资产增速下，未来资本过渡期内均不会再有再融资压力，资本充足率将保持在同业较高水平。

■ 配股短期对资本市场有负面影响，但完成后或使公司突破资本瓶颈获长期增长潜力

我们认为虽然配股短期内可能会对资本市场造成一定冲击，部分机构投资者可能会考虑减持从而对招行股价略有下行压力。但就中长期而言，招行资本充足率提前达到监管要求后其规模增速的瓶颈将有所突破。我们预计新行长上任之后会在对公业务以及公司经营组织架构上进行调整，着重提升总-分支行之间的业务运行效率，激发员工业务积极性。公司拥有长期的发展潜力，关注新管理层在体制改革方面的进展及实际业务效率的提升幅度。目前公司股价对应 13/14 年 PB 水平分别为 1.02/0.87 倍，对应 PE 水平为 4.65/4.03 倍。我们维持公司盈利预测及推荐评级不变。

■ 风险提示：

若公司配股进程推进低于预期或失败则将影响公司长期资本金的补充。公司管理层经营的业务整合可能不达预期。

图表1 盈利预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E		2010	2011	2012	2013E	2014E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS	1.19	1.67	2.10	2.36	2.73	贷款增长率	20.77%	14.60%	16.05%	15.50%	15.50%
BVPS	6.21	7.65	9.29	10.82	12.57	生息资产增长率	16.33%	16.40%	22.05%	11.44%	15.30%
每股股利	0.29	0.42	0.63	0.71	0.82	总资产增长率	16.18%	16.34%	21.94%	11.80%	15.30%
分红率	24.3%	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	17.97%	17.02%	14.07%	15.00%	14.50%
资产负债表 (Rmb mn)											
贷款总额	1,432,060	1,641,075	1,904,463	2,199,655	2,540,602	付息负债增长率	15.75%	16.52%	21.48%	11.25%	14.46%
证券投资	393,489	460,261	519,798	592,570	679,940	净利息收入增长率	41.40%	33.69%	15.81%	12.15%	16.05%
应收金融机构的款项	264,425	268,402	491,255	491,255	569,856	手续费及佣金净收入增	41.75%	37.93%	26.31%	25.00%	20.00%
生息资产总额	2,355,029	2,741,338	3,345,793	3,728,527	4,298,836	营业收入增长率	39.16%	34.81%	17.94%	14.56%	16.80%
资产合计	2,402,507	2,794,971	3,408,219	3,810,554	4,393,410	拨备前利润增长率	53.20%	42.81%	17.44%	15.63%	17.70%
客户存款	1,897,178	2,220,060	2,532,444	2,912,311	3,334,596	税前利润增长率	48.96%	41.33%	26.40%	11.65%	15.50%
计息负债总额	2,215,486	2,581,474	3,136,015	3,488,669	3,993,043	净利润增长率	41.32%	40.20%	25.31%	12.61%	15.50%
负债合计	2,268,501	2,629,961	3,207,712	3,576,926	4,122,116	非息收入占比	15.94%	16.30%	17.46%	19.05%	19.57%
股本	21,577	21,577	21,577	21,577	21,577	成本收入比	40.06%	36.30%	36.09%	35.50%	35.00%
股东权益合计	134,006	164,997	200,434	233,543	271,195	信贷成本	0.42%	0.54%	0.31%	0.43%	0.50%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	57,076	76,307	88,374	99,109	115,016	NIM	2.65%	3.06%	3.03%	2.97%	2.99%
净手续费及佣金收入	11,330	15,628	19,739	24,674	29,609	拨备前 ROAA	1.74%	2.13%	2.10%	2.09%	2.16%
营业收入	71,099	95,852	113,046	129,505	151,262	拨备前 ROAE	34.26%	37.10%	35.65%	34.71%	35.13%
营业税金及附加	-4,153	-6,091	-7,555	-8,655	-10,109	ROAA	1.15%	1.39%	1.46%	1.41%	1.44%
拨备前利润	38,844	55,472	65,147	75,327	88,663	ROAE	22.73%	24.17%	24.78%	23.49%	23.33%
计提拨备	-5,501	-8,350	-5,583	-8,824	-11,851	流动性 (%)					
税前利润	33,343	47,122	59,564	66,503	76,812	分红率	24.28%	25.08%	30.02%	30.02%	30.02%
净利润	25,769	36,129	45,273	50,981	58,884	贷存比	75.48%	73.92%	75.20%	75.53%	76.19%
资产质量						资本状况					
NPL ratio	0.68%	0.56%	0.61%	0.75%	0.70%	贷款/总资产	59.61%	58.72%	55.88%	57.73%	57.83%
NPLs	9,686	9,173	11,694	16,497	17,784	债券投资/总资产	16.38%	16.47%	15.25%	15.55%	15.48%
拨备覆盖率	309%	400%	352%	303%	329%	银行同业/总资产	11.01%	9.60%	14.41%	12.89%	12.97%
拨贷比	2.10%	2.24%	2.15%	2.28%	2.30%	核心资本充足率					
一般准备/风险加权资产	2.07%	2.08%	1.98%	2.08%	2.11%	核心资本充足率	8.04%	8.22%	8.49%	8.83%	9.15%
不良贷款生成率	-0.04%	0.07%	0.21%	0.23%	0.20%	资本充足率	11.47%	11.53%	12.14%	11.99%	11.89%
不良贷款核销率	0.03%	-0.10%	-0.06%	0.00%	-0.15%	加权风险资产	1,446,883	1,760,884	2,077,755	2,400,649	2,767,848
						% 总资产	60.22%	63.00%	60.96%	63.00%	63.00%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

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