



招商银行 (600036.sh)

息差环比上升, 注重内生增长

沐华 分析师

电话: 020-87555888-8339

eMail: mh@gf.com.cn

执业编号: S0260511020012

信贷整体偏谨慎, 注重内生增长

2012 年宏观不确定性特别多, 贷款投放既涉及央行差别存款准备金率、总量因素, 也受到存款方面贷存比达标的因素, 招商银行整体较为谨慎, 贷款量比去年略多。秉承均衡发展理念, 招商银行的总资产和风险资产增幅目标均在 16% 以内, 内部二次转型由注重总量扩张转向更注重质量提升。

息差环比小幅上升, 利率重心下移

招商银行的息差整体稳定, 环比小幅上升, 主要由于: 每年一月对零售按揭贷款重订价; 招商银行的资产结构中投融资资产占比较高, 短期资金价格高企使得投融资收益较高, 有助于银行获得同业和债券市场相对高的收益。从趋势看, 我们认为银行的息差在 1 季度达到高点后将持平或环比小幅下降。首先, 存款成本在上升, 理财的吸收实际上是资金价格趋于市场化的表现。其次, 利率重心开始下移。

中间业务稳中求进, 投行、结算、财富管理为重点

2012 年招商银行制定了较为积极的中间业务发展目标, 保持 20% 以上的增速, 并实现非息收入占比和金额双增长。压力来自: 1、12 年股票市场存在较高不确定性, 金融资产投资亦存在不确定性; 2、表外及理财市场的发展, 受渠道建设、监管政策影响, 会相应减少。正面因素来自投行承销、结算类业务、财富管理业务。

成本收入比预期小幅下降, 再融资审批进行中

招商银行在利润快速增长的背景下, 集中推行了网点改造。此后, 招商银行的成本收入比趋于稳定, 预期成本收入比将实现小幅下降。招商银行于 11 年 7 月 18 日公告 10 配不超过 2.2 股, 融资不超过 350 亿元, 目前正准备报证监会的发审会, 如果一切顺利, 可能于 1 季度内完成。配股完成后, 招商银行的资本充足率可提升近 1.9%, 加上自身利润留存, 可支持未来两至三年的业务发展。

投资建议及风险提示

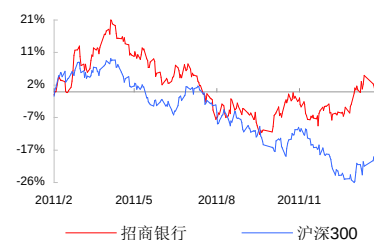
预计招商银行 2011 年净利润为 360.37 亿元, 同比增长 39.85%, 2012 年净利润为 461.06 亿元, 同比增长 27.94%。招商银行活期存款占比高, 息差处于同业较高水平; 中间业务增长良好, 后续拨备计提压力较小。维持对其“买入”评级, 目标价 14.09 元, 对应 8.44 倍 2011 年 PE, 1.87 倍 2011 年 PB。风险提示, 贷存比偏高, 存在存款吸收压力, 存款成本上升可能制约息差上涨。

公司评级

买入

当前价格	12.69
合理价值	14.09
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.17	5.38	0.24
沪深 300	7.31	-10.17	-20.13

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

21576608885/17666130885

主要股东:

香港中央结算(代理人)有限公司

主要股东持股比例 17.86

流通 A 股比例 81.88%

财务比率

ROE	19.72%
ROA	1.13%
资产负债率	94.16%
资本充足率	11.39%
不良贷款率	0.59%
成本收入比	33.25%
非利息收入占比	20.86%
拨备覆盖率	366.53%

2011 年 3 季报数据

投资要点

信贷整体偏谨慎，注重内生增长

2012 年宏观不确定性特别多，贷款投放既涉及央行差别存款准备金率、总量因素，也受到存款方面贷存比达标的因素，招商银行整体较为谨慎，贷款量比去年略多。秉承均衡发展理念，招商银行的总资产和风险资产增幅目标均在 16% 以内，内部二次转型由注重总量扩张转向更注重质量提升。从而通过自身利润留存补充资本，达到内生平衡，资本充足率在 2011 年环比提升，

招商银行贷款投放比重大的行业是制造业、交通运输以及地产相关贷款。在 2011 年正式推行二次转型后，根据锁定客群的指导思想，对公贷款 70% 新增投向小企业；零售贷款侧重于住房按揭贷款和保障比较好的个人经营性贷款。

2012 年银行以资本回报率为目标，贷款考虑投向抗周期性的行业。在当前汇率形势、经济形势变化大的背景下，对于地产市场还是比较谨慎。12 年银行对开发贷继续实行总量控制，每年占新增贷款比重为 6-7%。由于按揭贷款相对资本节约，不良率也低于行业平均，零售这块希望保持按揭业务的相对优势，

在经营模式上，中国的银行业趋同性强，且没有经历经济周期的考验，当前国内银行业务稳定，取决于利差水平和存贷款法定的利差空间。从 2011 年市场情况看，由于市场利率高企，投融资利差较高，通过加强周转票据融资收益率可达 7-8%，银行相对比较有利。但这种利率水平，不足以支持长周期发展。招商银行目前大概 2 万亿资产，每年新增贷款在 2000 亿左右，相比增量部分，加大存量的活力更为重要。未来银行的发展，一是取决于存量客户整体结构，二是银行的成本管理能力。

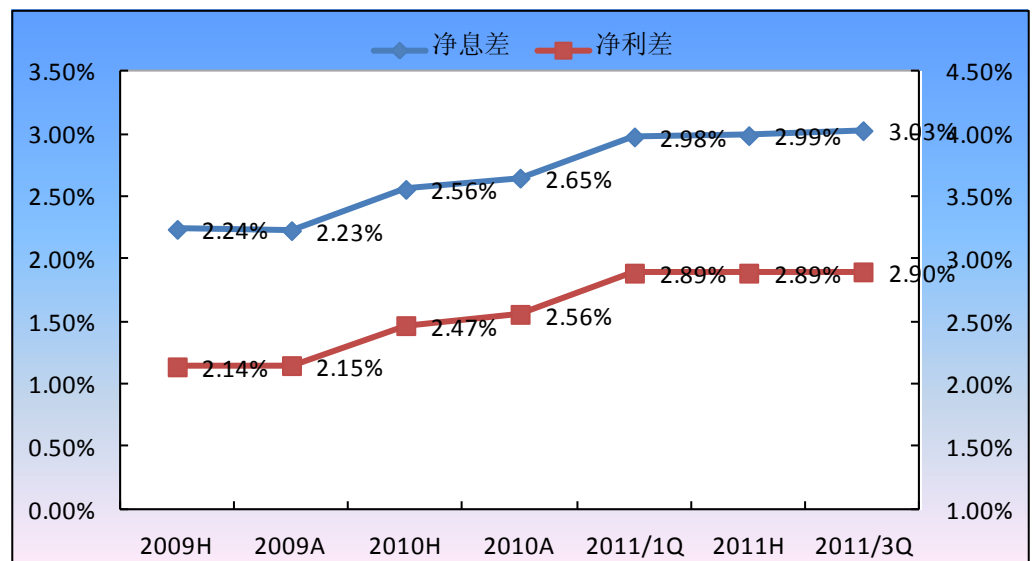
息差环比小幅上升，利率重心下移

招商银行的息差整体稳定，环比小幅上升，主要由于：每年一月对零售按揭贷款重订价，2011 年三次加息使其提升；二是由于招商银行的资产结构中投融资资产占比较高，短期资金价格高企使得投融资收益较高，有助于银行获得同业和债券市场相对高的收益，加上贷款定价维持稳定，生息资产收益保持在较高水平。

从趋势看，我们认为银行的息差在 1 季度达到高点后将持平或环比小幅下降。首先，存款成本在上升，理财的吸收实际上是资金价格趋于市场化的表现。未来资金成本上升是必然趋势，从资金成本看息差变化，一是看银行经营客群的能力，二是控制资金成本的能力。由于招商银行的客群结构导致活期存款占比高，仍有一定空间应对未来存款上升的变化。从期限结构看，招商银行的业务结构使其受市场利率影响大，银行希望逐步由历史原因形成的利率敏感型的结构转变成稳定型。

其次，利率重心开始下移。由于银行主要收益来自于对实体经济的投放，即信贷市场而非金融市场，这取决于对客户的选择和抗周期。目前广州、江浙地区利率开始往下走，加之定价不能衡量风险。招商银行对利润的考核在下降，对于资本回报、综合贡献度的考核在提升。

图1：招商银行净息差环比小幅提升



数据来源：公司财报、广发证券研发中心

存款基础良好，压力犹存

11 年开始，存款吸收成为行业面临的一大难题。12 年伊始，银行就在存款方面加大了考核力度，从目前情况看，存款依然紧张。主要由于：1、外汇占款呈流出趋势；2、较多同业往来，比如银信等，规范后派生减少；3、11 年底财政投放增加，暂时缓解贷存比压力，12 年初，存款压力重返。

当前的银行业，负债经营没有突出的优势。揽存方式主要有：1、靠营销费用；2、靠产品平台，如招商银行的现金管理，民生的商贷通产品。相对他行，招商银行的存款基础比较扎实，主要体现在：1、存款成本较低，活期占比高；2、招商银行的产品经营和客户经营较好，一卡通和个人产品结合较好，对公客群基础不错。未来的存款取决于客户经营及客户锁定能力，招商银行将努力促进资产和负债协调发展，兼顾贷存比达标和用足额度内的信贷量。

中间业务稳中求进，投行、结算、财富管理为重点

2012 年招商银行制定了较为积极的中间业务发展目标，因为加息周期过去后是银行净息收入快速增加的时期，非息占比提升较难。招商银行的目标是中间业务保持 20%以上的增速，并实现非息收入占比和金额双增长。

对于 12 年中间业务的发展，压力来自：1、12 年股票市场存在较高不确定性，金融资产投资亦存在不确定性；2、表外及理财市场的发展，受渠道建设、监管政策影响，会相应减少。

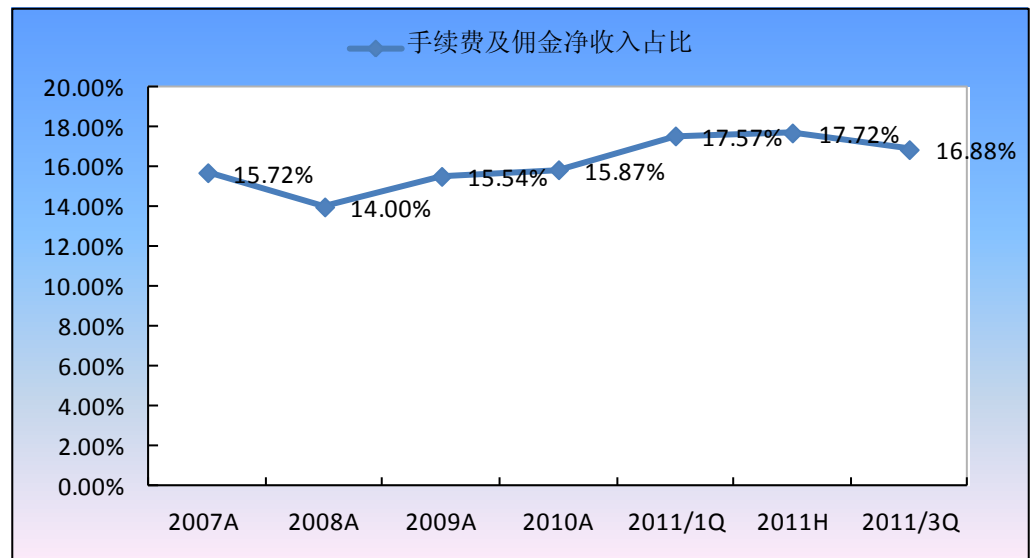
正面因素来自：

1、金融市场融资中介，如投行承销。11 年招商银行承销数量在银行系里处于领先地位，未来直接融资规模可能加大，有望推进此项业务发展；

2、带来稳定收入及客群增长的结算类业务。但从长周期角度看，结算类是稳定的收入来源；

3、大力发展财富管理业务，包括零售财富管理和对公理财业务，促进银行和企业客群的结合。

图2：招商银行中间业务目标占比和金额双增长



数据来源：公司财报、广发证券研发中心

中小企业贷款不良可控，布局长远

发展中小企业的策略在招商银行推行的比较早，小贷中心较早拿到牌照，2011年中小企业贷款占新增贷款比例超过一半以上。在经济下行期，以江浙一带为主的小企业还贷能力受到较大影响，银行认为对小微企业信贷应该用预期损失概念，而非当期的概念，在风险容忍度里消化。具体到机构，小企业不良没有发现扩散情况。

由于不同客群发展策略不一样，小企业不能按大企业的审贷标准。一是由于小微企业存在分散化的效果，二是银行审贷放贷流程方面存在差异化。对于中国的银行，目前还未涉及到小企业贷款从入场到破产的全流程。小微企业不是应对经济悲观的措施，而是银行转型需要跨过的发展阶段。应对小微企业贷款的不良问题，一要视银行的风险容忍度，通过流程化，打造小微企业信贷加工厂，这是中长期的事情。另一层面，招商银行的拨备计提也可以支持小微业务的发展，历史积淀的风管文化可以为小微企业的发展提供帮助。

对于小微企业的发展策略，首先要对小微企业的所在行业和生命周期有了解，小微企业的寿命平均5年，对于可持续发展的，可以采取跟随的策略；对于存在问题的要及早退出，这对于团队管理经验和数据积累有很高要求。招商银行目前中小企业的不良还在双降，11年末不良率为1.1%，与同业比还是比较好的情况。小企业违约率高，损失率相对还是比较低，因为多数有抵质押。

成本收入比预期小幅下降，再融资审批进行中

银行的成本收入比是相对概念，过往招商银行在利润快速增长的背景下，集中推行了网点改造。此后，招商银行的成本收入比趋于稳定，银行并不特别追求成本收入比的绝对下降，因为竞争来自于盈利能力。未来，银行需要对成本刚性增长的压力做充分估计，协调网点新增和投入增长，加强精细化管理。预期成本收入比将实现小幅下降。

招商银行于 11 年 7 月 18 日公告 10 配不超过 2.2 股，融资不超过 350 亿元，10 月 18 日公告 A+H 配股已收到银监会批复，目前正准备报证监会的发审会，如果一切顺利，可能于 1 季度内完成。配股完成后，招商银行的资本充足率可提升近 1.9%，加上自身利润留存，可支持未来两至三年的业务发展。

盈利预测及投资建议

投资建议及风险提示

预计招商银行 2011 年净利润为 360.37 亿元，同比增长 39.85%，2012 年净利润为 461.06 亿元，同比增长 27.94%。招商银行活期存款占比高，息差处于同业较高水平；中间业务增长良好，后续拨备计提压力较小。维持对其“买入”评级，目标价 14.09 元，对应 8.44 倍 2011 年 PE，1.87 倍 2011 年 PB。

风险提示，贷存比偏高，存在存款吸收压力，存款成本上升可能制约息差上涨。

资产负债表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
贷款	14022	16405	19030	22075
存放央行及同业	5594	7071	8439	9790
债券投资	3918	4808	5626	6527
总生息资产	23533	28285	33096	38391
非生息资产	492	356	671	1154
总资产	24025	28641	33767	39545
存款	18972	22387	26192	30645
发行债券	363	632	735	860
其他付息负债	2820	3318	3707	4337
总付息负债	22155	26337	30634	35842
总负债	22685	27013	31420	36761
股本	216	216	263	263
所有者权益	1340	1628	2347	2783
负债权益总计	24025	28641	33767	39545

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	571	777	951	1129
利息收入	845	1141	1413	1695
利息支出	274	364	461	565
手续费净收入	113	136	163	196
其他经营净收益	30	71	121	151
营业净收入	714	984	1236	1476
营业税金及附加	42	60	75	90
营业费用	285	374	470	576
拨备前利润	363	550	691	811
资产损失准备	30	82	92	103
税前利润	333	468	599	708
所得税	76	108	138	163
净利润	258	360	461	545
归属于母公司净利润	258	360	461	545
少数股东损益	0	0	0	0

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

资产质量

指标项目	2010	2011E	2012E	2013E
不良贷款率	0.68%	0.71%	0.76%	0.82%
拨备覆盖率	302.41%	316.03%	316.25%	305.30%
拨备/贷款总额	2.05%	2.26%	2.40%	2.51%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

价值评估

指标项目	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	10.63	7.60	7.25	6.13
P/B	2.04	1.68	1.42	1.20
P/PPoP	7.54	4.98	4.83	4.12
股息收益率	1.88%	2.63%	2.76%	3.26%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

每股指标

指标项目	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	1.19	1.67	1.75	2.07
BVPS	6.21	7.55	8.92	10.57
PPoPPS	1.68	2.55	2.62	3.08
DPS	0.24	0.33	0.35	0.41

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

盈利能力

指标项目	2010	2011E	2012E	2013E
ROAE	22.73%	24.28%	23.19%	21.25%
ROAA	1.15%	1.37%	1.48%	1.49%
财务杠杆(倍)	19.71	17.74	15.70	14.29

盈利驱动

指标项目	2010	2011E	2012E	2013E
存款增长	17.97%	18.00%	17.00%	17.00%
贷款增长	20.69%	17.00%	16.00%	16.00%
存贷比	73.91%	73.28%	72.65%	72.03%
生息资产增长	16.57%	20.19%	17.01%	16.00%
净息差(NIM)	2.65%	3.00%	3.10%	3.16%
净利差(NIS)	2.56%	2.90%	2.98%	3.04%
非利息收入占比	20.04%	21.00%	23.00%	23.50%
成本收入比	39.90%	38.00%	38.00%	39.00%
信用成本	0.23%	0.54%	0.52%	0.50%
有效所得税率	22.72%	23.00%	23.00%	23.00%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

收入盈利增长

指标项目	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入增长	41.40%	36.18%	22.40%	18.72%
非利息收入增长	29.05%	44.48%	37.54%	22.09%
营业净收入增长	38.74%	37.84%	25.58%	19.49%
拨备前利润增长	43.25%	51.47%	25.58%	17.36%
净利润增长	41.32%	39.85%	27.94%	18.25%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

沐华，分析师，厦门大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

招商银行(600036.sh): 零售业务专题报告	沐华	2011-06-20
招商银行(600036.sh): 息差升幅领先，二次转型初见成效	沐华	2011-04-01

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。