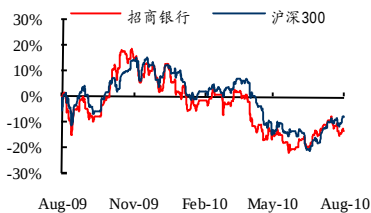


研究报告-银行

招商银行（600036）2010年中报点评

维持评级：买入

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
招商银行	1.7	2.4	-13.4
沪深300	12.3	7.8	-7.4

市场数据 2010.8.18

当前价格（元）	13.88
52周价格区间（元）	12.52-18.99
总市值（百万）	299,483.33
流通市值（百万）	245,205.90
总股本（万股）	21,576.61
流通股（万股）	17,666.13
日均成交额（百万）	634.58
近一月换手（%）	9.26

相关报告

《谨慎拨备无碍息差高反弹》

——招商银行10年一季报点评

《零售业务添亮点，稳健经营利长远》

——招商银行09年年报点评

《信贷扩张稳健 资产质量较好》

——招商银行09年中报点评

黄秋菡

分析师，

SAC执业证书编号：S0350210060001

(0755)83704681

huangqh@ghzq.com.cn

桑俊

联系人

(0755)83707385

sangj@ghzq.com.cn

分析师申明

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

n 公司业绩基本符合预期。 公司10年中期盈利132.03亿，同比增长59.8%，环比增长23.44%。2010年上半年公司净息差的显著反弹，公司拨备前利润同比增长51.98%，基于相对稳健的资产质量，公司信贷成本（0.39%）显著低于去年同期（0.52%），但是考虑拨备覆盖率的显著提升，实际资产质量较好，拨备计提压力较低。

n 资产负债结构持续优化，净利息收入未来增长主要取决于公司贷款的“主动定价”。 公司上半年存款和贷款规模增长趋缓，较年初分别增长8.97%和12.22%，结构小幅改善。1）公司贴现规模持续减少，占比继续下滑。其中，贴现规模较年初减少312亿，占比从年初的8.65%下降至5.36%，处于近年来公司的最低水平，考虑到实体经济的资金需求，未来贴现规模的压缩空间较低；2）公司存款活期占比继续提高，由年初的54.75%提升至56.24%，但是环比趋势已经放缓，接近历史高位；3）公司贷款的“主动定价”效果明显，上半年公司加快对中小企业贷款的投放，中小企业贷款较年初增长13.86%，其中“小贷中心”业务成效显著，贷款规模达到113亿，贷款平均上浮幅度达到22%。考虑到下半年贴现占比和活期占比已经接近历史极值，净利息收入增长将更多来源于公司“二次转型”所倡导的“主动定价”。

n 净息差持续反弹，未来公司仍然拥有高于行业的息差弹性。 公司上半年净息差快速反弹，按照我们的测算，公司1季度和2季度净息差环比均增加了13bp，尽管较年初来看存款活期化有所贡献，但是更关键还是在于行业贷款利率水平的提升以及公司贷款的“主动定价”。在当前市场加息预期减弱的情况下，银行业净息差反弹趋势将放缓，贷款定价能力的增强将使得公司仍然拥有高于行业的息差弹性。

n 手续费收入快速增长，但是下半年可能会放缓。 随着经济复苏的趋势明朗，上半年银行业手续费收入均实现快速增长。公司上半年银行卡、代理销售等收入同比快速增长，考虑到下半年资本市场的低迷以及银信合作的新规出台，我们估计手续费收入的增速下半年将会有所放缓。

n 费用下半年有可能反弹。 公司上半年费用控制较好，成本收入比较年初显著降低，但是考虑到银行业下半年费用支出占比较高，因此下半年公司费用将会出现反弹，但是总体将好于去年。

n 维持“买入”的投资评级。 公司持续稳定经营，考虑到公司历史上相对较低的风险容忍度，我们认为在未来1-2年的经济转型期，公司资产质量压力相对较低。虽然公司房地产及按揭贷款（总计占比31%）规模不小，但是我们认为风险基本可控，市场对此过于悲观。我们维持对公司2010年每股盈利1.09元的预测，继续给予“买入”的投资评级。

图表1 2010年上半年经营业绩分析

利润表项下	同比%					环比%			点评
	2007A	2008A	1H09	2009A	2H10	2009Q4	2010Q1	2010Q2	
营业收入	65.35	35.04	-14.18	-6.98	33.48	3.46	14.73	10.85	均衡投放下银行贷款议价能力提升，公司加强主动定价成效显著
净利息收入	57.62	38.30	-22.81	-13.91	41.45	9.37	10.19	10.51	
利息收入	51.77	40.81	-11.95	-9.36	24.52	4.00	7.36	8.72	
贷款利息收入	45.13	43.74	-11.37	-7.26	31.39	n.a.	n.a.	n.a.	
存放央行	66.86	62.28	3.27	4.60	16.30	n.a.	n.a.	n.a.	
同业收入	96.72	16.40	-49.83	-52.83	-5.58	n.a.	n.a.	n.a.	活期存款占比小幅上升，存款成本同比下滑
证券投资	68.74	33.37	3.43	-3.04	-1.82	n.a.	n.a.	n.a.	
利息支出	41.68	45.62	10.52	-1.07	0.03	-4.64	2.15	5.14	
存款利息支出	26.85	50.31	15.49	-1.56	-2.89	n.a.	n.a.	n.a.	
同业支出	156.80	21.14	-33.74	-18.59	20.26	n.a.	n.a.	n.a.	
债券支出	-7.48	124.94	339.30	93.01	-6.36	n.a.	n.a.	n.a.	上半年银行业手续费收入均快速增长，公司银行卡、代理服务等业务收入快速增长
非利息收入	116.31	19.37	30.81	31.57	8.94	-18.67	37.62	12.20	
手续费及佣金	156.13	20.27	-1.27	3.22	32.26	-15.03	33.11	21.27	
营业费用	50.92	41.84	16.83	11.88	12.84	14.76	-16.75	10.31	
营业税	51.56	38.26	-10.01	-5.07	31.09	3.41	7.06	9.89	
业务及管理费	50.81	41.70	19.98	13.46	10.76	16.18	-19.41	10.62	规模增长带来拨备增加，但资产质量持续改善，拨备压力较低
拨备前利润	76.75	31.07	-30.97	-20.55	51.98	-3.87	49.34	11.04	
减值准备	-10.46	55.95	87.00	-42.36	-8.03	78.79	559.75	-46.24	
税前利润	108.68	27.16	-40.56	-16.35	67.32	-5.61	29.02	22.70	
所得税	76.29	0.22	-50.58	-28.63	99.74	-47.37	125.71	20.20	
净利润	124.36	37.41	-37.62	-12.94	59.80	7.08	14.58	23.44	
资产负债表项下									
生息资产	39.91	18.37	39.93	32.41	16.02	2.90	6.01	3.93	贷款增速显著放缓，零售贷款占比增长3.33%，贴现占比减少3.29%
贷款总额	19.00	29.89	55.14	35.62	15.50	1.35	7.21	4.67	
计息负债	41.41	19.24	42.37	31.22	14.39	2.02	5.37	3.84	
客户存款	21.94	32.55	47.20	28.59	13.74	1.56	2.05	6.78	存款增速显著放缓，活期存款占比增加1.48%
其他指标	期初期末平均余额计算					单季度计算			
成本收入比	35.05	36.78	42.24	44.86	35.05	49.96	35.09	35.02	费用控制效果明显，但是下半年环比将会有所增长
信贷成本	0.49	0.48	0.52	0.30	0.39	0.26	0.57	0.64	
净息差	3.05	3.28	2.13	2.16	2.45	2.26	2.39	2.52	
净利差	2.92	3.15	2.05	2.08	2.37	2.20	2.32	2.44	2季度NIM环比增加13bp，与一季度基本持平
生息资产收益率	4.64	5.08	3.61	3.53	3.66	3.51	3.60	3.74	
贷款利率	6.22	7.39	4.90	4.84	5.14	4.78	5.09	5.23	
计息负债成本率	1.71	1.94	1.56	1.46	1.29	1.30	1.28	1.29	贷款主动定价效果明显，下半年有望持续回升
存款利率	1.56	1.83	1.43	1.32	1.18	1.19	1.18	1.19	
									存款活期化趋势放缓，下半年存款成本将会小幅回升

资料来源：公司资料、国海证券研究所

招商银行盈利预测表

证券代码:	600036.sh		最新价格:		13.88	投资评级:	买入		日期:	2010/8/18
人民币亿元	2008A	2009A	2010E	2011E		2008A	2009A	2010E	2011E	
利润表					收入增长					
净利息收入	468.85	403.64	519.89	640.81	净利润增速	37.41%	-12.94%	29.27%	20.43%	
手续费及佣金	77.44	79.93	101.51	122.66	拨备前利润增速	30.33%	-21.17%	28.35%	25.39%	
其他收入	6.79	30.89	24.22	26.51	税前利润增速	27.16%	-16.35%	35.67%	20.25%	
营业收入	553.08	514.46	645.63	789.97	营业收入增速	35.04%	-6.98%	25.50%	22.36%	
营业税及附加	32.96	31.29	38.76	47.86	净利息收入增速	38.30%	-13.91%	28.80%	23.26%	
业务管理费	203.40	230.78	284.89	339.09	手续费及佣金增速	20.27%	3.22%	27.00%	20.83%	
拨备前利润	315.66	248.84	319.40	400.50	营业费用增速	41.84%	11.88%	22.82%	19.39%	
计提拨备	51.54	29.71	21.79	55.32						
税前利润	267.59	223.84	303.69	365.19	规模增长					
所得税	58.13	41.49	67.97	81.30	生息资产增速	18.37%	32.42%	18.43%	19.01%	
净利润	209.46	182.35	235.72	283.88	贷款增速	29.89%	35.64%	19.86%	19.24%	
					同业资产增速	-22.16%	44.87%	16.98%	19.01%	
资产负债表					证券投资增速	26.00%	23.63%	10.03%	18.09%	
贷款总额	8743.63	11860.15	14215.47	16949.90	其他资产增速	70.53%	2.96%	20.63%	19.01%	
同业资产	1864.66	2701.25	3159.93	3760.57	计息负债增速	19.24%	31.22%	18.46%	18.89%	
证券投资	3075.32	3802.08	4183.43	4940.02	存款增速	32.55%	28.59%	17.86%	19.24%	
生息资产	15499.62	20525.15	24307.15	28927.46	同业负债增速	-37.42%	59.79%	25.11%	19.24%	
非生息资产	338.46	348.48	420.37	500.27	股东权益增速	17.35%	16.30%	45.90%	20.97%	
总资产	15717.97	20679.41	24727.52	29427.73						
客户存款	12506.48	16081.46	18953.96	22599.86	存款结构					
其他计息负债	2080.22	3058.50	3719.11	4357.15	活期	51.29%	54.75%	56.00%	56.00%	
非计息负债	333.46	599.89	700.73	833.13	定期	48.71%	45.25%	44.00%	44.00%	
总负债	14920.16	19751.58	23373.80	27790.14	其他	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
股东权益	797.81	927.83	1353.71	1637.60						
					贷款结构					
每股指标					企业贷款(不含贴现)	45.83%	40.09%	40.67%	40.67%	
每股净利润(元)	1.43	0.95	1.09	1.32	个人贷款	26.61%	32.21%	33.67%	33.67%	
每股拨备前利润(元)	2.15	1.30	1.48	1.86						
每股净资产(元)	5.41	4.85	6.27	7.59	资产质量					
每股总资产(元)	106.87	108.16	114.60	136.38	不良贷款率	1.11%	0.82%	0.60%	0.60%	
P/E	9.69	14.55	12.71	10.55	正常	97.25%	97.99%			
P/PPOP	6.47	10.66	9.38	7.48	关注	1.64%	1.19%			
P/B	2.57	2.86	2.21	1.83	次级	0.31%	0.25%			
P/A	0.13	0.13	0.12	0.10	可疑	0.35%	0.24%			
					损失	0.45%	0.34%			
利率指标					拨备覆盖率	223.29%	246.66%	300.00%	300.00%	
净息差(NIM)	3.28%	2.16%	2.31%	2.40%						
净利差(Spread)	3.15%	2.08%	2.21%	2.30%	资本状况					
贷款利率	7.39%	4.84%	4.94%	4.88%	资本充足率	11.34%	10.45%			
存款利率	1.83%	1.32%	1.23%	1.29%	核心资本充足率	6.56%	6.63%			
生息资产收益率	5.08%	3.53%	3.56%	3.73%	资产负债率	94.92%	95.51%	94.53%	94.44%	
计息负债成本率	1.94%	1.46%	1.35%	1.42%						
盈利能力					其他数据					
ROAA	1.45%	1.00%	1.04%	1.05%	分支机构数量	674	745			
ROAE	28.35%	21.13%	20.66%	18.98%	员工数量	36916	40340			
拨备前利润率	2.19%	1.37%	1.41%	1.48%	发行价(元)	7.30	7.30			
					总股本(亿)	147.07	191.19	215.77	215.77	

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。