

上市公司调研研究报告

银行业

“二次转型” 本年起步

风险定价成为重点

上半年净利润增长 60%，超越市场预期

上半年实现净利润 132.03 亿元，同比增长 59.80%；实现营业收入 329.34 亿元，同比增长 33.48%；利息净收入 263.43 亿元，同比增长 41.45%，主要原因是生息资产规模扩张，净息差提高；手续费和佣金净收入 53.46 亿元，同比增长 32.3%，主要原因是：代理服务手续费、银行卡手续费和信贷承诺及贷款业务佣金大幅增加。实现全面摊薄每股收益 0.61 元。上半年，招商银行的盈利能力不断改善，ROA 为 1.21%，ROE 为 24.3%。

上半年，在“二次转型”过程中，提高风险定价和成本控制能力。上半年，为了提高风险定价能力和成本控制能力，重点做了以下几项工作。其一，全面改善风险定价能力；其二，大力发展中小企业贷款。其三，加快零售银行业务发展。其四，降低资本消耗，提高资本的回报率；其五，控制成本费用，实现成本精细化管理，成本收入比下降；其六，注重客户价值的深入挖掘，扩大客户群。

平台类贷款风险可控，规范银信合作对中间业务影响小

按照银监会的要求，招行统计显示：地方政府融资平台贷款总量得到有效控制，结构优化、质量稳定、拨备充足。按照新的分类方法，不良贷款率仅为 0.09%，此类贷款拨备覆盖率超过 2380%。按照银监会（72 号）文的规定，2012 年，需要转入表内的银信合作理财产品的资产规模仅为 100 亿元。由于招商一直在推进综合化经营，招行将继续保持和信托公司的良好关系，改善银信合作模式。

投资建议

2010 年初以来，招商净息差提高，利息净收入恢复增长的动力，增速提高。同时，招商在零售银行业务领域具备实足的竞争力，这将带动中间业务收入快速增长。随着风险定价能力和成本控制成效的显现，招行的净利润将呈现较快增长。我们调高招行 2010 年净利润增速，达到 38%。10/11 年摊薄后 EPS 为 1.16/1.42，PE/PB 分别为 12.23/10.01，2.29/1.98。招商净利润增长空间较大，估值优势存在。我们维持“买入”“评级”。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	51,446	66,988	79,565	92,613
主营收入增长率	-6.98%	30%	19%	16%
净利润（百万）	18,235	25,098	30,639	35,770
净利润增长率	-13.48%	38%	22%	17%
EPS（元）	0.95	1.16	1.42	1.66
P/E	16.92	12.23	10.01	8.58
PB	2.93	2.29	1.98	1.70

招商银行（600036）

维持
买入
魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440110040031

当前股价：14.25 元

目标价格 6 个月：17 元

调研日期：2010 年 08 月 19 日

发布日期：2010 年 08 月 25 日

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
5.8/0.8	5.6/7.3	34.6/9.5

12 月最高/最低价（元）23.48/0

总股本（万股）2,157,661

流通 A 股（万股）1,766,613

总市值（亿元）3,482

流通市值（亿元）2,851

近 3 月日均成交量（万）6,939

主要股东

香港中央结算(代理人)有限公司 16.10%

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

业绩发布会概况

2010年8月19日下午，招商银行召开上半年业绩发布会，董事长：秦晓，行长：马蔚华，计划财务部、风险管理部的主要领导参加了会议。并且回答了分析师的提问。会议的主要内容包括：

- 1、2010年上半年，招商银行业绩经营情况、净息差变动趋势、业务发展现状，风险控制；
- 2、目前，招商银行地方政府融资平台的风险、银监会（72）号文对其中间业务收入的影响
- 3、“二次转型”的成果

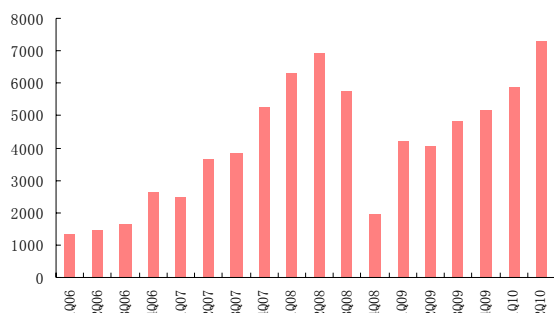
业绩发布会的主要内容

1、上半年，招商银行净利润同比增长 60%，超过市场预期

上半年实现净利润 132.03 亿元，同比增长 59.80%；实现营业收入 329.34 亿元，同比增长 33.48%；利息净收入 263.43 亿元，同比增长 41.45%，主要原因是生息资产规模扩张、净息差提高，而净息差提高主要是因为风险定价能力提高；手续费和佣金净收入 53.46 亿元，同比增长 32.3%，主要原因是：代理服务手续费（主要是代理保险、基金和债券，+40%）、银行卡手续费（POS 收入稳步上升，+22.8%）和信贷承诺及贷款业务佣金（主要是国际保理、国际保函等业务快速发展，+56%）大幅增加。实现全面摊薄每股收益 0.61 元。上半年，招商银行的盈利能力不断改善，ROA 为 1.21%，ROE 为 24.3%。

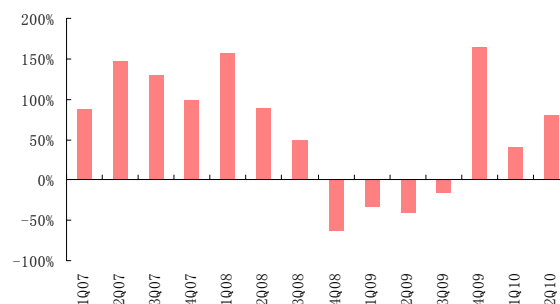
2 季度净息差环比提高 15 个 BP。2 季度，生息资产的收益率提高到 3.75%，付息负债成本率下降到 1.28%，净息差提高到 2.47%，1 季度净息差为 2.32%，提高 15 个 bp。

图 1：2 季度，实现净利润 72.94 亿元



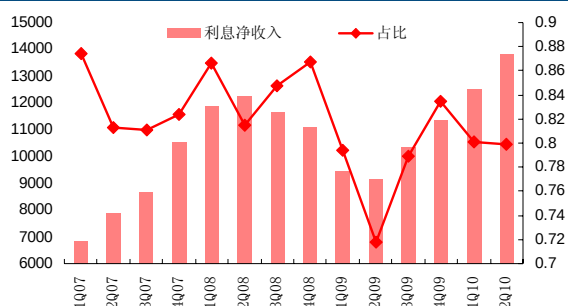
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 2：2 季度，净利润同比增长近 80%



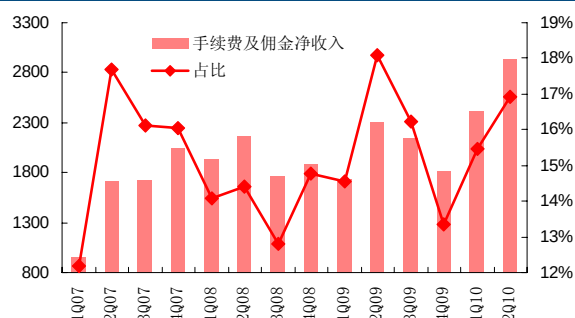
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 3：2 季度,利息净收入（132.89 亿，80%）



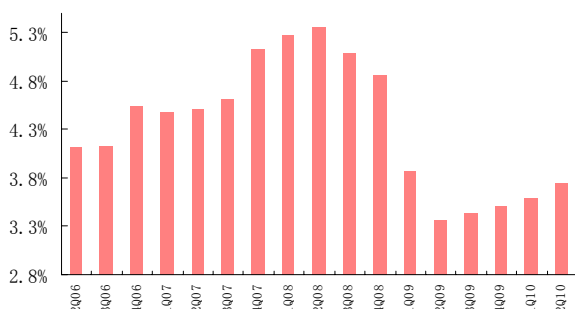
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 4：2 季度，手续费和佣金净收入（29.3 亿，17%）



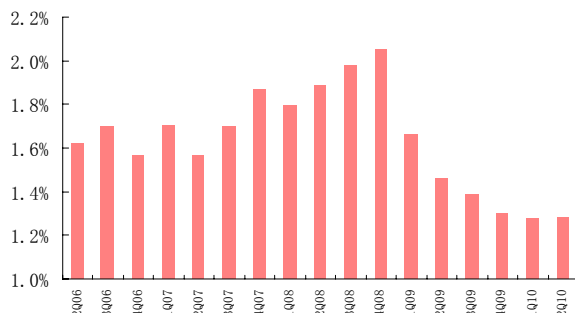
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 5：2 季度,生息资产收益率提高到 3.75%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 6：2 季度，付息负债成本率下降到 1.28%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 7：2 季度，净息差提高到 2.47%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

2、上半年，在“二次转型”过程中，招行提高风险定价能力和成本控制能力

上半年，招商为了提高风险定价能力和成本控制能力，重点做了以下几项工作。其一，招商全面改善风险定价能力，贷款利率平均上浮 2.4%，其中大型企业的贷款利率平均上浮 1.2%，中型企业的贷款利率平均上浮 2.7%，小型企业贷款利率平均上浮 4.4%。其二，大力发展中小企业贷款，此类贷款同比增长 48.2%。其三，加快零售银行业务发展，同比增速为 14.9%。其四，降低资本消耗，提高资本的回报率；其五，控制成本费用，

实现成本精细化管理，成本收入比下降；其六，注重客户价值的深入挖掘，扩大客户群。

3、上半年，各项指标表现

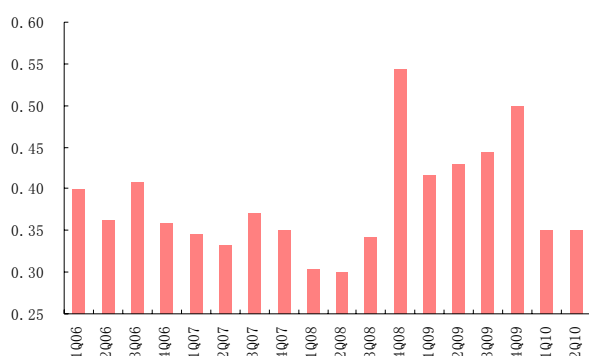
招商的成本控制能力提升。上半年的成本收入比 35.05%，同比下降 7%。2 季度和 1 季度，成本收入比都稳定在 35%，变动不大。成本控制成效显著，而且成本控制已经日渐形成完善体系。

上半年，存贷比达到 74.07%，人民币存贷比为 73.75%；2 季度，存贷比为 74.4%，相对低于一季度，但是相对高于去年同期。

配股融资完成后，核心资本充足率提高到 8.06%，资本充足率提高到 11.6%。

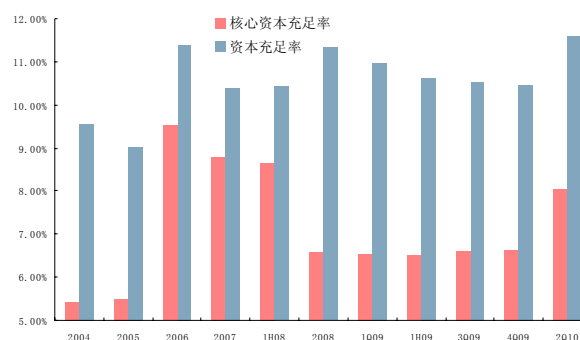
风险管理能力提高。不良率下降到 0.67%，拨备覆盖率提高到 298%。

图 8：2 季度，成本收入比稳定在 35%



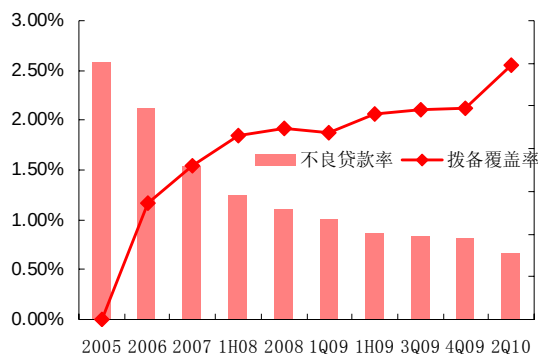
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 9：2 季度，资本充足率提高



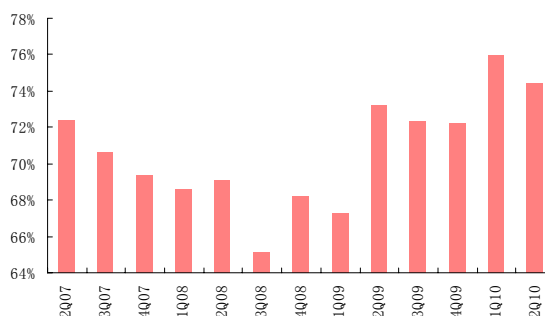
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 10：2 季度，不良率 0.67%，拨备率 298%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 11：2 季度，存贷比下降到 74.4%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

4、规范银信合作，对中间业务收入影响小

8 月 12 日，银监会发布《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》。对于银行的规范内容包括：今明两年内，将表外资产并入表内，并且按比例（150%）计提拨备和按比例（10%）计提资本。

招商银行判断：银监会（72 号）文，主旨是规范银信合作，对中间业务收入影响不大。招商银行一致在压缩银信理财合作的规模，目前存留的规模有限，而且大部分理财合作产品本行无需承担风险。按照银监会的规定，在 2012 年转入表内的资产规模仅为 100 亿元。由于招商一直在推进综合化经营，招行将继续保持和信托公

司的良好关系，改善银信合作模式。

5、地方政府融资平台风险总体可控，此类贷款的拨备率为 2380%。

地方政府融资平台的贷款主要投放在发达地区、省会城市。重点支持城市基础设施建设/交通运输项目，这些项目有着稳定的现金流、资产质量较高。银监会要求各家银行对地方政府融资平台贷款“解包还原”，按照完全覆盖、基本覆盖、部分覆盖、不能覆盖四类来分类，招商银行统计显示：地方政府融资平台贷款总量得到有效控制，结构优化、质量稳定、拨备充足。按照新的分类方法，不良贷款率仅为 0.09%，此类贷款的拨备覆盖率超过 2380%。

6、2011 年开始实施《新巴塞尔资本协议》

招行一致都在实行业务结构转型，大力发展资本节约型、较少耗用资本的业务。招行将在 2011 年开始实施《新巴塞尔资本协议》，对于信用风险，招商将从标准法过度到采用内部评级法初级法和高级法，而对于操作风险，招商也将开始计提资本。

招商银行的“一次转型”优化了资产结构，加快发展零售银行业务、中间业务等，提高了非利息收入占比。这些业务的开展也实现了资本节约，同时提高了经营效益，内生的资本补充能力得到提升。正在开展的“二次转型”是“一次转型”的继续和深化。招商将加强资本管理、降低资本消耗、提高风险定价能力，在风险可控的条件下实现高收益。同时二次转型期间也是管理能力提升的关键几年，预计招商在 3-5 年内完成“二次转型”

7、下半年，经营展望

在全球经济再平衡的过程中，全球经济复苏进程存在一定的不确定性，而且宏观经济调控政策的叠加效应显现，下半年货币信贷增速回落。

但是下半年，社会居民的个人可支配收入增加，城镇化进程推进，客户财富管理的需求增加，招商将今昔深化经营模式转型，深化管理变革。

下半年重点地工作任务是：提高风险定价能力、提高资本回报率、提升零售银行业务利润贡献度、批发业务盈利能力提高，严格控制成本费用，落实全面风险管理，实现境内境外业务联动发展。

估值和投资建议

从 2009 年年底以来，招商银行的利息净收入增速开始逐步提高，恢复增长的动力。2009 年，利息净收入同比负增长，2010 年 1 季度增速提高到 30%左右，2010 年上半年，增速达到 42%。随着招商银行“二次转型”的逐步推进，招商风险定价能力逐步提高，贷款利率将不断提高，净息差提升空间不断扩大，净利息收入增长的路径不断被延伸。

我们调高对招商银行净利润增速的预期值。预测 2010 年—2012 年，主营业务收入增速分别为：30%、19%和 16%；净利润增速分别为：38%、22%和 17%，EPS 为：1.16、1.42 和 1.66，BVPS 为：6.2、7.2 和 8.4。2010-2011 年，招商 PE 为：12.23/10.01，PB 为 2.29/1.98。招商银行业绩增长有保障，估值优势依然存在。我们维持“买入”评级。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

魏 涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

杨 荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者（2008 年），银行业分析师。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 （010）85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 （010）85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 （010）85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 （010）85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 （010）85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 （010）85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 （021）68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 （010）85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 （010）85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 （010）85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 （0755）23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。