

招商银行(600036) 三季报点评

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

发布时间: 2010 年 10 月 30 日

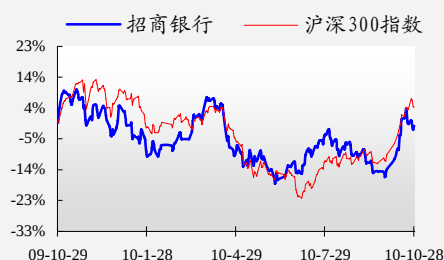
投资要点:

- 2010 年前三季度招商银行实现营业收入 512.98 亿元, 同比增长 35.59%, 实现净利润 205.85 亿元, 同比增长 553.28%; 实现每股收益 0.99 元, 每股净资产 6.17 元, 实现加权平均净资产收益率 17.61%; 比去年同期上升 0.11 个百分点。
- 净息差同比环比继续维持上升趋势, 而且同比上升幅度在扩大。10 年第三季度末的净息差已经达到 2.64%。
- 资产质量保持双降, 信贷成本同比持平略有上升, 新不良贷款生成率迅速下降, 期末的拨贷比达到 2.05%; 未来如果要求达标到 2.5%的话, 还有一定的增加拨备的压力, 但是与可比银行相比, 增加拨备的压力整体较小。
- 维持前期盈利预测。
- 如果真的进入加息周期, 招商银行的资产负债结构导致其在加息周期中净息差上升的弹性较大, 短期由于考虑到各方面政策的不确定性和估值原因, 我们维持谨慎推荐, 但是招商银行是我们 10 年四季度乃至 11 年银行业的重点品种, 提醒投资者重点关注。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2009	5,144,600	(6.98)	1,823,500	(13.49)	0.95	21.2	15.3	
2010E	6,400,000	24.51	2,454,796	34.62	1.14	20.65	12.8	
2011E								
2012E								

走势图



市场数据 2010-10-29

收盘价:	14.57 元
52 周最高价:	16.89 元
52 周最低价:	12.10 元
平均持仓成本:	14.70 元

基本数据 2010Q3

总股本 (万股):	2,157,700
流通 A 股 (万股):	1,766,613
每股收益 (元):	0.99
每股净资产 (元):	6.17
每股经营现金流 (元):	1.39
市净率:	2.36

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550206060037

TEL: (8621)6336 7000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

10 年前三季度净利润同比增长：10 年 9 月 30 日，招商银行资产总额达到 23595.64 亿元，比年底增长 14.10%，存款余额 18749.24 亿元，比年底增长 16.59%，各项贷款余额 13819.50 亿元，比年底增长 16.54%；比年初新增了 1961 亿元的贷款；其中第一季度和第二季度分别增长 858.62 亿元和 590 亿元贷款；第三季度又新增了 512 亿元的贷款，2010 年前三季度实现营业收入 512.98 亿元，同比增长 35.59%，实现净利润 205.85 亿元，同比增长 553.28%；实现每股收益 0.99 元，每股净资产 6.17 元，实现加权平均净资产收益率 17.61%；比去年同期上升 0.11 个百分点。

一、2010 年前三季度公司业务增长的主要动力

1.1 生息资产规模迅速增长和净息差见底回升使净利息收入同比恢复增长：2010 年 1-9 月，招商银行实现利息净收 408.69 亿元，同比增长 40.89%，净利息收入同比恢复增长的原因主要是生息资产规模的迅速增长：

1.1a 贷款稳健增长和存贷款结构变化

09 年全年，招商银行贷款规模相对于年初的增速达到 35.8%，09 年全年新增 3114.6 亿元的贷款，10 年第一季度末，银行新增 858.62 亿元的贷款；票据贴现的余额继续冲回，下降到 830 亿元，冲回了 200 亿元左右，如果考虑票据贴现的冲回，则一般贷款的增加超过了 1000 亿元，票据贴现的占比也下降到 6.88%。10 年第二季度末，银行有新增了 590 亿元的贷款，其中票据贴现的余额继续冲回；下降为 713 亿元，继续冲回了 117 亿元，票据贴现的占比下降到 5.36%，与已经公布中报的可比上市银行同业相比依旧处于较高水平，未来还存在一定的压缩空间；从 10 年第三季度的情况看，第三季度末，票据贴现的月继续冲回，下降为 570 亿元，比中期冲回了 143 亿元，票据贴现占比达到 4.39%，从存款的结构上看，10 年一季度末，活期存款占比达到 56.13%，继续上升了 1.38 个百分点。10 年上半年，活期存款占比达到了 56.23%，继续上升了 0.1 个百分点。10 年第三季度末，活期存款占比达到了 54.54%，比中期的水平有所下降，可能与进入升息周期，银行主动加大了定期存款的吸收力度具有一定的关系。

1.1b 净息差同比恢复上升，09 第三季度之后逐步实现了环比上升

2009 年全年末，招商银行的净息差上升到 2.23%，据银行透露，招行的净息差在 5 月份探底，在 8 月份环比回升，今年一季度回升明显，已经达到了 2.56%左右，不过 08 年全年招商银行的净息差为 3.42%，同比下降幅度达到了 119 个基本点，同时招行的贷款规模增长也比较稳健，因此招商银行没有完全实现以量补价，净利息收入同比依旧下降。

2010 年第一季度末，招商银行的净息差恢复到 2.49%，比 09 年第四季度末环比上升了 26 个基本点，比 2009 年第一季度末的 2.47%同比上升了 2 个基本点，预计未来将继续实现环比上升。

2010 年第二季度末，招商银行的净息差恢复到 2.56%，同比上升了 32 个基本点，上升的主要原因是付息负债成本的下降，下降了 30 个基本点，而生息资产收益率的提升则非常有限，仅仅提升了 3 个百分点。

2010 年前三季度，招商银行的净息差恢复到 2.64%，比去年同期的 2.21%相比同比上

升了 43 个基本点，同比上升的幅度也在恢复。这是银行净利息收入增长的主要原因。

1.2 中间业务收入增速恢复：于其他已经公布中报的银行同业类似，由于受到国内外经济环境转暖的影响，招商银行的中间业务收入也实现了恢复式增长，10 年前三季度，招商银行实现手续费净收入 77.66 亿元，同比增长 33.52%，中间业务收入占比为 15.81%，比去年同期的 16.33%下降了 0.52 个百分点，与 09 年年底的 15.40%相比上升了 0.41 个百分点，除了中间业务收入之外，招商银行 10 年前三季度实现其他净收入 17.48 亿元，比去年同期减少 2.09 亿元，同比下降了 10.68%，降幅较大的主要原因包括：指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具估亏；上年同期可供出售金融资产及时变实现现价差收益，提高了同比基数。

1.3 实际税率同比有所上升。10 年前三季度，招商银行的实际税率为 22.64%，比去年同期的 20.53%相比上升了 2.11 个百分点；主要应该是 09 年的汇算清缴政策的影响消失所造成的。

1.4 成本收入比同比恢复下降趋势：由于营业收入的增速的逐步恢复和银行控制成本的努力，招商银行的成本收入比也恢复了下降趋势；其中，09 年全年的成本收入比为 44.5%，比去年同期的 36.5%上升了 8 个百分点。但是 10 年第一季的成本收入比下降到 35.09%，比去年同期的 41.57%下降了 6.46 个百分点。10 年中期的成本收入比为 35.05%，同比下降了 7.19 个百分点。10 年前三季度的成本收入比为 36.68%，比去年同期下降了 6.34 个百分点。

二、招商银行资产质量以及资产迁徙情况

从数据上看，招商银行的资产质量保持优良，保持了不良贷款率和不良贷款余额的下降；截止 2010 年 9 月 30 日，招商银行的不良贷款率从年初的 0.82%下降到 0.66%，下降了 16 个基本点，不良贷款余额为 85.22 亿元，比年初的 93.61 亿元下降了 8.39 亿元，期末的贷款准备覆盖率为 310.04%，比年初的 246.2%明显上升了 56.79 个百分点。如果从信贷成本的角度上说，10 年一季度招商银行计提了 25.17 亿元的坏账准备，年化的信贷成本上升到 0.52%，10 年上半年末招商银行计提了 29.17 亿元的坏账准备，信贷成本为 0.23%，而去年同期为 0.53%，同比出现了明显的下降。10 年前三季度招商银行年化的信贷成本为 0.32%，比 09 年同期的 0.32%基本持平，与 09 年全年的 0.30%上升了 2 个基本点。

此外，从新不良贷款生成率的角度，招商银行 10 年前三季度年化的不良贷款生成率是 0.08%，比去年同期下降了 0.19 个百分点，从拨贷比的角度上看，招商银行 10 年前三季度末的拨贷比为 2.05%，未来如果要求达标到 2.5%的话，还有一定的增加拨备的压力，但是与可比银行相比，增加拨备的压力整体较小。

三、资本充足率情况

资本充足率在配股的作用下上升；10 年一季度末为 11.53%，核心资本充足率为 7.83%。（09 年年底的资本充足率及核心资本充足率分别为 10.45%和 6.63%，静态作用下配股后上升为 12.31%和 8.49%）。10 年上半年资本充足率和核心资本充足率为 11.60%和 8.05%10 年前三季度末的资本充足率和核心资本充足率非别为 11.16%和 8.65%。

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

从盈利预测的角度上看，由于招行 2010 年下半年信贷成本增加的压力逐渐减轻，我们维持前期的盈利预测，预测招商银行 10 年的每股收益为 1.14 元，每股净资产为 6.3 元，10 年利润上升幅度为 34.62%；考虑配股后的全面摊薄 ROE 为 20.65%，按照最新收盘价 14.93 元计算，目前 10 年的动态 PE 和 PB 分别为 13.1 倍和 2.37 倍。

4.2 投资建议

招商银行依旧是我们认可的在目前股份制银行中综合素质最高的银行，虽然由于招商银行自身的资产负债结构的原因导致招商银行 09 年全年的业绩情况都将是上市银行中最糟糕的一个，但是有很多因素是招商银行自身不能改变的，我们依旧可以从招商银行的季报中看到很多亮点：已经基本解决了发展的资本瓶颈问题，在贷款规模天量增加而宏观经济复苏基础尚且不稳固的基础上没有轻易的释放贷款拨备来平滑利润波动，在中小企业贷款方面所做的努力等等，收购永隆银行之后永隆经营的逐渐改善和协同效应的逐渐发挥也依旧是我们一直期待的；而且正是由于招商银行在降息周期的净息差下降幅度最大，实际也说明了如果宏观经济真的复苏进入升息周期之后，招商银行净息差的上升幅度和盈利能力的提高能力也是最快的；所以我们依旧维持招商银行长期推荐的投资评级。短期考虑到房地产政策的变化和市场对于资产质量的担忧，我们依旧维持谨慎推荐评级

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。