

负债端成本优势尽显

事件：

招商银行 2010 年实现净利润 257.69 亿元，同比增长 41.32%；EPS 1.23 元，基本符合我们的预期。

研究结论

资金业务增长略慢，贷款占比上升。2010 年多家中型股份制银行进行了“双回购”以从不断走高的货币市场利率中获益。传统来说招行对这种策略并不感冒。2010 年亦是如此，这一年中该行的同业往来资产增速为-2.11%，债券投资规模增速也仅有 4.36%，而贷款增长达到 20.69%，占生息资产比重因此上升了 2.17 个百分点。

从容应对存款战，不参与高息存款的竞争。公司稳定的卡存款资源使得招行在面对 2010 年存款战时保持了明显的优势。该行并不特意通过提高成本来吸收存款，这种超然的态度虽然使得存款增速落后贷款 2.71 个百分点，但非常有效地避免了存款成本的上升对息差的侵蚀。2010 年全年招行的存款成本为 1.24%，仅比上半年的 1.23%提高 1BP。

净息差稳定向上，2011 年 1 季报同比升幅有保证。正因为存款成本相当稳定，招行能够充分享受贷款收益的上升，全年的存贷利差达到 3.63%，分别比 2009 年和 2010 年上半年提高 60 和 25BP，这意味着下半年的存贷利差达到了 3.88%。同时公司受益于货币市场利率的走高，全年的同业往来利差达到为 67BP，分别比 2009 年和 2010 年上半年提高 77 和 18BP。存贷业务和资金业务利差的同时显著扩大，将保证 2011 年的净息差升幅，特别是对招行的 1 季报增速会产生非常积极的拉动。

贷款质量稳定，核销力度显著下降。2010 年招行继续实现双降，其不良率已经降低至 0.68%，比年初降低 14BP。公司的拨贷比与监管要求相比尚有小幅度差距，因此从公司从 2010 年下半年开始显著降低了核销力度，年底拨贷比水平提高至 2.05%，达标的压力已然不大。

继续看好紧货币环境下招行的业绩增长。2010 年年度业绩进一步证明了招行业绩明显受益于趋紧的货币环境：（1）存款资源优势明显，存款成本稳定，因此可以充分享受贷款议价能力的上升；（2）同业负债优势明显，成本稳定，可以充分享受货币市场利率的上升。其 2010 年单边上行的息差走势意味着 2011 年 1 季报的同比增速将十分可观。维持公司“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业资深分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

王鸣飞

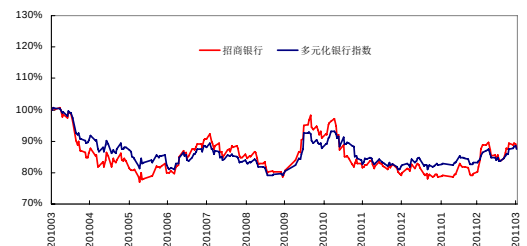
8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 31 日)	14.09 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股 (亿股)	215.77/176.66
A 股市值 (亿元)	2489.14
国家/地区	中国
行业	银行业
报告发布日期	2011 年 4 月 1 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入 (百万元)	71,377	83,327	96,693	112,595	
营业收入增长率	38.74%	16.74%	16.04%	16.45%	
净利润 (百万元)	25,769	31,207	34,041	38,743	
净利润增长率	41.32%	21.10%	9.08%	13.81%	
EPS (元)	1.23	1.45	1.58	1.80	
P/E (倍)	11.46	9.7	8.9	7.8	
P/B (倍)	2.27	1.92	1.68	1.47	
P/POP (倍)	7.90	6.66	5.89	5.18	

相关报告	时间
通胀上行过程中将继续表现良好	2010-11-1
中报验证招行的通胀弹性	2010-8-18

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	84,513	100,878	115,361	132,242
利息支出	27,437	34,110	39,148	44,973
净利息收入	57,076	66,768	76,213	87,269
手续费和佣金净收入	11,330	13,699	17,334	21,899
营业收入	71,377	83,327	96,693	112,595
营业税金及附加	4,153	4,845	5,623	6,547
业务及管理费	28,481	32,483	39,076	47,009
资产减值损失	5,501	5,830	8,329	9,495
营业支出	38,413	43,488	53,391	63,451
营业利润	32,964	39,838	43,302	49,145
利润总额	33,343	40,199	43,698	49,581
所得税	7,574	8,992	9,657	10,838
净利润	25,769	31,207	34,041	38,743
EPS	1.23	1.45	1.58	1.80

其他指标

	2010	2011E	2012E	2013E
信用成本率	0.43%	0.40%	0.50%	0.50%
股利收益率	2.56%	3.01%	3.59%	3.81%
P/S	4.08	3.65	3.14	2.70
P/PPOP	7.90	6.66	5.89	5.18
每股拨备前利润	1.78	2.12	2.39	2.72
不良贷款率	0.68%	0.63%	0.60%	0.55%
拨备覆盖率	302.41%	307.66%	330.71%	375.36%
拨备充足率	458.48%	467.97%	503.04%	570.95%

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,402,507	2,829,759	3,247,032	3,726,130
现金及存放央行	294,955	446,615	489,667	536,502
存放同业	28,961	57,068	62,204	67,803
拆出资金	58,917	74,109	82,261	91,310
买入返售金融资产	176,547	188,603	213,122	240,827
发放贷款和垫款	1,402,160	1,564,265	1,782,214	2,030,800
交易性金融资产	15,229	41,299	52,449	65,037
证券投资-可供出售金融资产	271,683	290,071	362,588	449,610
证券投资-持有至到期投资	97,614	94,364	117,956	146,265
总负债	2,268,501	2,671,525	3,065,679	3,519,651
同业及其他金融机构存放	203,011	268,129	321,755	386,106
拆入资金	45,573	63,822	76,587	91,904
交易性金融负债	1,353	1,732	2,079	2,495
卖出回购	33,439	49,820	59,784	71,740
客户存款	1,897,178	2,163,278	2,466,137	2,811,396
股东权益	134,006	158,234	181,353	206,480
股本	21,577	21,577	21,577	21,577
资本公积	36,197	37,510	37,510	37,510
盈余公积	10,880	8,418	8,418	8,418
未分配利润	49,063	75,775	98,894	124,021
少数股东权益	0	0	0	0

CAMEL 分析

	2010	2011E	2012E	2013E
C:核心资本充足率	8.04%	8.82%	8.99%	9.08%
C:资本充足率	11.47%	12.89%	12.93%	12.89%
C:权益/贷款	10.08%	10.12%	10.18%	10.17%
C:权益/资产	5.61%	5.59%	5.59%	5.54%
A:不良贷款比率	0.68%	0.63%	0.60%	0.55%
A:拨备覆盖率	302.41%	307.66%	330.71%	375.36%
A:拨备充足率	458.48%	467.97%	503.04%	570.95%
A:贷款总额准备金率	2.05%	1.94%	1.99%	2.36%
A:不良资产/（权益+拨备）	5.65%	5.31%	5.04%	5.11%
E:ROA	1.07%	1.10%	1.20%	1.19%
E:ROE	19.23%	19.72%	18.77%	18.76%
E:ROAA	1.15%	1.18%	1.12%	1.11%
E:ROAE	22.73%	21.20%	20.05%	19.98%
E:成本收入比	39.90%	38.98%	40.41%	41.01%
E:手续费和佣金收入占比	15.87%	16.44%	17.93%	19.45%
E:股利分配比例	35%	35.00%	35.00%	35%
L:人民币存贷比	81.17%	81.21%	81.16%	81.12%
L:外汇存贷比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
L:平均存贷比	72.36%	72.31%	72.27%	72.23%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	58.44%	57.20%	56.84%	55.98%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	99.02%	98.87%	98.84%	98.84%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn