

招商银行(600036.sh)

息差升幅领先，二次转型初见成效

沐华 分析师

电话: 020-87555888-339

eMail: mh@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020012

实现净利润 257.69 亿元，增幅 41.32%

该业绩基本符合我们预期。从业绩增长驱动因素看，息差提升、规模扩张、手续费收入增长和费用控制是业绩同比增长的主要动力。

业绩分析

- 1、贷存比接近临界，存款活期化持续
- 2、二次转型与加息推动下，息差回升明显
- 3、中间业务快速增长，银行卡及信贷承诺收入快速增长
- 4、不良双降，资产质量稳定
- 5、成本收入比下降，网均净利润提升
- 6、完成配股融资，资本使用效率提升
- 7、与永隆整合持续推进，境外业务有序拓展

投资建议及风险提示

预计招商银行 2011 年净利润为 365.41 亿元，同比增长 41.80%，每股收益为 1.69 元。我们认为招商银行在加息期间息差弹性较高，平台贷款占比较低，资产质量稳定性高，维持对其“买入”评级，目标价为 16.27 元/股，对应 9.6 倍 11 年 PE，2.15 倍 11 年 PB。

风险提示，1、贷存比接近监管要求，关注其 11 年存款吸收情况；2、为满足 2.5%拨备率的要求，拨备支出幅度可能高于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入总额(百万元)	51,446	71,377	98,388	123,559	147,646
营业费用(百万元)	23,078	28,481	38,863	48,188	57,582
拨备前利润(百万元)	25,355	36,322	53,541	67,856	81,084
净利润(百万元)	18,235	25,769	36,541	46,110	54,522
净利润增长率	-12.94%	41.32%	41.80%	26.19%	18.24%
每股收益(元)	0.95	1.19	1.69	2.14	2.58
市盈率	14.77	11.80	8.32	6.59	5.46
市净率	2.90	2.27	1.86	1.52	1.22
p/ppp	10.62	8.37	5.68	4.48	3.67
每股红利(元)	0.21	0.24	0.34	0.43	0.52
股息率(%)	1.49%	1.70%	2.40%	3.03%	3.66%

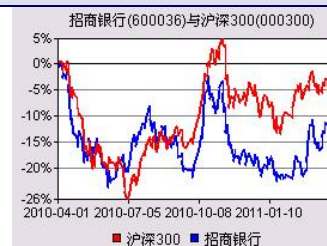
数据来源: 招商银行股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	14.09
目标价格(元)	16.27
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	7.56%	9.99%	-12.57%
沪深 300	-9.97%	3.04%	-4.97%

股票数据

总股本(万股)	2,157,660.89
流通 A 股(万股)	1,766,613.09
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	17.83%
流通 A 股比例	81.88%

财务比率

ROAE	22.73%
ROAA	1.15%
资产负债率	94.42%
资本充足率	11.47%
不良贷款率	0.68%
费用收入比	39.90%
非利息收入占比	20.04%
准备金覆盖率	302.41%

2010 年报数据

2010年经营与业绩评析

业绩概览

2010 年招商银行实现净利润 257.69 亿元，比上年增加 75.34 亿元，增幅 41.32%。该业绩基本符合我们预期。从业绩增长驱动因素看，息差提升、规模扩张、手续费收入增长和费用控制是业绩同比增长的主要动力。

表 1：招商银行业绩同比变动		单位：人民币百万元	
项目	2010A	2009A	同比变动
净利息收入	57,076	40,364	41.40%
利息收入	84,513	65,838	28.37%
利息支出	-27,437	-25,474	7.71%
非利息收入	14,301	11,082	29.05%
手续费佣金净收入	11,330	7,993	41.75%
其他非利息收入	2,971	3,089	-3.82%
营业收入	71,377	51,446	38.74%
营业支出	-38,413	-29,533	30.07%
营业税金及附加	-4,153	-3,129	32.73%
业务及管理费	-28,481	-23,078	23.41%
保险中索准备	-278	-355	-21.69%
资产减值损失	-5,501	-2,971	85.16%
营业利润	32,964	21,913	50.43%
营业外收支净额	379	471	-19.53%
利润总额	33,343	22,384	48.96%
所得税	-7,574	-4,149	82.55%
有效税率(%)	22.72		22.55%
净利润	25,769	18,235	41.32%
归属于母公司股东的净利润	25,769	18,235	41.32%
基本每股收益(元)	1.23	0.95	29.47%

资产总额	2,402,507	2,067,941	16.18%
贷款净额	1,402,160	1,161,817	20.69%
负债总额	2,268,501	1,975,158	14.85%
存款总额	1,897,178	1,608,146	17.97%
股东权益	134,006	92,783	44.43%

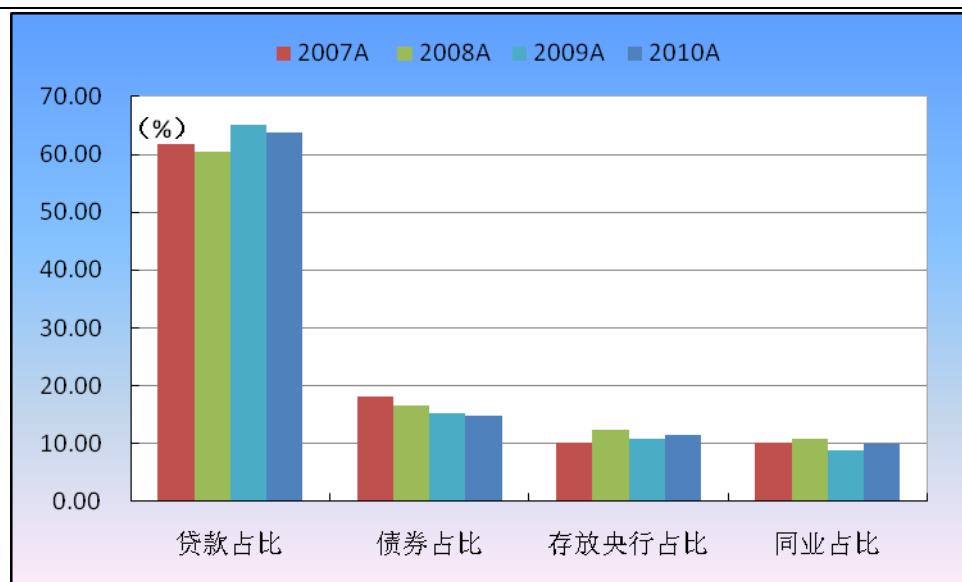
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

业绩分析

1、贷存比接近临界，存款活期化持续

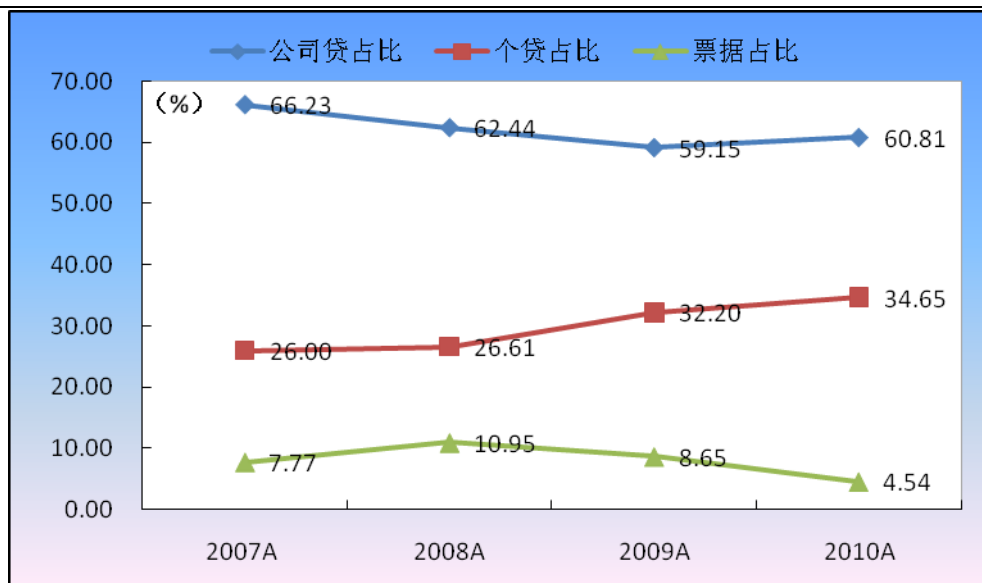
截至2010年末，资产总额为24025.07亿元，比年初增长16.18%；贷款总额为14314.51亿元，同比增长20.71%，快于存款17.97%的增速。期末贷存比上升至74.59%，接近监管要求。贷款结构调整，压缩了票据资产占比，期末票据占比4.54%，较09年末下降4.11%，但较同业依然具压缩空间。存款保持活期化趋势，年末活期存款占比为56.87%，同比提升2.12%。

图1：同业占生息资产比重提高



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图2：票据占比压缩，仍高于同业



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 3：贷存比接近临界

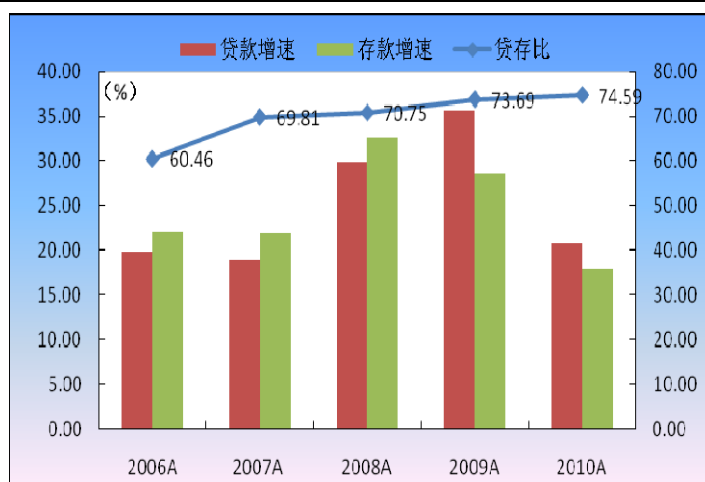
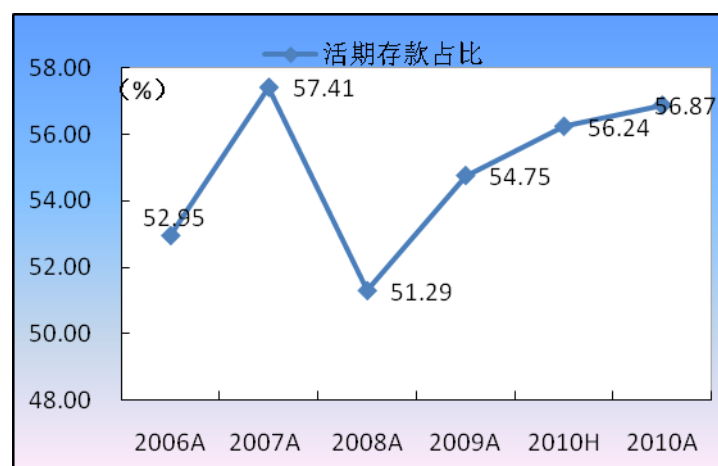


图 4：存款活期化延续



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

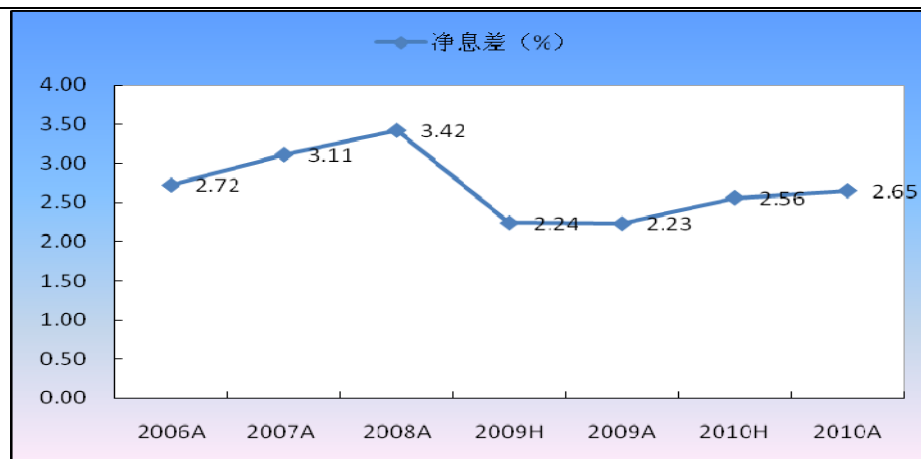
2、二次转型与加息推动下，息差回升明显

由于活期存款占比较高，贷款重订价期限较短，招商银行在降息周期中息差降幅较大，而在升息周期中受益明显。除去加息因素外，招商银行的二次转型也对其贷款风险定价能力提出更高要求。二次转型是招行为了提升管理水平，应对利率市场化，争取 3-5 年完成的战略举措，主要内容包括降低资本消耗、提高风险定价、降低成本、提高高端客户比重、风险可控。

在二次转型推动下，招商银行的贷款定价水平明显提升，10 年末新发放一般性贷款加权平均利率的浮动比例，同比上升了 7.92%，其中新发放一般性对公贷款加权平均利率浮动比例，同比上升了 3.80%，新发放零售贷款加权平均利率浮动比例，同比上升了 20.07%。与此同时，零售客户中月日均总资产在 50 万元以上的高价值零售客户占比由年初的 1.31% 提升至 1.48%。生息资产平均收益率为 3.93%，较上年上升 28BP，计息负债平均成本率为 1.37%，较上年下降 13BP。从

而带动招商银行 10 年末 NIM 同比上升 42BP，达 2.65%。由于 10 年两次加息都处于 4 季度，预期 11 年重订价效应下，招商银行的息差回升幅度将继续高于同业。

图 5: 净息差升幅明显



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

3、中间业务快速增长，银行卡及信贷承诺收入快速增长

2010 年实现手续费及佣金净收入为 113.30 亿元，比 2009 年增加 33.37 亿元，增幅 41.75%，占营业收入比重小幅提升 0.33%至 15.87%。从手续费收入构成看，银行卡、代理、托管及受托业务贡献度位居前三。从同比增速看，信贷承诺、银行卡、结算与清算手续费收入均保持快速增长。与此同时，手续费支出同比下降 6.98%，从而推动手续费净收入增速达 41.75%。

图 6: 手续费及佣金净收入占比小幅提升

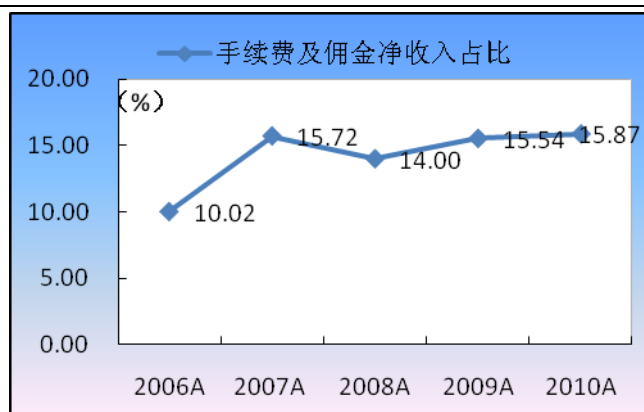
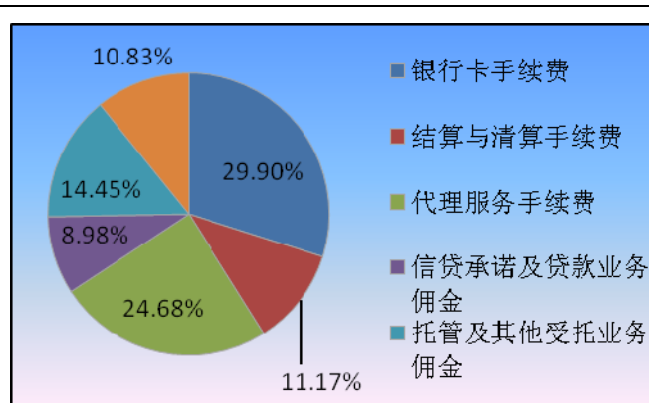


图 7: 手续费及佣金净收入构成



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: 招商银行手续费及佣金收入变动		单位：人民币百万元	
项目	2010A	2009A	同比变动 (%)
手续费及佣金收入	12,409	9,153	35.57
银行卡手续费	3,710	2,599	42.75

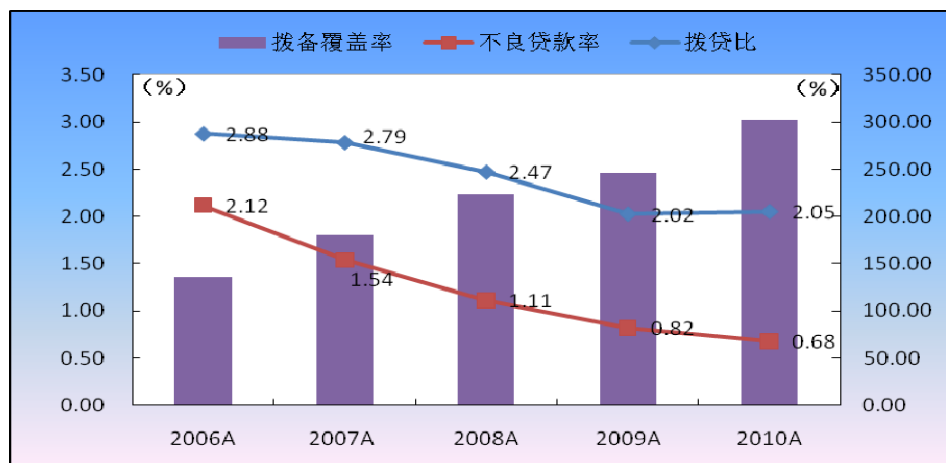
结算与清算手续费	1,386	1,077	28.69
代理服务手续费	3,062	2,477	23.62
信贷承诺及贷款业务佣金	1,114	723	54.08
托管及其他受托业务佣金	1,793	1,541	16.35
其他	1,344	736	82.61
手续费及佣金支出	-1,079	-1,160	-6.98
手续费及佣金净收入	11,330	7,993	41.75

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

4、不良双降，资产质量稳定

2010 年末，招商银行的不良保持双降。年末不良贷款率为 0.68%，比年初下降 0.14%；不良余额在核销 1.52 亿后下降 0.46 亿至 96.86 亿。拨备覆盖率为 302.41%，比年初上升 55.75%；拨贷比从 09 年的 2.02% 提高至 2.05%。年末关注类贷款占比从 09 年的 1.19% 下降至 0.99%，逾期贷款占比由 09 年末的 1.02% 下降至 0.85%，正常类贷款迁徙率从 09 年的 2.86% 下降至 1.25%，不良生成率从 09 年的 0.26% 下降至 0.16%，资产质量显示出良好的稳定性。

图 8：不良持续双降，拨备稳步提升

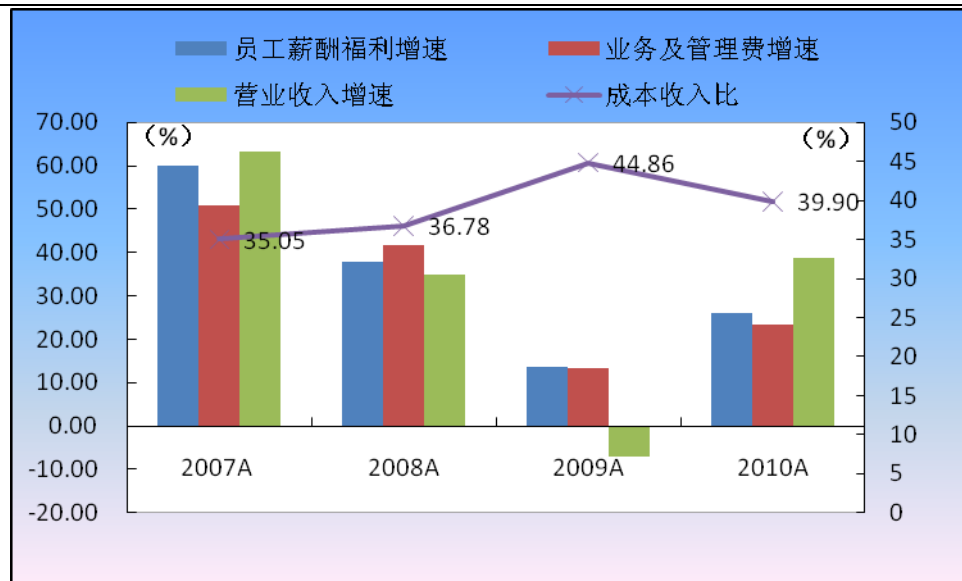


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

5、成本收入比下降，网均净利润提升

2010 年末，营业费用 271.44 亿元，增幅 25.16%，比营业净收入增幅低 14.24%，成本收入比为 39.79%，较 2009 年下降 4.52%。人均净利润 59 万元，同比提高 28.26%；网点平均净利润 3126 万元，同比提高 25.64%。

图 9：招商银行成本收入比下降，网均效益提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

6、完成配股融资，资本使用效率提升

招商银行于2010年4月完成A+H配股融资215亿元，资本充足率从09年的10.05%提高至2010年底的11.21%，核心资本充足率从09年的7.36%提高至8.70%。由于推进以降低资本消耗、提高贷款风险定价、控制财务成本、增加价值客户和确保风险可控为主要目标的二次转型，资本使用效率提升，融资后ROAE同比小幅提升1.56%至22.73%。

7、与永隆整合持续推进，境外业务有序拓展

2010年，招商银行继续推进与永隆银行的业务整合，进一步发挥协同效应。10年末永隆集团(即永隆银行及其附属公司)税后溢利为港币13.49亿元，同比增长52.50%，主要由净利息收入所带动。此外，纽约分行美元清算与贸易结算业务初具规模；香港分行以跨境人民币业务为重点，大力开展境内外联动产品创新；台北代表处设立申请正式获批；招银金融租赁公司积极发展大型设备、飞机及供应商租赁业务，收益水平居国内同业前列。

2011年预测及投资建议

预计招商银行2011年净利润为365.41亿元，同比增长41.80%，每股收益为1.69元。我们认为招商银行在加息期间息差弹性较高，平台贷款占比较低，资产质量稳定性高，维持对其“买入”评级，目标价为16.27元/股，对应9.6倍11年PE，2.15倍11年PB。

风险提示，1、贷存比接近监管要求，关注其11年存款吸收情况；2、为满足2.5%拨备率的要求，拨备支出幅度可能高于预期。

资产负债简表

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	360	325	808
总资产	24025	28645	33421	39199
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	216	211
所有者权益	1340	1632	2001	2437
负债权益总计	24025	28645	33421	39199

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	389	482	576
拨备前利润	363	535	679	811
资产损失准备	30	61	80	103
税前利润	333	475	599	708
所得税	76	109	138	163
净利润	258	365	461	545
归属于母公司净利润	258	365	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%	297.84%	292.91%	286.76%
拨备/贷款总额	2.05%	2.13%	2.22%	2.36%

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	11.80	8.32	6.59	5.46
P/B	2.27	1.86	1.52	1.22

P/PPoP	8.37	5.68	4.48	3.67
股息收益率	1.70%	2.40%	3.03%	3.66%

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	1.69	2.14	2.58
BVPS	6.21	7.57	9.27	11.54
PPoPPS	1.68	2.48	3.14	3.84
DPS	0.24	0.34	0.43	0.52

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%	24.59%	25.38%	24.57%
ROAA	1.15%	1.39%	1.49%	1.50%
财务杠杆(倍)	19.71	17.72	17.08	16.36

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%	39.50%	39.00%	39.00%
信用成本	0.23%	0.40%	0.45%	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%	47.41%	26.74%	19.49%
净利润增长	41.32%	41.80%	26.19%	18.24%

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)_季报点评	沐华	2010-11-01
招商银行(600036.sh)_中报点评	沐华	2010-08-19
招商银行(600036.sh)_公司跟踪研究报告	沐华	2010-07-09

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	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 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	020-87555888-612			

注：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。

免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。