

招商银行(600036.SH) 2010 年年报点评：二次转型积极效应初显

招商银行(600036)

行业：银行业

2011.4.1

评级：谨慎推荐

当前价格：14.09 元/股

52 周股价走势图



分析师

俞冲

执业证书编号：S0320510120011

联系电话：020-87323663

联系电邮：Yuchong@gzs.com.cn

相关报告

广证研究

投资要点

- 公司 2010 年全年总共实现营业收入 713.77 亿元，同比增长 38.74%，实现净利润 257.69 亿元，同比增长 41.32%，折合每股净利润 1.23 元，与我们 EPS1.25 元的预测值基本相符。主要正面拉动因素来自于利息业务的“量价齐升”、中间业务的快速增长以及成本压缩；主要负面因素则体现在拨备支出快速增加。
- 利息业务“量价齐升”：2010 年招行利息业务规模与收益率都呈现出强劲的增长趋势，其中生息资产同比增长 29.54%，仅略低于 2009 年 31.59% 的水平，净息差大幅回升 42bps 至 2.65%，升幅位居行业前列。两方面作用下，拉动公司利息净收入同比增长 41.40%。生息资产的增长体现了公司在资本金补充以后重新获得了规模扩张能力，而净息差的反弹一方面显示了招行资产负债结构对基准利率走向的高敏感性，另一方面也标志着公司以降低资本消耗、提升定价能力，提高成本控制水平为核心的业务“二次转型”取得了初步成效。我们预计 2011 年的规模增速将趋于平稳，而净息差则继续处于上升通道。
- 中间业务重回快速增长通道：2010 年招行总共实现手续费及佣金净收入 113.3 亿元，同比增加了 41.75%，一举扭转了此前两年增速乏力的局面。分业务看，各项业务增速较为均衡，但由于对业务支出控制到位，在各项业务快速增长的情况下，手续费支出比 2009 年减少了 6.98%。
- 成本压缩反拉业绩：公司全年管理费用率同比下降 4.96 个百分点至 39.90%，对于业绩的提升程度显著。但与 2009 年以前约 35% 左右的水平相比仍有一定距离，我们认为这与公司新业务产品开发力度大以及网点扩张有一定联系，而分季度看，公司在前 3 季度，通过控制费用反拉业绩效果明显，但 4 季度大幅计提了 96.63 亿元管理费用，同比增加了 42.08%。

- 信用成本有所上升：公司 2010 年计提资产减值损失 55.01 亿元，比 2009 年增长 85.16%，将信用成本拉高至 0.43%。主要原因一方面是公司进一步严格了不良贷款的划分标准，下调了部分地方政府融资平台贷款及按揭贷款的评级，令不良贷款余额与不良率均有微幅增长，另一方面则与公司信贷增长较快，组合拨备增加有关。这显示了公司对资产质量审慎的态度，而随着监管趋严，拨贷率监管进入实施阶段，公司未来信用成本如此前几年般出现大幅下降为小概率事件。
- 盈利预测与投资评级：我们上调公司 2011-2013 年每股净利润为 1.74 元、2.18 元和 2.33 元，折合动态 PE8.11 倍、6.47 倍和 6.04 倍，处于安全区间。公司二次转型符合中国银行业未来进一步市场化和创新化的发展趋势，显示了公司管理决策团队长远的战略眼光，未来有望持续提升公司的可持续成长性和竞争力，继续维持招商银行“谨慎推荐”投资评级。
- 风险提示： 资产质量恶化，信用成本大幅增加。

附录

表 1. 招商银行盈利预测：单位（亿元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	553.08	514.46	713.77	999.67	1,234.42	1,314.08
利息净收入	468.85	403.64	570.76	842.36	1,061.38	1,314.08
手续费及佣金净收入	77.44	79.93	113.30	124.63	137.09	0.00
其他非息净收入	6.79	30.89	29.71	32.68	35.95	0.00
二、营业支出	288.96	295.33	384.13	530.66	648.60	680.83
营业税金及附加	32.96	31.29	41.53	59.97	74.21	78.69
管理费用	203.40	230.78	284.81	404.99	515.46	535.15
资产减值损失	51.54	29.71	55.01	65.70	58.93	67.00
三、营业利润	264.12	219.13	329.64	469.01	585.81	633.25
四、利润总额	267.59	223.84	333.43	474.32	592.37	640.23
减：所得税	58.13	41.49	75.74	99.40	122.62	137.14
五、净利润	209.46	182.35	257.69	374.93	469.75	503.09
减：少数股东损益	-1.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	210.77	182.35	257.69	374.93	469.75	503.09
六、每股收益	1.43	0.95	1.23	1.74	2.18	2.33

资料来源：广州证券研究所

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。