

评级：强烈推荐（维持）

金融行业/银行

公司研究报告

 第一创业研究所
 陈曦 S1080209110060

 电话：0755-25832903
 邮件：chenxi@fcsc.cn

招商银行（600036.SH）10 年年报点评

——稳健经营还看招行

报告要点：

- 公司10年净利润258亿，同比增长41.32% 基本每股收益1.231元，摊薄后每股收益1.19元。ROAA1.15%，ROAE22.73%，公司的ROAA与ROAE在上市银行中都处于较高水平。

表1 利润表各项目同比及环比增速

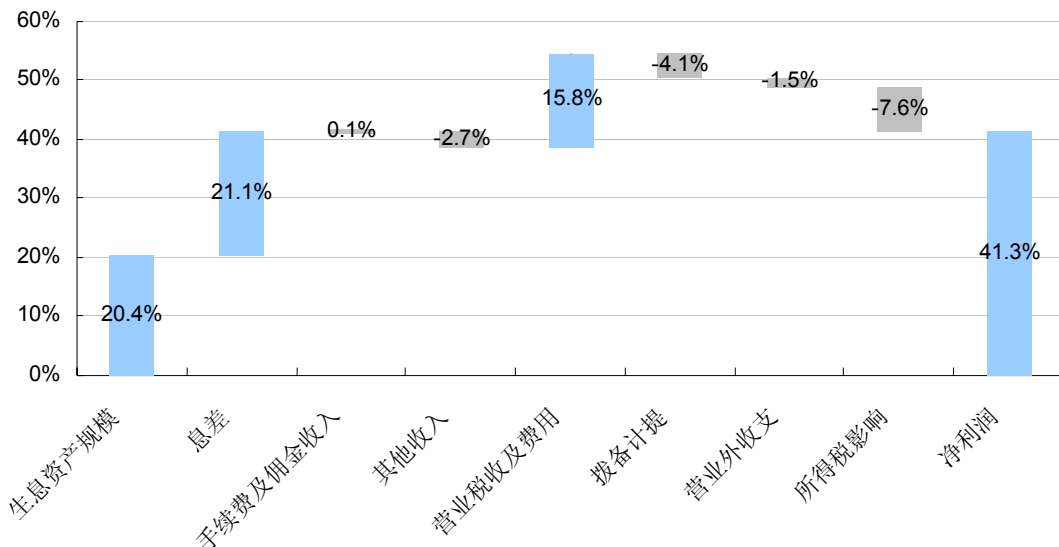
	累计同比				单季环比			
	2007	2008	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
营业收入	63.3%	35.0%	-7.0%	38.7%	14.7%	10.8%	6.1%	9.3%
利息净收入	57.6%	38.3%	-13.9%	41.4%	10.2%	10.5%	5.0%	11.6%
手续费及佣金净收入	156.1%	20.3%	3.2%	41.7%	33.1%	21.3%	-4.5%	13.9%
营业支出	35.6%	44.2%	2.2%	30.1%	0.3%	-0.7%	13.0%	49.3%
管理费用	50.8%	41.7%	13.5%	23.4%	-19.4%	10.6%	20.0%	32.8%
资产减值损失	-10.5%	55.9%	-42.4%	85.2%	559.7%	-46.2%	-30.1%	331.1%
拨备前营业利润	73.1%	30.3%	-21.2%	54.6%	56.5%	11.2%	-2.3%	-7.9%
营业利润	103.0%	26.3%	-17.0%	50.4%	35.3%	23.0%	0.2%	-29.1%
利润总额	102.4%	27.2%	-16.3%	49.0%	29.0%	22.7%	2.1%	-29.7%
净利润	114.5%	37.4%	-12.9%	41.3%	14.6%	23.4%	1.2%	-29.8%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- 息差稳健上升，二次转型成效显著
 - 规模、息差与费用是主要的利润驱动因素 公司10年净利润增长41.3%，息差提升的贡献最大，贡献了利润增长的21.1个百分点，其次是规模的扩张，贡献了20.4个百分点，此外，成本收入比的降低也贡献了15.8个百分点。负面影响因素主要有所谓实际税率的上升，以及拨备支出的大幅增加。



图1 2010年净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **存贷款增长中规中矩，贷存比吃紧** 公司贷款全年增长20.7%，略高于19.6%的行业增速。存款增长18%，略低于行业19.6%的增速。公司的存款增速在股份制银行中略显偏慢，主要与10年存款基础薄弱的股份制商业银行加大揽存力度有关，公司在存款市场的优势被一定程度上削弱。公司10年末贷存比水平74.59%，较前两年有所上升，已接近75%的监管红线。公司的资产负债结构在10年保持平稳，没有太大变化。与不少上市银行增加了在同业市场的资产负债配置不同，公司年末的同业资产余额较年初有小幅下降。

表2 资产负债余额同比增速

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产	29.9%	40.2%	31.1%	32.1%	22.5%	17.5%	18.7%	16.4%
贷款	42.3%	56.1%	46.9%	35.6%	28.0%	18.0%	20.6%	20.7%
全行业贷款	24.4%	30.3%	31.5%	33.0%	24.1%	19.2%	18.7%	19.6%
付息负债	31.9%	42.4%	32.3%	31.4%	20.7%	14.4%	15.0%	15.8%
存款	45.1%	47.2%	32.2%	28.6%	13.4%	13.7%	18.4%	18.0%
全行业存款	24.4%	30.3%	31.5%	33.0%	24.1%	19.2%	18.7%	19.6%

资料来源：公司公告，中国人民银行，第一创业研究所

表3 资产负债余额环比增速

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产	13.2%	9.7%	2.4%	3.9%	5.0%	5.1%	3.4%	1.9%
贷款	11.4%	15.9%	1.6%	3.5%	5.1%	6.8%	3.8%	3.6%
全行业贷款	14.2%	8.8%	4.1%	2.8%	6.6%	4.5%	3.6%	3.7%
付息负债	14.7%	9.6%	2.5%	2.0%	5.4%	3.8%	3.0%	2.7%
存款	15.7%	6.5%	2.8%	1.6%	2.1%	6.8%	7.0%	1.2%
全行业存款	12.1%	8.2%	3.0%	2.4%	6.6%	5.5%	4.0%	2.4%

资料来源：公司公告，中国人民银行，第一创业研究所



表4 生息资产/付息负债结构

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
现金及存放央行	10.7%	10.7%	11.4%	10.6%	10.4%	11.2%	11.2%	12.4%
同业资产	15.2%	12.8%	11.5%	13.2%	13.8%	12.8%	12.1%	11.1%
债券投资	18.6%	17.9%	18.9%	18.3%	17.9%	17.1%	17.6%	16.4%
贷款	55.5%	58.6%	58.2%	57.9%	57.9%	58.9%	59.1%	60.1%
同业负债	11.0%	13.8%	13.5%	13.9%	16.6%	14.4%	11.2%	12.7%
存款	86.6%	84.1%	84.4%	84.0%	81.4%	83.7%	86.9%	85.6%
发行债券	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	1.6%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **息差平稳提升** 公司年报披露的10年全年净息差2.65%，较09年提升了42BP，高于行业一般水平。多数上市银行10年的息差提升更多地受益于负债成本的下降，但公司年报披露的付息负债成本率较09年下降13BP，而年报披露的生息资产收益率则上升28BP，生息资产收益率的上升对息差提升的贡献明显更大。公司10年贷款收益率4.87%，较09年的4.42%提升了45BP。10年公司加快推进二次转型，提高风险定价能力，优化资产负债结构是二次转型的工作重点，从结果来看，公司的资产收益率水平确有较大提升，显示了公司良好的执行力。

表5 累计息差（资产负债平均余额在季度平均数的基础上再平均计算得出）

	1Q09	1H09	1-3Q09	2009	1Q10	1H10	1-3Q10	2010
生息资产收益率	3.92%	3.64%	3.56%	3.54%	3.63%	3.68%	3.70%	3.77%
付息负债成本率	1.69%	1.57%	1.50%	1.44%	1.30%	1.29%	1.30%	1.32%
净利差	2.24%	2.07%	2.06%	2.09%	2.34%	2.38%	2.39%	2.45%
净利息收益率	2.33%	2.15%	2.14%	2.17%	2.42%	2.47%	2.48%	2.55%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

表6 单季息差（资产负债平均余额以期初期末平均数计算）

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产收益率	3.92%	3.38%	3.43%	3.46%	3.63%	3.72%	3.73%	3.98%
付息负债成本率	1.69%	1.46%	1.38%	1.29%	1.30%	1.29%	1.32%	1.35%
净利差	2.24%	1.92%	2.05%	2.17%	2.34%	2.43%	2.41%	2.62%
净利息收益率	2.33%	1.99%	2.12%	2.24%	2.42%	2.51%	2.51%	2.72%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **四季度不良贷款余额反弹，后续拨备压力不大** 公司10年末不良贷款余额96.86亿，不良贷款率0.68%，皆较年初下降。但第四季度不良贷款余额较三季度末反弹了8.62亿。公司拨备覆盖率已超过300%，拨贷比达到2.05%。公司10年信贷成本为0.42%，如果公司被认定为“系统重要性银行”，则预计在13年前，拨贷比要达到2.5%，这种情形下我们估算公司11年、12年的信贷成本约上升至0.51%。如果公司未被认定为“系统重要性银行”，则11年、12年的信贷成本估算约为0.44%。两种情形下信贷成本的上升对利润增长的负面影响都较为微小。



表7 不良贷款与拨备

	2007	2008	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
不良贷款（百万）	10,394	9,677	9,732	9,686	9,376	8,850	8,824	9,686
不良贷款率	1.54%	1.11%	0.82%	0.68%	0.74%	0.67%	0.64%	0.68%
拨备覆盖率	180%	223%	247%	302%	272%	298%	304%	302%
拨贷比	2.79%	2.47%	2.02%	2.05%	2.01%	1.98%	1.94%	2.05%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **维持对公司的“强烈推荐”评级** 公司管理良好，经营稳健。从平台贷款投放情况来看，公司的资产质量面临的不确定性风险应小于行业一般水平。公司已计提了较充足的拨备，未来拨备支出不会大幅影响公司业绩。公司正在加快推进二次转型，致力于提高资产的盈利能力，公司良好的执行力是二次转型成功的保证，10年年报也交出了一份二次转型的靓丽答卷。此外公司的贷款重定价周期较短，同时活期存款的占比较高，加息周期下公司息差的上升速度将快于行业一般水平。预计公司2011年、2012年EPS分别为1.47元、1.85元，对应PE9.75倍、7.77倍，维持“强烈推荐”评级。



财务预测

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.95	1.19	1.47	1.85
BVPS	4.85	6.21	7.39	8.86
P/E	15.02	12.00	9.75	7.77
P/B	2.95	2.31	1.94	1.62

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	1.01%	1.16%	1.22%	1.31%
ROAE	21.17%	22.73%	21.63%	22.65%
净息差 (SPREAD)	2.09%	2.44%	2.65%	2.67%
净息差 (NIM)	2.17%	2.54%	2.77%	2.80%
信贷成本	0.28%	0.42%	0.51%	0.51%
成本收入比	44.86%	39.90%	38.66%	36.86%
所得税有效税率	18.54%	22.72%	23.02%	23.02%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	40,364	57,076	72,071	85,424
手续费净收入	7,993	11,330	14,891	19,544
其他非息收入	3,089	2,971	1,454	1,675
营业收入	51,446	71,377	88,416	106,644
营业费用与税金	26,207	32,634	39,329	45,518
资产减值损失	2,971	5,501	7,872	9,402
营业利润	21,913	32,964	41,215	51,724
营业外收支净额	471	379	0	0
利润总额	22,384	33,343	41,215	51,724
所得税	4,149	7,574	9,487	11,906
少数股东利润	0	0	0	0
母公司所有者利润	18,235	25,769	31,728	39,818

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	216,167	294,955	355,076	415,350
同业资产	270,125	264,425	309,311	361,817
证券投资	375,386	391,751	475,449	489,708
贷款总额	1,185,822	1,431,451	1,658,340	1,977,511
贷款损失准备	24,005	29,291	37,163	46,565
贷款净额	1,161,817	1,402,160	1,621,177	1,930,946
生息资产总额	2,047,500	2,382,582	2,798,177	3,244,386
总资产	2,058,343	2,392,909	2,811,056	3,255,168
同业负债	265,119	282,023	335,190	361,588
存款	1,608,146	1,897,178	2,219,225	2,595,939
应付债券	40,731	36,285	36,285	36,285
付息负债	1,913,996	2,215,486	2,590,700	2,993,812
总负债	1,975,158	2,268,501	2,651,667	3,063,925
少数股东权益	0	0	0	0
母公司所有者权益	92,783	134,006	159,389	191,243

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	0.82%	0.68%	0.66%	0.66%
不良贷款净生成率	0.01%	0.00%	0.08%	0.12%
拨备覆盖率	246.66%	302.41%	340.00%	355.00%
拨备/贷款总额	2.02%	2.05%	2.24%	2.35%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.45%	11.47%	11.39%	11.62%
核心资本充足率	6.63%	8.04%	8.34%	8.82%
杠杆倍数	22.18	17.86	17.60	16.99

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120