

日期: 2011 年 3 月 28 日

行业: 银行业



郭敏, CFA

021-53519888-1920

guomin@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120028

基本数据 (2010)

报告日股价 (元)	14.33
12mth A 股价格区间 (元)	12.49/16.08
总股本 (百万股)	21576.609
无限售 A 股/总股本	81.88%
流通市值 (百万元)	309,193
每股净资产 (元)	6.21
PBR (X)	2.31
DPS (Y10, 元)	0.29

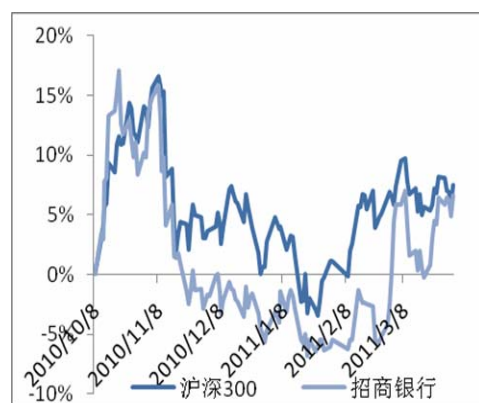
主要股东 (2010)

香港中央结算有限公司	17.83%
招商局轮船股份有限公司	12.40%
中国远洋运输总公司	5.95%

收入结构 (2010)

利息净收入	79.67%
手续费净收入	15.87%
投资净收益	2.12%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

首次报告日期: 2008 年 3 月 5 日

息差大幅提升, 拨贷比影响有限

■ 报告背景:

招商银行公布 2010 年报: 年报显示公司实现营业收入 713.77 亿元, 同比增长 38.74%, 实现归属于母公司的净利润 257.69 亿元, 同比 41.32%, 每股收益 1.19 元。拟每 10 股派息 2.9 元。

■ 主要观点:

规模增长、息差管理费用是业绩增长的三大驱动因素

公司业绩低于预期, 主要是公司四季度增提拨备因素。进一步分解得: 规模增长 (25.7%)、息差 (18.83%)、管理费用 (14.4%)。主要负面因素为所得税 (-7.6%)、拨备因素 (-4.2%)、其他非息收入 (-2.7%)。

息差大幅度提升, 加息周期下, 息差敏感性更强

公司在 2010 息差 2.65%, 较 09 年上升了 42 个基点, 环比 3 季度上升 7 个 BP, 其是上市银行中息差反弹幅度最大的银行。公司的资产负债结构对息差较为敏感。未来在加息周期下, 公司的息差表现将好于同业。

不良贷款小幅反弹

公司四季度末不良贷款余额 96.86 亿元, 较三季度末微升 8.62 亿元, 不良贷款率为 0.68%, 仍处在一个较低的水平。

四季度增提拨备, 拨贷比可在近两三年内达标

公司四季度末, 拨贷比为 2.05%。四季度加大了拨备计提的力度。四季度单季度计提拨备 25.22 亿元。全年信贷成本 0.48%。公司在不降低信贷成本的情况下, 即保持 0.48% 的信贷成本下, 在 2013 年即可以实现拨贷比 2.5% 的标准。拨贷比对整体业绩的影响并不大。

■ 投资建议

目前股价对应 11 年、12 年市净率 2.14 倍、1.76 倍。公司二次转型有助于其持续发展, 我们维持其“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	51,446	71,377	90,356	107,312
年增长率 (%)	-6.98	38.74	26.59	18.77
归属于母公司的净利润	18,235	25,769	32,920	39,233
年增长率 (%)	-13.48	41.32	27.75	19.18
每股收益 (元)	0.845	1.194	1.526	1.818
PBR (X)	3.33	2.62	2.14	1.76

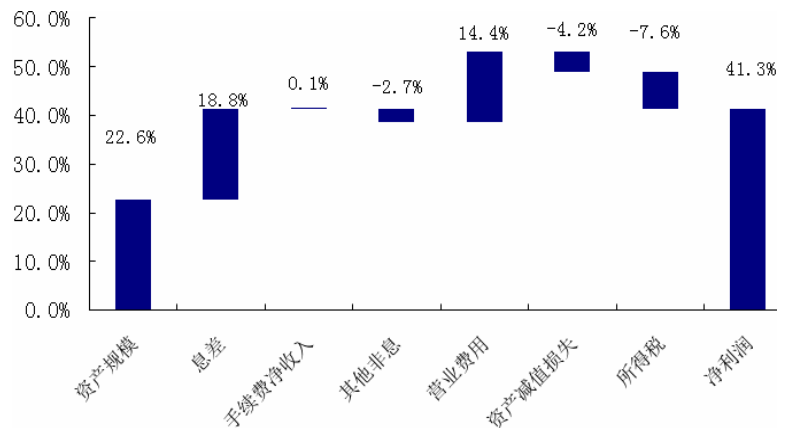
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

■ 主要观点:

规模增长、息差、管理费用是主要的业绩驱动因素

公司的业绩低于我们的预期，公司四季度拨备计提略超预期。公司业绩主要驱动因素为规模增长（25.7%）、息差（18.83%）、管理费用（14.4%）。主要负面因素为所得税（-7.6%）、拨备因素（-4.2%）、其他非息收入（-2.7%）。

图 1 10 年业绩驱动因素分解



数据来源：公司报告，上海证券研究所

资产规模稳健增长

公司 2010 年末总资产达到 2.40 万亿，同比增长 16.18%，总负债 2.27 万亿，同比增长 14.85%。贷款总额 1.43 万亿，同比增长 20.71%，存款 1.90 万亿，同比增长 17.97%。

息差大幅度提升

公司在 2010 息差 2.65%，较 09 年上升了 42 个基点，环比 3 季度上升 7 个 BP，其是上市银行中息差反弹幅度最大的银行。公司的资产负债结构对息差较为敏感。在升息过程中，息差的提升幅度较大。从存贷款利差来看，公司 2010 年存贷利差为 3.63%，较 09 年提升 60 个 BP。未来在加息的环境中，公司高达 56.87% 的活期存款将有助于息差的进一步提升。

手续费业务同比增长 77%

手续费收入增长良好，手续费净收入占营业收入的比重提升至 15.87%，较 09 年提升了 1.87 个百分点。银行卡业务、信贷承诺及贷款业务佣金增长较快，分别为 42.75% 和 54.08%。

四季度不良贷款有所反弹

公司四季度末不良贷款余额 96.86 亿元，较三季度末微升 8.62 亿元，不良贷款率为 0.68%。考虑到公司的不良贷款的绝对值已经处在一个

较低的水平。小幅度的不良贷款余额的反弹不足以认为其资产质量的变化，公司的风险控制水平仍较严格，我们维持未来两年不良贷款余额小幅继续小幅攀升的判断。

四季度增提拨备，拨贷比可在近两三年内达标

公司四季度末，拨贷比为 2.05%。四季度加大了拨备计提的力度。四季度单季度计提拨备 25.22 亿元。全年信贷成本 0.48%。公司在不降低信贷成本的情况下，即保持 0.48% 的信贷成本下，在 2013 年即可以实现拨贷比 2.5% 的标准。拨贷比对整体业绩的影响并不大。

公司成本收入比有所改善

公司的成本收入比下降至 39.9%，较 09 年下降了 5.86 个百分点，公司零售银行战略进入了整固期，费用控制得力。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持“跑赢大市”

预计公司 11 年、12 年的每股收益为 1.53 元和 1.82 元，每股净资产为 6.70 元和 8.15 元，对应 11 年、12 年市盈率和市净率分别为 9.39 倍、7.88 倍和 2.14 倍、1.76 倍。公司“二次转型”后，有望实现持续增长。公司的资产负债结构在加息周期下，对息差更加敏感，未来息差表现有望超预期，我们维持其“跑赢大市”评级。

附表 1：招商银行损益简表及预测（单位：百万元人民币）

项 目	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	51,446	71,377	90,356	107,312
利息净收入	40,364	57,076	71,700	84,922
利息收入	65,838	84,513	106,167	125,745
减：利息支出	25,474	27,437	34,467	40,823
手续费及佣金净收入	7,993	11,330	14,163	16,995
手续费及佣金收入	9,153	12,409	15,511	18,614
减：手续费及佣金支出	1,160	1,079	1,349	1,619
投资净收益	1,028	1,317	1,580	1,896
公允价值变动净收益	450	-55	-63	-73
汇兑净收益	1,252	1,356	1,627	1,953
其他业务收入	359	353	388	423
营业支出	29,533	38,413	47,769	56,558
营业税金及附加	3,129	4,153	5,257	6,244
管理费用	23,078	28,481	35,239	41,852
资产减值损失	2,971	5,501	7,273	8,463
营业利润	21,913	32,964	42,587	50,754
加：营业外收入	534	470	0	0
减：营业外支出	63	91	0	0
利润总额	22,384	33,343	42,587	50,754

减：所得税	4,149	7,574	9,667	11,521
净利润	18,235	25,769	32,920	39,233
总股本（百万股）	21,577	21,577	21,577	21,577
EPS(元)	0.845	1.194	1.526	1.818
BVPS(元)	4.300	5.479	6.699	8.154

资料来源：公司报告，上海证券研究所

附表 2 招商银行主要指标假设

主要经营指标	2007	2008	2009	2010	主要假设	2009	2010A	2011E	2012E
核心资本充足率	9.02%	6.56%	6.63%	8.04%	生息资产	1,806,243	2,150,615	2,524,822	2,916,169
资本充足率	10.67%	11.34%	10.45%	11.47%	增长率(%)	31.59%	19.07%	17.40%	15.50%
不良贷款率	1.54%	1.11%	0.82%	0.68%	生息负债	1,697,992	2,008,402	2,349,830	2,714,054
存贷比	70.11%	70.75%	74.45%	74.59%	增长率(%)	35.06%	18.28%	17.00%	15.50%
拨备覆盖率	180.39%	223.29%	246.66%	302.41%	存款总额	1,608,146	1,897,178	2,223,493	2,605,933
成本收入比	35.05%	36.78%	44.86%	39.90%	增长率(%)	28.59%	17.97%	17.20%	17.20%
杠杆比例	18.24	19.54	21.12	19.71	贷款余额	1,185,822	1,431,451	1,663,346	1,937,798
收入结构	2007	2008	2009	2010	平均贷款余额	1,030,092	1,308,637	1,547,399	1,800,572
利息净收入	82.77%	84.77%	78.46%	79.67%	增长率(%)	35.62%	20.71%	16.20%	16.50%
手续费净收入	15.72%	14.00%	15.54%	15.87%	贷款拨备总额	24,005	29,291	36,985	45,773
投资净收益	0.23%	-0.86%	2.00%	2.12%	贷款净额	1,161,817	1,402,160	1,626,361	1,892,026
公允价值变动	0.72%	-0.17%	0.87%	0.04%	净息差(NIM)	2.25%	2.57%	2.75%	2.82%
汇兑损失	0.55%	2.08%	2.43%	1.80%	手续费净增速	3.22%	41.75%	25.00%	20.00%
其他	0.00%	0.18%	0.70%	0.50%	成本收入比	44.86%	39.90%	39.00%	39.00%
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	不良贷款率	0.82%	0.68%	0.64%	0.62%
					不良贷款余额	9,724	9,686	10,645	12,014
平均资产指标	2007	2008	2009	2010	信贷成本	0.30%	0.48%	0.47%	0.47%
净利息收入/平均资产	3.02%	3.25%	2.22%	2.55%	当期计提准备	3,073	6,241	7,273	8,463
利息收入/平均资产	4.60%	5.04%	3.62%	3.78%	有效税率	18.54%	22.72%	22.70%	22.70%
利息费用/平均资产	1.58%	1.79%	1.40%	1.23%	拨备覆盖率	246.87%	302.41%	347.43%	380.98%
净手续费收入/平均资产	0.57%	0.54%	0.44%	0.51%	其他	2007	2008	2009	2010
手续费收入/平均资产	0.65%	0.61%	0.50%	0.56%	个人贷款	175,026	232,635	381,877	495,988
手续费支出/平均资产	0.07%	0.07%	0.06%	0.05%	增长率	71.62%	32.91%	64.15%	29.88%
投资净收益/平均资产	0.01%	-0.03%	0.06%	0.06%	个贷占比	26.00%	26.61%	32.20%	34.65%
公允价值变动/平均资产	0.03%	-0.01%	0.02%	0.00%	活期存款	541,648	641,442	880,517	1,078,835
汇兑收益/平均资产	0.02%	0.08%	0.07%	0.06%	活期存款占比	57.39%	51.29%	54.75%	56.87%
管理费用/平均资产	1.28%	1.41%	1.27%	1.27%	个人存款	326,533	524,927	639,021	703,599
拨备前利润/平均资产	2.16%	2.19%	1.37%	1.72%	增长率	4.67%	60.76%	21.74%	10.11%
税前利润/平均资产	1.88%	1.86%	1.23%	1.49%	零售存款占比	34.60%	41.97%	39.74%	37.09%
ROAA	1.36%	1.46%	1.00%	1.15%	员工人数	28,971	36,916	40,340	43,089
ROAE	24.77%	28.40%	21.17%	22.73%	营业网点	579	674	745	830

资料来源：公司报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。