

招商银行(600036)一季报点评

推荐

维持评级

金融/银行

发布时间: 2011 年 4 月 28 日

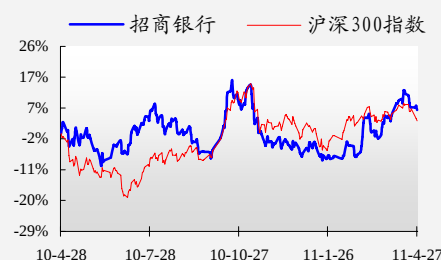
投资要点:

- 招商银行公布 2011 年一季报, 2011 年第一季度实现营业收入 223.23 亿元, 同比增长 42.91%, 实现净利润 88.10 亿元, 同比增长 49.09%; 实现每股收益 0.41 元, 每股净资产 6.62 元, 实现加权平均净资产收益率 25.79%; 比去年同期上升 3.08 个百分点。
- 2011 年第一季度, 招商银行的净息差恢复为 3.06%, 同比上升了 57 个基点, 环比也上升了 41 个基点, 是目前已经公布季报中上升最为明显的, 这也符合我们对招商银行的一贯判断, 他的资产负债结构决定了他在加息周期净息差上升的弹性是最大的。
- 资产质量维持双降, 信贷成本同比略降, 但是与 2010 年全年的水平依旧轻微上升, 整体上招商银行的拨备政策依旧保持一定力度, 没有出现过大的释放拨备力度, 但是从同比角度有轻微的释放。
- 维持前期盈利预测和推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2009	5,144,600	(6.98)	1,823,500	(13.49)	0.95	21.2	15.47	
2010E	7,137,700	38.74	2,576,900	41.32	1.23	21.75	11.95	
2011E	9,635,895	35.00	3,668,100	42.19	1.7	25.33	8.65	
2012E								

走势图



市场数据

2011-4-28

收盘价:	14.68 元
52 周最高价:	16.08 元
52 周最低价:	12.10 元
平均持仓成本:	14.19 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	2,157,661
流通 A 股 (万股):	1,766,613
每股收益 (元):	0.41
每股净资产 (元):	6.62
每股经营现金流 (元):	0.25
市净率:	2.22

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

事件:

招商银行4月28日公布2011年一季度季报; 11年第一季度净利润同比增长: 11年3月31日, 招商银行资产总额达到25847.23亿元, 比年底增长7.58%, 存款余额20320.77亿元, 比年底增长7.11%, 各项贷款余额15057.61亿元, 比年底增长5.19%; 比年初新增了743亿元的贷款; 而2010年第一季度和第二季度分别增长858.62亿元和590亿元贷款; 第三季度又新增了512亿元的贷款, 第四季度又新增了495亿元的贷款, 2011年第一季度实现营业收入223.23亿元, 同比增长42.91%, 实现净利润88.10亿元, 同比增长49.09%; 实现每股收益0.41元, 每股净资产6.62元, 实现加权平均净资产收益率25.79%; 比去年同期上升3.08个百分点。

一、2011年第一季度公司业绩增长的主要动力

1.1 生息资产规模迅速增长和净息差见底回升使净利息收入同比恢复增长: 2011年1-3月, 招商银行实现利息净收入173.57亿元, 同比增长38.70%, 净利息收入同比恢复增长的原因主要是生息资产规模的迅速增长:

1.1a 贷款稳健增长和存贷款结构变化

09年全年, 招商银行贷款规模相对于年初的增速达到35.8%, 09年全年新增3114.6亿元的贷款, 10年全年招商银行新增了2456亿元的贷款, 11年第一季度又新增了495亿元的贷款, 从贷款的结构看, 10年第一季度末, 银行新增858.62亿元的贷款; 票据贴现的余额继续冲回, 下降到830亿元, 冲回了200亿元左右, 如果考虑票据贴现的冲回, 则一般贷款的增加超过了1000亿元, 票据贴现的占比也下降到6.88%, 10年年末, 票据贴现的余额为649.48亿元, 相对于第三季度末的水平有所增加, 不过比年初的水平明显下降, 票据贴现的占比为4.54%, 比年初的8.65%下降了4.11个百分点, 11年第一季度末, 招商银行的票据贴现的余额为653亿元, 比年末轻微增加, 票据贴现的占比为4.34%, 占比依旧下降, 但是贴现规模在大幅度压缩的空间已经很小, 2010年年末, 银行零售贷款的占比为34.65%, 比年初的32.20%上升了2.45个百分点, 其中个人住房贷款占零售贷款的比重达到了60.28%, 占总贷款的比重为20.89%, 2011年一季度末, 招商银行零售贷款的占比为35.26%, 比年初的水平依旧提高; 从存款的结构上看, 10年一季度末, 活期存款占比达到56.13%, 继续上升了1.38个百分点。10年年末, 活期存款占比达到了56.87%, 比第三季度末的水平上升了2.33个百分点, 比09年全年的54.75%上升了2.12个百分点。11年一季度末, 活期存款的占比达到了56.70%, 比年初的水平基本持平, 略有下降。

1.1b 净息差同比恢复上升, 09第三季度之后逐步实现了环比上升

2009年全年末, 招商银行的净息差上升到2.23%, 据银行透露, 招行的净息差在5月份探底, 在8月份环比回升, 今年一季度回升明显, 已经达到了2.56%左右, 不过08年全年招商银行的净息差为3.42%, 同比下降幅度达到了119个基本点, 同时招行的贷款规模增长也比较稳健, 因此招商银行没有完全实现以量补价, 净利息收入同比依旧下降。

2010年第一季度末, 招商银行的净息差恢复到2.49%, 比09年第四季度末环比上升了26个基本点, 比2009年第一季度末的2.47%同比上升了2个基本点, 预计未来将继续

实现环比上升。

2010 年全年，招商银行的净息差恢复到 2.65%，比去年同期的 2.23% 上升了 42 个基点，从净息差上升的来源看，生息资产的收益率上升了 28 个基点，付息负债的成本下降了 13 个基点，从存贷利差的角度看，2010 年全年，招商银行的存贷利差恢复到 3.63%，比去年同期的 3.03% 上升了 60 个基点，属于净息差恢复弹性比较大的银行。

2011 年第一季度，招商银行的净息差恢复为 3.06%，同比上升了 57 个基点，环比也上升了 41 个基点，是目前已经公布季报中上升最为明显的，这也符合我们对招商银行的一贯判断，他的资产负债结构决定了他在加息周期净息差上升的弹性是最大的。

1.2 中间业务收入增速恢复：与其他已经公布年报的银行同业类似，由于受到国内外经济环境转暖的影响，招商银行的中间业务收入也实现了恢复式增长，11 年第一季度末，招商银行实现手续费净收入 39.22 亿元，同比增长 62.33%，各条线业务收入实现了全面的增长，中间业务收入占比为 17.57%，与 10 年年底的 15.87% 相比上升了 1.7 个百分点，除了中间业务收入之外，招商银行 11 年一季度实现其他净收入 10.44 亿元，比去年同期增加了 51.30%。整体招商银行一季度实现非息收入 39.22 亿元，占营业收入的比重为 17.57%。

1.3 实际税率同比有所上升。11 年一季度，招商银行的实际税率为 24.35%，比去年同期的 22.73% 相比上升了 1.62 个百分点。

1.4 成本收入比同比恢复下降趋势：由于营业收入的增速的逐步恢复和银行控制成本的努力，招商银行的成本收入比也恢复了下降趋势；其中，09 年全年的成本收入比为 44.5%，比去年同期的 36.5% 上升了 8 个百分点。但是 10 年第一季的成本收入比下降到 35.09%，比去年同期的 41.57% 下降了 6.46 个百分点。10 年中期的成本收入比为 35.05%，同比下降了 7.19 个百分点。10 年前三季度的成本收入比为 36.68%，比去年同期下降了 6.34 个百分点。10 年全年招商银行的成本收入比为 39.90%，比去年同期减少了 4.96 个百分点。11 年一季度，招商银行的成本收入比为 32.77%，比去年同期下降了 2.32 个百分点。

二、招商银行资产质量以及资产迁徙情况

从数据上看，招商银行的资产质量保持优良，保持了不良贷款率和不良贷款余额的下降；截止 2011 年 3 月 31 日，招商银行的不良贷款率从年初的 0.68% 下降到 0.61%，下降了 7 个基点，不良贷款余额为 92.60 亿元，比年初的 96.86 亿元下降了 4.26 亿元，不过与 10 年第三季度的 85.22 亿元相比环比出现了 7.38 亿元的上升，期末的贷款准备覆盖率为 335.31%，比年初的 302.41% 明显上升了 32.90 个百分点。如果从信贷成本的角度上说，10 年一季度招商银行计提了 25.17 亿元的坏账准备，年化的信贷成本上升到 0.52%；10 年全年招商银行计提了 62.41 亿元的贷款减值准备，10 年全年的信贷成本为 0.48%，比 09 年全年的 0.30% 上升了 18 个基点，11 年一季度招商银行的年化信贷成本为 0.50%，比去年同期下降了 2 个基点，但是比 10 年全年的水平上升了 7 个基点，整体上招商银行的拨备政策依旧保持一定力度，没有出现过大的释放拨备力度，但是从同比角度有轻微的释放。

此外，从拨贷比的角度上看，招商银行 10 年年末的拨贷比为 2.06%，2011 年一季度

末拨贷比为 2.05%，未来如果要求达标到 2.5%的话，还有一定的增加拨备的压力，但是与可比银行相比，增加拨备的压力整体较小。而且目前招商银行作为系统性重要银行的可能性正在大大降低，如果 2016 年前达标 2.5%的话，对于招商银行的净利润的影响将非常情味。

三、资本充足率情况

资本充足率在配股的作用下上升；10 年一季度末为 11.53%，核心资本充足率为 7.83%。（09 年年底的资本充足率及核心资本充足率分别为 10.45%和 6.63%，静态作用下配股后上升为 12.31%和 8.49%）。10 年上半年资本充足率和核心资本充足率为 11.60%和 8.05%10 年前三季度末的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.16%和 8.65%。10 年全年的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.47%和 8.04%，11 年一季度末的资本充足率为 10.91%，核心资本充足率为 7.66%。从未来的业务发展角度看，银行在一两年内有进一步融资的需要，但是目前还没有确切的融资方案。

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

从盈利预测的角度上看，由于招行 2011 年信贷成本增加的压力逐渐减轻，我们维持前期的盈利预测，预测招商银行 11 年实现净利润为 366.81 亿元，净利润的增长幅度为 42.19%，不考虑可能的融资方案的每股收益为 1.7 元，每股净资产为 7.2 元，按照最新收盘价 14.70 元计算，目前 11 年的动态 PE 和 PB 分别为 8.65 倍和 2.04 倍。

4.2 投资建议

招商银行的投资亮点在于：1、招商银行在降息周期的净息差下降幅度最大，实际也说明了如果宏观经济真的复苏进入升息周期之后，招商银行净息差的上升幅度和盈利能力的提高能力也是最快的；2、已经基本解决了发展的资本瓶颈问题，在贷款规模天量增加而宏观经济复苏基础尚且不稳固的基础上没有轻易的释放贷款拨备来平滑利润波动；3、收购永隆银行之后永隆经营的逐渐改善和协同效应的逐渐发挥；4、贷款结构逐渐调整，中小企业贷款业务发展顺利。目前估值水平经过股价下跌和业绩增长已经低于合理区间，因此上调投资评级为推荐，是我们 2011 年重点推荐的品种。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。