

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）11年1季报点评

——贷款风险定价水平提升明显

报告要点：

- **11年1季度净利润88亿，同比增长49%** 基本每股收益0.41元。ROAA1.44%，较去年1季上升0.31个百分点。ROAE25.79%，较去年1季度上升3.08个百分点。

表1 利润表各项目同比及环比增速

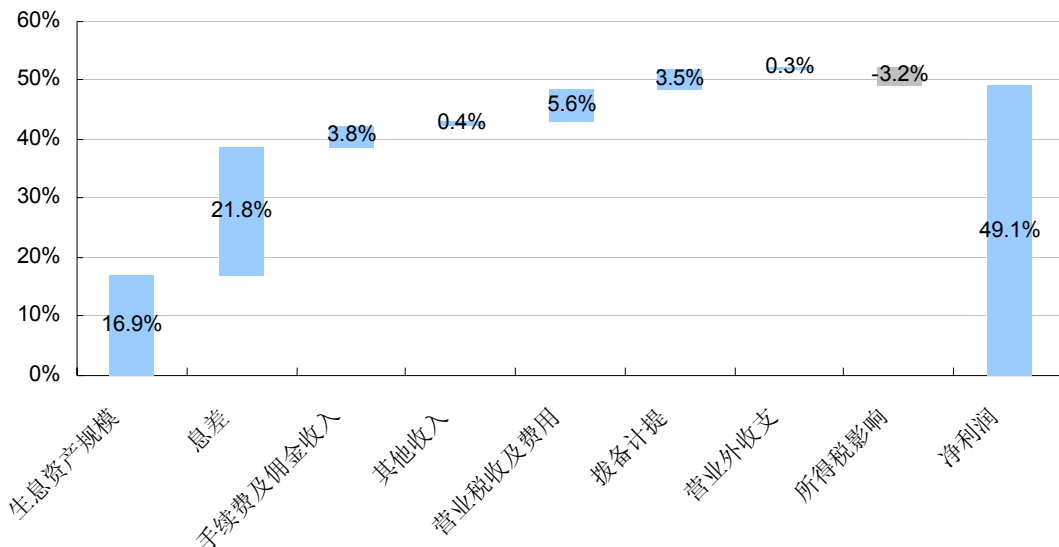
	累计同比				单季环比			
	2008	2009	2010	1Q11	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
营业收入	35.0%	-7.0%	38.7%	42.9%	10.8%	6.1%	9.3%	11.2%
利息净收入	38.3%	-13.9%	41.4%	38.7%	10.5%	5.0%	11.6%	7.1%
手续费及佣金净收入	20.3%	3.2%	41.7%	62.3%	21.3%	-4.5%	13.9%	23.1%
营业支出	44.2%	2.2%	30.1%	34.3%	-0.7%	13.0%	49.3%	-19.8%
管理费用	41.7%	13.5%	23.4%	33.5%	10.6%	20.0%	32.8%	-24.3%
资产减值损失	55.9%	-42.4%	85.2%	31.6%	-46.2%	-30.1%	331.1%	-18.8%
拨备前营业利润	30.3%	-21.2%	54.6%	48.5%	11.2%	-2.3%	-7.9%	48.4%
营业利润	26.3%	-17.0%	50.4%	52.0%	23.0%	0.2%	-29.1%	73.9%
利润总额	27.2%	-16.3%	49.0%	52.3%	22.7%	2.1%	-29.7%	72.9%
净利润	37.4%	-12.9%	41.3%	49.1%	23.4%	1.2%	-29.8%	69.9%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **息差上升迅速，中间业务收入高速增长**
 - **息差与规模是主要贡献因素** 公司1季度净利润49.1%的增长中，息差的提升是最主要驱动因素，贡献了21.8个百分点，其次是生息资产平均规模的增长，贡献了16.9个百分点。除了息差提升迅速以外，中间业务收入的高速增长是另一大亮点。1季度公司手续费及佣金净收入同比大幅增长62%，扭转了08年以来增长偏慢的局面，主要是银行卡手续费、代理服务手续费和托管及其他受托业务佣金的增加引起，而并非是隐性的息差收入，增长质量更优。1季度公司投资收益同比大幅增长227.04%，主要是账务处理上的改进，将原先计入利差收益的票据转贴现收益改记为价差收益。



图1 2011年1季度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

- **存贷款增长良好，资产负债结构保持稳定** 公司1季度贷款环比增长5.2%，存款环比增长7.1%，均高于行业水平。季末贷存比74.1%，稍显紧张。季末公司贷款占比60.11%，零售贷款占比35.26%，票据贴现占比4.63%，较季初小幅上升。存款方面活期占比56.7%，定期占比43.3%，与年初基本持平。1季度公司同业资产与同业负债增长偏快，同时减少了债券投资的余额，但资产负债结构整体基本稳定。

表2 资产负债余额同比增速

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产	40.2%	31.1%	32.1%	24.0%	17.5%	18.7%	16.4%	17.3%
贷款	56.1%	46.9%	35.6%	30.6%	18.0%	20.6%	20.7%	18.4%
全行业贷款	30.3%	31.5%	33.0%	24.1%	19.2%	18.7%	19.6%	16.0%
付息负债	42.4%	32.3%	31.4%	20.7%	14.4%	15.0%	15.8%	17.9%
存款	47.2%	32.2%	28.6%	13.4%	13.7%	18.4%	18.0%	23.8%
全行业存款	28.9%	28.1%	27.9%	21.7%	18.6%	19.8%	19.8%	17.7%

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

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产	9.7%	2.4%	3.9%	6.3%	3.9%	3.4%	1.9%	7.2%
贷款	15.9%	1.6%	3.5%	7.2%	4.6%	3.8%	3.6%	5.2%
全行业贷款	8.8%	4.1%	2.8%	6.6%	4.5%	3.6%	3.7%	3.3%
付息负债	9.6%	2.5%	2.0%	5.4%	3.8%	3.0%	2.7%	7.4%
存款	6.5%	2.8%	1.6%	2.1%	6.8%	7.0%	1.2%	7.1%
全行业存款	8.2%	3.0%	2.4%	6.6%	5.5%	4.0%	2.4%	4.8%

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

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
现金及存放央行	10.7%	11.4%	10.6%	10.3%	11.2%	11.2%	12.4%	12.7%
同业资产	12.8%	11.5%	13.2%	13.6%	12.8%	12.1%	11.1%	13.0%
债券投资	17.9%	18.9%	18.3%	17.6%	17.1%	17.6%	16.4%	15.3%
贷款	58.6%	58.2%	57.9%	58.4%	58.9%	59.1%	60.1%	59.0%
同业负债	13.8%	13.5%	13.9%	16.6%	14.4%	11.2%	12.7%	13.2%
存款	84.1%	84.4%	84.0%	81.4%	83.7%	86.9%	85.6%	85.4%
发行债券	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	1.6%	1.4%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **贷款风险定价水平明显提高，息差提升迅速** 公司通过明确贷款定价政策、加强贷款定价考核、加大产品创新力度及提升综合化服务等有力措施，实现了贷款风险定价水平的明显提高。1季度公司新发放的人民币一般性对公贷款以及个人贷款加权平均利率浮动比例分别较上年上升了7.13个百分点以及12.01个百分点。在定价能力提升以及加息重定价的双重作用下，公司1季度息差达到2.85%，较上季度显著提升13BP。

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）

	1H09	1-3Q09	2009	1Q10	1H10	1-3Q10	2010	1Q11
生息资产收益率	3.64%	3.56%	3.54%	3.61%	3.65%	3.68%	3.76%	4.30%
付息负债成本率	1.57%	1.50%	1.44%	1.30%	1.29%	1.30%	1.32%	1.55%
净利差	2.07%	2.06%	2.09%	2.31%	2.36%	2.38%	2.44%	2.74%
净利息收益率	2.15%	2.14%	2.17%	2.40%	2.45%	2.47%	2.54%	2.85%

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）

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产收益率	3.38%	3.43%	3.46%	3.61%	3.69%	3.73%	3.98%	4.30%
付息负债成本率	1.46%	1.38%	1.29%	1.30%	1.29%	1.32%	1.35%	1.55%
净利差	1.92%	2.05%	2.17%	2.31%	2.41%	2.41%	2.62%	2.74%
净利息收益率	1.99%	2.12%	2.24%	2.40%	2.50%	2.51%	2.72%	2.85%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **拨贷比较高，未来信贷成本可保持平稳** 公司1季度末不良贷款余额92.6亿，不良贷款率0.61%，较年初双降。1季度未年化信贷成本0.14%。拨备覆盖率上升至335%，拨贷比达到2.06%。如果公司被认定为非系统重要性银行，则在资产质量保持平稳的前提下，未来几年信贷成本较10年不会有显著上升。

表7 不良贷款与拨备

	2008	2009	2010	1Q11	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
不良贷款（百万）	9,677	9,732	9,686	9,260	8,850	8,824	9,686	9,260
不良贷款率	1.11%	0.82%	0.68%	0.61%	0.67%	0.64%	0.68%	0.61%
拨备覆盖率	223%	247%	302%	335%	298%	304%	302%	335%
拨贷比	2.47%	2.02%	2.05%	2.06%	1.98%	1.94%	2.05%	2.06%

资料来源：公司公告，第一创业研究所



- **加权风险资产口径变更致资本充足率下降明显，再融资可能性大** 公司1季度末资本充足率10.91%，核心资本充足率7.66%，分别较年初下降0.56及0.38个百分点。主要是由于公司遵照银监会11年1月颁布的《商业银行信用卡业务监督管理办法》规定，将未使用的信用卡授信额度纳入到加权风险资产的计算口径中所引致。公司核心资本充足率偏低，预计年内会有再融资计划出台。
- **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。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1.67元、1.97元，对应PE8.66倍、7.32倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 经济增速出现大幅下滑。



财务预测

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.95	1.19	1.67	1.97
BVPS	4.85	6.21	7.63	9.21
P/E	15.16	12.11	8.66	7.32
P/B	2.98	2.33	1.90	1.57

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	1.01%	1.16%	1.37%	1.35%
ROAE	21.17%	22.73%	24.14%	23.40%
净息差 (SPREAD)	2.09%	2.44%	2.85%	2.86%
净息差 (NIM)	2.17%	2.54%	2.98%	3.00%
信贷成本	0.28%	0.42%	0.45%	0.44%
成本收入比	44.86%	39.90%	38.12%	39.42%
所得税有效税率	18.54%	22.72%	24.35%	24.35%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	40,364	57,076	78,857	94,326
手续费净收入	7,993	11,330	16,489	21,578
其他非息收入	3,089	2,971	2,280	2,095
营业收入	51,446	71,377	97,626	117,998
营业费用与税金	26,207	32,634	43,071	53,597
资产减值损失	2,971	5,501	6,947	8,083
营业利润	21,913	32,964	47,541	56,319
营业外收支净额	471	379	92	0
利润总额	22,384	33,343	47,633	56,319
所得税	4,149	7,574	11,596	13,711
少数股东利润	0	0	0	0
母公司所有者利润	18,235	25,769	36,037	42,608

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	216,167	294,955	362,213	431,926
同业资产	270,125	264,425	370,702	442,048
证券投资	375,386	391,751	461,501	552,075
贷款总额	1,185,822	1,431,451	1,661,360	1,981,112
贷款损失准备	24,005	29,291	35,948	44,031
贷款净额	1,161,817	1,402,160	1,625,412	1,937,081
生息资产总额	2,047,500	2,382,582	2,855,776	3,407,161
总资产	2,058,343	2,392,909	2,871,791	3,422,551
同业负债	265,119	282,023	348,909	420,732
存款	1,608,146	1,897,178	2,263,831	2,699,537
应付债券	40,731	36,285	33,525	33,525
付息负债	1,913,996	2,215,486	2,646,265	3,153,794
总负债	1,975,158	2,268,501	2,707,233	3,223,907
少数股东权益	0	0	0	0
母公司所有者权益	92,783	134,006	164,558	198,644

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	0.82%	0.68%	0.61%	0.63%
不良贷款净生成率	0.01%	0.00%	0.03%	0.12%
拨备覆盖率	246.66%	302.41%	352.00%	355.00%
拨备/贷款总额	2.02%	2.05%	2.16%	2.22%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.45%	11.47%	10.99%	10.95%
核心资本充足率	6.63%	8.04%	8.12%	8.39%
杠杆倍数	22.18	17.86	17.41	17.19

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