

证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

银行

招商银行（600036）

2011 年中期业绩快报点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 8 月 9 日

息差或小幅上升，不良下降趋势停止

证券分析师：邱志承 021-60875167

qiuzc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120056

证券分析师：黄飙 0755-82133476

huangbiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120061

事项：

公司发布了 2011 年中期业绩快报：上半年实现营业收入 460 亿元，同比增长 39.67%；归属于本行股东的净利润 185 亿元，同比增长 40.12%。截至 2011 年 6 月末公司总资产达 2.64 万亿元，同比增长 10.01%；股东权益 1450 亿元，同比增长 8.20%；期末不良贷款率为 0.61%，比上年同期下降 0.07 个百分点。

评论：

■ 收入符合预期而净利略低于预期，主因是 2 季度不良形成率略高于预期

1. 公司上半年收入增幅（40%）与我们预期一致（其中息差收入和非利息收入增幅基本相同），主要驱动因素应为盈利资产增长与息差扩大。

2. 净利润增幅（40.1%）略低于我们预期约 6 个百分点，考虑到期末不良率同时高于我们预期 3 bp、盈利资产增长略低于预期，我们推测二季度的不良形成率略高于预期（同时息差可能略高于预期）。这里面的主要原因我们认为是：

1) 偏紧的宏观环境使得企业经营和行业整体不良形成率已开始产生周期波动；

2) 拨贷比指标促使公司采取更加严格的贷款分类方法，以及更少的核销。

3. 考虑到 1 季度费用率由于新开网点较少的非持续性因素显得偏低，我们已预期 2 季度的费用率应有所回升，其对盈利增长的贡献度应有所下降；但由于公司的费用高峰通常在 4 季度体现，二季度的成本收入比将比一季度略低。我们仍维持对拨备前利润增幅（49%）的预测。

■ 小幅上调不良形成率预期和下调盈利增幅，维持“推荐”评级

公司业绩快报隐含的信息主要是，由于 2 季度的信贷紧缩力度较高，使得息差有可能略超出预期，但同时不良形成率也高于预期，不良率的下降趋势已停止，由于核销力度的减小和为了继续提高拨贷比，总体信用成本压力有所上升。我们小幅上调不良形成率预期和下调全年盈利增幅，基于我们认为宏观货币环境不会过度紧缩，平台贷款风险短期内不爆发，公司亦具有较高的管理质量和较低的资产质量风险，预计全年仍维持较高的盈利增速。近期公司股价下跌较多，目前 2011PB 只有不到 1.4 倍，估值已具备更强吸引力，维持公司的“推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2010A	1H2011	2011E	2012E
P/E	9.4	7.8	7.1	5.3
P/B	1.80	1.62	1.34	1.12
P/PPoP	6.2	5.0	4.6	3.6
市值/总资产(A股)	10.1%	9.1%	9.3%	8.1%
股息收益率(税后)	1.7%	1.7%	1.7%	2.4%

每股指标 (元)	2010A	1H2011	2011E	2012E
EPS	1.22	0.88	1.50	2.11
BVPS	6.34	7.04	7.99	9.92
PPoPPS	1.84	1.37	2.31	3.11
DPS	0.21	0.24	0.24	0.30

盈利驱动	2010A	1H2011	2011E	2012E
存款增长	18.0%	23.1%	21.6%	20.8%
贷款增长	20.7%	18.3%	16.9%	19.5%
存贷比	75.5%	73.0%	72.6%	71.8%
盈利资产增长	16.4%	15.2%	23.4%	20.0%
贷款收益率	4.87%	5.15%	5.58%	6.21%
债券收益率	2.88%	3.47%	3.69%	4.61%
盈利资产平均生息	3.93%	4.62%	4.93%	5.35%
存款成本率	1.24%	1.54%	1.67%	1.88%
付息负债平均付息	1.37%	1.71%	1.83%	2.03%
净息差(NIM)	2.65%	3.04%	3.24%	3.48%
净利差(SPREAD)	2.56%	2.91%	3.10%	3.31%
非利息收入比重	19.7%	19.6%	17.9%	18.2%
费用收入比(含营业)	45.9%	37.6%	41.8%	40.6%
拨备支出/平均贷款	0.42%	0.64%	0.59%	0.56%
有效所得税率	22.7%	23.3%	23.1%	21.9%

收入盈利增长	2010A	1H2011	2011E	2012E
净利息收入增长	41.4%	40.4%	46.4%	31.5%
手续费收入增长	41.7%	48.2%	48.3%	37.5%
营业净收入增长	39.2%	40.3%	43.1%	32.1%
拨备前利润增长	53.2%	48.9%	53.7%	34.6%
净利润增长	41.3%	40.1%	50.3%	41.0%

资产盈利能力	2010A	1H2011	2011E	2012E
RoAE	21.4%	26.1%	24.4%	23.5%
RoAA	1.14%	1.46%	1.43%	1.65%
RoAA(拨备前)	1.72%	2.27%	2.21%	2.43%
RoRWA	1.96%	2.31%	2.28%	2.68%

资产质量	2010A	1H2011	2011E	2012E
不良资产率	0.68%	0.62%	0.66%	0.75%
拨备覆盖率	302%	342%	340%	309%
拨备余额/全部贷款	2.05%	2.13%	2.24%	2.33%

资本	2010A	1H2011	2011E	2012E
资本充足率	11.5%	10.6%	12.8%	13.5%
核心资本充足率	8.0%	7.7%	10.0%	10.9%
财务杠杆(倍)	17.9	17.8	14.4	13.9
风险加权资产比重	60.2%	65.6%	63.9%	61.3%

利润表 (百万元)	2010A	1H2011	2011E	2012E
净利息收入	57,076	36,985	83,587	109,924
利息收入	84,513	56,110	127,281	168,792
利息支出	27,437	19,125	43,695	58,867
资产准备支出	5,501	4,798	9,293	10,385
拨备后净利息收入	51,575	32,188	74,294	99,539
手续费净收入	11,330	7,921	16,802	23,103
其他经营净收益	2,693	1,101	1,371	1,370
营业净收入	71,099	46,008	101,760	134,397
营业费用	32,634	17,283	42,492	54,510
营业外净收入	379	197	420	452
拨备前利润	38,844	28,922	59,688	80,339
总利润	33,343	24,124	50,395	69,954
所得税	7,574	5,623	11,653	15,343
少数股东利润	0	0	0	0
净利润	25,769	18,501	38,742	54,610

资产负债表	2010A	1H2011	2011E	2012E
现金及存放同业	28,961	49,126	50,728	63,832
央行准备金	294,955	387,693	433,247	522,608
拆放金融企业	237,202	298,037	329,269	395,620
贷款	1,431,45	1,574,62	1,674,07	2,000,75
贷款拨备	-29,291	-33,509	-37,424	-46,649
债券投资	391,751	298,142	454,128	545,794
固定资产	16,984	17,351	18,437	21,366
递延税款净额	3,706	4,240	4,735	5,902
其他资产	26,788	46,323	50,474	56,668
盈利资产	2,384,32	2,607,61	2,941,44	3,528,60
总资产	2,402,50	2,642,02	2,977,66	3,565,89
金融企业存放	285,197	218,431	339,625	386,677
存款	1,897.17	2,156.87	2,306.96	2,786.81
应付款项	49,841	69,454	70,914	82,079
发行债券	36,285	48,525	53,525	53,525
付息负债	2,218.66	2,423.83	2,700.11	3,227.02
总负债	2,268.50	2,493.28	2,771.03	3,309.09
实收资本	21,577	21,127	25,874	25,874
公积金	46,554	47,482	79,059	84,520
一般准备	16,812	18,735	22,101	25,401
未分配利润	49,063	61,389	79,602	121,000
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益	134,006	148,733	206,636	256,795

贷款结构	2010A	1H2011	2011E	2012E
企业贷款	60.8%	56.6%	55.2%	53.8%
票据贴现	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
个人贷款	34.6%	38.4%	39.8%	41.2%

存款结构	2010A	1H2011	2011E	2012E
储蓄存款	35.0%	34.8%	34.5%	34.1%
企业存款	27.9%	27.9%	28.0%	28.0%
活期存款	21.8%	21.9%	22.0%	22.2%
定期存款	15.3%	15.4%	15.5%	15.7%
其他				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。