

招商银行 (600036.SH) 银行业

招商银行：低估值优质银行，维持“买入”

公司快评

招商银行上半年实现收入 461 亿元，净利润 186 亿元，同比分别增长 40%和 41%，EPS 0.86 元。二季度收入和净利润环比增长 6.3%和 11.1%。ROAA 1.47%、ROAE26.62%，领先同业。净利息收入同比增 35.6%，手续费及佣金净收入同比增 52.7%。

◆息差高位小幅回升，规模增长平稳

上半年净息差和净利差分别为 2.99%和 2.89%，同比分别提升 43BP 和 42BP。上 2.99%的息差水平较 1 季度的 2.98%略有提升。息差回升主要来自存贷利差扩大和同业业务利差的改善。上半年存贷利差 4.25%，较 2010 年提升 62BP；贷款收益率提升幅度高于存款付息率的升幅。此外，在相对偏紧的流动性环境中，同业利差也扩大了 23BP。

规模增长平稳。总资产较年初增长 10%。上半年新增贷款 1233 亿元，增幅 8.62%；新增存款 1956 亿元，增幅 10.31%。结构上看，企业贷款增速 9.52%，略快于零售贷款 8.23%的增速；零售贷款占比 34.5%，仍居同业较高水平。活期存款占比 55.0%，较年初下降 1.96 个百分点；零售客户存款占比 36.2%。两项存款结果指标在同业中居前，彰显良好存款基础。期末存贷比 72.4%。此外，同业业务规模增长较平稳。

◆中间业务收入快速增长，非息收入占比达 22.5%

手续费及佣金净收入同比和环比分别增长 52.7%和 8.1%，占比提升至 18%，非息收入占比 22.5%。中间业务收入增长主要来自受托理财、财务顾问、信用承诺、银行卡等业务。托管及受托业务同比增长 99%，主要应是理财业务增长的影响；银行卡业务亦增长 33%，占比为 26%。此外，由于上半年票据价差收益 8.92 亿元纳入其他净收入核算，其他净收益同比增长了 75%，带动非息收入同比增长 57%。

◆关注类贷款略有上升，拨备政策依然审慎

不良贷款率较上年下降 0.07 个百分点致 0.61%，不良贷款余额下降 1.8 亿元；关注类贷款余额增加了 14.66 亿元，主要由于逾期一个月以内的零售贷款增加，关注类贷款占比提升了 0.02 个百分点至 1.01%。期末拨备覆盖率提升至 348%，总贷款拨备率 2.13%，达标压力小。公司仍然坚持了审慎的拨备计提政策。上半年资产减值损失支出 40.64 亿元，同比增加 70%，信用成本同比有所上升。资产减值损失支出环比一季度基本持平。

业务及管理费同比增 30.16%，上半年成本收入比 34.66%，同比下降 4.81 个百分点。

◆低估值优质银行，维持“买入”

永隆银行上半年实现税后盈利 9.73 港元，同比大幅增长 52.78%。期末核心和资本充足率 7.81%和 11.05%。目前公司已启动 A+H 配股融资方案，融资不超过 350 亿元用以补充核心资本，使 2015 年底前一级和总资本充足率分别达到 9.5%和 11.5%。公司经营稳健，资产回报率高。预计公司 11/12 年 EPS 1.62/2.07 元，对应 11/12 年 PE 为 7.3 倍、5.7 倍，静态 PB 1.7 倍。基本面稳定、前期超跌，估值偏低，维持买入评级。

业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	51,446	71,377	94,117	118,132	146,314
营业收入增长率	-6.98%	38.74%	31.86%	25.52%	23.86%
净利润（百万元）	18,235	25,769	34,988	44,622	55,269
净利润增长率	-12.94%	41.32%	35.77%	27.54%	23.86%
EPS（元）	0.95	1.19	1.62	2.07	2.56
ROE	19.65%	19.23%	20.66%	20.86%	21.80%
P/E	12	10	7	6	5

买入（维持）

当前价/目标价：11.79 / 15.00 元

目标期限：6 个月

分析师

沈维 (执业证书编号：S0930510120026)

021-22169121

shenwei@ebcn.com

市场数据

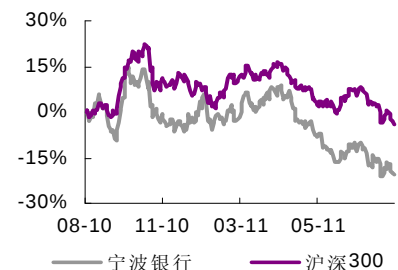
总股本(亿股)：28.84

总市值(亿元)：294.15

一年最低/最高(元)：9.36/15.20

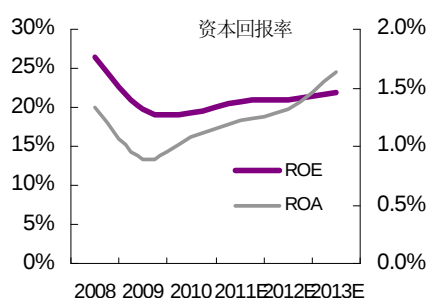
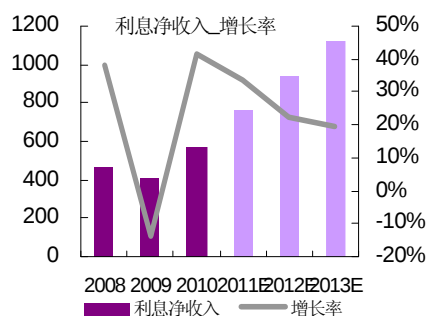
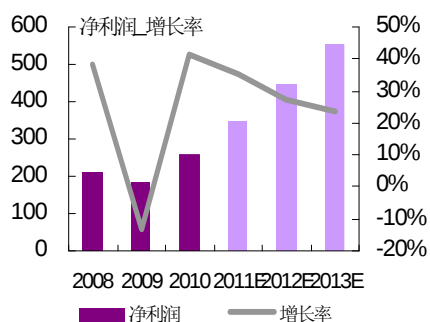
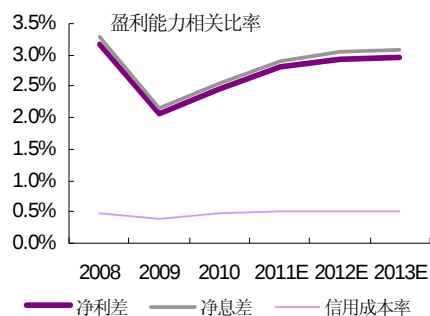
近 3 月换手率：23.07%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.66	-7.83	-16.73
绝对	-0.64	-11.56	-16.93



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	65,838	84,513	115,657	139,203	167,515
利息支出	25,474	27,437	39,359	45,702	55,521
净利息收入	40,364	57,076	76,297	93,501	111,994
手续费和佣金	7,993	11,330	16,132	22,895	32,409
营业收入	51,446	71,377	94,117	118,132	146,314
营业税金及附加	3,129	4,153	5,647	7,088	8,779
业务及管理费	23,078	28,481	35,601	44,502	55,627
资产减值损失	2,971	5,501	7,627	8,956	10,574
营业支出	29,533	38,413	49,181	60,882	75,350
营业利润	21,913	32,964	44,937	57,250	70,964
利润总额	22,384	33,343	45,373	57,752	71,541
所得税	4,149	7,574	10,385	13,130	16,271
净利润	18,235.00	25,769.00	34,987.68	44,621.82	55,269.27

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,067,941	2,402,507	2,866,503	3,395,491	4,008,817
现金及存放央	216,167	294,955	436,965	506,354	600,338
存放同业	48,931	28,961	30,409	31,930	33,526
拆出资金	62,397	58,917	64,809	71,290	81,983
买入返售金融	158,797	176,547	194,202	223,332	261,298
发放贷款和垫	1,161,817	1,402,160	1,639,672	1,936,515	2,286,465
交易性金融资	35,100	7,225	8,309	9,555	10,988
证券投资-可	244,229	271,683	312,435	406,166	487,399
证券投资-持	80,201	97,614	107,375	128,850	154,621
总负债	1,975,158	2,268,501	2,697,612	3,182,088	3,755,845
同业及其他金	186,201	203,011	243,613	267,975	294,772
拆入资金	44,321	45,573	54,688	62,891	72,324
交易性金融负	1,203	1,353	1,624	1,948	2,338
卖出回购	34,597	33,439	36,783	42,300	48,645
客户存款	1,608,146	1,897,178	2,257,642	2,686,594	3,197,047
股东权益	92,783	134,006	168,891	213,402	252,972
股本	19,119	21,577	21,577	21,577	21,577
资本公积	18,169	36,200	42,082	52,548	52,548
盈余公积	8,418	10,880	10,880	10,880	10,880
未分配利润	32,123	49,063	78,066	112,111	151,680
少数股东权益	0	0	0	0	0

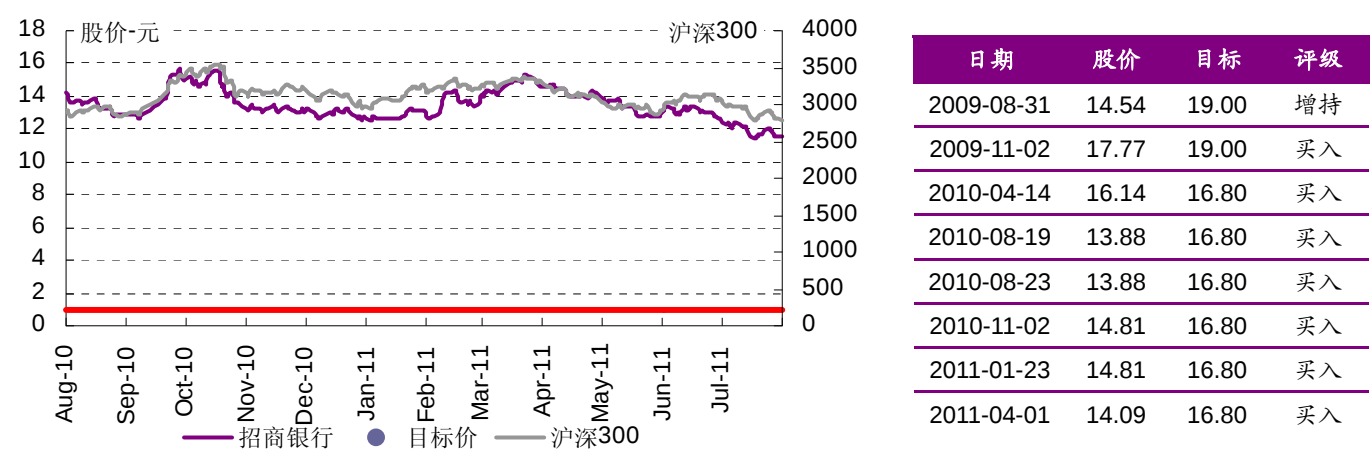
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

招商银行（600036）



资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李壮志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com