

招商银行(600036)中期业绩推介会纪要

推荐

维持评级

金融/银行

发布时间：2011 年 8 月 31 日

投资要点：

- 2011 年中期，公司实现营业收入 460.56 亿元，同比增长 39.84%，实现净利润 186 亿元，同比增长 40.88%；实现每股收益 0.86 元，每股净资产 6.74 元，实现加权平均净资产收益率 26.62%；比去年同期上升 2.71 个百分点。
- 净息差同比上升趋势在同业中位于前列，这与其资产负债结构的特点有关，第二季度环比基本与第一季度持平，没有出现明显的环比上升趋势。
- 资产质量维持双降，不过不良贷款余额环比上升，逾期贷款和关注贷款余额有所上升，银行认为这主要是出自于零售业务规模扩大以后的自然上升。
- 从平台贷款的情况看，中期平台贷款的余额为 1246 亿元，比年初减少 105 亿元，占比为 8.6%，实际上已经有 317 亿元的平台贷款整合为一般公司贷款，如果剔除这部分，则平台贷款的余额为 930 亿元，占比为 6.4%，从现金流覆盖情况看，90%是全部覆盖，如果加上基本覆盖，占比达到 95%，无覆盖和半覆盖不到 5%；目前的不良仅仅为 4.17 亿元，不良贷款率为 0.38%；不良贷款的覆盖率达到 804.65%，拨贷比达到 3.04%以上。
- 信贷成本环比持续提高，2011 年中期的整体拨贷比为 2.13%。
- 配股完成后，截至 2015 年，招行依靠内部利润积累能够使核心资本充足率保持在 9.5%以上。
- 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 (%)
2010	7,137,700	38.74	2,576,900	41.32	1.23	21.75	9.59	
2011E	9,635,895	35.00	3,668,100	42.19	1.70	25.33	6.94	
2012E	12,526,663	30.00	5,023,200	36.94	1.91	24.12	6.17	
2013E	15,407,795	23.00	6,228,768	24	2.37	24.45	4.97	

走势图



市场数据 2011-8-30

收盘价：	11.79 元
52 周最高价：	15.79 元
52 周最低价：	11.01 元
平均持仓成本：	13.74 元

基本数据 2011Q2

总股本（万股）：	2,157,661
流通 A 股（万股）：	1,766,613
每股收益（元）：	0.86
每股净资产（元）：	6.74
每股经营现金流（元）：	4.08
市净率：	1.75

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

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：

2011 年中期净利润同比增长：11 年 6 月 30 日，招商银行资产总额达到 26432.05 亿元，比年底增长 10.02%，存款余额 20927.58 亿元，比年底增长 10.32%，各项贷款余额 15547.92 亿元，比年底增 8.62%；比年初新增了 1233.41 亿元的贷款，其中 2011 年第一季度和第二季度分别新增了 743 亿元和 490.41 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，贷款增量同比有所减少，但整体增长还比较均衡；2011 年中期实现营业收入 460.56 亿元，同比增长 39.84%，实现净利润 186 亿元，同比增长 40.88%；实现每股收益 0.86 元，每股净资产 6.74 元，实现加权平均净资产收益率 26.62%；比去年同期上升 2.71 个百分点。

一、2011 年中期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 1-6 月，招商银行实现利息净收入 357.16 亿元，同比增长 35.58%，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 年第一季度和第二季度又分别新增了 743 亿元和 490.41 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，11 年中期，招商银行的票据贴现的余额为 646 亿元，比第一季度末的水平仅仅轻微下降了 7 亿元，票据贴现的占比为 4.15%，继续下降，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；2011 年中期，招商银行零售贷款的占比为 34.53%，比第一季度末的水平有所讲讲，其中个人住房贷款占零售贷款的比重达到了 57.05%，占总贷款的比重达到了 19.70%，比年初的水平明显下降；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。11 年中期，活期存款的占比达到了 54.96%，比年初和第一季度末的水平有了明显的下降。

1.1b 净息差同比恢复上升，但是 2011 年第二季度单季度环比下降

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 个基本点，付息负债的成本下降了 13 个基本点，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 个基本点，属于净息差恢复弹性比较大的银行。

2011 年第一季度，招商银行单行的净息差恢复为 3.06%，集团的净息差为 2.98%；同比上升了 57 个基本点，环比也上升了 41 个基本点，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。

2011 年第二季度，招商银行集团的净息差为 2.99%，招商银行自身的净息差为 3.07%，比 2010 年中期的 2.56% 上升了 43 个基本点；从集团口径和银行自身口径，第二季度单季度的净息差与第一季度基本持平，没有出现明显的环比上升趋势。

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 1-6 月，招商银行实现手续费净收入 81.63 亿元，同比增长 52.69%，各条线业务收入实现了全面的增长，中间业务收入占比为 17.72%，与 10 年年底的 15.87% 相比上升 1.85 个百分点，除了中间业务收入之外，招商银行 11 年中期实现其他净收入 21.77 亿元，比去年同期增加了 74.86%。整体招商银行 2011 年上半年实现非息收入 103.4 亿元，占营业收入的比重为 22.45%。

1.3 实际税率同比有所上升。11 年中期，招商银行的实际税率为 23.06%，比去年同期的 22.47% 相比上升了 0.59 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；11 年中期，招商银行的成本收入比为 32.63%，同比下降了 2.42 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 6 月 30 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 95.06 亿元，比年初的 96.86 亿元下降了 1.8 亿元，不过与 10 年第三季度的 85.22 亿元相比环比出现了 9.84 亿元的上升，比 11 年第一季度的情况环比上升了 2.46 亿元，期末的贷款准备覆盖率为 348.41%，比年初的 302.41% 明显上升了 46 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。11 年中期招商银行计提了 39.32 亿元，同比增长了 60.42%，信贷成本为 0.26%，年化的信贷成本为 0.52%，环比有持续的提高，没有出现过释放拨备的情况。

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%，2011 年中期的拨贷比为 2.13%；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有限。

从平台贷款的情况看，中期平台贷款的余额为 1246 亿元，比年初减少 105 亿元，占比为 8.6%，实际上已经有 317 亿元的平台贷款整合为一般公司贷款，如果剔除这部分，则平台贷款的余额为 930 亿元，占比为 6.4%，从现金流覆盖情况看，90% 是全部覆盖，如果加上基本覆盖，占比达到 95%，无覆盖和半覆盖不到 5%；目前的不良仅仅为 4.17 亿元，不良贷款率为 0.38%；不良贷款的覆盖率达到 804.65%，拨贷比达到 3.04% 以上。从投向结构看，51.8% 投向交通运输类别，21% 投向城市基础设施类，有 690 亿元的交通运输类的贷款都是招行以前的优质客户，不良率极低，由于划为平台贷款后，交通运输类贷款有 75% 被划分为平台贷款，所以投向合理。

三、资本充足率情况和重要的期后事项

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%。11 年中期，招商银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.05% 和 7.81%。

公司已经发布了“A+H”配股方案，按照 10 配 2.2 的比例向全体股东配售，A 股和 H 股的配售比例相同，配股资金不超过 350 亿元，全部用来补充招商银行核心资本，目前已经通过了董事会，即将于 9 月 9 日召开股东大会审议具体方案，考虑配股募集资金 350 亿元以后，静态计算，在 10 年年末的资本充足率和核心资本充足率分别上升至 13.8% 和

11.2%以上。按照 11 年中期的情况静态计算，资本充足率和核心资本充足率分别上升到 13.17%和 10.62%。

四、业绩发布会纪要

1、有关未来表外业务的发展战略

对于传统的表外业务的策略，一是在年初制定增长比率的目标，二是随时监测，一旦超过，要采取具体的措施予以纠正，对于监管部门新规定的未使用的信用卡的额度的管理的表外业务等，目前招商银行已经有所下降，目前正在研究如何在发卡时更有针对性，更能满足客户的需求。

2、关注和逾期贷款都有所增加，报告指出增加来自于零售，请问具体来自于哪些行业和哪些方面

上半年关注和逾期贷款有所上升，主要是零售业务中，由于信贷规模扩大的自然增长，此外个人住房、信用卡和消费贷款的关注和逾期都有所上升，银行认为这基本属于信贷规模扩大的自然现象，没有特别需要关注，对公的资产质量稳定，零售贷款的不良率是 0.32%，住房贷款的不良率是 0.14%，信用卡的不良率依旧是 1.8%。

3、有关成本收入比

成本收入比下降一是收入增加：客观原因加息，主观原因是贷款定价能力上升，最终导致银行的利息收入有了比较明显的增长，二对成本实施预算管理，到目前为止，成本支出都在预算的范围之内，而且目前并没有达到预算的进度，另外，银行采取了流程改造和重点费用管控等措施，整体导致费用增长的幅度小于收入增长的幅度，预计到年底成本收入比会比上年有所上升，但是整体比去年同比依旧会有所下降。

4、有关净息差

招行上半年净息差的上升来自于三个因素：首先由于加息因素导致贷款利率上升、货币市场收益率上升，其次招行的资产负债结构中活期存款占比较高，增长较快，主要原因是招商银行客户中高端客户占比较高；第三招行上半年加大了二次转型的力度，各个信贷品种的贷款定价能力都有较大的提高。具体的信贷结构的调整对于提升招商银行的定价能力是非常有意义的，特别是中小企业贷款的占比进一步提高，这对于提升定价水平非常有利，展望下半年，银行比较乐观，因为第一宏观经济还在加息周期中，第二会继续加大信贷结构的调整，提高中小企业贷款的占比，从而进一步提高贷款定价能力。

5、有关资本充足率

总体而言，招行如果采取内评法，和目前的权重法比较的话。内评法肯定是节约资本，节约的主要原因是零售贷款的比重较高，内评法下面，零售贷款将明显节约资本占用；其次，招行大力发展中小企业业务，资本相对来说也比较节约，如果今年招行 350 亿到位，按照平均每年的加权风险资产增速是 16%；招行的核心资本充足率到今年年底能够达到 8.7%，一直到 2015 年，招行依靠内生利润积累的能力，能够达到 9.5%，也就是说，从现在到 2015 年，如果没有大的资本监管措施的变化，没有利率市场化的完全推进，招行的

核心资本充足率将一直维持上升的趋势。配股何时完成，要取决与股东大会、银监会和证监会的审批。

6、净息差环比的情况，第二季度的净息差没有上升？

一季度净息差 2.98%，二季度 2.99%，如果按照本行的口径，半年末已经达到 3.07%，之所以第二季度没有上升，一是永隆银行在香港面临利率市场化的环境，净息差较低，合并后拉低了招行集团的净息差，二是总体而言，人民币的净息差要远远高于外币的净息差，也拉低了整体的净息差。

7、有关存款

从今年整体宏观环境看，由于实际利率长期为负利率，整体形势看，对于银行吸收存款不利，整体银行的存款处于下降趋势，其次由于货币政策的影响，实际上贷款增加比去年也有所下降，也影响派生存款的上升，招行在低迷情况下表现尚可，特别是公司存款在同行中还是位居前列，实际上招行今年贷款增长是按照年初计划低于去年同期增长速度；因此除了正常通过营销增加公司存款之外，招行还有一些新的增加存款的工具和手段，比如说招行加大力度发展托管业务，与很多私募基金合作，托管业务对于招行存款业务还是有贡献，此外，招行依旧保持了现金管理的优势，现金管理也增加了招行存款的份额，第三，招行参与了较多的政府的交易市场的建设，设计了交易市场的支付系统，这样交易的双方都将在招商银行增加存款，第四，零售存款在品牌和业务的促进下继续发展，金葵花保持高速增长，私人银行的客户也增长了 15%，尽管下半年资产和负债业务还是有矛盾，但是招商银行通过上述措施，还是期待存款能够有一定的增长。

8、有关承兑汇票未来发展和保证金存款的情况

有关票据业务规范的出台，招商银行认为对于招行本身是有利的，因为招行长期是合规经营的，未来承兑汇票的市场需求方面，由于部分中小银行受到新规的限制，因此对于未来票据业务的转贴现可能有些不利的影响。

招行保证金存款的余额在 6 月末是 1950 亿元，占存款的比例为 10.5%，长期以来，招行对保证金的业务有限制的，不希望利用这部分业务增加存款，因为这部分存款的稳定性是比较欠缺的。这次保证金存款的准备金率的政策调整，对于所有商业银行的流动性都是有影响的，但是招商银行希望能够将这部分影响降低到最低。

9、有关理财业务

未来银监会对于理财业务的监管对于招行中间业务的影响不大，首先招行中间业务中占比较大的是代理保险和代理基金，这部分不会受到未来理财业务的监管，第二，招行的手续费收入中有很大部分来自于信用卡，这一部分也不会受到什么影响，银监会出台理财业务规范的措施，上半年招商银行已经积极贯彻了，招行预计下半年不会有进一步的规定，最主要的是对融资性理财的影响，但是招商银行融资性理财的占比是非常小的，发展财富管理和理财业务是招行重要的转型和发展方向，预计下半年将继续保持较快的发展速度。

五、盈利预测和投资建议

5.1 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%，不考虑配股的每股收益为 1.70 元，每股净资产为 7.20 元，预测 2012 年实现净利润 502.32 亿元，同比增速为 36.94%，暂时不考虑配股的每股收益为 2.33 元(考虑配股摊薄后的每股收益为 1.91 元)，实现每股净资产为 9.00 元左右，按照最新收盘价 11.79 元计算，目前 11 年的动态 PE 和 PB 分别为 6.94 倍和 1.64 倍。

5.2 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。