

银行行业

公司研究报告

招商银行 (600036)

评级: 买入 首次评级

收盘价(元) 11.79

目标价(元) 14.23

经营稳健, 盈利稳定, 给予“买入”评级

——招商银行2011年中报点评

市场数据

收盘价	11.79
52周内高	16.08
52周内低	11.01
总市值(百万元)	254388.22
流通市值(百万元)	208283.68
总股本(百万股)	21576.61
A股(百万股)	17666.13
H股(百万股)	3910.48

相对股价表现



银行行业研究小组

证书编号: S0120511030001

联系人: 金佳

8621-68761616-8218

jinjia@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

事件:

- 招商银行上半年实现营业收入460.56亿元, 同比增长39.84%; 实现归属本行股东净利润186亿元, 同比增长40.88%。平均净资产收益率26.62%, 较2010年提高3.89个百分点。EPS为0.86元, 符合预期。业绩增长主要来源于资产规模的扩张、净息差的大幅提升和中间业务收入的增长。

投资要点:

- **净息差大幅提升。**上半年, 公司实现净利息收入357.16亿元, 同比增长35.58%。受益于加息周期, 招行贷款的议价能力显著提高。据测算, 公司上半年净息差达2.89%, 同比大幅提升42个基点。6月末, 公司生息资产规模达2.58万亿元, 较去年同期增长15.6%。净息差的提升和生息资产规模的扩大对净利息收入的增长贡献相差不大。
- **手续费较快增长受益于零售业务开拓。**公司上半年实现手续费及佣金净收入81.63亿元, 较去年同期增长52.69%。手续费收入主要来源于银行卡手续费、代理服务手续费、托管及其他受托业务佣金, 分别较上年同期增长32.86%、23.03%和99.01%。手续费的大幅增长主要是由于公司集中力量致力于零售银行业务的开拓, 在银行卡、理财业务等领域占据领先优势。上半年成本收入比为32.63%, 比上年同期下降2.42个百分点, 成本收入比的下降主要因为费用管控规范化、精细化水平不断提升。
- **拨备计提充分, 平台贷款风险可控。**上半年公司计提资产减值损失40.64亿元, 同比增长69.76%。公司以组合方式增提了地

方融资平台和房地产等风险领域的贷款，并针对境外业务计提国别风险减值准备。公司上半年不良贷款余额 95.06 亿元，较年初减少 1.8 亿元；不良贷款率 0.61%，较年初下降 0.07 个百分点。公司整体贷款拨备覆盖率较年初提升 46 个百分点至 348.41%。拨备计提力度增大提升了资产质量的安全边际。截至 6 月末，公司地方融资平台贷款 1246 亿元，其中现金流全覆盖达到 90%，基本覆盖 5%，半覆盖和无覆盖小于 5%，平台贷款质量可控。

- **资本达标取决于融资情况。**受银监会关于平台贷款监管新规和信用卡未使用额度监管政策调整影响，6 月末公司资本充足率和核心资本充足率均有所下降。资本充足率较年初下降 0.42 个百分点至 11.05%；核心资本充足率较年初下降 0.23 个百分点至 7.81%。据招行业绩发布会数据显示，如果年内能完成 350 亿配股，将提升核心资本充足率至 8.7%；至 2015 年，假设监管规则不再发生重大变化、利率市场化还未对银行产生重大影响，则通过内生资本积累，核心资本充足率可达 9.5%。

风险提示：

- 宏观政策过度紧缩

投资建议：

- 预计 2011/2012/2013 年实现净利润 364.62 亿元/470.03 亿元/621.04 亿元，同比增长率为 41.50%/28.91%/32.13%。目前对应 2011 年动态 PE 为 7，PB 为 1.4 倍。公司经营稳健，业绩行业领先，盈利增长稳定，给予“买入”评级。

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债表（百万元）					
贷款规模	1161817.00	1402160.00	1640527.20	1903011.55	2188463.28
存款规模	1608146.00	1897178.00	2257641.82	2664017.35	3116900.30
存贷比	72.25%	73.91%	72.67%	71.43%	70.21%
生息资产	2023495.00	2353291.00	2734212.00	3171685.92	3647438.81
付息负债	1915199.00	2216839.00	2594990.60	3062088.91	3582644.02
生息资产平均收益率	3.71%	3.86%	4.50%	4.40%	4.30%
计息负债平均收益率	1.51%	1.33%	1.70%	1.60%	1.50%
年化净息差	2.27%	2.61%	2.89%	2.87%	2.84%
年化净利差	2.20%	2.53%	2.80%	2.80%	2.80%
成本收入比	44.86%	39.90%	36.00%	36.00%	36.00%
年化信用成本	0.29%	0.42%	0.54%	0.54%	0.54%
利润表（百万元）					
利息净收入	40364.00	57076.00	73568.27	84673.12	96775.68
手续费及佣金净收入	7993.00	11330.00	18559.60	30213.28	48962.75
营业税金及附加	3129.00	4153.00	5830.71	7408.36	9620.10
管理费用	23078.00	28481.00	34984.28	44450.13	57720.59
拨备前利润	25239.00	38743.00	56363.57	71614.10	92994.28
资产减值损失	2971.00	5501.00	8386.87	9767.42	11277.75
税前利润	22384.00	33343.00	47976.70	61846.68	81716.52
有效税率	0.19	0.23	0.24	0.24	0.24
归属于母公司所有者的净利润	18235.00	25769.00	36462.29	47003.48	62104.56
净利润增长率	-13.48%	41.32%	41.50%	28.91%	32.13%
每股指标（元）					
EPS	0.95	1.19	1.69	2.18	2.88
BPS	4.85	6.21	8.45	10.89	14.39
平均 ROA	1.00%	1.15%	1.29%	1.26%	1.28%
平均 ROE	21.13%	22.73%	23.05%	22.53%	22.77%
资产质量					
拨贷比	2.02%	2.06%	2.19%	2.32%	2.45%
不良贷款比例	0.82%	0.68%	0.61%	0.60%	0.59%
不良贷款拨备覆盖率	246.66%	302.41%	359.55%	387.19%	415.11%

资料来源：Wind, 德邦研究

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。