

招商银行(600036)三季度报点评

推荐

维持评级

金融/银行

发布时间：2011 年 10 月 29 日

投资要点：

- 2011 年前三季度，招商银行实现营业收入 702.90 亿元，同比增长 37.02%，实现净利润 283.88 亿元，同比增长 37.91%；实现每股收益 1.32 元，每股净资产 7.12 元，实现加权平均净资产收益率 19.51%；比去年同期上升 0.83 个百分点。
- 净息差同比维持上升趋势，第二季度净息差环比基本持平，没有上升，第三季度在保证金存款缴纳准备金的不利影响下，招行实现了净息差单季度环比 12 个基本点的上升。
- 资产质量维持双降，拨备政策依旧稳定，没有出现明显的释放拨备的情况，季度末的拨贷比为 2.16%。
- 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 (%)
2010E	7,137,700	38.74	2,576,900	41.32	1.23	21.75	10.04	
2011E	9,635,895	35.00	3,668,100	42.19	1.7	25.33	7.26	
2012E	12,526,663	30.00	5,023,200	36.94	1.91	24.12	6.47	
2013E	15,407,750	23	6,228,768	24	2.37	24.45	5.21	

走势图



市场数据 2011-10-28

收盘价：	12.34 元
52 周最高价：	15.56 元
52 周最低价：	10.83 元
平均持仓成本：	13.24 元

基本数据 2011Q3

总股本（万股）：	2,157,661
流通 A 股（万股）：	1,766,613
每股收益（元）：	1.32
每股净资产（元）：	7.13
每股经营现金流（元）：	2.85
市净率：	1.73

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：

招商银行 10 月 29 日公布 2011 年前三季度季报；11 年前三季度净利润同比增长：11 年 9 月 30 日，招商银行资产总额达到 26332.78 亿元，比年底增长 9.61%，存款余额 20900.04 亿元，比年底增长 10.16%，各项贷款余额 15980.87 亿元，比年底增 11.64%；比年初新增了 1666.36 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；2011 年第三季度新增了 432.95 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 年前三季度实现营业收入 702.90 亿元，同比增长 37.02%，实现净利润 283.88 亿元，同比增长 37.91%；实现每股收益 1.32 元，每股净资产 7.12 元，实现加权平均净资产收益率 19.51%；比去年同期上升 0.83 个百分点。

一、2011 年前三季度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 1-9 月，招商银行实现利息净收入 556.24 亿元，同比增长 36.10%，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

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，11 年第三季度末，招商银行又新增了 432.95 亿元的贷款，从贷款的结构看，110 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。11 年第三季度季报，招商银行没有公布存贷款结构构成。

1.1b 净息差同比恢复上升，但是 2011 年第二季度单季度环比基本持平，第三季度则恢复了环比上升趋势，其中招商银行自身的净息差环比上升了 12 个基本点

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。

2011 年前三季度招商银行集团的净息差为 3.03%,其中第三季度单季度的净息差为 3.12%,环比上升了 12 个基本点,其中招商银行自身前三季度的净息差为 3.11%,基本第三季度单季度的净息差为 3.20%,环比上升了 12 个基本点,而且第二季度招商银行的净息差基本持平略有下降。第三季度恢复了环比上升势头。

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 1-9 月,招商银行实现手续费净收入 118.65 亿元,同比增长 45.71%,各条线业务收入实现了全面的增长,中间业务收入占比为 16.88%,与 10 年年底的 15.87%相比上升 1.01 个百分点,除了中间业务收入之外,招商银行 11 年前三季度实现其他净收入 28.01 亿元,比去年同期增加了 22.53%。整体招商银行 2011 年前三季度实现非息收入 146.66 亿元,占营业收入的比重为 20.86%。

1.3 实际税率同比有所上升。11 年前三季度,招商银行的实际税率为 23.54%,比去年同期的 22.64%相比上升了 0.9 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;11 年前三季度,招商银行集团的成本收入比为 33.25%,同比下降了 3.43 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 9 月 30 日,招商银行的不良贷款率从年初的 0.68%下降到 0.59%,下降了 9 个基本点,不良贷款余额为 94.20 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 1.6 亿元，期末的贷款准备覆盖率为 366.53%，比年初的 302.41%明显上升了 64.12 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 个基本点，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 个基本点，但是比 10 年全年的水平上升了 7 个基本点，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。11 年前三季度招商银行计提了 55.73 亿元的资产减值准备，初步计算的信贷成本为 0.37%，年化的信贷成本为 0.49%，环比有轻微的下降，基本保持平稳。

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%，2011 年第三季度末的拨贷比为 2.16%；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。

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%。11 年前三季度末，招商银行资本充足率和核心资本充足率分别为 11.39%和 8.10%，核心资本充足率比年初和中期的水平有了一定的提高。

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、盈利预测和投资建议

4.1 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 1.7 元，每股净资产为 7.2 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 元左右，按照最新收盘价 12.35 元计算，目前 11 年的动态 PE 和 PB 分别为 7.26 倍和 1.72 倍。

4.2 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，因此维持推荐评级。

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。