

净息差继续攀升，业绩稳健增长

推荐

招商银行（600036）2011年三季度报点评

风险评级：一般风险

2011年10月31日

投资要点：

◆ **业绩增长符合预期。**公司前三季度实现净利润283.88亿元，比去年同期增长37.91%；实现营业收入702.90亿元，其中，净利息收入556.24亿元，同比增长36.10%，净手续费收入118.65亿元，同比增长45.71%。

推动净利润增长的主要原因是生息资产规模增加，净利差和净利息收益率稳步提升。

◆ **净息差上升最快。**公司三季报披露，前三季度净利差为2.90%，净息差达到3.03%，其中第三季度净利差为2.93%，净利息收益率为3.12%，比第2季度分别上升0.05个百分点和0.12个百分点，公司净息差保持了逐季攀升的态势。

拥有稳定而低价的储蓄存款一向是招商银行突出的优势，公司的资产负债结构决定了该行具备比同行更大的息差弹性。

◆ **资产质量稳定，拨备指标良好。**公司三季度末不良贷款总额为94.20亿元，比年初减少2.66亿元；不良贷款率0.59%，比年初下降0.09个百分点；不良实现了双降。

不良贷款拨备覆盖率366.53%，比年初增加64.12个百分点；贷款拨备率2.16%，比年初上升0.11个百分点。拨备指标在上市银行中排前列。

◆ **配股方案实施后解决资本瓶颈问题。**公司三季度末资本充足率为11.39%，比年初下降0.08个百分点；核心资本充足率为8.10%，比年初上升0.06个百分点。相比上季度末，分别上升0.34和0.26个百分点，公司完成配股后解决资本瓶颈问题，照此趋势明年内核心资本达标已无大碍。

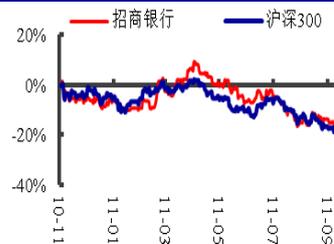
◆ **给予推荐评级。**不考虑配股，我们预计合招商银行2011年每股盈利1.49元，对应11年动态市盈率为8.3倍，动态市净率为1.65倍，给予推荐评级。

黄凡
SAC 执业证书编号：
S0340511010003
电话：0769-22119470
邮箱：dm3@dgzq.com.cn

主要数据 2011年10月28日

收盘价(元)	12.34
总市值(亿元)	2,662.55
总股本(百万股)	21,576.61
流通股本(百万股)	17,666.13
ROE(TTM)	21.82%
12月最高价(元)	15.53
12月最低价(元)	10.83

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1、规模分析

公司三季度末资产总额为 26,332.78 亿元，比年初增长 9.61%；其中贷款及垫款总额比年初增长 11.51%。第三季度新增信贷投放 432.95 亿元，投放力度比上一季度略有减少。

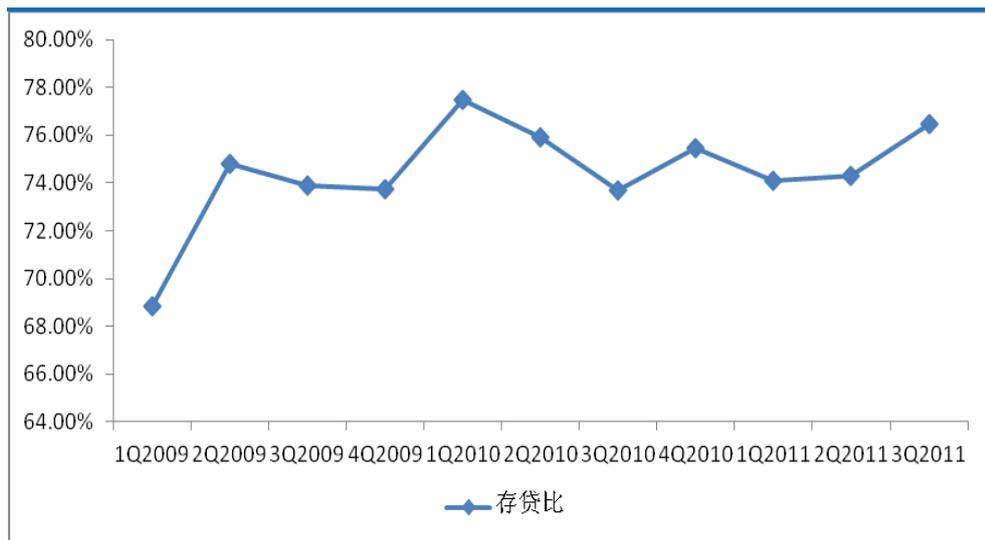
公司三季度末负债总额为 24,794.30 亿元，比年初增长 9.30%；其中客户存款总额为 20,900.04 亿元，比年初增长 10.16%，但存款余额环比出现下降，幅度为 0.13%，这一情况与同行相似。

表 1: 资产负债表主要项目

规模分析(百万)	2010A	1-3Q2011	比去年底	2Q2011	3Q2011	环比
存放中央银行款项	294,955	386052	30.89%	348698	386052	10.71%
存放同业	28,961	35530	22.68%	42515	35530	-16.43%
拆出资金	58,917	81537	38.39%	59355	81537	37.37%
买入返售款项	176,547	73811	-58.19%	209042	73811	-64.69%
客户贷款及垫款	1,402,160	1563560	11.51%	1521672	1563560	2.75%
证券投资	391,751	428364	9.35%	405928	428364	5.53%
交易性金融资产	15,229	13423	-11.86%	20025	13423	-32.97%
可供出售金融资产	271,683	266166	-2.03%	255053	266166	4.36%
持有至到期投资	97,614	133892	37.16%	120151	133892	11.44%
应收款项投资	7,225	14883		10699	14883	
生息资产总计	2,353,291	2568854	9.16%	2587210	2568854	-0.71%
资产总额	2,402,507	2633278	9.61%	2643205	2633278	-0.38%
同业及其他金融机构存放	203,011	200585	-1.20%	207817	200585	-3.48%
拆入资金	45,573	59023	29.51%	52077	59023	13.34%
交易性金融负债	1,353	385	-71.54%	3142	385	-87.75%
卖出回购款项	33,439	24368	-27.13%	43753	24368	-44.31%
客户存款	1,897,178	2090004	10.16%	2092758	2090004	-0.13%
应付债券	36,285	47764	31.64%	45508	47764	4.96%
其他	30,356	22881	-24.62%	24402	22881	-6.23%
计息负债总计	2,247,195	2445010	8.80%	2469457	2445010	-0.99%
股东权益	134006	153848	14.81%	145432	153848	5.79%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 1: 贷存比小幅上升



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2、损益分析

公司前三季度实现净利润 283.88 亿元，比去年同期增长 37.91%；实现营业收入 702.90 亿元，其中，净利息收入 556.24 亿元，同比增长 36.10%，净手续费收入 118.65 亿元，同比增长 45.71%。

从三季度数据看，第三季度实现净利润 97.88 亿元，与上季度持平。其中净利息收入增长势头仍然很猛，但净手续费收入出现 12.71% 的下降。第三季度拨备计提力度小于上一季度。

推动净利润增长的主要原因是生息资产规模增加，净利差和净利息收益率稳步提升。

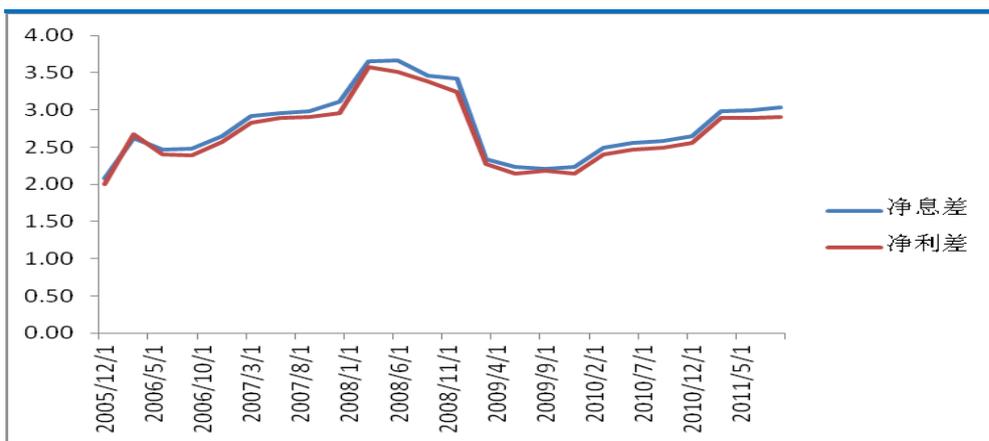
表 2: 损益表主要项目

损益分析(百万)	1-3Q2010	1-3Q2011	同比	2Q2011	3Q2011	环比
净利息收入	40,869.00	55,624.00	36.10%	18,359	19908	8.44%
净手续费收入	8,143.00	11,865.00	45.71%	4,241	3702	-12.71%
营业收入	51,298.00	70,290.00	37.02%	23,733	24234	2.11%
管理费用	18,818.00	23,374.00	24.21%	7,711	8348	8.26%
拨备支出	2,979.00	5,573.00	87.08%	2,015	1509	-25.11%
拨备前利润	29,588.00	42,701.00	44.32%	14,546	14461	-0.58%
税前利润	26,609.00	37,128.00	39.53%	12,531	12952	3.36%
所得税	6,024.00	8,740.00	45.09%	2,741	3164	15.43%
净利润	20,585.00	28,388.00	37.91%	9,790	9788	-0.02%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司三季报披露，前三季度净利差为 2.90%，净息差达到 3.03%，其中第三季度净利差为 2.93%，净利息收益率为 3.12%，比第 2 季度分别上升 0.05 个百分点和 0.12 个百分点，公司净息差保持了逐季攀升的态势。

图 2：净息差继续攀升

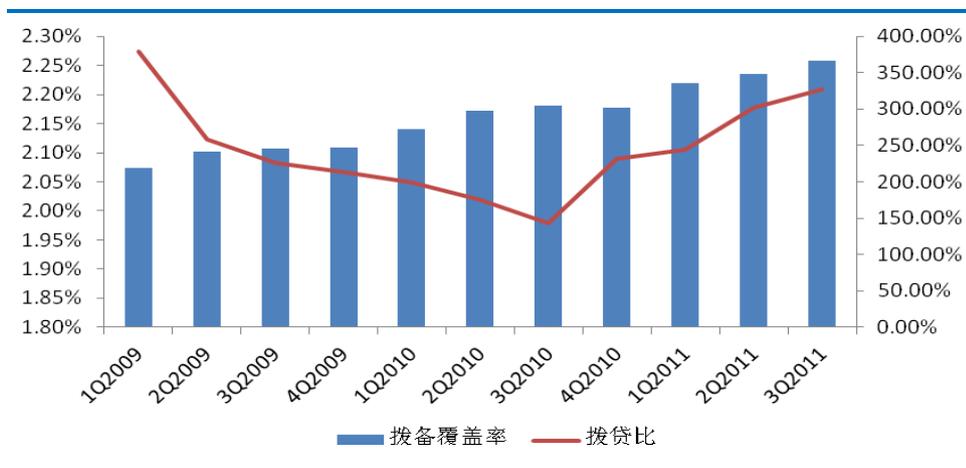


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3、资产质量分析

公司三季度末不良贷款总额为 94.20 亿元，比年初减少 2.66 亿元；不良贷款率 0.59%，比年初下降 0.09 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 366.53%，比年初增加 64.12 个百分点；贷款拨备率 2.16%，比年初上升 0.11 个百分点。

图 3：拨备情况及信用成本变化



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4、给予推荐评级

招商银行三季度实现稳健的业绩增长。公司资产负债结构管理能力突出，在加息背景下具备比同行更高的净息差攀升动力。随着配股的完成，资本瓶颈问题得到解决。我们在未来继续看好。

不考虑配股，我们预计合招商银行 2011 年每股盈利 1.49 元，对应 11 年动态市盈率为 8.3 倍，动态市净率为 1.65 倍，给予推荐评级。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
 邮政编码：523000
 电话：（0769）22119430
 传真：（0769）22119430
 网址：www.dgzq.com.cn