

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

战略转型执行良好，息差升至行业第一

—招商银行（600036）11年3季报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2011年11月1日

报告关键要素:

公司净利润前三季度同比增长30%，第3季度环比基本持平。3季度贷款平稳增长，存款略有下降，同业资产规模大幅收缩。受加息以及资产结构调整影响，公司3季度息差上升迅速，利息净收入增长良好。中间业务收入则出现季节性下滑。公司二次战略转型执行效果良好，母公司前三季度的息差水平已上升至上市银行第一位。预计公司2011年、2012年摊薄后EPS分别为1.38元、1.65元（假设配股在年底前完成），对应PE8.94倍、7.47倍，维持“增持”评级。

事件:

- 公司发布2011年3季报。

点评:

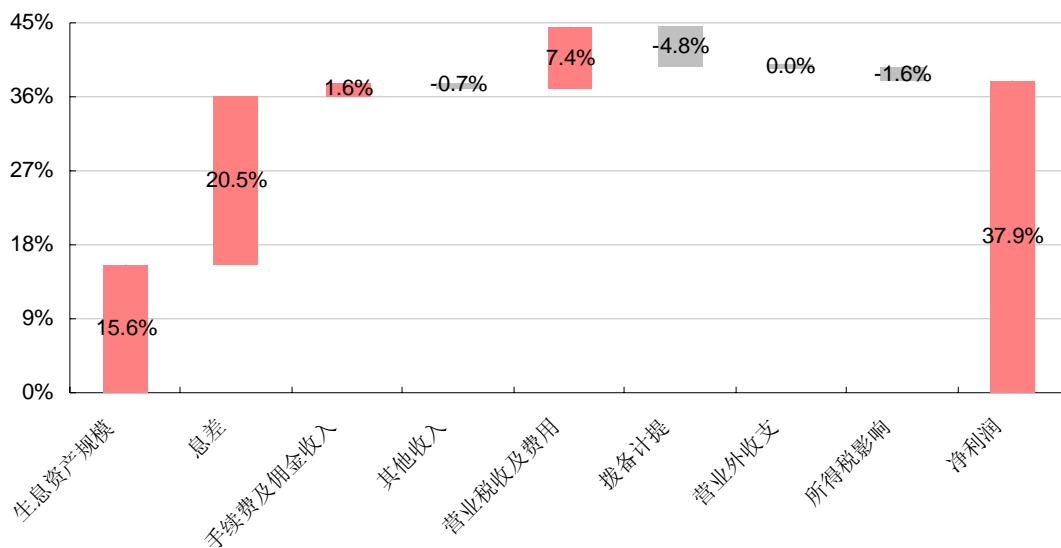
- **前三季度净利润284亿，同比增长38%**。基本每股收益1.32元。ROAA（年化）1.51%，较去年同期提高0.26个百分点。净利润同比增长最主要的驱动因素是净息差的大幅提升，1-9月报表披露的累计净息差为3.03%，较去年同期提升45BP。其次是生息资产规模的增长，前三季度平均规模同比增长了5.6%。成本收入比的降低也有一定贡献，公司前三季度管理费用同比增长24%，增速合理，成本收入比由去年同期的37%下降至33%。净利润增长的最主要拖累因素是拨备支出的增加，同比增幅达87%，前三季度信贷成本（年化）为0.49%，较去年同期上升0.18个百分点。

表1: 利润表各项目同比及环比增速

	累计同比				单季环比			
	2010	1Q11	1H11	1-3Q11	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
营业收入	38.7%	42.9%	39.8%	37.0%	9.3%	11.2%	6.3%	2.1%
利息净收入	41.4%	38.7%	35.6%	36.1%	11.6%	7.1%	5.8%	8.4%
手续费及佣金净收入	41.7%	62.3%	52.7%	45.7%	13.9%	23.1%	8.1%	-12.7%
营业支出	30.1%	34.3%	38.0%	34.3%	49.3%	-19.8%	4.7%	2.1%
管理费用	23.4%	33.5%	30.2%	24.2%	32.8%	-24.3%	5.4%	8.3%
资产减值损失	85.2%	31.6%	69.8%	87.1%	331.1%	-18.8%	-1.7%	-25.1%
拨备前营业利润	54.6%	48.5%	45.1%	44.4%	-7.9%	48.4%	6.4%	-1.7%
营业利润	50.4%	52.0%	41.6%	39.6%	-29.1%	73.9%	7.8%	2.1%
利润总额	49.0%	52.3%	42.0%	39.5%	-29.7%	72.9%	7.6%	3.4%
净利润	41.3%	49.1%	40.9%	37.9%	-29.8%	69.9%	11.1%	0.0%

资料来源: 公司公告、中原证券

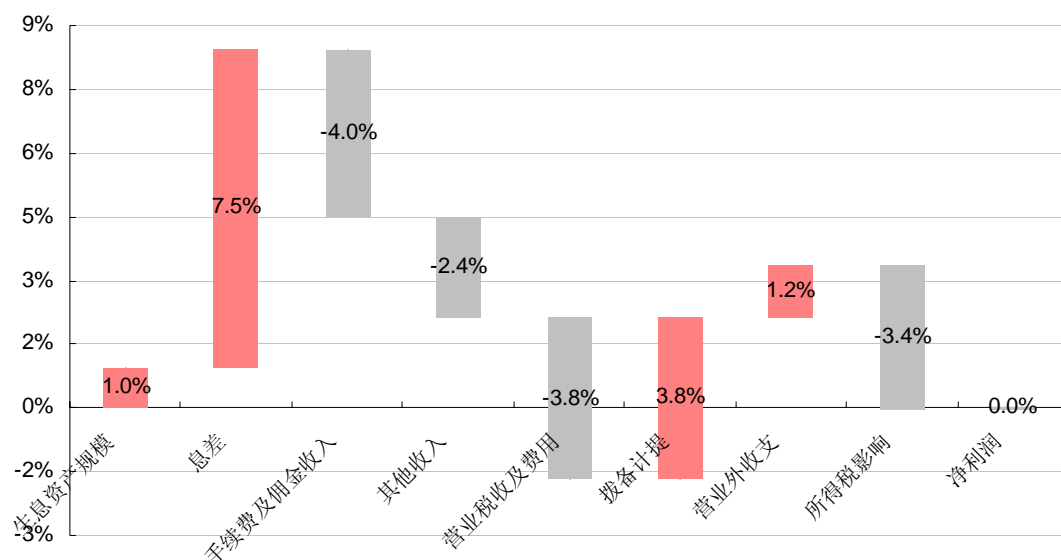
图1: 2011年前三季度净利润变动影响因素分解 (同比)



资料来源: 公司公告、中原证券

- **3季度营收小幅增长, 净利润基本持平。**第3季度公司营业收入环比增长2.1%。由于息差3季度上升迅速, 利息净收入环比大幅增长8.4%。中间业务收入则环比下降12.7%, 从06-10年共5年的历史经营情况来看, 3季度中间业务收入除07年环比基本持平之外, 其余4年环比都有所下降, 可见主要是季节性因素影响。受债券市场下跌影响, 公司3季度交易性金融资产出现较大金额浮亏, 投资收益也环比下降较多。3季度管理费用环比增长8.3%, 由于营收增长缓慢, 成本收入比环比上升2个百分点至34.4%。拨备支出则环比减少25.1%。综合以上因素影响, 公司3季度净利润环比2季度基本持平。

图2: 2011年第3季度净利润变动影响因素分解 (环比)



资料来源: 公司公告、中原证券

- **存款负增长, 贷存比指标偏紧。**3季度公司贷款环比增长2.78%, 与2.91%的行业水平基本持平; 存款环比小幅下降0.13%, 低于0.91%的行业水平。公司贷存比指标偏紧, 根据存贷款总额的计算值为76.5%。3季度公司进行了资产结构调整, 大幅收缩同业资产, 同业资产余额环比2季度减少了

38.6%。3季度末生息资产总额环比小幅下降。

- **净息差上升迅速。**公司3季度报表披露的并表净息差为3.12%，环比上升0.12个百分点；母公司净息差3.20%，环比也上升0.12个百分点。由于息差环比上升迅速，尽管生息资产平均规模增长缓慢，但公司利息净收入环比增长了8.4%，增幅在上市银行中排第三位（前两位分别是宁波银行、中信银行）。净息差的大幅上升我们判断主要有两点原因：1、加息对存贷利差的直接正面影响。2、资产结构调整因素，公司3季度同业资产大幅收缩，致使整体生息资产的收益率水平迅速上升，抬高了息差。
- **资产质量稳定，资本内生增长能力增强。**3季度末不良贷款94亿，环比下降0.9亿，不良贷款率0.59%，环比下降0.02个百分点。拨备覆盖率上升至367%，拨贷比上升至2.16%。3季度信贷成本0.10%（未年化），环比下降0.03个百分点。3季度末公司资本充足率11.39%，核心资本充足率8.1%。在没有再融资的情况下，核心资本充足率较年初上升0.06个百分点，显示随着资产盈利能力的提升，公司资本的内生能力也在增强。公司计划进行募资总额不超过350亿元的配股，目前方案已获得银监会批准，配股完成后，预计可提升资本充足率2.5个百分点。
- **中小企业业务发展良好，风险定价水平继续提升。**今年公司重点发展中小企业信贷业务，至3季度末，境内中小企业贷款余额为4555亿元，较年初增长17%，高出12%的全部贷款增速较多。境内中小企业贷款余额占公司贷款总额比重约30%。1-9月份，公司新发放的人民币一般性对公贷款加权平均利率浮动比例较上年提升了10.55个百分点，新发放的人民币个人贷款加权平均利率浮动比例较上年提升了14.98个百分点。
- **维持对公司的“增持”评级。**公司二次战略转型执行效果良好，母公司前三季度的息差水平已上升至上市银行第一位。预计公司2011年、2012年摊薄后EPS分别为1.38元、1.65元（假设配股在年底前完成），对应PE8.94倍、7.47倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1、经济增长超预期回落；2、房地产价格大幅下挫。

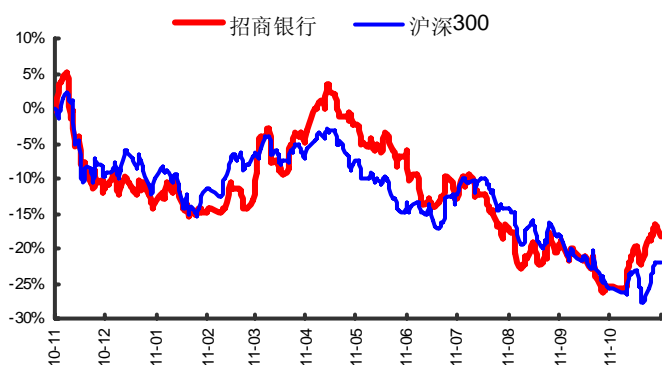
市场数据（2011年10月28日）

收盘价（元）	12.34
一年内最高（元）	15.85
一年内最低（元）	10.83
市净率（倍）	1.86
总市值（亿元）	2,662.55
A股流通市值（亿元）	2,180.00

基础数据（2011年9月30日）

每股净资产（元）	7.13
总资产（亿元）	26,332.78
所有者权益（亿元）	1,538.48
净资产收益率（%）	19.72
总股本（亿股）	215.77
H股股本（亿股）	39.10

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

财务预测

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.95	1.19	1.38	1.65
BVPS	4.85	6.21	7.42	8.74
P/E	12.94	10.33	8.94	7.47
P/B	2.54	1.99	1.66	1.41

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	1.01%	1.16%	1.45%	1.53%
ROAE	21.17%	22.73%	22.07%	20.40%
净利差 (SPREAD)	2.09%	2.44%	2.84%	3.09%
净息差 (NIM)	2.17%	2.54%	2.98%	3.27%
信贷成本	0.28%	0.42%	0.49%	0.48%
成本收入比	44.86%	39.90%	36.78%	37.83%
所得税有效税率	18.54%	22.72%	23.42%	23.00%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	40,364	57,076	76,395	91,732
手续费净收入	7,993	11,330	16,355	21,386
其他非息收入	3,089	2,971	3,638	4,024
营业收入	51,446	71,377	96,388	117,142
营业费用与税金	26,207	32,634	41,549	51,944
资产减值损失	2,971	5,501	7,588	8,735
营业利润	21,913	32,964	47,039	56,464
营业外收支净额	471	379	394	0
利润总额	22,384	33,343	47,433	56,464
所得税	4,149	7,574	11,110	12,987
少数股东利润	0	0	0	0
母公司所有者利润	18,235	25,769	36,323	43,477

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	216,167	294,955	441,304	564,745
同业资产	270,125	264,425	196,604	234,444
证券投资	375,386	391,751	315,628	267,632
贷款总额	1,185,822	1,431,451	1,646,030	1,962,831
贷款损失准备	24,005	29,291	36,542	45,276
贷款净额	1,161,817	1,402,160	1,609,488	1,917,555
生息资产总额	2,047,500	2,382,582	2,599,566	3,029,651
总资产	2,058,343	2,392,909	2,614,933	3,043,933
同业负债	265,119	282,023	158,302	129,057
存款	1,608,146	1,897,178	2,152,704	2,567,022
应付债券	40,731	36,285	47,764	47,764
付息负债	1,913,996	2,215,486	2,358,770	2,743,843
总负债	1,975,158	2,268,501	2,419,737	2,813,956
少数股东权益	0	0	0	0
母公司所有者权益	92,783	134,006	195,196	229,978

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	0.82%	0.68%	0.59%	0.61%
不良贷款净生成率	0.01%	0.00%	0.00%	0.12%
拨备覆盖率	246.66%	302.41%	375.00%	380.00%
拨备/贷款总额	2.02%	2.05%	2.22%	2.31%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.45%	11.47%	13.97%	13.97%
核心资本充足率	6.63%	8.04%	10.63%	10.95%
杠杆倍数	22.18	17.86	13.36	13.20

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。