

## 坚定转型，零售业务结硕果

招商银行 (600036.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- 经过近7年的发展，招行的零售银行业务以取得了丰硕的成果，客户规模、资产规模保持持续快速增长，对全行业务的贡献显著提升。同时，在零售业务发展上的捷足先登也为招行建立了其他中小银行所不具备的先发优势。
- 公司的零售客户规模持续扩大，银行卡累计发卡量及包邮存款持续增长。同时，客群结构进一步优化，高端客户快速增加，在客户的年龄结构中，40岁以下客户占比7成以上。
- 公司致力于电子银行的技术研发，电子银行的技术和运用始终处于同业领先地位。电子替代率达到85%。
- 零售业务对全行业务的贡献也显著提升。一方面，为公司带来充裕且低廉的活期存款资金。同时，零售业务非息收入持续显著增长，目前占全行的非息收入的五成以上。
- 在零售业务发展上的捷足先登也为招行拥有其他中小银行所不具备的先发优势，已建立起战略先发优势、人才优势、品牌优势三大优势。
- 在未来金融脱媒、利率市场化和更严资本监管的大趋势下，零售业务的优势将为公司应对同业竞争发挥显著贡献。
- 继续看好公司的发展前景，预计2011-2013年净利润CAGR有望达到20%，对应EPS分别为1.56元、1.85元和2.11元。维持推荐评级。

### 主要财务指标

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	51446	71377	88507	104224	120422
增长%	-7.0%	38.7%	24.0%	17.8%	15.5%
拨备前利润	24884	38465	49449	58788	67356
增长%	-21.2%	54.6%	28.6%	18.9%	14.6%
净利润(百万元)	18235	25769	33564	39896	45542
增长%	-16.3%	49.0%	30.7%	18.9%	14.2%
摊薄EPS(元)	0.95	1.19	1.56	1.85	2.11
PE	13.4	10.7	8.2	6.9	6.1
P/PPOP	9.8	7.2	5.6	4.7	4.1
PB	2.6	2.1	1.7	1.4	1.2

### 分析师

叶云燕, CFA

☎: (8610) 6656 8028

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091555

### 联系人

黄斌辉

☎: (8610) 8357 4031

✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

### 市场数据

时间 2011.06.17

A股收盘价(元)	12.73
A股一年内最高价(元)	16.08
A股一年内最低价(元)	12.49
上证指数	2,642.82
市净率	2.05
总股本(万股)	2157661
实际流通A股(万股)	1766613
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	2248.90

### 相关研究

1. 《净息差上升保盈利增长，抑制因素消除促估值回升——2011年银行业投资策略报告》  
2010.11.30
2. 《招商银行：净息差升幅显著快于同行——2010年年报点评》，2011.4.1
3. 《驱动更加均衡，2季度维持高增长——银行业2011年1季报综述及2季度展望》，2011.5.6.

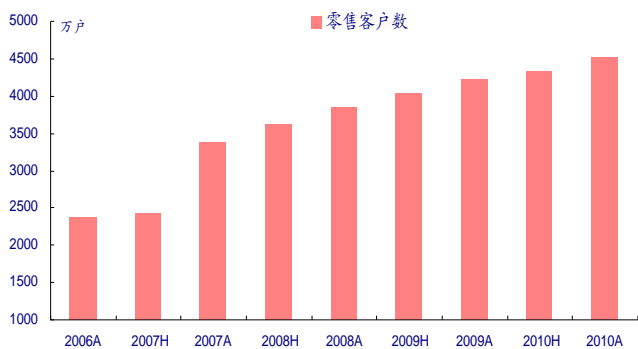
招行自 2005 年开始实施以零售业务为重点的战略转型。经过近 7 年的发展，招行的零售银行业务以取得了丰硕的成果，客户规模、资产规模保持持续快速增长，对全行业务的贡献显著提升。同时，在零售业务发展上的捷足先登也为招行建立了其他中小银行所不具备的先发优势。

## 一、零售客户基础不断扩大，且结构合理

公司的零售客户规模持续扩大，截止 2010 年末，零售客户总户数达 4520 万户，一卡通累计发卡量约 5700 万张，一卡通存款总额接近 5400 亿元，卡均存款 9400 元。按照正常增速，今年累计发卡量可突破 6000 万张。信用卡累计发卡 3500 万张，累计流通卡 1754 万张。月卡均交易额接近 1900 元。

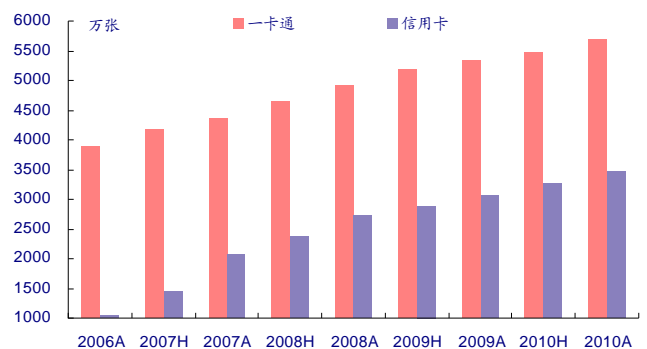
在客户规模稳步扩大的同时，客群结构进一步优化。高端客户快速增加，占比 2010 年，金葵花客户（日均资产 50 万以上的客户）达到 67 万户，增幅达 21%，私人银行客户（资产 1000 万以上）达到 1 万多户，增长 42%。在客户的年龄结构中，40 岁以下客户占比 7 成以上。

图 1：零售客户数持续增长



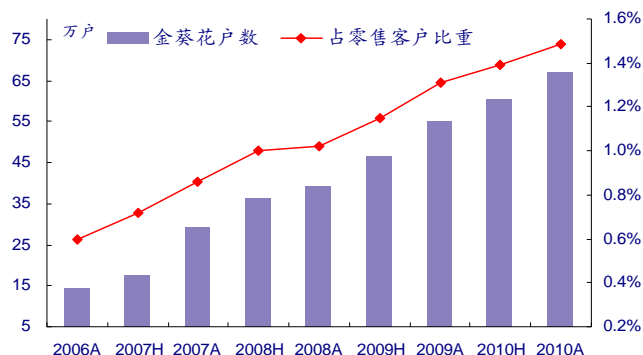
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部整理

图 2：一卡通和信用卡累计发卡量



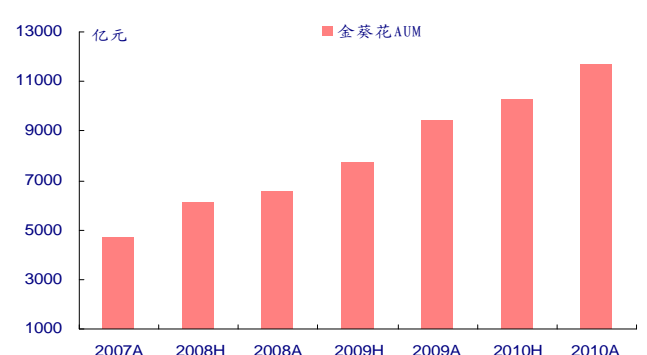
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部整理

图 3：金葵花户数及占比持续增长



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部整理

图 4：金葵花资产总额突破 1.1 万亿元

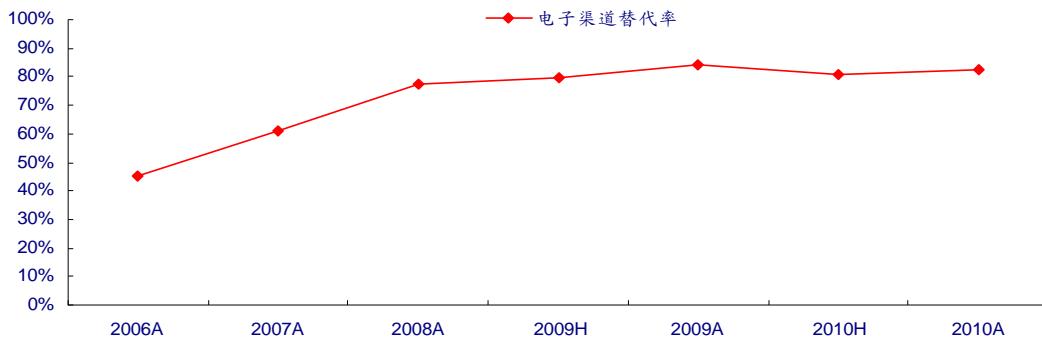


资料来源：公司资料，中国银河证券研究部整理

## 二、电子渠道运用广泛

公司致力于电子银行的技术研发，电子银行的技术和运用始终处于同业领先地位。在公司的零售业务发展中，电子渠道发挥了巨大作用。目前，网上银行替代率 70% 多，电子替代率达到 85%，节约 450 多个物理网点人工和 3500 名员工。

图 5: 电子银行替代率超过 80%



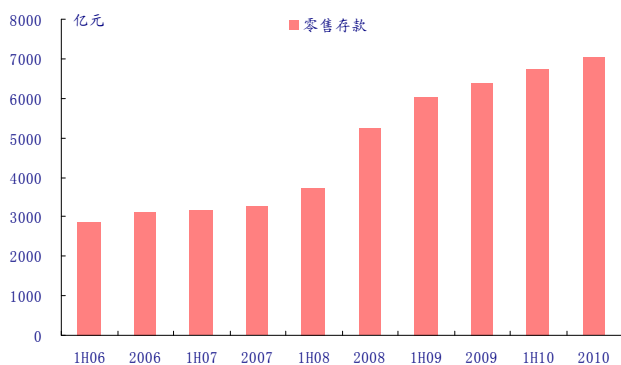
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

## 三、零售对全行业务贡献显著提升

零售业务对全行业务的贡献也显著提升。零售存款由 2006 年的不足 3100 亿增加至 2010 年末的 7000 亿。同时零售业务给公司带来充裕的活期存款，2010 年末零售存款的活期占比高达 58%，为公司带来充裕且低廉的存款资金。

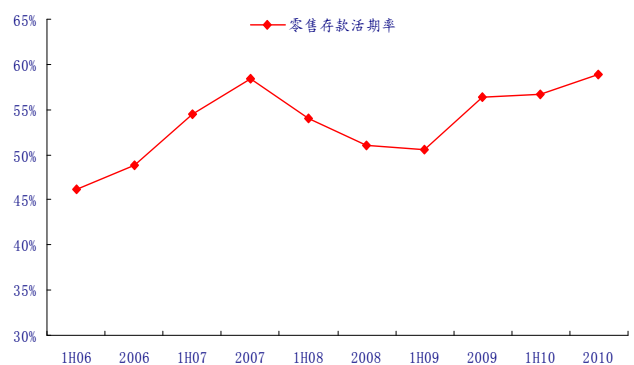
同时，零售业务带来非息收入的增长。2010 年，零售非息净收入达 71 亿元，增长 21%，占全行非息净收入的 53%。非息收入来源构成合理，主要来源于银行卡、财富管理和结算业务。

图 6: 零售存款规模及增速



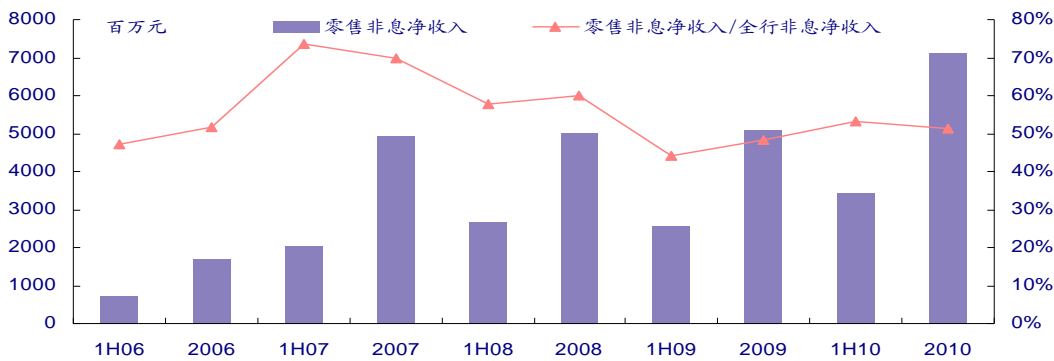
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

图 7: 零售存款活期率 58%



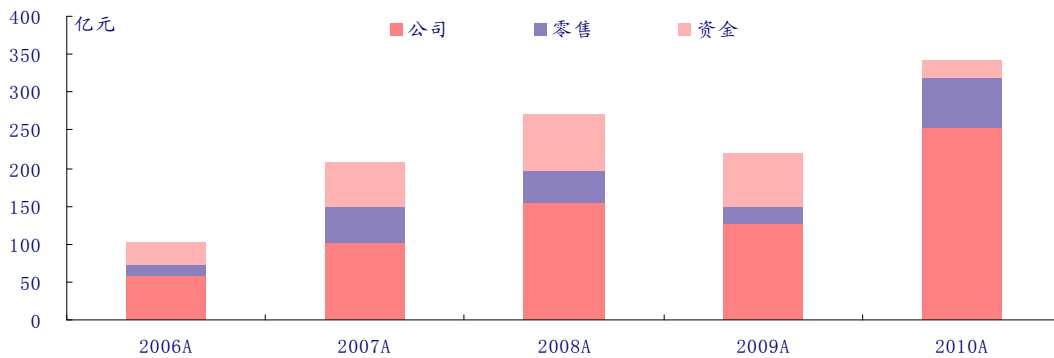
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

图 8: 零售非息收入贡献显著



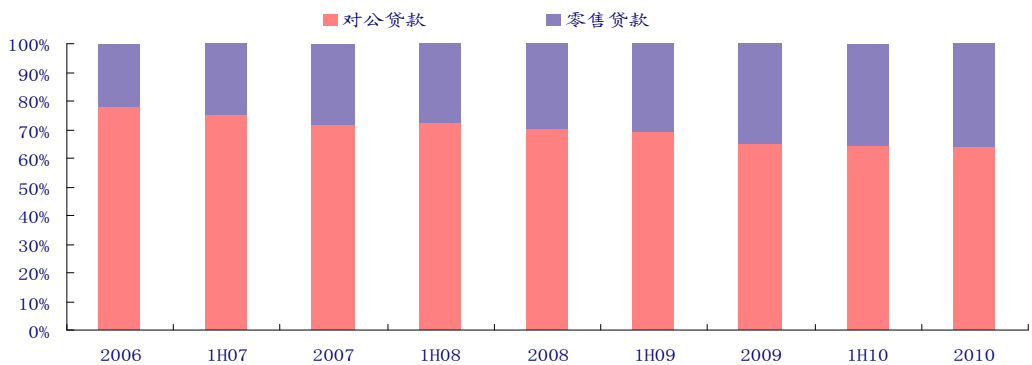
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

图 9: 经营分部税前利润构成



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

图 10: 零售贷款占比逐年提升



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

## 四、零售优势突出

### （一）战略先发优势

与对公业务不同，零售业务的发展需要持续大量的先期投入，包括渠道建设、队伍建设、客户营销等，所以一般要先经历一个“高投入、低产出”的阶段，随着业务规模的扩大，再步入“高投入、高产出”阶段，随着渠道和队伍建设的完成，最终进入“低投入、高产出”阶段。

最近 2 年，国内同业才开始重视发展零售银行，目前刚进入高投入阶段。而招行管理层 2005 年即率先提出重点发展零售银行的战略，并在随后的几年坚定不移地实施之，2010 年已完成全国布局，高投入期基本结束，步入“低投入、高产出”阶段。另外，考虑到近几年的高通胀水平，招行的投入成本也将显著低于后发的同业。招行获得了明显的先发优势。

### （二）人才优势

公司持续投入资源，采用内部培养和外部引进两种方式建立和积累零售业务队伍：（1）实施“131 人才工程”，从内部培养零售银行管理人才、专业人才和客户经理。（2）引进境外或国际人才，从而引进先进的理念、方法和技术。

经过多年的发展，招行已建立起了一支数量充足、结构合理、素质优秀且具有文化认同感得零售银行队伍。目前，零售队伍人数达到 2 万人，占全行员工总数的 46% 多。

### （三）品牌优势

经过多年的发展，公司已建立了品种多样且具品牌优势的零售银行产品体系，包括零售存款、贷款、银行卡、理财服务、投资服务代理服务等等。其中“一卡通”、“信用卡”、“金葵花理财”、“个人网上银行”、“i 理财”等产品和服务已建立起品牌优势，得到市场和客户的认同。

## 五、投资建议

经过以零售业务为重点的一次转型后，招商银行已经在零售银行领域建立起突出的品牌和优势，为公司的二次转型奠定了坚实的基础。同时，在未来金融脱媒、利率市场化和更严资本监管的大趋势下，零售业务的优势将为公司应对同业竞争发挥显著贡献。

继续看好公司的发展前景，预计 2011-2013 年净利润 CAGR 有望达到 20%，对应 EPS 分别为 1.56 元、1.85 元和 2.11 元。维持推荐评级。

表 8: 关键财务数据及预测

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	每股指标及估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利息净收入	40364	57076	71146	83475	95821	EPS	0.95	1.19	1.56	1.85	2.11
非息净收入	11082	14301	17361	20749	24602	每股拨备前利润	1.30	1.78	2.29	2.72	3.12
营业收入	51446	71377	88507	104224	120422	DVPS	0.24	0.40	0.39	0.46	0.53
营业支出	26562	32912	39058	45435	53067	BVPS	4.85	6.21	7.36	8.82	10.47
拨备前利润	24884	38465	49449	58788	67356	P/E	13.4	10.7	8.2	6.9	6.1
拨备	2971	5501	5860	6975	8209	P/PPOP	9.8	7.2	5.6	4.7	4.1
税前利润	22384	33343	43589	51813	59146	P/B	2.6	2.1	1.7	1.4	1.2
净利润	18235	25769	33564	39896	45542	股息收益率	1.9%	3.2%	3.0%	3.6%	4.1%
<b>资产负债表</b>						<b>杜邦分析</b>					
资产总额	2067941	2402507	2743681	3127141	3565947	净利息收入	1.95%	2.38%	2.59%	2.67%	2.69%
贷款	1161817	1402160	1612299	1837069	2092872	非净利息收入	0.54%	0.60%	0.63%	0.66%	0.69%
其他生息资产	861678	951131	1073685	1224969	1399570	营业收入	2.49%	2.97%	3.23%	3.33%	3.38%
其他资产	44446	49216	57697	65103	73505	营业支出	1.28%	1.37%	1.42%	1.45%	1.49%
负债总额	1975158	2268501	2584833	2936789	3340026	拨备前利润	1.20%	1.60%	1.80%	1.88%	1.89%
存款	1608146	1897178	2200726	2530835	2910461	拨备	0.14%	0.23%	0.21%	0.22%	0.23%
其他计息负债	305850	318308	332410	347217	362765	税前利润	1.08%	1.39%	1.59%	1.66%	1.66%
其他负债	61162	53015	51697	58736	66801	税收	0.20%	0.32%	0.37%	0.38%	0.38%
股东权益	92783	134006	158848	190353	225920	ROA	0.88%	1.07%	1.22%	1.28%	1.28%
<b>盈利能力</b>						权益倍数	22.3	17.9	17.3	16.4	15.8
生息资产收益率	3.66%	3.82%	4.17%	4.36%	4.44%	ROE	19.65%	19.23%	21.13%	20.96%	20.16%
计息负债成本率	1.51%	1.33%	1.48%	1.61%	1.68%	<b>资产负债比例</b>					
净利差	2.15%	2.49%	2.69%	2.75%	2.76%	生息资产/总资产	99.0%	99.0%	99.1%	99.2%	99.2%
净息差	2.24%	2.58%	2.79%	2.87%	2.89%	贷款/生息资产	56.7%	58.9%	59.3%	59.2%	59.1%
贷款收益率	5.16%	5.21%	5.66%	5.93%	6.02%	债券/生息资产	18.3%	16.5%	14.0%	15.5%	16.3%
存款成本率	1.22%	1.09%	1.26%	1.41%	1.48%	同业资产/生息资产	13.2%	11.1%	10.1%	10.1%	10.1%
存贷利差	3.94%	4.12%	4.40%	4.52%	4.54%	计息负债/总负债	96.9%	97.7%	98.0%	98.0%	98.0%
成本收入比	44.86%	39.90%	38.00%	37.50%	38.00%	存款/计息负债	84.0%	85.6%	86.9%	87.9%	88.9%
<b>增长率</b>						同业融资/带息负债	13.9%	12.7%	11.7%	10.8%	10.0%
生息资产	32.1%	16.2%	14.3%	14.0%	14.1%	应付债券/带息负债	2.1%	1.6%	1.4%	1.3%	1.1%
贷款	36.2%	20.7%	15.0%	13.9%	13.9%	贷存比	72.2%	73.9%	73.3%	72.6%	71.9%
债券	22.1%	4.4%	-2.7%	26.5%	19.8%	<b>资本充足率</b>					
总资产	31.6%	16.2%	14.2%	14.0%	14.0%	核心资本充足率	10.45%	11.47%	11.19%	11.47%	11.69%
计息负债	31.4%	15.8%	14.3%	13.6%	13.7%	资本充足率	6.63%	8.04%	8.44%	9.05%	9.57%
存款	28.6%	18.0%	16.0%	15.0%	15.0%	加权风险资产系数	0.58	0.60	0.61	0.61	0.61
利息净收入	-13.9%	41.4%	24.7%	17.3%	14.8%	<b>资产质量</b>					
非息净收入	31.6%	29.0%	21.4%	19.5%	18.6%	不良贷款余额	9732	9686	11719	13949	16414
营业收入	-7.0%	38.7%	24.0%	17.8%	15.5%	不良贷款/贷款	0.82%	0.68%	0.71%	0.74%	0.77%
营业支出	11.9%	23.9%	18.7%	16.3%	16.8%	拨备余额/不良贷款	246.7%	302.4%	289.0%	283.6%	283.2%
拨备前利润	-21.2%	54.6%	28.6%	18.9%	14.6%	当年拨备/不良贷款	31.58%	64.43%	50.00%	50.00%	50.00%
净利润	-13.5%	41.3%	30.2%	18.9%	14.2%	信用风险成本	0.30%	0.47%	0.38%	0.40%	0.41%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**叶云燕，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908