

基础扎实，息差领先

招商银行 2011 年中报点评

报告关键点:

- 净利润同比增长40.9%，上半年息差同比提高43bp至2.99%
- 零售业务占比34.5%，非息收入占比22%，领先于其他中小行
- 不良余额和逾期率上升

报告摘要:

- **业绩符合市场预期。**上半年实现净利润186亿，同比增长40.9%。2季度单季实现净利润97.9亿，环比增长11%。上半年利息收入和中间业务均稳定增长，营业收入同比增长40%，成本收入比下降2.5个百分点，信用成本增加17bp。2季度成本稳定，拨备前利润环比增长6.4%，信用成本和有效税率环比下降使得净利润增速相对更高。
- **息差环比略增，存款稳定。**全年息差2.99%，同比上升43bp。其中，2季度息差环比略升3bp。和所有银行一样，资产端收益提高幅度高于负债端是息差上升的主要原因。但相比其他股份制银行，招行的客户基础更为扎实，存款相对稳定，对公活期存款的增长并未出现下降。
- **零售贷款占比维持高位。**中期末零售贷款占比34.5%，基本稳定，在按揭增速趋缓的同时个人经营性贷款高增长，比年初增加30.7%，占贷款比重提高0.9个百分点。中小企业贷款余额4338亿，境内中小企业贷款占对公贷款比重51.19%，比年初提升1.47个百分点。
- **非息收入占比提高至22.2%。**手续费收入同比增长52.7%，其中增速最高的是托管及受托业务佣金，增速达99%。
- **不良贷款余额上升。**不良较1季度末增加2.46亿，不良率稳定在0.61%，逾期贷款占比提高8bp至0.93%，这和行业的趋势一致，是紧缩货币政策环境下的表现。单季度不良毛生成率0.07%。2季度拨备计提比1季度略少，仅有轻微核销，拨贷比提高至2.13%。
- **投资建议：**招行中报符合预期，风险管理能力、息差和零售业务、中间业务在股份制银行中均处于领先的位置，客户基础稳定，存款压力低于其他中小行，我们预计招商银行2011年净利润增速28%，目前股价对应2010年PE和PB分别为8.79倍和1.5倍（考虑融资），维持“买入-A”投资评级。
- **风险提示：**资产质量恶化。

财务和估值数据摘要

单位	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.95	1.19	1.25	1.56	1.94
PPOP	1.30	1.78	1.96	2.37	2.88
BVPS	4.85	6.21	7.41	8.59	10.06
DPS	0.24	0.29	0.30	0.38	0.47
PE	13.95	9.87	8.79	7.05	5.68
PPPOP	10.22	6.61	5.62	4.65	3.82
PB	2.74	1.90	1.48	1.28	1.09
股息收益率(%)	1.78	2.46	3.14	3.92	4.86
ROE(%)	19.65	19.23	16.89	18.15	19.25
ROA(%)	0.88	1.07	1.12	1.15	1.23
RORWA	1.57	1.78	1.86	1.91	2.05

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
14.30 元

期限: 6个月 上次预测: 17.23元

现价(2011年08月30日): 11.79元

报告日期:
2011-08-31

总市值(百万元)	254,388.22
流通市值(百万元)	208,283.68
总股本(百万股)	21,576.61
流通股本(百万股)	17,666.13
12个月最低/最高十大流通股东(%)	11.01/16.08元
股东户数	53.15%

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.15)	(8.73)	(9.78)
绝对收益	(4.54)	(12.55)	(12.29)

杨建海
 021-68765375
 执业证书编号

首席行业分析师
 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

许敏敏

 021-68765372
 xumm@essence.com.cn

前期研究成果

招商银行: 成本和定价优势兼备	2011-04-01
招商银行: 二次转型进展顺利	2010-10-31
招商银行: 业绩大幅增长	2010-08-19

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间 2011-08-30

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROA Dupont (% of AVG Assets)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表(百万元)											
净利息收入	40,364	57,076	74,969	89,449	105,806	净利息收入	2.22	2.55	2.81	2.75	2.75
利息收入	65,838	84,513	114,118	137,523	163,064	非利息收入	0.61	0.63	0.69	0.72	0.82
利息支出	-25,474	-27,437	-39,149	-48,074	-57,258	营业收入	2.83	3.18	3.50	3.47	3.57
净手续费及佣金收入	7,993	11,330	15,862	20,621	27,838	营业税费	0.17	0.19	0.20	0.20	0.21
手续费及佣金收入	9,153	12,409	17,373	22,584	30,489	经营费用	1.29	1.27	1.36	1.35	1.39
手续费及佣金支出	-1,160	-1,079	-1,511	-1,964	-2,651	计提准备金前的营业利润	1.37	1.72	1.93	1.92	1.97
其它净收入	3,089	2,693	2,575	2,834	3,845	准备金	0.16	0.25	0.34	0.29	0.26
营业总收入	51,446	71,099	93,406	112,904	137,489	税前利润	1.23	1.49	1.59	1.63	1.71
营业税费	-3,129	-4,153	-5,456	-6,595	-8,031	所得税	0.23	0.34	0.36	0.37	0.39
经营费用	-23,433	-28,481	-36,428	-44,032	-53,621	税后利润	1.00	1.15	1.23	1.26	1.32
拨备前利润	24,884	38,465	51,522	62,276	75,837	ROAA	1.00	1.15	1.23	1.26	1.32
资产减值准备	-2,971	-5,501	-9,103	-9,374	-10,100	平均权益乘数	5.10	6.00	7.28	6.94	6.87
税前利润	22,384	33,343	42,618	53,102	65,937	ROAE	21.13	22.73	20.02	19.49	20.76
所得税	-4,149	-7,574	-9,681	-12,062	-14,978	流动性(%)					
净利润	18,235	25,769	32,938	41,040	50,959	贷款/资产总额 - 期末	56.2	58.4	56.0	54.0	54.0
可供母公司分配净利润	18,235	25,769	32,938	41,040	50,959	贷款/资产总额 - 平均	55.3	57.4	57.1	54.9	54.0
资产负债表(百万元)						贷款/存款 - 期末	72.2	73.9	73.8	74.3	74.4
客户贷款	1,161,817	1,402,160	1,647,290	1,922,544	2,232,321	贷款/存款 - 期初	68.2	72.2	73.9	73.8	74.3
证券投资	375,386	391,751	529,486	676,451	826,785	贷款/存款(不含贴现)	67.4	72.0	72.2	72.8	73.0
其他生息资产	486,292	559,380	697,156	836,663	992,142	资产质量(%)					
其他资产	44,446	49,216	67,657	124,609	82,679	不良贷款率	0.81	0.68	0.69	0.72	0.75
资产总额	2,067,941	2,402,507	2,941,588	3,560,267	4,133,927	拨备覆盖率	248.50	302.41	315.00	315.00	310.00
客户存款	1,608,146	1,897,178	2,231,089	2,586,916	3,000,979	拨备/贷款	2.02	2.05	2.18	2.26	2.33
应付债券	40,731	36,285	51,315	62,086	66,022	资本充足率(%)					
其他计息负债	265,149	283,376	423,907	594,991	750,245	加权风险资产占比	56.18	60.22	60.22	60.22	60.22
其他负债	61,132	51,662	40,232	90,155	51,975	核心资本充足率	6.63	8.04	9.76	9.35	9.45
负债总额	1,975,158	2,268,501	2,746,543	3,334,147	3,869,221	资本充足率	10.45	11.47	12.75	11.98	11.87
股东权益	92,783	134,003	194,469	225,544	264,130	经营效率(%)					
股本	19,119	21,577	26,324	26,324	26,324	净利息收入/营业收入	78.46	80.28	80.26	79.23	76.96
负债和权益合计	2,067,941	2,402,504	2,941,588	3,560,267	4,133,927	手续费和佣金收入/营业收入	15.54	15.94	16.98	18.26	20.25
YOY (%)						非利息收入/营业收入	21.54	19.72	19.74	20.77	23.04
客户贷款	36.2	20.7	17.5	16.7	16.1	经营费用/营业收入	45.55	40.06	39.00	39.00	39.00
证券投资	22.1	4.4	35.2	27.8	22.2	经营费用/平均资产	1.29	1.27	1.36	1.35	1.39
生息资产	32.4	16.3	22.1	19.5	17.9	盈利能力(%)					
总资产	31.6	16.2	22.4	21.0	16.1	生息率	3.71	3.86	4.37	4.36	4.36
客户存款	28.6	18.0	17.6	15.9	16.0	付息率	1.51	1.33	1.59	1.62	1.62
计息负债	31.2	15.8	22.1	19.9	17.7	利差	2.20	2.53	2.78	2.74	2.73
净利息收入	-13.9	41.4	31.3	19.3	18.3	NIM	2.27	2.61	2.87	2.84	2.83
净手续费及佣金收入	3.2	41.7	40.0	30.0	35.0	成本收入比	45.55	40.06	39.00	39.00	39.00
营业收入	-7.0	38.2	31.4	20.9	21.8	营业收入税率	6.08	5.84	5.84	5.84	5.84
拨备前利润	-21.2	54.6	33.9	20.9	21.8	信用成本	0.40	0.49	0.62	0.54	0.51
税前利润	-16.3	49.0	27.8	24.6	24.2	所得税率	18.54	22.72	22.72	22.72	22.72
归属母公司利润	-13.5	41.3	27.8	24.6	24.2	股利分配率	24.85	24.28	24.28	24.28	24.28

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034