

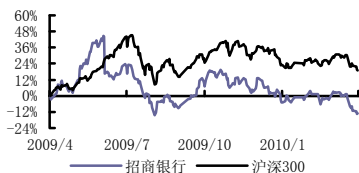
金融服务业 - 银行业

Financial Service - Bank

2010 年 4 月 29 日

市场数据	2010 年 4 月 28 日
当前价格 (元)	13.82
52 周价格区间 (元)	13.63-23.03
总市值 (百万)	298188.73
流通市值 (百万)	298188.73
总股本 (百万股)	21576.61
流通股 (百万股)	21576.61
日均成交额 (百万)	1781.38
近一月换手 (%)	9.77%
Beta (2 年)	-
第一大股东	香港中央结算 (代理人) 有限公司
公司网址	http://www.cmbchina.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
招商银行	-12.20%	-8.66%	-9.02%
沪深 300	-5.42%	-3.41%	22.98%

执业证书号:  
S1030209070558

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 增长强劲、拨备谨慎

— 招商银行 (600036.SH) 2010 年 1 季报点评

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	74991.00	66,977.50	81,044.24	88,169.90
净利润 (百万元)	18235.00	24,585.87	29,929.84	34,019.85
每股收益 (元)	0.95	1.14	1.39	1.58
净利润增长率%	-13.48%	34.83%	21.74%	13.67%
每股净资产 (元)	4.85	6.33	7.51	8.30
市盈率	14.77	12.14	9.97	8.78
市净率	2.89	2.22	1.87	1.69

资料来源: 世纪证券研究所

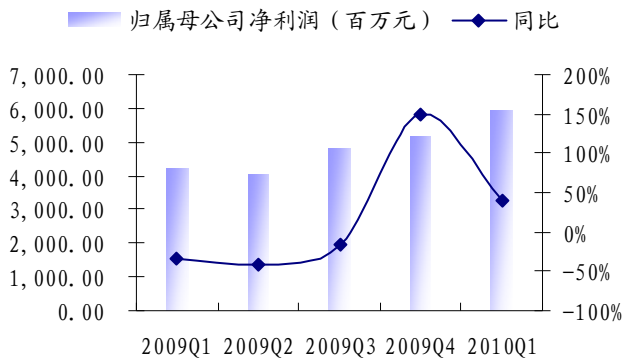
- 1 季度业绩强劲增长:** 净利润同比增长 40.02%, 影响业绩的主要积极因素为生息资产规模增加且收益率进一步回升、手续费及佣金净收入增长复苏、管理费用率下降; 主要消极因素为资产减值准备支出增加。
- 信贷规模快速增长:** 随着资本充足率得到补充, 公司贷款继续保持快速增长趋势, 1 季度同比增长 27.69%, 存款同比增速则回落至 13.44%, 从而进一步推高了公司存贷比。
- 净息差大幅回升:** 较去年底大幅回升了 17bps, 1 季度存款增速意外显著超过存款起到了重要推动作用。继续维持此前的判断: 公司 2010 年上半年净息差进一步回升的力度将在可比公司将处于前列。
- 中间业务复苏:** 公司 2009 年总共实现手续费及佣金净收入 23.24 亿元, 同比增长 39.41%, 增速显著超过去年各个季度, 主要是代理服务手续费增加。占营业收入比维持在 15.53% 的高位。
- 拨备谨慎, 增长坚实:** 资产质量稳定, 但公司主动新增计提了 15.57 亿元资产减值准备, 超过去年同期 97.09%, 因而平滑了业绩增长。不良贷款拨备覆盖率为 278.84%, 比年初提高 25.59 个百分点, 整体而言, 公司能在资产质量稳定, 主动增加拨备的做法显示了其谨慎的经营态度, 也令其业绩增长的基础更为坚实。
- 投资评级:** 按照 2010 年 4 月 29 日收盘价计算, A 股估值折合约 12.14 倍 2010 年 PE, 或 2.22 倍 2010 年 PB。我们维持此前观点: 招行将成为业绩反弹张力最强的银行, 进一步考虑到其一贯以来优良的信贷质量与风控水平, 尤其是 1 季度谨慎的拨备态度, 维持“买入”投资评级。

## 盈利水平强劲复苏

1季度公司盈利状况进一步改观,总共实现归属母公司净利润59.09亿元,比上年同期大幅增长40.02%,符合我们的预期;影响业绩的主要积极因素为生息资产规模增加且收益率进一步回升、手续费及佣金净收入增长复苏、管理费用率下降;主要消极因素为资产减值准备支出增加。

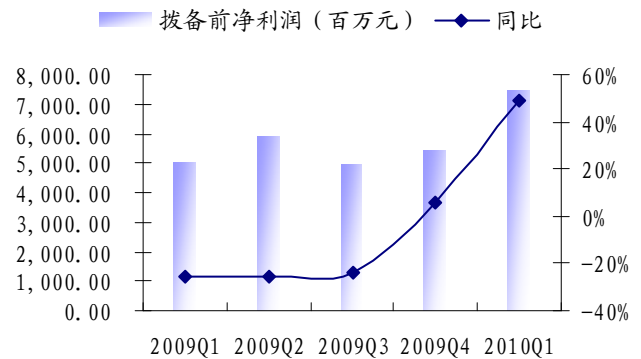
从季度变动看,公司盈利水平进一步回复,单季拨备前利润同比增长49.44%,为近4个季度以来的最高点,环比增速也回复至38.44%。

Figure 1 2010年1季度业绩强劲复苏



资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 2009年以来单季度拨备前利润及同比增速统计



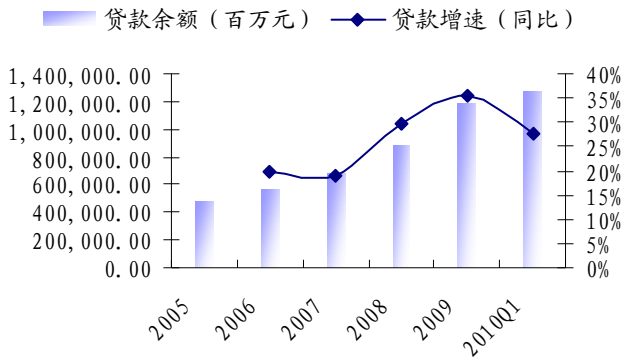
资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

## 信贷规模快速增长、净息差大幅回升

信贷规模方面,随着资本充足率得到补充,公司贷款继续保持快速增长趋势,1季度同比增长27.69%,存款同比增速则回落至13.44%,从而进一步推高了公司存贷比。

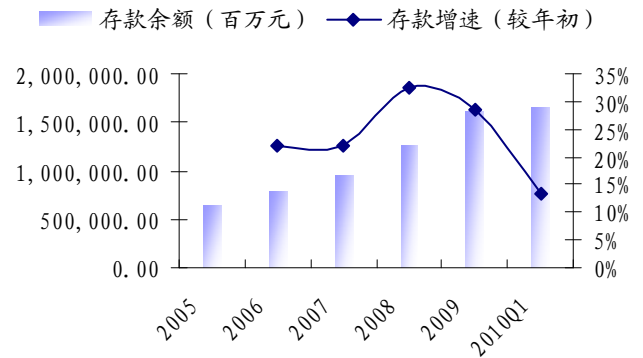
净息差方面,较去年底大幅回升了17bps,超过了去年全年的最大反弹幅度,符合我们预期。其原因除了我们在年报点评中分析的方面外,1季度存款增速意外显著超过存款也起到了重要推动作用。继续维持此前的判断:相对较高的票据贴现贷款和同业往来资金比例带来更大的一般性贷款置换空间、优惠利率政策退出后高按揭贷款比例带来更强的收益率回升弹性、更高的活期存款占比和零售贷款占比在未来的加息周期中带来更强的受益程度,三个因素共同作用将令公司2010年上半年净息差进一步回升的力度在可比公司中处于前列。

Figure 3 招商银行2010年1季度贷款仍保持同比快速增长



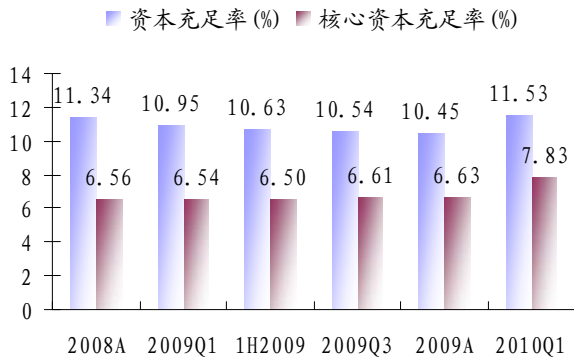
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 招商银行今年1季度存款增速同比回落



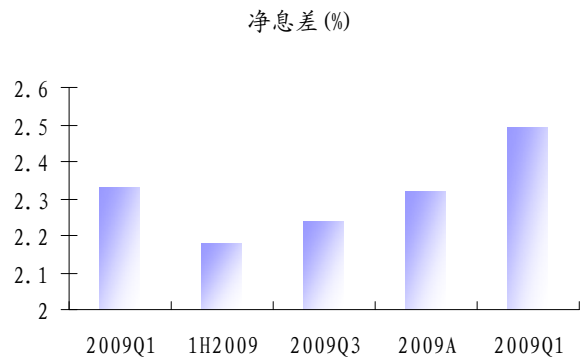
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 5 招商银行资本和核心资本充足率统计



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 6 招商银行今年1季度净息差进一步回升

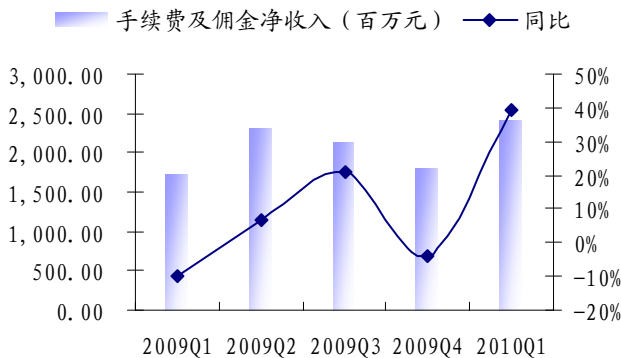


资料来源：公司报告、世纪证券研究所

**中间业务同比增长 39.41%**

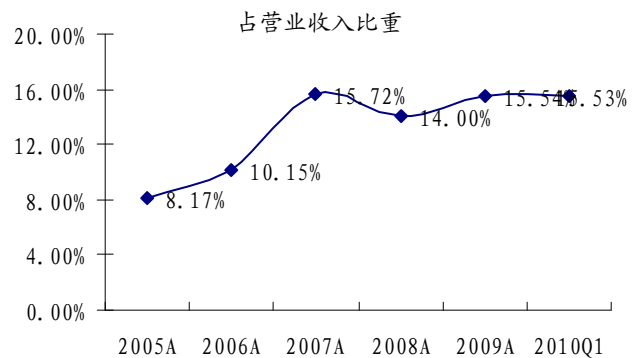
公司 2009 年总共实现手续费及佣金净收入 23.24 亿元，同比增长 39.41%，增速显著超过去年各个季度，主要是代理服务手续费增加。占营业收入比维持在 15.53% 的高位。

Figure 7 1 季度手续费及佣金净收入同比大幅回升



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 8 2009 年手续费佣金占营业收入比维持高位

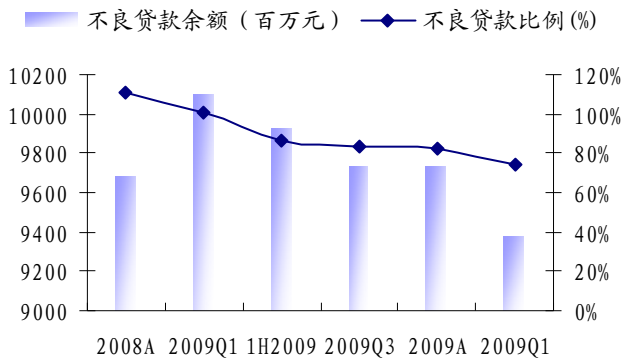


资料来源：公司报告、世纪证券研究所

**拨备力度进一步加强，平滑业绩**

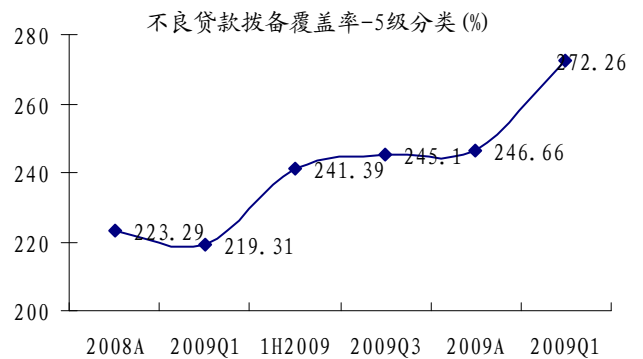
截至报告期末，公司不良贷款余额为 90.30 亿元，比年初减少 3.31 亿元，不良贷款率 0.75%，比年初下降 0.08 个百分点。但公司在 1 季度主动新增计提了 15.57 亿元资产减值准备，超过去年同期 97.09%，令年化信用成本上升 0.22 个百分点至 0.52%，因而平滑了业绩增长。贷款减值准备余额为 251.79 亿元，不良贷款拨备覆盖率为 278.84%，比年初提高 25.59 个百分点，整体而言，公司能在资产质量稳定，主动增加拨备的做法显示了其谨慎的经营态度，也令其业绩增长的基础更为坚实。

Figure 9 招商银行今年 1 季度不良贷款继续“双降”



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 10 招商银行今年 1 季度拨备覆盖率进一步提升

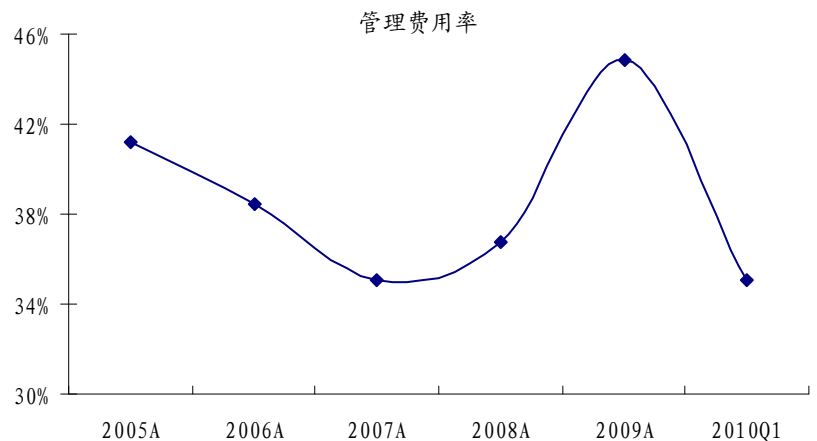


资料来源：公司报告、世纪证券研究所

**管理费用率回复正常水平**

公司 200 年曾因处于成长扩张期费用支出刚性较大，而同期收入下降反拉费用率导致费用率大幅上升，但 1 季度费用率已经回到正常水平。

Figure 11 2009 年招商银行管理费用率回到正常水平



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

### 盈利预测与投资评级

预测公司 2010-2012 年 EPS 为 1.14 元、1.39 元和 1.58 元，BVPS 为 6.33 元、7.51 元和 8.30 元。在经历了前一轮因房地产调控政策而带来的调整之后，估值更为安全。按照 2010 年 4 月 29 日收盘价计算，A 股估值折合约 12.14 倍 2010 年 PE，或 2.22 倍 2010 年 PB。我们维持此前观点：招行将成为业绩反弹张力最强的银行，进一步考虑到其一贯以来优良的信贷质量与风控水平，尤其是 1 季度谨慎的拨备态度，维持“买入”投资评级。

### 风险因素

贷款质量严重恶化超预期

## 盈利预测表

Figure 12 招商银行盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业收入</b>	<b>40,958.00</b>	<b>55,308.00</b>	<b>51,446.00</b>	<b>66,977.50</b>	<b>81,044.24</b>	<b>88,169.90</b>
利息净收入	33,902.00	46,885.00	40,364.00	57,004.70	66,921.15	75,115.57
手续费及佣金净收入	6,439.00	7,744.00	7,993.00	9,191.95	10,570.74	12,156.35
非息收入	617.00	679.00	3,089.00	780.85	3,552.35	897.98
<b>二、营业支出</b>	<b>20,043.00</b>	<b>28,896.00</b>	<b>29,533.00</b>	<b>35,751.50</b>	<b>42,994.48</b>	<b>44,928.84</b>
营业税金及附加	2,384.00	3,296.00	3,129.00	4,094.64	4,954.61	5,390.23
管理费用	14,354.00	20,340.00	23,078.00	26,292.34	31,814.30	34,611.52
资产减值损失	3,305.00	5,154.00	2,971.00	5,364.52	6,225.57	4,927.09
<b>三、营业利润</b>	<b>20,915.00</b>	<b>26,412.00</b>	<b>21,913.00</b>	<b>31,226.01</b>	<b>38,049.76</b>	<b>43,241.07</b>
加: 营业外收入	253.00	409.00	534.00	614.10	706.22	812.15
减: 营业外支出	125.00	62.00	63.00	72.45	83.32	95.82
<b>四、利润总额</b>	<b>21,043.00</b>	<b>26,759.00</b>	<b>22,384.00</b>	<b>31,767.66</b>	<b>38,672.66</b>	<b>43,957.40</b>
减: 所得税	5,800.00	5,813.00	4,149.00	7,181.79	8,742.82	9,937.55
<b>五、净利润</b>	<b>15,243.00</b>	<b>20,946.00</b>	<b>18,235.00</b>	<b>24,585.87</b>	<b>29,929.84</b>	<b>34,019.85</b>
减: 少数股东损益	0.00	-131.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>15,243.00</b>	<b>21,077.00</b>	<b>18,235.00</b>	<b>24,585.87</b>	<b>29,929.84</b>	<b>34,019.85</b>
<b>六、每股收益</b>	<b>1.04</b>	<b>1.43</b>	<b>0.95</b>	<b>1.14</b>	<b>1.39</b>	<b>1.58</b>

资料来源: 世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.