

# 招商银行 (600036.SH) 银行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

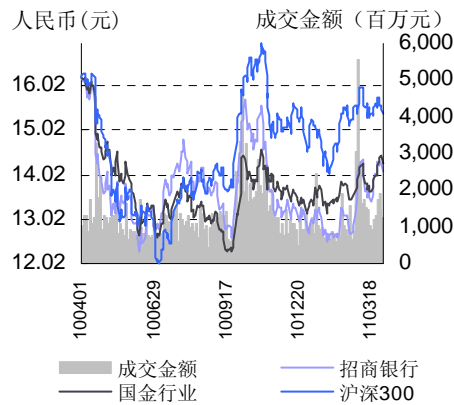
市价(人民币): 14.09元

## 收益加息, 息差反弹幅度大;

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	17,666.13
流通港股(百万股)	3,910.48
总市值(百万元)	304,014.42
年内股价最高最低(元)	16.22/12.30
沪深300指数	3264.93
上证指数	2948.48



### 相关报告

- 《3季报点评》, 2010.11.1
- 《下半年息差依然有提升空间》, 2010.8.20
- 《息差反弹快,1季报较好》, 2010.4.29

**陈建刚** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021  
(8621)61038264  
chenjg@gjzq.com.cn

**张英** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030018  
(8621)61038295  
zhangying@gjzq.com.cn

### 业绩简评

- 招商银行 2010 年实现归属母公司净利润 257.7 亿元, EPS 1.2 元, 净利润同比增长 41.3%, 符合我们及市场预期; 4 季度单季净利息收入环比 11.6%, 而营业支出和拨备分别上升 29.8% 和 331.1%, 导致单季度净利润环比下降 29.8%。息差弹性是最大看点: 我们测算 4 季度单季度息差为 2.81%, 环比 3 季度上升了 23BP, 息差弹性得到证实, 预计 11 年 1 季度进一步反弹至 3% 以上。

### 经营分析

- 规模平稳增长。** 10 年公司生息资产同比增长 16.3%, 其中贷款同比增长 20.7%; 计息负债同比增长 15.8%, 其中存款同比增长 18.0%。
- 加息周期中息差弹性大。** 1-4 季度净息差 2.58% (公司公告 2.65%), 比 09 年提升了 39BP, 全年息差反弹幅度仅低于华夏; 4 季度息差弹性更高, 我们测算 4 季度单季度净息差 2.81%, 比 3 季度提升了 23BP, 单季息差的反弹幅度在上市银行中最高。公司 10 年末活期存款占比 56.9%, 较年初上升 2.1 个百分点, 活期占比高的特点决定了公司在加息周期中息差弹性最大。
- 手续费及佣净收入同比增长 41.8%。** 相对其他股份制银行来说, 公司手续费收入增速较低 (浦发 83.4%、民生 77.8%、兴业 54.1%), 但考虑到公司非息收入占比高, 在较高基数上保持这种速度的增长也属不易。从新增构成来看, 与其他股份制主要依靠咨询顾问费不同, 招行手续费收入主要来源于银行卡及代理业务的增长。
- 贷款质量较稳定, 4 季度拨备计提力度加大:** 10 年公司不良贷款余额与不良贷款率双降, 不良贷款余额从 09 年底的 97.3 亿元下降到 96.9 亿元, 不良率从 0.82% 下降至 0.68%。但 4 季度不良生成较高, 不良贷款余额环比 3 季度末上升 8.6 亿。4 季度公司加大了拨备计提力度, 10 年信贷成本 0.43%, 较 1-3 季度年化信贷成本上升了 12BP, 体现了公司稳健的特点。拨备覆盖率从年初的 246.7% 提升至 302.4%。
- 10 年永隆集团净利润港币 13.49 亿元, 同比增长 52.5%。** 总资产为港币 1370.75 亿元, 较 2009 年底增长 16.85%; 净资产为港币 127.5 亿元, 较 2009 年底增长 11.8%。资本充足比率为 14.87%, 核心资本充足比率为 9.65%。

### 盈利调整

- 我们预计公司 2011/2012 年净利润为 362.1/455.1 亿, 同比增长 37%/27%, 11/12EPS=1.65/2.09 元, 11/12BVPS=7.6/9.3 元。

### 投资建议

- 目前股价对应 1.85x11PB/8.4x11PE 和 1.51x12PB/6.7x12PE, 公司活期存款占比较高、债券久期较短的特点使得公司对加息更为敏感, 业绩弹性在加息周期中最为受益, 维持“买入”评级。

**图表 1: 招商银行规模增长**

业绩增长拆分	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
规模增长	19.44%	29.25%	38.91%	38.53%	30.76%	22.65%	16.76%	17.61%	16.30%
净息差	18.85%	-49.40%	-61.71%	-57.42%	-44.67%	9.34%	24.70%	23.29%	25.10%
非息收入	-3.09%	6.92%	8.38%	7.53%	6.73%	-0.93%	-8.13%	-4.76%	-2.78%
成本	-4.13%	-15.73%	-16.53%	-17.00%	-13.37%	17.03%	18.66%	18.03%	14.58%
拨备	-3.91%	-5.78%	-9.59%	-4.89%	4.20%	-7.13%	15.35%	7.52%	-4.24%
税收	10.25%	1.33%	2.93%	2.09%	3.41%	-0.54%	-7.52%	-4.29%	-7.64%
<b>业绩增长贡献</b>	<b>4Q08</b>	<b>1Q09</b>	<b>2Q09</b>	<b>3Q09</b>	<b>4Q09</b>	<b>1Q10</b>	<b>2Q10</b>	<b>3Q10</b>	<b>4Q10</b>
规模增长	51.97%	-87.57%	-103.42%	-123.63%	-237.64%	56.04%	28.02%	30.67%	39.45%
净息差扩大	50.39%	147.87%	164.04%	184.24%	345.10%	23.10%	41.30%	40.57%	60.76%
非息收入	-8.27%	-20.71%	-22.26%	-24.15%	-52.01%	-2.30%	-13.60%	-8.29%	-6.72%
成本	-11.04%	47.10%	43.95%	54.54%	103.32%	42.13%	31.19%	31.41%	35.28%
拨备	-10.44%	17.29%	25.49%	15.70%	-32.45%	-17.65%	25.66%	13.10%	-10.27%
税收	27.40%	-3.99%	-7.80%	-6.70%	-26.32%	-1.32%	-12.57%	-7.47%	-18.50%
<b>单季环比增长业绩分拆</b>	<b>4Q08</b>	<b>1Q09</b>	<b>2Q09</b>	<b>3Q09</b>	<b>4Q09</b>	<b>1Q10</b>	<b>2Q10</b>	<b>3Q10</b>	<b>4Q10</b>
业绩增长拆分	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
规模增长	9.06%	13.30%	9.17%	2.71%	2.93%	6.27%	3.92%	3.45%	1.79%
净息差	-13.47%	-28.06%	-12.74%	10.88%	6.44%	3.91%	6.59%	1.59%	9.78%
非息收入	-1.42%	6.55%	10.83%	-11.04%	-3.82%	2.71%	0.32%	2.07%	-3.05%
成本	-32.26%	29.52%	-1.61%	-4.91%	-9.42%	36.45%	0.21%	-7.65%	-17.46%
拨备	-34.01%	136.77%	-18.03%	34.47%	-1.74%	-20.32%	11.66%	2.64%	-20.77%
税收	5.92%	-41.85%	8.73%	-13.31%	12.69%	-14.44%	0.74%	-0.88%	-0.07%
<b>业绩增长贡献</b>	<b>4Q08</b>	<b>1Q09</b>	<b>2Q09</b>	<b>3Q09</b>	<b>4Q09</b>	<b>1Q10</b>	<b>2Q10</b>	<b>3Q10</b>	<b>4Q10</b>
规模增长	-13.68%	11.44%	-250.51%	14.41%	41.42%	43.02%	16.73%	286.29%	-6.01%
净息差扩大	20.35%	-24.14%	348.21%	57.87%	90.92%	26.84%	28.11%	131.47%	-32.86%
非息收入	2.14%	5.64%	-295.88%	-58.73%	-53.88%	18.55%	1.35%	171.17%	10.24%
成本	48.75%	25.40%	43.86%	-26.11%	-133.09%	249.96%	0.92%	-634.35%	58.63%
拨备	51.38%	117.66%	492.79%	183.37%	-24.54%	-139.37%	49.76%	218.56%	69.75%
税收	-8.94%	-36.00%	-238.47%	-70.81%	179.17%	-99.01%	3.14%	-73.14%	0.25%

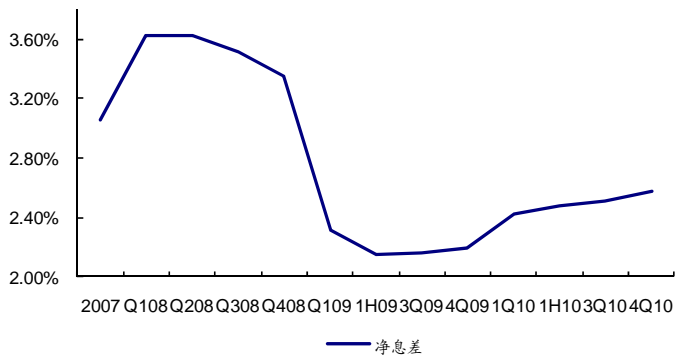
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 2: 招商银行规模增长

同比增长	2007	1H08	2008	1H09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
生息资产同比增长	40.87%	43.19%	19.44%	38.91%	30.76%	22.65%	16.76%	17.61%	16.30%
贷款	19.11%	18.10%	30.31%	56.14%	36.24%	27.97%	15.62%	18.26%	20.69%
其中企业贷款	7.42%								
其中个人贷款	71.62%								
投资	39.18%	22.79%	22.54%	26.83%	23.04%	18.31%	15.84%	12.12%	4.36%
同业	104.91%	188.29%	-6.16%	15.26%	32.12%	14.37%	20.28%	20.40%	15.03%
季度环比增长	4Q07	2Q08	4Q08	2Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产同比增长	18.72%	1.58%	9.06%	9.17%	2.93%	6.27%	3.92%	3.45%	1.79%
贷款	3.21%	5.57%	15.28%	15.86%	1.39%	7.26%	4.68%	3.89%	3.47%
其中企业贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
其中个人贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投资	10.83%	-5.80%	4.59%	2.90%	2.29%	2.29%	0.75%	6.36%	-4.80%
同业	68.61%	-0.12%	-5.04%	-0.68%	7.37%	6.99%	4.45%	0.35%	2.58%
同比增长	2007	1H08	2008	1H09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
计息负债	41.63%	25.13%	18.91%	42.37%	31.38%	20.73%	14.44%	15.10%	15.81%
存款	21.94%	23.92%	32.55%	47.20%	28.59%	13.44%	13.74%	18.40%	17.97%
活期存款	32.21%								
定期存款	10.39%								
债券	-7.94%	12.20%	198.07%	149.68%	1.12%	2.51%	6.27%	4.22%	-10.92%
同业	249.94%	32.15%	-38.11%	12.57%	59.79%	81.84%	19.95%	-3.89%	6.82%
季度环比增长	2007	1H08	2008	1H09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
计息负债	8.03%	1.55%	8.16%	9.60%	2.02%	5.37%	3.89%	3.05%	2.66%
存款	5.12%	4.95%	10.77%	6.50%	1.56%	2.05%	6.78%	6.99%	1.19%
活期存款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
定期存款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
债券	0.03%	1.07%	-10.68%	-4.28%	4.75%	-0.50%	-0.77%	0.77%	-10.46%
同业	20.28%	-11.73%	-3.95%	36.93%	4.50%	26.43%	-9.67%	-19.47%	16.15%

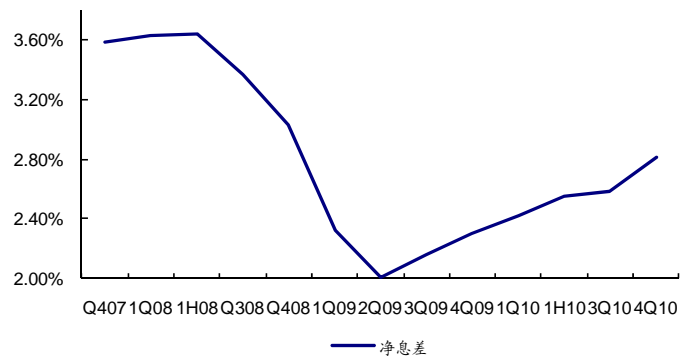
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 3: 招商银行循环净息差



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表 4: 招商银行单季净息差



来源: 公司数据, 国金证券研究所

**图表 5: 招商银行资产质量**
**招商银行 (600036.SH): 资产质量  
(RMB 百万)**

	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010
<b>五级分类</b>							
正常类	648,431	720,438	850,356	1,084,124	1,161,971	1,307,832	1,407,546
关注类	14,342	12,933	14,329	12,425	14,119	14,083	14,219
次级类	1,910	1,967	2,751	2,628	2,961	1,983	2,730
可疑类	4,512	3,174	3,023	2,796	2,791	2,960	2,659
损失类	3,972	4,148	3,903	4,208	3,980	3,907	4,297
不良贷款总额	10,394	9,289	9,677	9,632	9,732	8,850	9,686
增加额							
贷款总额	673,167	742,660	874,362	1,106,181	1,185,822	1,330,765	1,431,451
关注类	2.13%	1.74%	1.64%	1.12%	1.19%	1.06%	0.99%
次级类	18.38%	21.18%	28.43%	27.28%	30.43%	22.41%	28.19%
可疑类	43.41%	34.17%	31.24%	29.03%	28.68%	33.45%	27.45%
损失类	38.21%	44.65%	40.33%	43.69%	40.90%	44.15%	44.36%
			-0.44%			(894)	
不良贷款率	1.54%	1.25%	1.11%	0.87%	0.82%	0.67%	0.68%
不良贷款准备	(18,750)	(20,076)	(21,608)	(23,956)	(24,005)	(26,337)	(29,291)
一般准备/组合贷款准备	(11,065)	(13,414)	(14,881)	(17,483)	(18,036)	(20,635)	(23,379)
专项准备/单项贷款准备	(7,685)	(6,662)	(6,727)	(6,473)	(5,969)	(5,702)	(5,912)
不良贷款覆盖率	180.39%	216.13%	223.29%	248.71%	246.66%	297.59%	302.41%
不良贷款覆盖率 (剔除损失)	230.12%	309.82%	306.63%	364.09%	348.14%	453.77%	463.80%
不良贷款拨备	(3,305)	(1,392)	(3,703)	(2,650)	(3,073)	(2,451)	(5,570)
拨备/不良贷款	31.80%	29.97%	38.27%	55.02%	31.58%	27.69%	57.51%
拨备/贷款总额(风险成本)	0.53%	0.41%	0.48%	0.57%	0.30%	0.39%	0.43%
一般准备/贷款总额	1.64%	1.81%	1.70%	1.58%	1.52%	1.55%	1.63%
专项准备/不良贷款	73.94%	71.72%	69.52%	67.20%	61.33%	64.43%	61.04%

来源: 公司数据、国金证券研究所

**图表 6: 招商银行利润表预测**
**招商银行 (600036.SH): 利润表**

YE 31 Dec (RMB 百万)								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	26,040	33,990	51,585	72,635	65,838	84,513	114,628	139,959
利息支出	(9,040)	(12,481)	(17,683)	(25,750)	(25,474)	(27,437)	(35,383)	(40,740)
净利息收入	17,000	21,509	33,902	46,885	40,364	57,076	79,245	99,219
手续费净收入	1,567	2,721	6,439	7,744	7,993	11,330	13,742	16,770
其他收入	586.76	636	745	920	3,205	3,072	3,379	3,717
非利息净收入	2,154	3,357	7,184	8,664	11,198	14,402	17,121	20,487
<b>营业收入</b>	<b>19,154</b>	<b>24,866</b>	<b>41,086</b>	<b>55,549</b>	<b>51,562</b>	<b>71,478</b>	<b>96,367</b>	<b>119,706</b>
营业税金及附加	(1,219)	(1,573)	(2,384)	(3,296)	(3,129)	(4,153)	(5,336)	(6,498)
营业费用	(7,909)	(9,518)	(14,354)	(20,340)	(23,078)	(28,481)	(37,583)	(46,685)
<b>营业支出</b>	<b>(9,127)</b>	<b>(11,091)</b>	<b>(16,738)</b>	<b>(23,636)</b>	<b>(26,207)</b>	<b>(32,634)</b>	<b>(42,919)</b>	<b>(53,183)</b>
<b>拨备前利润</b>	<b>10,026</b>	<b>13,775</b>	<b>24,348</b>	<b>31,913</b>	<b>25,355</b>	<b>38,844</b>	<b>53,448</b>	<b>66,523</b>
拨备	(3,393)	(3,691)	(3,305)	(5,154)	(2,971)	(5,501)	(7,307)	(8,533)
<b>税前利润</b>	<b>6,634</b>	<b>10,084</b>	<b>21,043</b>	<b>26,759</b>	<b>22,384</b>	<b>33,343</b>	<b>46,141</b>	<b>57,990</b>
所得税	(2,703)	(3,290)	(5,800)	(5,813)	(4,149)	(7,574)	(9,932)	(12,482)
税率	40.7%	32.6%	27.6%	21.7%	18.5%	22.7%	21.5%	21.5%
少数股东权益	17.3%	17.0%	24.8%	28.4%	21.1%	22.7%	24.3%	24.9%
<b>税后利润</b>	<b>3,930</b>	<b>6,794</b>	<b>15,243</b>	<b>20,946</b>	<b>18,235</b>	<b>25,769</b>	<b>36,209</b>	<b>45,508</b>
净利润增长	25.01%	72.86%	124.36%	37.41%	-12.94%	41.32%	40.52%	25.68%
ROE								
<b>Per share data</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本, 期末 (mn)	10,374	14,703	14,703	14,703	19,114	21,577	21,577	21,577
每股拨备前利润	0.966	0.937	1.656	2.171	1.724	1.800	2.477	3.083
EPS(basic)	0.379	0.462	1.037	1.425	0.954	1.194	1.678	2.109
EPS(Diluted)								
BVPS	2.378	3.752	4.624	5.426	4.854	6.211	7.623	9.313
DVPS								

来源: 公司数据、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室