

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

招商银行 (600036)

成本控制或成亮点，永隆减值或好于预期

推荐 (维持)

——招商银行调研快报

2009 年 2 月 26 日

刘英华 银行业研究员

86-755-22626420

Liuyh1@pasc.com.cn

事项

2 月 26 日上午，我们调研了招商银行，调研要点及观点如下。

主要观点

➤ 永隆银行减值可能好于预期

招行要约收购永隆股权 46.88% 的部分，按财政部二号准则：《关于上市公司海外兼并收购财务报表的处理方式》处理。也就是说，这部分即使做了减值测试后，存在减值可能，也不会进损益表，而是对冲资本公积。

影响损益表的是收购永隆股权的 53.12% 这部分。而且商誉减值也不会一次性摊掉，因为摊销后不能再冲回来。但以后每年都会做减值测试，即将永隆未来五到八年的经营现金流折现，与对价相比较，如果有差值就减。

永隆在传统的银行业务方面比较保守，投资业务相对激进。永隆投资各大外资机构的债券都有些敞口，但额度也不算太大。收购之前有一部分已经处理过的。

平安观点：商誉减值可能好于预期，我们预计总额在 50 亿港币左右，分 5 年摊销。商誉减值测试与永隆未来的经营现金流假设关系很大，目前永隆银行业务经营情况相对稳定。但永隆银行在外资机构债券投资方面的风险敞口需要引起关注。

➤ 限售股上市无解禁承诺

前几大股东招商局、晏清、楚源、中交建、中国远洋都是长年大股东，去年三季度招商局还有所增持，解禁方面没有太大压力。但也不会有解禁承诺。

➤ 成本控制或成亮点

09 年以现有网点的改造为主，以新铺设网点为辅。07 年分支行开设为 70 家，08 年 11 月底为 50 家。09 年新网点可能会进一步放缓，同时现有盈利情况差的分支行可能实行兼并停。

09 年拟加大网上银行和 IT 建设，减少昂贵的人力成本。09 年新增人员也会控制总量。09 年 1 月份成本收入比约为 38%

平安观点：成本控制或成亮点。09 年网点投入成本减少，加强网银建设也可以进一步减低网点和人员成本。招行成本控制情况在同业具有优势。

➤ 贷款：中长期占比有望提升

09 年贷款顺应国家政策导向，关注中央政府支持的项目。最主要还是项目本身，保证贷款安全。目前已经有一些中长期贷款增量的储备，但还在争取和评估过程中。

一月份贷款增量 1000 多亿，其中 800 多亿来自票据。票据部分主要来自再贴现而非承兑汇票，风险较小。收益率约为 1.97% 左右，高于同业及同期市场利率，企业套利空间较小。

中小企业贷款主要鼓励环渤海，珠江三角，长江三角的中小企业。目前长三角中小企业不良率略有提升，但没有继续恶化的趋势。09 年不良贷款不是我们特别担心的问题。

平安观点：一月票据增速不具持续性，年内信贷增速将较一月显著放缓。结构上看，随着基建类项目逐步进入银行审批程序，中长期贷款占比将在二季度甚至下半年才有所提升。

➤ 信用卡：不良率上升

截至 08 年 11 月，信用卡不良率为 2.8%，比照 07 年不到 2% 的水平有显著提升。主要原因是过去几年信用卡发卡量上升较快，其中确实存在一些风险客户。而且我国现在用卡环境不成熟，征信系统也不是特别有效，加之信用卡的核销政策严厉，很难核销，导致不良率累计上升。

平安观点：09 年信用卡不良率趋于稳定，继续上升可能性较小。由于信用卡已经结束了“圈地运动”，而改为“精耕细作”，新发卡量会减少，而强调卡均盈利和卡均消费额，不良率有望得到控制。

维持“推荐”投资评级

平安观点：谨慎的放贷政策下，贷款业务难以以量补价；中间业务可能保持个位数增长或者零增长；成本控制方面或成亮点；永隆减值可能好于预期。预计 09 年每股收益 1.30 元，按照 2 月 25 日收盘价计算 PB 为 2.26 倍，估值基本合理。考虑到招行的零售优势、成本控制以及管理优势，维持“推荐”投资评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257