

研究员：
 金融业
 黄薇

 (8621)64718888-
 1813

净利润增四成 后续股权冲减压力下降

——招商银行（600036）业绩快报点评

1、基本情况

➤ 公司公告：

公司于10日发布08年业绩预增公告，公告显示营业收入增长35%，利润总额增长27%，净利润增长38%，每股收益1.43元，低于我们之前每股1.48元的预计，每股净资产5.41元。

表1：公司业绩快报公布情况

单位：百万	2008	2007	增减
营业收入	55308	40958	35.04%
营业利润	26412	20915	26.28%
利润总额	26759	21043	27.16%
归属股东的净利润	21077	15243	38.27%
每股收益（元）	1.43	1.04	37.50%
全面摊薄净资产收益率（%）	26.51%	22.42	
每股净资产（元）	5.41	4.62	17.10%

数据来源：公司公告

2、我们对业绩快报的解读

- **4季度营业收入环比下降7%，息差收窄幅度较大。**公司08年4个季度的营业收入分别为137.12亿元、150.38亿元、137.74亿元、127.84亿元。单季净利润分别为63.19亿元、69.26亿元、57.54亿元和20.78亿元。4季度的单季营业收入环比下降7.2%，净利润下降64%，幅度大于已经公布年报的几家银行的平均水平，我们预计4季度公司的息差收窄程度较大，但息差是否已经见底还需要等待09年1季报数据的公布。
- **利润表中为永隆银行计提的拨备约24亿元。**公司08年全年营业收入553.08亿元，亿元利润264.12亿元，即营业支出为288.96亿元。在预计08年公司的成本收入比36%、营业税税率6.2%的情况下，全年计提的资产减值准备为55.17亿元。公司08年前3季度分别计提的资产减值准备为4.36亿元、9.56亿元和7.55亿元，假设4季度由于资产质量压力计提的贷款减值准备上升到10亿元附近，则为永隆银行计提的资产减值准备在24亿元左右，永隆减值计提对损益表的影响低于市场预期。

- **股东权益冲减约61亿元，后续压力顿减。**招行全年每股净资产5.41元，较3季度末的5.68元减少了0.27元，即股东权益减少了约40亿元，扣除4季度净利润20.78亿元，则4季度股东权益减少了61亿元左右。按照市场之前普遍预计招行为收购永隆对股东权益的影响在80~90亿元左右来看，招行08年一次性冲减61亿元的股东权益，大大减轻了后续的冲减压力。

3、招商银行基本指标预测

表 2：招商银行利润表预测

单位：百万	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	24,866	40,958	55308	56414	63184
利息净收入	21,509	33,902	46735	46824	53074
非利息收入	3357	7056	8573	9590	10109
营业支出	14788	20045	28896	27859	30449
营业税金及附加	1573	2384	3429	3385	3791
管理费用	9,524	14,356	19,950	20,885	22,639
资产减值损失	3,691	3,305	5517	3590	4019
营业利润	10078	20913	26412	28555	32735
利润总额	10084	21043	26758	25736	27708
净利润	6794	15243	21077	19559	21169
增速	30.25%	124.36%	38.27%	-7.20%	8.23%
EPS	0.46	1.04	1.43	1.33	1.44
成本收入比	38.30%	35.05%	36.07%	37.02%	35.83%

数据来源：浙商证券研究所

表 3：招商银行基本指标预测

单位：百万	2006	2007	2008	2009E	2010E
资产规模					
贷款余额	565702	673167	830284	1077709	1215656
贷款增速	--	19.00%	23.34%	29.80%	12.80%
生息资产余额	915420	1271235	1489339	1655195	1861218
存款余额	773757	943534	1145220	1468268	1690759
总资产	934102	1310552	1533346	1708147	1914833
资产质量					
拨备覆盖率	145.50%	191.80%	196.46%	135.73%	149.30%
不良贷款率	2.12%	1.54%	1.29%	1.64%	1.52%
盈利水平					
净息差	2.41%	2.80%	2.95%	2.55%	2.78%
成本收入比	38.30%	35.05%	36.07%	37.02%	35.83%
每股收益	0.46	1.04	1.48	1.37	1.49
每股净资产	3.75	4.62	5.41	6.54	7.39
PE	34.94	15.57	10.91	11.75	10.86
PB	4.30	3.49	2.99	2.47	2.18

数据来源：浙商证券研究所

数据说明：根据 4 月 10 日收盘价 16.14 元计算 PE 和 PB。

4、维持“推荐”评级

- 公司在零售业务上的优势在国内银行中仍然相当明显，且一直以来在对公业务上严控风险，资产质量和拨备覆盖率属于上市银行中较高水平，盈利能力突出。收购永隆对资产负债表中股东权益的后续影响已经减弱，而利润表中资产减值准备也将在后续年份中稳步计提，对净利润的影响不会特别突出。但我们也注意到，由于谨慎放贷的态度，公司09年1季度票据融资业务在信贷中占比过大，息差收窄幅度或大于预期，1季度未必能实现以量补价模式的收入增长。
- 预计公司09年每股收益为1.37元，每股净资产6.54元。按照4月10日收盘价16.14元计算，对应的09年市盈率为11.75倍，低于行业平均12.38倍，市净率2.47倍，高于行业平均的2.19倍，公司估值在12.40~18.64元区间，给予“推荐”评级。

研究员介绍：黄薇，金融学硕士，2008 年初进入浙商证券研究所，目前为金融行业研究员。

投资评级的说明：

股票投资评级

- 强烈推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。