

招商银行(600036)

2008 年年报点评

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

2009 年 4 月 26 日

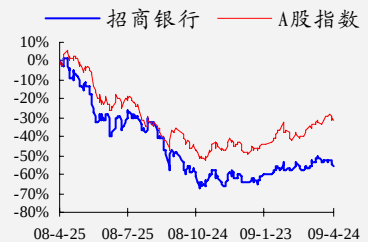
投资要点:

- 08 年, 公司实现营业收入 553.08 亿元, 同比增长 35%, 实现净利润 210.77 亿元, 同比增长 38.27%, 实现每股收益 1.43 元, 实现每股净资产 5.41 元。实现全面摊薄净资产收益率 28.58%。同比提高 3.82 个百分点; 年度利润分配预案为每 10 股送红股 3 股和分配现金红利 1 元 (含税), 以人民币计值和发放
- 生息资产规模增长、净息差扩大、非息业务收入增长和有效税率下降是银行利润增长的主要来源; 成本收入比刚性上升。
- 08 年银行实现不良贷款余额和不良贷款率双降, 不良贷款覆盖率达到 225.7%, 应该是上市银行中最高水平。
- 2008 年末, 招商银行集团对收购永隆银行所形成的商誉进行了减值测试, 确定计提减值准备 5.79 亿元, 商誉账面价值为 95.98 亿元
- 截至 2008 年 12 月 31 日, 招商银行集团持有外币债券投资余额为 42.36 亿美元。其中, 招商银行本行所持有的外币债券投资余额为 28.63 亿美元, 永隆集团所持有的外币债券投资余额为 13.73 亿美元。
- 招商银行本行未持有任何次级按揭贷款相关证券产品, 原持有的房利美、房贷美债券已全部出售, 并略有盈利; 招商银行本行持有雷曼兄弟公司债券余额为 0.70 亿美元。整体招商银行集团持有的外币债券投资占总资产的比重为 1.83%。未来外币债券损失的风险较小。
- 我们目前维持前期盈利预测, 谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008E	5,530,000	35.04	2,107,700	38.27	1.43	26.51	10.68	
2009E	4,950,000	-10.48	1,691,327	-19.58	1.15	19	13.28	
2010E	5,950,000	20.00	2,029,592	20	1.38	19.71	11.07	
2011E								

走势图



市场数据

2009-4-24

收盘价:	15.27 元
52 周最高价:	35.30 元
52 周最低价:	10.68 元
平均持仓成本:	15.28 元

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	1,470,719
流通 A 股 (万股):	1,204,519
每股收益 (元):	1.43
每股净资产 (元):	5.41
每股经营现金流 (元):	3.58
市净率:	2.82

分析师: tangyayun

TEL: (8621)6336 7000-274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

事件:

08 年, 公司总资产规模达到 15718 亿元, 同比增长 19.9%, 存款规模 12506.5 亿元, 同比增长 32.55%, 贷款规模 8743.62 亿元, 同比增长 29.89%, 实现营业收入 553.08 亿元, 同比增长 35%, 实现净利润 210.77 亿元, 同比增长 38.27%, 实现每股收益 1.43 元, 实现每股净资产 5.41 元。实现全面摊薄净资产收益率 28.58%。同比提高 3.82 个百分点; 年度利润分配预案为每 10 股送红股 3 股和分配现金红利 1 元 (含税), 以人民币计值和发放。

评论

一、公司业绩增长的主要动力

1.1 生息资产规模增长和净息差扩大保证净利息收入增长: 2008 年 1-12 月, 招商银行实现利息净收入 468.85 亿元, 同比增长 38.30%, 净利息收入平稳增长主要来源于生息资产规模的扩大和净息差的扩大, 2008 年全年, 招商银行新增贷款 2012 亿元, 剔除永隆因素, 招商银行本行新增贷款 1604 亿元, 增幅为 23.82%; 而 07 年贷款增量为 1074.65 亿元, 在 08 年第四季度银行加快贷款的情况下, 银行第四季度发放了超过 800 亿元的新增贷款 (不考虑永隆银行)。贷款发放与整体行业的情况类似出现了加速的现象; 从新增贷款的结构看: 新增票据贴现 435 亿元, 票据贴现的占比从去年年底的 7.77% 上升到 10.95%, 占新增贷款的比重达到 21.62%; 新增企业贷款 1000 亿元, 占新增贷款的比重为 20%, 企业贷款的占比比年初下降 3.79 个百分点到了 62.74%; 新增零售贷款 576 亿元, 占新增贷款的比重达到了 28.63%, 零售贷款的占比比年初上升了 0.61 个百分点到了 26.61%; 存款结构中活期存款占比为 51.29%, 比去年年底的 57.41% 下降了 6.12 个百分点, 但是在上市银行中依旧属于活期存款占比较高的银行, 因此 09 年一季度的重新定价对招商银行净息差带来的下降压力会大于其它银行; 从 09 年的情况, 由于整体行业贷款加速和银行自身资本金充裕, 我们预期, 银行 09 年新增贷款在 1800 亿元左右; 贷款增速达到 20.58%。

从净息差的情况看, 与行业的情况类似 08 年同比依旧出现扩大, 但是环比已经出现了下降, 而且由于活期存款占比较高, 与行业其它银行相比, 招商银行的净息差保持了较高的水平; 08 年全年招商银行的净息差为 3.42%, 与 07 年相比扩大了 31 个基点; 但是与 08 年中期的低点 3.66% 相比环比已经出现了 24 个基点的下降, 正如我们在上文所说, 招商银行在上市银行中依旧属于活期存款占比较高的银行, 因此 09 年一季度的重新定价对招商银行净息差带来的下降压力会大于其它银行; 我们目前预期 09 年全年招商银行的净息差水平可能会下降到 2.50% 左右。

从分季度数据看, 招商银行 08 年前四个季度分别实现利息净收入 119 亿元、123 亿元、117 亿元和 109.85 亿元, 与大多数上市银行一样, 第三季度和第四季度的利息净收入出现了环比持续下降的势头。说明第四季度贷款的迅速增加没有能够实现以量补价。

1.2 非利息业务收入平稳增长:招商银行 08 年全年的手续费收入依旧保持了较快增长;代理业务受到了较大的冲击;招商银行 2008 年实现手续费净收入 77.44 亿元;同比增长 20.27%,手续费净收入占比为 14%,与去年同期的 15.27%相比下降了 1.27 个百分点,手续费收入增长较快的主要是银行卡和受托及托管业务,代理业务收入出现了明显的下降;除了手续费净收入之外,招商银行 08 年全年整体的非利息业务收入实现了 84.23 亿元,同比增长了 19.37%;主要来自于汇兑净收益的增加,整体非利息业务收入占比达到 15.23%。比去年同期下降了 2 个百分点。

从分季度数据看,招商银行 08 年四季度分别实现手续费净收入 19.68 亿元、21.66 亿元、17.64 亿元和 18.46 亿元,在第三季度的手续费净收入出现了环比下降的势头的情况下,第四季度的手续费净收入环比又出现了回升的势头。

1.3 成本收入比与去年同期相比有所上升,主要是人力成本和其他成本的大幅增加:虽然本报告期内,招商银行的营业收入同比增长 35%,但是由于人力成本、折旧和摊销以及其他成本的大幅增加,本报告期内,招商银行的成本收入比为 36.78%,与去年同期的 35.05%相比还提高了 1.73 个百分点,比我们三季度预期的 33%的全年水平高了 3.78 个百分点。

1.4 实际税率同比大幅下降:受到法定所得税率下降、员工工资税前抵扣的获得以及递延税收资产的影响已经消失等多重因素的影响,招商银行 08 年全年的实际税率下降到 22.47%,比 07 年全年的 27.58%降了 5.11 个百分点;成为公司利润高速增长的最大推动力。

二、有关资产质量情况:

2.1 有关数据

从数据上看,招商银行的资产质量出现了持续的优化,实现了不良贷款余额和不良贷款率的双降,截止 2008 年 12 月 31 日,招商银行集团的不良贷款率从年初的 1.54%下降到 1.11%,下降了 43 个百分点,不良贷款余额为 96.77 亿元,比年初的 103.94 亿元减少了 7.17 亿元,由于招商银行 08 年年报新增加了永隆银行作为合并报表的组成部分,因此集团的情况与 07 年的数据不具有可比性,我们以为招商银行本行的情况分析为主,08 年年底,招商银行本行的不良贷款率从年初的 1.54%下降到 1.14%;下降了 40 个百分点;期末的贷款准备覆盖率为 225.7%,比年初的 180.36%上升了 45.34 个百分点。虽然上市银行的年报还没有公布完,但是招商银行应该是上市银行中最高拨备覆盖率的拥有者。

2.2 有关贷款迁徙的情况:

本期招商银行核销不良资产 6.67 亿元;从贷款的迁徙情况看,本期招商银行本行的关注类贷款余额为 137.37 亿元,与去年年底的 143.42 亿相比余额明显下降,占比则由去年年底的 2.13%下降到 1.65%,次级类贷款 26.26 亿元,与去年年底的 19.10 亿元相比上升了 7.16 亿元,占比也由去年年底的 0.28%上升到 0.32%;可疑类贷款 29.70 亿元;比去年的 45.12 亿元下降了 15.42 亿元,占比则由去年年底

的 0.67% 下降到 0.36%，损失类贷款 39.03 亿元，比去年年底的 39.72 亿元下降了 0.69 亿元，占比由 0.59% 下降到 0.46%。全年累计收回不良贷款 20.34 亿元，正常、关注和次级类贷款的迁徙率均有所下降，可疑类贷款的迁徙率则有所上升。

2.3 有关房地产贷款的情况：

截至 08 年年底，公司的房地产开发贷款的余额为 472.33 亿元，占总贷款的比重为 5.67%；占比与年初的 6.41% 相比出现了明显的下降；不良率从年初的 3.78% 下降到 2.53%；个人贷款中个人住房按揭贷款的余额为 1484.52 亿元，占总贷款的比重为 17.81%；不良率较年初的 0.27% 有轻微的上升，上升到 0.28%，整体还是控制在非常低的水平上；整体与房产相关的贷款的比重为 23.84%。

08 年全年银行列入利润表的税前扣除的资产减值准备为 51.54 亿元；比去年同期增长额 55.95%；银行虽然没有公布详细的分季度提取坏帐准备的数据，但是从列入利润表的税前准备数据看，银行四个季度的资产减值损失分别为 4.36 亿元、9.56 亿元、7.55 亿元和 30.07 亿元，第四个季度银行明显加大了减值准备的计提力度，从贷款减值准备的情况看，08 年累计计提 37.03 亿元，同比增长了 23.19%；2008 年债券投资的减值准备支出为人民币 8.61 亿元，主要是对投资美国雷曼兄弟公司、美国国际集团（AIG）等公司发行的债券计提的减值准备。2008 年商誉减值准备支出为 5.79 亿元，是并购永隆银行后产生的商誉发生了减值。

我们预测按照银行公布的年度计划，我们预测银行 09 年在贷款规模做大的基础上能够实现不良贷款率的继续下降，我们预测全年招商银行本行的不良贷款率会在 1.13% 左右的水平，整体的不良贷款率可能会维持在 1.1% 左右；如此不良贷款余额会出现增长，按照我们预测的贷款增速，整体的不良贷款余额会在 116 亿元左右，比 08 年度新增 10 亿元左右。

三、永隆银行经营情况和有关永隆银行商誉减值的问题

08 年是招商银行首次将永隆银行合并报表的第一年，由于资本市场的变化，在第一年当中，招商银行就面临着永隆银行商誉减值的计提问题；根据招商银行年报披露：本集团根据合并成本和永隆银行可辨认净资产的公允价值，确认购买日合并商誉为 101.77 亿元。2008 年末，本集团对收购永隆银行所形成的商誉进行了减值测试，确定计提减值准备 5.79 亿元，商誉账面价值为 95.98 亿元。同时，在未合并报表之前；截至 2008 年 12 月 31 日，招商银行已经取得永隆银行已发行股份的 97.82%，计入招商银行本行长期股权投资的金额为 313.91 亿元。在对其进行减值测试后，计提了 17.68 亿元的减值准备，2008 年末招商银行本行对永隆银行的长期股权投资账面价值为 296.23 亿元。

有关永隆银行的经营问题；永隆集团 2008 年综合税后亏损港币 8.16 亿元。主要是为所持债务抵押证券(CDO)提拨准备港币 8.19 亿元，为结构性投资工具(SIV)增提港币 3.16 亿元减值亏损，两者皆已全数拨备或撤销。同时，也为所持部分债券及投资因金融海啸贬值及雷曼迷你债券事故分别提拨了准备。永隆集团债券投资

余额为港币 109.0 亿元,较去年底下降 20.1%,下降主要原因是金融海啸影响下,部份投资资产的公允价值下降。期末永隆集团外币(含港币)债券投资余额为港币 106.4 亿元,外币债券(包括港币)已计提减值准备港币 1.16 亿元。约超过 72.5% 的外币债券(含港币)的信用等级都在 A3 或以上。

四、有关招商银行集团外币债券投资情况

截至 2008 年 12 月 31 日,招商银行集团持有外币债券投资余额为 42.36 亿美元。其中,招商银行本行所持有的外币债券投资余额为 28.63 亿美元,永隆集团所持有的外币债券投资余额为 13.73 亿美元。招商银行本行持有的外币债券投资按发行主体划分为:中国政府及中资公司所发外币债券占比 53.3%;G7 政府、机构债占比 1.8%;境外银行债券占比 39.8%;境外公司债券占比 5.1%。截至 2008 年末,已对招商银行本行持有的外币债券投资计提减值 1.08 亿美元,外币债券投资估值浮亏 2.15 亿美元,占招商银行本行外币债券投资总额的 7.5%。2008 年末,招商银行本行未持有任何次级按揭贷款相关证券产品,原持有的房利美、房贷美债券已全部出售,并略有盈利;招商银行本行持有雷曼兄弟公司债券余额为 0.70 亿美元。整体招商银行集团持有的外币债券投资占总资产的比重为 1.83%。未来外币债券损失的风险较小。

五、盈利预测和投资建议:

我们预测招商银行 09 年、10 年的每股收益分别为 1.15 元和 1.38 元,每股净资产分别为 6.4 元和 7.7 元,09 年净利润下降的幅度为 19.58%,09 年摊薄的 ROE 水平为 19%,10 年为 19.71%。09 年业绩出现较为明显的下降与我们前期提出的招商银行近期面临的问题有关:一是有关永隆银行减值准备究竟如何计提,计提多少,我们目前是假定在 08 年四季度计提了部分减值准备之后,09 年招商银行依旧面临这个问题,可能会继续计提,而是由于招商银行面临的活期存款占比高、债券投资久期较短等问题,使招商银行 09 年面临的净息差下降和净利息业务收入的下降的压力可能会大于其他银行,10 年在宏观经济见底转好的情况下,招商银行可能会出现恢复式增长,当然这种预测尤其是 10 年的业绩预测还是比较粗糙的,我们将根据后续跟进的信息持续调整。

按照 4 月 24 日的收盘价 15.27 元计算,招商银行 09 年的动态 PE 和 PB 分别为 13.28 倍和 2.39 倍,我们依旧坚持招商银行的基本素质是目前上市银行群体中最为优秀的银行的判断,但是短期内尤其是在 09 年 1 季度内,招商银行面临的永隆银行减值和净息差下降压力大的两个问题始终是困扰招商银行估值水平上移的因素,而且招商银行目前的估值水平在可比的银行同业中也不具有优势,我们暂时维持谨慎推荐投资评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209