

招商银行 2008 年报点评

招商银行 (600036)

跟踪报告

2009 年 4 月 26 日 星期日

李文
010-66216231-816
liwen@longone.com.cn
联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	147.07
流通股本(亿股)	120.45
总市值(亿元)	1839.30
流通市值(亿元)	1839.30

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	0.39	-4.55
3 个月	13.03	-13.55
6 个月	25.78	-18.63

个股相对沪深 300 指数走势图



相关报告:

《招商银行 2008 年业绩快报点评》
200.4.10

投资要点

- q 2008 年度, 实现营业收入 553.08 亿元, 增长 35.04%; 拨备后利润(营业利润) 264.12 亿元, 增长 26.28%; 税前利润 267.59 亿元, 增长 27.16%; 归属于母公司股东的净利润 210.77 亿元, 增长 38.27%; 基本 EPS1.43 元。
- q 2008 年后两个季度营业收入环比均表现为负增长, 原因主要与净利息收益率下滑有关。受资产重新定价的影响, 估计 2009 年前两个季度的营业收入仍然不乐观。
- q 招商银行不良贷款余额和比率都有所下降, 拨备覆盖率继续提高。
- q 我们预测, 2009 年招商银行净利息收入下降 4.36%, 营业收入下降 1.31%。净利润下降 5.96%, 达到 196.97 亿元, EPS 约 1.34 元, 每股净资产 6.47 元。2010 年, 营业收入、净利润分别增长 32.76%和 34.31%, 净利润达到 264.56 亿元, EPS 约 1.80 元。
- q 投资评级: 增持(维持)。

1. 2008 年报主要财务数据

截止 2008 年底, 招商银行总资产 15718 亿元, 增长 19.90%; 贷款和垫款总额 8744 亿元, 增长 29.89%; 存款总额 12506 亿元, 增长 32.55%。

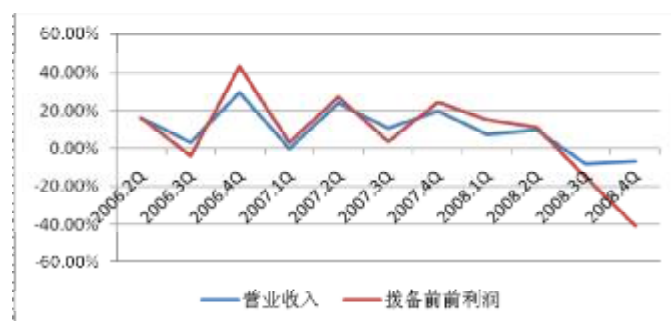
2008 年度, 实现营业收入 553.08 亿元, 增长 35.04%; 营业支出增长 41.84%, 高出营业收入增速 6.80 个百分点; 资产减值损失增长 55.95%; 税前利润和净利润分别增长 27.16% 和 37.41%。净利润总额达到 210.77 亿元, 每股收益 1.43 元。

2008 年度, 分配预案为每 10 股送 3 股派 1.00 元。

2. 营业收入连续两个季度负增长

2008 年, 招商银行营业收入增长 35.04%, 较 2007 年大幅回落 30.31 个百分点, 而且 2008 年各季度营业收入增长率逐步回落的趋势非常明显。受此影响, 拨备前利润出现了更大幅度的回落。

图 1 招商银行营业收入及拨备前利润环比增速



资料来源: 招商银行, 东海证券研究所

招商银行第三、第四季度营业收入环比均为负增长。其中, 第三季度负增长 8.41%, 第四季度负增长 7.19%, 主要原因就是净利差或净利息收益率的下滑。

从 2008 年下半年开始, 基准存贷款利差 (一年期平均基准贷款利率与平均基准存款利率之差) 开始回落。也正是从这时起, 招商银行的净利差和净利息收益率开始回落, 而且我们推测第四季度回落速度要快于第三季度。

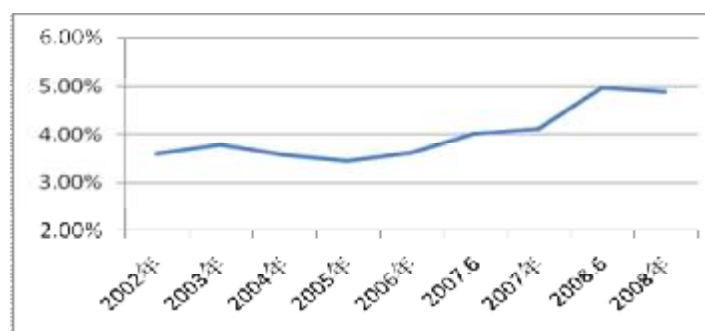
我们看到, 从 2005 年开始存贷款利差一直保持上行趋势, 并于 2008 年中期结束, 此后开始逐渐下行, 我们预计这种势头仍将持续很长一段时间。

图2 招商银行净利息收入率变化趋势



资料来源：中国人民银行，招商银行，东海证券研究所

图3 招商银行存贷款利差变化趋势



资料来源：招商银行，东海证券研究所

3. 预期 2009 年前几个季度营业收入仍然不乐观

从 2008 年底开始，招商银行 3 个月内到期贷款比重为 64.77%，在已披露年报的上市银行中处于次高水平。也就是说，招商银行贷款和垫款重新定价比重在 2009 年一季度很高，而被重新定价的资金无论是怎样运用，都将接受更低的收益率。

表1 招商银行等 2008 年底开始贷款和垫款重新定价情况

	3 个月内	3 个月-1 年	上半年	1-3 季度	4 季度
工商银行	33.93%	66.07%	55.95%	77.98%	100.00%
建设银行	45.48%	52.72%	63.05%	80.63%	98.20%
中国银行	42.35%	56.10%	61.05%	79.75%	98.45%
交通银行	57.58%	38.97%	70.57%	83.56%	96.55%
招商银行	64.77%	32.37%	75.56%	86.35%	97.14%
民生银行	85.05%	13.38%	89.51%	93.97%	98.43%
华夏银行	27.25%	72.75%	51.50%	75.75%	100.00%
深发展	48.38%	49.24%	64.79%	81.21%	97.62%

资料来源：各银行定期报告，东海证券研究所

此外，在债券投资中，从 2008 年底开始，招商银行 3 个月内及 3 个月至 1 年内到期的债券比重非常高，合计占其债券总量的 62.61%，较其他已公布年报的银行高出很多。大量债券陆续到期也会对其净利息收益率产生挤压作用。

4. 营业支出增长较快值得关注

2008 年，招商银行营业支出增长 41.84%，较营业收入增速高出 6.80 个百分点。1-9 月，成本/收入（业务及管理费/营业收入）比为 31.50%，到 2008 年底上升到了 36.78%。在业务及管理费中，员工费用同比增长 37.95%（2007 年：60.14%），其他及一般行政费用增长 37.25%（2007 年：53.26%），折旧费用增长 107.63%（2007 年：6%），租赁费增长 34.79%（2007 年：29.72%）。

折旧费用增加的原因是，招商银行将电子设备和交通工具类固定资产的折旧年限从 5 年缩短为 3 年。

5. 不良率下降，拨备覆盖率上升

2008 年底，招商银行不良贷款余额 96.77 亿元，较 2007 年底减少 7.7 亿元，但较 2008 年 9 月底增加 5.28 亿元。不良贷款率由 2007 年底的 1.54% 下降到 2008 年底是 1.11%。

2008 年底，招商银行拨备覆盖率上升到 221.58%（2007 年底：180.39%）

2008 年 9 月 30 日，招商银行完成对永隆银行控股权益的控股并购交易。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，通过对收购永隆银行所形成的商誉进行减值测试，确定计提减值准备 5.79 亿元，商誉账面价值为 95.98 亿元。

6. 盈利预测

我们预测，2009 年招商银行净利息收入下降 4.36%，主要受此影响，其营业收入下降 1.31%。净利润下降 5.96%，达到 196.97 亿元，EPS 约 1.34 元，每股净资产 6.47 元。

2010 年招商银行营业收入、净利润分别增长 32.76% 和 34.31%，净利润达到 264.56 亿元，EPS 约 1.80 元。

按 2009 年每股收益、每股净资产及目前的股价水平，招商银行 P/E 约 11.40 倍，P/B 约 2.36 倍。

投资评级：推荐（维持）

表 2 招商银行盈利预测 百万元

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
一、营业收入	19179	24771	40958	55308	54584	72465
1、利息净收入	16642	21509	33902	46885	44843	61295
利息收入	25877	33990	51585	72635	69786	89122
利息支出	9235	12481	17683	25750	24943	27826
2、手续费和佣金净收入	1567	2514	6439	7744	9060	10420
3、其他收入	970	748	617	679	680	750
二、营业支出	9115	11091	16738	23742	22652	30435
三、拨备前利润	10064	13680	24220	31566	31932	42030
四、资产减值损失	3636	3691	3305	5154	6979	7971
五、扣除减值损失后利润	6428	9989	20915	26412	24953	34059
营业外收支净额	73	95	128	347	300	300
六、税前利润	6501	10084	21043	26759	25253	34359
所得税费用	2713	3290	5800	5813	5556	7902
七、净利润	3788	6794	15243	20946	19697	26456
EPS (元)	0.38	0.53	1.04	1.43	1.34	1.80
每股净资产 (元)	2.38	3.75	4.62	5.41	6.75	8.55

资料来源：招商银行，东海证券研究所

附录：永隆集团概况

永隆银行成立于 1933 年，永隆银行及其附属公司（永隆集团）主要经营范围包括存款、贷款、信用卡、押汇、汇兑、期货及证券经纪、投资理财、保险业务、金融租赁、物业信托、受托代管等。

截至 2008 年 12 月 31 日，永隆银行注册资本为港币 15 亿元，总资产为港币 1006 亿元，净资产为港币 104 亿元。

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)计提准备港币 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。

核心业务方面，2008 年实现净利息收入港币 12.8 亿元，同比下降 14.4%；实现服务费及佣金净收入港币 3.43 亿元，同比下跌 31.3%；营业支出港币 10.5 亿元，较去年同期增加 41.7%，主要是职员人数较去年同期增加及薪金有所调升，再加上为雷曼迷你债券事故作出拨备。

2008 年底，资本充足比率及核心资本充足比率分别为 13.8%和 12.0%。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 李文, 毕业于中国人民大学财政金融学院, 博士, 具有 3 年银行工作经历和 7 年证券分析经历

跟踪范围: 内地银行股

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122