

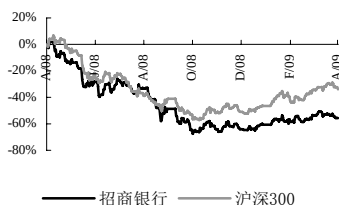


金融服务业 - 银行业 Financial Services - Banks

2009 年 4 月 27 日

市场数据	2009 年 4 月 27 日
当前价格 (元)	32.42
52 周价格区间 (元)	10.68 - 35.47
总市值 (百万)	223696.406
流通市值 (百万)	183207.386
总股本 (万股)	1470717
流通股 (万股)	724594
日均成交额 (百万)	1389
近一月日均换手 (%)	1.3
第一大股东	香港中央结算(代理人)有限公司
公司网址	http://www.cmbchina.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
招商银行 %	-4.5	12.6	-55.7
沪深 300 %	0.6	23.6	-33.9

俞冲

+86 755 83199599ext8218
yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

增长存在一定变数

—招商银行 (600036.SH) 2008 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	40958	55309	59047.65	64491.09
净利润 (百万元)	15243.00	21077.00	21386.44	22253.05
每股收益 (元)	1.04	1.43	1.45	1.51
净利润增长率%	114.56	38.27	1.47	4.05
市盈率	14.67	10.61	10.1	10.5
P/EG	0.26	0.28	6.87	2.59

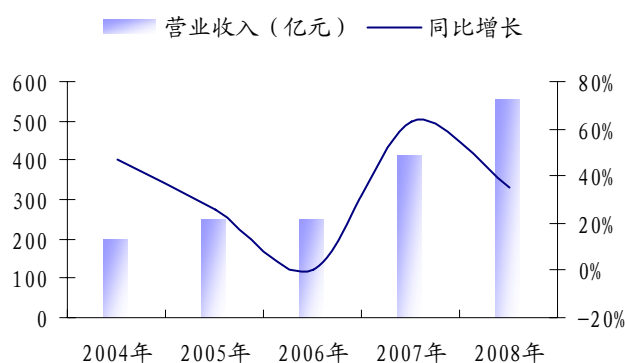
资料来源: 世纪证券研究所

- 招商银行 2008 年实现营业收入 553.08 亿元, 同比增长 35.04%; 实现拨备前利润 261 亿元; 实现归属母公司净利润 210.77 亿元, 同比增长 38.27%, 增速较 2007 年下降了 118.39 个百分点, 主要原因是 2007 年基数较高, 且在第四季度新增计提了约 30 亿元的资产减值准备。
- 随着 2008 年第三季度货币政策转向, 数次降息后, 当 2008 年底重新定价时, 贷款利率区间将显著下移, 加之存款定期化的影响逐步浮现, 因此我们预计公司净息差将进一步下降。公司的贷款规模在宽松的货币政策背景下增速将有进一步提高, 从而平滑净息差下移带来的不利影响。
- 2008 年手续费以及佣金净收入增速大幅回落, 但能在 2007 年高基数基础上依然实现超过 20% 的增长速度, 主要体现了招行在银行卡等方面的竞争优势。预计今年年年内手续费以及佣金净收入增速将低于去年。
- 招行资产质量依然保持行业最前列, 2008 年不良率下降到 1.11%, 不良贷款余额较年初也减少了约 7 亿元, 拨备覆盖率上升到了 221.6%。招行盈利能力强劲, 全年净资产收益率 28.58%, 超过 2007 年 3.7 个百分点。
- 对于收购永隆银行, 收购前总共确认商誉 101.8 亿元, 2008 年计提的商誉减值准备为 5.8 亿元, 低于此前预期。由于 2009 年银行经营环境依然不佳, 因此未来较大的商誉减值计提压力, 会给公司业绩增长增加一定不确定性。
- 我们预测招商银行 2009, 2010 年每股净利润 1.45 元, 1.51 元, 以 2009 年 4 月 27 日收盘价计算, 对应 10.1 和 10.5 倍动态市盈率, 约 2.8 倍 PB, 依然处于较为安全的区间。招行是 2008 年增长最健康, 盈利能力最强, 最具发展前景的银行之一, 维持其“增持”投资评级。

2008 年业绩同比增长 38%

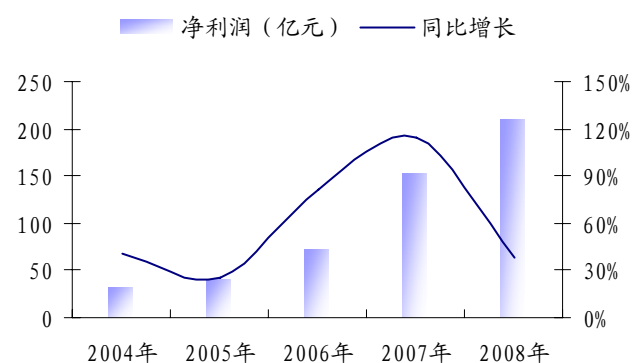
招商银行 2008 年实现营业收入 553.08 亿元，同比增长 35.04%；实现拨备前利润 261 亿元；实现归属母公司净利润 210.77 亿元，同比增长 38.27%，增速较 2007 年下降了 118.39 个百分点，较 2008 年前三季度增速也有超过 50 个百分点的下滑，主要原因是 2007 年基数较高，且在第四季度新增计提了约 30 亿元的资产减值准备。

Figure 1 招商银行 2004 年以来营业收入及同比增长



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 招商银行 2004 年以来净利润及同比增长



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

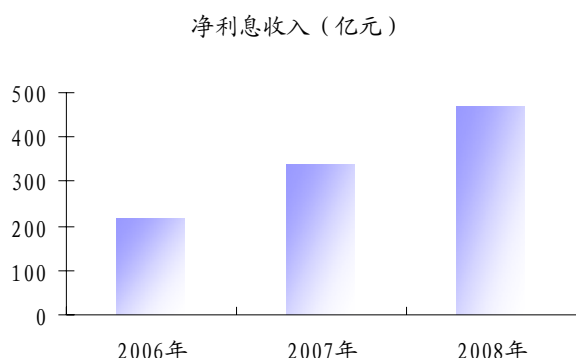
利息业务表现良好

招行 2008 年年净利息收入同比增长 38.30%，明显低于 2007 年全年 57.62% 的增长速度，占营业收入 84.77%。

年报显示，公司活期存款占比 51%，比 2007 年降低了约 6 个百分点，表明公司存款已经呈现出明显的定期化趋势，但公司 2008 年全年净利差 3.24%，比 2007 增加了 0.28 个百分点，殊为难得。除了体现公司优秀的资金运营能力外，也是因为 2007 年底至 2008 年初，受此前一连串加息影响，2008 年贷款利率基本定价于较高区间。但随着 2008 年第三季度货币政策转向，数次降息后，当 2008 年底重新定价时，贷款利率区间将显著下移，加之存款定期化的影响逐步浮现，因此我们预计公司净息差将进一步下降。

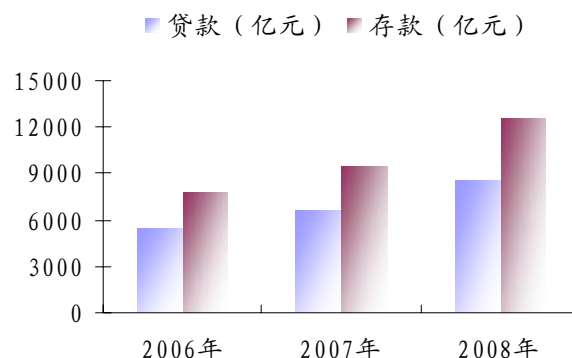
信贷规模方面，公司 2008 年存款规模为 12506.48 亿元，同比增长约 34%，贷款规模为 8743.62 亿元，同比增长约 30%，增速较高，由于受宽松货币政策影响，我们预计公司 2009 年贷款规模增速将有进一步提高，从而平滑净息差下移带来的不利影响。

Figure 3 招商银行净利息收入增长状况



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 招商银行存贷款规模增长状况



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

中间业务增速下滑较明显

公司 2008 年手续费以及佣金净收入同比增长 20%，与 2007 年相比大幅回落近 130 个百分点，占营业收入比重也从去年的 15.72% 下降到 14%，主要原因是 2007 年牛市的火爆带来代理基金业务与托管与其他受托业务收入的爆发性增长。2008 年股市行情转淡，招行中间业务能在 2007 年高基数基础上依然实现超过 20% 的增长速度，主要体现了招行在银行卡等方面的竞争优势。今年 1 季度尽管股市明显好转，但在目前经济形势下，银行卡、托管、清算结算业务难有明显增长，预计今年年内手续费以及佣金净收入增速将低于去年。

资产质量优于同行，盈利能力依然强劲

招行资产质量依然保持行业最前列，2007 年不良贷款率仅为 1.54%，2008 年不良率进一步下降到 1.11%，不良贷款余额较年初也减少了约 7 亿元，拨备覆盖率上升到了 221.6%。

对于收购永隆银行，收购前总共确认商誉 101.8 亿元，2008 年计提的商誉减值准备为 5.8 亿元，低于此前预期。由于 2009 年银行经营环境依然不佳，因此未来较大的商誉减值计提压力，会增加公司业绩的不确定性。

招行盈利能力强劲，全年净资产收益率 28.58%，稳步超过 2007 年 3.7 个百分点。

盈利预测

我们预测招商银行 2009, 2010 年每股净利润 1.45 元, 1.51 元, 以 2009 年 4 月 27 日收盘价计算, 对应 10.1 和 10.5 倍动态市盈率, 约 2.8 倍 PB, 依然处于较为安全的区间。招商银行是国内最具成长性与竞争力的零售性商业银行之一, 其战略发展目标清晰, 已经在国内零售银行业务领域形成了一定领先优势, 其中间业务突出, 而信贷业务期限结构合理, 成本控制能力强, 同时资产质量良好, 拨备覆盖到位, 不良贷款实现双降。以上各因素令招行成为 2008 年增长最健康, 盈利能力最强, 最具发展前景的银行之一, 维持其“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.