

银行业

陈水祥 CFA

0755-82026827

chenshuixiang@cjis.cn

招商银行

600036

强烈推荐

谨慎扩张与息差收窄拖累业绩增长

招商银行发布 2009 年 1 季度业绩，实现利润总额 54.25 亿元，同比增-34.74%，实现净利润 42.08 亿元，同比增-33.41%，实现每股收益 0.29 元。业绩负增长的主要原因是净利息收入同比下降-20.15%。

投资要点：

- 业绩负增长的主因是息差迅速收窄，而公司的生息资产增速慢于其他同类型银行，导致净利息收入同比降-20.15%。公司净利息收入同比下降约 24 亿元，环比下降 16 亿元 (-14.5%)。1 季度按期初期末平均余额计算的净息差 (nim) 为 2.32%，同比收窄 129 个基点 (35.7%)，环比收窄 72 个基点 (24.5%)。净息差收窄的原因是降息政策、票据融资占比扩大以及存款定期化等。公司票据融资占比从 08 年同期的 7.95% 上升至 18.51%。定期存款占比从 08 年同期的 43.27% 上升至 51.08%。08 年末，公司管理层对宏观经济持谨慎态度，因此相对放慢了一般性贷款扩张速度，公司贷款余额同比增 35.4%，生息资产同比增 29.96%，集团贷款余额相比年初 13.9%，规模扩张速度慢于同类型银行。
- 手续费及佣金净收入同比、环比基本持平。公司手续费及佣金净收入同比下降 1.9 亿元 (-10%)，环比下降 1.49 亿元 (-8%)，但公司未披露细分项目。汇兑收益由 08 年同期的-3 亿元上升至 3 亿元，其他非息收入净增加约 8 亿元。
- 不良贷款余额小幅上升，不良贷款比例保持下降。不良贷款相比年初 4.2 亿元，不良贷款率从年初的 1.11% 下降至 1.01%。由于季报未披露相应的核销及清收数据，我们无法计算不良贷款形成率的情况。1 季度的减值准备从 08 年同期的 4.36 亿元增加至 7.90 亿元，拨备覆盖率相比年初下降 3.98 个百分点至 219.31%。
- 成本收入比大幅上升至 41.57%。公司 1 季度的经营费用相比 08 年同期增加 8 亿元，成本收入比由 08 年同期的 30.4% 上升至 41.6%，公司季度间的成本收入比表现较不稳定，因此很难判断未来季度的变化趋势。
- 盈利预测与投资评级：我们认为随着公司资产结构调整以及存款在二季度重新定价，未来净息差会逐渐走出底部，公司资产质量表现相对稳健，对业绩的不确定性在于商誉减值计提。维持未来两年分别计提 5 亿元商誉减值准备的假设，维持 09-11 年 EPS 1.45 元、1.76 元、2.15 元的盈利预测，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：经济超预期下滑造成贷款质量大幅下降 商誉减值计提存在不确定性

6-12 个月目标价： 20.00

当前股价： 15.89

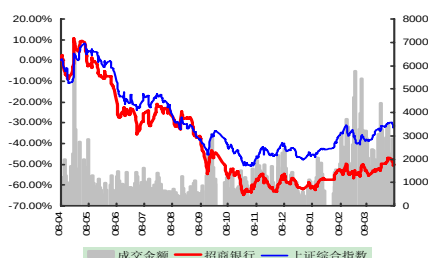
评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万)	14,707
流通股本(百万)	12,045
流通市值(亿)	1912.7
EPS (TTM)	1.31
每股净资产 (元)	5.59
资本充足率	10.59%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
招商银行	5.87	29.74	14.74
上证指数	12.32	26.71	18.96



相关报告

- 《0 年报点评：商誉减值计提低于预期，贷款质量表现优于同业》 20090427
- 《中报点评 - 优良中报为全年超预期打好基础》 20080807
- 《季报点评 - 稳健增长，具备投资价值》 20080423
- 《深度报告 - 共享高质量 - 高成长的银行旗舰》 20080305

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2010E
营业收入(百万元)	55,308	58,064	71,024	85,896
同比增长	35.04%	4.98%	22.32%	20.94%
净利润(百万元)	20,946	21,255	25,851	31,608
同比增长	37.41%	1.47%	21.63%	22.27%
净利差	3.29%	2.76%	2.82%	2.88%
ROAA	28.36%	24.08%	24.15%	24.34%
每股收益(元)	1.43	1.45	1.76	2.15
市盈率 (PE)	10.6	10.5	8.7	7.1
市净率 (PB)	2.8	2.3	1.9	1.6
PEG	0.6	0.6	0.6	0.5

附：财务预测表

损益表 (百万)	2008	2009E	2010E	2011E	盈利能力 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	46,885	48,308	60,282	72,757	ROAE (拨备前)	42.7%	37.6%	38.0%	37.8%
非利息收入	8,423	9,756	10,742	13,139	ROAE	28.4%	24.1%	24.2%	24.3%
营业收入	55,308	58,064	71,024	85,896	ROAA	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%
营业税金及附加	3,296	3,368	4,119	4,982	资本	2008	2009E	2010E	2011E
营业费用	-20,340	-21,484	-26,279	-31,781	核心资本充足率	6.6%	7.1%	7.2%	9.5%
拨备前利润	31,566	33,213	40,626	49,132	资本充足率	11.3%	11.5%	11.2%	13.2%
当期拨备	-5,154	-5,709	-7,153	-8,183	风险加权资产比重	44.6%	53.0%	53.0%	53.0%
税前利润	26,412	27,503	33,473	40,950	资产质量 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	-5,813	-6,349	-7,722	-9,441	不良贷款比例	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
净利润	20,946	21,255	25,851	31,608	拨备覆盖率	221.6%	222.2%	221.0%	236.2%
资债表 (百万)	2008	2009E	2010E	2011E	拨备余额/贷款余额	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%
总资产	1,571,797	1,920,545	2,291,199	2,683,070	已逾期未减值贷款/贷款余额	2.1%	3.0%	3.0%	2.8%
总生息资产	1,518,980	1,926,107	2,293,288	2,685,824	资产负债结构 (%)	2008	2009E	2010E	2011E
贷款	1,568,492	1,097,741	1,318,488	1,568,492	股东权益/总资产	5.1%	5.0%	5.1%	5.3%
证券投资	305,087	390,511	488,139	595,530	生息资产/总资产	96.6%	100.3%	100.1%	100.1%
其他生息资产	361,139	464,609	519,948	562,904	贷款/总资产	99.8%	57.2%	57.5%	58.5%
其他无息资产	45,889	70,043	81,671	94,091	证券投资/总资产	19.4%	20.3%	21.3%	22.2%
存款	1,250,648	1,537,064	1,838,177	2,175,829	贷存比	125.4%	71.4%	71.7%	72.1%
其他付息负债	206,718	250,691	292,829	314,712	存款占负债比重	83.8%	84.3%	84.6%	85.7%
股东权益	79,781	96,770	117,307	142,453	存款结构 (占存款余额)				
增长驱动 (%)	2008	2009E	2010E	2011E	活期存款	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
存款增长	32.5%	22.9%	19.6%	18.4%	定期存款	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
贷款增长	29.9%	25.5%	20.1%	19.0%	公司存款	58.0%	59.0%	59.2%	60.0%
生息资产增长	19.1%	26.2%	19.1%	17.2%	个人存款	42.0%	41.0%	40.8%	40.0%
生息资产产生息率	5.21%	4.51%	4.54%	4.58%	贷款结构 (占贷款余额)				
付息负债付息率	2.04%	1.89%	1.88%	1.86%	公司贷款	62.4%	62.2%	63.1%	0.0%
净息差(NIM)	3.29%	2.76%	2.82%	2.88%	个人贷款	26.6%	26.5%	26.5%	0.0%
净利差 (Spread)	3.18%	2.62%	2.66%	2.72%	贴现	11.0%	11.3%	10.4%	0.0%
净佣金/营收	14.00%	14.56%	13.44%	14.25%	每股指标与估值	2008	2009E	2010E	2011E
成本收入比	36.78%	37.00%	37.00%	37.00%	每股收益(EPS)	1.43	1.45	1.76	2.15
信用成本率	0.69%	0.65%	0.65%	0.65%	每股拨备前利润	2.15	2.26	2.76	3.34
有效所得税率	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	5.42	6.58	7.98	9.69
盈利增长率 (%)	2008	2009E	2010E	2011E	市盈率 (PE)	10.6	10.5	8.7	7.1
净利息收入	38.3%	3.0%	24.8%	20.7%	P/POP	7.1	6.7	5.5	4.6
非利息收入	20.3%	9.2%	12.8%	28.3%	PB	2.8	2.3	1.9	1.6
营业收入	35.0%	5.0%	22.3%	20.9%	PEG	0.6	0.6	0.5	0.4
拨备前利润	30.3%	5.2%	22.3%	20.9%	其他数据	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	26.3%	4.1%	21.7%	22.3%	分支机构数量 (个)	639	709	789	869
净利润	37.4%	1.5%	21.6%	22.3%	员工数 (人)	33,971	39,971	46,971	53,971

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈水祥, CFA, 中投证券研究所银行业分析师, 货币银行学学士、金融学硕士, 4 年国有商业银行工作经历, 2 年证券行业从业经验。主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、招商银行、中信银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行、深发展 A 等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434