

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

季报点评

招商银行 (600036)

推荐 (维持)

净息差续降 53BPS，永隆经营好于市场预期

2009 年 4 月 30 日

刘英华 银行业研究员

86-755-22626420 Liuyh1@pasc.com.cn

事项

招商银行一季度实现净利润42.08亿元，同比下降33.41%；每股收益0.29元，每股净资产5.59元，年化ROE为20.48%。

主要观点

一季度业绩符合预期，净息收入与中间业务同比降幅较大。

正面因素：永隆经营情况好于市场预期，资产质量好于同业。

负面因素：息差持续下降；中间业务负增长。

维持盈利预测，维持“推荐”评级。

一、一季度业绩符合预期，净息收入与中间业务同比降幅较大

正面因素：

- 1、一季度永隆净利润2.38亿元，扭亏为盈，比上年同期增加港币3.2亿元。这印证了我们年报中的观点，认为永隆减值少于市场预期的原因是：永隆的实际经营情况好于市场预期。接下来几年计入损益表的减值测试，对永隆进行大幅减值的可能较小。
- 2、不良率为1.01%，拨备覆盖率219.3%。均明显好于同业。不良贷款余额上升3.5亿元，至98.49亿元。

负面因素：

- 1、利息净收入同比下降22.5%，主要是净息差下降幅度较大，净息差下降至2.47%，较去年四季度下降53bps，较去年全年下降95bps。利息净收入下降的另一个原因是贷款增速仅为14.3%。这主要是一季度除基建以外的贷款的真实需求较少，而基建贷款正在审批之中的原因。
- 2、手续费及佣金净收入同比下降13.54%，占营业收入14.65%，主要是受托业务收入减少；其他净收入为5.14元，扭亏为盈，较去年同期增长5.96亿元，主要是外汇买卖，结售汇以及交易性债券收益增加。

图表1 基本盈利数据

(人民币百万元)	09 年 3 月 31 日	08 年 12 月 31 日	比上年期末增减 (%)
总资产	1,800,839	1,571,797	14.57
归属于母公司股东权益	82,171	79,515	3.34
归属于母公司股东每股净资产 (元)	5.59	5.41	3.33
	09 年 1-3 月	08 年 1-3 月	比上年同期增减 (%)
归属于母公司股东的净利润	4,208	6,319	-33.41
基本每股收益 (元)	0.29	0.43	-32.56
稀释每股收益 (元)	0.29	0.43	-32.56
扣除非经常性损益后基本每股收益 (元)	0.28	0.43	-34.88
全面摊薄净资产收益率 (%)	5.12	8.45	减少 3.33 个百分点
扣除非经常性损益后的全面摊薄净资产收益率 (%)	5.08	8.45	减少 3.37 个百分点

资料来源：公司财报

二、 业绩预测及估值

维持“推荐”评级。我们预计招行09年成本控制、永隆业务进展、投资业务均可能成为亮点。预计09年EPS为1.45，BVPS为6.56，4月29日收盘价对应PB、PE分别为2.43和10.98倍。PB估值已经高于同业，但主要是因为收购永隆的部分商誉冲减了资本公积所致，公司长期资本内生能力依然较强。维持“推荐”评级。

图表2 盈利预测

损益表 (人民币百万元)	2007	2008	2009E
净利息收入	33902	46885	44540
非利息收入	7056	8423	9265
营业收入	40958	55308	53805
拨备前营业利润	24220	31566	30149
税前利润	21043	26759	26993
税金	(5800)	(5813)	(5673)
净利润	15243	20946	21320
每股拨备前利润	1.64	2.14	2.05
每股收益	1.04	1.43	1.45

资料来源：平安证券

图表3 估值比较

简称	评级	收盘价格	EPS (元)		PE (倍)		BVPS (元)		PB (倍)	
		2009-4-29	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
招商银行	推荐	15.92	1.43	1.45	11.13	10.98	5.41	6.56	2.94	2.43
工商银行	中性	4.11	0.33	0.34	12.45	12.09	1.81	2.01	2.27	2.04
建设银行	中性	4.43	0.4	0.41	11.08	10.80	2	2.32	2.22	1.91
中国银行	中性	3.53	0.25	0.23	14.12	15.35	1.83	2.03	1.93	1.74
交通银行	中性	6.81	0.58	0.55	11.74	12.38	2.96	3.43	2.30	1.99
浦发银行	中性	23.06	2.21	2.01	10.43	11.47	7.36	10.35	3.13	2.23

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257