

招商银行 600036.SH

受益通胀 零售银行将进入稳定快速增长期

我们在 11 月 19 日调研了招行银行，相关调研结论如下：

● 招行仍然是最受益于通胀的银行之一

首先，手续费收入将在通胀阶段有快速增长。公司表示，若居民理财需求快速复苏，手续费收入将有大幅增长。特别是基金代销和理财产品销售方面有较大增长潜力。

其次，公司认为未来流动性收紧的环境下，不会因为存贷比的原因导致自身存款成本有明显上升压力。我们认为这反映了零售型银行的资金成本优势在通胀阶段将得到体现。

第三，资产泡沫背景下，零售七折收紧的前景也对零售型银行有利。

最后，公司以高端客户为主的客户定位决定其活期存款占比领先于同业，我们认为这意味着加息周期下其收益程度也要高于平均。

● 效益质量规模均衡增长，招行的零售银行优势将继续保持

招行目前已经将效益放在规模之前，更加注重活卡率、卡均交易等而非发卡量指标。预计在此结构性调整思路的指导下，招行的银行卡相关收入也会继续保持较快增长。

根据调研情况我们认为，招行的目标客户定位清晰准确，策略有效可行。在零售领域招行的优势仍将继续保持。而这将使得招行在应对利率市场化和脱媒化方面继续保持战略优势。

招行表示，由于零售贷款风险较低，在实施巴塞尔新协议之后将对资本充足状况有正面的影响。

● 小企业贷款是亮点，不过目前占比仍较小

(1) 该行中小企业贷款业务模式已经相对成熟，领先同业。(2) 目前小企业信贷中心已有 9 家，还有 9 家在建设中，预计明年将陆续建成，从而构成新增产能投放。(3) 地方政府对小企业信贷中心非常支持。(4) 收益率不错。利率平均上浮 20%。(5) 不过量还比较小，中心成立以来贷款规模为 30 多个亿。

● 投资通胀，投资招行

从周期性来看，招行的投资逻辑与通胀显著相关，原因如上文所阐述的，包括手续费收入、资金成本优势、按揭七折收紧和活期存款占比高等。

从财务来看，招行今年提足了拨备和费用。目前该行拨备覆盖率为上市银行中最高（245.1%），组合计提覆盖率也是上市银行中最高之一。费用方面也没有压制后反弹的要求。永隆商誉今年也不会有减记之虞。

因此，继续维持招行的买入评级和 20 元目标价。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888×6067

Jinlin1@orientsec.com.cn

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888×6085

Wangmingfei@orientsec.com.cn

何浪

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2009 年 11 月 19 日） 17.77

目标价格（6 个月） 20.00

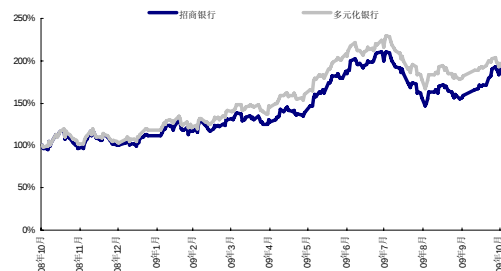
总股本/A 股（万股） 1911939/1565879

国家/地区 中国

行业 银行

报告日期 2009 年 11 月 19 日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	55,308	54,406	70,266	94,305
营业收入增长率	35.04%	-1.63%	29.15%	34.21%
净利润（百万元）	20,946	19,828	27,510	40,149
净利润增长率	37.41%	-5.34%	38.74%	45.95%
EPS（元）	1.42	1.04	1.44	2.10
P/E	12.5	17.1	12.4	8.5
P/B	3.29	3.64	2.96	2.34
P/POP	8.28	11.61	8.49	5.89

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
利息收入	72,635	73,348	90,656	108,568
利息支出	25,750	30,741	36,512	43,570
净利息收入	46,885	42,606	54,144	64,998
手续费和佣金净收入	7,744	9,732	11,994	14,722
营业收入	55,308	53,746	67,567	81,292
营业税金及附加	3,296	3,225	4,054	4,877
业务及管理费	20,340	21,802	25,973	30,961
资产减值损失	5,154	3,823	4,627	5,526
营业支出	28,896	28,966	34,783	41,505
营业利润	26,412	24,780	32,784	39,786
利润总额	26,759	25,179	33,243	40,314
所得税	5,813	5,612	7,118	8,707
净利润	20,946	19,567	26,125	31,607
EPS	1.42	1.33	1.78	2.15

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,571,797	1,951,533	2,351,472	2,813,506
现金及存放央行	181,601	221,325	267,346	320,449
存放同业	30,088	37,610	47,013	58,766
拆出资金	81,836	106,387	132,984	166,229
买入返售金融资产	74,542	96,905	121,131	151,413
发放贷款和垫款	852,754	1,050,920	1,255,285	1,500,095
交易性金融资产	15,415	20,810	24,972	29,467
证券投资-可供出售金融资产	206,332	259,978	317,174	371,093
证券投资-持有至到期投资	70,373	88,670	106,404	124,493
总负债	1,492,016	1,858,170	2,237,934	2,677,588
同业及其他金融机构存放	115,792	138,950	166,740	200,089
拆入资金	37,842	43,518	50,046	57,553
交易性金融负债	2,352	3,058	3,975	5,167
卖出回购	12,282	14,738	17,686	21,223
客户存款	1,250,648	1,575,816	1,906,738	2,288,086
股东权益	79,515	93,097	113,272	135,653
股本	14,707	19,109	19,109	19,109
资本公积	21,677	21,677	21,677	21,677
盈余公积	6,653	6,653	6,653	6,653
未分配利润	25,719	39,301	59,476	81,857
少数股东权益	266	266	266	266

其他指标

	2008	2009E	2010E	2011E
信用成本率	0.49%	0.40%	0.40%	0.40%
股利收益率	1.58%	2.25%	1.74%	2.82%
P/S	4.73	6.24	4.84	3.60
P/PPOP	8.28	11.61	8.49	5.89
每股拨备前利润	2.15	1.53	2.09	3.01
不良贷款率	1.11%	0.83%	0.70%	0.61%
拨备覆盖率	223.29%	237.40%	263.60%	282.93%
拨备充足率	338.22%	359.59%	399.27%	428.54%
CAMEL 分析	2008	2009E	2010E	2011E
C:核心资本充足率	6.56%	6.55%	6.46%	6.69%
C:资本充足率	11.34%	11.51%	10.46%	10.16%
C:权益/贷款	9.32%	9.56%	9.02%	9.04%
C:权益/资产	5.06%	4.77%	4.82%	4.82%
A:不良贷款比率	1.11%	0.94%	0.75%	0.63%
A:拨备覆盖率	223.29%	240.04%	273.04%	299.33%
A:拨备充足率	338.22%	363.59%	413.57%	453.38%
A:贷款总额准备金率	2.47%	2.26%	2.05%	1.90%
A:不良资产/（权益+拨备）	9.57%	8.62%	6.90%	5.88%
E:ROA	1.33%	1.00%	1.11%	1.34%
E:ROE	26.51%	20.91%	22.97%	23.21%
E:ROAA	0.73%	0.55%	0.60%	0.61%
E:ROAE	14.29%	11.28%	12.61%	12.65%
E:成本收入比	36.78%	41.57%	38.44%	38.09%
E:手续费和佣金收入占比	14.00%	18.11%	17.75%	18.11%
E:股利分配比例	27.01%	27.92%	30.00%	35.00%
L:人民币存贷比	72.38%	76.21%	75.23%	74.92%
L:外汇存贷比	40.88%	0.00%	0.00%	0.00%
L:平均存贷比	68.18%	66.69%	65.83%	65.56%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	60.45%	56.70%	55.63%	55.25%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	98.60%	98.31%	98.45%	98.50%

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

金麟、王鸣飞、何浪

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn