

银行 II

招商银行 (600036. SH) / 17.17 元

息差快速反弹拉动业绩增长

投资要点

- 1、招行执行规模扩张与风险管理并重的发展战略。一方面，在 2010 年宏观经济企稳回升明确的大背景下，招行信贷规模增速也会同步进入合理适度增长的阶段。另一方面，企业经营状况好转和企业资金需求的增加，也为招行新增信贷投放提供了良好的外部经济环境。基于 2010 年金融机构贷款规模增速 18% 的假设，预计招行贷款规模增长水平在 28% 左右。
- 2、在升息阶段，招行净息差有望快速反弹。实体经济活跃刺激资金需求，提高贷款议价能力。贷款占比上升，特别是中小企业贷款和零售贷款上升，提高生息资产收益率。资金来源方面，活期存款占比上升，加上存款重定价，降低存款成本。我们预计 2010 年招行净息差能够达到 2.60% 的水平。
- 3、贷款迁移率下降表明当前招行信贷资产质量的健康状况能够持续。在经济下滑期间实行更加审慎的信贷决策，以专业的标准审核各类政府项目融资，有效控制信贷风险。预计公司 2010 年贷款不良率继续下降态势，达到 0.73%，拨备覆盖率提高到 242.85%。
- 4、招行加强成本控制措施力度。2010-2011 年，在每年新开设 100 家分支机构的情况下，成本收入比能够继续维持在 38% 水平上下。
- 5、我们预计招行 2010、2011 年实现净利润 231.64 亿元和 301.95 亿元，同比增速分别为 33.32% 和 30.36%。以 2009 年 10 月 30 日股价 17.77 元计算，2010/2011 年 PE 分别为 14.67 倍和 11.25 倍，PB 分别为 3.02 倍和 2.42 倍，这一估值水平与当前沪深 300 指数市盈率 27.80 倍和市净率 3.68 倍相比有明显的优势。基于招行良好的经营管理水平和风险控制能力，未来两年业绩增长明确，估值水平较低，给予推荐评级。

风险提示

- 1、宏观调控政策紧缩，新增信贷投放受到限制。
- 2、宏观经济形势出现不利局面，信贷资产质量恶化。

主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(亿元)	553.08	503.30	696.36	904.03
同比增速(%)	35.04	-9.00	38.36	29.28
净利润(亿元)	210.77	173.75	231.64	301.95
同比增速(%)	38.27	-17.57	33.32	30.36
每股盈利(元)	1.42	0.91	1.21	1.58
市盈率(倍)	16.20	19.55	14.67	11.25

研究员：高利

联系人：王荣

Tel: 010-59370866

Email: wangrong@hczq.com

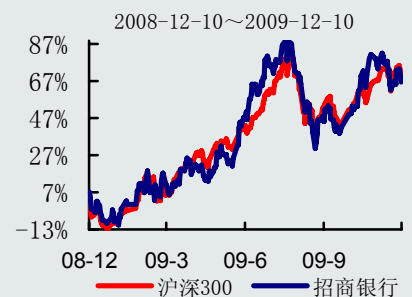
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	1911949
流通 A 股/B 股(万股)	1565889/0
资产负债率(%)	0.00
每股净资产(元)	5.41
市盈率(倍)	19.55
市净率(倍)	3.74
12 个月内最高/最低价	11.78/23.48

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《稳健经营 增长可期》 2009-11-25

正文目录

一、招商银行具备实现估值溢价的潜力	4
二、招商银行资产规模快速增长	7
1、贷款有望取得 28%高增速水平	7
2、存款增长支撑贷款投放	9
三、净息差水平 2010 年大幅反弹到 2.62%	12
1、招行净息差见底回升趋势确立	12
2、净息差推动因素分析	13
四、中间业务的进步为未来的增长打下基础	15
五、信贷成本压力较小，保持 0.5%信贷成本率	16
1、招行贷款迁移率下降	16
2、招行贷款行业分布相对均衡	17
3、招行贷款拨备充分	19
六、成本收入比稳定在 38%水平	20
七、盈利预测与投资建议	21
1、被低估的招商银行	21
2、绝对估值法计算招行每股价值 25.60 元	23
3、投资建议	24
4、投资风险	25

图表目录

图表 1	上市银行A股流通市值（2009年6月30日）	4
图表 2	招商局股权关系图	5
图表 3	上市银行 2006-2008 年总资产复合增长率	5
图表 4	上市银行 2006-2008 年营业净收入复合增长率	6
图表 5	上市银行 2006-2008 年归属母公司股东净利润复合增长率	6
图表 6	招行 2009 年前三季度净利润变动因素分析	6
图表 7	上市银行净息差对比	7
图表 8	招商银行贷款高速增长	7
图表 9	招商银行贷款增速高于行业平均水平	8
图表 10	招商银行贷款市场份额持续上升	8
图表 11	招行贷款增速测算	8
图表 12	招行存款增长情况	9
图表 13	招行存款增速大于贷款增速	9
图表 14	招行存贷比情况	10
图表 15	招行存款增长率高于行业平均水平	10
图表 16	招行存款市场份额上升	11
图表 17	招行分支机构数量稳步扩张	11
图表 18	招行分支机构扩张仍有巨大空间	12
图表 19	招行净息差与宏观经济变化	12
图表 20	招行净息差与资金需求变化	13
图表 21	招行净息差与贷款利率变化	13
图表 22	招行贷款占比提高	14
图表 23	招行票据贴现占比下降	14
图表 24	招行定期存款占比下降	15
图表 25	招行各项业务收入占比	15
图表 26	招商银行收入类型结构	16
图表 27	招行贷款不良率变化趋势	16
图表 28	上市银行不良率（2008 年末）	17
图表 29	招行贷款迁移率下降	17
图表 30	招行不良贷款行业分布列表	18
图表 31	招行贷款按担保方式划分列表	18
图表 32	招行抵质押贷款占比居行业中位水平	19
图表 33	招行贷款不良拨备率提高	19
图表 34	招行贷款拨备对贷款总额比	20
图表 35	招行信贷成本率稳定	20
图表 36	招行成本收入比不断降低	21
图表 37	招商银行成本收入比处于中游水平	21
图表 38	银行市盈率与沪深 300 指数市盈率对比	22
图表 39	标普 500 指数与标普银行指数市盈率对比	22
图表 40	招商银行美国银行富国银行净利润增速对比	23
图表 41	招行市盈率与沪深 300 指数市盈率对比	23
图表 42	招行拨备前利润率	24
图表 43	招行DDM估值模型基本假设	24
图表 44	招商银行DDM模型估值结果	24

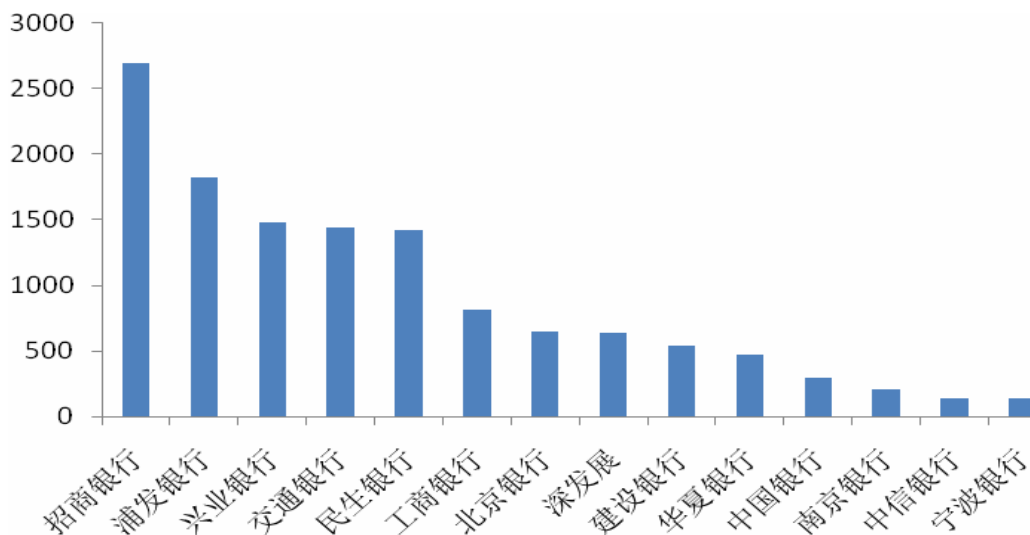
一、招商银行具备实现估值溢价的潜力

我们认为招行是国内经营质量最高的商业银行，具备实现估值溢价的潜力。

招行已经获得相当的市场地位。招行是中国第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，成立于 1987 年，注册地在广东深圳。招行自成立以来，分支机构和各项业务成长迅速，现已成为占据一定市场份额的全国性商业银行。公司坚守稳健经营的理念，风险控制措施全面，风险度较低。公司致力于确立技术领先型银行的特色，将差异化和创新作为竞争基本战略，零售业务品牌及客户服务水平得到社会广泛认可。招行是一家以市场为导向的中型银行，未来市场份额有望持续扩大。

招行 A 股流通市值较大，适合机构投资者参与。截至 2009 年三季度末，公司发行在外股份总计 191.19 亿股，其中 A 股 156.59 亿股，H 股 34.61 亿股。全部为可流通股份，三季度末 A 股流通市值为 2314.37 亿元。巨大的流通市值使得招行股价具有相当的稳定性，同时为基金等机构投资者进出提供了足够的空间。

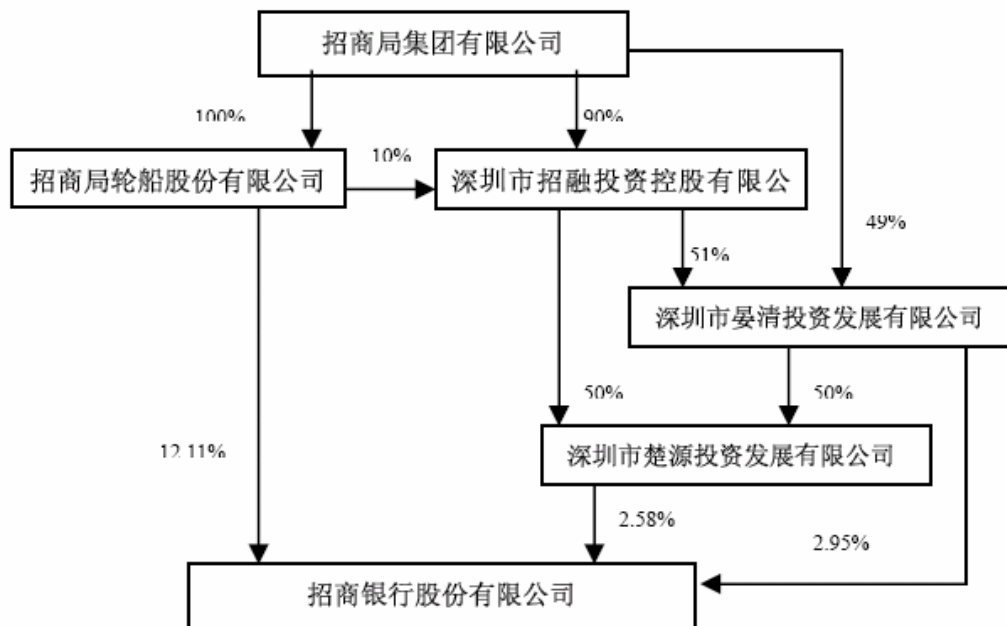
图表 1 上市银行 A 股流通市值（2009 年 6 月 30 日）



资料来源: Wind

公司法人治理结构完善。截至三季度末，招行第一大股东为招商局集团公司，合计持有招行 17.9% 的股份。招商局集团并非公司控股股东和实际控制人，公司管理层相对比较稳定，能够完整和不受干扰地实施自身发展战略。

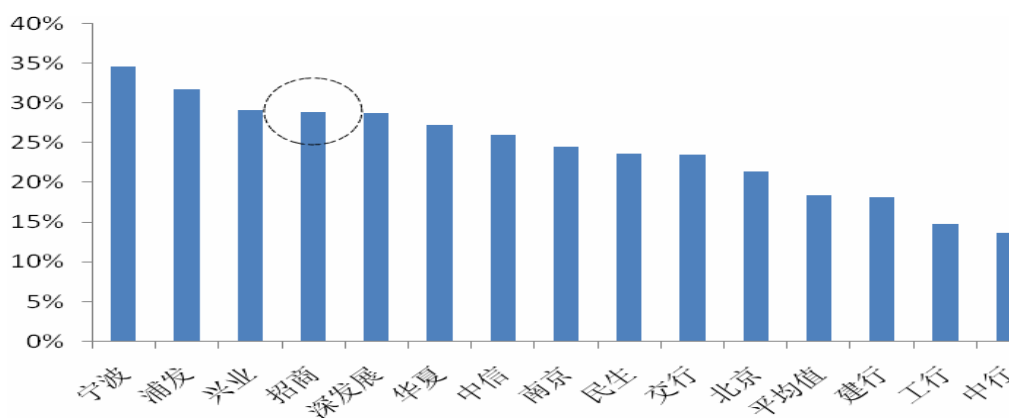
图表 2 招商局股权关系图



资料来源：公司公告

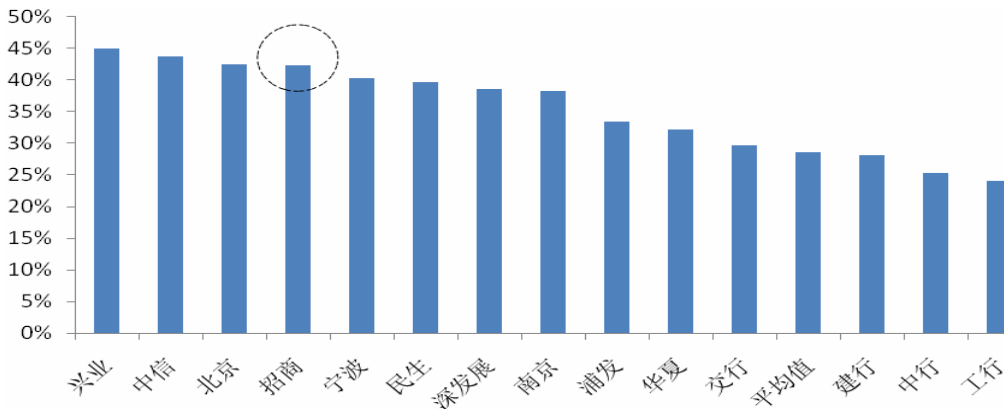
招行遵循“质量是发展第一主题”的原则，实现了从单纯追求规模扩张向发展与风险管理并重的战略转变。2006-2008 三年间，招商银行总资产复合增长率为 28.86%，在上市商业银行排第四位，高出平均值 10.48 个百分点。招行营业净收入三年复合增长率为 42.34%，排名第四位，高出平均值 13.74 个百分点。归属母公司股东净利润复合增长率达到 77.22%，排名首位，较平均值高 38.62 个百分点。

图表 3 上市银行 2006-2008 年总资产复合增长率



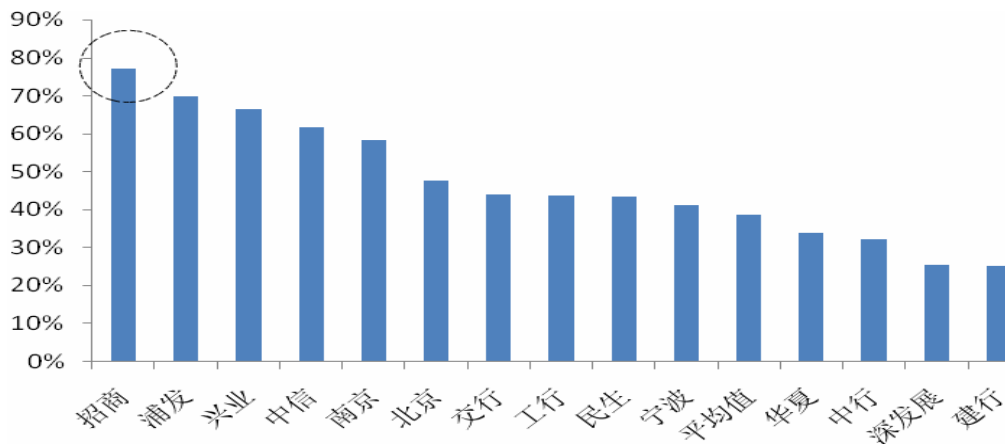
资料来源：Wind

图表 4 上市银行 2006-2008 年营业净收入复合增长率



资料来源: Wind

图表 5 上市银行 2006-2008 年归属母公司股东净利润复合增长率



资料来源: Wind

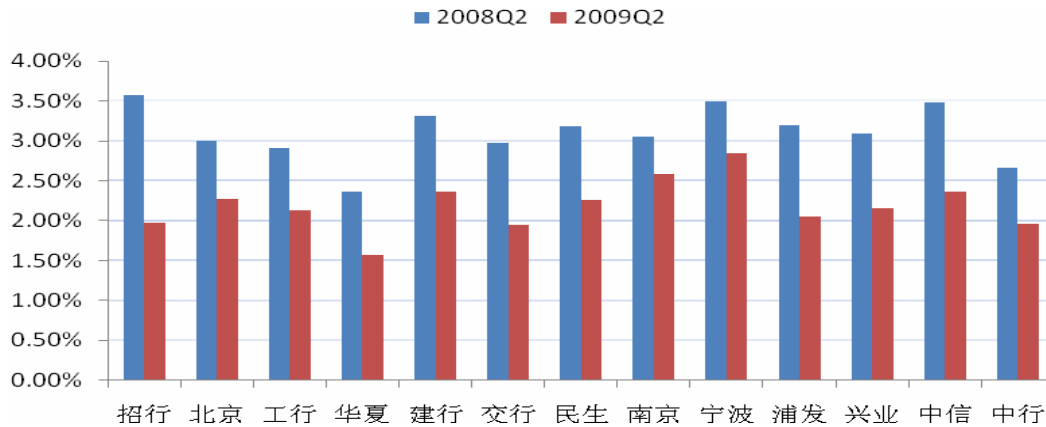
今年净利润下滑主要原因是净息差水平大幅下降。招行 2009 年前三季度实现净利润 130.78 亿元,较 2008 年同比下降 31.16%,其中主要原因在于公司净息差由 2008 年前三季度的 3.45% 大幅下降至今年同期的 2.15%。招行净息差下降幅度大于其他上市银行是由自身特定的资产负债结构导致。招行在降息过程中净息差下降速度快于其他银行,与此相对应,在生息过程中招行净息差反弹速度更快,同时反弹的空间也更大。

图表 6 招行 2009 年前三季度净利润变动因素分析

项目	资产规模 扩张	净息差 变化	手续费 收入	其他收入	成本收入 比变化	信贷成本 率变化	税率变化	净利润 变化
净利润贡献度	30.15%	-46.12%	0.76%	4.19%	-17.37%	-4.86%	2.09%	-31.16%

资料来源: 公司公告、华创证券研究所

图表 7 上市银行净息差对比



资料来源：公司公告、华创证券研究所

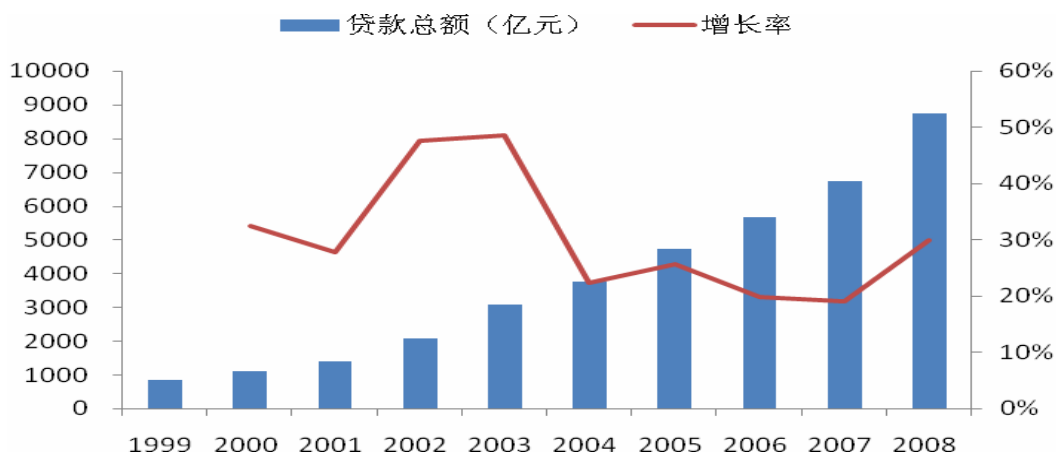
二、招商银行资产规模快速增长

1、贷款有望取得 28% 高增速水平

09 年贷款的高增速并非常态。09 年在中央政府强力经济刺激政策作用下，金融机构整体贷款增速在 30% 以上，招行贷款增速将会达到 40% 以上，但这属于特殊状态下的特殊政策，并不会成为常态。随着宏观经济企稳回到自主增长轨道，中央决策层和监管机构的调控意图是货币政策退出过度刺激阶段进入适度刺激阶段，我们预计 2010、2011 年信贷增速会保持在 18% 的水平上。在全部金融机构贷款增速维持 18% 的假设情形下，预计 2010、2011 年招行贷款增速依然会保持在 28% 左右的水平。

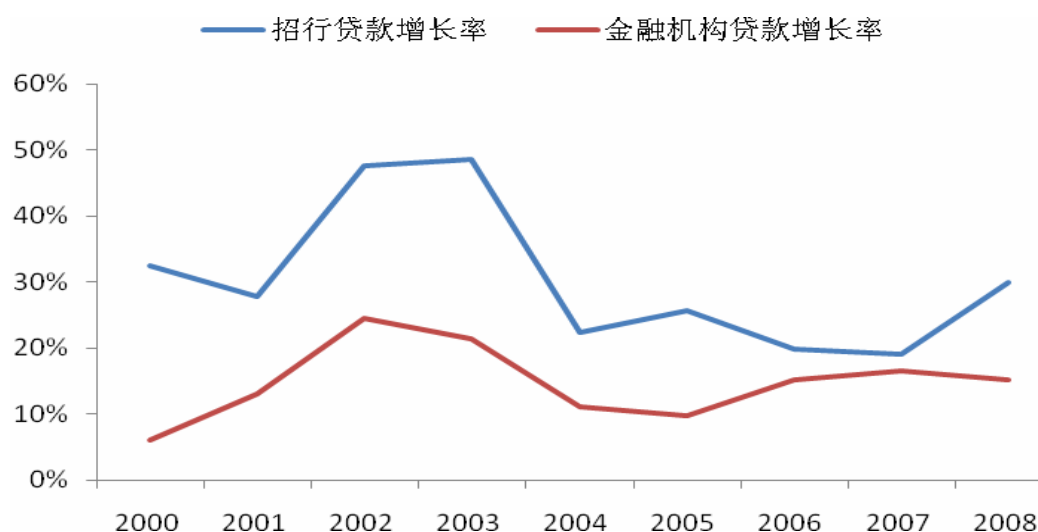
招行贷款增速高于行业平均水平。招行在 04 年以前处于规模快速扩张阶段，同时基数低，贷款增速在 30-50% 之间。从 04 年开始，招行进入稳定增长期，贷款增速停留在 20-30% 的区间内。与此同时，招行管理层提出“质量、效益、规模均衡发展”的经营方针，走稳健经营的道路，并不特意追求在规模方面的扩张。20-30% 的贷款增速水平对招商银行这样处于发展阶段的股份制银行而言，也是可以接受的，因为它仍然高于金融机构贷款增速水平 15%，能够使得招行在市场份额方面保持优势。

图表 8 招商银行贷款高速增长



资料来源：Wind、华创证券研究所

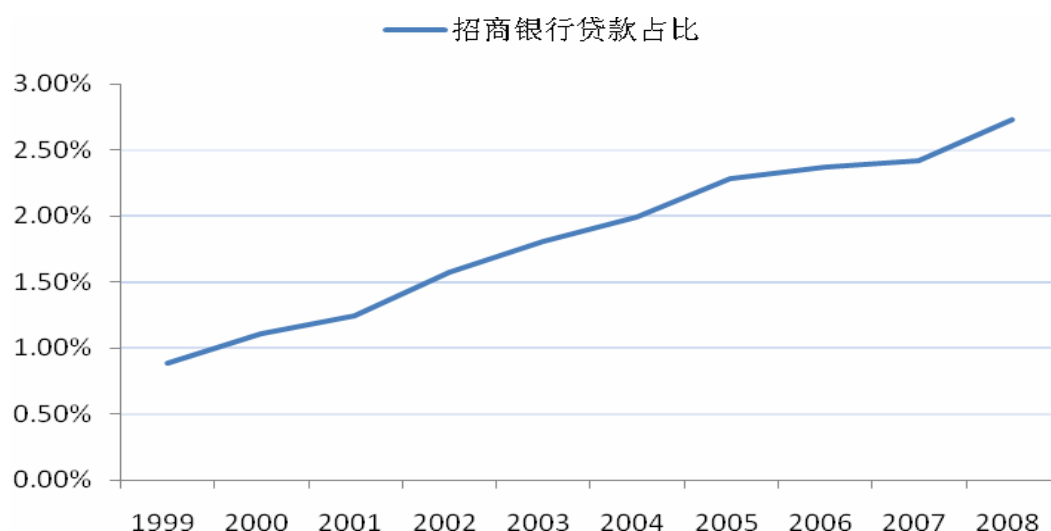
图表 9 招商银行贷款增速高于行业平均水平



资料来源: Wind、华创证券研究所

贷款市场份额不断上升。1999 年以来, 招商银行贷款市场份额以相当平稳的斜率上升。1999 年招商银行贷款占比 0.88%, 2008 年市场份额占比达到 2.73%, 占比平均每年增加 0.18 个百分点。

图表 10 招商银行贷款市场份额持续上升



资料来源: Wind

图表 11 招行贷款增速测算

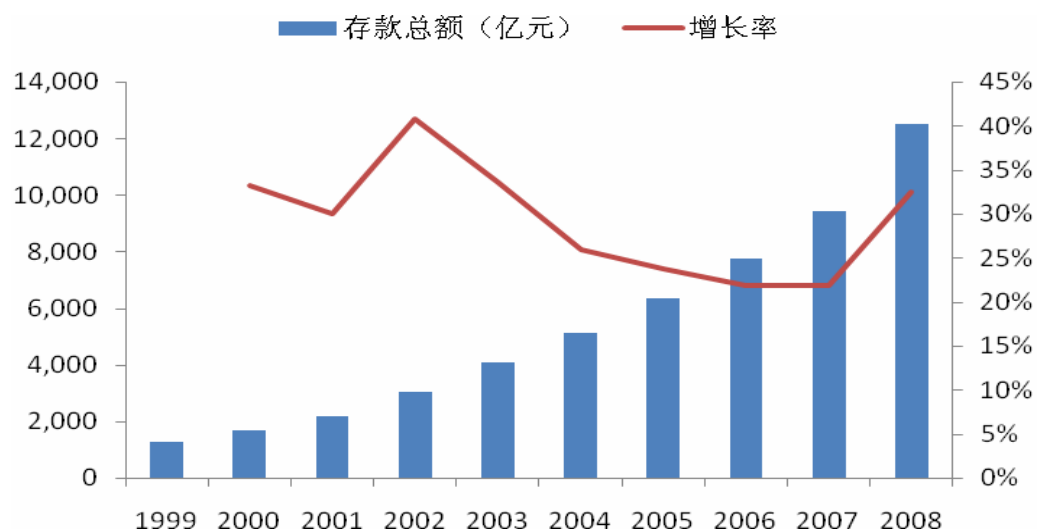
	2010 年贷款余额	增速	2011 年贷款余额	增速
行业水平	50 万亿	18%	59 万亿	18%
招行市场份额	3.09%		3.27%	
招行贷款余额	1.54 万亿	28%	1.96 万亿	27%

资料来源: 华创证券研究所

2、存款增长支撑贷款投放

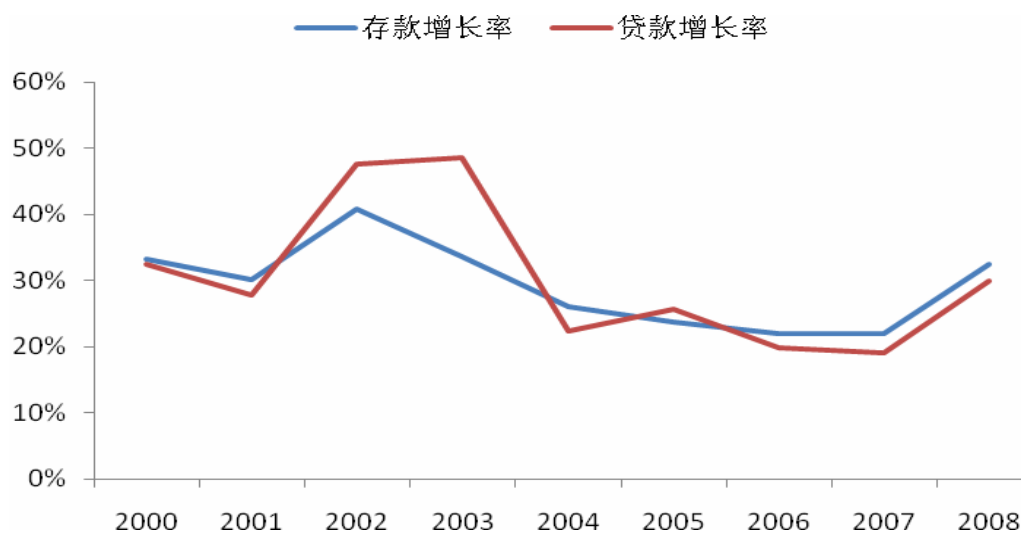
存款增长与贷款增长相匹配。在商业银行业务经营过程中，存款是资金来源，是贷款业务的支撑。2000-2008 年间，招行存款呈现年均 29.35% 的高速增长态势。在 2004 年进入平稳发展阶段后，存款增速基本保持在高出贷款增速两个百分点的水平上。

图表 12 招行存款增长情况



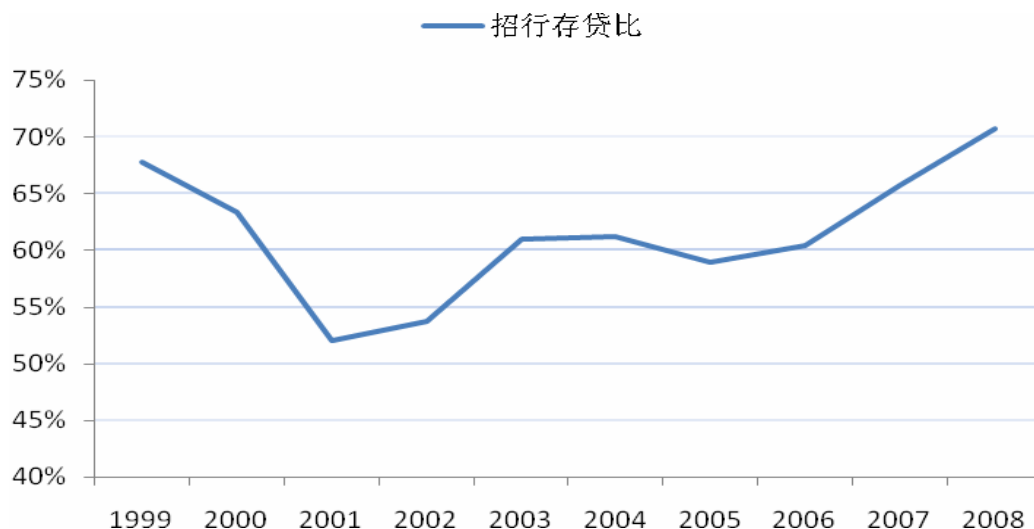
资料来源: Wind

图表 13 招行存款增速大于贷款增速



资料来源: 公司公告、华创证券研究所

图表 14 招行存贷比情况

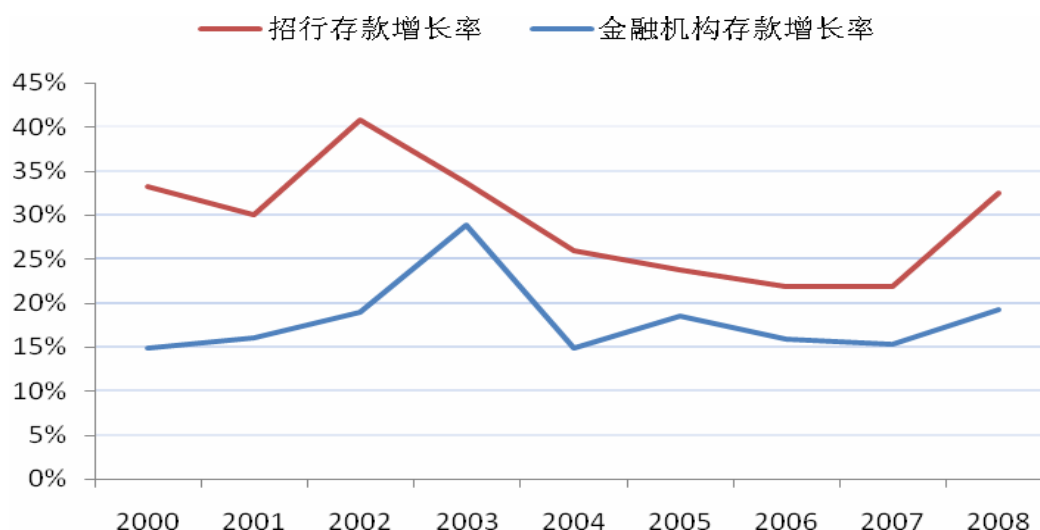


资料来源：公司公告、华创证券研究所

招行存款增速高于行业平均水平。由于自身机构的快速扩张，加上良好的服务品牌，招行存款增速一直高于同业，其存款市场份额不断上升。在存款基础的支撑下，招商银行存贷比大部分时间停留在 60%-70% 的范围内，始终控制在 75% 的监管界限之下，在 2001、2002 年甚至到达 52% 的低水平。

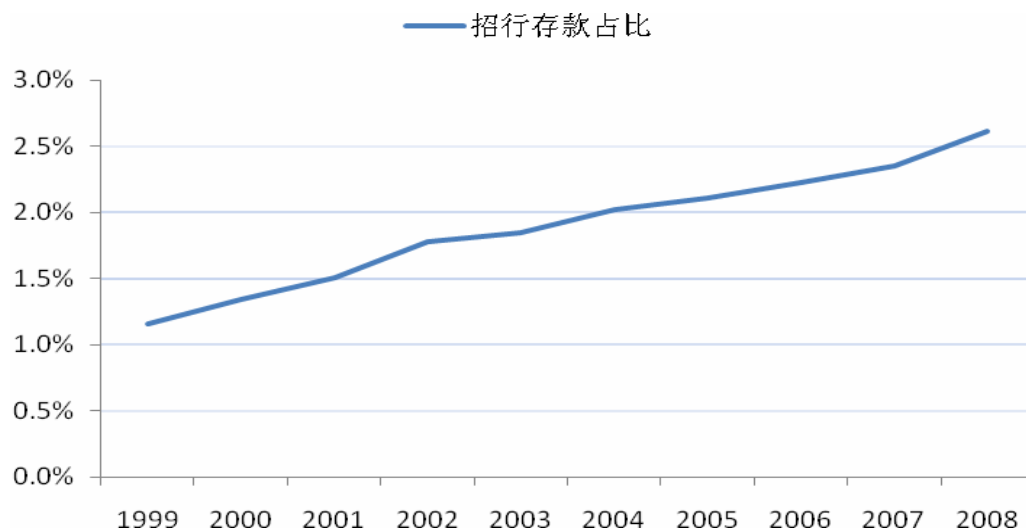
招行在未来两年计划开设的新分支机构数与以往年份相当，每年 80-100 家。基于 2010、2011 年国内 M2 增速保持 17% 的假设，我们预计招行存款增速将能够达到 25% 以上。

图表 15 招行存款增长率高于行业平均水平



资料来源：Wind、华创证券研究所

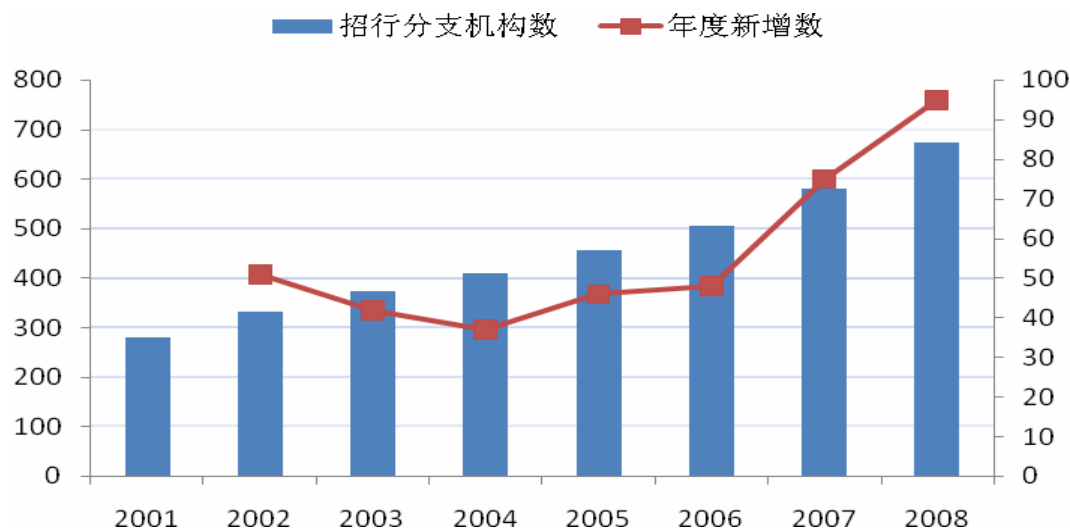
图表 16 招行存款市场份额上升



资料来源: Wind、华创证券研究所

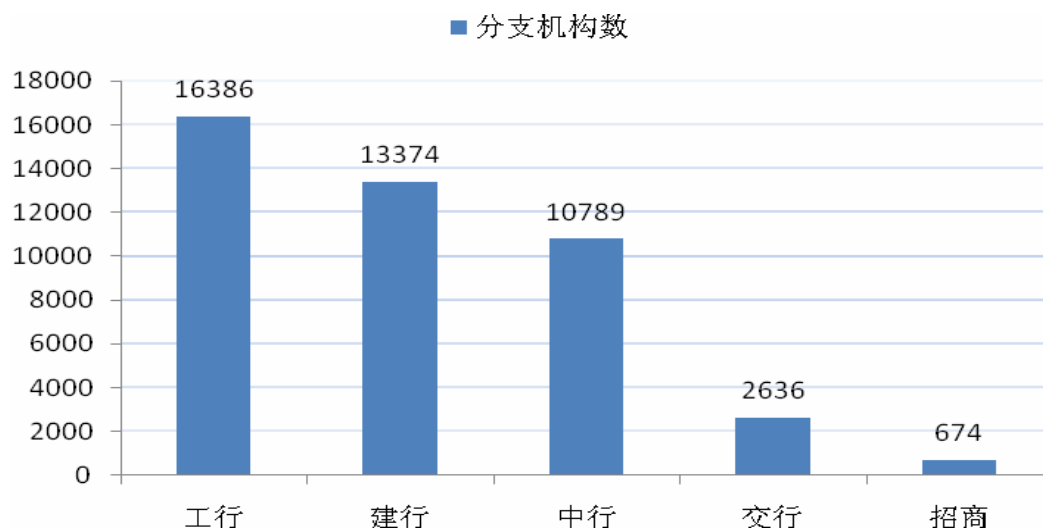
分支机构扩张为新增存款提供保障。招行上市以来,分支机构数量稳步扩张。2002-2006 年,平均每年新设分支机构数在 50 家左右,2007 年后,招行分支机构设立速度加快,每年新增数量在 80-100 家。与工行及其他大型银行庞大的营业网点规模相比,招行新设分支机构的空间十分巨大。我们预计未来两年,招行将保持现在 80-100 家营业机构的增加速度,为吸收存款扩充资金来源提供保障。

图表 17 招行分支机构数量稳步扩张



资料来源: 公司公告

图表 18 招行分支机构扩张仍有巨大空间



资料来源：公司公告

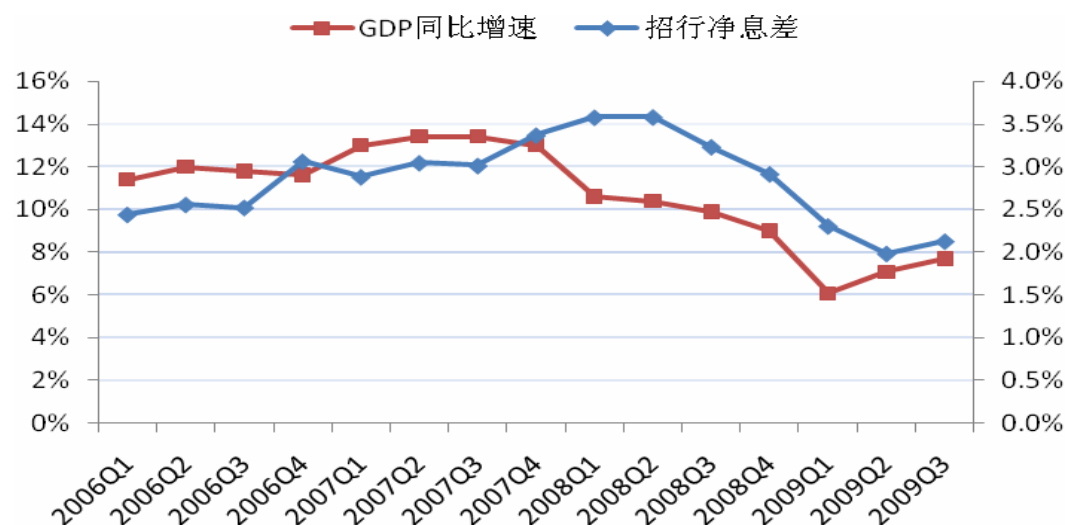
三、净息差水平 2010 年大幅反弹到 2.62%

1、招行净息差见底回升趋势确立

招行 2009 年前三季度净利润为 130.78 亿元，较上年同期相比大幅下滑 31.16%，其中主要原因在于净息差水平的大幅下降。2008 年前三季度招行净息差平均为 3.47%，而今年同期的净息差平均水平仅有 2.21%，下降幅度高达 36.31%，在各上市银行中为最大降幅。

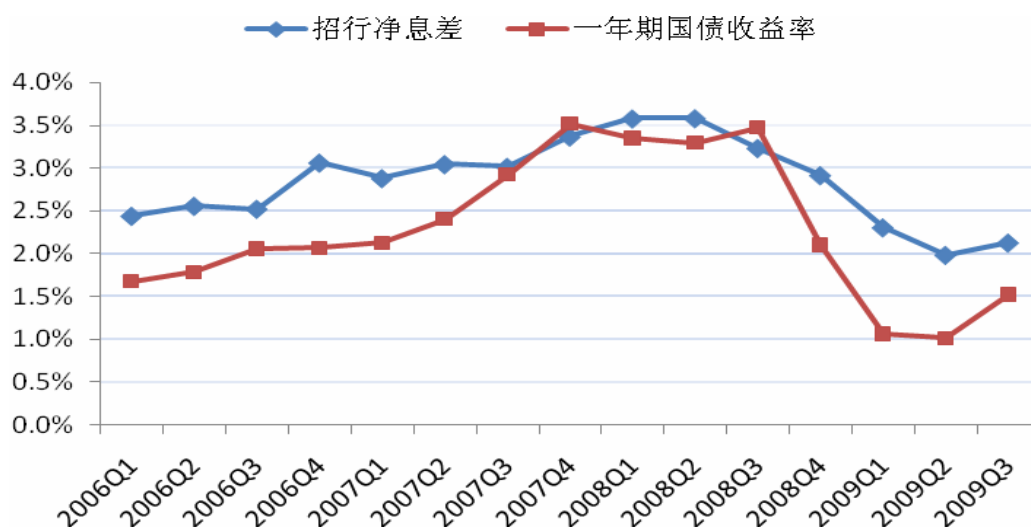
商业银行净息差水平与宏观经济运行情况直接相关。在宏观经济下滑阶段，商业银行净息差水平回落。国内 GDP 增速在 2009 年一季度见底，招行净息差水平在二季度见底。宏观经济的企稳回升为招行净息差在 2010 年的进一步走升奠定了基础。

图表 19 招行净息差与宏观经济变化



资料来源：Wind、公司公告、华创证券研究所

图表 20 招行净息差与资金需求变化

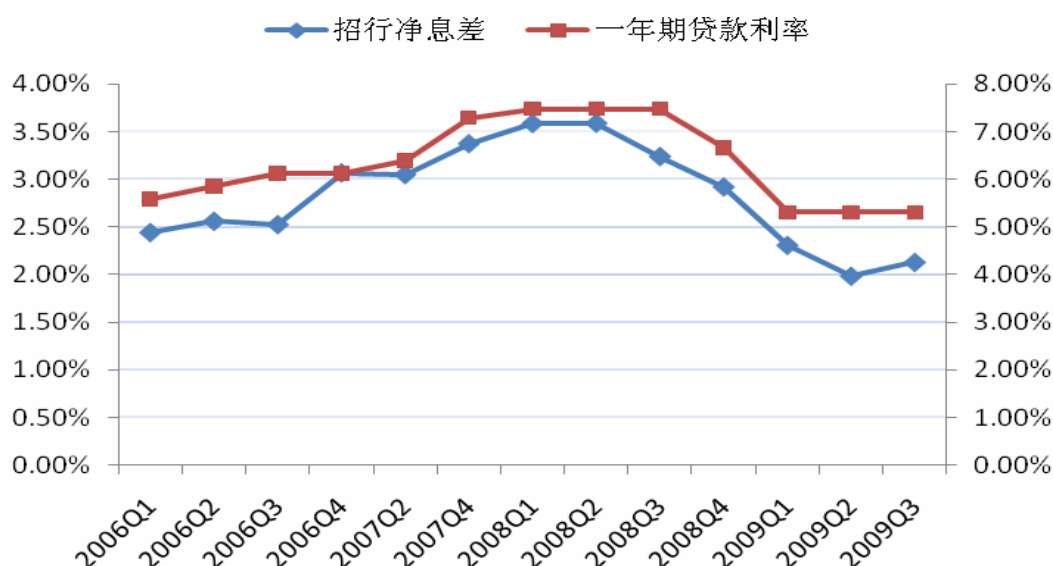


资料来源: Wind、公司公告、华创证券研究所

2、净息差推动因素分析

降息周期结束决定净息差缩窄过程结束。由于商业银行资金来源中存在活期存款，在基准利率调整过程中，银行存款成本实际调整幅度小于贷款收益率的变化幅度。因此在生息阶段，商业银行净息差扩大，而在降息阶段商业银行净息差缩小。2008年12月，央行将一年期贷款基准利率调降至5.31%的水平。随着宏观经济企稳回升趋势的确立，我们判断这一轮经济下滑导致的降息周期已经结束，2010年三季度和四季度各有一次27个基点的加息过程。

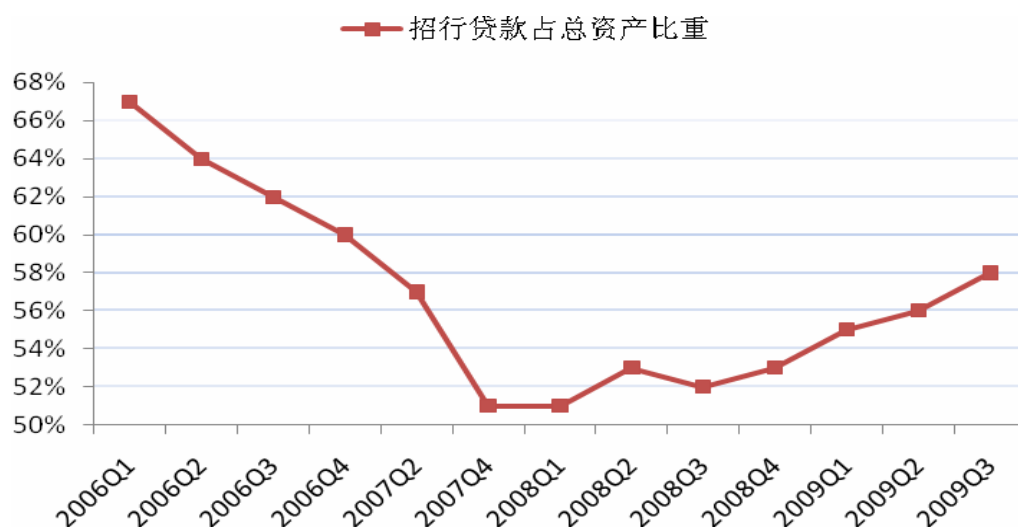
图表 21 招行净息差与贷款利率变化



资料来源: 公司公告、华创证券研究所

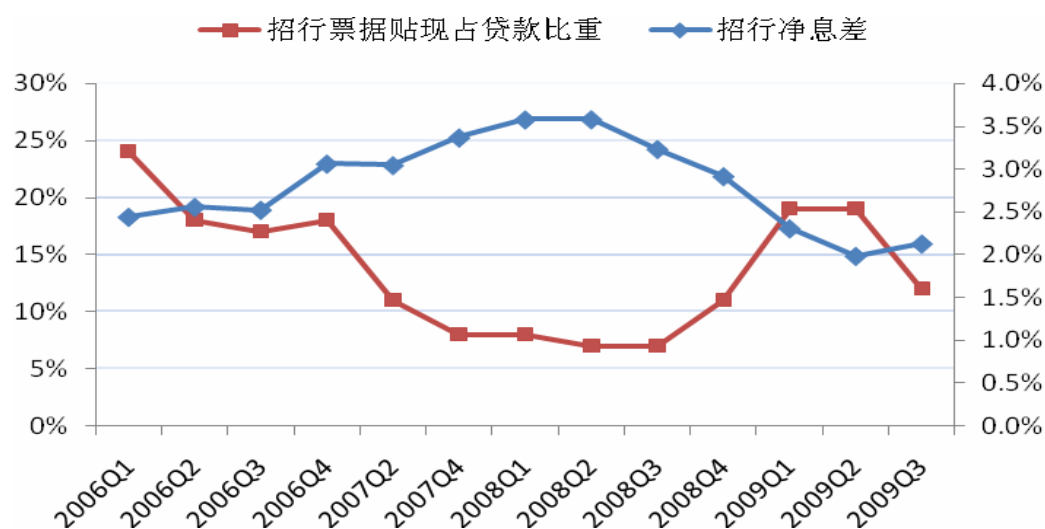
资产和负债结构调整扩大净息差。招行资产结构调整方面，贷款占比提高，同时贷款中票据贴现比重下降，提高生息资产收益率。资金来源结构方面，定期存款占比有望进一步下降，从而降低存款成本。

图表 22 招行贷款占比提高



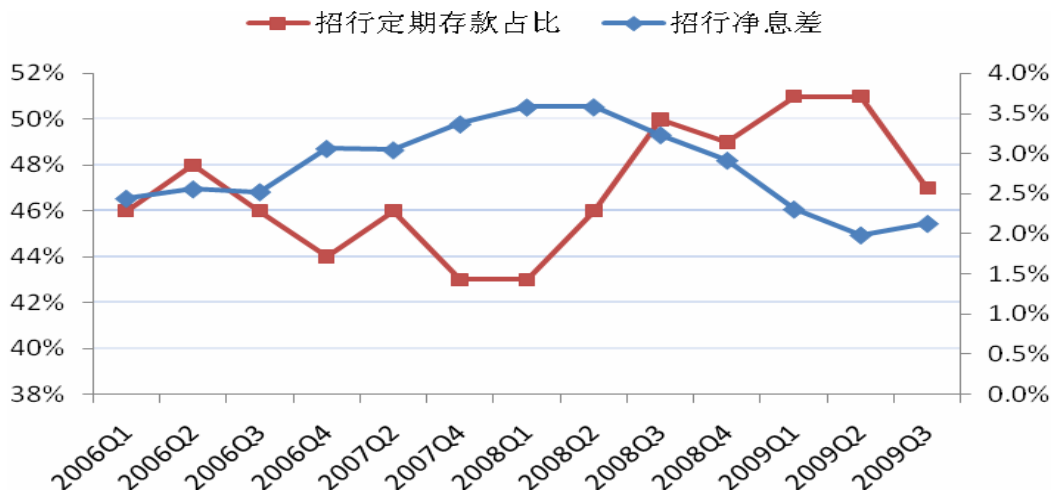
资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 23 招行票据贴现占比下降



资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 24 招行定期存款占比下降



资料来源：公司公告、华创证券研究所

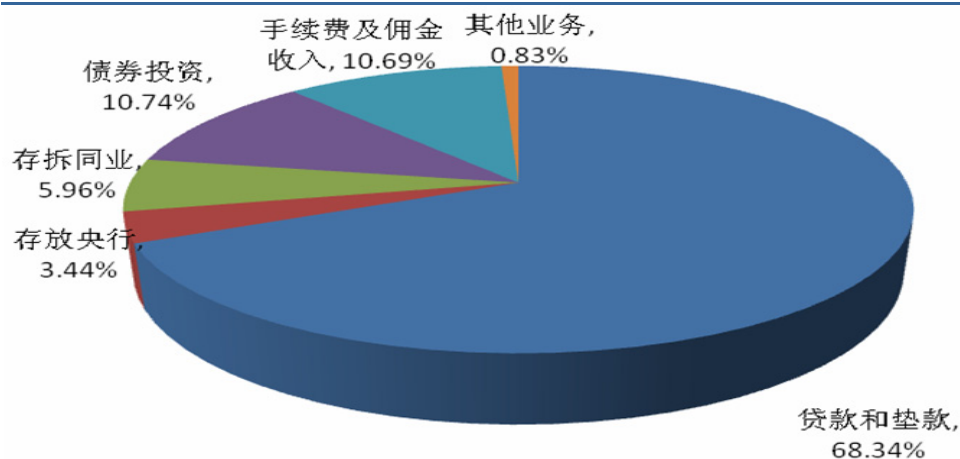
计量模型测算 2010 年净息差大幅回升。结合历史经验，我们以金融市场收益率、存贷款利率、贷款占比、票据贴现占比、定期存款占比为解释变量构建了招行净息差计量模型，并且假设明年三季度和四季度央行实施对称加息两次，各 27 个基点，测算出招行 2010 年四个季度的净息差分别为 2.52%、2.60%、2.65%、2.71%，全年平均水平为 2.62%。

四、中间业务的进步为未来的增长打下基础

招行在信用卡业务中已经占据先行优势，通过引入先进的 IT 系统，服务支持平台建设水平超出其他银行。依靠高质量服务的不断推进，招行取得了较高的品牌知名度，尤其在高端市场上形成了独特的竞争优势。

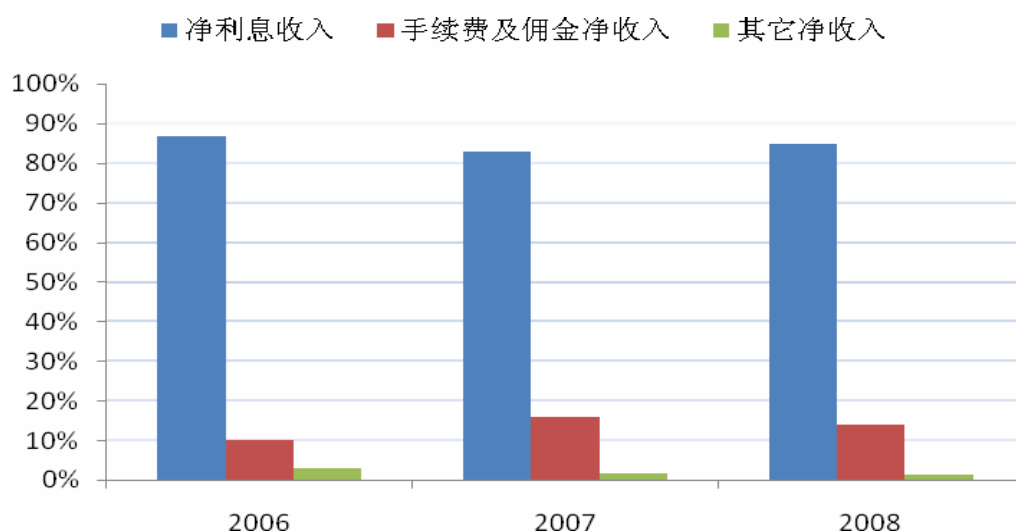
受中国商业银行发展阶段性特征限制，利息收入仍然是最主要的收入来源。2008 年度，招行实现各项收入合计 820.90 亿元，其中贷款利息收入 590.67 亿元，占比 68.34%，债券投资利息收入 88.20 亿元，占比 10.74%，手续费及佣金收入 87.76 亿元，占比 10.69%。按照收入属性划分，在收入净额中，净利息收入占比 84.77%，手续费及佣金占比 14%。

图表 25 招行各项业务收入占比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 26 招商银行收入类型结构



资料来源: Wind

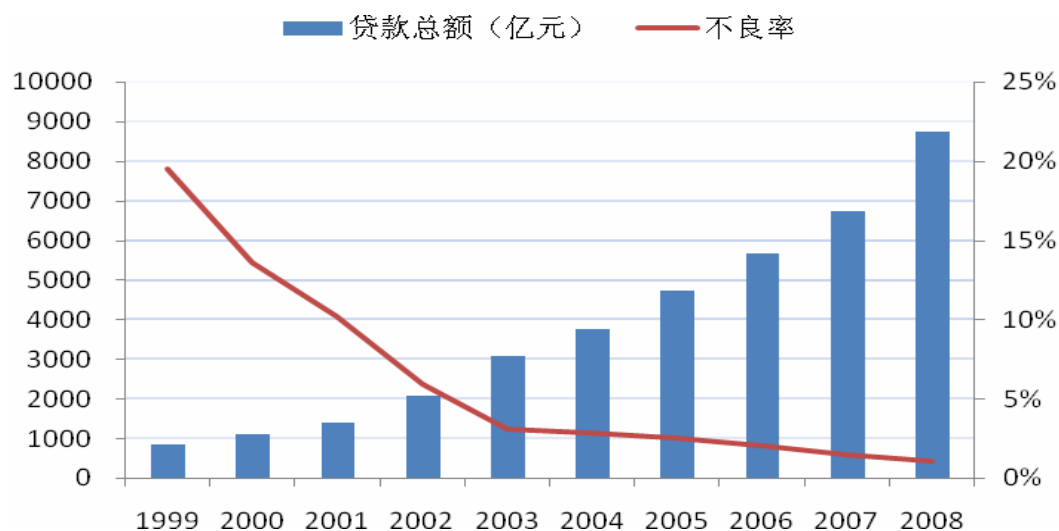
五、信贷成本压力较小，保持 0.5% 信贷成本率

1、招行贷款迁移率下降

招行不良贷款保持双降态势。招行把资产质量作为第一位的考虑因素，追求风险有效控制下的规模扩张，资产质量表现良好。2006-2008 年，不良贷款率和不良贷款额连续三年实现双降。截至 2009 年三季度末，不良贷款率继续降低至 0.83%，在上市银行中居于前列。

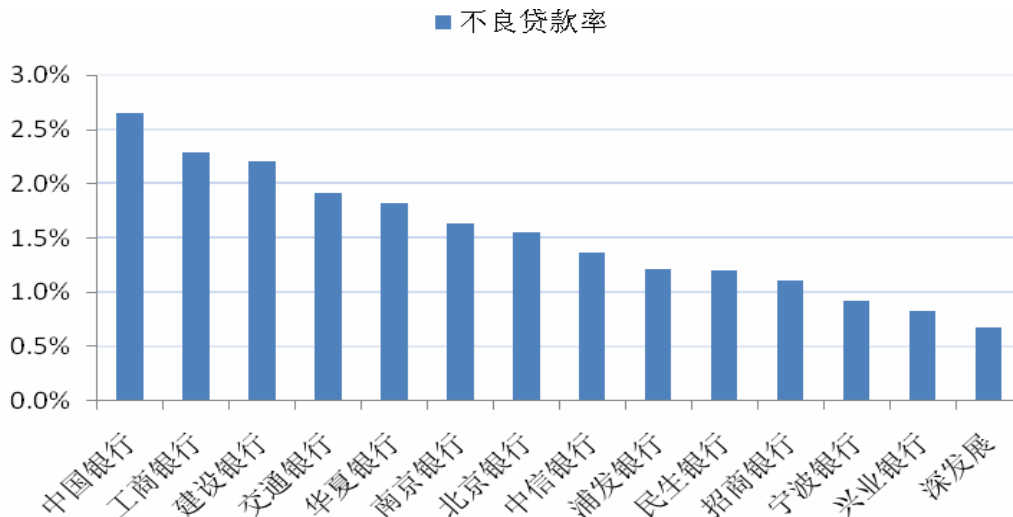
从贷款迁移率角度分析，2006-2008 年，招行正常、关注、次级、可疑等四类贷款的迁移率均呈现出下降的趋势，反映出公司贷款整体质量健康，未来两年信贷资产质量恶化，出现大额呆账需要核销的概率较小。

图表 27 招行贷款不良率变化趋势



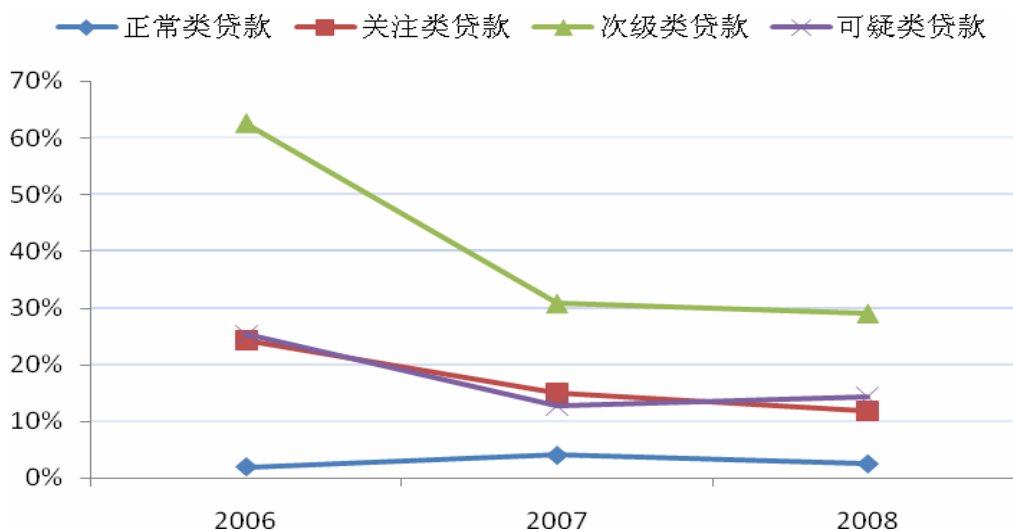
资料来源: 公司公告

图表 28 上市银行不良率（2008 年末）



资料来源：公司公告

图表 29 招行贷款迁移率下降



资料来源：公司公告、华创证券研究所

2、招行贷款行业分布相对均衡

招行贷款的行业分布相对均衡，集中度较低，因此行业风险相对较小。制造业、交运仓储业、电力燃气和水的生产供应业分列行业占比前三，行业贷款不良率处于较低水平。零售贷款是招行的战略发展方向，占全部贷款 26.31% 比重，不良率仅 0.62%，拉低了全行贷款不良率水平。

图表 30 招行不良贷款行业分布列表

类别	贷款总额（亿元）	占比	不良贷款余额（亿元）	不良贷款率
企业贷款	5184.40	62.20%	81.44	1.57%
制造业	1580.18	18.96%	26.27	1.66%
交运仓储业	903.91	10.84%	5.09	0.56%
电力燃气水的生产供应业	620.63	7.45%	6.16	0.99%
批发零售业	568.97	6.83%	18.55	3.26%
房地产业	472.33	5.67%	11.93	2.53%
租赁和商务服务业	279.82	3.36%	4.45	1.59%
建筑业	227.74	2.73%	0.44	0.19%
采矿业	141.27	1.69%	—	—
水利环境和公共设施管理业	91.63	1.10%	0.10	0.11%
金融业	86.55	1.04%	0.74	0.85%
其他行业	211.37	2.53%	7.71	3.65%
票据贴现	957.66	11.49%	—	—
零售贷款	2193.42	26.31%	13.55	0.62%
住房按揭	1484.52	17.81%	3.96	0.27%
信用卡账款	316.04	3.79%	8.74	2.77%
其他零售贷款	392.86	4.71%	0.85	0.22%
贷款总额	8335.48	100.00%	94.99	1.14%

资料来源：公司公告

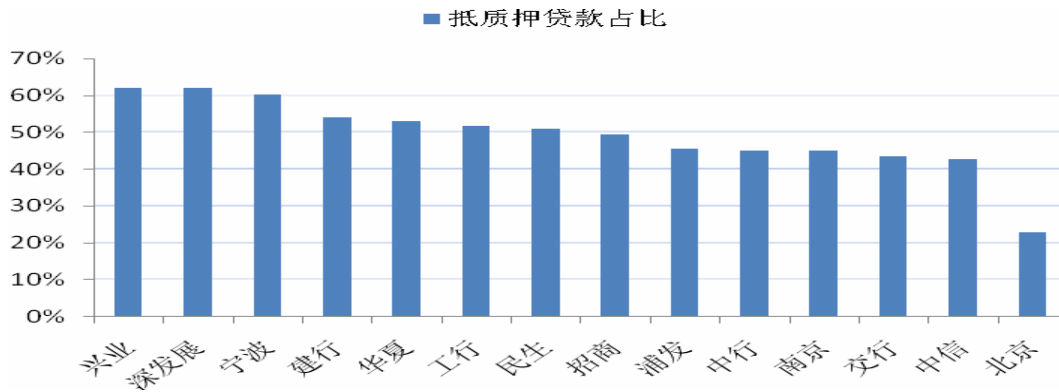
招行贷款比较多的使用了抵质押及保证的贷款方式，信用贷款占比较少，为 26.59%，高质量的担保为现有贷款在出现风险的情况下提供还款保障。

图表 31 招行贷款按担保方式划分列表

类别	金额（亿元）	占比
抵押贷款	2633.36	31.59%
质押贷款	518.43	6.22%
保证贷款	2009.50	24.11%
票据贴现	957.66	11.49%
信用贷款	2216.53	26.59%
贷款总额	8335.48	100.00%

资料来源：公司公告

图表 32 招行抵质押贷款占比居行业中位水平



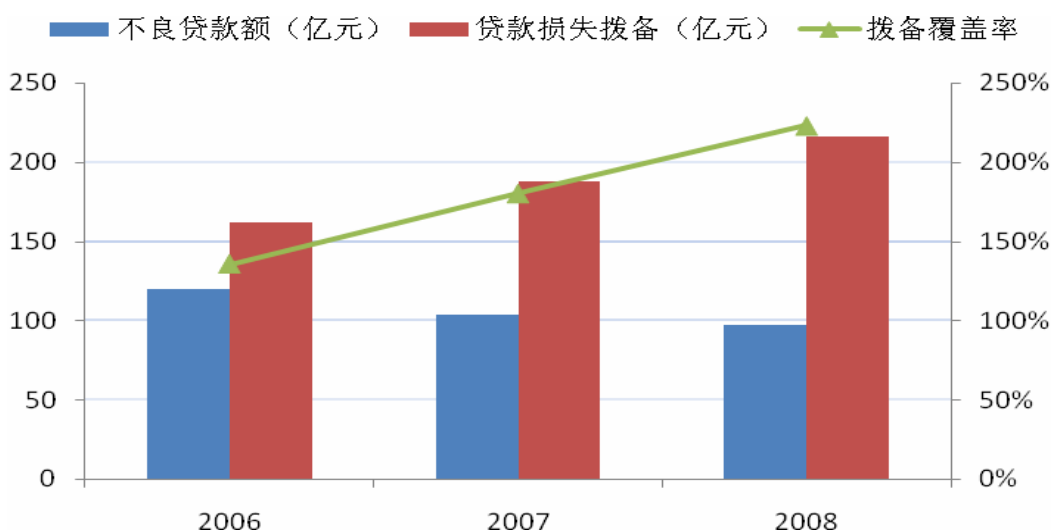
资料来源：公司公告

3、招行贷款拨备充分

贷款损失拨备比例远高于监管要求。招行坚持审慎的经营理念，不断提高贷款拨备覆盖率来应付可能出现的不良贷款。2006-2008 年，贷款损失准备余额不断增加，拨备覆盖率达到 223.29%的高水平，远远超过银监会 150%的规定要求。

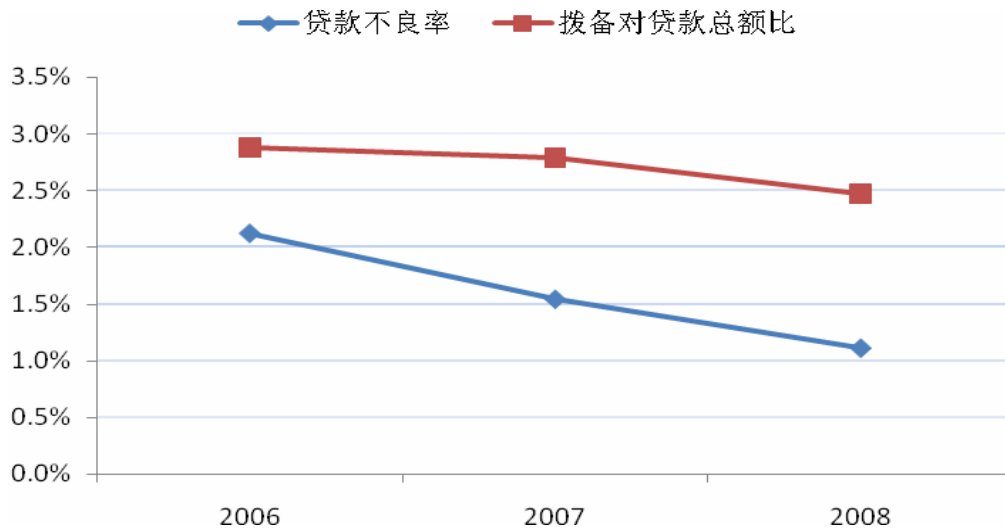
贷款拨备与贷款总额的比值是另一个衡量商业银行拨备是否充分的指标，尤其是对于国内商业银行尚未经历过完整经济周期的考验，均衡的拨备支出能够更好地抵御风险，有助于平滑银行在不同阶段的业绩表现。2006-2008 年，招行这一比例在 2-3%的区间，并且总体上随着贷款不良率的下降有所降低，基于对招行谨慎风格的预期，我们预计未来两年仍会保持在这一水平。

图表 33 招行贷款不良拨备率提高



资料来源：公司公告

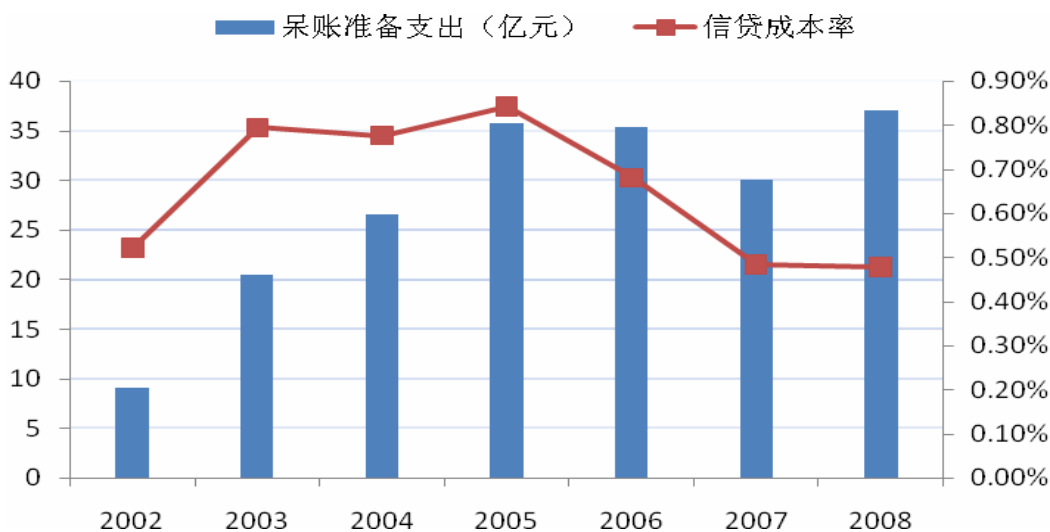
图表 34 招行贷款拨备对贷款总额比



资料来源：公司公告、华创证券研究所

信贷成本率保持平稳。综合上述对招行信贷资产质量的分析，我们认为 0.50%信贷成本支出水平对招行是一个比较适当的估计。

图表 35 招行信贷成本率稳定

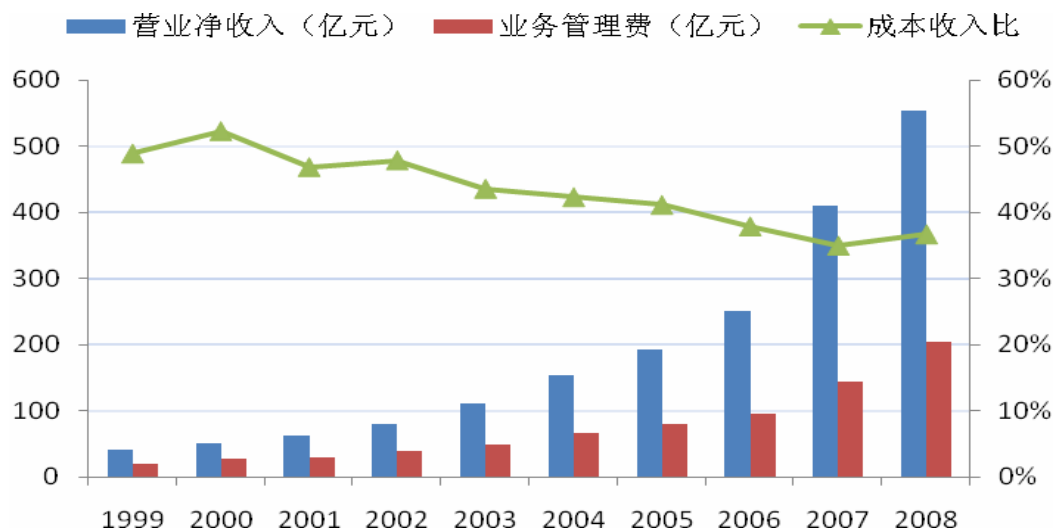


资料来源：公司公告、华创证券研究所

六、成本收入比稳定在 38%水平

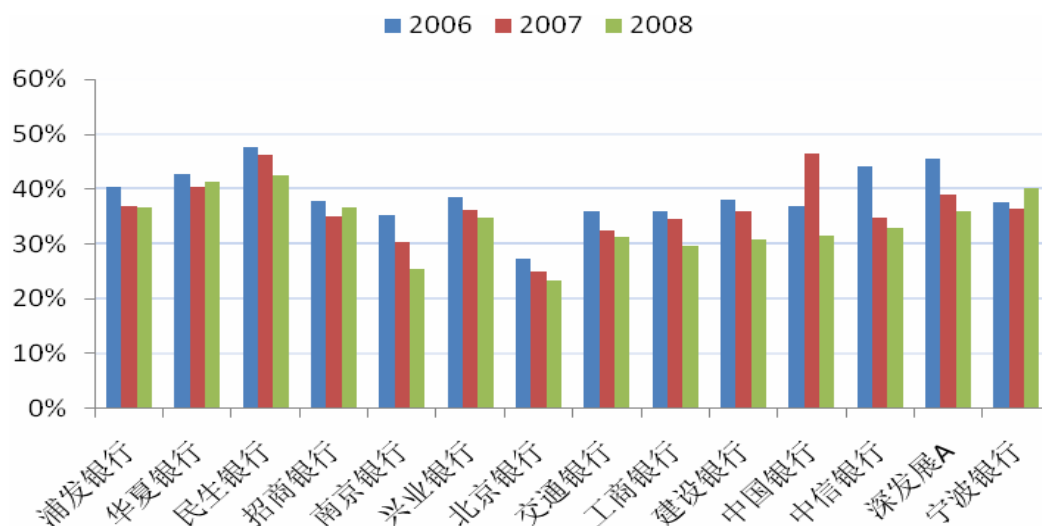
招行内部管理严谨，成本控制效果明显。商业银行各项经营管理费用的开支水平主要使用成本收入比指标来衡量。2004 年以前的高速扩张阶段，成本收入比高于 40%，2004 年进入稳定发展阶段后，成本收入比降到 40%以下。明后两年，我们预计招行将以过去三年平均每年 80-100 家分支机构的速度扩充营业网点，因此成本收入比也将维持在 38%上下。

图表 36 招行成本收入比不断降低



资料来源：公司公告、华创证券研究所

图表 37 招商银行成本收入比处于中游水平



资料来源：公司公告、华创证券研究所

七、盈利预测与投资建议

1、被低估的招商银行

银行股正在进入 PE 估值阶段。国内银行股具有半周期属性，所谓半周期有两方面内涵。其一，银行股的业绩主要由资产规模、净利差、信贷成本水平决定，这一系列经济变量的变化趋势都与宏观经济紧密关联。其二，与有色金属等周期品种不同，国内银行股在经济下滑阶段会出现利润增速下降和负增长，但不大可能发生亏损，因此投资银行股的安全性更高。

在宏观经济上升周期，企业资金需求增加，贷款规模扩张加速，同时贷款利率上升，银行净息差扩大。而企业盈利能力的提升也有助于商业银行降低不良资产比率，减少信贷成本支出。当前，依托净息差回升趋势确立，上市银行的收入在信贷规模推动下逐季走高，净利润再次步入上升通道。有宏观经济进入新一轮上升周期大背景的支撑，市净率估值法适用性降低，银行股有望重新回到市盈率估值体系。

敬请阅读正文之后的免责声明

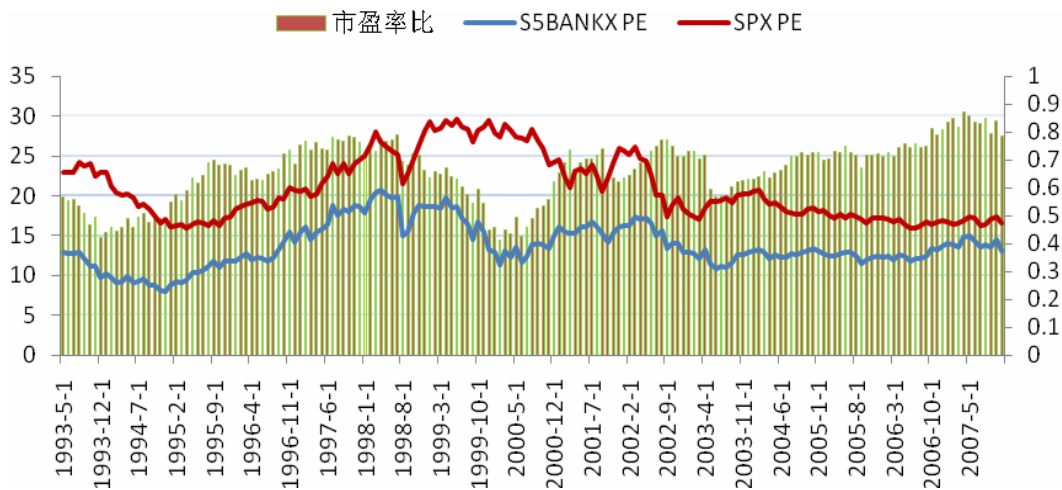
图表 38 银行股市盈率与沪深 300 指数市盈率对比



资料来源: Wind

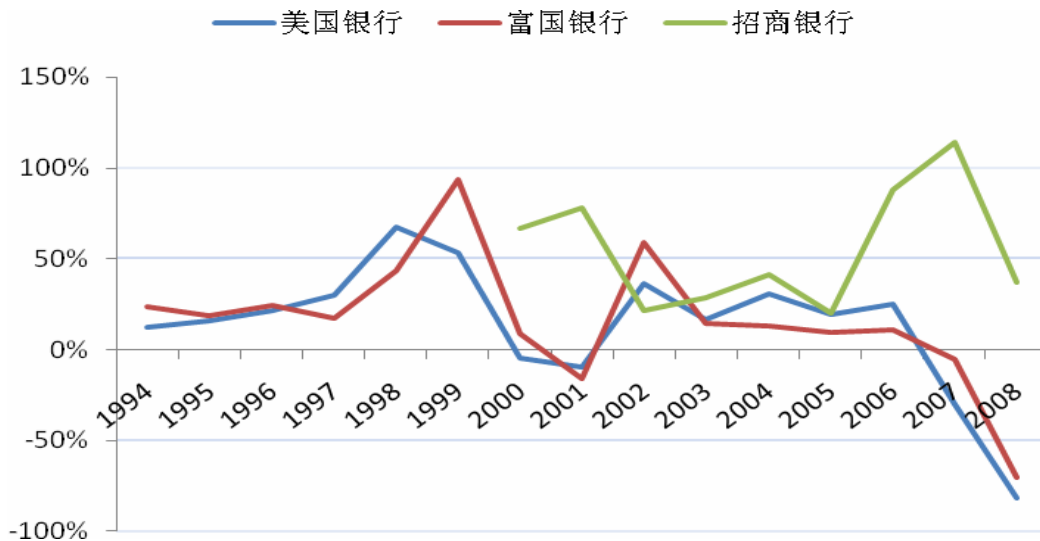
国际比较凸现国内银行股价值。标普指数银行股市盈率为标普指数市盈率打六折, 这个折扣与国内银行股相同, 而国内银行股的净利润增速大大高于美国银行股。由此可以看出, 当前的银行估值水平不但与自身历史相比处于底部, 与国际水平相比较也处于低估状态, 具备向上提升估值水平的空间。

图表 39 标普 500 指数与标普银行指数市盈率对比



资料来源: Bloomberg、华创证券研究所

图表 40 招商银行美国银行富国银行净利润增速对比



资料来源: Bankscope、Wind、华创证券研究所

从相对估值法角度出发进行判断, 招行当前的估值水平明显偏低。2005 年至今, 招行估值水平可以分为三个阶段。2005 年-2007 年, 招行估值水平高于沪深 300 指数, 市盈率平均高出 50%左右。2008 年两者市盈率相当, 市盈率比在 1 上下。2009 年为最后一阶段, 市盈率比下降到 0.6, 即招行的市盈率相对于沪深 300 指数有 40%的折扣。

我们认为, 招行市盈率水平有望向与沪深 300 指数相当的水平回归。原因如下。第一, 在资金需求拉动、升息、资产负债结构调整等因素作用下, 招行净息差二季度见回升趋势确立, 利润增速重新进入上升通道。第二, 招行即将进行配股融资, 融资 220 亿元可保证公司未来三年资产规模扩张的需要, 资本约束解除。第三, 招行参与政府融资平台的贷款数量有限, 且通过精选项目严控风险, 资产质量方面忧虑相对较小。

图表 41 招行市盈率与沪深 300 指数市盈率对比



资料来源: Wind

2、绝对估值法计算招行每股价值 25.60 元

相对估值法下我们的结论是招行被低估, 我们再用绝对估值法对招行进行分析。因为商业银行业务具有相当的稳定性, 同时招行自身坚持稳健的经营风格, 采用 DDM 模型是比较合适
敬请阅读正文之后的免责声明

的选择。鉴于中国证监会规定分红比例达到 30%，才有资格进行配股，而招行在快速发展阶段需要积累足够的资本支撑业务规模的扩展，我们在模型的高速增长期和过渡期中将股息支付率定在证监会规定的下限 30%。

图表 42 招行拨备前利润率

招行	2004	2005	2006	2007	2008
拨备前利润率	1.44%	1.52%	1.69%	2.17%	2.21%

资料来源：公司公告、华创证券研究所

在 DDM 模型中，净利润增长率=（1-股息率）*净资产收益率。我们假设招行净资产收益率在过渡期中匀速下降，到永续增长期阶段保持 17.73%的水平，由此测算出过渡期阶段招行的净利润增长率。综合分析银行业在中国国民经济中的重要地位以及招行持续的创新能力和我们认为招行在永续增长阶段能够保持 5%的年均增长率。

根据 DDM 模型计算，招商银行每股价值为 25.60 元，对应招行 2010 年 25.86 倍 PE，4.55 倍 PB。

图表 43 招行 DDM 估值模型基本假设

无风险利率	3.50%	股权风险溢价	7%	红利税	10%
Beta（高速增长期）	1.1	股权成本	11.20%	时间段	10 年
Beta（过渡期）	1.05	股权成本	10.85%	时间段	10 年
Beta（永续增长期）	1	股权成本	10.50%		
股息支付率（高速增长期）	30%				
股息支付率（过渡期）	30%				
增长率（永续增长期）	5%	股息支付率	71.8%		

资料来源：华创证券研究所

图表 44 招商银行 DDM 模型估值结果

	公司价值（亿元）	每股价值（元）	比重
高速增长期	718.93	3.01	11.75%
过渡期	908.72	3.80	14.85%
永续增长期	4489.95	18.79	73.39%
合计	6117.60	25.60	100.00%

资料来源：华创证券研究所

3、投资建议

我们预计招行 2010、2011 年实现净利润 231.64 亿元和 301.95 亿元，同比增速分别为 33.32% 和 30.36%。以 2009 年 10 月 30 日股价 17.77 元计算，2010/2011 年 PE 分别为 17.90 倍和 13.50 倍，PB 分别为 3.16 倍和 2.62 倍，这一估值水平与当前沪深 300 指数市盈率 27.80 倍和市净率 3.68 倍相比有明显的优势。基于招行良好的经营管理水平和风险控制能力，未来两年业绩增长明确，估值水平较低，给予推荐评级。

4、投资风险

信贷资产质量风险值得关注。在百年不遇的金融危机冲击面前，政府的政策目标导向重点在保增长。经济刺激项目推进过程中，存在部分政府融资平台实力较弱、项目风险审核不严等问题，留下不良贷款隐患。

由于基础设施贷款相对期限较长，短期内形成大规模不良资产的可能性不大。商业银行不良贷款在 2011 年后可能出现明显的上升趋势，是否大规模出现则视今后经济回升的力度和持续时间，以及宏观经济政策效果决定。

我们认为，目前国内商业银行风险管理水平以及经营决策的独立性较之 2000 年以前已经发生很大改观，因此这一轮天量信贷未来可能产生的不良资产比例也会下降很多。在未来银行盈利预期好转，监管力度加强的背景下，商业银行能够凭借已经积累的贷款损失拨备，分批处置不良贷款，平滑其对商业银行业绩的影响。

招行在政府融资平台贷款项目方面历来谨慎，在这一轮天量信贷投放争抢项目的情况下，坚持风险控制标准，选择还款保障性高、自身实力强的省级以上融资项目，未来受不良资产拖累而对业绩造成负面冲击的可能性较之其他银行更小一些。

如果宏观经济形势变化超出预期，监管层调控新增信贷投放规模也会使公司业绩相应受到影响。

附：财务预测表

估值指标（倍）	2008A	2009E	2010E	2011E
P/E	16.20	19.55	17.90	13.50
P/B	4.27	3.74	3.16	2.62
P/PPoPP	10.60	13.32	11.22	8.47
RoAE	24.80%	19.92%	22.31%	22.84%
RoAA	1.36%	0.93%	1.01%	1.08%

资产负债表（亿元）	2008A	2009E	2010E	2011E
央行准备金	2040.39	2233.69	2568.75	3082.50
同业资产	1887.53	2707.64	3068.42	3682.11
贷款	8527.54	12109.11	15499.66	19839.56
投资	3075.32	3829.67	4499.78	5357.62
非生息资产	224.39	250.28	315.38	493.82
总资产	15717.97	21210.11	26039.68	32552.06
同业负债	1664.4	3089.55	3106.73	3627.14
存款	12506.48	16258.42	20648.20	26223.21
发行债券	402.78	483.34	483.34	483.34
非付息负债	323.84	444.36	429.17	565.72
总负债	14920.16	20302.67	24694.43	30929.11
股本	147.07	191.19	239.00	239.00
资本公积	216.77	237.72	427.00	450.76
盈余公积	66.53	87.48	105.19	128.95
一般准备	107.93	137.93	167.93	197.93
未分配利润	257.19	253.12	406.13	606.31
少数股东权益	2.66	0	0	0
所有者权益	797.81	907.44	1345.25	1622.95

经营状况指标（元）	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	1.42	0.91	0.99	1.32
BVPS	5.41	4.75	5.63	6.79
PPoPPS	2.17	1.33	1.58	2.10
不良资产率	0.01	0.01	0.01	0.01
拨备覆盖率	2.23	2.39	2.45	2.29
资本充足率	11.34%	9.82%	10.78%	10.06%
核心资本充足率	6.56%	6.19%	7.74%	7.54%

利润表（亿元）	2008A	2009E	2010E	2011E
净利息收入	468.85	405.30	587.66	795.40
利息收入	726.35	681.93	926.75	1221.14
利息支出	257.5	276.63	339.09	425.74
手续费及佣金净收入	77.44	86.00	110.00	128.00
手续费及佣金收入	87.76	96.00	120.00	140.00
手续费及佣金支出	10.32	10.00	10.00	12.00
投资净收益	-4.78	12.00	16.00	20.00
营业净收入	553.08	503.30	713.66	943.40
营业费用	203.4	211.39	285.47	377.36
营业税金及附加	32.96	36.83	49.52	64.60
拨备前利润	319.13	255.08	378.68	501.44
资产减值准备	51.54	35.38	72.49	92.79
利润总额	267.59	219.70	306.19	408.65
所得税	58.13	45.95	68.89	93.99
净利润	209.46	173.75	237.30	314.66
少数股东利润	-1.31	0	0	0
归属股东净利润	210.77	173.75	237.30	314.66

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801