

银行行业

2010年1月15日

公司研究

公司简评

跟踪评级 - 维持评级: 短期-强烈推荐, 长期-A

招商银行 (600036): 2010 年规模稳健增长 息差进一步企稳上升

核心观点:

1. **贷款适度增长, 均衡投放。**2010年公司贷款增速将回归至往年正常水平, 按照7.5万亿的信贷总量目标, 公司贷款增速预计在20%左右, 略高于行业总体水平。这一增速符合规模质量均衡发展的要求, 也是风险管理、资本约束的需要。管理层认为贷款持续高速增长可能无法保证资产质量, 迟早会要付出代价。央行要求各银行均衡投放贷款, 近期公司向监管层上报了贷款月度和季度均衡投放计划。1月份前几天银行业贷款发放较多主要是去年底积压项目集中释放的原因, 不过公司的贷款投放较为正常。在贷款结构安排上, 由于09年公司发放的政府融资平台贷款较少, 因此2010年这类贷款后续需求不大, 公司将着重发展中小企业贷款和零售贷款。对于票据融资则将视资金形势灵活配置。公司认为今年银行业面临的存款压力较大, 主要是存贷比约束趋严, 这要求存款增速要高于贷款增速。

2. **息差持续回升。**8、9月份公司息差明显上升, 10、11月份也在上升但幅度不那么显著, 四季度息差水平较三季度上升, 但仍低于一季度水平。加息的可能性存在, 作为资产利率敏感型银行公司将从中受益。如果不考虑加息因素, 10年公司息差也会呈现上升的趋势。这主要是因为从资产端来看, 由于信贷规模调控会导致银行贷款议价能力上升, 同时今年会加大收益率高的中小企业贷款投放力度, 7折利率优惠的房贷也会有所收紧, 贷款整体收益水平会提高; 债券和同业资产收益率相比09年上半年也处在较高水平。从负债端来看, 活期存款占比的回升有利于降低资本成本, 同业存款成本上升幅度通常也要小于同业资产。

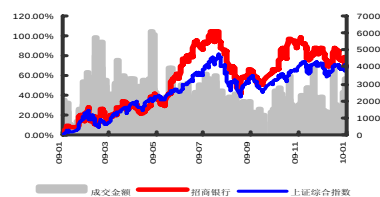
3. **资产质量稳定。**公司资产质量保持稳定, 不良率和不良生成率都没有大的变化。高拨备水平使得公司拥有提高风险容忍度的空间。

4. **执行新巴塞尔协议会带来资本充足率提高。**公司是首批执行新巴塞尔协议的7家银行之一。根据国际主流大型银行(资产质量较好的银行)测算结果, 执行新协议会带来风险加权资产规模下降, 从而带来资本节约和资本充足水平的提高, 降低资本压力。

5. **投资建议。**预计公司09、10年净利润分别同比增长-10.5%和6.8%, 基本每股收益分别为0.99元、1.25元。当前股价对应09、10年的PE分别为16.5倍和13倍, 对应09年PB为3.3倍。考虑到公司核心竞争力在同业中仍然很突出, 且其资产负债结构将受益于未来的加息, 我们维持公司短期强烈推荐、长期A的评级, 建议逢低关注。公司是沪深300第一权重股, 建议关注股指期货推出带来的投资机会。

6. 风险提示: 政府继续出台紧缩流动性的政策

股价走势 (600036):



总股本 (百万股)	19119
流通 A 股 (百万股)	15659
总市值 (亿元)	3122.2
总资产 (亿元)	20169
每股净资产 (元)	4.58

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

E-mail: dengting@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表1: 招商银行盈利预测

人民币亿元	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
损益表					收入增长				
营业收入	55308	51021	61791	76773	营业收入增速	35.04%	-7.75%	21.11%	24.25%
净利息收入	46885	40012	51716	64281	净利息收入增速	38.30%	-14.66%	29.25%	24.30%
手续费及佣金净收入									
收入	7744	8131	8966	10818	手续费及佣金增速	20.27%	5.00%	10.27%	20.65%
其他非息收入	679	2878	1109	1674	其他非息收入	10.05%	323.86%	-61.47%	50.95%
营业支出	28896	27602	32041	37867	营业支出增速	44.17%	-4.48%	16.08%	18.18%
营业税金及附加	3296	3010	3646	4606	拨备前利润增速	30.33%	-15.79%	23.43%	26.35%
业务管理费	20340	21429	25334	30709	税前利润增速	27.16%	-12.38%	26.95%	30.71%
资产减值损失	5154	3163	1327	3061	净利润增速	38.27%	-11.01%	26.95%	30.71%
拨备前利润	31566	26582	32811	41457	规模增速				
税前利润	26759	23447	29766	38906	证券投资	25.00%	28.00%	27.00%	23.00%
所得税	5813	4689	5953	7781	贷款净额	30.31%	36.64%	20.21%	19.18%
净利润	21077	18757	23813	31125	其他生息资产	-4.48%	26.04%	22.41%	21.62%
资产负债表					生息资产	11.16%	31.63%	22.09%	21.25%
证券投资	3051	3905	4959	6100	同业负债增速	-47.01%	45.00%	20.00%	20.00%
贷款净额	8528	11652	14006	16692	存款增速	32.55%	31.00%	23.00%	22.00%
其他生息资产	1865	2350	2877	3499	计息负债增速	19.10%	31.68%	23.08%	21.63%
生息资产	15259	20086	24523	29733	净资产增速	16.96%	17.19%	25.67%	27.26%
同业存款	1158	1679	2015	2418	资产结构				
客户存款	12506	16383	20152	24585	证券投资占比	19.99%	19.44%	20.22%	20.52%
计息负债	14568	19183	23610	28716	贷款占比	55.89%	58.01%	57.11%	56.14%
净资产	795	932	1171	1490	其他生息资产占比	12.22%	11.70%	11.73%	11.77%
每股指标 (元)					负债结构				
每股拨备前利润	2.15	1.39	1.72	2.17	同业存款占比	7.95%	8.75%	8.53%	8.42%
每股净利润	1.43	0.98	1.25	1.63	存款占比	85.85%	85.41%	85.35%	85.61%
每股净资产	5.41	4.87	6.12	7.79	资产质量 (百万)				
P/E	11.39	16.65	13.11	10.03	正常	850,356			
P/PPOP	7.61	11.75	9.52	7.53	关注	14,329			
P/B	3.02	3.35	2.67	2.09	次级	2,751			
营运指标					可疑	3,023			
生息资产收益率	5.01%	3.83%	3.90%	4.05%	损失	3903			
计息负债成本率	1.88%	1.64%	1.65%	1.75%	不良贷款额	9677	9667	9643	9350
净息差(NIM)	3.23%	2.26%	2.32%	2.37%	不良率	0.68%	0.81%	0.68%	0.55%
净利差(Spread)	3.13%	2.19%	2.25%	2.31%	贷款减值准备	21442.00	23943.20	26342.27	28842.27
贷款利率	6.76%	5.22%	5.29%	5.51%	拨备覆盖率	221.58%	247.68%	273.18%	308.47%
存款利率	2.03%	1.50%	1.54%	1.65%	信贷成本	0.69%	0.30%	0.23%	0.16%
存贷利差	4.12%	3.72%	3.74%	3.86%	资本状况				
盈利能力					资本净额 (亿)	1040.39			
					资本充足率	6.56%			

ROE	26.50%	21.72%	22.65%	23.39%	核心资本充足率	11.34%			
ROA	1.38%	1.04%	1.05%	1.12%	总资产/所有者权益	19.8	22.0	21.4	20.4

来源：国都证券

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。