

湘财证券研究所

金融研究小组

杨森: Tel: 021-68634518-8007

 E-Mail: ys2875@xcsc.com

张倩: Tel: 021-68634518-8056

 E-Mail: zq2635@xcsc.com

陈钢: Tel: 021-68634518-8331

 E-Mail: cq2012@xcsc.com
本次目标价: 22 元

上次目标价: 22 元

本次评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: 15.17 元

招商银行最近一年走势:



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

相关报告:

- 1、《净息差最坏时刻已过, 业绩蓄势待发——招商银行 3 季报点评-买入评级》 09.10.29
- 2、招商银行 (600036.SH) 调研报告: 精耕细作, 稳健经营》 09.11.19

事件:

- 我们近日对招商银行进行了联合调研。

投资要点与关注:

□ 10 年信贷回归均衡, 重在提升定价能力:

- 招行从 09 年开始进入第二次转型阶段, 10 年将以提升定价能力作为转型的重点, 信贷增速预计会回归均衡状态。从 1 月份新增信贷的情况来看, 公司放贷比较审慎, 增速较同业来看较为平稳, 票据贴现仍在继续下降。
- 我们预计公司 09 年信贷同比增速 35% 左右, 10 年新增信贷 2380 亿左右, 同比增速 20.50%。
- 目前情况来看, NIM 仍在继续回升。我们预计公司 10 年净息差反弹至少在 5.5% 左右, 较 09 年将回升 12Bps 左右。

□ 资产质量良好:

- 公司 09 年新增贷款主要投放零售贷款和中小企业贷款, 预计 09 年底零售贷款占比将达到 30% 以上; 政府融资平台相关项目占比只有 17% 左右, 低于同业平均, 主要是出于风险防控的角度考虑。
- 预计公司 09 年拨备覆盖率将在 250% 左右, 不良率在 0.8% 左右。

□ 配股与资本充足率:

预计配股融资在 1 季度完成的可能性较大, 融资 220 亿左右, 配股后会在 2~3 年内保持资本充足率不低于 11%, 核心资本充足率 8.5% 左右。压力测试结果显示, Basel II 的实施将明显有利于招行资本充足率的提升。

- 维持对招商银行“买入”评级, 6 个月目标价 22 元; 预计公司 1 季度净利润将实现高增长: 预计公司 09 年 10 年的 EPS 分别为 0.89/1.02 元 (摊薄), 不摊薄情况下分别为 0.89/1.18 元。BVPS 分别为 6.03 和 6.06 元, 1 月 29 日现价为 15.17 元, 对应摊薄 PE 分别为 17.14X/14.82X, 不摊薄 PE 分别为 17.14X/12.86X; 现价对应 PB 分别为 2.52X/2.50X。目标价 22 元对应 10 年 PE 为 21.55X, 10 年 PB 为 3.64X。

主要财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	15,243.00	20,946.00	16,921.78	22,499.35	29,428.48
YoY%	114.46%	38.27%	-19.71%	32.96%	30.80%
EPS	1.04	1.43	0.89	1.02	1.34
BVPS	4.62	5.42	6.03	6.06	7.13
PB (Trailing)	3.28	2.80	2.52	2.50	2.13
PB (Leading)	4.77	4.07	3.66	3.64	3.09
PE (Trailing)	14.59	10.61	17.14	14.82	11.33
PE (Leading)	21.21	15.42	24.92	21.55	16.48
ROAA	1.36%	1.46%	0.95%	1.01%	1.10%
ROAE	24.76%	28.53%	17.35%	18.10%	20.28%

表 1: 招商银行预测与估值表

盈利驱动因素 (期初期末均)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
总资产增长率 (%YoY)	40.30%	19.93%	27.75%	21.46%	18.88%	利息净收入	33,902	46,885	39,028	51,155	64,588
生息资产增长率	40.35%	18.41%	28.00%	21.70%	19.06%	手续费及佣金净收入	6,439	7,744	7,829	10,875	13,593
净息差 (NIM)	3.07%	3.33%	2.24%	2.36%	2.48%	其他业务收入	617	679	3,527	6,892	11,682
净利差 (NIS)	2.97%	3.24%	2.18%	2.28%	2.40%	营业税金及附加	2,384	3,296	3,023	4,135	5,392
平均生息资产生息率	4.67%	5.16%	3.44%	3.63%	3.81%	业务管理费用	14,354	20,340	22,169	30,670	39,989
平均计息负债付息率	1.69%	1.92%	1.27%	1.34%	1.41%	EBIT	22,147	28,169	22,816	29,971	38,792
成本收入比	35.05%	36.78%	44.00%	44.50%	44.50%	拨备前利润	24,220	31,566	25,192	34,116	44,482
有效税率	27.56%	21.72%	21.40%	22.50%	22.50%	资产减值准备	3,305	5,154	3,868	5,362	6,872
信用成本	0.49%	0.48%	0.35%	0.39%	0.42%	NOPLAT	16,043	22,050	17,933	23,227	30,064
成长性 (%YoY)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润总额	21,043	26,759	21,529	29,031	37,972
贷款及垫款	19.11%	30.31%	35.35%	20.66%	18.04%	所得税	5,800	5,813	4,607	6,532	8,544
客户存款	21.94%	32.55%	31.20%	28.30%	21.00%	净利润	15,243	20,946	16,922	22,499	29,428
净利息收入	57.62%	38.30%	-16.76%	31.07%	26.26%	少数股东损益	0	-131	0	0	0
手续费及佣金净收入	156.13%	20.27%	1.10%	38.90%	25.00%	归属母公司净利润	15,243.00	21,077.00	16,921.78	22,499.35	29,428.48
非息收入	97.38%	19.37%	34.82%	56.45%	42.26%	资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	63.28%	35.04%	-8.90%	36.79%	30.38%	现金及存放央行款项	152,647	181,601	195,626	238,067	283,433
业务及管理费	50.81%	41.70%	8.99%	38.35%	30.38%	存放同业和其他金融	239,564	186,466	195,626	273,777	371,297
PPOP	73.08%	30.33%	-20.19%	35.43%	30.38%	贷款和垫款	654,417	852,754	1,154,191	1,392,691	1,643,911
EBIT	102.83%	27.19%	-19.00%	31.36%	29.43%	债券投资	244,077	307,532	410,814	476,134	535,688
税前利润	102.39%	27.16%	-19.54%	34.85%	30.80%	生息资产 (起初期末均)	1,290,705	1,528,353	1,956,256	2,380,668	2,834,329
净利润	114.46%	38.27%	-19.71%	32.96%	30.80%	资产合计	1,310,552	1,571,797	2,008,047	2,438,922	2,899,492
估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	客户存款	943,534	1,250,648	1,640,850	2,105,211	2,547,305
PE (Trailing)	14.59	10.61	17.14	14.82	11.33	同业和其它金融机构	265,123	165,916	160,232	104,388	89,636
PE (Leading)	21.21	15.42	24.92	21.55	16.48	发行债务	14,600	40,278	36,757	26,837	23,411
PB (Trailing)	3.28	2.80	2.52	2.50	2.13	计息负债 (起初期末均)	1,223,257	1,456,842	1,837,839	2,236,436	2,660,352
PB (Leading)	4.77	4.07	3.66	3.64	3.09	负债总计	1,242,568	1,492,016	1,892,728	2,305,604	2,742,631
PEG	0.13	0.28	-0.87	0.45	0.37	股本	14,705	14,707	19,119	21,987	21,987
P/PPOP	9.21	7.07	16.74	14.21	10.90	一般准备	9,500	10,793	14,107	16,990	20,333
每股指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	少数股东权益	0	266	0	0	0
EPS	1.04	1.43	0.89	1.02	1.34	股东权益	67,984	79,781	115,318	133,318	156,861
BVPS	4.62	5.42	6.03	6.06	7.13	现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
每股拨备前利润	1.65	2.15	1.32	1.55	2.02	NOPAT	16,043	22,050	17,933	23,227	30,064
股息派发率	27.00%	7.00%	20.00%	20.00%	20.00%	资产减值准备	3,305	5,154	3,868	5,362	6,872
资产质量指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	应收	-376,450	-261,245	-436,250	-430,876	-460,569
不良贷款	10,922.00	10,355.00	9,233.53	11,605.76	14,294.88	应付	363,626	249,448	400,712	412,876	437,027
不良贷款率	1.20%	1.11%	0.80%	0.83%	0.87%	自由现金流		12,471	-14,142	4,671	5,656
拨备覆盖率	171.67%	208.67%	253.00%	240.00%	230.00%	资产负债结构	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
新增 NPL/贷款均值	-0.17%	-0.07%	-0.11%	0.18%	0.17%	资本充足率	10.41%	11.34%	13.56%	13.14%	13.24%
贷款核销率	0.08%	0.08%	0.08%	0.09%	0.15%	核心资本充足率	8.80%	6.56%	9.51%	9.21%	9.27%
拨备余额/贷款余额	2.87%	2.53%	2.02%	2.00%	2.00%	风险加权资产平均系	54.79%	58.35%	58.00%	57.00%	56.00%
资产盈利能力	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	存贷比	71.01%	69.36%	68.18%	70.34%	66.15%
ROAA	1.36%	1.46%	0.95%	1.01%	1.10%	财务杠杆 X	19.28	19.70	17.41	18.29	18.48
ROAE	24.76%	28.53%	17.35%	18.10%	20.28%	生息资产/总资产	98.49%	97.24%	97.42%	97.61%	97.75%
RoRWA	2.40%	2.58%	1.63%	1.76%	1.95%	贷款及垫款/总资产	49.93%	54.25%	57.48%	57.10%	56.70%
营业收入/资产余额	3.13%	3.52%	2.51%	2.83%	3.10%	计息负债/总负债	98.45%	97.64%	97.10%	97.00%	97.00%
营业费用/资产余额	1.53%	1.84%	1.45%	1.65%	1.80%	贷款结构					
业务数据	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	企业贷款	66.23%	62.44%			
分支机构 (个)	579.00	667.00				贴现贷款	7.77%	10.95%			
员工数 (人)	28,971.00	36,916.00				零售贷款	26.00%	26.61%			
信用卡发卡量 (百万)	20.68	27.26				中小企业贷款	42.68%	43.10%			
一卡通发卡量 (百万)	43.63	49.07				存款结构					
金葵花客户数 (万)	36.40	39.30				活期存款	57.41%	51.29%			
信用卡交易额增量 (百万)		210,800.00				定期存款	42.59%	48.71%			

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。