

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: 15 元
上次目标价: 15 元
本次评级: 增持
上次评级: 增持
当前价格: 10.79 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:

《华夏银行(600015.SH)-短期业绩弹性大,长期资本有担忧——华夏银行3季报点评》
09.10.31

事件:

- 华夏银行2.23日公告,公司获得银监会和中国人民银行在全国银行间债券市场公开发行不超过44亿元人民币次级债券,并按照《商业银行资本充足率管理办法》等有关规定计入附属资本。

投资要点与关注:

- 次级债发行主要为替换需求,核心资本仍有缺口:

本次公司宣布发行次级债44亿,我们认为主要为补充将于今年到期的04年次级债42.5亿(见表1)。我们预计公司10年底的资本充足率为9.8%左右,核心资本充足率6.46%左右,因此公司10年除了发行次级债外,依然有股权融资的需求。在核心资本充足率7%的建议监管水平下,核心资本缺口30亿左右。预计股权融资可能会围绕着公司未来可能的第一大股东进行。

- 1季度净利润同比增幅明显高于同业:

我们预计公司10年1季度生息资产增速在20%附近,净息差为1.60%左右(期初期末均值),净利润同比增速在72%左右,明显高于同业水平。因此1季度的业绩行情值得关注。

- 维持对华夏银行“增持”评级,6个月目标价15元:我们预计公司09年、10年和11年的EPS分别为0.71/0.87/1.23元(摊薄),BVPS分别为6.05/6.73/7.68元。2月22日现价为10.79元,对应09年、10年和11年的PE分别为15.29X/12.34X/8.79X,现价对应3年的PB分别为1.78X/1.60X/1.40X。目标价15元对应的10年PE为17.16X,10年PB为2.23X。

主要财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	14,260.28	17,611.37	16,299.09	20,798.85	26,651.34
YoY%	41.60%	23.50%	-7.45%	27.61%	28.14%
拨备前利润	7,399.12	8,928.20	7,619.95	9,619.63	12,566.31
YoY%	48.00%	20.67%	-14.65%	26.24%	30.63%
净利润	2,101.19	3,070.84	3,521.93	4,362.27	6,126.91
YoY%	44.21%	46.15%	14.69%	23.86%	40.45%
EPS	0.50	0.70	0.71	0.87	1.23
BVPS	3.11	5.49	6.05	6.73	7.68
PB(Trailing)	3.47	1.96	1.78	1.60	1.40
PB(Leading)	4.83	2.73	2.48	2.23	1.95
PE(Trailing)	21.57	15.34	15.29	12.34	8.79
PE(Leading)	29.98	21.32	21.25	17.16	12.22
ROAA	0.41%	0.46%	0.44%	0.46%	0.55%
ROAE	17.01%	15.17%	12.23%	13.69%	17.04%

表 1：华夏银行次级债和混合资本债情况

名称	04 年次级债	06 年次级债	07 年混合资本债
金额	4250	2000	4000
发行日期	2004 年 7 月至 8 月	2006 年 11 月	2007 年 6 月
期限	6 年	10 年	15 年

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2: 华夏银行预测与估值表

盈利驱动因素(期初期末均值)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
总资产增长率 (%YoY)	33.09%	23.52%	17.66%	19.59%	18.33%	利息净收入	11,247	13,492	12,483	15,192	18,554
生息资产增长率	33.42%	23.56%	17.40%	19.08%	18.41%	手续费及佣金净收入	451	823	1,127	1,655	2,234
净息差 (NIM)	2.20%	2.06%	1.59%	1.64%	1.68%	其他业务收入	2,553	3,288	2,689	3,952	5,863
净利差 (NIS)	2.15%	1.95%	1.50%	1.56%	1.62%	营业税金及附加	1,093	1,382	1,279	1,633	2,092
平均生息资产生息率	4.47%	5.27%	3.60%	3.70%	3.81%	业务管理费用	5,760	7,292	7,400	9,547	11,993
平均计息负债付息率	2.33%	3.32%	2.10%	2.14%	2.19%	EBIT	4,925	5,417	6,944	6,295	8,622
成本收入比	40.39%	41.41%	45.40%	45.90%	45.00%	拨备前利润	7,399	8,928	7,620	9,620	12,566
有效税率	45.01%	23.35%	24.50%	25.10%	25.40%	资产减值准备	3,543	4,894	2,918	3,749	4,288
信用成本	1.17%	1.36%	0.67%	0.72%	0.70%	NOPLAT	2,708	4,152	5,243	4,715	6,432
成长性 (%YoY)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润总额	3,821	4,007	4,665	5,824	8,213
贷款及垫款	17.63%	15.78%	25.10%	17.91%	17.24%	所得税	1,720	936	1,143	1,462	2,086
客户存款	18.18%	10.61%	19.20%	17.00%	17.00%	净利润	2,101	3,071	3,522	4,362	6,127
净利息收入	52.27%	19.96%	-7.48%	21.71%	22.13%	少数股东损益	0	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	48.24%	82.34%	37.00%	46.80%	35.00%	归属母公司净利润	2,101.19	3,070.84	3,521.93	4,362.27	6,126.91
非息收入	12.32%	36.83%	-7.16%	46.90%	44.42%	EPS	0.50	0.70	0.71	0.87	1.23
营业收入	41.60%	23.50%	-7.45%	27.61%	28.14%	资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
业务及管理费	33.83%	26.60%	1.48%	29.01%	25.63%	现金及存放央行款项	83,031	126,433	84,791	100,966	119,555
PPOP	48.00%	20.67%	-14.65%	26.24%	30.63%	存放同业和其他金融机	133,053	158,256	152,623	196,884	252,261
EBIT	67.90%	9.99%	28.20%	-9.35%	36.97%	贷款和垫款	298,549	345,668	432,433	509,878	597,774
税前利润	58.46%	4.86%	16.43%	24.85%	41.02%	债券投资	69,874	91,862	178,061	201,932	225,959
净利润	44.21%	46.15%	14.69%	23.86%	40.45%	生息资产(起初期末均	584,508	722,219	847,908	1,009,660	1,195,548
估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产合计	592,338	731,637	860,820	1,029,435	1,218,154
PE(Trailing)	21.57	15.34	15.29	12.34	8.79	客户存款	438,782	485,350	578,537	676,888	791,959
PE(Leading)	29.98	21.32	21.25	17.16	12.22	同业和其它金融机构存	107,979	180,689	178,519	291,608	358,349
PB(Trailing)	3.47	1.96	1.78	1.60	1.40	发行债务	23,870	23,870	56,983	11,763	10,213
PB(Leading)	4.83	2.73	2.48	2.23	1.95	计息负债(起初期末均	570,632	689,909	814,039	980,259	1,160,520
PEG	0.49	0.33	1.04	0.52	0.22	负债总计	579,283	704,216	830,652	1,000,264	1,184,204
P/PPOP	6.12	6.03	9.82	7.78	5.96	股本	4,200	4,991	4,991	4,991	4,991
每股指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	一般准备	3,326	5,407	5,586	7,105	8,145
EPS	0.50	0.70	0.71	0.87	1.23	少数股东权益	0	0	0	0	0
BVPS	3.11	5.49	6.05	6.73	7.68	股东权益	13,056	27,421	30,168	33,571	38,350
每股拨备前利润	1.76	1.79	1.53	1.93	2.52	资产负债结构	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
股息派发率	21.99%	21.13%	22.00%	22.00%	22.00%	资本充足率	8.27%	11.40%	10.31%	9.78%	9.44%
资产质量指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	核心资本充足率	4.30%	7.46%	6.80%	6.46%	6.23%
不良贷款	6,886.74	6,487.00	6,486.50	8,030.58	10,087.44	风险加权资产平均系数	49.41%	48.38%	51.00%	50.00%	50.00%
不良贷款率	2.25%	1.82%	1.50%	1.58%	1.69%	存贷比	68.36%	68.04%	71.22%	74.75%	75.33%
拨备覆盖率	109.31%	151.21%	155.00%	160.00%	160.00%	财务杠杆 X	45.37	26.68	28.53	30.66	31.76
新增 NPL/贷款均值	0.15%	-0.12%	0.00%	0.32%	0.36%	生息资产/总资产	98.68%	98.71%	98.50%	98.08%	98.14%
贷款核销率	0.49%	0.58%	0.58%	0.60%	0.60%	贷款及垫款/总资产	50.40%	47.25%	50.24%	49.53%	49.07%
拨备余额/贷款余额	2.52%	2.84%	2.33%	2.52%	2.70%	计息负债/总负债	98.51%	97.97%	98.00%	98.00%	98.00%
资产盈利能力	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	贷款结构					
ROAA	0.41%	0.46%	0.44%	0.46%	0.55%	企业贷款	83.21%	83.25%			
ROAE	17.01%	15.17%	12.23%	13.69%	17.04%	贴现贷款	3.40%	5.81%			
RoRWA	0.80%	0.95%	0.89%	0.91%	1.09%	零售贷款	13.39%	10.94%			
营业收入/资产余额	2.41%	2.41%	1.89%	2.02%	2.19%	中小企业贷款	0.00%	0.00%			
营业费用/资产余额	1.76%	1.86%	1.35%	1.45%	1.51%	存款结构					
业务数据	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	活期存款	39.57%	37.01%			
分支机构(个)	287.00	313.00				定期存款	34.29%	29.77%			
员工数(人)	9,390.00	11,109.00				其他存款	26.14%	33.22%			

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。