

金融服务业 - 银行业

Financial Service - Bank

2010 年 4 月 14 日

市场数据	2010 年 4 月 14 日
当前价格 (元)	16.14
52 周价格区间 (元)	13.63-23.03
总市值 (百万)	348246.47
流通市值 (百万)	348246.47
总股本 (百万股)	21576.61
流通股 (百万股)	21576.61
日均成交额 (百万)	1806.69
近一月换手 (%)	7.13%
Beta (2 年)	-
第一大股东	香港中央结算 (代理人) 有限公司
公司网址	http://www.cmbchina.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
招商银行	0.12%	-1.16%	-1.22%
沪深 300	5.28%	-1.88%	27.15%

执业证书号:
S1030209070558

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩步入快速回升通道

— 招商银行 (600036.SH) 2009 年年报点评

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	74991.00	66,977.50	81,044.24	88,169.90
净利润 (百万元)	18235.00	24,585.87	29,929.84	34,019.85
每股收益 (元)	0.95	1.14	1.39	1.58
净利润增长率%	-13.48%	34.83%	21.74%	13.67%
每股净资产 (元)	4.85	6.33	7.51	8.30
市盈率	16.99	14.16	11.64	10.24
市净率	3.33	2.55	2.15	1.94

资料来源: 世纪证券研究所

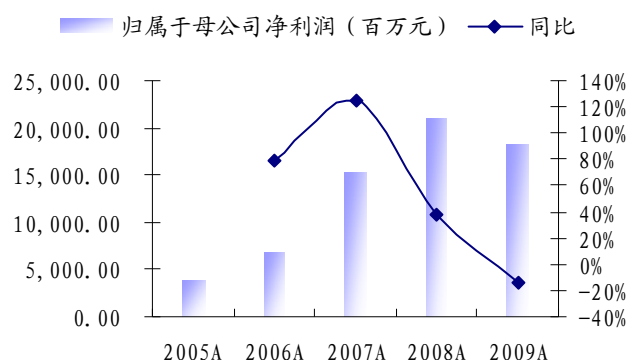
- 2009 年净利润同比下降 13.48%。影响业绩的主要消极因素为净息差大幅下降、手续费及佣金净收入增速显著放缓和管理费用率上升; 主要积极因素为信贷规模增长, 投资收益提升以及信用成本保持低水平。从季度变动看, 公司盈利水平正逐步从低谷回复。
- 信贷规模方面, 公司资产负债规模增速较快, 而贷款结构方面, 公司在持续压缩票据贴现贷款比例的同时, 加大了零售贷款投放力度, 投放规模同比增长 47.21%, 而对公贷款则较为谨慎。存款结构方面, 活期存款占比较 2008 年底上升了 1.77 个百分点。
- 净息差方面, 公司 2009 年净息差较前一年大幅收窄了 119bps。但从季度变动看, 净息差开始逐步走高, 公司业务和资产负债结构具备的特点有望令其 2010 年上半年净息差回升的力度在可比公司中处于前列。
- 公司 2009 年总共实现手续费及佣金净收入 79.93 亿元, 同比微增 3.22 个百分点, 增速较前两年大幅回落, 主要受到银行卡业务和托管及其他受托业务收入负增长的影响, 但占营业收入比依然维持在 15.54% 的高位。
- 公司 2009 年整体而言资产质量稳定。但关注类贷款较 2009 年中环比上升 5.9% 的情况值得进一步关注。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 1.14 元、1.39 元和 1.58 元, BVPS 为 6.33 元、7.51 元和 8.30 元, 按照 2010 年 4 月 14 日收盘价计算, A 股估值折合约 14.16 倍 2010 年 PE, 或 2.55 倍 2010 年 PB, 维持“买入”投资评级。

前低后高，逐步回暖

2009 年实现归属于归属母公司净利润 182.35 亿元，比上年下降 13.48%；其中，净利息收入实现 403.64 亿元，比去年减少 65.21 亿元，降幅 13.91%，非利息净收入实现 110.82 亿元，比去年增加 26.59 亿元，增幅 31.57%。影响业绩的主要消极因素为净息差大幅下降、手续费及佣金净收入增速显著放缓和管理费用率上升；主要积极因素为信贷规模增长，投资收益提升以及信用成本保持低水平。

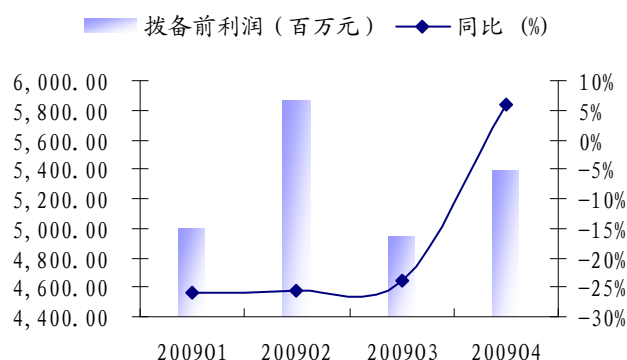
从季度变动看，公司盈利水平逐步从低谷回复，单季拨备前利润同比增速在第四季度同比增长 6.08%，扭转了前三季度的负增长均超过 20% 的颓势。

Figure 1 2009 年业绩同比下降 13.48%



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 2009 年单季度拨备前利润及同比增速统计



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

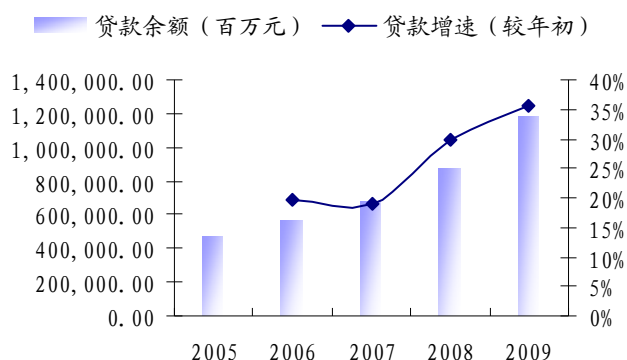
信贷规模增长、净息差大幅下降

信贷规模方面，公司资产负债规模增速较快，截至 2009 年底，公司资产总额、贷款和垫款总额以及存款总额分别同比增长 31.57%、35.62% 和 28.59%。贷款结构方面，公司在持续压缩票据贴现贷款贷款比例的同时，加大了零售贷款投放力度，投放规模同比增长 47.21%，而对公贷款方面则较为谨慎，同比增长仅为 22.21%。存款结构方面，活期存款占比 50.64%，较 2008 年底上升了 1.77 个百分点。

净息差方面，由于市场基准利率提升、按揭利率优惠政策等因素，公司 2009 年净息差较前一年大幅收窄了 119bps。随着宏观经济形势的回暖，加息后存贷款重新定价消极影响的消退，票据贴现贷款的“置换效应”，以及存款活期化的趋势趋于明显，公司净息差开始逐步走高，第 4 季度较年中的最低点回升了约 14bps。预计除了提升银行业净息差

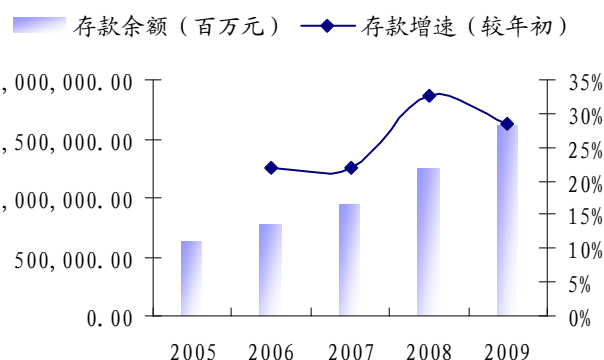
的普遍因素外，公司以下特点有望令其 2010 年上半年净息差进一步回升的力度在可比公司中处于前列：目前依然相对较高的票据贴现贷款和同业往来资金比例带来更大的一般性贷款置换空间、优惠利率政策退出后高按揭贷款比例带来更强的收益率回升弹性、更高的活期存款占比和零售贷款占比在未来的加息周期中带来更强的受益程度。

Figure 3 招商银行 2009 年贷款增速达到近年最高峰



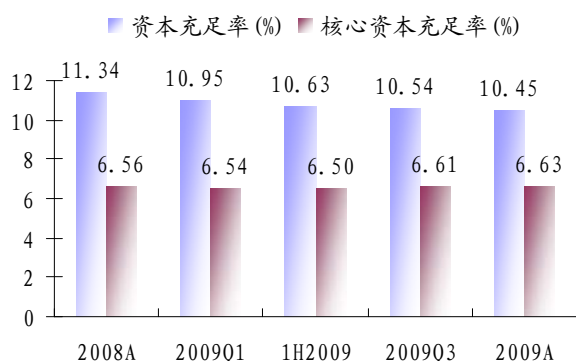
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 招商银行 2009 年存款增速较快



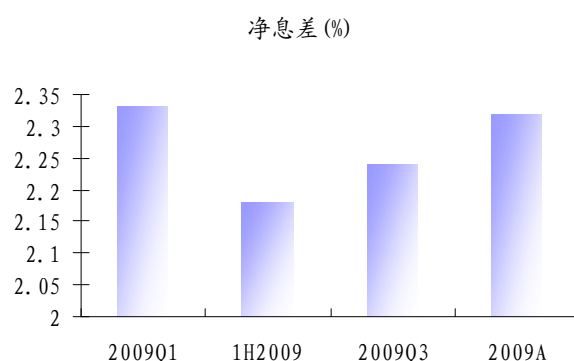
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 5 招商银行 2009 年资本和核心资本充足率统计



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 6 招商银行 2009 年净息差见底回升

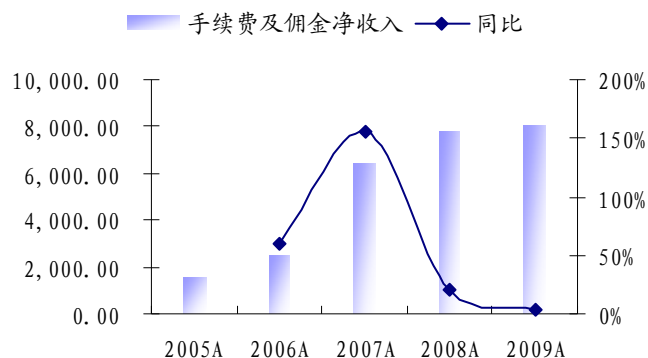


资料来源：公司报告、世纪证券研究所

中间业务增速放缓

公司 2009 年总共实现手续费及佣金净收入 79.93 亿元，同比微增 3.22 个百分点，增速较前两年大幅回落，主要受到银行卡业务和托管及其他受托业务收入负增长的影响。但占营业收入比依然维持在 15.54% 的高位。

Figure 7 招商银行 2009 手续费及佣金净收入同比微幅增长



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 8 2009 年手续费佣金占营业收入比维持高位



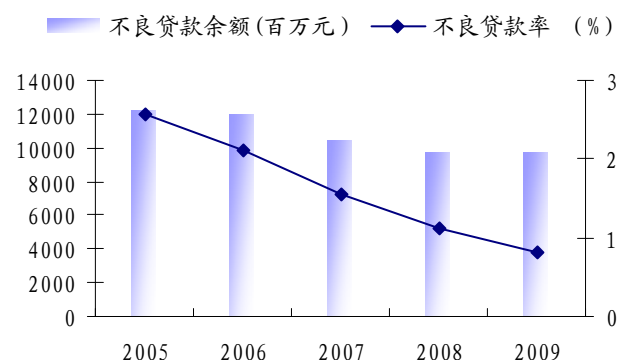
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

资产减值损失减少助推业绩

公司 2009 年资产减值损失为 29.71 亿元,较 2008 年下降了 42.36%,除了最主要的部分贷款减值损失减少了 17.01%外,在债券投资、抵债资产减值损失和商誉等方面计提大幅减少是公司资产减值损失大幅缩小的主要原因。

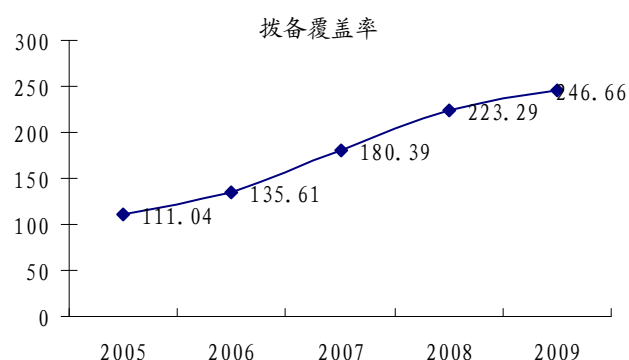
公司 2009 年不良贷款规模较 2008 年小幅反弹 0.55 亿元,不良率则进一步下降到 0.82%,较 2008 年再次降低了 0.29 个百分点。拨备覆盖率 246.66%,为近年来最高,全年信用成本仅为 0.3%,且公司对于地方政府融资平台贷款持谨慎态度,整体而言资产质量稳定。但关注类贷款较 2009 年中环比上升 5.9%的情况值得进一步关注。

Figure 9 招商银行 2009 年不良贷款继续“双降”



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 10 招商银行 2009 年拨备覆盖率进一步提升



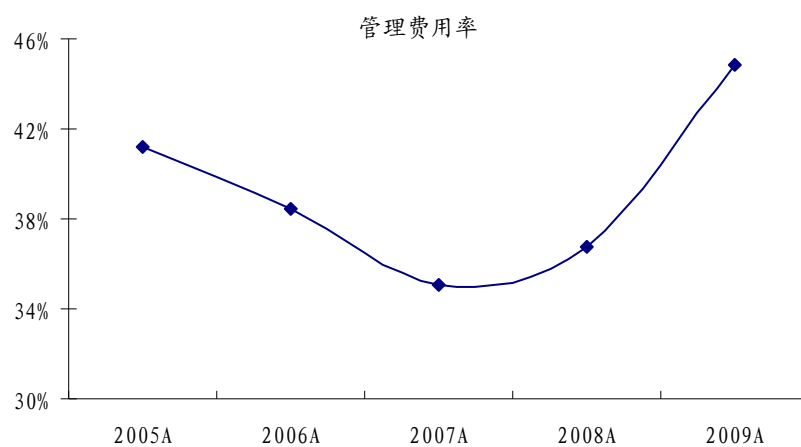
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

管理费用率上升

公司 2009 年管理费用率上升到 44.86%,较去年同期上升了 8.08 个百分点,主要原因是公司因处于成长扩张期费用支出刚性较大,而同期收入下降反拉费用率所致,预计未来公司费用控制能力仍将保持稳

定。

Figure 11 2009 年招商银行管理费用率上升



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

公司配股已经完成，资本补充到位，220 亿元的融资规模约能提升资本充足率约 1.5 个百分点，业务发展的资本瓶颈已经得到一定程度的解决。且受益于贴现占比同比下降、存贷比上升以及货币市场收益率攀升，预计招行 1 季度净息差将显著反弹，从而带动业绩快速回升。根据招行 1 季度业绩快报，其业绩同比增长超过 40%。而考虑到招行的资产负债结构和业务特征、以及去年以来其为行业之中净息差下滑幅度最大的银行，预计在未来基准利率重新步入上升通道之后，招行将成为净息差回升有望贯穿全年，成为反弹张力最强的银行。

进一步考虑到其一贯以来优良的信贷质量与风控水平，尤其是去年对地方政府融资平台贷款的审慎态度亦令招行面临更小的资产质量压力，而目前由于新近完成增发，有一定的业绩摊薄效应，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 1.14 元、1.39 元和 1.58 元，BVPS 为 6.33 元、7.51 元和 8.30 元，按照 2010 年 4 月 14 日收盘价计算，A 股估值折合约 14.16 倍 2010 年 PE，或 2.55 倍 2010 年 PB，维持“买入”投资评级。

风险因素

贷款质量严重恶化超预期

盈利预测表

Figure 12 招商银行盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	40,958.00	55,308.00	51,446.00	66,977.50	81,044.24	88,169.90
利息净收入	33,902.00	46,885.00	40,364.00	57,004.70	66,921.15	75,115.57
手续费及佣金净收入	6,439.00	7,744.00	7,993.00	9,191.95	10,570.74	12,156.35
非息收入	617.00	679.00	3,089.00	780.85	3,552.35	897.98
二、营业支出	20,043.00	28,896.00	29,533.00	35,751.50	42,994.48	44,928.84
营业税金及附加	2,384.00	3,296.00	3,129.00	4,094.64	4,954.61	5,390.23
管理费用	14,354.00	20,340.00	23,078.00	26,292.34	31,814.30	34,611.52
资产减值损失	3,305.00	5,154.00	2,971.00	5,364.52	6,225.57	4,927.09
三、营业利润	20,915.00	26,412.00	21,913.00	31,226.01	38,049.76	43,241.07
加: 营业外收入	253.00	409.00	534.00	614.10	706.22	812.15
减: 营业外支出	125.00	62.00	63.00	72.45	83.32	95.82
四、利润总额	21,043.00	26,759.00	22,384.00	31,767.66	38,672.66	43,957.40
减: 所得税	5,800.00	5,813.00	4,149.00	7,181.79	8,742.82	9,937.55
五、净利润	15,243.00	20,946.00	18,235.00	24,585.87	29,929.84	34,019.85
减: 少数股东损益	0.00	-131.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	15,243.00	21,077.00	18,235.00	24,585.87	29,929.84	34,019.85
六、每股收益	1.04	1.43	0.95	1.14	1.39	1.58

资料来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.