

招商银行(600036)调研报告

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

发布时间: 2010 年 4 月 15 日

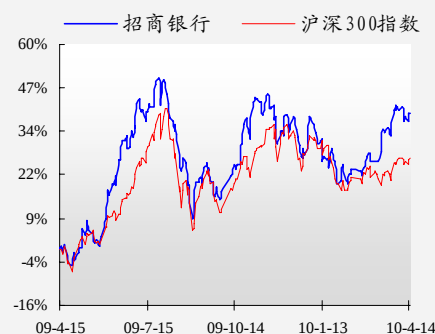
投资要点:

- 2009 年全年净利润同比依旧下降, 实现净利润 182.35 亿元, 同比下降 13.5%; 实现每股收益 0.95 元, 每股净资产 4.85 元, 实现全面摊薄净资产收益率 21.2%; 比去年同期下降 7.41 个百分点。
- 净息差迅速下降、成本收入比迅速上升、手续费收入增速放缓是影响招商银行净利润的主要因素, 所得税率下降和拨备有一定程度释放是业绩的正面促进因素。
- 净息差同比下降幅度最大, 但是一季度回升势头明显, 净息差水平由 2009 年全年的 2.23% 上升到 2.56%。
- 具有政府背景但没有自偿性现金流的政府融资平台为统计口径, 公司 2009 年底新增政府融资平台贷款 400 亿元, 2009 年底余额 721 亿元, 占总贷款比重 6.03%。目前不良率为 0.07%。
- 略微上调 2010 年盈利预测, 维持长期推荐和短期谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	5,144,600	(6.98)	1,823,500	(13.49)	0.95	21.2	16.99	
2010E	6,400,000	24.51	2,454,796	34.62	1.14	16.29	14.16	
2011E								
2012E								

走势图



市场数据

2010-4-14

收盘价:	16.14 元
52 周最高价:	17.52 元
52 周最低价:	10.88 元
平均持仓成本:	16.41 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	2,157,661
流通 A 股 (万股):	1,766,613
每股收益 (元):	0.85
每股净资产 (元):	4.30
每股经营现金流 (元):	2.00
市净率:	3.75

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550206060037

TEL: (8621)6336700-274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

招商银行4月14日公布2009年报；2009全年净利润同比依旧下降：2009年12月31日，招商银行资产总额达到20680亿元，比年底增长31.8%，存款余额16081.46亿元，比年底增长28.6%，各项贷款余额11858.22亿元，比年底增长35.6%；比年初新增了3114.6亿元的贷款；实现营业收入519.17亿元，同比下降6.7%，实现净利润182.35亿元，同比下降13.5%；实现每股收益0.95元，每股净资产4.85元，实现全面摊薄净资产收益率21.2%；比去年同期下降7.41个百分点。

一、2009年全年公司业绩增长的主要动力

1.1 净息差迅速下降使净利息收入同比下降：2009年1-12月，招商银行实现利息净收入403.64亿元，同比下降13.9%，净利息收入同比下降的原因主要是净息差的快速下降：

1.1a 贷款稳健增长和存贷款结构变化

2009年全年，招商银行贷款规模相对于年初的增速达到35.8%，2009年上半年银行新增2778.05亿元贷款；2009年前三季度新增2954亿元的贷款，第三季度新增了176亿元的贷款，第四季度新增160.6亿元的贷款；从存贷款结构的变化上，与其他银行同业，票据融资明显下降，票据融资被一般贷款所取代，2009年上半年票据贴现新增1121.04亿元，是14家上市银行中唯一一家票据贴现占新增贷款比重最高的银行，新增票据贴现占新增贷款的比重达到40.36%；从存量的角度看，票据贴现占总贷款的比重达到了18.04%，比年初的10.95%增加了7.09个百分点，截至2009年第三季度，票据贴现存量占比下降到12.08%，从绝对量上看，三季度末银行的票据贴现余额为1413亿元，相对于2009年中期下降了665亿元2009年年末。票据贴现的存量占比下降到8.65%，从绝对量上看，三季度末银行的票据贴现余额为1026亿元，相对于第三季度末又冲回了将近400亿元；，不过票据贴现的存量占比在可比银行中也属于较高的，从存款的结构上看，活期存款占比在三季度末达到52.72%；相比中期的49.26%上升了3.26个百分点。在四季度末继续上升，全年达到了54.75%，比三季度末有上升了2.03个百分点。

1.1b 净息差同比依旧迅速下降，第三季度之后初步实现了环比上升

2009年1-6月招商银行的净息差为2.24%，比2008年中期的3.66%同比下降142个基点，相比2008年整体的3.42%下降了118个基点，其中第一季度下降95个基点，第二季度下降了23个基点，环比下降幅度已经大幅度趋缓。

2009年第三季度末，招商银行的净息差在2.21%左右，与第二季度末的2.24%相比继续下降了0.03个百分点，环比没有实现上升，预计可能是与贷款结构调整，尤其是上半年新增的票据融资仅仅减少了一半具有很大的关系。

2009年全年末，招商银行的净息差上升到2.23%，据银行透露，招行的净息差在5月份探底，在8月份环比回升，今年一季度回升明显，已经达到了2.56%左右，不过2008年全年招商银行的净息差为3.42%，同比下降幅度达到了119个基本点，同时招行的贷款规模增长也比较稳健，因此招商银行没有完全实现以量补价，净利息收入同比依旧下降。

不过从环比角度看，2008 年第四季度和 2009 年四个季度，招商银行分别实现净利息收入 110.85 亿元、94.81 亿元、91.42 亿元、103.84 亿元和 113.57 亿元，第三季度之后环比增长趋势非常明显。

1.2 中间业务收入增速放缓：受到金融危机的影响，虽然招商银行 2009 年全年的中间业务依旧实现了稳健增长，依旧体现了招商银行在中间业务上的优势；但是中间业务收入的增速已经开始明显放缓，2009 年全年招商银行实现手续费净收入约 79.93 亿元，比去年同期增长 3.2%，同比上升幅度低于其他可比银行同业；当然这应该也与基数较高具有一定的关系；占营业收入的比重达到 15.40%；比去年同期的 13.78%上升了 1.62 个百分点；银行整体实现非利息业务收入 115.53 亿元，同比上升了 31.7%；占营业净收入的比重为 22.25%。除了手续费收入以外，其他非息业务收入中占比较高的主要有投资收益，公允价值变动收益，尤其是投资收益由于去年同期的亏损转为盈利 10.28 亿元，这也是招商银行非息业务收入整体大幅增长，增长原因远远超过中间业务收入的原因。

1.3 实际税率同比有所下降：2009 年全年招商银行的实际税率仅为 18.5%，比去年同期的 21.7%同比下降了 3.2 个百分点。是贡献银行利润的因素；银行方面认为这主要是受益于国家企业所得税汇算清缴政策的变化和提高国债投资利息等免税收入的占比。

1.4 成本收入比的明显上升 与其他已经公布年报的银行类似的是，由于营业收入的增速放缓，招商银行的成本收入比也实现了明显上升；其中，2009 年全年的成本收入比为 44.5%，比去年同期的 36.5%上升了 8 个百分点。也是影响银行净利润增速的主要原因。

整体上看，招商银行 2009 年全年实现净利润 182.35 亿元，同比下降 13.5%；其中 2008 年第四季度和 2009 年四个季度分别实现净利润 19.47 亿元、42.08 亿元、40.54 亿元、48.16 亿元和 51.57 亿元，第二季度净利润没有实现环比增长。第三季度净利润又恢复环比增长。第四季度环比增长趋势更加明显。

二、招商银行资产质量以及资产迁徙情况

从数据上看，招商银行的资产质量保持优良，但是不良贷款余额略有上升，不良贷款率则在分母扩大的基础上继续下降；截止 2009 年 12 月 31 日，招商银行的不良贷款率从年初的 1.11%下降到 0.82%，下降了 29 个百分点，不良贷款余额为 97.32 亿元，比年初的 96.77 亿元上升了 0.55 亿元，不过比中期的 99.24 亿元出现了明显的下降；期末的贷款准备覆盖率为 246.7%，比年初的 223.29%明显上升了 22.41 个百分点。如果从信贷成本的角度上说，下半年招商银行基本没有计提拨备，信贷成本由中期的 0.52%下降到 0.30%；和 2008 年全年的信贷成本为 0.48%相比也出现了明显的下降，整体招商银行在前三季度在下半年的有一定的拨备释放力度，不过由于成本收入比、净息差下降明显等因素，使招行的净利润依旧出现了负增长。

三、招商银行业绩推介会纪要

招商银行同日在深圳举办了 2009 年业绩发布会，我们以远程的方式参会，会议的主要内容如下：

1. 2010 年净息差回升乐观

2009 年净息差的走势是 5 月触底，8 月起回升。公司 2010 年净息差回升形势比较乐观，1 季度净息差已经达到 2.56%，较 2009 年 4 季度环比回升 27 个基点。

今年推动公司净息差回升的因素主要体现在以下几个方面：一是货币市场收益率有望保持不断上升态势，使得公司同业拆借和票据利率不断上升；二是预计资本市场今年将比较稳定，公司活期存款占比仍将保持上升势头；三是，公司今年计划二次转型，着力提高贷款议价能力。

2. 关于资产配置

目前实体经济贷款需求比较强烈，公司 2010 年计划贷款规模增长 20% 左右。债券投资也将保持较高的配置比例，主要投资于人民币债券市场。

2009 年上半年起，考虑到票据贴现较低的利率，公司逐步压缩票据贴现占比，年底票据贴现占比从 2008 年底的 10.65% 下降到 8.65%。对于公司而言，票据不仅仅是生息资产的一部分，同时也是资产负债结构调整的重要工具，起到调节作用。公司倾向在票据利率高的时候更多地配置一些票据。

3. 关于手续费收入和信用卡业务

公司 2009 年手续费收入同比增长 3.2%，增速有所放缓主要源于二方面，一是 2009 年出口低迷导致公司结算类业务增长放缓，二是受理财产品结构调整影响，公司托管及其他受托业务收入出现较大幅度下滑，三是根据国际会计准则，部分非息收入调整至递延收入。

1 季度公司非利息收入增长保持良好势头，2010 年理财、投行、托管等业务仍有高速发展的空间和潜力，经济向好也将带动结算业务增长，非息收入快速增长可期就信用卡业务而言，收入由 4 部分构成，包括年费、利息收入、佣金收入和交叉销售收入。佣金收入下降是制约国内银行信用卡收入的一个重要方面，目前国内信用卡销售返利平均不到 0.5%，且仍处于下降趋势中，而国外平均水平在 2.5% 左右。

4. 关于中小企业业务

2009 年底，公司中小企业贷款占比 47.7%。其中中型企业贷款占比 30.99%，小型企业贷款占比 16.7%。

公司小企业信贷中心和分行中小企业部均经营中小企业业务，但在设置、客户定位等方面仍有差别。小企业信贷中心是准事业部制，总部设在苏州，单一客户贷款规模在 500 万左右，不超过 1000 万，提倡做微小企业金融服务，贷款利率要求上浮 20% 以上。分行中小企业部单一客户贷款规模在 1000-3000 万，要求贷款利率达到基准利率上浮 2.54% 以上。

5. 关于政府融资平台贷款

招行对政府融资平台贷款采取审慎介入态度。以具有政府背景但没有自偿性现金流的政府融资平台为统计口径，公司 2009 年底新增政府融资平台贷款 400 亿元，2009 年底余额 721 亿元，占总贷款比重 6.03%。主要投向包括，交通运输、城市建设投资、

园区、土地储备中心及少量的国有资产管理公司主导项目，其中城投公司占比 37%，交通运输类占比 18%，土地储备类占比 10%。区域结构上 75%以上投向华东、华南地区，主要集中在长三角地区。从融资平台级别上看，75%以上投向地市级以上政府平台，余下不到 25%投向县区级平台，主要集中在苏州、杭州、宁波、南京地区。从期限结构上看，63%左右是一年以上的中长期贷款。目前不良率 0.07%。

若考虑央行提出的广义政府融资平台口径，还要加上常态的政府融资平台贷款余额（即有政府背景且具备自偿性现金流的融资项目）300 亿元左右，广义政府融资平台贷款规模在 1000 亿元左右。

目前，公司对新介入的政府融资平台贷款严格限制，要求有自偿性现金流。

6. 关于关注类贷款集中行业

关注类贷款主要集中在制造业、交通运输、仓储、娱乐和房地产行业。

四、重要期后事项

与招商银行年报同时公布的是招商银行的一季度业绩快报（公司初步定于将于 4 月 29 日公布 2010 年一季度季报，公司 2010 年第一季度实现营业收入 155 亿元，同比增长 29.87%，实现净利润 59 亿元，同比增长 40.21%，实现每股收益 0.27 元，不良贷款率继续下降，为 0.74%，资本充足率在配股的作用下上升为 11.40%，（2009 年年底的资本充足率及核心资本充足率分别为 10.45%和 6.63%，静态作用下配股后上升为 12.31%和 8.49%）。

五、盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

从盈利预测的角度上看，由于招行第四季度信贷成本增加的压力逐渐减轻，我们上调前期的盈利预测，预测招商银行 2010 年的每股收益为 1.14 元，每股净资产为 7 元，2010 年利润上升幅度为 34.62%；考虑配股后的全面摊薄 ROE 为 16.29%，按照最新收盘价 16.14 元计算，目前 2010 年的动态 PE 和 PB 分别为 14.16 倍和 2.31 倍。

3.2 投资建议

招商银行依旧是我们认可的在目前股份制银行中综合素质最高的银行，虽然由于招商银行自身的资产负债结构的原因导致招商银行 2009 年全年的业绩情况都将是上市银行中最糟糕的一个，但是有很多因素是招商银行自身不能改变的，我们依旧可以从招商银行的季报中看到很多亮点：已经基本解决了发展的资本瓶颈问题，在贷款规模天量增加而宏观经济复苏基础尚且不稳固的基础上没有轻易的释放贷款拨备来平滑利润波动，在中小企业贷款方面所做的努力等等，收购永隆银行之后永隆经营的逐渐改善和协同效应的逐渐发挥也依旧是我们一直期待的；而且正是由于招商银行在降息周期的净息差下降幅度最大，实际也说明了如果宏观经济真的复苏进入升息周期之后，招商银行净息差的上升幅度和盈利能力的提高能力也是最快的；所以我们依旧维持招商银行长期推荐的投资评级。短期考虑到房地产政策的变化和市场对于资产质量的担忧，我们依旧维持谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。