

**银行业**
**维持评级：买入**
**相对沪深 300 表现**


表现	1m	3m	12m
招商银行	0.1	-0.1	-1.4
沪深 300	4.9	-0.9	27.7

**市场数据 2010.4.13**

当前价格(元)	16.14
52 周价格区间(元)	13.63
总市值(百万)	348,246.47
流通市值(百万)	285,131.35
总股本(万股)	21,576.61
流通股(万股)	17,666.13
日均成交额(百万)	771.87
近一月换手(%)	8.33

**相关报告**

《信贷扩张稳健 资产质量较好》  
——招商银行 09 年中报点评

《净息差环比触底回升》  
——招商银行 09 年三季报点评

**联系人**

桑俊、黄秋菡

电话：0755-83707385

邮件：sangj@ghzq.com.cn

**分析师申明：**

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师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。

■ **公司业绩基本符合预期。** 公司 09 年盈利 182.35 亿，同比下滑 12.94%。公司净利润同比负增长在我们的预料之中，一方面公司在 2009 年贷款增长相对稳健，增速仅与行业平均水平基本持平，难以实现有效地“以量补价”；另一方面，公司的资产负债结构在降息周期中相对不利，09 年下滑了 119bp，远高于同业 62bp 的平均水平。

■ **贷款保持稳健增长，零售贷款成亮点。** 公司 09 年贷款增长 35.62%。1) 从公司贷款结构来看，09 年公司贷款投放仍然相对谨慎，公司在 09 年上半年主要通过票据贴现的大规模投放抢占信贷额度，在下半年信贷趋于紧缩时再加大票据置换力度，公司一般企业贷款同比仅增长 28.47%；2) 从公司贷款投放行业来看，贷款显著增加的行业为租赁及商业服务业和水利、环境和公共设施管理业，公司中长期贷款投放规模有限；3) 公司加大零售贷款业务的开拓，零售贷款同比增长 64.24%，高于一般企业贷款 25.28% 的同比增速，住房按揭贷款同比增长 72.64%，而且公司汽车贷款业务增长迅速，同比增长 149.28%，成为招商银行零售业务开拓的新亮点。3) 公司资产质量持续稳定，不良贷款与不良率持续双降，而且信贷成本相比于 08 年显著降低 18bp。

■ **存款活期化趋势延续，贷存比维持高位。** 公司 09 年存款增长 28.59%。1) 公司活期化趋势在下半年得到延续，活期贷款占比达到 52.78%，仍然居于行业内相对较高水平，在未来的加息周期中潜在受益。2) 由于公司 09 年上半年大幅增加票据贴现导致贷款派生存款增量有限，09 年底公司贷存比达到 73.74%，为了同时满足新增贷款投放和监管要求，公司在 10 年付息负债成本面临一定的上升压力。

■ **永隆银行整合效应明显。** 永隆银行 09 年净利润为 8.84 亿港元，贷款 (21.59%) 和手续费佣金收入 (11.24%) 均实现同比较快增长。永隆银行 09 年 ROE 为 7.75%，ROA 为 7.54%，回升趋势明显。

■ **公司 1 季报业绩良好。** 公司发布 1 季报业绩快报，净利润为 59 亿元，1 季度 A 股配股摊薄后每股盈利为 0.28 元，政策紧缩和加息预期来临推动公司净息差快速回升。

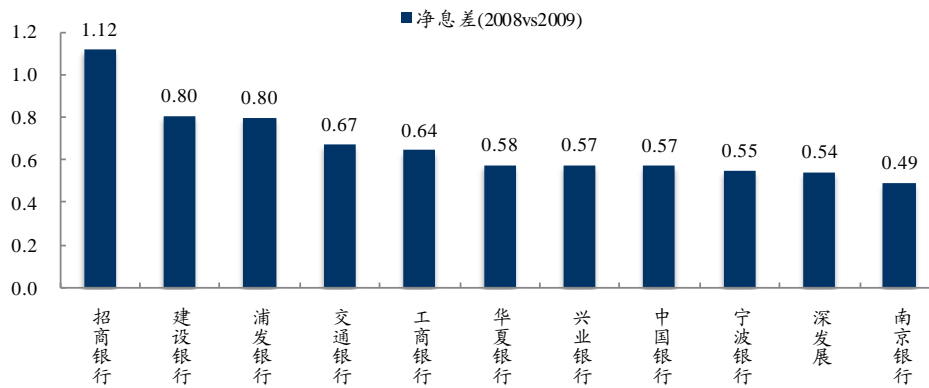
■ **维持“买入”评级。** 公司配股已经尘埃落定，资本金压力缓解，我们看好未来加息周期对公司盈利的触发作用。我们预计公司 10 年和 11 年全面摊薄后每股盈利分别为 1.09 元和 1.35 元，对应 PE 分别为 14.88/11.96 倍，继续给予“买入”的投资评级。

表 1 09 年招商银行经营业绩分析

	同比增长%							环比增长%			
	2006A	2007A	2008A	1Q09	1H09	3Q09	2009A	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
营业收入	29.16	65.35	35.04	-12.96	-14.18	-11.03	-6.98	-6.64	6.73	3.31	3.46
净利息收入	29.25	57.62	38.30	-20.15	-22.81	-18.97	-13.91	-14.47	-3.58	13.59	9.37
利息收入	31.35	51.77	40.81	-8.58	-11.95	-10.74	-9.36	-13.58	-2.84	8.42	4.00
贷款利息收入	n.a.	45.13	43.74	-7.98	-11.37	-8.49	-7.26	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
存放央行	n.a.	66.86	62.28	7.23	3.27	6.04	4.60	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
同业收入	n.a.	96.72	16.40	-47.91	-49.83	-56.03	-52.83	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
证券投资	n.a.	68.74	33.37	7.38	3.43	-3.59	-3.04	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
利息支出	35.15	41.68	45.62	15.91	10.52	5.34	-1.07	-12.25	-1.77	1.02	-4.64
存款利息支出	n.a.	26.85	50.31	21.12	15.49	6.45	-1.56	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
同业支出	n.a.	156.80	21.14	-30.51	-33.74	-22.19	-18.59	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
债券支出	n.a.	-7.48	124.94	360.74	339.30	173.02	93.01	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非利息收入	28.59	116.31	19.37	33.44	30.81	31.25	31.57	44.44	46.54	-22.83	-18.67
手续费及佣金	60.43	156.13	20.27	-9.91	-1.27	5.46	3.22	-7.90	32.70	-7.33	-15.03
营业费用	21.68	50.92	41.84	16.18	16.83	18.65	11.88	-26.96	8.77	7.80	14.76
营业税	29.06	51.56	38.26	-9.06	-10.01	-7.02	-5.07	-14.44	1.52	11.99	3.41
业务及管理费	20.54	50.81	41.70	19.00	19.98	21.52	13.46	-28.57	10.10	7.18	16.18
拨备前利润	35.89	76.75	31.07	-28.96	-30.97	-28.41	-20.55	21.72	5.65	-2.36	-3.87
减值准备	1.50	-10.46	55.95	81.19	87.00	27.33	-42.36	-73.72	129.49	-92.72	78.79
税前利润	55.14	108.68	27.16	-34.74	-40.56	-33.26	-16.35	158.33	-12.39	32.11	-5.61
所得税	21.26	76.29	0.22	-38.97	-50.58	-40.30	-28.63	695.42	-42.56	109.30	-47.37
净利润	79.41	124.36	37.41	-33.41	-37.62	-31.16	-12.94	116.13	-3.66	18.80	7.08

资料来源：公司资料、国海证券研究所

图 1 招商银行净息差同比快速下滑(按期初期末计算)



资料来源：公司资料、国海证券研究所

表2 贷款增长 35.62%，存款增长 28.59%

YoY	2006Q4	2007Q4	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
总资产	27.16	40.30	19.93	31.09	41.34	30.35	31.57
生息资产	27.23	39.91	18.37	29.74	39.93	30.87	32.41
贷款总额	19.81	19.00	29.89	41.58	55.14	46.11	35.62
存放央行	31.78	75.47	18.97	28.98	4.52	7.18	19.03
同业资产	59.26	129.45	-22.16	8.16	26.09	8.55	44.87
证券投资	35.63	36.48	26.00	19.14	33.60	22.46	23.63
非生息资产	15.46	37.44	70.53	58.11	65.76	7.64	2.96
总负债	24.04	41.37	20.08	32.30	43.26	32.40	32.38
计息负债	24.01	41.41	19.24	32.02	42.37	32.32	31.22
客户存款	21.97	21.94	32.55	45.06	47.20	32.25	28.59
同业负债	77.13	246.10	-37.42	-27.43	12.57	45.76	59.79
应付证券	-26.15	-0.54	188.40	171.61	149.68	-16.25	-3.27
非计息负债	25.40	38.90	72.68	43.48	78.56	35.37	79.90

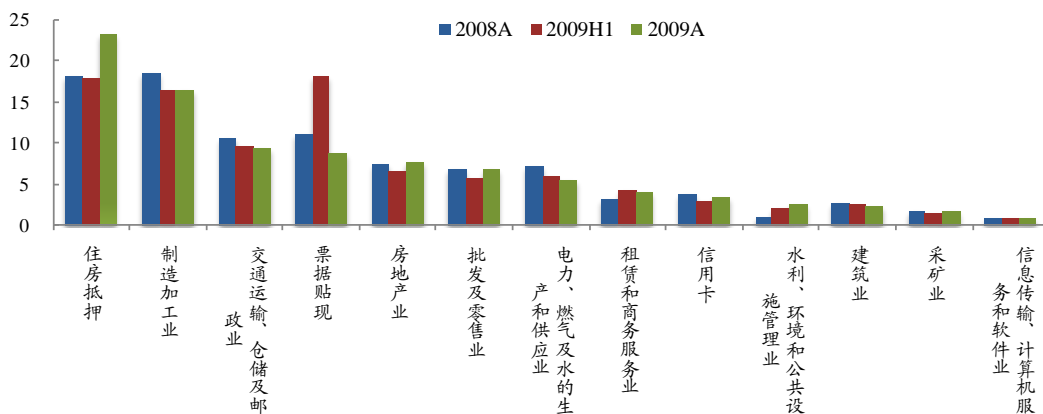
资料来源：公司资料、国海证券研究所

表3 零售贷款规模高增长，汽车贷款成为新亮点

(亿元)	2006Q4	2007Q4	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	08vs09
贷款总额	5657.02	6731.67	8743.62	9959.41	11521.67	11699.99	11858.22	35.62%
企业贷款	4637.19	4981.41	6417.27	7454.79	8624.17	8252.69	8039.45	25.28%
一般企业贷款	3598.83	4458.65	5459.61	5657.85	6545.36	6839.62	7013.96	28.47%
票据贴现	1038.36	522.76	957.66	1796.94	2078.81	1413.08	1025.49	7.08%
个人贷款	1019.83	1750.26	2326.36	2504.62	2897.50	3444.96	3820.70	64.24%
房贷	813.83	1311.38	1585.12	1765.19	2042.08	2467.46	2736.59	72.64%
汽车贷款	n.a.	n.a.	22.12	n.a.	n.a.	n.a.	55.14	149.28%

资料来源：公司资料、国海证券研究所

图2 招商银行贷款行业分布



资料来源：公司资料、国海证券研究所

表4 招商银行不良贷款和不良率双降

亿元	2008Q2	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
不良贷款	92.89	96.77	100.97	99.24	97.33	97.32
含关注不良贷款	222.22	240.06	196.96	227.86	235.33	238.51
正常	7204.38	8503.56	9762.45	11293.81	11464.66	11619.71
关注	129.33	143.29	111.18	128.62	139.31	141.19
次级	19.67	27.51	24.27	28.08	29.21	29.61
可疑	31.74	30.23	25.13	29.07	27.54	27.91
损失	41.48	39.03	36.38	42.09	39.27	39.80
占比						
不良贷款	1.25	1.11	1.01	0.86	0.83	0.82
含关注不良贷款	2.99	2.75	1.98	1.98	2.01	2.01
正常	97.01	97.25	98.02	98.02	97.99	97.99
关注	1.74	1.64	1.12	1.12	1.19	1.19
次级	0.26	0.31	0.24	0.24	0.25	0.25
可疑	0.43	0.35	0.25	0.25	0.24	0.24
损失	0.56	0.45	0.37	0.37	0.34	0.34

资料来源：公司资料、国海证券研究所

表5 公司其他主要经营指标

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
资本充足率	10.79	10.41	12.12	11.34	10.95	10.63	10.54	10.45
核心资本充足率	9.20	8.83	7.96	6.56	6.54	6.50	6.61	6.63
成本收入比	30.40	30.22	31.50	36.78	41.57	42.24	43.02	44.86
实际有效所得税率	23.99	22.64	22.95	21.72	22.43	18.82	20.53	18.54
信贷成本	0.29	0.44	0.34	0.44	0.34	0.49	0.32	0.26

资料来源：公司资料、国海证券研究所

表6 招商银行盈利预测表

招商银行盈利预测表											
证券代码:	600036.sh	最新价格:				16.15	投资评级:	买入	日期:		2010/4/13
人民币亿元	2008A	2009A	2010E	2011E				2008A	2009A	2010E	2011E
<b>利润表</b>											
净利息收入	468.85	403.64	536.10	664.21	收入增长						
手续费及佣金	77.44	79.93	90.97	112.43	净利润增速	37.41%	-12.94%	28.43%	24.45%		
其他收入	6.79	30.89	19.52	22.84	拨备前利润增速	30.33%	-21.17%	30.71%	23.30%		
营业收入	553.08	514.46	646.59	799.47	税前利润增速	27.16%	-16.35%	20.25%	24.45%		
营业税及附加	32.96	31.29	40.74	50.07	营业收入增速	35.04%	-6.98%	25.68%	23.64%		
业务管理费	203.40	230.78	276.23	343.99	净利息收入增速	38.30%	-13.91%	32.82%	23.90%		
拨备前利润	315.66	248.84	325.26	401.04	手续费及佣金增速	20.27%	3.22%	13.82%	23.58%		
计提拨备	51.54	29.71	68.45	78.44	营业费用增速	41.84%	11.88%	20.97%	23.99%		
税前利润	267.59	223.84	269.17	334.97	<b>规模增长</b>						
所得税	58.13	41.49	34.97	43.52	生息资产增速	18.37%	32.42%	22.15%	19.02%		
净利润	209.46	182.35	234.20	291.45	贷款增速	29.89%	35.64%	22.63%	19.24%		
<b>资产负债表</b>											
贷款总额	8743.63	11860.15	14544.51	17342.24	同业资产增速	-22.16%	44.87%	22.16%	19.02%		
同业资产	1864.66	2701.25	3299.81	3927.36	证券投资增速	26.00%	23.63%	22.63%	18.22%		
证券投资	3075.32	3802.08	4662.40	5511.77	其他资产增速	70.53%	2.96%	23.31%	19.02%		
生息资产	15499.62	20525.15	25070.91	29838.78	计息负债增速	19.24%	31.22%	22.17%	18.90%		
非生息资产	338.46	348.48	429.73	511.45	存款增速	32.55%	28.59%	22.65%	19.24%		
总资产	15717.97	20679.41	25500.64	30350.22	同业负债增速	-37.42%	59.79%	22.65%	19.24%		
客户存款	12506.48	16081.46	19724.46	23518.58	股东权益增速	17.35%	16.30%	49.19%	21.06%		
其他计息负债	2080.22	3058.50	3659.09	4284.58	<b>存款结构</b>						
非计息负债	333.46	599.89	732.89	871.41	活期	51.29%	52.47%	56.00%	56.00%		
总负债	14920.16	19751.58	24116.44	28674.58	定期	48.71%	47.26%	44.00%	44.00%		
股东权益	797.81	927.83	1384.19	1675.65	其他	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
<b>每股指标</b>											
每股净利润(元)	1.43	0.95	1.09	1.35	企业贷款(不含贴现)	45.83%	40.09%	40.01%	40.01%		
每股拨备前利润(元)	2.15	1.30	1.51	1.86	个人贷款	26.61%	32.21%	32.09%	32.09%		
每股净资产(元)	5.41	4.85	6.42	7.77	<b>资产质量</b>						
每股总资产(元)	106.87	108.16	118.19	140.67	不良贷款率	1.11%	0.82%	0.84%	0.86%		
P/E	11.27	16.93	14.88	11.96	正常	97.25%	97.99%				
P/PPOP	7.52	12.41	10.71	8.69	关注	1.64%	1.19%				
P/B	2.99	3.33	2.52	2.08	次级	0.31%	0.25%				
P/A	0.15	0.15	0.14	0.11	可疑	0.35%	0.24%				
<b>利率指标</b>											
净息差(NIM)	3.28%	2.16%	2.33%	2.41%	损失	0.45%	0.34%				
净利差(Spread)	3.15%	2.08%	2.24%	2.32%	拨备覆盖率	223.29%	246.66%	250.00%	250.00%		
贷款利率	7.39%	4.84%	4.79%	4.89%	<b>资本状况</b>						
存款利率	1.83%	1.32%	1.27%	1.29%	资本充足率	11.34%	10.45%				
生息资产收益率	5.08%	3.53%	3.64%	3.73%	核心资本充足率	6.56%	6.63%				
计息负债成本率	1.94%	1.46%	1.40%	1.42%	资产负债率	94.92%	95.51%	94.57%	94.48%		
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.45%	1.00%	1.01%	1.04%	<b>其他数据</b>						
ROAE	28.35%	21.13%	20.26%	19.05%	分支机构数量	674	745				
拨备前利润率	2.19%	1.37%	1.41%	1.44%	员工数量	36916	40340				
					发行价(元)	7.30	7.30				
					总股本(亿)	147.07	191.19	215.76	215.76		

资料来源: 公司资料、国海证券研究所

### 国海证券投资评级标准

---

#### 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。

---

#### 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。

---

### 免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。