

受益通胀 息差弹性优势显现

研究结论

- 2009 年，招商银行实现净利润 182.35 亿元，同比下降 12.94%；实现 EPS0.95 元，略高于我们此前的预期。原因在于公司 4 季度的经营情况好于预期，净息差回升速度较快。同时，公司公布 1 季度业绩快报，预计一季实现净利润 59 亿元，同比增长 40.2%。这一业绩也超出我们此前预期。
- 净息差翘尾超预期。据我们测算，公司 2009 年 4 季度净息差可能达到 2.26%，环比提高 15BP，且比 2009 年平均水平高了 10BP。我们认为，公司息差高弹性由此得到一定验证。4 季度息差上升原因包括：（1）存款活化推动资金成本下降。公司 4 季度末的活期存款占比已经反弹至 54.75%，单季度反弹幅度超过 2 个百分点。由此，存款成本从上半年的 1.52% 下降至全年的 1.44%，这意味着下半年的存款成本已经降至 1.38% 以下。（2）货币市场利率弹性。同业往来利差倒挂的程度有所下降，同业往来利差从上半年的 -18BP 提高至全年的 -10BP。总的来说，负债端受益于通胀，成本下降较快，这是招行息差反弹的主要原因，从而验证我们此前的推荐逻辑，即招行是最受益于通胀的银行之一。
- 公司表现出良好的风控能力。全年不良生成率仅 8BP，公司全年 31BP 的信用成本率虽然不高，但亦足以使拨备覆盖率在 245% 的基础上继续小幅上升。我们观察到公司组合计提覆盖率已经达到 1.53%，在上市银行中处于中上水平。充足的拨备覆盖现状使得公司 4 季度继续明显降低了拨备力度，4 季度全生息资产的信用成本率仅为 5BP，而上半年平均为 30BP。公司拨备仍有一定反哺利润的空间。
- 4 季度所得税率仅为 12.99%，全年所得税率亦降至 18.54%，比 2008 年下降 3.18 个百分点。原因在于 2009 年公司发生 10 亿元的“上年度多提所得税调整”。难以认为此项变动可持续，因此 2010 年有效税率方面有提高要求。
- 重申“买入”逻辑：最受益于通胀的银行之一。通胀为招行带来几方面业务机遇：（1）存款活期化，招行的活期存款占比弹性较强；（2）货币市场利率弹性较大；（3）活期存款占比高，因此更受益于加息；（4）手续费及佣金收入占比高，弹性更大。由于 2009 年 4 季度净息差反弹超出我们预期，因此上调 2010 年盈利预测 4.7% 至 239.25 亿元。继续维持 20 元目标价。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

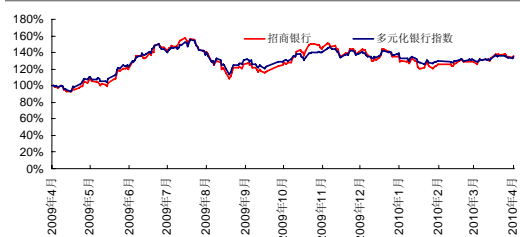
wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2010 年 4 月 13 日)	16.14 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股 (万股)	1911939/1565879
A 股市值 (百万元)	252733
国家/地区	中国
行业	银行
报告日期	2010 年 4 月 14 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.63	-0.25	35.81
相对表现 (%)	2.26	3.00	0.96

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	51,446	66,285	81,015	98,376
营业收入增长率	-6.98%	28.84%	22.22%	21.43%
净利润 (百万元)	18,235	23,925	29,519	36,165
净利润增长率	-12.94%	31.21%	23.38%	22.51%
EPS (元)	0.95	0.89	1.10	1.35
P/E	16.9	18.1	14.7	12.0
P/B	3.33	3.21	2.77	2.38
P/PPOP	9.54	12.86	10.42	8.55

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	65,838	84,855	99,938	119,358
利息支出	25,474	30,345	35,964	42,990
净利息收入	40,364	54,509	63,974	76,368
手续费和佣金净收入	7,993	11,081	14,907	19,660
营业收入	51,446	66,285	81,015	98,376
营业税金及附加	3,129	4,032	4,927	5,983
业务及管理费	23,078	28,155	34,068	41,222
资产减值损失	2,971	4,282	5,195	6,146
营业支出	29,533	36,860	44,620	53,824
营业利润	21,913	29,425	36,396	44,553
利润总额	22,384	29,967	37,019	45,269
所得税	4,149	6,042	7,499	9,104
净利润	18,235	23,925	29,519	36,165
EPS	0.95	0.89	1.10	1.35

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,067,941	2,494,685	2,979,163	3,564,557
现金及存放央行	216,167	316,644	356,442	388,596
存放同业	48,931	58,717	73,397	91,746
拆出资金	62,397	74,876	93,596	116,994
买入返售金融资产	158,797	190,556	238,196	302,508
发放贷款和垫款	1,161,817	1,372,196	1,621,441	1,915,334
交易性金融资产	35,100	40,365	50,456	64,079
证券投资-可供出售金融资产	244,229	280,863	351,079	445,871
证券投资-持有至到期投资	80,201	92,231	115,289	146,417
总负债	1,975,158	2,359,478	2,822,811	3,382,371
同业及其他金融机构存放	186,201	242,061	314,680	409,084
拆入资金	44,321	57,617	74,902	97,373
交易性金融负债	1,203	1,564	2,033	2,643
卖出回购	34,597	44,976	58,469	76,010
客户存款	1,608,146	1,897,612	2,239,182	2,642,235
股东权益	92,783	135,207	156,352	182,186
股本	19,119	26,862	26,862	26,862
资本公积	18,169	35,933	35,933	35,933
盈余公积	8,418	8,418	8,418	8,418
未分配利润	32,123	49,040	70,185	96,019
少数股东权益	0	0	0	0

其他指标

	2009	2010E	2011E	2012E
信用成本率	0.31%	0.35%	0.35%	0.35%
股利收益率	0.62%	0.41%	1.93%	2.38%
P/S	6.00	6.54	5.35	4.41
P/PPOP	9.54	12.86	10.42	8.55
每股拨备前利润	1.30	1.25	1.55	1.89
不良贷款率	0.82%	0.76%	0.69%	0.64%
拨备覆盖率	246.66%	255.09%	261.99%	263.29%
拨备充足率	375.19%	388.01%	398.51%	400.49%

CAMEL 分析

	2009	2010E	2011E	2012E
C:核心资本充足率	6.63%	8.70%	7.82%	7.84%
C:资本充足率	10.45%	15.22%	13.02%	12.44%
C:权益/贷款	7.99%	10.92%	9.64%	9.51%
C:权益/资产	4.49%	5.42%	5.25%	5.11%
A:不良贷款比率	0.82%	0.76%	0.69%	0.64%
A:拨备覆盖率	246.66%	255.09%	261.99%	263.29%
A:拨备充足率	375.19%	388.01%	398.51%	400.49%
A:贷款总额准备金率	2.02%	1.93%	1.80%	1.69%
A:不良资产/（权益+拨备）	8.33%	6.54%	6.09%	5.83%
E:ROA	0.88%	0.96%	0.99%	1.21%
E:ROE	19.65%	17.70%	18.88%	19.85%
E:ROAA	0.50%	0.52%	0.54%	0.55%
E:ROAE	10.58%	10.49%	10.12%	10.68%
E:成本收入比	44.86%	39.78%	42.05%	41.90%
E:手续费和佣金收入占比	15.54%	16.72%	18.40%	19.98%
E:股利分配比例	6.98%	6.98%	35.00%	35.00%
L:人民币存贷比	73.66%	73.66%	74.32%	74.91%
L:外汇存贷比	61.34%	61.34%	56.94%	52.82%
L:平均存贷比	72.25%	72.31%	72.41%	72.49%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	65.14%	58.13%	57.24%	56.04%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	98.44%	97.76%	97.36%	98.16%

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn