

招商银行 (3968 HK, HK\$16.92, TP: HK\$21.00, 买入) - 息差继续攀升, 资产质量稳定

- ❖ **前三季度盈利同比增长 37.9%**。三季度招行盈利增速略有放缓, 前三季度盈利较去年同期增长 37.9%至 283.9 亿元(人民币·下同)。我们维持此前的盈利预期, 预计招行全年盈利可达 363.9 亿元, 较去年增长 37.6%。
- ❖ **息差继续走高, 手续费收入增 45.7%**。三季度招行息差继续提升, 单季息差达到 3.12%, 而前三季度息差也突破 3%水平达到 3.03%。我们维持之前判断, 预计四季度息差仍将维持高位, 全年息差预计为 3.06%。前三季度手续费和佣金净收入同比增长 45.7%至 118.7 亿元, 增速较上半年有所放缓。我们预计全年手续费和佣金净收入有望达到 166.8 亿元, 较去年增长 47.3%。
- ❖ **存款压力较大, 但贷款增速尚可**。由于大量存款流失表外进入理财产品渠道, 三季度全行业面临存款困境。截止 9 月底招行存款余额较 6 月底微降 0.13%, 而贷款余额增长 2.78%。考虑到商业银行贷款投放节奏, 实际上招行三季度新增贷款投放并未受到很大影响。前三季度招行存贷款增速分别为 10.2%和 11.6%。其中存款增速在 9 家内银股上市银行中排第三位, 贷款增速排第四位。
- ❖ **资产质量稳定, 拨备继续上升**。截止 9 月底招行不良贷款率降至 0.59%。拨备覆盖率升至 366.5%。拨贷比上升至 2.16%。均较 6 月底有所改善。我们此前预计的 2011 年底 0.63%的不良率可能略为保守。而按照拨贷比五年达标的计划, 今年底拨贷比应达到 2.14%, 而目前的拨贷比已超过该数, 因此我们预计四季度大幅计提拨备的可能性较小。
- ❖ **我们认为, 内地上市银行业绩拐点已经来临, 明年业绩增速将低于今年, 但在资产质量不大幅恶化的情况下, 仍有望实现 10-20%的温和增长**。招行依靠优秀的企业管理、不断增长的高净值客户以及对客户的把控能力, 有望在稳定经营的前提下实现业绩持续增长。目前股价已较前期低点大幅反弹超过七成, 对应 2011 年 8.2 倍市盈率和 1.8 倍市净率。我们维持买入评级及 21.0 港元的目标价, 对应 2012 年 10.4 倍市盈率和 1.9 倍市净率。

招商银行 (3968 HK)

评级	买入
收市价	HK\$16.92
目标价	HK\$21.00
市值(港币百万)	332,474
过去 3 月平均交易(港币百万)	420.5
52 周高/低(港币)	23.9/9.9
发行股数(百万股)	21,576
主要股东	招商局集团 (18.0%)

来源: HKEs, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	31.2%	18.0%
3 月	-8.5%	2.5%
6 月	-15.4%	0.2%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
营业额(人民币百万元)	51,848	71,692	95,712	114,745	134,301
净利润(人民币百万元)	18,235	25,769	36,387	43,349	50,237
每股收益(人民币)	0.95	1.23	1.69	2.01	2.33
每股收益变动(%)	(36.6)	28.5	37.6	19.1	15.9
市盈率(x)	15.6	11.8	8.2	6.7	5.7
市帐率(x)	3.1	2.3	1.8	1.5	1.3
股息率(%)	1.4	1.7	2.4	3.7	5.3
权益收益率(%)	21.2	22.7	24.4	24.4	24.5
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招銀国际

民生银行(1988 HK, HK\$6.62, 未评级) - 前三季度业绩增速继续领跑

- ❖ **前三季度盈利同比增长 64.4%**。三季度民生银行盈利增速继续加快，单季盈利较去年同期大幅增长 80.3%至 74.7 亿元(人民币·下同)。促使前三季度盈利同比增长 64.4%至 213.9 亿元，增速比中期业绩增幅 57%加快 7.4 个百分点，继续领跑上市银行。
- ❖ **存款压力较大，贷款增长放缓**。由于大量存款流失表外进入理财产品渠道，三季度全行业面临存款困境。截止 9 月底，民生银行存款总额较 6 月底微降 0.09%至 1.54 万亿，连累贷款总额仅比 6 月底增长 1.53%至 1.16 万亿。前三季度贷款余额增速为 9.7%。我们预计随着通胀改善和央行对理财产品监管从严，四季度存款情况可能有所改善。我们预计全年贷款增速可能在 12-13%左右。
- ❖ **息差同比升 11 个 BP 至 3.04%，中间业务收入高速增长**。三季度息差依然略有提升，前三季度净息差较上半年的 3%提高 4 个 BP 至 3.04%，较去年同期提升 11 个 BP。前三季度手续费及佣金净收入大幅增长 82.6%至 122.5 亿元，三季度受理理财产品规模增长和信托业务增长影响，手续费收入增速较上半年加快。而业务及管理费支出增速为 39.1%，低于主营业务收入增幅，使成本收入比有所下降。
- ❖ **资产质量保持稳定，拨备覆盖率继续上升**。截止 9 月底不良贷款率降至 0.62%。拨备覆盖率升至 355.4%。拨贷比上升至 2.19%。均较 6 月底有所改善。我们认为，民生银行既有的拨备节奏不会被打破，未来拨备覆盖率和拨贷比仍将稳步上升直至满足监管要求。另外，虽然关注类贷款余额有所上升，但我们判断不良率和不良余额大幅升高的可能性较低。
- ❖ **我们认为，作为国内首家关注小微客户的全国性商业银行，民生银行走在同业的前列，未来商贷通发展潜力巨大。息差有望维持较高的水平，中间业务收入快速增长，贷款质量保持稳定。目前股价已较前期低点大幅反弹超过五成，对应 2011 年 6 倍市盈率和 1.2 倍市净率。即使考虑到年底前的融资，估值仍不高。**

民生银行 (1988 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$6.62
目标价	N/A
市值 (港币百万)	197,564
过去 3 月平均交易 (港币百万)	229.4
52 周高/低 (港币)	7.75/4.24
发行股数 (百万股)	26,715
主要股东	新希望投资(4.99%)

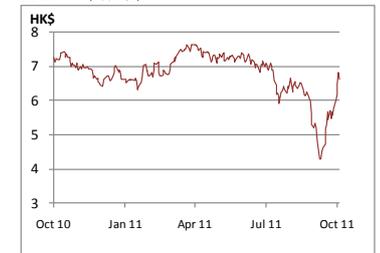
来源: HKEs, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	27.6%	14.8%
3 月	-3.8%	7.9%
6 月	-11.1%	5.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
营业额 (人民币百万元)	42,037	54,667	74,469	90,388	105,568
净利润 (人民币百万元)	12,104	17,581	24,903	282,77	326,15
每股收益 (人民币)	0.51	0.66	0.91	0.98	1.13
每股收益变动 (%)	53.5	45.3	37.9	7.7	15.3
市盈率(x)	10.6	8.2	6.0	5.5	4.8
市帐率(x)	1.4	1.4	1.2	1.0	0.8
股息率 (%)	0.9	1.8	2.5	2.7	3.1
权益收益率 (%)	17.1	18.3	20.9	19.2	18.1
净财务杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。