

招商銀行 (3968 HK, HK\$13.98, 目標價: HK\$16.40, 買入) - 資產質量穩定, 息差開始收窄

- ❖ **中期業績增長 25.6%至人民幣 234 億元。**今年上半年，上市銀行普遍通過調節同業業務配置抗衡貸款投放速度放緩和存款增長壓力。招行二季度息差開始收窄，中間業務收入增速下滑，而當季實現淨利潤環比持平，主要依靠加大同業業務配置，推動淨利息收入上升所致。截止 6 月底同業資產較年初大幅增長 47.3%，總生息資產在二季度環比增長 12.3%。資產同業化趨勢也使得資本充足率有所提高。此外，票據價差收入大增促使其他經營收入大幅增長 76%。
- ❖ **息差收窄，中間業務收入增速放緩。**一季度息差達到高位後，由於貸款收益率下降、存款成本上升及六月份的非對稱降息因素影響，二季度息差收窄 18 個基點至 3.03%。上半年銀監會加強對收費業務的監管，同時受宏觀經濟形勢和資本市場影響，中間業務收入增速放緩至 19.2%。其中銀行卡手續費、結算手續費和代理手續費增速下滑明顯。上半年存貸款增速分別為 10.7% 和 8.7%。雖然存款增速高於貸款，但我們判斷時點數據失真現象比較明顯，實際上半年銀行存款壓力仍然很大。
- ❖ **資產質量穩定，逾期增長較多。**截止 6 月底不良率維持在 0.56%，與年初持平。上半年招行加大不良核銷力度，累計核銷人民幣 7.7 億元，超過去年全年核銷水平。同時信用成本也維持穩定，撥備覆蓋率微升至 404%，撥貸比維持在 2.24% 不變。我們預計今年不良貸款餘額仍將逐步上升，但幅度可控。6 月底逾期貸款總額較年初大幅增長 38% 至人民幣 188 億元，佔總貸款比重升至 1.1%。由於新增逾期貸款大多來自三個月內零售貸款，我們認為風險可控。
- ❖ **由於利率市場化推進進程較我們預期為快，且降息週期已經啟動，我們對今明兩年息差及模型進行調整。我們分別下調 2012 及 2013 年淨利潤 3.2% 及 12.6%，下調目標價至 16.4 港元，對應 2012 年 7 倍 PE 和 1.4 倍 PB，維持“買入”評級。**

招商銀行 (3968 HK)

評級	買入
收市價	HK\$13.98
目標價	HK\$16.40
市值 (港幣百萬)	267,552
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	302.7
52 周高/低 (港幣)	18.60/9.90
發行股數 (百萬股)	21,577
主要股東	招商局集團 (18.6%)

來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.7%	-1.7%
3 月	-2.5%	-8.3%
6 月	-20.1%	-14.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入 (人民幣百萬元)	71,692	95,712	113,050	123,119	137,300
淨利潤 (人民幣百萬元)	25,769	36,387	42,491	45,366	52,163
每股收益 (人民幣)	1.23	1.69	1.92	1.85	2.12
每股收益變動 (%)	29.1	36.0	14.4	(3.7)	15.0
市盈率(x)	9.7	6.8	5.9	6.2	5.4
市帳率(x)	1.9	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	2.4	3.7	5.1	4.9	5.6
權益收益率 (%)	22.7	24.2	21.3	18.1	18.3

來源: 公司及招銀國際研究部

損益表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
利息收入	84,513	121,245	145,507	155,160	168,262
利息支出	(27,437)	(44,938)	(57,689)	(60,603)	(63,493)
淨利息收入	57,076	76,307	87,818	94,558	104,770
手續費及傭金淨收入	11,330	15,628	18,867	21,677	25,107
其他營業收入	3,286	4,668	6,366	6,885	7,423
營業收入	71,692	96,603	113,050	123,119	137,300
營業費用	(32,634)	(40,889)	(47,120)	(53,128)	(60,258)
撥備前利潤	39,058	55,714	65,930	69,992	77,042
資產減值準備	(5,501)	(8,350)	(9,007)	(9,205)	(7,160)
其他	(214)	(242)	(269)	(299)	(332)
稅前利潤	33,343	47,122	56,654	60,487	69,550
所得稅	(7,574)	(10,995)	(14,164)	(15,122)	(17,388)
少數股東權益	-	2	-	-	-
淨利潤	25,769	36,129	42,491	45,366	52,163

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
總資產	2,402,507	2,794,971	3,224,859	3,629,873	4,084,176
現金和存放央行款項	294,955	408,304	446,787	511,571	578,075
其他金融機構存拆放款	264,425	268,402	313,225	329,513	352,579
客戶貸款淨額	1,402,160	1,604,371	1,824,324	2,088,319	2,380,928
證券投資	392,438	459,061	579,794	634,295	705,336
固定資產	18,397	19,210	19,329	19,429	19,429
其他資產	27,069	32,562	38,340	43,685	44,769
總負債	2,268,501	2,629,961	2,990,634	3,363,909	3,779,659
存拆放其他金融機構款	282,023	315,247	324,704	331,198	337,822
客戶存款	1,897,178	2,220,060	2,553,069	2,923,264	3,303,288
應繳稅金	4,972	7,112	9,162	9,781	11,247
次級債	31,232	31,187	31,154	31,115	62,230
其他負債	43,945	34,318	30,543	26,572	23,118
少數股東權益	-	13	-	-	-
所有者權益	134,006	164,997	234,225	265,964	304,517

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12 月 31 日	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
每股收益 (人民幣)	1.231	1.674	1.916	1.846	2.122
每股股息 (人民幣)	0.341	0.518	0.707	0.681	0.783
總資產回報率	1.07%	1.29%	1.32%	1.25%	1.28%
平均資產回報率	1.15%	1.39%	1.41%	1.32%	2.55%
資本回報率	19.23%	21.90%	18.14%	17.06%	17.13%
平均資本回報率	22.73%	24.17%	21.29%	18.14%	18.29%
淨息差	2.65%	3.06%	3.01%	2.84%	2.78%
手續費淨收入占比	15.80%	16.18%	16.69%	17.61%	18.29%
成本收入比	39.7%	36.0%	35.7%	37.2%	37.9%
調整成本收入比	45.5%	42.3%	41.7%	43.2%	43.9%
核心資本充足率	8.04%	8.22%	10.66%	10.90%	11.38%
資本充足率	11.47%	11.53%	13.82%	14.05%	14.49%
權益資產比率	5.58%	5.90%	7.26%	7.33%	7.46%
槓杆率	17.9	16.9	13.8	13.6	13.4
不良率	0.68%	0.56%	0.60%	0.55%	0.46%
撥備覆蓋率	302.41%	400.13%	398.69%	454.28%	545.11%
撥貸比	2.05%	2.24%	2.40%	2.51%	2.50%
貸存比	75.5%	73.9%	73.2%	73.3%	73.9%
增長比率					
貸款增速	20.7%	14.6%	13.9%	14.6%	14.0%
存款增速	18.0%	17.0%	15.0%	14.5%	13.0%
淨利息收入增速	41.7%	37.9%	20.7%	14.9%	15.8%
營業費用增速	24.5%	25.3%	15.2%	12.7%	13.4%
撥備前利潤增速	52.3%	42.6%	18.3%	6.2%	10.1%
淨利潤增速	41.3%	40.2%	17.6%	6.8%	15.0%

來源：公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。