

招商银行(3968 HK, HK\$13.98, 目标价: HK\$16.40, 买入) - 资产质量稳定, 息差开始收窄

- ❖ **中期业绩增长 25.6%至人民币 234 亿元。**今年上半年, 上市银行普遍通过调节同业业务配置抗衡贷款投放速度放缓和存款增长压力。招行二季度息差开始收窄, 中间业务收入增速下滑, 而当季实现净利润环比持平, 主要依靠加大同业业务配置, 推动净利息收入上升所致。截止 6 月底同业资产较年初大幅增长 47.3%, 总生息资产在二季度环比增长 12.3%。资产同业化趋势也使得资本充足率有所提高。此外, 票据价差收入大增促使其他经营收入大幅增长 76%。
- ❖ **息差收窄, 中间业务收入增速放缓。**一季度息差达到高位后, 由于贷款收益率下降、存款成本上升及六月份的非对称降息因素影响, 二季度息差收窄 18 个基点至 3.03%。上半年银监会加强对收费业务的监管, 同时受宏观经济形势和资本市场影响, 中间业务收入增速放缓至 19.2%。其中银行卡手续费、结算手续费和代理手续费增速下滑明显。上半年存贷款增速分别为 10.7%和 8.7%。虽然存款增速高于贷款, 但我们判断时点数据失真现象比较明显, 实际上半年银行存款压力仍然很大。
- ❖ **资产质量稳定, 逾期增长较多。**截止 6 月底不良率维持在 0.56%, 与年初持平。上半年招行加大不良核销力度, 累计核销人民币 7.7 亿元, 超过去年全年核销水平。同时信用成本也维持稳定, 拨备覆盖率微升至 404%, 拨贷比维持在 2.24%不变。我们预计今年不良贷款余额仍将逐步上升, 但幅度可控。6 月底逾期贷款总额较年初大幅增长 38%至人民币 188 亿元, 占总贷款比重升至 1.1%。由于新增逾期贷款大多来自三个月内零售贷款, 我们认为风险可控。
- ❖ **由于利率市场化推进进程较我们预期为快, 且降息周期已经启动, 我们对今明两年息差及模型进行调整。我们分别下调 2012 及 2013 年净利润 3.2%及 12.6%, 下调目标价至 16.4 港元, 对应 2012 年 7 倍 PE 和 1.4 倍 PB, 维持“买入”评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入(人民币百万元)	71,692	95,712	113,050	123,119	137,300
净利润(人民币百万元)	25,769	36,387	42,491	45,366	52,163
每股收益(人民币)	1.23	1.69	1.92	1.85	2.12
每股收益变动(%)	29.1	36.0	14.4	(3.7)	15.0
市盈率(x)	9.7	6.8	5.9	6.2	5.4
市帐率(x)	1.9	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率(%)	2.4	3.7	5.1	4.9	5.6
权益收益率(%)	22.7	24.2	21.3	18.1	18.3

来源: 公司及招銀国际研究部

招商银行(3968 HK)

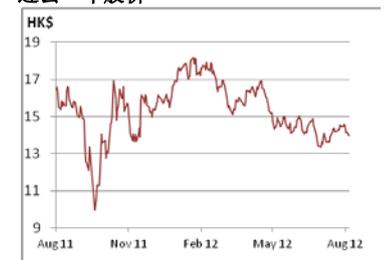
评级	买入
收市价	HK\$13.98
目标价	HK\$16.40
市值(港币百万)	267,552
过去 3 月平均交易(港币百万)	302.7
52 周高/低(港币)	18.60/9.90
发行股数(百万股)	21,577
主要股东	招商局集团(18.6%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.7%	-1.7%
3 月	-2.5%	-8.3%
6 月	-20.1%	-14.6%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

损益表

年结: 12月31日(人民币百万元)	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)
净利息收入	57,076	76,307	87,818	94,558	104,770
手续费及佣金净收入	11,330	15,628	18,867	21,677	25,107
其他营业收入	3,286	4,668	6,366	6,885	7,423
营业收入	71,692	96,603	113,050	123,119	137,300
营业费用	(32,634)	(40,889)	(47,120)	(53,128)	(60,258)
拨备前利润	39,058	55,714	65,930	69,992	77,042
资产减值准备	(5,501)	(8,350)	(9,007)	(9,205)	(7,160)
其他	(214)	(242)	(269)	(299)	(332)
税前利润	33,343	47,122	56,654	60,487	69,550
所得税	(7,574)	(10,995)	(14,164)	(15,122)	(17,388)
少数股东权益	-	2	-	-	-
净利润	25,769	36,129	42,491	45,366	52,163

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
总资产	2,402,507	2,794,971	3,224,859	3,629,873	4,084,176
现金和存放央行款项	294,955	408,304	446,787	511,571	578,075
其他金融机构存拆放款	264,425	268,402	313,225	329,513	352,579
客户贷款净额	1,402,160	1,604,371	1,824,324	2,088,319	2,380,928
证券投资	392,438	459,061	579,794	634,295	705,336
固定资产	18,397	19,210	19,329	19,429	19,429
其他资产	27,069	32,562	38,340	43,685	44,769
总负债	2,268,501	2,629,961	2,990,634	3,363,909	3,779,659
存拆放其他金融机构款	282,023	315,247	324,704	331,198	337,822
客户存款	1,897,178	2,220,060	2,553,069	2,923,264	3,303,288
应缴税金	4,972	7,112	9,162	9,781	11,247
次级债	31,232	31,187	31,154	31,115	62,230
其他负债	43,945	34,318	30,543	26,572	23,118
少数股东权益	-	13	-	-	-
所有者权益	134,006	164,997	234,225	265,964	304,517

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
每股收益(人民币)	1.231	1.674	1.916	1.846	2.122
每股股息(人民币)	0.341	0.518	0.707	0.681	0.783
总资产回报率	1.07%	1.29%	1.32%	1.25%	1.28%
平均资产回报率	1.15%	1.39%	1.41%	1.32%	2.55%
资本回报率	19.23%	21.90%	18.14%	17.06%	17.13%
平均资本回报率	22.73%	24.17%	21.29%	18.14%	18.29%
净息差	2.65%	3.06%	3.01%	2.84%	2.78%
手续费净收入占比	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%
调整成本收入比	45.5%	42.3%	41.7%	43.2%	43.9%
核心资本充足率	8.04%	8.22%	10.66%	10.90%	11.38%
资本充足率	11.47%	11.53%	13.82%	14.05%	14.49%
权益资产比率	5.58%	5.90%	7.26%	7.33%	7.46%
杠杆率	17.9	16.9	13.8	13.6	13.4
不良率	0.68%	0.56%	0.60%	0.55%	0.46%
拨备覆盖率	302.41%	400.13%	398.69%	454.28%	545.11%
拨贷比	2.05%	2.24%	2.40%	2.51%	2.50%
贷存比	75.5%	73.9%	73.2%	73.3%	73.9%
增长比率					
贷款增速	20.7%	14.6%	13.9%	14.6%	14.0%
存款增速	18.0%	17.0%	15.0%	14.5%	13.0%
净利息收入增速	41.7%	37.9%	20.7%	14.9%	15.8%
营业费用增速	24.5%	25.3%	15.2%	12.7%	13.4%
拨备前利润增速	52.3%	42.6%	18.3%	6.2%	10.1%
净利润增速	41.3%	40.2%	17.6%	6.8%	15.0%

来源: 公司及招银国际研究部

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国投资者

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士。