

**招商銀行 (3968 HK, HK\$16.92, TP: HK\$21.00, 買入) - 息差繼續攀升，資產質量穩定**

- ❖ **前三季度盈利同比增長 37.9%。**三季度招行盈利增速略有放緩，前三季度盈利較去年同期增長 37.9%至 283.9 億元(人民幣·下同)。我們維持此前的盈利預期，預計招行全年盈利可達 363.9 億元，較去年增長 37.6%。
- ❖ **息差繼續走高，手續費收入增 45.7%。**三季度招行息差繼續提升，單季息差達到 3.12%，而前三季度息差也突破 3%水平達到 3.03%。我們維持之前判斷，預計四季度息差仍將維持高位，全年息差預計為 3.06%。前三季度手續費和佣金淨收入同比增長 45.7%至 118.7 億元，增速較上半年有所放緩。我們預計全年手續費和佣金淨收入有望達到 166.8 億元，較去年增長 47.3%。
- ❖ **存款壓力較大，但貸款增速尚可。**由于大量存款流失表外進入理財產品渠道，三季度全行業面臨存款困境。截止 9 月底招行存款餘額較 6 月底微降 0.13%，而貸款餘額增長 2.78%。考慮到商業銀行貸款投放節奏，實際上招行三季度新增貸款投放并未受到很大影響。前三季度招行存貸款增速分別為 10.2%和 11.6%。其中存款增速在 9 家內銀股上市銀行中排第三位，貸款增速排第四位。
- ❖ **資產質量穩定，撥備繼續上升。**截止 9 月底招行不良貸款率降至 0.59%。撥備覆蓋率升至 366.5%。撥貸比上升至 2.16%。均較 6 月底有所改善。我們此前預計的 2011 年底 0.63%的不良率可能略為保守。而按照撥貸比五年達標的計劃，今年底撥貸比應達到 2.14%，而目前的撥貸比已超過該數，因此我們預計四季度大幅計提撥備的可能性較小。
- ❖ **我們認為，內地上市銀行業績拐點已經來臨，明年業績增速將低于今年，但在資產質量不大幅惡化的情況下，仍有望實現 10-20%的溫和增長。**招行依靠優秀的企業管理、不斷增長的高淨值客戶以及對客戶的把控能力，有望在穩定經營的前提下實現業績持續增長。目前股價已較前期低點大幅反彈超過七成，對應 2011 年 8.2 倍市盈率和 1.8 倍市淨率。我們維持買入評級及 21.0 港元的目標價，對應 2012 年 10.4 倍市盈率和 1.9 倍市淨率。

**招商銀行 (3968 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$16.92
目標價	HK\$21.00
市值 (港幣百萬)	332,474
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	420.5
52 週高/低 (港幣)	23.9/9.9
發行股數 (百萬股)	21,576
主要股東	招商局集團 (18.0%)

來源: HKEx, 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	31.2%	18.0%
3 月	-8.5%	2.5%
6 月	-15.4%	0.2%

來源: 彭博

**過去一年股價**

來源: 彭博

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
營業額 (人民幣百萬元)	51,848	71,692	95,712	114,745	134,301
淨利潤 (人民幣百萬元)	18,235	25,769	36,387	43,349	50,237
每股收益 (人民幣)	0.95	1.23	1.69	2.01	2.33
每股收益變動 (%)	(36.6)	28.5	37.6	19.1	15.9
市盈率 (x)	15.6	11.8	8.2	6.7	5.7
市帳率 (x)	3.1	2.3	1.8	1.5	1.3
股息率 (%)	1.4	1.7	2.4	3.7	5.3
權益收益率 (%)	21.2	22.7	24.4	24.4	24.5
淨財務杠杆率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及招銀國際

## 民生銀行(1988 HK, HK\$6.62, 未評級) - 前三季度業績增速繼續領跑

- ❖ **前三季度盈利同比增長 64.4%。**三季度民生銀行盈利增速繼續加快，單季盈利較去年同期大幅增長 80.3%至 74.7 億元(人民幣·下同)。促使前三季度盈利同比增長 64.4%至 213.9 億元，增速比中期業績增幅 57%加快 7.4 個百分點，繼續領跑上市銀行。
- ❖ **存款壓力較大，貸款增長放緩。**由於大量存款流失表外進入理財產品渠道，三季度全行業面臨存款困境。截止 9 月底，民生銀行存款總額較 6 月底微降 0.09%至 1.54 萬億，連累貸款總額僅比 6 月底增長 1.53%至 1.16 萬億。前三季度貸款餘額增速為 9.7%。我們預計隨著通脹改善和央行對理財產品監管從嚴，四季度存款情況可能有所改善。我們預計全年貸款增速可能在 12-13%左右。
- ❖ **息差同比升 11 個 BP 至 3.04%，中間業務收入高速增長。**三季度息差依然略有提升，前三季度淨息差較上半年的 3%提高 4 個 BP 至 3.04%，較去年同期提升 11 個 BP。前三季度手續費及佣金淨收入大幅增長 82.6%至 122.5 億元，三季度受理理財產品規模增長和信託業務增長影響，手續費收入增速較上半年加快。而業務及管理費支出增速為 39.1%，低於主營業務收入增幅，使成本收入比有所下降。
- ❖ **資產質量保持穩定，撥備覆蓋率繼續上升。**截止 9 月底不良貸款率降至 0.62%。撥備覆蓋率升至 355.4%。撥貸比上升至 2.19%。均較 6 月底有所改善。我們認為，民生銀行既有的撥備節奏不會被打破，未來撥備覆蓋率和撥貸比仍將穩步上升直至滿足監管要求。另外，雖然關注類貸款餘額有所上升，但我們判斷不良率和不良餘額大幅升高的可能性較低。
- ❖ **我們認為，作為國內首家關注小微客戶的全國性商業銀行，民生銀行走在了同業的前列，未來商貸通發展潛力巨大。**息差有望維持較高的水準，中間業務收入快速增長，貸款質量保持穩定。目前股價已較前期低點大幅反彈超過五成，對應 2011 年 6 倍市盈率和 1.2 倍市淨率。即使考慮到年底前的融資，估值仍不高。

### 民生銀行(1988 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$6.62
目標價	N/A
市值(港幣百萬)	197,564
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	229.4
52 週高/低(港幣)	7.75/4.24
發行股數(百萬股)	26,715
主要股東	新希望投資(4.99%)

來源: HKEx, 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	27.6%	14.8%
3 月	-3.8%	7.9%
6 月	-11.1%	5.3%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
營業額(人民幣百萬元)	42,037	54,667	74,469	90,388	105,568
淨利潤(人民幣百萬元)	12,104	17,581	24,903	282,77	326,15
每股收益(人民幣)	0.51	0.66	0.91	0.98	1.13
每股收益變動(%)	53.5	45.3	37.9	7.7	15.3
市盈率(x)	10.6	8.2	6.0	5.5	4.8
市帳率(x)	1.4	1.4	1.2	1.0	0.8
股息率(%)	0.9	1.8	2.5	2.7	3.1
權益收益率(%)	17.1	18.3	20.9	19.2	18.1
淨財務杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及彭博

# 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士。