

2011年11月2日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元) 15.00

公司基本资讯

产业别	银行		
A 股价 (11/11/01)	12.15		
上证综合指数(11/11/01)	2470.02		
股价 12 个月高/低	15.21/10.9		
总发行股数 (百万)	21576.61		
A 股数 (百万)	17666.13		
A 市值 (亿元)	2146.43		
主要股东	香港中央结算 (代理人)有限公司(17.85%)		
每股净值 (元)	7.13		
股价/帐面净值	1.70		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	9.86	-0.74	-16.09

近期评等

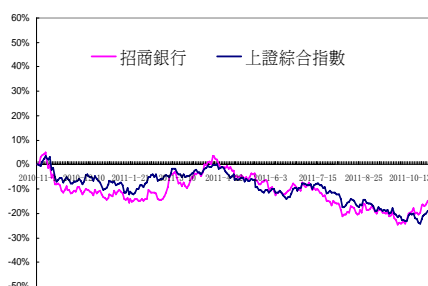
出刊日期	前日收盘	评等
2010-7-2	12.81	买入

产品组合

净利息收入	79.14%
手续费净收入	16.88%
其他净收入	3.98%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.86%
一般法人	0.12%
券商集合理财	43.4%

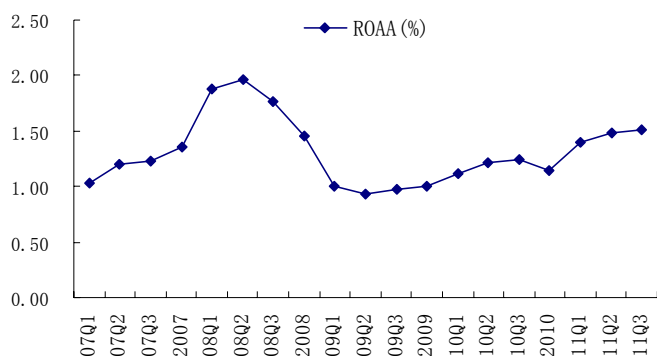
股价相对大盘走势

招商银行(600036/3968.HK)
Buy 买入
点评: 净息差稳步提高, 资本内生增长能力增强
结论与建议:

招商银行前三季度实现营收 703 亿元, YoY 增长 37%; 实现净利润 284 亿元, YoY 增长 38%, 其中, 第三季度净利润 98 亿元, YoY 增长 33%; EPS 为 1.32 元, 基本符合我们之前的预期。业绩提升的主要动力来自息差的提升和资产规模的扩大。预计 2011、2012 年分别可实现净利润 364 亿元/461 亿元, YoY 增长 41%/27%, EPS 为 1.69 元和 2.14 元, 目前 A 股股价对应 2011 年动态 PE 为 7.21 倍, PB 为 1.64 倍, 公司盈利增长稳定, 作为大陆最佳零售银行估值偏低, 给予“买入”的投资建议。

- **资产规模稳步增长, 盈利能力持续提高。**截至 2011 年 9 月末, 招行资产总额为 2.64 万亿元, 比年初增长 9.6%; 贷款及垫款总额为 1.56 万亿元, 比年初增长 11.5%; 增速与去年相比有所放缓。前三季度, 公司 ROAA 为 1.51%, 较去年同期提高了 27 个基点, 较上半年提高 3 个基点, 盈利能力持续提升。预计未来随着招行调整资产结构, 加强风险管理, 公司的 ROAA 水准将会继续提高。前三季度 ROE 为 26.3%, 同比提高 2 个百分点。
- **三季度净息差继续提升。**招行前三季度净息差 3.01%, 较去年同期提高 50 个基点; 其中, 第三季度净息差 3.09%, 环比上半年提高 20 个基点。公司逐渐加强贷款定价管理, 强化了对分支机构的考核。由于三季度银行信贷普遍收到严格管制, 贷款增速明显放缓, 在这种情况下, 公司的贷款风险定价水平显著提高。公司大量高净值客户和较高的活期存款占比而活期存款占比依然保持较高水平, 使得负债成本相对较低。我们认为, 尽管三季度的息差已经到了较高水平, 但由于信贷管制仍未放松, 目前较高的息差水平仍将持续。
- **成本收入比得到较好控制。**1~9 月份, 公司成本收入比 33.25%, 较去年同期下降 3.43 个百分点。第三季度成本收入比 34.45%, 同比下降 0.57 个百分点; 环比虽然二季度提升 2 个百分点, 主要跟业务发展有关, 总体上公司成本仍然控制在较低的水平。
- **不良率继续下降, 信用成本逐渐回落。**截至 9 月末, 招行不良贷款总额为 91.5 亿元, 比年初减少 1.8 亿元, 环比减少 0.74 亿元; 不良贷款率 0.59%, 比年初下降 0.09 个百分点, 环比下降 0.02 个百分点。公司拨备覆盖率 366.53%, 比年初增加 64.12 个百分点; 拨贷比 2.21%, 比年初提升 0.12 个百分点; 风险抵御能力进一步增强。公司在地方政府融资平台、房地产等领域的信贷投放得到严格控制, 贷款质量继续向好; 平台贷和房地产贷款的减值准备曾导致去年四季度的信用成本大幅增加, 从今年的情况来看, 信用成本逐季下降, 坏账压力明显减轻。
- **资本内生增长能力增强, 提升资本充足率。**截至 9 月末, 公司资本充足率和核心资本充足率分别为 11.39% 和 8.10%, 与年初相比略有下降; 但对比上半年则分别提高 0.34 和 0.19 个百分点。主要是资本消耗的速度得到有效控制, 公司资本内生能力增强所致。
- **配股方案已获通过, 核心资本将获得有效补充。**公司拟以 A+H 配股方式融资不超过 350 亿元人民币, 该方案已于近期得到银监会批准。预计配股完成后资本金将明显提升, 核心资本充足率将至少达到 9.5% 以上。

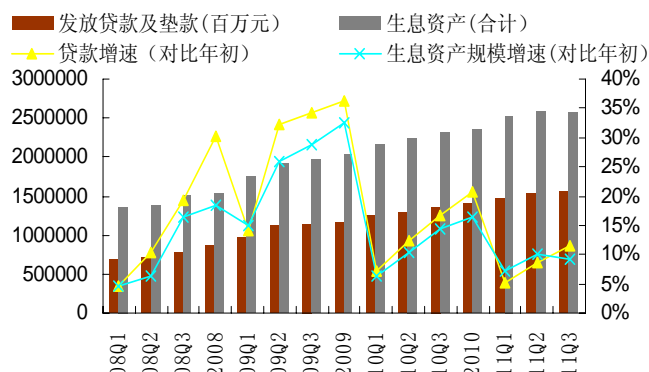
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	20,946	18,235	25,769	36,369	46,145
同比增减	%	37.41%	-12.94%	41.32%	41.14%	26.88%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.42	0.95	1.19	1.69	2.14
同比增减	%	38.24%	-33.03%	25.22%	41.14%	26.88%
市盈率 (P/E)	X	8.53	12.74	10.17	7.21	5.68
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.06	0.30	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	2.22%	0.49%	2.47%	2.47%	2.47%

图 1 招商银行总资产净利润



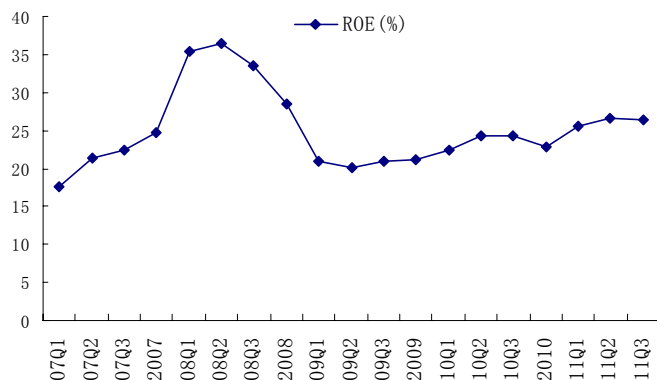
资料来源: WIND, 群益证券

图 2 招商银行生息资产、贷款的规模和增速



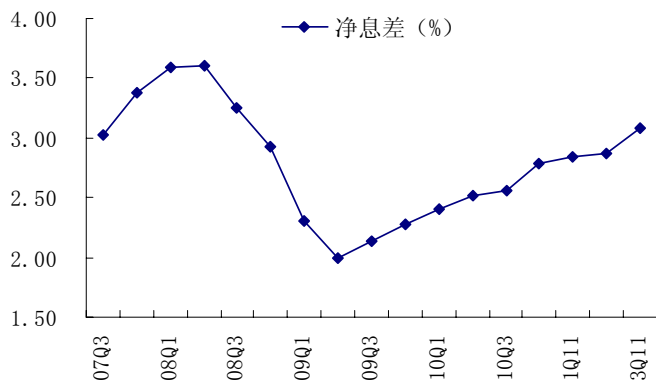
资料来源: WIND, 群益证券

图 3 招商银行净资产收益率



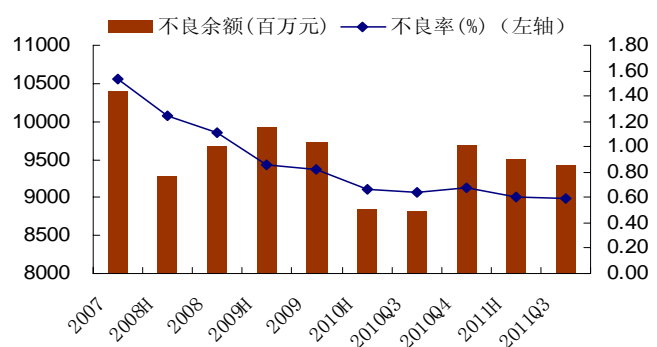
资料来源: WIND, 群益证券

图 4 招商银行各季度 NIM



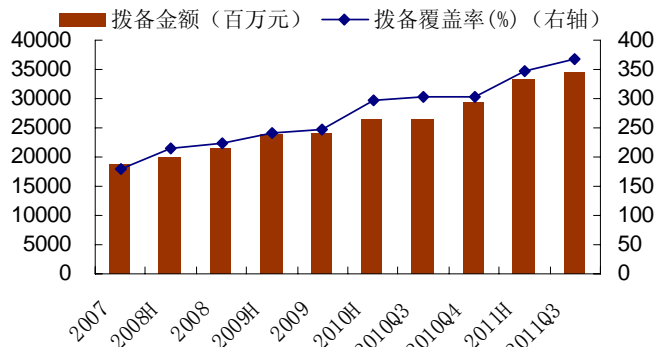
资料来源: WIND, 群益证券

图 5 招商银行不良贷款余额及比率变化



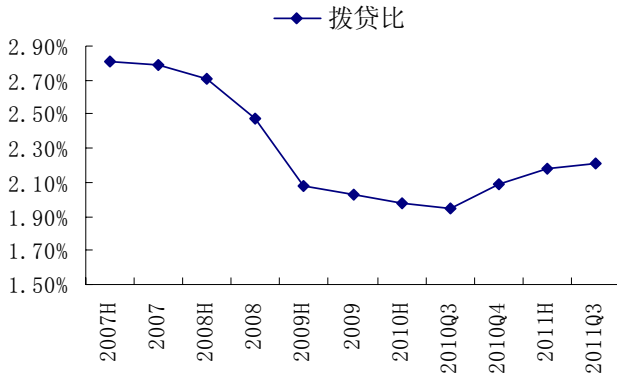
资料来源: WIND, 群益证券

图 6 招商银行拨备余额及拨备覆盖率走势



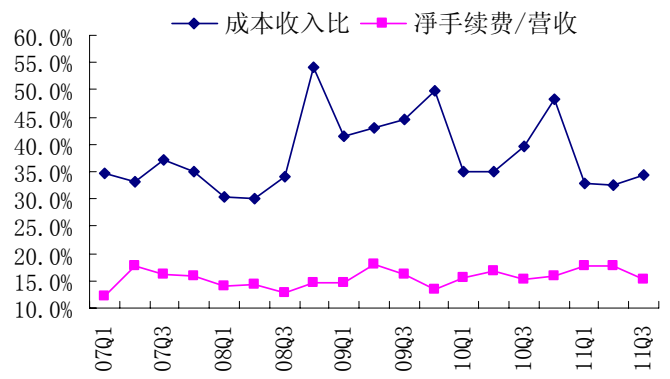
资料来源: WIND, 群益证券

图7 招行拨备/贷款余额比率变化



资料来源: WIND, 群益证券

图8 招行各季度成本收入比变化



资料来源: WIND, 群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	55,319	51,446	71,377	96,331	119,319
净利息收入	46,885	40,364	57,076	75,676	93,832
净手续费及佣金收入	7,744	7,993	11,330	16,328	21,038
营业支出	28,896	29,533	38,413	49,216	59,158
营业利润	26,412	21,913	32,964	47,115	60,161
拨备前净利润总额	31,566	24,884	38,465	54,676	67,570
资产准备支出	5,154	2,971	5,501	7,562	7,409
利润总额	26,759	22,384	33,343	47,630	60,718
减：所得税	5,813	4,149	7,574	11,260	14,572
净利润	20,946	18,235	25,769	36,369	46,145

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2008	2009	2010	2011F	2012F
现金及存放央行款项	181,601	216,167	294,955	355,421	428,282
存放同业款项	30,088	48,931	28,961	33,479	38,702
交易性金融资产	15,412	15,856	15,229	18,351	22,113
持有到期投资	70,373	80,201	97,614	110,694	125,527
可供出售金融资产	206,332	244,229	271,683	327,378	394,491
客户贷款	852,754	1,161,817	1,402,160	1,637,442	1,912,205
固定资产	11,676	12,519	15,038	16,993	19,202
其他资产	5,861	6,731	5,852	7,052	8,497
资产总计	1,571,797	2,067,941	2,402,507	2,831,595	3,337,318
同业存放款项	115,792	186,201	203,011	216,207	230,260
客户存款	1,250,648	1,608,146	1,897,178	2,173,604	2,260,548
负债合计	1,492,016	1,975,158	2,268,501	2,672,160	3,145,581
股本(百万股)	14,707	19,119	21,577	21,577	26,300
股东权益总额	79,781	92,783	134,006	159,435	191,737
负债和所有者权益总计	1,571,797	2,067,941	2,584,723	2,831,595	3,337,318

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	118471	52669	43096	60,498	82,684
投资活动产生的现金流量净额	-65389	-51263	-44683	-58,631	-51,657
筹资活动产生的现金流量净额	-2166	19223	-1802	7,761	8,394
现金及现金等价物净增加额	48785	19640	-3040	9,628	8,743

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。