2010 年 11 月 9 日

陳奇
C0050@capital.com.tw

目標價(元) 20.00

公司基本資訊

產業別	銀行
A 股價（10/11/08）	15.56
上證綜合指(10/11/08)	3159.51
股價 12 個月高/低	17.71/12.32
總發行股數（百萬）	21576.60
A 股數（百萬）	17666.13
A 市值（億元）	2748.85
主要股東	香港中央結算（代理人）有限公司(17.82%)
每股淨值（元）	6.17
股價/帳面淨值	2.52

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	15.77	8.74	-10.57

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-7-2	12.81	買入

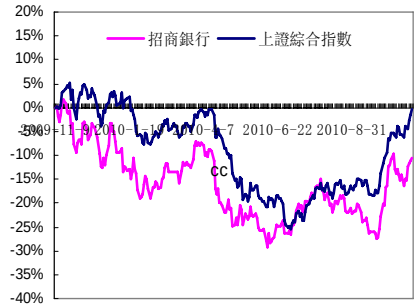
產品組合

淨利息收入	80.03%
手續費淨收入	15.18%
其他淨收入	4.79%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	12.73%
一般法人	43.08%
券商集合理財	0.14%

股價相對大盤走勢



招商銀行(600036.SH) Buy 買入（維持）

點評：資產穩步增長，盈利持續提高

結論與建議：

針對尚未出臺的撥貸比政策和地方政府融資平臺風險較高部分貸款資料，我們認爲招行在四季度將會加大撥備力度，預計公司四季度可實現淨利潤 53 億元，2010、2011 年可實現淨利潤 259 億元、327 億元，YoY 分別增長 42%、26%；EPS 分別爲 1.20 元和 1.52 元。目前 A 股股價對應 2010、2011 年 PE 爲 13 倍和 10 倍，PB 爲 2.4 倍和 2 倍。我們認爲公司作爲國內最爲優秀的零售銀行，價值相對低估，維持買入的投資建議。

- **資產規模穩步增長，盈利能力持續提高**。截至 2010 年 9 月末，招行資產總額爲 2.46 萬億元，比年初增長 14.1%；貸款及墊款總額爲 1.38 萬億元，比年初增長 16.5%。1-9 月，招行實現淨利潤 206 億元，比去年同期增長 57.4%；其中三季度實現淨利潤 73.8 億元，同比增長 53%，環比小幅增長 1.2%。盈利增長的主要原因是生息資產規模穩步增長和淨息差逐步回升。前三季度公司 ROAA 爲 1.24%，較去年同期提高了 27 個基點，較上半年提高 3 個基點，盈利能力持續提升。預計未來隨著招行調整資產結構，加強風險管理，公司的 ROAA 水準將會繼續提高。
- **三季度淨息差繼續提升**。1-9 月招行淨息差爲 2.64%，較去年同期提高 43 個基點；其中三季度爲 2.69%，較上半年提高 13 個基點。淨息差水準提升主要受益于負債成本保持較低水準，且風險定價能力有所增強。招行活期存款占比較高（9 月末爲 54.54%），10 月央行宣佈加息舉措中活期存款利率並未提高，因此我們認爲此次加息對招行的淨息差水準將會起到促進作用。預計招行四季度的淨息差將會繼續小幅上升。對於 2011 年，隨著升息週期的漸行漸近，以及招行風險定價能力的日漸增強，預計招行的淨息差將會延續上升趨勢。
- **三季度“不良”繼續實現雙降**。截至 9 月末，招行不良貸款總額爲 85.22 億元，比年初減 12.1 億元，環比減少 3.28 億元；不良貸款率 0.66%，比年初下降 0.16 個百分點，環比下降 0.01 個百分點；撥備覆蓋率 310%，比年初增加 63.4 個百分點，環比增加 12.5 個百分點。地方政府融資平臺方面，公司平臺貸款的結構與品質繼續保持優良：截至 9 月末，招商銀行的平臺貸款餘額約 1300 億元，占各項貸款餘額 10.02%，較年初下降了 0.43 個百分點。房地產貸款方面，公司相關貸款品質持續改善：截至 9 月末，招行對公房地產業貸款餘額 824 億元，不良率 0.84%，比年初下降 0.59 個百分點；住房按揭貸款餘額 2935 億元，不良率 0.12%，比年初下降 0.02 個百分點。
- **盈利預測和投資建議**。預計 2010、2011 年可實現淨利潤 259 億元、327 億元，YoY 分別增長 42%、26%；EPS 分別爲 1.20 元和 1.52 元。目前 A 股股價對應 2010、2011 年 PE 爲 13 倍和 10 倍，PB 爲 2.4 倍和 2 倍。我們認爲公司價值相對低估，維持買入的投資建議。

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	15,243	20,946	18,235	25,920	32,733
同比增減	%	81.10%	37.41%	-12.94%	42.14%	26.29%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.04	1.42	0.95	1.20	1.52
同比增減	%	81.10%	38.24%	-33.03%	25.96%	26.29%
市盈率(P/E)	X	14.90	10.84	16.19	12.85	10.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.27	0.06	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	1.75%	1.75%	0.39%	1.94%	1.94%

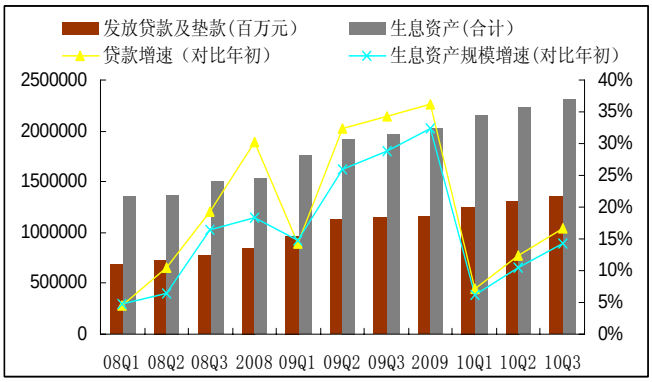
營運分析

■ 資產規模穩步增長，盈利能力持續提高

截至2010年9月末，招行資產總額爲2.46萬億元，比年初增長14.1%；負債總額爲2.22萬億元，比年初增長12.7%；客戶存款總額爲1.87萬億元，比年初增長16.6%；貸款及墊款總額爲1.38萬億元，比年初增長16.5%。

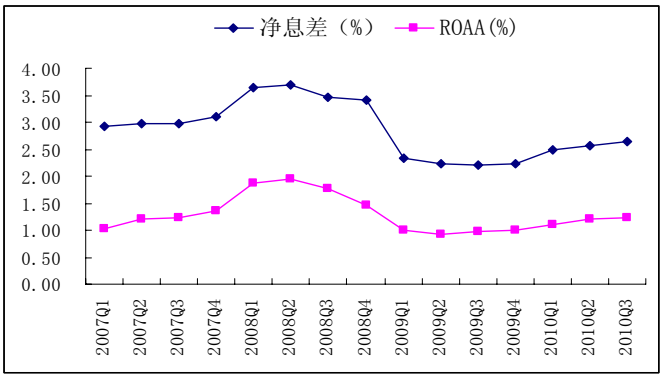
2010年1-9月，招行實現淨利潤205.85億元，比去年同期增長57.4%；實現營業收入512.98億元，其中，淨利息收入408.69億元，同比增長40.89%。招行盈利增長主要原因是生息資產規模穩步增長和淨息差（NIM）逐步回升。截止9月末，招行生息資產規模爲2.3萬億，較年初增長14.3%。前三季度公司NIM爲2.64%，較去年同期提高43個基點。公司前三季度ROAA爲1.24%，較去年同期提高了27個基點，較上半年提高3個基點，盈利能力持續提升（圖2）。公司“二次”轉型的目的就是要提高ROAA水準，預計未來隨著招行調整資產結構，加強風險管理，公司的ROAA水準將會繼續提高。

圖 1 招商銀行生息資產、貸款的規模和增速



資料來源：WIND，群益證券

圖 2 招商銀行各季度 NIM 和 ROAA 走勢



資料來源：WIND，群益證券

■ 三季度 NIM 繼續提升

1-9月招行淨息差爲2.64%，較去年同期提高43個基點；其中三季度爲2.69%，較上半年提高13個基點（圖2）。公司的淨息差水準提升主要受益於公司負債成本保持較低水準，且風險定價能力有所增強。

前三季度公司負債成本率爲1.27%，處於同業較低水準。同時公司通過明確貸款定價政策、加強貸款定價考核、加大產品創新力度及提升綜合化服務等措施，實現了貸款定價水準的明顯提高。2010年1-9月，公司新發放人民幣對公貸款加權平均利率浮動比例較2009年全年上升了3.3個百分點，新發放人民幣個人

住房按揭貸款加權平均利率浮動比例較2009年全年上升了13.5個百分點，新發放人民幣個人非住房按揭貸款加權平均利率浮動比例較2009 年全年上升了8.14個百分點。公司風險定價能力繼續增強。

招行活期存款占比較高（9 月末爲 54.54%），10 月央行宣佈加息舉措中活期存款利率並未提高，因此我們認爲此次加息對招行的淨息差水準將會起到促進作用。預計招行四季度的淨息差將會小幅上升。對於 2011 年，隨著升息週期的漸行漸近，以及招行風險定價能力的日漸增強，預計招行的淨息差將會延續上升趨勢。

■ **三季度資產品質繼續提升，不良實現雙降**

截至2010年9月末，招行不良貸款總額爲85.22億元，比年初減12.10億元，環比減少3.28億元;不良貸款率0.66%,比年初下降0.16個百分點,環比下降0.01個百分點；不良貸款撥備覆蓋率310.04%，比年初增加63.4個百分點，環比增加12.45個百分點。三季度末關注類貸款的餘額爲145億，較年初增加1.62億；關注類貸款占比爲1.12%，較年初減少8個基點，環比上半年增加6個基點，主要由於國慶長假因素的使得信用卡關注貸款有所上升。

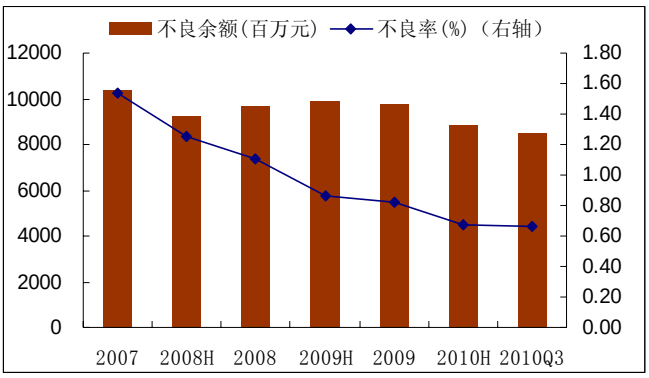
地方政府融資平臺方面，公司政府融資平臺貸款的結構與品質繼續保持優良。截至9月末，招商銀行的平臺貸款餘額約1300億元，占各項貸款餘額10.02%，較年初下降了0.43個百分點。根據招行披露，按照專案自身的現金流量和覆蓋程度分，全覆蓋的占比爲89.34%，基本覆蓋占比爲8.89%，半覆蓋的占比爲1.64%，無覆蓋的公益性專案占比0.13%。

房地產貸款方面，截至2010年9月末，招行對公房地產業貸款餘額824億元，不良率0.84%，比年初下降0.59個百分點；住房按揭貸款餘額2935億元，不良率0.12%，比年初下降0.02個百分點。在房地產市場不斷調控的形勢下，招行通過強化房地產貸款的風險管控，資產品質持續改善。

公司目前的撥備/總貸款比率爲2.04%，公司的不良率不斷下降，但貸款規模上升，組合撥備的數額也在上升，但整體來看撥貸比距離2.5%還有一定差距。若按達到2.5%的水準測算，目前公司撥備缺口爲60億元，約占全年淨利潤的2成。但目前銀監會還沒有明確規定撥貸比政策和過渡時間，若有5年的過渡期限，我們認爲對招行淨利潤影響不大。

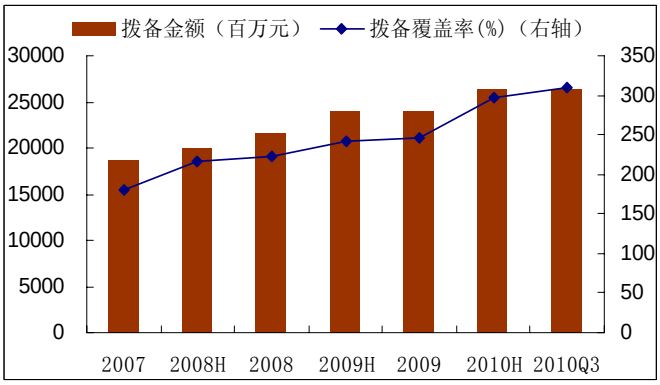
公司三季度的計提撥備5.85億元，信貸成本爲0.18%。我們認爲公司四季度存在加大計提撥備的可能，以應對未來可能發生的政策變化。

圖 3 招商銀行不良貸款餘額及比率變化



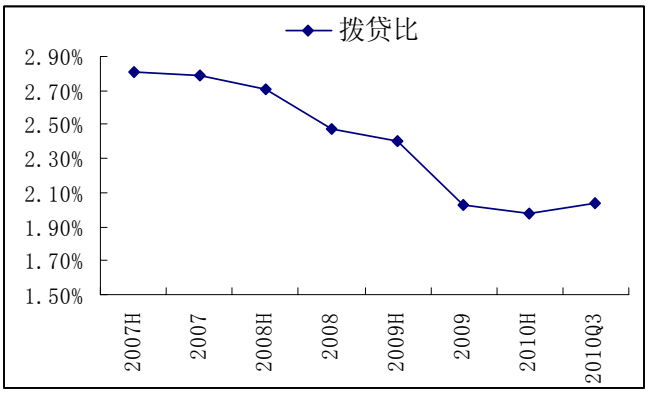
資料來源：WIND，群益證券

圖 4 招商銀行撥備餘額及撥備覆蓋率走勢



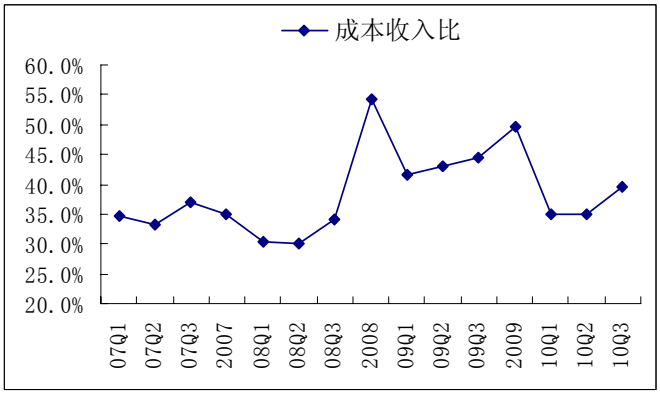
資料來源：WIND，群益證券

圖 5 招行撥備/貸款餘額比率變化



資料來源：WIND，群益證券

圖 6 招行各季度成本收入比變化



資料來源：WIND，群益證券

- **成本收入比環比有所上升**

2010 年 1-9 月，招行成本收入比（不含營業稅及附加）爲 36.68%，較去年同期下降 6.34 個百分點。其中三季度爲 39.6%，環比二季度上升 4.6 個百分點。招行目前仍然在加快網點建設，三季度有 3 家分行開業，目前有 7 家分行正在籌建中。四季度隨著新增網點等費用的集中體現，預計四季度管理費用將會有所上升。由於招行零售銀行的特點，我們預計 2011 年招行的成本收入比將較爲平穩。

盈利預測和投資建議

- **貸款增速**方面。中國即將進入“十二五”時期，隨著經濟結構的調整和發展方式的轉變，過去兩年的大規模信貸投放將逐漸回歸常態，預計明年信貸投放規模將會較今年有所回落。預計公司2011年將實現貸款增速14.8%，較今年全年19.8%的預計增速回落5個百分點。
- **淨息差**方面。招行活期存款占比較高（9月末爲54.54%），負債成本在同業中處於較低水準。10月央行宣佈加息舉措中活期存款利率並未提高，因此我們認爲此次加息對招行的淨息差水準將會起到促進作用。預計招行四季度的淨息差將會小幅上升。對於2011年，隨著升息週期的漸行漸近，以及招行風險定價能力的日漸增強，預計招行的淨息差將會延續上升趨勢。
- **成本**方面。招行前三季度成本收入比爲36.42%，較去年同期下降6.12個百分點。但四季度由於季節因素，預計管理費用將會有所上升。同時由於招行零售銀行的特點，我們預計2011年招行的成本收入比將較爲平穩。
- **撥備計提**方面。雖然目前監管部門並沒有明確規定撥貸比政策，但我們認爲公司很有可能未雨綢繆。同時四季度地方政府融資平臺四方對賬清理工作即將結束，對於風險較大部分的平臺貸款計提工作或將在四季度完成。因此我們認爲公司四季度撥備將會有所增加。
- 結合以上因素，我們預計公司四季度可實現淨利潤53億元，2010、2011年可實現淨利潤259億元、327億元，YoY分別增長42%、26%；EPS分別爲1.20元和1.52元。目前A股股價對應2010、2011年PE爲13倍和10倍，PB爲2.4倍和2倍。我們認爲公司作爲國內最爲優秀的零售銀行，價值相對低估，維持買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return；ER)為准，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)

中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)

賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并損益表

(人民幣百萬元)	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	40,996	55,319	51,515	69,488	84,745
淨利息收入	33,902	46,886	40,364	55,612	67,545
淨手續費及傭金收入	6,439	7,744	7,993	10,549	13,036
營業支出	20,043	28,896	29,533	36,477	42,752
營業利潤	20,915	26,412	21,913	33,011	41,993
撥備前淨利潤總額	24,220	31,565	24,884	39,077	47,180
資產準備支出	3,305	5,153	2,971	6,066	5,187
利潤總額	21,043	26,759	22,384	33,448	42,511
減：所得稅	5,800	5,813	4,149	7,529	9,777
淨利潤	15,243	20,946	18,235	25,920	32,733

附二：合并資產負債表

(人民幣百萬元)	2007	2008	2009	2010F	2011F
現金及存放央行款項	152,647	181,601	216,167	265,561	320,001
存放同業款項	13,895	30,088	48,931	54,876	63,437
交易性金融資產	10,838	15,412	15,856	19,503	23,501
持有到期投資	74,632	70,373	80,201	84,861	96,232
可供出售金融資產	142,070	206,332	244,229	282,084	339,912
客戶貸款	654,417	852,754	1,161,817	1,400,687	1,635,722
固定資產	7,707	11,676	12,519	15,837	17,895
其他資產	4,420	5,861	6,731	17,413	20,983
資產總計	1,310,552	1,571,797	2,067,941	2,522,888	2,973,476
同業存放款項	218,520	115,792	186,201	207,056	220,514
客戶存款	943,534	1,250,648	1,608,146	1,968,670	2,392,931
負債合計	1,242,568	1,492,016	1,975,158	2,386,590	2,814,264
股本(百萬股)	14,705	14,707	19,119	21,576	21,576
股東權益總額	67,984	79,781	92,783	136,298	159,212
負債和所有者權益總計	1,310,552	1,571,797	2,067,941	2,522,888	2,973,476

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	773.06	6189.1	11383.3	9,498	10,684
投資活動產生的現金流量淨額	-6193.46	-4756.03	-9613.94	-7,185	-8,399
籌資活動產生的現金流量淨額	6560.08	-527.65	-511.63	7,761	3,320
現金及現金等價物淨增加額	1103.15	833.89	1259.31	1,628	1,206

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證¡@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證¡@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。