

公司研究報告

2018 年 1 月 25 日

招商銀行(3968.HK)

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

李文傑

研究員

mkli@sinopac.com

伍其峰

研究員

dkfng@sinopac.com

黃景成

研究員

gary.wong@sinopac.com

股票資料

股份編號:	3968.HK
市價:	HKD38.60
H 股市值:	HKD1772.1 億
52 周低/高位:	HKD16.10/ HKD39.50
市盈率:	13.3 倍
股息率:	2.36 倍

公司簡介

- 招商銀行是中國第一間全股份制商業銀行，由招商局集團所創辦，成立只有約 30 年便已成功超越交通銀行 (3328.HK) 成為內地第五大規模的銀行。亦是已上市中最大的全股份制商業銀行。
- 收入分佈方面，集團超過 6 成收入源自於利息收入的借貸業務。另外非利息的收入業務包括銀行卡、結算與清算及代理服務等業務，另外託管業務亦佔該範疇不少的份額。

圖 1：招商銀行股價圖



資料來源：永豐金證券(亞洲)、彭博

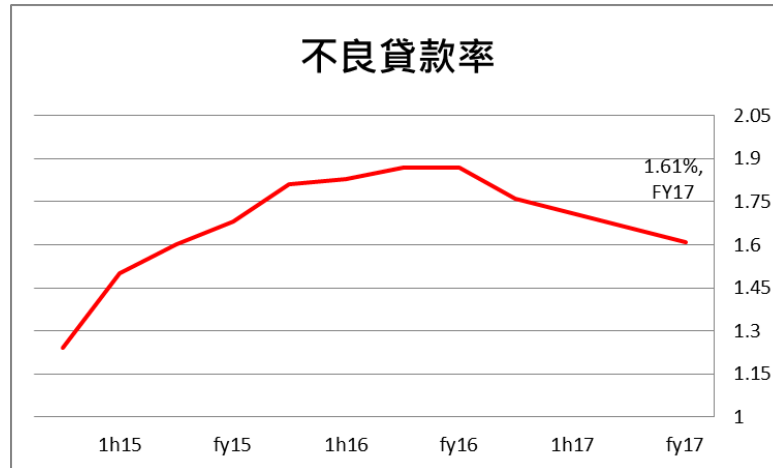
業績快報

- 招商銀行於 2018 年 1 月 23 日發佈了業績快報。
- 整體業績較市場預期略好，純利由 2016 年的 620.81 億元人民幣上升至 2017 年的 701.50 億元人民幣，上升幅度達 13%。
- 第 4 季的非利息淨收入錄得增長令全年的非利息淨收入錄得輕微上升，上升幅度為 1.39%。
- 不良貸款率亦持續改善，由 3Q17 的 1.66 下跌至 FY17 的 1.61。貸存比維持於 88% 的水平。

資產質素改善

- 資產質素轉差是多家內銀一直需要面對的問題，當中尤以招商銀行的不良貸款率最為嚴重，於 2016 年全年不良貸款率均高企於 1.80% 以上（見圖 2），但步入 2017 年，招商銀行的不良貸款率獲得明顯改善，於首季便已回落至 1.80% 以下，於最近的一季（FY17）更回落至近 1.60% 的水平，令被人垢病的資產質素問題得以舒緩。

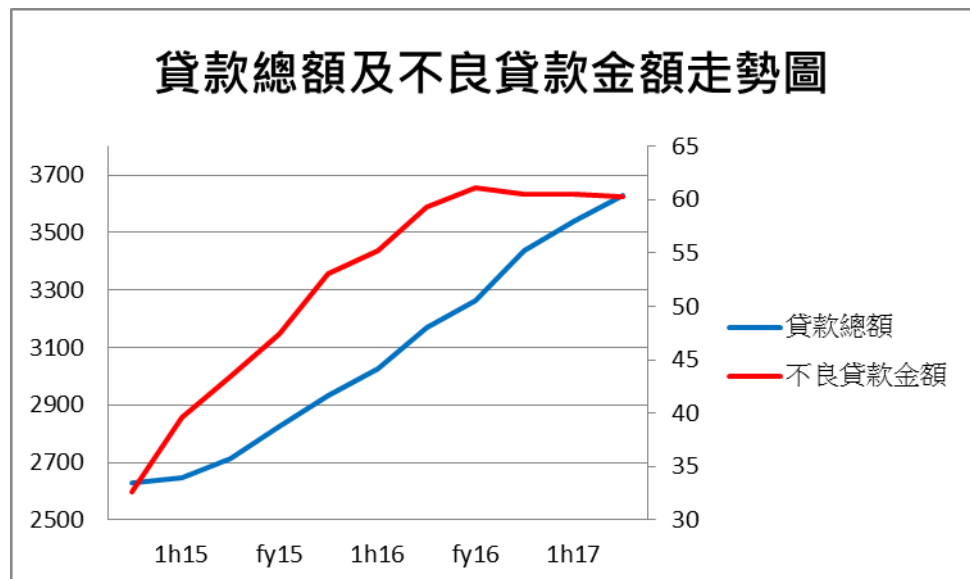
圖 2：招商銀行不良貸款率



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

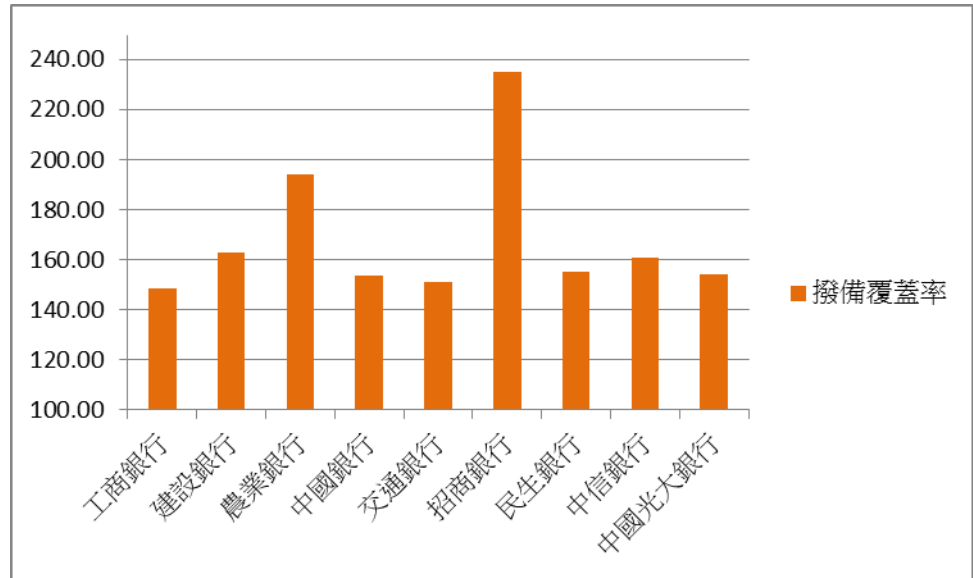
- 不良貸款率回落的原因除了因為招商銀行的貸款總額上升令基數變大外，不良貸款金額步入 2017 年後錄得下降才是主因（見圖 3），在此消彼長的情況下，不良貸款率獲得重大改善。
- 值得注意的是招行在撥備方面亦未有鬆懈，貸款減值方面一直維持於高水平，於 3Q17 撥備覆蓋率已超過農業銀行（1288）成為撥備覆蓋率最高的內銀（見圖 4），亦是唯一一家內銀撥備覆蓋率超過 200%，進一步提高投資者對招行資產質素的信心。

圖 3：貸款總額與不良貸款金額走勢圖（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

圖 4：各大內銀 3Q17 撥備覆蓋率

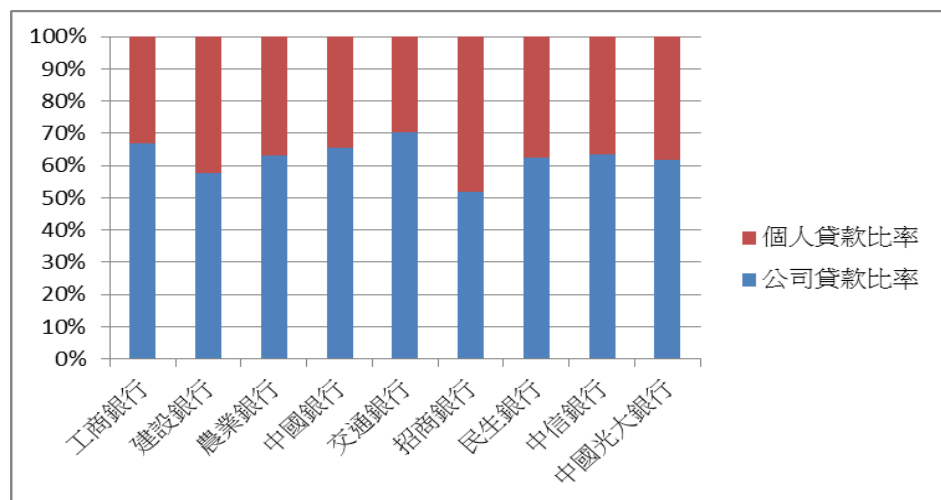


資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

著重零售業務

- 招商銀行一大優勢是業務取向上更著重於零售業務，從圖 5 中可以看出，招商銀行是眾內銀中個人貸款比率最高的。
- 著重零售業務的好處有兩點。1) 零售業務能提高公司的盈利能力，傳統上零售業務純利率較其他業務為高；2) 更有效提高資產質素，招商銀行的個人貸款業務雖然佔貸款總額 48.1%，但個人業務所衍生的不良貸款額只佔總額的 24.5%。由此可見，著重零售業務的招商銀行有著長遠發展上更佳的優勢。

圖 5：1H17 各內銀貸款分佈圖



資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

較同業更著重金融科技發展

- 招商銀行於金融科技發展方面採取進取的態度，公司每年均提取上一年度的 1% 稅前利潤作金融科技的開發。
- 公司在手機銀行開發方面亦已有小成，在 2017 年新浪所進行的手機銀行評測中，招行的手機銀行在 21 間內銀中奪得最高評分，顯示招行在該領域的發展處於領先位置。
- 零售業務發展向來最重要的就是成本控制方面的問題，招行如有效發展金融科技應可大幅降低成本，從而提高盈利，而另一方面，能更有效集中資源於私人銀行等業務。

圖 6：內地手機銀行評測（只表錄文中有提及的內地銀行）

	總分(100)	體驗性(40)	功能性(35)	技術與安全(20)	創新(5)
工商銀行	91.6	36.5	34.5	17.1	3.5
建設銀行	80.7	31.5	31.8	16.4	1.0
農業銀行	78.5	31.0	30.8	14.2	2.5
中國銀行	75.6	27.5	33.8	13.3	1.0
交通銀行	81.4	32.5	33.0	12.4	3.5
招商銀行	94.9	39.5	34.8	16.1	4.5
民生銀行	89.3	36.5	34.0	15.8	3.0
中信銀行	80.4	31.5	31.0	14.4	3.5
中國光大銀行	66.5	24.0	26.3	15.2	1.0

資料來源：新浪網，永豐金證券(亞洲)

人行擁有加息籌碼

- 市場預期美國進入加息週期，固然人行利率與美國聯儲局並未掛勾，人行發言人亦有指出中國利率已較美國「行前」，亦指人行未有加息需要。
- 但事實是中國於 2018 年初人行的 63 天逆回購利率上升 5 點子，該次「放水」除了令內銀及大市向好外，亦被解讀為人行的「另類加息」。
- 儘管人民銀行未有表面加息需要，但隨中國及外圍整體經濟向好，人行同樣掌握了加息的本錢，而如果利率得以上調，招商銀行將會成為直接受惠者之一。

我們的看法

- 現時招商銀行的市盈率已超越過去兩年的平均高位（見圖 7）。
- 但依 2017 年業績快報的純利指引，以昨日收市價計算市盈率約為 11 倍左右，我們認為股價仍算可接受水平。
- 長遠而言，招商銀行資本充足率理想，資產質素於一年間大幅改善，擁有極高的撥備覆蓋率，加上著重零售業務方面的發展，我們相信招商銀行的業績可以持續增長及跑贏同業。
- 股價暫時仍處於試頂的狀態，建議買入價為 37.50 港元左右，短期可試 40.00 港元的心理關口，中期則可上望 12 倍市盈率的 42.00 港元水平或以上。止蝕價 34.50 港元。

圖 7：招商銀行過去 2 年市盈率



資料來源：永豐金證券(亞洲)、彭博

表 1：損益表 (人民幣十億元，除非另有註明)

	FY15	FY16	9M16	9M17
利息收入	235.976	215.481	161.930	178.008
利息支出	(98.390)	(80.886)	(61.208)	(70.623)
淨利息收入	137.586	134.595	100.722	107.385
淨手續費及佣金收入	53.009	60.865	49.236	49.334
其他淨收入	11.571	14.489	11.030	8.989
淨非利息收入	64.580	75.354	60.266	58.323
營業總收入	202.166	209.949	160.988	165.708
營業支出	(67.957)	(65.148)	(46.134)	(47.946)
撥備前利潤	134.209	144.801	114.854	117.762
撥備開支	(59.266)	(66.159)	(47.640)	(43.838)
聯營公司盈利/(虧損)	0.136	0.321	0.224	0.653
除稅前利潤	75.079	78.963	67.438	74.577
所得稅開支	(17.061)	(16.583)	(15.094)	(15.413)
淨利潤	58.018	62.380	52.344	59.164
非控制性權益的淨利潤	(0.322)	(0.299)	(0.202)	(0.359)
本行股東的淨利潤	57.696	62.081	52.142	58.805

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 2：盈利與股息 (人民幣，除非另有註明)

	FY15	FY16	9M16	9M17
每股收益(基本)	2.29	2.46	2.07	2.33
每股收益(稀釋)	2.29	2.46	2.07	2.33
股息	0.69	0.74	N/A	N/A
股息分派率(%)	30.1%	30.1%	N/A	N/A
股息率(%)	2.20%	2.36%	N/A	N/A

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 3：增長 (同比)

	FY15	FY16	9M16	9M17
淨利息收入(十億人民幣)	137.586	134.595	100.722	107.385
淨利息收入增長(%)	17.4%	-2.2%	17.2%	6.6%
淨非利息收入(十億人民幣)	64.580	75.354	60.266	58.323
淨非利息收入增長(%)	31.4%	16.7%	52.8%	-3.2%
純利(十億人民幣)	57.696	62.081	52.142	58.805
純利增長(%)	3.2%	7.6%	13.8%	12.8%
淨利差(%)	2.61%	2.37%	2.43%	2.29%
淨利息收益率(%)	2.77%	2.50%	2.56%	2.42%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	FY15	FY16
市盈率	14.3	13.3
市帳率	2.29	2.05

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 5：資產質素

	FY15	FY16	9M16	9M17
核心一級資本充足率(%)	10.83	11.54	12.43	12.72
一級資本充足率(%)	10.83	11.54	12.44	12.72
資本充足率(%)	12.57	13.33	14.16	15.01
不良貸款比率(%)	1.68%	1.87%	1.87%	1.66%
撥備覆蓋率(%)	178.95%	180.02%	186.39%	235.15%
貸款撥備率(%)	3.00%	3.37%	3.48%	3.90%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 5：財務狀況表 (人民幣十億元，除非另有註明)

	FY16	9M17
資產		
現金	16.373	15.395
存放中央銀行款項	581.156	554.526
存放同業和其他金融機構款項	103.013	78.804
拆出資金	200.251	149.314
買入返售金融資產	278.699	169.067
貸款各墊款	3,151.649	3,491.964
可供出售金融資產	389.138	395.487
持有至到期投資	477.064	541.930
應收款項類投資	528.748	521.241
固定資產	43.857	48.487
其他資產	172.363	203.024
總資產	5,942.311	6,169.239
負債		
向中央銀行借款	330.108	330.822
同業和其他金融機構存放款項	555.607	406.501
拆入資金	248.876	280.770
賣出回購金融資產款項	162.942	163.597
客戶存款	3,802.049	3,974.219
應付債券	275.082	384.780
其他負債	164.285	187.910
總負債	5,538.949	5,728.599
股東權益		
股本	25.220	25.220
資本公積	67.523	67.523
投資重估儲備	1.454	(1.322)
套期儲備	(0.019)	(0.083)
盈餘公積	39.708	39.708
一般風險準備	67.838	68.039
未分配利潤	180.447	239.051
建議分配利潤	18.663	0.000
外幣財務報表折算差額	1.516	(0.101)
歸屬於本行股東權益合計	402.350	438.035
非控制性權益	1.012	2.605
股東權益合計	403.362	440.640
負債及股東權益合計	5,942.311	6,169.239

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2018 年 1 月 25 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。