

### 降息週期的來臨，影響招行盈利

- **招行三季度盈利環比下降 16%**：招行前三季度實現淨利潤 190 億，同比增長 90%，其中第三季度實現淨利潤 58 億，較二季度下降了 16%，盈利開始下滑，主要原因為淨手續費收入增長放緩和淨利息收入增速放緩。
- **淨利息收入增速放緩的原因主要是淨息差的縮小**：三季度利息收入環比增速 51%，而利息支出環比增速達到 59%，使得淨利息收入環比下降 6%，受到兩次降息的影響和貸存比下降的影響，三季度淨息差較上半年的 3.66% 下降到 3.50%，預計未來降息和貸存比的進一步下降的影響，我們預測全年的淨息差將下降到 3.34%。
- **招行資產品質略有改善，但仍需關注**：三季度資產品質進一步改善，不良貸款率下降到 1.2%，比上半年末進一步下降 0.05%，三季報中招行對外幣資產計提了 7800 多萬美元的撥備，而我們預測歐美金融危機尚未結束，其海外資產仍有損失的風險，我們的模型中計提了近 1 億美元的撥備。關注類貸款占比較低，由關注類降級為不良貸款的壓力會有所減小，整體看全年的不良貸款率將可以維持在前三季度水準，或略有上升。對中小企業的貸款餘額達到 2100 多億，占銀行境內貸款的 44%，比年初提高了 0.8%，中小企業部分貸款的不良率為 2.67%，比年初下降了 0.95%，受全球經濟放緩和我國宏觀經濟轉型的影響，我們預測未來招行的不良率將會有所提升，但應仍處在控制範圍內，我們對此密切關注。
- **中間業務收入增速放緩**：三季度實現淨手續費收入近 17 億元，環比下降了 19%，手續費收入下滑的幅度超過了我們的預期，預計四季度手續費收入有望保持在三季度的水準，但未來增速放緩的趨勢基本確定。
- **進入降息週期，招行資產盈利能力受影響較大，我們下調目標價至 22 港元，認為合理價位區間為 20-24 港元，維持買入評級**：降息對招行影響主要體現在以下三個方面：活期存款占比較高，而活期存款的利率一般不會調整，這就使得招行在降息政策下，淨息差收窄的幅度大於同行；招行債券資產期限較短，而債券的收益率和存款利率相關性很大，降息後，招行到期後新買入的債券收益率會下降，相對存量債券期限長的銀行，受到降息影響要大；招行貸存比較高，受到降息的負面影響較大。

\*1 港元=0.88 元人民幣

第一上海研究部

86755-33331816

行業 金融行業

股價 12.2 港元

目標價 22.0 港元  
(+80%)

市值 313.4 億港元

已發行股本 26.3 億股

52 周高/低 39.5 港元/8.7 港元

每股淨現值 6.4 港元

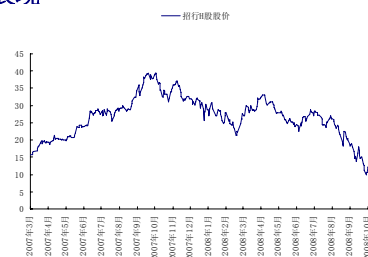
主要股東 招商局集團有限公司 (17.6%)  
中國遠洋運輸總公司 (6.4%)  
中國海運總公司 (5.1%)

### 盈利摘要

單位 MRMB	2006 實際	2007 實際	2008 預測	2009 預測	2010 預測
主營業務收入	24.023	40.341	54.567	62.549	71.163
(+/-)	31.87%	67.93%	35.26%	14.63%	13.77%
淨利潤	6.761	15.243	23.126	26.574	29.993
市盈率	25.4	11.7	7.8	6.8	6.0
每股收益	0.48	1.04	1.57	1.81	2.04
(+/-)	29.73%	116.67%	51.20%	14.91%	12.86%
股息收益率	1.04%	2.32%	3.28%	4.52%	5.10%

來源：公司資料，第一上海

### 股價表現



來源：彭博財經

## 附錄：財務報表摘要

利潤表摘要	2006 實際	2007 實際	2008 預測	2009 預測	2010 預測
利息收入	33,990	51,585	72,965	83,267	93,062
利息支出	(12,481)	(17,683)	(26,777)	(31,798)	(35,782)
淨利息收入	21,509	33,902	46,188	51,468	57,280
手續費收入	2,988	7,258	9,310	12,312	15,425
手續費支出	(474)	(819)	(931)	(1,231)	(1,543)
淨手續費收	2,514	6,439	8,379	11,081	13,883
其他投資淨	748	617	1,117	2,500	2,650
經營收入合	24,771	40,958	55,684	65,049	73,813
營業稅費附	(1,573)	(2,384)	(3,332)	(3,871)	(4,394)
經營費用	(9,518)	(14,354)	(18,116)	(21,954)	(25,693)
撥備前利潤	13,680	24,220	34,236	39,225	43,726
撥備	(3,691)	(3,305)	(4,836)	(5,576)	(5,560)
所得稅	(3,290)	(5,800)	(6,274)	(7,074)	(8,173)
淨利潤	6,761	15,243	23,126	26,574	29,993
每股收益	0.48	1.04	1.57	1.81	2.04

增長比率	2006 實際	2007 實際	2008 預測	2009 預測	2010 預測
貸款餘額	19.70%	19.00%	15.00%	15.00%	15.04%
存款餘額	21.90%	21.94%	21.60%	17.86%	16.91%
生息資產	27.23%	40.92%	21.55%	17.71%	16.73%
計息負債	25.89%	41.39%	24.21%	16.90%	16.19%
淨利息收	29.51%	57.62%	36.24%	11.43%	11.29%
非利息收	42.40%	116.31%	34.58%	43.02%	21.74%
經營收入	31.00%	65.35%	35.95%	16.82%	13.47%
撥備前利	38.70%	77.05%	41.35%	14.57%	11.48%
淨利潤	87.80%	125.46%	51.71%	14.91%	12.86%

重要指標	2006 實際	2007 實際	2008 預測	2009 預測	2010 預測
ROAA	0.85%	1.36%	1.58%	1.50%	1.45%
ROEA	12.91%	24.79%	30.76%	28.50%	25.99%
平均生息資產生息率	4.30%	4.73%	5.27%	4.93%	4.73%
平均負債付息率	1.61%	1.77%	2.05%	2.01%	1.93%
spread	2.69%	2.96%	3.22%	2.92%	2.79%
NIM	2.72%	3.11%	3.34%	3.04%	2.91%
貸存比	73.11%	71.35%	67.47%	65.84%	64.79%
撥備覆蓋率	135.71%	179.63%	221.37%	186.07%	183.90%
風險加權資產/總資產	70.68%	65.04%	63.00%	62.50%	62.00%
核心資本充足率	9.58%	9.02%	8.79%	9.10%	9.64%
成本收入比	38.33%	34.87%	32.53%	33.75%	34.81%
不良貸款率	2.12%	1.54%	1.25%	1.56%	1.59%
信貸成本	0.65%	0.49%	0.56%	0.63%	0.54%
貸款撥備/總貸款	2.88%	2.77%	2.77%	2.90%	2.93%
股息派發率	26.00%	26.80%	25.00%	30.00%	30.00%
實際稅率	32.73%	27.57%	21.34%	21.02%	21.42%

資產負債表摘要	2006 實際	2007 實際	2008 預測	2009 預測	2010 預測
總資產	934,102	1,310,552	1,625,518	1,908,112	2,222,925
貸款餘額(毛額)	565,702	673,167	774,142	890,290	1,024,212
生息資產(總計)	919,350	1,295,543	1,574,704	1,853,561	2,163,685
存款餘額	773,757	943,534	1,147,337	1,352,206	1,580,910
計息負債(總計)	865,145	1,223,257	1,519,406	1,776,181	2,063,723
每股淨資產	3.75	4.62	5.60	7.08	8.61
股東權益	55,160	67,984	82,360	104,141	126,688

注1：以上財務報表未合併永隆銀行，並就收購永隆銀行產生的商譽我們預測在08年的年報中，會出現減值損失，對此我們計提了5億元人民幣的減值準備。

注2：以上金額均以人民幣百萬為單位，比率和每股收益項除外。

資料來源：第一上海研究部

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。