

招商銀行(3968 HK, HK\$15.8, 買入) - 中期業績盈喜

- ❖ 招商銀行發佈 2011 年上半年業績快報，根據中國會計準則，期內營業額按年增長 39.7% 至人民幣 460 億元，淨利潤增長 40.1% 至人民幣 185 億元。按季度來看，今年一季度錄得盈利人民幣 88 億元，二季度錄得盈利人民幣 97 億元，按季上升 14.1%。
- ❖ 期末不良貸款率繼續下降 0.07 個百分點至 0.61%，資產品質維持較好水準。股東權益較年初增長 8.2% 至人民幣 1,450 億元，因此，每股淨資產增至人民幣 6.72 元。總資產較年初增長 10% 至人民幣 2.64 萬億元。我們預計期內負債增長幅度約為 7-8%。
- ❖ 業績快報顯示，招行上半年依然取得較為理想的業績。根據以往財年的經驗，以及對下半年經濟形勢的判斷，我們預計下半年淨利潤會略高於上半年或與上半年基本持平，因此全年淨利潤有望達到人民幣 370 億元以上，高於我們之前 363 億元的估計值約 2%。我們將在中報正式公佈後對估值模型進行相應調整。
- ❖ 目前，招商銀行的 2011 年市盈率為 7.8 倍及市帳率為 1.7 倍，基於資產品質優良，我們認為估值吸引。我們重申買入評級，目標價為 25 港元，相等於 12.4 倍市盈率及 2.7 倍市帳率。

招商銀行 (3968 HK)

評級	買入
收市價	HK\$15.8
目標價	HK\$25.0
市值 (港幣百萬)	309,338
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	361.7
52 周高/低 (港幣)	23.9/15.34
發行股數 (百萬股)	21,576
主要股東	招商集團(18.0%)

來源: HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-19.0%	-4.7%
3 月	-21.6%	-5.5%
6 月	-16.4%	1.5%

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	FY11E	FY12E	FY13E
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)	14.6	11.0	7.8	6.6	5.7
市帳率(x)	2.9	2.2	1.7	1.5	1.3
股息率 (%)	1.5	1.8	3.1	4.6	6.2
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: 公司及招銀國際研究部

宏觀與策略 - 長期投資機會出現

❖ **動盪的投資市場。**自美國的主權評級被標準普爾下降至 AA+ 以後，全球股票市場在過去數天大幅波動。自 7 月底至今，美國道瓊斯指數下跌 1,423 點或 11.7%，香港的恒生指數下跌 2,483 點或 11.1%。雖然美國的信用評級被下調，不過 10 年的美國國庫債券孳息率由上週五的 2.56% 下跌至昨天的 2.171%，顯示投資者仍相信美國政府的還款能力。而且，昨天美國聯儲局的公開市場委員會表示，美國的低息環境仍會持續至 2 年。

❖ **中國通脹肉受控。**中國經濟的首要敵人是通脹，中國 7 月份的消費者價格指數上升 6.5%，較 6 月份微升 0.1 個百分點。另外，中國的豬肉價格在 7 月中開始回落，我們相信中國的通脹會在今年第 3 季見頂，然後在第 4 季回落。所以，我們認為中國有機會在第 4 季將它的貨幣政策由”緊縮”轉為”中性”。

❖ **企業盈利增長強勁。**藍籌公司自 7 月底開始公佈盈利。除了恒隆地產(101)及國泰航空(293)出現盈利倒退外，其他公司皆錄得亮麗的業績增長，增幅由 14% 至 664%。恒隆地產盈利下跌 74% 至 58 億港元，因為去年缺乏物業銷售收入，國泰是受到油價上升的影響。我們預期恒生指數成份股的平均基本盈利於 2011 年上升 19%，2012 年上升 12%。

❖ **雖然我們預期中國經濟增長會在 2011 年減慢至 9.6%，2012 年至 9.5%，但仍較其他國家優勝。**目前，恒生指數的市盈率為 11.0 倍，我們認為估值吸引，但短期表現會受週邊因素影響，例如：美國及歐洲的國債問題。我們仍然維持恒指的目標為 26,700 點，但目標時間由未來 6 個月延長至 12 個月，首選的行業為地產、銀行、零售及工業。

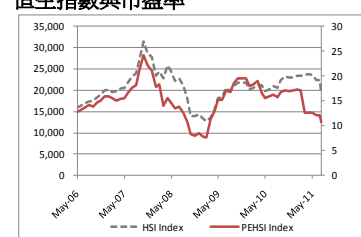
公司業績

公司	純利	改變
恒隆地產(101)+	58億港元	-74%
國泰(267)	28億港元	-59%
港交所(388)	26億港元	14%
恆生銀行(11)	81億港元	16%
友邦保險(1299)	13億美元	24%
東亞銀行(23)	27億港元	31%
中國海外(688)	68億港元	35%
匯豐(5)	92億美元	36%
騰訊(700)	52億元人民幣	41%
電能(6)	41億港元	47%
長江(1)	333億港元	179%
和黃	493億港元	664%

來源：公司

+恒隆公佈 2011 財年全年業績，其他公司皆為 2011 財年的中期業績

恒生指數與市盈率



來源：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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。接收本報告之行為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。