

公司报告

招商证券(香港)有限公司

招商银行 (3968 HK)

2014年业绩路演会议纪要

- 在推行一体两翼战略的过程中,未来仍以零售金融为主,公司金融和同业金融共同协助,目标未来零售金融占税前利润的比例每年提高3%。
- 2014年总体表现良好,净利润同比增长8.06%。预期2015年盈利仍将保持稳定的增长,风险加权资产增速略放缓,净息差会进一步收窄,资产质量压力依然不减。
- 未来分红率仍将维持稳定;各级资本充足率均高于最低监管要求,未来一年暂无进一步股本融资计划。重申买入评级;仍为短期首推股之一。

2014年业绩回顾

2014年招行总资产达4.7万亿元人民币(下同),净利润同比增长8.06%,达到559亿元,平均总资产收益率为1.28%,平均净资产收益率19.28%,不良率略升至1.11%,目前风险依然可控。不良上升的原因包括:1)中小企业特别是长江三角洲地区一些产能过剩行业的小企业风险抵御能力比较差;2)招行的五级分类比较严格,及早发现问题,及早采取应对措施,90天以上的逾期都纳入了不良。招行地方融资平台贷款敞口不大,去年年末只有1200多亿的平台贷余额,今年到期的只有880亿元。平台贷中90%的贷款是省级或市级的平台,98%是现金流全覆盖,能够覆盖其本金和利息,资产质量保持稳定,2014年没有出现一单不良。政府推出地方债务置换计划,对招商银行而言是个利好。

2015年盈利展望

2015年经济增速仍下行,不良资产风险处于不断暴露期,招行整个风险加权资产的增速会比2014年低2-3%。降息以及利率市场化的进一步推进将使净息差进一步走低。不良率仍将上升,主要来自产能过剩行业,何时出现拐点目前还不好说。平台贷款资产质量会相对比较稳定,未来会逐渐解决,中小企业的不良未来还会继续暴露。零售贷款的资产质量也不会有大问题,都有充足的抵押。总体上,认为未来不良贷款率可能会维持在2%以内或左右。目前招行的资本充足率完全满足监管要求,近期没有进一步的融资计划,未来分红率仍将维持在稳定水平,会积极推进员工持股计划并希望未来监管政策能够在混业经营方面有所进展,在净息差不断收窄的情况下为银行提高非息收入创造条件。

催化剂及估值

财政和货币政策的进一步放松,资产质量出现好转;以及一体两翼新战略初显成效,这些都将会推动股价上涨。招商银行目前的估值为1.06倍的15年预测市净率,以及6.20倍的15年预测市盈率,我们认为相比于1.65倍市净率这一历史平均水平,目前的估值水平依然不高。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
营业额	113,754	133,030	162,106	179,498	196,325
同比增长(%)	17.8%	16.9%	21.9%	10.7%	9.4%
净利润	45,268	51,743	55,911	63,308	68,627
同比增长(%)	25.3%	14.3%	8.1%	13.2%	8.4%
每股盈利(人民币)	2.10	2.30	2.22	2.51	2.72
每股股息(人民币)	0.63	0.62	0.67	0.75	0.82
市盈率(X)	7.42	6.76	7.02	6.20	5.72
市净率(X)	1.68	1.48	1.25	1.06	0.91
股本回报率(%)	24.8%	22.2%	19.3%	18.5%	17.1%

注:2015年4月1日的收盘价。

来源:彭博,公司资料,招商证券(香港)研究部。

王冬儿

+852 3189 6176

dongerwang@cmschina.com.hk

郑汇亨

+852 3189 6394

seancheng@cmschina.com.hk

最新变动

不适用

买入

前次评级	买入
股价	HK\$19.28
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$20.16 (+4.6%)
前次目标价:	HK\$20.16

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
3968 HK	8.2	45.0	45.2
HSI	1.0	9.4	11.7

行业: 银行

恒生指数	25083
国企指数	12537

重要数据

52周股价区间(港元)	13.12-19.96
港股市值(十亿美元)	63.7
日均成交量(百万股)	23.5
每股净资产(人民币)	14.73

主要股东

香港中央结算(代理人)有限公司	17.97%
招商局轮船股份有限公司	12.54%
安邦财产保险股份有限公司-传统产品	10.72%
总股数(十亿股)	25.2
自由流通量	100%

相关报告

1. 招商银行(3968 HK) - 下行周期中营收增长仍然坚挺,但信用成本提升拉低净利润增速;重申买入评级(买入) 2015/03/16

路演会议纪要

管理层简要介绍招行2014年业绩情况:

2014年招行总体表现良好,总资产达4.7万亿元,净利润同比增长8.06%,达到559亿元,平均总资产收益率为1.28%,平均净资产收益率19.28%,不良率略有上升,达到1.11%,目前风险依然可控。

2014年招行资本充足率也稳步提升,不管是按照权重法还是高级法计算的资本充足率都高于监管要求,并且较去年有所提升。

2014年不良有所暴露,拨备覆盖率略降至233%,管理层自认为招行对贷款的分类还是比较审慎的,逾期90天以上的贷款全部都纳入了不良贷款。

2014年招行践行一体两翼的轻型银行战略,取得了良好的成效。首先,权重法下风险加权资产占总资产的比例为65.61%,比2013年下降了1.72个百分点,也就是说用同样的资本可以开展更多的业务。2014年招行核心一级资本充足率同比上升了0.08个百分点(按权重法计算),资本效率进一步提高。

其次,提高非利息收入是招行实行一体两翼战略的另一个重要方面。去年非息收入496亿元,同比增长61.79%,在营业净收入中占比上升到31.50%,同比提高了7.15%。

2014年招行的资产证券化产品发行规模达到245亿元,领先于同业水平,成为发行规模最大的股份制商业银行。

招行旨在打造轻型银行,其运营效率也进一步提高,2014年成本收入比为30.58%,同比下降4.11%。零售业务电子渠道综合柜面的替代率已经达到95.38%。

2014年招行推进一体两翼的战略,是以零售业务为主体,公司金融和同业金融为支持协同。2014年零售业务占42.81%的税前利润,比上年提高了6.19%,公司金融营业净收入去年同比增长14.94%,同业金融营业净收入同比增速超过80%。招行在去年推出一体两翼战略时就说,零售业务占比每年提高3%,去年已经实现了这一点。

问1: 轻型银行的具体意思是指什么? 一体两翼的战略具体是什么? 与轻型银行怎么挂钩?

答1: 轻型银行是要发展低资本消耗的业务,比如零售业务,该业务风险权重比较低,比如按揭的风险权重为50%,这类业务占比越高,越节约资本。

另一个角度,在金融脱媒的环境下,银行净息差不断收窄,在这种情况下要大力发展非息收入,提高非息收入占比。

第三个角度,业务要轻,不能靠大量铺设网点来增加业务,而是要通过电子银行渠道来增加客户。一方面,加大电子银行业务,从而替代人工,节约资本;另一方面,手机银行出现暴涨式增长。银行新增网点的建设也更加注重智能化,电子化。

轻型银行是招行的发展方向。一体两翼的招行的战略,以零售金融为一体,公司金融和同业金融共同促进的战略。一体两翼的业务发展要按照轻型银行的思路来拓展业务,如发展供应链金融等。

问2: 2014年招行不良有所上升,主要原因是什么? 是由于经济下行所致吗?

答2: 目前中国整个经济都在往下走,使得整个行业的不良率都是往上走的,2014年末达到1.25%。招行不良上升的原因: 1) 中小企业,特别是长江三角洲地区一些产能过剩行业的小企业风险抵御能力比较差,所以导致不良上升; 2) 招行的五级分类比较严格,及早发现问题,及早采取应对措施。90天以上的逾期都纳入了不良,招行目前不良与90天以上逾期的比率是1.13,与大行水平相当,但是比很多小银行高很多。

问3: 产能过剩的问题只是一个短期问题,最多只会持续3-4年,管理层怎么看?

答3: 这恐怕得有一个过程,短期内不会结束,其影响很大,国家还会继续调控。造船等产能过剩行业从2012年就开始下行,到目前还没有复苏,所以产能过剩行业可能未来还有一个不良释放的过程,不会很快复苏。

问4: 未来5年何时不良会达到顶点?

答4: 未来何时出现拐点不好讲,但2015年不良率还是会上升的,主要来自产能过剩行业。从平台贷款来看,这部分资产质量反而会相对比较稳定,未来会逐渐解决。未来继续冒不良的是中小企业,这块不良还会继续增加。零售贷款在整个贷款中占比36-37%,损失率会下降,但清收较慢,未来资产质量也不会有大问题,零售贷款都有充足的抵押。总体上,认为未来不良贷款率可能会维持在2%以内或左右。

问5: 2015年对不良贷款率的预期?

答5: 这个不好说, 2014年不良来源是小微企业, 长三角小企业, 产能过剩企业的不良。江浙一带小企业的风险虽然已经持续了3年左右, 但2015年可能还会持续暴露, 只是增速可能会放缓。小微企业目前不良率1%不到, 这些贷款的抵押物处理需要2-3年, 这部分可能也会持续暴露, 但不会特别快。最担心的是大宗商品铁矿石等贷款, 不过招行已经对这块计提了拨备, 提早采取了应对准备措施。2015年新生成不良还会增加, 但招行也加大了处置力度, 2015年不良率跟同业一样还会上升, 暂时还看不到拐点, 不是那么乐观。内部做了压力测试, 假设GDP增速为6.5%, M2增速为12%, CPI为1.3%的情况下, 在不考虑核销的前提下, 招行不良率在2.81%左右。

问6: 压力测试的假设条件之一实际GDP增速为6.5%, 这可能是比较悲观的, 管理层认为2015年和2016年的GDP增速会是多少?

答6: 现在政府说2015年实际GDP增速在7%左右, 可上可下。2015年实际GDP增速为6.5%的假设条件确实比较悲观, 但这是根据银监会的假设条件来进行的压力测试。

问7: 如果不良率上升1%, 对招行的ROE影响多大?

答7: 按照2.5万亿元贷款总额来算, 对盈利影响约为250亿元, 相当于净利润的30-40%, 但是不可能出现这种情况的, 一般不良贷款经过几年都能收回来。

问8: 4Q14大幅增加拨备, 拉低盈利, 2015年对拨备覆盖率有什么预期?

答8: 2014年暴露了不良贷款, 因此要相应计提拨备, 产能过剩行业等这些行业短期内看不到复苏的迹象, 至少2015年看不到明显的复苏迹象, 因此招行额外计提了不到50亿元左右的政策性储备, 保证招行2015年的拨备覆盖率不会有太大下降。政府监管的底线是150%的拨备覆盖率, 而且现在监管鼓励银行积极暴露不良, 2015年招行拨备覆盖率可能还会有所下降。

问9: 招行的成本收入比较国际大行低很多, 原因是什么?

答9: 2014年招行成本收入比有较大的下降, 主要是由于收入增长强劲, 招行对成本包括员工的薪酬等都有严格的控制, 所以去年成本收入比下降较多。未来还是会根据成本和收入相匹配的原则来进行配置。中国的商业银行普遍比国际银行成本收入比低, 国有大行的成本收入比甚至比招行还低, 因为他们过去的网点都已经建设完毕, 暂时没有太多增加网点的需求, 股份制银行还有扩张网点的需求。未来利率市场化之后, 中国银行业的成本收入比还是有挑战, 收入会下降, 但人工需求是刚性的。今后中国银行业的发展是如何做到精细化管理。网上企业银行, 网上个人银行, 手机银行, 信用卡, 互联网, 掌上银行, 无论对公还是零售都用互联网来节省成本。由于平台的建设, 招行互联网的流量大幅上升, 客户交易金额也大幅上升。与其他行业也进行合作, 例如与联通合作成立了招行联通消费公司, 通过它的数据分析来达到支付目的。

问10: 网上银行和掌上银行是作为多种渠道之一, 还是作为主要渠道, 招行未来的策略会怎样?

答10: 招行会更多的用互联网来服务大众市场, 而私人理财市场则更重视面对面、一对一的客户服务。标准化的、大众化的服务今后尽量通过互联网来服务, 线下的、精细化的服务尽量通过面对面的服务。

问11: 招行的差异化竞争优势体现在哪里?

答11: 去年招行零售金融的税前利润占整个税前利润的42%, 在业内处于非常高的水平。招行拥有5600多万零售客户数, 管理资产超过3.4万亿元, 私人银行客户数达32,880户, 管理总资产7000多亿元, 从私人银行客户数和资产规模来看招行已经超过中国最大的银行-中国工商银行。招行拥有2600万流动信用卡数, 为中国银行业第一。在中国, 高端客户使用的基本上都是招商银行的信用卡。还有小微信贷, 消费信贷, 住房按揭, 招行也都做得非常好。这是招商的突出特点, 未来仍将加强零售业务和地位。

问12: 招行不仅需要与同行比拼, 还要与新兴崛起者竞争, 未来招行如何定位?

答12: 招行定位还是以零售为主, 招行有良好的口碑和客户基础, 未来的战略还是提高零售的占比, 每年零售对税前利润的贡献要提高3%以上。另外, 要建立强大的客户基础, 在建立大中型客户基础上, 在中高端客户方面, 要突出私人银行业务, 财富管理业务。今年60-70%的资源配置在零售业务上, 主要是小微企业贷款, 消费信贷和个人按揭贷款。另外, 建立依托互联网平台的客户增值服务, 即掌上金融, 来提高互联网金融的服务。在财富管理方面, 除了代销基金, 保险等, 为客户提供广泛的产品, 发展高净值客户的产品。在这个过程中, 打造有特色的对公业务和同业业务, 作为两翼来协同支持。

问13: 中国的开发商负债率偏高, 中国房地产市场虽然尚未到泡沫破灭的地步, 央行降息会给开发商提供空间, 给银行提高空间, 因为银行有一部分不良开发贷, 那么未来下一步会发生什么?

答13: 中国的房地产负债率确实是比较高, 大部分企业在70%左右, 比较高, 但除掉应收账款之外的真正负债率在50%左右, 一线城市房地产还会保持稳定增长, 但二三线城市可能会继续下跌。大的开发商资金链基本没问题, 拿地意愿比较高, 但小的开发商资金链比较紧。在项目上, 今年招行会按照监管的要求更多投放给购房者、置业者的按揭贷款, 对开发贷可能会相对投放少一些。

问14: 政府推出地方政府债务置换计划, 对招商银行相对于其他银行的影响如何?

答14: 政府的这些管控政策确实是规范化的措施, 是非常好的一个机会, 对招商银行而言是个利好。招行地方融资平台贷款敞口不大, 去年年末只有1200多亿元的平台贷余额, 今年到期的只有880亿元。平台贷中90%的贷款是省级或市级的平台, 98%是现金流全覆盖, 能够覆盖其本金和利息。从资产质量来看, 招行平台贷资质还是不错的, 没有出现一单不良。目前优质平台客户仍是各大行争抢的对象, 因为他们的资产质量比小微企业要好。

政府3月份提出1万亿的债务置换计划, 而且后续可能还会再有, 这首先增强了对地方政府债务透明度的规范化, 对于治理地方政府债务是非常有利的。置换之后, 银行对其持有方式会有变化, 从贷款转变为债权, 收益会有所下降, 但总体不会有太大变化。而且有利方面包括: 1) 使资本更为节约; 2) 腾出空间来做收益率更高更好的企业业务。现在地方债务置换已经分解到各个地方政府, 但省级政府还没分解到, 政府可能会首先置换高成本债以及马上到期的地方债, 这对于降低地方政府债务以及减少银行平台贷的风险是有好处的。

问15: 关于国企改革, 大行与汇金CIC有紧密联系, 其他领域像南车北车, 对企业大大有利。未来这方面有什么可以预期?

答15: 招行本身已经是混合所有制的企业, 未来主要是做好股权激励, 针对员工和高管的股权激励。

问16: 未来有何资本补充计划?

答16: 招行2013年配股350亿, 2014年发行了114亿元二级资本债, 目前招行的资本充足率完全满足监管要求, 招行力致致力于打造轻型银行, 有助于节约资本, 近期没有进一步的融资计划。

问17: 去年非息收入增长很快, 原因是什么?

答17: 非息收入增长较快, 主要是由于: 银行卡, 去年增速超过40%; 财富管理方面, 代销基金, 代理信托, 代理保险等发展快速, 去年增速70%左右; 新兴批发业务, 债券承销, 托管(去年增长100%), 信用证, 保函等业务。

问18: 管理层对于2015年的展望?

答18: 2014年招行风险加权资产同比增速14.6%, 2015年经济增速还是在下行, 不良资产风险处于不断暴露期, 招行2015年整个风险加权资产的增速会比2014年低2-3%。从金融政策来讲, 目前对银行业带来一些挑战, 市场预期未来还会有进一步降息以及利率市场化的进一步推进, 银行的净息差还会进一步的走低。另一方面, 中国经济目前处于震荡的阶段, 中产阶级和富裕人群的崛起也给招行带来了机会, 希望招行未来可以保持稳定的增长。

问19: 与1Q14相比的话, 1Q15情况如何?

答19: 没有出乎预料的情况, 总体上没有出现偏差。

问20: 货币市场基金的投放比例?

答20: 这部分投放规模非常小, 去年末招行理财产品余额9080多亿, 权益类占比24%。

问21: 未来招行的分红率是否会下降?

答21: 招行过去几年一直维持稳定的分红率, 去年达到30%, 未来还会维持稳定。

问22: 今年银行方面可以期待的政策有哪些?

答22: 金融改革, 利率市场化推进, 降息降准, 对银行造成了一定压力。银行方面希望在综合化经营和混业经营方面有一些措施出来, 因为净息差会进一步收窄, 银行希望大力发展非息业务来提高非息收入。

问23: 招行在资产证券化, 理财产品还有互联网方面有没有实质性的动作?

答23: 资产证券化过去监管不允许, 去年开始放松, 去年招行做了200多亿元资产证券化业务, 在同业排名第一。

在理财市场上, 招行跟很多公司都有合作, 包括信托, 保险等, 目前理财余额9080多亿元人民币。理财很多产品的发放都是融资性的, 有助于支持实体经济。

招行在积极构建互联网金融的平台, 零售金融, 公司金融推出了小企业e家这样一个融资平台, 与中国联通合作成立了招行联通消费公司, 掌上生活做互联网消费信贷。

问24: 对互联网金融的威胁怎么看?

答24: 威胁主要在小额贷款和支付方面, 但在其他大额存款和消费方面影响基本很小。

问25: 去年银行股有大幅上升, 未来估值可以修复到什么水平? 驱动力会是什么?

答25: 估值是投资者给公司的价值评估, 银行股也一样, 是市场对银行股周期的一个认识, 未来的走势不仅仅取决于上市公司的管理层, 也取决于投资者的认识和态度。目前银行股的估值肯定是处于底部水平。现在银行股的上涨, 是降息降准的周期中资金面宽松所驱的。未来改革的红利肯定也会推动股价上涨。

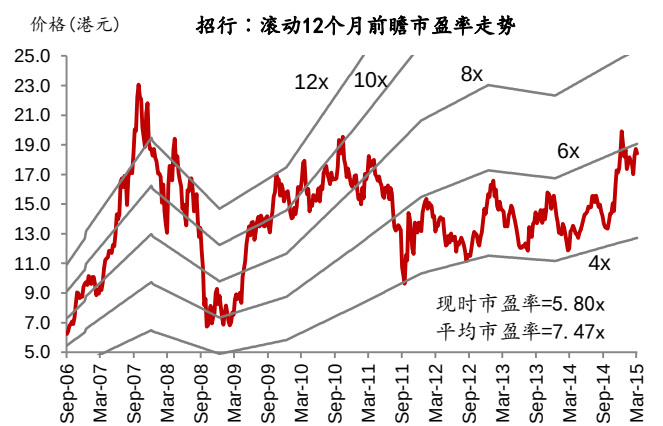
估值方法

我们使用戈登股利增长模型(即利用长期股权回报率-长期增长率/股权成本-长期增长率的方法对未来一年的预测)对招商银行进行估值。我们1.10倍的目标市净率是基于13.04%的长期股权回报率, 6.0%的长期增长率以及12.38%的股本成本的假设。我们的目标价20.16港元是基于1.10倍目标市净率以及我们对于2015年该行14.73元人民币的每股净资产预测计算而得。

招商银行目前的估值为1.06倍的15年预测市净率, 以及6.20倍的15年预测市盈率, 我们认为相比于1.65倍市净率这一历史平均水平, 目前的估值水平依然不高。

风险

我们认为主要的下行风险包括: 1) 进一步降息以及利率市场化的推进导致净息差收窄; 2) 经济增长放缓和监管当局的政策使贷款增长比预期慢; 3) 资产质量持续恶化使信用成本较预期高; 4) 由于经济疲弱和监管当局收紧银行收费使手续费收入增长较预期差。

图1: 市盈率区间

注: 2015年3月27日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 市净率区间

注: 2015年3月27日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 估值比较表

中资银行 (港股)	股票代码	评级	目标价 (港元)	目前 股价 (港元)	上涨/下 跌空间	市值 (十亿 美元)	市净率 (x)		市盈率 (x)		股息率 (%)	股本回报率 (%)		总资产收益率 (%)	
							2014E	2015E	2014E	2015E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
工商银行	1398 HK	买入	6.22	5.76	8.0%	277.0	1.12	0.99	5.83	5.85	6.04%	17.99%	16.67%	1.41%	1.30%
建设银行	939 HK	买入	7.28	6.49	12.2%	210.8	1.07	0.96	5.82	5.80	6.05%	19.72%	17.46%	1.39%	1.26%
农业银行	1288 HK	买入	4.29	3.88	10.6%	190.3	1.05	0.94	5.64	5.66	6.26%	19.93%	17.54%	1.18%	1.09%
中国银行	3988 HK	买入	4.79	4.57	4.8%	199.1	0.96	0.83	6.24	6.34	5.52%	16.53%	14.01%	1.19%	1.11%
交通银行	3328 HK	买入	7.19	6.72	7.0%	71.0	0.87	0.79	6.15	6.14	4.89%	14.82%	13.48%	1.05%	0.95%
招商银行	3968 HK	买入	20.16	19.28	4.6%	63.7	1.25	1.06	7.02	6.20	4.84%	19.27%	18.47%	1.28%	1.24%
中信银行	998 HK	卖出	4.55	5.89	-22.8%	49.4	0.85	0.76	5.47	5.58	5.33%	16.67%	14.28%	1.06%	0.95%
民生银行	1988 HK	卖出	7.85	9.49	-17.3%	51.3	1.11	0.98	5.87	6.03	3.32%	20.58%	17.61%	1.38%	1.32%
重庆农村商业银行	3618 HK	买入	5.39	5.12	5.3%	6.1	0.91	0.79	5.62	5.27	5.61%	17.42%	16.02%	1.27%	1.19%
盛京银行	2066 HK	中性	7.54	7.65	-1.4%	5.7	0.95	0.85	5.07	6.33	3.16%	18.30%	14.20%	1.30%	1.08%
行业平均值							1.05	0.93	5.94	5.93	5.67%	18.31%	16.31%	1.28%	1.18%

注: 2015年4月1日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
现金及存放中央银行款项	458,673	501,577	551,735	606,908	667,599
存放同业及其他金融机构款项	293,589	54,512	65,414	45,790	48,080
拆出资金	103,420	148,047	192,461	230,953	265,596
买入返售金融资产	106,965	318,905	478,358	526,193	484,098
发放贷款和垫款	1,863,325	2,148,330	2,449,196	2,723,128	2,996,114
投资	520,446	763,401	931,480	1,247,184	1,568,822
对联营公司投资	455	778	895	984	1,063
固定资产	20,392	24,199	25,409	26,679	28,013
投资性房地产	1,638	1,701	1,735	1,770	1,805
递延所得税资产	4,993	8,064	8,467	8,891	9,246
其他资产	34,203	46,885	26,680	57,816	18,278
资产总额	3,408,099	4,016,399	4,731,829	5,476,297	6,088,714
同业及其他金融机构存放款项	258,692	514,182	719,855	935,811	1,122,973
拆入资金	109,815	125,132	143,902	162,609	182,122
卖出回购金融资产款	157,953	153,164	137,848	124,063	111,657
吸收存款	2,532,444	2,775,276	3,304,438	3,767,496	4,120,173
已发行存款证	13,013	23,909	25,104	26,360	27,678
已发行次级债券	44,124	21,047	32,436	32,436	32,436
已发行其他债券/长期债券	19,974	23,980	24,980	24,980	24,980
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	9,599	30,126	9,038	9,942	11,135
递延所得税负债	6,679	8,722	9,594	10,554	11,609
其他负债	55,405	74,905	9,574	10,531	11,584
负债总额	3,207,698	3,750,443	4,416,769	5,104,781	5,656,347
股本	21,577	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	37,508	67,515	76,960	86,964	98,270
其他公积	69,917	77,259	88,497	102,061	116,039
盈余公积	71,326	95,471	124,383	157,270	192,838
少数股东权益	73	491	1	1	1
股东权益合计	200,401	265,956	315,061	371,516	432,367

增长率 (%同比)

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净利息收入	15.8%	11.9%	2.6%	1.4%	1.8%
非利息收入	25.0%	34.4%	77.7%	26.3%	19.5%
营业收入	17.8%	16.9%	21.9%	10.7%	9.4%
营业支出	18.2%	11.9%	9.6%	13.3%	14.2%
拨备前利润	17.4%	20.7%	30.3%	9.2%	6.5%
资产减值损失	-33.1%	83.0%	188.4%	-0.6%	0.9%
税前收益	26.4%	14.9%	6.9%	13.2%	8.4%
税后收益	25.3%	14.3%	8.2%	13.2%	8.4%
归属于母公司股东的净利润	25.3%	14.3%	8.1%	13.2%	8.4%
贷款总额	16.0%	15.4%	14.4%	11.6%	10.4%
资产总额	21.9%	17.8%	17.8%	15.7%	11.2%
风险加权资产	18.0%	32.1%	8.9%	19.4%	16.8%
吸收存款	14.1%	9.6%	19.1%	14.0%	9.4%
负债总额	22.0%	16.9%	17.8%	15.6%	10.8%

注: 2015年4月1日的收盘价。

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)研究部。

综合收益表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
利息收入	150,101	173,495	217,090	221,887	234,775
利息支出	(61,727)	(74,582)	(115,627)	(119,010)	(130,004)
净利息收入	88,374	98,913	101,463	102,877	104,772
手续费及佣金净收入	19,739	29,184	46,385	64,050	79,914
交易相关利润	1,721	331	7,815	5,807	4,333
其他业务收入	3,920	4,602	6,443	6,765	7,306
非利息收入	25,380	34,117	60,643	76,621	91,553
营业收入	113,754	133,030	162,106	179,498	196,325
营业支出	(48,677)	(54,475)	(59,729)	(67,689)	(77,296)
拨备前利润	65,077	78,555	102,377	111,810	119,028
资产减值损失	(5,583)	(10,218)	(29,466)	(29,278)	(29,539)
非营业收益	64	88	264	330	347
税前收益	59,558	68,425	73,175	82,862	89,836
所得税费用	(14,286)	(16,683)	(17,196)	(19,473)	(21,111)
税后收益	45,272	51,742	55,979	63,389	68,724
归属于少数股东权益净利润	4	(1)	68	81	98
归属于母公司股东的净利润	45,268	51,743	55,911	63,308	68,627

主要财务比

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净息差	3.03%	2.82%	2.52%	2.26%	2.05%
净利差	2.87%	2.64%	2.52%	2.20%	1.95%
资产收益率	5.14%	4.95%	5.38%	4.87%	4.60%
资金成本	2.27%	2.30%	2.86%	2.67%	2.65%
有效税率	23.99%	24.38%	23.50%	23.50%	23.50%
成本收入比	42.79%	40.95%	36.85%	37.71%	39.37%
非利息收入与营业收入比	22.31%	25.65%	37.41%	42.69%	46.63%
存贷比	75.20%	79.17%	76.08%	74.46%	75.19%
不良率	0.61%	0.83%	1.11%	1.35%	1.53%
拨备覆盖率	351.79%	266.00%	231.53%	216.28%	215.29%
拨贷比	2.16%	2.22%	2.57%	2.93%	3.29%
信用成本	0.31%	0.50%	1.25%	1.10%	1.00%
现金分红率	30.03%	30.22%	30.00%	30.00%	30.00%
总资产收益率	1.46%	1.39%	1.28%	1.24%	1.19%
净资产收益率	24.78%	22.22%	19.27%	18.47%	17.10%
核心一级资产充足率	n.a.	9.27%	10.09%	10.01%	10.08%
一级资产充足率	8.49%	9.27%	10.09%	10.01%	10.08%
资产充足率	12.14%	11.14%	12.41%	12.26%	12.30%

每股数据及估值

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
每股净资产(人民币)	9.28	10.53	12.49	14.73	17.14
每股收益(人民币)	2.10	2.30	2.22	2.51	2.72
每股股息(人民币)	0.63	0.62	0.67	0.75	0.82
市盈率(x)	7.42	6.76	7.02	6.20	5.72
市净率(x)	1.68	1.48	1.25	1.06	0.91
股息率(%)	4.05	3.98	4.27	4.84	5.25

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828