

金融——银行业

报告原因：成为全流通股

2009 年 2 月 27 日

市场数据：2009 年 2 月 26 日

收盘价（元）	14.27
一年内最高/最低（元）	35.66/10.68
流通 A 股市值	1034 亿元

基础数据：2009 年 2 月 26 日

近 1 年涨跌	-52.44%
EPS（元）	1.52 元
总股本/流通 A 股（亿）	140.07/72.46
全流通后 A 股（亿）	120.45

执笔人：

赵越
0351-8686978
zhaoyue@sxzq.com

联系人

焦春成
0351-8686990
sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686990
山西证券有限责任公司
<http://www.i618.com.cn>

招商银行 (600036)

增持

迎来全流通时代，关注未来变化趋势

首次评级或维持评级

公司研究

投资要点：

- 公司 3 月 2 日有 47.99 亿股的 A 股解禁，成为两市最大的全流通股。由于解禁持股股东，大非占比超过 50%，解禁压力不大。
- 招行 2008 年收购永隆银行，在经济危机影响下，投资浮亏出现。并购成败要关注后续整合。
- 银行业各项指标良好，存贷款稳定增长，但是净息差有收窄的趋势，NPL 有上升的危险。
- 2008 年至 2010 年，EPS 分别为 1.52 元，1.57 元和 1.85 元。PE 维持在 10 以下。估值优势明显，行业内优势明显。目标价位 18.84 元。近期波动价位 12.1——16.65 元。长期给予“增持”评级，近期谨慎看待。

风险提示：

- 经济基本面风险依旧存在，对银行盈利和资本状况有不利影响。
- 招商银行全流通，对市场和投资者带来的不确定性。
- 近期 A 股市场波动严重，全球股市进入新一轮深幅下跌。银行股走势，影响市场的走向。
- 永隆银行并购整合的不确定性。

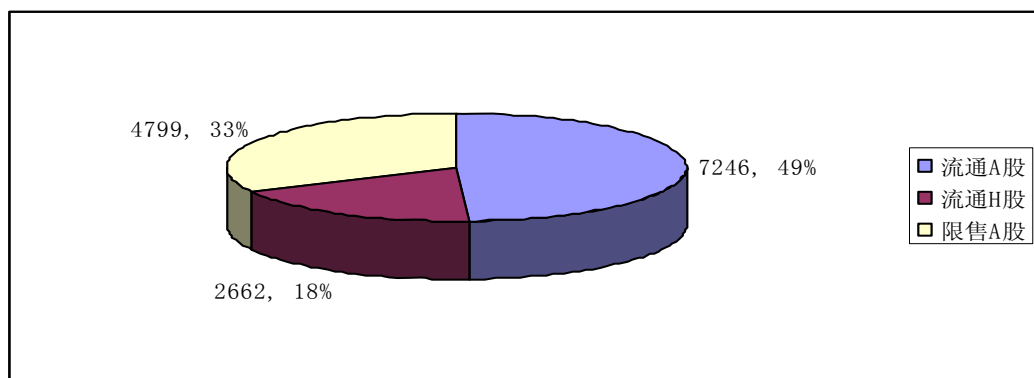
1 股权结构及限售状况

1.1 目前股本结构

目前股东总数 43.9 万户，其中 H 股股东户数为 4.59 万户，A 股股东户数为 39.36 万户，包括限售条件 A 股股东 13 户，无限售条件股东 393578 户。另外，可转债持有人 600 户，全部为流通可转债持有人。

招商银行股本构成

单位：百万股



资料来源：公司报告 山西证券研究所

1.2 本次限售股解禁状况

2009 年 3 月 2 日，可上市流通的 A 股约 47.99 亿股，其中大非约有 27.28 亿股，占比达本次解禁的 56.8%。招商局轮船股份有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司和深圳市楚源投资发展有限公司为招商局集团公司的子公司，广州海运（集团）有限公司为中国海运（集团）总公司的全资子公司。所以纵观目前限售股东的情况，大部分为招商局和海运交建系，对于招商银行来说，解禁压力不大。届时，全流通后的招商银行将以 1715 亿元，超过中信证券成为两市最大的全流通 A 股。

图表 1 有限售条件股份上市说明

上市日期	上市股份数量 (万股)	占已流通股份比 例	占总股本比例	说明
2009--02-27	479923	66.23%	32.63%	承担认沽责任的 原非流通股东

资料来源：公司报告 山西证券研究所

图表 2 十大限售股股东持股状况

有限售条件股东名称	持股数	占总股本比例 %	限售条件获得
招商局轮船股份有限公司	1781677633	12.11	流通权之日期 36 个月期满后 12 个月内公司股
深圳市晏清投资发展有限公司	433484335	2.95	票价格首次达到或超过 8.48 元（视情况相应
深圳市楚源投资发展有限公司	378715868	2.58	除权）后/获得流通权之日起 48 个月期满后
中国远洋运输（集团）总公司	947548668	6.44	
广州海运（集团）有限公司	565359590	3.84	
中国交通建设股份有限公司	261024805	1.77	
中国海运（集团）总公司	175950157	1.2	流通权之日期 36 个月期满后
中交广州航道局有限公司	154771402	1.05	
上海海运（集团）公司	51024331	0.35	
中交第四航务工程局有限公司	21067429	0.14	

资料来源：公司报告 山西证券研究所

2 2008 年招行重大事件——收购永隆银行

招商银行在 2009 年 1 月 15 日的公告中完成了对永隆银行的强制性收购，至此永隆银行成为招商银行的全资附属公司，并于 16 日结束在港交所的上市。

2.1 昂贵的收购

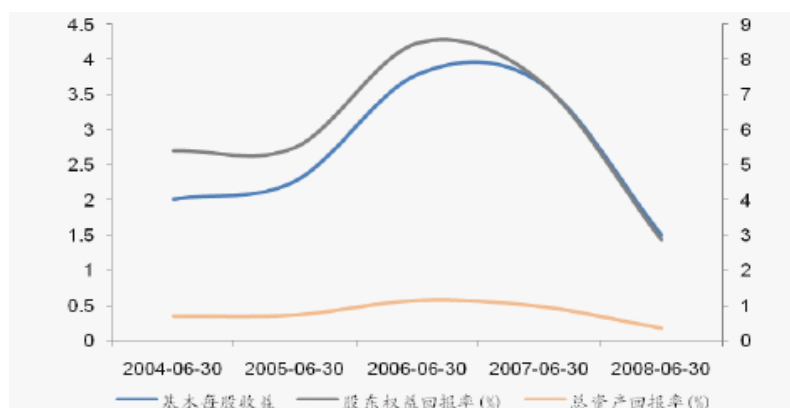
招商银行本次收购花费 193.02 亿港元，相当于 156.50 港元一股的收购价，在 2008 年招商银行发出收购要约后，永隆银行的最高股价为 153.5 亿港元。受金融危机影响，港交所的金融股 2008 年全线下跌，永隆虽然有被收购的利好，但是最终难逃下跌，造成账面约 150 亿港元的亏损。

招行为本次收购发行了三种合计 300 亿元的次级债券，最低债券利率也在 5.7%。

永隆银行的资产质量和赢利能力一般，2003——2007 年复合增长率仅为 12.4%，2007 年实现净利润 13.7 亿港元，占招行同期净利的 8.1%。2007 年永隆银行的市盈率为 26，市净率为 3 倍，而 2008 年国内商业银行的市盈率普遍在 10——15 之间，PB 则基本在 2.5 以下。再看近年的收购案例，也会发现永隆的市净率偏高。

总体来看，招商银行的收购短期看价格偏高，收购过急。

图表 3 2004——2008 永隆银行 5 个中期财务指标



资料来源: wind 资讯 山西证券研究所

图表 4 近年来银行业收购事件

单位: 港元

时间	收购方	被收购方	购买对象	交易额	PB
200806	招商银行	永隆银行	伍氏家族	193 亿	2.91
200608	建设银行	美国银行 (亚洲)	美国银行	97 亿	1.75
200602	日本信用银行	亚洲商业银行	亚洲金融	45 亿	2.5
200508	工商银行	华比富通银行	富通银行	21.5 亿	1.05

资料来源: wind 资讯 山西证券研究所

2.2 收购成功与否, 要多角度观察, 长期观察

招商银行收购永隆银行, 首先考虑到的是永隆在香港有 35 家分支机构以及广泛的客户和分销网络, 作为招行全球战略在香港的第一步棋。再次, 永隆银行拥有全牌照业务, 有助于招行推进混业经营。另外, 永隆银行在零售尤其是按揭业务上的优势, 使得和招行的零售业务的嫁接更便捷, 有利于发挥整合优势。这些优势都是招商银行后续整合成功的基础, 加大了收购的成功可能。

本次收购形成的商誉, 对于 2008 年的减值测试, 形成减值准备的可能基本确定。考虑到市净率和股价, 我们认为 2008 年的商誉减值可能会在 60 亿元——150 亿元之间, 将在很多程度上造成资产减值损失; 但是, 过早的减值, 对未来利润的影响会极大的减少, 公司未来期的表现会良好。2009 年真正的公司整合开始后, 如果并购的正效应显现, 商誉形成的减值损失会缩小, 最终对利润的影响也会缩小, 不过多大程度要视招行对未来经济走势的判断和资产组合的估值情况。



招商银行和永隆银行的合并整合，由于二者的地理、文化和语言上的同质性，加上业务有一定的衔接性，成功的概率比较高，形成的无形资产和品牌效应也是不可估量。但是，由于金融危机的影响，整合的节奏和期限会比预期要拉长。退一步说，这次收购没有产生预期的效果，那么以永隆占招商 7% 的资产总额来看，不会对招行产生不可逆转的影响。

3 银行业各项指标良好，关注变化趋势

3.1 存贷款状况稳定

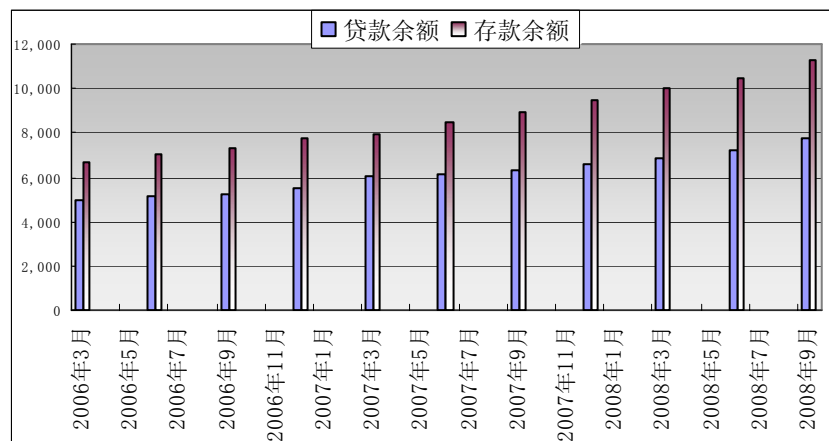
招商银行从 2006 年开始，存款和贷款进入了一个稳定增长期。存款增速维持在年均 20% 以上，贷款增速维持在年均 19% 左右的水平。在已经公布的 2008 年三季度报告中，招行在全部上市公司中存贷数据都位居前列，排除目前高成长的城商行后，招商两项数据均位居第一。

从四季度至今，国家加大货币投放量，实施宽松的货币政策后，四季度的贷款投放数量要高于往年。同时国家 4 万亿的经济刺激计划，使得贷款在投向上有了一定的倾向性，而银行在这个上面的受益程度也有所不同。招商银行，在这一波加大贷款投放量的过程中，与国有大中型银行相比，大型项目贷款相对偏少，但是受益于整体宽松的信贷环境增量好于往年同期。其中贷款增量中，短期的票据融资占比超过以往。我们认为，2008 年，招行的贷款增速会与 2007 年持平，2009 年会小幅下降。



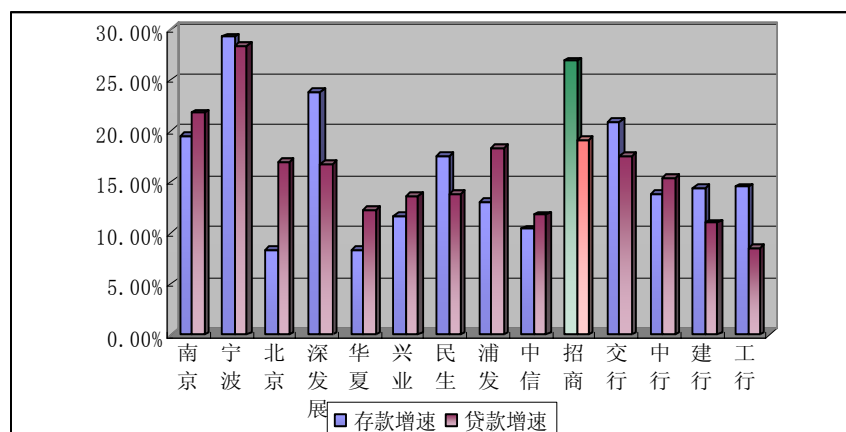
图表 4 招商银行 3 年内存贷余额

单位：亿元



资料来源：公司报告 山西证券研究所

图表 5 各上市银行年初至三季度末存贷款增速



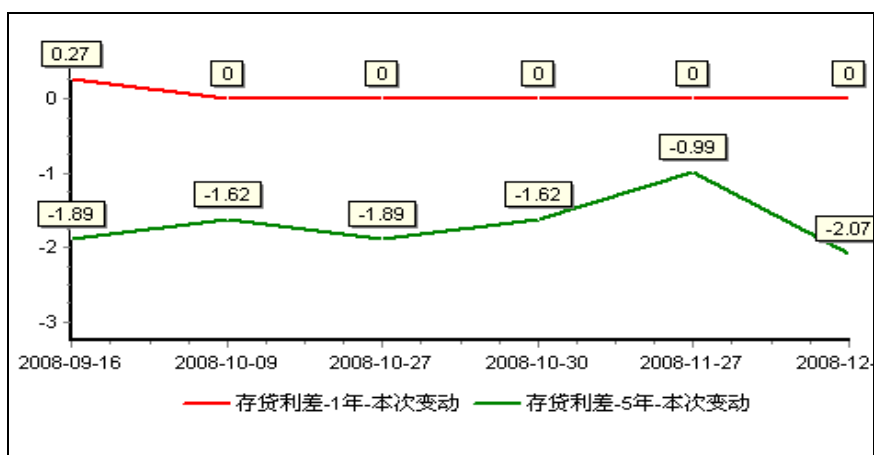
资料来源：公司报告 山西证券研究所

3.2 息差 2008 年小幅收窄，未来收窄趋势将加大

2008 年央行从九月开始的连续几次降息，使得银行业的整体利差被收窄。招商银行 2008 年全年的利差水平，由于前三季度维持在相对的高位，以及四季度相对稳定的贷款增量，使得与 07 年相比还有略微的升幅，但是与降息前的预估有所下降。2009 年息差水平还会进一步下降。但是总体来说招行在上市银行中的盈利能力依旧保持在前列。

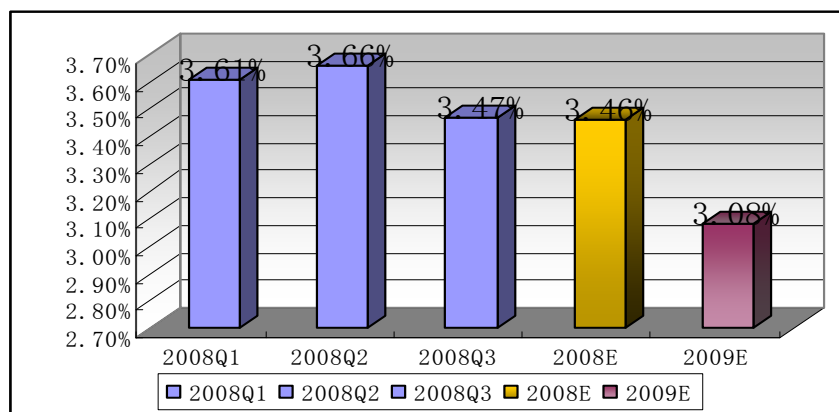
图表 6 2008 年降息对利差的影响

单位：%



资料来源：wind 资讯 山西证券研究所

图表 7 招商银行 NIM 发展和预估



资料来源：公司报告 山西证券研究所

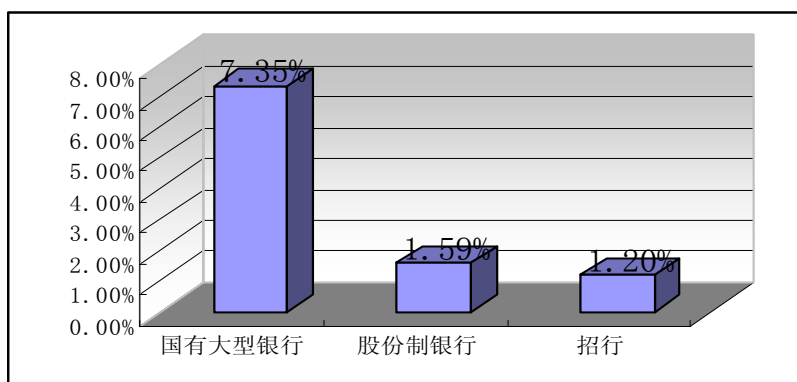
3.3 资本风险控制良好，未来 NPL 指标会有上升风险

招商银行到 2008 年 3 季报公布的数据看，不良贷款余额为 91.49 亿元，不良贷款率仅为 1.2%，在所有上市银行中为最好，同时也创自己历史最好水平。2008 年是银行业整体不良贷款状况在历史上最好的一年，而 3 季度是 2008 年最好的一个季度。但是，由于四季度开始贷款投放加大，未来期不良贷款的增加，不良贷款率的上升就成为大概率事件。同时，每 1 个百分点的 GDP 下降，基本上会导致 50 个基点的 NPL ratio 的上升，而对于我们国家银行业来说这个数字可能会达到 70——100bps。所以，对于 2009 年招行的不良贷款数量会小幅上升；考虑到风险的滞后性，贷款状况的恶化会出现在 2010 年，不排除不良贷款率达到前

期高点。同时，拨备覆盖率也会下降。

我们还观察到，虽然近年招行的拨备覆盖率持续上升，但是拨备比贷款的比率却在持续下降。高的拨备覆盖率，在某种程度上说主动提高拨备的金额并不是很高，而是受益于近年持续下降的不良贷款率。在未来如果随着不良贷款率的上升，拨备覆盖没有主动的提高，拨备覆盖率的下降是大概率事件。所以，招行在资本的风险控制上，关注贷款和拨备的比例，即要关注贷款的绝对安全。

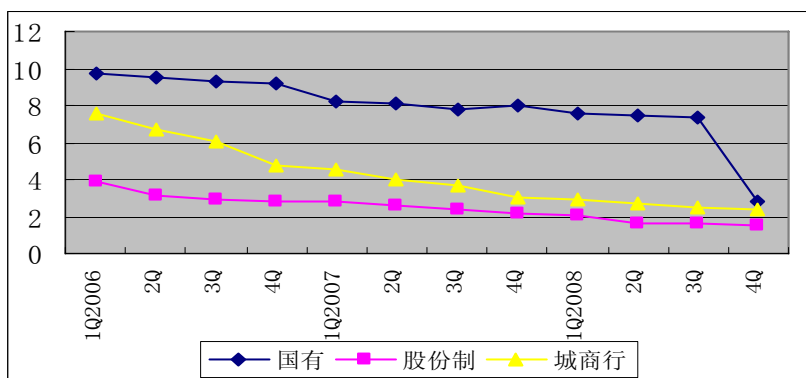
图表 8 招行与行业 2008Q3 不良贷款率比较



资料来源：wind 资讯 山西证券研究所

图表 9 国内银行近 3 年 NPL ratio 变化

单位：%

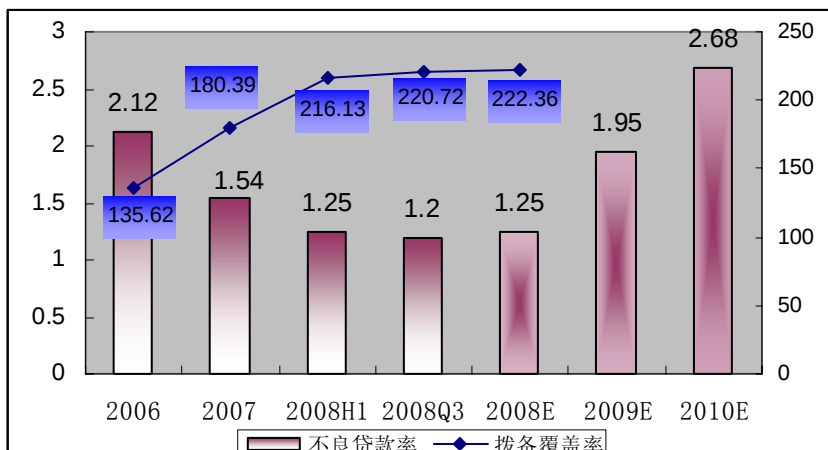


资料来源：wind 资讯 山西证券研究所



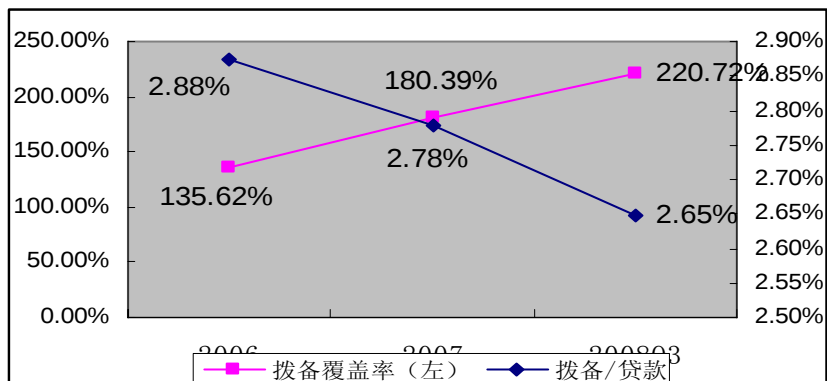
图表 10 招行近 3 年不良贷款率和拨备覆盖率比较

单位：%



资料来源：公司报告 山西证券研究所

图表 11 招行今年拨备覆盖率 VS 拨备/贷款余额比率



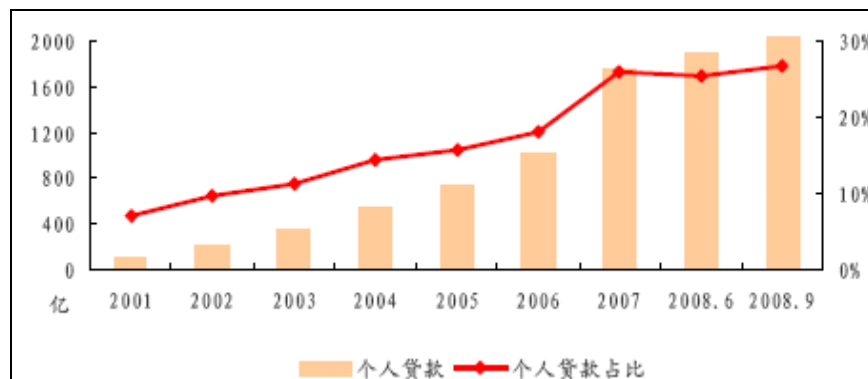
资料来源：公司报告 山西证券研究所

3.4 招行特色，保持领先

零售银行一直是招行的一大特色。2008 年三季度招行的个贷占比 26.58%，我们认为，招行个贷比例未来维持在 25%——32%之间，增长速度会有所下降，但是仍将保持业内领先地位。信用卡业务，2007 年是招行激增的一年，2008 年各项指标仍会维持不低的增长速度。尤其是在非利息收入上，估计 08 年相比 07 年仍会有 50%左右的增长。招行加强特色的方针在未来不会改变，特色业务将会是招行未来保持增长的一个利润点。



图表 12 招商银行个人贷款变化趋势



资料来源：公司报告 山西证券研究所

图表 13 招行信用卡业务数据

	2006	2007	2008H1
新增信用卡(万)	517	1034	314
刷卡金额(亿)	364	649	941
累计流通卡数(万)	712	1441	1543
累计流通卡户数(万)	447	795	917
非利息收入(亿)	7.4	15.15	10.95

资料来源：公司报告 山西证券研究所

4 估值与投资建议

2008 年招商银行的净利润增长率，考虑到经济下行以及收购永隆的影响比 2007 年会有所放缓，但是仍能维持在 50%。而 2009 年和 2010 年由于有资产质量恶化和信用成本上升的危险，会有所下降。2008 年至 2010 年的公司 EPS 分别为 1.52，1.57 和 1.85 元。2008——2010 年的 PE, 分别为 9.39，9.09 和 7.71，具有良好的估值优势。考虑到相对估值水平和行业平均水平，我们认为招商银行 2009 年的目标价位应该为 18.84 元。

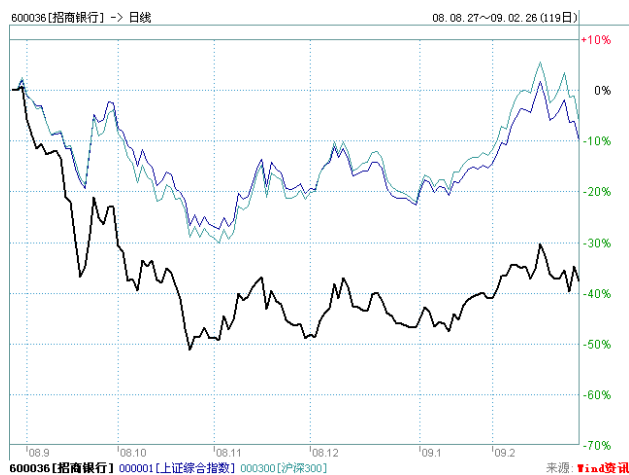
招商银行作为股份制银行的龙头企业，资产质量较好，信贷成本稳定，客户稳定，资产负债结构稳健，拨备状况目前良好，在经济下行周期中抗风险能力相对不错。从长期投资角度，我们还是给予增持的评级。

从今年 1 月，沪深股市进入了一轮反弹。在大幅度反弹之后，近一周进入了一轮调整期，但是整个市场的剧烈波动还没有完全结束。对于有 47.99 亿股解禁的招行来说，由于大股东减持意愿不强烈，股价大幅下挫的可能不大；但是，迎来全流通时代，对市场 and 投资者还是带来了不确定性。招商银行已经比近期高

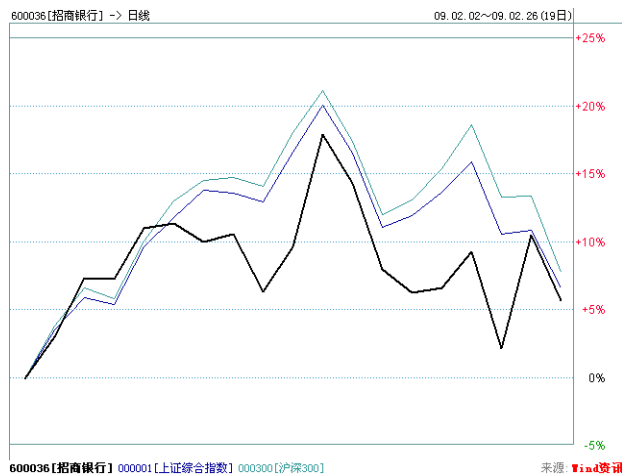
点下跌超过 10%，但是仍然不排除有进一步的下探空间，投资者近期可逢低吸纳。

对于整个 2009 年，由于银行业受整个经济基本面不利的影响，我们对于银行股保持谨慎的态度。招商银行虽然在上市银行中有很好的估值优势，我们仍建议做波段操作，近期股价可能在 12.1——16.65 之间波动。

图表 14 近半年招商银行与市场表现比较

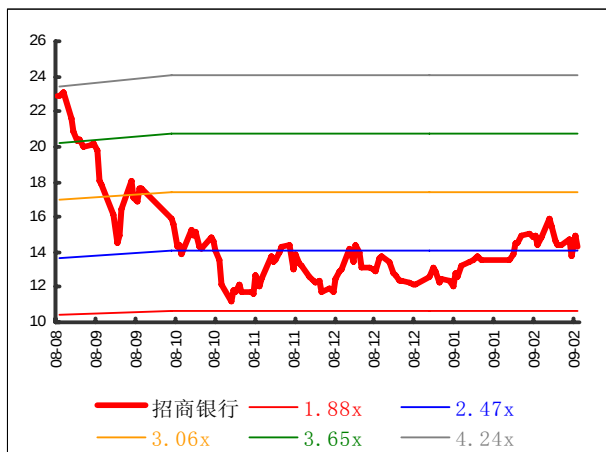


近 1 个月招商银行与市场表现比较



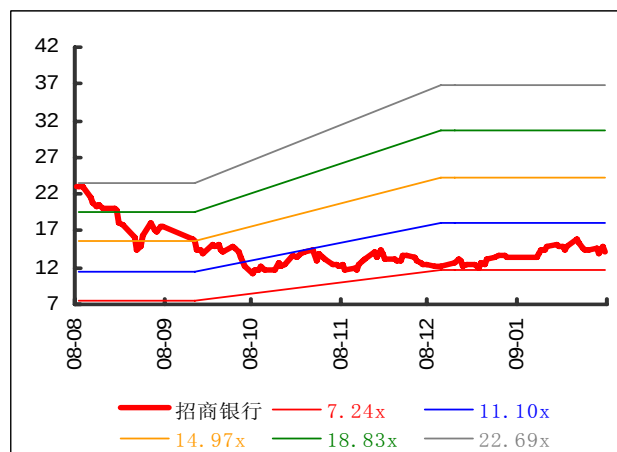
资料来源: wind 资讯 山西证券研究所

图表 15 PB BAND



资料来源: wind 资讯 山西证券研究所

PE BAND



图表 16 银行专项指标

单位：%

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利差	2.69	2.96	3.26	2.88	2.7
净息差	2.72	3.11	3.46	3.08	2.9
资本充足率	11.4	10.29	12.1	12.18	12
核心资本充足率	9.58	8.71	8.1	8.57	8.5
不良贷款率	2.12	1.54	1.25	1.95	2.68
拨被覆盖率	135.62	180.39	220.00	150.00	135.00
贷存比	63.3	70.11	67.38	67.96	67.08

资料来源：公司报告 山西证券研究所

图表 17 盈利和估值指标

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
ROA	0.72%	1.17%	1.40%	1.22%	1.22%
ROE	12.30%	22.40%	26.10%	22.10%	22.06%
PE	31.02	13.72	9.39	9.09	7.71
PB	3.80	3.09	2.45	2.01	1.70
派息率	25.96%	27.01%	30%	30%	30%
股息收益率	0.83%	1.96%	3.20%	3.30%	3.89%

资料来源：公司报告 山西证券研究所

利润表

单位：百万元

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	25084	40958	57982	66759	79407
利息净收入	21509	33902	47293	52022	59825
手续费及佣金净收入	2514	6439	10624	14342	19362
其他净收入	1061	617	65	395	220
二、营业支出	14782	20043	28130	36039	43154
营业税金及附加	1573	2384	3247	3739	4447
管理费用	9518	14354	17943	21890	25173
资产减值损失	3691	3305	6941	10411	13534
三、营业利润	10302	20915	29852	30720	36253
营业外收支净额	95	128	36	36	36
拨备前利润总额	13680	24420	29888	30756	36289
四、利润总额	10397	21043	29888	30756	36289
减：所得税	3290	5800	7472	7689	9072
五、净利润(元)	7108	15243	22416	23067	27217
减：少数股东损益					
归属于母公司所有者的	7108	15243	22416	23067	27217
净利润					
六、每股收益（元）	0.46	1.04	1.52	1.57	1.85

资料来源：公司报告 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。