

招商银行（600036）重大事项点评

实际解禁压力有限 等待低位吸纳的机会

中信证券研究部

朱琰

电话：010-84588601

邮件：zhuy@citics.com

联系人 肖斐斐

电话：010-84588047

邮件：xff@citics.com

联系人 程程

电话：010-84588669

邮件：chengt@citics.com

事项：

招商银行 47.99 亿股于 3 月 2 日解禁，届时将成为 A 股流通市值第一大。2009 年将是银行股（A 股及 H 股）解禁高峰，工行、中行、华夏等银行均有解禁压力。

评论：

❖ 47.99 亿股解禁后，招行将代替中信证券成为 A 股流通市值最大的股票

招行本次解禁 47.99 亿股，现 A 股流通 72.4 亿股，H 股 26.62 亿股。解禁股占 A 股目前流通股数的 66%。解禁股东前 3 大分别为招行局轮船、中国远洋和广州海运，共持有 32.95 亿股，其他股东比较分散，持有 15.04 亿股。解禁后招行成为全流通股，流通 A 股 120.45 亿股，流通市值 1797 亿，代替目前流通市值为 1482 亿的中信证券成为 A 股流通市值最大的股票。目前 A 股流通总市值在 9 万亿左右，招行流通市值将占 A 股总流通市值的 1.9% 左右。

❖ 永隆商誉减值准备计提幅度可能略低于市场预期

针对财政部最新的商誉减值计提方法，我们预计招行可能针对第一次收购的 53% 永隆股份在利润表中计提 20-30 亿的资产减值准备，针对全面收购的剩余 47% 永隆股份在股东权益中扣减 30 亿可供出售公允价值变动损失，整体计提 50-60 亿的幅度要低于市场普遍预期 90 亿的计提值。

❖ 招行 08 年 11 月份以来票据增长迅猛，息差下降幅度可能超预期。资产质量优异是公司最大亮点。

招行 08 年 11 月、12 月以及 09 年 1 月新增贷款 460 亿、332 亿和 1036 亿，其中票据分别新增 273 亿、19 亿和 892 亿，票据融资占比大幅增加。1 月末，招行票据融资占贷款之比已达 20%，较 08 年 7 月份的 8% 提高了近 12%，票据融资占比大幅增加势必影响整体息差水平。预计招行净息差下降幅度达 90BP，不考虑再次降息，息差基本已接近全年低点，导致 1 季度净利息收入出现同比负增长。

资产质量优异是招行的最大亮点，公司 08 年 3 季末不良余额 91.5 亿、不良率仅 1.2%，拨备覆盖率达 221%，全年信用成本约 0.64%，公司一直贯彻审慎的风险管理原则，较高资产质量更能抵御宏观经济波动。我们预计公司 09、10 年不良率不会发生明显上升，信用成本维持在 0.6-0.7% 的水平，覆盖率将进一步提高至 240% 以上。

❖ 维持招商银行“买入”评级。解禁给市场一定的心理压力，建议解禁冲击平稳后，寻求低位吸纳的机会。

本次招行解禁的 47.99 亿股分别为：招商局轮船 17.82 亿股（12.12%），中国远洋 9.48 亿股（6.45%），广州海运 5.65 亿股（3.45%）和其他股东 15 亿股（10.2%）。作为大股东的招商局轮船、中国远洋和广州海运实际解禁压力较小，但是在目前市场剧烈波动的情况下，不排除部分小非兑现。根据 2008 年银行股解禁后的市场表现来看，除深发展在 08 年 6 月 27 日解禁后下跌幅度较大外，其余解禁股表现都较为平稳。假如招行股价受到冲击，股价跌到 PB 在 2 倍（13 元左右）以下，建议投资者低位吸纳。

我们维持公司“买入”评级。招商银行（08/09/10 年 EPS 1.35/1.47/1.65 元，08/09/10 PE 11 /10/9 倍，当前价 14.92 元，目标价 20.40 元，“买入”评级）。

表 1：2009 年 A 股解禁时间表

截至日期	本期开始流通股数合计(亿股)	占比
2009-01-31	135.67	1.97%
2009-02-28	167.27	2.43%
2009-03-31	234.54	3.40%
2009-04-30	253.38	3.68%
2009-05-31	256.11	3.72%
2009-06-30	150.77	2.19%
2009-07-31	1,864.46	27.06%
2009-08-31	305.22	4.43%
2009-09-30	68.21	0.99%
2009-10-31	3,130.57	45.44%
2009-11-30	116.67	1.69%
2009-12-31	205.97	2.99%
合计	6,888.83	100.00%

资料来源：wind、中信证券研究部

表 2：2009 年按时间排序银行限售股解禁占银行总流通股比例

单位：百万股	含汇金和财政部限售股（A）	不含汇金和财政部限售股（B）	B/C
2 月份	4,799	4,799	2.80%
3 月份	8,377	8,377	4.88%
4 月份	12,092	12,092	7.04%
5 月份	649	649	0.38%
6 月份	9,671	9,671	5.63%
7 月份	171,325	-	0.00%
10 月份	255,155	19,143	11.15%
合计	462,068	54,731	31.88%
当前总流通股数（C）	171,657	171,657	
限售股占流通股比例	269%	32%	

资料来源：wind、中信证券研究部

表 3：2009 年各行限售股解禁的时间以及限售股股东

百万股	解禁时间	限售股股份数	性质	限售股股东	总股数	当前流通股总数	其中 A 股	H 股	当前限售股总数	其中 A 股	H 股	限售股占流通股比例
工行	2009-10-27	118,006	A 股	财政部	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	1579%
工行	2009-10-27	118,006	A 股	汇金公司	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	
工行	2009-4-28	8,238	H 股	高盛	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	27%
工行	2009-4-28	3,216	H 股	安联	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	
工行	2009-4-28	638	H 股	美国运通	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	
工行	2009-6-29	7,051	H 股	社保基金	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	16%
工行	2009-10-20	8,238	H 股	高盛	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	
工行	2009-10-20	3,216	H 股	安联	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	43%
工行	2009-10-20	638	H 股	美国运通	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	
工行	2009-10-20	7,051	H 股	社保基金	334,019	59,720	14,950	44,770	274,299	236,012	38,287	
中行	2009-3-13	8,377	H 股	社保基金	253,838	74,136	6,493	67,643	179,702	171,325	8,377	12%
中行	2009-7-5	171,325	A 股	汇金公司	253,838	74,136	6,493	67,643	179,702	171,325	8,377	2639%
招行	2009-3-2	1,782	A 股	招商局轮船	14,707	9,908	7,246	2,662	4,799	4,799		
招行	2009-3-2	948	A 股	中国远洋	14,707	9,908	7,246	2,662	4,799	4,799		66%
招行	2009-3-2	565	A 股	广州海运	14,707	9,908	7,246	2,662	4,799	4,799		
招行	2009-3-2	1,504	A 股	其他股东	14,707	9,908	7,246	2,662	4,799	4,799		
浦发	2009-5-12	649	A 股	上海国际	5,661	5,012	5,012		649	649		13%
深发展	2009-6-20	136	A 股	新桥国际	3,106	2,785	2,785		321	321		5%
民生	2009-6-23	928	A 股	中国人寿	18,823	17,895	17,895		928	928		5%
华夏	2009-6-6	300	A 股	首钢集团	4,991	2,201	2,201		2,790	2,790		
华夏	2009-6-6	240	A 股	国家电网	4,991	2,201	2,201		2,790	2,790		
华夏	2009-6-6	210	A 股	红塔集团	4,991	2,201	2,201		2,790	2,790		71%
华夏	2009-6-6	120	A 股	德意志银行	4,991	2,201	2,201		2,790	2,790		
华夏	2009-6-6	686	A 股	其他股东	4,991	2,201	2,201		2,790	2,790		

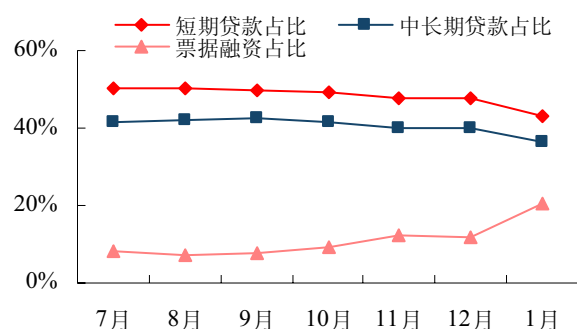
资料来源：wind、中信证券研究部

表 4：2008 年解禁银行股解禁后股价表现

2008 年银行限售股解禁时间表				解禁当天							
代码	简称	可流通时间	解禁数量(万股)	前一天 股价	开盘	最高	最低	收盘	涨跌	五日后股价	涨跌
601988	中国银行	2008-1-7	128,571	6.67	6.67	6.69	6.61	6.65	-0.30%	6.9	3.45%
601166	兴业银行	2008-2-5	327,900	44.87	44.51	47.5	44.51	46.46	3.54%	44.94	0.16%
600036	招商银行	2008-2-27	253,239	30.36	30.8	32.32	30.7	31.84	4.87%	31.63	4.18%
601398	工商银行	2008-4-27	288,461	6.49	6.36	6.55	6.31	6.36	-2.00%	6.49	0.00%
601998	中信银行	2008-4-27	51,724	6.92	6.85	6.98	6.73	6.81	-1.59%	7.15	3.32%
600000	浦发银行	2008-5-12	31,729	28.08	27.5	29.6	27.19	29.28	4.27%	30.62	9.05%
601328	交通银行	2008-5-15	1,324,314	9.86	9.93	9.97	9.7	9.76	-1.01%	9.14	-7.30%
600015	华夏银行	2008-6-6	53,992	11.07	11.23	11.44	11.11	11.32	2.26%	9.33	-15.72%
000001	深发展 A	2008-6-20	34,626	20.2	19.97	22.15	19.9	21	3.96%	21.6	6.93%
600016	民生银行	2008-6-23	163,030	5.89	5.79	5.98	5.69	5.85	-0.68%	5.74	-2.55%
000001	深发展 A	2008-6-27	10,434	21.6	20.85	20.85	19.44	19.44	-10.00%	18.96	-12.22%
002142	宁波银行	2008-7-19	63,500	10.2	9.31	10.32	9.31	10.3	0.98%	10.53	3.24%
600016	民生银行	2008-7-23	3,570	6.13	6.18	6.21	6.03	6.06	-1.14%	6.16	0.49%
601169	北京银行	2008-9-19	275,553	7	7.7	7.7	7.6	7.7	10.00%	8.11	15.86%
601328	交通银行	2008-11-15	47,855	5.22	5.17	5.32	5.12	5.27	0.96%	4.96	-4.98%

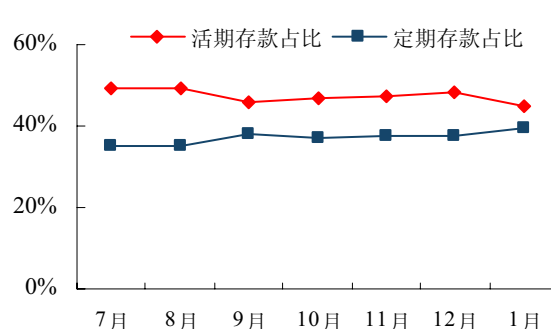
资料来源：wind，中信证券

图 1：招商银行贷款结构对比



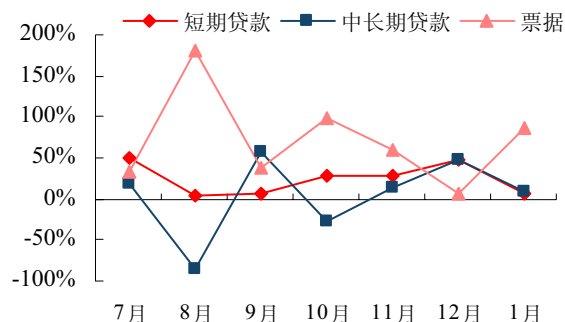
资料来源：中信证券研究部

图 2：招商银行存款结构对比



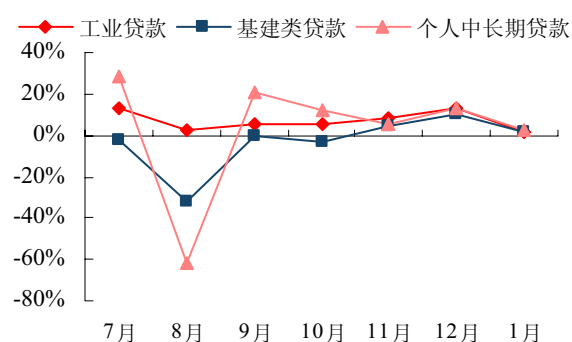
资料来源：中信证券研究部

图 3：招商银行新增贷款结构对比 1



资料来源：中信证券研究部

图 4：招商银行新增贷款结构对比 2



资料来源：中信证券研究部

表 5：上市银行估值水平对比（按 2 月 25 日收盘价算）

	评级	2007 EPS	2008E EPS	2009E EPS	2010E EPS	2007 BVPS	2008E BVPS	2009E BVPS	2010E BVPS
工商银行	买入	0.24	0.32	0.35	0.39	1.61	1.76	1.92	2.10
建设银行	增持	0.30	0.41	0.44	0.48	1.81	2.04	2.26	2.50
招商银行	买入	1.04	1.35	1.47	1.65	4.62	5.56	6.67	7.93
民生银行	增持	0.44	0.48	0.54	0.59	3.47	3.04	3.37	3.73
浦发银行	增持	1.26	2.21	2.22	2.29	6.5	6.89	8.39	9.85
兴业银行	增持	1.72	2.27	2.30	2.40	7.78	9.84	11.68	13.65
华夏银行	增持	0.5	0.67	0.73	0.80	3.11	5.45	5.90	6.41
深发展	增持	1.16	0.20	1.35	1.48	5.67	5.16	6.18	7.29
南京银行	增持	0.5	0.84	1.00	1.10	5.41	5.99	6.78	7.61
北京银行	增持	0.54	0.84	0.92	1.07	4.28	5.14	5.75	6.52
	评级	2007 PE	2008E PE	2009E PE	2010E PE	2007 PB	2008E PB	2009E PB	2010E PB
工商银行	买入	15.5	11.6	10.6	9.6	2.3	2.1	1.9	1.8
建设银行	增持	13.9	10.1	9.5	8.7	2.3	2.0	1.8	1.7
招商银行	买入	14.3	11.0	10.1	9.0	3.2	2.7	2.2	1.9
民生银行	增持	11.0	10.0	8.9	8.2	1.4	1.6	1.4	1.3
浦发银行	增持	13.6	7.7	7.7	7.5	2.6	2.5	2.0	1.7
兴业银行	增持	11.1	8.4	8.3	7.9	2.4	1.9	1.6	1.4
华夏银行	增持	18.4	13.7	12.6	11.5	3.0	1.7	1.6	1.4
深发展	增持	13.1	76.5	11.2	10.2	2.7	2.9	2.5	2.1
南京银行	增持	23.7	14.1	11.8	10.8	2.2	2.0	1.7	1.6
北京银行	增持	19.9	12.8	11.7	10.1	2.5	2.1	1.9	1.6
A 股平均		15.4	17.6	10.2	9.3	2.5	2.2	1.9	1.6
大银行平均		14.7	10.9	10.0	9.1	2.3	2.1	1.9	1.7
中银行平均		13.6	21.2	9.8	9.1	2.6	2.2	1.9	1.6
城商行平均		21.8	13.5	11.7	10.4	2.4	2.0	1.8	1.6

资料来源：中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商 银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			