

湘财证券研究所

金融研究小组

杨森: Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: ys2875@xcsc.com

张倩: Tel: 021-68634518-8056

E-Mail: zq2635@xcsc.com

陈钢: Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cq2012@xcsc.com

本次目标价: 22 元

上次目标价: 22 元

本次评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: 15.73 元

招商银行最近一年走势:



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

相关报告:

1、《净息差最坏时刻已过, 业绩蓄势待发——招商银行 3 季报点评-买入评级》 09.10.29

2、《招商银行 (600036.SH) 调研报告: 精耕细作, 稳健经营》 09.11.19

3、《招商银行调研报告: 10 年定价能力将显著回升》 10.02.01

事件:

□ 招商银行董事会 2.22 日审议通过了《关于招商银行股份有限公司 A 股和 H 股配股比例及数量的议案》, 同意本次配股按每 10 股配售 1.3 股的比例向本公司 A 股和 H 股股东配售, A 股和 H 股配股比例相同。A 股和 H 股配股股份的发行数量分别以本次配股发行时本公司 A 股股权登记日的 A 股总股本和 H 股股权登记日的 H 股总股本为基数确定。

投资要点与关注:

□ 配股比例符合预期, 资本状况不足为虑:

- 招行最终确定配股比例为 13%, 与我们假设的 15% 的水平相近。这样配股股价由 7.67 升值 8.85, 现价 15.73 元对应的折价率由预期的 51.23% 降至 43.73%; 配股后总股本也由我们假设的 219.87 亿股降至 216.05 亿股, 对应 10 年 EPS 由 1.02 元上升至 1.04 元 (见表 1)。
- 随着配股比例的最终确定, 预计招行配股将在 1 季度全部完成, 融资金额 220 亿。我们预计招行 09 年、10 年和 11 年的资本充足率分别为 10.43%/12.27%/12.38% 左右, 核心资本充足率分别为 6.85%/8.43%/8.50% 左右。实行 Basel II 后, 招行的资本充足状况会得到较好的回升。

□ 10 年看定价能力回升和稳定的资产质量:

招行在 10 年正式进入二次转型, 提升定价能力是重点。全年信贷增速会保持平稳, 预计 NIM 反弹至少在 12Bps 左右。招行政府融资平台相关项目占比只有 17% 左右, 远低于同业平均。预计 09 年拨备覆盖率 253% 左右, 10 年也在 240% 以上。(详见 09.11.19 和 10.02.01 的招行调研报告)

□ 维持对招商银行“买入”评级, 6 个月目标价 22 元: 预计公司 09 年 10 年的 EPS 分别为 0.89/1.04 元 (摊薄), 不摊薄情况下分别为 0.89/1.18 元。BVPS 分别为 4.88 和 6.17 元, 2 月 22 日现价为 15.73 元, 对应 09 年和 10 年摊薄 PE 分别为 17.77X/15.06X, 不摊薄 PE 分别为 17.77X/12.86X; 现价对应 PB 分别为 3.22X/2.55X。目标价 22 元对应 10 年 PE 为 21.64X, 10 年 PB 为 3.66X。

主要财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
拨备前利润	24,220.00	31,566.00	25,191.83	34,216.20	44,700.15
YoY%	73.08%	30.33%	-20.19%	35.82%	30.64%
净利润	15,243.00	20,946.00	16,921.78	22,562.61	29,566.99
YoY%	114.46%	38.27%	-19.71%	33.33%	31.04%
EPS	1.04	1.43	0.89	1.04	1.37
BVPS	4.62	5.42	4.88	6.17	7.27
PB (Trailing)	3.40	2.90	3.22	2.55	2.16
PB (Leading)	4.89	4.17	4.63	3.66	3.11
PE (Trailing)	15.13	11.00	17.77	15.06	11.49
PE (Leading)	21.73	15.81	25.54	21.64	16.52
ROAA	1.36%	1.46%	0.95%	1.02%	1.10%
ROAE	24.76%	28.53%	19.55%	19.91%	20.36%

表 1：15%和 13%配股比例的比较

配股比例	配股数 (百万)	配股后股本 (百万)	除权价	22000		21000	
				配股股价	折价率	配股股价	折价率
25.00%	4,779.87	23,899.36	12.58	4.60	70.74%	4.39	72.07%
20.00%	3,823.90	22,943.39	13.11	5.75	63.42%	5.49	65.09%
15.00%	2,867.92	21,987.41	13.68	7.67	51.23%	7.32	53.45%
13.00%	2,485.53	21,605.02	13.92	8.85	43.73%	8.45	46.29%
10.00%	1,911.95	21,031.44	14.30	11.51	26.85%	10.98	30.17%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2: 招商银行预测与估值表

盈利驱动因素 (期初期末均)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
总资产增长率 (%YoY)	40.30%	19.93%	26.36%	23.59%	18.77%	利息净收入	33,902	46,885	39,028	51,337	64,970
生息资产增长率	40.35%	18.41%	28.00%	22.48%	18.94%	手续费及佣金净收入	6,439	7,744	7,829	10,875	13,593
净息差 (NIM)	3.07%	3.33%	2.24%	2.36%	2.48%	其他业务收入	617	679	3,527	6,912	11,739
净利差 (NIS)	2.97%	3.24%	2.18%	2.28%	2.40%	营业税及附加	2,384	3,296	3,023	4,147	5,418
平均生息资产利率	4.67%	5.16%	3.44%	3.63%	3.81%	业务管理费用	14,354	20,340	22,169	30,760	40,185
平均计息负债付息率	1.69%	1.92%	1.27%	1.34%	1.41%	EBIT	22,147	28,169	22,816	30,059	38,975
成本收入比	35.05%	36.78%	44.00%	44.50%	44.50%	拨备前利润	24,220	31,566	25,192	34,216	44,700
有效税率	27.56%	21.72%	21.40%	22.50%	22.50%	资产减值准备	3,305	5,154	3,868	5,381	6,913
信用成本	0.49%	0.48%	0.35%	0.39%	0.42%	NOPLAT	16,043	22,050	17,933	23,296	30,206
成长性 (%YoY)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润总额	21,043	26,759	21,529	29,113	38,151
贷款及垫款	19.11%	30.31%	35.35%	21.44%	17.92%	所得税	5,800	5,813	4,607	6,550	8,584
客户存款	21.94%	32.55%	31.20%	28.30%	21.00%	净利润	15,243	20,946	16,922	22,563	29,567
净利息收入	57.62%	38.30%	-16.76%	31.54%	26.56%	少数股东损益	0	-131	0	0	0
手续费及佣金净收入	156.13%	20.27%	1.10%	38.90%	25.00%	归属母公司净利润	15,243	21,077	16,922	22,563	29,567
非息收入	97.38%	19.37%	34.82%	56.63%	42.42%	资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	63.28%	35.04%	-8.90%	37.19%	30.64%	现金及存放央行款项	152,647	181,601	195,626	239,605	284,985
业务及管理费	50.81%	41.70%	8.99%	38.75%	30.64%	存放同业和其他金融	239,564	186,466	195,626	275,546	373,330
PPOP	73.08%	30.33%	-20.19%	35.82%	30.64%	贷款和垫款	654,417	852,754	1,154,191	1,401,691	1,652,911
EBIT	102.83%	27.19%	-19.00%	31.75%	29.66%	债券投资	244,077	307,532	410,814	479,211	538,621
税前利润	102.39%	27.16%	-19.54%	35.23%	31.04%	生息资产 (起期初末均)	1,290,705	1,528,353	1,956,256	2,396,053	2,849,847
净利润	114.46%	38.27%	-19.71%	33.33%	31.04%	资产合计	1,310,552	1,571,797	1,986,047	2,454,541	2,915,245
估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	客户存款	943,534	1,250,648	1,640,850	2,105,211	2,547,305
PE (Trailing)	15.17	11.03	17.83	15.11	11.53	同业和其它金融机构	265,123	165,916	160,232	119,308	104,627
PE (Leading)	21.73	15.81	25.54	21.64	16.52	发行债务	14,600	40,278	36,757	27,018	23,544
PB (Trailing)	3.41	2.91	3.23	2.56	2.17	计息负债 (起期初末均)	1,223,257	1,456,842	1,837,839	2,251,537	2,675,476
PB (Leading)	4.89	4.17	4.63	3.66	3.11	负债总计	1,242,568	1,492,016	1,892,728	2,321,173	2,758,223
PEG	0.13	0.29	-0.90	0.45	0.37	股本	14,705	14,707	19,119	21,605	21,605
P/PPOP	9.58	7.35	17.15	14.27	10.92	一般准备	9,500	10,793	14,107	17,099	20,444
每股指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	少数股东权益	0	266	0	0	0
EPS	1.04	1.43	0.89	1.04	1.37	股东权益	67,984	79,781	93,318	133,369	157,022
BVPS	4.62	5.42	4.88	6.17	7.27	现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
每股拨备前利润	1.65	2.15	1.32	1.58	2.07	NOPAT	16,043	22,050	17,933	23,296	30,206
股息派发率	27.00%	7.00%	20.00%	20.00%	20.00%	资产减值准备	3,305	5,154	3,868	5,381	6,913
资产质量指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	应收	-376,450	-261,245	-414,250	-468,494	-460,704
不良贷款	10,922.00	10,355.00	9,233.53	11,680.76	14,373.14	应付	363,626	249,448	400,712	428,444	437,051
不良贷款率	1.20%	1.11%	0.80%	0.83%	0.87%	自由现金流		12,471	7,858	-17,310	5,690
拨备覆盖率	171.67%	208.67%	253.00%	240.00%	230.00%	资产负债结构	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
新增 NPL/贷款均值	-0.17%	-0.07%	-0.11%	0.19%	0.17%	资本充足率	10.41%	11.34%	10.43%	12.27%	12.38%
贷款核销率	0.08%	0.08%	0.08%	0.09%	0.15%	核心资本充足率	8.80%	6.56%	6.85%	8.43%	8.50%
拨备余额/贷款余额	2.87%	2.53%	2.02%	2.00%	2.00%	风险加权资产平均系	54.79%	58.35%	59.00%	58.00%	57.00%
资产盈利能力	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	存贷比	71.01%	69.36%	68.18%	70.34%	66.58%
ROAA	1.36%	1.46%	0.95%	1.02%	1.10%	财务杠杆 X	19.28	19.70	21.28	18.40	18.57
ROAE	24.76%	28.53%	19.55%	19.91%	20.36%	生息资产/总资产	98.49%	97.24%	98.50%	97.62%	97.76%
RoRWA	2.40%	2.58%	1.62%	1.74%	1.92%	贷款及垫款/总资产	49.93%	54.25%	58.12%	57.11%	56.70%
营业收入/资产余额	3.13%	3.52%	2.54%	2.82%	3.10%	计息负债/总负债	98.45%	97.64%	97.10%	97.00%	97.00%
营业费用/资产余额	1.53%	1.84%	1.46%	1.64%	1.80%	贷款结构					
业务数据	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	企业贷款	66.23%	62.44%			
分支机构 (个)	579.00	667.00				贴现贷款	7.77%	10.95%			
员工数 (人)	28,971.00	36,916.00				零售贷款	26.00%	26.61%			
信用卡发卡量 (百万)	20.68	27.26				中小企业贷款	42.68%	43.10%			
一卡通发卡量 (百万)	43.63	49.07				存款结构					
金葵花客户数 (万)	36.40	39.30				活期存款	57.41%	51.29%			
信用卡交易额增量 (百万)		210,800.00				定期存款	42.59%	48.71%			

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。