证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

银行

招商银行（600036） 推荐

A+H 配股融资方案点评 （维持评级）

2011 年 7 月 19 日

核心资本明显提升，业务加快发展可期

证券分析师: 邱志承 021-60875167 qiuzc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120056
证券分析师: 黄飙 0755-82133476 huangbiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120061

事项:

公司董事会公布再融资方案，拟在 A 股和 H 股进行配股，按每 10 股配售不超过 2.2 股的比例向全体股东配售。以公司截至 2011 年 7 月 15 日总股本 215.76 亿股为基数测算，共计可配股份数量不超过 47.47 亿股，其中 A 股可配股份数量不超过 38.87 亿股，H 股可配股份数量不超过 8.60 亿股。此次配股融资总额最高不超过人民币 350 亿元，最终融资总额按照实际发行时的配股价格和配股数量确定，最终 A 股和 H 股配股价格经汇率调整后相同。

评论:

■ **配股后核心资本充足率提高 1.7 个百分点，满足最新监管和中期发展要求**

由于资本消耗和资本监管要求大幅提高，公司当前偏低的核心资本充足率（不足 8%）已经低于将要执行的要求底线（非系统重要性银行正常情况下一级资本充足率不得低于 8.5%），触发了此次的再融资。根据方案，A+H 配股再融资总规模为不超过 350 亿元人民币（见表 1）。

我们假设招商银行在 4 季度，以 7.37 元/股的价格，10 配 2.2 进行配股，我们测算其核心资本充足率从之前预测的 8.1%上升到 9.8%（见表 2），基本满足了资本充足率的需求。

表 1：招商银行配股方案相关数据

股本结构:	
公司总股本	216 亿股
A 股总股本	177 亿股
H 股总股本	39 亿股
融资规模:	
总拟配股数量（上限）	47.5 亿股
其中：A 股拟配股数量	38.9 亿股
H 股拟配股数量	8.6 亿股
总融资金额（上限）	**350 亿元**
其中：A 股	287 亿人民币
H 股	63 亿人民币/76 亿港元
配股比例	**A/H 均为不超过 10 配 2.2**
配股价格 A 股	7.373 人民币
相当于昨日收盘价比例	57%
配股价格 H 股	8.883 港元 / 7.373 人民币
相当于昨日收盘价比例	49%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2：招商银行资本充足情况

	2009A	2010A	2011E	2012E
核心资本充足率	6.6%	8.0%	9.8%	9.6%
总资本充足率	10.4%	11.5%	12.5%	12.1%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **银行股较低的估值已充分反映未来再融资压力；资本补充有利于业务加快扩张，未来再次融资压力不大，维持公司“推荐”评级**

公司此次的融资规模较大，很大程度是为了满足显著提高的监管标准，同时也部分兼顾了中期的发展需要， 由于目前公司基本面情况良好且估值较低，预期市场能够承接此次融资。公司拥有优质的客户基础，各项业务发展势头强劲，资本的及时补充有利于公司在二次转型中巩固原有优势的同时得以保持较快的全面扩张态势，而且公司具有较强的资本内生补充能力，若监管要求不再提高，则未来的再次融资的压力不大。不过如果招行未来被列为系统重要性银行，以《征求意见稿》中 9.5%的核心资本充足率要求，融资后的充足率水平仍略显不足，不过在短期这种可能性不太大。

预期公司的中期业绩将表现良好，配股完成后，公司 2011 年的 P/E 和 P/B 估值分别是不到 8 倍和 1.5 倍，估值吸引力较大，维持“推荐”评级。

表 3：招商银行 A+H 配股融资前后指标对比

	此次融资前		此次融资后		融资前后的变化	
每股指标	**2011E**	**2012E**	**2011E**	**2012E**	**2011E**	**2012E**
EPS	1.90	2.62	1.55	2.18	-0.34	-0.44
BVPS	8.25	10.68	8.07	10.09	-0.18	-0.59
PPoPPS	2.80	3.85	2.29	3.20	-0.51	-0.66
估值水平	**2011E**	**2012E**	**2011E**	**2012E**	**2011E**	**2012E**
P/E	6.8	4.8	7.7	5.8	0.9	1.0
P/B	1.57	1.18	1.48	1.26	-0.09	0.08
P/PPoP	4.6	3.3	5.2	4.0	0.6	0.7
市值/总资产(A 股)	9.1%	7.2%	10.1%	8.8%	1.1%	1.6%
资本	**2011E**	**2012E**	**2011E**	**2012E**	**2011E**	**2012E**
资本充足率	10.8%	11.6%	12.5%	13.1%	1.7%	1.5%
核心资本充足率	8.1%	9.1%	9.8%	10.6%	1.7%	1.5%
财务杠杆(倍)	17.3	16.4	14.6	14.3	-2.7	-2.1
风险加权资产比重	64.8%	62.1%	64.2%	61.7%	-0.6%	-0.5%

数据来源：公司报表，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

价值评估（倍）	2010A	2011E	2012E	2013E
P/E	10.6	7.7	5.8	4.7
P/B	2.05	1.48	1.26	0.98
P/PPoP	7.1	5.2	4.0	3.2
市值/总资产(A 股)	11.4%	10.1%	8.8%	7.0%
股息收益率(税后)	1.5%	1.5%	2.2%	3.2%

每股指标（元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	1.22	1.55	2.18	2.61
BVPS	6.34	8.07	10.09	12.46
PPoPPS	1.84	2.29	3.20	3.84
DPS	0.21	0.24	0.31	0.44

盈利驱动	2010A	2011E	2012E	2013E
存款增长	18.0%	23.5%	22.7%	21.9%
贷款增长	20.7%	20.2%	22.1%	20.5%
存贷比	75.5%	73.5%	73.1%	72.3%
盈利资产增长	16.4%	26.6%	22.4%	21.4%
贷款收益率	4.87%	5.52%	6.12%	6.11%
债券收益率	2.88%	3.82%	4.59%	4.80%
资产生息率	3.93%	4.79%	5.25%	5.27%
存款成本率	1.24%	1.67%	1.88%	1.99%
负债付息率	1.37%	1.81%	2.00%	2.07%
净息差(NIM)	2.65%	3.11%	3.42%	3.37%
净利差(SPREAD)	2.56%	2.98%	3.25%	3.20%
非利息收入比重	19.7%	18.2%	18.0%	19.0%
费用收入比(含营业税)	45.9%	41.7%	39.6%	40.5%
拨备支出/平均贷款	0.42%	0.44%	0.55%	0.59%
有效所得税率	22.7%	23.1%	22.0%	21.2%

收入盈利增长	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入增长	41.4%	44.9%	35.1%	20.5%
手续费收入增长	41.7%	48.3%	37.5%	30.3%
营业净收入增长	39.2%	42.2%	34.7%	22.0%
拨备前利润增长	53.2%	52.7%	39.4%	20.1%
净利润增长	41.3%	55.9%	40.2%	19.7%

资产盈利能力	2010A	2011E	2012E	2013E
RoAE	21.4%	25.1%	24.0%	23.1%
RoAA	1.14%	1.46%	1.64%	1.62%
RoAA(拨备前)	1.72%	2.15%	2.41%	2.38%
RoRWA	1.96%	2.32%	2.65%	2.66%

资产质量	2010A	2011E	2012E	2013E
不良资产率	0.68%	0.54%	0.57%	0.66%
拨备覆盖率	302%	376%	373%	336%
拨备余额/全部贷款	2.05%	2.04%	2.11%	2.23%

资本	2010A	2011E	2012E	2013E
资本充足率	11.5%	12.5%	13.1%	12.5%
核心资本充足率	8.0%	9.8%	10.6%	11.1%
财务杠杆(倍)	17.9	14.6	14.3	14.0
风险加权资产比重	60.2%	64.2%	61.7%	60.8%

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入	57,076	82,702	111,734	134,596
利息收入	84,513	126,893	171,762	210,209
利息支出	27,437	44,191	60,027	75,613
资产准备支出	5,501	7,046	10,487	13,704
拨备后净利息收入	51,575	75,656	101,247	120,892
手续费净收入	11,330	16,802	23,103	30,092
其他经营净收益	2,693	1,591	1,366	1,437
营业净收入	71,099	101,096	136,203	166,125
营业费用	32,634	42,193	53,952	67,218
营业外净收入	379	420	452	438
拨备前利润	38,844	59,322	82,703	99,344
总利润	33,343	52,276	72,215	85,640
所得税	7,574	12,093	15,877	18,196
少数股东利润	0	0	0	0
净利润	25,769	40,184	56,338	67,445

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
现金及存放同业	28,961	51,205	64,999	77,456
央行准备金	294,955	440,219	539,435	656,773
拆放金融企业	237,202	335,533	408,924	498,533
贷款	1,431,451	1,721,053	2,101,547	2,533,358
贷款拨备	-29,291	-35,178	-44,437	-56,584
债券投资	391,751	470,116	578,714	718,782
固定资产	16,984	18,437	21,366	24,318
递延税款净额	3,706	4,451	5,622	7,159
其他资产	26,788	50,393	57,065	40,135
盈利资产	2,384,320	3,018,126	3,693,619	4,484,903
总资产	2,402,507	3,056,230	3,733,235	4,499,931
金融企业存放	285,197	379,352	461,188	551,059
存款	1,897,178	2,343,015	2,874,879	3,504,478
应付款项	49,841	71,555	82,616	91,607
发行债券	36,285	53,525	53,525	30,525
付息负债	2,218,660	2,775,892	3,389,592	4,086,062
总负债	2,268,501	2,847,447	3,472,208	4,177,669
实收资本	21,577	25,874	25,874	25,874
公积金	46,554	79,203	84,837	91,582
一般准备	16,812	22,806	26,753	31,816
未分配利润	49,063	80,900	123,563	172,991
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益	134,006	208,783	261,027	322,263

贷款结构	2010A	2011E	2012E	2013E
企业贷款	60.8%	55.4%	54.1%	53.8%
票据贴现	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
个人贷款	34.6%	39.6%	40.9%	41.2%

存款结构	2010A	2011E	2012E	2013E
企业活期	35.0%	34.5%	34.1%	33.7%
企业定期	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
储蓄活期	21.8%	22.0%	22.2%	22.4%
储蓄定期	15.3%	15.5%	15.7%	15.9%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。