

招商银行 (600036)

买入/维持评级

股价: RMB12.98

分析师

戴志锋
SAC 执业证书编号:S1000510120056
(0755)8212 5150
daizf@mail.htlhsc.com.cn

林媛媛
SAC 执业证书编号:s1000510120010
(0755)8236 4427
linyy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

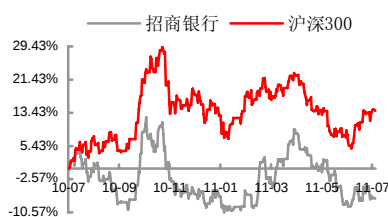
张立山
(0755) 82704951
zhangls@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	21,577
流通 A 股 (百万股)	17,666
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	229,306

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

融资背景、方式和规划

——招商银行配股融资电话会议纪要

- 融资背景。**招商银行大力发展二次转型战略, 初见成效。由于监管要求发生了变化, 目前资本充足率接近监管底线, 也低于行业平均水平, 集团核心资本充足率低于 8%, 在上市银行中处于较低水平, 需要补充资本。
- 融资方式。**就融资方式而言, 经招行讨论研究, 认为 A/H 股同时配售是较好的方式, 能考虑全体股东利益。本次配股按每 10 股配售不超过 2.2 股的比例向全体股东配售, A/H 股配股比例相同, 配股价格根据刊登发行公告前 A 股与 H 股市场交易的情况。采用市价折扣法确定。A 股和 H 股配股价格经汇率调整后相同。
- 融资规划。**考虑未来监管的变动, 招行在此基础上上调 1%作为缓冲, 即实现核心一级资本、一级资本和总资本 8.5%、9.5%和 11.5%的目标。本次融资 350 亿已经考虑了未来 5 年中长期资本规划, 在规划中, 风险资产的平均增速约 16%, 分红率将保持在 25%左右。根据经验, 本次配股估计在 5~8 个月内完成。
- 投资建议:** 招行再融资方案短期对市场情绪偏负面, 我们认为, 调整后的投资机会逐渐显现。招行基本面依旧扎实, 近期受困于再融资, 靴子落地后, 投资机会显现。招行是优秀银行代表, 零售银行是中国银行业未来方向, 经营的稳健性保证其成长的确性, 是我们长期看好的品种, 维持“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51,091	71,099	92,097	108,170
(+/-%)	-7	39	30	17
归属母公司净利润(百万元)	18,235	25,769	34,546	41,236
(+/-%)	-13	41	34	19
EPS(元)	0.95	1.19	1.31	1.57
P/E(倍)	12.39	9.90	9.01	7.55

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

本次配股增发的背景

招行傅育宁董事长介绍，公司大力发展二次转型战略，从降低资本消耗、提高风险定价、降低成本、增加价值客户及确保风险可控五个方面提出转型目标，已初见成效。截止到 2011 年 1 季度末，本集团取得了良好的经营业绩，总资产达 25,847 亿，较年初增长 7.58%，净利润 88.1 亿同比增长 49%，NIM2.98%，手续费收入同比增长 62.3%，成本收入比较同期下降 2.32%至 32.77%；ROAE 为 25.79%，同期提高 3.08%。招行利润增速快于资本增速，体现了良好的资本内生能力，但由于监管要求发生了变化，目前资本充足率接近监管底线，也低于行业平均水平，集团核心资本充足率低于 8%，在上市银行中处于较低水平，需要补充资本。

经招行测算，以一级资本充足率 9.5%和总资本充足率 11.5%为目标，根据 2011-2015 年主要经营策略，以资本约束为前提，以提升资本回报为目标，截至 2015 年末招行总资本缺口为 350 亿元。

就融资方式而言，经招行讨论研究，认为 A/H 股同时配售是较好的方式，能考虑全体股东利益。本次配股按每 10 股配售不超过 2.2 股的比例向全体股东配售，A 股和 H 股配股比例相同，配股价格根据刊登发行公告前 A 股与 H 股市场交易的情况，按不低于发行前本公司最近一期经境内审计师根据中国会计准则审计确定的每股净资产值的原则，采用市价折扣法确定。A 股和 H 股配股价格经汇率调整后相同。

Q&A

Q:本次配股是否和相关股东进行沟通？股东认购情况如何？

A:本次配股我们已经做了长时间的研究讨论，也和包括招商局在内的主要股东以及机构进行过沟通，从反馈的意见来看，主要股东和机构支持本次配股，也希望尽早完成。

Q:招行对提高资金使用效率的措施？

A:我们正在进行的二次转型，就是要通过降低资本消耗、提高风险定价、降低成本、增加价值客户及确保风险可控实现低资本消耗下的发展。比如，调整信贷结构、资产结构、业务结构，大力发展不消耗或低消耗资本的中间业务，发展风险权重只有 50%的按揭贷款业务，以及按银监要求发展 500 万以下小企业贷款业务，都是降低资本消耗的具体措施。此外，根据监管要求积极控制未使用信用卡额度，未使用房屋贷款，一切消耗资本的我们都要节约。同时进一步强化分支机构对资本消耗的考核。总之即把降低资本消耗，提高资本回报贯彻到整个经营之中

Q:中长期资本计划如何？未来核心资本充足率、资本充足率是多少？

如果银监将招行纳入系统性重要银行，未来是否还有融资需求？

A: 根据银监会新监管标准，银行的核心一级资本、一级资本和总资本最低要求分别为 7.5%、8.5%和 10.5%，考虑未来监管的变动，招行在此基础上上调 1%作为缓冲，即实现核心一级资本、一级资本和总资本 8.5%、9.5%和 11.5%的目标。

目前为止，招行中长期资本规划中没有考虑纳入系统性重要银行的因素，因为中国银行业如何划分重要性银行还有没有定论。

Q:银监会新发布的《资本充足率管理办法》征求意见稿对招行的影响如何？

350 亿融资规模是否考虑该因素？未来是否还要扩大融资规模？

A: 银监会发布的征求意见稿还是意见稿，没有定论。其中的有些办法已经实施，有些还只是设想。这个办法不仅对招行有影响，对整个中国银行业都有影响，所以监管层会很慎重，要进行进一步讨论研究才有定论。

Q:未来风险资产的增长以及分红率的情况如何？

A: 本次融资 350 亿已经考虑了未来 5 年中长期资本规划，即实现核心一级资本、一级资本和总资本 8.5%、9.5%和 11.5%的目标。在规划中，风险资产的平均增速约 16%，分红率将保持在 25%左右。

Q:招行信用风险如果按征求意见稿中的权重法、内部模型法测算，各自的影响分别是多少？

A: 银监目前发布的征求意见稿，还没有定论，因此不合适对外披露。但就招行而言，内部评级法比权重法要节约资本，这主要是由于招行的资本结构决定的，招行有大量的零售贷款，按揭贷款。

Q:本次融资计划是否考虑了未来资产质量的因素？

A: 我们目前的不良率为千分之 6，拨备覆盖率超过 350%，我们认为银行经营不是不良率接近 0 才是最好，而是要考虑风险和收益的平衡，对不良率有个容忍度。在本次融资计划中，资产质量、资产结构、对风险的容忍度都已包含在此次融资计划的考量中。

Q:4 月份股东大会授权发行新股不超过股本 20%，本次配股按每 10 股配不超过 2.2 股进行配售，待新股配股结果出来后是否需要股东大会批准？

本次配股什么时候能完成？

A: 新配股计划需要 A/H 股东的批准，将根据发行时的股价和数量决定配股计划，新授权是需要的。根据经验，本次配股估计在 5~8 个月内完成。

Q:融资计划此时的推出是否会影响到未来贷款增速？是否考虑了巴塞尔三的影响？

A: 到目前为止，核心资本充足率、资本充足率都符合监管的要求。按照今年的预算计划，即使融资没有完成，也可以完成预算计划，不会突破监管的底线。我们对业务结构也加大了调整，定价能力有所提升。

Q:按每 10 股配售不超过 2.2 股，本次配售 A/H 股有较大折价，定价是如何考虑的？

未来 500 万以下小企业的发展目标？

A: 配股定价折扣依据是参考 A/H 股的市场价格，给予一定折扣。发行配股率为每 10 股配售不超过 2.2 股，配股价格不低于每股净资产，该净资产根据发行前最近一期经境内审计师根据中国会计准则审计确定。具体情况要结合承销商保荐人共同决定。

500 万以下小企业发展目标从以下数据可以看出，目前中小企业贷款在企业贷款中的比重超过 50%，中小企业贷款增速快于企业贷款增速，而 500 万以下小企业贷款增速又快于中小企业贷款增速。

表 4. 招行年度关键指标及预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标：						利润表：					
PE	8.30	12.39	9.90	9.01	7.55	利息收入	72,635	65,838	84,513	107,510	125,081
PB	2.18	2.44	1.90	1.57	1.35	利息支出	25,750	25,474	27,437	32,269	37,399
EPS	1.42	0.95	1.19	1.31	1.57	净利息收入	46,885	40,364	57,076	75,241	87,683
BVPS	5.42	4.85	6.21	7.52	8.76	手续费净收入	7,744	7,993	11,330	14,163	17,703
每股拨备前利润	2.17	1.33	1.80	1.94	2.27	营业收入	55,202	51,091	71,099	92,097	108,170
						营业支出	(23,636)	(26,207)	(32,634)	(41,610)	(48,867)
						拨备前利润	31,913	25,355	38,844	50,959	59,777
						拨备	5,154	2,971	5,501	6,463	7,432
驱动性因素：						税前利润	26,759	22,384	33,343	44,496	52,345
生息资产增长	18.59%	31.97%	16.39%	18.14%	16.30%	税后利润	20,946	18,235	25,769	34,546	41,236
贷款增长	29.89%	35.62%	20.71%	15.00%	15.00%						
存款增长	32.55%	28.59%	17.97%	16.00%	16.00%						
贷款收益率	7.25%	5.05%	5.11%	5.75%	5.75%						
生息资产收益率	5.08%	3.66%	3.81%	4.13%	4.11%	资产负债表：					
计息负债付息率	1.92%	1.51%	1.33%	1.35%	1.34%	贷款	852,754	1,161,817	1,402,160	1,611,193	1,851,632
净息差	3.28%	2.24%	2.58%	2.89%	2.88%	投资类资产	307,532	375,386	391,751	510,466	604,891
信贷成本	0.67%	0.29%	0.42%	0.42%	0.42%	存放央行	181,601	216,167	294,955	340,842	394,672
手续费净收入增	20.27%	3.22%	41.75%	25.00%	25.00%	同业资产	188,753	271,124	266,163	319,396	383,275
营业费用/营业收入	36.85%	45.17%	40.06%	39.50%	39.50%	其他资产	41,157	43,447	47,478	50,725	55,802
所得税税率	21.72%	18.54%	22.72%	22.36%	21.22%	资产总额	1,571,797	2,067,941	2,402,507	2,832,623	3,290,272
						存款	1,250,648	1,608,146	1,897,178	2,200,726	2,552,843
盈利及杜邦分析：						同业融资	170,534	267,796	285,197	342,236	410,684
ROAA	1.45%	1.00%	1.15%	1.32%	1.35%	发行债券	40,278	40,731	36,285	36,285	36,285
ROAE	28.35%	21.13%	22.73%	20.82%	19.25%	其他负债	30,556	58,485	49,841	55,497	59,982
净利息收入	3.25%	2.22%	2.55%	2.87%	2.86%	负债总额	1,492,016	1,975,158	2,268,501	2,634,745	3,059,794
非净利息收入	0.58%	0.59%	0.63%	0.64%	0.67%	股东权益	79,781	92,783	134,006	197,878	230,478
营业收入	3.83%	2.81%	3.18%	3.52%	3.53%	(未分配利润)	25,719	32,123	49,063	76,621	105,963
营业支出	1.64%	1.44%	1.46%	1.59%	1.60%						
拨备前利润	2.21%	1.39%	1.74%	1.95%	1.95%	资本状况：					
拨备	0.36%	0.16%	0.25%	0.25%	0.24%	资本充足率	11.34%	10.45%	11.47%	13.37%	13.38%
税前利润	1.86%	1.23%	1.49%	1.70%	1.71%	核心资本充足率	6.56%	6.60%	8.04%	9.94%	9.95%
税收	0.40%	0.23%	0.34%	0.38%	0.36%	杠杆率	19.7	22.3	17.9	14.3	14.3
						RORWA	2.49%	1.78%	1.91%	2.06%	2.07%
						风险加权系数	58.35%	56.18%	60.22%	64.00%	65.00%
业绩年增长率：											
净利息收入	38.30%	-13.91%	41.40%	31.83%	16.54%						
营业收入	34.78%	-7.45%	39.16%	29.53%	17.45%	资产质量：					
拨备前利润	31.07%	-20.55%	53.20%	31.19%	17.30%	不良贷款率	1.11%	0.82%	0.68%	0.72%	0.75%
税后利润	37.41%	-12.94%	41.32%	34.06%	19.37%	不良贷款覆盖率	223%	247%	301%	296%	293%
						拨备/贷款余额	2.47%	2.02%	2.05%	2.12%	2.19%
						不良贷款净生成	0.00%	0.00%	0.01%	0.20%	0.20%

资料来源：华泰联合证券研究, 公司公告

表.可比上市银行的盈利预测及估值

		P/E				P/B			P/PPOP		
		股价	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
601398.SH	工商银行	4.36	9.7	8.0	6.8	2.0	1.69	1.43	6.6	5.4	4.6
601939.SH	建设银行	4.88	9.0	7.3	6.2	1.7	1.51	1.32	6.0	4.9	4.2
601288.SH	农业银行	2.72	9.3	7.1	5.5	1.6	1.40	1.19	5.4	4.2	3.7
601988.SH	中国银行	3.10	8.3	7.2	6.3	1.3	1.14	1.01	5.6	4.5	3.9
601328.SH	交通银行	5.01	7.2	5.8	4.8	1.3	1.08	0.93	4.5	3.6	3.1
600036.SH	招商银行	12.80	9.9	9.0	7.5	1.9	1.57	1.35	6.6	6.1	5.2
601998.SH	中信银行	4.46	8.1	7.9	6.6	1.4	1.23	1.06	5.1	4.9	4.2
600000.SH	浦发银行	9.85	7.4	7.3	6.1	1.1	1.27	1.08	4.7	4.6	3.9
600016.SH	民生银行	5.68	8.6	7.0	6.1	1.4	1.20	1.02	5.3	4.4	3.8
601166.SH	兴业银行	13.80	8.0	6.3	5.4	1.6	1.33	1.10	5.6	4.2	3.5
601818.SH	光大银行	3.33	10.5	8.2	7.0	1.7	1.42	1.21	6.5	5.1	4.4
600015.SH	华夏银行	11.02	9.2	9.4	7.7	1.5	1.21	1.07	4.5	4.8	4.1
000001.SZ	深发展A	17.54	9.7	7.2	6.1	1.8	1.45	1.18	6.4	4.8	4.0
601169.SH	北京银行	9.93	9.1	8.6	7.1	1.5	1.15	1.00	6.3	5.7	4.7
601009.SH	南京银行	9.06	11.6	8.7	7.1	1.4	1.24	1.07	8.0	6.1	4.9
002142.SZ	宁波银行	10.97	13.6	10.9	8.8	2.0	1.76	1.54	9.5	7.2	5.8
上市银行平均			9.3	7.9	6.6	1.6	1.35	1.16	6.0	5.0	4.3
国有银行			8.7	7.1	5.9	1.57	1.36	1.18	5.6	4.5	3.9
股份银行			8.9	7.8	6.6	1.57	1.33	1.14	5.6	4.9	4.1
城商行			11.5	9.4	7.6	1.62	1.38	1.20	8.0	6.3	5.1
		EPS			BVPS			PPOPS			
	评级	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	
601398.SH	工商银行	增持	0.47	0.57	0.67	2.35	2.73	3.21	0.70	0.85	0.99
601939.SH	建设银行	增持	0.54	0.66	0.78	2.80	3.22	3.71	0.82	1.00	1.15
601288.SH	农业银行	增持	0.29	0.39	0.49	1.67	1.94	2.28	0.51	0.64	0.74
601988.SH	中国银行	增持	0.37	0.43	0.50	2.42	2.72	3.08	0.56	0.69	0.79
601328.SH	交通银行	增持	0.69	0.87	1.03	3.98	4.63	5.41	1.11	1.39	1.62
600036.SH	招商银行	买入	1.19	1.31	1.57	6.21	7.52	8.76	1.80	1.94	2.27
601998.SH	中信银行	增持	0.55	0.57	0.67	3.19	3.63	4.19	0.87	0.91	1.07
600000.SH	浦发银行	增持	1.34	1.35	1.62	8.59	7.75	9.10	2.08	2.15	2.51
600016.SH	民生银行	买入	0.66	0.81	0.92	3.94	4.74	5.54	1.07	1.29	1.48
601166.SH	兴业银行	增持	3.09	2.21	2.56	15.35	10.39	12.51	4.40	3.27	3.90
601818.SH	光大银行	中性	0.32	0.40	0.47	2.01	2.35	2.75	0.51	0.65	0.76
600015.SH	华夏银行	增持	1.20	1.18	1.44	7.11	9.13	10.33	2.45	2.30	2.68
000001.SZ	深发展A	增持	1.80	2.43	2.86	9.62	12.06	14.80	2.72	3.69	4.42
601169.SH	北京银行	增持	1.09	1.15	1.40	6.84	8.62	9.93	1.57	1.74	2.12
601009.SH	南京银行	增持	0.78	1.04	1.28	6.39	7.31	8.44	1.13	1.50	1.83
002142.SZ	宁波银行	增持	0.81	1.01	1.25	5.51	6.23	7.13	1.15	1.52	1.89
上市银行平均		增持	0.95	1.02	1.22	5.50	5.94	6.95	1.46	1.59	1.89
国有银行		增持	0.47	0.58	0.70	2.64	3.05	3.54	0.74	0.91	1.06
股份银行		增持	1.27	1.28	1.51	7.00	7.20	8.50	1.99	2.02	2.39
城商行		增持	0.89	1.07	1.31	6.24	7.39	8.50	1.28	1.59	1.95
		实际	ROAA			ROAE			ROAA(拨备前)		
	流通市值	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	
601398.SH	工商银行	666	1.3%	1.4%	1.4%	22.0%	22.6%	22.6%	1.9%	2.1%	2.1%
601939.SH	建设银行	445	1.3%	1.4%	1.5%	21.4%	22.1%	22.6%	2.0%	2.2%	2.2%
601288.SH	农业银行	538	1.0%	1.1%	1.3%	21.4%	21.4%	23.4%	1.7%	1.9%	1.9%
601988.SH	中国银行	207	1.1%	1.1%	1.1%	17.1%	17.0%	17.1%	1.6%	1.8%	1.8%
601328.SH	交通银行	899	1.1%	1.1%	1.2%	20.1%	20.1%	20.6%	1.7%	1.8%	1.8%
600036.SH	招商银行	1,440	1.2%	1.3%	1.3%	22.7%	20.8%	19.3%	1.7%	1.9%	2.0%
601998.SH	中信银行	337	1.1%	1.2%	1.2%	18.6%	18.1%	17.2%	1.8%	1.9%	1.9%
600000.SH	浦发银行	1,013	1.0%	1.1%	1.1%	20.0%	18.8%	19.2%	1.6%	1.7%	1.7%
600016.SH	民生银行	959	1.1%	1.2%	1.1%	18.1%	19.1%	18.0%	1.8%	1.9%	1.8%
601166.SH	兴业银行	1,112	1.2%	1.2%	1.2%	24.4%	23.3%	22.3%	1.7%	1.8%	1.8%
601818.SH	光大银行	131	1.0%	1.0%	1.0%	19.7%	18.5%	18.6%	1.5%	1.6%	1.6%
600015.SH	华夏银行	278	0.6%	0.7%	0.7%	18.2%	16.5%	14.8%	1.3%	1.4%	1.4%
000001.SZ	深发展A	521	1.0%	1.1%	1.1%	23.3%	22.4%	21.3%	1.4%	1.6%	1.7%
601169.SH	北京银行	354	1.1%	1.0%	1.1%	17.0%	16.0%	15.1%	1.5%	1.6%	1.6%
601009.SH	南京银行	179	1.2%	1.3%	1.3%	14.8%	15.2%	16.3%	1.8%	1.8%	1.8%
002142.SZ	宁波银行	105	1.1%	1.0%	1.0%	18.1%	17.2%	18.7%	1.6%	1.5%	1.6%
上市银行平均		574	1.1%	1.1%	1.2%	19.8%	19.3%	19.2%	1.7%	1.8%	1.8%
国有银行		551	1.2%	1.2%	1.3%	20.4%	20.6%	21.3%	1.8%	1.9%	2.0%
股份银行		724	1.0%	1.1%	1.1%	20.6%	19.7%	18.8%	1.6%	1.7%	1.7%
城商行		213	1.1%	1.1%	1.1%	16.6%	16.1%	16.7%	1.6%	1.6%	1.7%

资料来源：华泰联合证券研究, 公司公告



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn