

证券研究报告 • 上市公司深度

银行

“二次转型”提高风险定价能力， 零售强行持续贡献低息负债

二次转型实现内涵式发展：降低资本消耗，提高风险定价能力
 招行属于行业内的领军者，经历 5 年的“一次转型”后，2009 年开始“二次转型”，即在业务重心转向零售和中小企业贷款的基础上，于 2009 年开始旨在“用最小的资本消耗，实现盈利最大化”的又一次转型；具体目标是降低资本消耗、提高贷款风险定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控。

存贷款增速放缓，净息差已经触顶

2011 年 3 季度，存款余额 20003 亿，较上半年下降 4%；贷款余额 14925 亿，较上半年下降 4%；生息资产收益率回升 46 个基点，达到 4.97%；付息负债成本率提高 26 个基点，达到 2.01%；净息差提高 20 个基点，达到 2.96%。

从趋势看，4 季度后净息差将触顶回落。理由：4 季度信贷宽松，银行议价能力下降，生息资产收益率开始下降；由于吸存压力依然存在，付息负债成本率会处于高位，净息差将开始回落。

营业效率提高、资本金节约，资产质量改善

招行的成本收入比持续下降，经营效率开始明显改善，未来下降空间犹存；3 季度单季，贷存比名义达到监管红线，扣除 500 万小微贷款后贷存比只有 73.84%，达到监管标准；拨贷比 2.16%，拨贷比提高对业绩影响可忽略；资本金未变，但是资本充足率和核心资本充足率小幅提高；

350 亿配股融资充实资本金，有助于释放其基本面优势

招商第二次配股融资方案，融资规模 350 亿元，10 股配 2.2 股，配股价格是 7.38 元/股。第二次配股融资完成后，招商的股本将提高到 263 亿股，核心资本充足率提高 2%，预计资本（核心资本）充足率将达到 13.3%（10%），满足未来 3-5 年的资本需求。如果说“一卡通”和“一网通”成就了招行的零售银行业务，那末这次“二次转型”将成就招行成为资本金约束下经营的资本节约型银行。

招行业务特色和竞争力

1、零售银行业务业内领先；2、发达营销渠道和战略布局；3、高附加值的客户群体数量出现明显增加，客户的价值贡献提高；4、充足的贷款拨备覆盖率；5、多样化的营收来源；6、EPS 高成长性，净利润增速稳定。

绝对估值法测算招行合理的价值区间是：（14.24，16）

按照绝对估值剩余价值法，招行合理的价格区间（14.24，18.17）；按照线性回归分析法，招行合理价格区间（13.9，15.7）。如果按照共同的交叉区域来估算的话，招行合理的价格区间是（14.24，16）。

招商银行 (600036)

维持

买入

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440510120041

发布日期：2011 年 12 月 1 日

当前股价：11.21 元

目标价格 6 个月：15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.74/-2.08	-6.74/2.35	-12.67/5.92
12 月最高/最低价 (元)		15.53/10.83
总股本 (万股)		2157660.89
流通 A 股 (万股)		1766613.09
总市值 (亿元)		2418.74
流通市值 (亿元)		1980.37
近 3 月日均成交量 (万)		4242.00
主要股东		
香港中央结算 (代理人) 有限公司		17.85%

股价表现



相关研究报告

 110719 调研简报：配股融资，充实资本
[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

投资建议和估值

我们提出 4 季度银行板块估值修复行情启动。基本理由是：2011 年 4 季度到 2012 年上半年，通胀率下降的速度将快于名义经济增长率下降的速度，从而经风险调整以后的实际经济增长率将回升；当行业实际增长率回升后，行业的估值提升理由充分；将银行体系等同为中国宏观经济，银行股估值提升理由充分。在行业性机会出现时，我们重点推荐业绩增长优势更为明显的银行。

2012 年，我们重点推荐招商的理由是：1、明年配股融资完成，释放银行信贷扩张空间，2、较低的付息负债成本率，3、较强的贷款议价能力，4、中间业务发展在业内领先。

预计 2011/12 招行净利润同比增速分别为 39%/20%，摊薄以后的 EPS 分别为 1.36/1.63，对应 11/12 年的 PE 为 8.7/7.23，PB 为 1.63/1.43。由于较强的零售银行业务和中间业务优势，招商的估值相对合理。在 2012 年信贷宽松背景下，招商卓越的风险定价能力、领先的零售银行业务优势将继续确立其业内的领军地位，提升其估值空间。我们测算其合理价格区间为（14.24，16），维持“买入”评级。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	51,446	71377	95726	115539
主营收入增长率	-6.98%	39%	34%	21%
净利润（百万）	18,235	25769	35695	42947
净利润增长率	-13.48%	41%	39%	20%
EPS（元）	0.95	1.19	1.36	1.63
P/E	16.92	9.88	8.70	7.23
PB	2.43	2.04	1.63	1.43

目录

问题的提出	1
“二次转型”主要内容和预期实现的目标	1
存贷款增速放缓，净息差已经触顶	2
营业效率提高、资本金节约，资产质量改善	4
招商高端客户规模增加、贡献提升	10
350 亿配股融资充实资本金，有助于释放其基本面优势.....	12
特色显眼	13
绝对估值法测算招行的价值	14
投资评价和建议	16
风险分析	17

问题的提出

招行属于行业内的领军者，经历了 5 年的“一次转型”和 2009 年开始的“二次转型”。招行目前都发生了哪些变化，具体的战略目标达到何种程度？未来继续改善的空间如何呢？在配股融资完成后，招行的业务优势是否能够继续转变其有形的生产力，实现高速增长？同时按照绝对估值法，招行合理的价位在究竟是多少？

我们基于三季报披露的相关信息来对招行的经营情况展开详细分析和了解。

“二次转型”主要内容和预期实现的目标

2010 年，招行从经营集约化入手，加快转变经营方式，全面实施二次转型。所谓“二次转型”，是指招行在 6 年前开始的“一次转型”即实现业务重心转向零售和中小企业贷款的基础上，于 2010 年开始的旨在“用最小的资本消耗，实现盈利最大化”的又一次转型。

“二次转型”准确的界定：

二次转型是相对一次转型而言的，是指在深入推进经营战略调整的基础上，加快实现由主要依靠增加资本、资源消耗的外延粗放型经营方式向主要依靠管理提升、科技进步和员工效能提高的内涵集约型经营方式的转变。二次转型的根本目标是实现经营效益的最大化，保证盈利的持续稳定增长，具体目标是降低资本消耗、提高贷款风险定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控。具体内容见表 2 所示。

表 1 招行“二次转型”和“一次转型”的对比分析

“一次转型”	“二次转型（从经营集约化入手）”
加快发展零售业务	降低资本消耗
中间业务	提高贷款风险定价
中小企业业务	控制财务成本
	增加价值客户
	确保风险可控

数据来源：中信建投证券研究发展部，

表 2 “二次转型”的推进的主要措施和关键性指标

考量的项目	主要的措施	关键性指标
资本使用效率	信贷规模调控	风险调整后的资本回报率
	加强深化经济资本管理	资本充足率
	大力发展低资本消耗业务	核心资本充足率
	优化资产负债结构	平均净资产收益率
贷款风险定价水平	贷款定价政策	
	加强贷款定价考核	人民币一般性批发贷款加权平均利率
	加大产品创新力度	人民币零售贷款加权平均利率

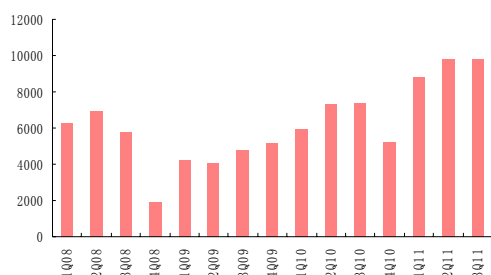
提升综合化服务	费用效率 and 人工效能	费用管理 资源整合 流程改造	营业费用增幅和营业净收入增幅比较 成本收入比 人均净利润 网均净利润
高价值客户占比稳步提高 (提高综合贡献度)	资源整合 客户精细化管理 业务联动与交叉销售	日均总资产 50 万元以上零售客户 67.01 万户 高价值零售客户数占比 新增综合收益 10 万元以上公司客户	
确保风险可控 (提升风险管理水平)	信用风险全流程优化	不良率为 不良贷款生成率 (含信用卡) 拨备覆盖率	

数据来源：中信建投证券研究发展部，

存贷款增速放缓，净息差已经触顶

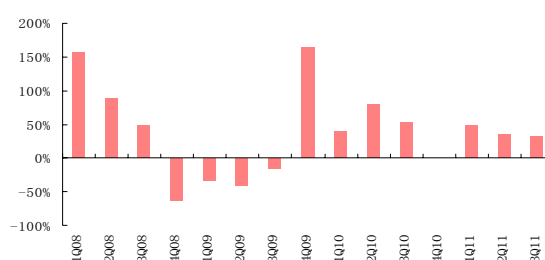
前三个季度，招商实现净利润 288.38 亿元，同比增长 37.9%。前三个季度分别实现 88.10 亿元,97.9 亿元,97.88 亿元,同比分别增长 49.09%,34%和 33%。净利润同比增速在下降。

图 1：3 季度，净利润 97.88 亿元，



数据来源：中信建投证券研究发展部，

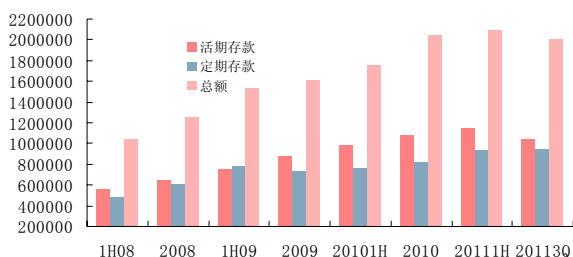
图 2：3 季度，净利润同比增速在逐季下降



数据来源：中信建投证券研究发展部，

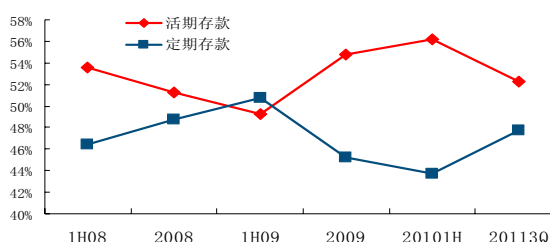
2011 年 3 季度，全部存款余额 20003 亿，相较上半年下降 4%，其中活期存款的占比下降到 52.27%，但是定期存款的占比提高到 47.73%。

图 3：3 季度，存款余额也首次出现下降



数据来源：中信建投证券研究发展部，

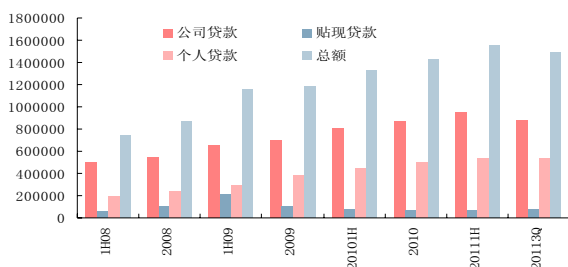
图 4：2011 年 3 季度，定期存款余额占比在提升



数据来源：中信建投证券研究发展部，

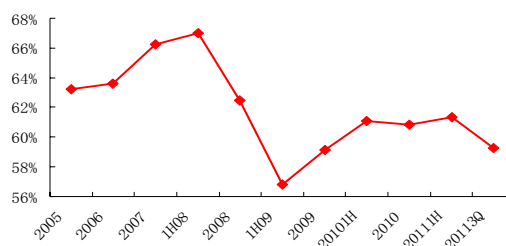
2011 年 3 季度，全部贷款规模余额 14925 亿，相较上半年下降 4%，首次出现贷款规模余额下降的情况。其中，公司类贷款规模下降，贴现类和个人类贷款在增加。这主要体现出招商的客户结构在发生明显的变化。另外，公司贷款规模占全部贷款的比例开始下降，而且低于 60%。

图 5：3 季度，贷款余额首次出现下降



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 6：2011 年 3 季度，公司类贷款增速开始下降

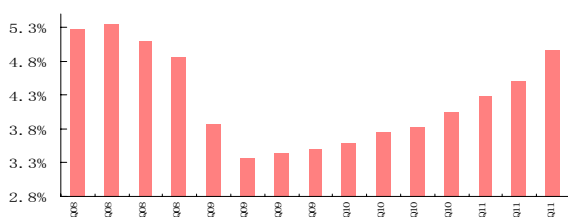


数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

生息资产收益率从 2009 年年中开始触底后，逐季回升，但是 2011 年 3 季度回升的幅度最大，提高 46 个基点，达到 4.97%。一方面客户结构变化后，对议价能力高的客户的贷款在增加；另一方面前期加息的滞后效应开始逐步显现，同时信贷市场资金面相当紧张，推高了收益率。

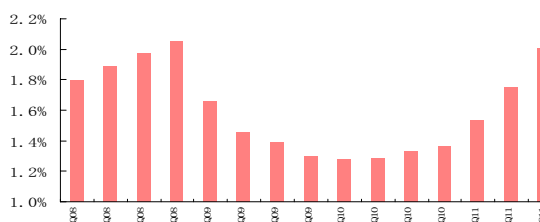
付息负债成本率从 2010 年年中开始触底后，逐季回升，2011 年 3 季度回升幅度最大，提高 26 个基点，达到 2.01%。一方面定期存款占比在提高，提高了生息资产收益率；同时存款季度环比下降后，储蓄机构的吸存大战在助推生息资产收益率。净息差在 2009 年 2 季度触底后，也是缓慢向上回升，整体看到 2011 年 3 季度提高 20 个基点，达到 2.96%。

图 7：3 季度，生息资产收益率提高到 4.97%



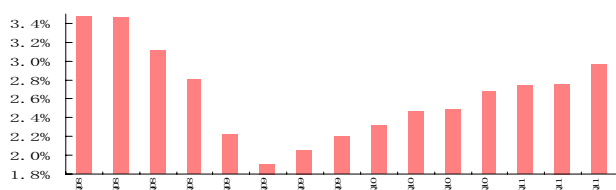
数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 8：2011 年 3 季度，付息负债成本率提高到 2.01%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 9：3 季度，净息差提高到 2.96%

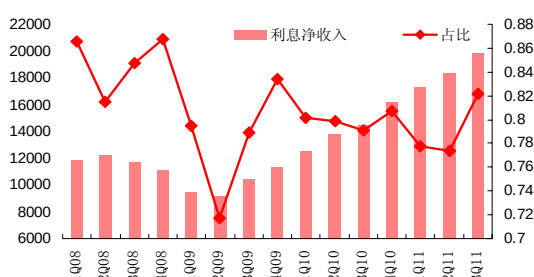


数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

从净息差变动的趋势来看，估计在 4 季度招商的净息差将触顶回落。理由是：4 季度信贷开始松动，银行的议价能力在下降，同时利率将维持在高位，生息资产收益率开始下降，但是由于吸存压力依然存在，付息负债成本率依然会处于高位，从而净息差将开始回落。

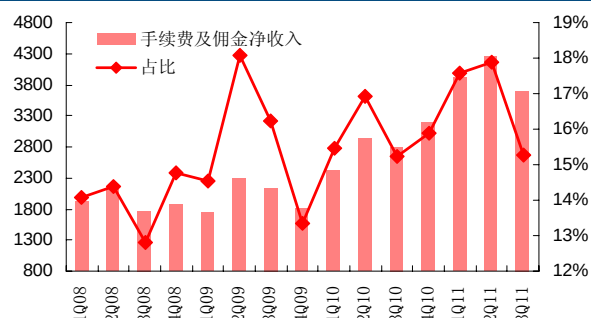
2011 年 1-9 月，净利息收入 539.45 亿元，同比增长 36.19%，主要是生息资产规模增加，净利差和净利息收益率稳步提升，净利息收入在营业收入中的占比为 80.05%；手续费及佣金净收入 113.64 亿元，同比增长 46.33%，主要是银行卡手续费、代理服务手续费、财务顾问收入和托管及其他受托业务佣金增加，手续费及佣金净收入在营业收入中的占比为 16.86%，占比开始下降；其他净收入 20.81 亿元，较去年同期增加 3.33 亿元，主要是投资净收益增加。

图 10：3 季度，利息净收入占比提高到 82%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

图 11：2011 年 3 季度，手续费和佣金净收入占比下降到 15%



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

营业效率提高、资本金节约，资产质量改善

1、成本收入比持续下降，经营效率开始明显改善，未来下降空间犹存

从 2009 年以来，招商的成本收入比开始明显下降，而且降幅高于行业平均；另外，招商的成本收入比始终高于行业平均，行业的成本收入比处在下行通道中，从而招商的成本收入改善空间依然存在。

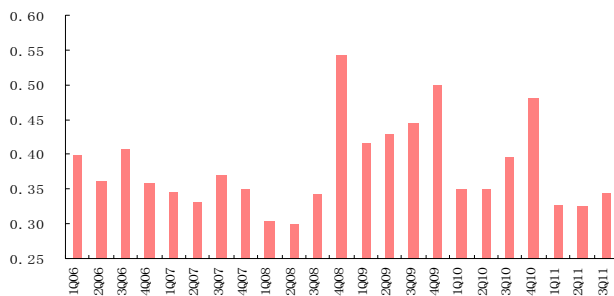
2009 年招商提出 2 次转型的战略，其中主要一项是加强费用管理、资源整合和流程再造，通过这些途径提高费用效率和人工效能，主要财务指标表现是成本收入比、人均利润出现明显下降。

2011 年 3 季度，招商银行成本收入比相对 2009 年和 2010 年都出现了较为明显的下降。按照单季成本收入比平均测算，2009/2010/2011 年，成本收入比为 44.7%，39.5%和 33.2%。在营业收入增长的同时，成本大幅下降，效率明显提高是主要的原因。

行业比较来看，2011 年 3 季度，招商成本收入比降幅高于行业平均。全行业成本收入比都处在下行通道中。行业简单平均，2010 年 3 季度成本收入比为 33.3%，2011 年 3 季度为 31.2%，行业降幅为 2%。2011 年 3 季度相对 2010 年 3 季度，招商的成本收入比降幅为 6.3%，招商成本收入比改善的程度更为明显。另外，招商成本收入比高于行业平均，从行业趋势看，招商成本收入比未来改善的空间依然存在，而且不小。



图 12：2011 年成本收入比低于持续下降



数据来源：中信建投证券研究发展部，聚源数据库

表 3 16 家上市银行成本收入比相对去年在下降

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q	20112q	20113q
北京银行	22.51	25.52	25.76	30.30	19.71	23.00	23.29
工商银行	27.82	28.18	28.39	30.61	25.22	25.52	26.21
建设银行	27.09	27.76	27.98	31.47	25.92	25.86	26.31
中信银行	36.18	30.48	29.86	33.82	31.30	30.32	27.05
交通银行	24.72	28.13	28.71	31.12	24.42	27.06	28.60
兴业银行	30.74	31.72	31.35	32.91	29.97	29.40	29.17
光大银行		34.07	35.39	35.44	29.44	29.45	30.06
中国银行	29.89	29.79	31.34	34.16	35.94	28.81	30.14
南京银行	25.10	28.54	28.71	30.46	29.01	29.76	30.26
浦发银行	35.05	34.46	33.39	33.06	34.59	33.12	31.10
农业银行		37.65	36.91	38.59	31.56	33.25	33.02
招商银行	35.09	35.05	36.68	39.90	32.77	32.63	33.25
民生银行	38.20	37.46	37.71	39.48	31.35	33.01	34.88
宁波银行	40.99	37.19	36.95	38.14	38.02	35.92	35.12
深发展 A	41.25	42.26	41.72	40.84	35.56	36.30	38.44
华夏银行	46.96	42.88	42.16	43.41	42.51	42.59	42.24

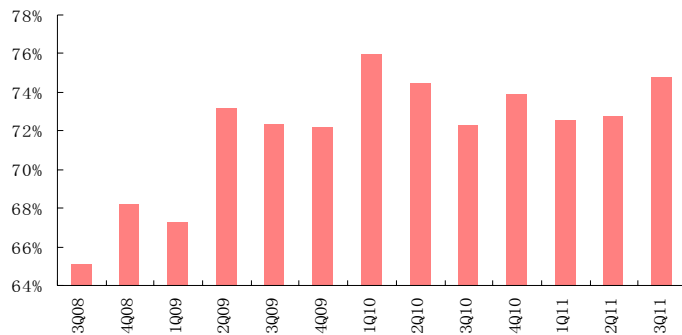
2、3 季度单季，贷存比名义达到监管红线，扣除 500 万小微贷款后贷存比只有 73.84%。

不考虑 500 万以下小型微型企业贷款余额，招商 2011 年 3 季度单季贷存比接近 75%。存款规模下降是贷存比提高的主要原因。从行业趋势看，整个前三季度，行业存贷比都在提高，而且民生、兴业、招商和中行贷存比都高于 75%。

银监会最新出台优惠政策支持小微企业贷款，500 万以下的小微企业贷款不计入存贷比考核范围。到 2011 年 3 季度，中小企业贷款为 4555 亿元，占企业贷款余额的 53%。据了解 500 万以下小微企业贷款规模为 203 亿元，那近 203 亿贷款不计入贷存比监管中，3 季度单季总的贷款总额中扣除这部分小微企业贷款余额后，贷存比下降到 73.84%。尽管招商名义的贷存比接近监管红线，但是扣除 500 万以下的这部分，贷存比依然达标。



图 13：2011 年 3 季度，招商贷存比 75%，接近监管红线



数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

表 4 2011 年 3 季度，16 家上市银行存贷比开始回升

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q	20112q	20113q
农业银行		55.38	55.15	55.77	55.71	55.47	56.55
南京银行	64.98	60.24	58.55	60.04	58.97	56.18	60.62
工商银行	59.36	59.50	59.15	62.00	60.04	61.20	62.57
建设银行	59.95	62.26	61.34	62.47	62.48	62.07	65.14
宁波银行	71.01	69.02	66.40	66.22	66.52	62.96	65.52
浦发银行	75.76	72.72	70.37	69.96	71.03	70.67	72.40
交通银行	72.67	70.45	71.47	72.10	71.63		72.81
深发展 A	71.96	69.82	71.07	69.23	70.33	70.97	73.09
光大银行		74.39	71.81	71.63	72.56	74.79	73.62
中信银行	77.91	73.21	73.29	72.83	72.09	72.33	74.04
民生银行	83.35	72.33	72.28	74.67	73.21	74.34	75.54
兴业银行	80.08	73.76	76.31	71.21	76.61	72.45	75.65
招商银行	77.49	74.07	73.71	74.59	74.10	72.43	76.46
中国银行	72.37	70.60	74.24	70.20	74.48	68.50	78.39
华夏银行		70.76		67.00		68.13	
北京银行		59.46		58.22		62.09	

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

3、资产质量：拨贷比 2.16%，未来拨贷比提高对业绩影响可忽略

2011 年 3 季度，招商的不良贷款率 0.59%，环比下降 2bp；拨备覆盖率 367%，环比提高 18%；拨贷比提高到 2.16%。资产质量继续改善。另外，随着拨备覆盖率的提高，拨贷比持续改善，按照监管要求，招商需要到 2016 年年底拨贷比达到 2.5%，未来增加拨备后，稀释净利润年均不到 10 个亿，拨备增加对业绩的负面影响基本可以忽略。

表 5 招商拨贷比

	2009	20101H	2010	20111H
招商拨贷比	2.02%	1.98%	2.05%	2.13%

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

表 6 16 家上市银行不良贷款余额的变动

	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113Q
深发展 A	0.57	0.58	0.481	0.44	0.43
宁波银行	0.65	0.69	0.67	0.69	0.66
浦发银行	0.6	0.51	0.44	0.42	0.4
华夏银行		1.18		0.98	0.96
民生银行	0.75	0.69	0.66	0.63	0.62
招商银行	0.64	0.68	0.61	0.61	0.59
南京银行	0.98	0.97	0.91	0.85	0.82
兴业银行	0.48	0.42		0.35	0.34
北京银行	0.72	0.69	0.66	0.59	0.54
农业银行	2.08	2.03		1.67	1.6
交通银行	1.22	1.12	1.05	0.98	0.94
工商银行	1.15	1.08	1	0.95	0.91
光大银行	0.87	0.75	0.7	0.67	0.65
建设银行	1.14	1.14	1.09	1.03	1.02
中国银行	1.1	1.1		1	0.99
中信银行	0.81	0.67	0.66	0.62	

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

表 7 16 家上市银行拨备覆盖率

	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113Q
深发展 A	254	272	332	380	366
宁波银行	197	196	203	210	225
浦发银行	308	381	434	453	477
华夏银行		209		271	301
民生银行	259	270	301	334	355
招商银行	304	302	335	348	367
南京银行	223	235	248	270	293
兴业银行	287	326		380	
北京银行	266	307	312	334	357
农业银行	160	168		218	238
交通银行	168	186	198	214	229
工商银行	210	228	247	261	273
光大银行	265	313	330	359	363
建设银行	213	221	229	245	249
中国银行	199	197		217	223



中信银行 176 214 231 238 250

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

中小企业贷款不良率为 1.27%，中小企业类贷款规模在增加，但是不良率在下降，这表明中小企业类贷款的风险管控能力呈现较为明显的改善。

2011 年招商以“支持新型产品、发展小企业贷款、提升组合管理、加快结构转型”为总体信贷策略，按照“控传统促新型、控下浮促定价、控大额促小贷、控两高促绿色、控长期促贸易”的核心原则，

实现资产结构的持续优化。从而中小企业贷款规模进一步扩张。同时，招商在 2011 年进一步完善风险管理的框架，提升全面风险管理能力。2011 年，招商建立“以文化为核心、以战略为导向、以全局为视角、以长效为标准、以现实为依托”的信用风险管理架构。信用风险管理持续推进全流程优化、积极提升全面管理基础，加快构建以风险调整后的价值创造为核心的信用风险管理体系。中小企业信贷风险能力经进一步改善。

表 8 中小企业信贷规模扩张中的变化

机构保障	10 个中小企业信贷中心	长三角、珠三角、环渤海、 福建海西和泛长三角
	中小企业金融服务部一级部门	采用风险内嵌的方式
发行的数量	截至 2010 年末，小企业信贷中心累计发放贷款 277.62 亿元，贷款余额 185.25 亿元，比年初增加 130.13 亿元，增长 236.08%；有效客户数 3,135 户，比年初增加 2,205 户，增长 237.10%。	
中小企业金融品牌	推出知识产权质押贷、机器设备按揭贷、商铺租赁权质押贷、品牌连锁贷等新产品，建立了以“订单贷”、“联保贷”和“专业市场贷”为特色的产品体系 “小企业专属融资解决方案”。 对创新成长型中小企业启动“千鹰展翼计划”，计划在三年内，每年在全国寻找 1,000 家有创新成长特质的中小企业，运用包括融资和投行业务咨询在内的综合化金融融服务，实现客户与本公司的共同成长。	

数据来源：中信建投证券研究发展部

表 9 招商小企业信贷资产质量

20113q	境内中小企业信贷业务	比年初增长	占全部贷款余额的比重
信贷余额	4,555.03 亿元	670.85 亿元	52.88%
NPL	1.27%	-0.19%	
全部贷款（NPL）	0.61%		

数据来源：中信建投证券研究发展部

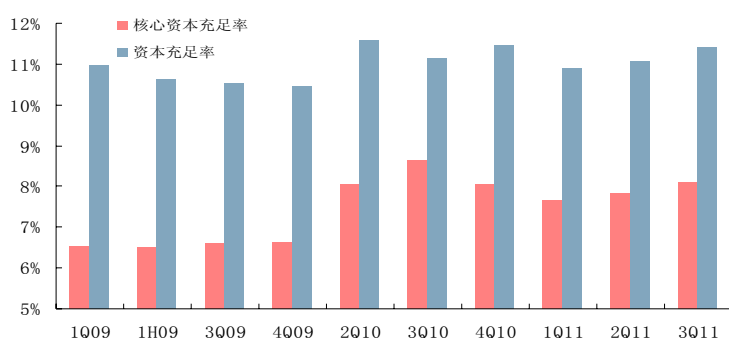
4、资本金未变，资本充足率和核心资本充足率小幅提高

2011 年 3 季度，招商资本充足率和核心资本充足率都出现小幅提高。在没有新增资本金的情况下，资本充

足率提高来自两个方面原因。其一是资产规模下降，从而带来资本充足率的下降。而资产规模下降主要来源于：存放同业和金融机构的资产规模小幅下降，而买入返售类金融资产规模出现大幅下降。其二是资产配置策略发展重要的变化，高风险资产的配置比例下降，而低风险资产配置比例提高，导致风险加权资本规模下降，从而降低资本充足率。其三是招商“二次转型”提高了资本使用效率，大力发展低资本消耗业务、优化资产负债结构，资本节约明显。

这种现象表明：在资本金不增加的前提下，借助合理的资产负债结构调整，优秀资本金管理能力，银行依然可以实现资本节约，提高资本充足率。

图 14：2011 年 3 季度，招商资本充足率和核心资本充足率回升



数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

表 10 16 家上市银行核心资本充足率变动情况表

	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113Q
深发展 A	7	7.1	7.14	7.01	8.38
宁波银行	9.18	12.5	11.93	11.46	12.33
浦发银行	7.09	9.37	9.09	9.16	9.01
华夏银行		6.65		9.8	9.58
民生银行		8.07		7.75	
招商银行	8.03	8.04	7.66	7.81	8.1
南京银行	9.51	13.75	12.44	11.63	10.89
兴业银行		8.8	8.42	8.24	8.08
北京银行		10.51		9.68	
农业银行	9.75	9.75	9.61	9.36	9.36
交通银行	9.46	9.37	9.24	9.41	9.24
工商银行	9.33	9.97	9.66	9.82	10.03
光大银行	8.99	8.15	8	8.06	8.24
建设银行	9.33	10.4	10.33	10.42	10.57
中国银行	9.35	10.09	9.96	10.01	9.92
中信银行	8.8	8.45	8.21	8.87	10.43

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

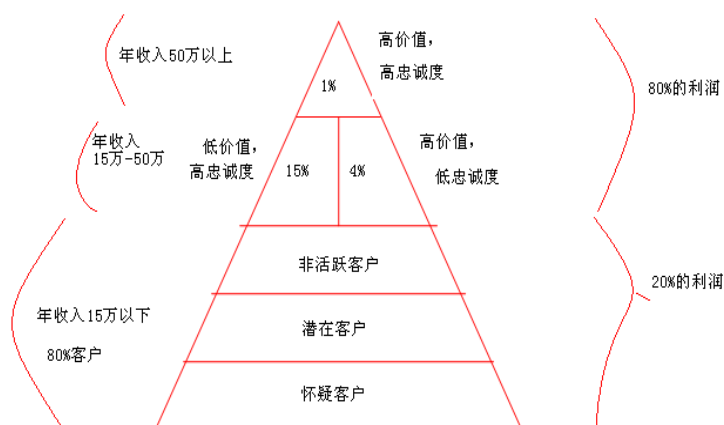
表 11 16 家上市银行资本充足率变动情况表

	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113Q
深发展 A	10.07	10.19	10.13	10.58	11.46
宁波银行	10.91	16.2	15.22	14.62	15.53
浦发银行	10.19	12.02	11.68	11.5	11.24
华夏银行		10.58		13.32	13.06
民生银行		10.44		10.73	
招商银行	11.47	11.47	10.91	11.05	11.39
南京银行	10.48	14.63	13.26	12.43	11.67
兴业银行		11.22	10.71	11.22	10.92
北京银行		12.62		12.27	
农业银行	11.38	11.59	11.4	11.91	11.85
交通银行	12.53	12.36	12.05	12.2	11.89
工商银行	11.57	12.27	11.77	12.33	12.51
光大银行	11.94	11.02	10.73	10.82	10.93
建设银行	11.64	12.68	12.45	12.51	12.58
中国银行	11.73	12.58	12.38	12.95	12.84
中信银行	11.66	11.31	11.05	11.4	12.83

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

招商高端客户规模增加、贡献提升

银行存在“二八”定律，中国 20%左右的高收入人群掌握着 60%-70%的银行存款，70%左右的政府债券和 70%左右的股票资产以及很大一部分的外汇存款。而且，这 20%的高端客户的创造了银行 80%的利润。

图 15 高端客户的金字塔


数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

2004 年前后，招行开始了向零售银行转型的策略，客户积累和客户贡献度都得到充分提高。但是随着我国



收入分配结构的两极化趋势明显，高收入群体成为市场上的目标客户群。

招商的高附加值的客户群体数量出现明显增加。2011 年 3 季度，就零售客户而言，50 万以上客户数增加到 75.67 万户，占比提高到 1.54%，客户数相对年初增加了近 9 万户，相对上半年增加了 4 万户；就公司客户而言，综合收益贡献 10 万元以上的客户数达到 5.1 万户，占比 13.98%，价值贡献度提高到 95%。

高端零售客户向银行贡献的主要内容包括：其一大额储蓄存款；其二，中间业务的收入；比如：理财业务收入、基金销售、私募产品等，其三其他的增值服务而衍生出的收益，比如：贵宾定制服务等。

高端公司客户向银行的贡献主要包括：其一稳定的存款，其二确定的贷款收益，其三中间业务收入，比如：投行业务、咨询顾问业务、资产托管业务等。

高端客户数量和规模增长直接提升这些客户的价值贡献。

表 12 招商银行高端客户规模增加、贡献提升

日均总资产在 50 万元以上的零售客户	
2010	67.01 万户
2011H	71.50 万户
20113Q	75.67 万户
高价值零售客户数占比	
2009	1.31%
2010	1.48%
2011H	1.54%
20113Q	1.54%
新增综合收益达 10 万元以上公司客户	
2010	37018
2011H	42814
20113Q	51008
高价值公司客户数占比	
2009	6.76%
2010	8.70%
2011H	12.96%
20113Q	13.98%
价值贡献占比	
2009	92.97%
2010	93.76%
2011H	95.47%
20113Q	94.81%

数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

350 亿配股融资充实资本金，有助于释放其基本面优势

随着资本监管标准的提高，商业银行需要借助资本市场来筹集资本金。招商 2009 年的核心资本充足率和资本充足率只有 6.63% 和 10.45%，低于监管要求，从而 2010 年上半年公布了 219 亿配股融资方案，10 股配股 1.3 股，配股价格 8.85 元/股。此次配股融资完成后，招商股本提高到 215.77 亿股，核心资本充足率提高了 1.5%。但是随着 2010 年信贷规模扩展，招商的资本充足率进一步下降，同时资本监管新规正式出台后，招商的核心资本充足率接近监管红线 8%，直接限制了信贷业务的进一步扩张。从而 2011 年 7 月 19 日，招商公布了第二次配股融资方案，融资规模 350 亿元，10 股配股 2.2 股，测算配股价格是 7.38 元/股。第二次配股融资完成后，招商的股本将提高到 263 亿股，核心资本充足率提高 2%，预计资本（核心资本）充足率将达到 13.3%（10%）。

第一次配股融资，配股价格存在 32% 的折扣（按照 2010 年 6 月 30 日的股价测算）；第二次配股融资，配股价格存在 40% 的折扣（按照 2011 年 11 月 2 日的股价测算）。我们预计 2011 年 4 季度银行板块存在估值修复行情，如果未来股价继续上涨，招商配股价格依然存在较大折扣。

招商在业内的领先优势是非常明显的，无论是从“一卡通”到“一网通”，从“零售银行”到“二次战略转型”，从“私人银行业务”到“财富管理业务”，各个阶段都处在同业内领先地位。但从 2011 年以来，中小企业贷款成为银行业务特色的着力点和政策的导向方向，由于民生银行提前布局“商贷通”业务，成为市场上第一个吃螃蟹的人，从而占据行业制高点，哪怕其资本金存在不足的问题。而招商在零售业务方面变得不再显眼。

但是，进入 2012 年以后，吸存压力持续存在，付息负债成本率成为最为核心的竞争力之一。招行“二次配股”完成后，资本金可以满足未来 3 年-5 年的需要，同时，招行在“零售银行”业务方面的优势也能充分显现。

估计招商配股融资将在 2012 年年初完成，招商在资本金方面的约束条件解决以后，招商基本面突出的优势将得到充分释放。

表 13 招商银行 2 次配股融资的比较分析

		第一次配股			第二次配股	
		2009	20100630	2010	20110630	2011
股本（百万）		19119	21577	21577	21577	26323.94
		10 股配股 1.3 股			10 股配股 2.2 股	
配股价格		8.85 元/股			7.38 元/股	
募集资金 （百万）	A 股	18016			28665	
	H 股	3981			6335	
	合计	21997			35000	
配股折价率		6/30 股价：13.01， 折价率 32%			11/02 股价：12.38 折价率 40%	
资本充足率		6.63%	8.05%	8.04%	7.81%	8.10%
核心资本充 足率		10.45%	11.60%	11.47%	11.05%	11.39%
		1.50%			2.00%	

数据来源：中信建投证券研究发展部，

二次转型的实质是从“外延粗放”到“内涵集约”的发展方式转变。招行已没有在零售业务中“圈地”的冲动。在面临资本约束，资本金需要在各部门之间、各业务品种之间合理配置，也需要在当下和未来的时间里安排得当。配股融资完成后，招行在资本金方面的约束条件逐渐减弱，具体业务发展空间将得到相应资本金支持。更为关键的是：资本管理和资本金约束的内涵集约的发展模式最先在招行得到试点和执行。如果说“一卡通”和“一网通”成就了招行的零售银行业务，那末这次“二次转型”将成就招行成为资本金约束下经营的资本节约型银行。

特色显眼

1、零售银行业务业内领先

2004 年开始，招行就向零售银行转型，借助“一卡通”和“一网通”的渠道，招商搭建起完整的零售银行体系。从理财产品为单一的业务结构转向个人信贷、私人银行、银行卡、外汇买卖、外汇兑换等多样化的零售银行形态。招行的零售银行在业内领先的主要优势是：起步早、发展快、业务体系完整健全、客户贡献度和满意度较高。

2、发达营销渠道和战略布局

截至 2010 年 12 月 31 日，招行在中国大陆的 87 个城市设有 73 家分行及 749 家支行（含分理处），2 家分行级专营机构（信用卡中心和小企业信贷中心），1 家代表处，1,913 家自助银行，8,193 台现金自助设备（其中，自助取款机 2,860 台、自助循环机 5,333 台），一家全资子公司—招银金融租赁有限公司；在香港拥有永隆银行股份有限公司和招银国际金融有限公司两家全资子公司，及一家分行（香港分行）；在美国设有纽约分行和代表处；在伦敦设有代表处。另外，台北代表处已于 2011 年 3 月 15 日正式设立。2011 年 9 月 9 日，西宁分行批准筹建；2011 年 8 月 15 日，龙岩分行批准开业。

招商高效的分销网络主要分布在长江三角洲地区、珠江三角洲地区、环渤海经济区域等中国相对富裕的地区以及其他地区的一些大中城市。

3、充足的贷款拨备覆盖率

2011 年 3 季度末，招商的拨备覆盖率达到 367%，高于行业平均水平，拨备覆盖率在行业内位列第二位，最高的为浦发达到 477%。充足的拨备率增强了银行抵御风险的能力，同时，也减少了拨贷比达标对银行业绩的稀释作用。

4、多样化的营收来源

招行的中间业务收入在业内发展迅速，银行卡、代理服务、财务顾问收入和托管及其他受托业务都在快速增长。利息收入和非利息收入均衡发展，2011 年 3 季度，利息收入占比 80%，非利息收入占比 20%，这种收入结构在同业内处于领先地位。多样化的收益结构增强了银行业绩稳定性，增强了抗周期的能力。

5、EPS 高成长性，净利润增速稳定

银行业依靠信贷规模大幅扩张实现业绩高速增长的阶段已经过去，银行业业绩增长将趋于稳定。而招行业

绩增长保持稳定，但是在同业内处于高位。

2011 年，招行的净利润和 EPS 增长稳定，每个季度 EPS 同比增速维持在 30%-40%，每个季度净利润增速维持在 40%-50%之间。业绩增长的稳定性表明公司整体的经营格局日趋稳定，经营效率在逐步提高，公司风险因素得到了有效管理。

表 14 ， 招行季度净利润增速

	20113Q	20112Q	20111Q	2010	20103Q	20102Q	20101Q
净利润（10 亿）	284	186	88	258	206	132	59
同比增速	37.9%	40.9%	49.1%	41.3%	57.4%	59.8%	40.4%
EPS（元）	1.32	0.86	0.41	1.23	0.99	0.65	0.3
同比增速	33.3%	32.3%	36.7%	29.5%	45.6%	51.2%	36.4%

数据来源：中信建投证券研究发展部，

绝对估值法测算招行的价值

1、绝对估值法——剩余价值法

采用剩余价值的估值定价方法。本文使用 CAPM 模型来确定股权成本。以 1 年期国债收益率作为无风险利率，假设其为 4%。按照市场风险溢价为 6%-8%，招商银行贝塔值为 1.03（按照 2007/1/1—2011/11/11）数据计算得到），从而招商银行对应得股权成本为 10%—12%，本文以此利率为折现率。

表 15 招商银行 DDM 估值假设

参数	假设	假设参考
无风险收益率	4%	10 年期国债收益率
市场风险溢价	6%—8%	
贝塔值	1.03	样本期 2007/1/1—2011/11/11
股权成本	10%—12%	CAPM 模型
股利支付率	年股利支付率为 40%	
永续增长率	2%	

数据来源：中信建投证券研究发展部

表 16 招行的盈利预测和剩余价值估值法（2016 年以后的业绩预测没有列在表内）

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万）	71377	95726	115539	131731	140069
主营收入增长率	39%	34%	21%	14%	6%
净利润（百万）	35695	42947	48700	53726	57783
净利润增长率	41%	20%	13%	10%	8%
期初权益价值（百万）	119468				

剩余收入（百万）	21128	25759	28358	29807	29919
剩余收入的折现值（12%）	21128	22950	22510	21080	18852
未来剩余价值合计（百万）	255807				
总价值（百万）	374818				
每股价格	14.24				
剩余收入的折现值（10%）	23579	28652	31781	33832	34608
未来剩余价值合计（百万）	359236				
总价值（百万）	478247				
每股价格	18.17				

数据来源：中信建投证券研究发展部

按照以上的假设条件，我们预测出：招商银行总价值介于 3749 亿——4782 亿，2011 年招商的股本合计 263 亿，对应的每股价值介于 14.24 元—18.17 元。

2、绝对估值法——线性回归法

线性回归分析法的主要理论依据是上市公司的市净率和净资产收益率之间存在必然的关系，较高的净资产收益率对应较高的市净率。从而通过分析整个行业中这两个变量之间的线性关系，就能够发现这两个变量间的定量关系。并且，以此模型为基础，我们对上市公司的市净率进行预测分析。

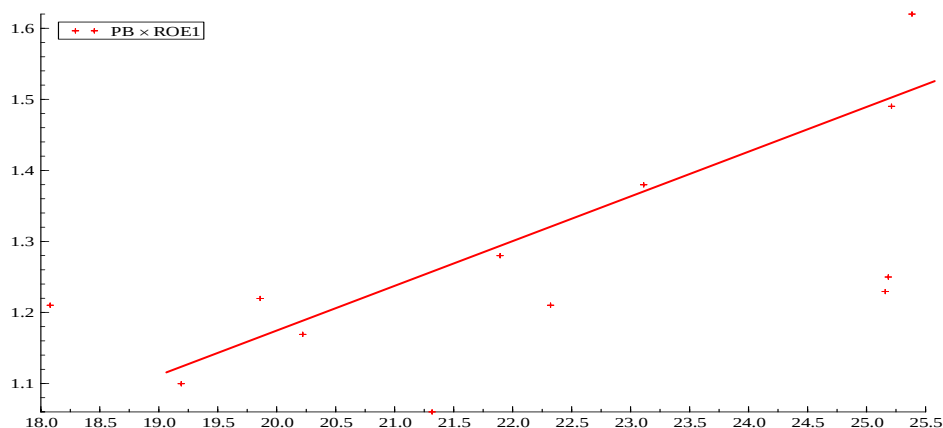
我们按照上市银行 3 季报数据，将其年化后得到 2011 年的净资产收益率。按照 2011 年 11 月 11 日的股价，我们测算了上市银行 2011 年对应的 PB。（具体数据见表 7 和图 1）

表 17 各家银行 PB 和 ROE

	PB	ROE（年化）
深发展 A	1.22	19.86
浦发银行	1.17	20.22
华夏银行	1.21	18.08
民生银行	1.23	25.16
兴业银行	1.25	25.19
农业银行	1.38	23.11
交通银行	1.06	21.32
工商银行	1.62	25.39
光大银行	1.28	21.89
建设银行	1.49	25.21
中国银行	1.10	19.19
中信银行	1.21	22.32

数据来源：中信建投证券研究发展部

图 16：银行市净率和 ROE 对应的散点图



数据来源：中信建投证券研究发展部

按照计量经济学的回归分析法，我们得到的具体回归结果（具体统计量都通过检验）是：

$$PB = 0.38 + 0.04 ROE$$

我们假设招行 2011 年的 ROE 介于 30%——35%之间，从而对应市净率介于（1.6，1.8），2012 年每股净资产为 8.6 元，从而对应合理价格区间为（13.9，15.7）。

表 18 基于线性回归法的预测结果

12 年 ROE	PB	P
30	1.6	13.92
32	1.68	14.616
35	1.8	15.66

数据来源：中信建投证券研究发展部

3、招商银行合理的价格区间：（14.24，16）

按照绝对估值剩余价值法，招行合理的价格区间（14.24，18.17）；按照线性回归分析法，招行合理价格区间（13.9，15.7）。如果按照共同的交叉区域来估算的话，招行合理的价格区间是（14.24，16）

投资评价和建议

我们提出 4 季度银行板块估值修复行情启动。基本理由是：2011 年 4 季度到 2012 年上半年，通胀率下降的速度将快于名义经济增长率下降的速度，从而经风险调整以后的实际经济增长率将回升；当行业实际增长率回升后，行业的估值提升理由充分；将银行体系等同为中国宏观经济，银行股估值提升理由充分。在行业性机会出现时，我们重点推荐业绩增长优势更为明显的银行。

在信贷宽松背景下，银行贷款议价能力下降，贷款利率上浮能力减弱，但是银行风险定价能力强弱，存款

负债成本优势的大小将成为其业务优势主要的试金石。

招商在这两个方面优势非常明显。在同业内，招行的品牌优势和零售优势有目共睹。“二次转型”战略目标的推进，提高了招行内涵发展的能力，风险定价能力提升显著，最主要的标志是：招商的生息资产收益率出现大幅提高；中小企业贷款占比较高，也在提高风险定价能力。同时，招商是国内最优秀的零售银行之一，活期存款占比较高，付息负债成本率低，存款成本优势明显。

2012 年，我们重点推荐招商的理由是：1、明年配股融资完成，释放银行信贷扩张空间，2、较低的付息负债成本率，3、较强的贷款议价能力，4、中间业务发展在业内领先。

我们预计 2011/12 招行净利润同比增速分别为 39%/20%，摊薄以后的 EPS 分别为 1.36/1.63，对应 11/12 年的 PE 为 8.7/7.23，PB 为 1.63/1.43。由于较强的零售银行业务和中间业务优势，招商的估值相对合理。在 2012 年信贷宽松背景下，招商卓越的风险定价能力、领先的零售银行业务优势将继续确立其业内的领军地位，提升其估值空间。我们测算其合理价格区间为（14.24，16），维持“买入”评级。

风险分析

- 1、经济增速下滑趋势低于预期；
- 2、配股融资，融资规模低于预期；
- 3、信贷扩张的程度低于市场预期
- 4、平台贷款、房地产类的信贷质量进一步恶化；

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者（2008 年），银行业分析师。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业首席分析师，金融地产组组长。11 年经济工作经验，4 年证券研究经验。致力于在大金融视野内研究各细分子行业，曾覆盖银行保险业，较早从事信托业和租赁业的相关研究，拓展和引领了资本市场对金融业、特别是新型金融业（信托业、租赁业等）的认识广度和深度。此外，对国内外投资银行和证券经纪业发展历程和未来趋势也有深入研究。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chen yangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010