招商银行 (600036.SH)　银行业

文档仅供上海重阳投资管理有限公司李静使用

评级：买入　维持评级　　**公司点评**

陈建刚
分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英
分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

预期中的再融资，夯实二次转型基础

事件

招商银行发布董事会监事会决议，通过 A+H 股配股方案及 2011-2015 资本规划。

- **配股方案：**向全体股东配股，A 股以及 H 股同比例配股；融资额不高于 350 亿，股数是不超过 10 配 2.2 股。A 股配股采用代销的方式，H 股配股采用包销的方式。定价采用发行前的市场价格折扣法，但不低于净资产。此议案后续还要经 AH 股股东大会、证监会通过。
- **2011-2015 发展及资本规划：**资本充足率不低于 11.5%，一级资本充足率不低于 9.5%，核心一级资本充足率不低于 8.5%。

评论

- **我们的观点：**此次融资方案符合市场预期，根据配股上限计算，EPS 摊薄 18%左右，配股后 2011-2012 年 ROE 在 18%-19%，摊薄幅度和 ROE 水平都属可接受范围。我们认为此次配股方案对股价影响中性。
  - **配股价格：**公告所确定的是“采用市价折扣法确定配股价格”和“不低于净资产”。我们预计的是：1）“市价”是指配股方案获得证监会过后的市场价格情况（如过会后发布配股公告时的前 20 日均价）；2）**“折扣”可能是目前市场普遍的 5-6 折左右。**假设配股数就是 10 配 2.2，综合考虑融资额与配股数后倒算出来的配股价为 7.37 元，按 7 月 18 日收盘价 12.98 元是 5.7 折。但考虑配股审批时间，我们预计今年年内公司难以完成配股，因而最终的配股价格预计将高于 2011 年年末经审计的 BVPS7.61，相应摊薄的程度也会更低。
  - **配股满足新资本监管要求，夯实转型基础，内生性规模扩张速度 16%左右：**1 季度末公司总资本/核心资本充足率分别为 10.9%/7.7，低于新监管方案最低要求。配股完成后，公司 11 年/12 年的核心资本充足率提高到 10.7%、11.2%；整体资本充足率提高至 13.73%和 13.81%。满足公司 2011-2015 年发展无须再融资。假设公司 2015 年核心资本充足率为 9.5%，未来支撑的内生性规模扩张为 16%左右。
  - **如果股价稳定，预计配股后：**公司 11 年 BVPS 为 7.6 元左右，11 年 EPS 为 1.37 元，现价（7 月 18 日收盘价）参与配股的每股成本在 12 元左右，对应约 1.58x11PB，8.7x11PE。

投资建议

我们预测 11/12 年公司 EPS 分别为 1.35 元和 1.77 元，同比增长 37%、28.5%，继续维持“买入”投资评级。基于 1）招行涉及地方政府融资平台贷款占比低，且全覆盖和基本覆盖占比 98%（结构为 1H10 数据），受地方政府偿债违约影响较小；2）完成再融资之后公司直到 2015 年均无须再融资，而其它大部分银行 2012-2013 年期间面临再融资的压力较大。

敬请参阅最后一页特别声明

图表 1：招商银行配股敏感性分析

对应发行前PB	price	配股增发数	EPS摊薄幅	2012年摊薄EPS	买入并参与配股的估值 2012PE	2012PB
1.10	8.37	4,179	16.23%	1.77	7.03	1.62
1.20	9.14	3,831	15.08%	1.79	7.11	1.62
1.30	9.90	3,536	14.08%	1.81	7.19	1.61
1.40	10.66	3,284	13.21%	1.83	7.27	1.62
1.50	11.42	3,065	12.44%	1.85	7.35	1.62

来源：公司数据、国金证券研究所

图表 2：上市银行估值水平

国内银行估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS（摊薄前）		PE（摊薄前）		EPS（摊薄后）		PE（摊薄后）		BVPS(摊薄前)		PB（摊薄前）		BVPS(摊薄后)		PB（摊薄后）		ROE(%)	
		19/Jul	流通股本	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行	买入	4.36	2,622.25	0.57	0.67	7.63	6.55	0.57	0.67	7.63	6.55	2.68	3.06	1.63	1.43	2.68	3.06	1.63	1.43	21.31	21.78
建设	持有	4.90	94.39	0.64	0.78	7.61	6.26	0.64	0.78	7.61	6.26	3.20	3.66	1.53	1.34	3.20	3.66	1.53	1.34	20.09	21.36
农行	买入	2.73	153.42	0.35	0.42	7.69	6.48	0.35	0.42	7.69	6.48	1.97	2.25	1.38	1.21	1.97	2.25	1.38	1.21	17.97	18.69
中行	持有	3.11	69.72	0.45	0.55	6.90	5.68	0.45	0.55	6.90	5.68	2.65	3.19	1.18	0.97	2.65	3.19	1.18	0.97	17.04	17.15
交通	持有	5.59	297.36	0.83	0.98	6.73	5.71	0.83	0.98	6.73	5.71	4.61	5.41	1.21	1.03	4.61	5.41	1.21	1.03	18.03	18.10
招商	买入	12.98	176.66	1.68	2.16	7.73	6.02	1.38	1.77	8.70	6.77	9.25	10.98	1.40	1.18	7.58	9.00	1.58	1.33	18.15	19.64
中信	买入	4.51	264.18	0.73	0.88	6.18	5.10	0.60	0.73	7.21	5.94	4.35	4.94	1.04	0.91	3.57	4.05	1.21	1.06	16.76	17.90
浦发	买入	10.00	114.79	1.35	1.63	7.40	6.12	1.35	1.63	7.40	6.12	7.50	8.71	1.33	1.15	7.50	8.71	1.33	1.15	18.01	18.75
民生	买入	5.74	225.88	0.89	1.14	6.42	5.01	0.84	1.08	6.81	5.32	4.94	5.86	1.16	0.98	4.65	5.52	1.23	1.04	18.10	19.55
兴业	买入	14.07	59.92	2.01	2.59	6.99	5.44	2.01	2.59	6.99	5.44	10.29	12.47	1.37	1.13	10.29	12.47	1.37	1.13	19.58	20.75
光大	持有	3.35	40.00	0.41	0.52	8.13	6.41	0.33	0.41	10.24	8.07	3.37	3.77	0.99	0.89	2.68	2.99	1.25	1.12	12.21	13.88
华夏	持有	11.07	37.84	1.15	1.41	9.61	7.86	1.15	1.41	9.61	7.86	9.18	10.35	1.21	1.07	9.18	10.35	1.21	1.07	12.55	13.60
深发展	买入	17.94	31.05	2.16	2.61	8.29	6.86	2.16	2.61	8.29	6.86	11.17	13.52	1.61	1.33	11.17	13.52	1.61	1.33	19.37	19.33
北京	买入	10.07	62.28	1.35	1.65	7.44	6.09	1.15	1.41	8.74	7.15	9.74	10.98	1.03	0.92	8.30	9.35	1.21	1.08	13.89	15.06
南京	买入	9.15	29.69	1.05	1.28	8.75	7.16	1.05	1.28	8.75	7.16	7.19	8.26	1.27	1.11	7.19	8.26	1.27	1.11	14.55	15.47
宁波	持有	11.10	24.74	1.16	1.40	9.58	7.94	1.16	1.40	9.58	7.94	6.55	7.81	1.70	1.42	6.55	7.81	1.70	1.42	17.69	17.90
大行平均						7.46	6.24			7.46	6.24			1.43	1.24			1.43	1.24	19.10	19.74
股份制平均						7.50	6.06			8.00	6.46			1.26	1.07			1.33	1.14	16.97	17.94
城商行平均						8.59	7.06			9.02	7.42			1.33	1.15			1.39	1.20	15.38	16.14
Average/Sum						7.48	6.11			7.90	6.44			1.29	1.11			1.35	1.16	17.21	18.06

H股估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS（摊薄前）		PE（摊薄前）		EPS（摊薄后）		PE（摊薄后）		BVPS(摊薄前)		PB（摊薄前）		BVPS(摊薄后)		PB（摊薄后）		ROE(%)	
		19/Jul						11E	12E	11E	12E					11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)		5.65	93%	0.57	0.67	7.63	6.55	0.57	0.67	8.21	7.04	0.57	0.67	8.21	7.04	2.68	3.06	1.75	1.53	21.31	21.78
建行(H)		6.02	98%	0.64	0.78	7.61	6.26	0.64	0.78	7.76	6.38	0.64	0.78	7.76	6.38	3.20	3.66	1.56	1.36	20.09	21.36
农行(H)		4.06	81%	0.35	0.42	7.69	6.48	0.35	0.42	9.49	8.00	0.35	0.42	9.49	8.00	1.97	2.25	1.71	1.49	17.97	18.69
中行(H)		3.52	106%	0.45	0.55	6.90	5.68	0.45	0.55	6.48	5.33	0.45	0.55	6.48	5.33	2.65	3.19	1.10	0.91	17.04	17.15
交行(H)		6.67	101%	0.83	0.98	6.73	5.71	0.83	0.98	6.66	5.65	0.83	0.98	6.66	5.65	4.61	5.41	1.20	1.02	18.03	18.10
招行(H)		18.14	86%	1.68	2.16	7.73	6.02	1.38	1.77	10.94	8.52	1.38	1.77	10.94	8.52	7.58	9.00	1.99	1.67	18.15	19.64
中信(H)		4.51	120%	0.73	0.88	6.18	5.10	0.60	0.73	6.26	5.16	0.60	0.73	6.26	5.16	3.57	4.05	1.05	0.92	16.76	17.90
民生(H)		6.83	101%	0.89	1.14	6.42	5.01	0.84	1.08	6.73	5.26	0.84	1.08	6.73	5.26	4.65	5.52	1.22	1.03	18.10	19.55
Average			98%			7.11	5.85			7.82	6.42			7.82	6.42			1.45	1.24	18.43	19.27
		汇率：	0.83																		
		H股估值已考虑了汇率因素																			

招行考虑10配2.2，融资350亿，2011年完成
中信考虑10配2.2，融资265亿，2011年完成
民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿，2011年完成
光大考虑H股IPO融资450亿，2011年完成
北京行考虑定增融资118亿，2011年完成

来源：公司数据、国金证券研究所

图表 3：上市银行资本充足率

		1Q10	1H10	3Q10	2010	1Q11	2011E	2012E
资本充足率	招商银行	11.53%	11.60%	11.47%	11.47%	10.91%	13.73%	13.81%
	民生银行		10.79%		10.44%		13.13%	12.28%
	浦发银行	10.16%	10.24%	10.19%	12.02%	11.68%	11.50%	11.18%
	华夏银行		10.83%	10.57%	10.58%	13.30%	13.30%	12.50%
	中国银行	11.09%	11.73%	12.07%	12.07%	12.38%	11.39%	9.62%
	建设银行	11.44%	11.68%	11.64%	12.68%	12.45%	12.13%	11.74%
	交通银行	11.73%	12.17%	12.53%	12.36%	12.05%	13.92%	13.33%
	工商银行	11.98%	11.34%	11.57%	12.27%	11.77%	13.65%	13.52%
	农业银行		8.31%	11.38%	11.59%	11.40%	13.50%	13.36%
	兴业银行	10.63%	11.96%	11.30%	11.22%	10.71%	11.49%	11.60%
	深发展	8.66%	10.41%	10.07%	10.19%	10.13%	9.85%	9.53%
	中信银行	9.34%	10.95%	11.66%	11.31%	11.05%	13.40%	12.72%
	光大银行			11.94%	11.02%	10.73%	14.29%	12.56%
	北京银行		12.47%		12.62%		15.45%	14.19%
	南京银行	12.15%	11.59%	10.48%	14.63%	13.26%	13.50%	12.54%
	宁波银行	10.88%	10.81%	10.91%	16.20%	15.22%	12.11%	11.16%
	Average	**10.93%**	**13.73%**	**11.22%**	**11.99%**	**11.66%**	**12.78%**	**12.15%**
核心资本充足率	招商银行	7.83%	8.06%	8.03%	8.04%	7.66%	10.69%	11.25%
	民生银行		8.35%		8.08%		9.03%	8.93%
	浦发银行	6.86%	7.01%	7.09%	9.37%	9.09%	9.24%	9.24%
	华夏银行		6.65%	6.49%	6.65%	9.99%	9.99%	9.68%
	中国银行	9.11%	9.33%	10.26%	10.26%	9.96%	9.86%	10.09%
	建设银行	9.17%	9.27%	9.33%	10.40%	10.33%	10.29%	10.14%
	交通银行	8.12%	8.94%	9.46%	9.36%	9.24%	10.68%	10.54%
	工商银行	9.58%	9.41%	9.33%	9.97%	9.66%	11.32%	11.41%
	农业银行		6.72%	9.75%	9.75%	9.61%	10.83%	10.81%
	兴业银行	7.59%	9.29%	8.79%	8.80%	8.42%	9.30%	9.75%
	深发展	5.46%	7.20%	7.00%	7.10%	7.14%	7.19%	7.29%
	中信银行	8.31%	8.26%	8.80%	8.45%	8.21%	10.80%	10.53%
	光大银行			8.99%	8.15%	8.00%	11.87%	10.63%
	北京银行		10.75%		10.51%		12.34%	11.45%
	南京银行	11.12%	10.53%	9.87%	13.75%	12.44%	13.07%	12.18%
	宁波银行	9.07%	9.04%	9.18%	12.50%	11.93%	9.63%	9.14%

中信考虑 10 配 2.2，融资 265 亿，2011 年完成
招行考虑 10 配 2.2，融资 350 亿，2011 年完成
民生考虑 A 股可转债+H 股增发融资 290 亿，2011 年完成
光大考虑 H 股 IPO 融资 450 亿，2011 年完成
北京行考虑定增融资 118 亿，2011 年完成

来源：公司数据、国金证券研究所

图表 6：招商银行利润表预测

招商银行(600036.SH)：利润表

YE 31 Dec (RMB 百万)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	26,040	33,990	51,585	72,635	65,838	84,513	115,177	144,088
利息支出	(9,040)	(12,481)	(17,683)	(25,750)	(25,474)	(27,437)	(35,914)	(42,465)
净利息收入	17,000	21,509	33,902	46,885	40,364	57,076	79,263	101,622
手续费净收入	1,567	2,721	6,439	7,744	7,993	11,330	13,742	16,770
其他收入	586.76	636	745	920	3,205	3,072	3,379	3,717
非利息净收入	2,154	3,357	7,184	8,664	11,198	14,402	17,121	20,487
营业收入	19,154	24,866	41,086	55,549	51,562	71,478	96,385	122,109
营业税金及附加	(1,219)	(1,573)	(2,384)	(3,296)	(3,129)	(4,153)	(5,358)	(6,665)
营业费用	(7,909)	(9,518)	(14,354)	(20,340)	(23,078)	(28,481)	(37,590)	(47,623)
营业支出	(9,127)	(11,091)	(16,738)	(23,636)	(26,207)	(32,634)	(42,948)	(54,288)
拨备前利润	10,026	13,775	24,348	31,913	25,355	38,844	53,437	67,821
拨备	(3,393)	(3,691)	(3,305)	(5,154)	(2,971)	(5,501)	(7,307)	(8,533)
税前利润	6,634	10,084	21,043	26,759	22,384	33,343	46,130	59,289
所得税	(2,703)	(3,290)	(5,800)	(5,813)	(4,149)	(7,574)	(9,920)	(12,749)
税率	*40.7%*	*32.6%*	*27.6%*	*21.7%*	*18.5%*	*22.7%*	*21.5%*	*21.5%*
少数股东权益	*17.3%*	*17.0%*	*24.8%*	*28.4%*	*21.1%*	*22.7%*	*21.7%*	*21.3%*
税后利润	3,930	6,794	15,243	20,946	18,235	25,769	36,210	46,539
净利润增长	25.01%	72.86%	124.36%	37.41%	-12.94%	41.32%	40.52%	28.53%
ROE								
Per share data	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**
股本，期末(mn)	10,374	14,703	14,703	14,703	19,114	21,577	26,324	26,324
每股拨备前利润	0.966	0.937	1.656	2.171	1.724	1.800	2.030	2.576
EPS(basic)	0.379	0.462	1.037	1.425	0.954	1.194	1.376	1.768
EPS(Diluted)								
BVPS	2.378	3.752	4.624	5.426	4.854	6.211	7.578	9.002
DVPS								
Dividend	0.08	0.12	0.28			0.29		
Dividend Ratio	*21.1%*	*26.0%*	*27.0%*	*7.0%*	*24.8%*	*24.3%*	*25.0%*	*25.0%*

来源：公司数据、国金证券研究所

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金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。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8792

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-33089915

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室