

招商银行 (600036.SH) 银行业

评级：买入 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

凤凰涅槃、纳入银行业首选组合

事件

招商银行4月10日公告，将通过定增A股的方式实施员工持股计划，面向核心员工发行不超过4.348亿股，每股发行价格为13.80元（发行价较停牌前收盘价15.66元折让12%），第一期员工持股募集资金不超过60亿元，股份锁定期36个月。公司将于4月13日复牌。

评论

定增价格为1.1倍15年P/B、摊薄效应有限、预计提升15年核心一级资本充足率0.3个百分点：13.80元的定增价格相当于1.1倍15年P/B。定增发行的4.3亿股新股相当于当前总股本的1.7%，发行完毕后，预计摊薄15年EPS 1.7%至2.47元，摊薄15年BVPS 1.9%至14.86元，提升15年核心一级资本充足率0.3个百分点至10.74%。公司同时公告，未来两年每年推出一期员工持股计划，三期员工持股计划合计募集资金100亿元，预计后续两期员工持股计划将于17年完成。此外，此次公告中披露员工持股计划的参与人数不超过8500人，60亿的募集资金总额对应人均出资金额70万左右。

招行公布60亿员工持股方案，方案本身符合预期，但里程碑式的信号意义巨大：1) 员工持股预示着管理层稳固，公司中长期发展趋势将逐步明朗。从市场方面看，近两年市场对招行管理层变动、战略目标短期化和缺乏与资本市场沟通一直有所担忧，也是导致招行股价从相对板块溢价变为折价趋势的重要因素。员工持股计划的推出有助快速打消这一担忧，相对板块折价这一趋势有望戛然而止。从公司方面看，员工以自身收入的一部分购买股份后，其收入结构从原来的纯现金模式转变为现金+股票，员工收入与公司利益和股价高度绑定，这将有效避免过度短期化行为，提升团队凝聚力，现金+股票是比纯现金更为有效的激励机制。因此，员工持股毫无疑问将凝聚全行士气、开始积攒新的业务增长动能。2) 更深一层，员工持股方案除了凝聚人心士气之外，更是后续市值管理力度强化的重要信号。3) 最后，员工持股大背景下的市值管理动力，才是强化大股东地位的最有效手段。

轻型银行发展成效显著，互联网金融潜在龙头，估值优势明显：就当前A股的风口互联网来说，招行最优秀的零售客户基础、业务能力和人才储备，加上近两年轻型银行战略发展的成效显著，要论互联网金融，这才是互联网金融的真正龙头。此外，沪深300期指单户投机交易持仓限额由1200手大幅上调至5000手，多头力量明显强化。招行是沪深300指数第4大权重股，权重2.63%，仅次于中国平安（4.14%）、民生银行（2.69%）、中信证券（2.65%）。最后，从目前市场估值看，招行15年PB 1.0倍、PE 6.2倍，不仅低于民生（PB 1.2倍、PE 7.4倍），较本轮龙头兴业和平安更是有50%折价，较最贵的宁波有60%折价，估值优势明显。

维持招行“买入”评级，纳入银行业首选组合，预计股价第一步向上空间50%：我们相信，此后会有其他银行陆续跟进实施员工持股方案，一个新的时代已经拉开序幕。我们将看到：1) 银行终于不再定期向市场要钱了。2) 常态化的资本补充对现有股东摊薄效应非常有限。3) 激励机制更加合理，员工利益与公司股价高度绑定。4) 公司市值管理诉求大幅提升。这样一个时代的开启，对银行板块估值而言无疑是显著利好。银行板块反攻号角已吹响，强烈看好。个股方面，首推兴业、招行，次推光大、平安。

图表：财务数据及预测—招商银行

利润表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	同比增速 (%)				
							2012	2013	2014	2015E	2016E
净利息收入	76,307	88,374	98,913	112,000	119,050	133,767	15.8%	11.9%	13.2%	6.3%	12.4%
非利息收入	19,850	24,993	33,691	53,863	75,408	90,490	25.9%	34.8%	59.9%	40.0%	20.0%
净手续费收入	15,628	19,739	29,184	44,696	62,574	75,089	26.3%	47.8%	53.2%	40.0%	20.0%
营业收入	96,157	113,367	132,604	165,863	194,459	224,256	17.9%	17.0%	25.1%	17.2%	15.3%
营业支出	(41,194)	(48,677)	(54,475)	(61,413)	(73,696)	(88,435)	18.2%	11.9%	12.7%	20.0%	20.0%
营业税	(6,091)	(7,555)	(8,579)	(10,425)	(12,510)	(15,012)	24.0%	13.6%	21.5%	20.0%	20.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	54,963	64,690	78,129	104,450	120,763	135,822	17.7%	20.8%	33.7%	15.6%	12.5%
资产减值损失	(8,350)	(5,583)	(10,218)	(31,681)	(37,764)	(42,896)	-33.1%	83.0%	210.1%	19.2%	13.6%
贷款减值损失	(8,199)	(5,491)	(10,196)	(31,254)	(37,294)	(42,379)	-33.0%	85.7%	206.5%	19.3%	13.6%
营业利润	46,613	59,107	67,911	72,769	82,999	92,926	26.8%	14.9%	7.2%	14.1%	12.0%
营业外收支净额	509	451	514	662	728	801	-11.4%	14.0%	28.8%	10.0%	10.0%
利润总额	47,122	59,558	68,425	73,431	83,728	93,727	26.4%	14.9%	7.3%	14.0%	11.9%
所得税	(10,995)	(14,286)	(16,683)	(17,382)	(20,095)	(22,494)	29.9%	16.8%	4.2%	15.6%	11.9%
净利润	36,127	45,272	51,742	56,049	63,633	71,232	25.3%	14.3%	8.3%	13.5%	11.9%
少数股东权益	2	(4)	1	(138)	(152)	(167)	-300.0%	-125.0%	-13900%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	36,129	45,268	51,743	55,911	63,481	71,065	25.3%	14.3%	8.1%	13.5%	11.9%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	36,129	45,268	51,743	55,911	63,481	71,065	25.3%	14.3%	8.1%	13.5%	11.9%

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
贷款总额	1,641,075	1,904,463	2,197,094	2,513,919	2,891,007	3,295,748	16.0%	15.4%	14.4%	15.0%	14.0%
存款总额	2,220,060	2,532,444	2,775,276	3,304,438	3,833,148	4,369,789	14.1%	9.6%	19.1%	16.0%	14.0%
不良贷款余额	9,173	11,694	18,332	27,917	37,376	46,656	27.5%	56.8%	52.3%	33.9%	24.8%
贷款损失准备	36,704	41,138	48,764	65,165	84,893	107,166	12.1%	18.5%	33.6%	30.3%	26.2%
资产总额	2,794,971	3,408,099	4,016,399	4,731,829	5,529,496	6,394,150	21.9%	17.8%	17.8%	16.9%	15.6%
负债总额	2,629,961	3,207,698	3,750,443	4,416,769	5,147,335	5,927,963	22.0%	16.9%	17.8%	16.5%	15.2%
母公司所有者权益	164,997	200,328	265,465	314,404	381,178	464,711	21.4%	32.5%	18.4%	21.2%	21.9%
优先股	0	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
平均生息资产	2,489,714	2,921,423	3,507,220	4,440,702	5,126,792	6,019,761	17.3%	20.1%	26.6%	15.5%	17.4%

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	21,577	21,577	25,220	25,220	25,655	25,655	0.0%	16.9%	0.0%	1.7%	0.0%
EPS	1.67	2.10	2.05	2.22	2.47	2.77	25.3%	-2.2%	8.1%	11.6%	11.9%
BVPS	7.65	9.28	10.53	12.47	14.86	18.11	21.4%	13.4%	18.4%	19.2%	21.9%
DPS	0.42	0.63	0.62	0.67	0.74	0.83	50.0%	-1.6%	8.1%	10.8%	11.9%
PPOP/sh	2.55	3.00	3.10	4.14	4.71	5.29	17.7%	3.3%	33.7%	13.7%	12.5%

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
ROA	1.39%	1.46%	1.39%	1.28%	1.24%	1.19%	0.07%	-0.07%	-0.11%	-0.04%	-0.05%
ROE	24.17%	24.78%	22.22%	19.28%	18.25%	16.80%	0.62%	-2.57%	-2.93%	-1.03%	-1.45%
净息差	3.06%	3.03%	2.82%	2.52%	2.32%	2.22%	-0.04%	-0.20%	-0.30%	-0.20%	-0.10%
成本收入比	36.51%	36.27%	34.61%	30.74%	31.46%	32.74%	-0.23%	-1.66%	-3.87%	0.72%	1.28%
有效税率	23.33%	23.99%	24.38%	23.67%	24.00%	24.00%	0.65%	0.39%	-0.71%	0.33%	0.00%
贷存比	73.92%	75.20%	79.17%	76.08%	75.42%	75.42%	1.28%	3.96%	-3.09%	-0.66%	0.00%
不良贷款率	0.56%	0.61%	0.83%	1.11%	1.29%	1.42%	0.06%	0.22%	0.28%	0.18%	0.12%
拨备覆盖率	400.13%	351.79%	266.01%	233.43%	227.14%	229.69%	-48.34%	-85.78%	-32.58%	-6.29%	2.56%
拨贷比	2.24%	2.16%	2.22%	2.59%	2.94%	3.25%	-0.08%	0.06%	0.37%	0.34%	0.32%
信用成本	0.53%	0.31%	0.50%	1.33%	1.38%	1.37%	-0.22%	0.19%	0.83%	0.05%	-0.01%
非利息收入/营业收入	20.64%	22.05%	25.41%	32.47%	38.78%	40.35%	1.40%	3.36%	7.07%	6.30%	1.57%
净手续费收入/营业收入	16.25%	17.41%	22.01%	26.95%	32.18%	33.48%	1.16%	4.60%	4.94%	5.23%	1.30%
核心一级资本充足率	na	na	9.27%	10.44%	10.74%	11.72%	na	na	1.17%	0.30%	0.98%
一级资本充足率	8.22%	8.49%	9.27%	10.44%	10.74%	11.72%	0.27%	0.78%	1.17%	0.30%	0.98%
资本充足率	11.53%	12.14%	11.14%	12.38%	12.93%	13.79%	0.61%	-1.00%	1.25%	0.55%	0.86%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD