

2015年04月13日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元)

20.00

公司基本资讯

产业别	银行		
A 股价(2015/4/13)	15.66		
上证综指(2015/4/13)	4034.31		
股价 12 个月高/低	16.68/9.69		
总发行股数(百万)	25219.85		
A 股数(百万)	20628.94		
A 市值(亿元)	3949.43		
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(17.97%)		
每股净值(元)	12.47		
股价/账面净值	1.26		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.5	1.5	60.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-3-19	12.13	买入

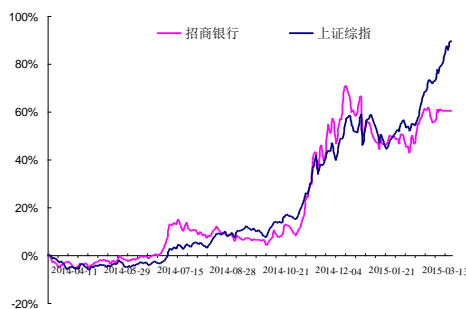
产品组合

净利息收入	79.36%
手续费净收入	16.25%
其他净收入	4.39%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.5%
一般法人	34.9%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



招商银行(600036/3968.HK) Buy 买入(维持)

事件点评：员工持股具备混改标杆意义

事件：招商银行 4 月 10 日晚公告，拟实施员工持股计划，计划分三期，第一期募集资金不超过 60 亿，原则上未来两年分别再推出一期员工持股计划，分别不超过 20 亿元。第一期持股计划拟以定增方式推出，计划对象主要包含董事、监事、高级管理人员、中层干部、骨干员工等在内的不超过 8,500 人，锁定期为 36 个月，募集资金扣除费用后全部用于补充核心一级资本。

我们仍看好公司在零售品牌的优势以及优秀的管理能力，本次持股计划一方面提升了员工的积极性和凝聚力，另一方面也提升了公司的资本实力，并且此举在同业中也具有较强的标杆作用，我们也注意到公司停牌期间银行股普遍涨幅达到 10%，预计将存在补涨效应，维持买入的投资建议。

■ **定增方式实施员工持股**：公司公告三期员工持股计划的预案，第一期募集资金不超过 60 亿，对应 4.35 亿股，未来两年每年推出一期员工持股计划，第二期及第三期员工持股计划资金总额分别不超过 20 亿元。第一期计划的实施对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心骨干人员，包含董事、监事、高级管理人员、中层干部、骨干员工等，人数不超过 8,500 人，以现金认购，员工持股计划通过本次非公开发行所认购股票的锁定期为 36 个月。如此大的覆盖面（覆盖人数占员工总数的 11%）以及三年的锁定期，均可看出公司管理层对未来的发展前景较为看好，亦可促使员工收入与公司利益、股东利益高度绑定，提升团队凝聚力。

■ **有效提升资本实力**：本期持股计划将以定增方式展开，拟非公开发行不超过 4.35 亿股，募集资金不超过 60 亿元，定增价为 13.80 元/股，本次发行价格不低于前 20 个交易日均价的 90%（即 13.79 元/股），并且较 2014 年末公司净资产溢价约 10.6%，不存在国有资产流失的情况。募集资金扣除费用后全部用于补充核心一级资本，我们静态测算将提升资本充足率约 15BP，有效提高了公司的资本实力和市场竞争力，也开拓了创新的资本金补充渠道。

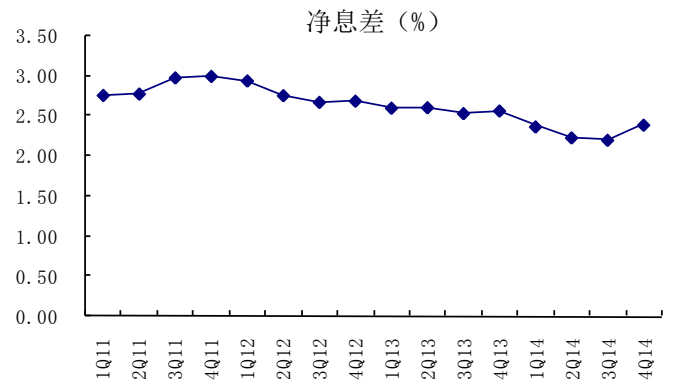
■ **较民生更具有标杆意义**：另一方面，本次招行持股计划，也是继安邦成为公司第二大股东后国企改革的进一步探索，虽然此前民生银行已率先推出了员工持股计划，并且方案内容也基本一致，但民生银行是完全民营资本性质，而招行第一大股东为招商局集团，本次招行在员工持股计划上得以破冰，亦可作为国有银行混改的示范，并且定增价高于净资产，也不会涉及国有资产流失问题，若招行本次员工持股计划能顺利推进，不排除接下来其他国有控股的股份制银行的采取相似的动作。

■ **盈利预测与投资建议**：2015 年我们看好公司零售品牌优势和“一体两翼”的战略推进，维持预测，预计 2015/2016 年分别实现净利润 605 亿元和 643 亿元，YoY 分别增长 8%和 6%；当前股价对应 2015 年动态 PE 为 4.5 倍，PB 为 1.1 倍，估值较低，并且在公司停牌期间银行股普遍涨幅达到 10%，预计存在一定的补涨效应，继续维持“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	45,273	51,743	55,911	60,506	64,334
同比增减	%	25.31%	14.29%	8.06%	8.22%	6.33%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.10	2.40	2.22	2.40	2.55
同比增减	%	25.31%	14.29%	8.06%	8.22%	6.33%
市盈率(P/E)	X	7.46	6.53	7.05	6.53	6.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.63	0.62	0.67	0.75	0.80
股息率 (Yield)	%	4.02%	3.96%	4.28%	4.79%	5.11%

图 1、4Q 季度净息差环比回升



资料来源：WIND，群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	113,367	132,604	165,863	185,780	201,810
净利息收入	88,374	98,913	112,000	126,632	137,880
净手续费及佣金收入	19,739	29,184	44,696	51,358	56,494
营业支出	54,254	64,693	93,094	106,741	117,734
营业利润	59,113	67,911	72,769	79,039	84,076
拨备前净利润总额	64,696	78,129	104,450	113,910	84,076
资产准备支出	5,583	10,218	31,681	34,871	39,248
利润总额	59,564	68,425	73,431	79,748	84,793
减：所得税	14,287	16,683	17,382	19,243	20,459
净利润	45,277	51,743	55,911	60,506	64,334

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
现金及存放央行款项	471,415	517,239	590,593	649,652	714,618
存放同业款项	280,870	38,850	87,416	91,787	96,376
交易性金融资产	25,489	23,223	40,880	44,968	49,465
持有到期投资	175,417	208,927	252,213	302,656	363,187
可供出售金融资产	284,696	289,265	288,167	296,812	305,716
客户贷款	1,863,325	2,148,330	2,384,121	2,756,094	3,102,008
固定资产	19,287	23,304	24,367	28,022	32,225
其他资产	9,953	10,499	14,187	15,606	17,166
资产总计	3,408,219	4,016,399	4,722,648	5,431,045	6,245,702
同业存放款项	258,692	514,182	740,768	814,845	896,329
客户存款	2,532,444	2,775,276	3,265,520	3,479,649	3,664,149
负债合计	3,207,712	3,750,443	4,407,588	5,061,530	5,818,287
股本(百万股)	21,577	21,576	25,220	25,220	25,220
股东权益总额	200,507	265,956	315,060	369,515	427,415
负债和所有者权益总计	3,408,219	4,016,399	4,722,648	5,431,045	6,245,702

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	249,713	119,153	272,173	244,956	220,460
投资活动产生的现金流量净额	-34,209	-231,669	-175,979	-203,824	-189,902
筹资活动产生的现金流量净额	18,447	11,012	21,879	17,113	16,668
现金及现金等价物净增加额	233,704	-102,906	121,522	58,244	47,227

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。