

招商银行：收购永隆银行，试水国际化与综合经营 增持（维持）

银行业

2008年6月3日

王逸峰 石磊 66045463 66045557

事件描述：

招商银行今日发布公告，称拟收购香港永隆银行有限公司53%的股权，并就永隆银行全部已发行股份提出无条件强制性现金收购建议。收购对价相当于每股156.5港元。

评论：

- 收购永隆银行的战略意义：**永隆银行成立已有75周年，目前拥有分行42家，职员超过1600人，是排名第四的香港本地独立银行。永隆银行提供包括存款、贷款、押汇、汇兑、银团贷款、企业贷款、证券、信用卡、网上银行、强制性公积金、投资理财等全面银行服务，并通过全资附属公司提供租购贷款、物业信托、受托代管、保险代理、经纪及顾问、期货证券经纪服务。永隆银行的网络渠道和业务牌照将成为招商银行在境外发展的宝贵资源。招行将以自身在零售和中小企业银行、网上银行和信用卡的优势与永隆银行复合产品结构和专长相结合，提升为中国内地客户的金融产品及服务。另外，由于永隆集团业务范围涵盖银行、保险、证券、期货、信托等多个方面，其运作经验值得准备进军综合经营的内地银行借鉴。
- 永隆银行经营情况：**永隆银行是一家贷款质量良好，流动性较好，收入来源广泛的银行。2007年内减值贷款占贷款总额的0.26%；现今、存放同业款项和证券投资占生息资产的一半以上，具备良好的流动性；证券经纪和保险业务为它提供了大量非利息收入，非利息收入占营业收入的近一半。但永隆银行2007年净利润下降14.6%至13.72亿港元，2008年一季度则出现了8253万港元的亏损。这主要是为结构性投资作减值准备，预计目前损失计提已较充分。另一方面，永隆银行的资金来源主要是客户存款，在香港追随美国降息的环境下，难以享受利息成本的减少，使得永隆银行的净利息收益率有所下降。但我们预计美国降息周期将在下半年逆转，永隆银行的净利息收益率有望随之提升。据彭博统计，目前市场预期永隆银行2008年每股收益为6.26港元（GAAP下为6.39港元），与我们的预测基本一致。永隆银行2007年的净利润为招商银行的9%，预计2008年该比例为6%左右，我们认为本次收购不会对招行的每股收益造成负面影响。
- 报价略偏高：**本次招行支付的收购对价相当于每股156.5港元，合2.9倍2007年末净资产和3.1倍2008年一季度末净资产；2007年26.5倍PE或2008年25倍动态PE。从PE估值水平来看，该对价已经高于国内银行2008年动态PE，我们认为这一收购对价偏高。但考虑资源的稀缺性，我们认为报价尚处于可接受的范围内，预计其短期影响是中性的。

4. **或面临融资需求：**招行表示，本次目标股份收购完成后，仍能保持8%以上的资本充足率，但同时表示仍可能需要通过发行国内次级债、国际次级债、国际可转债等方式进一步充实资本金。我们以2008年一季度末的资本充足率为基数计算，预计现金收购53%的股权后，招商银行的资本充足率将降至9.6%。而在收购53%股权后，将触发全购要约。如果以现金收购全部股权，招行的资本充足率将可能降至8.3%，此时就需要融资约150亿元以达到10%的资本充足率，预计由此产生的利息成本小于收购永隆银行贡献的净利润。
5. 总的来看，我们认为此次收购对招商银行的战略发展具有重要意义，但收购对价偏高。而能否有效整合永隆银行，成功借鉴其经验，妥善利用其网络渠道，是能否实现战略意义的关键，值得我们后续关注。我们将视交易情况调整招商银行的盈利预测。因对短期业绩的影响有限，我们维持招行的“增持”评级。此次收购还需要经过股东大会和两地监管部门的批准，我们提醒投资者关注相关风险。

表：资本充足率测算表

单位： 人民币百万元	收购前 E		收购后 E	
	招商银行	永隆银行	53.12%	100%
核心资本净额	69,100	5,885	74,985	74,985
附属资本净额	11,945	1,185	13,130	13,130
扣减：商誉	-	-	11,648	21,928
风险加权资产	751,030	48,593	799,623	799,623
核心资本充足率 (%)	9.20%	12.11%	7.92%	6.64%
资本充足率 (%)	10.79%	14.55%	9.56%	8.28%

资料来源：银行年报，天相投顾预测

注：以 2008 年一季度末数据为基础预测

表：永隆银行损益表

单位：港币千元	2008Q1	2007Y	2006Y
利息收入	939,131	4,441,066	4,039,523
利息支出	-579,049	-2,949,477	-2,640,498
净利息收入	360,082	1,491,589	1,399,025
服务费及佣金收入	107,151	556,258	346,566
服务费及佣金支出	-16,267	-56,140	-58,077
服务费及佣金净收入	90,884	500,118	288,489
保险营业收入	108,947	436,213	411,898
净交易收入	-194,150	104,511	219,310
出售可供出售证券之净收益	2,864	104,130	6,154
其它营业收入	34,588	162,091	85,649
营业收入	403,215	2,798,652	2,410,525
营业支出	-211,139	-738,479	-674,757
信贷损失之减值调拨	-282,691	-503,448	-44,254
保险申索准备	-85,583	-354,258	-319,401
出售其它物业及设备之净亏损	-298	-994	-1,417
其它投资收益前之营业溢利	-176,496	1,201,473	1,370,696
投资物业公允价值调整	110,292	305,264	512,626
应占共同控制实体之净溢利	-28,663	67,637	36,749
应占联营公司之净溢利	803	1,707	3,216
除税前溢利	-94,064	1,576,081	1,923,287
税项	11,532	-204,567	-317,498
股东应占溢利	-82,532	1,371,514	1,605,789

资料来源：永隆银行年报和一季报

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014