

动态报告/公司快评

金融

工商银行 (601398)
推荐

银行

收购泰国 ACL 银行股权快评

(维持评级)

2009 年 9 月 30 日

公司海外战略稳步推进，收购价显高

分析师： 邱志承 qiuzc@guosen.com.cn 021-68864597

分析师： 黄飙 huangbiao@guosen.com.cn 0755-82133476

事项：

公司董事会通过了关于收购泰国 ACL 银行股权的议案，将就 ACL 银行所有股份对 ACL 所有股东发起自愿要约收购；同时，同意收购盘谷银行持有的 ACL 的股权。

评论：

■ 收购对价约为 1.5 倍 P/B，考虑很高的 P/E 和 P/A 及公司较弱的盈利能力和资产质量，对价显得偏高

公司将就 ACL 银行所有股份对 ACL 所有股东发起自愿要约收购，包括 ACL 的最大股东——泰国财政部。同时，作为自愿要约收购的一部分，公司将收购 ACL 第二大股东盘谷银行所持有的 19.26% 的 ACL 银行股权，对价为 11.5 泰铢/股、总价约 35.2 泰铢，折合人民币 7.2 亿元。

若对全部股份的要约收购按以上价格水平，则总对价约为 37.2 亿元人民币。从净资产角度看，根据 09 上半年 ACL 的股东权益，则对价相当于 1.5 倍 P/B。从盈利角度看，由于公司的 ROA 水平处于中等偏下水平，从 P/E 看收购对价则在 80 多倍，P/A（市值/总资产）达到了 29%，考虑到 07 年以来公司遭受金融危机影响较为严重、盈利大幅下滑但仍然赢利，我们认为从 P/B 或 P/A 角度看较为合适。此外，公司的不良率较高且拨备覆盖水平仅为 73%。综合考虑，我们认为收购价格显得偏高。

表 1：ACL 银行股权结构及工行支付对价

股东	股权比例 (%)	对价 (亿泰铢)	对价 (亿元人民币)
盘谷银行	19.26	35.2	7.2
财政部所	30.61	56.0	11.4
剩余股东	50.13	91.7	18.6
合计	100%	182.9	37.2

数据来源：公司报表，国信证券经济研究所

■ 收购使得公司得以实现在泰国市场的突破，有利于公司的东南亚市场战略稳步推进

泰国是东南亚的第二大经济体，中泰两国经贸往来迅速增长，收购 ACL 银行是公司实施国际化战略的重要举措，将使公司实现在泰国市场的突破，中泰两国经贸往来的发展将给公司带来较多潜在业务机会，收购对业务发展有正面影响。

表 2：ACL 银行主要财务数据和财务指标（均为折人民币，收购价相当于 2.34 元人民币/股）

	2008	1H09	2007	2006
客户贷款 百万元	9,396	9,397	7,298	6,008
客户存款	8,320	7,184	3,244	3,905

总资产	14,441	12,961	12,440	8,351
股东权益	2,565	2,566	2,497	2,430
税前利润	110	34	70	154
净利润	73	22	69	152
总股本(百万股, 含5亿股优先股)	1,590	1,590	-	-
EPS 元/股	0.046	0.014	0.043	0.096
BVPS	1.61	1.61	1.56	1.52
ROAA	0.55%	0.33%	0.67%	2.01%
ROAE	2.90%	1.74%	2.81%	6.56%
资本充足率	23.4	-	31.92	40.02
不良贷款余额 百万元	470	412	361	924
不良率	5.0%	4.4%	4.9%	15.4%
拨备覆盖率	46.3%	73.3%	56.7%	92.0%
收购价格 PE	1.45	1.45	1.49	1.53
收购价格 PB	50.66	83.18	53.78	24.48
收购价格 PA	0.26	0.29	0.30	0.45

数据来源: 公司报表 国信证券经济研究所

■ 收购金额相对于工商银行规模较小, 直接影响不大

我们预期工商银行 2009 年年末总资产达到 1.2 万亿元, 净资产达到 6844 亿元, 全年拨备前利润为 2080 亿元, 净利润为 1300 亿元, 因此对这家泰国银行的收购对短期业绩的直接影响较小, 我们维持原有“推荐”评级。

附表 1: 财务预测与估值

价值评估 (倍)				
P/E	14.2	12.2	9.8	8.2
P/B	2.61	2.32	2.05	1.81
P/PPoP	7.9	7.6	6.2	5.4
市值/总资产(A股)	16.2%	12.8%	11.5%	10.3%
股息收益率(税后)	2.5%	3.5%	4.1%	5.0%

每股指标 (元)				
EPS	0.33	0.39	0.48	0.57
BVPS	1.81	2.03	2.30	2.61
PPoPPS	0.60	0.62	0.76	0.88
DPS	0.13	0.18	0.21	0.26

盈利驱动				
存款增长	19.2%	23.5%	12.2%	11.4%
贷款增长	12.2%	26.8%	12.7%	12.4%
存贷比	51.9%	46.8%	48.2%	49.2%
盈利资产增长	12.1%	26.5%	11.9%	11.7%
贷款收益率	7.07%	5.40%	5.41%	5.40%
债券收益率	3.34%	2.86%	2.56%	2.54%
盈利资产平均生息率	4.94%	3.85%	3.79%	3.79%
存款成本率	2.17%	1.68%	1.58%	1.58%
付息负债平均付息率	2.14%	1.66%	1.58%	1.57%
净息差(NIM)	2.95%	2.29%	2.32%	2.33%
净利差(SPREAD)	2.80%	2.19%	2.21%	2.21%
非利息收入比重	15.0%	21.6%	21.6%	22.2%
费用收入比(含营业)	35.6%	35.1%	33.9%	33.1%
拨备支出/平均贷款	1.28%	0.73%	0.72%	0.61%
有效所得税率	23.5%	23.9%	24.0%	23.9%

收入盈利增长				
净利息收入增长	17.2%	-5.1%	20.4%	13.3%
手续费收入增长	14.7%	37.4%	23.6%	18.6%
营业净收入增长	21.7%	2.8%	20.5%	14.0%
拨备前利润增长	31.7%	3.6%	22.6%	15.3%
净利润增长	36.3%	17.0%	23.8%	19.6%

资产盈利能力				
RoAE	18.6%	19.0%	21.4%	22.8%
RoAA	1.14%	1.07%	1.16%	1.25%
RoAA(拨备前)	2.17%	1.84%	1.93%	1.98%
RoRWA	2.33%	2.21%	2.43%	2.58%

资产质量				
不良资产率	2.29%	1.70%	1.65%	1.69%
拨备覆盖率	130%	159%	172%	170%
拨备余额/全部贷款	2.97%	2.71%	2.84%	2.87%

资本				
资本充足率	13.1%	11.7%	11.6%	11.6%
核心资本充足率	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
财务杠杆(倍)	16.2	17.7	18.5	18.3
风险加权资产比重	49%	48%	48%	48%

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利息收入	263,037	249,494	300,287	340,177
利息收入	440,574	419,503	490,213	551,609
利息支出	177,537	170,009	189,926	211,433
资产准备支出	55,528	38,666	44,868	42,835
拨备后净利息收入	207,509	210,828	255,419	297,341
手续费净收入	44,002	60,456	74,723	88,638
其他经营净收益	2,291	8,108	8,194	8,168
营业净收入	309,330	318,059	383,205	436,983
营业费用	110,271	111,484	129,771	144,535
营业外净收入	1,770	1,398	1,582	1,575
拨备前利润	200,829	207,972	255,016	294,023
总利润	145,301	169,306	210,148	251,188
所得税	34,150	40,387	50,362	59,939
少数股东利润	385	-628	-656	-656
净利润	110,766	129,547	160,442	191,905

资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
现金及存放同业	44,390	56,553	60,374	64,553
央行准备金	1,693,024	1,720,418	2,017,989	2,256,954
拆放金融企业	306,006	614,904	849,283	851,651
贷款	4,571,994	5,796,691	6,534,636	7,347,027
贷款拨备	-135,983	-156,854	-185,749	-210,783
债券投资	3,048,330	4,035,585	4,220,005	4,762,291
固定资产	84,948	82,288	83,724	84,214
递延税款净额	10,775	13,103	15,516	17,607
其他资产	134,170	149,506	145,929	146,575
盈利资产	9,663,744	12,224,151	13,682,288	15,282,476
总资产	9,757,654	12,312,193	13,741,708	15,320,090
金融企业存放	676,348	1,174,379	1,257,905	1,399,162
存款	8,223,446	10,155,956	11,394,982	12,694,010
应付款项	214,996	261,766	280,005	313,560
发行债券	35,726	35,726	35,726	35,726
付息负债	8,935,520	11,366,061	12,688,614	14,128,898
总负债	9,150,516	11,627,827	12,968,618	14,442,458
实收资本	334,019	334,019	334,019	334,019
公积金	127,663	136,589	151,780	171,432
一般准备	69,355	90,000	100,000	110,000
未分配利润	72,146	119,072	182,219	256,690
少数股东权益	3,955	4,686	5,072	5,490
所有者权益	607,138	684,366	773,089	877,631

存贷款客户结构	2008A	2009E	2010E	2011E
个人贷款	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
企业贷款	74.4%	63.5%	65.5%	66.5%
票据贴现	7.1%	18.0%	16.0%	15.0%
储蓄存款	48.8%	48.5%	48.5%	48.5%
企业存款	51.2%	51.5%	51.5%	51.5%

网点与员工(个)	2008A	2009E	2010E	2011E
网点数量	16,252	15,764	15,292	14,833
员工数量	387,761	387,918	388,075	377,158

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。