

李珊珊
010-88087417
liss@cmschina.com.cn

2008年8月6日

银行并购经验及中国银行业并购之战略选择

商业银行并购专题研究

金融

银行

推荐(维持)

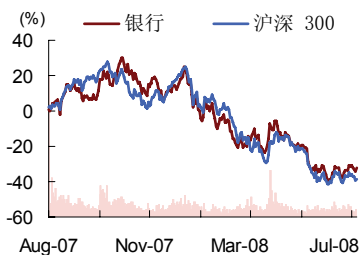
上证指数 2742

行业规模

		占比%
股票家数(只)	14	1.1
总市值(亿元)	48170	24.1
流通市值(亿元)	9451	15.0
重点公司市值(亿元)	41561	20.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.1	-44.9	-17.6
相对表现	2.2	3.2	4.5



相关报告

- 《银行业 2008 年投资策略》
2008/01/07
- 《银行业 2008 年中期策略》
2008/06/13

经济周期和并购周期的曲线高度一致。并购成功与否的关键在整合阶段，只有制定了清晰的战略目标，精密的整合计划的并购才有可能成功。我们认为国内银行海外并购可以选择以从香港和东南亚成熟地区到中东澳洲，再到欧美市场为主线。

- **经验表明，经济周期和并购周期的曲线高度一致。**经济衰退后的复苏往往伴随着大规模的并购浪潮。19 世纪末以来全球 5 次大规模的并购浪潮中前四次均发生在衰退后的复苏期中。并购活动由弱弱合并，以强并弱逐渐转向强强合并，由国内并购转向跨国并购，银行逐步成为并购的主角；反垄断法的出台，金融自由化的推进，促使并购形式由较单一的横向并购逐步转向纵向。
- **整合是决定并购成败的关键。**研究发现，在宣布收购日前后 1 个月的时间里，无论是大规模的收购还是小规模的收购，收购方的整体表现较差。2/3 的并购以失败而告终。在银行并购失败的案例中，50% 以上的失败原因是出在整合阶段，所以整合是决定并购成败的关键。
- **通过大通曼哈顿，汇丰，瑞士银行等经典成功或失败案例的分析，我们得到几点启发：**成功的并购需要收购者制定清晰的战略目标和周密的整合计划，双方能够优势互补，时机的选择也很关键。在并购后的短期内，银行的效率指标可能会出现一定恶化，但中长期看并购效率是可以实现的。没有十全十美的并购，但清晰的战略目标，精密的整合计划可以使结果让很多方面满意。
- **中国银行业并购的现状和并购地域的战略选择。**我们认为反垄断法的颁行不会对国内银行的并购趋势产生影响。国有大银行的国内分支机构已较为充足，目前已完成的国内并购主要集中于股份制银行和小银行之间的强弱并购。从海外并购的地域选择上看，考虑到文化、地域、金融市场和法律完善程度等因素，我们认为国内银行海外并购可以选择以从香港和东南亚成熟市场到中东及澳洲，再到欧美市场为主线，以非洲拉美等发展中或不发达国家为辅线的方式。同时需要把握好区域经济危机提供的并购时机，如关注次贷危机的进展，也许会有好的并购机会出现。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
招商银行	23.7	1.04	1.58	1.99	15.0	11.9	4.0	强烈推荐-A
浦发银行	23.3	1.26	1.72	2.20	13.5	10.6	2.7	强烈推荐-A
兴业银行	24.8	1.72	2.46	3.23	10.1	7.7	2.6	强烈推荐-A
民生银行	6.0	0.44	0.52	0.68	11.6	8.8	1.9	强烈推荐-A
工商银行	5.1	0.24	0.36	0.43	14.2	11.7	2.7	审慎推荐-A
建设银行	5.8	0.30	0.46	0.53	12.8	11.0	2.7	审慎推荐-A
深发展	21.0	1.16	1.78	2.35	11.8	8.9	2.6	审慎推荐-A
华夏银行	11.6	0.50	0.87	1.06	13.4	11.0	2.1	审慎推荐-B
中国银行	4.0	0.22	0.29	0.35	13.6	11.2	2.1	审慎推荐-A
北京银行	12.5	0.54	0.94	1.12	13.3	11.2	2.5	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、并购浪潮发生时间的历史规律.....	4
二、并购发生对参与双方的影响.....	6
三、并购成败的经典案例分析.....	8
成功案例一：大通曼哈顿的三次收购.....	8
成功案例二：汇丰的并购史.....	10
成功案例三：花旗和旅行者集团的合并.....	11
效果尚不明显的案例：美洲银行收购舰队波士顿.....	12
失败案例一：瑞士银行(SBC)收购瑞士联合银行(UBS).....	13
失败案例二：美联银行收购核心州银行.....	14
几点启发:.....	15
四、中国银行业并购现状和战略方向.....	15
1、反垄断法的颁行不会影响我国银行业的并购趋势.....	15
2、我国商业银行海外并购战略展望.....	16
3、对招行收购永隆的看法.....	17

图表目录

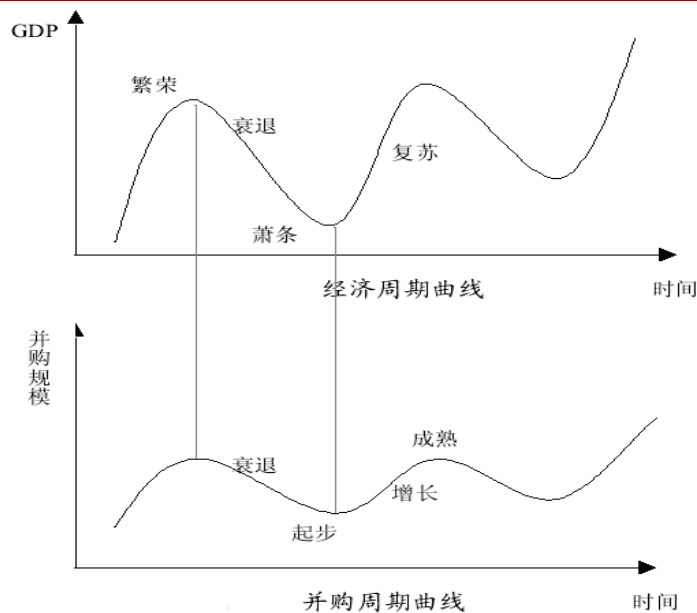
图 1: 经济周期和并购周期曲线	4
图 2: 历史上五次并购浪潮产生的经济背景	5
图 3: 选择并购对象的要素	6
图 4: 中小规模收购前后收购方的累积超额回报 (CAR)	6
图 5: 中小规模收购前后被收购方的累积超额回报	6
图 6: 大规模收购前后收购方的累积超额回报 (CAR)	7
图 7: 大规模收购前后被收购方的累积超额回报	7
图 8: 17 家商业银行并购前后规模经济值	7
图 9: 历史上并购失败的成因分布	8
图 10: 美国大通曼哈顿银行的 3 次并购	9
图 11: JP 摩根与大通曼哈顿银行合并前后盈利能力	10
图 12: 汇丰控股 90 年代末并购前后盈利能力	11
图 13: 花旗并购前后的盈利能力	12
图 14: 美洲银行收购舰队波士顿前后盈利能力	13
图 15: 失败案例一: 瑞士银行(SBC)收购瑞士联合银行(UBS)	14
图 16: 失败案例二: 美联银行收购核心州银行	14
图 17: 中国银行业并购路径展望	17
表 1: 1994-2000 年欧洲境内每年兼并收购的规模分布	5
表 2: 1988-1990 迎接欧共体诞生的并购浪潮	8
表 3: 大通兼并摩根的互补效应	9
表 4: 大通兼并摩根的互补效应	10
表 5: 花旗和旅行者集团的互补效应	12
表 6: 国内银行境内并购案	16
表 7: 国内银行海外并购案	17

一、并购浪潮发生时间的历史规律

经验表明，经济周期和并购周期的曲线高度一致。经济衰退后的复苏往往伴随着大规模的并购浪潮。

从 19 世纪末到当前，全球共发生过 5 次大规模的并购浪潮。其中前四次均发生在经济衰退后的复苏周期中，最近一次并购浪潮开始于上世纪 90 年代以来的经济全球化进程中，金融自由化的推进又成为本轮并购的助推器。

图1：经济周期和并购周期曲线



数据来源：招商证券研发中心

从并购的演变趋势上主要存在以下几个特点，

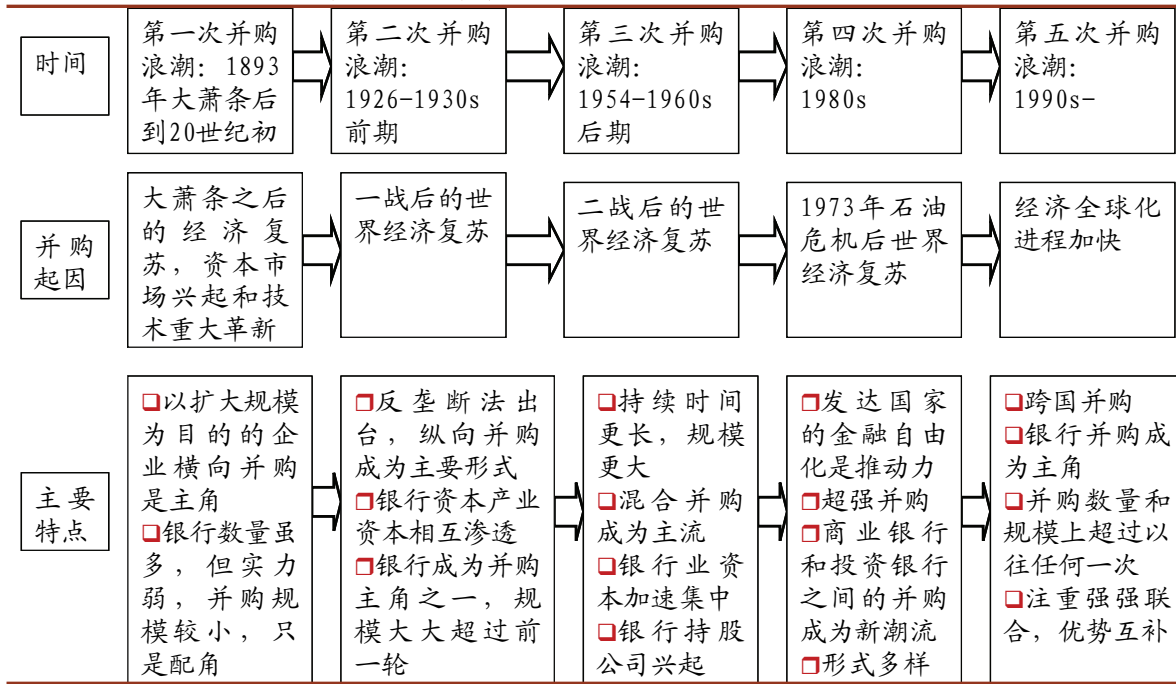
一是并购活动由弱弱合并，以强并弱逐渐转向强强合并，甚至超强并购；

二是反垄断法的出台，金融自由化的推进，促使并购形式由比较单一的横向并购逐步转向纵向并购，银行业务趋向全能化；

三是随着经济全球化的推进，并购区域由国内并购转向跨国并购。

从并购主体看，第一次并购浪潮的主体是实业企业，当时银行的数量虽多，但实力普遍弱小，银行只是并购的配角，后来随着银行实力的壮大，银行逐步成为并购的主角。

图2: 历史上五次并购浪潮产生的经济背景



资料来源: 招商证券研发中心

表 1: 1994-2000 年欧洲境内每年兼并收购的规模分布

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
兼并数量	22	15	15	20	23	18	7
区间(百万欧元)	兼并收购交易占比						
< 100	50%	27%	40%	25%	39%	11%	0%
100-500	23%	47%	20%	20%	9%	6%	14%
500-1000	5%	7%	20%	15%	13%	28%	14%
1000-2000	14%	13%	13%	15%	9%	17%	0%
2000-5000	9%	0%	7%	20%	22%	17%	43%
5000-10000	0%	0%	0%	5%	4%	11%	14%
10000 以上	0%	7%	0%	0%	4%	11%	14%

数据来源: 招商证券研发中心

图3: 选择并购对象的要素

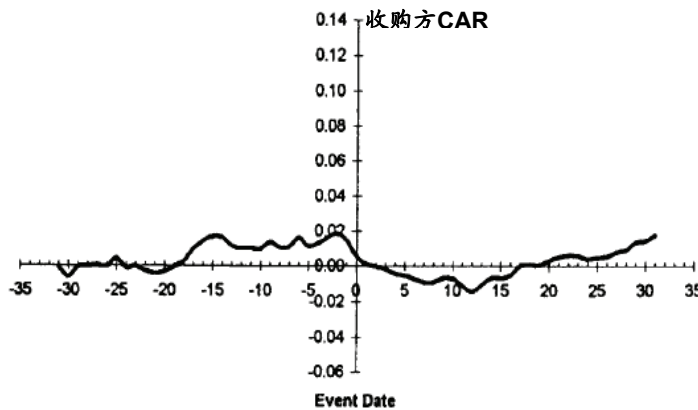


数据来源: 招商证券研发中心

二、并购发生对参与双方的影响

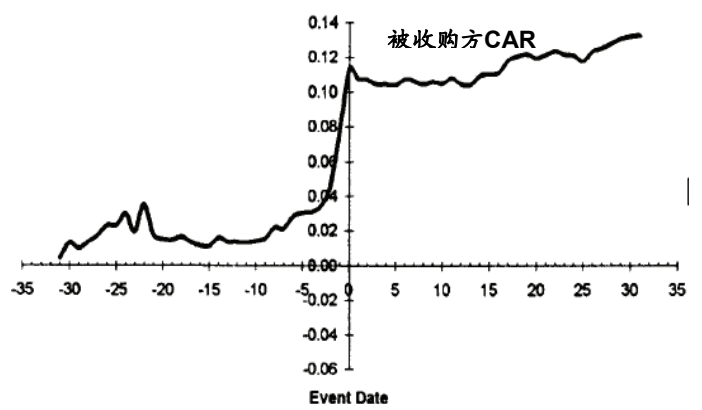
Arphaphan Chavaltanpipat 对发生在 1994.1-199.10 之间的 24 笔收购案进行研究, 发现在宣布收购日前后 1 个月的时间里, 收购方的整体表现较差。

图4: 中小规模收购前后收购方的累积超额回报 (CAR)



资料来源: 招商证券研发中心

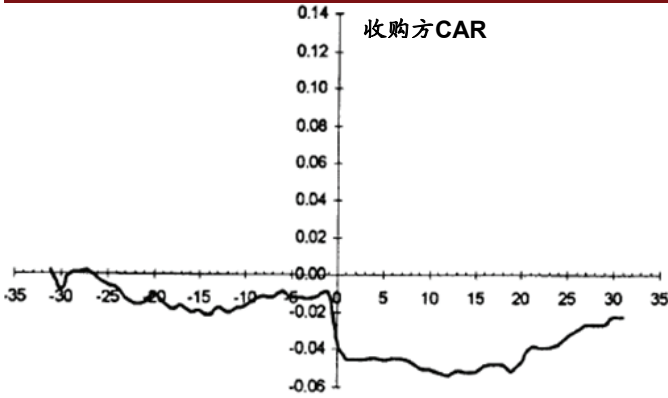
图5: 中小规模收购前后被收购方的累积超额回报



资料来源: 招商证券研发中心

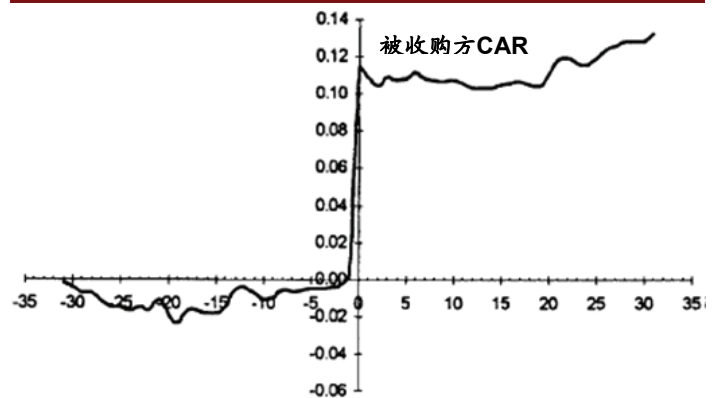
对超过 10 亿美元规模以上并购案例的研究也表明, 大规模的收购中收购银行的整体表现也较差。

图6: 大规模收购前后收购方的累积超额回报 (CAR)



资料来源: 招商证券研发中心

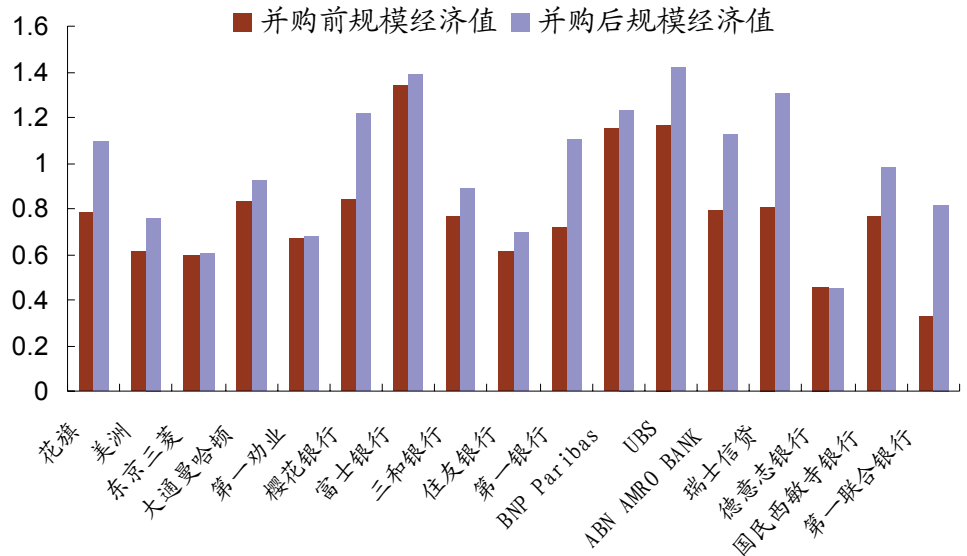
图7: 大规模收购前后被收购方的累积超额回报



资料来源: 招商证券研发中心

在 17 家并购银行案例中, 绝大多数银行在并购后出现规模经济。判断并购的成败, 规模经济是一个重要因素, 但还要看最终的盈利能力是否获得了提升, 企业文化整合效果等多重因素的综合。

图8: 17家商业银行并购前后规模经济值



数据来源: 招商证券研发中心

经验表明, 并购效果的体现往往需要 2-3 年, 甚至更长的时间。

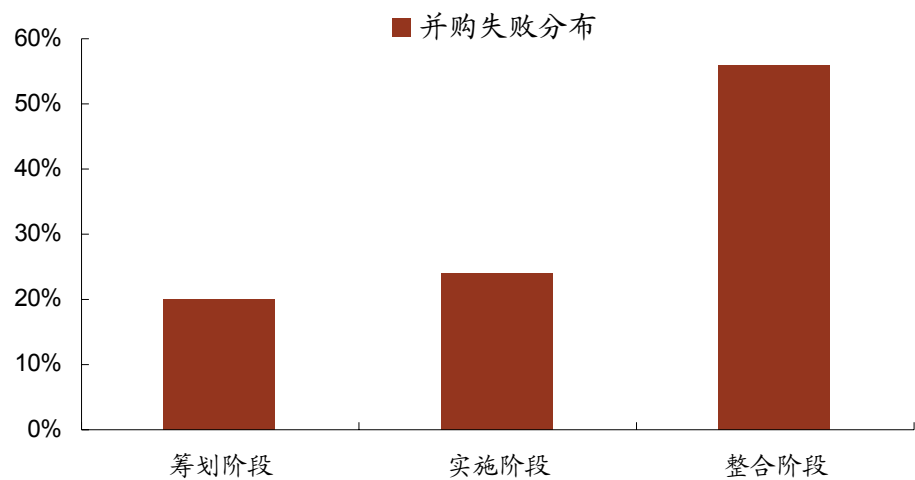
表 2: 1988-1990 迎接欧共体诞生的并购浪潮

并购银行	并购公告日	实现国内零售市场份额整合 (%)	统一银行体系所用时间 (月)	计划裁员比例 (%)
荷兰银行 (ABN/AMRO)	1990 年 3 月	30E	45	9 (超过 5 年)
西班牙 BBV	1988 年 1 月	20E	9	15 (超过 5 年)
奥地利银行	1991 年 4 月	12	35	11 (超过 4 年)
荷兰邮政银行	1989 年 10 月	23	NR	NR
挪威 DNB 银行	1989 年 10 月	15	6	13-14 (2 年内)
丹麦联合银行	1989 年 12 月	30	30-36	10 (3 年内)
丹麦银行	1989 年 11 月	25	24	10 (2-3 年内)
意大利 Ambroveneto 银行	1989 年 2 月	2.3	NA	9 (超过 9 年)

数据来源: DIBC 研究报告 招商证券研发中心

注: NR 表示不相关, NA 表示无资料

默瑟管理咨询公司的分析表明, 2/3 的并购以失败而告终。贝恩的研究表明, 银行并购失败的案例中, 50% 以上的失败原因是出在整合阶段。所以我们将案例研究的重点锁定在并购的整合阶段。

图 9: 历史上并购失败的成因分布


资料来源: 美国贝恩公司 1998 年统计数据 招商证券研发中心

三、并购成败的经典案例分析

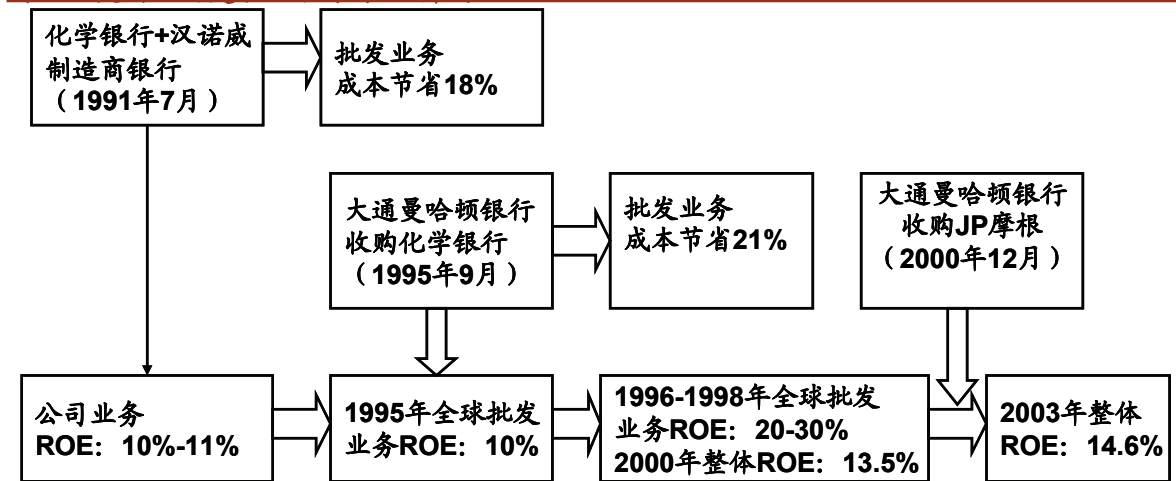
下面我们通过研究几笔经典的案例希望获得银行并购中的经验教训, 包括三家成功的案例和两家失败的案例。

成功案例一: 大通曼哈顿的三次收购

大通曼哈顿银行在 1990s 经历了三次较为成功的并购, 包括 1995 年收购化学银行, 而化学银行在之前的 1991 年已收购了汉诺威制造商银行, 2000 年, 大通曼哈顿银行又收购了 JP 摩根。

在每次收购后，公司的盈利能力均获得了显著提升。这种理想结果的出现并非偶然，而是源于大通曼哈顿银行独特的价值观，清晰的战略方向和执行能力。譬如在收购化学银行之后，大通曼哈顿并不是独断专行地选择自己喜欢的管理层，而是双方共同选举产生新的管理团队，从而提高了团队的凝聚力。为了更好地实施并购后的整合目标，公司制定了 MOM (Merger Oversight Model) 模型，即专门针对并购中容易忽略的问题制定的模型，为整合提供了实用和细致的框架。

图 10: 美国大通曼哈顿银行的 3 次并购



资料来源：根据斯蒂芬·戴维斯 银行并购经验与教训 整理 招商证券研发中心

大通曼哈顿有所为有所不为，专注批发业务，战略方向十分明确。1999 年，公司在香港的零售业务已有一定特色和规模，零售银行业务当年盈利已达到 8400 万美元，资产净值达到 2.73 亿美元，但为了符合战略方向，提高专业化水平，公司果断出售旗下的 Manhattan 信用卡公司以及它在香港地区的零售银行业务。

同时由于 90 年代的时候，随着美国金融自由化的推进，传统商业银行日渐式微，不受投资者欢迎，收购化学银行后，尽管公司的盈利能力有所提升，但股票估值仍然低于当地市场银行的平均水平。于是公司致力于收购投资银行业务。收购 JP 摩根银行正是在这种背景下出现的。我们知道，在格拉斯-斯蒂格尔法案出台后，商业银行和投资银行分业经营，摩根银行分离出 JP 摩根银行和专注于投资银行的摩根士丹利两家公司。JP 摩根后来也开始进入投行领域，但由于商业银行的现有客户过于高端，而投资银行需要具有成长性，需要筹集资本的新兴企业客户，而这正是大通曼哈顿的优势所在，所以双方的合并是非常具有互补性的。事实也证明的这一合并是较为成功的。

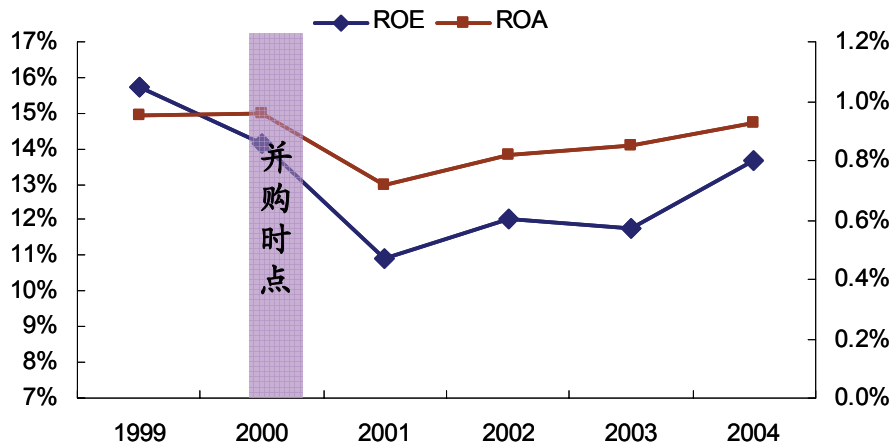
表 3: 大通兼并摩根的互补效应

名称	优势	劣势
大通曼哈顿	众多的分支机构 丰富的客户源 充足的资本金 既有批发业务	较低的市场价值 传统的商业银行概念 较低的非利息收入 有待开发的欧洲与亚洲市场
JP 摩根	成熟的投资银行技能 广泛的欧洲和亚洲业务 较高的市场价值	分支机构的局限 客户群结构的局限

数据来源：DIBC 研究报告 招商证券研发中心

当然，在并购后盈利能力短期有所下滑，但之后又经历了逐步提高的过程。

图 11: JP 摩根与大通曼哈顿银行合并前后盈利能力



资料来源：公司报表 招商证券研发中心

成功案例二：汇丰的并购史

全球商业银行巨头汇丰的历史就是一部并购史。

汇丰的收购有这样几个原则和特点：

- 被并购对象必须符合公司的发展战略或阶段性目标
- 收购项目必须在首年增加每股收益，以及在 3—4 年时间内超过资金成本
- 把握好收购时机，寻找经济周期的谷底或危机时期
- 并购战术灵活巧妙

我们发现，汇丰较好地把握住了 1950s 以来的几次大的经济危机或金融危机所带来的并购机会。1965 年，恒生银行因过快扩张，造成流动资金不足，引致挤提风潮，汇丰银行乘机收购 51% 的股权，后又增持到 62%。在 1980s 美国西南地区的经济危机中，汇丰收购了美国海丰银行和美国财政债券的主要交易商卡洛尔·麦肯蒂与麦金西公司。在 1996 年的墨西哥金融危机中，收购了墨西哥塞尔芬银行和美国利宝银行。

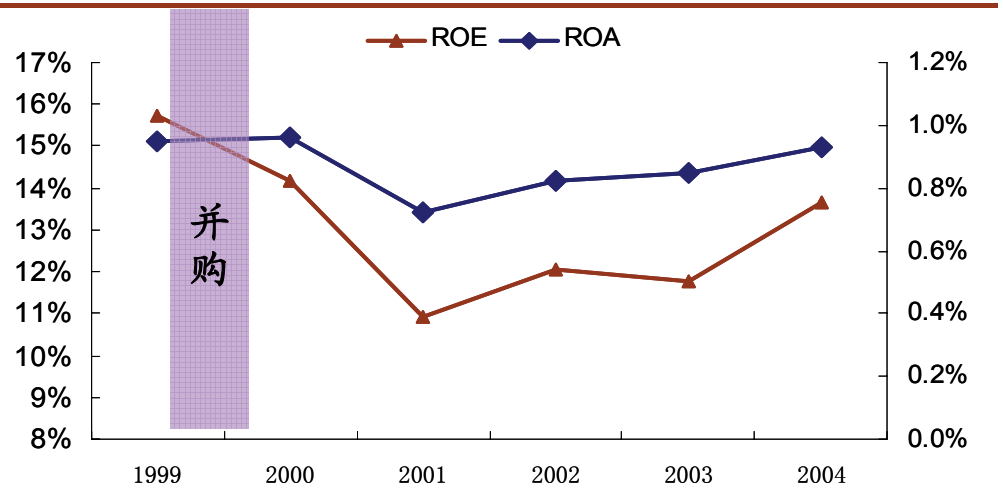
表 4: 大通兼并摩根的互补效应

时间	收购事件	收购背景
1959 年	收购友利银行和中东英格兰银行	
1965 年	收购恒生银行 51% 的股权，后又增持到 62%	恒生银行因过快扩张，造成流动资金不足，引致挤提风潮，汇丰银行乘机收购
1970s	确立以收购当地银行并保留其品牌及经营特色的外部并购扩张模式	
1980s	开始了全球化扩展的进程	
1980 年	收购美国第 17 大银行——海丰银行 57% 的股权	美国地区经济的滑坡

1983 年	收购美国财政债券的主要交易商卡洛尔·麦肯蒂与麦金西公司 51% 的股份	
1986 年	收购伦敦证券交易商——詹金宝公司，接管了不列颠哥伦比亚银行的大部分资产负债	
1987 年	收购了英国四大清算银行之一——米德兰银行 14.9% 的股份	及时抓住米特兰银行等待援手的机会
1992 年	收购米德兰银行 50% 以上股份	
1996 年	收购 JP 摩根的美元清算业务，及罗切斯特地区的第一联邦储蓄贷款协会	
1996 年	墨西哥塞尔芬银行	墨西哥金融危机
1999 年	收购美国利宝银行集团	遭受了 1994 年“墨西哥金融危机”和 1998 年“俄罗斯金融危机”
1999 年	收购了韩国最大商业银行之一汉城银行 70% 的股权	亚洲金融危机

数据来源：DIBC 研究报告 招商证券研发中心

图 12：汇丰控股 90 年代末并购前后盈利能力



资料来源：公司报表 招商证券研发中心

成功案例三：花旗和旅行者集团的合并

1998 年花旗和旅行者集团的合并规模上创下了有史以来的最高纪录，目标在于成为提供一站式金融服务的全能金融平台。

双方的业务优势互补效应突出，合并公布当天双方股价上涨均超过 10%，消息公布后双方股价表现也一直较为稳定。

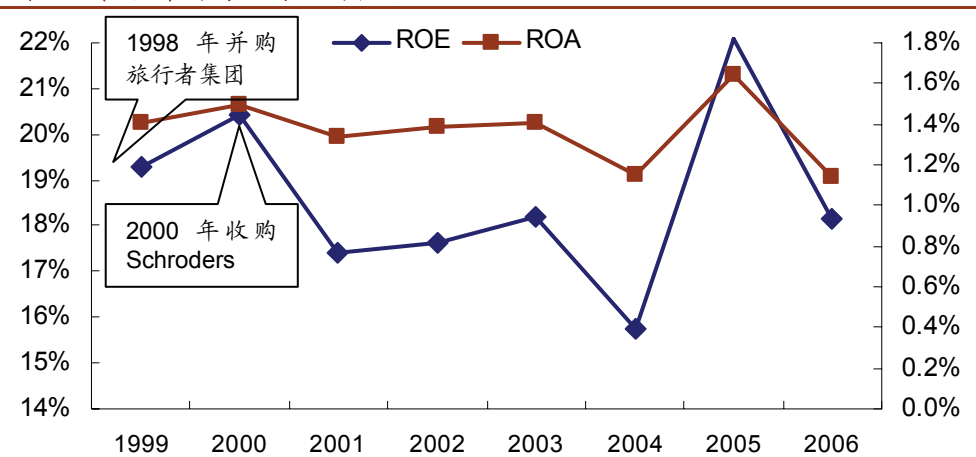
尽管公司领导尽量保持投资银行和商业银行的独立，但 1998 年秋也面临过一些文化冲突。

表 5: 花旗和旅行者集团的互补效应

名称	优势	企业文化
花旗银行	传统商业银行、消费零售业务、信用卡	以更加结构性的方法经营企业
旅行者集团	保险、年金、资产管理、投资银行	创业、冒险

数据来源：招商证券研发中心

由于互补效应，花旗与旅行者集团的合并带来了盈利能力的提高。但花旗集团 2000 年收购 Schrodgers 及第一联合资产公司，2001 年收购 Banamex，2003 年收购西尔斯集团的信用卡业务，对盈利能力的改善尚不明显。

图 13: 花旗并购前后的盈利能力


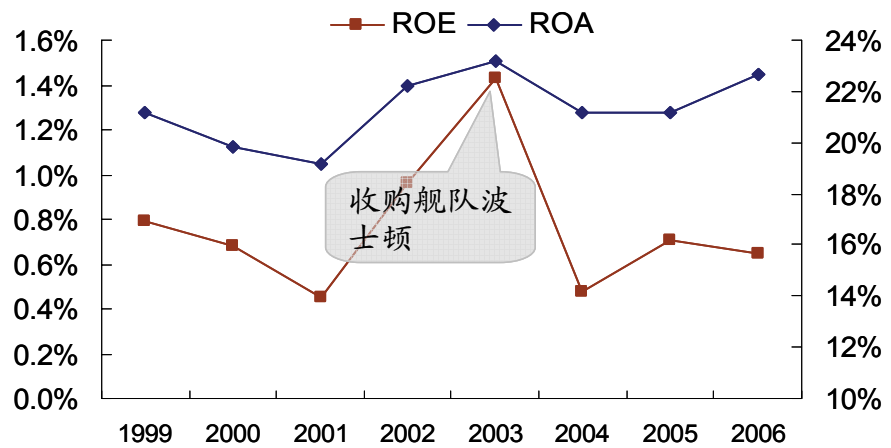
资料来源：公司报表 招商证券研发中心

效果尚不明显的案例：美洲银行收购舰队波士顿

2003 年 10 月，美洲银行 480 亿美元换股收购舰队波士顿，收购价较高，支付了 40% 的溢价。公布之日，舰队波士顿股价大涨，而收购方美洲银行下跌 10%。

此次收购主要出于进入新英格兰市场，以实现区域优势互补的目的，此前美洲银行业务主要集中于西海岸地区。不过到目前为止，并购的效果还不是很明显。

图 14: 美洲银行收购舰队波士顿前后盈利能力



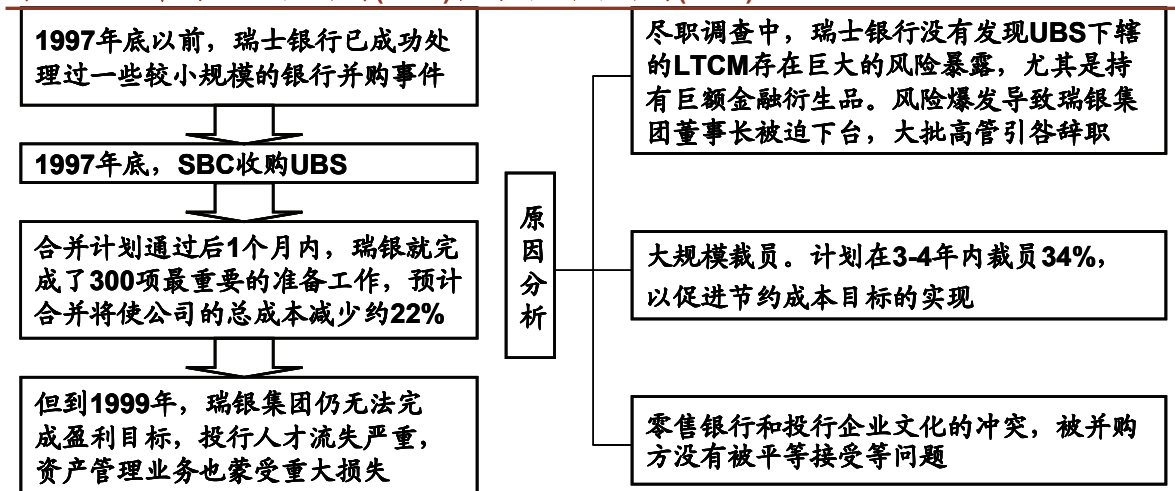
资料来源: 公司报表 招商证券研发中心

失败案例一：瑞士银行(SBC)收购瑞士联合银行(UBS)

1997 年底，瑞士银行(SBC)收购瑞士联合银行(UBS)，应该说此次收购充分具备成功并购的要素，甚至被专业媒体称为“上帝导演的合并”。因为首先瑞士银行在并购方面具备一定经验，事实上，在 1997 年之前的几年中瑞士银行已成功处理过一些规模较小的银行并购事件，并创造了良好的业绩。其次，双方的业务具有较好的互补性，UBS 是一流的投资银行，SBC 则是一流的商业银行，双方在资产管理业务上均有较强的实力，市场预期双方的合并有望创造全球一流的全能银行。

但进展并没有预期的顺利。首先是 SBC 的调查人员在尽职调查中没有发现 UBS 下辖的长期资本管理公司(LTCM)存在巨大的风险暴露。LTCM 在亚洲金融危机中被迫宣布破产，这不仅瑞银集团损失了巨额利润，而且导致瑞银集团董事长被迫下台，大批高层管理人员引咎离职。但也许 LTCM 问题是导火索，深层次原因在于利益冲突和文化冲突。当 SBC 与 UBS 合并时，原 UBS 的投资银行人才却纷纷跳槽。许多来自 UBS 的投行人士表示，他们感到自己没有新的公司接受，在新的瑞银集团得不到平等待遇，尽管他们能够拿到比原先更高的薪水。投资银行和商业银行文化的差异没有得到较好的处理可能也是加剧员工矛盾的原因之一。

图15: 失败案例一: 瑞士银行(SBC)收购瑞士联合银行(UBS)

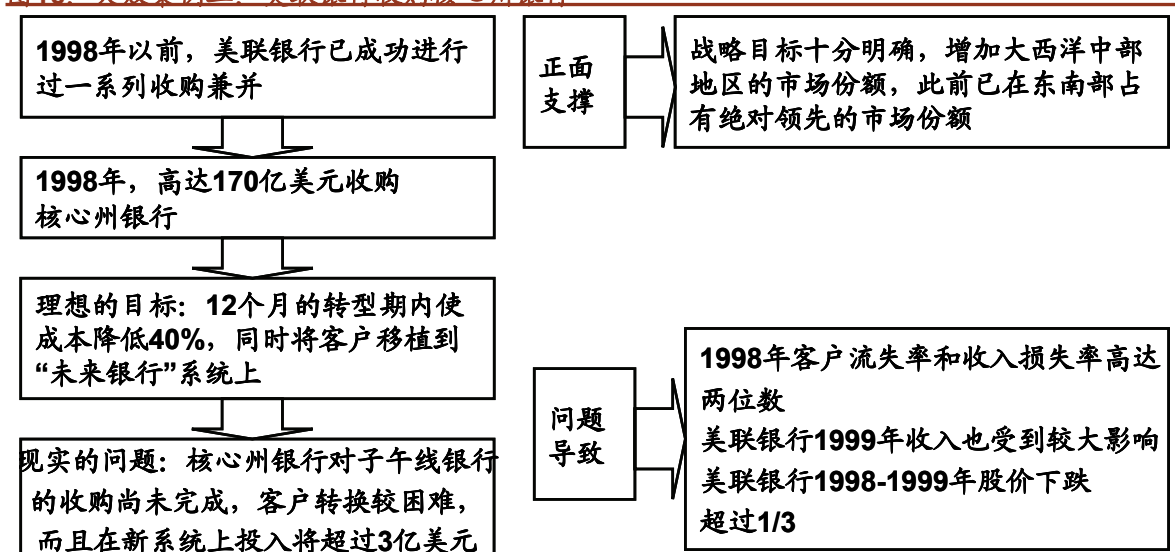


资料来源: 根据斯蒂芬·戴维斯 银行并购经验与教训 整理 招商证券研发中心

失败案例二: 美联银行收购核心州银行

1998年, 美联银行高达170亿美元收购核心州银行, 战略目标也十分明确, 希望增加公司在大西洋中部地区的市场份额, 此前公司已在东南部占有绝对领先的市场份额。美联银行之前也已成功进行过一系列收购兼并。美联银行的目标是在12个月的转型期内使成本降低40%, 同时将客户移植到“未来银行”系统上。但现实的问题是, 核心州银行对子午线银行的收购尚未完成, 客户转换较困难, 而且在新系统上投入将超过3亿美元。美联银行1998年客户流失率和收入损失率高达两位数, 1999年收入也受到较大影响, 1998-1999年股价下跌超过1/3。

图16: 失败案例二: 美联银行收购核心州银行



资料来源: 根据斯蒂芬·戴维斯 银行并购经验与教训 整理 招商证券研发中心

几点启发：

通过这几个经典案例的分析，我们得到以下几点启发：

- 并购必须目标清晰，双方能够优势互补，时机的选择也很关键。
- 投资者必须在并购可能的长期收益和必须的短期代价之间进行权衡，在并购后的短期内，银行的效率指标可能会出现一定恶化，但经过若干年的整合后，并购效率是可以实现的。
- 整合阶段是决定并购能否成功的关键，这需要制定周密的整合计划。
- 并购是否成功有时在收购进行几年之后也难以辨别，因为我们无法知道并购不发生情况下的表现。
- 虽然没有十全十美的并购，但清晰的战略目标和精密的整合计划可以使最后的结果让很多方面满意。

四、中国银行业并购现状和战略方向

1、反垄断法的颁行不会影响我国银行业的并购趋势

从政策层面上看，各国政府出于本国经济和政治利益考虑，为增强本国金融机构的竞争力，均在法律和税收上对本国银行的境外并购给予积极支持，但同时也对外国金融机构并购本国机构持审慎态度。如美国虽曾限制国内银行跨州并购，但从未限制本国银行的跨国并购，花旗等大型银行的国外覆盖率远高于国内覆盖率。

我们认为反垄断法的颁行不会对国内银行的并购趋势产生影响。

近日公布的《中华人民共和国反垄断法》第七条明确指出：

“国有经济占控制地位的关系国民经济命脉和国家安全的行业以及依法实行专营专卖的行业，国家对其经营者的合法经营活动予以保护，并对经营者的经营行为及其商品和服务的价格依法实施监管和调控，维护消费者利益，促进技术进步。”

银行业在这一行业范畴之内。由于银行业是经济和金融的核心，尤其是对于社会主义国家来说，保证国内商业银行的控制地位主要是出于国家安全战略和金融稳定考虑。在美国和其他国家，也普遍将反垄断因素和国家安全因素分离开来考虑。

而且国有大银行的国内分支机构已较为充足，在国内的市场份额已远远超过国际平均水平（如 2007 年中国国内第一大银行工行总资产的市场份额为 16.5%，美国国内第一大银行美洲银行总资产的市场份额为 13.9%），没有必要继续在国内并购，国内并购更多集中于股份制银行和小银行之间的强弱并购。

表 6: 国内银行境内并购案

收购方	收购对象	收购比例	收购时间
华夏银行	聊城城市信用社中心社	100%	2002 年 8 月
兴业银行	佛山商行	100%	2004 年 12 月
兴业银行	哈尔滨市通河县兴通城市信用合作社	100%	2007 年 10 月
兴业银行	九江商行	20%	2008 年 6 月
交通银行	常熟农商行	10%	2007 年 8 月
招商银行	台州商行	10%	2007 年 11 月
北京银行	廊坊商行	19.99%	2008 年 4 月

数据来源: 各公司公告 招商证券研发中心

2、我国商业银行海外并购战略展望

对于我国商业银行的海外并购, 我们认为宜采用由近及远的战略。

由于香港和东南亚成熟地区和我们国家文化最为接近, 地域最为临近, 贸易往来频繁, 金融市场相对发达, 法律法规相对完善, 这样有助于带来更多的金融资源和业务机会, 降低文化融合的难度和经营风险, 学习先进的经营管理经验, 为进入更高端的市场打下基础。考虑到这几项因素, 我们建议海外并购可以首选香港和东南亚成熟地区。

然后是中东及澳洲。进入中东市场是因为中东石油资源最丰富, 进入该地区符合我国的国家战略, 而且中东地区非常富裕, 金融资源丰富。进入澳洲市场主要是由于澳洲的经济文化氛围与欧美比较接近, 有利于为进入欧美市场做准备。

由于欧美市场是金融市场最为发达, 金融服务要求最高, 市场开掘潜力也相对较小, 而且欧美大多数金融监管机构对中资银行进入当地设置了较高的门槛, 所以建议将欧美视为重点关注的最后一站。

非洲拉美等发展中或不发达国家可以作为辅助目标, 因为这些地区潜在的业务机会和发展空间较为可观, 但国家风险也相对较大。

事实上, 从已进行的海外并购看, 也正是遵循这一路线。

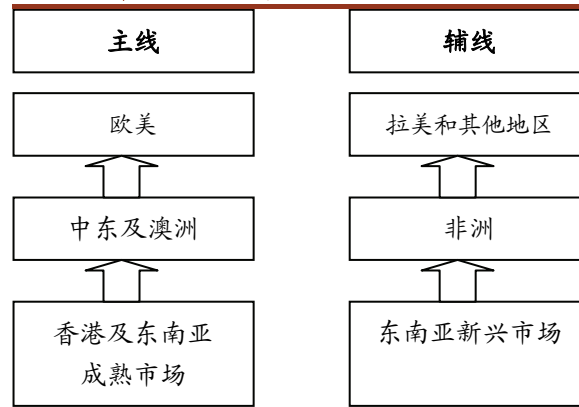
国有大银行的海外并购已有较长历史, 早在 1994 年, 建行就收购了香港大新金融集团的全资附属银行, 香港工商银行 40% 的股权(此后这一比例逐步上升到 70%), 并更名为建新银行。2006 年以来, 工商银行平均每年都有一次跨国并购。随着股份制银行国内业务的快速壮大, 资本实力的大幅增强, 近年来部分股份制银行也加入到海外扩张的队伍中来。并购金额也在不断提高。

我们认为国内银行应在明确自身战略定位的基础上, 找准目标进行收购, 同时需要把握好并购的时机和风险, 正如我们在第一部分强调的, 区域经济危机或金融危机往往能够提供并购的好时机。国内银行可以关注次贷危机的进展, 也许会有好的并购机会出现。

表 7: 国内银行海外并购案

收购公司	目标公司	收购比例	日期
招行	永隆银行	53.12%	2008 年 6 月
民生	美联银行	9.9%	2007 年 10 月
工行	南非标准银行	20%	2008 年 3 月
工行	澳门诚兴银行	79.9%	2007 年 8 月
工行	印尼哈利姆银行	90%	2006 年 12 月
工行	香港华比通银行	100%	2004 年
工行	香港友联银行	53%	2000 年
工行	西敏证券		1998 年
建行	美银（亚洲）	100%	2006 年 8 月
建行	香港工商银行	40%	1994 年 8 月
工行	印尼哈利姆银行	90%	2006 年 12 月

数据来源：各公司公告 招商证券研发中心

图 17: 中国银行业并购路径展望


资料来源：招商证券研发中心

3、对招行收购永隆的看法

招行收购永隆是迄今以来国内银行对成熟市场银行绝对控股型收购的最大一笔。我们认为从战略目标和收购价略高上看，招行收购永隆类似美洲银行收购舰队波士顿，存在地域互补和业务互补效应的潜能，符合公司战略方向。

对于收购价的问题，我们的看法是，收购价略高，但不应以此作为评价该笔收购成功与否的关键。首先，在现金收购和控股型收购中，被收购方要求的价格高是比较普遍的；其次，香港市场可供收购对象越来越少，未来几年内是否存在更好机会会有不可预测性。而且考虑到 07 年永隆受次贷影响盈利下滑，如果两年以后看收购价，会显得低一些。

消息公布后收购方招商银行股价下跌，这是并购中的常见现象。

整合是判断该笔收购的关键，但招行是否制定了并购后严密的整合计划和经营目标我们尚不知晓，整合效果以及公司能否藉此积累充分的国际化经营经验需要时间检验。

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005.7-2007.9 任国信证券金融业分析师，现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。