

工商银行 (601398)  
增持/维持评级

股价: RMB4.30

分析师

戴志锋  
SAC 执业证书编号:S1000510120056  
(0755)8212 5150  
daizf@mail.htlhsc.com.cn

林媛媛

SAC 执业证书编号:s1000510120010  
(0755)8236 4427  
linyy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

张立山  
(0755) 82704951  
zhangls@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

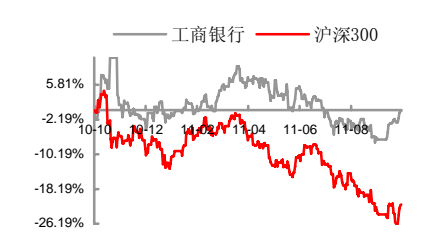
房地产与资产质量、表外贷款、海外经营  
——工商银行 3 季报业绩交流会纪要

- **房地产调整对资产质量的影响不大。**前 3 季度房地产贷款较年初增长 537 亿, 增长 3.3%, 总量平稳增长, 幅度较其他行业慢。房地产贷款主要是按揭贷款, 大约是开发贷的 2.5 倍。资产质量也是良好的, 个人按揭不良率为 0.37%, 年初是 0.4%; 开发贷不良率由年初的 0.88% 降至 0.77%。9 月末, 个人按揭贷款户均余额 21.33 万, 单户 50 万以下贷款占按揭比重为 69%, 单户 100 万以下占比 85%。有利于保证借款人的偿债能力。银行随时监控住房贷款抵押率 (即贷款余额/抵押房产价格), 该指标依然是下降的, 目前为 38%,
- **4 季度对 NIM 展望。**对未来 NIM 上升有信心: 1、38% 左右的贷款在 4 季度完成重定价。 2、按揭贷款利率调至基准利率, 3、目前工行执行上浮利率贷款占总贷款 26.5%, 未来存在利率调整空间。活期存款占比超过 51%, 负债结构相对合理。总体来说, 对利率保持持续稳定甚至增长是有信心的。
- **承兑汇票&委托贷款。**9 月末, 承兑汇票余额 3160 亿, 其中收取保证金的占 25%, 设定抵押担保的占 48%, 采用纯信用方式的占比 27.88%。这部分业务的客户信用级别主要是 AA 级以上, 目前为止, 发生银行垫款的承兑汇票比例是 0.47%。目前工行的委托贷款规模是 6060 亿, 其中 4000 亿来自理财类资金、公积金的委托, 1900 亿来自企业。
- **3 季度境外机构经营情况。**目前海外机构没有一家是亏损的。整个外币债券投资 156 亿美元, 其中国家主权债共 8.9 亿, 含 1.7 亿美国主权债, 俄罗斯、英国的主权债, 共 2500 万美元, 没有持有其他欧洲国家的主权债。
- **投资建议:** 工行 11 年 PE/PB 分别为 7.19x/1.55x, 在大行中估值较高。工行的溢价来自其拥有广泛的资源, 包括客户及网点资源等, 业务结构的多元化以及优良的成本控制能力, 使其业绩具有良好的稳定性, 是中长期投资者比较好的选择标的, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 经济严重下滑**

基础数据

总股本 (百万股)	349,020
流通 A 股 (百万股)	262,225
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,117,081

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	309073	380537	474151	546369
(+/-%)	-0.08	23.12	24.60	15.23
归属母公司净利润(百万元)	128599	165156	208690	240771
(+/-%)	16.10	28.43	26.36	15.37
EPS(元)	0.39	0.47	0.60	0.69
P/E(倍)	11.17	9.09	7.19	6.23

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## Q&A

### Q1: 利率上浮贷款占比情况? 存款结构展望? 4 季度对 NIM 的展望?

**A1:** 对未来 NIM 的上升有信心。一是现有 38%左右的贷款在 4 季度完成重定价, 定价水平要高于原来的水平。另外从 1 季度开始, 将按揭贷款利率调至基准利率, 以前是有下浮的, 调高的效益将持续显现。目前工行执行上浮利率贷款占总贷款 26.5%, 未来存在利率调整空间。

存款由于公众对物价上涨的逾期, 居民以定期存款持有货币的意愿不强, 有利于存款成本下降。目前, 存款结构中 36%左右的定期在 4 季度将完成重定价, 活期存款占比超过 51%, 负债结构相对合理。总体来说, 我们对利率保持持续稳定甚至增长是有信心的。

### Q2: 如果未来经济增速下降, 政策有放松的信号, 贷款规模、投向将是如何?

**A2:** 前三季度 GDP 实现了 9.4%的增长, 所以说增速下降还缺少数据支持。CPI 现在有所下降, 但仍有 6.1%, 处于较高水平。我认为央行政策未到拐点, 当然也有可能, 高层也强调连续性, 稳定性, 灵活性, 针对性, 为政策调整留有空间。今年一到三季度, 工行境内人民币贷款增长 9.8%, 比全社会平均贷款水平低 2.2 个百分点, 和四大行平均水平基本相当, 所以工行的理念是审慎, 稳健, 可持续发展。回顾 2008 年第四季度、09 年, 在信贷总量大幅增长的情况下, 工行的投放增速低于同行业。2010 下半年到今年第三季度以来, 贷款投放增速和同业之间的差距拉小, 不仅继续保持第一大信贷银行的地位, 而且可以看出一贯的理念。未来工行将继续保持平稳增长, 更加注重信贷结构调整, 加大对小企业, 贸易融资, 个人贷款投放力度。事实上, 前三季度, 小企业贷款投放速度达到 37%, 高于平均贷款 9.85%的增速。同时小企业贷款质量很好, 不良率 0.62%。小企业贷款由于成本高, 议价水平高, 比一些大企业的收益高些。前 3 季度境内贸易融资增长了 39.3%, 个人贷款增长 16.8%, 也高于平均贷款增长速度, 有利银行自身发展。未来会坚持既定的方针政策。

### Q3: 管理层对未来宏观政策的展望?

**A3:** 目前大家比较关注的政策信号主要来源于两个方面。一是温家宝总理在天津召开座谈会的讲话, 再一个是周小川在 20 国财长会议上的发言。任何政策都需要调整, 在温家宝总理的讲话中提到了微调的可能, 但如何微调取决于经济增长态势。目前 GDP9.4%的增长, CPI6.1%是否到了需要调整的时候, 有关方面正在做研判。此外, 9 月 M2 同比增长 13%, 比 8 月回落 0.5 个百分点, 历史上看, 13%不是一个很高的水平。M1 同比增长 8.9%, 环比下降 2.3 个百分点, 回落幅度不小。所以宏观数据上看, M1、M2、GDP 和 CPI 的关系复杂, 结合微观, 形势更复杂。管理层也面临多难的选择。对商业银行来说一要对形势保持高度敏感, 二要坚持自己的经营方针、文化风格。我们会继续坚持持续、稳健发展的理念。

**Q4: 银行承兑汇票和票据贴现的快速发展是否会导致银行杠杆过高，并且加强了与影子银行的传导风险？委托贷款的投向、久期、收益率以及资金来源？**

**A4:** 9月末，承兑汇票余额 3160 亿，与贷款总额 7.6 万亿相比，比例不大。其中收取了保证金（即不具备杠杆率效应的）的占承兑汇票 25%，剩余的设定了充足抵押、提供可靠担保的占 48%，采用纯信用方式办理的承兑汇票占比 27.88%。这部分（采用信用方式）风险取决于银行选择客户的标准。我们办理这部分业务的客户信用等级主要是 AA 级以上，目前为止，发生银行垫款的承兑汇票比例是 0.47%，明显低于贷款平均不良率 0.91%。所以我们的承兑汇票发展是健康的。

只要是严格依法、合规办理的委托贷款，银行不会承担项目的风险。银行只是扮演了接受委托、管理的职责。当然有些银行办理委托贷款中并不严格，存在风险。我们在这方面很严格，各级分行都有法律部门对委托贷款进行审核。

委托贷款的资金来源从理论上讲不应该来自银行。但实际上资金来源很复杂。如有来自企业、银行理财类资金、公积金、个人委托贷款等。其中企业委托贷款有可能来自银行，后几类来自银行的可能性很小。所以要分析资金来源是很难的。目前工行的委托贷款规模是 6060 亿，其中 4000 亿来自理财类资金、公积金的委托，1900 亿来自企业，所以委托贷款来自银行的资金比例应该不大。我们现在办理的委托贷款的风险都由委托方承担，银行的风险不大。

**Q5: 中小企业、微小企业的平均贷款利率上浮多少？贷款占比？**

**未来对中小企业的资产质量展望？未来是否会增加对中小企业的额度吗？**

**A5:** 小企业贷款的平均利率为 6.75%，较基准利率是上浮的，主要是风险议价原理，同时也是为了覆盖管理成本的需要。但上浮的幅度有限仅 11.7%，比民间金融利率要低得多。所以政策出来后不会影响我们对小企业贷款政策。

未来我们会加大对小企业贷款的投放力度。前 3 季度对公司贷款同比少增 1905 亿，对小企业贷款同比多增 585 亿，小企业贷款较年初增长 37%。未来仍会这样做。这样做有利于经济发展，有利于企业质量提高，有利银行资产安全。目前从总行到 38 家一级分行，都设立了小企业部门，二级分行以下建立了 300 家专业支行。全行 40 万员工中有 3 万人是专门从事小企业贷款服务的。

**Q7: 未来的分红水平？资本方面的监管是否会比以前更严格？**

**A7:** 分红率仅去年是 40%，前几年都是高于 40%。未来分红水平会兼顾股东近期和长远利益，工行长远发展，市场需求等多方面因素。我们 1 至 3 季度实现净利润 1639.8 亿，如果按去年分红水平，会有 60% 的留存，对银行资本金的补充是有益的。我们会将测算结果及时让股东了解。

监管要求逐步加强。工行对监管要求是适应的。我们正努力向银监会申请成为中国第一批实施新资本协议的商业银行。关于信用风险方面的要求，已经经过了银监会的现场评估和再评估，目前正在进行复评。市场风险和操作风险正在接受银监会的现场评估。我们已经做好了接受更严格监管要求的准备。

9月末核心资本充足率 10.03%，资本充足率 12.51%。未来会保持盈利能力的持续增长，加快结构转型，减少资本占用。实现总资产规模不无限扩大，盈利能力不断提高的路子。

#### Q8: 房地产调整对资产质量的影响？

**A8:** 前3季度房地产贷款较年初增长 537 亿，增长 3.3%，总量平稳增长，幅度较其他行业慢。房地产贷款主要是按揭贷款，大约是开发贷的 2.5 倍。资产质量也是良好的，个人按揭不良率为 0.37%，年初是 0.4%；开发贷不良率由年初的 0.88% 降至 0.77%。房地产不良率都低于整体平均不良率。不良率的下降不是来自于贷款增长，不良余额较年初也是下降的。

9月末，个人按揭贷款户均余额 21.33 万，单户 50 万以下贷款占按揭比重为 68.9%，单户 100 万以下占比 85%。有利于保证借款人的偿债能力。借款人贷款用途主要是自用，第一套房占按揭比例 95.3%，2 套房 4.08%，3 套房以上的比例只有 0.61%。我们随时监控住房贷款抵押率（即贷款余额/抵押房产价格），在市场波动的情况下，该指标依然是下降的，目前为 37.61%，是安全的。1.1 万亿的按揭贷款，没有一笔的贷款抵押率超过 80%。同时还应关注用房地产做抵押的贷款情况，我们总贷款中的 9.97% 是企业设定了房地产抵押的，这部分贷款抵押率为 39%。

#### Q9: 3 季度境外机构经营情况？工行未来在海外扩张的计划？

**A9:** 今年 1 季度在欧洲 5 国开设了新的营业区，后来在巴基斯坦、印度开设了机构，非洲代表处，仰光代表处获得了牌照，在柬埔寨，老挝的分行获得了批准即将开业。还准备收购阿根廷的一家银行，目前已经获得境内监管机构的审批，在等待境外监管的批准。目前为止已经初步建立了亚洲、非洲、欧洲、美洲和大洋洲的全球网络。更重要的是在设置机构的同时，我们自行开发了一个全球化的 IT 经营网络。有利于风险管控、内部管理，各项业务都可延伸到全球我们有经营网点的地方。

目前海外机构没有一家是亏损的。虽然国际金融形势动荡，但目前为止对我们的资产质量没有直接影响。整个外币债券投资是 156 亿美元，没有持有欧洲如希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利的主权债务，也没有持有希腊、意大利、葡萄牙的企业债、银行债。现在的美元债中，外国国家的主权债共 8.9 亿，如：1.7 亿美国主权债，占总资产 0.01%。欧洲债中有俄罗斯、英国的主权债，共 2500 万美元，占总资产的 0.001%，这些债券目前还没有明显的减值迹象。此外，我们没有持有其他欧洲国家的主权债，所以欧债危机对我们直接影响不大。

**表 1. 季度指标分析**

	3Q10	3Q11	YoY(%)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	QoQ(%)
<b>利润表</b>								
利息收入	338,818	426,187	25.8%	123,944	130,893	141,826	153,468	8.2%
利息支出	(117,155)	(159,100)	35.8%	(41,858)	(45,517)	(52,698)	(60,885)	15.5%
<b>净利息收入</b>	<b>221,663</b>	<b>267,087</b>	<b>20.5%</b>	<b>82,086</b>	<b>85,376</b>	<b>89,128</b>	<b>92,583</b>	<b>3.9%</b>
净手续费收入	54,563	78,295	43.5%	18,277	25,927	27,864	24,504	(12.1%)
净其他非息收入	2,250	3,384	50.4%	1,698	2,135	911	338	(62.9%)
<b>净非利息收入</b>	<b>56,813</b>	<b>81,679</b>	<b>43.8%</b>	<b>19,975</b>	<b>28,062</b>	<b>28,775</b>	<b>24,842</b>	<b>(13.7%)</b>
<b>营业收入</b>	<b>278,476</b>	<b>348,766</b>	<b>25.2%</b>	<b>102,061</b>	<b>113,438</b>	<b>117,903</b>	<b>117,425</b>	<b>(0.4%)</b>
税金及附加	(15,752)	(20,963)	33.1%	(5,732)	(6,493)	(7,081)	(7,389)	4.3%
业务及管理费	(79,131)	(92,176)	16.5%	(37,447)	(28,709)	(30,674)	(32,793)	6.9%
<b>营业费用及营业税</b>	<b>(94,883)</b>	<b>(113,139)</b>	<b>19.2%</b>	<b>(43,179)</b>	<b>(35,202)</b>	<b>(37,755)</b>	<b>(40,182)</b>	<b>6.4%</b>
营业外净收入	551	1,115	102.4%	388	416	426	273	(35.9%)
<b>拨备前利润</b>	<b>184,144</b>	<b>236,742</b>	<b>28.6%</b>	<b>59,270</b>	<b>78,652</b>	<b>80,574</b>	<b>77,516</b>	<b>(3.8%)</b>
资产减值损失	(17,820)	(24,383)	36.8%	(10,168)	(8,654)	(8,227)	(7,502)	(8.8%)
<b>税前利润</b>	<b>166,324</b>	<b>212,359</b>	<b>27.7%</b>	<b>49,102</b>	<b>69,998</b>	<b>72,347</b>	<b>70,014</b>	<b>(3.2%)</b>
所得税	(38,529)	(48,381)	25.6%	(10,872)	(16,162)	(16,608)	(15,611)	(6.0%)
<b>税后利润</b>	<b>127,795</b>	<b>163,978</b>	<b>28.3%</b>	<b>38,230</b>	<b>53,836</b>	<b>55,739</b>	<b>54,403</b>	<b>(2.4%)</b>
<b>资产负债</b>								
生息资产	13,209,754	14,897,318	12.8%	13,267,936	14,171,354	14,671,266	14,897,318	1.5%
贷款总额	6,571,512	7,599,040	15.6%	6,790,506	7,063,351	7,334,040	7,599,040	3.6%
计息负债	12,391,976	13,762,956	11.1%	12,388,222	13,131,122	13,566,040	13,762,956	1.5%
存款	11,282,590	12,144,232	7.6%	11,145,557	11,764,424	12,047,138	12,144,232	0.8%
加权风险资产	-	-	#DIV/0!	7,112,357	-	8,105,103	-	(100.0%)
<b>业绩增长拆分</b>								
	3Q10	3Q11		4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	
规模增长	14.90%	12.78%		0.44%	6.81%	3.53%	1.54%	
净息差扩大	9.46%	7.72%		4.33%	(2.80%)	0.87%	2.34%	
非息收入	(1.31%)	4.75%		0.52%	7.14%	(0.46%)	(4.28%)	
成本	5.14%	3.32%		(12.44%)	21.55%	(1.49%)	(3.39%)	
拨备	0.88%	(0.89%)		(4.71%)	9.86%	0.91%	0.57%	
税收	(1.82%)	0.64%		1.12%	(1.73%)	0.18%	0.83%	
<b>单季度指标 (年化)</b>								
净息差	2.41%	2.50%		2.48%	2.49%	2.47%	2.50%	
生息资产收益率	3.66%	4.15%		3.74%	3.82%	3.93%	4.15%	
计息负债成本率	1.33%	1.78%		1.35%	1.43%	1.58%	1.78%	
风险成本	0.52%	0.41%		0.65%	0.48%	0.46%	0.41%	
成本收入比	28.80%	27.93%		36.69%	25.31%	26.02%	27.93%	
有效税率	23.12%	22.30%		22.14%	23.09%	22.96%	22.30%	
<b>累计指标 (年化)</b>								
净息差	2.36%	2.49%		2.39%	2.49%	2.48%	2.49%	
手续费占比	19.59%	22.45%		19.14%	22.86%	23.25%	22.45%	
风险成本	0.38%	0.45%		0.45%	0.48%	0.47%	0.45%	
成本收入比	28.42%	26.43%		30.64%	25.31%	25.67%	26.43%	
有效税率	23.17%	22.78%		22.93%	23.09%	23.02%	22.78%	
贷存比(含贴现)	58.24%	62.57%		60.93%	60.04%	60.88%	62.57%	
ROAA	1.34%	1.51%		1.29%	1.55%	1.53%	1.51%	
ROAE	23.74%	25.29%		22.56%	25.43%	25.59%	25.29%	
不良贷款率	1.15%	0.91%		1.08%	1.00%	0.95%	0.91%	
拨备覆盖率	210.16%	272.66%		228.20%	246.53%	261.14%	272.66%	
拨备/贷款总额	2.42%	2.48%		2.46%	2.47%	2.47%	2.48%	
核心资本充足率	9.33%	10.03%		9.97%	9.66%	9.82%	10.03%	
资本充足率	11.57%	12.51%		12.27%	11.77%	12.33%	12.51%	

资料来源: 华泰联合证券研究. 公司公告

**表 2 年度关键指标及预测**

	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
<b>每股指标:</b>						<b>利润表:</b>					
PE	12.97	11.17	9.09	7.19	6.23	利息收入	440,574	405,878	462,762	561,143	641,802
PB	2.37	2.12	1.83	1.55	1.35	利息支出	(177,537)	(160,057)	(159,013)	(189,273)	(215,415)
EPS	0.33	0.39	0.47	0.60	0.69	净利息收入	263,037	245,821	303,749	371,869	426,387
BVPS	1.82	2.03	2.35	2.77	3.19	手续费净收入	44,002	55,147	72,840	98,334	116,034
每股拨备前利润	0.60	0.57	0.70	0.88	1.01	营业收入	309,330	309,073	380,537	474,151	546,369
						业务及管理费	(91,506)	(101,703)	(116,578)	(141,297)	(162,818)
<b>驱动性因素:</b>						拨备前利润	200,829	190,467	243,414	306,592	353,421
生息资产增长	12.22%	21.04%	14.12%	15.91%	14.44%	拨备	(55,528)	(23,219)	(27,988)	(33,845)	(38,245)
贷款增长	12.24%	25.30%	18.54%	13.00%	13.00%	税前利润	145,301	167,248	215,426	272,746	315,176
存款增长	19.21%	18.82%	14.06%	13.50%	13.50%	税后利润	111,151	129,350	166,025	209,559	241,640
贷款收益率	7.10%	5.38%	5.05%	5.50%	5.51%	归属母公司	110,766	128,599	165,156	208,690	240,771
生息资产收益率	4.85%	3.82%	3.72%	3.92%	3.89%						
存款付息率	2.12%	1.61%	1.34%	1.42%	1.42%	<b>资产负债表</b>					
计息负债付息率	2.11%	1.62%	1.37%	1.43%	1.43%	贷款总额	4,571,994	5,728,626	6,790,506	7,673,272	8,670,797
净息差	2.90%	2.32%	2.44%	2.60%	2.59%	贷款减值准备	(135,983)	(145,452)	(167,134)	(193,655)	(223,271)
风险成本	1.28%	0.45%	0.45%	0.47%	0.47%	贷款净额	4,436,011	5,583,174	6,623,372	7,479,617	8,447,526
净手续费增速	27.97%	25.33%	32.08%	35.00%	18.00%	债券投资	3,048,330	3,599,173	3,732,268	4,372,027	5,105,892
成本收入比	29.58%	32.91%	30.64%	29.80%	29.80%	存放央行	1,652,999	1,654,206	2,234,075	2,719,795	3,086,967
所得税税率	23.50%	22.66%	22.93%	23.17%	23.33%	同业资产	331,856	644,127	511,087	613,304	735,965
						其他资产	288,458	304,373	357,820	179,544	155,471
<b>盈利及杜邦分析:</b>						生息资产	9,605,179	11,626,132	13,267,936	15,378,398	17,599,621
ROAA	1.21%	1.20%	1.32%	1.45%	1.47%	资产总额	9,757,654	11,785,053	13,458,622	15,364,287	17,531,820
ROAE	19.31%	20.12%	22.13%	23.44%	23.24%						
净利息收入	2.85%	2.28%	2.41%	2.58%	2.59%	存款	8,223,446	9,771,277	11,145,557	12,650,207	14,357,985
非净利息收入	0.50%	0.59%	0.61%	0.71%	0.73%	同业负债	650,902	1,037,694	1,132,941	1,359,529	1,631,435
营业收入	3.35%	2.87%	3.01%	3.29%	3.32%	发行债券	35,726	75,000	100,410	100,410	100,410
营业支出	1.20%	1.11%	1.09%	1.17%	1.18%	计息负债	8,910,074	10,883,971	12,378,908	14,110,146	16,089,830
拨备前利润	2.18%	1.77%	1.93%	2.13%	2.15%	负债总额	9,150,516	11,106,119	12,636,965	14,398,109	16,418,194
拨备	0.60%	0.22%	0.22%	0.23%	0.23%						
税前利润	1.58%	1.55%	1.71%	1.89%	1.92%	股本	334,019	334,019	349,019	349,019	349,019
税收	0.37%	0.35%	0.39%	0.44%	0.45%	资本公积	112,243	102,156	122,820	122,820	122,820
						盈余公积	24,650	37,484	53,782	74,738	98,902
<b>业绩年增长率:</b>						一般风险准备	69,355	84,222	93,071	117,269	135,003
净利息收入	17.18%	-6.55%	23.57%	22.43%	14.66%	未分配利润	72,146	117,931	201,157	301,004	406,444
营业收入	22.39%	-0.08%	23.12%	24.60%	15.23%	股东权益	607,138	678,934	821,657	966,178	1,113,626
拨备前利润	31.67%	-5.16%	27.80%	25.95%	15.27%						
归属母公司利润	36.32%	16.10%	28.43%	26.36%	15.37%						
						<b>资本状况:</b>					
<b>资产质量:</b>						资本充足率	13.06%	12.36%	12.27%	11.77%	11.66%
不良率	2.29%	1.54%	1.08%	1.12%	1.16%	核心资本充足率	10.75%	9.90%	9.97%	9.53%	9.70%
拨备覆盖率	130.15%	164.41%	228.20%	224.43%	221.76%	杠杆率	16.1	17.4	16.4	15.9	15.7
拨贷比	2.97%	2.54%	2.46%	2.52%	2.57%	RORWA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良净生成率	0.19%	-0.09%	-0.15%	0.30%	0.30%	风险加权系数	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6

资料来源: 华泰联合证券研究. 公司公告

表 3.可比上市银行的盈利预测及估值

	股价	P/E			P/B			P/PPOP		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
工商银行	4.300	9.09	7.19	6.23	1.83	1.55	1.35	6.17	4.90	4.25
建设银行	4.800	8.90	6.95	6.00	1.71	1.46	1.27	5.87	4.65	4.04
农业银行	2.680	9.17	6.63	5.29	1.61	1.36	1.16	5.30	4.02	3.35
中国银行	3.020	8.07	6.67	5.73	1.25	1.08	0.96	5.43	4.24	3.63
交通银行	4.770	6.87	5.96	4.77	1.20	1.10	0.88	4.29	3.78	3.10
招商银行	12.340	10.33	9.33	7.74	1.99	1.64	1.40	6.85	6.27	5.31
中信银行	4.510	8.18	7.66	6.56	1.41	1.22	1.06	5.19	4.73	4.06
浦发银行	9.380	7.02	6.82	5.47	1.09	1.19	1.01	4.51	4.29	3.55
民生银行	6.170	9.38	6.70	5.45	1.57	1.27	1.05	5.79	4.22	3.48
兴业银行	13.510	4.37	6.05	5.25	0.88	1.29	1.07	3.07	4.15	3.48
光大银行	3.030	9.58	7.07	6.08	1.50	1.29	1.10	5.95	4.46	3.84
华夏银行	11.460	9.55	9.27	7.32	1.61	1.24	1.09	4.68	4.92	4.12
深发展A	17.030	10.84	8.25	6.67	1.63	1.28	1.07	7.04	5.01	4.14
北京银行	10.250	9.38	9.01	7.37	1.50	1.22	1.07	6.52	5.95	4.89
南京银行	8.980	11.54	8.57	7.02	1.41	1.24	1.07	7.94	5.93	4.90
宁波银行	9.920	12.32	9.49	8.01	1.80	1.56	1.37	8.63	6.51	5.29
上市银行平均		9.04	7.60	6.31	1.50	1.31	1.12	5.83	4.88	4.08
国有银行		8.42	6.68	5.60	1.52	1.31	1.12	5.41	4.32	3.66
股份银行		8.66	7.64	6.32	1.46	1.30	1.11	5.38	4.76	4.00
城商行		11.08	9.02	7.47	1.57	1.34	1.17	7.70	6.13	5.03
	评级	EPS			BVPS			PPOPS		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
工商银行	增持	0.47	0.60	0.69	2.35	2.77	3.19	0.70	0.88	1.01
建设银行	增持	0.54	0.69	0.80	2.80	3.30	3.79	0.82	1.03	1.19
农业银行	增持	0.29	0.40	0.51	1.67	1.97	2.31	0.51	0.67	0.80
中国银行	增持	0.37	0.45	0.53	2.42	2.80	3.14	0.56	0.71	0.83
交通银行	增持	0.69	0.80	1.00	3.98	4.33	5.40	1.11	1.26	1.58
招商银行	买入	1.19	1.32	1.59	6.21	7.53	8.79	1.80	1.97	2.33
中信银行	增持	0.55	0.59	0.69	3.19	3.70	4.27	0.87	0.95	1.11
浦发银行	增持	1.34	1.37	1.71	8.59	7.86	9.30	2.08	2.18	2.64
民生银行	买入	0.66	0.92	1.13	3.94	4.86	5.86	1.07	1.46	1.77
兴业银行	增持	3.09	2.23	2.57	15.35	10.51	12.63	4.40	3.25	3.88
光大银行	增持	0.32	0.43	0.50	2.01	2.35	2.76	0.51	0.68	0.79
华夏银行	增持	1.20	1.24	1.57	7.11	9.22	10.54	2.45	2.33	2.78
深发展A	增持	1.54	2.02	2.50	10.18	12.99	15.52	2.36	3.32	4.02
北京银行	增持	1.09	1.14	1.39	6.84	8.39	9.55	1.57	1.72	2.10
南京银行	增持	0.78	1.05	1.28	6.39	7.24	8.36	1.13	1.51	1.83
宁波银行	增持	0.81	1.05	1.24	5.51	6.35	7.22	1.15	1.52	1.88
上市银行平均		0.93	1.02	1.23	5.53	6.01	7.04	1.44	1.59	1.91
国有银行		0.47	0.59	0.70	2.64	3.03	3.57	0.74	0.91	1.08
股份银行		1.24	1.27	1.53	7.07	7.38	8.71	1.94	2.02	2.41
城商行		0.89	1.08	1.30	6.24	7.33	8.38	1.28	1.59	1.93
	实际	ROAA			ROAE			RORWA		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
工商银行	4,389	1.3%	1.5%	1.5%	22.1%	23.4%	23.2%	2.5%	2.6%	2.5%
建设银行	10,750	1.3%	1.5%	1.5%	21.4%	22.7%	22.6%	2.4%	2.6%	2.5%
农业银行	1,354	1.0%	1.2%	1.3%	21.4%	22.2%	23.7%	1.9%	2.2%	2.3%
中国银行	2,727	1.1%	1.2%	1.2%	18.0%	18.1%	18.4%	2.0%	2.0%	1.9%
交通银行	2,248	1.1%	1.2%	1.1%	20.2%	20.2%	19.7%	1.8%	1.9%	1.8%
招商银行	1,870	1.2%	1.3%	1.4%	22.7%	21.0%	19.5%	2.0%	2.1%	2.1%
中信银行	925	1.1%	1.2%	1.2%	18.8%	18.8%	17.4%	1.7%	1.8%	1.7%
浦发银行	965	1.0%	1.1%	1.2%	20.0%	19.0%	20.0%	1.7%	1.8%	1.8%
民生银行	1,297	1.1%	1.3%	1.4%	18.2%	21.2%	21.2%	1.6%	1.8%	1.8%
兴业银行	1,089	1.2%	1.2%	1.2%	24.4%	23.5%	22.2%	2.2%	2.1%	2.0%
光大银行	459	1.0%	1.1%	1.1%	19.7%	19.6%	19.5%	1.6%	1.6%	1.5%
华夏银行	379	0.6%	0.7%	0.8%	18.2%	17.2%	15.8%	1.3%	1.4%	1.5%
深发展A	506	0.9%	1.0%	1.0%	13.7%	16.2%	16.1%	1.4%	1.6%	1.4%
北京银行	365	1.1%	1.0%	1.1%	17.0%	16.0%	15.5%	2.0%	1.8%	1.8%
南京银行	178	1.2%	1.3%	1.3%	14.9%	15.4%	16.4%	2.1%	2.1%	2.0%
宁波银行	96	1.1%	1.1%	1.1%	18.1%	17.6%	18.2%	2.1%	2.1%	2.0%
上市银行平均		1.1%	1.2%	1.2%	19.3%	19.5%	19.3%	1.9%	2.0%	1.9%
国有银行		1.2%	1.3%	1.3%	20.6%	21.3%	21.5%	2.1%	2.2%	2.2%
股份银行		1.0%	1.1%	1.2%	19.5%	19.6%	19.0%	1.7%	1.8%	1.7%
城商行		1.1%	1.1%	1.1%	16.7%	16.4%	16.7%	2.1%	2.0%	1.9%
	净利润增速	净利润增速			净利息收入增速			营业净收入增长		
		2006-2010	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年
工商银行	35.6%	28.4%	26.4%	15.4%	23.6%	22.4%	14.7%	23.1%	24.6%	15.2%
建设银行	30.6%	26.3%	28.0%	15.9%	18.7%	22.4%	14.5%	21.1%	24.6%	15.0%
农业银行	0.0%	46.0%	38.5%	25.3%	33.3%	26.7%	17.7%	30.7%	29.4%	18.7%
中国银行	35.6%	29.2%	21.1%	16.3%	22.1%	24.3%	16.4%	21.0%	25.2%	16.8%
交通银行	32.5%	29.8%	26.9%	13.6%	27.7%	24.3%	13.0%	25.9%	25.0%	13.9%
招商银行	38.0%	41.3%	35.2%	20.5%	41.4%	31.1%	17.6%	39.2%	29.9%	18.4%
中信银行	55.0%	50.2%	30.3%	16.8%	33.8%	31.1%	16.7%	36.7%	31.4%	16.8%
浦发银行	54.6%	45.1%	33.7%	24.7%	34.8%	35.0%	20.0%	35.9%	35.2%	20.3%
民生银行	47.1%	45.2%	48.6%	22.8%	42.3%	35.0%	20.0%	30.2%	38.7%	21.1%
兴业银行	48.6%	39.4%	30.1%	15.2%	39.8%	31.0%	18.9%	36.9%	31.0%	18.9%
光大银行	0.0%	67.3%	35.5%	16.3%	55.2%	29.0%	17.9%	46.5%	29.5%	18.0%
华夏银行	42.4%	59.3%	41.3%	26.7%	44.0%	31.8%	14.3%	42.9%	33.3%	14.7%
深发展A	0.0%	29.4%	33.5%	21.8%	29.6%	33.7%	20.5%	25.6%	33.8%	24.2%
北京银行	33.5%	20.8%	22.3%	22.1%	32.2%	29.3%	21.7%	31.5%	28.9%	21.5%
南京银行	40.4%	49.7%	34.7%	22.0%	45.9%	42.4%	21.3%	46.2%	37.4%	21.2%
宁波银行	38.4%	59.3%	29.9%	18.4%	43.9%	34.4%	22.8%	38.2%	35.7%	23.0%
上市银行平均	41.0%	41.7%	32.2%	19.6%	35.5%	30.2%	18.0%	33.2%	30.9%	18.6%
国有银行	33.6%	31.9%	28.2%	17.3%	25.1%	24.0%	15.3%	24.3%	25.8%	15.9%
股份银行	47.6%	47.2%	36.0%	20.6%	40.1%	32.2%	18.2%	36.7%	32.9%	19.0%
城商行	37.5%	43.3%	29.0%	20.8%	40.7%	35.4%	21.9%	38.6%	34.0%	21.9%

资料来源：华泰联合证券研究.公司公告

注：深发展按合并后计算，PB BVPS按扣除商誉计算



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。