

# 中间业务收入劲增，息差水平有望维系

工商银行 (601398.SH)

推荐 维持评级

## 投资要点:

### 1. 事件

公司2011年实现营业收入4752亿元，同比增长24.8%，其中利息净收入增长19.4%至3628亿元。归属于母公司净利润约2083亿元，同比增长26.1%。较我们的预测高了1.1个百分点，主要原因是四季度拨备略低于预期。

### 2. 我们的分析与判断

■ **2011年归属母公司净利润同比增长26.1%**。主要原因是：1) 利息净收入同比增长19.4%，其中净息差同比提升17BP至2.61%，生息资产日均余额同比增长11.65%；2) 非息净收入同比增长45.9%，非息净收入占比达到23.7%；3) 营业收入同比增长24.8%；4) 费用控制得力，成本收入比下降1.24个百分点至29.38%，营业费用同比增25.1%；5) 信贷成本稳定，全年0.44%，计提减值准备318亿元，同比增14%。

■ **非息收入劲增，预计中间业务收入快速增长势头不减**。非息收入增长对营业收入增长贡献达到9.3个百分点，其中理财、结算及清算、投资银行、银行卡等非信贷类手续费收入达到958亿元，占手续费收入的87.8%。公司管理层认为监管机构规范收费对正常业务发展影响不大，基于客户基础及产品创新与服务能力，对今年中间业务收入发展很有信心。

■ **加息效应持续释放，息差有望维持高位**。NIM由第三季度的2.63%小幅下降至四季度2.61%。我们判断存贷息差继续扩大，但卖出回购金融资产增加带动利息支出大幅上升（环比增长11.2%），拉低息差。管理层透露，1季度利率风险缺口为-1.8万亿，今年前2月息差水平维持在2.61%。公司69%贷款要在今年利率重定价，今年需重定价的存款80%是1年以内存款，加息效应持续释放，我们预计公司息差能保持在较高水平。

■ **不良同比双降，资产质量平稳**。不良贷款余额730亿元，同比减少2.3亿元，考虑核销因素，不良贷款生成同比下降26亿元；不良贷款率0.94%，同比下降14BP，连续12年双降。关注类贷款余额2318亿元，同比增加117亿元，逾期贷款余额1078亿元，同比增加55亿元。

### 3. 投资建议

小幅调整盈利预测，预计12/13/14年实现净利2458/2754/3075亿元，对应EPS为0.70/0.79/0.88元。按4.28元的股价计算，对应各年PE为6.1x/5.4x/4.9x，PB为1.3x/1.1x/1.0x。

公司庞大的客户基础、领先的产品创新能力、稳健的经营风格使得公司能够很好应对宏观经济环境的不确定性。维持“推荐”评级。

### 分析师

郭怡娴

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

特此鸣谢

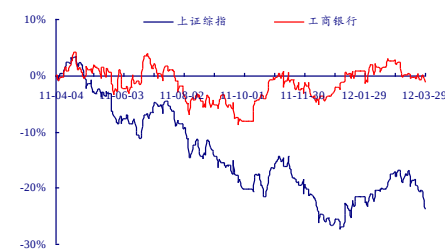
黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

对本报告编制提供的信息

| 市场数据        | 时间 2012.3.29 |
|-------------|--------------|
| A股收盘价(元)    | 4.28         |
| A股一年内最高价(元) | 4.70         |
| A股一年内最低价(元) | 3.94         |
| 上证指数        | 2,252.16     |
| 市净率         | 1.82         |
| 总股本(万股)     | 34908325     |
| 实际流通A股(万股)  | 26228921     |
| 限售的流通A股(万股) | 0            |
| 流通A股市值(亿元)  | 11225.98     |

### 股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

## 工行业绩交流会纪要

**Q: 今年存款增长态势, 存款结构变化, 针对措施; 客户资产配置需求越来越多元化的环境下如何进行负债管理**

A: 2011 年末, 存款余额 13.3 万亿, 存款余额、增量保持同业第一, 新增 1.28 万亿, 连续四年新增超过万亿。存款余额超过第二名 2 万多亿。

2 月份以来, 存款增长出现良好态势, 2 月份以来, 新增 4600 亿, 完全覆盖 1 月份因客户元旦、春节支付致存款减少。今年至今, 存款日均较去年同期增长 9890 亿。

今后存款高增长局面会发生改变。伴随企业融资渠道多元化变化, 银行资产、负债两端都会所影响, 判断对银行影响正面。

目前贷存比 63.5%, 流动性良好。保本理财同业最低, 占理财 15%, 同业最高有达 80%。基于公司的渠道、IT、客户结构优势, 不会对今年存款增长形势感到担忧。

**Q: 近期及全年贷款需求以及贷款定价走势**

A: 货币和信贷的供应与客户需求相关, 社会对前 2 月信贷需求的解读有点过分放大。春节因素经常导致需求波动, 今年 1 月同比少增, 2 月同比多增。工行前 2 月累计同比多增。另外, 经济对信贷供给的过度依赖是有问题的。融资渠道应该是多元化的, 不仅要做总量分析, 还要从结构、周转速度角度分析。要看社会总体融资总量, 而不仅仅是信贷。

**Q: 今年小微发展的展望; 息差季度走势判断**

A: 去年净息差 2.61%, 同比提升 17BP。去年贷款收益率 5.68%, 同比提升 69BP。新发放贷款平均利率 6.8%, 同比上升 150BP, 处于同业领先水平。贷款定价与小微联系在一起, 有正确也有片面性, 小企业贷款平均利率 7.12%, 既说明风险定价原则, 较基准利率高; 7.12%上浮还是有限度, 较小企业社会融资成本低很多, 表明工行愿意与小企业共同发展。

去年存款结构健康、良好, 活期占比 53.58%, 使得付息成本可控。去年付息成本同比提升 31BP。工行目前协议存款 110 亿, 占比很低。

今年前两个月净息差 2.61%, 与去年全年持平; 还可以保持基本稳定, 加息效应还没结束, 69% 贷款利率今年重新定价, 80% 重定价的负债是 1 年以内存款, 成本影响有限。

**Q: 房地产信贷政策**

A: 杨行长认为房地产调控不会放松, 政策是一贯的, 连续的。去年增加房地产贷款 800 亿, 按揭增长 7.93%。今年房地产调控政策保持连续性、一贯性, 公司房地产政策也会保持。今年有 1540 亿房地产贷款到期。

公司按揭贷款利率政策一贯、连续。根据客户风险、偿债能力、意愿、是否首套房定价。目前百分之几十个是下浮的, 未来根据客户情况差异化定价。

**Q: 资本新规对公司资本充足率的影响; 内评法的影响; 未来分红政策; 公司内源融资补充资本的信心**

A: 核心资本充足率 13.17%, 同比提升 90BP, 资本充足率 10.07%, 同比提升 10BP, 满足监管要求, 居于同业领先水平。

下一步考虑: 1) 密切关注监管最新进展; 2) 积极推进战略转型, 资本节约; 3) 经济资本配置

与信贷结构调整相结合，算好了再干；4）发展低资本消耗业务，信贷中也有低资本消耗业务，风险调整资本、EVA 引导基层行资产配置；5）争取首批实施高级法，有信心首批实施，实施后资本充足率有所上升。

今年分红 35%，每股盈利在上升。有信心可以通过内源补充支持公司持续发展。

**Q：规范收费对中间业务收入影响，今年中间业务收入增长主要业务**

A：工行收费业务与业务发展紧密结合在一起；2005 年，公司仅有 887 种金融产品，去年达到 3243 种，增加 2.6 倍。中间业务收入增长与产品创新能力增强相关。去年收入 1000 亿，结算清算、现金管理，银行卡、私人银行、理财等几项业务合计占比 79.3%，并不是由社会质疑比较多的贷款收费业务贡献。只要这些业务保持健康发展，中间业务收入增长还是可期的。

社会比较关注的是息转费问题，需要认真研究和解决。息转费分两种情况，一是银行经营指导片面性，外界批评银行息差收入高，考核导向下，银行间接鼓励基层通过息转费提高中间业务占比；二是企业希望息转费，因银行贷款利率会影响其多渠道融资成本，比如向其他行贷款、发债等等；

这两种方式没有额外增加企业负担，但做法不规范，容易引起公众质疑，需要纠正，利率该多少就是多少。另外并不是和贷款相关的费用都不允许授权，应该是收费方式规范、服务有内容、双方有合同，可经得起检查和核对。公司下一步会认真落实监管要求，使收费业务进入更加规范、科学轨道。规范收费对业务发展是有利的，对中间业务收入发展有信心。

**Q：各领域资产质量、信贷成本展望**

A：不要对中国经济太悲观。工行连续 12 年双降，不良划分标准较国际同业更加审慎、严格，拨备 266.9%，现金拨备，国外采用现金加抵押品拨备；外媒对于中国经济的悲观预测很少实现。

表 1: 工商银行 2011 年报业绩分析

| 单位: 百万元     | 2010A    | 累计<br>2011A | YoY % | 10Q4     | 单季<br>11Q3 | 11Q4     | QoQ % |
|-------------|----------|-------------|-------|----------|------------|----------|-------|
| <b>资产简表</b> |          |             |       |          |            |          |       |
| 资产总计        | 13458622 | 15476868    | 15.0  | 13458622 | 15127002   | 15476868 | 2.3   |
| 贷款总额        | 6790506  | 7788897     | 14.7  | 6790506  | 7599040    | 7788897  | 2.5   |
| 逾期贷款        | 102298   | 107805      | 5.4   | 102298   | -          | 107805   | -     |
| 关注类         | 227815   | 231826      | 1.8   | 227815   | -          | 231826   | -     |
| 不良贷款总额      | 73241    | 84924       | 16.0  | 73241    | 69190      | 84924    | 22.7  |
| 债券投资        | 3732268  | 3915902     | 4.9   | 3732268  | 3880181    | 3915902  | 0.9   |
| 同业往来资产      | 511087   | 827439      | 61.9  | 511087   | 559294     | 827439   | 47.9  |
| 生息资产        | 13316860 | 15294394    | 14.8  | 13316860 | 14955106   | 15294394 | 2.3   |
| 负债合计        | 12636965 | 14519045    | 14.9  | 12636965 | 14225136   | 14519045 | 2.1   |
| 存款          | 11145557 | 12261219    | 10.0  | 11145557 | 12144232   | 12261219 | 1.0   |
| 同业往来负债      | 1132890  | 1547544     | 36.6  | 1132890  | 1440479    | 1547544  | 7.4   |
| 计息负债        | 12390025 | 14054350    | 13.4  | 12390025 | 13762856   | 14054350 | 2.1   |
| 所有者权益合计     | 821657   | 957823      | 16.6  | 821657   | 901866     | 957823   | 6.2   |
| <b>损益简表</b> |          |             |       |          |            |          |       |
| 利息收入        | 462762   | 589580      | 27.4  | 123944   | 153468     | 163393   | 6.5   |
| 利息支出        | 159013   | 226816      | 42.6  | 41858    | 60885      | 67716    | 11.2  |
| 利息净收入       | 303749   | 362764      | 19.4  | 82086    | 92583      | 95677    | 3.3   |
| 手续费及佣金收入    | 78008    | 109077      | 39.8  | 19979    | 26429      | 25804    | -2.4  |
| 手续费及佣金支出    | 5168     | 7527        | 45.6  | 1702     | 1925       | 2549     | 32.4  |
| 手续费净收入      | 72840    | 101550      | 39.4  | 18277    | 24504      | 23255    | -5.1  |
| 其他非息收入合计    | 4232     | 10900       | 157.6 | 1768     | 1954       | 4553     | 133.0 |
| 非息净收入       | 77072    | 112450      | 45.9  | 20045    | 26458      | 27808    | 5.1   |
| 营业收入        | 380821   | 475214      | 24.8  | 102131   | 119041     | 123485   | 3.7   |
| 营业支出        | 138346   | 173093      | 25.1  | 43249    | 41798      | 56991    | 36.3  |
| 拨备前利润       | 242475   | 302121      | 24.6  | 58882    | 77243      | 66494    | -13.9 |
| 资产减值损失      | 27988    | 31121       | 11.2  | 10168    | 7502       | 6738     | -10.2 |
| 营业利润        | 214487   | 271000      | 26.3  | 48714    | 69741      | 59756    | -14.3 |
| 税前利润        | 215426   | 272311      | 26.4  | 49102    | 70014      | 59952    | -14.4 |
| 所得税         | 49401    | 63866       | 29.3  | 10872    | 15611      | 15485    | -0.8  |
| 实际税率        | 22.9%    | 23.5%       | 2.3   | 22.1%    | 22.3%      | 25.8%    | 15.8  |
| 归属于母公司净利润   | 165156   | 208265      | 26.1  | 37940    | 54359      | 44425    | -18.3 |
| <b>财务比率</b> |          |             |       |          |            |          |       |
| 贷存比         | 60.93%   | 63.52%      |       | 60.93%   | 62.57%     | 63.52%   |       |
| 关注类         | 3.35%    | 2.98%       |       | 3.35%    | -          | 2.98%    |       |
| 不良贷款率       | 1.08%    | 1.09%       |       | 1.08%    | 0.91%      | 1.09%    |       |
| 不良贷款覆盖率     | 228.20%  | 229.47%     |       | 228.20%  | 272.66%    | 229.47%  |       |
| 信用风险成本      | 0.45%    | 0.44%       |       | 0.60%    | 0.40%      | 0.22%    |       |
| 风险加权系数      | 52.85%   | 54.58%      |       | 52.85%   | -          | 54.58%   |       |
| 资本充足率       | 12.27%   | 13.17%      |       | 12.27%   | 12.51%     | 13.17%   |       |
| 核心资本充足率     | 9.97%    | 10.07%      |       | 9.97%    | 10.30%     | 10.07%   |       |
| 营业费用/营业收入   | 30.61%   | 29.38%      |       | 36.67%   | 27.55%     | 38.40%   |       |
| 生息资产收益率     | 3.70%    | 4.12%       |       | 3.73%    | 4.14%      | 4.32%    |       |
| 计息负债成本率     | 1.37%    | 1.72%       |       | 1.35%    | 1.78%      | 1.95%    |       |
| NIS         | 2.34%    | 2.41%       |       | 2.38%    | 2.35%      | 2.37%    |       |
| NIM         | 2.43%    | 2.54%       |       | 2.47%    | 2.50%      | 2.53%    |       |
| NIM(日均)     | 2.44%    | 2.61%       |       | 2.55%    | 2.63%      | 2.61%    |       |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

注: 生息资产收益率、计息负债成本率、NIM、NIS 未特别标注, 采用期初期末余额口径计算

表 2: 关键财务数据及预测

| 利润表(百万元)     | 2009A    | 2010A    | 2011     | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 每股指标及估值       | 2009A  | 2010A  | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利息净收入        | 245821   | 303749   | 362764   | 415133   | 455430   | 505068   | EPS           | 0.39   | 0.47   | 0.60   | 0.70   | 0.79   | 0.88   |
| 非息净收入        | 63633    | 77072    | 112450   | 139171   | 166431   | 196796   | 每股拨备前利润       | 0.57   | 0.69   | 0.87   | 1.03   | 1.16   | 1.32   |
| 营业收入         | 309454   | 380821   | 475214   | 554304   | 621860   | 701864   | DVPS          | 0.17   | 0.18   | 0.20   | 0.25   | 0.28   | 0.31   |
| 营业支出         | 120241   | 138346   | 173093   | 194402   | 216863   | 242421   | BVPS          | 2.02   | 2.35   | 2.74   | 3.24   | 3.78   | 4.39   |
| 拨备前利润        | 189213   | 242475   | 302121   | 359902   | 404997   | 459443   | P/E           | 11.12  | 9.04   | 7.17   | 6.08   | 5.42   | 4.86   |
| 拨备           | 23219    | 27988    | 31121    | 38487    | 44899    | 57531    | P/PPOP        | 7.56   | 6.16   | 4.95   | 4.15   | 3.69   | 3.25   |
| 税前利润         | 167248   | 215426   | 272311   | 321414   | 360098   | 401912   | P/B           | 2.12   | 1.82   | 1.56   | 1.32   | 1.13   | 0.98   |
| 净利润          | 128599   | 165156   | 208265   | 245775   | 275444   | 307514   | 股息收益率         | 4.0%   | 4.3%   | 4.7%   | 5.8%   | 6.5%   | 7.2%   |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          |          |          | <b>杜邦分析</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 资产总额         | 11785053 | 13458622 | 15476868 | 17166958 | 18933143 | 20728472 | 净利息收入         | 2.09%  | 2.26%  | 2.34%  | 2.42%  | 2.41%  | 2.44%  |
| 贷款           | 5583174  | 6623372  | 7594019  | 8639190  | 9748595  | 10945173 | 非净利息收入        | 0.54%  | 0.57%  | 0.73%  | 0.81%  | 0.88%  | 0.95%  |
| 其他生息资产       | 5936348  | 6526354  | 7505497  | 8122841  | 8735732  | 9288250  | 营业收入          | 2.63%  | 2.83%  | 3.07%  | 3.23%  | 3.28%  | 3.39%  |
| 其他资产         | 265531   | 308896   | 377352   | 404927   | 448817   | 495049   | 营业支出          | 1.02%  | 1.03%  | 1.12%  | 1.13%  | 1.15%  | 1.17%  |
| 负债总额         | 11106119 | 12636965 | 14519045 | 16034224 | 17610986 | 19195206 | 拨备前利润         | 1.61%  | 1.80%  | 1.95%  | 2.10%  | 2.14%  | 2.22%  |
| 存款           | 9771277  | 11145557 | 12261219 | 13450557 | 14701459 | 16024590 | 拨备            | 0.20%  | 0.21%  | 0.20%  | 0.22%  | 0.24%  | 0.28%  |
| 其他计息负债       | 1112694  | 1244519  | 1793231  | 2102640  | 2381198  | 2594760  | 税前利润          | 1.42%  | 1.60%  | 1.76%  | 1.87%  | 1.90%  | 1.94%  |
| 其他负债         | 222148   | 246889   | 464595   | 481027   | 528330   | 575856   | 税收            | 0.32%  | 0.37%  | 0.41%  | 0.44%  | 0.44%  | 0.45%  |
| 股东权益         | 673893   | 820430   | 956742   | 1131653  | 1321076  | 1532185  | ROA           | 1.09%  | 1.23%  | 1.35%  | 1.43%  | 1.45%  | 1.48%  |
| <b>盈利能力</b>  |          |          |          |          |          |          | 权益倍数          | 17.5   | 16.4   | 16.2   | 15.2   | 14.3   | 13.5   |
| 生息资产收益率      | 3.81%    | 3.71%    | 4.12%    | 4.22%    | 4.25%    | 4.28%    | ROE           | 19.08% | 20.13% | 21.77% | 21.72% | 20.85% | 20.07% |
| 计息负债成本率      | 1.62%    | 1.37%    | 1.72%    | 1.80%    | 1.86%    | 1.89%    | <b>资产负债比例</b> |        |        |        |        |        |        |
| 净利差          | 2.19%    | 2.34%    | 2.41%    | 2.42%    | 2.39%    | 2.39%    | 生息资产/总资产      | 98.9%  | 98.9%  | 98.7%  | 99.0%  | 99.1%  | 99.2%  |
| 净息差          | 2.31%    | 2.43%    | 2.54%    | 2.57%    | 2.55%    | 2.57%    | 贷款/生息资产       | 47.9%  | 49.7%  | 49.7%  | 50.8%  | 52.0%  | 53.2%  |
| 贷款收益率        | 5.53%    | 5.18%    | 5.86%    | 5.98%    | 5.90%    | 5.91%    | 债券/生息资产       | 30.9%  | 28.0%  | 25.6%  | 26.9%  | 25.8%  | 24.5%  |
| 存款成本率        | 1.49%    | 1.26%    | 1.54%    | 1.66%    | 1.74%    | 1.77%    | 同业资产/生息资产     | 5.5%   | 3.8%   | 5.4%   | 5.1%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 存贷利差         | 4.05%    | 3.92%    | 4.32%    | 4.32%    | 4.16%    | 4.14%    | 计息负债/总负债      | 98.0%  | 98.0%  | 96.8%  | 97.0%  | 97.0%  | 97.0%  |
| 成本收入比        | 32.87%   | 30.61%   | 29.38%   | 29.00%   | 28.80%   | 28.50%   | 存款/计息负债       | 89.8%  | 90.0%  | 87.2%  | 86.5%  | 86.1%  | 86.1%  |
| <b>增长率</b>   |          |          |          |          |          |          | 同业融资/带息负债     | 9.5%   | 9.1%   | 11.0%  | 11.9%  | 12.5%  | 12.6%  |
| 生息资产         | 20.8%    | 14.3%    | 14.7%    | 11.3%    | 10.4%    | 9.6%     | 应付债券/带息负债     | 0.7%   | 0.9%   | 1.7%   | 1.6%   | 1.4%   | 1.3%   |
| 贷款           | 25.9%    | 18.6%    | 14.7%    | 13.8%    | 12.8%    | 12.3%    | 贷存比           | 57.1%  | 59.4%  | 61.9%  | 64.2%  | 66.3%  | 68.3%  |
| 债券           | 18.1%    | 3.7%     | 4.9%     | 16.8%    | 6.0%     | 4.1%     | <b>资本充足率</b>  |        |        |        |        |        |        |
| 总资产          | 20.8%    | 14.2%    | 15.0%    | 10.9%    | 10.3%    | 9.5%     | 核心资本充足率       | 12.36% | 12.27% | 13.17% | 12.88% | 13.14% | 13.45% |
| 计息负债         | 22.2%    | 13.8%    | 13.4%    | 10.7%    | 9.8%     | 9.0%     | 资本充足率         | 9.90%  | 9.97%  | 10.07% | 10.51% | 11.02% | 11.55% |
| 存款           | 18.8%    | 14.1%    | 10.0%    | 9.7%     | 9.3%     | 9.0%     | 加权风险资产系数      | 0.50   | 0.53   | 0.55   | 0.56   | 0.57   | 0.58   |
| 利息净收入        | -6.5%    | 23.6%    | 19.4%    | 14.4%    | 9.7%     | 10.9%    | <b>资产质量</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 非息净收入        | 36.2%    | 21.1%    | 45.9%    | 23.8%    | 19.6%    | 18.2%    | 不良贷款余额        | 88467  | 73241  | 73011  | 107103 | 137178 | 176651 |
| 营业收入         | -0.1%    | 23.1%    | 24.8%    | 16.6%    | 12.2%    | 12.9%    | 不良贷款/贷款       | 1.54%  | 1.08%  | 1.09%  | 1.21%  | 1.37%  | 1.57%  |
| 营业支出         | 8.6%     | 15.1%    | 25.1%    | 12.3%    | 11.6%    | 11.8%    | 拨备余额/不良贷款     | 164.4% | 228.2% | 266.9% | 217.0% | 201.4% | 188.4% |
| 拨备前利润        | -4.9%    | 28.1%    | 24.6%    | 19.1%    | 12.5%    | 13.4%    | 当年拨备/不良贷款     | 24.51% | 38.08% | 45.00% | 35.00% | 32.00% | 32.00% |
| 净利润          | 16.1%    | 28.4%    | 26.1%    | 18.0%    | 12.1%    | 11.6%    | 信用风险成本        | 0.42%  | 0.45%  | 0.44%  | 0.45%  | 0.46%  | 0.53%  |

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**郭怡娴，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

|          |               |                              |
|----------|---------------|------------------------------|
| 北京地区：傅楚雄 | 010-83574171  | fuchuxiong@chinastock.com.cn |
| 上海地区：于淼  | 021-20257811  | yumiao_jg@chinastock.com.cn  |
| 深广地区：詹璐  | 0755-83453719 | zhanlu@chinastock.com.cn     |