

深发展 A (000001)

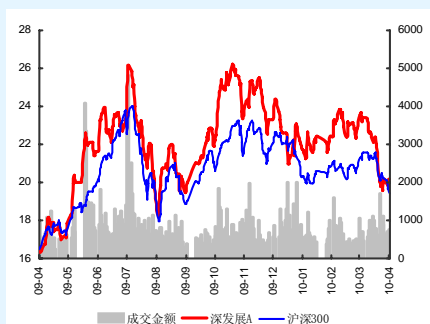
净息差回升幅度较小

基本数据	2010-4-23
收盘价(元)	20.16
市盈率(动态)	13.1
市净率	3.1
股息率(分红/股价)	0.00%
每股净资产(元)	6.59
总股本(亿股)	31.05
流通 A 股(亿股)	29.24
流通 A 股市值(亿元)	589.50

注：除市盈率为年底预测值外，其它均为公司当期数据。

假设年中增发 5.73 亿股

一年内股价走势：



研究员：李双武

电话：020-37865116

EMAIL: lisw@wlzq.com.cn

报告日期：2010-4-23

相关研究报告：

20091028 《深发展 A (000001)：成本收入比环比上升》

20090911 《深发展 A (000001)：下一个零售银行的旗帜》

主要财务数据

项目/时间	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	14,513	15,114	19,529	24,917	31,641
(YOY)	34.3%	4.1%	29.2%	27.6%	27.0%
净利润(百万元)	614	5,031	5,663	8,639	11,004
(YOY)	-76.8%	719.3%	12.6%	52.6%	27.4%
每股收益(元)	0.20	1.62	1.54	2.35	2.99
每股拨备前利润(元)	2.62	2.49	2.70	3.93	4.99
净资产收益率	4.18%	27.29%	19.85%	21.11%	21.69%
总资产收益率	0.15%	0.95%	0.83%	0.97%	0.96%

注：每股收益为年末摊薄

事件：公司 2009 年年报披露：净利润实现 50.31 亿元，同比增长 719%。其中归属于母公司净利润 50.31 亿元，每股收益摊薄为 1.62 元。

点评：

- 公司业绩基本符合我们预期。
- 2009 年贷款大幅增长 33.6%，新增贷款主要集中在制造业、商业和个人住房抵押贷款，前十大贷款客户中涉及房地产领域的就有三家，潜在风险不容忽视。预计 2010 年贷款增长 25%。
- 2009 年存款仍集中在对公领域，占比达到 84.5%。
- 净息差企稳，但回升幅度较小。
- 手续费收入占比稳中有升，主要是贷款顾问费收入增幅较大。
- 信贷成本处于历史低位。拨备覆盖率上升到 161.8%，准备金/贷款总额为 1.1%
- 2010 年业绩敏感性分析。我们的模型假设信贷成本为 0.6%，净息差上升 1 个基点。我们的敏感性假设信贷成本为 0.3%—1%，净息差上升 1—67 个基点（净息差达到历史最高水平），每股收益在 1.20—2.65 元，（考虑了增发摊薄影响）。对应的动态市盈率为 7.5—17 倍。
- 投资建议：预计 2010 年净利增长 12.7%，但摊薄后每股收益略微下降。综合以上分析，我们认为，公司目前的股价并不便宜，大幅上涨的可能性比较小。因此，我们给予“观望”评级。股价大幅上涨的前提是：对资产质量的担忧度下降，宏观经济大幅持续向好。

一、业绩回顾

公司2009年报披露：净利润实现50.31亿元，同比增长719%。其中归属于母公司净利润50.31亿元，每股收益摊薄为1.62元。其中，利息净收入为129.84亿元，同比增长3.1%；手续费净收入11.81亿元，同比增长38.7%；拨备前利润77.34亿元，同比下降5%；资产减值损失15.75亿元，同比下降78.5%。

2009年末，贷款净额（含贴现）达到3555.63亿元，较年初增长26.2%；存款达到4546.35亿元，较年初增长26.1%。详见表一

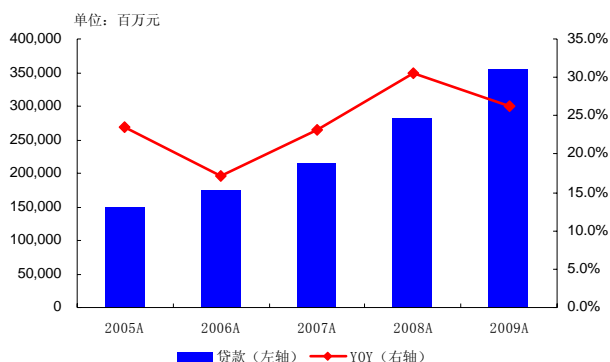
（表一：2009年业绩回顾）

深发展	季度分析					年度分析			万联评论		
	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	环比（与上一个季度）	同比（与上年同期）	2008		2009	同比
利润表											
利息净收入	3,119	3,299	3,064	3,197	3,424	7.1%	9.8%	12,598	12,984	3.1%	
手续费净收入	186	196	282	304	399	31.5%	114.2%	851	1,181	38.7%	手续费净收入大增。
其它非利息收入	466	266	384	123	177	43.9%	-62.0%	1,064	949	-10.8%	
非利息收入	653	461	666	427	576	35.1%	-11.7%	1,915	2,130	11.2%	
营业收入	3,772	3,761	3,730	3,623	4,000	10.4%	6.1%	14,513	15,114	4.1%	
营业费用	1,776	1,725	1,740	1,747	2,168	24.1%	22.1%	6,376	7,380	15.8%	营业费用上升，主要是网点增加
拨备前利润	1,996	2,036	1,990	1,876	1,832	-2.3%	-8.2%	8,138	7,734	-5.0%	
资产减值损失	5,556	522	582	271	200	-26.5%	-96.4%	7,334	1,575	-78.5%	拨备计提大幅下降
税前利润	-3,522	1,513	1,417	1,611	1,650	2.4%	-146.8%	793	6,191	681.0%	
净利润	-2,703	1,117	1,194	1,326	1,393	5.1%	-151.5%	614	5,031	719.3%	
归属于母公司股东的净利润	-2,703	1,117	1,194	1,326	1,393	5.1%	-151.5%	614	5,031	719.3%	
EPS(元) 摊薄	-0.87	0.36	0.38	0.43	0.45	5.1%	-151.5%	0.20	1.62	719.3%	上年基数过低
资产负债表											
贷款净额	281,715	316,875	339,057	356,899	355,563	-0.4%		281,715	355,563	26.2%	贷款增幅在同业中属于较低的。主要是受制于贷存比影响。四季度贷款额环比减少
同业资产	65,471	75,122	66,769	62,258	61,877	-0.6%		65,471	61,877	-5.5%	
债券	64,426	66,906	67,094	76,511	103,143	34.8%		64,426	103,143	60.1%	
生息资产	451,379	498,448	515,148	541,097	574,827	6.2%		451,379	574,827	27.3%	
资产合计	474,440	521,879	541,226	554,265	587,811	6.1%		474,440	587,811	23.9%	
存款	360,514	400,659	416,572	423,886	454,635	7.3%		360,514	454,635	26.1%	
同业负债	82,359	88,977	90,281	94,912	95,443	0.6%		82,359	95,443	15.9%	
付息负债	450,837	497,645	516,312	528,258	559,541	5.9%		450,837	559,541	24.1%	
负债合计	458,039	504,807	523,238	535,176	567,341	6.0%		458,039	567,341	23.9%	
数据来源：公司财报 万联证券											
主要驱动因子											
按期初期末法计算（年化）											
	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	环比变化（基点）		2008	2009	变化（基点）	
生息资产收益率	5.93%	4.95%	4.18%	3.97%	3.99%	2		6.64%	4.28%	-236	生息资产收益率大幅下降，一是基准利率下降，二是低利率房贷占比高
付息负债付息率	3.17%	2.17%	1.76%	1.57%	1.58%	0		3.53%	1.78%	-175	
NIS（净利差）	2.76%	2.78%	2.42%	2.40%	2.42%	1		3.11%	2.50%	-60	
NIM（净息差）	2.82%	2.78%	2.42%	2.42%	2.45%	3		3.16%	2.53%	-63	净息差稳定
环比变化幅度											
贷存比（含贴现）	78.14%	79.09%	81.39%	84.20%	78.21%	-5.99%					贷存比仍超75%的红线
手续费净收入/营业收入	4.94%	5.21%	7.57%	8.38%	9.98%	1.60%		5.87%	7.81%	1.95%	
非利息收入/营业收入	17.30%	12.27%	17.85%	11.77%	14.40%	2.63%		13.20%	14.09%	0.90%	
成本收入比	39.34%	38.97%	39.60%	41.43%	46.67%	5.25%		35.99%	41.76%	5.76%	因为网点增加较多，费用增加较多
信贷成本（年化）	8.01%	0.61%	0.69%	0.18%	0.30%	0.12%		2.65%	0.45%	-2.20%	
其它资产信用成本（年化）	0.42%	0.14%	0.04%	0.23%	-0.13%	-0.36%		0.45%	0.06%	-0.39%	
有效税率	23.26%	26.12%	15.74%	17.70%	15.55%	-2.15%		22.53%	18.74%	-3.79%	
不良贷款率	0.68%	0.61%	0.77%	0.65%	0.68%						
拨备覆盖率	105.14%	130.42%	124.04%	153.19%	161.84%						
数据来源：公司财报 万联证券 （注：此处其它资产信用成本的定义为其它资产减值损失与总资产的比率，信贷成本的定义为当期新增不良贷款减值准备与平均贷款总额的比率）											

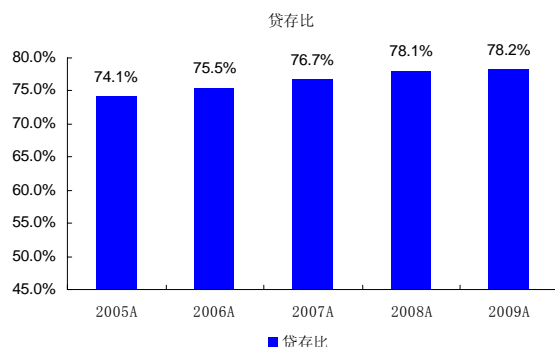
二、贷款大幅增长，地方融资平台贷款比重提升

2009年公司贷款净额年增长率比较稳定，达到26.2%，预计2010年贷款净额增速将回落到25%。（1）2009年下半年以来，贷款增速受到遏制，存量出现回落，见表一。我们判断，主要是公司受制于贷存比较高约束，将一部分表内贷款转为表外，即信贷资产转化为理财产品对外出售。由于具体条款没有公开披露，我们不能排除这些信贷资产的信用风险。（2）贷款增长较大的主要集中在制造业、商业和个人住房抵押贷款。（3）前十大贷款客户中涉及地方融资平台和房地产领域的就有三家，潜在风险不容忽视。

图一：贷款增幅居于同业中游水平



图二：贷存比仍处高位



数据来源：公司财报 万联证券

数据来源：公司财报 万联证券

(表二：贷款投向)

单位：百万元	2008年12月31日		2009年12月31日		增长额	增长率
	贷款余额	占总贷款比例	贷款余额	占总贷款比例		
农牧业、渔业	599	0.2%	590	0.2%	-9	-1.5%
采掘业（重工业）	2,872	1.0%	3,523	1.0%	651	22.7%
制造业（轻工业）	53,372	18.8%	59,974	16.7%	6,602	12.4%
能源业	11,786	4.2%	8,001	2.2%	-3,785	-32.1%
交通运输、邮电	12,517	4.4%	17,405	4.8%	4,889	39.1%
商业	23,619	8.3%	36,070	10.0%	12,451	52.7%
房地产业	15,878	5.6%	23,255	6.5%	7,377	46.5%
社会服务、科技、文化、卫生业	35,628	12.6%	52,517	14.6%	16,888	47.4%
建筑业	10,177	3.6%	13,405	3.7%	3,228	31.7%
贴现	42,218	14.9%	45,286	12.6%	3,068	7.3%
个人贷款和垫款	73,906	26.0%	97,638	27.2%	23,732	32.1%
其他	1,169	0.4%	1,853	0.5%	684	58.5%
贷款和垫款总额	283,741	100.0%	359,517	100.0%	75,776	26.7%

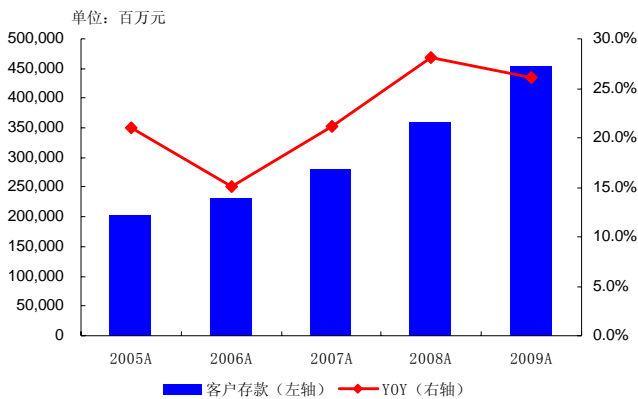
资料来源：公司财报 万联证券

公司披露，截至报告期末，前十名客户贷款余额为130.33亿元，占期末贷款余额的3.63%。主要有以下客户：武汉市城市建设投资开发集团有限公司、山西省交通厅、首钢总公司、珠海振戎公司、重庆高速公路集团有限公司、宝马(中国)汽车贸易有限公司、上海华浙外滩置业有限公司、山西煤炭运销集团有限公司、北京市土地整理储备中心朝阳分中心、北京市公联公路联络线有限责任公司。

三、存款依然以对公客户为主

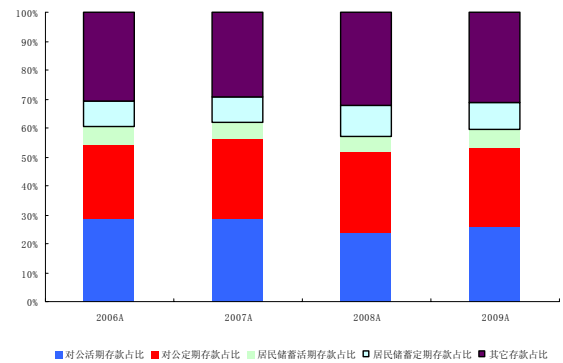
2009年客户存款同比增速达到26.1%，主要是二季度后，加强了存款吸收力度。但是公司仍然是以对公客户为主的格局没有改变。如下图所示，对公活期和定期存款以及其它存款占比合计高达84.5%。（注：公司其它贷款为保证金存款和财政存款等）

图三：存款增长居同业中游



数据来源：公司财报 万联证券

图四：对公存款占主要部分



数据来源：公司财报 万联证券

四、净息差企稳回升

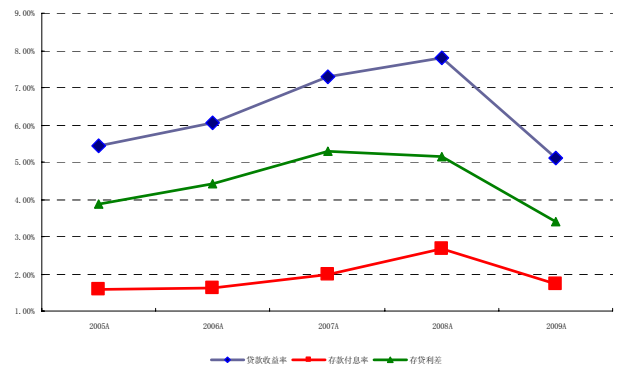
2009年公司净息差（以年初年末法计算），较上年下降了63个基点，这主要是基准利率下降的结果。分季度来看，公司的净息差二季度处于底部，三季度和四季度共回升3个基点。公司净息差回升幅度较小主要是贴现占比较低，向一般贷款转化的空间较小。此外，公司为了吸收存款，增加了高利度的定期存款，也相应降低了净息差的回升幅度。

图五：净息差下降到历史低部



数据来源：公司财报 万联证券

图六：贷款收益率和存款付息率下降到低部

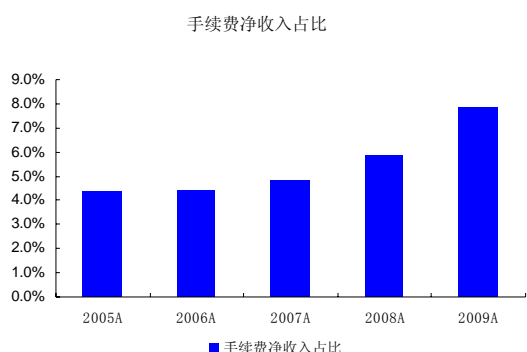


数据来源：公司财报 万联证券

五、手续费收入占比稳中有升

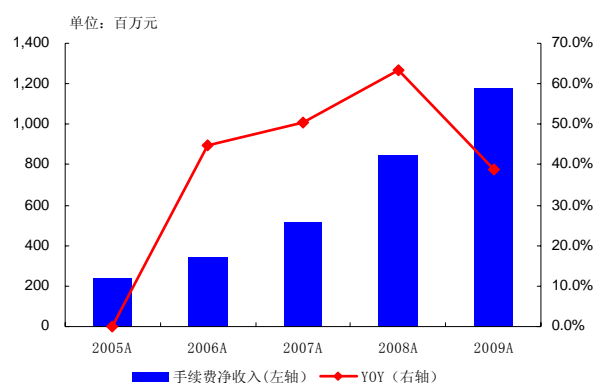
深发展的手续费收入占比逐年提高，2009年达到7%。2009年增速达到38.7%，增长的主要因子是贷款顾问费收入，如表三所示，这部分的收入具有风险性质，在信贷紧缩环境中增长较大。

图七：手续费收入占比提升



数据来源：公司财报 万联证券

图八：手续费净收入增长，但增幅有所回落



数据来源：公司财报 万联证券

(表三：手续费净收入结构)

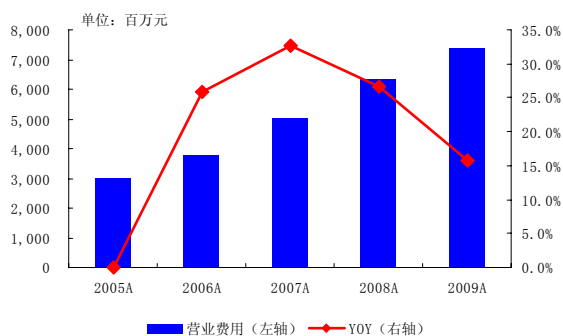
项目	单位：百万元	2008年1-12月	2009年1-12月	增长
结算手续费收入		342	387	13.27%
理财业务手续费收入		2	17	812.13%
代理及委托手续费收入		101	103	2.06%
信用卡业务手续费收入		308	392	27.36%
咨询顾问费收入		169	301	78.03%
贸易融资手续费收入		17	37	113.03%
帐户管理费收入		19	30	53.88%
其他		98	120	21.76%
手续费收入小计		1,056	1,387	31.26%
代理业务手续费支出		123	111	-9.77%
银行卡手续费支出		65	73	12.08%
其他		17	22	29.58%
手续费支出小计		205	206	0.45%
手续费及佣金净收入		851	1,181	38.69%

资料来源：公司财报 万联证券

六、营业费用增长平缓

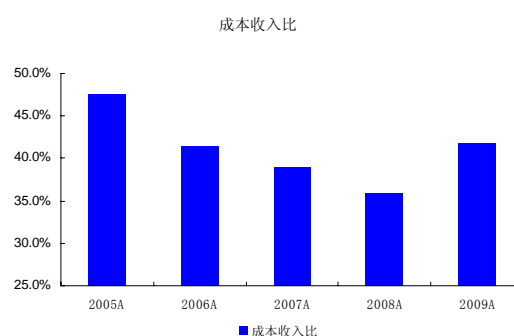
深发展2009年成本收入比大幅上升，主要是网点数量增加20个，人均费用从上年的57.4万元上升到63.8万元。结果是营业费用增长16%。随着公司今年继续加大新设分支行的力度，营业费用增长的压力较大。

图九：营业费用小幅增长



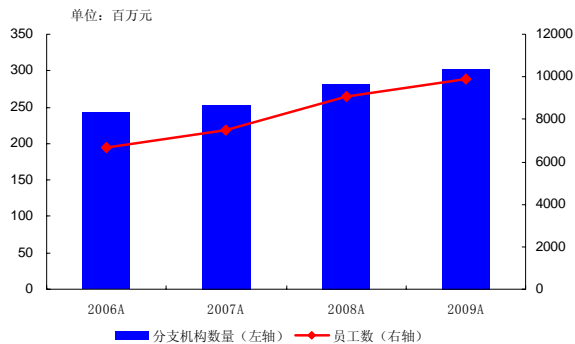
数据来源：公司财报 万联证券

图十：成本收入比上升



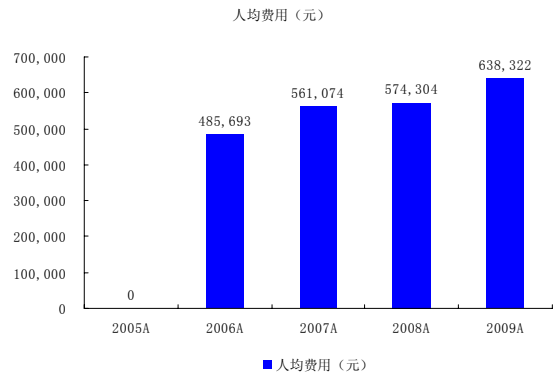
数据来源：公司财报 万联证券

图十一：机构数量和员工数继续增长



数据来源：公司财报 万联证券

图十二：人均费用上升



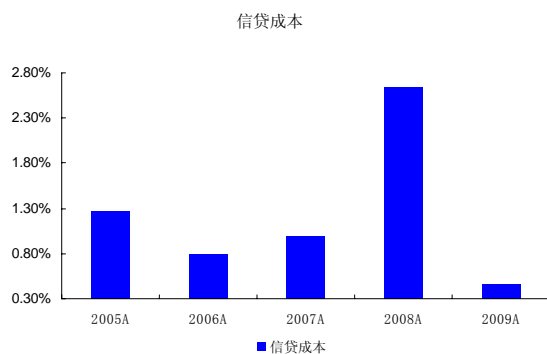
数据来源：公司财报 万联证券

七、信贷成本处于历史低位，但未来上升压力显现。

公司2009年净利润增长的主要贡献之一是信贷成本下降，不良贷款减值准备计提大幅减少。其中一二两个季度的信贷成本保持了过往平均水平，但三四两个季度的信贷成本明显低于过往平均水平，如表一所示。我们一直认为，信贷成本是衡量宏观经营环境和银行经营风险的主要变量之一，金融危机之中，大幅减少计提不良贷款减值准备，有悖于常识。当然，2009年宽松的信贷政策也让很多客户借新还借，违约率大幅下降。我们重申，预计公司2010年的信贷成本至少保持在0.6%的水平之上，这将显著拉低公司2010年的预期业绩。

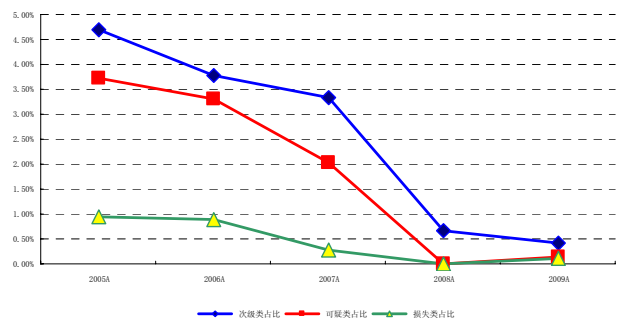
公司的拨备覆盖率重新上升到161.8%，但准备金/贷款总额为1.1%。我们认为，这样的准备金覆盖率不足以抵御潜在的资产质量恶化风险。

图十三：信贷成本处于历史最低部



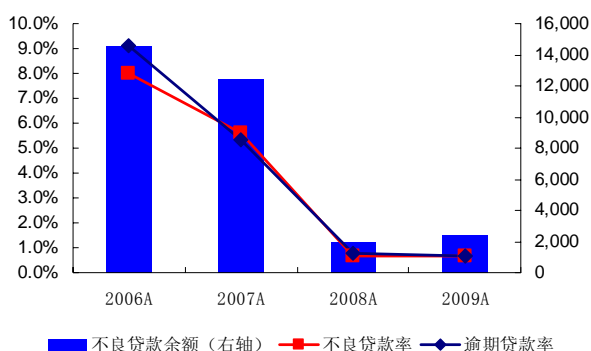
数据来源：公司财报 万联证券

图十四：不良贷款率略有上升



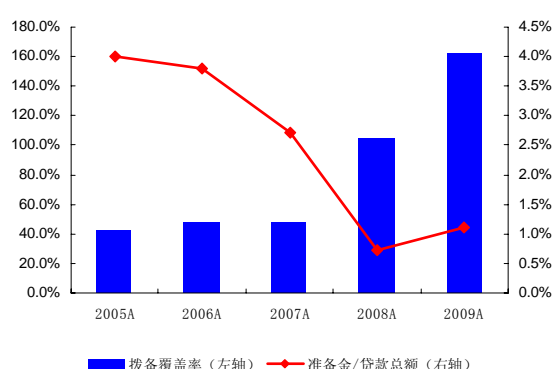
数据来源：公司财报 万联证券

图十五：逾期贷款率下降



数据来源：公司财报 万联证券

图十六：拨备覆盖率上升，准备金覆盖率上升



数据来源：公司财报 万联证券

八、向平安集团增发增加核心资本

公司通过了同平安集团增发3.7-5.85亿股的方案，定向增发价为18.26元/股。我们按增发5.73亿估算，将募集资金100亿元补充核心资本。我们假设增发能在年中完成，预期增发完成后，深发展的核心资本充足率在年底将达到7.47%，高于监管当局要求的7%，但我们认为，在完成了向平安增发后，公司仍可能寻找新的增发对象，进一步补充核心资本。

九、加息预期和信贷成本对业绩的敏感性分析

通胀预期下，加息的可能性在不断强化。我们的模型已隐含了净息差较上年提高1个基点。为了便于分析加息的影响，我们将2007年公司最高时的净息差作为最高点，作为业绩变化的一个关键变量的上限。

第二个关键变量是信贷成本，公司2009年信贷成本明显低于过往三年的平均值。我们的模型里隐含的信贷成本是0.6%。为了分析信贷成本的变化对业绩的影响，我们选取了0.3%-1%的信贷成本，作为业绩变化的一个关键变量进行敏感性分析。

结果如下：

2010年每股收益摊薄	净息差			
	增加1个基点	增加17个基点	增加37个基点	增加67个基点
0.30%	1.79	2.00	2.26	2.65
0.40%	1.71	1.92	2.18	2.57
0.50%	1.62	1.83	2.09	2.48
0.60%	1.54	1.75	2.01	2.40
0.70%	1.46	1.67	1.93	2.31
0.75%	1.41	1.62	1.88	2.27
0.90%	1.29	1.50	1.76	2.15
1.00%	1.20	1.42	1.67	2.06

当股价为20元时，2010年动态市盈率敏感性如下：

2010年动态市盈率	净息差				
	增加1个基点	增加17个基点	增加37个基点	增加67个基点	
信贷成本	0.30%	11.2	10.0	8.8	7.5
	0.40%	11.7	10.4	9.2	7.8
	0.50%	12.3	10.9	9.6	8.1
	0.60%	13.0	11.4	10.0	8.3
	0.70%	13.7	12.0	10.4	8.6
	0.80%	14.1	12.3	10.6	8.8
	0.90%	15.5	13.3	11.4	9.3
	1.00%	16.6	14.1	11.9	9.7

从以上分析来看，公司即使净息差扩大到2007年最高水平且信贷成本为最低时，最低市盈率也达到7.5倍。最高市盈率则达到17倍。

十、投资策略

综合以上分析，我们认为，公司目前的股价并不便宜，大幅上涨的可能性比较小。因此，我们给予“观望”评级。股价大幅上涨的前提是：对资产质量的担忧度下降，宏观经济大幅持续向好。

模型更新日期 2010-4-23

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股盈利及估值指标 单位: 元							资产质量						
每股收益(摊薄)	1.16	0.20	1.62	1.54	2.35	2.99	正常	207,329	278,120	355,717			
每股拨备前利润	2.52	2.62	2.49	2.70	3.93	4.99	关注	2,009	3,694	1,356			
每股净资产(年末)	5.67	5.28	6.59	9.95	12.30	15.29	次级	7,370	1,928	1,474			
P/E(动态)				13.10	8.58	6.74	可疑	4,506	0	529			
P/B(动态)				2.03	1.64	1.32	损失	600	0	441			
股息派发率	0.00%	13.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	不良贷款余额	12,475	1,928	2,444	4,444	7,044	10,394
净资产收益率	27.04%	4.18%	27.29%	19.85%	21.11%	21.69%	关注类占比	0.91%	1.30%	0.38%			
总资产收益率	0.86%	0.15%	0.95%	0.83%	0.97%	0.96%	次级类占比	3.32%	0.68%	0.41%			
损益表: 单位: 百万元							可疑类占比						
利息净收入	9,606	12,598	12,984	16,962	21,764	27,703	损失类占比	0.27%	0.00%	0.12%			
手续费净收入	521	851	1,181	1,618	2,204	2,989	不良贷款率	5.62%	0.68%	0.68%	0.99%	1.25%	1.47%
非利息收入	1,202	1,915	2,130	2,567	3,153	3,938	逾期贷款/贷款余额	5.33%	0.79%	0.04%			
营业收入	10,808	14,513	15,114	19,529	24,917	31,641	拨备覆盖率	48.29%	105.14%	161.84%	134.01%	121.45%	114.54%
营业费用	5,032	6,376	7,380	9,605	10,465	13,289	准备金余额/贷款余额	2.72%	0.71%	1.10%	1.32%	1.52%	1.69%
拨备前利润	5,776	8,138	7,734	9,923	14,452	18,352	个人房贷余额	59,297	65,862	85,801			
资产减值损失	2,054	7,334	1,575	2,569	3,233	4,061	房地产贷款余额	14,411	15,883	23,255			
税前利润	3,722	793	6,191	7,354	11,219	14,291	建筑贷款余额	7,340	10,770	13,405			
净利润	2,650	614	5,031	5,663	8,639	11,004	资本结构						
归属于母公司股东的净利润	2,650	614	5,031	5,663	8,639	11,004	核心资本	12,693	15,038	19,854	35,980	44,619	55,623
资产负债表 单位: 百万元							附属资本						
贷款总额	221,814	283,741	359,517	450,408	564,121	706,363	资本净额	112	9,578	12,372	12,372	12,372	12,372
贷款净额	215,790	281,715	355,563	444,453	555,566	694,458	加权风险资产	220,056	279,113	359,508	481,470	619,052	799,338
同业资产	40,425	65,471	61,877	92,816	139,223	208,835	核心资本充足率	5.77%	5.39%	5.52%	7.47%	7.21%	6.96%
债券	48,690	64,426	103,143	134,086	174,312	226,605	资本充足率	5.77%	8.58%	8.87%	10.04%	9.21%	8.51%
生息资产	345,631	451,379	574,827	762,282	982,760	1,271,972	加权风险资产系数	62.42%	58.83%	61.16%	62.00%	62.00%	62.00%
资产合计	352,539	474,440	587,811	776,565	998,472	1,289,254	资产负债结构						
存款	281,277	360,514	454,635	568,294	710,368	887,959	股东权益/资产合计	3.69%	3.46%	3.48%	4.71%	4.53%	4.36%
同业负债	51,497	82,359	95,443	143,165	214,747	322,121	生息资产/资产合计	98.04%	95.14%	97.79%	98.16%	98.43%	98.66%
付息负债	334,020	450,837	559,541	720,921	934,577	1,219,543	贷款净额/资产合计	61.21%	59.38%	60.49%	57.23%	55.64%	53.87%
负债合计	339,533	458,039	567,341	739,970	953,237	1,233,016	贷款(不含贴现)/资产	59.00%	50.48%	52.79%	57.23%	55.64%	53.87%
主要驱动因素							债券/资产合计						
按年初年末法计算							贷款净额/存款						
贷款收益率	7.27%	7.80%	5.10%	5.30%	5.30%	5.30%	同业资产/资产合计	11.47%	13.80%	10.53%	11.95%	13.94%	16.20%
同业收益率	8.67%	7.44%	3.85%	3.00%	3.00%	3.00%	贷款结构						
债券收益率	3.07%	4.22%	3.11%	3.20%	3.20%	3.20%	个人贷款占比	28.65%	26.05%	27.16%			
存款付息率	1.97%	2.67%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	信用卡贷款占比	0.91%	1.31%	1.32%			
同业负债付息率	9.78%	7.44%	1.69%	1.70%	1.70%	1.70%	个人房贷占比	26.73%	23.21%	23.87%			
金融债付息率	0.00%	7.07%	5.97%	6.00%	6.00%	6.00%	房地产贷款占比	6.50%	5.60%	6.47%			
生息资产收益率	6.01%	6.64%	4.28%	4.23%	4.16%	4.12%	建筑贷款占比	4.12%	3.80%	3.73%			
付息负债付息率	2.89%	3.53%	1.78%	1.77%	1.76%	1.75%	中长期贷款占比	36.81%	31.10%	36.63%			
NIS(净息差)	3.12%	3.11%	2.50%	2.46%	2.40%	2.38%	贴现贷款占比	3.61%	14.99%	12.74%			
NIM(净息差)	3.20%	3.16%	2.53%	2.54%	2.49%	2.46%	存款结构						
存贷利差	5.31%	5.14%	3.39%	3.59%	3.59%	3.59%	对公活期存款	28.78%	23.93%	25.73%			
贷款净额(YOY)	23.14%	30.55%	26.21%	25.00%	25.00%	25.00%	对公定期存款	27.30%	27.97%	5.99%			
生息资产(YOY)	35.39%	30.60%	27.35%	32.61%	28.92%	29.43%	居民储蓄活期存款	5.87%	5.34%	9.50%			
资产合计(YOY)	35.20%	34.58%	23.90%	32.11%	28.58%	29.12%	居民储蓄定期存款	8.66%	10.77%	9.50%			
存款(YOY)	21.13%	28.17%	26.11%	25.00%	25.00%	25.00%	其它存款	29.39%	31.99%	49.28%			
付息负债(YOY)	33.34%	34.97%	24.11%	28.84%	29.64%	30.49%	其它数据						
负债合计(YOY)	33.59%	34.90%	23.86%	30.43%	28.82%	29.35%	分支机构数量	253	282	302			
手续费净收入/营业收入	4.82%	5.87%	7.81%	8.28%	8.84%	9.45%	员工数	7,499	9,096	9,887			
非利息收入/营业收入	11.12%	13.20%	14.09%	13.15%	12.65%	12.45%							
成本收入比	38.93%	35.99%	41.76%	42.00%	42.00%	42.00%							
信贷成本	1.00%	2.65%	0.45%	0.60%	0.60%	0.60%							
有效税率	29.74%	22.53%	18.74%	23.00%	23.00%	23.00%							

作者简介：

李双武：男，中国人民大学经济学院经济学专业，经济学硕士，5年金融从业经历，曾在某股份制银行工作近3年，2008年2月进入万联证券研发中心，从事银行、保险行业研究。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

免责声明：

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。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。