

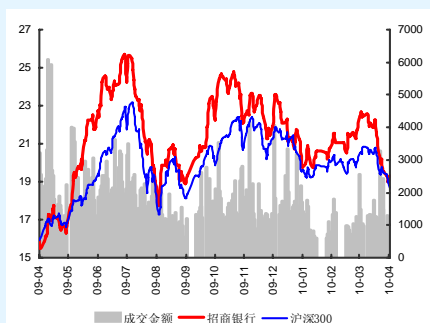
## 招商银行 (600036)

## 信贷成本是业绩调节的主要因素

基本数据	2010-4-23
收盘价(元)	14.17
市盈率(动态)	14.7
市净率	2.9
股息率(分红/股价)	1.48%
每股净资产(元)	4.85
总股本(亿股)	215.77
流通A股(亿股)	176.66
流通A股市值(亿元)	2503.29

注：除市盈率为年底预测值外，其它均为公司当期数据。

## 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：2010-4-26

## 相关研究报告：

20091030 《招商银行(600036)：信贷成本大幅下降，净利润环比增长》  
 20090828 《招商银行(600036)：业绩下滑源于多重原因》  
 20090522 《招商银行(600036)——中间业务收入预计负增长》

## 主要财务数据

项目/时间	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	55,308	51,446	67,477	79,476	93,227
(YOY)	35.0%	-7.0%	31.2%	17.8%	17.3%
净利润(百万元)	20,946	18,235	20,888	25,988	30,435
(YOY)	37.4%	-12.9%	14.5%	24.4%	17.1%
每股收益(元)	1.43	0.95	0.97	1.20	1.41
每股拨备前利润(元)	2.15	1.30	1.52	2.01	2.36
净资产收益率	28.35%	21.13%	18.61%	18.26%	18.40%
总资产收益率	1.45%	1.00%	0.90%	0.91%	0.86%

注：每股收益为年末摊薄

事件：公司2009年报披露：净利润实现182.35亿元，同比下降12.9%。其中归属于母公司净利润182.35亿元，每股收益摊0.95元。

点评：

- 公司业绩略超预期。公司三四两个季度信贷成本大幅下降，人为调低了贷款减值准备的计提，从而业绩超预期。
- 2009年贷款大幅增长36.2%，新增贷款主要集中在制造业、交通、批发零售、房地产和个人住房抵押贷款。公司前十大贷款客户中主要集中在交通领域。公司没有披露具体的贷款客户名称，仅披露了所处行业。
- 2009年存款中，零售存款占比在股份制银行中名列前茅，但占比较上年下降了2.4个百分点。
- 净息差企稳回升
- 公司的中间业务收入增长乏力，手续费收入增速只有3.2%，除了代理手续费收入增速较大外，其它收入项目几乎保持不变。惜日的零售银行旗帜正在褪色。
- 信贷成本处于历史低位。上半年信贷成本较高，三四两个季度下降明显过大。这反映了公司人为调高业绩的压力较大。预计2010年信贷成本将恢复甚至高于历史0.5%的信贷成本。
- 2010年业绩敏感性分析。我们的模型假设信贷成本为0.5%，净息差因为加息上升15个基点。我们的敏感性假设信贷成本为0.3%—1%，净息差上升15—82个基点（净息差达到历史最高水平），每股收益在10.73—1.55元。对应的动态市盈率为9.2—19.4倍。
- 投资建议：预计2010年净利增长14.5%，由于配股但摊薄后每股收益基本不变。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182.35亿元，同比下降12.9%。其中归属于母公司净利润182.35亿元，每股收益摊0.95元。其中，利息净收入为403.64亿元，同比下降13.9%；手续费净收入79.93亿元，同比增长3.2%；拨备前利润248.84亿元，同比下降21.2%；资产减值损失29.71亿元，同比下降42.4%。

2009年末，贷款净额（含贴现）达到11618.17亿元，较年初增长36.2%；存款达到16081.46亿元，较年初增长28.6%。详见表一

（表一：2009年业绩回顾）

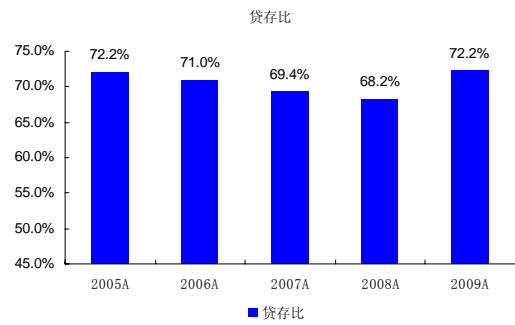
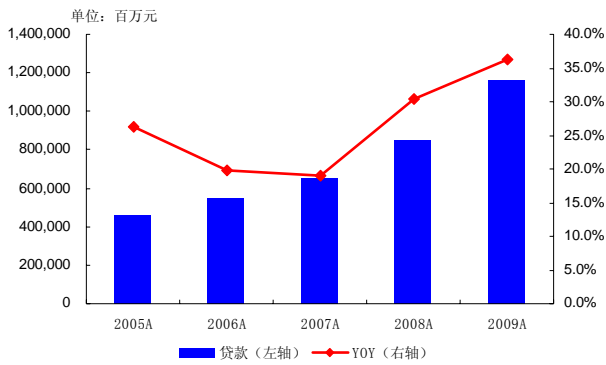
招商银行	季度分析					年度分析			万联评论		
	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2008	2009	同比			
单位：百万元						环比（与上一个季度）	同比（与上年同期）				
<b>利润表</b>											
利息净收入	11,085	9,481	9,142	10,384	11,357	9.4%	2.5%	46,885	40,364	-13.9%	受累于净息差下降，利息净收入同比下降13.9%
手续费净收入	1,886	1,737	2,305	2,136	1,815	-15.0%	-3.8%	7,744	7,993	3.2%	手续费净收入增长乏力，同比微增3.2%
其它非利息收入	-187	717	1,291	639	442	-30.8%	-336.4%	679	3,089	354.9%	
非利息收入	1,699	2,454	3,596	2,775	2,257	-18.7%	32.8%	8,423	11,082	31.6%	
营业收入	12,784	11,935	12,738	13,159	13,614	3.5%	6.5%	55,308	51,446	-7.0%	
营业费用	7,896	5,767	6,273	6,762	7,760	14.8%	-1.7%	23,742	26,562	11.9%	营业费用同比增长11.9%，主要是网点增加，费用支出增加
拨备前利润	4,888	6,168	6,465	6,397	5,854	-8.5%	19.8%	31,566	24,884	-21.2%	
资产减值损失	3,006	790	1,813	132	236	78.8%	-92.1%	5,154	2,971	-42.4%	信贷成本大幅下降，但未来计提压力增加
税前利润	2,100	5,425	4,753	6,279	5,927	-5.6%	182.2%	26,759	22,384	-16.3%	
净利润	1,947	4,208	4,054	4,816	5,157	7.1%	164.9%	20,946	18,235	-12.9%	环比净利润大增，主要是费用增加
归属于母公司股东的净利润	2,078	4,208	4,054	4,816	5,157	7.1%	148.2%	21,077	18,235	-13.5%	
EPS (元) 摊薄	0.14	0.29	0.28	0.25	0.27	7.1%	90.9%	1.43	0.95	-33.4%	净利润下降，股本增加
<b>资产负债表</b>											
贷款净额	852,754	973,797	1,128,211	1,145,911	1,161,817	1.4%		852,754	1,161,817	36.2%	全年贷款大幅增加，其中四季度增速回落
同业资产	186,466	266,457	246,146	227,401	270,125	18.8%		186,466	270,125	44.9%	
债券	292,117	311,366	340,553	366,998	375,386	2.3%		292,117	375,386	28.5%	四季度受信贷紧缩，大幅增加债券比例。
生息资产	1,512,938	1,740,056	1,920,573	1,965,840	2,023,495	2.9%		1,512,938	2,023,495	33.7%	
资产合计	1,571,797	1,800,839	1,972,768	2,016,901	2,067,941	2.5%		1,571,797	2,067,941	31.6%	
存款	1,250,648	1,446,683	1,540,682	1,583,494	1,608,146	1.6%		1,250,648	1,608,146	28.6%	四季度大幅增加存款，符合预期。
同业负债	165,916	184,337	252,413	253,693	265,119	4.5%		165,916	265,119	59.8%	
付息负债	1,459,194	1,673,794	1,830,939	1,876,070	1,915,199	2.1%		1,459,194	1,915,199	31.3%	
负债合计	1,492,016	1,718,668	1,888,583	1,929,396	1,975,158	2.4%		1,492,016	1,975,158	32.4%	
数据来源：公司财报 万联证券											
<b>主要驱动因子</b>											
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	4.90%	3.93%	3.39%	3.46%	3.51%	5		5.21%	3.72%	-149	四季度收益率有所上升，主要是信贷紧缩，以及贴现转化为一股贷款。
付息负债付息率	2.09%	1.66%	1.46%	1.39%	1.30%	-9		1.92%	1.51%	-41	下半年付息率下降，活期存款增加。
NIS（净利差）	2.81%	2.27%	1.94%	2.07%	2.21%	14		3.29%	2.21%	-108	
NIM（净息差）	2.94%	2.33%	2.00%	2.14%	2.28%	14		3.36%	2.28%	-108	下半年净息差止跌回升，符合预期。
						环比变化幅度				同比变化幅度	
贷存比（含贴现）	68.18%	67.31%	73.23%	72.37%	72.25%	-0.12%					
手续费净收入/营业收入	14.75%	14.55%	18.10%	16.23%	13.33%	-2.90%		14.00%	15.54%	1.54%	手续费收入占比较上年增加1.5个百分点。
非利息收入/营业收入	13.29%	20.56%	28.23%	21.09%	16.58%	-4.51%		15.23%	21.54%	6.31%	
成本收入比	54.33%	41.57%	42.88%	44.49%	49.96%	5.47%		36.78%	44.86%	8.08%	上半年少计提费用，下半年大幅计提费用，符合我们预期。
信贷成本（年化）	0.85%	0.31%	0.74%	0.02%	0.13%	0.11%		0.49%	0.31%	-0.18%	四季度信贷成本有所反弹，但仍低于公司均衡水平，预计2010年可能上升到0.5%
其它资产信用成本（年化）	0.69%	0.04%	-0.06%	0.03%	-0.06%	-0.09%		0.22%	-0.01%	-0.23%	
有效税率	7.29%	22.43%	14.71%	23.30%	12.99%	-10.31%		21.72%	18.54%	-3.19%	
不良贷款率	1.09%	1.01%	0.86%	0.83%	0.82%						年末核销不良资产7.38亿减少了不良贷款余额，全年贷款总额大幅增长。
拨备覆盖率	225.73%	219.31%	241.39%	245.08%	246.66%						年末核销不良资产7.38亿减少了不良贷款余额。
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，其中个人住房抵押贷款增幅惊人

2009年贷款净额年增长率创近年来新高，达到36.2%，预计2010年贷款净额增速将回落到18%。（1）2009年下半年以来，贷款增速受到遏制，增速出现回落，见表一。（2）贷款增长较大的主要集中在制造业、交通、批发零售、房地产和个人住房抵押贷款。（3）公司没有详细披露前十大贷款客户名称，只披露了行业分布，主要集中于交通领域，房地产贷款和地方融资平台相对较小。

图一：贷款大幅增长

图二：贷存比上升



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		
企业贷款	518,440	62.2%	659,175	58.4%	140,735	27.1%
制造业	158,018	19.0%	187,532	16.6%	29,514	18.7%
交通运输、仓储和邮政业	90,391	10.8%	107,574	9.5%	17,183	19.0%
批发和零售业	56,897	6.8%	77,743	6.9%	20,846	36.6%
房地产业	47,233	5.7%	68,615	6.1%	21,382	45.3%
电力、燃气及水的生产和供应业	62,063	7.4%	64,064	5.7%	2,001	3.2%
租赁和商务服务业	27,982	3.4%	46,146	4.1%	18,164	64.9%
水利、环境和公共设施管理业	9,163	1.1%	28,626	2.5%	19,463	212.4%
建筑业	22,774	2.7%	25,135	2.2%	2,361	10.4%
采矿业	14,127	1.7%	18,917	1.7%	4,790	33.9%
信息传输、计算机服务和软件业	6,223	0.7%	9,311	0.8%	3,088	49.6%
其他	23,569	2.8%	25,512	2.3%	1,943	8.2%
票据贴现	95,766	11.5%	101,756	9.0%	5,990	6.3%
零售贷款	219,342	26.3%	368,592	32.6%	149,250	68.0%
住房按揭贷款	148,452	17.8%	263,852	23.4%	115,400	77.7%
信用卡应收账款	31,604	3.8%	39,942	3.5%	8,338	26.4%
其它	39,286	4.7%	64,798	5.7%	25,512	64.9%
客户贷款总额	833,548	100.0%	1,129,523	100.0%	295,975	35.5%

资料来源: 公司财报 万联证券

前十大贷款客户

(人民币百万元, 百分比除外)				
行业	客户性质	贷款金额	占资本净额百分比	占贷款总额百分比
交通运输、仓储和邮政业	国有企业	6,170	5.7	0.55
交通运输、仓储和邮政业	其他内资企业	4,160	3.84	0.37
交通运输、仓储和邮政业	其他有限责任公司	3,647	3.37	0.32
电力、燃气及水的生产和供应业	外资企业	3,000	2.77	0.27
交通运输、仓储和邮政业	国有企业	2,938	2.71	0.26
租赁和商务服务业	国有企业	2,731	2.52	0.24
房地产业	境外企业	2,421	2.24	0.21
信息传输、计算机服务和软件业	国有企业	2,073	1.92	0.18
交通运输、仓储和邮政业	其他内资企业	2,050	1.89	0.18
交通运输、仓储和邮政业	国有企业	2,010	1.86	0.18

合计

31,200

28.82

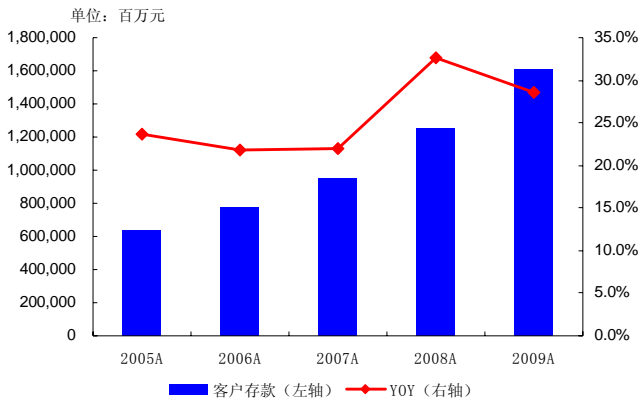
2.76

资料来源：公司财报 万联证券

### 三、存款中零售存款占比较高

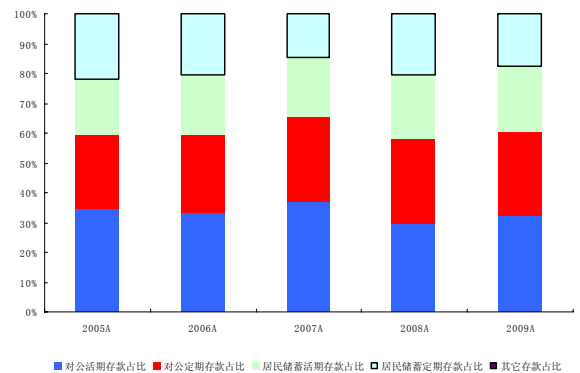
2009年客户存款同比增速达到28.6%，主要是三季度后，加强了存款吸收力度。公司的零售存款占比在股份制银行中属于最高的，达到了39.6%，较上年下降了2.4个百分点。

图三：存款大幅增长



数据来源：公司财报 万联证券

图四：零售存款占比较上年有所下滑

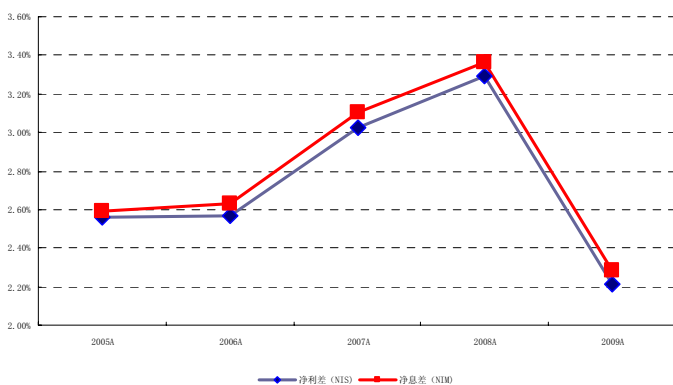


数据来源：公司财报 万联证券

### 四、净息差企稳回升

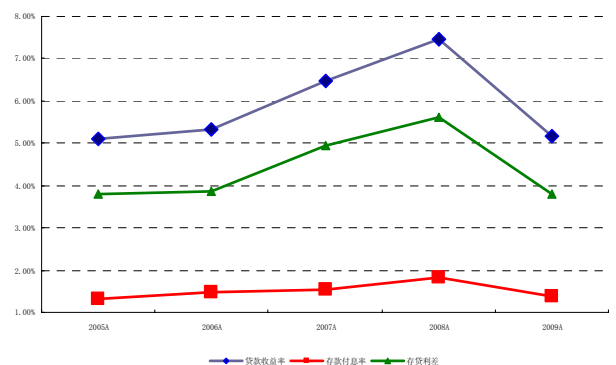
2009年公司净息差（以年初年末法计算），较上年下降了108个基点，这主要是基准利率下降的结果。分季度来看，公司的净息差二季度处于底部，三季度和四季度共回升28个基点。这一方面是公司下半年活期存款占比提升的结果，另一方面也受益于下半年相对紧缩的信贷格局，下浮贷款比例下降，一部分贴现贷款转化为高收益的一般贷款，平均贷款收益率上升，完全符合我们在半年报和季报时的预测。

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

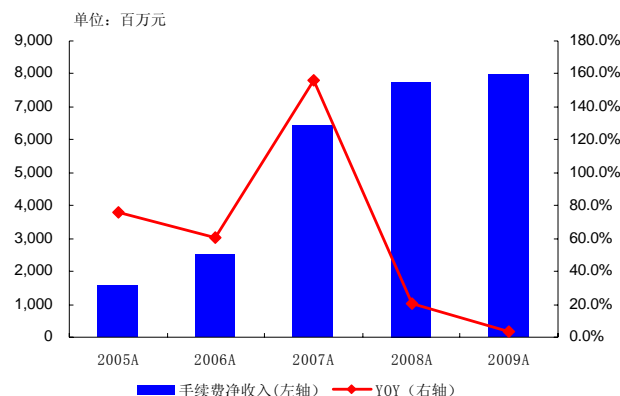
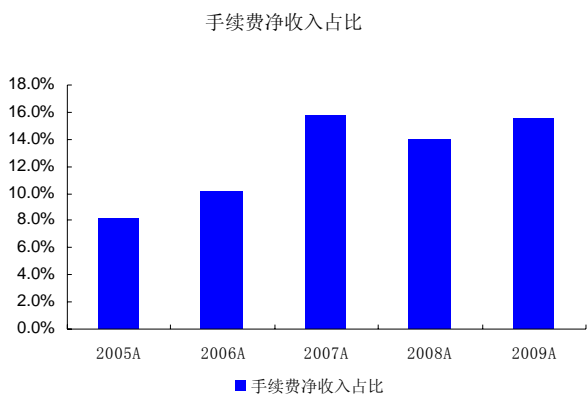
### 五、手续费收入增速大幅回落

正如我们一年前在《招商银行研究报告》中判断的，招商银行中间业务收入的高增长期已过。2009年，招行的手续费净收入微增3.2%。分业务来看，银行卡手续费收入微增，但下半年几乎保持不变。代理服务手续费

同比增长约一倍，其它收入来源泛善可陈，如表三所示。我们认为，2010年公司手续费收入最乐观的增长速度不超过15%。

图七：手续费净收入占比略有提升

图八：手续费净收入微幅增长，增速大幅回落



数据来源：公司财报 万联证券

数据来源：公司财报 万联证券

(表三：手续费收入分项比较)

单位：百万元	1H2005	2H2005	1H2006	2H2006	1H2007	2H2007	1H2008	2H2008	1H2009	2H2009
手续费及佣金收入	698	1,158	1,322	1,666	3,012	4,246	4,534	4,242	4,588	4,565
银行卡手续费	227	342	422	581	776	1,120	1,277	1,396	1,385	1,214
结算与清算手续费	93	336	268	340	375	399	487	495	508	569
代理服务手续费	188	127	280	291	1,365	1,613	916	712	1,109	1,368
信贷承诺及贷款业务佣金	76	110	132	135	193	231	295	315	364	359
托管及其他受托业务佣金	45	56	78	181	94	602	1,099	796	735	806
其它	69	187	143	138	209	281	460	528	487	249
手续费及佣金支出	-100	-189	-198	-276	-348	-471	-440	-592	-546	-614
手续费及佣金净收入	598	969	1,124	1,390	2,664	3,775	4,094	3,650	4,042	3,951

资料来源：公司资料 万联证券

环比增速分析(HOH)	1H2005	2H2005	1H2006	2H2006	1H2007	2H2007	1H2008	2H2008	1Q2009	2H2009
手续费及佣金收入		65.9%	14.2%	26.0%	80.8%	41.0%	6.8%	-6.4%	8.2%	-0.5%
银行卡手续费		50.5%	23.2%	37.9%	33.5%	44.3%	14.0%	9.3%	-0.8%	-12.3%
结算与清算手续费		259.0%	-20.3%	26.9%	10.4%	6.4%	22.1%	1.6%	2.6%	12.0%
代理服务手续费		-32.0%	119.6%	3.8%	369.9%	18.2%	-43.2%	-22.3%	55.8%	23.4%
信贷承诺及贷款业务佣金		44.0%	20.5%	2.1%	43.2%	19.7%	27.7%	6.8%	15.6%	-1.4%
托管及其他受托业务佣金		26.0%	38.7%	131.8%	-48.1%	540.4%	82.6%	-27.6%	-7.7%	9.7%
其它		171.2%	-23.6%	-3.1%	51.2%	34.4%	63.7%	14.8%	-7.8%	-48.9%
手续费及佣金支出		89.0%	4.8%	39.4%	26.1%	35.3%	-6.6%	34.5%	-7.8%	12.5%
手续费及佣金净收入		62.0%	16.0%	23.6%	91.7%	41.7%	8.5%	-10.8%	10.7%	-2.3%

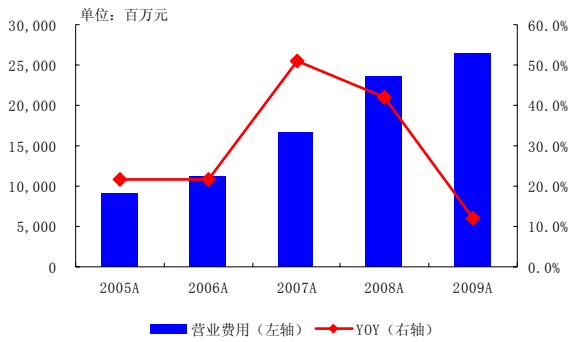
资料来源：公司财报 万联证券

## 六、营业费用增长平缓

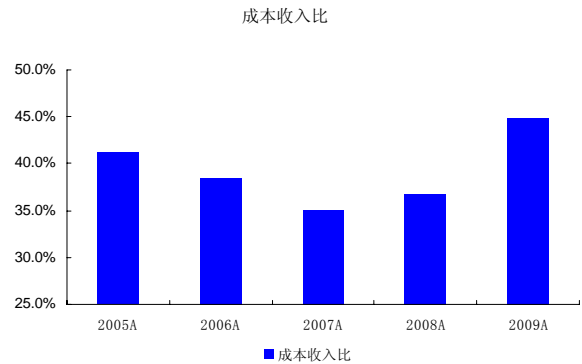
招行2009年营业费用同比增长约12%，成本收入比大幅上升到44.9%，这完全符合我们的预期。营业费用有一定刚性，特别是公司网点增长了10%。招行人均费用由上年的55万元上升到57万元。

图九：营业费用小幅增长

图十：成本收入比大幅提升



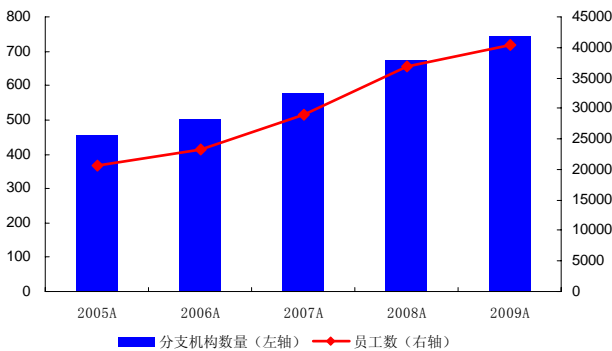
数据来源：公司财报 万联证券



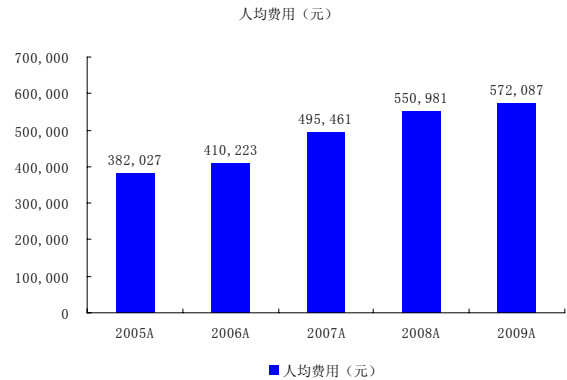
数据来源：公司财报 万联证券

图十一：机构数量和员工数继续增长

图十二：人均费用大幅上升



数据来源：公司财报 万联证券



数据来源：公司财报 万联证券

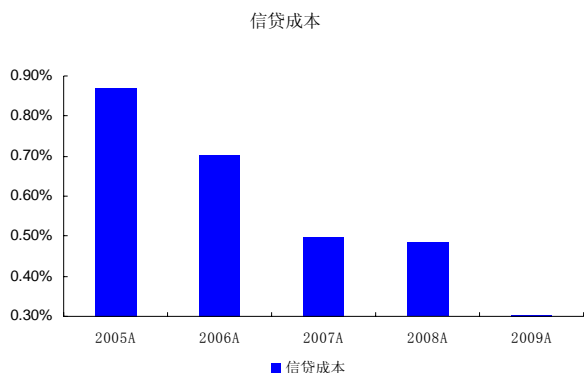
### 七、信贷成本处于历史低位，但未来上升压力显现。

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。公司一、二两个季度信贷成本较高，反映了对宏观经济形势。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0.5%的水平之上，这就显著拉低公司2010年的预期业绩。

2009年末，公司的不良贷款率普遍下降，主要是分母贷款大幅增长，同时，分子不良贷款余额核销7.38亿元所致。

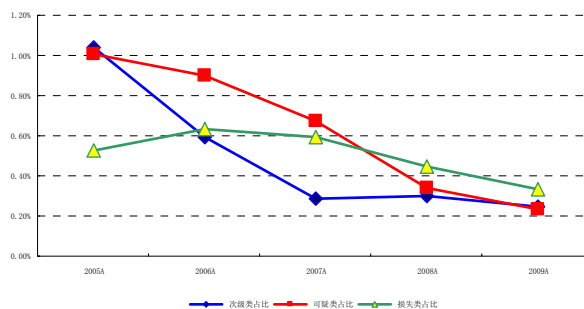
公司的拨备覆盖率重新上升到246.7%，但准备金/贷款总额较上年下降0.5个百分点，为2%。我们认为，这样的准备金覆盖率不足以抵御潜在的资产质量恶化风险。

图十三：信贷成本大幅下降，但反弹压力非常大



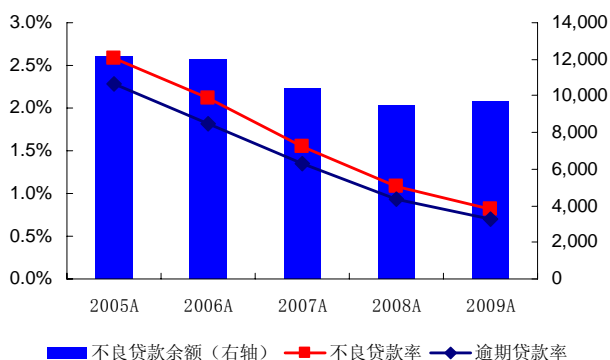
数据来源：公司财报 万联证券

图十四：不良贷款率下降



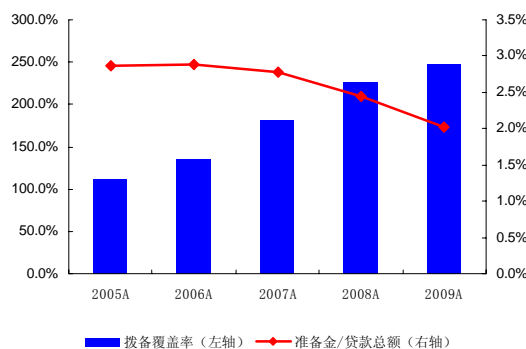
数据来源：公司财报 万联证券

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，准备金覆盖率下降



数据来源：公司财报 万联证券

### 八、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15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0.5%。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 15 个基点	增加 37 个基点	增加 57 个基点	增加 82 个基点
信贷成本	0.30%	1.06	1.22	1.37	1.55
	0.40%	1.01	1.17	1.32	1.50
	0.50%	0.97	1.13	1.27	1.45
	0.60%	0.92	1.08	1.22	1.41
	0.70%	0.87	1.03	1.18	1.36
	0.75%	0.85	1.01	1.15	1.34
	0.90%	0.78	0.94	1.08	1.27
	1.00%	0.73	0.89	1.04	1.22

当股价为14.2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 15 个基点	增加 37 个基点	增加 57 个基点	增加 82 个基点
0.30%	13.4	11.6	10.4	9.2
0.40%	14.0	12.1	10.8	9.5
0.50%	14.7	12.6	11.2	9.8
0.60%	15.4	13.2	11.6	10.1
0.70%	16.3	13.8	12.1	10.4
0.80%	16.7	14.1	12.3	10.6
0.90%	18.2	15.1	13.1	11.2
1.00%	19.4	15.9	13.7	11.6

从以上分析来看，公司即使净息差扩大到2007年最高水平，信贷成本为最低时，最低市盈率也达到9.2倍。最高市盈率则达到19.4倍。

### 九、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
<b>每股盈利及估值指标 单位: 元</b>							<b>资产质量</b>						
每股收益(摊薄)	1.04	1.43	0.95	0.97	1.20	1.41	正常	648,431	810,312	1,161,971			
每股拨备前利润	1.65	2.15	1.30	1.52	2.01	2.36	关注	14,342	13,737	14,119			
每股净资产(年末)	4.62	5.42	4.85	6.09	7.08	8.23	次级	1,910	2,626	2,961			
P/E(动态)				0.00	0.00	0.00	可疑	4,512	2,970	2,791			
P/B(动态)				0.00	0.00	0.00	损失	3,972	3,903	3,980			
股息派发率	27.01%	4.19%	22.02%	22.00%	22.00%	22.00%	不良贷款余额	10,394	9,499	9,732	15,326	25,048	36,653
净资产收益率	24.76%	28.35%	21.13%	18.61%	18.26%	18.40%	关注类占比	2.13%	1.57%	1.19%			
总资产收益率	1.36%	1.45%	1.00%	0.90%	0.91%	0.86%	次级类占比	0.28%	0.30%	0.25%			
<b>损益表: 单位: 百万元</b>							<b>可疑类占比</b>						
利息净收入	33,902	46,885	40,364	55,254	65,952	78,222	损失类占比	0.67%	0.34%	0.24%			
手续费净收入	6,439	7,744	7,993	9,134	10,434	11,916	不良贷款率	1.54%	1.09%	0.82%	1.09%	1.51%	1.87%
非利息收入	7,056	8,423	11,082	12,223	13,523	15,005	逾期贷款/贷款余额	1.35%	0.94%	0.70%			
营业收入	40,958	55,308	51,446	67,477	79,476	93,227	拨备覆盖率	180.39%	225.73%	246.66%	193.13%	156.98%	138.94%
营业费用	16,738	23,742	26,562	34,719	36,119	42,307	准备金余额/贷款余额	2.79%	2.45%	2.02%	2.11%	2.37%	2.60%
拨备前利润	24,220	31,566	24,884	32,758	43,357	50,920	个人房贷余额	131,138	148,452	273,659			
资产减值损失	3,305	5,154	2,971	6,648	10,872	12,876	房地产贷款余额	43,181	47,233	90,527			
税前利润	21,043	26,759	22,384	26,110	32,485	38,044	建筑贷款余额	17,145	22,774	26,230			
净利润	15,243	20,946	18,235	20,888	25,988	30,435	<b>资本结构</b>						
归属于母公司股东的净利润	15,243	21,077	18,235	20,888	25,988	30,435	核心资本	63,237	60,149	77,258	115,547	135,818	159,557
<b>资产负债率 单位: 百万元</b>							<b>附属资本</b>						
贷款总额	673,167	874,196	1,185,822	1,400,543	1,657,035	1,959,829	资本净额	11,994	45,616	46,057	46,057	46,057	46,057
贷款净额	654,417	852,754	1,161,817	1,370,944	1,617,714	1,908,903	加权风险资产	726,029	917,201	1,161,776	1,465,809	1,801,332	2,233,979
同业资产	239,564	186,466	270,125	405,188	607,781	911,672	核心资本充足率	8.71%	6.56%	6.65%	7.88%	7.54%	7.14%
债券	227,540	292,117	375,386	442,955	522,687	616,771	资本充足率	10.29%	11.34%	10.45%	11.02%	10.10%	9.20%
生息资产	1,274,168	1,512,938	2,023,495	2,522,705	3,106,452	3,860,103	加权风险资产系数	55.40%	58.35%	56.18%	57.00%	57.00%	57.00%
资产合计	1,310,552	1,571,797	2,067,941	2,571,596	3,160,232	3,919,261	<b>资产负债结构</b>						
存款	943,534	1,250,648	1,608,146	1,897,612	2,239,182	2,642,235	股东权益/资产合计	5.19%	5.08%	4.49%	5.12%	4.84%	4.54%
同业负债	265,123	165,916	265,119	397,679	596,518	894,777	生息资产/资产合计	97.22%	96.26%	97.85%	98.10%	98.30%	98.49%
付息负债	1,226,202	1,459,194	1,915,199	2,337,225	2,877,634	3,578,946	贷款净额/资产合计	49.93%	54.25%	56.18%	53.31%	51.19%	48.71%
负债合计	1,242,568	1,492,016	1,975,158	2,439,943	3,007,187	3,741,498	贷款(不含贴现)/资产合计	45.95%	48.16%	51.22%	53.31%	51.19%	48.71%
<b>主要驱动因素</b>							<b>债券/资产合计</b>						
<b>按年初年末法计算</b>							<b>贷款净额/存款</b>						
贷款收益率	6.48%	7.44%	5.16%	5.30%	5.30%	5.30%	同业资产/资产合计	18.28%	11.86%	13.06%	15.76%	19.23%	23.26%
同业收益率	2.44%	2.30%	1.01%	1.70%	1.70%	1.70%	<b>贷款结构</b>						
债券收益率	3.31%	3.39%	2.56%	3.00%	3.00%	3.00%	个人贷款占比	0.00%	0.00%	32.20%			
存款付息率	1.54%	1.82%	1.37%	1.50%	1.50%	1.50%	信用卡贷款占比	0.00%	0.00%	3.40%			
同业负债付息率	2.33%	2.24%	1.68%	1.70%	1.70%	1.70%	个人房贷占比	19.48%	16.98%	23.08%			
金融债付息率	2.75%	3.33%	4.57%	4.60%	4.60%	4.60%	房地产贷款占比	6.41%	5.40%	7.63%			
生息资产收益率	4.72%	5.21%	3.72%	3.92%	3.81%	3.72%	建筑贷款占比	2.55%	2.61%	2.21%			
付息负债付息率	1.69%	1.92%	1.51%	1.59%	1.59%	1.59%	中长期贷款占比	0.00%	0.00%	0.00%			
NIS(净利差)	3.03%	3.29%	2.21%	2.33%	2.23%	2.13%	贴现贷款占比	7.99%	11.23%	8.83%			
NIM(净息差)	3.10%	3.36%	2.28%	2.43%	2.34%	2.25%	<b>存款结构</b>						
存贷利差	4.94%	5.63%	3.79%	3.80%	3.80%	3.80%	对公活期存款	37.20%	29.84%	32.38%			
贷款净额(YOY)	19.11%	30.31%	36.24%	18.00%	18.00%	18.00%	对公定期存款	28.20%	28.19%	27.88%			
生息资产(YOY)	39.67%	18.74%	33.75%	24.67%	23.14%	24.26%	居民储蓄活期存款	20.21%	21.45%	22.37%			
资产合计(YOY)	40.30%	19.93%	31.57%	24.36%	22.89%	24.02%	居民储蓄定期存款	14.40%	20.53%	17.36%			
存款(YOY)	21.94%	32.55%	28.59%	18.00%	18.00%	18.00%	其它存款	0.00%	0.00%	0.00%			
付息负债(YOY)	41.73%	19.00%	31.25%	22.04%	23.12%	24.37%	长期存款						
负债合计(YOY)	41.37%	20.08%	32.38%	23.53%	23.25%	24.42%	其它数据						
手续费净收入/营业收入	15.72%	14.00%	15.54%	13.54%	13.13%	12.78%	分支机构数量	579	674	745			
非利息收入/营业收入	17.23%	15.23%	21.54%	18.11%	17.02%	16.10%	员工数	28,971	36,916	40,340			
成本收入比	35.05%	36.78%	44.86%	45.00%	45.00%	45.00%							
信贷成本	0.50%	0.49%	0.31%	0.50%	0.70%	0.70%							
有效税率	27.56%	21.72%	18.54%	20.00%	20.00%	20.00%							

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。