

银行III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 林帆

S0960110120015

0755-82026821

linfan@cjis.cn

6-12个月目标价: 5.18元

当前股价: 4.34元

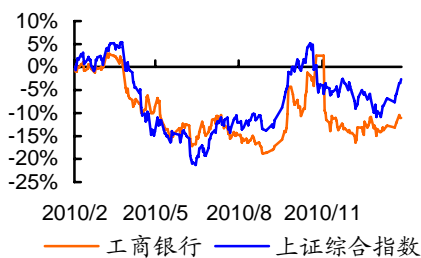
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2923.90
总股本(百万)	349019
流通股本(百万)	349019
流通市值(亿)	15147
EPS (TTM)	0.45
每股净资产(元)	1.95
资产负债率	94.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
工商银行	-0.23	-11.61	5.48
上证综合指数	4.75	1.01	9.85



工商银行

601398

推荐

强化“资本节约型”业务模式，5年内非息收入将占半壁江山

工商银行董事长姜建清近日表示，工行将增加非利息收入在营业收入中的比重，计划用五年时间使息差收入、中间业务收入、投资与交易业务收入的比例由目前的6:2:2变成5:2.5:2.5，然后再花五年达到4:3:3。

投资要点:

- **非利息收入高增长可充分弥补息差收入增速可能的下降。**经测算，若能实现2015年非利息收入占比50%目标，在净利息收入保持年增5%的保守情景下，公司营业收入将有15.2%的年复合增长率；在净利息收入保持年增10%的中性假设下，公司营业收入将有20.7%的年复合增长率。
- **中间业务成长空间广阔，工商银行竞争优势突出。**通过将11种中间业务归为3类：“交易媒介类”、“证券市场相关类”、“融资辅助类”，可总结出每类业务主要的增长驱动力。受益于“居民支付习惯转变”、“企业管理的精细化”等5个趋势，银行中间业务将保持多年快速增长。中间业务主要竞争壁垒在于渠道和客户基础，工行强大的渠道和客户资源将保证其在该领域的领先地位。
- **“内部挖潜”与“外延扩张”是投资交易类收入增长两大引擎。**投资交易类收入目前仅占工行营业收入2.77%，达到5年计划中的25%难度较大，而一旦成功实现将贡献可观利润增长。工行提高该类业务收入的可行途径有“提高交易类债券投资占比”、“增加长期股权投资”、“随着公司海外业务的扩张增加海外金融工具投资”。
- **息差收入短期内保持稳定增长，长期不必过分悲观。**预计工行2011年信贷增速13%左右，在加息周期中息差收入将稳健增长。经济增长方式转变、资本监管标准提高、利率市场化均可能造成银行息差收入增速下降。但美国经验显示，利率市场化与经济增长放缓在长期中并不改变银行业净利润增速高于GDP增速的趋势。同时，我国金融当局提高资本监管标准、推动利率市场化的目的不是降低银行利润水平，而是提高银行的安全性、增强银行的核心竞争力，长期中意味着银行业投资价值的提升。
- **盈利预测与估值。**预计公司2010年、2011、2012年EPS分别为0.47元、0.59元、0.70元。给出未来6个月目标价5.18元，对应2011、2012年PE分别为8.8x、7.4x，对应PB分别为1.8x、1.6x。给予“推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	309,454	385,177	477,946	567,057
同比(%)	-0.1%	24.5%	24.1%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	129,666	164,263	206,382	245,987
同比(%)	15.7%	26.7%	25.6%	19.2%
ROAE(%)	20.6%	21.9%	22.7%	23.2%
EPS(元)	0.39	0.47	0.59	0.70
P/E	11.2	9.2	7.4	6.2
P/B	2.2	1.8	1.5	1.3

目 录

一、管理层描绘转型路线图：非利息收入成为新增长点.....	3
二、中间业务市场空间广阔，工商银行竞争优势突出	4
2.1 国内商业银行中间业务成长空间广阔.....	4
2.2 工商银行中间业务竞争优势突出.....	8
三、“内部挖潜”与“外延扩张”——投资交易类收入增长的两大引擎	10
3.1 工商银行投资与交易类收入基数较低，受到管理层重视后或将快速增长.....	10
3.2 工商银行提高投资交易类收入的可行路径	12
四、息差收入——短期仍稳定增长，长期不必过分悲观.....	18
4.1 “以价补量”保障工行息差收入 2011 年稳定增长	18
4.2 长期内不必对银行业前景过分悲观	21
五、盈利预测与估值	22

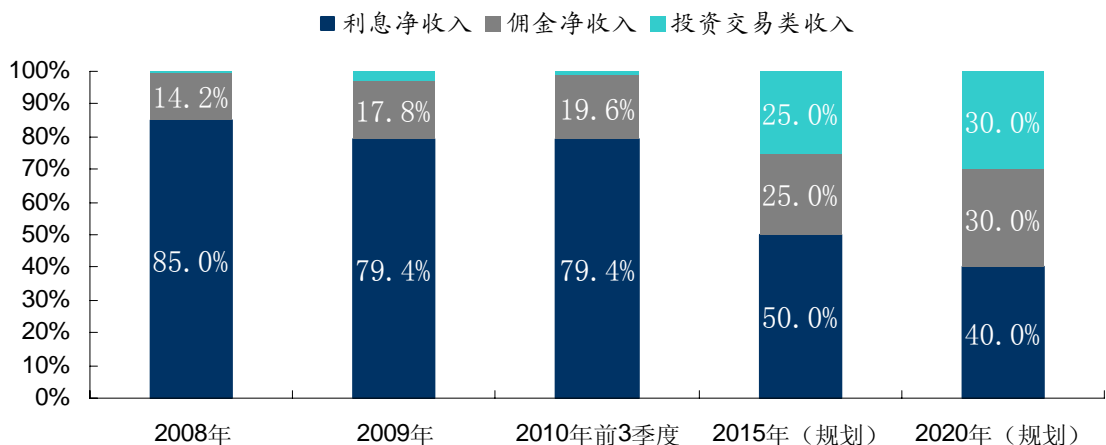
一、管理层描绘转型路线图：非利息收入成为新增长点

点

根据中国证券报2月9日消息：工商银行董事长姜建清近日表示，工行业务模式将向“资本节约型”转变，希望用未来五年时间，使息差收入、中间业务收入、投资与交易业务收入的比例由目前的6：2：2变成5：2.5：2.5，然后再花五年达到4：3：3。

工行上述规划的出炉，是外部经营环境与公司自身盈利动机“半推半就”的结果。由于资本充足率监管的日益严格，利率市场化进程临近，银行业不可能继续依靠大规模增加贷款来发展，必须加大“资本节约型”业务占比以适应外部环境变化，是谓“半推”；随着国民财富积累与经济活动的日益活跃，社会对存贷款之外的银行服务需求进入快速增长阶段，为银行提供了可观的盈利空间，银行自身也有强烈的动机分抢这块蛋糕，是谓“半就”。

图表 1 工商银行营业收入结构变化趋势



资料来源：公司公告、公开信息、中投证券研究所

2009 年度，工商银行净利息收入、佣金手续费净收入（来自各项中间业务，下文简称“佣金净收入”）、投资与交易类收入占比分别为 79.4%、17.8%、2%。

为了测算前述 5 年计划、10 年计划对公司营业收入增速的影响，可进行图表 2 所示测算。表中假设了工行未来净利息收入年增速为 5%、10%、15% 三种情形，计算每种情形下为使非利息收入占比如期达到目标比例所需要的“中间业务收入”年增速以及“投资交易收入”年增速，同时也计算出了各种情形下对应的营业收入年复合增速。

可见，在净利息收入增速 10% 的中性假设下，5 年计划和 10 年计划对应的营业收入年增速分别为 20.7% 和 17.8%。

图表 2 公司非利息收入规划引申增长率测算 (单位: 百万元)

净利息收入 CAGR 假设:	5%			10%		15%	
	2010E	2015E	2020E	2015E	2020E	2015E	2020E
利息净收入	299877	382727	488468	482955	777804	603160	1213170
佣金净收入	73141	191364	366351	241477	583353	301580	909877
投资交易类收入	3600	191364	366351	241477	583353	301580	909877
营业收入	376618	765455	1221170	965910	1944509	1206320	3032924
营业收入 CAGR		15.2%	12.5%	20.7%	17.8%	26.2%	23.2%
佣金净收入 CAGR		21.2%	17.5%	27.0%	23.1%	32.8%	28.7%
投资交易类收入 CAGR		121.4%	58.8%	131.9%	66.3%	142.4%	73.9%

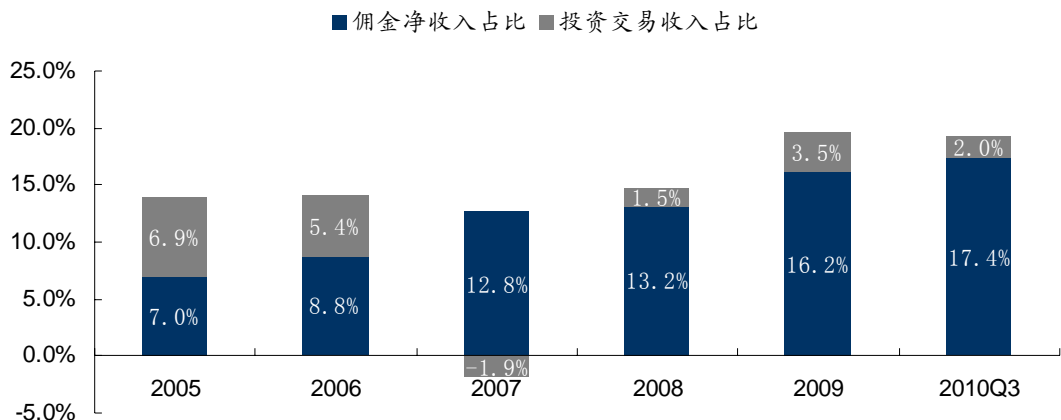
资料来源: 中投证券研究所

二、中间业务市场空间广阔, 工商银行竞争优势突出

2.1 国内商业银行中间业务成长空间广阔

中间业务是国内商业银行目前主要的非利息收入来源。A 股 16 家上市银行 2010 年前 3 季度共实现中间业务收入 (即银行报表中的“佣金手续费净收入”) 2217.5 亿元, 占上市银行营业收入总和的 17.4%; 实现投资与交易类收入 (包括投资收益、公允价值变动净损益、汇兑及汇率产品净损益) 255.7 亿元, 占上市银行营业收入 2.0%。

图表 3 上市银行非利息收入构成



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

2.1.1 五种因素推动三类中间业务快速增长

国内商业银行已开展的中间业务主要包括如下 11 种: 结算与清算、信用承诺、银行卡、外汇买卖价差收入、顾问和咨询费、担保、投资银行、理财、

资产托管、电子银行以及代理收付。为便于研究中间业务整体的发展规律，我们根据各业务针对客户需求领域的不同，将上述 11 种业务归为三类，见图表 3。

图表 3 国内商业银行中间业务归类

分类	业务	工行收入（2010 年 3Q）
交易媒介类	结算与清算	42.90%
	银行卡	
	电子银行	
	代理收付	
	外汇买卖价差收入	
证券市场相关类	理财业务	31.00%
	资产托管	
融资辅助类	信用承诺	26.10%
	担保	
	投资银行	
	顾问和咨询	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

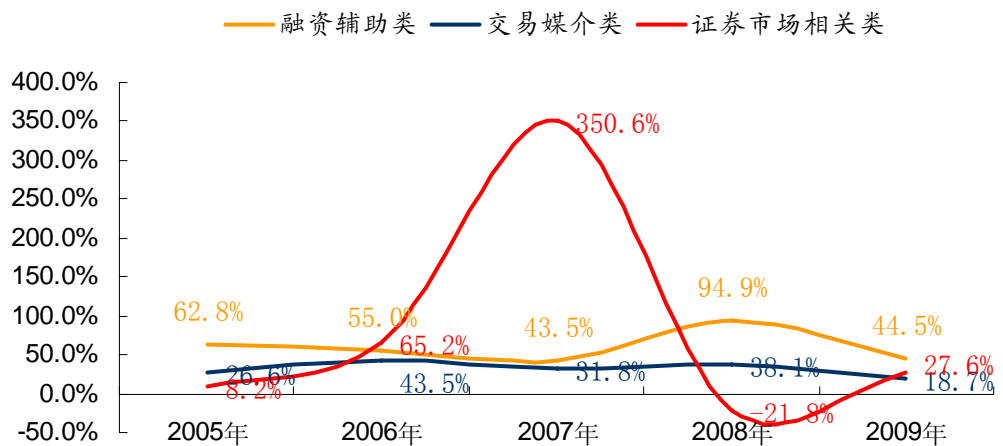
各类别特点：

1、**交易媒介类**：此类中的 5 种业务均与商品、劳务的交易行为高度相关，要么为交易行为提供媒介、要么为交易过程提供便利。

2、**证券市场相关类**：理财业务直接代理客户进行投资，托管业务为客户证券投资提供辅助服务。

3、**融资辅助类**：信用承诺和担保都与银行信贷业务高度相关；投资银行主要是债券承销，与直接融资相关；商业银行的顾问咨询服务很多时候都与信贷项目搭配销售，同时有部分银行将债券承销收入也归入顾问咨询业务收入进行披露，因此可以将顾问咨询业务也归入融资辅助类。

图表 4 工商银行三类中间业务收入历史同比增速



数据来源：公司公告、中投证券研究所

各类收入增长的驱动因素。观察图表 4 可见：**证券市场相关类中间业务的增长与以股票为代表的资产价格波动有明显相关性**，在股市繁荣的 2007 年增速高于 300%，而在股市低迷的 2008 年则出现负增长；而**融资辅助类中间业务收入增长则与社会信贷供需对比相关性较高**，2008 年的大部分时间货币政策处于紧缩状态，信贷供不应求，工行融资辅助类收入增速上升很快，而在信贷供给宽松的 2009 年，此类业务收入增速则出现回落；**交易媒介类收入**的增速则相对平稳，并与国内消费支出、国际贸易量表现出一定相关性。

三类中间业务收入受益于以下五种趋势性因素，将保持较快增长：

1、支付习惯的转变：我国已多年未提高现钞最大面额，携带大量纸币愈发不便，城市居民在超市、餐饮消费，在支付商旅、会议费用以及购买汽车等大额支付中采用刷卡支付方式日益普遍；随着居民生活节奏加快以及网络和快递业的发展，电子购物被越来越多的人群接受。随着支付习惯的变革渗透至更多的人群，银行卡和电子银行相关收入将持续快速增长。——**利好交易媒介类中间业务收入**

2、国际经济往来的深化：随着海外市场复苏带动的出口贸易的回升，以及国内消费能力提高带来的进口贸易长期增长趋势，与国际结算、汇兑相关的中间业务收入将稳步增长；人民币国际化以及资本项目开放将推动海外投资的增长，投资活动本身以及投资后国内外母子公司之间的财务往来，带来结算、汇兑、现金管理、外汇理财等领域的需求。——**利好交易媒介类、投资相关类中间业务收入**

3、居民财富的积累：随着居民财富的日渐积累，满足基本生活需要后的剩余部分越来越多，对于财富管理的需求越来越高，将推动理财类收入的增长；同时，伴随着刘易斯拐点的到来，原本收入较低的小城镇、乡镇居民收入也逐步提高，将产生储蓄之外的银行服务需求，如基金销售、股票托管，虽然这部分客户每人能产生的中间业务需求仍较有限，但考虑到这部分人口数量的庞大，其累积需求总量亦很可观。——**利好投资相关类中间业务收入**

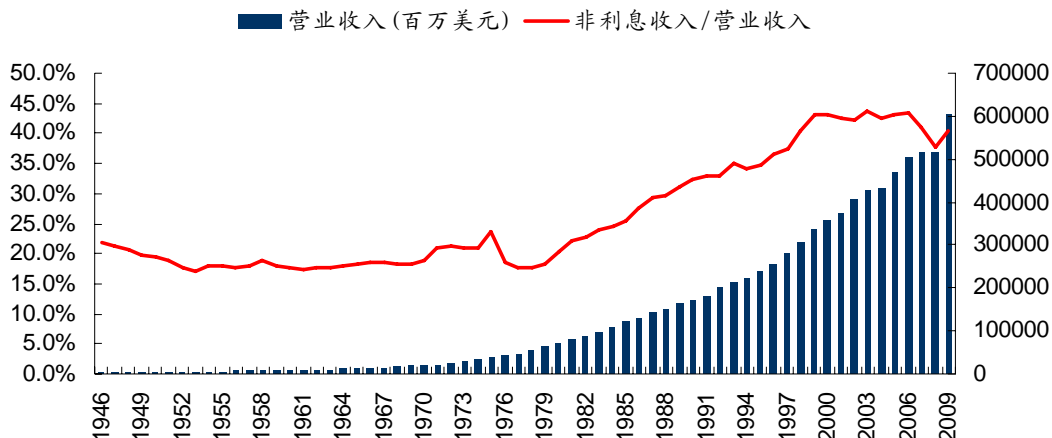
4、企业管理的精细化：经过改革开放 30 年的发展，我国越来越多的行业将逐步告别高速成长期，步入成熟期。行业内同业竞争强度的增加要求企业进行更精细化的管理，包括降低财务成本、提高富余资金收益等，将增加对债券发行、现金管理、理财、顾问咨询等中间业务需求。——**利好融资辅助类、投资相关类中间业务收入**

5、直接融资占比增加：鉴于融资行为过分集中于银行系统可能给金融稳定带来的风险，增加直接融资占比已成为金融当局的中长期目标。其中，债券市场容量的日益扩大和门槛的逐步降低，将增加投资银行业务需求。——**利好融资辅助类中间业务收入**

2.1.2 发达国家历史经验亦表明，我国中间业务仍有广阔成长空间

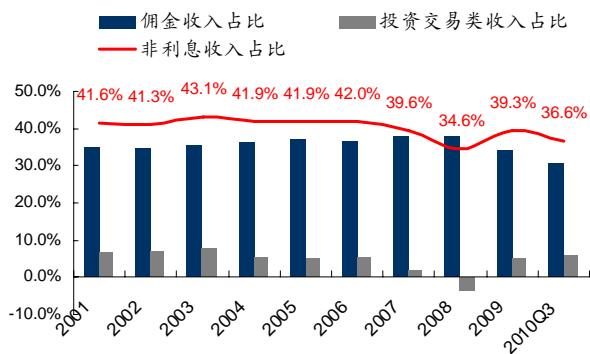
1980 年代以前，美国银行业非利息收入占营业收入的比重基本在 20% 以下，1980 年后随着对银行多元业务监管的逐步放松及利率市场化后银行竞争的加剧，非利息收入占比逐步提高，在 2008 年金融危机中有所下降，但 2009 年又回升到 40.26%，如图表 5。

图表 5 美国银行业营业收入构成变化



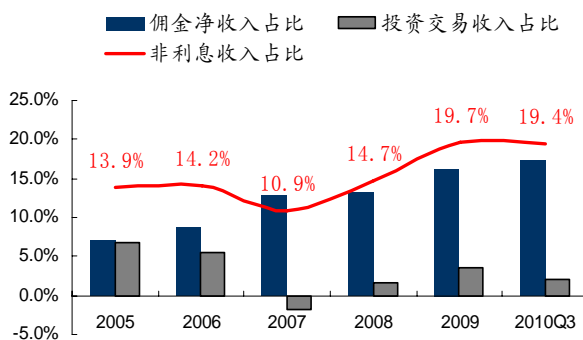
数据来源: FDIC、中投证券研究所

图表 6 美国银行业非利息收入占营业收入比重



数据来源: FDIC、中投证券研究所

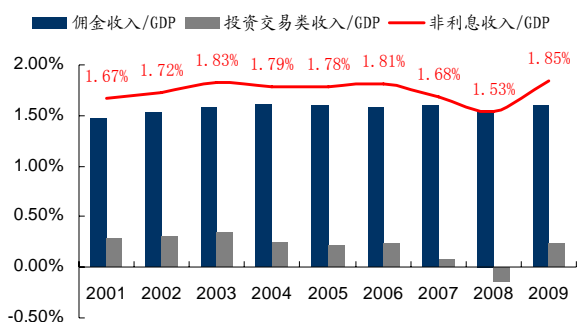
图表 7 中国上市银行非利息收入占营业收入比重



数据来源: 公司公告、Wind、中投证券研究所

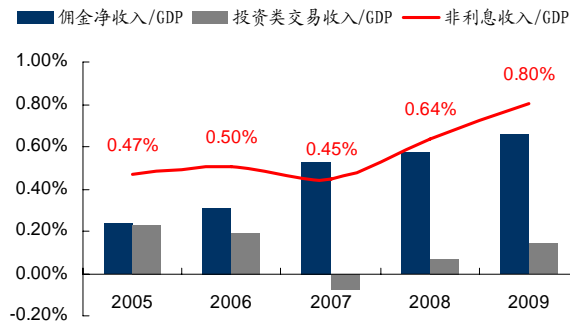
GDP 是一国居民对商品和劳务的总支出, 银行中间业务总收入占 GDP 比重体现了一国总需求中对非信贷类银行服务的需求占比。2009 年美国银行业非利息收入占 GDP 比例为 1.85%, 其中来自中间业务的佣金收入占比 1.59%, 如图表 8; 2009 年我国银行业佣金收入占 GDP 比重为 0.65%, 如图表 9。随着我国产业结构的继续升级, 服务业产值占 GDP 比重将继续提高, 在这一过程中银行中间业务佣金收入占 GDP 比例仍有相当提升空间。

图表 8 美国银行业非利息收入总额占 GDP 比重



数据来源: FDIC、中投证券研究所

图表 9 中国银行业非利息收入占 GDP 比重



数据来源: 公司公告、中投证券研究所

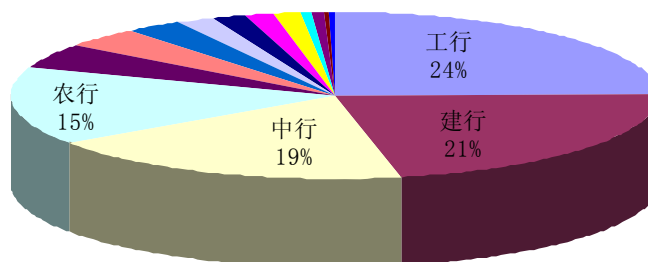
2.2 工商银行中间业务竞争优势突出

2.2.1 中间业务收入市场份额最高, 对公司盈利能力增厚明显

2010 年前 3 季度, 工商银行实现佣金净收入 545.6 亿元, 市场份额 24.6%, 居同业第一位。同时, 工行佣金收入占营业收入 19.6%, 居同业第 3。

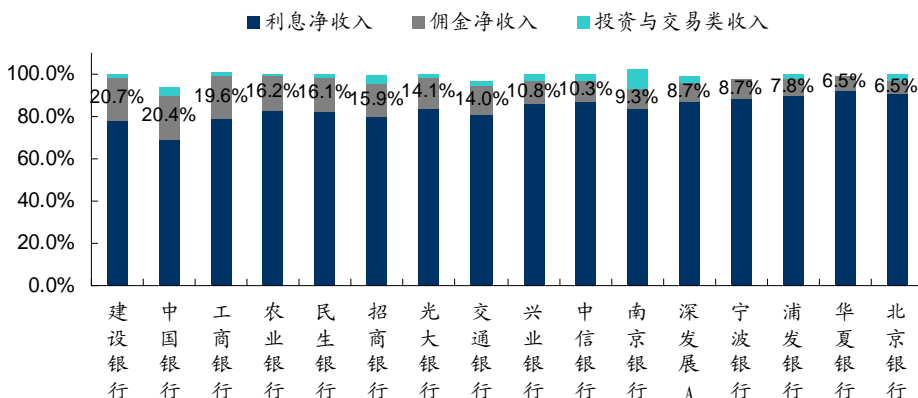
图表 10 上市银行佣金手续费收入市场份额 (2010 年前 3 季度)

■ 工行 ■ 建行 ■ 中行 ■ 农行 ■ 交行 ■ 招商 ■ 民生 ■ 中信
■ 光大 ■ 兴业 ■ 浦发 ■ 华夏 ■ 深发展 ■ 北京 ■ 南京 ■ 宁波



数据来源: 公司公告、中投证券研究所

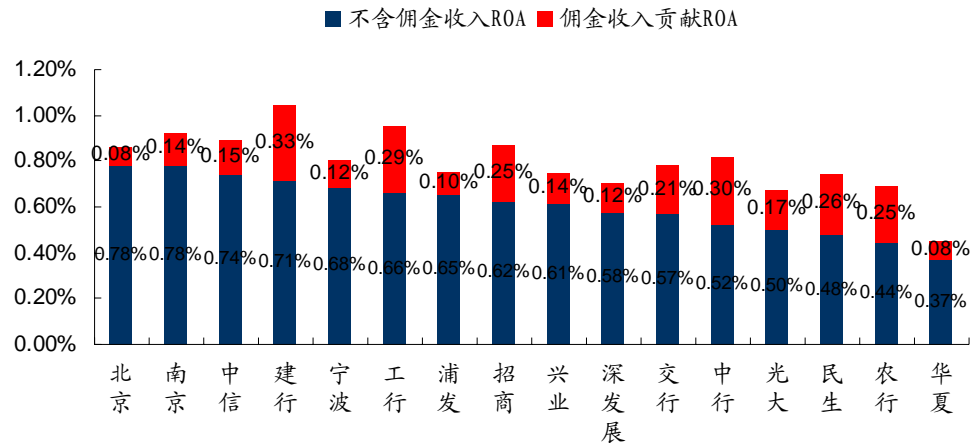
图表 11 各行营业收入结构比较 (2010 年前 3 季度)



数据来源: 公司公告、中投证券研究所

中间业务收入对工行盈利能力贡献明显。2010年3季度，工商银行 ROAA 为 0.95%，其中约 0.29% 由中间业务佣金收入贡献，约 0.66% 由其余业务收入贡献。若剔除各行的佣金收入，工商银行 0.66% 的 ROAA 居同业第 6 位，排在北京、南京、中信、建行、宁波等 5 家银行之后；包含佣金收入之后，工行 0.95% 的 ROAA 则上升至同业第 2 位，见图表 12。

图表 12 佣金收入对各行 ROAA 的贡献幅度（已考虑费用、税收因素）



数据来源：公司公告、中投证券研究所

2.2.2 密布的渠道网络、雄厚的客户基础，筑起工商银行中间业务竞争优势壁垒

我国商业银行目前开展的各类中间业务，在技术操作上并不存在很高的壁垒，产品创新很容易被模仿，差异化服务方面能够筑起的壁垒高度也有限。因此能够决定中间业务竞争优势的主要因素为以下两个方面：

- 1、渠道：分部的广泛程度与覆盖的稠密程度
- 2、客户：数量、结构（公司客户/个人客户，大型客户/小型客户，高净值客户/低净值客户）

图表 13 部分上市银行渠道、员工数量比较

	网点数	员工数
农行	23624	441144
工行	16391	388032
建行	13403	299917
中行	10996	262114
交行	2761	80137
招商	778	40391
中信	649	24991
浦发	592	24674
兴业	538	23340
民生	455	27661
华夏	370	13276
深发展	303	15449

数据来源：公司公告、中投证券研究所

工行目前拥有 1.6 万多家境内机构和 203 家境外机构，为多达 2.3 亿个人客户和 400 多万企业客户提供全面的银行服务。强大的渠道、客户优势，使得工行在多项中间业务中具有竞争优势：

- 分布广泛的渠道以及数量庞大的客户共同形成网络效应，使得工行在支付、结算、资产托管等业务领域具有天然优势；
- 客户结构中大型公司客户占比相对较高，因而派生出较多的债券承销、对公理财、顾问咨询业务机会；
- 中间业务业务量巨大，摊薄了成本，形成规模效应，有能力提出更具竞争力的服务价格。

图表 14 工商银行各类佣金手续费业务竞争优势

分类	业务	工商银行竞争优势
交易媒介类	结算与清算	渠道广泛、客户数量多、客户资产规模大
	银行卡	个人客户数量众多
	电子银行	
	代理收付	渠道广泛、个人客户数量众多
	外汇买卖价差收入	
证券市场相关	理财业务	客户数量多、客户资产规模大
	资产托管	渠道广泛、客户数量众多
融资辅助类	信用承诺	对公客户数量众多
	担保	对公客户数量众多
	投资银行	符合发债条件的大型公司客户数量多
	顾问和咨询	大型公司客户数量多

数据来源：中投证券研究所

三、“内部挖潜”与“外延扩张”——投资交易类收

入增长的两大引擎

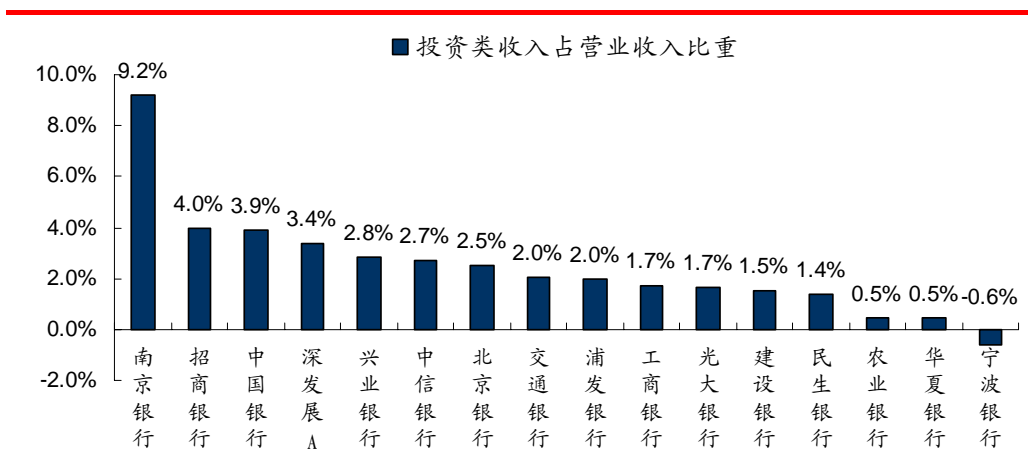
3.1 工商银行投资与交易类收入基数较低，受到管理层重视后或将快速增长

目前我国商业银行已开展的投资交易类收入主要包括“金融工具公允价值变动收益”、“长期股权投资收益”以及“汇兑收益”。历史上投资交易类业务并未得到国内商业银行的充分重视，该类业务收入占各行营业收入的比重一般都不超过 10%，见图表 15。然而，随着我国商业银行息差收入增速的减慢，投资交易类收入未来有可能成为各行营业收入的重要增长点之一。

2010 年前 3 季度，工商银行投资与交易类收入占营业收入的比重为 1.7%，在上市银行中排名第 10。可见，工商银行投资交易类收入基数很低，在 5 年

内达到营业收入 25%具有一定的难度，然而一旦能够成功达到，对公司利润增速将有相当可观的贡献。

图表 15 上市银行投资交易类收入占营业收入比重



数据来源：公司公告、中投证券研究所

国际比较证明，工行投资交易类收入占比具有提升至 25%的可行性。图表 16 列出了国际规模最大的主要银行（银行集团）2009 年度投资交易类收入占营业收入的比重。其中，投资交易类收入主要包括交易与衍生品净损益(Net Gains/Losses on Trading and Derivatives)以及以公允价值计价的资产净损益 (Net Gains/Losses on Assets at FV)。图中显示，国际各主要银行投资交易类收入占比差异明显，从 1%到 43%不等。

图表 16 目前发达国家主要 10 家大型银行（集团）投资交易类收入占营业收入比例

	所在国家	投资交易收入占营业收入比
Credit Suisse Group AG-瑞信	瑞士	43.4%
Barclays Plc-巴克莱	英国	29.0%
Mizuho Corporate Bank Ltd.-瑞惠	日本	26.7%
Deutsche Bank AG-德意志	德国	26.1%
HSBC Bank plc-汇丰（英）	英国	23.8%
HSBC Limited (The)（香港）	香港	22.1%
RBS Holdings NV-苏皇	荷兰	23.5%
RBS Plc (The)-苏皇	英国	12.3%
BNP Paribas-巴黎	法国	15.9%
JP Morgan Chase Bank, NA-摩根大通	美国	11.6%
Bank of America Corporation-美银	美国	9.9%
Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc-三井住友	日本	8.7%
Mitsubishi UFJ Financial Group Inc-三菱东京 UFJ	日本	7.2%
UBS AG-瑞银	瑞士	6.4%
Citigroup Inc-花旗	美国	4.8%
Wells Fargo Bank, NA-富国	美国	2.8%

资料来源：bankscope、中投证券研究所

从上表中的信息可以初步推出以下结论:

- 1、各银行（银行集团）投资交易类收入占比高低与所在国家关系不大；
- 2、总资产规模均在世界居前的主要银行投资交易类收入占比差异巨大，说明该类收入占比与银行的资产规模大小没有必然关系；
- 3、各银行对自身业务结构的定位规划和经营效果很可能是银行收入结构的重要决定因素。

因此，虽然工商银行目前的投资与交易类收入占比仅 2% 左右，但如果得到了公司战略层面的重视并辅以正确的运营策略，收入占比最终达到公司规划的 25% 乃至 30% 是有可能实现的。

3.2 工商银行提高投资交易类收入的可行路径

工商银行目前投资与交易类收入的具体构成如图表 17，“债券交易”、“对联营及合营公司的投资”以及“其他权益投资”是公司目前较主要的投资与交易类收入来源；而“公允价值变动净损益”目前规模较低，而“汇兑及汇率产品净损益”则刚刚于 2010 年扭亏。

图表 17 工商银行投资与交易类收入构成

	2008 年度	2009 年度
1. 投资收益	3,348	9,904
1.1 债券交易已实现损益	1,107	1,166
1.1.1 以公允价值计量且其变动计入当期损益的债券	1747	678
1.1.2 可供出售债券	-640	488
1.2 对联营及合营公司的投资收益	1,978	1,987
1.3 权益投资收益	263	6,751
2. 公允价值变动净损益	-71	-101
2.1 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融工具	-88	-45
2.2 衍生金融工具及其他	17	-56
3. 汇兑及汇率产品净损益	-851	-1,246

数据来源：公司公告、中投证券研究所

在不考虑未来新增可投资品种的前提下，工商银行目前可以从“内部挖潜”和“外部拓张”两个途径提高投资与交易类收入。

3.2.1 内部挖潜——提高“交易性金融资产”的占比。

我国商业的债券投资，在投资初始确认时按照投资策略的不同将被投资标的分为四类：交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资。同一种被投资债券若被划入不同的类别，既意味着投资策略的不同，也意味着会计计量方式的不同。例如，交易性金融资产的投资策略就是短期买卖获取价差收益，而持有至到期投资则依靠每期利息收入获利。四类投资划分的会计计量方法和投资损益的确认方式见图表 18。

图表 18 四类金融资产投资损益的会计确认方式

类别	后续计量	损益确认
交易性金融资产	公允价值法	所有已实现和未实现的损益均计入当期损益
可供出售金融资产	公允价值法	股利或利息收入，计入当期损益；公允价值变动在该金融资产终止确认或发生减值时确认为当期损益
持有至到期投资	实际利率法	其终止确认、发生减值或摊销产生的利得或损失，均计入当期损益
应收款项	实际利率法	其终止确认、发生减值或摊销产生的利得或损失，均计入当期损益

注：实际利率法又称“实际利息法”，是指每期的利息费用按实际利率乘以期初债券帐面价值计算，按实际利率计算的利息费用与按票面利率计算的应计利息的差额，即为本期摊销的溢价或折价。

在银行的利润表中，上述四类资产均能产生利息收入，然而只有“交易性金融资产”和“可供出售金融资产”能够产生投资交易类收入。在能产生投资交易类收入的两类中，“交易性金融资产”既可能产生利润表中的“投资收益”（当损益已实现时），亦可产生“公允价值变动净损益”（当损益尚未实现时）；而“可供出售金融资产”则只产生“投资收益”，这是因为此类金融资产的公允价值变动仅在资产最终处置时才被确认为当期损益，在资产被处置之前的公允价值变动不确认为损益。

在“交易性金融资产”与“可供出售金融资产”中，又以前者产生投资交易收入的能力为高。这是由于公司取得该类资产的目的就是为了在短期内出售并获利，因此在交易的策略上更加注重买卖时点与价位的选择和判断。图表 19 估算了工商银行“交易性金融资产”和“可供出售金融资产”近年来产生的投资交易收益，可见前者的投资收益率分布在 3%至 5%之间，而后者的投资收益率基本在 0.01%以下。

因此，通过将现有债券投资组合中的更大比例部分划入“交易类金融资产”并进行较为积极的投资操作，是在银行现有资产中挖掘投资交易类收入潜力的一条重要途径。

图表 19 工行四类金融资产投资收益率估算

		交易性金融资产	可供出售债券
2006 年 度	期末余额	19388	492706
	收益	816	96
	投资收益率	4.21%	0.02%
2007 年 度	期末余额	32627	515315
	收益	1352	203
	投资收益率	4.14%	0.04%
2008 年 度	期末余额	33641	537600
	收益	1659	-640
	投资收益率	4.93%	-0.12%
2009 年 度	期末余额	20147	949909
	收益	633	488
	投资收益率	3.14%	0.05%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

工行提高“交易类金融资产”占比的空间很大。图表 20 将工商银行四类债券投资的比例结构与“投资交易类”收入占比较高的南京银行进行对比，可见在工商银行的资产结构中“交易性金融资产”占比仅 0.5%，远低于南京银行的 15.1%。

图表 20 工商银行与南京银行投资资产结构对比（2010 年 3 季度）

	工商银行		南京银行	
	期末余额	占比	期末余额	占比
交易性金融资产	17,173	0.5%	8,579	15.1%
可供出售金融资产	955,466	25.5%	13,528	23.9%
持有至到期投资	2,279,470	60.8%	16,697	29.5%
应收款项类投资	498,529	13.3%	17,862	31.5%
合计	3,750,638	100.0%	56,667	100.0%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

图表 21 测算了工行银行增加其“交易性金融资产”占比的影响。假设随着该类资产规模的增大，其收益率能够保持在 3.5% 水平。可见，在债券投资规模占总资产比重不变的前提下，工商银行将债券投资中的“交易性金融资产”占比提高至 20% 时，产生的投资收益约可达到公司年营业收入的 8.5%。

图表 21 提高“交易性金融资产”占比后的收入测算

2010 年 3 季 末债券投资 总额	交易性金融资产		收益率	收益额	2009 年 营业收入	投资收益 占营业收 入比重
	占债券投资比重	对应金额				
3,750,638	5%	187,532	3.50%	6,564	309,454	2.12%
	10%	375,064		13,127		4.24%
	15%	562,596		19,691		6.36%
	20%	750,128		26,254		8.48%
	25%	937,660		32,818		10.61%
	30%	1,125,191		39,382		12.73%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

需要引起注意的是，通过债券交易获取的收入具有较高的不稳定性，例如在货币紧缩、央行加息的时期内，短期债券交易能够获得正收益的可能性就相对较小。

3.2.2 外延扩张——增加多元化长期股权投资

工商银行银行具有强大的吸收存款能力，然而在未来资本约束强化以及动态差别准备金率管理的经营环境下，贷款的增长将受到限制。因此，以更为多元化的投资方式来运用不可用于贷款的资金，亦是提高投资交易类收入占比的可行途径。

截至 2010 年年中，工商银行长期股权投资余额 362.2 亿元，主要由对联营及合营公司股权构成。图表 22、图表 23 显示，截至 2010 年 6 月底，工商银行共有联营及合营公司 6 家，2010 年上半年贡献投资收入 12.5 亿元。

图表 22 工商银行长期股权投资持股公司情况

公司名称	股权比例		表决权比例	注册地	业务性质	注册资本
	2010-6-30	2009-12-31				
联营公司:						
本行直接持有:						
标准银行集团有限公司	20.05%	20.09%	20.05%	南非约翰内斯堡	商业银行	1.56 亿兰特
本行间接持有:						
IEC Investments Limited	29.12%	28.965	40.00%	中国香港	投资	10 万港元
Finansia Syrus Securities Public Company Limited	23.83%	-	24.51%	泰国曼谷	证券	5.16 亿泰铢
合营公司:						
本行间接持有:						
江西鄱阳湖产业投资管理有限公司	50.00%	50.00%	共同控制	中国江西	投资管理	2,000 万人民币
COLI ICBCI China Investment Management (Cayman Islands) Limited	45.00%	-	共同控制	开曼群岛	投资管理	100 万美元
Harmony China Real Estate Fund L.P.	42.00%	-	共同控制	开曼群岛	基金	2.87 亿美元

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

图表 23 工商银行主要长期股权投资持股公司财务概况

公司名称	期末资产总额	期末负债总额	本期营业收入总额	本期净利润
标准银行	1,162,997	1,071,016	39,134	6,115
IEC Investments Limited	480	283	24	16
Finansia Syrus Securities Public Company Limited	496	251	57	6
江西鄱阳湖产业投资管理有限公司	8	4	-	-2
COLI ICBCI China Investment Management (Cayman Islands) Limited	7	-	-	-
Harmony China Real Estate Fund L.P.	1,935	-	-	-

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

从图表 22 中工行持股比例的前后变化可见, 在工行投资的 6 家联营与合营公司中, 有 3 家都是 2010 年上半年新进入的, 可见工商银行已然加快了股权投资步伐。从被投资公司的业务领域看, 涵盖了商业银行、证券公司、投资管理公司以及共同基金, 体现了多元化经营的方向。随着工行将提高投

资交易类收入占比战略方向的确认，预期公司未来会有更多、更大的长期股权投资陆续出台。

另一个可能增加工商银行权益投资规模的趋势是工行海外布局步伐的加快。图表 24 显示，近半年时间里，工行已在 6 个国家新设了海外分行，在 2 个国家通过并购方式设立子行，同 1 个国家本地银行确定全面合作关系。虽然上述 6 个分行和 2 个子行的收入都将直接并入母公司报表，不以投资收益形式体现，但不排除工行在未来的海外布点中，采取联营或合营的形式，带来公司长期股权投资以及相应投资收益的增加。

图表 24 工商银行近期海外扩张行动

2010 年 7 月 6 日	工商银行控股的加拿大东亚银行更名为中国工商银行（加拿大）有限公司，做为进入加拿大市场的业务平台
2010 年 11 月 3 日	工商银行在泰国成功并购的 ACL 银行更名为中国工商银行（泰国）股份有限公司，正式进入泰国市场
2010 年 11 月 7 日	与葡萄牙最大上市银行签署了《中国工商银行与葡萄牙商业银行全面合作备忘录》
2010 年 11 月 7 日	工商银行阿布扎比分行正式开始营业
2011 年 1 月 17 日	工商银行法国巴黎、比利时布鲁塞尔、荷兰阿姆斯特丹、意大利米兰和西班牙马德里五家分行正式对外营业

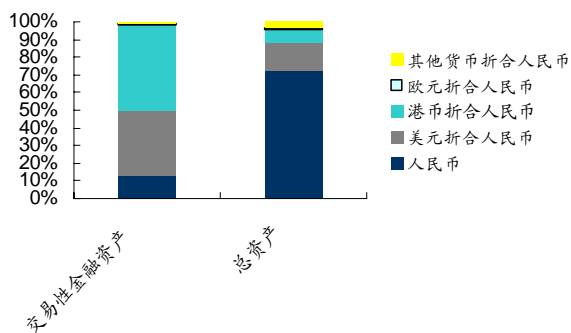
数据来源：公司公告、中投证券研究所

3.2.3 外延扩张——海外扩张及外汇资产的增加将带来更多海外金融工具投资机会

工商银行海外扩张步伐的加快，将带来公司外币资产、负债的增多，并且公司将能够更便利的投资于海外市场丰富的金融工具，有望带来工行交易性投资规模的增加和投资收益的增厚。

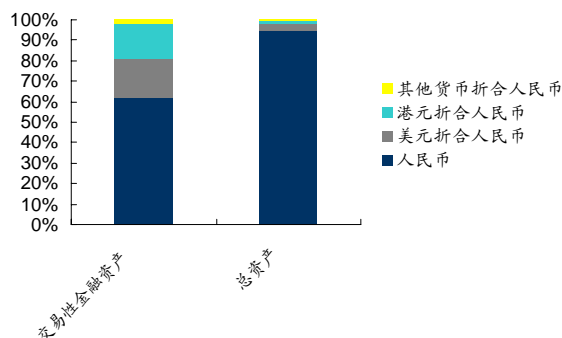
图表 25 与图表 26 比较了工商银行与中国银行交易性投资的币种分布。可见，国际化程度更高的中国银行以外币在海外投资交易的比例远高于工商银行。值得注意的是，中国银行总资产中外币占比仅 30%，而“交易性金融资产”中外币占比则达到了 80%以上，说明了当海外资产增加后，出于主动或被动的的原因，以外币进行的交易类投资的比重会大比例的增加。因此，随着工行海外扩张以及外币资产的增长，预计其外币“交易性金融资产”将会以快速增长，带来投资交易收入的增加。

图表 25 中国银行“交易性金融资产”币种分布



数据来源：公司公告、中投证券研究所

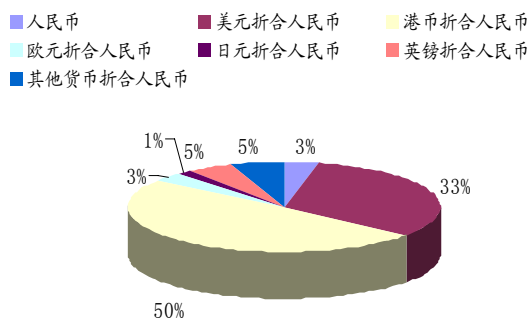
图表 26 工商银行“交易性金融资产”币种分布



数据来源：公司公告、中投证券研究所

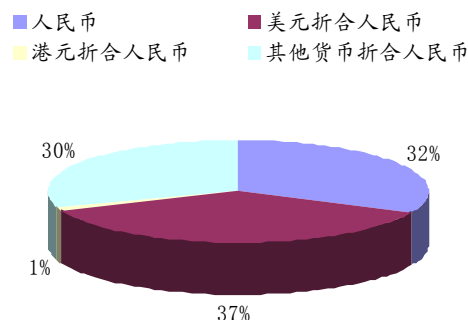
同时，随着外币资产负债增多，银行面对的各种汇率、利率风险大大增加，从而增加了对各种衍生产品的套期保值需求。图表 27、图表 28 比较了工行、中行衍生产品投资的币种分布。可以预计，伴随着海外扩张进程，工行的衍生产品投资也将较快增加。

图表 27 中国银行“衍生金融资产”币种分布



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图表 28 工商银行“衍生金融资产”币种分布



数据来源：公司公告、中投证券研究所

风险提示： 对于一家资产规模 13 万亿，年利润超过 8000 亿的超大型银行，收入结构调整的难度大于一般中小型商业银行。因此，我们一方面认同公司提高投资交易收入占比的必要性，乐见其成；另一方面也应认识到，5 年内将投资交易类收入占比提高至 25% 的目标存在延期实现或不能完全实现的风险。未来，我们将密切关注公司为实现该目标而采取的具体措施，以及接下来几年内该业务逐年增长的实际情况。

四、息差收入——短期仍稳定增长，长期不必过分悲观

观

4.1 “以价补量”保障工行息差收入 2011 年稳定增长

4.1.1 预计工行 2011 年信贷增速为 13%左右。

在刚刚过去的 2010 年，金融机构人民币信贷余额增长 79510 亿元，增幅 19.8%。根据工商银行董事长姜建清近日向媒体透露的数据，工行 2010 年贷款余额增长 16.9%，比全社会贷款平均增长率低近 1 个百分点。

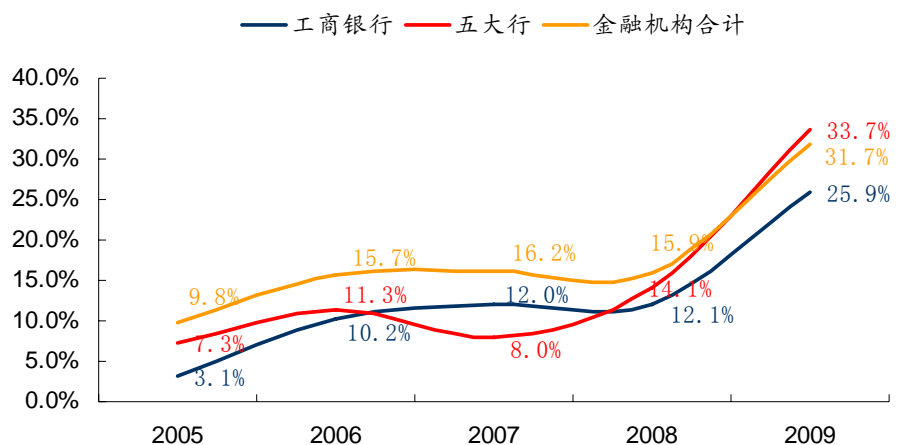
2011 年，防通胀成为当局最为关注的目标，货币政策由积极转为稳健。虽然央行已经不再制定具体的全年信贷额度计划，但为实现抑制通胀目标，全年信贷增速可能被控制在 14%左右，对应约 6.7 万亿的信贷增长。工商银行作为系统性大行，在货币政策紧缩的 2011 年信贷增速仍将低于全社会平均，比较可能的增速在 12%至 13%左右，对应约 8000 亿的信贷增长。

图表 29 2011 年金融机构人民币信贷投放量与信贷增速对应关系

2010 年底信贷余额 (亿)		479195					
2011 年信贷投放 (亿)	64000	66000	68000	70000	72000	74000	
2011 年信贷增速	13.4%	13.8%	14.2%	14.6%	15.0%	15.4%	

资料来源：人民银行、中投证券研究所

图表 30 工商银行人民币信贷余额增速略低于金融机构平均水平



资料来源：人民银行、公司公告、中投证券研究所

4.1.2 2011 年，净息差水平将进一步扩大。

三次对称加息对银行净息差的扩大作用将在 2011 年业绩中反映。2010 年 10 月 20 日、12 月 26 日，2011 年 2 月 9 日，央行三次上调人民币存贷款基准利率。在三次加息中活期存款利率几乎都没有上升，使得银行息差水平得以扩大。由于 2010 年的两次加息时间接近年底，因此其对银行利润的正面贡献

将主要在 2011 年释放出来。同时，由于目前通胀上行风险仍然存在，不排除央行继续加息从而导致银行息差水平再次上升的可能性。

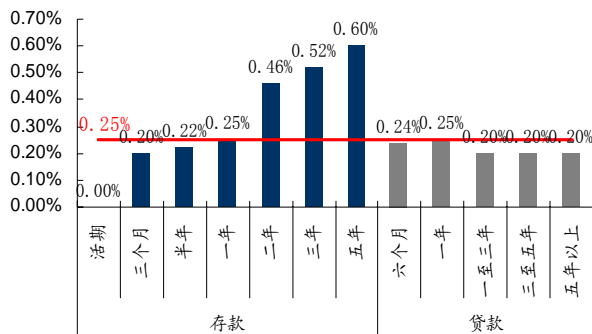
图表 31 近 3 次加息后存、贷款利率水平

		调整前	2010年10月20日	2010年12月26日	2011年2月9日
存款	活期	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
	三个月	1.7%	1.9%	2.3%	2.6%
	半年	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%
	一年	2.3%	2.5%	2.8%	3.0%
	二年	2.8%	3.3%	3.6%	3.9%
	三年	3.3%	3.9%	4.2%	4.5%
	五年	3.6%	4.2%	4.6%	5.0%
贷款	六个月	4.9%	5.1%	5.4%	5.6%
	一年	5.3%	5.6%	5.8%	6.1%
	一至三年	5.4%	5.6%	5.9%	6.1%
	三至五年	5.8%	6.0%	6.2%	6.5%
	五年以上	5.9%	6.1%	6.4%	6.6%

资料来源：人民银行、中投证券研究所

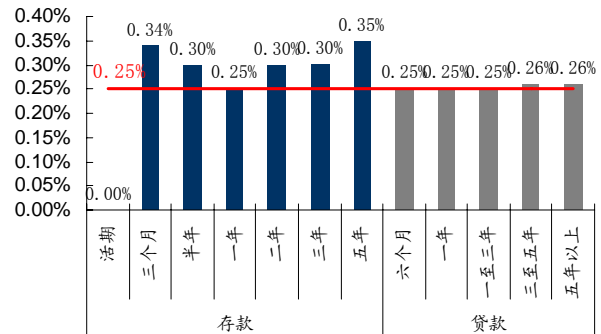
但也应注意到，在之前的 3 次加息中，央行适当加大了各期限定期存款利率的上调幅度，以适当对冲活期存款利率不上调的效果。如果未来一段时间再有加息行动，不排除央行进一步增大定期甚至是活期存款利率的上调幅度，以抑制银行息差的扩大。

图表 32 2010 年 10 月 20 日各期限利率上调幅度



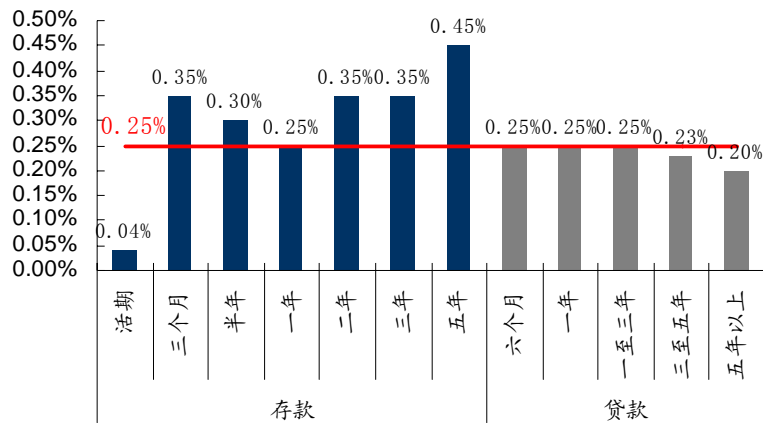
资料来源：人民银行、中投证券研究所

图表 33 2010 年 12 月 26 日各期限利率上调幅度



资料来源：人民银行、中投证券研究所

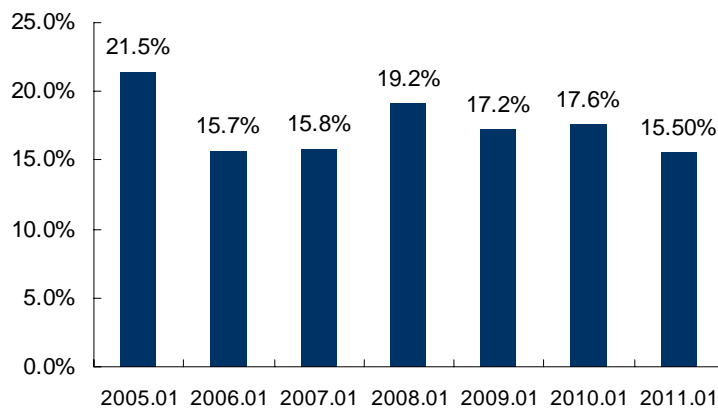
图表 34 2010 年 2 月 9 日各期限利率上调幅度



资料来源：人民银行、中投证券研究所

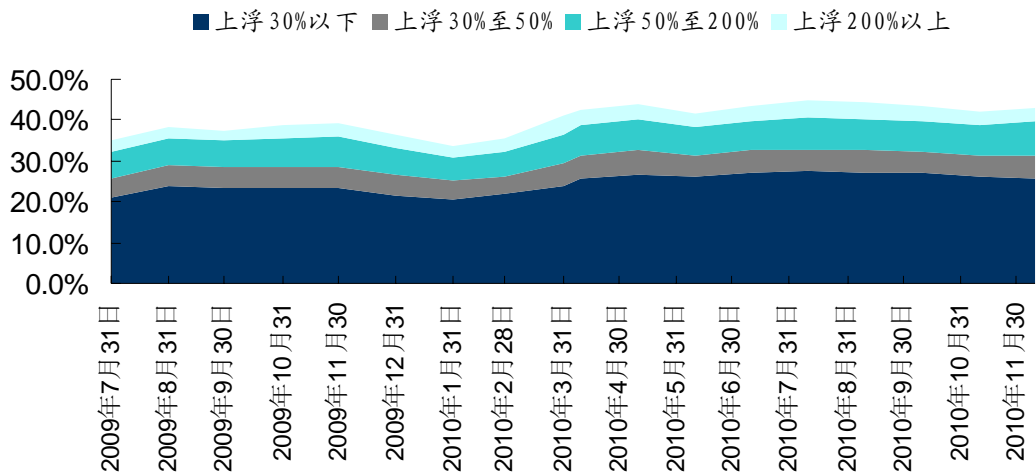
贷款利率上浮比例将继续扩大。年初，在 CPI 增速没有明显回落的情况下，货币当局继续对商业银行信贷增长实施严格的控制。1 月份，金融机构新增人民币信贷投放 1.04 万亿，若全年信贷增长 6.7 万亿，则 1 月份已发放全国的 15.5%。相对于往年 1 月份的信贷投放比例，今年 1 月放款比例明显偏低，见图表 35。可见，2011 年不仅全年信贷额度偏紧，而且央行对投放节奏的控制还使得年初的信贷投放更加供不应求。信贷饥渴将导致贷款利率上浮比例继续扩大，进而提高银行的净息差水平。由于净息差的扩大自年初就开始，根据“早扩大，早受益”，息差扩大对银行 2011 年利润的正向贡献将比较充分。

图表 35 各年 1 月份信贷占全年信贷的比例



资料来源：人民银行、中投证券研究所

图表 36 贷款利率较基准利率上浮比例



资料来源：人民银行、中投证券研究所

4.2 长期内不必对银行业前景过分悲观

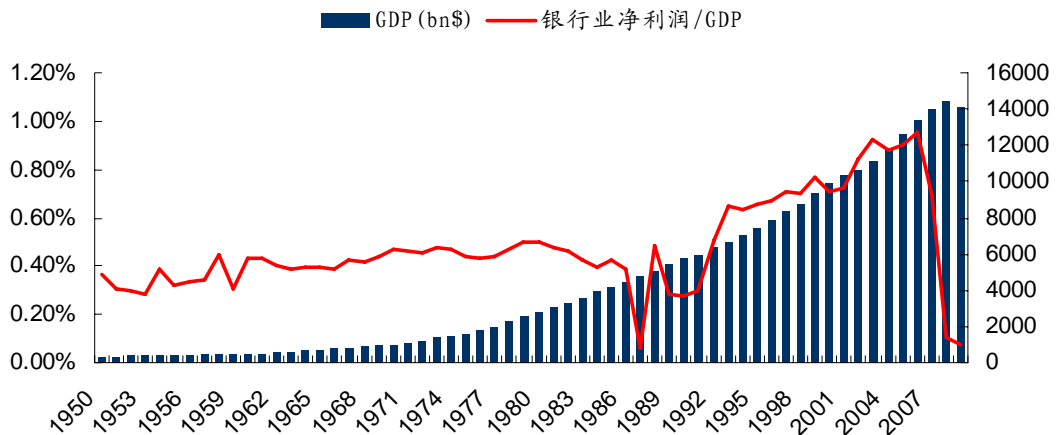
过去很长一段时期内，我国商业银行以贷款规模扩大为盈利增长的主要来源。然而，这种成长方式可能发生改变，未来可能导致国内商业银行的息差收入增速系统性下降的因素有：

- 1、中国经济增长方式的转变和 GDP 增速的放缓造成信贷增速下降；
- 2、资本充足率监管标准的提高降低银行杠杆率，进一步抑制银行信贷扩张能力；
- 3、利率市场化的推进造成银行息差水平的下降。

不可否认，上述各因素确实都将对我国银行业传统的增长模式带来较大挑战，并相应带来传统业务模式盈利性和成长性的降低。然而，对于银行业的未来，我们也不必过分悲观：

- 1、美国作为当代最为发达的国家，早已经历了我国即将面临的经济增长方式转变和 GDP 增速放缓过程。但是观察图表 37 可见，虽然经历过利率市场化的冲击、经历过使银行全行业几乎陷入亏损的经济危机，但长期内美国银行业净利润总和占 GDP 的比重却是上升的。说明随着国民收入的增长，作为第三产业的银行服务业，其产值的长期增长速度是高于全社会所有产业平均水平的。因此我们对于银行业的长期前景有理由保持乐观。

图表 37 美国银行业净利润占 GDP 比重



资料来源：FDIC、CEIC、中投证券研究所

2、我国金融监管当局提高资本监管标准、推动利率市场化进程的目的不是降低银行业的利润水平，而是提高我国银行业的安全性、增强商业银行的核心竞争力。这两项措施在推行初期确实会造成银行业盈利水平的下滑，但长期内银行安全性、核心竞争力的提高其实意味着银行业投资价值的提升。

3、银行业不仅是受到国家监管最为严格的行业，同时也是最受国家扶持的行业。

现代经济中，银行体系在提高一国经济国际竞争力方面具有无法替代的作用。当代世界，国与国的竞争集中于经济领域，金融体系对国家安全的作用已不亚于军队。有竞争力的货币可以成为掠夺他国财富的手段，孱弱的货币则可能使发行国受到国际投机资本的进攻。商业银行体系是我国经济起飞的主引擎之一，是我国货币循环系统的核心，商业银行——尤其是具有系统重要性的大型商业银行——将作为国家综合实力的重要体现而得到国家的扶持。因此，我们有理由预期，监管部门不会总是出台不利于商业银行盈利增长的政策措施，当银行盈利出现困乏时，监管部门更可能推出的将会是扶持商业银行的政策。

五、盈利预测与估值

考虑到 2011 年从紧信贷政策的效果以及 2011 年下半年通胀缓和后 2012 年货币政策略为放松的可能性，预计工商银行 2011、2012 年的贷款增速分别为 13%、14.6%，净息差水平分别为 2.49%、2.47%。

根据图表 2 中的测算，在净利息收入年增 10%的情景下，为实现公司 2015 年底非利息收入占比 50%的目标，净佣金收入 CAGR 需达 27%，投资交易类收入 CAGR 需达 131%。鉴于工商银行目前在佣金手续费相关业务领域既有的市场地位、竞争优势，5 年内年复合增长率 27%目标实现的可能性很大，因此假设公司 2011、2012 年佣金手续费净收入增长率分别为 30.8%、28.4%。工商银行目前投资交易类收入占比仅 2%左右，基数很低，一旦得到公司战略的重视，在未来两年内可能获得较高的增长率，但即便如此欲在 5 年内达到 131%的年复合增速也存在着较多困难。在充分考虑投资交易类收入 5 年内占比 25%目标存在延期实现风险的情况下，我们保守假设 2011、2012 年投资交易类收益增长率分别为 50%、46.3%。

图表 38 盈利预测核心假设

(单位: 亿元)	2009	2010E	2011E	2012E
生息资产	113541	137782	161204	186457
生息资产增长率	21.1%	21.3%	17.0%	15.7%
生息资产平均收益率	3.7%	3.8%	4.1%	4.0%
贷款净额	55832	65601	74105	84904
贷款增长率	25.9%	17.5%	13.0%	14.6%
贷款平均收益率	5.2%	5.2%	5.6%	5.6%
净息差 (NIM)	2.26%	2.43%	2.49%	2.47%
佣金手续费净收益增长率	25.3%	32.8%	30.8%	28.4%
投资交易类收益增长率	252.7%	-57.9%	50.0%	46.3%
不良贷款率	1.5%	1.3%	1.5%	1.7%
拨备率	2.54%	1.98%	2.33%	2.53%
拨备覆盖率	164.4%	157.0%	152.0%	152.0%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

预计公司 2010 年、2011、2012 年 EPS 分别为 0.47 元、0.59 元、0.70 元, 对应当前价格的 PE 分别为 9.2x、7.4x、6.2x, 对应当前价格 PB 分别为 1.8x、1.5x、1.3x。

考虑到中间业务与投资交易类业务收入的增长将明显增厚公司 ROAE 水平, 给出未来 6 个月目标价 5.18 元, 对应 2011、2012 年 PE 分别为 8.8x、7.4x, 对应 PB 分别为 1.8x、1.6x。给予公司“推荐”评级。

图表 39 上市银行估值水平 (2011 年 2 月 16 日)

	PE	PB	ROAE
宁波银行	14.7%	2.3%	19.8%
中国银行	8.7%	2.0%	18.8%
兴业银行	9.0%	1.8%	18.3%
南京银行	12.7%	2.1%	18.2%
光大银行	12.1%	1.7%	18.0%
华夏银行	9.5%	3.3%	18.0%
交通银行	8.1%	2.0%	17.8%
北京银行	9.3%	1.6%	16.1%
建设银行	8.4%	2.0%	15.7%
工商银行	8.9%	1.8%	15.7%
深发展 A	8.7%	1.5%	15.6%
农业银行	9.2%	1.7%	14.8%
民生银行	8.0%	1.6%	14.7%
浦发银行	9.5%	2.3%	14.2%
招商银行	10.4%	1.7%	14.1%
中信银行	9.0%	1.4%	13.8%

资料来源: Wind、中投证券研究所

附：财务预测表

(单位：亿元)

利润表	2009	2010E	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3095	3852	4779	5671	贷款增长率	25.9%	17.5%	13.0%	14.6%
净利息收入	2458	3084	3764	4350	贷款平均收益率	5.2%	5.2%	5.6%	5.6%
手续费及佣金净收入	551	732	957	1229	存款增长率	18.8%	19.4%	16.4%	15.9%
其他营业收入	85	36	58	91	存款平均收益率	1.6%	1.4%	1.7%	1.7%
营业税金及附加	182	231	287	340	贷存比	59.5%	58.2%	56.7%	56.1%
业务及管理费	1017	1156	1434	1701	生息资产增长率	21.1%	21.3%	17.0%	15.7%
拨备前利润	1896	2465	3059	3629	生息资产平均收益率	3.7%	3.8%	4.1%	4.0%
资产减值损失	225	341	391	451	计息负债增长率	22.2%	17.4%	15.1%	16.6%
税前利润	1683	2143	2691	3207	计息负债平均收益率	1.6%	1.5%	1.7%	1.7%
净利润	1304	1650	2072	2469	净息差 (NIM)	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
归母公司净利润	1297	1643	2064	2460	净利差 (NIS)	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	成本收入比	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%
资产	117851	142835	166924	192941	减值损失/生息资产	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
贷款及垫款	55832	65601	74105	84904	增长率	2009	2010E	2011E	2012E
债券投资	35992	42511	50113	57666	净利息收入	-6.5%	25.4%	22.1%	15.6%
存放中央银行	15277	20714	25178	28723	手续费及佣金净收入	25.3%	32.8%	30.8%	28.4%
存拆放同业	6441	8956	11808	15163	拨备前利润	-5.0%	30.0%	24.1%	18.6%
负债	111162	134423	157111	181452	EPS	15.7%	21.2%	25.6%	19.2%
吸收存款	96346	115079	133923	155259	资产质量	2009	2010E	2011E	2012E
同业及央行负债	10377	10052	10088	12629	不良贷款率	1.5%	1.3%	1.5%	1.7%
应付债券	750	998	1147	1319	拨备率	2.5%	2.0%	2.3%	2.5%
所有者权益	6689	8412	9814	11489	拨备覆盖率	164.4%	157.0%	152.0%	152.0%
母公司所有者权益	6739	8463	9870	11550	资本管理	2009	2010E	2011E	2012E
利润结构	2009	2010E	2011E	2012E	资本充足率	12.4%	13.8%	14.1%	14.2%
净利息收入/营业收入	79%	80%	79%	77%	核心资本充足率	9.8%	11.4%	11.5%	11.6%
非利息收入/营业收入	21%	20%	21%	23%	RWA/生息资产	52.2%	50.5%	49.8%	50.0%
贷款利息收入占比	68%	67%	65%	66%	盈利与估值	2009	2010E	2011E	2012E
债券利息收入占比	24%	25%	24%	25%	RORWA	2.2%	2.4%	2.6%	2.6%
同业利息收入占比	6%	6%	6%	6%	PPOP ROAA	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
资产负债结构	2009	2010E	2011E	2012E	ROAA	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
生息资产比例	96.3%	96.5%	96.6%	96.6%	PPOP ROAE	29.9%	32.6%	33.6%	34.1%
贷款/生息资产	49.2%	47.6%	46.0%	45.5%	ROAE	20.6%	21.9%	22.7%	23.2%
债券/生息资产	31.7%	30.9%	31.1%	30.9%	EPS(basic)	0.39	0.47	0.59	0.70
同业资产/生息资产	5.7%	6.5%	7.3%	8.1%	BVPS	2.02	2.42	2.83	3.31
计息负债比例	96.7%	93.8%	92.4%	93.3%	PE(目标价)	13.3	11.0	8.8	7.4
存款/计息负债	89.6%	91.2%	92.3%	91.8%	PE(现价)	11.2	9.2	7.4	6.2
同业融资/计息负债	9.7%	8.0%	6.9%	7.5%	PB(目标价)	2.6	2.1	1.8	1.6
发行债券/计息负债	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	PB(现价)	2.2	1.8	1.5	1.3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

林帆: 中投证券研究所银行业分析师, 曾任职于国有大型商业银行, 2010 年加盟中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434