

## 建议申购

## 兴业银行 (601166)

2007年9月18日

### 股票价格

申购价	15.89 元
6 个月内目标价	21.50 元

### 主要估值指标

	2006E	2007E	2008E
市盈率	25.92	17.68	16.03
市净率	5.00	3.95	2.17
PEG	0.56	0.47	0.38
P/PPoP	8.91	8.22	6.65

### 股本结构

总股本 (百万股)	5,000
流通 A 股 (百万股)	1,001
B 股/H 股 (百万股)	0/0

### 相关研究

银行业：转型决定成败、低估凸显价值  
2006.5

金融业分析师

邱志承 CFA  
 电话: 021-63411367  
 Email: [qiuzc@htsec.com](mailto:qiuzc@htsec.com)

## 缺乏特色，快速增长

兴业银行正在进行全国扩张，目前经营缺乏鲜明特色，各方面的指标在 A 股上市中型银行里处于中流，未来几年利润增长较快。

### 主要财务数据及预测

	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E
净利润增长率 (%)	39.6	46.7	37.9	42.2	30.3
净边际利率 (%)	2.29	2.41	2.60	2.61	2.64
平均净资产收益率 (%)	21.1	24.9	15.2	17.4	18.9
每股拨备前利润 (元)	1.28	1.79	1.94	2.40	2.96
每股收益 (元)	0.56	0.47	0.38	0.37	0.32

资料来源：海通证券研究所

- 1 兴业银行具有较强地域性，正在向全国扩张。兴业银行原是福建省的区域性银行，2003 年后全国扩张战略全面展开，正在成长为一家全国性银行。目前仍有三分之一左右员工和网点分布在福建省内，兴业银行的全国扩张将是一个渐进长期的过程。
- 1 兴业银行目前是以公司业务为主的中型银行，但零售业务发展较快。和多数中型银行一样，兴业目前仍以公司业务为主，零售业务起步较晚，但个人贷款比重提高较快。
- 1 兴业银行的业务收入仍以净利息收入为主，净利息收入快速增长带来业务的增长。得益于快速增长的信贷规模，和利差的逐渐扩大，其净利息收入将保持较快的增速。
- 1 兴业银行的费用收入比和有效税率还将小幅下降。兴业银行的费用收入比和有效税率在上市银行中均为最低，未来受益于规模经济和两税合并，这两项指标会进一步下降。
- 1 兴业银行不良率会有小幅下降，拨备支出压力有所下降。兴业银行资产质量弱于招商银行、浦发银行和民生银行。不过在 2006 年兴业银行的资产质量有了明显的改善，我们预测兴业银行未来新增贷款不良率将有所下降。假设覆盖率缓步提高，拨备支出压力有所下降。
- 1 兴业银行的盈利能力和成长性在 A 股中型银行中处于中流。兴业银行 A 股发行后，几项盈利指标在上市银行中均处于中流，成长性上兴业银行 2006 年和 2007 年的增长在上市银行中处于领先地位，之后下降到中等水平。
- 1 我们对兴业银行的目标价格为 21.50 元，建议申购。我们使用相对估值法，判断兴业银行的估值区间为 18-24 元，用 EVA 模型对兴业银行进行绝对估值，估值为 21.48 元。

## 目 录

投资要点.....	2
1. 兴业银行——地域性明显，公司业务为主.....	2
1.1 兴业银行正逐渐实现全国扩张.....	2
1.2 兴业银行零售业务发展很快.....	2
1.3 兴业银行 SWOT 分析.....	2
2. 兴业银行净利息收入持续快速增长.....	2
2.1 兴业银行存贷款规模还将保持 20% 左右的增速.....	2
2.2 兴业银行在上市银行里利差处于中等.....	2
2.3 兴业银行净利息收入持续快速增长.....	2
3. 兴业银行中间业务收入贡献十分有限.....	2
4. 兴业银行费用收入比将小幅下降.....	2
5. 贷款不良率有进一步下降的空间.....	2
6. 兴业银行是有效税率最低的银行.....	2
7. 兴业银行盈利性和成长性在中型银行里属中等水平.....	2
7.1 兴业银行利润保持快速增长.....	2
7.2 上市银行盈利性和成长性对比.....	2
8. 估值和投资建议.....	2
8.1 相对估值.....	2
8.2 绝对估值法.....	2

## 图 目 录

图 1 兴业银行股权结构 .....	2
图 2 兴业银行 2003-1H2006 营业净收入地区结构 .....	2
图 3 兴业银行 2003-1H2006 税前利润地区结构 .....	2
图 4 兴业银行 1H2006 网点地区分布 .....	2
图 5 兴业银行 1H2006 员工地区分布 .....	2
图 6 兴业银行零售业务比重 .....	2
图 7 兴业银行零售存贷款比重 .....	2
图 8 上市银行存款增长 .....	2
图 9 上市银行贷款增长 .....	2
图 10 兴业银行存款增长 .....	2
图 11 兴业银行贷款增长 .....	2
图 12 上市银行净边际利率(NIM).....	2
图 13 上市银行净利差(Spread).....	2
图 14 上市银行盈利资产平均生息率 .....	2
图 15 上市银行付息负债平均付息率 .....	2
图 16 兴业银行平均生息率和付息率 .....	2
图 17 兴业银行利差水平 .....	2
图 18 兴业银行 1H2006 手续费收入结构.....	2
图 19 兴业银行非利息收入及净手续费占比.....	2
图 20 兴业银行手续费净收入增长.....	2
图 21 兴业银行非利息收入及净手续费占比.....	2
图 22 上市银行费用收入比 .....	2
图 23 兴业银行费用收入比 .....	2
图 24 上市银行不良资产率 .....	2
图 25 兴业银行贷款不良率 .....	2
图 26 兴业银行拨备覆盖率 .....	2
图 27 兴业银行拨备支出及增长.....	2
图 28 上市银行有效税率对比.....	2
图 29 兴业银行有效税率 .....	2

---

## 表 目 录

---

表 1 兴业银行收入和盈利增长预测.....	2
表 2 兴业银行利润表.....	2
表 3 兴业银行资产负债表.....	2
表 4 兴业银行盈利杜邦分析.....	2
表 5 我国上市银行盈利能力对比一.....	2
表 6 我国上市银行盈利能力对比二.....	2
表 7 我国上市银行收入增长对比.....	2
表 8 我国上市银行利润增长对比.....	2
表 9 我国上市银行估值水平对比一.....	2
表 10 我国上市银行估值水平对比二.....	2
表 11 海通证券 EVA 估值模型的基本假设.....	2
表 12 兴业银行 EVA 估值结果.....	2

---

## 投资要点

兴业银行属国内中型银行，其一级资本和资产总额均列全国第十位，在 A 股上市银行里资产规模要小于浦发银行和民生银行，大于华夏银行和深发展，居第六位。

兴业银行原是福建省的区域性银行，近几年兴业银行在福建省以外增设了较多的网点，还是有三分之一左右员工和网点分布是在福建省内，兴业银行的全国扩张将是一个渐进的过程。和目前多数中型银行一样，兴业银行以公司业务为主。但零售业务发展速度很快，比重上升也十分明显。

兴业银行的优势主要在于福建省政府的大力支持，发展速度较快，国债收益率较高；劣势在于战略不够清晰，零售和中间业务比重较低。

兴业银行的业务收入仍以净利息收入为主，较小的规模和利差的扩大将带来业务收入的快速增长，此外，兴业银行的费用收入比和有效税率还将小幅下降，拨备支出增长也将有所放慢，2006-2010 年其净利润将保持 30-40% 的增长。综合比较兴业银行在上市中型银行中盈利性和成长性均居于中流。

### 估值分析

对上市银行用 P/E、P/B、P/PPoP（拨备前利润）和 PEG 进行对比。我们判断兴业银行估值区间为 18-24 元。

我们进一步使用 EVA 模型对兴业银行进行绝对估值，估值区间为 21.48 元。这一估值结果印证了相对估值的结果，我们对兴业银行的最终估值为 21.50 元。

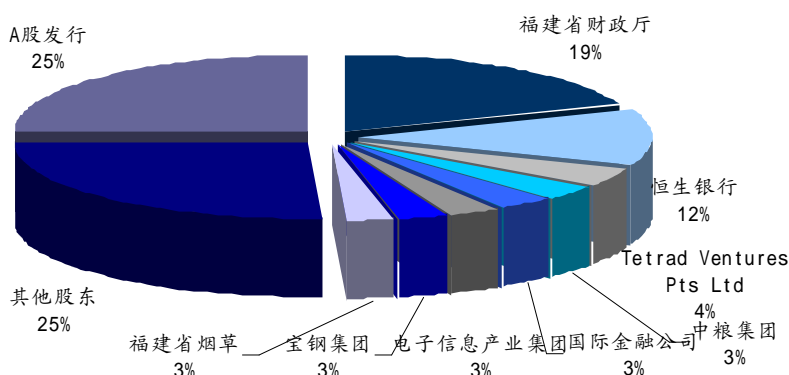
## 1. 兴业银行——地域性明显，公司业务为主

兴业银行于1988年8月成立，总行设在福建省福州市，2006年6月30日，兴业银行总资产为5,322亿元，净资产为141.40亿元，网点数量为338个，属国内中型银行，其一级资本和资产总额均列全国第十位，在A股上市银行中其资产规模要小于浦发银行和民生银行，大于华夏银行和深发展，居第六位。

### 1.1 兴业银行正逐渐实现全国扩张

兴业银行原名为福建兴业银行，其大股东为福建省财政厅，小股东主要为福建本地企业。2003年12月，兴业银行引入香港恒生银行作为战略投资者，同时引入国际金融公司和新加坡政府投资公司，引资后，恒生银行，国际金融公司和新加坡政府投资公司分别成为第二、第五和第三大股东。2007年1月兴业在A股上市后，发行的A股将占发行后总股本的25%，第一大股东福建省财政厅的持股比例将为19%，第二大股东恒生银行将为12%，新加坡政府投资公司为4%，居第三位。兴业银行目前的股权结构能较好的支持其未来的发展，一方面福建省财政厅大股东的地位可以避免股权过度分散带来的决策低效，另一方面外资股东的引入能够制约政府对于其经营的过度干预，并能控制风险。

图 1 兴业银行股权结构

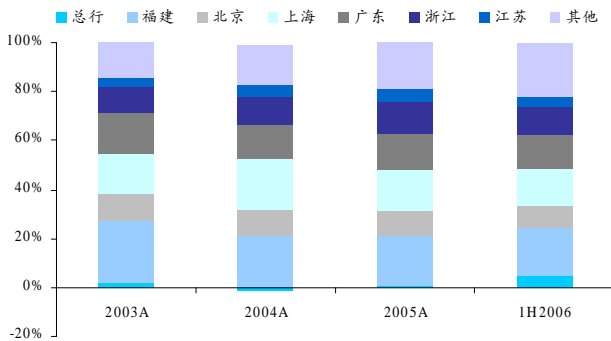


资料来源：公司公告，海通证券研究所

兴业银行成立之初是福建省的区域性银行，其福建省财政厅大股东的地位也体现出这一点，兴业银行与福建省政府有较多的联系和历史渊源，必然经营得到了福建省政府的大力支持，加上福建省中小企业占其经济的比重较大，兴业银行作为一家中型银行在福建省内有较强的竞争力。

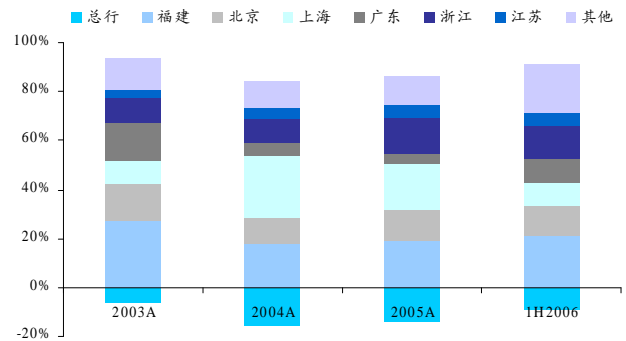
2003年3月福建兴业银行更名为兴业银行，这标志其全国扩张战略的全面展开，兴业银行也从一家区域性银行成长为一家人全国性银行。

图 2 兴业银行 2003-1H2006 营业净收入地区结构



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

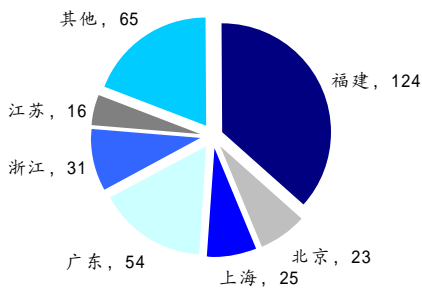
图 3 兴业银行 2003-1H2006 税前利润地区结构



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

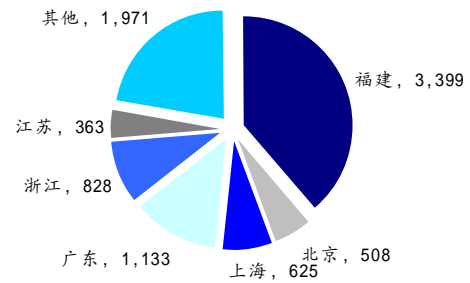
虽然近几年兴业银行在福建省以外增设了较多的网点, 还是有三分之一左右员工和网点分布是在福建省内, 兴业银行的全国扩张将是一个渐进长期的过程。

图 4 兴业银行 1H2006 网点地区分布 (个)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 5 兴业银行 1H2006 员工地区分布 (人)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

## 1.2 兴业银行零售业务发展很快

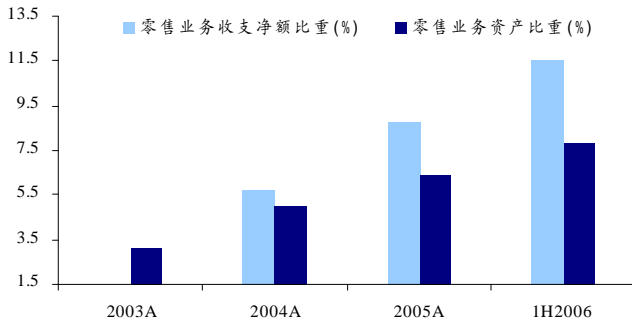
和目前多数中型银行一样, 兴业银行以公司业务为主。从存款的客户结构来看, 公司存款占 90%, 储蓄存款为 10%, 贷款的客户结构为公司贷款占 86%, 个人存款为 14%。

兴业银行零售业务比重较低主要因为起步较晚, 2003 年后才开始大规模发展。从最近三年的数据看, 兴业银行零售业务发展速度很快, 比重上升也十分明显, 2006 年 6 月末个人存贷款比重分别较 2003 年末提高了 1 个和 9 个百分点, 零售业务收入比重上升更多, 2006 年 6 月末零售业务收支净额比重较 2003 年末提高了 11 个百分点。

兴业银行的五年规划计划在把个人贷款业务提高到占资产的比重的 20-30% 左右, 目前来看这一目标有望提前达到, 我们判断在 2006 年末, 其个人贷款比重就将接近 20%, 2010 年这一指标达到 30%。

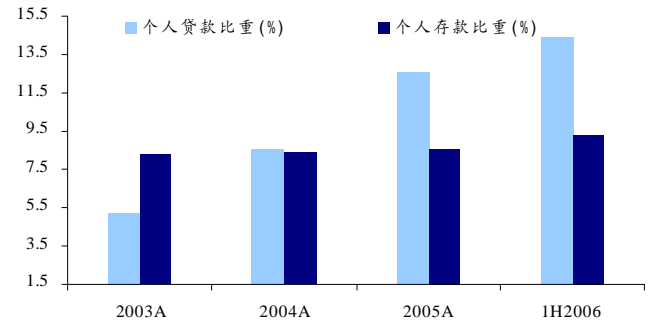
目前兴业银行的主要客户仍为公司客户, 特别是中小企业客户, 2006 年 6 月末, 其中小企业贷款占公司贷款比重约为 78%, 占贷款总额的比重约为 67%, 在国内银行业中处于前列。兴业银行中小企业客户信贷的经验对于其应对“脱媒”威胁和全国业务扩张有十分重要的作用。

图 6 兴业银行零售业务比重



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 兴业银行零售存贷款比重



资料来源：公司公告，海通证券研究所

### 1.3 兴业银行 SWOT 分析

S(优势)	W(劣势)
<ul style="list-style-type: none"> <li>占据福建省中小企业信贷较高的市场份额</li> <li>国债投资收益率高，有效税率较低</li> <li>较早完成数据大集中、IT 系统较为先进</li> <li>福建省政府的无条件支持</li> <li>风险控制较好，不良资产率较低</li> <li>福建省工资水平较低，员工工资和费用控制较好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市场开拓能力要弱于中型银行最优秀者</li> <li>房地产开发贷款及个人房贷比重较高</li> <li>零售业务比重较低</li> <li>中间业务收入比重较低</li> <li>战略目标不够清晰</li> <li>经营在一定影响受政府影响</li> </ul>
O(机会)	T(风险)
<ul style="list-style-type: none"> <li>向长三角、环渤海扩张的空间较大</li> <li>通过增加网点，扩大规模和客户的潜力较大</li> <li>与恒生银行加深合作，信用卡业务加速发展</li> <li>中小企业信贷发展速度和空间较大</li> <li>按揭贷款业务高速发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国有大型银行竞争力逐渐增加</li> <li>中型银行市场拓展能力进一步提高</li> <li>福建及珠三角地区信用环境弱于长三角地区</li> <li>开展交叉销售的客户基础不足</li> </ul>

## 2. 兴业银行净利息收入持续快速增长

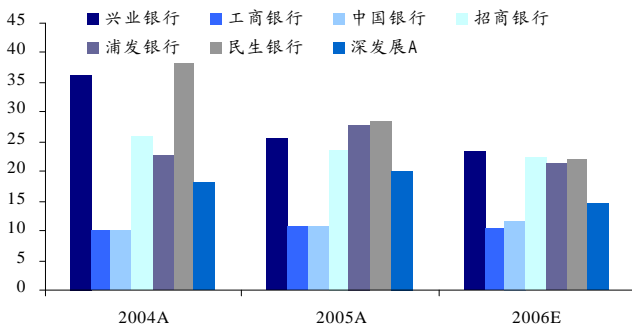
### 2.1 兴业银行存贷款规模还将保持 20%左右的增速

兴业银行规模较小，增长潜力较大。2006 年 6 月末兴业银行网点数量为 338 个，员工人数为 8827 人；地域分布上，网点从福建逐渐扩大到了长三角、环渤海，进而扩大到全国。在网点扩张的同时，兴业银行也推出了更多的产品，兴业银行网点和产品数量的扩张带来了客户和业务量的快速增长。

此外，兴业银行通过收购地方金融机构的方式实现机构延伸和规模增长，先后设立了义乌支行、温州支行、台州支行、无锡支行和佛山分行；并通过银银合作拓展服务范围。

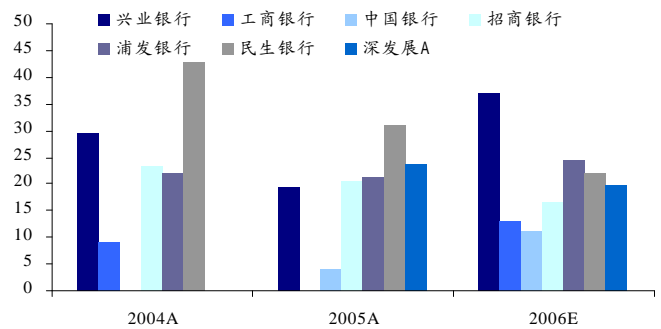
兴业银行的存贷款规模扩张速度在上市银行中一直处于较高的水平，2003-2006 年存款和贷款的增长分别为 26%、29%。

图 8 上市银行存款增长 (%)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

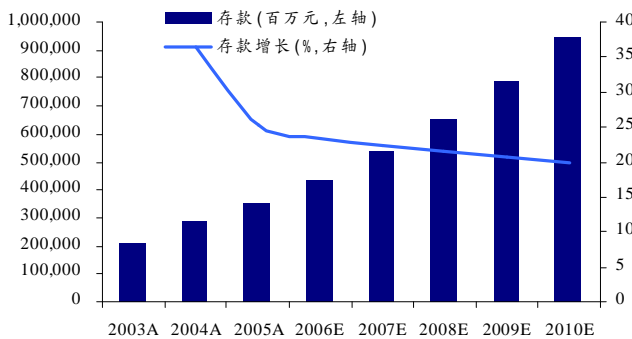
图 9 上市银行贷款增长 (%)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

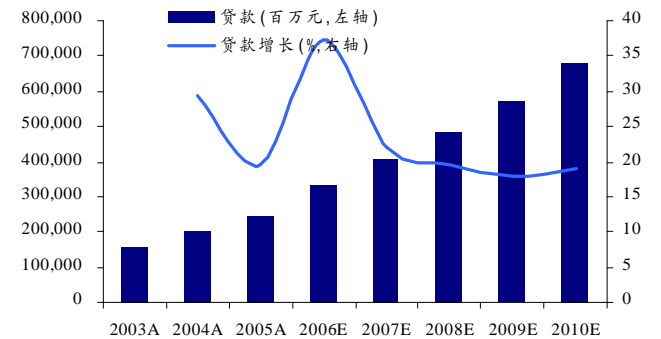
在未来几年, 支持兴业银行存贷款规模快速扩张的驱动力量还将继续发挥作用, 兴业银行网点通过在福建省以外增设网点来实现规模的空间仍较大。不过, 国有银行改制后竞争力有所增强, 外资银行在人民币业务的开放后, 市场份额将逐渐提高, 银行业未来的竞争也将越来越激烈。这些都会使兴业银行未来的存贷款增长有所放缓, 我们预测 2006 年后兴业银行存款增长将从以前平均 23% 左右的水平平缓下降, 到 2010 年存款增长下降到 19% 左右。

图 10 兴业银行存款增长



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 11 兴业银行贷款增长

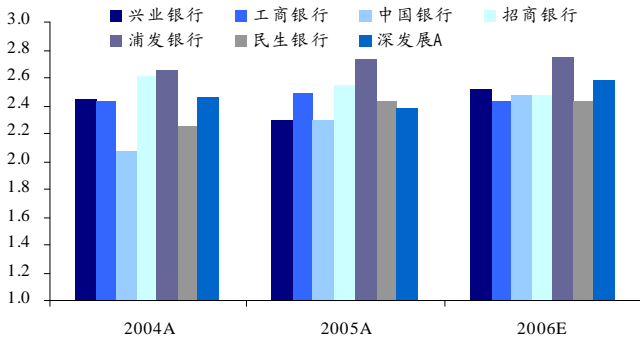


资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

## 2.2 兴业银行在上市银行里利差处于中等

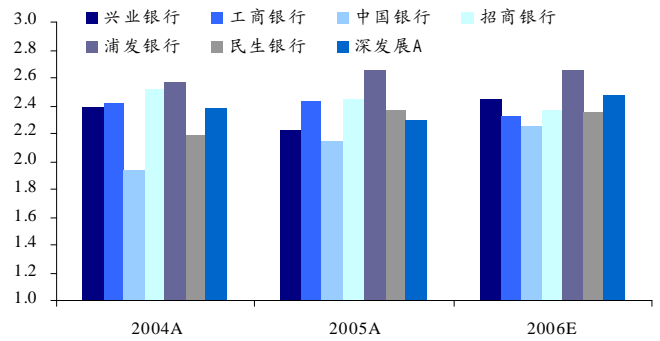
因为股份制银行自成立后需要从国有银行那争夺市场份额, 所以较多的采取降低贷款利率和变相提高存款利率的手段。在这种情况下, 股份制银行的利差水平一般是要低于国有银行水平的。兴业银行利差波动较大, 2006 年我们预测的利差来看, 它的利差水平要略高于招商银行、民生银行等股份制中型银行和国有大型银行的水平, 明显低于浦发银行的水平。

图 12 上市银行净边际利率(NIM)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图 13 上市银行净利差(Spread)

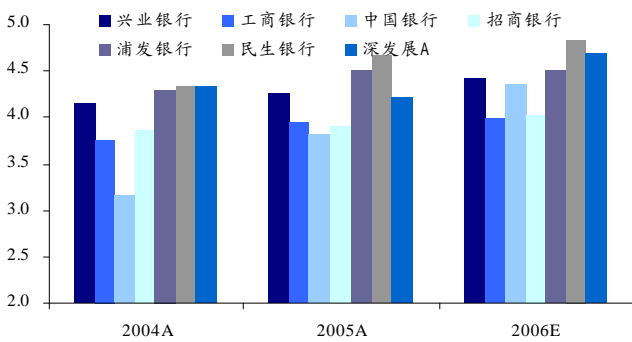


资料来源:公司公告,海通证券研究所

我们从两个方面来分析兴业银行的利差,即生息率和付息率。从生息率的角度看,兴业银行要高于工行、中行和招行,低于民生和深发展,与浦发较为接近。这个是与兴业银行的贷款里中小企业贷款比重较高有关,这类贷款平均利率较高,提高了兴业银行整体生息率,此外,兴业银行的债券投资收益率要明显高于其他A股上市银行,这两方面因素共同作为提高了兴业银行的整体资产生息率。

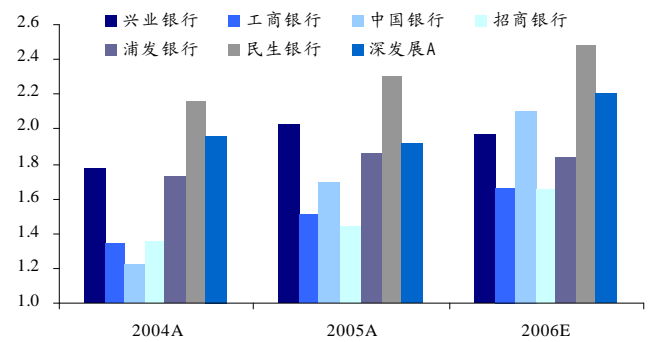
从付息率角度看,兴业银行也处于中流,仅低于中行、民生、和深发展,要高于工行、招行和浦发。一般说来以公司为主的银行多数资金成本较高,因为公司存款中利率较高的协议存款和定期存款比重较高,但兴业银行是个例外,虽然存款84%来自公司存款,但公司存款中活期存款比重较高,其存款的平均利率要明显低于其他以公司业务为主的中型银行,但兴业银行为实现规模的快速扩张,较多的依靠发行各类债券来获得资金,这在一定程度上提高了平均资金成本,不过债券融资在另一方面减少了费用,这一点我们将在后面进行分析。

图 14 上市银行盈利资产平均生息率



资料来源:公司公告,海通证券研究所

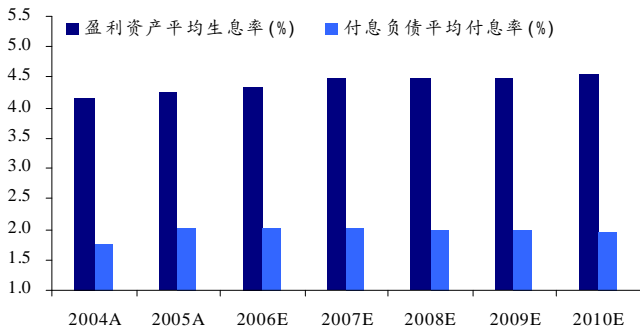
图 15 上市银行付息负债平均付息率



资料来源:公司公告,海通证券研究所

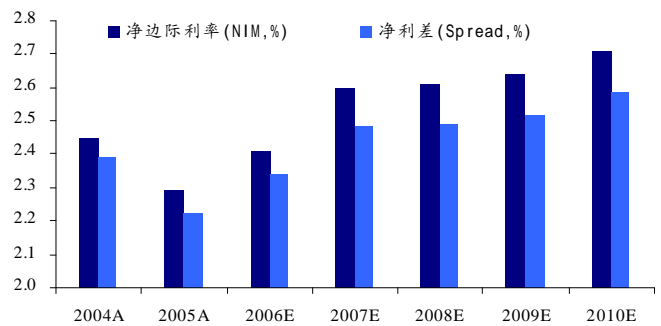
我们判断,未来兴业银行未来利差水平将会略有扩大,2007年受2006年两次提高利率的影响,兴业银行2007年的利差还将较2006年扩大14个基点,之后将基本保持稳定,兴业银行将会进一步扩大中小企业及零售贷款的比重,这部分贷款利率较高,同时降低贴现类贷款的比重,这几项因素会使兴业银行未来利差有缓步扩大。

图 16 兴业银行平均生息率和付息率



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图 17 兴业银行利差水平



资料来源:公司公告,海通证券研究所

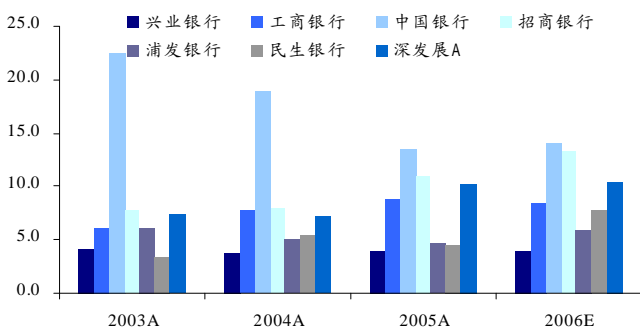
### 2.3 兴业银行净利息收入持续快速增长

综合对兴业银行的存贷款增长及利差变动的预测,我们测算出兴业银行 2006-2010 年的净利息收入的 CAGR 为 26%左右,2007 年和 2008 年的净利息收入分别增长 39%、24%。

### 3. 兴业银行中间业务收入贡献十分有限

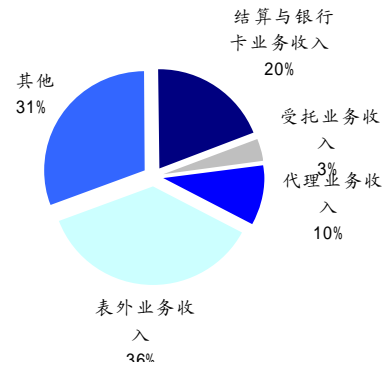
兴业银行的中间业务收入比重一直比较低,中间业务主要就是银行结算收入和表外业务收入。在几家上市银行中,兴业银行的非利息收入比重几乎是最低的。

图 18 兴业银行 1H2006 手续费收入结构



资料来源:公司公告,海通证券研究所

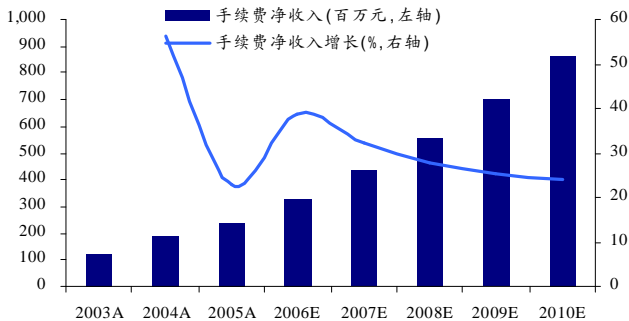
图 19 兴业银行非利息收入及净手续费占比



资料来源:公司公告,海通证券研究所

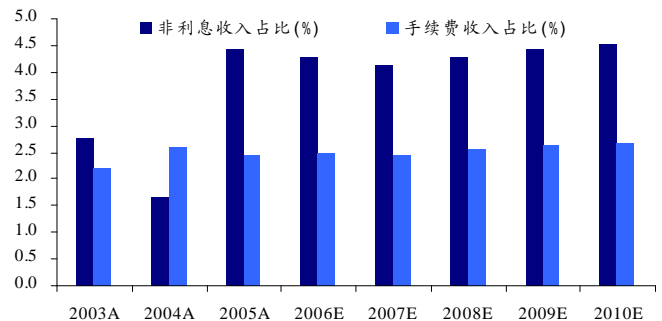
不过在 2006 年兴业银行中间业务收入增长较快,我们预测 2006 年全年增长接近 40%。由于目前兴业银行的战略还不够清晰,业务转型速度不快,中间业务难以出现长期的高速增长。我们预测 2007-2010 年,兴业银行非利息收入的增长在 30%左右,到 2010 年非利息收入占的比重保持在 4%左右。

图 20 兴业银行手续费净收入增长



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 21 兴业银行非利息收入及净手续费占比



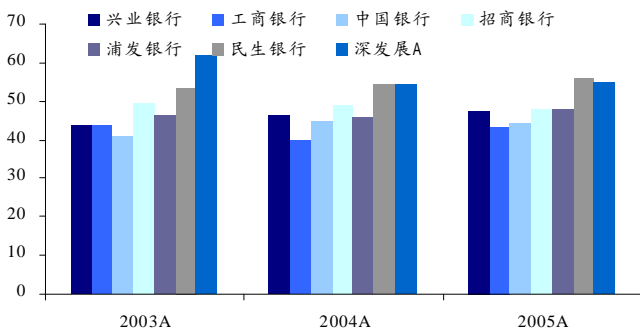
资料来源：公司公告，海通证券研究所

#### 4. 兴业银行费用收入比将小幅下降

兴业银行的费用收入在上市银行中处于较好的水平，费用收入比要高于工行、中行，在中型银行中最低。兴业银行较低的费用收入比与总行位于福建，员工工资相对较低有关；第二，兴业银行较多的通过发行债券融资，债券融资的平均利率虽然要高于存款，但所需要的费用却要低得多；第三，兴业银行战略不太清晰，战略转型的投入相对较少。

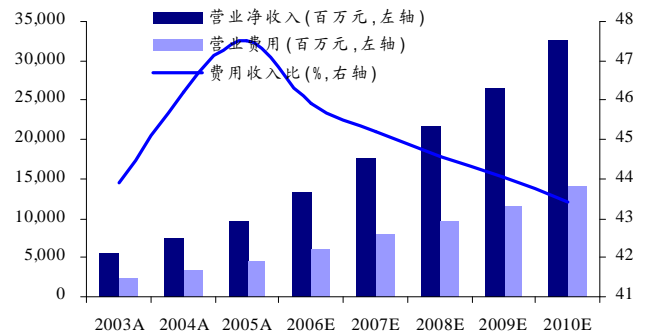
我们认为兴业银行未来随着资产规模进一步扩大，其营业费用的增速会低于营业收入，其费用收入比有下降趋势。综合分析，我们认为兴业的费用收入比将缓步下降，我们预测 2010 年其费用收入比为 43%，较 2006 年下降 3.6 个百分点。我们计算的费用收入比包含了营业税金，出于谨慎性，我们预测费用收入比时没考虑未来营业税率下降的影响，如果营业税在 2008 年开始下调，费用收入比将明显低于我们预测的水平。

图 22 上市银行费用收入比（含营业税，%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 23 兴业银行费用收入比（含营业税，%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

#### 5. 贷款不良率有进一步下降的空间

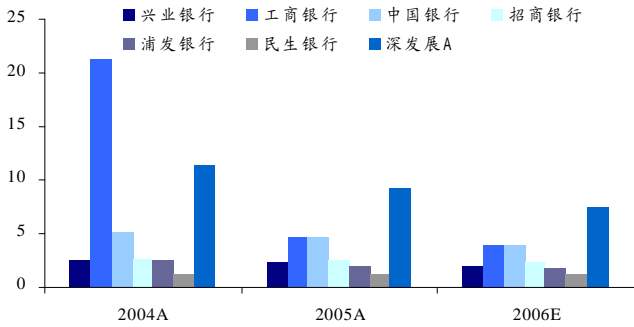
兴业银行 2006 年 6 月末的不良率为 2.01%，在 A 股上市银行中处于中流水平，不过考虑到兴业银行较强的不良资产核销力度，兴业银行资产质量弱于招商银行、浦发银行和民生银行。如果加回过去几年净核销的不良贷款，兴业银行从 2003 年到 2005 年不良率是较为明显的。

不过在 2006 年兴业银行的资产质量有了明显的改善，根据披露的 2006 年 6 月末的数据来看，即使剔除核销的影响，兴业银行不良贷款率也较 2005 年末下降了近 40 个基点。我们判断主要原因是由 2006 年较高的经济景气度带来的，此外，兴业银行将进一

步提高福建和广东省外的贷款比重,特别是长三角地区的贷款比重,这将从整体上降低其贷款的违约风险。目前兴业银行不良率最高的两个地区分别是福建省和广东省,2006年6月末不良率分别为3.2%和4.8%,明显其高于全部贷款不良率水平。

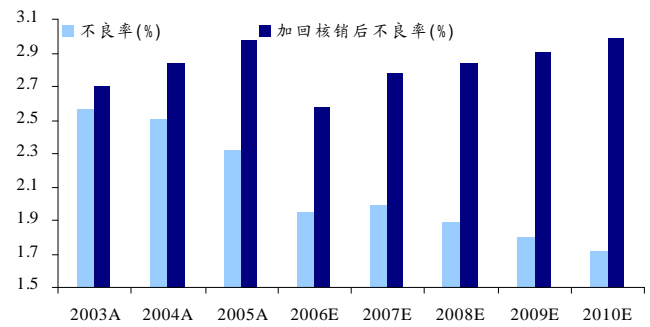
我们预测兴业银行未来新增贷款不良率在2-2.5%左右,并假设未来兴业银行仍将保持目前的不良贷款核销力度,其不良率将逐渐下降,2006年末不良率将下降到1.95%左右,2010年其不良率将下降到1.7%。

图 24 上市银行不良资产率 (%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

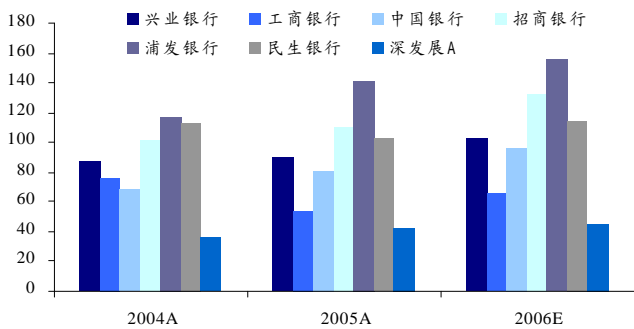
图 25 兴业银行贷款不良率



资料来源:公司公告,海通证券研究所

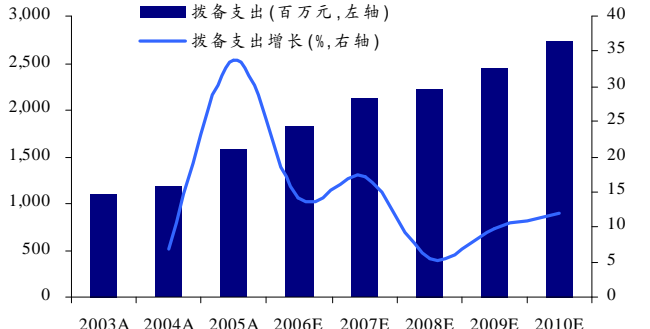
兴业银行2006年6月末的拨备覆盖率为100%,在上市银行里处于中流,我们判断未来的覆盖率缓步提高,到2010年提高到120%左右的水平。基于上面对不良率和覆盖率的判断,2006年到2010年拨备支出复合增长率为11%左右。

图 26 兴业银行拨备覆盖率 (%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

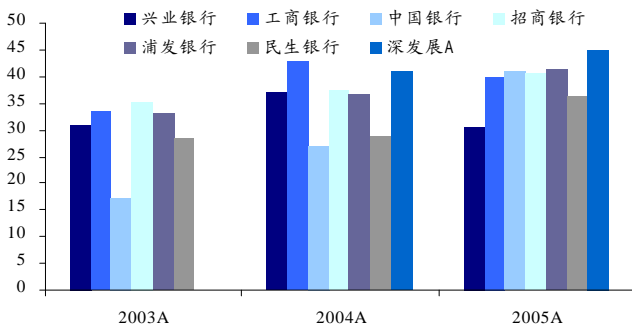
图 27 兴业银行拨备支出及增长



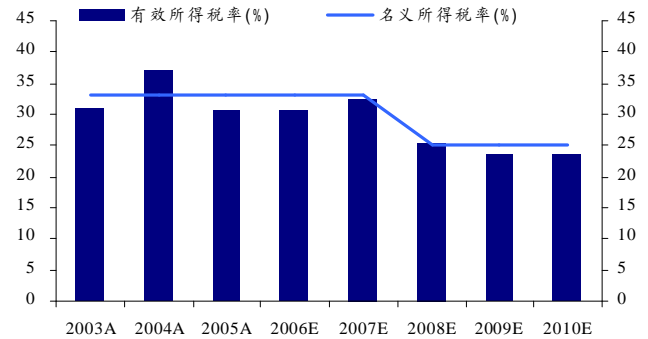
资料来源:公司公告,海通证券研究所

## 6. 兴业银行是有效税率最低的银行

兴业银行的所得税担负几乎是上市银行中最低的,如果剔除财务重组对所得税的影响,我们2005年的数据进行对比,兴业银行有效所得税率为30.5%,在上市银行中最低,其他上市银行有效税率均在40%左右。我们认为兴业银行较低的有效税率主要来自此较高的国债利息收入,此外,较低的费用收入比也有助于降低有效税率。

**图 28 上市银行有效税率对比 (%)**


资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**图 29 兴业银行有效税率 (%)**


资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

兴业银行在两税合并及工资全额抵税政策实施后, 在上市银行中有效税率将下降最多, 收益也相对最大。我们预测 2008 年其有效税率为 25.5%, 之后下降到 23.5% 左右。

## 7. 兴业银行盈利性和成长性在中型银行里属中等水平

### 7.1 兴业银行利润保持快速增长

基于上面的分析, 我对兴业银行 2006 年到 2010 年的业绩做出下面的预测。2006 年是最近几年的业绩增长高点, 全年净利润增长高达 47%, 这主要得益于三项因素, 首先是不良率的明显下降, 加息带来的利差增长和盈利资产的快速增长。

**表 1 兴业银行收入和盈利增长预测 (%)**

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
净利息收入增长	32.7	27.5	36.3	33.9	22.1	21.9	22.6
非利息收入增长	56.4	22.9	38.6	33.2	28.2	27.4	27.5
营业净收入增长	31.2	31.3	36.1	33.7	22.3	22.2	22.8
拨备前利润增长	25.2	28.6	40.0	35.4	23.7	23.3	24.1
净利润增长	23.1	39.6	46.7	37.9	42.2	30.3	27.3

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**表 2 兴业银行利润表 (百万元)**

	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
净利息收入	5,499	7,296	9,305	12,685	16,982	20,732	25,279	30,993
利息收入	9,511	12,402	17,246	22,965	29,360	35,588	43,034	51,953
利息支出	4,012	5,106	7,941	10,280	12,378	14,857	17,755	20,959
资产准备支出	1,107	1,182	1,581	1,974	2,332	2,508	2,749	3,030
拨备后净利息收入	4,391	6,114	7,725	10,711	14,650	18,223	22,530	27,964
手续费净收入	123	193	237	329	438	561	715	912
其他经营净收益	33	-71	194	238	296	372	473	608
营业净收入	5,655	7,418	9,737	13,252	17,715	21,665	26,468	32,513
营业费用	2,483	3,428	4,627	6,085	8,008	9,653	11,653	14,121
营业外净收入	11	-5	16	9	10	10	9	10
拨备前利润	3,183	3,985	5,126	7,176	9,717	12,022	14,824	18,403
总利润	2,076	2,803	3,545	5,202	7,386	9,514	12,075	15,373
所得税	642	1,037	1,080	1,586	2,400	2,426	2,838	3,613
少数股东利润	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	1,434	1,766	2,465	3,615	4,985	7,088	9,238	11,760

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**表 3 兴业银行资产负债表 (百万元)**

	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
现金及存放同业	8,476	14,272	18,507	23,284	28,920	35,071	42,440	50,866
央行准备金	47,263	49,699	39,538	47,407	58,070	70,610	85,270	102,097
拆放金融企业	16,684	20,160	51,211	48,178	56,717	71,046	85,346	102,408
贷款	156,945	203,011	242,572	332,712	405,656	484,846	572,186	681,036
贷款拨备	-3,725	-4,416	-5,112	-6,747	-8,476	-10,263	-12,153	-14,174
债券投资	28,447	51,156	120,820	126,601	179,221	218,526	273,941	327,331
固定资产	2,925	2,867	2,949	3,048	3,151	3,229	3,302	3,379
递延税款	703	846	854	1,225	1,309	1,293	1,542	1,704
其他资产	1,342	2,470	3,755	6,293	8,508	11,165	14,560	18,937
盈利资产	257,816	338,298	472,648	578,182	728,583	880,099	1,059,183	1,263,737
<b>总资产</b>	<b>259,060</b>	<b>340,065</b>	<b>475,094</b>	<b>582,001</b>	<b>733,075</b>	<b>885,523</b>	<b>1,066,433</b>	<b>1,273,583</b>
金融企业存放	40,044	37,379	85,059	98,525	127,484	153,498	185,323	222,257
存款	207,683	283,187	355,218	438,401	536,656	652,671	788,107	943,599
应付款项	2,268	3,416	6,032	7,890	11,042	14,380	18,794	24,760
发行债券	3,000	6,000	16,000	21,000	21,000	21,000	21,000	18,000
付息负债	250,726	326,565	456,277	557,926	685,141	827,169	994,430	1,183,857
<b>总负债</b>	<b>252,995</b>	<b>329,981</b>	<b>462,309</b>	<b>565,816</b>	<b>696,183</b>	<b>841,549</b>	<b>1,013,224</b>	<b>1,208,617</b>
实收资本	3,000	3,999	3,999	3,999	5,000	5,000	5,000	5,000
公积金	1,620	3,469	4,356	4,163	18,885	18,881	18,882	18,883
一般准备	0	0	2,400	4,000	6,000	9,000	11,000	13,000
未分配利润	1,446	2,616	2,031	4,023	7,007	11,092	18,327	28,083
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>所有者权益</b>	<b>6,066</b>	<b>10,084</b>	<b>12,785</b>	<b>16,185</b>	<b>36,892</b>	<b>43,974</b>	<b>53,208</b>	<b>64,966</b>

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

我们假设兴业银行以 15.98 元的价格发行 10.01 亿股 A 股, 2007 年其净资产平均收益率为 15% 左右, 较 2006 年下降 9 个百分点, 之后其净资产收益率将逐渐提高, 到 2010 年, 净资产收益率接近 20%。净资产收益率的提高, 主要得益于两方面的因素, 第一是随着兴业银行资产规模的扩张, 其财务杠杆倍数也随之提高; 第二个原因是总资产收益率的提高, 而总资产收益率的提高主要来自于利差的扩大、拨备支出压力的下降和所得税率的下降。

**表 4 兴业银行盈利杜邦分析 (%)**

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
净资产平均收益率	21.73	21.14	24.86	15.24	17.39	18.94	19.80
总资产平均收益率	0.59	0.59	0.68	0.75	0.88	0.95	1.01
财务杠杆 (倍)	37.10	35.64	36.81	20.37	19.81	19.96	19.61
资产利用率	4.18	4.33	4.44	4.56	4.56	4.58	4.63
利息收入/平均资产	4.14	4.23	4.34	4.46	4.45	4.47	4.51
利息收入/盈利资产	4.16	4.25	4.36	4.49	4.48	4.50	4.54
非利息收入/平均资产	0.04	0.09	0.10	0.10	0.11	0.11	0.12
手续费收入/平均资产	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
其他经营收益/平均资产	-0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05
费用比率	3.59	3.73	3.76	3.82	3.68	3.63	3.62
利息支出/平均资产	1.70	1.95	1.94	1.88	1.86	1.84	1.82
利息支出/付息负债	1.77	2.03	2.02	2.01	1.99	1.98	1.96
非利息支出/平均资产	1.15	1.13	1.15	1.22	1.21	1.21	1.22
经营费用支出/平均资产	1.15	1.13	1.15	1.22	1.21	1.21	1.22
拨备支出/平均资产	0.39	0.39	0.37	0.35	0.31	0.29	0.26
所得税/平均资产	0.35	0.26	0.30	0.36	0.30	0.29	0.31

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

## 7.2 上市银行盈利性和成长性对比

我们用四项指标来观察银行的盈利能力，分别是净资产平均收益率 (RoAE)、资产平均收益率 (RoAA)、资产拨备前平均收益率 (RoAA, 拨备前) 和风险加权资产平均收益率 (RoRWA)，之所以选择平均收益率是因为银行的主要经营收入和支出为利息收入和支出，而利息收入和支出都是依照存贷款和债券持有的平均余额而不是期末余额计算，我们认为平均收益率更能反映真实盈利性。

- I 净资产平均收益率 (RoAE) 是最能够反映银行为股东创造价值能力的指标，但银行的杠杆倍数很高，再融资行为对于 RoAE 影响很大，而融资并不反映银行的经营。
- I 资产平均收益率 (RoAA) 不受再融资的影响，能更为客观的反映银行运用资产盈利的能力，不过也存在一定的缺陷，主要是受银行拨备计提政策的影响较大，而银行经常会通过拨备计提来调节利润。
- I 资产拨备前平均收益率 (RoAA Pre-Provision) 则能够消除拨备调节对利润的影响，该指标不足之处是没有考虑银行资产质量的波动。
- I 风险加权资产平均收益率 (RoRWA) 是净利润与风险加权资产 (RWA) 之比，能够反映银行通过承担风险盈利的能力。

我们再对几家上市银行的盈利能力进行对比，可以看出兴业银行 A 股发行后，几项盈利指标在上市银行中均处于中流。

表 5 我国上市银行盈利能力对比一

	RoAE(%)				RoAA(%)			
	2006E	2007E	2008E	2009E	2006E	2007E	2008E	2009E
工商银行	13.33	13.30	15.20	14.87	0.71	0.84	0.94	0.94
中国银行	15.45	13.56	15.24	15.51	0.96	0.98	1.10	1.13
招商银行	14.77	15.71	20.40	22.21	0.70	0.88	1.05	1.12
浦发银行	18.90	16.90	23.01	25.05	0.54	0.58	0.78	0.88
民生银行	22.86	12.59	14.50	17.26	0.62	0.67	0.77	0.89
兴业银行	24.86	15.24	17.39	18.94	0.68	0.75	0.88	0.95
深发展 A	25.92	21.64	18.56	17.81	0.61	0.65	0.69	0.73

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 我国上市银行盈利能力对比二

	RoAA(拨备前, %)				RoRWA(%)			
	2006E	2007E	2008E	2009E	2006E	2007E	2008E	2009E
工商银行	1.52	1.64	1.59	1.56	1.38	1.61	1.78	1.75
中国银行	1.66	1.65	1.70	1.75	1.20	1.27	1.48	1.54
招商银行	1.55	1.62	1.67	1.73	1.20	1.52	1.85	1.99
浦发银行	1.52	1.58	1.61	1.65	0.73	0.82	1.11	1.26
民生银行	1.22	1.20	1.31	1.42	1.01	1.10	1.24	1.40
兴业银行	1.36	1.48	1.50	1.53	1.07	1.16	1.38	1.52
深发展 A	1.32	1.37	1.44	1.55	0.96	0.96	1.03	1.12

资料来源：公司公告，海通证券研究所

对比盈利能力后，我们对几家上市银行成长性也进行对比，发现在 2006 年和 2007 年兴业银行的收入和利润增长较快，在上市银行中处于领先地位，这主要得益于其较快的信贷增长和贷款平均利率的提高，之后兴业银行的收入和利润增长在上市银行中也处于中等水平。

**表 7 我国上市银行收入增长对比**

	净利息收入增长 (%)				非利息收入增长 (%)			
	2006E	2007E	2008E	2009E	2006E	2007E	2008E	2009E
工商银行	13.3	16.6	7.0	6.6	39.1	37.9	34.5	30.1
中国银行	22.1	10.6	10.4	9.8	47.7	23.8	29.0	29.3
招商银行	19.2	29.8	22.1	19.5	51.8	59.8	46.1	40.7
浦发银行	26.8	26.3	19.9	18.8	58.9	46.9	47.0	43.5
民生银行	24.1	28.7	27.5	24.7	208.8	46.0	60.9	48.3
兴业银行	36.3	33.9	22.1	21.9	38.6	33.2	28.2	27.4
深发展 A	26.6	23.4	22.2	23.0	43.8	46.7	46.5	46.1

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**表 8 我国上市银行利润增长对比**

	拨备前利润增长 (%)				净利润增长 (%)			
	2006E	2007E	2008E	2009E	2006E	2007E	2008E	2009E
工商银行	17.6	19.3	6.7	7.4	32.8	30.9	22.7	9.3
中国银行	28.3	10.2	12.7	12.0	58.9	14.2	26.4	12.8
招商银行	27.3	32.2	25.6	23.8	52.9	57.5	45.9	26.8
浦发银行	28.3	28.0	22.1	20.8	34.8	34.4	59.6	33.8
民生银行	34.7	28.1	31.8	28.0	46.7	39.7	38.4	35.9
兴业银行	40.0	35.4	23.7	23.3	46.7	37.9	42.2	30.3
深发展 A	31.6	21.1	28.2	30.0	328.3	25.7	29.9	28.7

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

## 8. 估值和投资建议

### 8.1 相对估值

由于兴业银行盈利性和成长性在上市中型银行中均处于中流, 我们判断其 A 股上市后的估值水平也应在上市银行中处于中流, 特别是因为兴业银行与浦发银行较为相似, 其估值水平也应与浦发银行相近。

**表 9 我国上市银行估值水平对比一**

	P/E(X)				P/B(X)			
	2006E	2007E	2008E	2009E	2006E	2007E	2008E	2009E
工商银行	35.68	27.27	22.22	20.33	3.60	3.36	3.12	2.91
中国银行	28.19	24.69	19.53	17.31	3.15	2.86	2.60	2.37
招商银行	40.32	25.61	17.56	13.85	4.41	3.88	3.34	2.87
浦发银行	27.80	20.69	12.96	9.69	3.65	3.11	2.51	2.00
民生银行	26.00	25.02	18.08	13.30	5.15	2.74	2.35	1.98
深发展 A	21.89	17.56	13.97	11.22	4.97	3.24	2.45	1.92

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**表 10 我国上市银行估值水平对比二**

	P/PPoP(X)				PEG			
	2006E	2007E	2008E	2009E	2006E	2007E	2008E	2009E
工商银行	16.78	14.06	13.18	12.27	1.16	1.20	2.39	2.29
中国银行	14.51	13.17	11.69	10.44	1.99	0.93	1.53	1.25
招商银行	18.98	14.35	11.43	9.23	0.70	0.56	0.66	0.42
浦发银行	9.78	7.64	6.26	5.18	0.81	0.35	0.38	0.39
民生银行	13.66	14.34	10.88	8.50	0.65	0.65	0.50	0.45
深发展 A	10.27	8.85	7.13	5.67	0.85	0.59	0.49	0.41

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

从目前上市银行的估值水平来看, 兴业银行 2007 年和 P/E 应在 17-25 倍之间, P/B 在 2.7 和 3.2 倍之间, P/PPoP 应在 7 到 14 倍, PEG 在 0.35 到 0.6 之间, 综合上面的判断, 兴业银行的估值区间为 18-24 元。

## 8.2 绝对估值法

因为银行经营的特殊性, 一般较难使用 DCF (现金流模型) 进行估值。为克服上述缺点, 我们将采用 EVA 模型对上市银行进行估值, 该模型的优点是估值结果不受银行通过拨备计提调节等会计手段对利润的影响, 因此估值更加可信。

### I EVA 模型估值

EVA 是公司的资本收益和资本成本之间的差, 只有在其资本收益超过为获取该收益所投入的资本的全部成本时才能为公司的股东带来价值。EVA 的计算公式为:

$$EVA (\text{经济增加值}) = NOPAT (\text{税后净经营利润}) - Ke(\text{股权成本}) * IC(\text{资本投入});$$

$$\text{或: } EVA (\text{经济增加值}) = [ROIC (\text{资本投入回报率}) - Ke(\text{股权成本})] * IC(\text{资本投入});$$

其中  $ROIC (\text{资本投入回报率}) = NOPAT (\text{税后净经营利润}) / IC(\text{资本投入})$ , 公司股权价值即为 IC 与所有 EVA 折现值总和。

要计算银行的 NOPAT, 要对净利润进一系列的调整, 主要包括剔除非经营性损益, 剔除当时递延税款增长, 因为大部分递延税款难是回转的; 将当期的拨备计提金额替换为真实信贷成本。同样, 在计算 IC 时, 也需要将净资产进行调整, 首先要加上拨备余额, 再减去真实的信贷损失额, 然后还要剔除转递延税款的余额。

我们假设兴业银行未来 4 年是高速增长期, 高速增长期的 NOPAT 由兴业银行的财务模型直接测算出来。4 年之后兴业银行进入过渡期, 过渡期为 12 年, 在过渡期兴业银行的 ROIC 线性平滑下降, 过渡期结束后  $ROIC = Ke$ , EVA 也相应消失, 兴业银行进入永续增长期。在高速增长期, 兴业银行的股价波动与大盘相同, BETA 值设为 1, 在永续增长期, 兴业银行的经营风险已经明显下降, BETA 值设为 0.9, 在过渡期内兴业银行的 BETA 线性平滑下降。为了行文的简洁, 我们把 EVA 的详细测算过程放在附表中, 供投资者参考。

**表 11 海通证券 EVA 估值模型的基本假设**

无风险利率	3.0%	股权风险溢价	7.0%	红利税	10%
Beta(高速增长期)	1.00	股权成本(高速增长期)	10.0%	高增期年限	4 年
Beta(永续增长期)	0.90	股权成本(永续增长期)	9.3%	过渡期年限	20 年

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**表 12 兴业银行 EVA 估值结果**

	公司价值 (百万元)	每股价值 (元)	比重 (%)
投入资本	12,678	2.54	11.8
高速增长期	12,169	2.43	11.3
过渡期	82,541	16.51	76.9
合计	<b>107,387</b>	<b>21.48</b>	<b>100.0</b>

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

根据 EVA 的估值结果, 同时参考相对估值, 我们对兴业银行 6 个月的目标价格为 21.50 元, 对应 2007 年和 2008 年的目标 P/E 为 21.5 倍和 15.15 倍, 目标 P/PPoP 为 12 倍和 11 倍, PEG 水平为 0.51 和 0.50。21.50 元的目标价与申购价上限有 35% 的上涨空

间，建设投资者申购。

**附表 1: 财务报表分析和预测**

价值评估 (倍)	2005A	2006E	2007E	2008E
P/E	25.92	17.68	16.03	11.27
P/B	5.00	3.95	2.17	1.82
P/PPoP	12.47	8.91	8.22	6.65
PEG	0.56	0.47	0.38	0.37

每股指标 (元)	2005A	2006E	2007E	2008E
EPS	0.62	0.90	1.00	1.42
BVPS	3.20	4.05	7.38	8.79
DPS	12.23	5.53	0.24	0.33

盈利驱动	2005A	2006E	2007E	2008E
存款增长	25.4%	23.4%	22.4%	21.6%
贷款增长	19.5%	37.2%	21.9%	19.5%
证券投资增长	136.2%	4.8%	41.6%	21.9%
存贷比	68.3%	75.9%	75.6%	74.3%
盈利资产增长	39.7%	22.3%	26.0%	20.8%
盈利资产平均生息率	4.25%	4.36%	4.49%	4.48%
付息负债平均付息率	2.03%	2.02%	2.01%	1.99%
边际净利率(NIM)	2.29%	2.41%	2.60%	2.61%
净利差(Spread)	2.22%	2.34%	2.48%	2.49%
非利息收入比重	4.4%	4.3%	4.1%	4.3%
拨备支出增长	33.7%	24.9%	18.1%	7.6%
费用收入比(含营业税)	47.5%	45.9%	45.2%	44.6%
有效所得税率	30.5%	30.5%	32.5%	25.5%

盈利增长	2005A	2006E	2007E	2008E
净利息收入增长	27.5%	36.3%	33.9%	22.1%
非利息收入增长	22.9%	38.6%	33.2%	28.2%
营业净收入增长	31.3%	36.1%	33.7%	22.3%
拨备前利润增长	28.6%	40.0%	35.4%	23.7%
净利润增长	39.6%	46.7%	37.9%	42.2%

资产盈利能力	2005A	2006E	2007E	2008E
RoAE	21.1%	24.9%	15.2%	17.4%
RoAA	0.59%	0.68%	0.75%	0.88%
RoAA(拨备前)	1.26%	1.36%	1.48%	1.50%
RoRWA	0.99%	1.07%	1.16%	1.38%

资产质量	2005A	2006E	2007E	2008E
不良资产率	2.33%	1.95%	1.99%	1.89%
拨备覆盖率	90.5%	104.0%	105.0%	112.0%
一般拨备覆盖率	41.1%	49.1%	48.1%	50.7%
专项拨备覆盖率	49.4%	54.9%	56.9%	61.3%
拨备余额/全部贷款	2.52%	2.78%	2.55%	2.53%
拨备支出/平均贷款	0.69%	0.64%	0.62%	0.56%

资本	2005A	2006E	2007E	2008E
资本充足率	8.2%	8.4%	11.4%	10.9%
核心资本充足率	5.0%	4.7%	8.5%	8.5%
风险加权资产比重	53%	58%	59%	58%

利润表 (百万元)	2005A	2006E	2007E	2008E
净利息收入	9,305	12,685	16,982	20,732
利息收入	17,246	22,965	29,360	35,588
利息支出	7,941	10,280	12,378	14,857
资产准备支出	1,581	1,974	2,332	2,508
拨备后净利息收入	7,725	10,711	14,650	18,223
手续费净收入	237	329	438	561
其他经营净收益	194	238	296	372
营业净收入	9,737	13,252	17,715	21,665
营业费用	4,627	6,085	8,008	9,653
营业外净收入	16	9	10	10
拨备前利润	5,126	7,176	9,717	12,022
总利润	3,545	5,202	7,386	9,514
所得税	1,080	1,586	2,400	2,426
少数股东利润	0	0	0	0
净利润	2,465	3,615	4,985	7,088

资产负债表 (百万元)	2005A	2006E	2007E	2008E
现金及存放同业	18,507	23,284	28,920	35,071
央行准备金	39,538	47,407	58,070	70,610
拆放金融企业	51,211	48,178	56,717	71,046
贷款	242,572	332,712	405,656	484,846
贷款拨备	-5,112	-6,747	-8,476	-10,263
债券投资	120,820	126,601	179,221	218,526
固定资产	2,949	3,048	3,151	3,229
递延税款	854	1,225	1,309	1,293
其他资产	3,755	6,293	8,508	11,165
盈利资产	472,648	578,182	728,583	880,099
总资产	475,094	582,001	733,075	885,523
金融企业存放	85,059	98,525	127,484	153,498
存款	355,218	438,401	536,656	652,671
应付款项	6,032	7,890	11,042	14,380
发行债券	16,000	21,000	21,000	21,000
付息负债	456,277	557,926	685,141	827,169
总负债	462,309	565,816	696,183	841,549
实收资本	3,999	3,999	5,000	5,000
公积金	4,356	4,163	18,885	18,881
一般准备	2,400	4,000	6,000	9,000
未分配利润	2,031	4,023	7,007	11,092
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益	12,785	16,185	36,892	43,974

资料来源: 公司资料, 海通证券研究所

## 附表 2: 兴业银行 EVA 估值详细过程

兴业银行 EVA 测算 (百万元)

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
NOPAT	3,511	5,080	7,498	9,376	11,748
净利润	3,615	4,985	7,088	9,238	11,760
拨备支出	1,974	2,332	2,508	2,749	3,030
非经常性损益	9	10	10	9	10
信贷成本	1,699	2,144	2,104	2,352	2,870
递延税款借项增加	371	84	-16	249	162
IC	13,241	30,081	39,707	47,840	58,337
股东权益	14,409	31,145	40,350	48,335	58,835
拨备余额	-6,747	-8,476	-10,263	-12,153	-14,174
拨备实际损失	6,690	8,231	9,613	11,107	12,968
递延税款借项	1,225	1,309	1,293	1,542	1,704
ROIC	26.51%	16.89%	18.88%	19.60%	20.14%
Ke	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
EVA	2,054	1,771	3,131	4,113	5,331
贴现因子	0.96	0.86	0.78	0.70	0.63
EVA 现值	1,967	1,527	2,433	2,880	3,362
	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
NOPAT	12,219	13,347	13,693	14,634	15,467
税后股利	3,995	4,460	5,269	6,176	7,186
IC	66,090	73,354	80,847	87,677	94,327
平均投资资本	62,214	69,722	73,430	80,626	87,617
ROIC	19.64%	19.14%	18.65%	18.15%	17.65%
股权成本	10.96%	10.92%	10.88%	10.84%	10.80%
EVA	9,396	10,194	10,972	12,070	13,190
贴现因子	0.568	0.512	0.462	0.417	0.376
EVA 现值	5,340	5,224	5,071	5,033	4,964
	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
NOPAT	16,160	16,718	17,107	17,297	17,284
税后股利	8,301	9,522	10,850	12,284	13,818
IC	100,571	106,151	110,813	114,272	116,216
平均投资资本	94,192	100,350	105,845	110,412	113,767
ROIC	17.16%	16.66%	16.16%	15.67%	15.19%
股权成本	10.76%	10.72%	10.68%	10.64%	10.60%
EVA	14,325	15,482	16,653	17,833	19,042
贴现因子	0.340	0.307	0.277	0.251	0.227
EVA 现值	4,867	4,751	4,617	4,469	4,315
	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
NOPAT	17,017	16,443	15,569	14,379	12,864
税后股利	15,447	17,163	18,951	20,796	22,684
IC	116,337	114,283	109,670	102,132	91,306
平均投资资本	115,608	115,612	113,430	108,695	101,036
ROIC	14.72%	14.22%	13.73%	13.23%	12.73%
股权成本	10.56%	10.52%	10.48%	10.44%	10.40%
EVA	20,255	21,443	22,632	23,828	25,040
贴现因子	0.205	0.185	0.168	0.152	0.138
EVA 现值	4,151	3,976	3,799	3,621	3,447

资料来源: 海通证券研究所

## 信息披露

### 投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2007年9月18日)

	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	77	21
增持	82	11
中性	55	15
减持	0	0
卖出	1	0
总数	215	15

### 分析师负责的股票研究范围

邱志承: 金融业

重点研究上市公司: 工商银行、中国银行、招商银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、深发展 A, 中国人寿。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

**海通证券股份有限公司研究所**

汪异明  
所长  
(021) 63411619  
[wangym@htsec.com](mailto:wangym@htsec.com)

高道德  
副所长  
(021) 63411586  
[gaodd@htsec.com](mailto:gaodd@htsec.com)

郑 卒  
副所长  
(021) 63411556  
[zhengzu@htsec.com](mailto:zhengzu@htsec.com)

吴淑琨  
所长助理  
(021) 63411638  
[skwu@htsec.com](mailto:skwu@htsec.com)

路 颖  
所长助理 商业贸易行业首席分析师  
(021) 63411374  
[luying@htsec.com](mailto:luying@htsec.com)

丁 频  
农业及食品饮料行业高级分析师  
(021) 63411376  
[dingpin@htsec.com](mailto:dingpin@htsec.com)

韩振国  
煤炭行业高级分析师  
(021) 63411371  
[zghan@htsec.com](mailto:zghan@htsec.com)

张 雷  
房地产行业高级分析师  
(021) 63411373  
[zhangluan@htsec.com](mailto:zhangluan@htsec.com)

陈美凤  
计算机行业高级分析师  
(021) 63411380  
[chenmf@htsec.com](mailto:chenmf@htsec.com)

邓 勇  
石化及基础化工行业高级分析师  
(021) 63411375  
[dengyong@htsec.com](mailto:dengyong@htsec.com)

顾 青  
家电行业高级分析师  
(021) 63411369  
[guqing@htsec.com](mailto:guqing@htsec.com)

马 婴  
航空及机场行业高级分析师  
(021) 63411379  
[maying@htsec.com](mailto:maying@htsec.com)

钮宇鸣  
港口及水运行业高级分析师  
(021) 63411391  
[yiniu@htsec.com](mailto:yiniu@htsec.com)

赵 涛  
造纸行业高级分析师  
(021) 63411394  
[zhaot@htsec.com](mailto:zhaot@htsec.com)

傅梅望  
建材行业分析师  
(021) 63411382  
[fumw@htsec.com](mailto:fumw@htsec.com)

顾耀强  
钢铁及机床行业分析师  
(021) 63411381  
[gyuq@htsec.com](mailto:gyuq@htsec.com)

贺菊颖  
中药行业分析师  
(021) 63411386  
[hejy@htsec.com](mailto:hejy@htsec.com)

胡春霞  
纺织及酿酒行业分析师  
(021) 63411387  
[hucx@htsec.com](mailto:hucx@htsec.com)

黄锦超  
纺织机械、军工及铁路行业分析师  
(021) 63411372  
[huangjc@htsec.com](mailto:huangjc@htsec.com)

江孔亮  
建筑工程行业分析师  
(021) 63411393  
[kljiang@htsec.com](mailto:kljiang@htsec.com)

联蒙珂  
通信行业分析师  
(021) 63411366  
[lianmk@htsec.com](mailto:lianmk@htsec.com)

刘 金  
基础化工行业分析师  
(021) 63411392  
[liujin@htsec.com](mailto:liujin@htsec.com)

邱春城  
电子元器件行业分析师  
(021) 63411384  
[qiucc@htsec.com](mailto:qiucc@htsec.com)

邱志承  
金融行业分析师  
(021) 63411367  
[qiuzc@htsec.com](mailto:qiuzc@htsec.com)

王友红  
化学制药及生物制药行业分析师  
(021) 63411378  
[wangyh@htsec.com](mailto:wangyh@htsec.com)

阎 冀  
电力行业分析师  
(021) 63411368  
[yanj@htsec.com](mailto:yanj@htsec.com)

严 平  
通信行业分析师  
(021) 63411385  
[yangp@htsec.com](mailto:yangp@htsec.com)

叶琳菲  
传媒行业分析师  
(021) 63411365  
[yelf@htsec.com](mailto:yelf@htsec.com)

叶志刚  
船舶及工程机械行业分析师  
(021) 63411370  
[yezg@htsec.com](mailto:yezg@htsec.com)

杨红杰  
有色金属行业分析师  
(021) 63411377  
[yanghj@htsec.com](mailto:yanghj@htsec.com)

詹文辉  
电力设备行业分析师  
(021) 63411383  
[zhanwh@htsec.com](mailto:zhanwh@htsec.com)

李明亮  
宏观经济高级分析师  
(021) 63411637  
[lml@htsec.com](mailto:lml@htsec.com)

陈 露  
宏观经济高级分析师  
(021) 63411656  
[chenl@htsec.com](mailto:chenl@htsec.com)

陈嵘嵘  
宏观经济高级分析师  
(021) 63411652  
[zrchen@htsec.com](mailto:zrchen@htsec.com)

汪 辉  
宏观经济分析师  
(021) 63411651  
[wanghui@htsec.com](mailto:wanghui@htsec.com)

谢 盐  
宏观经济分析师  
(021) 63411657  
[xiey@htsec.com](mailto:xiey@htsec.com)

于建国  
宏观经济分析师  
(021) 63411650  
[yujg@htsec.com](mailto:yujg@htsec.com)

陈久红  
策略高级分析师  
(021) 63411364  
[chenjiuhong@htsec.com](mailto:chenjiuhong@htsec.com)

汪 盛  
策略分析师  
(021) 63411361  
[wangs@htsec.com](mailto:wangs@htsec.com)

王国光  
策略分析师  
(021) 63411359  
[wanggg@htsec.com](mailto:wanggg@htsec.com)

雍志强  
期货分析师  
(021) 63411516  
[zqyong@htsec.com](mailto:zqyong@htsec.com)

娄静  
基金高级分析师  
(021) 63411528  
[loujing@htsec.com](mailto:loujing@htsec.com)

胡倩  
估值高级分析师  
(021) 63411501  
[huqian@htsec.com](mailto:huqian@htsec.com)

单开佳  
指数与基金分析师  
(021) 63411525  
[shankj@htsec.com](mailto:shankj@htsec.com)

王亚南  
债券分析师  
(021) 63411526  
[wangyn@htsec.com](mailto:wangyn@htsec.com)

周健  
衍生产品分析师  
(021) 63411500  
[zhouj@htsec.com](mailto:zhouj@htsec.com)

高琴  
销售经理  
(021) 63411356  
[gaopin@htsec.com](mailto:gaopin@htsec.com)

耿德健  
销售经理  
(021) 63411362  
[gengdj@htsec.com](mailto:gengdj@htsec.com)

贺振华  
销售经理  
(021) 63411329  
[hzh@htsec.com](mailto:hzh@htsec.com)

胡雪梅  
销售经理  
(021) 63411355  
[huxm@htsec.com](mailto:huxm@htsec.com)

季唯佳  
销售经理  
(021) 63411352  
[jiwj@htsec.com](mailto:jiwj@htsec.com)

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦11楼  
电话: (021) 63411388  
传真: (021) 63411363  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)