

零售优势银行应享有估值溢价

研究结论

- 行业盈利模式面临重构压力。当前宏观经济和行业监管趋势表明，商业银行传统依赖对公业务利差收入的盈利模式正面临前所未有的转型压力：
 - （1）监管去杠杆压力。资本要求不断提高，迫使银行去财务杠杆；巴塞尔协议最新的修订提高了资产的风险权重，这构成去风险杠杆压力；国内外监管当局对流动性风险给予空前的关注，意味着流动性杠杆将被迫收缩。
 - （2）城市化增长路径遭遇瓶颈。体现为房价和地价泡沫。
 - （3）脱媒化和利率市场化构成长期压力。基于以上三方面压力，银行传统盈利模式正面临前所未有的压力。仍然固守传统对公信贷业务模式的银行将日益受到市场冷落，而拥有战略优势的银行将享有相对估值溢价。
- 零售转型是银行战略转型的最重要方向。（1）零售理财和信用卡业务有助于提升银行的手续费及佣金收入占比，而非息收入对资本占用较低。
 - （2）零售客户收益率较好。银行对零售客户的议价能力更强。若能够合理管理，信用卡业务的收益率水平将明显高于一般性贷款。
 - （3）零售贷款的风险权重明显低于对公贷款，零售贷款资本消耗特性明显偏低。
- 市场对交行的零售战略优势认识不足。未来零售业务竞争决胜的两个决定因素是渠道和产品。渠道方面，交行拥有 2657 家物理网点，且经过最近几年的网点改造，普遍已具备营销和理财服务功能。产品方面，交行拥有中资银行最全面的综合经营，且各个控股子公司（除保险）在各自行业内都能进入前十名。与同业相比，交行未来能够为客户提供更多元化、收益风险特征更合理的产品设计。目前该行的某些战略业务，例如信用卡业务，已经体现出竞争优势。
- 2010 年增长 30% 可期待。交行 1 季度净息差出现环比下降，部分源于资金业务方面的短期因素。考虑到存贷比的再监管，2009 年 4 季度将是包括交行在内的银行业净息差的阶段高点。即使如此，由于 2009 年 4 季度的息差翘尾，预计 2010 年交行净息差仍能有 20BP 左右的升幅。此外，交行 2009 年 73BP 的信用成本有释放空间。在上述因素的推动下，预计今年净利润增速能达到 30%，与行业平均水平大体相当。
- 财务模式有转换要求，但战略业务优势应给予溢价，维持“增持”评级。目前交行过于依赖费用控制来获得高 ROA 的财务模式，与零售理财业务模式的要求存在不协调性。零售业务通常具有高成本特征。不过即使如此，该行零售理财业务模式已经隐然成形，市场将逐步认识到该行的战略优势，并给予其相对估值溢价。长期看好该行的发展前景，维持“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888×6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888×6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2010年6月1日) 6.48 元

目标价格 11.50 元

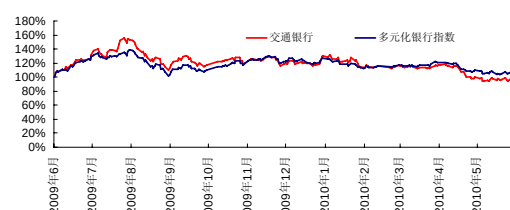
总股本/A股(万股) 4899438/1595493

国家/地区 中国

行业 银行

报告日期 2010年6月2日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-7.77	-21.08	-7.90
相对表现 (%)	-2.38	-10.38	-12.40

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	80,937	102,118	121,831	146,433
营业收入增长率	5.58%	26.17%	19.30%	20.19%
净利润(百万元)	30,211	39,907	48,905	59,424
净利润增长率	5.93%	32.10%	22.55%	21.51%
EPS(元)	0.62	0.81	1.00	1.21
P/E	10.5	8.0	6.5	5.3
P/B	1.94	1.64	1.39	1.19
P/POP	6.46	4.99	4.19	3.48

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	116,639	143,679	168,675	199,344
利息支出	50,075	58,894	69,203	82,213
净利息收入	66,564	84,785	99,473	117,131
手续费和佣金净收入	11,399	15,892	21,103	27,922
营业收入	80,937	102,118	121,831	146,433
营业税金及附加	5,147	6,536	7,797	9,372
业务及管理费	26,043	31,252	37,502	45,002
资产减值损失	10,896	12,815	13,827	16,092
营业支出	42,718	51,302	59,896	71,313
营业利润	38,219	50,815	61,935	75,120
利润总额	38,240	50,840	61,961	75,149
所得税	8,029	10,932	13,057	15,725
净利润	30,211	39,907	48,905	59,424
EPS	0.62	0.81	1.00	1.21

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	3,309,137	3,916,196	4,646,549	5,517,217
现金及存放央行	434,996	492,921	563,641	668,304
存放同业	68,037	81,644	102,056	127,569
拆出资金	43,297	51,956	64,946	81,182
买入返售金融资产	111,337	133,604	153,645	176,692
发放贷款和垫款	1,801,538	2,107,010	2,466,373	2,861,456
交易性金融资产	107,604	134,505	168,131	210,164
证券投资-可供出售金融资产	131,568	157,882	189,458	227,350
证券投资-持有至到期投资	509,179	636,474	795,592	994,490
总负债	3,144,712	3,722,341	4,417,601	5,248,164
同业及其他金融机构存放	545,839	655,007	818,759	1,023,448
拆入资金	85,729	102,875	128,594	160,742
交易性金融负债	6,468	8,408	10,931	14,210
卖出回购	21,593	26,991	33,739	42,174
客户存款	2,372,055	2,799,025	3,274,859	3,831,585
股东权益	163,848	193,086	227,923	267,688
股本	48,994	48,994	48,994	48,994
资本公积	45,405	45,405	45,405	45,405
盈余公积	25,936	25,936	25,936	25,936
未分配利润	26,046	55,284	90,121	129,886
少数股东权益	577	769	1,025	1,365

其他指标

	2009	2010E	2011E	2012E
信用成本率	0.73%	0.65%	0.60%	0.60%
股利收益率	2.85%	3.06%	4.05%	5.68%
P/S	3.92	3.11	2.61	2.17
P/PPOP	6.46	4.99	4.19	3.48
每股拨备前利润	1.00	1.30	1.55	1.86
不良贷款率	1.36%	1.24%	1.17%	1.14%
拨备覆盖率	151.05%	169.25%	174.13%	177.70%
拨备充足率	309.59%	346.90%	356.91%	364.22%

CAMEL 分析

	2009	2010E	2011E	2012E
C:核心资本充足率	8.15%	3.58%	3.96%	4.62%
C:资本充足率	12.00%	6.36%	6.31%	6.85%
C:权益/贷款	9.09%	10.21%	9.24%	9.35%
C:权益/资产	4.95%	4.93%	4.91%	4.85%
A:不良贷款比率	0.84%	0.88%	1.36%	1.24%
A:拨备覆盖率	151.05%	169.25%	174.13%	177.70%
A:拨备充足率	309.59%	346.90%	356.91%	364.22%
A:贷款总额准备金率	2.05%	2.09%	2.04%	2.03%
A:不良资产/（权益+拨备）	12.40%	11.16%	10.58%	10.20%
E:ROA	0.91%	1.02%	1.05%	1.28%
E:ROE	18.36%	20.59%	21.39%	22.14%
E:ROAA	0.50%	0.55%	0.57%	0.58%
E:ROAE	9.73%	11.14%	11.58%	11.96%
E:成本收入比	32.18%	24.97%	30.78%	30.73%
E:手续费和佣金收入占比	14.08%	15.56%	17.32%	19.07%
E:股利分配比例	34.48%	35.00%	35.00%	40.00%
L:人民币存贷比	74.14%	74.28%	74.79%	74.59%
L:外汇存贷比	101.04%	87.96%	81.88%	75.82%
L:平均存贷比	75.95%	75.28%	75.31%	74.68%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	54.90%	56.54%	55.57%	54.49%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	98.44%	98.23%	98.14%	98.20%

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn