

交通银行 (601328)

增持/ 首次评级

股价: RMB5.67

分析师

周俊

SAC 执业证书编号:S1000210070002

021 - 68498605 zhoujun@lhq.com

基础较好，改善可期

交通银行是国内第五大银行，在规模和利润上仅次于工行、建行、中行和农行。交行的规模优势虽然较大型国有银行逊色，但相比股份制银行仍具有明显优势，成本控制能力相对较强，收入结构也相对多元化。在中国银行业结束了规模的高速增长以后，成本控制能力和多元化的收入结构会显得越来越重要。

交行在对公业务、零售业务方面优势、特点都不明显，主要原因是机制较僵硬，创新能力较弱，同时客户定位不清晰。交行同工农中建大型国有银行一样归属于银监会监管一部，薪酬制定同大型国有银行同归劳工部管理，薪酬吸引力较弱，没有股份制银行灵活的经营机制，同时又没有大型国有银行较明显的规模优势和垄断优势，这导致了导致了交行特色不足，中庸经营。

交行对公业务客户定位不清晰，导致了其息差水平较低，但偏低的成本收入比部分对冲了息差的负面影响，资产收益率属于中游水平。

目前，交行首次明确提出重点发展“次优”客户，重视科技投入和电子银行发展，发展高端客户群，着力改善人员薪酬，我们认为以前限制公司发展的诟病正逐步解决。交行已经具有较好的基础，进入良性发展通道后，虽然短期内费用会提升，但公司的竞争力会相应增强。

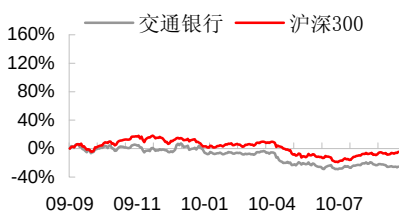
综上所述，交行具备了良好的经营基础，并且经营状况也处在上升通道，同时交行在新巴塞尔协议下补充资本金的压力并不是很大。在 2010 年中的增资扩股后，目前交行的资本金状况较好，我们预计交行 2010 年底的核心资本充足率与资本充足率分别为 9.8%和 12.3%，已经符合巴塞尔三新资本协议的要求。

我们考虑拨备计提的因素，预计交通银行 2010 年净利润为 371.4 亿，同比增长 22.9%。目前股价对应 2010 年的 PE、PB 分别为 8.65X 和 1.43X，估值较低。我们用极端的假设做 DDM 模型得出的合理价位仅较目前股价折价 13.7%，认为当前股价已经接近长期底部，具有一定的安全边际。首次给予“增持”的投资评级。

相关研究

- 《光大银行：轻装上阵，任重道远》
- 《浦发银行：曾经的新贵能否再次腾飞》
- 《民生银行：强势扩张与积极创新》
- 《南京银行：走向壮大》
- 《北京银行：总部经济下的贵族城商行》
- 《宁波银行：值得长期持有的成长性银行》
- 《工商银行：何日展现王者风采》
- 《兴业银行：期待充裕流动性下的转身》
- 《深发展：薄弱的基本面和务实的管理层》

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	80937.0	49398.0	99932	121928	143462
(+/-%)	5.6	34.2	24.1	20.9	16.4
归属母公司净利润(百万元)	30075.0	20357.0	37137	45886	53774
(+/-%)	5.8	30.7	22.9	23.6	17.2
EPS(元)	0.53	0.36	0.66	0.81	0.95
P/E(倍)	11.3	16.7	8.65	7.00	5.97

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

中庸经营	4
基础较好，经营效率有望继续提升	5
存款基础不强	7
贷款收益率低导致息差低于行业平均	9
薪酬短板是成本收入比较低的主要原因	11
多元化的收入结构平滑未来收入增速	13
不良形成较高，拨备计提仍有不足	14
交行的 DDM 模型显示当前股价接近底部	15
推荐逻辑与风险提示	17
推荐逻辑	17
风险提示	17
附录：交通银行历史	17

图表目录

图表 1 上市银行 2009 年资产规模	4
图表 2 上市银行 2009 年网点比较	5
图表 3 上市银行资产收益率	6
图表 4 交行和招行的网点比较	6
图表 5 工行、交行和招行的行均人员比较	6
图表 6 上市银行行均存款比较	7
图表 7 工行、交行和招行的存款结构比较	8
图表 8 上市银行储蓄存款与公司存款占比	8
图表 9 上市银行机关团体存款与保证金存款占比	9
图表 10 上市银行息差比较	10
图表 11 上市银行贷款收益率	10
图表 12 上市银行存款成本率	10
图表 13 上市银行存款成本率	11
图表 14 上市银行人均薪酬与成本收入比	12
图表 15 上市银行人均薪酬收入比薪酬费用比	12
图表 16 交行的手续费收入占比	13
图表 17 交行旗下子公司	13
图表 18 部分上市银行未考虑清收的不良形成率	14
图表 19 上市银行组合拨备状况	14
表格 1 交通银行 DDM 模型	16
表格 2 交通银行资产负债表和损益表	18
表格 3 资产负债表百分比法	19
表格 4 损益表百分比法	19
表格 5 盈利主要驱动因素	20
表格 6 增长能力分析	20
表格 7 资产负债余额增长及结构	21
表格 8 收益率与成本率假设	22
表格 9 资产质量及资本充足率	22

中庸经营

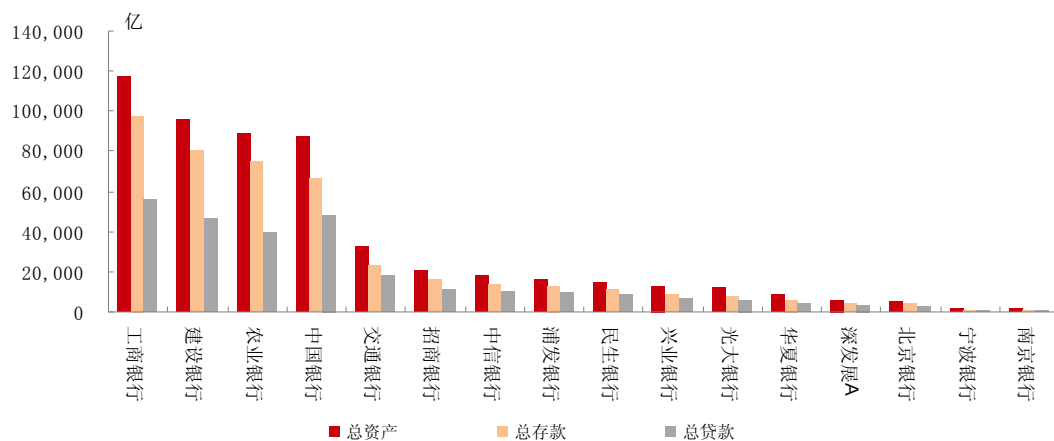
交通银行是国内第五大银行，在规模和利润上仅次于工行、建行、中行和农行。交通银行 2009 年总资产规模为 3.3 万亿，是排名第六的招行的 1.6 倍，但其总资产规模仅为排名第四的中国银行总资产规模的 37.8%，是工商银行总资产规模的 28.1%。交通银行截止 2009 年拥有 2648 个分支机构，虽然是招商银行的 3.5 倍，但仅为中国银行的 24%。

相比中农工建来说，交行虽是国有银行，但表现更接近股份制银行。中国银行业目前依然主要依靠贷款利息收益，中间业务大部分也是存贷款业务衍生的相关服务业务，因此规模份额决定了利润份额。交通银行的规模跟大型股份制银行更为接近，这也其业务表现更接近大型股份制银行的本质原因。

交行在 1986 年重新组建时，其分支机构并不像工农中建四大银行按照行政区域设置，而是按照经济区域设置。因此，交行的分支机构并不像四大行遍布全国，其经营效率比起四大国有银行有着天然的优势。但相比股份制银行，交行的经营效率仍较低，一方面因为管理机制不够灵活，另一方面是股份制银行网点的设置更为集中的开在经济较发达地区。交行截止 2009 年，其物理网点有 2648 个，而招商银行仅有 745 个。相对应的，交行的资产规模仅为招行的 1.6 倍。

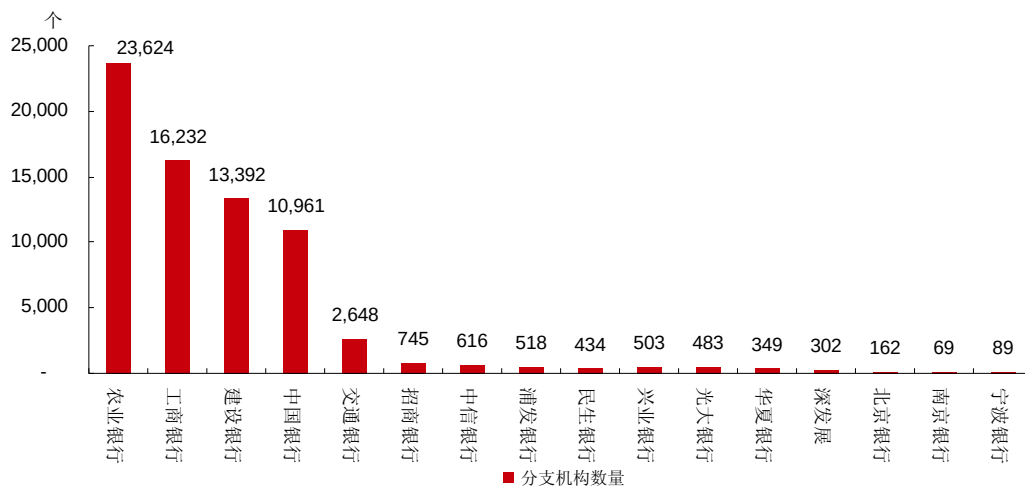
交行同工农中建大型国有银行一样归属于银监会监管一部，薪酬制定同大型国有银行同归劳工部管理，薪酬吸引力较弱，没有股份制银行灵活的经营机制，同时又没有大型国有银行较明显的规模优势，这导致了导致了交行特色不足，中庸经营。

图表 1 上市银行 2009 年资产规模



资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 2 上市银行 2009 年网点比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券

基础较好，经营效率有望继续提升

交行的资产收益率属于上市银行中游水平。银行较高的资产收益率，来自于较高的贷款收益率（宁波银行）、较低的存款成本（招商、北京）和规模效应带来的较低的成本收入比（工行、建行）。交行的息差水平较低，但偏低的成本收入比部分对冲了息差的负面影响，资产收益率属于中游水平。

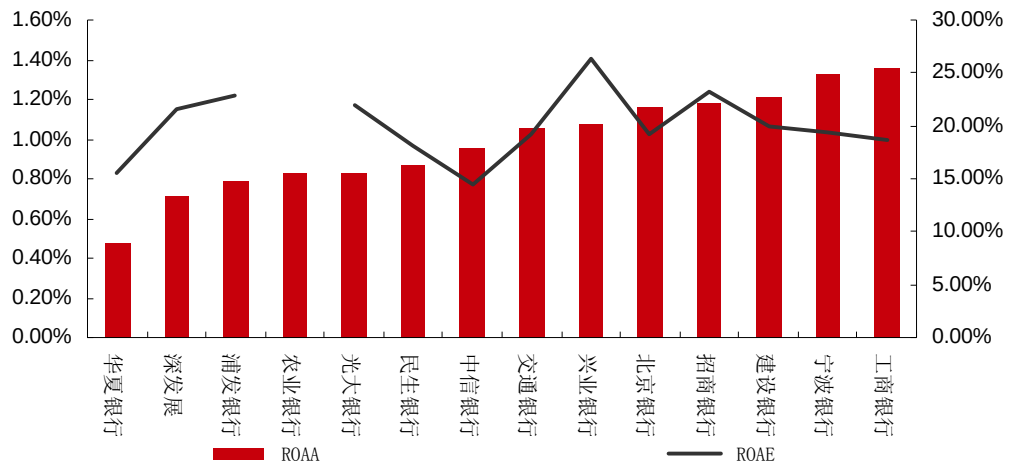
与股份制银行分支机构和人员的快速扩张相比，交行的分支机构基本持平，人员增长幅度相对较小。而国有大型银行从 2003 年以来，一直在精简和调整机构，关闭盈利较弱的分支机构。

我们比较上市银行的行均存贷款情况。交行的行均存款排名第 14 位，优于中农工建。正如我们前文提到，由于历史沿袭的原因，工农中建网点是按照行政区域划分的，而不是按照经济区域划分的，行均效率要低于股份制银行。因此其经营机构并不是集中在东部等沿海发达地区，在中西部分布也较广。交行分支机构虽然并不是按照行政区域划分的，但 90 年代网点增长迅速，仿造工农中建等大型国有银行的分布，摊子铺的相对广，并不是像招行等股份制银行的网点集中分布在经济相对发达的地区和城市。相应的，交通银行的行均效率也较低，这是由中国经济地区分布不均衡决定的。

随着中国二、三线城市经济的发展，我们认为交行的经营效率提升的空间较大，其所需的只有强有力的领导者、明确的战略和强大的执行力。比起股份制银行，交行目前的物理网点基础较好，同时交行也没有工农中建大型国有银行的负担重。在未来几年，我们认为交行的物理网点会平稳增长，但增速会远低于股份制银行的扩张，相应的比起股份制银行会节省相当部分的开设费。

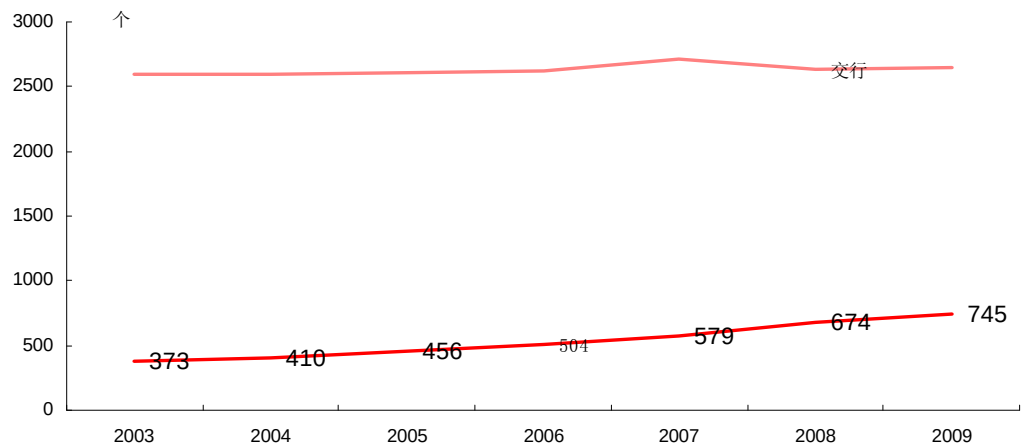
在中国银行业结束了规模粗放式发展以后，银行的成本控制能力将对其盈利产生越来越重要的影响。虽然未来我们判断交行的成本收入比会相应提高，但我们认为交行已经具有较好的基础。

图表 3 上市银行资产收益率



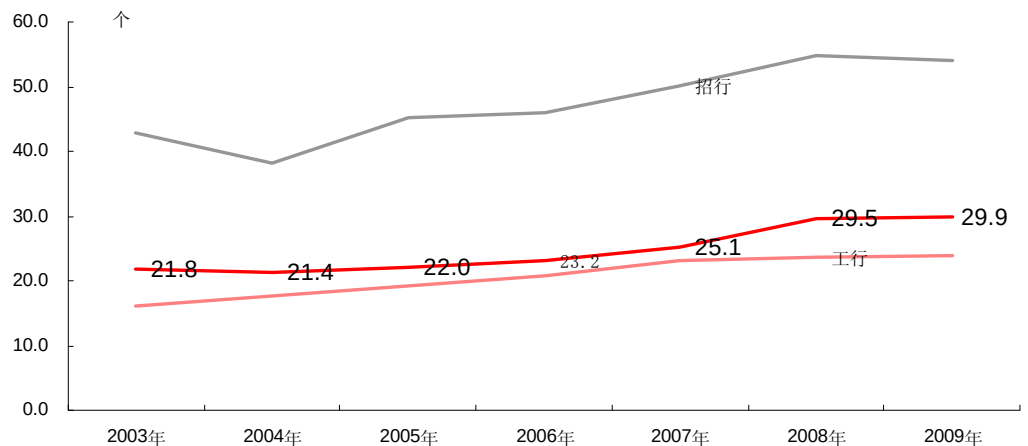
资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 4 交行和招行的网点比较



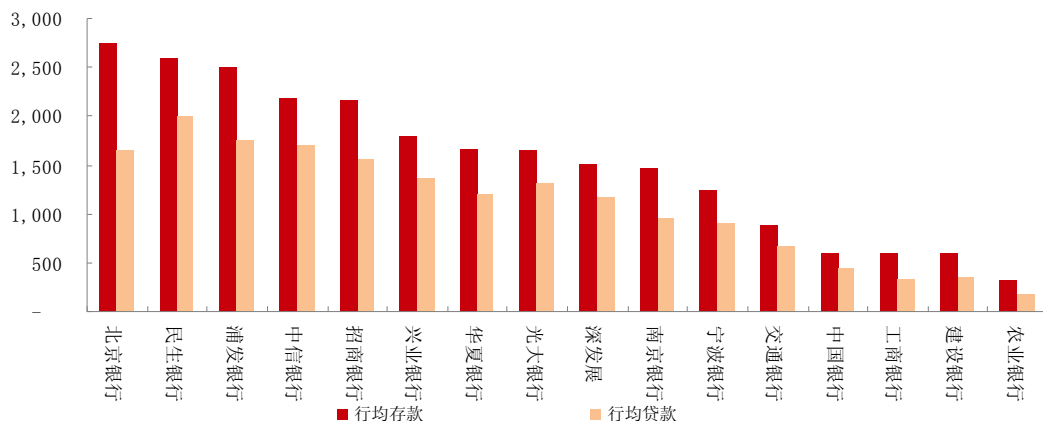
资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 5 工行、交行和招行的行均人员比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 6 上市银行行均存款比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券

存款基础不强

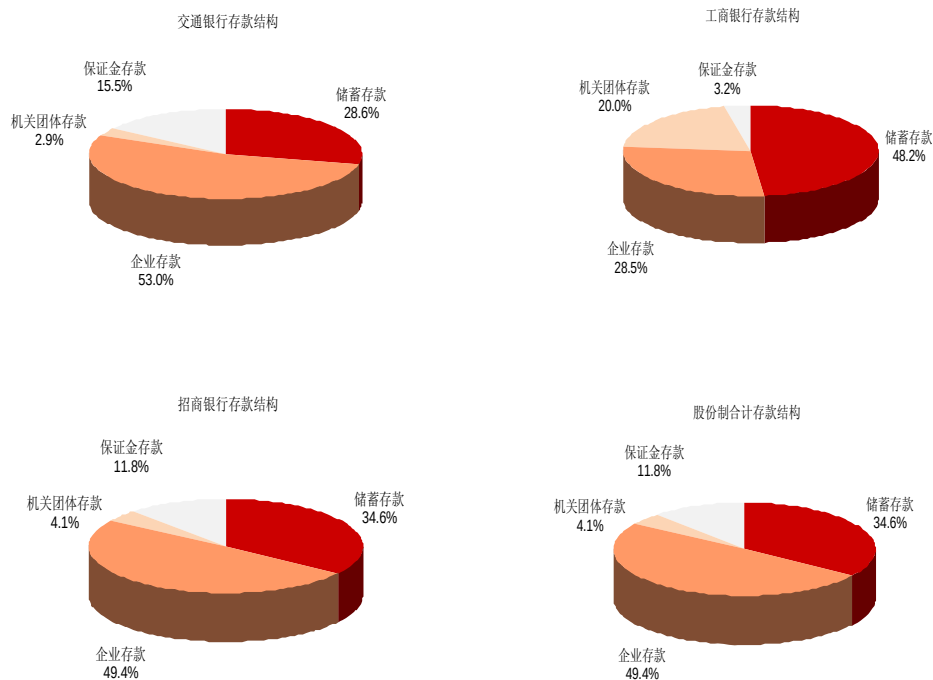
相比工行、建行等大型国有银行，交通银行对公垄断基础较弱，对私物理覆盖度不够广，因此存款基础远不如大型国有银行。同时以往的交行以大型银行自居，没有和中小型企业保持紧密的合作关系，也没有足够的创新能力和战略眼光大力推进零售业务。交行似乎迷失在理想和现实的困顿之中。

交行的存款结构中，储蓄存款占比和机关团体存款基础较弱，企业存款是公司存款最重要的组成部分，这点跟股份制银行是相对类似的。同时相比零售业务出色的招商银行，交行的储蓄基础也偏弱，储蓄存款占比为 28.6%，而招行的储蓄存款占比为 34.6%，其它股份制平均为 15.5%。可见相比招行以外的股份制银行，交行的储蓄存款基础已经相对较好。

相比储蓄银行和机关团体存款等，企业存款的派生能力强，在经济波动中相对不稳定。在银监会实行“三个办法、一个指引”以后，一方面存款派生能力减弱，另一方面存款会向国有大型银行集中，银行业尤其是中小股份制普遍感受到存款有压力。

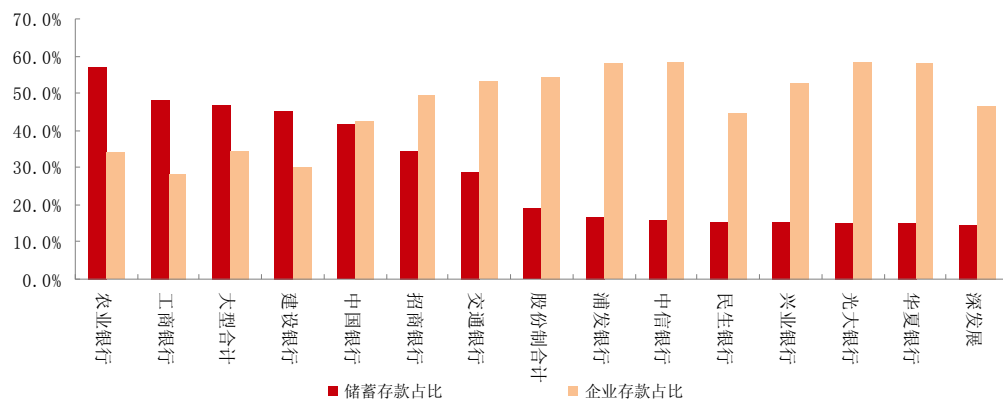
我们认为未来几年有可能面临滞涨周期，“三个办法、一个指引”短期内不会取消。企业存款占比偏多的交通银行和其它股份制银行所感受的压力会偏大，而企业存款占比偏低的工行、建行等大型国有银行压力会小一些。存款是立行之本，我们预计交行和股份制银行在未来不得不加大存款的营销力度。

图表 7 工行、交行和招行的存款结构比较



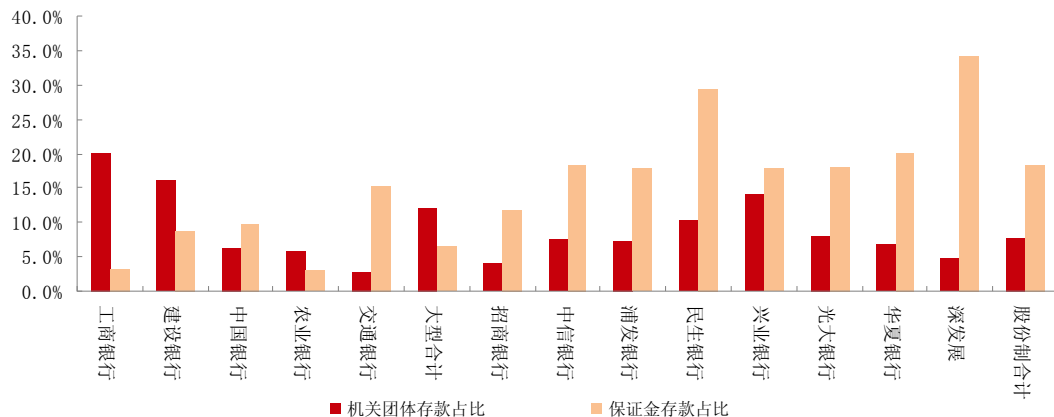
资料来源：公司资料，华泰联合证券

图表 8 上市银行储蓄存款与公司存款占比



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 9 上市银行机关团体存款与保证金存款占比



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

贷款收益率低导致息差低于行业平均

交行息差属于上市银行较低水平，近 3 年息差水平仅优于北京银行（农行和光大因没有完整的数据序列，没有考虑在内，下同）。交行息差水平较低，主要是贷款收益率较低，其近 3 年平均贷款收益率是上市银行中最低的，而存款利率排名居中。

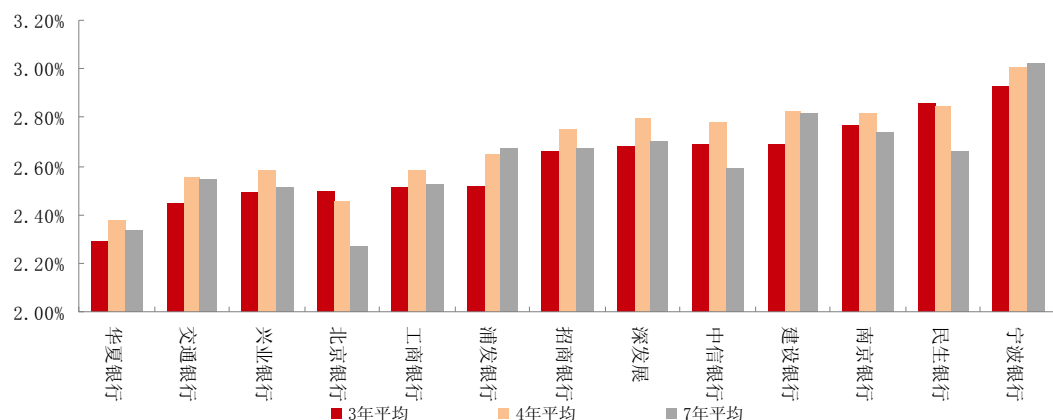
交行近 3 年平均的贷款收益率仅为 5.69%，低于上市银行平均 6.08%。工行、建行的 3 年平均贷款收益率为 5.85% 和 5.89%。股份制银行平均的贷款收益率为 6.07%。

交行的息差状况正是其资产情况和客户定位的体现。交行的资产规模和资本金规模比工行、建行相距甚远，在营销大客户方面居于下风，但交行此前并不重视中小企业的客户营销与金融服务。客户定位不清晰导致了交行缺乏稳定的核心客户群。

在贷款结构上，交行对大客户的基础偏弱，表现在其中长期优质贷款占比相对工行、建行偏低约 12%，交行中长期贷款占比约 63%。交行中长期贷款占比优于股份制银行，表明交行的垄断优势优于股份制银行。相比股份制银行，交行此前并不重视溢价能力弱的中小客户，因此贷款利率上浮力度弱于股份制银行。因此，交行的贷款利率低于工行、建行，同时也低于中小股份制商业银行。

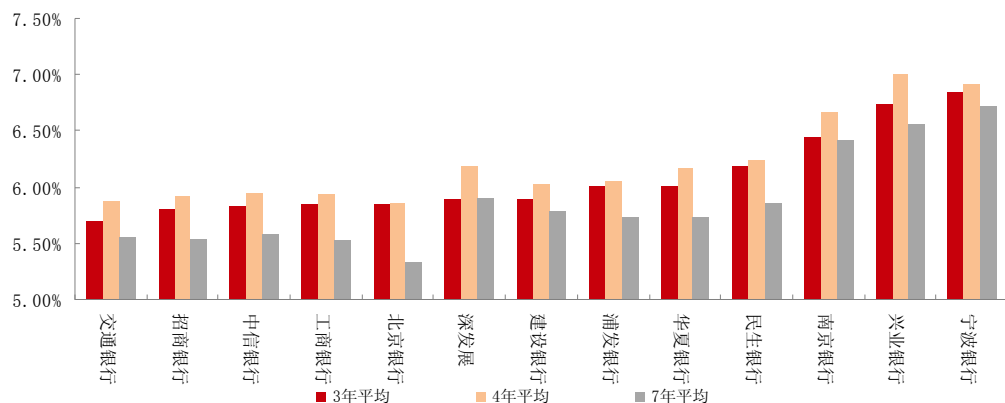
交行的存款利率居中。交行的存款基础优于招行以外的股份制银行。存款利率不能自由浮动，交行的存款成本不会像贷款利率一样由于客户定位尴尬而处于劣势。

图表 10 上市银行息差比较



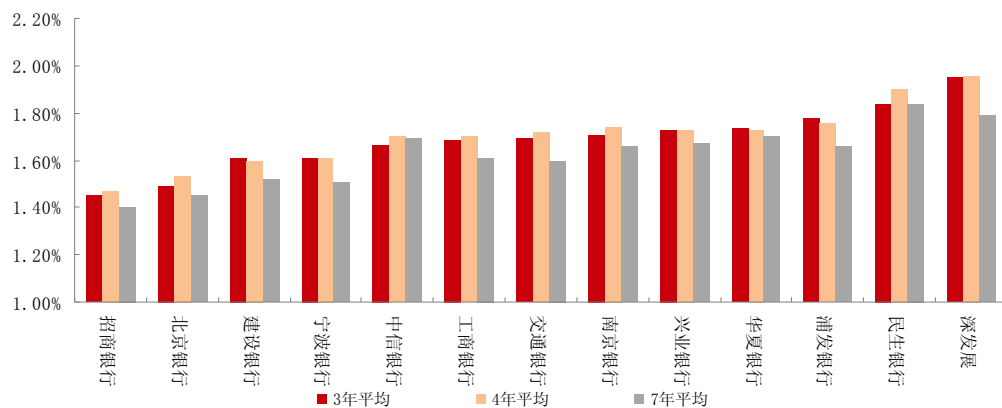
资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 11 上市银行贷款收益率



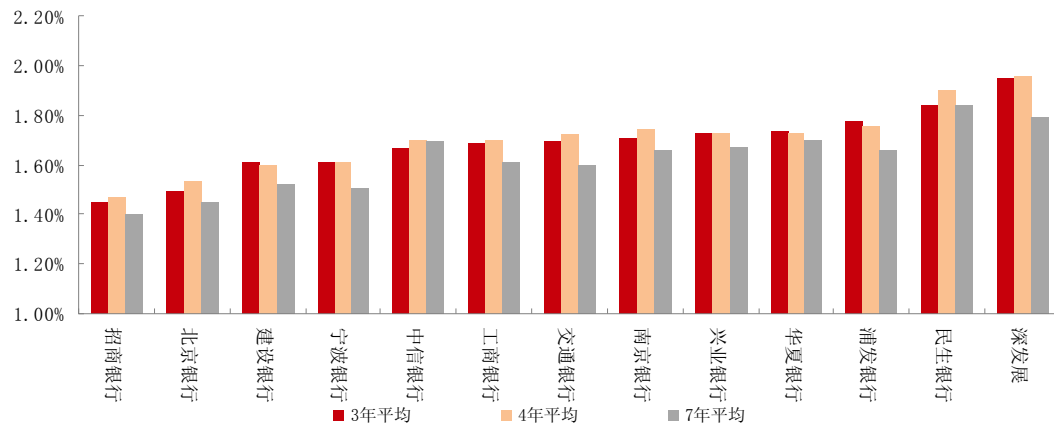
资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 12 上市银行存款成本率



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 13 上市银行存款成本率



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

薪酬短板是成本收入比较低的主要原因

交行的基础较好，之所以中庸经营，不仅仅是因为战略定位与战略执行，更重要的是交行的机制管理问题。交通银行虽然没有工农中建庞大，但在银监会同归监管一部管理，薪酬的制定同归劳工部管理。交行无法自行制定员工薪酬，这导致无法在薪酬问题上跟股份制银行竞争，有业务能力的优秀人才流失严重，这也导致公司创新能力不强。薪酬问题已经成为制约交行发展的短板。

交行的成本收入比 2007 年以来 4 年平均的成本收入比为 30.9%，是国有银行和股份制银行中最低的。交行的薪酬待遇低是公司成本收入比极低的主要原因。我们比较上市银行近 4 年的薪酬收入比，交行的薪酬收入比为 14.8%，仅优于北京银行（北京银行的总部经济特色导致其薪酬收入比低）。

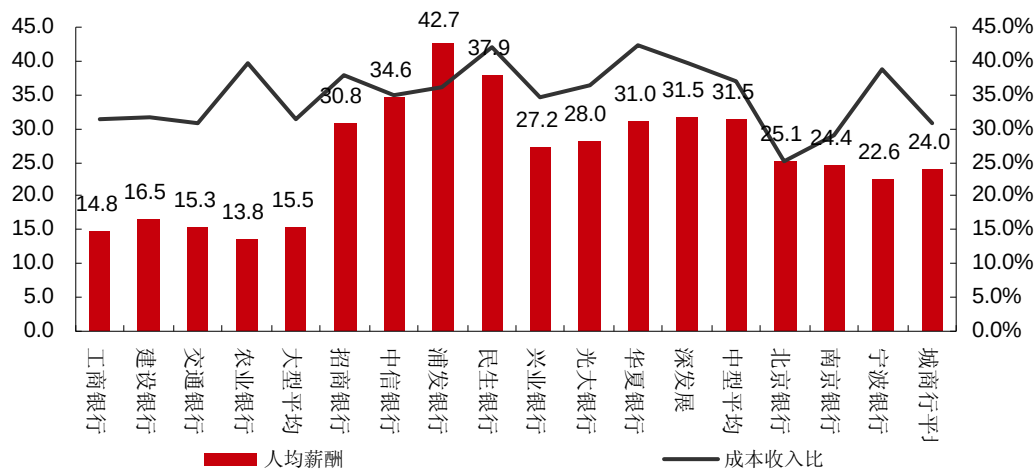
交通银行 2009 年的人均薪酬仅为 15.7 万，略优于工行人均薪酬。与其规模最为接近的招商银行，人均薪酬为 30.8 万，浦发银行、民生银行人均薪酬更是高达 42.7 万和 37.9 万。

交行略显僵硬的体制是交行无法突出发展的关键因素之一，交行的规模适中，网点分布基础较好，也没有沉重的人员负担。但交行以外缺少强有力的领导人，进而缺少明确的战略定位和强大的战略推进执行力；缺少业务能力强的骨干人才，交行凡事不肯出头，追求稳定平衡。

我们认为这些情况随着牛锡明行长的到来会有所改善。我们比较看好目前交行的领导班子，新上任的行长经验丰富，务实且具有战略眼光。新领导班子明确提出重点发展“次优”客户，做大做强电子银行，绑定高端客户。同时在公司具体事务上理顺利益关系，提出为员工加薪。交行的薪酬短板问题有望在下半年得到部分解决。交行第一次有了自己明确可行的战略，可以说似乎始终缺少的“灵魂”部分开始苏醒了。

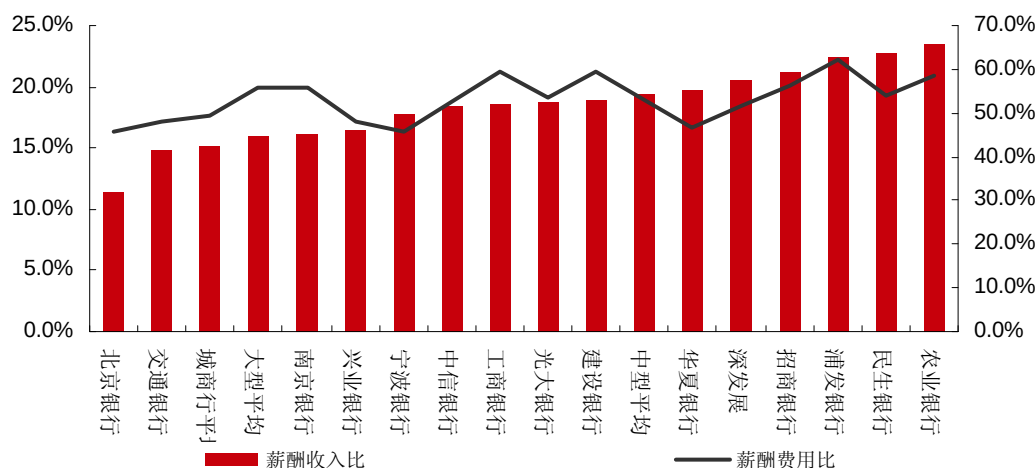
我们预计短期交行的费用增长会加快，相应成本收入比会提高，但仍保持在合理水平。短期费用的投入加大，使交行步入逐步解决公司短板问题、增强公司竞争力的良性通道。

图表 14 上市银行人均薪酬与成本收入比



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 15 上市银行人均薪酬收入比薪酬费用比



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

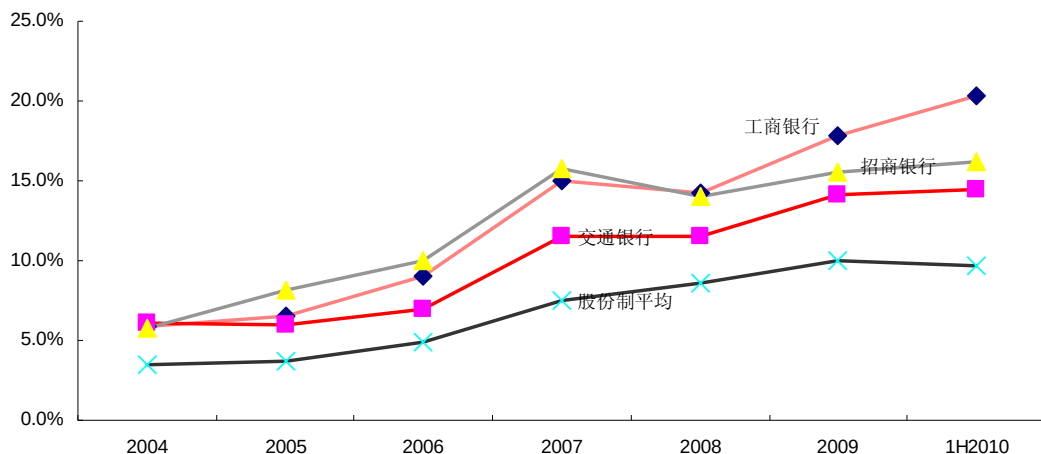
多元化的收入结构平滑未来收入增速

交行的收入结构较为多元化。2010 年中期交行手续费收入占比为 14.4%，低于工行、建行 20.3%、21.9% 费收入比，也低于招行 16.2% 的费收入比。优于股份制平均 9.7% 的费收入占比。

目前，交行旗下的子公司包括交银租赁、交银国际控股有限公司、交银保险、交银国际信托、交银施罗德基金公司和交银兴民村镇银行。业务范围涵盖了商业银行、证券、信托、金融租赁、基金管理、保险等金融服务，是国内为数不多的几乎全金融牌照的银行之一。

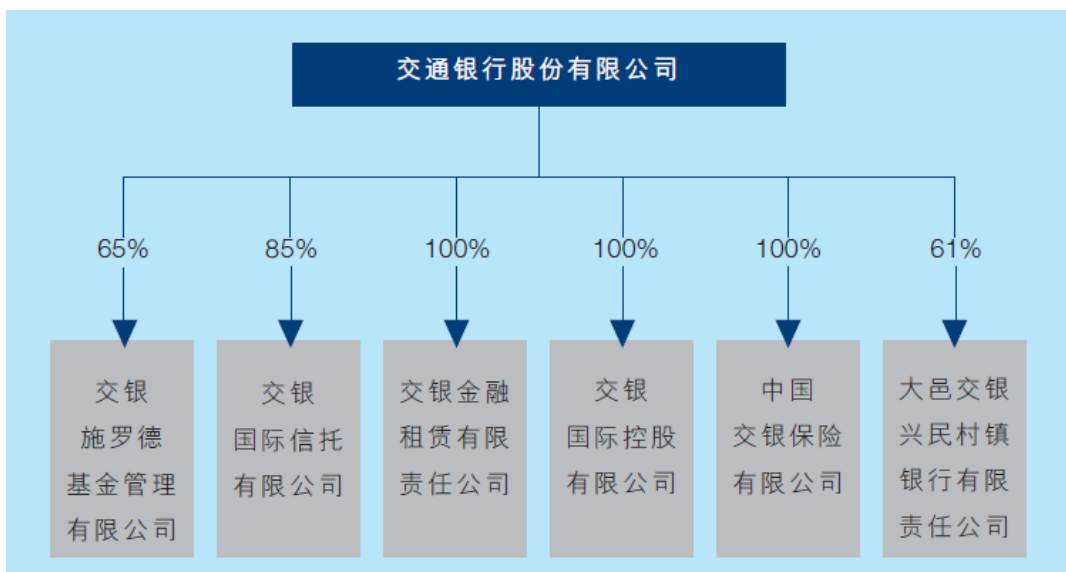
在中国银行业结束了规模的高速增长以后，多元化的收入结构显得越来越重要，为收入增长的平滑过渡提供了缓冲垫。

图表 16 交行的手续费收入占比



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 17 交行旗下子公司



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

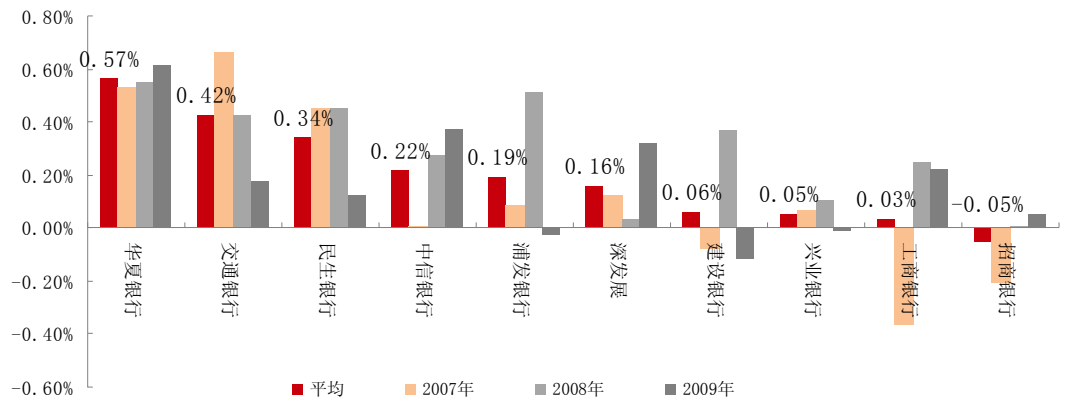
不良形成较高，拨备计提仍有不足

交行资产质量总体较稳健，但相比同业偏弱，不良生成率偏高。一方面是因为公司属于对公银行，另一方面反映了公司在风险的控制能力上或需要进一步提升。

交行相比同业不良生产率偏高。我们看上市银行 3 年平均的不良形成率（为考虑清收），交行银行为 0.42%，仅优于华夏银行。招行银行为-0.05%。工商银行为 0.03%。

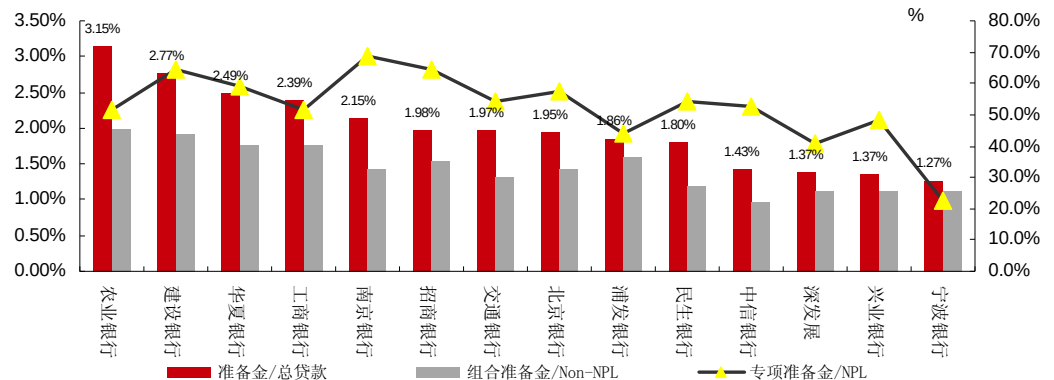
交行的拨备计提处于上市银行中游水平，截止 2010 年中期，交行准备金与贷款余额的比例为 1.97%，略优于上市银行平均水平 1.91%（农行和光大不含）。我们假设交行的信用成本在 2010 至 2012 均为 0.63%，交行在 2012 年底就可达到 2.59%。

图表 18 部分上市银行未考虑清收的不良形成率



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

图表 19 上市银行组合拨备状况



资料来源：公司资料，华泰联合证券整理

交行的 DDM 模型显示当前股价接近底部

银行股在融资平台贷款问题、利率市场化、房地产调控等诸多问题前，跌跌不休，银行股的估值底线到底在哪里。我们用交行的 DDM 模型来寻找其理论上的价格底线，并使用较恶劣的假设。

假设一（资产质量相关）：假设交行有 2000 亿的投融资平台贷款，其中 20% 约 400 亿转为不良，在 2010 年一次性提足拨备。2010 年、2011 年、2012 年未考虑清收的不良形成率高达 2.50%、1%、1%。不良余额在 2010 年至 2012 年分别增加 436 亿、163 亿和 190 亿，不良率为 3.15%、3.30% 和 3.45%。目前交行的不良贷款余额是 253.3 亿，不良贷款率为 1.22%。我们认为这种假设覆盖了较为恶劣的资产质量恶化的担忧。

相对应的，我们假设交行在 2010 至 2012 年分别计提 563.3 亿、306.0、355.3 亿拨备，信用成本高达 2.66%、1.28%、1.27%，拨备/总贷款比例将高达 4.06%、4.39%、4.68%。目前交行准备金余额为 408.3 亿，拨备/总贷款比例为 1.97%。我们认为这种拨备计提假设已经相当激进，覆盖了银行不得不为资产质量恶化多提拨备的担忧。

假设二（息差缩小相关）：假设 2012 年以后，息差降低至 2%。目前交行的息差为 2.31%，仍处在 2003 年以来的低点。我们认为在此基础上接近 15% 的降幅覆盖了大部分息差压缩的担忧。

假设三（资本充足率相关）：我们假设监管层未来不会放松银行资本金的要求，核心资本充足了要求保持在 10%。这意味着银行不得不通过增发配股来补充资本金，这会稀释 EPS 并降低股票回报率。同时考虑公司需要通过增发股票来弥补 2010 年资产质量恶化所带来的资本金消耗问题。我们假设公司在 2011 年增发 350 亿（约 73 亿股）来弥补融资平台一次性解决所带来的资本消耗问题，并假设公司总股本在此基础上（最近股本 528 亿）继续扩张 15%。交行在 2010 年的 A+H 股融资 327 亿（72.6 亿股），已属于较大的融资规模。我们认为总计约 32% 的股本扩张覆盖了大部分增资扩股的担忧。

其它关键假设：见下表

我们认为这些恶劣的假设基本覆盖了大部分相应担忧，我们得出理论上交行 2011 年合理目标价为 5.0 元，在此基础上交通银行的目标价较目前股价有 13.7% 的折让。我们认为上述假设发生的概率是较小的，因此我们认为目前股价基本接近合理估值底部。

表格 1 交通银行 DDM 模型

无风险利率	3.5%		
市场风险溢价	7.0%		
贝塔	1.2		
股权成本	12.0%		
一阶段	2010E	2011E	2012E
股东权益	193,618	260,032	289,134
ROAE	3.47%	14.79%	14.85%
净利润	6,218	33,538	40,783
净利润增长率	-79.4%	439.3%	21.6%
股息支付率	35.0%	35.0%	35.0%
股息	2,176	11,738	14,274
	一阶段	二阶段(10年)	三阶段
息差	2.34%	2.00%	2.00%
成本收入比	40.1%	40.0%	40.0%
拨备前资产收益率	1.71%	1.43%	
信用成本	1.74%	0.85%	
ROAA	0.60%	0.76%	0.75%
权益倍数	18.9	18.7	18.5
ROAE	11.3%	14.2%	13.9%
股息支付率	35.0%	56.7%	78.3%
期初股东权益			525,949
Exit PB			1.21
股东权益现值	24,045	140,399	163,824
	2010E	2011E	
股东权益现值合计	328,268	365,125	
总股本	73,053	73,053	
目标股价		5.00	
当前股价		5.79	
Upside potential		-13.7%	

资料来源：华泰联合证券研究所预测

推荐逻辑与风险提示

推荐逻辑

交行首次明确提出重点发展“次优”客户，重视科技投入和电子银行发展，发展高端客户群，着力改善人员薪酬，我们认为以前限制公司发展的诟病正逐步解决。交行已经具有较好的基础，进入良性发展通道后，虽然短期内费用会提升，但公司的竞争力会相应增强。

2010 年的增资扩股后，目前交行的资本金状况较好，我们预计交行 2010 年底的核心资本充足率与资本充足率分别为 9.8% 和 12.3%，已经符合巴塞尔三新资本协议的要求。

考虑到拨备计提的因素，我们预计交通银行 2010 年净利润为 371.4 亿，同比增长 22.9%。目前股价对应 2010 年的 PE、PB 分别为 8.65X 和 1.43X，估值较低。我们用极端的假设做 DDM 模型得出的合理价位仅较目前股价折价 13.7%，我们认为当前股价已经接近长期底部，具有一定的安全边际。首次给予“增持”的投资评级。

风险提示

宏观经济长时间不景气带来的坏账风险；政策监管变化所带来的盈利下调幅度大于预期

附录：交通银行历史

交通银行始建于 1908 年，是中国早期四大银行之一，也是中国早期的发钞行之一，可谓历史悠久。1949 年 5 月，上海解放，中国人民解放军接管交通银行，旧的交通银行宣告结束。1948 年起，中国开始了中国人民银行“大一统”的金融之路。

中国人民银行在 1978 年从财政部分离，1979 年 2 月中国农业银行恢复组建从事农村金融业务，3 月中国银行从人民银行分离出来专营外汇业务，8 月建设银行（1993 年前称中国人民建设银行）从财政部分离出来专门从事固定资产投资贷款和中长期投资业务。1984 年，中国工商银行成立，承接了人民银行办理的工商信贷和储蓄业务，人民银行履行中央银行职能。至此，中国金融“大一统”局面结束了。

1984 年，邓小平南巡深圳、珠海与厦门特区，城市经济体制改革加快步伐。当时，尽管中农工建从 1984 年已经开始提出从专业银行走向交叉经营，但基本上还处在各管一摊的状态。四大专业银行官商作风明显，各自垄断一方且分支机构遍布全国，效率极低，政策传导效果差。国务院和人民银行希望在银行业引入竞争，进一步推进银行改革。

1984 年年底国务院批准通过“设立一个综合性银行”的动议，交通银行正式筹备组在 1985 年成立。1986 年 7 月，国务院批准重新组建交通银行。1987 年 4 月，交通银行正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行（现为中国五大国有大型商业银行之一），也是第一家可以从事银行、保险、证券业务的综合性商业银行。

交通银行分支机构的设立，并不像工农中建那样按照行政区域设置，二是按照经济区域设置。交行的经营效率比起四大国有银行有着天然的优势。相比股份制银行，交行的优势并没有发挥的很好，主要就是管理机制不够灵活。

表格 2 交通银行资产负债表和损益表

资产负债表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,103,626	2,678,255	3,309,137	3,907,843	4,525,812	5,243,164
生息资产[净]	2,056,691	2,615,115	3,234,440	3,819,631	4,423,651	5,124,810
生息资产[毛]	2,078,393	2,644,929	3,272,216	3,868,295	4,485,176	5,201,283
贷款余额[毛]	1,104,460	1,328,590	1,839,314	2,186,944	2,540,573	2,951,384
贷款减值准备	-21,702	-29,814	-37,776	-48,664	-61,525	-76,472
贷款余额[净]	1,082,758	1,298,776	1,801,538	2,138,280	2,479,048	2,874,912
债券投资	556,961	622,648	775,235	883,366	1,018,559	1,175,126
同业资产	416,972	693,691	657,667	797,985	926,044	1,074,773
存放央行	259,698	362,180	434,996	524,436	609,237	707,751
存放同业	157,274	331,511	222,671	273,549	316,807	367,021
非生息资产	46,935	63,140	74,697	88,212	102,161	118,354
总负债	1,974,829	2,532,613	3,144,712	3,683,306	4,267,440	4,945,915
计息负债	1,933,189	2,485,281	3,087,602	3,615,864	4,189,332	4,855,427
客户存款	1,555,809	1,865,815	2,372,055	2,820,373	3,276,428	3,806,226
同业负债	340,380	579,466	662,547	742,490	859,904	996,201
应付债券	37,000	40,000	53,000	53,000	53,000	53,000
非计息负债	41,640	47,332	57,110	67,443	78,108	90,488
股东权益	128,797	145,642	164,425	224,537	258,372	297,249
股本	48,994	48,994	48,994	56,259	56,259	56,259
损益表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	62,322	76,660	80,937	99,932	121,928	143,462
利息净收入	53,742	65,636	66,564	82,580	99,826	116,168
利息收入	90,118	116,880	116,639	137,612	163,400	189,575
利息支出	-36,376	-51,244	-50,075	-55,031	-63,574	-73,407
手续费及佣金净收入	7,188	8,837	11,399	14,920	19,428	24,353
手续费及佣金收入	8,156	10,121	13,414	17,137	21,866	27,035
手续费及佣金支出	-968	-1,284	-2,015	-2,217	-2,438	-2,682
其他非息净收入	1,392	2,187	2,974	2,431	2,674	2,942
营业支出	-31,472	-40,877	-42,718	-52,458	-63,053	-74,405
营业税金及附加	-3,688	-4,923	-5,147	-6,355	-7,754	-9,123
业务及管理费	-20,214	-24,028	-26,043	-33,834	-40,978	-48,666
计提减值准备	-7,458	-11,835	-10,896	-12,269	-14,321	-16,616
其中：贷款减值准备	-6,492	-10,160	-11,258	-12,677	-14,797	-17,168
拨备前利润	38,496	47,653	49,136	59,742	73,196	85,673
税前利润	31,038	35,818	38,240	47,473	58,875	69,058
所得税费用	-10,397	-7,298	-8,029	-10,337	-12,989	-15,284
净利润	20,641	28,520	30,211	37,137	45,886	53,774
摊薄 EPS	0.42	0.58	0.61	0.66	0.81	0.95

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所预测

表格 3 资产负债表百分比法

资产负债表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
贷款余额	51.5%	48.5%	54.4%	54.7%	54.8%	54.8%
债券投资	26.5%	23.2%	23.4%	22.6%	22.5%	22.4%
同业资产	19.8%	25.9%	19.9%	20.4%	20.5%	20.5%
非生息资产	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
总负债	93.9%	94.6%	95.0%	94.3%	94.3%	94.3%
客户存款	74.0%	69.7%	71.7%	72.2%	72.4%	72.6%
同业负债	16.2%	21.6%	20.0%	19.0%	19.0%	19.0%
应付债券	1.8%	1.5%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%
非计息负债	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
股东权益	6.1%	5.4%	5.0%	5.7%	5.7%	5.7%

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所预测

表格 4 损益表百分比法

损益表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
利息净收入	86.2%	85.6%	82.2%	82.6%	81.9%	81.0%
非息净收入	13.8%	14.4%	17.8%	17.4%	18.1%	19.0%
其中：手续费净收入	11.5%	11.5%	14.1%	14.9%	15.9%	17.0%
营业成本	-38.4%	-37.8%	-38.5%	-40.2%	-40.0%	-40.3%
拨备前利润	61.8%	62.2%	60.7%	59.8%	60.0%	59.7%
当期拨备	-12.0%	-15.4%	-13.5%	-12.3%	-11.7%	-11.6%
税前利润	49.8%	46.7%	47.2%	47.5%	48.3%	48.1%
税后利润	33.1%	37.2%	37.3%	37.2%	37.6%	37.5%

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所预测

表格 5 盈利主要驱动因素

主要驱动因素	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
生息资产	26.1%	27.3%	23.7%	18.2%	15.9%	16.0%
贷款余额	19.2%	20.3%	38.4%	18.9%	16.2%	16.2%
计息负债	21.6%	28.6%	24.2%	17.1%	15.9%	15.9%
存款余额	15.7%	19.9%	27.1%	18.9%	16.2%	16.2%
净息差[NIM]	2.9%	2.8%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
净利差[NIS]	2.8%	2.6%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
生息资产收益率	4.8%	4.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
计息负债成本率	2.1%	2.3%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
存贷差	4.6%	4.6%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%
贷款收益率	6.4%	6.8%	5.2%	5.1%	5.2%	5.2%
存款成本率	1.8%	2.2%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
手续费净收入占比	11.5%	11.5%	14.1%	14.9%	15.9%	17.0%
成本收入比	32.4%	31.3%	32.2%	33.9%	33.6%	33.9%
信用成本	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
有效税率	33.5%	20.4%	21.0%	21.8%	22.1%	22.1%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所预测

表格 6 增长能力分析

增长能力分析	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	43.4%	23.0%	5.6%	23.5%	22.0%	17.7%
利息净收入	35.0%	22.1%	1.4%	24.1%	20.9%	16.4%
非息净收入	134.7%	28.5%	30.4%	20.7%	27.4%	23.5%
手续费净收入	137.9%	22.9%	29.0%	30.9%	30.2%	25.3%
营业成本	29.8%	21.1%	7.7%	28.9%	21.3%	18.6%
拨备前利润	53.6%	23.8%	3.1%	21.6%	22.5%	17.0%
减值准备	-1.5%	58.7%	-7.9%	12.6%	16.7%	16.0%
税前利润	77.4%	15.4%	6.8%	24.1%	24.0%	17.3%
所得税	108.3%	-29.8%	10.0%	28.7%	25.7%	17.7%
净利润	65.0%	38.2%	5.9%	22.9%	23.6%	17.2%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所预测

表格 7 资产负债余额增长及结构

规模增长与结构假设	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
计息负债	21.6%	28.6%	24.2%	17.1%	15.9%	15.9%
客户存款	15.7%	19.9%	27.1%	18.9%	16.2%	16.2%
同业负债	45.6%	70.2%	14.3%	12.1%	15.8%	15.9%
应付债券	208.3%	8.1%	32.5%	0.0%	0.0%	0.0%
生息资产	26.1%	27.3%	23.7%	18.2%	15.9%	16.0%
贷款总额	19.2%	20.3%	38.4%	18.9%	16.2%	16.2%
债券投资	59.4%	11.8%	24.5%	13.9%	15.3%	15.4%
同业资产	12.0%	66.4%	-5.2%	21.3%	16.0%	16.1%
负债结构	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
客户存款	74.0%	69.7%	71.7%	72.2%	72.4%	72.6%
企业活期	37.9%	33.9%	34.9%	0.0%	0.0%	0.0%
储蓄活期	15.5%	13.2%	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%
活期存款	53.4%	47.1%	48.1%	48.1%	48.1%	48.1%
企业定期	18.7%	20.8%	21.7%	0.0%	0.0%	0.0%
储蓄定期	18.5%	21.3%	20.1%	0.0%	0.0%	0.0%
定期存款	37.2%	42.1%	41.7%	41.7%	41.7%	41.7%
同业负债	16.2%	21.6%	20.0%	19.0%	19.0%	19.0%
应付债券	1.8%	1.5%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%
非计息负债	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
资产结构	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
贷存比 [含贴现]	71.0%	71.2%	77.5%	77.5%	77.5%	77.5%
贷款总额	52.5%	49.6%	55.6%	56.0%	56.1%	56.3%
公司贷款	81.6%	79.3%	77.6%			
票据贴现	2.9%	5.2%	5.5%			
个人贷款	15.6%	15.4%	16.9%			
债券投资	26.5%	23.2%	23.4%	22.6%	22.5%	22.4%
同业资产	19.8%	25.9%	19.9%	20.4%	20.5%	20.5%
法定准备金/总存款	12.9%	13.5%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
超额准备金/总存款	3.8%	3.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
其他同业资产/总资产	7.5%	12.4%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
非生息资产/总资产	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
股东权益/总资产	6.1%	5.4%	5.0%	5.7%	5.7%	5.7%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所预测

表格 8 收益率与成本率假设

收益率与成本率假设	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净息差 [NIM]	2.88%	2.78%	2.25%	2.31%	2.39%	2.40%
净利差 [NIS]	2.77%	2.63%	2.15%	2.21%	2.28%	2.29%
存贷差	4.64%	4.61%	3.64%	3.80%	3.90%	3.90%
生息资产收益率	4.84%	4.95%	3.94%	3.85%	3.91%	3.91%
贷款收益率	6.44%	6.80%	5.24%	5.10%	5.20%	5.20%
债券投资收益率	3.37%	3.76%	3.32%	2.90%	2.90%	2.90%
同业资产收益率	2.38%	2.14%	1.54%	1.50%	1.50%	1.50%
存放央行收益率	1.34%	1.60%	1.38%	1.35%	1.35%	1.35%
存放同业收益率	4.31%	2.83%	1.77%	1.78%	1.78%	1.78%
计息负债成本率	2.06%	2.32%	1.80%	1.64%	1.63%	1.62%
存款成本率	1.81%	2.19%	1.60%	1.30%	1.30%	1.30%
同业负债成本率	3.03%	2.57%	2.26%	2.70%	2.70%	2.70%
应付债券成本率	6.09%	4.91%	4.32%	4.36%	4.36%	4.36%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

表格 9 资产质量及资本充足率

资产质量指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
NPL 余额	22,735	25,460	25,009	27,437	32,626	41,157
正常类	92.86%	94.01%	95.91%			
关注类	5.08%	4.08%	2.73%			
次级类	1.13%	0.91%	0.58%			
可疑类	0.81%	0.83%	0.62%			
损失类	0.12%	0.17%	0.15%			
不良贷款率	2.06%	1.92%	1.36%	1.25%	1.28%	1.39%
准备金余额/NPL	95.46%	117.10%	151.05%	177.37%	188.58%	185.81%
单项准备金/NPL	61.63%	64.35%	59.97%	58.87%	59.66%	61.65%
组合准备金/Non-NPL	0.71%	1.03%	1.26%	1.51%	1.68%	1.76%
准备金余额/贷款余额	1.96%	2.24%	2.05%	2.23%	2.42%	2.59%
资本充足率及存贷款结构	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资本充足率 (CAR)	14.52%	13.47%	12.00%	12.26%	12.03%	11.73%
核心资本充足率	10.32%	9.60%	8.03%	9.77%	9.56%	9.35%
风险资产加权系数	55.3%	51.4%	57.0%	58.0%	59.0%	60.0%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com