

兴业银行 (601166)

奇正相佐 拨云见日

强烈推荐 (上调)

现价: 26.52 元

主要数据

行业	金融、保险业
公司网址	www.cib.com.cn
大股东/持股	福建省财政厅 /20.83%
实际控制人/持股	福建省财政厅 /20.80%
总股本(百万股)	5,992
流通 A 股(百万股)	5,992
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1477.74
流通 A 股市值(亿元)	1477.74
每股净资产(元)	14.84
资产负债率(%)	95.1

行情走势图



研究员

龚泽云

S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

投资要点

■ 难以抗拒的估值诱惑

相对于其较高的成长性和强大的盈利能力，兴业目前的估值水平非常具有诱惑力；在估值整体处于底部的银行板块内部，兴业的 PE 相对于同类银行均值有近 20% 的折让；PB 也低于平均水平。我们理解，兴业的折价源于市场两方面的误读：1、依然把兴业当成“半个地产股”；2、对于拨备新政和融资平台贷款过分忧虑。

■ 高盈利赋予可持续成长能力

随着资本充足要求的日趋严厉，对于再融资的担忧始终是银行业挥之不去的阴影，而高盈利能力正是让银行摆脱外部融资的良药：具有高 ROAE 的银行完全可以依靠利润的内部积累来支撑自身资产规模的增长。兴业的盈利能力显著高于同业，是唯一一家连续四年 ROAE 高于 24% 的银行。根据我们的测算，如果风险资产系数和分红比例保持不变，兴业的 ROAE 水平将足以支持其未来年均 17% 的资产规模增长。

■ 奇正相佐优化结构驱动增长

未来，传统信贷业务将依然是兴业规模增长的主要驱动因素，但是在结构优化的同时其增速会逐渐趋于稳定；而同业业务作为兴业的一大特色和优势，将会是其资产规模增长的另一个重要驱动因素，不断涌现的同业市场机会也赋予了兴业更高的规模弹性。

■ 息差将有超预期表现

尽管兴业当前的活期存款占比和贷款占比均不高，但是我们看好其 2011 年的息差表现，主要驱动因素来自四个方面：1、加息扩大基础存贷利差；2、贷款占比的提高；3、活期存款占比的反弹；4、同业负债占比的下降。其中，2、3、4 点未被市场充分认识。

■ 盈利预测与估值

我们预测，兴业银行 10、11、12 年的 EPS 和 BPS 分别为 3.01、3.79、4.60 元和 15.14、18.17、21.85 元，最新收盘价对应的 PE 和 PB 分别为 8.2、6.5、5.4 倍和 1.6、1.4、1.1 倍。综合相对估值、绝对估值以及风险分析的结果，我们给予兴业银行“强烈推荐”的评级，目标价 35 元，对应 11 年的 PE 和 PB 分别为 9.2 倍和 1.9 倍，仍有 31% 的上涨空间。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
生息资产(百万元)	1,006,794	1,314,851	1,827,539	2,068,818	2,487,790
YoY	20.0%	30.6%	39.0%	13.2%	20.3%
净利润(百万元)	11,385	13,282	18,042	22,695	27,536
YoY	32.6%	16.7%	35.8%	25.8%	21.3%
ROE	23.2%	22.3%	19.9%	20.8%	21.0%
EPS (元)	2.28	2.66	3.01	3.79	4.60
BPS (元)	9.80	11.92	15.14	18.17	21.85
P/E(倍)	10.9	9.3	8.2	6.5	5.4
P/B(倍)	2.5	2.1	1.6	1.4	1.1

正文目录

一、难以抗拒的估值诱惑	5
1.1 盈利预测	5
1.2 估值	5
1.3 关于折价的思考	7
二、高盈利赋予可持续成长能力	10
2.1 高盈利能力的分解	10
2.2 高盈利能力是可持续成长的必要条件	14
三、奇正相佐优化结构驱动增长	16
3.1 正兵—信贷业务	17
3.2 奇兵—同业业务	21
四、息差将有超预期表现	23
4.1 对于息差弹性的再探讨	23
4.2 2011 年息差敏感性分析	25

图表目录

图表 1	核心指标预测.....	5
图表 2	PE 的同业比较.....	6
图表 3	PB 的同业比较.....	6
图表 4	PE 与成长性比较.....	6
图表 5	PB 与盈利能力比较.....	6
图表 6	三阶段 DDM 估值结果.....	7
图表 7	合理价值敏感性分析.....	7
图表 8	07 年间开始压缩房地产贷款占比.....	8
图表 9	房地产贷款占比已经接近同业水平（10H）.....	8
图表 10	拨备新政对于净利润影响的情景分析.....	8
图表 11	融资平台贷款影响分析.....	9
图表 12	净利润变化敏感性分析.....	9
图表 13	资本充足率变化敏感性分析.....	9
图表 14	兴业的 ROAE 显著高于同业（2010Q3）.....	10
图表 15	兴业的 ROAE 一直高于行业均值.....	10
图表 16	兴业的净息差水平并不高.....	11
图表 17	兴业的 CCAR 处于较高水平.....	11
图表 18	兴业的成本收入比低于同业.....	12
图表 19	兴业的成本收入比低于行业均值.....	12
图表 20	兴业的信用成本较低.....	13
图表 21	兴业的信用成本率始终低于行业均值.....	13
图表 22	兴业的不良贷款率较低.....	13
图表 23	兴业的资产风险系数较低.....	错误！未定义书签。
图表 24	兴业的资产风险系数远低于行业均值.....	错误！未定义书签。
图表 25	同业资产占比较高.....	错误！未定义书签。
图表 26	兴业的按揭贷款占比较高.....	错误！未定义书签。
图表 27	ROAE 驱动因素分析.....	14
图表 28	兴业未来的 ROAE 将依然保持在高位.....	14
图表 29	商业银行资本补充示意图.....	15
图表 30	不同资产增速下资本充足率变化.....	15
图表 31	不同资产增速下核心资本充足率变化.....	15
图表 32	核心资本充足率平衡点增速敏感性分析.....	16
图表 33	2011 年资本充足率变化敏感性分析.....	16
图表 34	2011 年核心资本充足率变化敏感性分析.....	16
图表 35	信贷资产比重有所降低.....	17
图表 36	存贷款市场份额不断提升.....	17
图表 37	存贷款增速一直保持在较高水平.....	17
图表 38	存贷款相对增速逐渐下降.....	18
图表 39	存贷比一直处于高位.....	18
图表 40	主要股份制银行网点数量比较.....	18
图表 41	兴业的网均存款低于同业（10H）.....	18
图表 42	信贷资产比重有所降低.....	19
图表 43	我国工业企业营业收入结构.....	19
图表 44	我国工业企业数量结构.....	19

图表 45	兴业银行的公司贷款结构	20
图表 46	贷款议价能力与企业规模（经验关系）	20
图表 47	各种类型企业客户比较	20
图表 48	个贷占比趋于稳定	21
图表 49	个贷结构将逐步优化	21
图表 50	零售贷款比较	21
图表 51	兴业的同业资产占比显著高于行业平均	22
图表 52	同业资产的构成以买入返售资产为主	22
图表 53	同业资产的增速波动较大	22
图表 54	各类同业资产的收益率情况	22
图表 55	同业占比随着收益率的变化而波动	23
图表 56	同业负债的成本高于存款	24
图表 57	目前的同业负债比例处于高位	24
图表 58	兴业的贷款到期期限结构	24
图表 59	兴业的存款到期期限结构	24
图表 60	兴业的贷款占比较低（10Q3）	24
图表 61	兴业的活期存款占比不高（10H）	24
图表 62	兴业 2011 年的息差表现将超出市场预期	错误！未定义书签。
图表 63	存贷利差敏感性分析	26
图表 64	净息差敏感性分析	26

一、难以抗拒的估值诱惑

我们认为，兴业银行目前的估值水平非常具有诱惑力，给予其“强烈推荐”的评级，目标价 35 元，对应 11 年的 PE 和 PB 分别为 9.2 倍和 1.9 倍，仍有 31% 的上涨空间。

1.1 盈利预测

图表1 核心指标预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
生息资产增长	20.0%	30.6%	39.0%	13.2%	20.3%
其中贷款增长	24.7%	41.2%	22.4%	15.5%	15.0%
其中投资增长	19.1%	23.0%	20.0%	15.0%	10.0%
其中同业增长	14.5%	19.4%	75.0%	10.0%	30.0%
生息资产占资产比重	98.6%	98.7%	98.9%	98.9%	99.1%
存款增长	25.1%	42.4%	28.0%	14.6%	15.0%
存款占负债比重	66.5%	71.8%	66.2%	66.9%	64.5%
存贷比	77.5%	76.8%	73.4%	74.0%	74.0%
净息差(NIM)	2.85%	1.97%	2.36%	2.49%	2.54%
非利息收入比重	11.9%	14.1%	15.6%	15.8%	17.4%
费用收入比(含营业税)	41.4%	43.5%	40.0%	40.0%	40.0%
信贷成本	0.68%	0.07%	0.33%	0.51%	0.56%
有效所得税率	18.9%	22.9%	24.0%	24.0%	24.0%
收入盈利增长	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入增长	25.6%	3.9%	36.2%	30.7%	19.6%
手续费收入增长	72.9%	18.8%	70.0%	40.0%	40.0%
营业收入增长	34.7%	6.6%	38.5%	31.1%	21.9%
拨备前利润增长	38.6%	1.7%	48.3%	31.1%	21.9%
净利润增长	32.6%	16.7%	35.8%	25.8%	21.3%

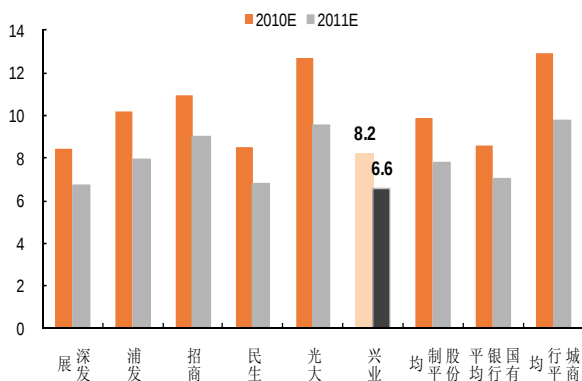
资料来源：平安证券研究所

根据我们的预测，兴业 2010-2012 年的净利润 CAGR 为 28%，其中：净利息收入的 CAGR 为 29%，手续费净收入的 CAGR 为 50%；对于息差的预测，我们相对乐观，预计兴业 2011 年的净息差将上升至 2.49%；对于拨备的计提，我们中性偏谨慎，预计兴业 2012 年底的拨贷比将达到 1.85%。

1.2 估值

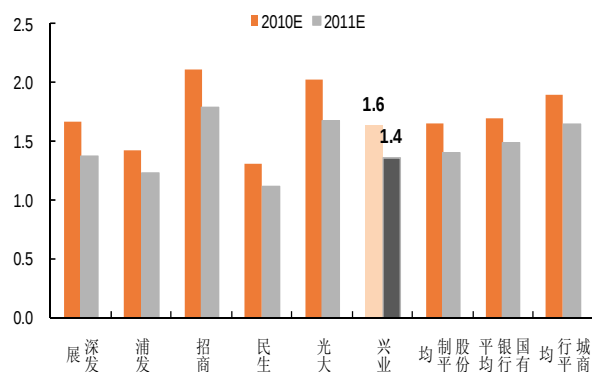
■ 相对估值

图表 2 PE的同业比较



资料来源：公司报表、平安证券研究所

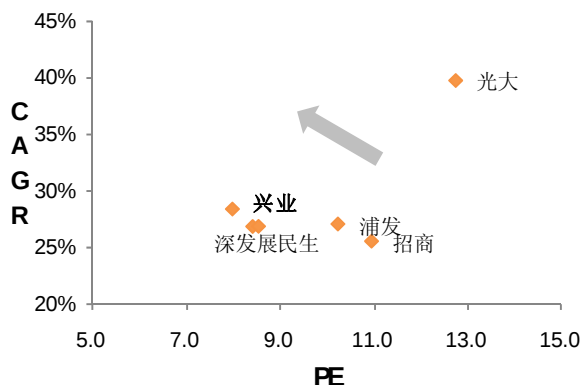
图表 3 PB的同业比较



资料来源：公司报表、平安证券研究所

即使在目前估值水平整体处于底部的银行股里，兴业的估值水平也要低于同业：从 PE 的角度衡量，兴业的估值水平相对于股份制银行均值有 17% 的折让；兴业的 PB 也低于行业平均水平。

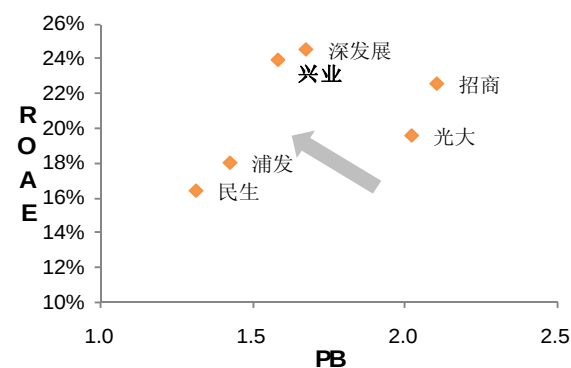
图表 4 PE与成长性比较



资料来源：公司报表、平安证券研究所

注：CAGR 为 2010-2012 年的净利润 CAGR，PE 为 10 年动态 PE

图表 5 PB与盈利能力比较



资料来源：公司报表、平安证券研究所

注：ROAE 为 2010 ROAE，PB 为 10 年动态 PB

我们结合基本面因素和估值水平对各个银行股进行了比较，发现从成长性和盈利能力两个维度均无法解释兴业相对于同业的折价。

相对估值结果：兴业目前的估值水平具有同业比较优势，即使银行股整体估值中枢保持不变，兴业也有 10%~20% 的估值修复空间。

■ 绝对估值

图表6 三阶段DDM估值结果

	Phase I (2010-2012)	Phase II (2013-2019)	Phase III (after 2019)
净息差	2.46%	2.34%	2.22%
信用成本	0.47%	0.60%	0.80%
有效税率	24.00%	23.00%	23.00%
ROAA	1.16%	1.19%	1.18%
总资产/股东权益	19.58	17.00	15.00
ROAE	22.80%	20.31%	17.71%
分红比例	20.00%	35.00%	60.00%
DPS Growth	18.24%	13.20%	7.08%
初始资本（均值）	13.53	23.3	26.0
折现价值	1.78	8.11	24.86
合理价值	34.7		
内含 PB(2010)	2.3		
内含 PE(2010)	11.5		

资料来源：平安证券研究所

图表7 合理价值敏感性分析

合理价值		COE				
	34.75	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
Terminal growth rate	5.1%	32.14	28.97	26.34	24.12	22.23
	5.6%	34.59	30.88	27.86	25.35	23.23
	6.1%	37.67	33.23	29.69	26.80	24.40
	6.6%	41.65	36.17	31.93	28.55	25.79
	7.1%	47.00	39.98	34.75	30.69	27.46
	7.6%	54.56	45.09	38.38	33.38	29.51
	8.1%	66.07	52.31	43.27	36.86	32.08
	8.6%	85.69	63.31	50.17	41.53	35.41
	34.75	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%

资料来源：平安证券研究所

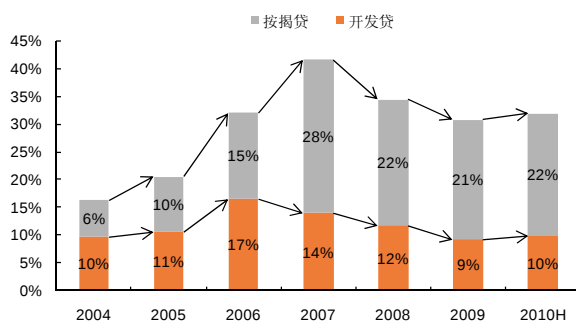
绝对估值结果：兴业的合理价值为 34.8 元，价值中枢为 28~38 元。

1.3 关于折价的思考

我们认为，兴业的估值折价源于市场两个方面的误解：1、依然把兴业当成“半个地产股”；2、对于拨备新政和融资平台贷款的过分忧虑。

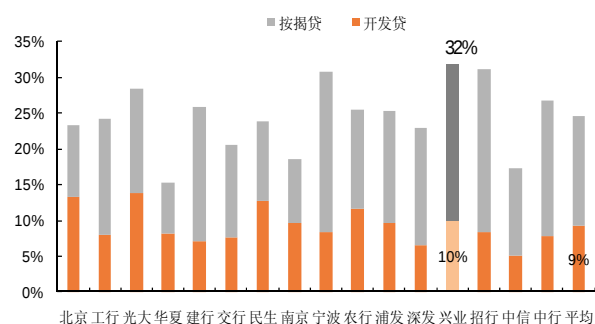
■ 关于“半个地产股”

图表8 07年间开始压缩房地产贷款占比



资料来源：公司报表、平安证券研究所

图表9 房地产贷款占比已经接近同业水平（10H）



资料来源：公司报表、平安证券研究所

兴业的房地产贷款占比确实曾经达到过 40%以上的高位，但是近两年来，银行已经对房地产业务做出了积极地调整，地产贷款占比不断降低，预计 10 年底的房地产业务占比为 30%，已经接近同业平均水平。

而且，兴业的房地产贷款中 67%为相对安全的按揭贷款，除去这一部分，其开发贷款占比为 10%，基本处于同业均值。所以我们认为，但就房地产业务而言，兴业的相关风险并不显著高于其他银行，不存在折价的理由。

■ 关于拨备新政和融资平台贷款

图表10 拨备新政对于净利润影响的情景分析

单位：百万元	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
贷款余额	846,962	974,006	1,120,107	1265721	1430265	1616200	1826306
不良率	0.53%						
不良贷款准备金	12,640						
不良贷款拨备	2,709						
拨贷比	1.49%						
潜在拨贷比要求	2.50%						
潜在准备金要求	21,174						
存量贷款需补充计提拨备	8,534						
相当于 10-12 年净利润	12%	12%	12%				
相当于 10-16 年净利润	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
净利润	17,930	23,214	27,987	32,185	37,013	42,565	48,950
新增贷款		127,044	146,101	145,614	164,544	185,934	210,106
原拨贷比		1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
新增贷款需多提拨备		1270	1461	1456	1645	1859	2101
占当年利润比例		5.47%	5.22%	4.52%	4.45%	4.37%	4.29%
总影响							
2012 年前达标	12%	18%	18%	5%	4%	4%	4%
2016 年前达标	4%	9%	9%	8%	8%	8%	8%

资料来源：平安证券研究所

图表11 融资平台贷款影响分析

融资平台贷款余额（10H）	1590 亿
贷款余额（10H）	7925 亿
清查后划分为一般性贷款的比例	50%
重新划分后覆盖率不足 120%的比重	15%
假设拨备计提标准	40%
所需计提拨备	47.7 亿
相当于 10 年净利润	27%
相当于 10-12 年净利润	7%

资料来源：平安证券研究所

图表12 净利润变化敏感性分析

相当于 10-12 年净利润		清查后一般性贷款占比				
覆盖率不足 120%的比重	7%	30%	40%	50%	60%	70%
	5%	3.2%	2.8%	2.3%	1.8%	1.4%
	10%	6.4%	5.5%	4.6%	3.7%	2.8%
	15%	9.7%	8.3%	6.9%	5.5%	4.1%
	20%	12.9%	11.0%	9.2%	7.4%	5.5%
	25%	16.1%	13.8%	11.5%	9.2%	6.9%

资料来源：平安证券研究所

图表13 资本充足率变化敏感性分析

CAR 变化		非完全覆盖类风险权重				
	-0.3%	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1
非完全覆盖占比	10%	-0.06%	-0.10%	-0.14%	-0.18%	-0.22%
	20%	-0.12%	-0.20%	-0.28%	-0.36%	-0.43%
	30%	-0.18%	-0.30%	-0.41%	-0.53%	-0.64%
	40%	-0.24%	-0.39%	-0.54%	-0.69%	-0.83%

资料来源：平安证券研究所

首先，我们承认如果拨备新政果真实施，而且比例为 2.5%，那么无疑会对银行的利润产生很大的冲击，但是有几点需要声明：

- 如果监管层加大对于拨备的逆周期计提力度，其本意肯定是为了防范风险，增强银行的抗风险能力，熨平银行利润的波动。如果政策本身的实施会造成银行盈利的大幅波动，显然是违背监管初衷的，所以我们认为：1、即使拨备新政最终真的落实，其方式也会比较温和，放缓中小银行的执行期限至 2016 年是非常合理的；2、融资平台贷款质量的认定结果将会在一个可以接受的范围内，最终确认为不良贷款的比例将不会超过 15%。
- 拨备新政和融资平台贷款在拨备的补充计提上会达到统一：对于融资平台贷款拨备的从严计提更多地将是监管层促使银行达到其拨备新要求（例如 2.5%）的一种手段，所以两者的最终落实对银行并不会产生叠加影响。

根据我们的测算，拨备新政的实施会对兴业今后每年的净利润会产生 4%~9%的负面影响。

结论：综合相对估值、绝对估值以及风险分析的结果，我们给予兴业银行“强烈推荐”的评级，目标价 35 元，对应 11 年的 PE 和 PB 分别为 9.2 倍和 1.9 倍，仍有 31%的上涨空间。

二、高盈利赋予可持续成长能力

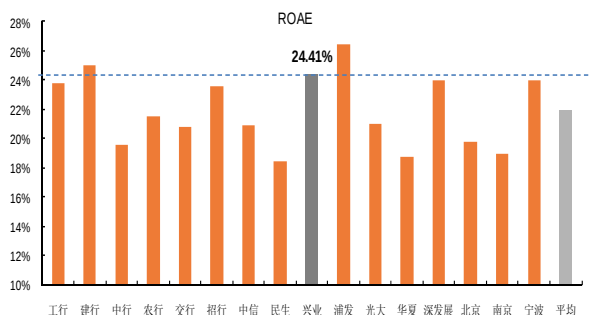
随着资本充足要求的日趋严厉，对于再融资的担忧始终是银行业挥之不去的阴影，而高盈利能力正是让银行摆脱外部融资的良药。净资产盈利能力反映银行的内功：净资产收益率高的银行资本内生补充能力强，更加具有可持续成长性。

$$\begin{aligned}
 ROE &= ROA \times \frac{Asset}{Equity} = \frac{\text{净利润}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{净资产}} \\
 &= \left(\frac{\text{净利息收入}}{\text{总资产}} + \frac{\text{非息业务净收入}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{营业费用}}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{拨备}}{\text{贷款}} \times \frac{\text{贷款}}{\text{总资产}} \right) \times (1 - \text{有效税率}) \\
 &\quad \times \frac{\text{总资产}}{\text{加权风险资产}} \times \frac{\text{加权风险资产}}{\text{净资产}} \\
 &\approx (\text{净息差} + (\text{非息收入占比} - \text{成本收入比}) \times \text{总资产周转率} - \text{信用成本率} \times \text{贷款占比}) \times (1 - \text{有效税率}) \\
 &\quad \times \frac{1}{\text{加权风险资产系数} \times \text{核心资本充足率}}
 \end{aligned}$$

通过以上推导，可知 ROE 水平主要由以下因素决定：1、净息差一正相关；2、非息收入占比一正相关；3、成本收入比一负相关；4、信用成本率一负相关；5、有效税率一负相关；6、加权风险资产系数一负相关；7、核心资本充足率一负相关。

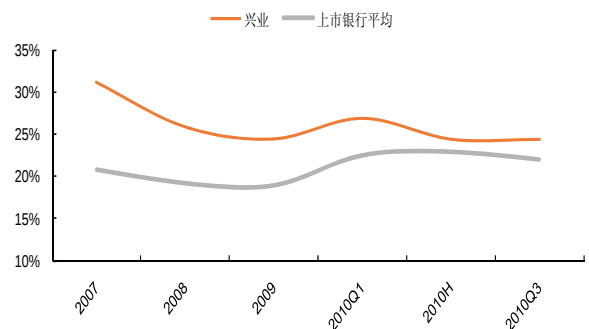
在以下分析中，为了剔除外部融资因素的干扰，我们使用 ROAE 来代替 ROE。

图表14 兴业的ROAE显著高于同业（2010Q3）



资料来源：公司报表

图表15 兴业的ROAE一直高于行业均值

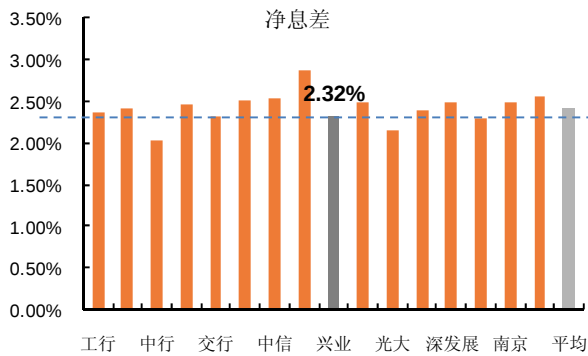


资料来源：公司报表

兴业是唯一一家连续四年 ROAE 高于 24% 的银行，强大的盈利能力赋予了兴业可持续的成长能力。

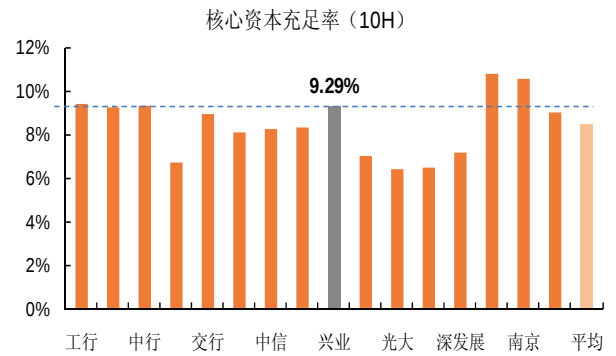
2.1 高盈利能力的分解

图表16 兴业的净息差水平并不高



资料来源：公司报表

图表17 兴业的CCAR处于较高水平



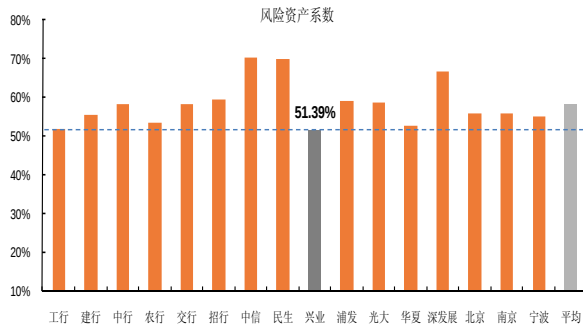
资料来源：公司报表

截止 10 中报，兴业的核心资本充足率为 9.3%，高于行业平均水平，所以兴业的 ROAE 并非来自于较低的资本充足水平；截止三季度的净息差为 2.3%，略低于行业平均水平，可知息差也并非兴业高 ROAE 的来源。

通过分析我们发现，兴业的高 ROAE 主要来源于以下几部分：1、资产的加权风险权重较低；2、成本收入比低；3、信用成本率低。

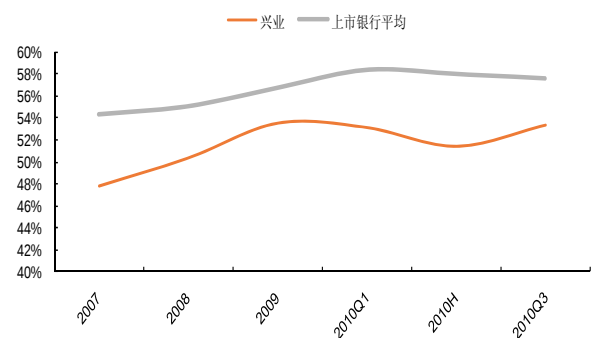
■ 加权风险资产系数低

图表18 兴业的资产风险系数较低



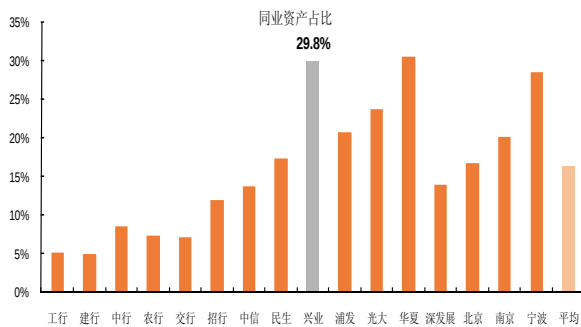
资料来源：公司报表

图表19 兴业的资产风险系数远低于行业均值



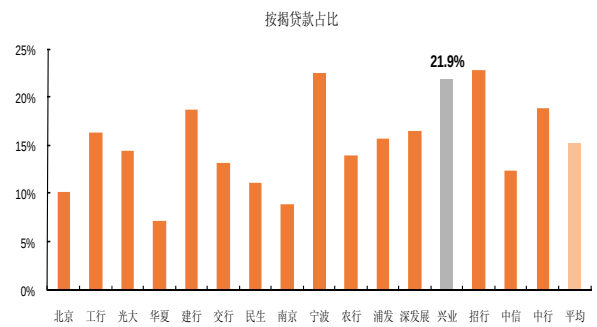
资料来源：公司报表

图表20 同业资产占比较高



资料来源：公司报表

图表21 按揭贷款占比较高



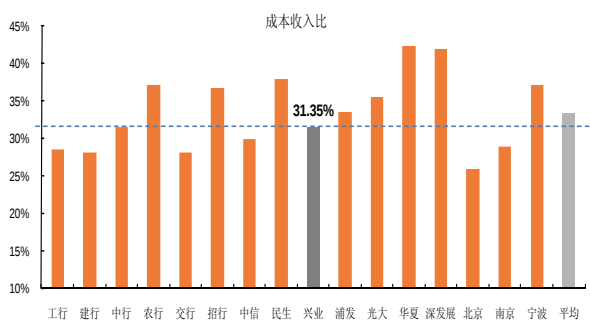
资料来源：公司报表

个人按揭贷款的风险权重为 50%，低于一般性贷款的 100%；各类同业资产的风险权重也均低于一般性贷款，所以同业和按揭占比较高的兴业加权风险资产系数较低。

我们判断未来其同业占比以及按揭占比均会略有下降，所以加权风险资产系数将小幅提高。

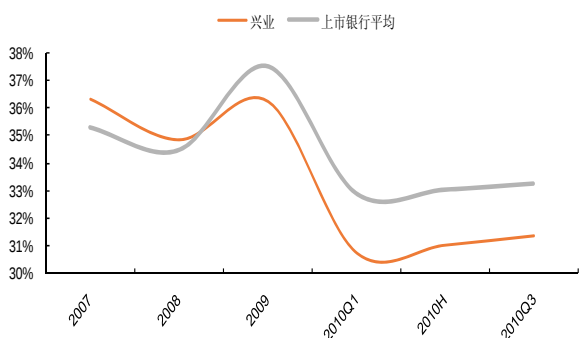
■ 成本收入比低

图表22 兴业的成本收入比低于同业



资料来源：公司报表

图表23 兴业的成本收入比低于行业均值

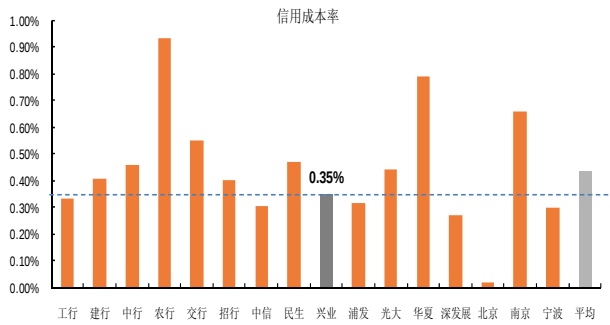


资料来源：公司报表

兴业的成本收入比低于行业均值，我们分析，这一方面是因为管理的高效以及先进的 IT 系统铸就了强大的成本控制能力；另一方面，也得益于相对多元化的业务结构：与传统信贷业务相比，同业业务对于费用的消耗较少。未来，随着收入增速的放缓以及业务结构的调整，其成本收入比将小幅攀升至 33%左右的水平。

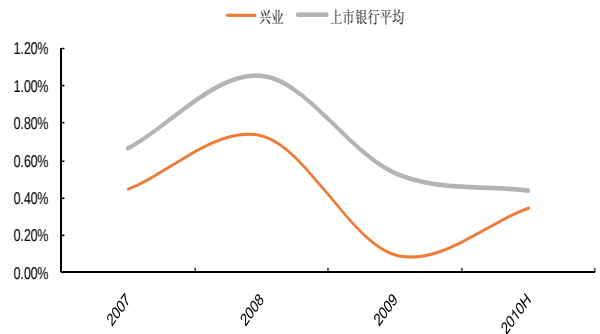
■ 信用成本率低

图表24 兴业的信用成本较低



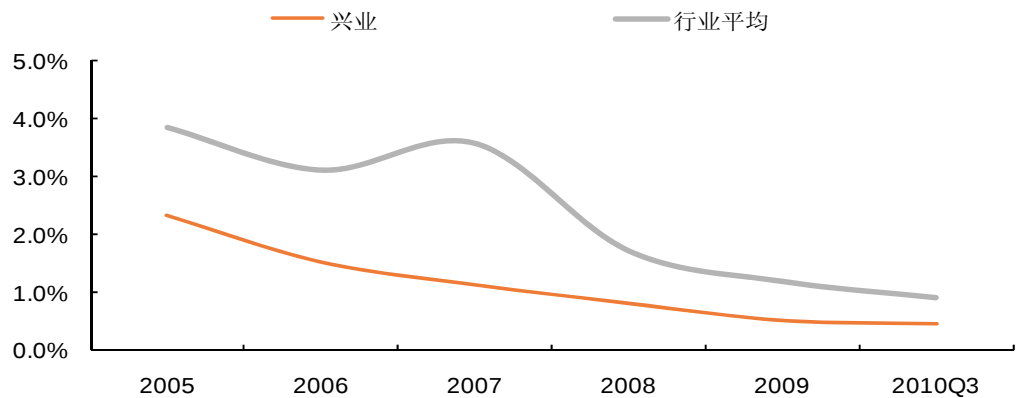
资料来源：公司报表

图表25 兴业的信用成本率始终低于行业均值



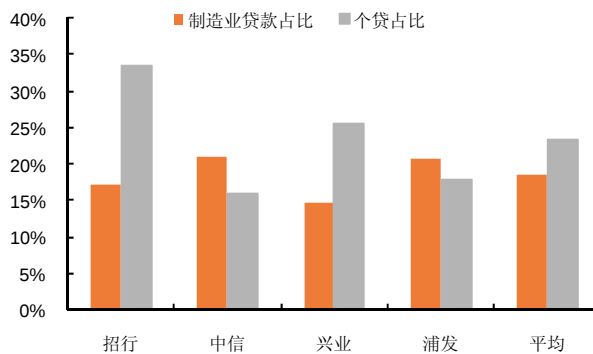
资料来源：公司报表

图表26 兴业的不良贷款率较低



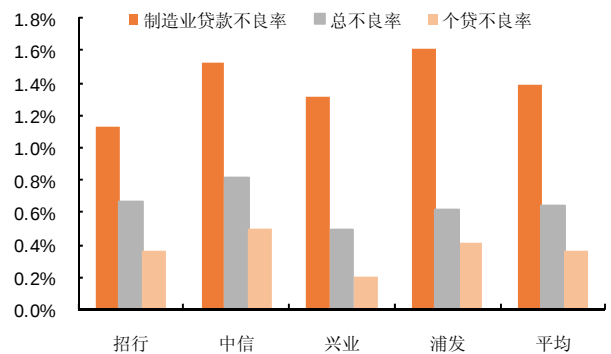
资料来源：上市公司报表

图表24 贷款结构比较



资料来源：公司报表

图表25 各类贷款不良率比较



资料来源：公司报表

兴业的不良贷款率低于同业，原因有两个方面：1、风险控制能力较强，同类贷款的不良率均低于同业；2、与其贷款结构有关：不良率高的制造业贷款占比较少，而不良率低的零售贷款占比较高。

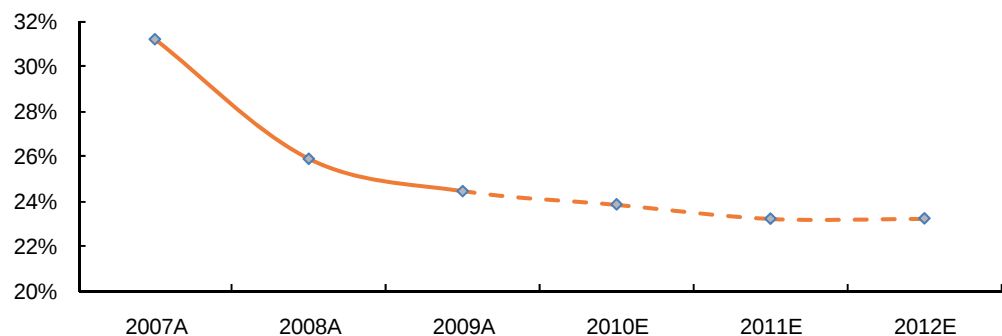
得益于较低的不良贷款率，兴业的信用成本率一直维持在较低水平。但是，未来不良贷款率的小幅反弹和拨备要求的提高将会共同推高其信用成本。

图表27 ROAE驱动因素分析

驱动因素	相关性	未来走势	对于 ROAE 的影响
净息差	正相关	提高	正贡献
核心资本充足率	负相关	持平	中性
非息收入占比	正相关	提高	正贡献
成本收入比	负相关	提高	负贡献
信用成本率	负相关	提高	负贡献
有效税率	负相关	持平	中性
加权风险资产系数	负相关	提高	负贡献

资料来源：平安证券研究所

图表28 兴业未来的ROAE将依然保持在高位

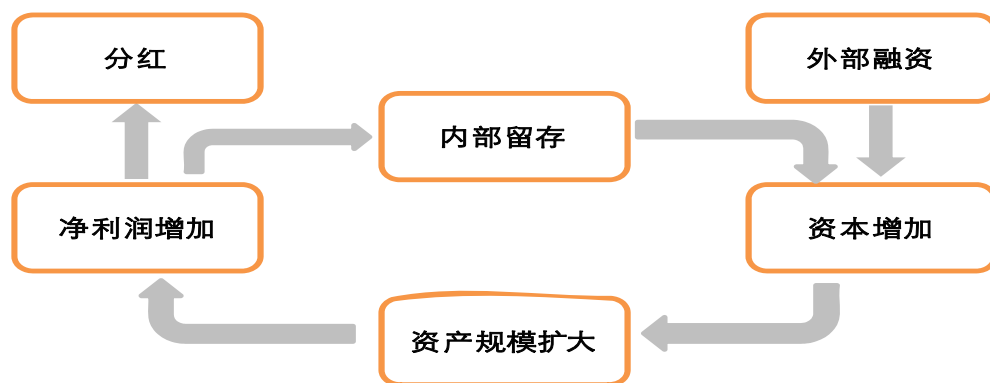


资料来源：公司报表

综合来看，我们判断未来兴业的 ROAE 水平将会略有下降，但是依然会维持在 23%左右的较高水平。

2.2 高盈利能力是可持续成长的必要条件

图表29 商业银行资本补充示意图

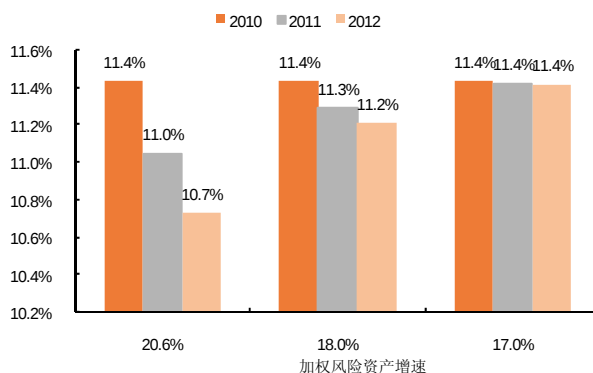


资料来源：上市公司报表

银行补充资本的方法有两种：外部融资和内部留存。在过去几年里，我国的商业银行通过配股或定向增发等形式进行了大量的外部融资，暂时地解决了资本困境。

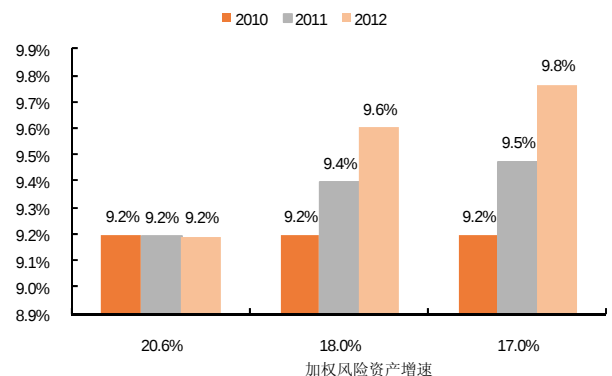
但是我们认为，通过外部融资对资本进行补充的方法并不具有可持续性，而且每一次融资都会对股价造成很大的负面冲击，通过增加利润的内部留存来进行资本的内生补充才是可持续发展的正途。而盈利能力正是影响银行资本内生补充能力的核心变量：盈利能力越强，内生补充的资本就越多，所能支持的规模成长速度也就越高。

图表30 不同资产增速下资本充足率变化



资料来源：公司报表，平安证券研究

图表31 不同资产增速下核心资本充足率变化



资料来源：公司报表，平安证券研究

在此，我们提出一个概念——“**平衡点增速**”，就是使商业银行的核心资本/资本充足率保持不变的**总资产增速**。平衡点增速主要和银行的 ROAE 水平以及分红比例有关：ROAE 水平越高，平衡点增速越高；分红比例越低，平衡点增速越高。

我们认为，平衡点增速对于商业银行具有重要意义，它代表的是银行在没有外部融资的情况下，完全依赖内生的资本补充，所能够达到的一个可持续增速，从某种意义上来说，它代表着银行的永续发展能力。

如果不考虑外部融资，并且目前的盈利能力、风险资产系数、分红比例保持不变，根据我们的测算，，兴业银行的资本充足率平衡点增速为 **17.0%**；核心资本充足率平衡点增速为 **20.6%**，也就是说，高盈利能力让兴业的持续高成长成为了可能，赋予了兴业成长的必要条件。

图表32 核心资本充足率平衡点增速敏感性分析

CCAR 平衡点增速			分红比例				
21%			30%	25%	20%	15%	10%
ROAE		19%	15%	16%	17%	18%	19%
		21%	16%	18%	19%	20%	22%
		23%	18%	20%	21%	22%	24%
		25%	20%	21%	23%	25%	26%
		27%	22%	23%	25%	27%	29%

资料来源：平安证券研究所

图表33 2011年资本充足率变化敏感性分析

2011CAR		ROAE				
11.5%		12%	15%	18%	21%	24%
资产 增速	11%	10.9%	11.1%	11.4%	11.6%	11.8%
	13%	10.7%	10.9%	11.2%	11.4%	11.6%
	15%	10.5%	10.8%	11.0%	11.2%	11.4%
	17%	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%
	19%	10.2%	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%

资料来源：平安证券研究所

图表34 2011年核心资本充足率变化敏感性分析

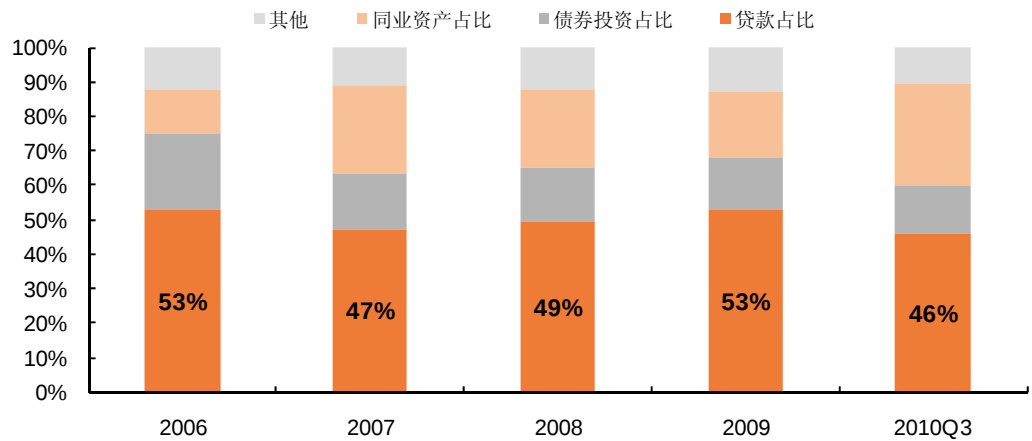
2011CCAR		ROAE				
9.6%		12%	15%	18%	21%	24%
资产 增速	11%	8.9%	9.2%	9.4%	9.6%	9.9%
	13%	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%
	15%	8.6%	8.8%	9.1%	9.3%	9.5%
	17%	8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%
	19%	8.3%	8.5%	8.8%	9.0%	9.2%

资料来源：平安证券研究所

三、奇正相佐优化结构驱动增长

得益于强大的同业资产运作能力，兴业的资产负债结构独具特色：生息资产中贷款占比偏低，而同业资产和负债的占比则显著高于其他银行。

图表35 信贷资产比重有所降低



资料来源：上市公司报表

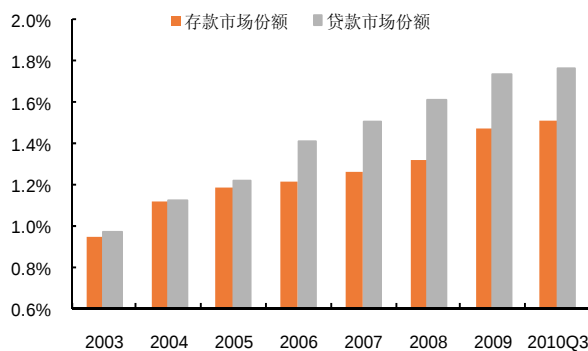
未来，传统信贷业务将依然是兴业规模增长的主要驱动因素，但是在结构优化的同时其增速会逐渐趋于稳定；而同业业务作为兴业的一大特色和优势，将会是资产规模增长的另一个重要驱动因素，不断涌现的同业市场机会也赋予了兴业更高的规模弹性。

3.1 正兵—信贷业务

未来兴业的信贷总量增速将会趋于平稳，但是结构将逐渐优化：公司贷款方面，主要客户群将进一步由大型企业向中型企业平移；零售贷款方面，按揭的比重将会下降，消费贷和经营贷是未来个贷发展的重点。

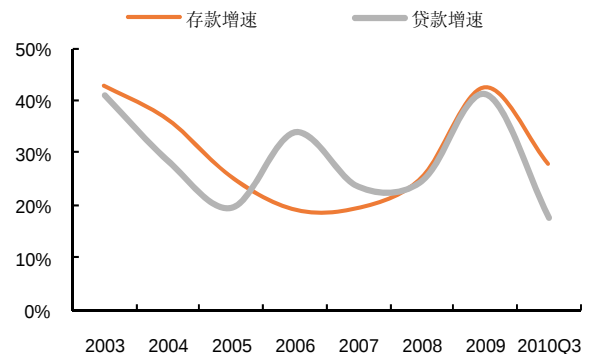
■ 增速趋稳

图表36 存贷款市场份额不断提升



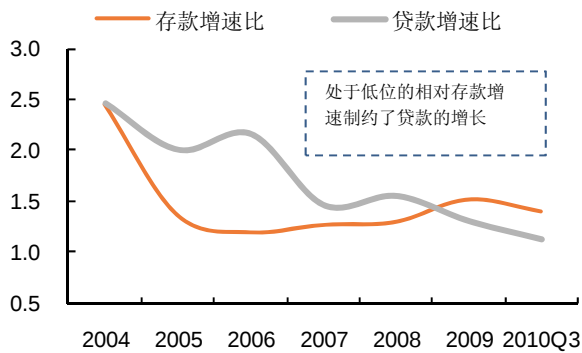
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表37 存贷款增速一直保持在较高水平



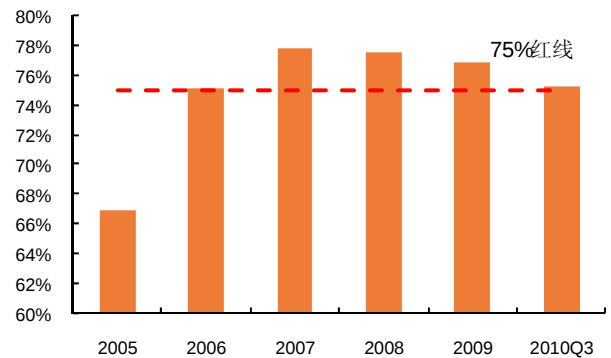
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表38 存贷款相对增速逐渐下降



资料来源：公司报表（注：增速比=兴业增速/行业整体增速）

图表39 存贷比一直处于高位

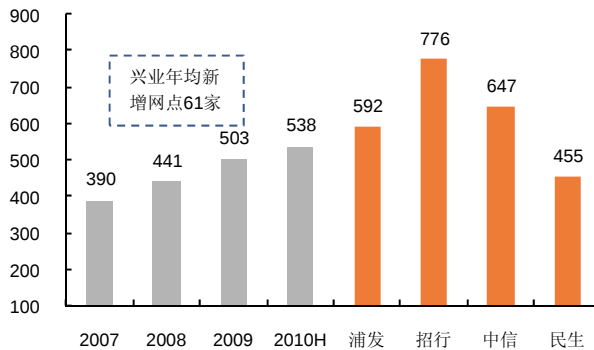


资料来源：公司报表，（注：包括贴现，未剔除金融债贷款）

在过去的几年里，兴业的存贷款经历了一个高速增长的时期，市场份额不断提升。但是我们也观察到了，其存贷款的相对增速有一个非常明显的下降趋势：随着全国布局的完成，在网点数量以及网均规模均无明显优势的情况下，兴业的存款增速未来将继续放缓，而在存贷比始终处于高位的情况下，存款增速的下降势必会影响到贷款的增长。

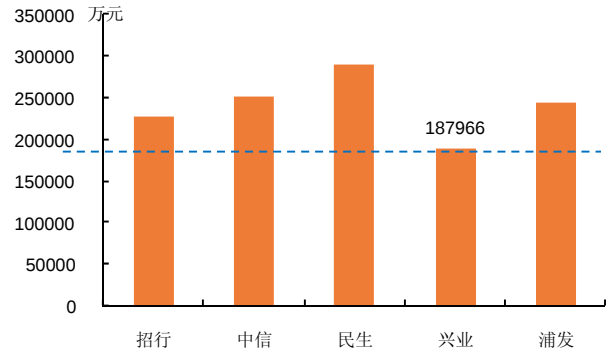
我们判断，未来兴业的贷款增速将会逐渐趋近于行业整体增速，存贷款市场份额也将保持稳定。

图表40 主要股份制银行网点数量比较



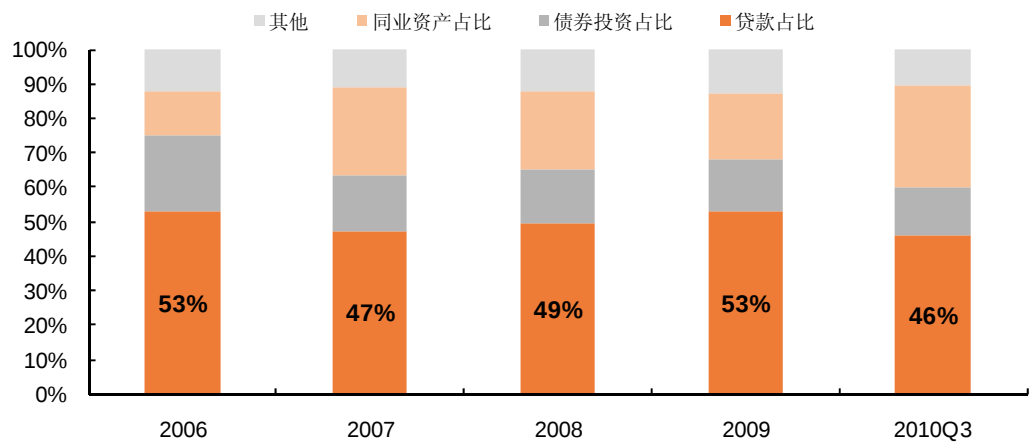
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表41 兴业的网均存款低于同业（10H）



资料来源：公司报表，平安证券研究

图表42 信贷资产比重有所降低



资料来源：上市公司报表

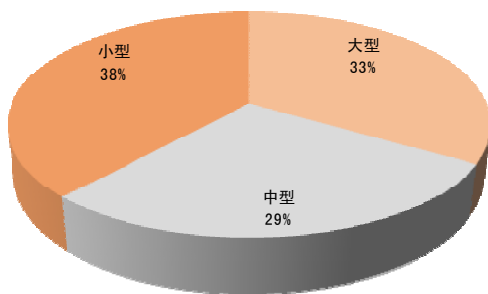
■ 结构优化

银行信贷结构的优化将体现在两方面：公司贷款方面提出了“中型客户”战略，将进一步加大中型客户的业务比重；零售贷款方面提出了均衡发展的思路，未来将逐渐平衡按揭贷、消费贷和经营贷的比重。

➤ 中型客户战略

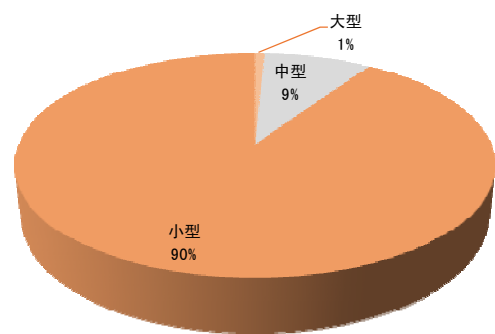
中型客户战略，指的是兴业未来将继续加大对于中型客户的开发和服务力度，通过多元化服务进一步提升中型客户的占比和综合收益水平。

图表43 我国工业企业营业收入结构



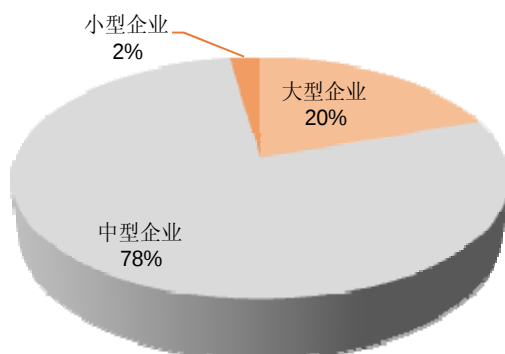
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表44 我国工业企业数量结构



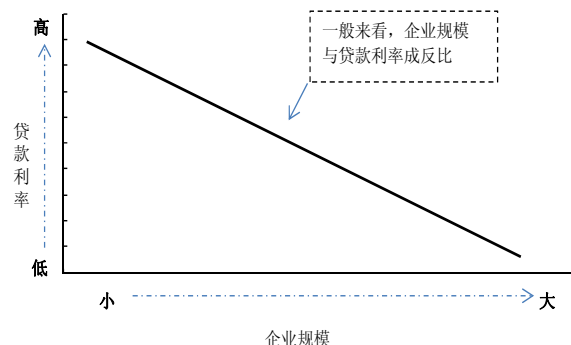
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表45 兴业银行的公司贷款结构



资料来源：公司报表，平安证券研究

图表46 贷款议价能力与企业规模（经验关系）



资料来源：平安证券研究

目前，兴业对于小企业的划分标准是：授信额度在 **1500 万** 以下的为小企业；其余则为中型企业。按照这一标准，目前兴业的公同类贷款中，大企业占比为 20% 左右，中型客户占比为 78%。

尽管目前中型客户的比例已经较高，但是随着中型客户战略的提出，未来中型企业将进一步替代大型企业，该比例将继续提高。

图表47 各种类型企业客户比较

企业类型	需求量	需求特点	费用投入	贷款利率	风险情况	收益情况
大型企业	随着金融脱媒的进行，大型企业将更多的寻求直接融资，对贷款的需求量越来越小	需求单一	单一客户规模大，单位量贷款所需的费用投入最少	银行议价能力弱，贷款利率较低	大企业抗风险能力强，贷款最安全	综合收益较低
中型企业	受金融脱媒影响小，未来对于贷款的需求依然强劲	需求逐渐趋于多元化	单一客户规模较大，所需费用投入较少	银行议价能力较强，贷款利率较高	抗风险能力较强，贷款较安全	服务多元化，综合收益较高
小型企业	融资难一直是困扰小企业的难题，未来的贷款需求量巨大	目前的需求依然单一	客户规模小、数量多，所需费用投入较多	银行议价能力非常强，贷款利率很高，但是市场竞争日趋激烈，未来利率有下降的趋势	小企业对于经济波动极为敏感，对于银行风控有很高的要求	综合收益较高

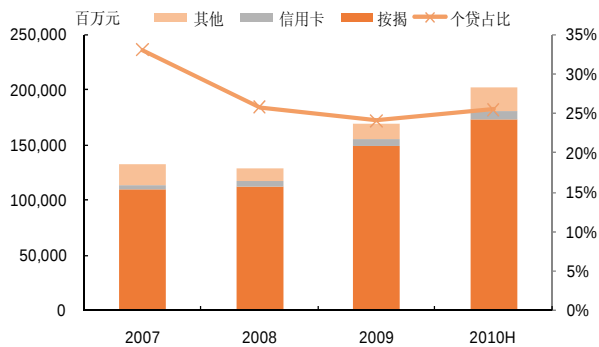
资料来源：平安证券研究所

兴业将未来的重点目标客户群定位为中型，主要是基于以下几个原因：1、随着金融脱媒过程的不断深入，大型企业将更多地选择直接融资，对于贷款的需求会逐渐萎缩；2、相比于小企业，中型客户的金融服务需求更加多元化，所需的费用投入也较少，能够产生更高的综合收益。

我们认为，小企业业务固然是一片蓝海，但是随着各家银行纷纷提出小企业战略，未来该领域的竞争必将日益激烈；在这样的背景下，兴业果断地提出了“中型企业”的差异化战略，体现了管理层的战略眼光。未来，随着中型客户占比的提升以及所提供服务的综合化程度的提高，兴业的存贷利差以及中间业务都将从中获益。

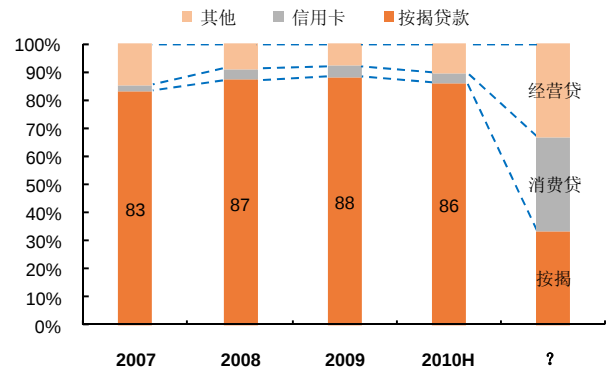
➤ 零售战略

图表48 个贷占比趋于稳定



资料来源：公司报表，平安证券研究

图表49 个贷结构将逐步优化



资料来源：公司报表，平安证券研究

目前，兴业的零售贷款占比已经接近 30%，我们认为未来这一比例继续上升的空间不大，未来零售业务的调整也将更多地体现在结构的优化上。

图表50 零售贷款比较

个贷种类	需求	风险	收益
按揭贷款	现在需求巨大，但是面临国家政策调控的风险	在高首付（30%以上）比例的情况下，贷款质量非常安全	收益不高，基准利率上有一定折扣（7折-9折）
消费性贷款	潜在需求巨大：随着居民收入的增加和消费习惯的改变，需求不断增加	金额相对较小，安全性较高	收益非常高
经营性贷款	潜在需求大：贷款难一直困扰着个体工商户；但是目前国内银行较高的抵押要求压制了有效需求	民营企业抗风险能力差，但是较高抵押率提供了安全边际	收益较高

资料来源：平安证券研究所

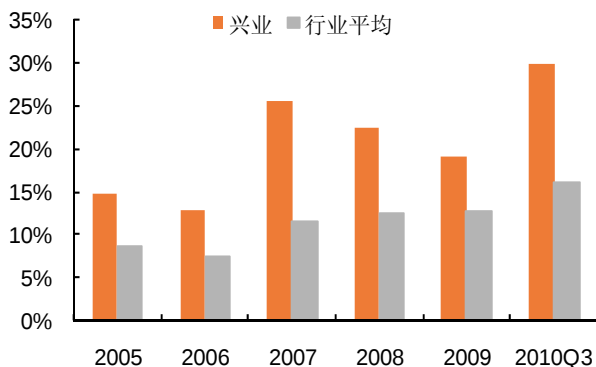
当前的个贷业务以按揭贷款为主，按揭占比超过 85%，未来零售业务的发展将更加均衡：按揭的占比将逐渐下降，而经营性贷款和消费性贷款的占比将逐渐上升，银行自己的长期目标是三者的比重达到 1:1:1。

值得一提的是，兴业近期与联通签订了战略合作协议，未来与联通的合作有望为银行的零售业务带来战略发展机遇。

3.2 奇兵—同业业务

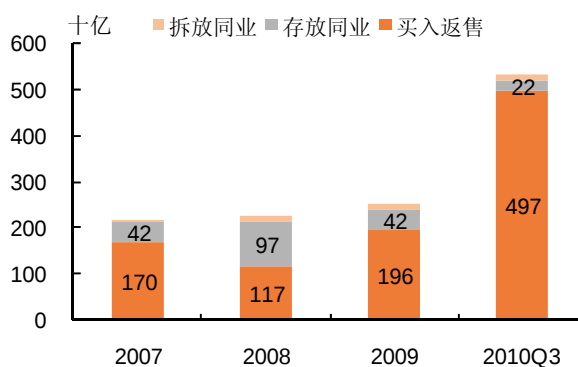
兴业于 2001 年在国内最早成立了同业业务部，经过多年的运作，兴业目前的同业团队经验丰富，擅于把握市场机会，同业业务已经成为了兴业的特色和优势业务。

图表51 兴业的同业资产占比显著高于行业平均



资料来源：公司报表，平安证券研究

图表52 同业资产的构成以买入返售资产为主

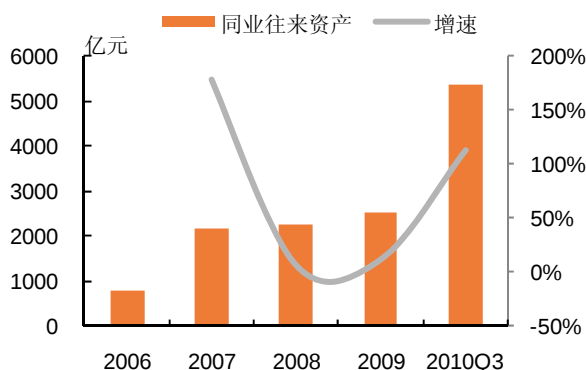


资料来源：公司报表，平安证券研究

兴业的同业资产占比一直显著高于行业平均，而买入返售是兴业同业资产的绝对主力。

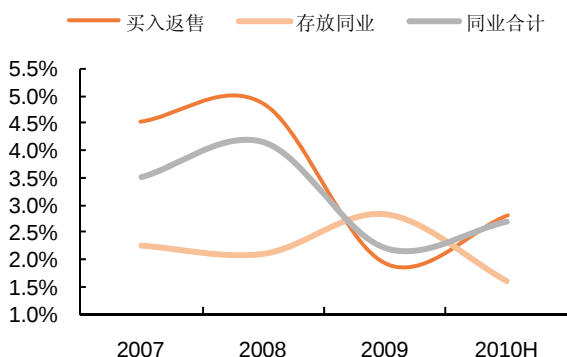
买入返售资产具有以下优点：1、收益率高：尽管波动较大，但是整体上来说，买入返售资产的收益率要显著高于其他同业资产；2、发展空间大：同业类资产无需纳入存贷比考核，所以其规模不会受到存款增长的制约，这在存款争夺日益激烈的今天显得尤为重要；3、节约资本：买入返售资产多为短期，而三个月之内的买入返售资产风险权重为0，所以该类业务的发展对于资本的消耗非常少。

图表53 同业资产的增速波动较大



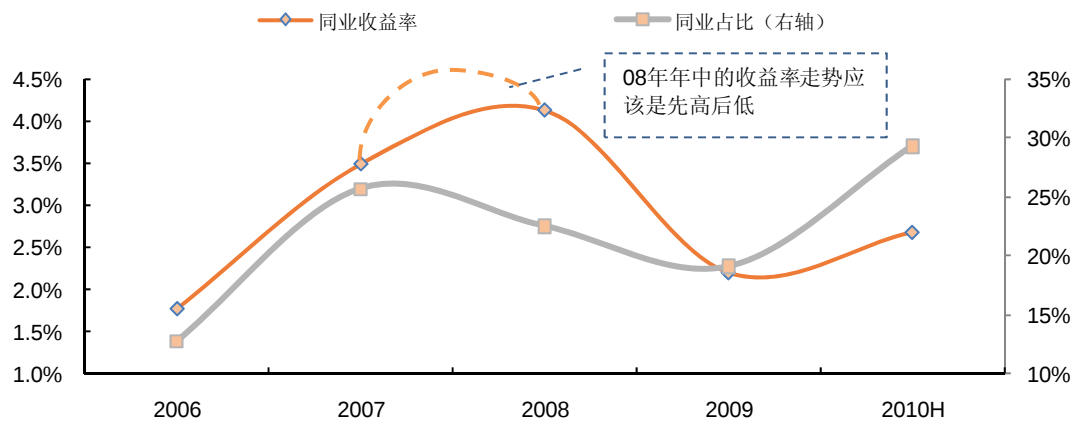
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表54 各类同业资产的收益率情况



资料来源：公司报表，平安证券研究

图表55 同业占比随着收益率的变化而波动



资料来源：上市公司报表

作为一项以满足短期流动性为主要使命的金融工具，灵活性是买入返售类资产的一大特点，而灵活性是一把双刃剑：

- 增速的波动比较大。这也意味着尽管买入返售资产在 2010 年的增长非常迅猛，但是对于其未来增速不应该预期过高，我们判断 2010 年其增速将会显著下降，大约降至 10% 左右；
- 规模弹性大。买入返售资产的规模与其收益率密切相关。我们理解，尽管买入返售资产的收益率波动较大，但机会也正是在波动中不断涌现，未来兴业仍会不断地捕捉市场机会，适时地调整买入返售资产的增速和比重。

同业资产赋予兴业的是更高的规模弹性：我们不奢望同业资产每年都能保持高速增长，但是同业市场每一次机会的涌现都意味着一次超预期的机会，所以同业业务是兴业在传统信贷业务之外的另一个重要增长极。

四、息差将有超预期表现

4.1 对于息差弹性的再探讨

首先，我们对于银行的净息差进行简单的分解。

生息资产：A1-贷款占比、A2-同业占比、A3-债券占比；三类资产对应的收益率分别为 R1、R2、R3

计息负债：L1-存款占比、L2-同业占比；两类负债对应的成本率分别为 C1、C2；

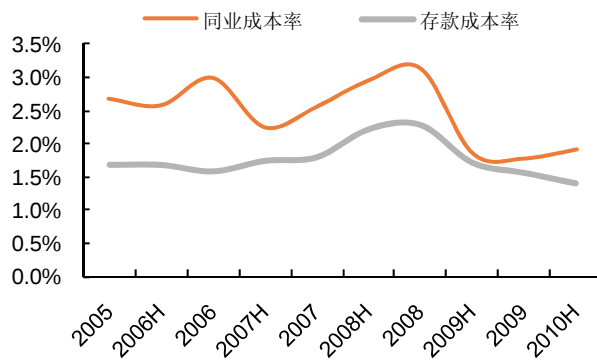
可知， $A1+A2+A3=L1+L2=1$ ，通过推导可得：

$$NIM=A1*(R1-C1)+A2*(R2-C1)+A3*(R3-C1)+L2*(C1-C2)$$

简化后，净息差=贷款占比*存贷利差+非信贷资产占比*非信贷资产平均利差

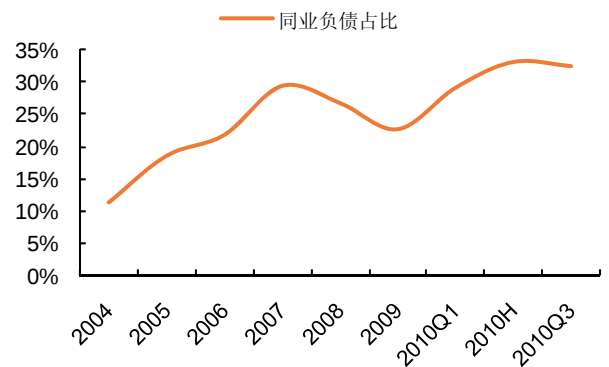
传统观点认为，活期存款占比高的银行息差弹性较大，但是我们认为，高活期存款占比带来的仅仅是较高的存贷利差弹性，而利差弹性只是息差弹性的一部分。在加息周期下，息差的上升幅度（即弹性）应该取决于以下因素：1、活期存款占比；2、贷款占比；3、同业负债占比。

图表56 同业负债的成本高于存款



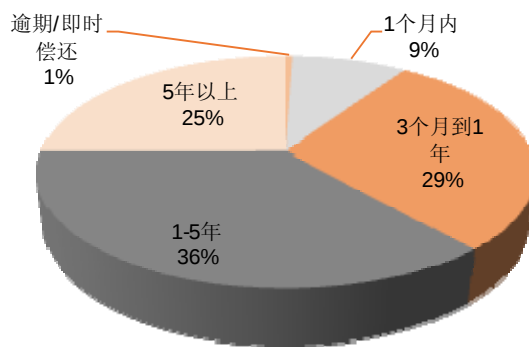
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表57 目前的同业负债比例处于高位



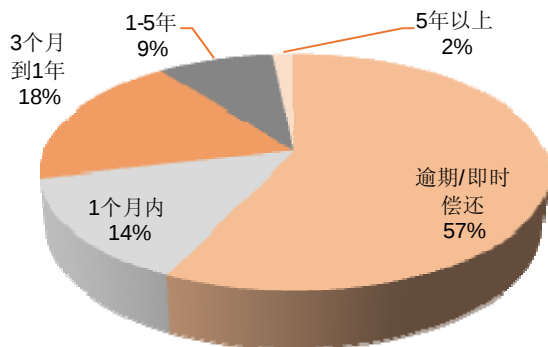
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表58 兴业的贷款到期日期限结构



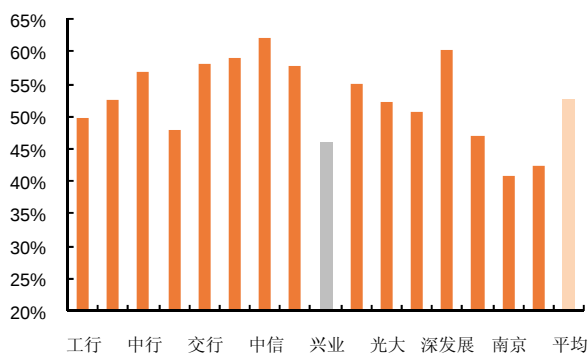
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表59 兴业的存款到期日期限结构



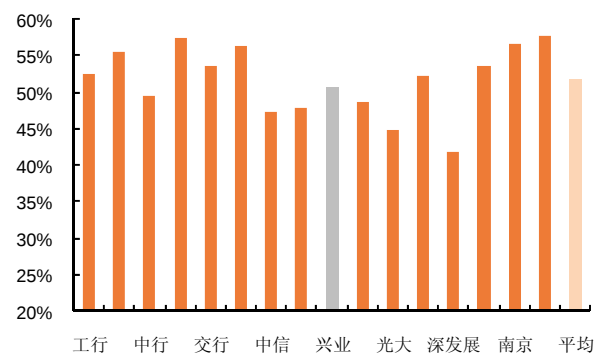
资料来源：公司报表，平安证券研究

图表60 兴业的贷款占比较低 (10Q3)



资料来源：公司报表，平安证券研究

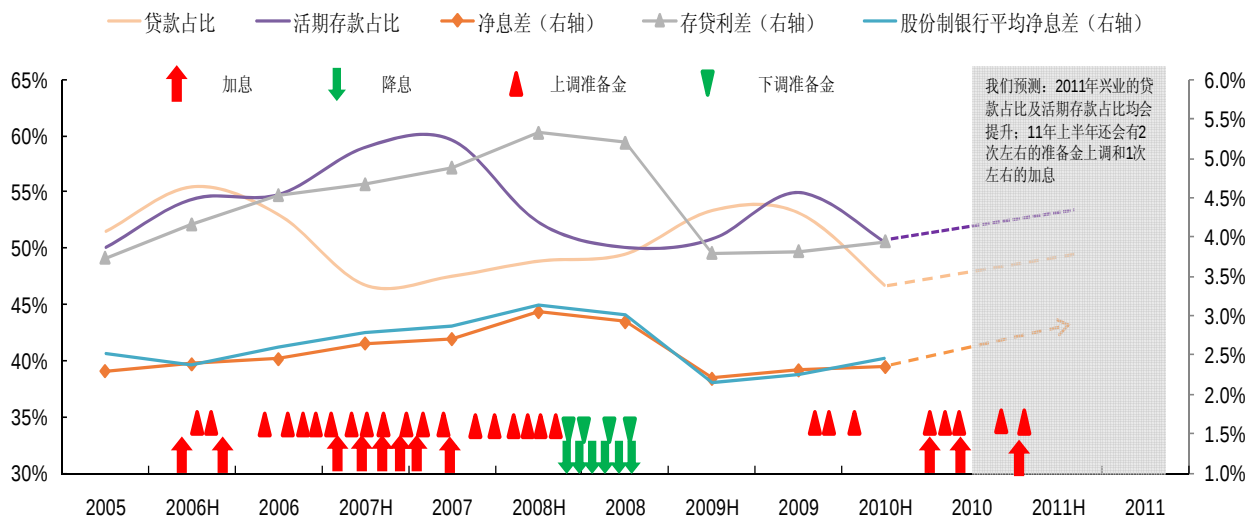
图表61 兴业的活期存款占比不高 (10H)



资料来源：公司报表，平安证券研究

市场普遍认为，兴业的活期存款占比以及贷款占比均较低，所以其息差弹性不大。但这只是站在当前时点上的静态分析，如果动态的看，兴业 2011 年的息差弹性将会超越市场预期。

图表62 兴业2011年的息差表现将超出市场预期



资料来源：平安证券研究所

截止 2010 年三季度，兴业的贷款占比、活期存款占比均处于历史低位，而同业负债占比则处于历史高位，站在这样的一个时点上，兴业 2011 年的息差弹性将会高于市场预期。具体分析，净息差的上升有四大驱动因素：

- 加息扩大基础存贷利差。我们预测 2011 年上半年还会有 1 到 2 次的加息，从而推动银行基础存贷利差的进一步扩大；
- 贷款占比的提高。正如我们在前文中提到的，我们判断兴业的同业资产增速在 11 年将显著下降，贷款在生息资产中的占比将会提升，保守估计将提高至 48%；
- 活期存款占比的反弹。10 年中报披露的活期存款占比为 50.6%，接近于历史最低水平。我们判断，在通胀率处于高位的条件下，活期存款占比在 10 下半年及 11 年一季度会有所反弹。
- 同业负债占比的下降。同业负债的平均成本率要高于存款成本，2011 年随着同业业务增速的下降，同业负债比例的减少也会推动兴业净息差的上升。

目前，市场普遍低估了以上 2、3、4 三点对于兴业净息差的影响。

4.2 2011 年息差敏感性分析

兴业的息差水平在 2011 年上升的趋势是十分确定的：假设明年还有一次 25 个基点的对称加息情况下，我们保守估计兴业明年的息差将达到 2.49%。

鉴于息差的上升幅度主要取决于加息的力度，我们做出以下敏感性分析。

图表63 存贷利差敏感性分析

存贷利差		活期存款占比				
4.20%		50%	52%	54%	56%	58%
加息幅度	25	4.06%	4.10%	4.15%	4.20%	4.25%
	50	4.18%	4.23%	4.29%	4.34%	4.39%
	75	4.31%	4.36%	4.42%	4.48%	4.54%
	100	4.43%	4.49%	4.56%	4.62%	4.68%
	125	4.56%	4.62%	4.69%	4.76%	4.83%

资料来源：平安证券研究所

图表64 净息差敏感性分析

净息差		贷款占比				
2.49%		45%	47%	49%	51%	53%
存贷利差	4.00%	2.33%	2.39%	2.45%	2.51%	2.57%
	4.15%	2.40%	2.46%	2.52%	2.59%	2.65%
	4.30%	2.46%	2.53%	2.60%	2.66%	2.73%
	4.45%	2.53%	2.60%	2.67%	2.74%	2.81%
	4.60%	2.60%	2.67%	2.74%	2.82%	2.89%

资料来源：平安证券研究所

附表 1：兴业银行盈利预测与估值（百万元）

相对估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
P/E	11.6	10.0	8.8	7.0	5.8	生息资产规模	1,006,794	1,314,851	1,827,539	2,068,818	2,487,790
P/B	2.7	2.2	1.8	1.5	1.2	贷款	489,986	691,963	846,962	978,241	1,124,977
P/PPoP	7.6	7.5	6.0	4.6	3.8	债券	161,786	199,051	238,861	274,690	302,159
市值/总资产	13.0%	10.0%	8.6%	7.6%	6.3%	同业	355,022	423,837	741,715	815,887	1,060,653
每股指标（元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	其他资产	14,105	17,311	21,000	22,000	23,000
EPS	2.28	2.66	3.01	3.79	4.60	资产总额	1,020,899	1,332,162	1,848,539	2,090,818	2,510,790
BVPS	9.80	11.92	15.14	18.17	21.85	存款	632,426	900,884	1,153,132	1,321,489	1,519,713
PPoPPS	3.49	3.55	4.39	5.76	7.02	其他负债	339,451	371,680	604,677	660,443	860,162
DPS	0.45	0.50	0.60	0.76	0.92	负债总额	971,877	1,272,564	1,757,809	1,981,932	2,379,875
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	股本	5,000	5,000	5,992	5,992	5,992
净利息收入	26,192	27,202	37,038	48,422	57,897	资本公积	17,696	17,239	33,938	33,938	33,938
手续费净收入	2,624	3,116	5,297	7,416	10,382	盈余公积	3,403	3,403	5,207	7,477	10,231
其他经营净收益	899	1,361	1,525	1,677	1,845	一般准备	6,380	8,101	9,428	11,081	13,056
营业收入	29,715	31,679	43,860	57,515	70,125	未分配利润	16,543	25,854	36,164	50,397	67,698
营业支出	12,328	13,944	17,544	23,006	28,050	其他	0	0	0	0	0
拨备前利润	17,454	17,748	26,316	34,509	42,075	少数股东权益	0	0	0	0	0
拨备	3,416	518	2,576	4,647	5,843	所有者权益	49,022	59,597	90,730	108,886	130,915
税前利润	14,037	17,229	23,740	29,862	36,231	资产盈利能力	2008A	2009A	2010E	2011E	2010A
所得税	2,652	3,948	5,698	7,167	8,696	RoAE	25.9%	24.5%	24.0%	22.7%	23.0%
净利润	11,385	13,282	18,042	22,695	27,536	RoAA	1.22%	1.13%	1.13%	1.15%	1.20%
净利润增长	32.6%	16.7%	35.8%	25.8%	21.3%	RoAA(拨备前)	1.86%	1.51%	1.65%	1.75%	1.83%
资产质量	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资本充足率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
不良贷款率	0.83%	0.54%	0.50%	0.55%	0.60%	加权风险资产	509,570	713,057	942,755	1,108,134	1,305,611
拨贷比	1.92%	1.39%	1.38%	1.61%	1.85%	核心资本充足率	8.9%	7.9%	9.4%	9.6%	9.9%
信贷成本	0.68%	0.07%	0.33%	0.51%	0.56%	资本充足率	11.2%	10.8%	11.5%	11.5%	11.4%
不良贷款覆盖率	227%	255%	272%	288%	303%	加权风险资产系数	0.50	0.54	0.51	0.53	0.52

资料来源：平安证券研究所

附表 2：银行业估值比较表

代码	简称	beta 值	A 股流通	A 股总	总市值（亿）	1 天	1 周	1 月	9 月 30 日	评级
		（最近 100 周）	市值（亿）	市值（亿）		涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	以来涨跌幅	
601166	兴业银行	1.23	1,589	1,589	1,589	0.0	10.3	10.3	18.3	强烈推荐
000001	深发展	1.00	510	572	572	0.0	3.9	3.9	1.2	推荐
600000	浦发银行	1.09	1,519	1,898	1,898	0.0	6.8	6.8	5.9	推荐
601009	南京银行	1.00	316	316	316	0.0	6.9	6.9	8.7	推荐
600036	招商银行	1.11	2,341	2,341	2,859	0.0	3.4	3.4	4.7	中性
002142	宁波银行	1.19	327	381	381	0.0	6.5	6.5	13.9	中性
601988	中国银行	0.70	6,394	6,394	9,128	0.0	1.2	1.2	1.3	中性
601398	工商银行	0.75	11,276	11,276	15,008	0.0	1.4	1.4	9.2	中性
601939	建设银行	0.81	454	454	11,826	0.0	3.1	3.1	5.5	中性
601169	北京银行	1.01	750	750	750	0.0	5.3	5.3	4.8	中性
601328	交通银行	1.12	1,695	1,695	3,207	0.0	4.0	4.0	-0.5	中性
600016	民生银行	1.00	1,136	1,136	1,344	0.0	0.2	0.2	0.4	推荐
601818	光大银行	0.00	168	1,694	1,694	0.0	5.8	5.8	24.0	中性
601288	农业银行	0.00	407	7,792	8,607	0.0	-1.1	-1.1	4.7	中性
600015	华夏银行	1.06	434	572	572	0.0	5.1	5.1	9.0	中性
601998	中信银行	1.03	1,419	1,430	2,096	0.0	2.3	2.3	5.5	中性
代码	简 称	收盘价格	EPS（元）		PE（倍）		BVPS（元）		PB（倍）	
		2011-1-9	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
601166	兴业银行	26.52	3.01	3.77	8.81	7.03	15.14	18.16	1.75	1.46
000001	深发展	16.41	1.88	2.34	8.75	7.01	9.43	11.54	1.74	1.42
600000	浦发银行	13.23	1.21	1.56	10.92	8.47	8.70	10.03	1.52	1.32
601009	南京银行	10.63	0.75	1.02	14.20	10.41	5.87	6.66	1.81	1.60
600036	招商银行	13.25	1.17	1.42	11.31	9.33	6.09	7.15	2.18	1.85
002142	宁波银行	13.20	0.78	1.03	16.86	12.85	5.31	6.03	2.49	2.19
601988	中国银行	3.27	0.40	0.49	8.24	6.74	2.33	2.60	1.41	1.26
601398	工商银行	4.30	0.48	0.58	8.96	7.41	2.34	2.65	1.84	1.62
601939	建设银行	4.73	0.57	0.70	8.30	6.81	2.74	3.17	1.73	1.49
601169	北京银行	12.05	1.18	1.51	10.21	7.98	6.97	8.18	1.73	1.47
601328	交通银行	5.70	0.70	0.84	8.13	6.79	3.84	4.38	1.48	1.30
600016	民生银行	5.03	0.61	0.78	8.21	6.48	3.79	4.41	1.33	1.14
601818	光大银行	4.19	0.31	0.42	13.46	10.08	1.96	2.36	2.14	1.78
601288	农业银行	2.65	0.26	0.34	10.05	7.81	1.21	1.42	2.18	1.87
600015	华夏银行	11.46	1.12	1.45	10.19	7.92	7.73	9.11	1.48	1.26
601998	中信银行	5.37	0.51	0.61	10.61	8.84	3.08	3.55	1.74	1.51
	国有大银行平均				8.74	7.11			1.73	1.51
	股份制银行平均				10.28	8.15			1.74	1.47
	城商行平均				13.76	10.41			2.01	1.75
	行业平均（算术平均）				10.45	8.25			1.78	1.53
港股		收盘价	收盘价	A/H 股	H 股市值	PE（倍）		PB（倍）		
代码	简称	（港币）	（人民币）	对价	（人民币:亿元）	2010E	2011E	2010E	2011E	
0939.HK	建设银行	7.06	6.02	79%	12,943	10.50	8.59	1.79	1.60	
0998.HK	中信银行	5.22	4.45	121%	467	8.81	7.33	1.45	1.26	
1398.HK	工商银行	5.87	5.01	86%	4,348	19.64	14.97	2.90	2.55	
1988.HK	民生银行	6.59	5.62	89%	232	9.09	7.59	1.66	1.45	
3328.HK	交通银行	8.03	6.85	83%	1,818	9.98	8.18	2.08	1.79	
3968.HK	招商银行	20.20	17.24	77%	674	11.46	9.15	2.28	1.90	
3988.HK	中国银行	4.14	3.53	93%	2,954	12.22	10.09	2.35	2.00	
1288.HK	农业银行	3.99	3.40	78%	595	17.29	12.95	2.75	2.28	

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257