

招商银行 (600036)

买入/维持评级

股价: RMB12.84

分析师

戴志锋

SAC 执业证书编号:S1000510120056

(0755)8212 5150

daizf@mail.htlhsc.com.cn

联系人

张立山

(0755) 82704951

zhangls@mail.htlhsc.com.cn

林媛媛

SAC 执业证书编号:S1000510120010

(0755)8236 4427

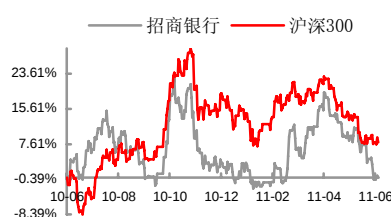
linyy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	21,577
流通 A 股 (百万股)	17,666
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	226,833

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

精耕细作成就零售优势

——招商银行零售业务调研纪要

调研活动:

我们最近对招商银行零售业务调研, 调研了招商银行的零售业务, 参观了远程银行中心和私人银行中心。

调研结论:

- **长期精耕细作成就零售优势。**零售业务相比批发业务需要长期持续的投入才能获取相应的回报, 对客户的维护也比批发业务更加繁琐。招行 7 年来将零售业务作为其战略布局的重中之重, 除了资源配置上予以倾斜, 招行定位清晰, 战略执行力强, 成就了同业领先的零售品牌。
- **招行零售优势明显, 未来将受益于零售业务快速发展。**招行零售优势有: 优质服务积累了良好的客户基础和客户结构; 人才储备数量充足, 结构合理, 素质优秀; 电子银行、财富管理、私人银行和金融产品的领先优势; 信用卡的精耕细作; 品牌优势。

随着居民财富的增长, 个人存款以及理财需求的释放, 未来零售业务空间也将随之扩大。零售业务有低资本消耗、零售客户总体风险低和银行议价能力强的特点。招行零售优势地位确定, 只要持续扎实地积累零售优势, 招行会成为未来零售业务发展的最大受益银行之一。

- **投资建议: 长期看好。**零售业务是中国银行业未来的发展方向, 招商银行是该方向的优秀代表, 我们长期看好, 维持“买入”评级。11 年招行 PE 和 PB 分别 7.8 倍和为 1.66 倍 (融资前), 估值溢价已不明显, 估值安全比较高。近期股价受限于融资不确定性, 建议积极关注招行的投资机会。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51,091	71,099	91,670	107,298
(+/-%)	-7	39	29	17
归属母公司净利润(百万元)	18,235	25,769	34,360	40,850
(+/-%)	-13	41	33	19
EPS(元)	0.95	1.19	1.63	1.93
P/E(倍)	13.46	10.75	7.89	6.64

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

零售业务成功源自长期持续的精耕细作	3
零售业务仍然具有增长空间	3
招行零售业务所具有的优势	3
远程银行中心简介	5
私人银行简介	5
Q&A	5
风险提示	7

零售业务成功源自长期持续的精耕细作

招行定位较为清晰，将零售业务作为其战略布局的方向，除了资源配置上予以支持，政策执行也比较到位，在零售业务取得了较好的业绩。截止到 2010 年，招行零售业务营业收入占比达 37%，利润占比 19%，其中净手续费收入占比 57%。储蓄存款 6500 亿，个人贷款 4800 亿，个人贷款不良率仅为 0.33%。

零售业务的成功源自招行对零售战略能够较好地执行。零售业务相比批发业务需要投入更多精力才能获取相应的回报，对客户的维护也比批发业务更加繁琐，其他竞争对手更多地是停留在战略层面。招行定位清晰，执行力强是其零售业务获得成功的原因之一。在企业文化上，招行以客户为中心的向日葵文化获得了员工的认同，业务上不断创新，敢于采用先进信息技术推进零售业务的发展，以优质服务获取客户的认同。根据 AC 尼尔森的调查，招行贵宾满意度评分为 78，领先于同行其他竞争对手。

零售业务仍然具有增长空间

随着居民财富的增长，理财需求的释放，未来零售业务空间将会有所扩大。居民对金融服务的需求不再局限于存取款业务，中间业务、投资理财将给零售业务带来新的空间。

零售业务是招行应对未来经营环境变化的应对策略。作为低资本消耗业务，零售客户风险较为分散，成长性较好，相比批发业务，银行的议价能力较强，是获取低成本资金的一个重要来源。招行立足零售业务，拥有较多高端零售客户，在渠道不及国有大行的背景下获取能与大行竞争的资金成本。通过此次调研，我们发现招行管理层具有较强的危机意识，进行了很多工作以应对未来经营环境可能出现的变化。在未来传统利差模式可能会受到挑战的背景下，我们看好招行的零售业务。

零售业务由于服务对象广泛，成本控制重要。在调研中我们获知招行将通过大力推进楼层银行、EASY BANK 降低网点成本，对产品流程进行标准化处理降低人工成本，以及采用集约化管理提高效率等措施改善目前零售业务营运成本较高的现状，我们认为招行拥有优良的服务、高端且年轻的客户群体，未来通过精细化的管理和成本控制，零售业务仍然具有提升空间。

招行零售业务所具有的优势

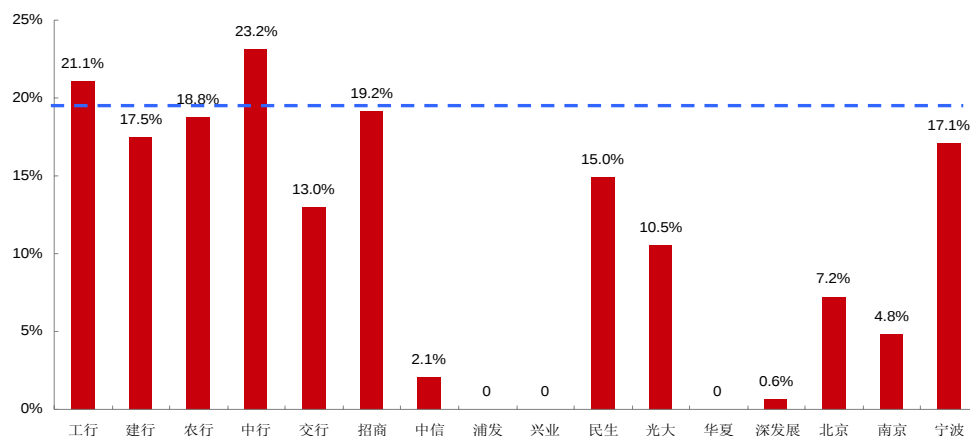
招行零售业务开展较早，在长期经营中积累了优质客户和相关经验，根据与管理层交流，招行零售业务具有以下特点：

- 1) **优质服务积累了良好的客户基础和客户结构。**招行的向日葵文化在全行树立了服务制胜的经营理念，例如其 24 小时运作的电话银行，20 秒内的接通率在 90% 以上。细致周到的服务使招行品牌在客户群体中得以建立并积累了大量客户，一卡通累计发卡量约为 6000 万张，其中有效户 4800 万户，带来近 6000 亿储蓄存款，卡均存款约 1 万元/张，位居全国第一；信用卡累计发卡量达到 3700 多万张，有效卡 1700 万张，有效户 1300 万户；从客户结构上看，高端客户不断增长：私人银行客户 1 万多人，资产在 500 万以上的客户超过 3 万人，金葵花客户 70

万户。一般而言高端客户对财富管理的需求较为强烈，账户资金倾向于活期，不仅为招行带来充足活期存款，也创造了更多交叉销售的机会。招行高端客户交叉销售比达到 4~5，接近于国际先进水平，而低端客户的比例约为 3。

- 2) **人才储备数量充足，结构合理，素质优秀。**高素质的员工队伍是招行核心竞争力之一。截止到 2010 年底，招行在职员工 4.3 万人，其中零售业务员工 2 万人，贵宾理财经理约 2000 人，平均从业时间 3 年；私人银行私钻经理 300 人，平均从业时间 5 年。人才储备上，招行坚持“内部培养”加“外部引进”的模式，在内部培养机制中招行推行“131 工程”，每年投入较多资源对不同梯队的员工进行培训深造；引进人才方面多为具有丰富经验的国际同行，为招行带来了先进的方法手段及经营理念。
- 3) **优质客户群体助推非息收入增长。**招行非息收入主要源于财富管理、结算以及手续费。在全成本分摊以及严格区分非息收入口径的背景下（如息转费），零售业务收入占比在 2010 年达到 37%，手续费收入占比 57%，对利润的贡献度达 19%。截止到目前，零售利润贡献约 30%。

图 1:2010 年上市银行零售业务利润占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：浦发、兴业、华夏未公布相关数据；各家统计口径有差别；招行数据按更换系统调整后的数据统计

- 4) **大力推进电子银行发展。**招行在渠道、资本投入上无法与中行抗衡，同时客户群体的年龄结构轻（40 岁以下的客户占比约 70%），往往易于接受新鲜事物，因此大力发展电子化银行不仅可以弥补物理渠道上的不足，丰富客户体验，同时还可以缓解柜台压力降低人力成本。截止到 5 月，招行电子化替代率约 85%，按 140 笔/人/天的工作量计算，可节省 3500 名员工，450 个网点。
- 5) **高素质员工队伍支撑财富管理的蓬勃发展。**招行通过“131 工程”，“培养加引进”的人才培养模式建立了一支业务精通的财富管理人才队伍，包括专业的保险销售队伍。2010 年实现基金销售 1300 多亿，基金销售收入 11.85 亿，代理保险 270 多亿，代理保费收入 8.73 亿，即使在监管环境发生变化的情况下仍然实现了保费收入的快速增长。
- 6) **全力打造服务于高端客户的私人银行。**随着我国富裕人群的增长，招行自成立私人银行 3 年以来，依托高素质的人才队伍，推行“1+N”的服务理念，客户数量、

管理资产总额每年都保持 35%左右的增长，同时也促进了存款以及中间业务的快速增长。

- 7) **精细化的信用卡管理。**招行信用卡累计发卡量 3700 多万张，交易量超过 10 亿笔/天，回佣率不到 0.5%，信用卡的不良率小于 2%。信用卡收入来源主要分为年费、回佣以及循环利息收入。招行在信用卡的管理中不再一味追求发卡量及卡均余额，而是加强对循环余额的管理，目前循环余额占应收账款的比例约为 30% 多，由此创造了一半的信用卡收入。一般而言，信用卡最好的客户群体是年龄结构在 25~30 岁的人群，招行该年龄层次的客户占比约 24%，成为循环余额的主要使用者。

此外招行深度挖掘信用卡的其他客户群体，对较少使用循环余额的客户群体提供差旅管理、奢侈品购买等服务，以提升该类客户群体对信用卡收入的贡献。

- 8) **招行品牌深入人心。**

远程银行中心简介

远程银行中心的前身是电话银行，成立于 1999 年，由原来单纯的客户咨询功能发展成为现在集销售咨询、交易营销和理财为一体的综合化运营单位。目前中心拥有 2300 多个坐席，1900 多名员工，服务于全行 5000 多万零售客户以及 50 多万批发客户。主要业务包括远程柜台，远程助理、空中贷款、空中商旅等服务。其中空中贷款是以在线受理，主动授信的方式实现电子化签约的创新型贷款模式。2010 年，在正式更名不到半年的时间里，远程银行中心完成的业务量约 6500 多万通，业务笔数约 600 多万笔，销售基金理财产品超过 1000 亿，授信额度超过 60 亿。

私人银行简介

私人银行是招商银行专为高端客户提供财富管理的综合金融服务单位，提供包括现金管理平台、固定收益类产品、股票投资、另类投资等在内的综合性理财管理方案。随着国内富裕人群的增长，3%的客户拥有 70%的财富，招行私人银行正是为满足该类人群需求而成立。目前拥有资产在 1000 万以上的客户 1.4 万多人，AUM 超过 3000 亿，资产规模年均复合增长率 40%。

Q&A

Q: 零售业务 30%增长的具体指标？未来零售业务的增长情况？

A: 30%的增长主要是指客户数量的增长。该目标具有较大的挑战性。一般自身客户的增长在 20%左右，此外我们获取客户的其他方式主要有：1、老客户介绍；2、开展主题活动，邀请老客户带朋友参加。而这样的方式将是一个渐进的过程，需要客户从认同我们的服务到接受相关服务，从而带动客户数量的增加，AUM 的增长。

Q: 个贷除了按揭贷款外还有什么新的增长点？对应的风险和收益如何？

A: 房贷业务的下降是在我们预期之中的，早在 4 年前我们就提出了个贷多元化的经营策略，从 08 年开始，我们就开展了其他非房贷业务，如汽车贷、个人经营贷、个人消费贷、商铺贷等。其中 09 年我们的商铺贷在深圳的市场占有率已达 40%。目前

这 4 项业务我们仍然在推进，包括简化流程，推出新产品等，2010 年个人按揭贷款占个人贷款比重为 60%，非房贷的比重 40%，即使未来个人按揭增速下降，个贷增速还是可以有保障的。

Q: 如何提升电子渠道的主动营销能力？

A: 我们除了推出了电子银行平台外，还推出了 i 理财平台，该平台 24 小时营运，可以进行互动以达到 face to face 的效果，解决网点的不足。

Q: 为什么今年私募在吸收存款方面特别突出？

A: 随着 M2 增速放缓，国家调控，大行的储蓄存款还不错，但其他行的存款受到了影响，主要是老百姓的理财意识逐渐加强。一般 M2 与通胀的滞后时间为 10 个月，在通胀背景下，房产投资受限，有钱人都不存银行转投私募。我们的私募主要采用代销的方式，一般客户群体为钻石客户，他们的风险偏好是高风险高收益，不同于银行的理财产品。我们一般会对客户的风险承受能力进行评估。

Q: 私人银行理财产品去年销售规模？市场份额？第三方推出的理财产品对招行的影响？

A: 2010 年我们实现了 150 亿阳光私募，50 亿 PE 投资以及 500 亿理财产品。我们会在年初制定一个总规划，再根据大类、子类、产品以及客户需求进行配置。第三方理财产品对我们有影响，但中资银行在资源整合平台、品牌经营等领域具有优势，并且可以融资，这个服务是看综合的。

Q: 信用卡客户如何分类？私人银行如何应对未来市场波动？

A: 信用卡实行精细化管理，采取规模经济的工厂化作业，利润较薄，规模较大。我们一般通过 IT 技术了解每一群客户群体，通过数据分析细分客户，判断客户需求，再将资源配置到有效客户。目前监管对信用卡额度的监管要求消耗资本，一般实际每人占有额度只为申请额度的 20% 左右，对于申请额度和实际使用额度的不一致问题我们拟通过今年 7、8 月新上线的系统解决，既满足客户需求又符合监管要求。

危机时，主要是财富管理交易性收入下降。我们财富管理主要的收入来源是资产管理费，而不是交易性收入，当资产配置进行调整时获取相关收入。AUM 还是在银行。未来我们将提升管理费用占比减少交易性收入。我们所推行财富管理与外资行的产品导向性不同，我们主要是客户导向性，更加客户需求提供相应服务，而不是推销产品。

Q: 零售业务的成本收入比 70%，未来 3 年的目标以及开设网点、员工招募计划？

A: 零售业务的投入很大，今年成本收入比会大幅下降。我们通过改进渠道建设，推进 EASY BANK，电子化银行降低运营成本。目标是 50% 以下。

在网点建设中，投入还是需要的。成本分摊时，零售要分摊每个支行成本的 70%~75%，成本较高。而会计政策的变更（电子设备折旧年限由 5 年改为 3 年）也使得我们零售的增加，每年增加成本约 10 个亿。

Q: 远程银行今年投入多少？效率如何？主动营销还是被动营销为主？信用卡全成本核算后的收益情况？活卡率下降的原因？

A:远程银行由原来的电话银行转变而来，其主要构架是电话银行和空中银行。可以实现 24 小时人机互动服务以及在线签约贷款等服务，通过集约化的管理降低成本。远程银行主要通过 KPI 考核，包括各种财务指标，如直接收益、营销指标等。

信用卡的成本主要包括 3 部分，销售成本（约占 30%），人工成本以及运营成本。一般而言信用卡的盈利期为 7 年，招商只用了 4 年就实现了盈利。今年是我们发行信用卡的第九个年头，我们的全成本核算是业内最为严格的，并且盈利模式上也其他行不同，我们已经开始循环余额的管理。

您所提的活卡率计算有误。累计发卡 3400 万，每 3 年卡需要更新一次，所以导致基数很大。最有效的计算是采用累计流通卡计算。我们对活卡的定义为 90 天内有一次交易的卡，目前的数据是 70%，全世界第一，每月可收到 1000 万的对账单也可以反映信用卡的交易情况，所以这个才是有意义的。

Q:表外零售业务的规模？

A:零售业务没有表外，零售业务采用收付实现制，没有表外资产负债。

Q:浮动保本型理财产品在表内还是表外？

A:招行主要代销浮动保本型产品，基本没有发行相关产品。

风险提示

经济硬着陆、出现系统性风险

表 1 可比上市公司盈利预测及估值

		股价	P/E			P/B			P/PPOP		
			2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
601398.SH	工商银行	4.27	9.0	7.4	6.4	1.8	1.56	1.33	6.1	5.0	4.3
601939.SH	建设银行	4.90	9.1	7.4	6.2	1.7	1.52	1.32	6.0	4.9	4.3
601288.SH	农业银行	2.71	9.3	7.0	5.5	1.6	1.40	1.19	5.4	4.2	3.6
601988.SH	中国银行	3.12	8.3	7.2	6.3	1.3	1.15	1.01	5.6	4.6	3.9
601328.SH	交通银行	5.56	8.0	6.4	5.4	1.4	1.20	1.03	5.0	4.0	3.4
600036.SH	招商银行	12.84	10.8	7.9	6.6	2.1	1.68	1.40	7.1	5.3	4.6
601998.SH	中信银行	4.88	8.9	8.6	7.3	1.5	1.34	1.16	5.6	5.4	4.5
600000.SH	浦发银行	9.72	7.3	7.2	6.0	1.1	1.25	1.07	4.7	4.5	3.9
600016.SH	民生银行	5.78	8.8	7.2	6.3	1.5	1.22	1.04	5.4	4.5	3.9
601166.SH	兴业银行	13.16	7.7	6.3	5.2	1.5	1.28	1.06	5.4	4.1	3.4
601818.SH	光大银行	3.45	10.9	8.5	7.3	1.7	1.47	1.26	6.8	5.3	4.5
600015.SH	华夏银行	10.83	9.0	9.2	7.5	1.5	1.19	1.05	4.4	4.7	4.0
000001.SZ	深发展A	16.26	9.0	7.1	6.0	1.7	1.36	1.14	6.0	4.5	3.8
601169.SH	北京银行	9.85	9.0	8.5	7.0	1.4	1.14	0.99	6.3	5.7	4.7
601009.SH	南京银行	8.88	11.4	8.6	6.9	1.4	1.21	1.05	7.9	5.9	4.8
002142.SZ	宁波银行	10.77	13.4	10.7	8.6	2.0	1.73	1.51	9.4	7.1	5.7
上市银行平均			9.4	7.8	6.5	1.6	1.36	1.16	6.1	5.0	4.2
国有银行			8.7	7.1	6.0	1.57	1.37	1.18	5.6	4.5	3.9
股份制银行			9.0	7.7	6.5	1.58	1.35	1.15	5.7	4.8	4.1
城商行			11.3	9.3	7.5	1.60	1.36	1.18	7.8	6.2	5.1
		评级	EPS			BVPS			PPOPS		
			2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
601398.SH	工商银行	增持	0.47	0.57	0.67	2.35	2.73	3.21	0.70	0.85	0.99
601939.SH	建设银行	增持	0.54	0.66	0.78	2.80	3.22	3.71	0.82	1.00	1.15
601288.SH	农业银行	增持	0.29	0.39	0.49	1.67	1.94	2.28	0.51	0.64	0.74
601988.SH	中国银行	增持	0.37	0.43	0.50	2.42	2.72	3.08	0.56	0.69	0.79
601328.SH	交通银行	增持	0.69	0.87	1.03	3.98	4.63	5.41	1.11	1.39	1.62
600036.SH	招商银行	买入	1.19	1.63	1.93	6.21	7.65	9.18	1.80	2.40	2.81
601998.SH	中信银行	增持	0.55	0.57	0.67	3.19	3.63	4.19	0.87	0.91	1.07
600000.SH	浦发银行	增持	1.34	1.35	1.62	8.59	7.75	9.10	2.08	2.15	2.51
600016.SH	民生银行	买入	0.66	0.81	0.92	3.94	4.74	5.54	1.07	1.29	1.48
601166.SH	兴业银行	增持	3.09	2.10	2.56	15.35	10.29	12.42	4.40	3.22	3.90
601818.SH	光大银行	中性	0.32	0.40	0.47	2.01	2.35	2.75	0.51	0.65	0.76
600015.SH	华夏银行	增持	1.20	1.18	1.44	7.11	9.13	10.33	2.45	2.30	2.68
000001.SZ	深发展A	增持	1.80	2.28	2.70	9.62	11.92	14.28	2.72	3.63	4.28
601169.SH	北京银行	增持	1.09	1.15	1.40	6.84	8.62	9.93	1.57	1.74	2.12
601009.SH	南京银行	增持	0.78	1.04	1.28	6.39	7.31	8.44	1.13	1.50	1.83
002142.SZ	宁波银行	增持	0.81	1.01	1.25	5.51	6.23	7.13	1.15	1.52	1.89
上市银行平均		增持	0.95	1.03	1.23	5.50	5.93	6.94	1.46	1.62	1.92
国有银行		增持	0.47	0.58	0.70	2.64	3.05	3.54	0.74	0.91	1.06
股份制银行		增持	1.27	1.29	1.54	7.00	7.18	8.47	1.99	2.07	2.44
城商行		增持	0.89	1.07	1.31	6.24	7.39	8.50	1.28	1.59	1.95
		实际 流通市值	ROAA			ROAE			ROAA(拨备前)		
			2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
601398.SH	工商银行	652	1.3%	1.4%	1.4%	22.0%	22.6%	22.6%	1.9%	2.1%	2.1%
601939.SH	建设银行	447	1.3%	1.4%	1.5%	21.4%	22.1%	22.6%	2.0%	2.2%	2.2%
601288.SH	农业银行	397	1.0%	1.1%	1.3%	21.4%	21.4%	23.4%	1.7%	1.9%	1.9%
601988.SH	中国银行	208	1.1%	1.1%	1.1%	17.1%	17.0%	17.1%	1.6%	1.8%	1.8%
601328.SH	交通银行	833	1.1%	1.1%	1.2%	20.1%	20.1%	20.6%	1.7%	1.8%	1.8%
600036.SH	招商银行	1,444	1.2%	1.3%	1.4%	22.7%	23.2%	23.0%	1.7%	2.0%	2.0%
601998.SH	中信银行	111	1.1%	1.2%	1.2%	18.6%	18.1%	17.2%	1.8%	1.9%	1.9%
600000.SH	浦发银行	1,000	1.0%	1.1%	1.1%	20.0%	18.8%	19.2%	1.6%	1.7%	1.7%
600016.SH	民生银行	976	1.1%	1.2%	1.1%	18.1%	19.1%	18.0%	1.8%	1.9%	1.8%
601166.SH	兴业银行	1,060	1.2%	1.1%	1.2%	24.4%	22.3%	22.5%	1.7%	1.7%	1.8%
601818.SH	光大银行	136	1.0%	1.0%	1.0%	19.7%	18.5%	18.6%	1.5%	1.6%	1.6%
600015.SH	华夏银行	273	0.6%	0.7%	0.7%	18.2%	16.5%	14.8%	1.3%	1.4%	1.4%
000001.SZ	深发展A	483	1.0%	1.0%	1.0%	23.3%	21.2%	20.6%	1.4%	1.6%	1.6%
601169.SH	北京银行	351	1.1%	1.0%	1.1%	17.0%	16.0%	15.1%	1.5%	1.6%	1.6%
601009.SH	南京银行	176	1.2%	1.3%	1.3%	14.8%	15.2%	16.3%	1.8%	1.8%	1.8%
002142.SZ	宁波银行	103	1.1%	1.0%	1.0%	18.1%	17.2%	18.7%	1.6%	1.5%	1.6%
上市银行平均		541	1.1%	1.1%	1.2%	19.8%	19.3%	19.4%	1.7%	1.8%	1.8%
国有银行		507	1.2%	1.2%	1.3%	20.4%	20.6%	21.3%	1.8%	1.9%	2.0%
股份制银行		685	1.0%	1.1%	1.1%	20.6%	19.7%	19.2%	1.6%	1.7%	1.7%
城商行		210	1.1%	1.1%	1.1%	16.6%	16.1%	16.7%	1.6%	1.6%	1.7%
			净利润增速			净利息收入增速			营业净收入增长		
			2006-2010	2010年	2011年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
601398.SH	工商银行		38.3%	28.4%	21.4%	23.6%	20.8%	14.4%	23.1%	21.6%	15.6%
601939.SH	建设银行		31.1%	26.3%	23.2%	18.0%	20.7%	14.6%	21.1%	21.4%	15.8%
601288.SH	农业银行		101.0%	46.0%	32.0%	27.7%	33.3%	26.3%	15.1%	30.7%	26.0%
601988.SH	中国银行		20.0%	29.2%	18.5%	14.4%	22.1%	24.3%	14.7%	21.0%	25.2%
601328.SH	交通银行		32.8%	29.8%	24.7%	19.5%	27.7%	24.9%	16.5%	25.9%	24.6%
600036.SH	招商银行		38.0%	41.3%	33.3%	18.9%	41.4%	31.1%	16.0%	39.2%	28.9%
601998.SH	中信银行		55.0%	50.2%	25.3%	18.7%	33.8%	28.8%	17.0%	36.7%	27.3%
600000.SH	浦发银行		54.6%	45.1%	31.5%	19.6%	34.8%	35.3%	16.5%	35.9%	34.2%
600016.SH	民生银行		46.4%	45.2%	30.2%	14.5%	42.3%	29.8%	13.0%	30.2%	28.8%
601166.SH	兴业银行		48.6%	39.4%	22.4%	21.6%	39.8%	33.2%	20.8%	36.9%	31.8%
601818.SH	光大银行		48.2%	67.3%	27.7%	17.5%	55.2%	28.9%	16.1%	46.5%	28.0%
600015.SH	华夏银行		42.4%	59.3%	34.7%	22.1%	44.0%	28.7%	16.4%	42.9%	28.4%
000001.SZ	深发展A		43.4%	24.9%	26.7%	18.3%	21.9%	30.8%	16.4%	19.2%	29.3%
601169.SH	北京银行		33.5%	20.8%	23.8%	21.9%	32.2%	30.9%	21.5%	31.5%	30.3%
601009.SH	南京银行		40.4%	49.7%	33.4%	23.8%	45.9%	40.2%	22.5%	46.2%	37.4%
002142.SZ	宁波银行		38.4%	59.3%	25.4%	23.7%	43.9%	41.0%	24.7%	38.2%	39.0%
上市银行平均			44.5%	41.4%	27.1%	19.8%	35.0%	29.7%	17.3%	32.8%	28.9%
国有银行			44.7%	31.9%	24.0%	19.3%	25.1%	23.4%	15.1%	24.3%	16.0%
股份制银行			47.1%	46.6%	29.0%	18.9%	39.1%	30.8%	16.5%	35.9%	29.6%
城商行			37.5%	43.3%	27.5%	23.1%	40.7%	37.4%	22.9%	38.6%	22.7%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2 年度盈利预测及估值

	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
每股指标:						利润表:					
PE	9.02	13.46	10.75	7.89	6.64	利息收入	72,635	65,838	84,513	107,083	124,209
PB	2.37	2.65	2.07	1.68	1.40	利息支出	25,750	25,474	27,437	32,269	37,399
EPS	1.42	0.95	1.19	1.63	1.93	净利息收入	46,885	40,364	57,076	74,814	86,810
BVPS	5.42	4.85	6.21	7.65	9.18	手续费净收入	7,744	7,993	11,330	14,163	17,703
每股拨备前利润	2.17	1.33	1.80	2.40	2.81	营业收入	55,202	51,091	71,099	91,670	107,298
						营业支出	(23,636)	(26,207)	(32,634)	(41,423)	(48,485)
						拨备前利润	31,913	25,355	38,844	50,719	59,287
						拨备	5,154	2,971	5,501	6,463	7,432
驱动性因素:						税前利润	26,759	22,384	33,343	44,256	51,855
生息资产增长	18.59%	31.97%	16.39%	16.62%	16.50%	税后利润	20,946	18,235	25,769	34,360	40,850
贷款增长	29.89%	35.62%	20.71%	15.00%	15.00%						
存款增长	32.55%	28.59%	17.97%	16.00%	16.00%						
贷款收益率	7.25%	5.05%	5.11%	5.75%	5.75%						
生息资产收益率	5.08%	3.66%	3.81%	4.15%	4.13%	资产负债表:					
计息负债付息率	1.92%	1.51%	1.33%	1.35%	1.34%	贷款	852,754	1,161,817	1,402,160	1,611,193	1,851,632
净息差	3.28%	2.24%	2.58%	2.90%	2.88%	投资类资产	307,532	375,386	391,751	474,281	568,366
信贷成本	0.67%	0.29%	0.42%	0.42%	0.42%	存放央行	181,601	216,167	294,955	340,842	394,672
手续费净收入增	20.27%	3.22%	41.75%	25.00%	25.00%	同业资产	188,753	271,124	266,163	319,396	383,275
营业费用/营业收入	36.85%	45.17%	40.06%	39.50%	39.50%	其他资产	41,157	43,447	47,478	50,725	55,802
所得税税率	21.72%	18.54%	22.72%	22.36%	21.22%	资产总额	1,571,797	2,067,941	2,402,507	2,796,437	3,253,746
						存款	1,250,648	1,608,146	1,897,178	2,200,726	2,552,843
						同业融资	170,534	267,796	285,197	342,236	410,684
						发行债券	40,278	40,731	36,285	36,285	36,285
盈利及杜邦分析:						其他负债	30,556	58,485	49,841	55,497	59,982
ROAA	1.45%	1.00%	1.15%	1.32%	1.35%	负债总额	1,492,016	1,975,158	2,268,501	2,634,745	3,059,794
ROAE	28.35%	21.13%	22.73%	23.24%	22.97%	股东权益	79,781	92,783	134,006	161,693	193,952
净利息收入	3.25%	2.22%	2.55%	2.88%	2.87%	(未分配利润)	25,719	32,123	49,063	77,226	106,650
非净利息收入	0.58%	0.59%	0.63%	0.65%	0.68%						
营业收入	3.83%	2.81%	3.18%	3.53%	3.55%						
营业支出	1.64%	1.44%	1.46%	1.59%	1.60%						
拨备前利润	2.21%	1.39%	1.74%	1.95%	1.96%	资本状况:					
拨备	0.36%	0.16%	0.25%	0.25%	0.25%	资本充足率	11.34%	10.45%	11.47%	11.74%	12.17%
税前利润	1.86%	1.23%	1.49%	1.70%	1.71%	核心资本充足率	6.56%	6.60%	8.04%	8.31%	8.74%
税收	0.40%	0.23%	0.34%	0.38%	0.36%	杠杆率	19.7	22.3	17.9	17.3	16.8
						RORWA	2.49%	1.78%	1.91%	2.13%	2.18%
						风险加权系数	58.35%	56.18%	60.22%	62.00%	62.00%
业绩年增长率:											
净利息收入	38.30%	-13.91%	41.40%	31.08%	16.03%						
营业收入	34.78%	-7.45%	39.16%	28.93%	17.05%	资产质量:					
拨备前利润	31.07%	-20.55%	53.20%	30.57%	16.89%	不良贷款率	1.11%	0.82%	0.68%	0.72%	0.75%
税后利润	37.41%	-12.94%	41.32%	33.34%	18.89%	不良贷款覆盖率	223%	247%	301%	296%	293%
						拨备/贷款余额	2.47%	2.02%	2.05%	2.12%	2.19%
						不良贷款净生成	0.00%	0.00%	0.01%	0.20%	0.20%

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn