

估值与盈利底部来临时的选择

推荐 维持评级

核心观点:

- **政策面:** 对 2009 年一季度央行货币政策的调整, 我们的判断是: (1) 资金流出加剧, 存款准备金下降频率提高; (2) 基准利率还有降息空间。
- **行业面:** 商业银行的实际盈利存在高于我们预期的可能: (1) 资本监管力度将影响银行资产规模的增速; (2) 政策预期明确, 银行资产负债结构向有利于利差扩大的方向调整; (3) 通过资产配置组合品种的调整来提高利差; (4) 国家经济刺激政策的实施降低资产不良风险; (5) 盈利预测的基础与现实有差距, 存在放大风险的可能;
- **公司盈利:** 2009 年商业银行盈利进一步恶化的可能性较低: (1) 降息对银行盈利的负面影响较小, 降息两次预计减少商业银行每股税前利润 0.003 至 0.034 元/股, 不到每股税前利润的 3%; (2) 维持相对谨慎的信贷成本估计。
- **投资建议.** 2009 年一季度, 影响银行业投资前景的因素主要包括: (1) 国内外宏观经济数据的不理想影响投资者的投资信心; (2) 实体经济的盈利正处于寻底过程中。但我们依然维持对银行业的“推荐”评级, 是基于以下理由: (1) 行业盈利进一步恶化的可能减小; (2) 银行股是较好的避险品种; (3) 市场创新业务赋予银行股市场估值以想象空间; (4) 行业估值底部即将出现。
- **维持行业“推荐”评级。** 维持推荐中国银行、建设银行和工商银行, 和谨慎推荐北京银行。

分析师

张曦

✉: zhangxi@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8223

相关研究

1. 2008 年银行业投资策略报告 08.01.01
2. 银行业: 资本为王, 现金流第一 08.08.29
3. 金融业: 寻找不确定环境中的乐观预期 08.08.29
4. 金融业: 资产重估结束, 估值体系重构 08.10.10
5. 银行业: 战略配置国有大型商业银行 08.11.08

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	股价 (元)	目标价 (元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2009
					2008	2009	2010		
工商银行	601398	推荐	3.54	3.70—5.60	9.83	9.57	8.04	6.1%	18.2%
建设银行	601939	推荐	3.83	4.22—6.44	8.70	8.70	7.36	4.9%	18.7%
中国银行	601988	推荐	2.97	3.76—4.91	10.2	9.00	7.24	10.5%	15.8%
北京银行	601169	谨慎推荐	8.91	10.43—13.87	9.90	11.9	9.18	2.2%	13.6%

资料来源: 中国银河证券研究所

2009 年货币政策调整的情景假设

在我们推出了对银行业 2009 年投资前景的深度分析报告后，国家相继密集出台了一系列的宏观经济措施，对商业银行产生重大影响的主要是基准利率、存款准备金和央行对金融机构的再贷款和再贴现利率。从目前的宏观经济形势来看，央行一系列措施的作用效果体现还有滞后期，但 2009 年初宏观经济将面临更加严峻的挑战，央行在货币政策上将如果调整成为左右上市银行走势的关键因素。我们对 2009 年一季度政策出台的原因及方式做以下分析及情景假设：

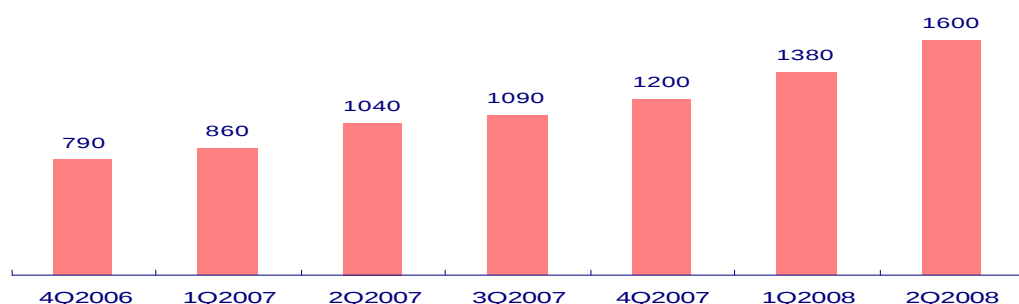
资金流出现象加剧，存款准备金将进一步下降

2008 年四季度随着基准利率的快速下调和存款准备金率的下降所释放的流动性，加之商业银行在贷款等资金投放上方面动力不足，银行间市场流动性呈现过度充裕，银行间市场利率降至历史低点。但另一现象值得我们关注，人民币对美元汇率在个别交易日的急速下跌。目前人民币兑美元汇率保持相对稳定，但取而代之的是国家采取了人民币实际汇率的贬值措施，如提高出口退税率等。当宏观经济数据进一步显示人民币升值预期减弱时，市场就会形成一致性预期，资金流出现象将加剧，其结果将影响市场人民币资金面的供求。

我们认为以下几个原因将导致人民币市场资金的抽紧：（1）进出口企业持有美元的意愿加强，减少结汇或不结汇；（2）居民跟进由持有人民币资产转为持有美元资产，向银行购汇的需求加大；（3）企业或个人与外资银行所做的金融衍生产品如货币互换业务等到期；（4）其他途径的资金流出；（5）企业融资需求提高；以及（6）各类项目开工的资金投入需求加大。因此，导致市场人民币资金减少的原因不只是资金的外流，但是资金外流对市场流动性的影响将体现为乘数效应。

从短期外债的到期情况来看，一季度银行间市场资金面亦将面临冲击。图 1 显示的是国际清算银行公布的中国一年期以内的短期外债的余额，从外债余额的累积速度来看，预计 2009 年一季度到期的短期外债余额应大于 2008 年一季度的余额。我们按 2008 年一季度余额计算，如短期外债到期全部偿还的话，将导致市场资金减少 9400 亿元人民币（人民币汇率按 1: 6.84 计算），相当于调降 5.8 个百分点存款准备金率所释放的资金。当人民币升值预期存在时，短期外债到期后仍会展期以图滞留，但当人民币升值预期发生逆转时，这部分资金是否还会展期就会存在较大的变数。

图 1: BIS 公布的中国一年期以内的外债余额（单位：亿美元）



资料来源：国际清算银行（BIS） 中国银河证券研究所

2009 年一季度我国宏观经济仍将面临严峻的挑战，保持市场资金的充裕是保证经济衰退不至过快的重要手段，因此，我们认为 2009 年一季度央行在存款准备金率的调整频率会提高。

基准利率仍存调降的可能

至 2008 年末的一年期定期存款利率为 2.25%，距离历史最低水平尚有 27 个基点的距离。相较于最低利率水平的 2002 年至 2004 年，我国目前宏观经济所面临的困难要大于当时。因为当时美国经济已经启动带动了中国经济的发展，而目前我国要面对的是全球经济的衰退。从经济振兴的角度看利率还有进一步下调的必要，但是过低的利率水平会否引发逆向选择，从而导致新一轮的风险积聚是央行在利率政策调整时需要加以权衡的问题，我们预期 2009 年一季度还存在降息可能。

商业银行的应对之策

资本约束与贷款增长趋势

新资本协议即将于 2010 年开始实施，自 2008 年四季度开始每季度将进行资本达标测试。根据我们按新资本协议的资本计算方法对重点研究的十家上市银行所进行的测算，结果表明只有国有四家银行（工商银行、建设银行、中国银行和交通银行）以及北京银行满足新资本协议的资本要求。其他的银行除华夏银行已完成定向增发，具备发行次级债来进一步补充资本的能力外，其他的银行均需通过权益或债务融资来使资本达标。

2009 年一季度是否严格执行资本达标要求，是决定商业银行贷款增长率的关键因素。2009 年新年伊始，国家重点建设的大型项目将陆续开工，也是商业银行贷款配套资金的投入高峰，在这个时候如果对资本充足率不满足新资本协议的商业银行采取严格资本考核措施的话，这类商业银行在贷款资源的争取方面将处弱势地位。因此，在资本考核监管方面，我们认为存在三种可能：

- 银监会严格资本考核，则商业银行贷款增长趋势将是：资本充足的银行可以放开手脚争取优质项目，实力相对较弱的银行（如北京银行）则通过参与银团贷款等方式来提高其在优质项目的权益，而资本不足的商业银行则以挖掘存量客户价值为主；
- 银监会不放松资本考核，但在特殊时期灵活掌握政策，则资本相对不足的商业银行贷款规模将有望保持与行业平均水平相当的适度增长；
- 银监会暂时放弃对资本的考核，以支持中小银行对实体经济的支持力度，特别是中小企业的资金支持。国家频繁出台的经济救市措施使部分濒于倒闭的中小企业缓了一口气，我们预期 2009 年一季度国家将进一步出台经济刺激政策，这使得已经脱离倒闭困境企业的再投资需求加大。在国家和政府信用的支持下，这类企业的金融需求将呈放大趋势，作为以该类企业为主要客户的中小银行的贷款有望保持较高速度的增长。

商业银行对降息和降率的应对之策

根据我们的测算，经历 2008 年五轮降息之后，商业银行净息差水平已收窄至 2.07%至 2.62%，如果考虑商业银行经营费用和流转税费的支出约为 1%，在商业银行保持盈亏平衡的前提下，其对信贷风险的最大承受能力为 1.07%至 1.62%。以兴业银行为例，如表 1 所示我们预期其 2009 年信贷成本将上升 136 个基点，兴业银行的净息差减去费用支出后为 1.33%，难以覆盖信贷成本的上升，而其他股份制银行亦仅是微利，由此得知目前利率水平的调整已使商业银行的盈利能力和抗风险能力受到较大的影响，已接近其风险承受能力的边缘。

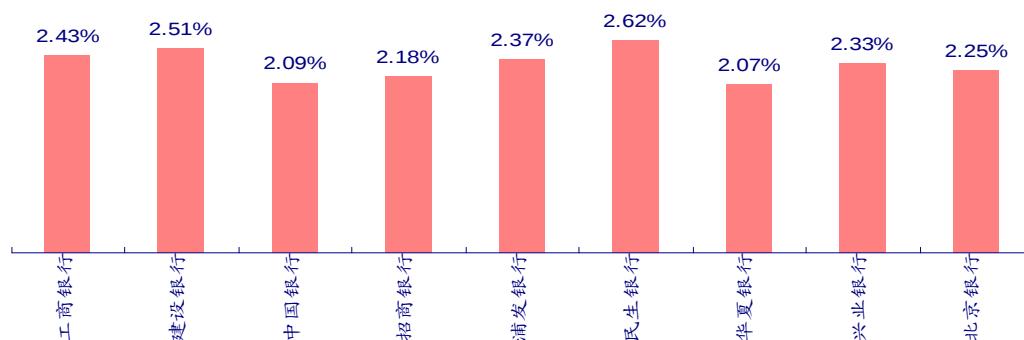
在盈利水平受到强力挤压的情况下，央行的利率调整结构以及商业银行的主动性调整均有利于盈利的改善：

- 央行在后期利率结构调整中调低存款远端与近端的利率差和调高贷款远端与近端的利率差。商业银行通过提高生息资产久期来提高生息资产的利差，即增加中长期贷款的投放和增加中长期债券的配置比例等；
- 通过资产品种配置的改变来提高利差。如商业银行可通过提高对公司债、金融债和项目债券的配置来提高生息资产收益率；
- 因银行间市场流动性状况的改变而使债券市场的收益率水平有所提高；
- 金融管制放松，金融创新带动新业务收入来源的增加；

我们的测算结果也会因以下原因而存在过度反映的可能：

- 测算基础放大了利率下调的负面影响。我们测算的基础是各家商业银行 2008 年中期报告所披露的期限结构表，而 2008 年上半年我国利率水平处于历史高位，实体经济的贷款需求比较旺盛，但通货膨胀率的上升和隐含的风险也被商业银行充分认识，因此商业银行的资产配置策略体现为资产久期的缩短。当利率方向发生逆转，基于利率上升时期的资产负债期限结构所做的测算当然是放大了利率下调的负面影响；
- 对信贷成本的测算放大实际效果。政府相继出台的经济救助措施部分缓解了企业的倒闭风险，加之商业银行与企业之间的“抱团取暖”，实际的信贷损失将低于我们的预期。

图 2：2008 年五次降息后商业银行生息资产收益率



资料来源：中国银河证券研究所

表 1: 预期信贷成本增加值的预期 (以 1H2008 数据为计算基础)

	制造业		房地产开发		其他贷款		不良贷款率上升	信贷成本增加	折合每股税前利润 (元/股)
	余额	不良贷款	余额	不良贷款	余额	不良贷款			
预期不良贷款率		4.66%		8%		2%			
工商银行	770770	35918	380339	30427	2858264	57165	0.01%	0.00%	0.000
建设银行	634805	29582	333177	26654	2426819	48536	0.15%	0.11%	0.014
中国银行 (境内)	318329	14834	308603	24688	1511263	30225	0.33%	0.25%	0.017
招商银行	149421	6963	43133	3451	550106	11002	1.32%	0.99%	0.412
浦发银行	154510	7200	60941	4875	406220	8124	1.68%	1.26%	1.139
民生银行	173723	8095	87819	7025	350509	7010	2.01%	1.51%	0.405
华夏银行	99991	4660	20740	1659	213515	4270	0.76%	0.57%	0.376
兴业银行	78717	3668	63113	5049	345559	6911	1.82%	1.36%	1.096
北京银行	23639	1102	21063	1685	131406	2628	0.77%	0.58%	0.147

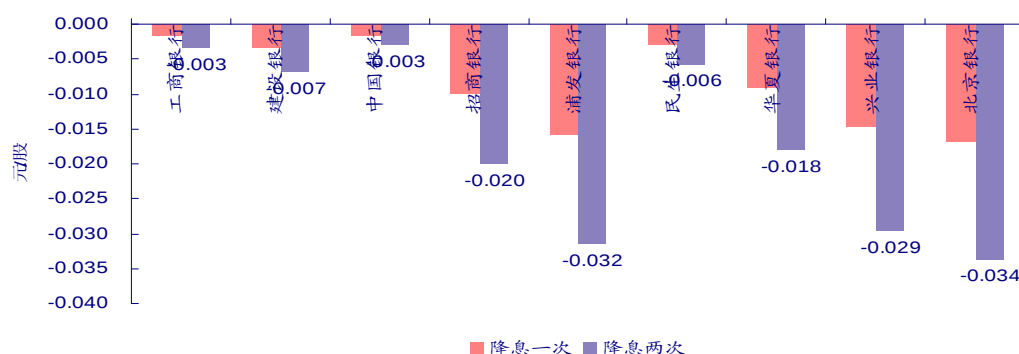
资料来源: 中国银河证券研究所

调整盈利预测

由于我们的行业深度研究报告完成时期较早,对后期央行的利率调整政策的方式和出台时间预见不足,故调整原盈利预测。我们本次对盈利预测的调整系基于以下假设:(1) 2009 年一季度还有两次降息,每次调整幅度为 27 个基点;(2) 央行后期的利率调整结构将维持与 12 月 25 日利率调整的结构相同;(3) 基准利率假设调整两次、调整幅度为每次 27 个基点,且调整间隔大于一个月,以使商业银行有足够的时间进行资产与负债期限结构的调整。

商业银行盈利水平进一步恶化的可能性较低。2009 年利率的调整对商业银行的影响将主要集中于净息差对盈利的影响,而利率重估、按揭贷款利率重置等因素对盈利的影响将暂不体现。基于以下原因我们认为商业银行盈利水平进一步恶化的可能性较低:(1) 基于上述盈利预测假设,降息两次减少商业银行每股税前利润 0.003 至 0.034 元/股,不到每股税前利润的 3%;(2) 由于短期内我们还没有看到实体经济经营状况有全面改善的迹象,故暂不调整我们对信贷成本的预测,而实际信贷成本支出可能低于我们的预期;(3) 新的业务收入来源并未计入到我们的盈利预测中。

图 3: 降息对商业银行每股税前利润影响的测算



资料来源: 中国银河证券研究所

表 2: 盈利预测调整项列示

	调整前	调整后	chg
工商银行	2.69%	2.43%	-0.26%
建设银行	2.81%	2.51%	-0.30%
中国银行	2.41%	2.09%	-0.32%
招商银行	2.73%	2.18%	-0.55%
浦发银行	2.83%	2.37%	-0.46%
民生银行	2.70%	2.62%	-0.08%
华夏银行	2.00%	2.07%	0.07%
兴业银行	2.79%	2.33%	-0.46%
北京银行	2.86%	2.25%	-0.61%

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 盈利预测调整对照

代码	简称	最新投资评级	合理估值 (元/股)	2007 年(A)	2008 年(E)		2009 年(E)		2010 年(E)	
					调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
601398.SH	工商银行	推荐	3.70--5.6	0.243	0.36	0.36	0.42	0.373	0.50	0.438
601939.SH	建设银行	推荐	4.22--6.44	0.296	0.44	0.44	0.52	0.441	0.59	0.516
601988.SH	中国银行	推荐	3.76--4.91	0.222	0.29	0.29	0.39	0.332	0.47	0.407
601169.SH	北京银行	谨慎推荐	10.43--13.87	0.538	0.90	0.90	1.03	0.752	1.35	0.969
600000.SH	浦发银行	中性	14.38--19.11	0.971	2.12	2.12	2.04	1.381	2.38	1.772
600015.SH	华夏银行	中性	8.20--10.08	0.421	0.86	0.77	0.77	0.478	1.23	0.984
600016.SH	民生银行	中性	6.05--7.22	0.337	0.58	0.58	0.46	0.462	0.66	0.660
600036.SH	招商银行	中性	10.58--14.21	1.036	1.38	1.37	1.50	1.090	1.84	1.391
601166.SH	兴业银行	中性	17.72--20.33	1.717	2.46	2.46	2.46	1.404	2.66	2.042

资料来源: 中国银河证券研究所



投资建议

2009 年一季度，影响银行业投资前景的因素主要包括：（1）国内外宏观经济数据的不理想影响投资者的投资信心；（2）实体经济的盈利正处于寻底过程中。此时我们依然维持对银行业的“推荐”评级，是基于以下理由：

- 银行业的盈利进一步恶化可能性减小，2008 年的年报和 2009 年一季报的数据将显示商业银行盈利底部的出现。目前较低的利率水平以及相关鼓励银行向实体经济输送流动性的相关政策出台，有利于提高商业银行金融活动的活跃度，商业银行均受益其中。
- 银行股仍是较好的避险品种。基于目前的宏观和政策面消息，2009 年投资银行股获得超额收益的可能性较小，但作为盈利预期相对明确的行业，股价波动的幅度将相对较小，是较好的避险品种选择；
- 银行股仍具想象空间。股指期货和融资融券业务的推出，银行股是该类交易较好的标的股票选择，银行股的价值亦有望被市场重新评估；
- 银行业的估值底部即将出现。在 2008 年结束前一周，以工行为代表的银行业的估值水平已回落。随着经济面“坏消息”的不断出现，银行股的估值底部或将出现；
- 坚持稳健的个股选择策略。2009 年一季度我们将面对并不乐观的宏观经济形势，对银行股的选择我们依然坚持稳健的个股选择策略，维持对工商银行、建设银行、中国银行的“推荐”，和对北京银行的“谨慎推荐”评级。

商业银行财务数据摘要

工商银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	3,573	4,321	4,315	4,747
利息支出	1,328	1,744	1,918	2,107
净利息收益	2,245	2,577	2,397	2,640
手续费收入	344	441	399	475
投资收益	-67	-	60	-
其他业务净收益	-67	-	60	-
收益合计	2,454	3,018	2,916	3,115
运营费用	1,036	1,108	1,069	1,104
营业利润合计	1,418	1,910	1,848	2,011
减值准备	374	369	225	173
税前利润	1,044	1,541	1,622	1,837
所得税	331	339	351	413
少数股东权益	7	10	9	10
净利润	813	1,202	1,246	1,463

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	39,575	43,183	46,445	49,929
存放央行	11,423	9,116	10,028	11,031
同业拆放	2,756	3,167	3,483	3,832
投资资产	30,731	38,385	43,279	48,768
生息资产合计	84,486	93,850	103,235	113,559
非生息资产	2,357	2,111	2,322	2,554
资产合计	86,843	95,961	105,558	116,113
客户存款	68,984	77,249	81,702	87,840
同业拆入与存放	10,143	10,355	14,634	17,969
债券融资	35,562	-	-	-
带息负债合计	114,689	87,604	96,335	105,808
非带息负债	1,918	2,111	2,322	2,554
负债合计	116,607	89,715	98,658	108,363
少数股东权益	53	61	70	81
股东权益	5,389	6,185	6,830	7,670
净资产合计	5,443	6,246	6,900	7,750
负债与净资产合计	122,049	95,961	105,558	116,113

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.24	0.36	0.37	0.44
每股净资产	1.61	1.85	2.04	2.30
每股拨备前利润	0.46	0.57	0.55	0.61
估值				
P/E	23.0	15.6	15.0	12.8
P/B	3.47	3.02	2.74	2.44
P/PPP	12.3	9.8	10.3	9.1

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	11.99%	9.11%	7.56%	7.50%
存款	7.86%	11.98%	5.76%	7.51%
生息资产	15.1%	11.1%	10.0%	10.0%
资产总额	15.6%	10.5%	10.0%	10.0%
净利息收入	37.3%	14.8%	-7.0%	10.1%
非息业务净收入	73.0%	48.6%	11.9%	3.8%
拨备前利润	46.9%	25.2%	-4.6%	12.4%
收入结构				
利息净收入	88.3%	85.4%	82.9%	83.7%
手续费净收入	13.5%	14.6%	13.8%	15.1%
其他收益	-1.8%	0.0%	3.3%	1.2%
经营效率				
成本收入比	40.7%	36.7%	37.0%	35.0%
经营费用率	1.19%	1.16%	1.01%	0.95%
资产质量				
不良贷款增长率	-18.85%	-2.52%	7.56%	7.50%
不良贷款率	2.74%	2.45%	2.45%	2.45%
拨备覆盖率	103.5%	128.5%	138.7%	142.8%
盈利能力				
ROAA	0.60%	0.89%	1.19%	1.12%
ROEA	16.16%	20.77%	19.14%	20.18%
风险资产回报率	1.84%	2.41%	2.17%	2.22%
资本充足				
核心资本充足率	10.99%	10.92%	9.86%	8.93%
资本充足率	13.09%	12.37%	11.18%	10.02%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

建设银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	2,848	3,794	3,760	4,211
利息支出	920	1,616	1,823	2,041
净利息收益	1,928	2,177	1,937	2,170
手续费收入	313	441	446	547
其他业务净收益	-46	-38	150	168
收益合计	2,195	2,580	2,533	2,886
运营费用	790	1,032	988	1,126
营业利润合计	1,405	1,548	1,545	1,761
减值准备	276	261	256	253
税前利润	1,129	1,287	1,289	1,508
所得税	317	257	258	302
少数股东权益			-	-
净利润	812	1,030	1,031	1,206

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	31,832	36,385	40,751	45,641
存放央行	8,437	9,693	10,856	12,159
同业拆放	2,260	2,237	2,505	2,806
投资资产	22,016	24,605	27,557	30,864
生息资产合计	64,546	72,919	81,669	91,470
非生息资产	1,423	1,640	1,837	2,058
资产合计	65,969	74,559	83,507	93,527
客户存款	53,496	61,181	68,516	76,732
同业拆入与存放	6,570	6,221	7,493	8,365
债券融资	399	799	400	400
带息负债合计	60,466	68,201	76,409	85,497
非带息负债	1,293	1,417	1,587	1,777
负债合计	61,759	69,617	77,996	87,274
少数股东权益	13	14	14	15
股东权益	4,210	4,928	5,496	6,239
净资产合计	4,223	4,942	5,511	6,254
负债与净资产合计	65,982	74,559	83,507	93,527

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.30	0.44	0.44	0.52
每股净资产	1.80	2.11	2.35	2.67
每股拨备前利润	0.55	0.66	0.66	0.75
估值				
P/E	21.8	14.6	14.6	12.5
P/B	3.6	3.1	2.7	2.4
P/PPP	11.7	9.7	9.7	8.5

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	15.02%	14.30%	12.00%	12.00%
存款	13.80%	14.46%	12.00%	12.00%
生息资产	22.0%	13.0%	12.0%	12.0%
资产总额	21.8%	13.0%	12.0%	12.0%
净利息收入	20.4%	37.3%	12.9%	-11.0%
非息业务净收入	130.7%	40.7%	1.1%	22.9%
拨备前利润	51.2%	20.5%	-0.2%	13.9%
收入结构				
利息净收入	92.6%	87.8%	84.4%	76.5%
手续费净收入	9.0%	14.3%	17.1%	17.6%
其他收益	-1.5%	-2.1%	-1.5%	5.9%
经营效率				
成本收入比	44.0%	41.6%	40.0%	39.0%
经营费用率	1.20%	1.38%	1.18%	1.20%
资产质量				
不良贷款增长率	-9.78%	11.20%	0.31%	12.00%
不良贷款率	2.60%	2.33%	2.33%	2.33%
拨备覆盖率	104.4%	115.0%	141.6%	150.1%
盈利能力				
ROAA	1.15%	1.47%	1.30%	1.36%
ROEA	18.42%	22.54%	19.79%	20.56%
风险资产回报率	1.88%	2.43%	2.17%	2.27%
资本充足				
核心资本充足率	10.58%	10.56%	10.13%	10.44%
资本充足率	12.11%	12.34%	12.19%	11.68%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

中国银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	2,619	3,272	3,241	3,633
利息支出	1,091	1,674	1,824	2,052
净利息收益	1,527	1,597	1,417	1,581
手续费净收入	275	393	340	436
公允价值	-162	311	454	509
其他业务净收益	171	-	178	200
收益合计	1,812	2,301	2,389	2,726
运营费用	842	851	836	954
税金及附加	-	98	97	109
营业利润合计	969	1,351	1,456	1,663
减值准备	83	273	235	174
税前利润	887	1,079	1,220	1,488
所得税	279	270	305	372
净利润	58	68	73	83

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	27,545	29,412	32,982	36,976
存放央行	8,282	9,602	10,768	12,072
同业拆放	4,579	5,103	5,723	6,416
投资资产	17,588	20,817	23,343	26,170
生息资产合计	57,994	64,934	72,816	81,635
非生息资产	1,962	2,299	2,560	2,851
资产合计	59,956	67,233	75,376	84,486
客户存款	44,001	48,993	54,940	61,593
同业拆入与存放	5,863	6,272	7,116	8,069
债券融资	644	600	600	600
带息负债合计	50,508	55,865	62,656	70,262
非带息负债	4,898	6,268	7,015	7,790
负债合计	55,406	62,132	69,671	78,053
少数股东权益	302	329	359	391
股东权益	4,248	4,771	5,346	6,042
净资产合计	4,550	5,101	5,705	6,434
负债与净资产合计	59,956	67,233	75,376	84,486

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.22	0.29	0.33	0.41
每股净资产	1.67	1.88	2.11	2.38
每股拨备前利润	0.39	0.53	0.57	0.65
估值				
P/E	22.1	16.8	14.8	12.0
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1
P/PPP	12.7	9.2	8.5	7.5

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	13.3%	11.2%	12.1%	12.1%
存款	10.6%	7.4%	11.3%	12.1%
生息资产	13.1%	11.9%	12.1%	12.1%
资产总额	12.6%	12.1%	12.1%	12.1%
净利息收入	31.3%	27.3%	3.8%	14.1%
非息业务净收入	26.5%	4.6%	-11.3%	11.6%
拨备前利润	25.0%	37.6%	7.7%	14.2%

收入结构

利息净收入	84.5%	69.4%	59.3%	58.0%
手续费净收入	15.2%	17.1%	14.2%	16.0%
其他收益	0.2%	13.5%	26.5%	26.0%

经营效率

成本收入比	46.6%	41.3%	39.1%	39.0%
经营费用率	1.40%	1.41%	1.24%	1.26%

资产质量

不良贷款增长率	13.02%	7.58%	12.14%	12.11%
不良贷款率	4.03%	3.90%	3.90%	3.90%
拨备覆盖率	95.1%	99.8%	106.5%	106.6%

盈利能力

ROAA	0.99%	1.17%	1.18%	1.29%
ROEA	13.83%	16.44%	16.65%	18.14%
风险资产回报率				

资本充足

核心资本充足率	4999	5750	6347	6989
资本充足率	37541	43609	48842	54703
资本充足率	13.32%	13.19%	13.00%	12.78%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

北京银行财务数据摘要

单位:百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	12,453	19,526	20,014	24,017
利息支出	5,253	8,451	9,740	11,726
净利息收益	7,200	11,075	10,274	12,291
手续费净收入	296	488	600	721
公允价值	-29	-	-	-
其他业务净收益	131	217	223	267
收益合计	7,598	11,780	11,097	13,278
运营费用	2,390	3,515	3,603	4,323
营业利润合计	5,208	8,265	7,495	8,955
减值准备	579	773	1,104	1,222
税前利润	4,629	7,492	6,391	7,734
所得税	1,281	1,648	1,406	1,701
少数股东权益	-	-	-	-
净利润	3,348	5,844	4,985	6,032

资产负债表摘要

单位:百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	153,324	194,256	233,107	279,728
存放央行	45,608	55,259	66,311	79,573
同业拆放	53,581	51,008	61,210	73,452
投资资产	93,135	114,768	137,722	165,266
生息资产合计	345,649	415,291	498,349	598,019
非生息资产	8,574	9,777	11,732	14,078
资产合计	354,223	425,068	510,081	612,097
客户存款	259,687	330,235	384,627	461,552
同业拆入与存放	51,928	50,418	75,693	94,045
债券融资	3,500	3,500	3,500	2,800
带息负债合计	315,115	384,153	463,820	558,397
非带息负债	12,440	9,777	11,732	14,078
负债合计	327,555	393,930	475,551	572,475
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益	26,668	31,138	34,529	39,622
净资产合计	26,668	31,138	34,529	39,622
负债与净资产合计	354,223	425,068	510,081	612,097

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.54	0.90	0.75	0.97
每股净资产	4.28	5.00	5.54	6.36
每股拨备前利润	0.84	1.33	1.20	1.44
估值				
P/E	25.8	15.4	18.4	14.3
P/B	3.24	2.77	2.50	2.18
P/PPP	16.5	10.5	11.5	9.6

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	22.1%	26.7%	20.0%	20.0%
存款	11.4%	27.2%	16.5%	20.0%
生息资产	28.5%	20.1%	20.0%	20.0%
资产总额	29.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利息收入	31.1%	53.8%	-7.2%	19.6%
非息业务净收入	107.0%	63.9%	16.7%	20.0%
拨备前利润	39.2%	57.7%	-9.3%	19.5%
收入结构				
利息净收入	94.4%	94.0%	92.6%	92.6%
手续费净收入	3.9%	4.1%	5.4%	5.4%
其他收益	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
经营效率				
成本收入比	31.3%	29.8%	32.5%	32.6%
经营费用/资产总额	1.07%	1.44%	1.00%	1.08%
资产质量				
不良贷款增长率	-30.19%	53.73%	-4.49%	7.78%
不良贷款率	2.06%	2.50%	2.00%	1.80%
拨备覆盖率	119.9%	102.0%	125.7%	137.6%
盈利能力				
ROAA	1.07%	1.44%	1.00%	1.08%
ROEA	18.34%	19.41%	14.27%	16.27%
风险资产回报率	2.12%	2.64%	1.84%	1.97%
资本充足				
核心资本充足率	17.47%	14.65%	13.54%	12.95%
资本充足率	20.11%	17.21%	15.83%	14.78%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

招商银行财务数据摘要

单位:百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	516	634	562	619
利息支出	177	206	226	247
净利息收益	339	428	337	371
手续费净收入	64	89	84	105
公允价值	4	9	8	8
其他业务净收益	4	12	10	11
收益合计	411	537	439	496
运营费用	144	171	163	176
税金及附加	24	29	26	28
营业利润合计	243	337	250	292
减值准备	33	72	39	22
税前利润	210	265	211	269
所得税	58	64	51	65
净利润				

资产负债表摘要

单位:百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	6,544	7,367	8,104	8,914
存放央行	1,526	1,774	1,952	2,147
同业拆放	2,396	2,857	3,142	3,457
投资资产	2,275	2,706	2,977	3,275
生息资产合计	12,742	14,704	16,175	17,792
非生息资产	364	379	400	423
资产合计	13,106	15,083	16,574	18,215
客户存款	9,435	10,682	11,751	12,926
同业拆入与存放	2,651	3,345	3,672	3,979
债券融资	146	146	146	146
带息负债合计	12,233	14,174	15,569	17,051
非带息负债	193	210	227	245
负债合计	12,426	14,384	15,796	17,296
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益	680	699	778	919
净资产合计	680	699	778	919
负债与净资产合计	13,106	15,083	16,574	18,215

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	1.04	1.37	1.09	1.39
每股净资产	4.62	4.75	5.29	6.25
每股拨备前利润	1.65	2.29	1.70	1.98
估值				
P/E	13.7	10.4	13.0	10.2
P/B	3.1	3.0	2.7	2.3
P/PPP	8.6	6.2	8.4	7.2

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	19.1%	12.6%	10.0%	10.0%
存款	21.9%	13.2%	10.0%	10.0%
生息资产	39.7%	15.4%	10.0%	10.0%
资产总额	40.3%	15.1%	9.9%	9.9%
净利息收入	57.6%	26.4%	-21.4%	10.3%
非息业务净收入	97.4%	54.5%	-6.1%	22.1%
拨备前利润	73.1%	39.2%	-25.8%	16.6%
收入结构				
利息净收入	82.8%	79.7%	76.7%	74.8%
手续费净收入	15.7%	16.5%	19.2%	21.2%
其他收益	1.5%	3.8%	4.1%	4.0%
经营效率				
成本收入比	40.9%	37.3%	43.0%	41.3%
经营费用率	1.28%	1.33%	1.14%	1.12%
资产质量				
不良贷款增长率	-13.43%	18.91%	74.73%	-30.75%
不良贷款率	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
拨备覆盖率	165.2%	172.7%	103.0%	106.6%
盈利能力				
ROAA	1.36%	1.43%	1.01%	1.18%
ROEA	24.76%	29.25%	21.71%	24.11%
风险资产回报率	2.18%	2.46%	1.78%	2.06%
资本充足				
核心资本充足率	9.05%	5.79%	7.73%	8.36%
资本充足率	10.55%	-0.21%	8.94%	9.47%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

浦发银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	384	516	497	546
利息支出	143	208	229	251
净利息收益	242	307	268	295
手续费收入	11	15	14	19
投资收益	-2	-	-	-
其他业务净收益	7	8	3	3
收益合计	259	331	284	317
运营费用	98	124	124	137
税金及附加	19	25	25	27
营业利润合计	142	183	135	154
减值准备	35	13	31	20
税前利润	108	169	104	134
所得税	53	49	26	33
净利润	55	120	78	100

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	5,357	5,929	6,522	7,174
存放央行	1,452	1,812	1,993	2,192
同业拆放	987	1,307	1,437	1,581
投资资产	1,158	1,706	1,876	2,064
生息资产合计	8,954	10,754	11,829	13,011
非生息资产	196	231	254	279
资产合计	9,150	10,984	12,082	13,290
客户存款	7,679	8,301	9,131	10,044
同业拆入与存放	690	1,947	2,148	2,341
债券融资	236	176	176	176
带息负债合计	8,604	10,423	11,455	12,561
非带息负债	262	154	169	186
负债合计	8,867	10,577	11,624	12,747
股东权益	283	407	458	543
净资产合计	283	407	458	543
负债与净资产合计	9,150	10,984	12,082	13,290

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	1.26	2.12	1.38	1.77
每股净资产	6.50	7.19	8.10	9.60
每股拨备前利润	3.27	3.23	2.39	2.71
估值				
P/E	15.13	9.01	13.84	10.78
P/B	2.94	2.66	2.36	1.99
P/PPP	5.85	5.92	7.99	7.04

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	16.2%	10.7%	10.0%	10.0%
存款	28.4%	8.1%	10.0%	10.0%
生息资产	33.0%	20.2%	10.0%	10.0%
资产总额	32.7%	20.0%	10.0%	10.0%
净利息收入	36.0%	27.2%	-13.0%	10.3%
非息业务净收入	47.9%	39.9%	-28.9%	32.6%
拨备前利润	43.3%	28.3%	-25.9%	13.4%
收入结构				
利息净收入	93.4%	92.8%	94.1%	92.9%
手续费净收入	4.4%	4.7%	4.9%	6.0%
其他收益	2.2%	2.5%	1.0%	1.0%
经营效率				
成本收入比	45.0%	44.9%	52.4%	51.6%
经营费用率	1.27%	1.35%	1.23%	1.23%
资产质量				
不良贷款增长率	-7.07%	-8.96%	152.01%	4.36%
不良贷款率	1.42%	1.19%	1.19%	1.19%
拨备覆盖率	195.5%	233.6%	110.0%	116.0%
盈利能力				
ROAA	0.53%	0.69%	1.19%	0.68%
ROEA	20.75%	34.80%	18.06%	20.03%
风险资产回报率	1.00%	1.62%	0.96%	1.12%
资本充足				
核心资本充足率	4.70%	5.04%	5.36%	5.76%
资本充足率	9.27%	7.83%	7.60%	7.57%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

民生银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	401	544	563	614
利息支出	175	240	252	277
净利息收益	226	304	311	337
手续费净收入	4	49	72	61
投资收益	-1	2	11	2
其他业务净收益	4	49	72	61
收益合计	232	404	465	461
运营费用	117	147	152	166
税金及附加	20	27	28	31
营业利润合计	94	230	285	265
减值准备	23	39	100	42
税前利润	72	190	184	223
所得税	29	33	26	37
净利润	43	158	159	186

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	5,473	6,921	7,614	8,376
存放央行	1,190	1,610	1,771	1,948
同业拆放	802	690	759	835
投资资产	1,566	2,070	2,277	2,504
生息资产合计	9,031	11,291	12,420	13,663
非生息资产	167	207	228	251
资产合计	9,198	11,498	12,648	13,914
客户存款	6,712	8,652	9,517	10,470
同业拆入与存放	1,503	1,776	1,943	2,112
债券融资	339	343	343	343
带息负债合计	8,554	10,771	11,803	12,924
非带息负债	142	115	126	139
负债合计	8,696	10,886	11,930	13,063
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益	502	611	718	850
净资产合计	502	611	718	850
负债与净资产合计	9,198	11,498	12,648	13,913

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.44	0.58	0.46	0.66
每股净资产	3.47	3.25	3.82	4.52
每股拨备前利润	0.79	0.96	1.13	1.08
估值	目标价	6.05		
P/E	13.8	10.4	13.1	9.2
P/B	1.7	1.9	1.6	1.3
P/PPP	7.6	6.3	5.3	5.6

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	24.1%	26.5%	10.0%	10.0%
存款	15.1%	28.9%	10.0%	10.0%
生息资产	31.3%	25.0%	10.0%	10.0%
资产总额	31.3%	25.0%	10.0%	10.0%
净利息收入	39.7%	34.7%	2.2%	8.4%
非息业务净收入	164.8%	91.0%	62.7%	-23.2%
拨备前利润	54.0%	57.4%	17.9%	-4.4%
收入结构				
利息净收入	89.5%	85.7%	79.1%	84.2%
手续费净收入	9.5%	0.0%	0.0%	0.0%
其他收益	1.0%	14.3%	20.9%	15.8%
经营效率				
成本收入比	54.5%	49.1%	45.8%	49.1%
经营费用率	1.50%	1.51%	1.42%	1.41%
资产质量				
不良贷款增长率	14.94%	26.29%	19.45%	10.00%
不良贷款率	1.22%	1.22%	2.43%	2.32%
拨备覆盖率	113.1%	131.1%	102.7%	116.2%
盈利能力				
ROAA	0.78%	1.06%	0.72%	0.89%
ROEA	12.62%	17.89%	12.09%	14.62%
风险资产回报率	1.10%	1.36%	0.98%	1.28%
资本充足				
核心资本充足率	7.40%	6.92%	6.67%	7.44%
资本充足率	10.73%	9.13%	8.79%	9.45%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

华夏银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	229	327	326	359
利息支出	116	181	175	190
净利息收益	112	146	151	169
手续费净收入	5	9	8	10
公允价值	24	28	27	30
其他业务净收益	2	2	3	3
收益合计	143	185	190	212
运营费用	58	82	82	90
税金及附加	11	16	16	18
营业利润合计	74	88	92	105
减值准备	35	33	52	28
税前利润	39	55	40	77
所得税	17	17	16	28
净利润	21	38	24	49

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	2,985	3,483	3,831	4,214
存放央行	885	1,066	1,173	1,290
同业拆放	1,276	1,422	1,564	1,720
投资资产	699	995	1,095	1,204
生息资产合计	5,845	6,966	7,662	8,429
非生息资产	75	143	157	173
资产合计	5,920	7,109	7,819	8,601
客户存款	4,388	5,224	5,747	6,322
同业拆入与存放	1,080	1,438	1,500	1,548
债券融资	239	88	88	88
带息负债合计	5,707	6,750	7,334	7,957
非带息负债	86	107	117	129
负债合计	5,793	6,857	7,451	8,086
少数股东权益				
股东权益	131	252	368	515
净资产合计	131	252	368	515
负债与净资产合计	5,923	7,109	7,819	8,601

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.50	0.77	0.48	0.98
每股净资产	3.11	5.04	7.37	10.32
每股拨备前利润	1.76	1.75	1.84	2.10
估值				
P/E	20.1	13.1	21.1	10.2
P/B	3.2	2.0	1.4	1.0
P/PPP	5.7	5.7	5.5	4.8

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	17.6%	16.7%	10.0%	10.0%
存款	18.2%	19.1%	10.0%	10.0%
生息资产	33.4%	19.2%	10.0%	10.0%
资产总额	33.1%	20.0%	10.0%	10.0%
净利息收入	52.3%	29.4%	4.1%	11.7%
非息业务净收入	12.3%	32.1%	-3.8%	12.7%
拨备前利润	48.0%	18.3%	5.1%	13.9%
收入结构				
利息净收入	78.9%	78.5%	79.8%	79.7%
手续费净收入	3.2%	5.1%	4.4%	4.8%
其他收益	18.0%	16.4%	15.8%	15.5%
经营效率				
成本收入比	48.1%	52.8%	51.5%	50.7%
经营费用率	1.16%	1.38%	1.25%	1.25%
资产质量				
不良贷款增长率	-2.79%	4.75%	45.14%	50.17%
不良贷款率	2.25%	2.07%	2.61%	2.07%
拨备覆盖率	109.3%	128.9%	130.5%	132.2%
盈利能力				
ROAA	0.41%	0.59%	0.32%	0.60%
ROEA	17.01%	20.03%	7.69%	11.12%
风险资产回报率	0.75%	1.23%	0.67%	1.23%
资本充足				
核心资本充足率	4.66%	8.08%	10.27%	12.85%
资本充足率	14.25%	12.00%	13.78%	16.08%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

表 1 兴业银行财务数据摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
利息收入	402	505	499	549
利息支出	194	248	274	301
净利息收益	208	257	225	247
手续费净收入	15	25	25	27
公允价值	-0	2	2	2
其他业务净收益	1	-3	2	1
收益合计	224	282	253	278
运营费用	53	81	99	97
税金及附加	10	15	19	19
营业利润合计	161	186	135	162
减值准备	24	17	12	41
税前利润	137	170	123	121
所得税	12	23	31	23
净利润	125	146	92	97

资产负债表摘要

单位:亿元	2007A	2008E	2009E	2010E
客户贷款	3,930	4,289	4,716	5,185
存放央行	939	1,030	1,133	1,245
同业拆放	2,163	2,388	2,626	2,887
投资资产	1,346	1,498	1,647	1,811
生息资产合计	8,378	9,205	10,122	11,129
非生息资产	136	155	170	187
资产合计	8,513	9,361	10,292	11,316
客户存款	5,054	5,576	6,131	6,741
同业拆入与存放	2,353	2,986	3,324	3,647
债券融资	600	200	200	200
带息负债合计	8,006	8,762	9,654	10,588
非带息负债	118	117	129	141
负债合计	8,124	8,879	9,783	10,730
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益	389	482	509	586
净资产合计	389	482	509	586
负债与净资产合计	8,513	9,361	10,292	11,316

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

估值与财务分析	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益	1.72	2.46	1.40	2.04
每股净资产	7.78	9.63	10.18	11.73
每股拨备前利润	2.52	3.32	2.70	2.97
估值				
P/E	11.8	8.3	14.5	10.0
P/B	2.6	2.1	2.0	1.7
P/PPP	8.1	6.1	7.5	6.8

财务比率分析

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长能力				
贷款	23.5%	9.1%	10.0%	10.0%
存款	19.4%	10.3%	10.0%	10.0%
生息资产	37.8%	9.9%	10.0%	10.0%
资产总额	37.8%	10.0%	10.0%	9.9%
净利息收入	57.3%	23.3%	-12.5%	10.0%
非息业务净收入	203.4%	138.1%	-1.3%	10.0%
拨备前利润	69.0%	31.9%	-18.7%	10.1%
收入结构				
利息净收入	94.5%	90.6%	89.5%	89.5%
手续费净收入	6.9%	8.9%	9.9%	9.9%
其他收益	-1.4%	1.2%	1.4%	1.4%
经营效率				
成本收入比	43.2%	41.5%	46.3%	46.2%
经营费用率	1.12%	1.26%	1.13%	1.13%
资产质量				
不良贷款增长率	-7.96%	-2.46%	179.31%	-30.30%
不良贷款率	1.15%	1.04%	2.65%	1.68%
拨备覆盖率	155.2%	187.1%	100.1%	157.9%
盈利能力				
ROAA	0.52%	0.96%	1.25%	0.65%
ROEA	31.17%	28.21%	14.17%	18.64%
风险资产回报率				
资本充足				
核心资本充足率	8.83%	8.22%	8.25%	8.53%
资本充足率	11.73%	10.39%	10.25%	10.38%

资料来源:公司资料 中国银河证券研究所

分析师简介

张曦：中国银河证券股份有限公司高级分析师。具有五年证券研究从业经验，九年企业财务管理及审计咨询从业经验。主要负责银行、保险行业及相关上市公司研究。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908