

## 业绩驱动因素平稳，风险主要来自信贷成本上升

## 核心观点

1. 上市银行中报业绩表现较好。上半年 15 家可比上市银行实现净利 3365.63 亿，同比增 31.7%，实现拨备前利润 5038 亿，同比增 26.5%。15 家可比银行净息收入同比增 27.9%，这主要受益于规模的扩张以及资金成本的下降。由于经济趋于活跃，银行中间业务收入亦增 35.5%，成为主要的超预期因素。中报业绩好于预期的银行主要华夏、民生、招商、中信、兴业。

2. 下半年银行业面临的政策环境要较上半年宽松。经济指标下行使得出台进一步紧缩政策的风险下降，无论是货币政策还是房地产调控政策都处于观望期。但由于物价上行压力的存在，货币政策的放松更多表现为前期政策执行力度的适度调整，实质性的放松举措出台的可能性也比较小，因此下半年资金面可能不存在大的改观。

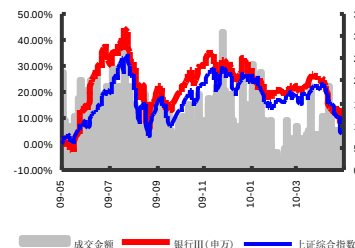
3. 主要业绩驱动因素平稳，但信贷成本具有不确定性。从规模增长来看，上半年新增贷款已达到 4.6 万亿，完成 7.5 万亿目标的 61.3%，7、8 月均新增贷款为 5000 亿，由于政府对融资平台贷款及房地产的调控，贷款需求受到一定程度抑制，预计全年新增贷款规模将在 7.5-7.6 万亿左右，不会有超预期的表现；从息差来看，由于存贷款利率的重置已经基本全部完成、贷款结构的改善、存款活期化也已经没有进一步的空间，预计在不加息的情况下，下半年银行息差将保持平稳，上行空间有限。中间业务方面，由于银信合作新规的实施会导致银行融资顾问类或理财手续费类收入的减少，预计全年中间业务收入增速会较上半年小幅回落。信贷成本是影响银行业绩的主要不确定性因素。这个不确定主要来自监管拨备政策方面，目前主要的担忧还是集中在政府融资贷款的资产质量上。银监会可能要求银行对政府融资平台贷款计提不低于 200% 的拨备，如果对贷款进行严格分类，将增加银行的拨备计提要求，从而对银行业绩带来负面影响。

4. 投资建议。目前整个银行板块 10 年动态 PE 估值降至 9 倍（考虑摊薄），历史最低点为 6.39 倍，静态（TTM）PE 估值降至 10 倍，08 年最低点为 9.51 倍。银行板块相对于沪深 300 和中小企业板的估值折价幅度分别为 34.5% 和 76%。从绝对收益的角度来看，银行股的估值修复应该还是存在机会的。不过考虑到今年宏观经济形势比较复杂，经济增速的放缓、经济结构的调整、政策的不确定性对包括银行在内的周期性行业构成制约。无论是经济面，还是政策面和资金面都难以支持银行板块取得超额收益。我们维持行业短期中性-长期 A 的评级，从长期成长的角度，建议逢低关注成长性好的中小银行，主要有兴业银行、宁波银行、招商银行。

## 重点公司

| 简称   | 代码     | 股价    | EPS(元) |      |      | P/E   |       |       | P/B  | 评级   | 目标价 |
|------|--------|-------|--------|------|------|-------|-------|-------|------|------|-----|
|      |        |       | 09A    | 10E  | 11E  | 09A   | 10E   | 11E   |      |      |     |
| 兴业银行 | 601166 | 25.31 | 2.66   | 2.90 | 3.70 | 9.52  | 8.73  | 6.84  | 1.42 | 推荐-A | 32  |
| 宁波银行 | 002142 | 13.12 | 0.58   | 0.82 | 1.09 | 22.62 | 16.00 | 12.04 | 2.20 | 推荐-A | 16  |
| 招商银行 | 600036 | 13.56 | 0.95   | 1.25 | 1.55 | 14.27 | 10.85 | 8.75  | 2.21 | 推荐-A | 15  |

## 行业表现对比图



## 相关报告

1. 《国都证券-行业研究-行业回顾与展望-金融服务:盈利平稳增长 政策面为主要制约因素》 2010-05-12

## 研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940209080157

## 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1. 上市银行中报业绩高于预期

上半年，15 家可比上市银行实现净利润 3365.63 亿，同比增长 31.7%，实现拨备前利润 5038 亿，同比增长 26.48%。上市银行业绩整体好于我们之前增长 25% 的预测，主要是因为净息收入及手续费收入的增长超预期。从行业整体来看，净息收入增长对净利润增长的贡献为 55%，手续费及佣金净收入增长对业绩增长的贡献度为 15%，业务及管理费用增长对业绩增长的贡献为 -19%，信贷成本的贡献为 0.21%。

中报业绩超预期的银行主要华夏、民生、招商、中信、兴业。

图表 1：上市银行利润变动情况（亿元）

|       | 2007    | 2008    | 2009    | 2009Q1  | 2009Q2  | 2009Q3  | 2009Q4 | 2010Q1  | 2010Q2 | 季度环比    |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 工商银行  | 812.56  | 1107.66 | 1285.99 | 351.53  | 311.60  | 335.95  | 286.91 | 415.47  | 430.56 | 3.63%   |
| 中国银行  | 562.29  | 635.39  | 808.19  | 185.09  | 224.96  | 210.51  | 187.63 | 261.75  | 258.47 | -1.25%  |
| 建设银行  | 690.53  | 925.99  | 1067.56 | 262.56  | 295.50  | 303.13  | 206.37 | 351.64  | 355.77 | 1.17%   |
| 交通银行  | 205.13  | 284.23  | 300.75  | 79.46   | 76.33   | 73.91   | 71.05  | 104.51  | 99.06  | -5.21%  |
| 招商银行  | 152.43  | 210.77  | 182.35  | 42.08   | 40.54   | 48.16   | 51.57  | 59.09   | 72.94  | 23.44%  |
| 中信银行  | 82.90   | 133.20  | 143.20  | 32.29   | 38.18   | 43.48   | 29.25  | 43.12   | 63.73  | 47.80%  |
| 浦发银行  | 54.99   | 125.16  | 132.17  | 29.60   | 38.20   | 35.09   | 29.26  | 41.06   | 49.75  | 21.16%  |
| 兴业银行  | 85.86   | 113.85  | 132.82  | 29.41   | 32.82   | 33.49   | 37.10  | 40.79   | 46.85  | 14.85%  |
| 民生银行  | 63.35   | 78.85   | 121.04  | 24.99   | 48.75   | 28.27   | 19.03  | 42.69   | 45.97  | 7.68%   |
| 华夏银行  | 21.01   | 30.71   | 37.60   | 7.02    | 9.63    | 9.77    | 11.18  | 13.07   | 17.01  | 30.14%  |
| 深发展 A | 26.50   | 6.14    | 50.31   | 11.22   | 11.89   | 13.26   | 13.93  | 15.78   | 14.55  | -7.79%  |
| 北京银行  | 33.48   | 54.17   | 56.34   | 15.03   | 14.21   | 14.69   | 12.41  | 20.92   | 18.10  | -13.47% |
| 南京银行  | 9.51    | 14.56   | 15.44   | 4.13    | 3.87    | 4.24    | 3.20   | 5.87    | 6.10   | 3.89%   |
| 宁波银行  | 9.09    | 13.32   | 14.57   | 3.54    | 3.52    | 3.97    | 3.54   | 4.98    | 7.64   | 53.51%  |
| 合计    | 2809.64 | 3734.00 | 4348.33 | 1077.96 | 1150.02 | 1157.92 | 962.43 | 1420.74 | 1486.5 | 4.63%   |

来源：国都证券研究所

图表 2：上市银行 2010 中期业绩增长的因素贡献分析

|            | 工行   | 中行   | 建行  | 交行   | 招商   | 中信   | 浦发   | 兴业   | 民生   | 华夏   | 深发展  | 北京   | 南京   | 宁波   | 行业    |
|------------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| <b>收入项</b> |      |      |     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
| 利息净收入      | 41%  | 42%  | 27% | 66%  | 93%  | 104% | 77%  | 89%  | 98%  | 301% | 45%  | 55%  | 91%  | 113% | 55%   |
| 手续费及佣金净收入  | 14%  | 13%  | 18% | 11%  | 16%  | 12%  | 11%  | 13%  | 30%  | 13%  | 12%  | 5%   | 9%   | 7%   | 15%   |
| 其他非息收入     | -5%  | -3%  | -6% | -3%  | -9%  | 3%   | 1%   | 0%   | -64% | -85% | -14% | 1%   | 3%   | -1%  | -6%   |
| <b>支出项</b> |      |      |     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
| 营业税        | -2%  | -3%  | -1% | -4%  | -5%  | -6%  | -3%  | -5%  | -7%  | -9%  | -4%  | -1%  | -5%  | -12% | -3%   |
| 管理费用       | -11% | -14% | -8% | -23% | -14% | -36% | -53% | -25% | -36% | -91% | -28% | -27% | -34% | -32% | -19%  |
| 资产减值损失     | 1%   | 0%   | 5%  | -6%  | 3%   | -8%  | 6%   | -21% | 8%   | -16% | 26%  | 9%   | -2%  | 5%   | 0.21% |
| 营业外净额      | 0%   | 0%   | 0%  | 0%   | -1%  | 1%   | 2%   | 1%   | -1%  | 0%   | 3%   | 0%   | 0%   | 21%  | 0%    |
| 所得税        | -10% | -8%  | -9% | -9%  | -23% | -16% | -8%  | -12% | -7%  | -31% | -10% | -9%  | -13% | -23% | -9%   |
| 净利润增长      | 28%  | 27%  | 27% | 31%  | 60%  | 52%  | 34%  | 41%  | 20%  | 81%  | 31%  | 33%  | 50%  | 79%  | 32%   |

来源：国都证券研究所

## 1.1 净息收入增长为主要业绩驱动因素

上半年 15 家上市银行实现净息收入 6416.7 亿，同比增长 27.9%。可比 14 家银行（不包含农行）二季度实现净利息收入 2842.9 亿，环比增长 8.13%。净息收入环比增长是银行二季度业绩较一季度上升的主要推动力。

大型国有银行中，农行和交行的净息收入增幅在 30% 以上，超过行业整体增速，工行、中行、建行则低于行业增速；部分中小银行的净息收入增长显著超越行业水平，这主要有华夏银行、民生银行、中信银行、兴业银行、招商银行、南京银行和宁波银行。

图表 3：上市银行净息收入同比和环比变动

|       | 同比变动    |         |         |        |               | 环比增长变动 |        |        |               |
|-------|---------|---------|---------|--------|---------------|--------|--------|--------|---------------|
|       | 2009Q1  | 2009H   | 2009    | 2010Q1 | 2010H         | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1 | 2010Q2        |
| 工商银行  | -12.88% | -11.95% | -6.55%  | 18.45% | <b>23.50%</b> | 6.73%  | 8.62%  | 1.23%  | <b>9.52%</b>  |
| 中国银行  | -9.74%  | -8.34%  | -2.49%  | 20.82% | <b>22.94%</b> | 7.93%  | 5.83%  | 2.85%  | <b>6.41%</b>  |
| 建设银行  | -6.55%  | -7.75%  | -5.80%  | 12.40% | <b>14.96%</b> | 2.93%  | 6.01%  | 1.55%  | <b>6.01%</b>  |
| 交通银行  | -11.47% | -9.86%  | 1.41%   | 31.10% | <b>34.42%</b> | 14.67% | 12.12% | -2.39% | <b>9.65%</b>  |
| 招商银行  | -20.15% | -22.81% | -13.91% | 31.99% | <b>41.45%</b> | 13.59% | 9.37%  | 10.19% | <b>10.51%</b> |
| 中信银行  | -18.05% | -17.63% | -0.30%  | 47.59% | <b>48.95%</b> | 18.07% | 28.23% | -9.40% | <b>9.51%</b>  |
| 浦发银行  | -4.33%  | -0.56%  | 6.36%   | 34.43% | <b>34.55%</b> | 11.81% | 7.98%  | 1.64%  | <b>9.75%</b>  |
| 兴业银行  | -6.67%  | -8.11%  | 3.85%   | 41.94% | <b>45.63%</b> | 17.36% | 9.85%  | 6.53%  | <b>8.64%</b>  |
| 民生银行  | 3.45%   | -5.08%  | 6.12%   | 47.86% | <b>51.72%</b> | 22.68% | 9.27%  | 5.69%  | <b>9.70%</b>  |
| 华夏银行  | -24.34% | -20.01% | 17.16%  | 52.25% | <b>89.59%</b> | 13.62% | 6.52%  | 13.33% | <b>9.39%</b>  |
| 深发展 A | 4.89%   | 0.97%   | 3.07%   | 9.43%  | <b>16.43%</b> | 4.32%  | 7.12%  | 5.43%  | <b>5.22%</b>  |
| 北京银行  | -3.78%  | -3.49%  | -1.21%  | 27.49% | <b>31.41%</b> | 9.68%  | 5.97%  | 7.61%  | <b>8.14%</b>  |
| 南京银行  | 3.58%   | 10.63%  | 21.98%  | 53.80% | <b>51.45%</b> | 9.03%  | 13.65% | 7.87%  | <b>11.78%</b> |
| 宁波银行  | 13.26%  | 14.53%  | 22.94%  | 52.74% | <b>50.93%</b> | 11.04% | 17.17% | 7.38%  | <b>6.84%</b>  |

来源：国都证券研究所

息差收入增长的推动力主要有两方面，一是贷款等生息资产规模的增长，二是息差的上升。按照央行 7.5 万亿的信贷投放目标以及均衡投放的要求，上半年上市银行新增贷款增速同比显著回落。不过决定贷款利息收入的主要是贷款平均余额，09 年贷款的超常增长的累积效应使得上半年贷款平均余额同比增幅仍然是非常显著的。

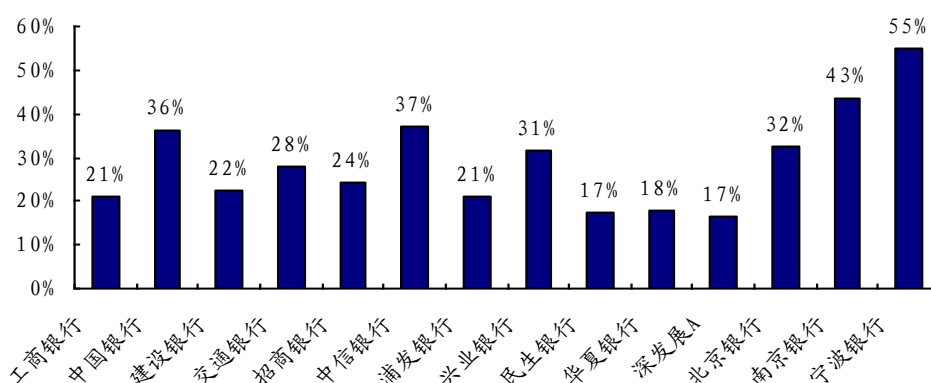
图表 4：上市银行贷款增长情况

|      | 2006   | 2007   | 2008   | 2009Q1 | 2009H  | 2009   | 2010Q1 | 2010H  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 工商银行 | 10.38% | 12.17% | 12.24% | 13.92% | 18.91% | 25.30% | 5.83%  | 10.92% |
| 中国银行 | 8.81%  | 17.21% | 15.63% | 15.51% | 30.86% | 48.97% | 8.19%  | 9.81%  |
| 建设银行 | 16.89% | 13.87% | 15.95% | 13.72% | 19.28% | 27.04% | 5.08%  | 10.99% |
| 交通银行 | 19.12% | 23.08% | 20.29% | 20.91% | 30.15% | 38.44% | 8.74%  | 12.57% |
| 招商银行 | 19.81% | 19.00% | 29.89% | 13.63% | 31.77% | 35.62% | 7.24%  | 12.22% |
| 中信银行 | 26.63% | 26.87% | 15.60% | 25.74% | 48.70% | 60.27% | 6.30%  | 11.94% |

|       |        |        |        |        |        |        |       |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 浦发银行  | 22.18% | 19.55% | 26.60% | 22.46% | 34.57% | 33.16% | 6.60% | 13.11% |
| 兴业银行  | 33.78% | 23.31% | 24.80% | 17.18% | 28.36% | 40.49% | 6.70% | 12.96% |
| 民生银行  | 18.35% | 24.03% | 18.63% | 12.64% | 37.30% | 34.12% | 6.06% | 8.14%  |
| 华夏银行  | 11.16% | 17.83% | 16.14% | 14.46% | 19.81% | 21.03% | 4.41% | 13.67% |
| 深发展 A | 16.71% | 21.75% | 27.92% | 12.58% | 20.65% | 26.71% | 3.46% | 3.92%  |
| 北京银行  | 15.92% | 21.32% | 22.81% | 13.18% | 29.39% | 41.65% | 7.12% | 13.46% |
| 南京银行  | 30.07% | 20.09% | 31.18% | 27.81% | 49.41% | 66.82% | 6.65% | 13.81% |
| 宁波银行  | 40.02% | 29.74% | 34.66% | 9.08%  | 30.70% | 66.54% | 6.95% | 14.34% |

来源：国都证券

图表 5：上市银行贷款平均余额同比增长



数据来源：国都证券

上半年 15 家上市银行净息差同比平均上升基点 14 个基点。其中民生、华夏的息差同比上升超过 50 个基点；招商、中信、浦发同比上升超过 30 个基点；国有大型商业银行中农行、交行的息差回升幅度最大；包括建行、深发展及三家城商行在内的 5 家银行息差同比有所下降，这主要是因其去年贷款利率重置较慢导致基数比较高。

图表 6：上市银行息差变动

|      | 2007  | 2008  | 2009Q1 | 2009H | 2009Q1-Q3 | 2009  | 2010Q1 | 2010H | 同比变动(BPS) |
|------|-------|-------|--------|-------|-----------|-------|--------|-------|-----------|
| 工商银行 | 2.92% | 2.92% | 2.28%  | 2.24% | 2.27%     | 2.34% | 2.30%  | 2.36% | 12        |
| 中国银行 | 2.84% | 2.65% | 2.08%  | 2.07% | 2.12%     | 2.12% | 2.00%  | 2.08% | 1         |
| 建设银行 | 3.27% | 3.25% | 2.56%  | 2.51% | 2.51%     | 2.52% | 2.36%  | 2.42% | -9        |
| 农业银行 | 2.82% | 3.03% | -      | 2.21% | -         | 2.28% | -      | 2.47% | 26        |
| 交通银行 | 2.97% | 2.85% | 5.58%  | 2.03% | 2.15%     | 2.28% | 2.28%  | 2.32% | 29        |
| 招商银行 | 3.07% | 3.33% | 2.31%  | 2.16% | 2.21%     | 2.28% | 2.40%  | 2.48% | 32        |
| 中信银行 | 3.11% | 3.34% | 2.41%  | 2.36% | 2.44%     | 2.35% | 2.44%  | 2.44% | 8         |
| 浦发银行 | 3.15% | 2.89% | 2.08%  | 2.10% | 2.24%     | 2.36% | 2.40%  | 2.46% | 36        |
| 兴业银行 | 2.88% | 2.85% | 2.28%  | 2.20% | 2.29%     | 2.35% | 2.44%  | 2.34% | 14        |
| 民生银行 | 3.01% | 3.14% | 2.52%  | 2.31% | 2.52%     | 2.67% | 2.92%  | 2.86% | 55        |
| 光大银行 | 2.77% | 2.80% | -      | 1.95% | -         | 1.95% | -      | 2.12% | 17        |
| 华夏银行 | 2.67% | 2.52% | 1.87%  | 1.88% | 1.96%     | 2.04% | 2.40%  | 2.40% | 52        |
| 深发展  | 3.20% | 3.11% | 2.70%  | 2.56% | 2.53%     | 2.50% | 2.45%  | 2.52% | -4        |
| 北京银行 | 2.34% | 2.93% | 2.39%  | 2.32% | 2.35%     | 2.34% | 2.38%  | 2.30% | -2        |
| 南京银行 | 3.01% | 3.18% | 2.66%  | 2.64% | 2.59%     | 2.68% | 2.55%  | 2.52% | -12       |
| 宁波银行 | 3.27% | 3.44% | 2.93%  | 2.91% | 2.85%     | 2.79% | 2.73%  | 2.62% | -29       |

上半年银行息差上升的主要推动力更多来自资金成本的下降的贡献，而不是贷款收益水平的上升。虽然由于贷款结构的改善和议价能力的提升，上市银行新增贷款的平均收益水平有所上升，但是由于存量贷款利率的重置，与去年同期相比，全部贷款平均收益率仍然整体下降了 31 基点。而由于存款利率特别是活期存款利率则一直处在历史底部，随着存款期限的逐步重置，银行的存款成本不断被摊低，上半年上市银行存款平均付息率同比下降了 32 个基点，这部分缓解了贷款利率下滑的负面影响。由于各银行存贷款重置时间长短及存款期限结构的差异，部分银行由于贷款利率重置慢于存款，导致贷款利率下降幅度大于存款降幅，从而出现存贷利差的收窄，这包括中、工、中、建三家国有商行、三家城商行以及深发展；另一部分银行由于存款利率重置慢于贷款，存款利率降幅超过贷款利率，从而出现了存贷利差的扩大，这主要有华夏、招商、民生等股份制中型银行。

图表 7：上市银行存贷利率及存贷差同比比较

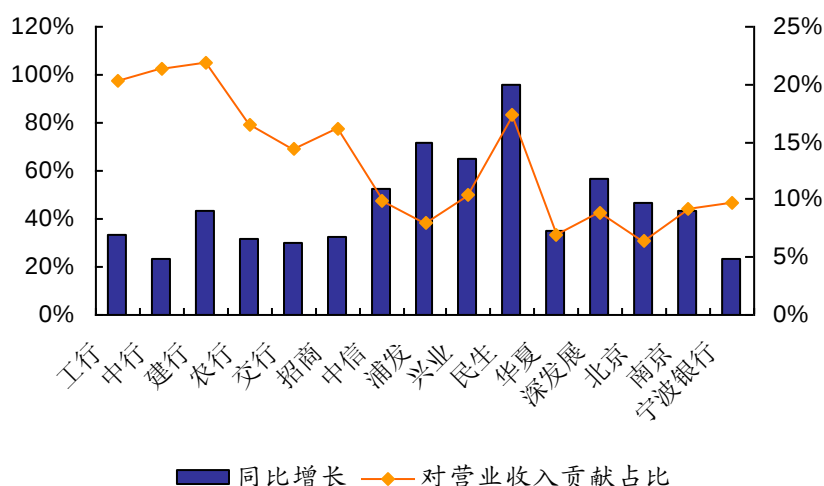
|      | 2009H       |            |             | 2010H       |            |             | 同比变动        |            |               |
|------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|---------------|
|      | 贷款平均<br>收益率 | 存款平均<br>成本 | 存贷<br>利差    | 贷款平均<br>收益率 | 存款平均<br>成本 | 存贷<br>利差    | 贷款平均<br>收益率 | 存款平均<br>成本 | 存贷<br>利差      |
| 工商银行 | 5.47        | 1.76       | <b>3.71</b> | 4.89        | 1.35       | <b>3.54</b> | (0.58)      | (0.41)     | <b>(0.17)</b> |
| 中国银行 | 4.84        | 1.60       | <b>3.24</b> | 4.12        | 1.49       | <b>2.63</b> | (0.72)      | (0.11)     | <b>(0.61)</b> |
| 建设银行 | 5.69        | 1.65       | <b>4.04</b> | 5.03        | 1.29       | <b>3.74</b> | (0.66)      | (0.36)     | <b>(0.30)</b> |
| 交通银行 | 5.25        | 1.77       | <b>3.48</b> | 5.03        | 1.32       | <b>3.71</b> | (0.22)      | (0.45)     | <b>0.23</b>   |
| 招商银行 | 4.61        | 1.52       | <b>3.09</b> | 4.58        | 1.23       | <b>3.35</b> | (0.03)      | (0.29)     | <b>0.26</b>   |
| 中信银行 | 5.01        | 1.76       | <b>3.25</b> | 4.91        | 1.30       | <b>3.61</b> | (0.10)      | (0.46)     | <b>0.36</b>   |
| 浦发银行 | 5.42        | 1.75       | <b>3.67</b> | 5.17        | 1.40       | <b>3.77</b> | (0.25)      | (0.35)     | <b>0.10</b>   |
| 兴业银行 | 5.59        | 1.71       | <b>3.88</b> | 5.31        | 1.42       | <b>3.89</b> | (0.28)      | (0.29)     | <b>0.01</b>   |
| 民生银行 | 5.48        | 1.83       | <b>3.65</b> | 5.50        | 1.43       | <b>4.07</b> | 0.02        | (0.40)     | <b>0.42</b>   |
| 华夏银行 | 4.72        | 1.78       | <b>2.94</b> | 5.23        | 1.35       | <b>3.88</b> | 0.51        | (0.43)     | <b>0.94</b>   |
| 深发展  | 5.90        | 1.88       | <b>4.02</b> | 5.07        | 1.51       | <b>3.56</b> | (0.83)      | (0.37)     | <b>(0.46)</b> |
| 北京银行 | 5.34        | 1.45       | <b>3.89</b> | 5.09        | 1.42       | <b>3.67</b> | (0.25)      | (0.03)     | <b>(0.22)</b> |
| 南京银行 | 5.70        | 1.66       | <b>4.04</b> | 5.63        | 1.36       | <b>4.27</b> | (0.07)      | (0.30)     | <b>0.23</b>   |
| 宁波银行 | 6.68        | 1.63       | <b>5.05</b> | 5.87        | 1.37       | <b>4.50</b> | (0.81)      | (0.26)     | <b>(0.55)</b> |
| 平均   | 5.41        | 1.70       | 3.71        | 5.10        | 1.37       | 3.73        | -0.31       | -0.32      | 0.02          |

来源：国都证券 注释：季度数据未经年化

## 1.2 手续费收入增长超预期

上半年，上市银行中间业务表现抢眼，15 家可比上市银行实现手续费净收入 1472.85 亿，同比增长 35.45%，这主要是受代理服务类、融资顾问类、结算类手续费增长推动。不过二季度可比银行（不含农行）的中间业务收入 619.26 亿，环比略降 1.55%。横向比较来看，大型国有银行中，除了建行的增速超越行业整体水平外，工、中、农、交四家银行增速均略低于行业水平；中型银行中民生、浦发、兴业的增速大幅超行业整体水平，城商行中北京银行增速最高。工、中、建三大国有大型商业银行中间业务收入对营业收入的贡献占比都已经超过 20%，中型股份制银行中民生、招商的占比最高，分别为 17.3% 和 16.2%。

图表 8: 上市银行手续费及佣金净收入变动



数据来源: 国都证券

### 1.3 成本费用控制符合预期

上半年, 上市银行营业收入同比增长 25.93%, 但业务及管理费用同比增长 23.85%, 增幅低于营业收入的增长。大多数上市银行成本收入同比有小幅下降, 其中降幅较为明显的有招商银行、宁波银行、兴业银行, 成本收入比最低的仍然是北京银行。

图表 9: 上市银行成本收入比情况

|       | 2006   | 2007   | 2008   | 2009H  | 2009   | 2010H  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 工商银行  | 36.04% | 34.48% | 29.54% | 29.69% | 32.87% | 28.18% |
| 中国银行  | 36.87% | 46.61% | 31.52% | 32.13% | 34.92% | 29.79% |
| 建设银行  | 38.00% | 35.92% | 30.71% | 28.93% | 32.90% | 27.76% |
| 交通银行  | 35.97% | 32.43% | 31.34% | 33.84% | 32.18% | 28.13% |
| 招商银行  | 37.94% | 35.05% | 36.78% | 42.24% | 44.86% | 35.05% |
| 中信银行  | 44.20% | 34.89% | 32.98% | 30.75% | 39.95% | 30.48% |
| 浦发银行  | 40.35% | 36.86% | 36.69% | 25.56% | 35.99% | 34.46% |
| 兴业银行  | 38.55% | 36.30% | 34.83% | 34.77% | 36.22% | 31.72% |
| 民生银行  | 47.74% | 46.26% | 42.55% | 33.47% | 42.17% | 37.46% |
| 华夏银行  | 42.74% | 40.39% | 41.41% | 44.41% | 44.88% | 42.88% |
| 深发展 A | 45.56% | 38.93% | 35.99% | 39.29% | 41.76% | 42.26% |
| 北京银行  | 27.35% | 25.03% | 23.40% | 19.79% | 26.36% | 25.52% |
| 南京银行  | 35.15% | 30.24% | 25.36% | 26.35% | 31.38% | 28.54% |
| 宁波银行  | 37.59% | 36.48% | 40.23% | 41.81% | 41.37% | 37.19% |

来源: 国都证券研究所

### 1.4 资产质量短期仍保持稳定

上半年, 宏观经济平稳运行, 上市银行资产质量整体平稳。通过加大不良清收及处置力度, 上市银行普遍实现了不良额和不良率的双降。不良额较年初有所上升的有交行、兴业、民生, 但上升幅度都很小, 属于正常波动。从贷款质量变动的先行指标来看, 工行、中行、建行和南京银行的关注类贷款较年初增长, 其余银行关注类贷款都有所下降。

**图表 10: 上市银行不良贷款变动情况 (亿元)**

|       | 2008    | 2009    | 2010Q1 | 2010H   | 环比变动   | 比年初变动       |
|-------|---------|---------|--------|---------|--------|-------------|
| 工商银行  | 1044.82 | 884.67  | 816.09 | 800.73  | -15.36 | -83.94      |
| 中国银行  | 874.90  | 747.18  | 690.38 | 645.91  | -44.47 | -101.27     |
| 建设银行  | 838.82  | 721.56  | 685.28 | 651.68  | -33.6  | -69.88      |
| 农业银行  | 1340.67 | 1202.41 | -      | 1070.86 | -      | -131.55     |
| 交通银行  | 254.60  | 250.09  | 253.94 | 253.33  | -0.61  | <b>3.24</b> |
| 招商银行  | 96.77   | 97.32   | 93.76  | 88.50   | -5.26  | -8.82       |
| 中信银行  | 90.46   | 90.09   | 95.15  | 84.86   | -10.29 | -5.23       |
| 浦发银行  | 84.67   | 74.60   | 69.83  | 64.65   | -5.18  | -9.95       |
| 兴业银行  | 41.49   | 37.79   | 39.46  | 38.90   | -0.56  | <b>1.11</b> |
| 民生银行  | 79.21   | 73.97   | 74.55  | 75.12   | 0.57   | <b>1.15</b> |
| 光大银行  | 93.62   | -       | -      | 68.70   | -      | -           |
| 华夏银行  | 64.87   | 64.57   | -      | 62.83   | -      | -1.74       |
| 深发展 A | 19.28   | 24.44   | 23.30  | 22.92   | -0.38  | -1.52       |
| 北京银行  | 29.87   | 27.95   | 23.89  | 23.71   | -0.18  | -4.24       |
| 南京银行  | 4.52    | 8.15    | 8.12   | 8.05    | -0.07  | -0.1        |
| 宁波银行  | 6.60    | 6.45    | 6.18   | 5.78    | -0.4   | -0.67       |

来源: 国都证券研究所

**图表 11: 上市银行关注类贷款余额及占比变动 (亿元)**

|      | 2008    |        | 2009    |        | 2010H   |        |
|------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|      | 金额      | 占比 (%) | 金额      | 占比 (%) | 金额      | 占比 (%) |
| 工行   | 2379.03 | 5.20   | 2289.33 | 4.00   | 2331.46 | 3.67   |
| 中行   | 1599.88 | 4.85   | 1390.67 | 2.83   | 1462.31 | 2.71   |
| 建行   | 2171.00 | 5.72   | 2007.74 | 4.17   | 2095.91 | 3.92   |
| 农行   | 3979.2  | 12.83  | 3248.1  | 7.85   | 3122.20 | 6.75   |
| 交行   | 541.42  | 4.08   | 502.45  | 2.73   | 497.08  | 2.40   |
| 招商   | 143.29  | 1.64   | 141.19  | 1.19   | 140.83  | 1.06   |
| 中信   | 144.15  | 2.17   | 74.87   | 0.70   | 68.76   | 0.58   |
| 浦发   | 102.53  | 1.47   | 73.03   | 0.79   | 73.08   | 0.70   |
| 兴业   | 110.54  | 2.21   | 74.79   | 1.07   | 70.56   | 0.89   |
| 民生   | 163.66  | 2.49   | 129.28  | 1.46   | 122.90  | 1.29   |
| 光大   | 258.4   | 5.59   | 175.32  |        | 134.96  | 1.86   |
| 华夏   | 198.56  | 5.59   | 125.42  | 2.92   | 91.99   | 1.88   |
| 深发展  | 36.94   | 1.30   | 13.56   | 0.38   | 9.29    | 0.25   |
| 北京银行 | 83.58   | 4.33   | 73.26   | 2.68   | 68.10   | 2.19   |
| 南京银行 | 30.67   | 7.63   | 17.29   | 2.58   | 21.27   | 2.79   |
| 宁波银行 | 27.05   | 5.50   | 21.3    | 2.60   | 19.81   | 2.12   |

来源: 国都证券研究所

信贷成本对银行业绩贡献显著。受益于资产质量的稳定,上半年上市银行平均信贷成本为 0.47%,较 08 年下降 51 个基点。6 月末,上市银行不良贷款的整体拨备覆盖率达到 183.7%,较年初提高 13.7 个百分点,风险抵补能力得到进一步提高。国有大行中,农行的拨备覆盖还显著低于行业整体水平,后续还存在较大压力。中小银行中,中信银行的拨备还明显低于同业,也有进一步提高的要求。银监会拨备政策的变动是影响银行信贷成本的一个重要因素。针对政府融资平台贷款,前期曾有消息报道银监会要求各银行针对地方政府融资平台贷款计提的贷款损失准备的拨备覆盖率不应低于 200%。近日又有报

道称银监会正与商业银行探讨按照贷款总额计提贷款减值准备的可行方案,初步议定大型银行的拨备/总贷款的比率要达到 2.5%,股份制银行要达到 2.4%。由于目前中小银行的此比例都显著低于 2.4%的水平,如果这一方案实施,中小银行会面临更大的压力。

图表 12: 上市银行信贷成本

|       | 2006  | 2007  | 2008  | 2009H | 2009  | 2010H |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工商银行  | 0.87% | 0.86% | 0.84% | 0.37% | 0.42% | 0.32% |
| 中国银行  | 0.53% | 0.31% | 0.55% | 0.37% | 0.38% | 0.44% |
| 建设银行  | 0.75% | 0.65% | 1.03% | 0.49% | 0.56% | 0.40% |
| 交通银行  | 0.75% | 0.65% | 0.88% | 0.59% | 0.71% | 0.54% |
| 招商银行  | 0.68% | 0.49% | 0.48% | 0.58% | 0.29% | 0.38% |
| 中信银行  | 0.37% | 0.56% | 0.87% | 0.28% | 0.23% | 0.28% |
| 浦发银行  | 0.89% | 0.70% | 0.56% | 0.51% | 0.38% | 0.30% |
| 兴业银行  | 0.83% | 0.44% | 0.72% | 0.03% | 0.09% | 0.34% |
| 民生银行  | 0.52% | 0.45% | 0.94% | 0.62% | 0.63% | 0.46% |
| 华夏银行  | 0.94% | 1.17% | 1.36% | 0.72% | 0.85% | 0.78% |
| 深发展 A | 1.10% | 0.96% | 2.76% | 0.65% | 0.45% | 0.26% |
| 北京银行  | 0.37% | 0.45% | 0.98% | 0.27% | 0.30% | 0.02% |
| 南京银行  | 0.41% | 0.58% | 1.13% | 0.90% | 0.64% | 0.64% |
| 宁波银行  | 0.39% | 0.35% | 0.60% | 0.65% | 0.64% | 0.30% |
| 平均    | 0.67% | 0.62% | 0.98% | 0.50% | 0.47% | 0.32% |

来源: 国都证券研究所

图表 13: 上市银行拨备情况比较 (%)

|      | 不良贷款拨备覆盖率 |        | 贷款损失准备/总贷款 |       |
|------|-----------|--------|------------|-------|
|      | 2009      | 2010H  | 2009       | 2010H |
| 工行   | 164.41    | 189.81 | 2.54       | 2.39  |
| 中行   | 151.17    | 188.44 | 2.30       | 2.26  |
| 建行   | 175.77    | 204.72 | 2.63       | 2.49  |
| 农行   | 105.37    | 136.11 | 3.06       | 3.15  |
| 交行   | 151.05    | 161.17 | 2.05       | 1.97  |
| 招行   | 246.66    | 297.59 | 2.02       | 1.98  |
| 中信   | 149.36    | 169.92 | 1.42       | 1.38  |
| 浦发   | 245.93    | 302.26 | 1.98       | 1.86  |
| 兴业   | 254.93    | 278.8  | 1.37       | 1.37  |
| 民生   | 206.04    | 229.42 | 1.73       | 1.80  |
| 光大   | 194       | 238    | 2.43       | 2.25  |
| 华夏   | 166.84    | 194.12 | 2.50       | 2.49  |
| 深发展  | 161.84    | 224.09 | 1.10       | 1.37  |
| 北京银行 | 215.69    | 255.13 | 2.21       | 1.95  |
| 南京银行 | 173.74    | 203.69 | 2.12       | 2.15  |
| 宁波银行 | 170.06    | 205.69 | 1.34       | 1.27  |

来源: 国都证券

融资平台贷款短期质量稳定,但第三类贷款潜在风险不容忽视。银监会在今年第三次经济金融形势通报会上公布,截止今年 6 月末融资平台贷款余额为 7.66 万亿元,其中第

一类能够依靠项目现金流偿还本息的融资平台贷款规模约 2.07 万亿元，占全部贷款余额的 27%；第二类是第一还款来源不足，必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款，约 4 万亿元，占比约 50%；第三类贷款项目借款主体不合规，财政担保不合规，或本期偿还有严重风险，这类贷款规模约 1.76 万亿，占比约 23%。按照银监会的要求，各银行贯彻落实《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，进一步加强地方政府融资平台贷款管理，防范地方政府融资平台的代偿性风险，继续按照“逐包打开、逐笔核对、重新评估、整改保全”的清理要求，根据既定时间表，对贷款进行严格、准确分类，提足拨备，完成对坏账的核销；推动银政对账，并建立管理台账；对清理后的存量贷款进行分类处置；严格控制新项目贷款，强化贷款风险管理。从我们参加的上市银行中期业绩发布会上了解的情况来看，目前各银行已经基本完成了对融资平台贷款的解包还原和分类。从 6 月末的情况来看，各银行融资平台贷款不良额和不良率都处于很低的水平。不过考虑到第三类贷款规模为 1.76 万亿，这类贷款隐含的潜在风险不容忽视。

**图表 14：上市银行融资平台贷款情况**

|    | 余额<br>(亿元) | 占比 (%) | 不良率<br>(%) | 具体信息                                                                                                                                                                           |
|----|------------|--------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 工行 | 6823       | 11     | 0.02       | 1-6 月份全部融资平台贷款中，按户数 93.09%投向在建续建项目，按金额 93.95%投向在建续建项目。                                                                                                                         |
| 中行 | 4197       | 8      | 0.07       | 针对融资平台增提 60.21 亿元组合拨备，相当于不良余额的 20 倍。100%现金流覆盖的占比达到 50%，30%-70%现金流覆盖的占比达到 12%，30%以下现金流覆盖以下占比 38%。现金流覆盖低于 30%的贷款中，有抵押的占比 90%，足额抵押担保的占 30%，现金流低于 30%且没有抵质押的贷额共 160 亿，这部分发放给全国最强城市 |
| 建行 | 5800       | 11     | 0.11       | 融资平台中，省市级以上贷款占比 81%。抵质押和保证贷款占比 76.7%。融资平台贷款拨备覆盖率 1600%左右。公益性项目、依靠财政还款的有 900 多亿，占比 15%左右。                                                                                       |
| 中信 | 1682       | 15.7   | 0          | 依靠自身现金流可偿还本息的占比 35%；依靠现金流和第二还款来源的占比 46%；依靠地方财政收入统筹还款的占比 19%。上半年到期的全部归还，无不良，关注类占比不到 1%                                                                                          |
| 招行 | 1327       | 10     | 0.19       | 平台类贷款拨备覆盖率 2380%                                                                                                                                                               |
| 兴业 | 1590       | 20     | -          | 企业自身现金流就能够完全覆盖贷款本息的贷款占比约 70.5%，企业自身现金流和贷款抵质押、担保合计能够覆盖贷款本息的贷款占比约 16%，企业自身现金流和财政担保合计能够覆盖贷款本息的占比约为 10.5%，还需确认和落实企业自身现金流与贷款本息缺口的占比约 3%，此类贷款主要为省级平台（占比约 65%）和省会城市发达城市的市级平台贷款        |
| 民生 | 2015       | 21     | 0          | 省级以上占 26.49%；市级以上占 56.05%，县级占 14.47%。县级全部分布在长三角等地区的百强县市。抵质押贷款占 47.08%；保证类贷款占 34.04%；信用类贷款占 18.88%。信用类贷款主要集中在交通、燃气、自来水等有现金流的项目。                                                 |
| 华夏 | 755        | 15     | 0.04       | 二季度不良较一季度增长 3300 万，有 900 万的关注                                                                                                                                                  |

|      |     |     |   |                                                                       |
|------|-----|-----|---|-----------------------------------------------------------------------|
|      |     |     |   | 类贷款、拨备计提充足                                                            |
|      |     |     |   | 主要集中在长三角和环渤海地区；主要投向地市级以上（含地市、省级和国家级）的政府融资平台；主要投向城市投资建设公司和交通运输类政府投融资平台 |
| 深发展  | 589 | 16  | 0 |                                                                       |
| 北京银行 | 180 | 5.8 | 0 | 依照国务院 19 号文口径、与以上银行口径不一致                                              |

来源：国都证券

## 2. 投资策略

### 2.1 资产质量为主要风险因素

与上半年相比，下半年银行面临的政策环境趋于宽松。经济指标下行使得出台进一步紧缩政策的风险下降，无论是货币政策还是房地产调控政策都处于观望期。但由于物价上行压力的存在，货币政策的放松更多表现为前期政策执行力度的适度调整，实质性的放松举措出台的可能性也比较小。

基本面方面，从规模增长来看，上半年新增贷款已达到 4.6 万亿，完成 7.5 万亿目标的 61.3%，7、8 月月均新增贷款为 5000 亿，由于政府对融资平台贷款及房地产的调控，贷款需求受到一定程度抑制，预计全年新增贷款规模将在 7.5-7.6 万亿左右，不会有超预期的表现；从息差来看，由于存贷款利率的重置已经基本全部完成、贷款结构的改善、存款活期化也已经没有进一步的空间，预计在不加息的情况下，下半年银行息差将保持平稳，继续提升空间有限。中间业务方面，由于银信合作新规的实施会导致银行融资顾问类或理财手续费类收入的减少，预计全年中间业务收入增速会较上半年小幅回落。信贷成本是影响银行业绩的最不确定性因素。目前主要的担忧还是集中在政府融资贷款的资产质量上。按照银监会的要求，商业银行应充分考虑地方政府融资平台贷款潜在风险和预期损失，单独计提贷款损失准备。前期曾有消息报道银监会要求各银行针对地方政府融资平台公司贷计提的贷款损失准备的拨备覆盖率不应低于 200%。如果对这类贷款进行严格划定，其对银行业绩的负面影响将显现。加之可能的实施的按照按贷款总额计提减值准备的方案，拨备政策的不明朗将增加银行业绩的不确定性。按照上市银行占 70% 的贷款份额计算，16 家上市银行政府融资平台贷款余额为 5.36 万亿，我们在不同的不良率假设下，按照 200% 的拨备要求，对政府融资平台所需增提的拨备进行了测算，得出在 1%、2%、3% 的不良假设下，上市银行需增提 536、1608 和 2681 亿的拨备，分别占 2010 年估算拨备前利润的 5.2%、15.6% 和 26%。

表 15：融资平台贷款所需增提拨备的情景分析（单位：亿元）

|              | 假设 1     | 假设 2    | 假设 3     | 假设 4     | 假设 5     | 假设 6     | 假设 7     |
|--------------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 平台贷款不良率      | 0.5%     | 1.0%    | 1.5%     | 2.0%     | 2.5%     | 3.0%     | 5.0%     |
| 融资平台贷款规模     | 53620    | 53620   | 53620    | 53620    | 53620    | 53620    | 53620    |
| 不良额          | 268      | 536     | 804      | 1072     | 1341     | 1609     | 2681     |
| 一般准备计提       | 536.20   | 536.20  | 536.20   | 536.20   | 536.20   | 536.20   | 536.20   |
| 200%拨备所需增提准备 | 0.00     | 536.20  | 1072.40  | 1608.60  | 2144.80  | 2681.00  | 4825.80  |
| 2010 年拨备前    | 10280.78 | 10280.8 | 10280.78 | 10280.78 | 10280.78 | 10280.78 | 10280.78 |

利润（上半年数  
据\*2）

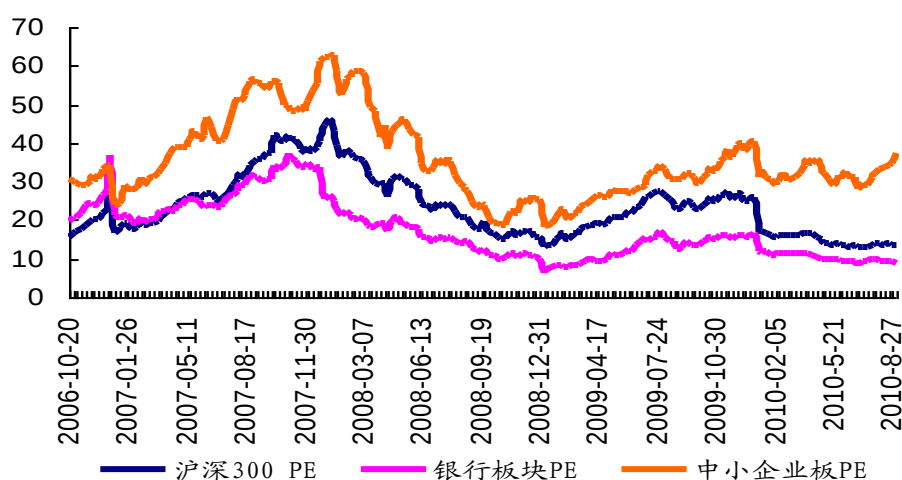
占比 0.00% 5.22% 10.43% 15.65% 20.86% 26.08% 46.94%

来源：国都证券

## 2.2 投资建议

下半年以来，市场在完成见底后持续反弹，两市涨幅超 15% 的个股达到 1385 家，但银行股整体表现较为疲弱，银行板块中涨幅最高的宁波银行仅上涨 13.7%，涨幅超过 5% 的为 8 家。银行股表现显著落后，我们认为这一方面是因为在经济增速放缓、经济结构调整的大环境下，银行业的业绩驱动因素缺乏超预期的因素；二是因为当前市场流动性环境整体不宽松，板块集体性的融资大量消耗市场资金，导致其对资金的吸引力下降；三是因为融资平台贷款资产质量及拨备政策的不明朗。目前整个银行板块 10 年动态 PE 估值降至 9 倍（考虑摊薄），历史最低点为 6.39 倍，静态（TTM）PE 估值降至 10 倍，08 年最低点为 9.51 倍。银行板块相对于沪深 300 和中小企业板的估值折价幅度分别为 34.5% 和 76%。从绝对收益的角度来看，银行股的估值修复应该还是存在机会的。

图表 16：银行板块动态 PE 估值比较



数据来源：国都证券

但考虑到今年宏观经济形势比较复杂，经济增速的放缓、经济结构的调整、政策的不确定性对包括银行在内的周期性行业构成制约。无论是经济面，还是政策面和资金面，这三方面都难以支持银行板块取得超额收益。我们维持行业短期中性-长期 A 的评级，从长期成长的角度，建议逢低关注兴业银行、宁波银行、招商银行。

图表 17：上市银行估值情况

|    | 价格    | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 09PE  | 10PE  | 11PE | 09BVPS | 10BVPS | 09PB | 10PB |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|------|------|
| 工行 | 4.09  | 0.38  | 0.47  | 0.58  | 10.76 | 8.70  | 7.05 | 2.01   | 2.31   | 2.03 | 1.77 |
| 中行 | 3.37  | 0.34  | 0.38  | 0.49  | 9.91  | 8.87  | 6.88 | 2.05   | 2.36   | 1.64 | 1.43 |
| 建行 | 4.68  | 0.47  | 0.58  | 0.70  | 9.96  | 8.07  | 6.69 | 2.40   | 2.84   | 1.95 | 1.65 |
| 交行 | 6.01  | 0.62  | 0.79  | 0.97  | 9.69  | 7.61  | 6.20 | 3.35   | 4.15   | 1.79 | 1.45 |
| 招商 | 13.56 | 0.95  | 1.25  | 1.55  | 14.27 | 10.85 | 8.75 | 4.89   | 6.14   | 2.77 | 2.21 |
| 中信 | 5.60  | 0.38  | 0.52  | 0.63  | 14.74 | 10.77 | 8.89 | 2.75   | 3.15   | 2.04 | 1.78 |

|      |       |      |      |      |       |       |       |       |       |      |      |
|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 浦发   | 13.89 | 1.49 | 1.22 | 1.52 | 9.32  | 11.39 | 9.14  | 8.45  | 6.88  | 1.64 | 2.02 |
| 兴业   | 25.31 | 2.66 | 2.90 | 3.70 | 9.52  | 8.73  | 6.84  | 15.24 | 17.89 | 1.66 | 1.42 |
| 民生   | 5.32  | 0.51 | 0.62 | 0.78 | 10.43 | 8.58  | 6.82  | 3.87  | 3.60  | 1.37 | 1.48 |
| 华夏   | 11.41 | 0.71 | 0.90 | 1.14 | 16.07 | 12.68 | 10.01 | 6.01  | 6.57  | 1.90 | 1.74 |
| 深发展  | 17.65 | 1.62 | 1.57 | 1.93 | 10.90 | 11.24 | 9.15  | 6.53  | 8.50  | 2.70 | 2.08 |
| 北京银行 | 12.75 | 0.98 | 1.18 | 1.44 | 13.01 | 10.81 | 8.85  | 6.12  | 7.21  | 2.08 | 1.77 |
| 南京银行 | 11.27 | 0.92 | 0.98 | 1.26 | 12.25 | 11.50 | 8.94  | 6.71  | 8.65  | 1.68 | 1.30 |
| 宁波银行 | 13.12 | 0.58 | 0.82 | 1.09 | 22.62 | 16.00 | 12.04 | 5.37  | 5.96  | 2.44 | 2.20 |

来源：国都证券研究所

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                               |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                            |
| 短期<br>评级           | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期<br>评级           | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平     |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平     |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平     |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                                   |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                                |
| 短期<br>评级           | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上           |
|                    | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间         |
|                    | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|                    | 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上            |
| 长期<br>评级           | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平            |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致           |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平            |

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域                   | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|------------------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理 宏观领域 | xuwei hong@guodu.com  | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料           | wangmingde@guodu.com   |
| 李元  | 机械-电气设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输                   | gongjunjie@guodu.com   |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 夏茂胜 | 商业、纺织服装                | xia maosheng@guodu.com |
| 徐文峰 | 基础化工      | xuwenfeng@guodu.com   | 马琳娜 | 建材                     | malinna@guodu.com      |
| 邹文军 | 房地产       | zouwenjun@guodu.com   | 邓婷  | 金融                     | dengting@guodu.com     |
| 徐才华 | 机械-汽车及零部件 | xucaihua@guodu.com    | 徐昊  | 农业、食品饮料                | xuhao@guodu.com        |
| 姜瑛  | IT        | jiangying@guodu.com   | 伍颖  | 石化                     | wuying@guodu.com       |
| 曹源  | 策略研究、传媒   | caoyuan@guodu.com     | 潘蕾  | 医药行业                   | panlei@guodu.com       |
| 蔡建军 | 医药行业      | caijianjun@guodu.com  | 王招华 | 钢铁行业                   | wangzhaohua@guodu.com  |
| 王京乐 | 家电、旅游     | wangjingle@guodu.com  | 刘斐  | 煤炭电力                   | liufei@guodu.com       |
| 汪立  | 造纸        | wangli@guodu.com      | 鲁儒敏 | 电力                     | lurumin@guodu.com      |
| 肖世俊 | 有色、新能源    | xiaoshijun@guodu.com  | 傅浩  | 建材                     | fuhao@guodu.com        |
| 刘芬  | 机械        | liufen@guodu.com      | 陈薇  | 衍生产品、金融工程和<br>券商发展战略研究 | chenwei@guodu.com      |
| 苏昌景 | 基金研究、债券研究 | suchangjing@guodu.com | 冯翔  | 宏观研究、债券研究              | fengxiang@guodu.com    |
| 李春燕 | 基金联络      | lichunyan@guodu.com   |     |                        |                        |