

银行 II

穷则变，变则通，通则久

——银行业 2011 年度投资策略报告

评级: **增持** 前次: **增持**

分析师

程娇翼

S0740210080001

021-20315179

chengjy@qlzq.com.cn

2010 年 11 月 17 日

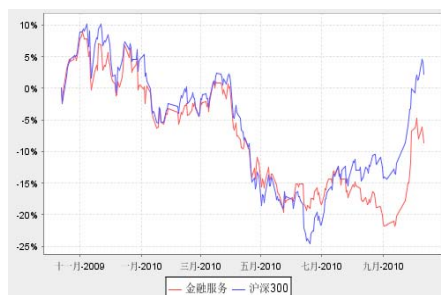
基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	5472154.56
行业流通市值(百万元)	3121008.60

行业内重点公司概况

公司	总股本 (亿股)	收盘价	EPS			P/E		评级
			2010E	2011E	11%10	2010E	2011E	
招商银行	176.66	13.64	1.19	1.46	23.00%	11.46	9.32	买入
华夏银行	49.91	11.29	0.84	1.14	35.63%	13.46	9.92	买入
农业银行	3073.24	2.67	0.27	0.34	25.87%	9.87	7.84	买入
浦发银行	143.49	13.03	1.21	1.46	20.50%	10.79	8.95	买入
宁波银行	28.84	12.50	0.70	0.89	27.19%	17.89	14.07	买入
民生银行	225.88	5.18	0.58	0.70	20.27%	8.92	7.42	买入

行业-市场走势对比



来源: 齐鲁证券研究所

投资要点

- 即将于 2010 年底公布的 Basel III 将会触发银监会出台我国商业银行资本监管的总体框架和路线图。契合“十二五”规划和经济结构转型，我们预计 2011 年是新资本框架出台较为合适的时间窗口。不同于市场的观点是我们短期内并不担心银行股的再融资问题，而更关注监管升级将加速我国银行业盈利模式的转变：(1) 规模增速放缓，逐渐向留存 ROE 回归；(2) 规模扩张的盈利模式将向 ROA 驱动的盈利模式转变；(3) 非息收入的战略性地位将开始提升，对 ROA 的影响将高于 NIM 的贡献。
- 我们通过一组模拟测算证明了息差的长期下降趋势并不代表 ROA 的长期下降趋势，中间业务的发展一定会带来 ROA 的向上拐点出现。通过对未来三年银行结算业务、理财业务和银行卡三大块业务增长潜力的判断，我们预计上市银行 2011-2013 年手续费收入增速将达到 25%-30%，这构成了 ROA 中期趋势有望向上的基础。过去在 NIM 和规模增长双轮驱动的利息收入高速增长的光环下，非息收入的快速发展没有带来相应的地位提升，但目前利息收入的增长驱动力已经开始减弱，非息收入的发展对我国银行 ROA 产生的正面效应将持续提升。
- 站在当前的时点上展望未来，息差和非息收入呈现出迥异的发展趋势，对 ROA 的贡献方向完全相反，所以单一的采取 PE 和 PB 的方法都不能很好的反应银行业当前发生的重要变化，所以我们提出对银行业进行分部估值，给予非息业务不同于利息业务的估值倍数！为了证明手续费业务是应该给予高估值的，我们将分部估值法思路应用于美国和香港银行业，通过考察富国银行等估值中隐含的手续费收入估值和对应的手续费收入增长情况，我们得出 (1) 总体上手续费收入的估值倍数在 20-30X 之间；(2) 手续费收入的稳定性要高于利息收入，平均增长速度也高于利息收入。基于以上结论我们对上市银行 2011 年业绩预测进行了分拆，并按利息业务 9.9/10.5XPE 估值，手续费收入按 20-30X 估值，结果显示 13 家大中型上市银行的合理股价较目前股价平均溢价幅度高达 30%！可见当前股价反映了息差长期下降的趋势，但未反应非息收入的良好成长性。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- **2011 年上市银行净利润增速将达 18%，其中生息资产规模和息差分别贡献 15.5 和 3.5 个百分点的增长（即利息净收入增长近 19%），信贷成本上升导致拨备支出增加对净利润增长的贡献度达-2 个百分点。**（1）今后银行信贷供给的总体增长速度将呈现下降，我们预计 2010 年全行业信贷增量将不超过今年，增速将回落至 15%-16%；（2）加息促使息差短期出现反弹；（3）资产质量稳定，但信贷成本将有小幅上升。
- **我们认为在 2011 年三类银行有望取得优于同业的 ROA 提升：**（1）持续优化资产负债结构，能在法定利率调整/不变时都能获得良好的息差水平，我们看好在保证资产负债流动性和监管标准的前提下保持较高的活期存款占比和贷存比的银行以及资产负债结构正在改善的银行。（2）致力于增加中小企业贷款和零售贷款（尤其是非按揭零售贷款）在贷款组合中的比重来获得较高的贷款溢价能力。（3）充分发挥资产负债业务和非息业务的协同效应，积极探索非息收入的快速增长途径，实现“资本节约”和“ROA 提升”的双赢。
- **重点推荐公司：**综合 ROA 提升及估值因素，我们重点推荐**招商银行、华夏银行、农业银行、浦发银行、宁波银行和民生银行**。

内容目录

监管风暴触发我国银行业盈利模式加速转变.....	- 8 -
资本监管趋紧的深远影响：规模增速向 ROE 回归.....	- 8 -
规模扩张驱动的盈利模式将向 ROA 驱动的盈利模式转变.....	- 10 -
中间业务的战略地位上升.....	- 12 -
息差长期趋势向下，对 ROA 的负面影响早晚会出现.....	- 12 -
中间业务的发展一定会带来 ROA 的向上拐点出现.....	- 13 -
中间业务仍快速增长：对 ROA 的正向贡献逐步提升.....	- 15 -
居民理财意识提高，理财业务发展前景广阔.....	- 15 -
银行卡业务：保守估计未来三年年均增速超过 25%.....	- 17 -
类混业经营和新兴业务的边际贡献加大.....	- 18 -
银行估值的变迁：分部估值的应用时机成熟.....	- 20 -
分部估值法在银行股中的应用思路.....	- 20 -
利息业务收入的长期估值中枢：10XPE.....	- 20 -
我们给予上市银行手续费业务 20-30XPE.....	- 21 -
结论：买入银行股.....	- 24 -
2011 年利息收入的驱动力.....	- 24 -
加息促使息差短期出现反弹.....	- 24 -
资产质量稳定，信贷成本小幅上升.....	- 27 -
信贷成本 2-3 年后仍有可降空间.....	- 31 -
2011 年银行股投资策略.....	- 33 -
2011 年 ROA 提升之路：紧盯息差，着眼转型.....	- 33 -
2011 年利息收入估值倍数应有抬升：当前股价具有吸引力.....	- 33 -
重点推荐公司.....	- 34 -
风险提示.....	- 34 -
重点推荐公司简评.....	- 35 -

图表目录

图表 1：齐鲁宏观组对 2011 年主要经济数据预测值.....	- 6 -
图表 2：上市银行 2011 年整体实现 18% 的增长.....	- 6 -
图表 3：2011 年上市银行净利润增速的敏感性分析结果一览.....	- 7 -
图表 4：上市银行净利润增速预测.....	- 7 -
图表 5：BASEL III 标准及时间表.....	- 9 -
图表 6：若监管对 CCAR 的要求在 9% 以内，则不须担心银行股的再融资问题.....	- 9 -
图表 7：上市银行 2010E 核心资本充足率.....	- 10 -

图表 8: 上市银行 2010E 资本充足率.....	- 10 -
图表 9: 不同资本充足率标准下银行可运用的最大杠杆倍数.....	- 10 -
图表 10: 香港银行业 ROA 和国内银行 ROA 比较.....	- 11 -
图表 11: 美国银行业 ROA 和国内银行 ROA 比较.....	- 12 -
图表 12: 香港银行业收入结构 (2003-2006 平均)	- 12 -
图表 13: 美国银行业收入结构 (2001-2006 平均)	- 12 -
图表 14: 贷款占我国融资额的比重高达 80%	- 13 -
图表 15: 上市银行抵质押贷款占比高	- 13 -
图表 16: 招商银行中小企业贷款占比持续提升	- 13 -
图表 17: 民生银行“商贷通”有声有色	- 13 -
图表 18: 情形一下非息收入增长 20%的 ROA.....	- 14 -
图表 19: 情形一下非息收入增长 25%的 ROA.....	- 14 -
图表 20: 情形二下非息收入增长 20%的 ROA.....	- 14 -
图表 21: 情形二下非息收入增长 25%的 ROA.....	- 14 -
图表 22: 情形三下非息收入增长 20%的 ROA.....	- 15 -
图表 23: 情形三下非息收入增长 25%的 ROA.....	- 15 -
图表 24: 银行与理财相关的部分业务手续费收入测算.....	- 16 -
图表 25: 银行卡发卡量稳步增长	- 17 -
图表 26: 银行卡渗透率逐步提升	- 17 -
图表 27: 若信用卡发卡量每年增长 25%, 至 2015 人均量也仅为 0.5	- 18 -
图表 28: 近年银行卡消费额快速增长	- 18 -
图表 29: 银行卡卡均消费额仍有很大提升空间	- 18 -
图表 30: 银行卡业务受理环境也在不断改善	- 18 -
图表 31: 部分银行近年银行卡收入增长情况	- 18 -
图表 32: 上市银行涉足保险、基金、信托等情况	- 19 -
图表 33: 2011-2013 年手续费收入增速模拟测算	- 19 -
图表 34: 大型银行利息收入业务 PE 估值为 9.9X.....	- 21 -
图表 35: 中型银行利息收入业务 PE 估值倍数为 10.5X	- 21 -
图表 36: 富国银行手续费收入增速及估值倍数.....	- 22 -
图表 37: 美国银行手续费收入增速及估值倍数.....	- 22 -
图表 38: 汇丰控股手续费收入增速及估值倍数.....	- 22 -
图表 39: 恒生银行手续费收入增速及估值倍数.....	- 22 -
图表 40: 永亨银行手续费收入增速及估值倍数.....	- 23 -
图表 41: 东亚银行手续费收入增速及估值倍数.....	- 23 -
图表 42: 上市银行 2006-2010 年手续费净收入增长情况	- 23 -

图表 43: 大中型上市银行分部估值结果 (按 2011 业绩)	- 24 -
图表 44: 2010 年中存款期限结构	- 26 -
图表 45: 2010 年中贷款期限结构	- 26 -
图表 46: 10 月 20 日加息对银行 NIM 的提升	- 26 -
图表 47: 每加定存和贷款 25BP 银行 NIM 变化	- 26 -
图表 48: 成本上升可能促使个人按揭重定价加快	- 26 -
图表 49: 存量按揭贷款重定价对 NIM 的提升	- 26 -
图表 50: 净利润增速对 NIM 变化的敏感性分析	- 27 -
图表 51: 2011E 上市银行净息差	- 27 -
图表 52: 美国银行资产质量 VSGDP	- 28 -
图表 53: 美国信用卡资产质量 VSGDP	- 28 -
图表 54: 香港银行业资产质量 VSGDP	- 28 -
图表 55: 我国工业企业偿债能力处在历史较高水平	- 28 -
图表 56: 全行业房地产相关贷款情况	- 30 -
图表 57: 上市银行房地产贷款占比情况	- 30 -
图表 58: 部分银行对公房地产贷款余额占比有所下降	- 30 -
图表 59: 开发商现金流充裕	- 30 -
图表 60: 房地产开发资金来源构成	- 30 -
图表 61: 历史房地产调控未影响银行资产质量	- 31 -
图表 62: 2010E-2011E 拨备比	- 32 -
图表 63: 2010-2011E 拨备覆盖率	- 32 -
图表 64: 上市银行 2006-2010 年平均信贷成本	- 32 -
图表 65: 贷款增速回落有助于信贷成本的降低	- 32 -
图表 66: 2011 年大中型上市银行分部估值结果	- 34 -
图表 67: 上市银行业绩增长 VSPE 估值	- 34 -
图表 68: 上市银行 ROAE 水平 VSPB 估值	- 34 -
图表 69: A 股上市银行盈利预测及估值表	- 37 -
图表 70: 全球各地银行股与市场估值平均水平比较 (2010-10-25)	- 38 -

图表 1：齐鲁宏观组对 2011 年主要经济数据预测值

	2009A	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010E	2011E
GDP 同比增长 (%)	10.10%	11.90%	11.10%	10.60%	10.00%	9.00%~9.60%
M1 增幅(累计同比%)	32.35%	29.94%	24.56%	20.87%	18.00%	17.00%
M2 增幅(累计同比%)	27.68%	22.50%	18.46%	18.96%	18.60%	13.50%~15.50%
人民币贷款增量 (亿元)	95,962	26,008	20,161	16,735	78,000	72,000
人民币贷款增速 (余额同比%)	31.74%	21.81%	18.20%	18.53%	19.50%	14.60%~15.60%
1 年存款利率 (%)	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.50%	3.00%-3.25%
1 年贷款利率 (%)	5.31%	5.31%	5.31%	5.31%	5.56%	6.06%-6.31%
CPI 同比增长 (%)	-0.70%	2.20%	2.60%	2.90%	3.00%	3.10%
人民币对美元汇率 (1\$=RMB)	6.8311	6.8269	6.8234	6.7713	6.6231	6.4204

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：上市银行 2011 年整体实现 18% 的增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：2011 年上市银行净利润增速的敏感性分析结果一览

净利润增速：17.75%	规模+1%	净息差+5BP	信贷成本-5BP	规模-1%	净息差-5BP	信贷成本+5BP
其余不变	19.16%	21.01%	20.00%	16.34%	14.49%	15.50%
规模+1%	20.57%	22.42%	21.41%	17.75%	15.90%	16.91%
净息差+5BP	22.42%	24.26%	23.25%	19.59%	17.75%	18.76%
信贷成本-5BP	21.41%	23.25%	22.25%	18.59%	16.74%	17.75%
规模-1%	17.75%	19.59%	18.59%	14.93%	13.08%	14.09%
净息差-5BP	15.90%	17.75%	16.74%	13.08%	11.24%	12.25%
信贷成本+5BP	16.91%	18.76%	17.75%	14.09%	12.25%	13.25%

备注：敏感性分析的解释为如“规模+1%”是指在生息资产规模高出我们预测 1 个百分点的时候，净利润增速将由目前的 17.75%提高至 19.16%。

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：上市银行净利润增速预测

净利润增速	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
工商银行	103.68%	66.44%	36.32%	16.10%	25.02%	14.96%	17.25%
建设银行	-1.66%	49.07%	34.10%	15.29%	21.74%	17.61%	18.51%
中国银行	30.09%	31.92%	13.00%	27.20%	16.98%	10.86%	13.12%
农业银行			17.56%	26.26%	35.13%	25.87%	21.54%
交通银行	31.93%	63.52%	38.56%	5.81%	29.75%	17.98%	21.04%
招商银行	66.89%	124.36%	37.41%	-12.94%	40.84%	23.00%	20.11%
兴业银行	45.19%	126.04%	32.60%	12.53%	30.64%	19.15%	13.04%
浦发银行	31.19%	63.85%	127.61%	5.59%	31.11%	20.50%	19.69%
深发展 A	352.56%	87.68%	-76.79%	718.10%	19.56%	19.06%	7.68%
华夏银行	24.51%	44.21%	46.15%	22.45%	52.78%	35.63%	20.08%
民生银行	40.58%	68.58%	24.46%	53.51%	28.16%	20.27%	16.69%
中信银行	18.36%	122.49%	59.98%	7.98%	37.05%	14.05%	12.73%
光大银行	-1.37%	90.17%	45.19%	4.47%	47.36%	23.02%	22.79%
北京银行	26.93%	56.45%	61.79%	4.01%	25.23%	19.80%	13.32%
宁波银行	33.93%	50.47%	40.02%	9.44%	38.26%	27.19%	15.20%
南京银行	61.95%	52.95%	60.10%	6.02%	53.91%	25.75%	26.99%
平均（整体）		58.34%	30.99%	17.36%	26.52%	17.75%	17.74%

来源：齐鲁证券研究所

监管风暴触发我国银行业盈利模式加速转变

资本监管趋紧的深远影响：规模增速向 ROE 回归

- 全球金融监管正在酝酿新一轮的改革，巴塞尔委员会将于 2010 年底前公布资本监管改革的最终文本，全球资本监管趋紧。“大幅度提高银行体系资本质量和资本数量”是 G20 提出的改革目标，2010 年 9 月 12 日，中央银行行长和监管当局负责人会议（GHOS meeting）就巴塞尔委员会提出的国际银行监管制度改革一揽子方案（暂称 Basel III）达成了共识，待 2010 年 11 月召开的二十国集团领导人首尔峰会批准后，巴塞尔委员会将于 2010 年底前公布资本监管改革的最终文本。
- 银监会也表示将在 Basel III 最终方案公布后适时出台我国商业银行资本监管的总体框架和路线图，因为当前我国银行业的资本状况是基本上满足 Basel III 的，所以我们预计不管最后的标准具体是多少，肯定比国际标准更为严格，这点毋庸置疑。目前正在研究的方案包括但不限于：
 - CCAR 最低或将提升至 8%，并有超额资本要求 0%-4%（系统性银行必要时 0%-5%）；
 - 按拨贷比 2.5% 或者拨备覆盖率 150% 达标而产生的拨备高者计提拨备；
- 契合“十二五”规划和经济结构转型，我们预计 2011 年是新资本框架出台较为合适的时间窗口。我们认为不同于 2009 年底的资本标准提升（CAR 由 8% 到 11.5%/10%），本次监管升级将给予商业银行一定过渡期，并利用超额资本来强制商业银行实现规模增速放缓，我国银行规模高速扩张的时代或将一去不复返！
- 不同于市场的观点是我们短期内并不担心银行股的再融资问题，而更关注银行规模增速将向 ROE 回归的趋势。
- 若监管层对 CCAR 要求（加上超额资本要求后）为 9% 以内，则近两年内尚不须担心银行股的再融资问题。我们根据 2010 年底的核心资本（考虑已经公布的股权融资计划）+ 未来利润内生补充资本来推算若 2011-2013 年上市银行的 RWA 复合增速小于 20%，则 2013 年底大多数银行的 CCAR 仍能维持在 9% 附近，若 RWA 复合增速小于 16%，则大多数银行的 CCAR 能维持在 10% 附近。
- 若监管对 CCAR 的要求超过 9%，将会引发上市银行在 2013 年左右集中融资，这取决于监管的最终标准及执行的时间表。但融资并不能从根本上解决银行的发展问题，尽快实现规模增速向留存 ROE 水平的回归以降低资本消耗才是可持续发展之路。
 - 倘若我们假设对核心资本的要求为极端的 12%（=8%+4%），静态看上市银行 2011 年底 CCAR 达到 12% 合计产生的资本缺口将高达 8800 亿元！先撇开资本市场是否愿意承受高额融资不说，融资过后行业的规模发展困境依然不会改变。
 - 但是同样的问题我们换一个角度，如果要求银行在 2013 年底前 CCAR 达到 12%，同时银行 2011-2013RWA 的增速放缓至 10%，则上市银行的资本缺口就会下降至 2000 亿元左右。
- 假定商业银行仅能通过内生利润补充核心资本，则规模增长并不必然降低 CCAR 的条件为生息资产规模增速（RWA%）不超过留存 ROE 水平。

若: $CCAR(t+1) \geq CCAR(t)$

则有: $[E(t) + E(t) \cdot ROE(1-d)] / RWA(t+1) \geq E(t) / RWA(t)$

即: $E(t) [1 + ROE(1-d)] / [RWA(t) \cdot (1 + RWA\%)] \geq E(t) / RWA(t)$

所以: $ROE(1-d) \geq RWA\%$ (其中 E 为核心资本, d 为利润分配比例)

- 实际上监管思路中对反周期超额资本的要求反过来会限制商业银行主动的规模扩张, 因为过高的规模增长 (主要是信贷) 将会导致更高的资本要求。

图表 5: BASEL III 标准及时间表

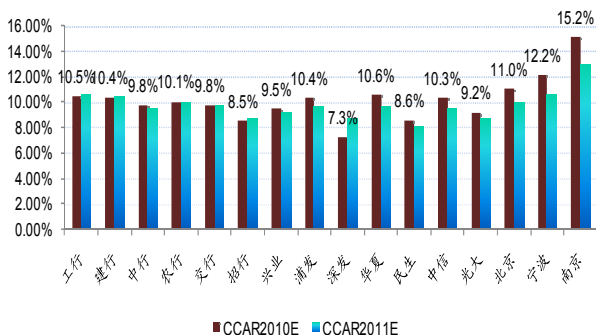
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	As of 1 January 2019
Minimum Common Equity Capital Ratio	3.50%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Capital Conservation Buffer				0.63%	1.25%	1.88%	2.50%
Minimum common equity plus capital conservation buffer	3.50%	4.00%	4.50%	5.13%	5.75%	6.38%	7.00%
Minimum Tier 1 Capital	4.50%	5.50%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Minimum Total Capital	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Minimum Total Capital plus conservation buffer	8.00%	8.00%	8.00%	8.63%	9.25%	9.88%	10.50%

来源: 央行, 齐鲁证券研究所

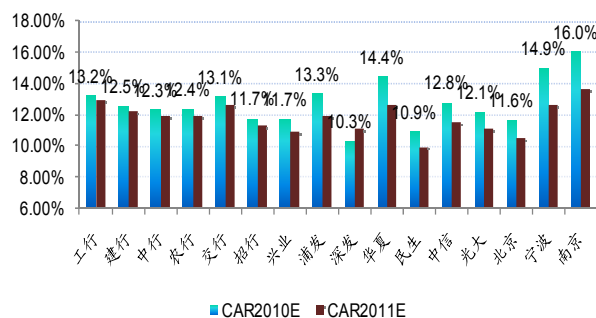
图表 6: 若监管对 CCAR 的要求在 9% 以内, 则不须担心银行股的再融资问题

	2010E 核心资本 本额 (百万元)	2013E 核心资本 本额 (百万元)	2010E RWA 绝对额 (百万元)	2013 年 CCAR > 9% 可支持的 RWA (百万元)	2013 年 CCAR > 9% 可 支持 2011-2013 RWA 复合增速	2013 年 CCAR > 10% 可 支持 2011-2013 RWA 复合增速
工行	720,610	1,148,521	6,868,743	12,761,344	22.93%	18.69%
建行	627,175	985,649	6,029,152	10,951,654	22.01%	17.80%
中行	588,179	861,985	5,990,064	9,577,614	16.93%	12.90%
农行	524,374	805,285	5,203,877	8,947,615	19.80%	15.67%
交行	217,528	358,111	2,226,686	3,979,010	21.35%	17.16%
招商	119,150	211,707	1,394,131	2,352,305	19.05%	14.94%
兴业	88,312	144,994	930,988	1,611,040	20.06%	15.91%
浦发	120,502	180,406	1,160,757	2,004,508	19.97%	15.83%
深发	31,802	62,956	438,600	699,509	16.84%	12.80%
华夏	55,706	77,198	526,880	857,752	17.64%	13.58%
民生	102,814	160,397	1,192,528	1,782,185	14.33%	10.38%
中信	144,285	205,683	1,394,376	2,285,366	17.90%	13.83%
光大	76,523	118,529	828,317	1,316,985	16.72%	12.69%
北京	42,233	69,911	382,365	776,794	26.65%	22.28%
宁波	15,342	22,353	126,237	248,366	25.31%	20.98%
南京	18,481	28,814	121,854	320,154	37.99%	33.23%
合计	3,493,014	5,442,498	34,815,555	60,472,201	20.21%	16.06%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 7：上市银行 2010E 核心资本充足率


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：上市银行 2010E 资本充足率


来源：齐鲁证券研究所

图表 9：不同资本充足率标准下银行可运用的最大杠杆倍数

CCAR 标准	对应的 CAR 值	对应的最大可运用杠杆倍数	
		(假设资产平均风险权重为 60%)	(假设资产平均风险权重为 55%)
4.0%	6.0%	41.67	45.45
5.0%	7.3%	33.33	36.36
6.0%	8.5%	27.78	30.30
7.0%	9.8%	23.81	25.97
7.5%	10.4%	22.22	24.24
8.0%	11.0%	20.83	22.73
8.5%	11.6%	19.61	21.39
9.0%	12.3%	18.52	20.20
9.5%	12.9%	17.54	19.14
10.0%	13.5%	16.67	18.18
10.5%	14.1%	15.87	17.32
11.0%	14.8%	15.15	16.53
11.5%	15.4%	14.49	15.81
12.0%	16.0%	13.89	15.15

备注：2010 年第二季度起，贷款损失一般准备以贷款余额的 1% 计入附属资本；2009 年 10 月规定计入附属资本的次级债比例为不超过核心资本的 25%。

来源：齐鲁证券研究所

规模扩张驱动的盈利模式将向 ROA 驱动的盈利模式转变

- $R = A \times ROA = E \times ROA \times A/E$ ，资本既定的条件下，资本充足率限制了可运用的最大杠杆倍数 (A/E)，进而限制了 A 的扩张速度，所以 **ROA 决定了内生补充资本的能力**，不仅如此商业银行若能有效提升 **ROA 水平**，还可获得超越同行的盈利增长，即 **ROA 的差异还决定了利润增长速度的差异**。
- 例如有两家银行 A 和 B (假设目前 ROA 水平均为 1%)，在资产规模均增长 15% 的情形下，若 A 银行的 ROA 由 1% 提升至 1.1%，则可实现净利润增长 26.5%，远高于 B 银行 (ROA 不变) 15% 的增速。

- **ROA 管理与提升路径:** (1) 息差和信贷成本的差值最大化管理; (2) 大力发展不占用资本的非息收入; (3) 管理效率的提升。
 - 因为 $ROA = \text{Interest Income}/A + \text{Non-interest Income}/A - \text{Burden Cost}/A - \text{Provision}/A - \text{Tax}/A = ((NIM - \text{Credit Cost}) + (\text{Non-interest Income}/A - \text{Burden Cost}/A)) * (1 - t)$
- **香港银行 ROA 和内地银行 ROA 比较**
 - 总体来看, 香港银行业的 ROA 高于内地上市银行大约 26BP。虽然内地银行业的 NIM 水平和费用支出对 ROA 的贡献显著高出香港银行业, 但显著偏低的非息收入使得 ROA 低于香港银行, 香港银行的非息收入占平均资产的比重较内地银行高出多达 100 个 BP!
 - 内地银行的信贷成本较香港偏高, 若考虑信贷成本后的净息差水平 $((NIM - \text{Credit Cost})/AA)$, 则内地银行仅高出香港银行 26 个 BP。

图表 10: 香港银行业 ROA 和国内银行 ROA 比较

	2009A 总资产 (百万人民币)	2003-2006 平均					
		ROAA	NIM	Non-interest Income/AA	Burden Cost/AA	Provisi on /AA	Tax/AA
汇丰控股	16,144,951	1.05%	2.33%	2.02%	-2.36%	-0.58%	-0.36%
渣打集团	2,981,554	1.07%	2.35%	1.47%	-2.14%	-0.20%	-0.41%
恒生银行	727,248	1.87%	1.89%	1.96%	-1.66%	0.00%	-0.33%
东亚银行	382,201	1.15%	1.77%	0.96%	-1.32%	-0.05%	-0.22%
永亨银行	129,540	1.30%	1.90%	0.73%	-1.01%	-0.04%	-0.27%
平均		1.29%	2.05%	1.43%	-1.70%	-0.17%	-0.32%
内地上市银行平均(2010E)		1.03%	2.44%	0.42%	-1.23%	-0.30%	-0.29%

来源: 上市公司定期报告, 齐鲁证券研究所

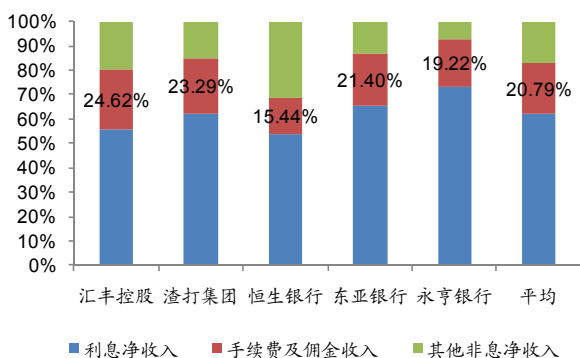
- **美国银行 ROA 和中国银行 ROA 比较**
 - 美国银行业的 ROA 水平高于我国约 45 个 BP, 我们发现在收入贡献上, 美国银行业均好于我国银行业; 而在支出贡献上, 我国银行业占据明显优势, 尤其是美国银行的成本收入比高达 50%-60%, 导致其 ROA 中费用的贡献高达 -3.46%。
 - 美国银行的高风险高收益体现为扣除信贷成本后的净息差 $((NIM - \text{Credit Cost})/AA)$ 为 2.83%, 高于内地和香港银行业 69 和 95 个基点。当然在金融危机中多数银行的信贷成本的大幅上升基本吞噬了净息差。
 - 和香港银行业一样, 美国银行业的非息收入占比高, 对 ROA 的贡献度超出内地银行业 244BP, 超过香港银行业 143BP。我们认为混业经营模式和金融创新都为美国银行的非息收入提供了土壤, 而我国银行尚不具备这些条件, 所以非息中除手续费收入外的其他收入占比的提升空间相对有限。

图表 11: 美国银行业 ROA 和国内银行 ROA 比较

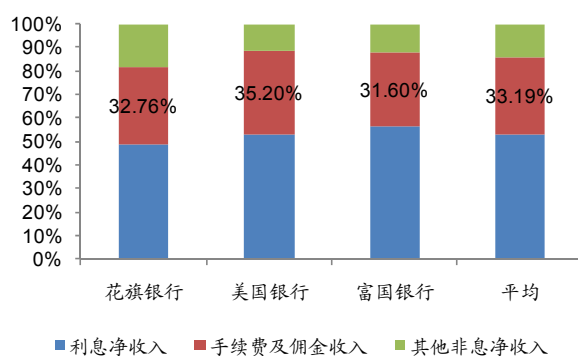
	2009A 总资产 (百万美元)	2001-2006 平均					
		ROAA	NIM	Non-interest Income/AA	Burden Cost/AA	Provisi on /AA	Tax/AA
花旗银行	1,856,646	1.28%	2.89%	2.90%	-3.25%	-0.67%	-0.59%
美国银行	2,223,299	1.48%	2.91%	2.41%	-2.73%	-0.40%	-0.71%
富国银行	1,243,646	1.70%	4.23%	3.25%	-4.39%	-0.48%	-0.92%
平均		1.49%	3.34%	2.85%	-3.46%	-0.52%	-0.74%
内地上市银行平均(2010E)		1.03%	2.44%	0.42%	-1.23%	-0.30%	-0.29%

来源: 上市公司定期报告, 齐鲁证券研究所

- 经过比较香港和美国银行的 ROA 驱动因子, 我们认为长期看 (1) 从利息业务的综合收益角度, 内地银行的息差与信贷成本的差值下降空间有限; (2) 内地银行通过“发展非息收入, 提高非息收入占比”提升 ROA 的空间很大。
- 通过比较香港和美国银行业的收入结构, 我们得出: 上市银行 2009 年收入结构中手续费收入和其他非息收入占比平均为 11.9% 和 4.5%, 均远低于香港和美国, 可见非息收入, 尤其是手续费收入的成长空间很大。

图表 12: 香港银行业收入结构 (2003-2006 平均)


来源: 上市公司定期报告, 齐鲁证券研究所

图表 13: 美国银行业收入结构 (2001-2006 平均)


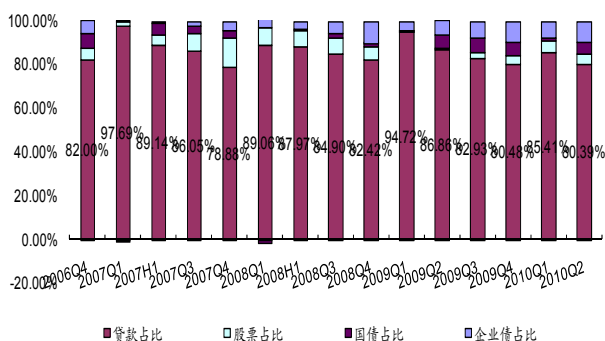
来源: 上市公司定期报告, 齐鲁证券研究所

中间业务的战略地位上升

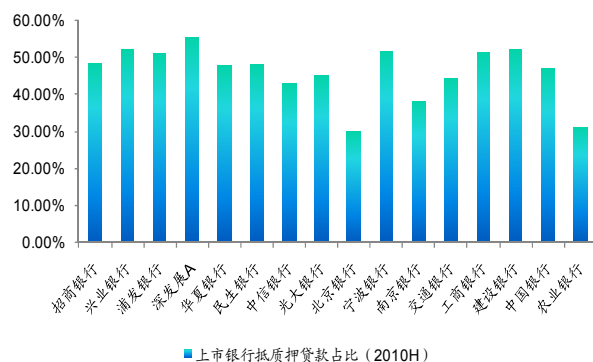
息差长期趋势向下, 对 ROA 的负面影响早晚会出现

- 金融脱媒大背景下商业银行息差的长期趋势向下对商业银行 ROA 构成最大威胁。我们不想再去花大篇幅讨论利率市场化对商业银行利差的挑战。我们的结论是利率市场化只是一个催化剂, **金融脱媒是商业银行利差受到挑战的根本原因**。一方面金融脱媒导致优质大中型企业贷款融资需求的下降导致贷款竞争激烈, 贷款收益率难以提升; 另一方面是资金保值增值需求增加和投资渠道逐步增多导致的商业银行存款吸引力下降, 负债成本上升。

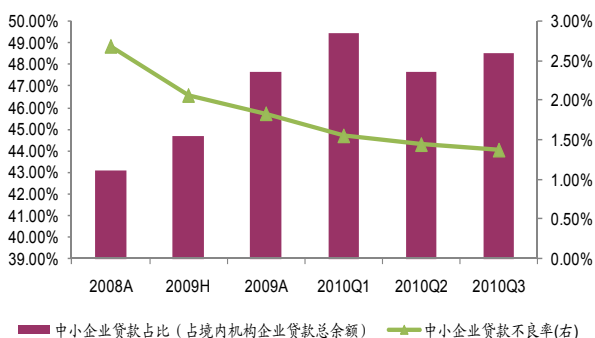
- 我们无法判断“利率市场化”这一催化剂何时到来，但一旦利差保护消除，利率市场化启动，NIM 下行对商业银行的 ROA 的冲击是直接的，显著的。
- 但我们认为短期内息差和信贷成本的差值最大化管理仍有可为空间。考虑到短期内直接融资市场的发展还难以对银行信贷造成直接冲击，存款成本上升的压力主要来自于监管层对存贷比的严格限制所以上升空间有限。而中小商业银行致力于增加中小企业信贷和居民消费信贷在整个贷款结构中的占比是主动管理息差的积极表现形式。而在中国，中小企业贷款和居民消费贷款大都有足够抵押，故只要房地产价格不发生剧烈调整，信贷成本将会控制在较低水平，故息差和信贷成本的最大化管理得以实现。

图表 14：贷款占我国融资额的比重高达 80%


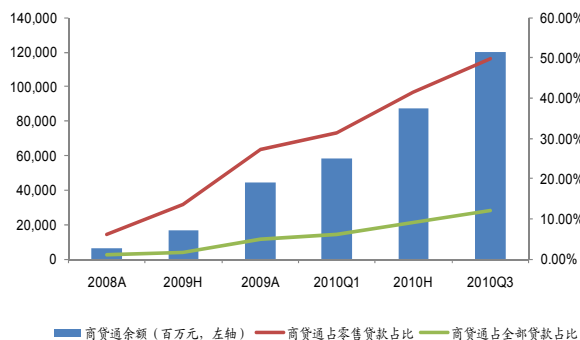
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 15：上市银行抵质押贷款占比高


来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 16：招商银行中小企业贷款占比持续提升


来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 17：民生银行“商贷通”有声有色


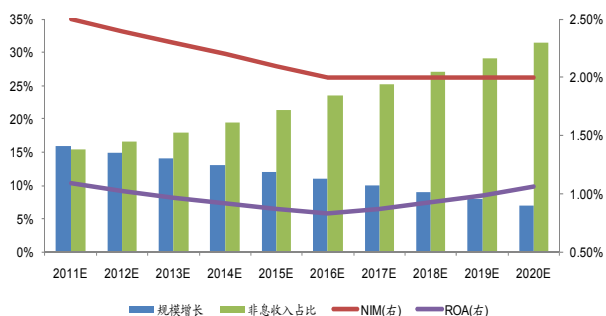
来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

中间业务的发展一定会带来 ROA 的向上拐点出现

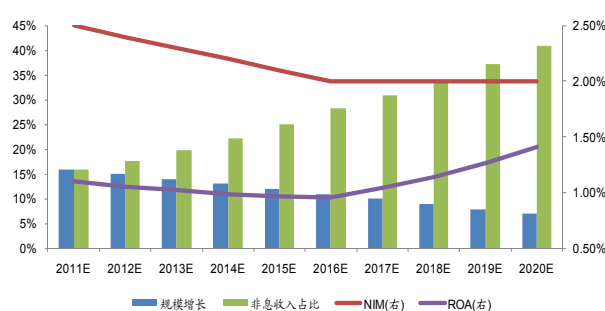
- 我们想通过一组模拟测算来说明：非息收入对 ROA 的贡献度将逐步提升，息差的长期下降趋势并不代表 ROA 的长期下降趋势。
- 模拟情形一：未来五年 NIM 呈现下降趋势，至 2016 年至 2%；同时规

模增速下降，非息收入年均增长 20%/25%。结果显示非息收入增长 20%，ROA 在 2016 年到达低点后逐步回升，至 2020 年可恢复至当前水平。非息收入增长 25%，ROA 在 2015 年触底后迅速回升并超过当前水平至 2020 年底 ROA 可达到 1.41% 的水平（相当于当前美国银行业的水平，高于当前香港银行业的水平）。

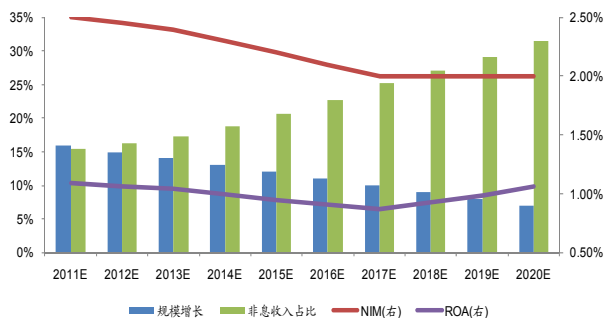
- 模拟情形二：未来三年息差微降，三年后降幅增加至 2017 年回落至 2%；非息收入年均增长 20%/25%。结果显示非息收入增速若达到 25%，基本可抵消息差下降的负面影响使得 ROA 稳定，息差稳定后 ROA 又将会快速上升。
- 模拟情形三：未来三年息差稳定，之后至 2020 年逐步下降至 1.80%，非息收入年均增长 20%/25%。结果显示非息收入增长 20%，ROA 的降幅明显减少，若非息收入增长 25%，则 ROA 基本不因息差下降而下降，在 2016 年左右开始出现回升，至 2020 年达到 1.26%（相当于目前香港银行业的水平）。
- 结论：（1）既然我国银行非息收入的发展趋势是向上的，ROA 短期内即使受息差拖累而下行，但非息收入发展到一定阶段后必然会将 ROA 拉回到当前水平并继续提升。（2）过去非息收入因基数低而呈现高增长，但在 NIM 和规模增长双轮驱动的利息收入高增长的光环下，非息收入的地位没有上升。但我们认为目前利息收入的增长驱动力已经开始减弱，非息收入的战略性地位将开始提升，对 ROA 的影响将高于 NIM 的贡献。

图表 18：情形一下非息收入增长 20% 的 ROA


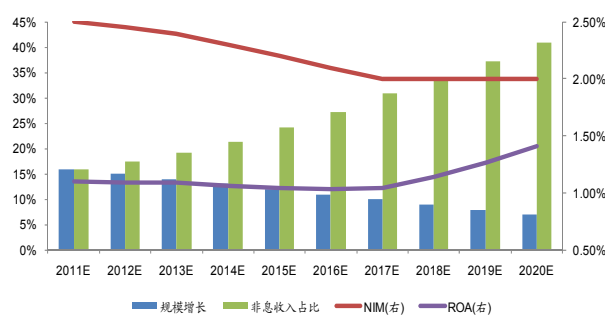
来源：齐鲁证券研究所

图表 19：情形一下非息收入增长 25% 的 ROA


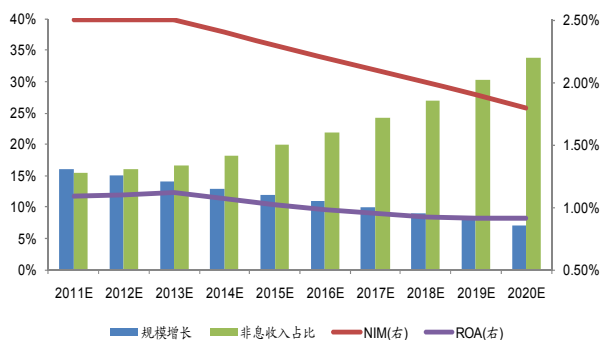
来源：齐鲁证券研究所

图表 20：情形二下非息收入增长 20% 的 ROA


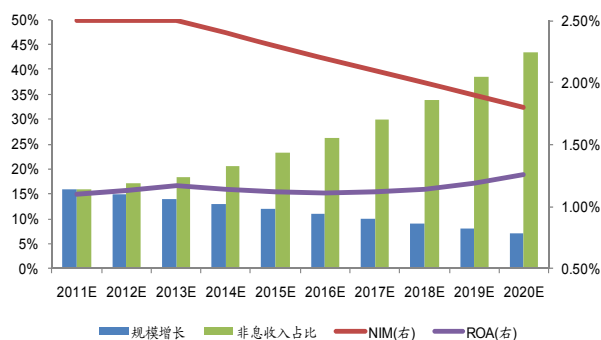
来源：齐鲁证券研究所

图表 21：情形二下非息收入增长 25% 的 ROA


来源：齐鲁证券研究所

图表 22：情形三下非息收入增长 20% 的 ROA


来源：齐鲁证券研究所

图表 23：情形三下非息收入增长 25% 的 ROA


来源：齐鲁证券研究所

中间业务仍快速增长：对 ROA 的正向贡献逐步提升

- 必须看到金融脱媒对息差形成挑战的同时也给非息收入带来较大的发展机遇：（1）企业和居民全面金融服务增加；（2）直接融资规模增加投行业务收入；（3）银行尝试混业经营。在我国所有金融企业中，客户对银行的信赖程度是最高的，这也是我国银行业未来非息收入（这里主要指手续费收入）具有广阔发展前景的保证之一。
- 目前银行手续费收入主要由国内和国际结算清算业务、银行卡业务、理财业务（含资产托管业务）组成，这三类收入合计占全部手续费收入比重超过 60%（部分银行占比高达 70%-80%）。我们认为最为传统的结算和清算业务未来 3-5 年复合增速维持在 20% 左右是完全可期的。下面我们将重点论述银行卡业务和理财业务的发展前景。

居民理财意识提高，理财业务发展前景广阔

- 尽管来自于基金的手续费收入大多和资本市场相关，但观察 08 年和 10 年的收入情况我们认为资本市场不好的时候，银行的代理保险收入和理财产品收入都会呈现显著增长，这主要得益于银行对客户强大的营销能力，能根据市场状况向客户重点营销不同类型的产品，故理财业务收入整体实现良好增长（08 年下降是由于 07 年基金相关业务过于火爆导致下降）。
- 我们尝试分拆估算银行理财业务未来的增长，测算结果显示未来三年银行业理财业务收入复合增速可达到接近 30% 的水平（过去 5 年复合增速高达 56%）。

图表 24：银行与理财相关的部分业务手续费收入测算

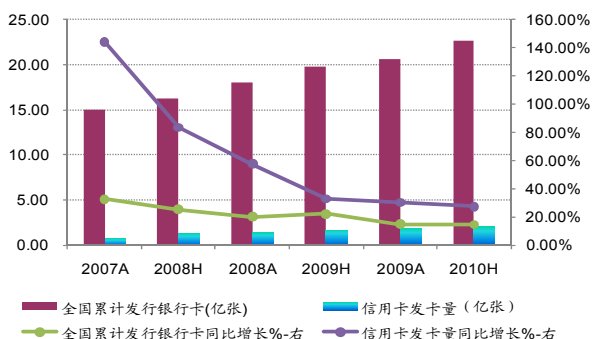
单位：亿元人民币	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2005-2010 CAGR
银行基金首发销售收入	11.05	24.45	11.93	16.10	18.90	24.50	
YOY	-42.00%	121.23%	-51.20%	34.91%	17.39%	29.63%	26.12%
国内基金新发规模(非货币型)	1,579	3,493	1,705	2,300	2,700	3,500	
新发基金销售费率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
基金销售收入	15.79	34.93	17.05	23.00	27.00	35.00	
基金申赎收入	73.71	124.94	111.95	148.69	196.79	259.66	
YOY	-77.58%	69.51%	-10.40%	32.81%	32.35%	31.94%	64.09%
国内基金存量市值 (股票+混合型)	12,284	20,824	17,493	21,866	27,332	34,165	
基金市值增长率	-55.16%	69.51%	-16.00%	25.00%	25.00%	25.00%	59.76%
申购赎回周转率	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	
基金申购赎回交易量	14,741	24,988	22,391	29,737	39,358	51,931	
申购赎回平均费率	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	
资产托管收入	57.72	55.40	43.79	55.07	69.26	87.14	
YOY	14.26%	-4.02%	-20.95%	25.75%	25.77%	25.80%	37.61%
1-基金托管收入	53.52	50.35	37.23	46.54	58.17	72.71	37.72%
银行托管的基金资产合计	19,081	25,820	24,819	31,024	38,780	48,475	
银行托管的基金资产增速	-41.33%	35.32%	-3.88%	25.00%	25.00%	25.00%	
基金托管费率	0.28%	0.20%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	
2-企业年金收入	4.20	5.05	6.57	8.53	11.09	14.42	37.01%
企业年金规模	2,100	2,525	3,283	4,267	5,547	7,212	
企业年金规模增速	40.00%	20.24%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	
企业年金托管费率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	
银行代理保险收入	96.89	112.73	148.28	188.68	239.01	294.17	
YOY	113.79%	16.35%	31.54%	27.25%	26.68%	23.08%	41.87%
总保费规模	7,338	8,144	11,822	14,187	17,024	20,429	
总保费规模增长%	45.64%	10.99%	45.16%	20%	20%	20%	26.17%
银保产品销售规模	2,912	3,039	4,278	5,391	6,639	8,171	
银保占比%	39.69%	37.31%	36.19%	38.00%	39.00%	40.00%	
销售费率	3.33%	3.71%	3.47%	3.50%	3.60%	3.60%	
银行理财产品收入	874	1,100	1,413	1,837	2,389	3,105	
YOY	-26.91%	25.82%	28.48%	30.00%	30.00%	30.00%	64.33%
理财产品发行数量	6,593	7,785	8,293				
发行数量增长	117.09%	18.08%	6.53%				57.35%
理财产品销售收入(估计)	874	1,100	1,413	1,837	2,389	3,105	
收入合计:	1113.71	1417.59	1729.29	2245.87	2912.51	3770.56	
收入增速%	-32.08%	27.29%	21.99%	29.87%	29.68%	29.46%	55.46%

备注：2010 年除银保收入外的其他均以截至 10 月 15 日的情况估算

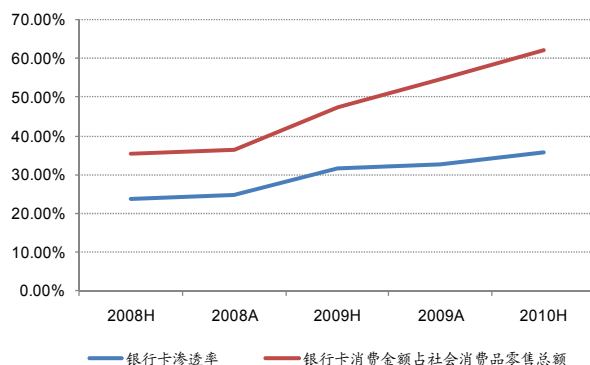
来源：齐鲁证券研究所

银行卡业务：保守估计未来三年年均增速超过 25%

- 目前银行卡收入在手续费收入中的占比高达 30%。
- 截至 2010 年上半年末，我国银行卡（含借记卡、信用卡等）累计发卡量达 23 亿张，其中信用卡累计发卡量达 2.07 亿张。虽然借记卡存量市场趋于饱和，增速呈现下降态势；但信用卡发卡量仍有较大增长空间。
 - 目前我国信用卡人均拥有量仅为 0.16 张，仅有北京和上海两地人均拥有量超过 1 且远远高于其他地区水平，西藏、贵州、青海、甘肃等省（市、自治区）信用卡人均拥有量仍小于 0.04 张。而美国信用卡人均拥有量 4.39 张/人，巴西为 0.95 张/人，均远远超出我国的人均持有量。
 - 若我国信用卡发卡量每年增长 25%，至 2015 年人均拥有量也仅提升至 0.5。而在除一线城市外的二三线城市，信用卡的接受度才逐步开始；而 90 后步入工作岗位后用卡需求也会增加，故我们预计未来 3-5 年信用卡发卡量不会显著下降，仍能维持 25%-30% 左右的增长。
- 近年来社会公众使用银行卡的意识不断增强，银行卡业务受理环境也在不断改善（联网商户，POS 机和 ATM 机增加），银行卡的消费金额和卡均消费量都呈现大幅增长，我们预计这一趋势至少在 3-5 年的时间里延续。
 - 银行卡渗透率升至 35.6%，逐年提高；
 - 银行卡消费金额占社会消费零售总额比重也在逐步提高；
 - 虽然近年银行卡消费快速增长，但卡均单季消费额仅为 1000 元左右，占当前城镇居民人均消费性支出（3000 元以上）的比例不足三分之一。
- 我们认为未来 5 年银行卡业务金额（消费、存取转账等综合）有望持续较快增长的原因还在于：
 - 消费主体的变化：（1）“90 后”将逐步步入工作岗位，“80 后”的收入将明显提升，消费需求增加；（2）这两代人的消费能力更强，支付习惯更加依赖银行卡。
 - 免费午餐逐步减少：多年来我国银行卡相关的多项服务都是免费的（典型的如信用卡年费，借记卡小额账户管理费，代理费等），未来免费的项目有减少趋势。

图表 25：银行卡发卡量稳步增长


来源：央行，齐鲁证券研究所

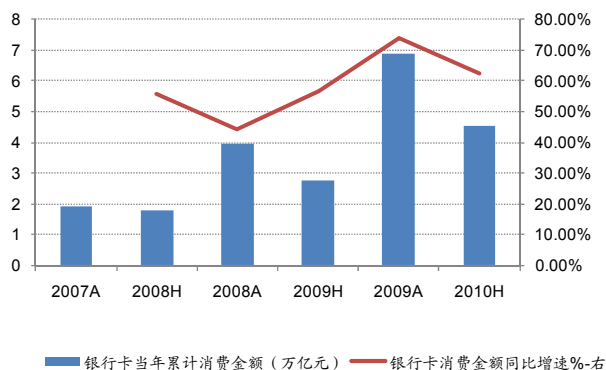
图表 26：银行卡渗透率逐步提升


来源：央行，齐鲁证券研究所

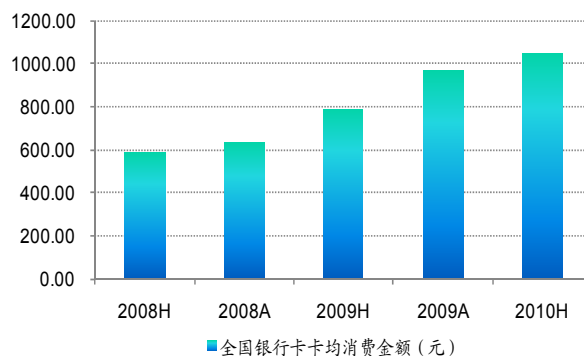
图表 27：若信用卡发卡量每年增长 25%，至 2015 人均量也仅为 0.5

	2010H	2015E	2015E	2015E	2015E	2015E
信用卡人均拥有量	0.16	0.30	0.40	0.50	0.60	0.70
信用卡发卡量（亿张）	2.07	3.88	5.18	6.47	7.76	9.06
2010-2015 年信用卡发卡量复合增速		13.40%	20.11%	25.59%	30.26%	34.34%

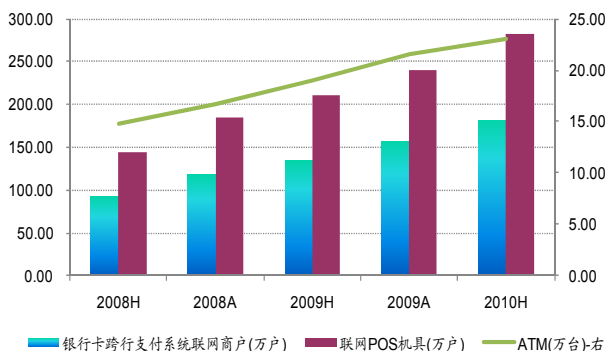
来源：齐鲁证券研究所

图表 28：近年银行卡消费额快速增长


来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 29：银行卡卡均消费额仍有很大提升空间


来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 30：银行卡业务受理环境也在不断改善


来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 31：部分银行近年银行卡收入增长情况

银行卡手续费收入增长	2007A	2008A	2009A	2010H
招商银行	89.03%	40.98%	-2.77%	22.82%
工商银行	66.42%	34.01%	30.68%	42.04%
建设银行	36.97%	36.14%	28.42%	29.07%
兴业银行	142.92%	77.01%	46.74%	39.68%
华夏银行	82.50%	67.74%	45.52%	53.92%
中信银行	118.09%	106.45%	29.35%	23.15%

来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

类混业经营和新兴业务的边际贡献加大

- 金融脱媒引发银行不能完全满足客户日益增长的金融需求，但银行通过参股或控股信托、保险、证券、基金等形式实现混业经营（我们暂且称之为类混业模式），相应的保险收入，基金管理收入等将对非息收入形成较大的边际贡献，还有我们看到这两年部分银行的金融租赁业务也对手续费收入增量的贡献度提升。
- 类混业经营模式还可实现交叉销售合作模式吸引客户（如信用卡和保险客户的交叉销售），对现有业务形成良性促进。
- 未来我国直接融资占比的不断提升也有助于投行业务收入增加。

图表 32：上市银行涉足保险、基金、信托等情况

	保险	基金	信托	投资银行	金融租赁
工商银行	金盛人寿（60%）	工银瑞信（55%）		工银国际（100%）	工银金融租赁（100%）
建设银行		建信基金（65%）	建信信托（67%）	建行国际（100%）， 建银国际（100%）	建信租赁（75%）
中国银行	中银集团保险（100%）	中银基金（83.5%）	中银集团信托 （76%）	中银国际（100%）	中银航空租赁（100%）
农业银行		农银汇理（51.67%）		农银国际（100%）	
交通银行	交银保险（100%）、交 银康联（51%）	交银施罗德（65%）	交银国信（85%）	交银国际（100%）	交银租赁（100%）
招商银行	永隆银行	招商基金（33.4%）	永隆银行	永隆银行	招银租赁（100%）
兴业银行					兴业金融租赁（100%）
深发展		平安集团			
民生银行		民生加银基金（60%）			民生金融租赁（81.25%）
中信银行		中信集团			光大金融租赁（81.25%）
光大银行		光大金控			
北京银行	中荷人寿（50%）				

来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

- 经过以上分析，我们分中性和乐观两种情形测算了未来三年上市银行手续费收入的增长情况。我们预计上市银行 2011-2013 年手续费收入增速将达到 25%-30%，其中预计大型银行及招商银行的增速平稳，而目前非息收入占比较低的中小银行业务营销和拓展潜力较大，有望获得高于行业的增速。

图表 33：2011-2013 年手续费收入增速模拟测算

	增速（中性）			增速（乐观）		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
清算与结算业务	20%	20%	20%	20%	20%	20%
银行卡业务	25%	25%	25%	30%	30%	30%
理财业务	25%	25%	25%	30%	30%	30%
其他新兴业务	30%	30%	30%	50%	50%	50%
手续费收入合计	25.00%	25.08%	25.16%	32.00%	32.73%	33.49%

来源：齐鲁证券研究所

银行估值的变迁：分部估值的应用时机成熟

分部估值法在银行股中的应用思路

- 站在当前的时点上展望未来，息差和非息收入呈现出迥异的发展趋势，对 ROA 的贡献方向完全相反，所以单一的采取 PE 和 PB 的方法都不能很好的反应银行业当前发生的重要变化：（1）盈利模式由规模驱动向 ROA 驱动转变；（2）非息收入将成为 ROA 最明显的驱动力。
- 所以我们提出对银行业进行分部估值，给予非息业务不同于利息业务的估值倍数！既然非息业务仍能保持较快速度的增长，对银行盈利的贡献度也处于上升，就应该给予该部分业务高估值！此外和利息收入相比，手续费收入受宏观经济环境和货币政策的影响相对较小，没有太多政策性风险，这也是手续费收入应该给予高估值的原因之一。
- 我们认为当前分部估值法应用时机已经成熟的原因：（1）中间业务的战略性地位已经开始提升，2011 年商业银行的非息收入增速将开始超过利息收入增速；（2）未来我国商业银行的非息收入仍将呈现快速发展态势，在营业收入中的占比将继续提升。
- 我们认为分部估值法仅适用于大中型银行，并不适合针对城商行。目前城商行仍处于异地快速扩张阶段，其利息收入在未来三-五年内仍将维持一个较快的增长如 25%-30%，且城商行在诸多手续费收入上受制于网点和业务牌照，其在手续费收入方面的快速增长多由基数低所致，其中间业务增长的稳定性并不优于利息收入，故我们认为分部估值法并不适合城商行。
- 分部估值的步骤：我们将各家上市银行的 EPS 分拆为三块，即利息收入、手续费收入和其他非息收入贡献的 EPS，然后对每块业务进行单独估值。
- 业绩的分拆说明：（1）营业费用将在利息收入和非息收入之间平均分配。（2）拨备费用全部划入利息业务。（3）由于非息业务中手续费收入以外的其他非息收入（主要是投资收益，公允价值变动，汇兑等）的业绩具有较大的波动性，年度之间可持续行差，因此我们按照 1XPE 进行估值，即不给予其成长估值倍数。

利息业务收入的长期估值中枢：10XPE

- 根据 DDM 模型测算结果，我们应该给予大型和中型银行利息收入业务估值倍数分别为 9.9 倍和 10.5XPE。
- 大中型银行未来业绩驱动变量的差异在于：（1）目前中型银行的息差平均水平略高于大型银行，我们认为这一差距将持续保持，因为中型银行的中小企业贷款溢价能力对业绩的边际贡献更高；（2）当前中型银行贷款占生息资产比重普遍高于大型银行，我们假设未来中型银行将逐渐向 50% 回归；（3）当前中型银行的杠杆亦高于大型银行，我们假设这一差异在未来 5 年内仍将保持。

图表 34：大型银行利息收入业务 PE 估值为 9.9X

利息收入的 PE	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	永续
NIM	2.45%	2.45%	2.40%	2.35%	2.30%	2.25%	2.20%	2.15%	2.10%	2.05%	2.00%	2.00%
Burden cost%	35.00%											
Loan/A	50%											
Credit Cost	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
A/E	17	16	16	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Dividend Rate	40%	40%	40%	45%	45%	45%	45%	50%	50%	60%	60%	70%
ROE	16.92%	15.92%	15.52%	14.18%	13.80%	13.43%	13.63%	13.25%	12.88%	12.50%	12.13%	12.13%
G=b*ROE	10.15%	9.55%	9.31%	7.80%	7.59%	7.38%	7.50%	6.63%	6.44%	5.00%	4.85%	3.64%
Cost of Equity	11.25%											
Implied PE	9.89											

来源：齐鲁证券研究所

图表 35：中型银行利息收入业务 PE 估值倍数为 10.5X

利息收入的 PE	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	永续
NIM	2.50%	2.50%	2.45%	2.40%	2.35%	2.30%	2.25%	2.20%	2.15%	2.10%	2.05%	2.00%
Burden cost%	35.00%											
Loan/A	60%	59%	58%	57%	56%	55%	54%	53%	52%	51%	50%	50%
Credit Cost	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
A/E	18	18	17	17	16	16	15	15	15	15	15	15
Dividend Rate	20.00%	20.00%	25.00%	25.00%	30.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%	60.00%	70.00%
ROE	17.53%	17.62%	16.29%	15.94%	14.68%	14.35%	13.77%	13.46%	13.14%	12.82%	12.50%	12.13%
G=b*ROE	14.03%	14.09%	12.22%	11.96%	10.28%	10.05%	8.95%	8.07%	7.23%	6.41%	5.00%	3.64%
Cost of Equity	11.25%											
Implied PE	10.52											

来源：齐鲁证券研究所

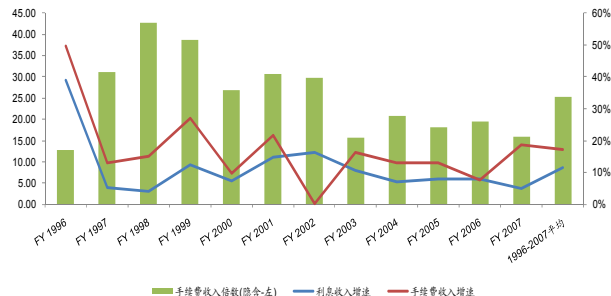
我们给予上市银行手续费业务 20-30XPE

- 为了证明手续费业务是应该给予高估值的，我们考察了富国银行、美国银行、汇丰控股以及恒生银行等银行手续费收入增长和对应的估值水平情况，我们的思路是将分部估值法应用于这些银行，并根据这些银行的历史估值情况来测算出隐含的手续费收入估值倍数。
- 反推手续费估值倍数的思路如下：业绩的拆分思路 and 我国银行的拆分思路相同，即拨备支出划入利息收入，其余费用平坦。根据各家银行利息收入增长的不同情况大致给予 10-15X 的估值区间，对于除手续费外的非息收入我们也给予 8/10XPE，然后根据历史估值水平及各块业务占比来反推隐含的手续费收入估值倍数。
- 富国银行在 1996-2007 年间，利息收入平均增速为 10%，而非息收入平均增速达 17%，但由于手续费收入增速显著好于利息收入增长，故隐含的手续费估值倍数平均为 25X，而在手续费收入快速增长的

1996-2001 年间，手续费收入的估值倍数也较高，平均有 31X，而这段时间也正是手续费收入占比明显提升的时期（由 27% 上升至最高的 44%）！

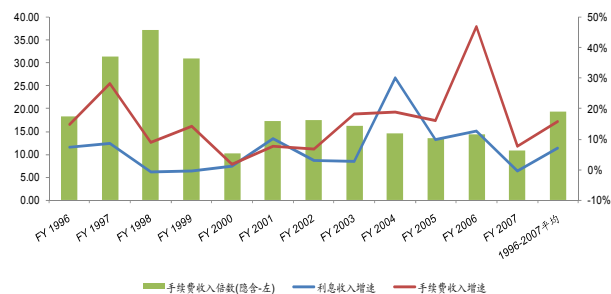
- 美国银行在 1996-2007 年间，利息收入的平均增速为 7%，而非息收入平均增速达 16%，期间隐含的手续费估值倍数平均为 19X，而在手续费增速明显超过利息收入，占比显著上升的 1996-1999 年，手续费收入的估值倍数高达 30X！
- 汇丰控股在 1993-2007 年间，利息收入的平均增速为 14%，手续费收入的平均增速为 17%，隐含的手续费估值倍数平均为 20X。在其手续费收入占比上升较为明显的 1997-2002 年间，相应的估值水平也同样有抬高。
- 恒生银行在 1993-2007 年间，利息收入的平均增速为 7%，而手续费收入平均增速高达 21%，隐含的手续费估值倍数平均为 27X。而在 1995 年后利息收入呈现下滑趋势后手续费收入的估值迅速提升，而期间手续费收入的占比也从 10% 明显上升至 19%；2002 年之后利息收入增速见底有所回升，手续费收入的估值倍数较前期也略有下降。
- 永亨银行和东亚银行在 1994-2007 年间手续费收入平均增长 17% 和 16%，大部分年份增速高于利息收入，对应的手续费估值分别为 17X 和 23X，我们同样可以看到利息收入增速下降时手续费收入估值出现相应提升。

图表 36：富国银行手续费收入增速及估值倍数



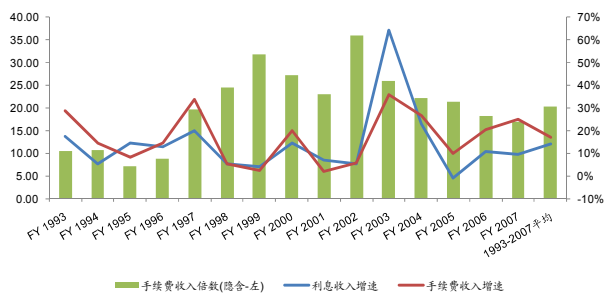
来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

图表 37：美国银行手续费收入增速及估值倍数



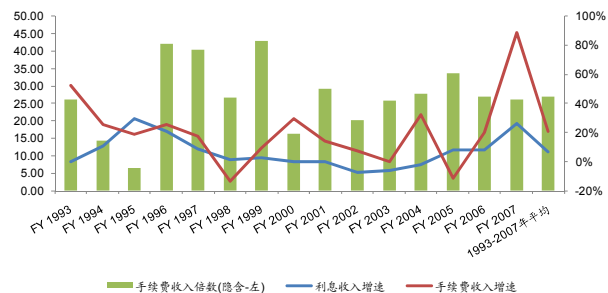
来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

图表 38：汇丰控股手续费收入增速及估值倍数

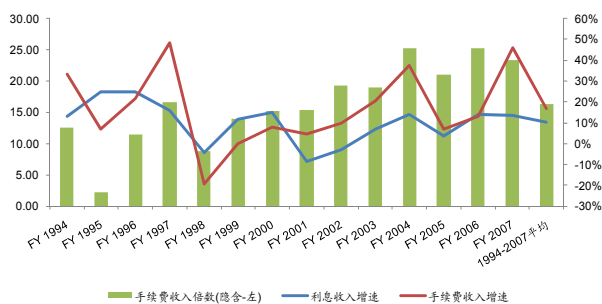


来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

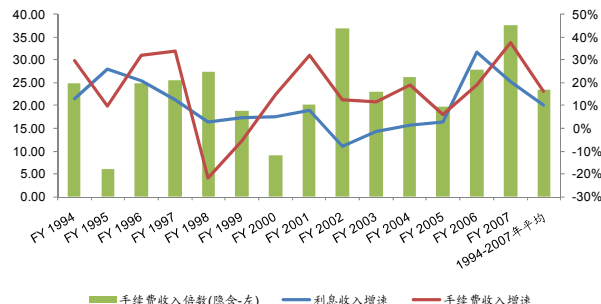
图表 39：恒生银行手续费收入增速及估值倍数



来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

图表 40：永亨银行手续费收入增速及估值倍数


来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

图表 41：东亚银行手续费收入增速及估值倍数


来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

- 从美国和香港分部估值法的应用中我们得出的结论：（1）手续费收入的稳定性要高于利息收入（香港 98 年有亚洲金融危机因素），平均增长速度也高于利息收入；（2）手续费收入的增速显著高于利息收入时，或者手续费收入连续快速增长时，隐含的手续费收入的估值倍数都有明显上升；（3）总体上手续费收入的估值倍数在 20-30X 之间，均高于手续费增长速度。
- 根据前面对我国银行业未来手续费收入增长的前景判断，我们预计未来三年商业银行的中间业务收入的增速将达到 25%-30%，结合国际估值水平，则我们认为给予该业务 20-30XPE 应该是合理的。
- 我们考察了上市大中型银行历史手续费收入增长情况以及我们对未来三年左右增长情况的判断，我们给予工商银行、建设银行、中国银行 15XPE，给予交通银行、农业银行 20XPE，给予招商银行、兴业银行、中信银行和民生银行 25XPE，鉴于其余中小银行目前手续费收入在营业收入中的比重普遍偏低，未来增长速度相对更快，我们给予 30XPE。

图表 42：上市银行 2006-2010 年手续费净收入增长情况

手续费及佣金净收入增速	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E
工商银行	54.98%	134.70%	14.71%	25.33%	28.82%
建设银行	60.51%	130.73%	22.78%	25.00%	24.44%
中国银行	122.41%	72.79%	12.42%	15.19%	18.00%
农业银行			3.49%	49.76%	29.20%
交通银行	49.19%	137.93%	22.94%	28.99%	29.54%
招商银行	60.43%	156.13%	20.27%	3.22%	34.53%
兴业银行	82.36%	250.86%	72.87%	18.76%	45.84%
浦发银行	76.19%	98.47%	58.89%	22.98%	71.95%
深发展 A	44.77%	50.58%	63.34%	38.75%	25.21%
华夏银行	53.41%	48.24%	82.34%	24.51%	30.33%
民生银行	175.67%	132.98%	86.55%	4.55%	70.06%
中信银行	81.58%	174.04%	78.85%	13.44%	24.38%
光大银行	3.38%	100.83%	82.77%	45.18%	41.01%
上市银行简单平均		108.22%	65.12%	26.11%	36.50%

来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

结论：买入银行股

- 根据以上思路我们对上市银行 2011 年业绩预测进行了分拆，并按利息业务 9.9/10.5XPE 估值，手续费收入按 15-30X 估值，结果显示 13 家大中型上市银行的合理股价较目前股价平均溢价幅度高达 30%!
- 可见，当前股价反映了息差长期下降的趋势，但未反应非息收入的良好成长性。

图表 43：大中型上市银行分部估值结果（按 2011 业绩）

2011EPS 分解	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行	交通银行	招商银行	兴业银行	浦发银行	深发展 A	华夏银行	民生银行	中信银行	光大银行
利息收入 EPS	0.40	0.46	0.25	0.26	0.64	1.15	2.79	1.27	1.77	1.03	0.54	0.41	0.27
手续费收入 EPS	0.12	0.15	0.10	0.08	0.16	0.28	0.47	0.16	0.22	0.09	0.15	0.06	0.06
其他 EPS	0.00	0.01	0.03	0.00	0.02	0.04	0.07	0.03	0.07	0.02	0.01	0.00	0.01
合计	0.52	0.61	0.37	0.34	0.82	1.46	3.33	1.46	2.06	1.14	0.70	0.47	0.34
分部估值 P=EPS*PE													
中间收入估值倍数	15.00	15.00	15.00	20.00	20.00	25.00	25.00	30.00	30.00	30.00	25.00	25.00	30.00
利息收入	3.93	4.54	2.47	2.58	6.31	12.03	29.28	13.37	18.55	10.78	5.68	4.29	2.85
手续费收入	1.84	2.19	1.47	1.54	3.25	6.97	11.73	4.67	6.47	2.81	3.66	1.42	1.85
其他收入	0.00	0.01	0.03	0.00	0.02	0.04	0.07	0.03	0.07	0.02	0.01	0.00	0.01
合理股价	5.77	6.74	3.97	4.12	9.58	19.04	41.08	18.07	25.09	13.61	9.35	5.72	4.71
当前股价	4.24	5.01	3.44	2.76	6.17	14.57	27.16	14.48	18.41	12.95	5.46	5.23	4.32
空间	36.1%	34.5%	15.2%	49.3%	55.3%	30.7%	51.3%	24.8%	36.3%	5.1%	71.2%	9.4%	9.0%

备注：当前股价为 10 月 29 日收盘价

来源：齐鲁证券研究所

2011 年利息收入的驱动力

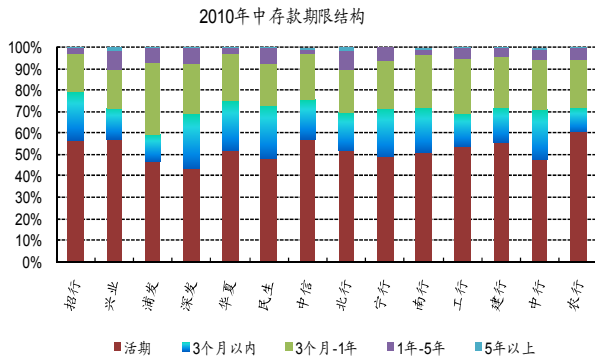
加息促使息差短期出现反弹

- 供给主导的信贷市场格局难以改变，我们预计银行在贷款方面的溢价能力仍将维持。
 - 基于我们对银行业监管总体趋严的判断，资本制约银行规模增长将逐步显现，今后银行信贷供给的总体增长速度将呈现下降。我们预计 2010 年全年行业信贷增量将不超过今年，增速将回落至 15%-16%。
 - 基于我们宏观的研究成果，我们认为未来三年伴随着资本支出和产业升级的过程，国内经济的内需总体旺盛，投资增速将维持高位（预计在 25%左右），所以信贷需求仍大于供给。
- 央行已于 10 月 20 日启动加息，新一轮加息周期或将开始。活期存款利率不上调和不单边上调存款利率是商业银行息差继续扩大的前提。
 - 10 月 20 日加息将提升上市银行 2011 息差近 4 个 BP，上市银行 2011 年的净利润增速因此而有 2-3 个百分点的提升。（参见我们《息差或将重回上升通道》报告）
 - 我们宏观组预计 2011 年利率仍有 1-2 次上调空间。如果每次调整贷款

和定期存款 25 个基点，且各期限存贷款调整幅度一致，活期存款保持不变，则我们测算中假设一年期以上的定期存款大约 80% 的重定价在 2011 年以后体现，结果显示上市银行 2011 年息差将提升 7 个 BP，2011 年净利润增速将提升 4-5 个百分点。以上是我们的静态测算结果，若加息时点在年中，则每次调整对 2011 年的息差提升幅度大约在 3-4 个基点，若加息时点在四季度，则对息差的主要提升作用将在 2012 年体现。

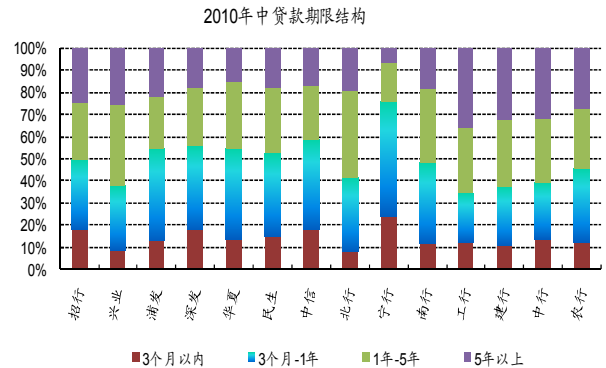
- 而在近期的加息中，1 年期以上定期存款利率提升幅度较大（提高 46-60BP）或将促进个人按揭贷款重定价效应体现：5 年期以上定期存款利率已经上升至 4.2%，而个人按揭利率打 7 折后仅为 4.30%，利差空间被压缩将促使商业银行提高新增按揭利率下浮比例。
 - 在当前银行业激烈的客户竞争格局下，我们认为对存量客户 7 折优惠的按揭贷款利率仍难以调整（除非政策调控），一般只有贷款到期或提前还款后新增的贷款可重新按 85 折或者更高利率定价。
 - 如果存量按揭贷款中有 20% 于 2011 年到期，新增按揭贷款利率全部由 7 折提升至 85 折利率，则上市银行的净息差将提升 1-2 个 BP；倘若存量按揭贷款全部按 85 折重定价（可能性极小），上市银行的净息差将平均上升 6-7 个基点左右。
 - 个人按揭贷款占比较高的招行、兴业、浦发、深发展、建行和中行相对受益较大。
- 活期存款占比高、贷存比高的银行在加息周期中息差提升最为明显。
 - 上市银行中活期存款占比高（2010 年中期数据）的银行为招行、兴业、华夏、中信、建行、工行和农行，超过 50%。
 - 贷存比越高，贷款收益率的提升对存贷息差的扩大贡献越明显。2010 年中期上市银行中贷存比较高的银行有招行、兴业、光大、交行、中行和宁波。
 - 此外存贷款期限结构和重定价进度也影响息差的提升幅度。前者在各期限利率调整幅度不一时影响明显，就如这次加息。后者决定了息差提升的时间先后，贷款重定价越早且存款重定价越晚的银行息差最先提升。
- 综合以上，我们预计若后续不加息，则上市银行 2011 年息差将有 7 个基点左右的提升；若后续继续加息 1-2 次，则上市银行 2011 年息差将有 13-19 个基点左右的提升（我们目前的模型未反应后续加息）。
- 我们预计 2011 年招商银行、浦发银行（活期存款占比明显提升）、华夏银行、中信银行、宁波银行（贷款久期最短）和农业银行（贷存比提升）的息差提升幅度较为明显。
- 敏感性分析结果显示，若上市银行的平均 NIM 每提升/下降 5BP，则 2011 年整体净利润增速将因此而提升/下降 3.26 个百分点，其中华夏银行、光大银行和农业银行的业绩对息差的敏感性较高。

图表 44：2010 年中存款期限结构



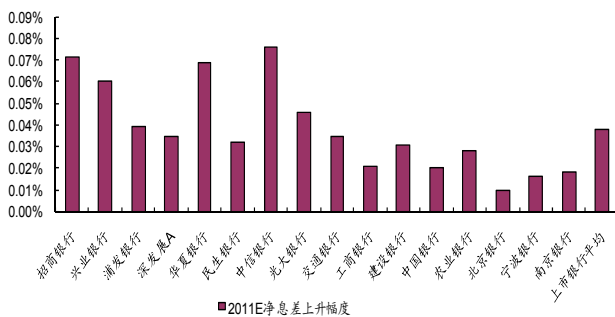
来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 45：2010 年中贷款期限结构



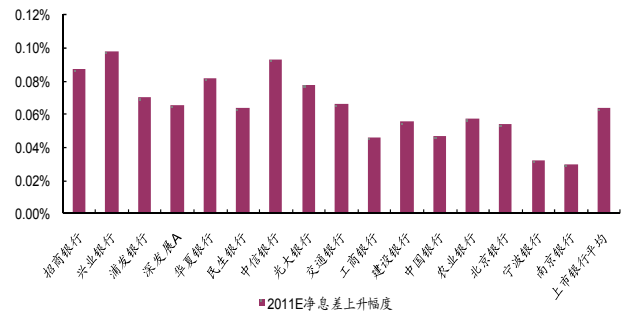
来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 46：10 月 20 日加息对银行 NIM 的提升



来源：齐鲁证券研究所

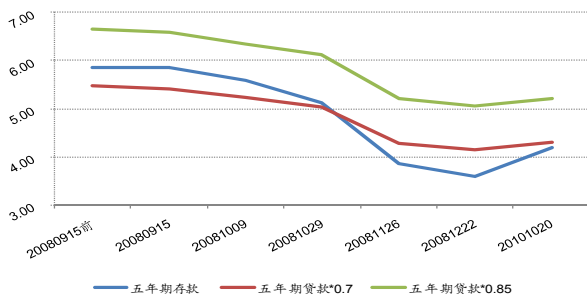
图表 47：每加定存和贷款 25BP 银行 NIM 变化



备注：活期存款利率不调整，存贷款各期限调整幅度一致；并假设一年期以上定期存款中 80% 的重定价在 2011 年后体现

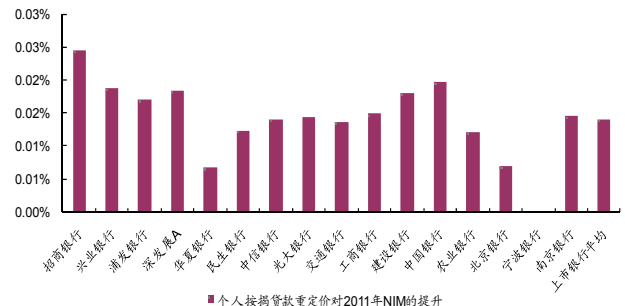
来源：齐鲁证券研究所

图表 48：成本上升可能促使个人按揭重定价加快



来源：央行，齐鲁证券研究所

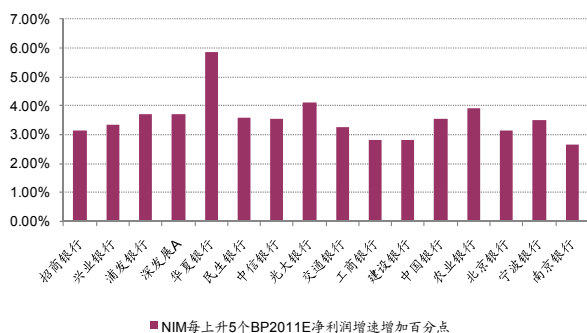
图表 49：存量按揭贷款重定价对 NIM 的提升



备注：假设存量按揭贷款中有 20% 于 2011 年到期

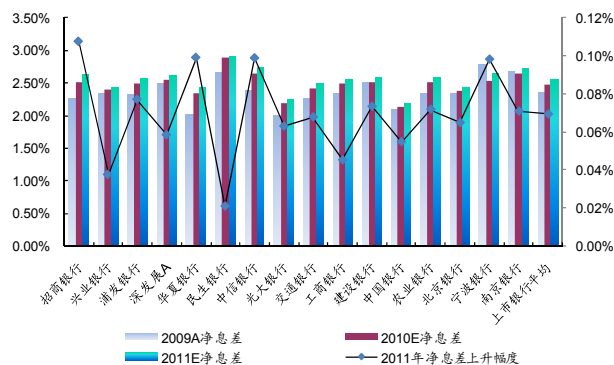
来源：齐鲁证券研究所

图表 50：净利润增速对 NIM 变化的敏感性分析



来源：齐鲁证券研究所

图表 51：2011E 上市银行净息差

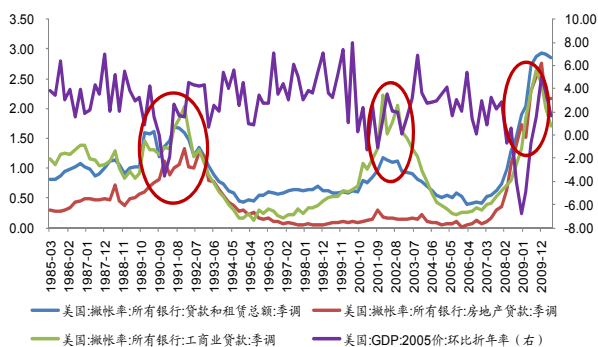


来源：齐鲁证券研究所

资产质量稳定，信贷成本小幅上升

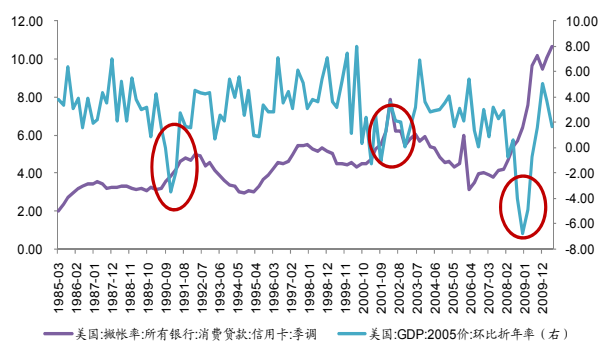
- 我国经济持续快速增长是银行资产质量稳定的重要前提。银行信贷资产的质量和周期波动密切相关，从美国和香港的经验看，信贷资产质量恶化的直接原因都是经济增速急速大幅下降，但一般滞后于宏观经济的变化。
 - 美国银行业贷款不良率在 1985 年至今有三次明显的上升，均是伴随着 GDP 增长急速下滑而恶化的，一般不良率在经济增速见底后 2-3 个季度后达到高点。目前美国银行业正在从经济危机中复苏，不良率（除信用卡不良率外）逐步下降。
 - 1998 年金融危机重创香港经济，香港银行业的资产质量也迅速恶化，不良率在 GDP 增速见底后的 3 个季度后见顶后回落。而此后商业银行的不良率随经济环境小幅波动，但整体呈现下降趋势。而在 08 年经济危机中，香港经济也呈现大幅下降，但不良率虽有上升，但仍控制在较低水平。
- 工业企业偿债能力处在历史高位，加息不会对企业偿债能力造成显著影响。目前我国工业企业的息税前利润和利息偿债倍数两项指标均已经回升至接近或超过 2007 年的水平，所以未来加息不会对企业偿债能力造成显著影响，故银行的一般企业贷款的资产质量仍将处于稳定。

图表 52: 美国银行资产质量 VSGDP



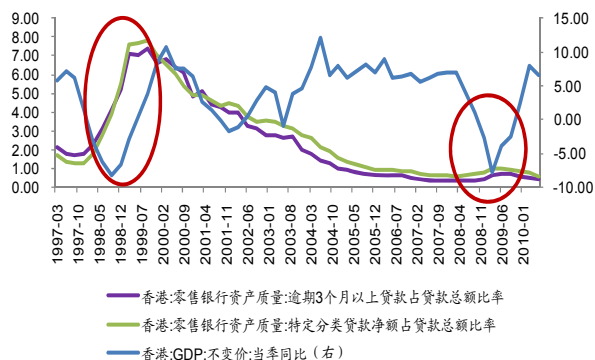
来源: CEIC, 齐鲁证券研究所

图表 53: 美国信用卡资产质量 VSGDP



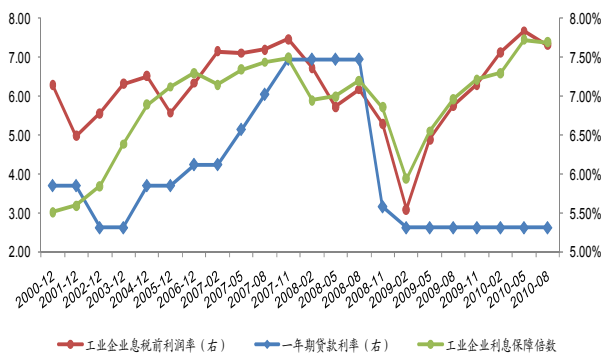
来源: CEIC, 齐鲁证券研究所

图表 54: 香港银行业资产质量 VSGDP



来源: CEIC, 齐鲁证券研究所

图表 55: 我国工业企业偿债能力处在历史较高水平



来源: WIND, 齐鲁证券研究所

■ 2010 年的清理将显著降低政府融资平台贷款的潜在风险, 出现系统性风险的概率大大降低。我们在 2010 年的业绩预测中已经考虑了上市银行为应对未来可能出现的风险而加大拨备力度, 故平台贷款的拨备不会对 2011 年的信贷成本构成上升压力。

- 2010 年初银监会发布贷款的“三个办法一个指引”来严控新增的政府融资平台和项目贷款, 并先后要求商业银行对政府融资进行了解包还原和重新评估, 在国务院下发《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》后进行了银行、政府、平台公司和当地银监局的四方对账工作, 对相关贷款进行定性分类 (即要求银行按照借款主体本身是否具有还款能力进行分类 (经营性现金流/全部负债) 情况划分为“全覆盖、部分覆盖、无覆盖”三类别)。
- 经过新一轮的清查工作后, 7.66 万亿的平台贷款中存在偿还风险 (主要是指借款主体或财政担保不合规, 贷款被挪用, 或者本息存在较大偿还风险等) 的比重大约为 26% (6 月银监会披露的比例为 23%), 尽管这一数字较高, 但也未显著低于市场预期。而且从监管机构调查和商业银行的数据来看, 银行的平台贷款不良率仍较低, 平台贷款风险可控。
- 后续的监管工作重点将转移至对存在风险的贷款进入整改和保全阶

段。我们预计商业银行将和地方政府协商通过项目剥离、公司重组、增加新的借款主体和担保主体、补充抵质押等各种方式，缓解信贷风险。对违规担保、资金闲置或被挪用的潜在风险较大的平台贷款，商业银行可能采取清收或减退措施。

- **我们认为政府融资平台贷款的最终不良情况可控：**（1）我国经济的快速发展、财政状况的改善以及商业银行多年积累的利润和拨备是“即使资产质量出现下行，政府和商业银行也有能力逐步化解”的客观基础。（2）大多数平台贷款有地方政府信用支撑，而目前国务院、财政部等均已加强了对平台债务的清理和规范工作，这就使得“政府不认账”的风险大大降低。

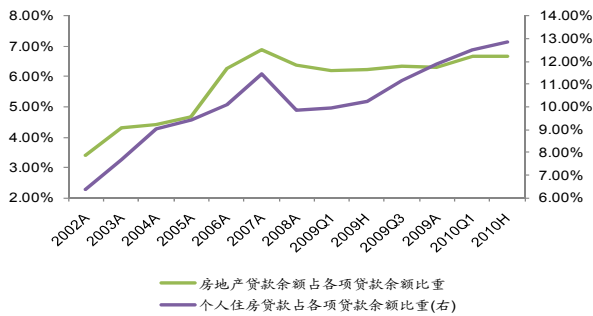
- 目前我们仍无法对“年内银监会是否会出台平台贷款的分类和拨备计提的相关规定”作出精确判断，但我们在《息差属远虑，拨备乃近忧》中对可能的情况作了前瞻，并得出“专门针对政府融资平台的拨备政策对商业银行 2010 年业绩的负面影响在可承受范围之内”的结论。

- **我们认为对房地产市场的调控亦不会对银行资产质量产生显著影响。**一方面是当前房地产开发商的总体资金来源充裕，自筹资金占比为历史次高水平，故信贷紧缩不会造成房地产企业的资金链断裂；另一方面我们仍然坚持认为房地产调控不会造成房价的深幅调整（齐鲁证券地产研究员观点），故当前居民按揭贷款普遍 20%-30% 以上的首付比例是不会造成个人按揭贷款的违约率明显上升。

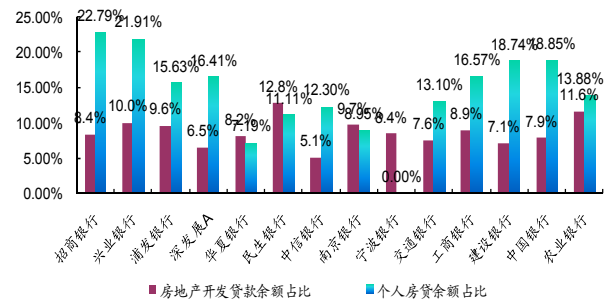
- 全行业房地产开发贷款目前约占各项人民币贷款余额的 6.66%，上市银行的占比略高，截至 2010 年中期，上市银行（含农行，不含光大）的对公房地产贷款合计为 2.66 万亿（占全部贷款的比重为 8.7%）。但观察 2007 年以来这一占比的变化，我们发现大约一半的银行近年都在积极优化贷款结构，目前对公房地产贷款的占比较 2007 年有明显下降。

- **信贷紧缩是否会带来房地产企业资金链的断裂？我们的答案是否定的！**（1）在 2004-2005 年，2007-2008 年的房地产调控中都有收紧对房地产开发贷款，但从上市银行披露的数据来看，银行的资产质量并没有下滑。（2）而观察今年前 9 个月的数据，房地产市场的资金充裕程度并没有呈现出下降的趋势。（3）更为重要的是，我们观察 1997 年以来房地产开发资金来源后发现近年来对贷款的依赖度已经明显降低，目前开发商自筹资金占比高达 38%，为历年来次高水平。

- 综合以上分析，我们判断上市银行 2011 年的资产质量仍将保持稳定。但考虑到未来的拨备政策可能会“一刀切”，故整体上资产质量的稳定以及银行之间资产质量的差异可能都不会在信贷成本上体现出来。我们预计上市银行 2011 年的信贷成本将会因拨备政策而较 2010 年有 8 个 BP 的上升。

图表 56：全行业房地产相关贷款情况


来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 57：上市银行房地产贷款占比情况


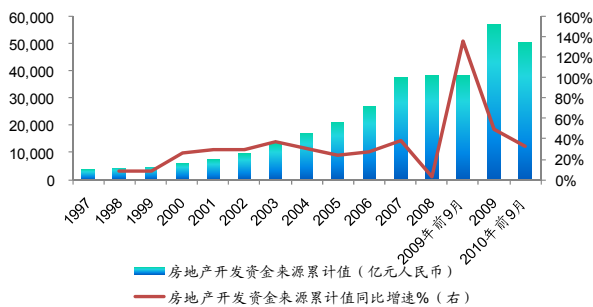
来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 58：部分银行对公房地产贷款余额占比有所下降

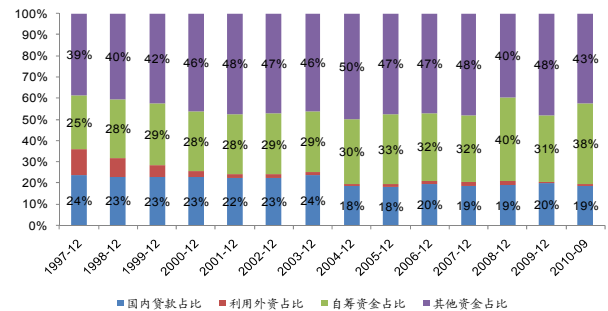
	2010H	2009A	2009H	2008A	2007A
工商银行	8.90%	8.29%	8.39%	8.45%	8.09%
建设银行	7.08%	7.44%	7.86%	8.69%	9.71%
中国银行	7.88%	7.47%	7.87%	8.24%	8.68%
交通银行	7.57%	7.03%	6.82%	6.67%	7.03%
招商银行	8.39%	7.63%	6.47%	7.35%	6.41%
兴业银行	10.04%	9.39%	10.38%	11.81%	14.01%
浦发银行	9.65%	8.71%	8.16%	9.17%	10.66%
深发展 A	6.50%	6.47%	5.01%	5.60%	6.52%
华夏银行	8.16%	7.80%	6.85%	6.50%	6.32%
民生银行	12.77%	11.75%	10.54%	13.69%	12.96%
中信银行	5.07%	4.35%	4.18%	6.97%	7.26%
北京银行		13.61%	12.40%	11.56%	14.26%
南京银行	9.71%	9.54%	7.58%	8.47%	7.36%
宁波银行	8.43%	8.94%	6.81%	5.75%	4.55%

备注：加粗银行为对公房地产贷款余额占比逐步下降

来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 59：开发商现金流充裕


来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 60：房地产开发资金来源构成


来源：WIND，齐鲁证券研究所

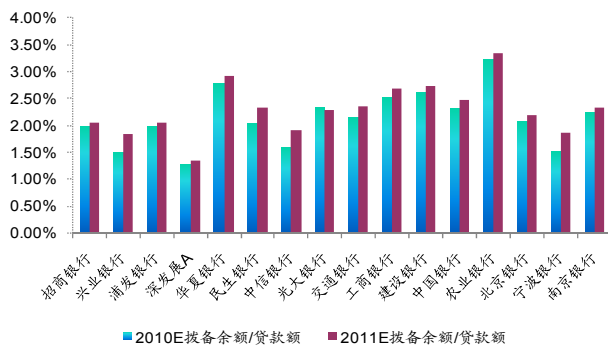
图表 61: 历史房地产调控未影响银行资产质量

对公房地产不良额	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
工商银行	31,580	29,867	9,945	9,982	8,559	7,600	6,348
建设银行	22,889	19,341	17,611	18,290	15,372	15,387	9,322
中国银行(内地)	22,060	13,453	12,763	10,710	6,992	5,870	3,591
招商银行	3,565	3,509	2,830	2,372	1,671	1,193	903
中信银行		3,025	2,274	1,330	783	777	1,114
对公房地产不良率	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
工商银行	15.53%	14.42%	5.13%	4.34%	2.82%	2.21%	1.50%
建设银行	9.20%	7.93%	6.87%	6.05%	4.84%	4.67%	2.60%
中国银行(内地)	17.30%	13.33%	13.24%	9.43%	4.87%	3.80%	1.48%
招商银行	23.94%	19.53%	14.09%	8.89%	3.78%	2.53%	1.32%
中信银行		10.94%	9.91%	4.62%	1.88%	1.53%	2.41%

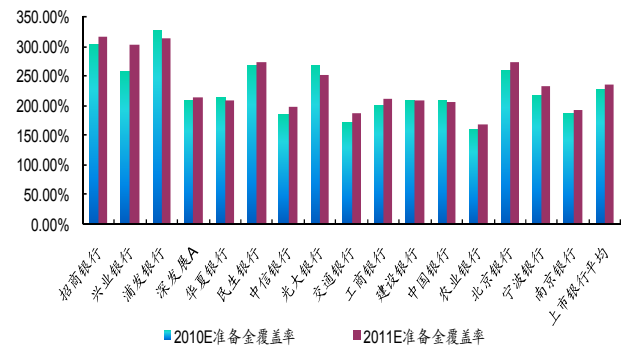
来源: 上市公司定期报告, 齐鲁证券研究所

信贷成本 2-3 年后仍有可降空间

- 为了防范未来可能出现的风险, 银监会将来可能会出台“一刀切”规定拨备/贷款比例至 2.5%, 并要求商业银行按照“拨备覆盖率至 150%”和“拨备/贷款比达到 2.5%”计算的应提拨备中较高的来计提拨备。
 - “拨贷比达 2.5%”这一政策对中小银行影响较大, 若监管层要求一次性计提则一次性对“当前距离标准较远”的银行的当年信贷成本产生较大影响; 若给予银行 3-5 年的宽限期逐步达标, 则相关银行每年的信贷成本因此而上升的幅度将会在 10 个 BP 以内。(我们在 9 月 19 日发布的《息差属远虑, 拨备乃近忧》报告中有对各家银行净利润影响进行了测算, 可参见相关报告)
 - 除一次性冲击外, 若后续持续达标, 将会导致未来年份的信贷成本有不同程度的上升(相比无此政策限制的最低应提拨备而言, 并不代表商业银行的实际拨备因此而大幅增加), 减弱了我们曾预期的“若资产质量稳定, 未来拨备可能返释利润, 并对净利润增长形成明显正向贡献”, 但并不会使得后续银行的信贷成本高出近年的正常水平。
- 但必须看到, 贷款增速回落有助于信贷成本的降低, 我们判断信贷成本 2-3 年后将会回落至 0.5% 以下, 将会对 ROAA 有 5-8 个 BP 的提升作用。如果商业银行在 2-3 年内完全消化拨备政策对利润的一次性冲击后, 未来规模增长在 15%-20% 之间, 不良率控制在 1.67% 以内, 则信贷成本将会回落至 0.40%-0.45%, 较近几年的行业平均水平 (0.67%) 有显著回落。若花 5-6 年的时间来消化政策冲击, 则未来 5 年的信贷成本平均水平可控制在 0.50% 左右。

图表 62：2010E-2011E 拨备比


来源：齐鲁证券研究所

图表 63：2010-2011E 拨备覆盖率


来源：齐鲁证券研究所

图表 64：上市银行 2006-2010 年平均信贷成本

信贷成本	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2006-2010 平均
工商银行	0.87%	0.86%	0.84%	0.42%	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%	0.70%
建设银行	0.71%	0.65%	1.03%	0.56%	0.50%	0.60%	0.60%	0.60%	0.69%
中国银行	0.53%	0.31%	0.55%	0.38%	0.50%	0.65%	0.60%	0.60%	0.45%
农业银行		0.64%	1.21%	1.22%	0.80%	0.75%	0.70%	0.70%	0.97%
交通银行	0.73%	0.64%	0.88%	0.71%	0.60%	0.65%	0.65%	0.60%	0.71%
招商银行	0.68%	0.49%	0.48%	0.30%	0.35%	0.45%	0.50%	0.50%	0.46%
兴业银行	0.83%	0.44%	0.72%	0.09%	0.45%	0.65%	0.65%	0.65%	0.51%
浦发银行	0.89%	0.70%	0.56%	0.38%	0.45%	0.55%	0.60%	0.60%	0.59%
深发展 A	0.77%	0.97%	2.76%	0.45%	0.35%	0.40%	0.60%	0.60%	1.06%
华夏银行	0.94%	1.17%	1.36%	0.85%	0.75%	0.65%	0.60%	0.60%	1.01%
民生银行	0.51%	0.44%	0.95%	0.63%	0.60%	0.65%	0.65%	0.65%	0.63%
中信银行	0.36%	0.55%	0.88%	0.27%	0.50%	0.60%	0.65%	0.65%	0.51%
光大银行	0.77%	0.97%	1.38%	0.43%	0.45%	0.45%	0.50%	0.50%	0.80%
北京银行	0.37%	0.45%	0.98%	0.30%	0.35%	0.60%	0.60%	0.60%	0.49%
宁波银行	0.28%	0.31%	0.60%	0.64%	0.50%	0.75%	0.75%	0.75%	0.47%
南京银行	0.42%	0.67%	1.13%	0.64%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.70%
平均:	0.64%	0.64%	1.02%	0.52%	0.52%	0.60%	0.62%	0.62%	0.67%

来源：上市公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 65：贷款增速回落有助于信贷成本的降低

不同不良率和贷款增速假设下 对应的信贷成本		贷款增长				
		10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%
不良贷款率	1.00%	0.24%	0.29%	0.35%	0.40%	0.45%
	1.30%	0.24%	0.29%	0.35%	0.40%	0.45%
	1.67%	0.24%	0.29%	0.35%	0.40%	0.46%
	2.00%	0.29%	0.35%	0.42%	0.48%	0.55%
	2.50%	0.36%	0.44%	0.52%	0.60%	0.68%

来源：齐鲁证券研究所（备注：此处信贷成本不考虑针对存量贷款计提拨备来满足监管标准的一次性冲击）

2011 年银行股投资策略

2011 年 ROA 提升之路：紧盯息差，着眼转型

- 我们认为 2011 年三类银行有望取得优于同业的 ROA 提升。
 - (1) 持续优化资产负债结构，能在法定利率调整/不变时都能获得良好的息差水平。我们看好在保证资产负债流动性和监管标准的前提下保持较高的活期存款占比和贷存比的银行，如招商银行、中信银行、宁波银行；而我们同样看好资产负债结构正在优化的银行，如农业银行、浦发银行和华夏银行。
 - (2) 致力于增加中小企业贷款和零售贷款（尤其是非按揭零售贷款）在贷款组合中的比重来获得较高的贷款溢价能力。我们看好已经在零售贷款方面领先并致力于中小企业业务的招商银行，看好正在努力实现客户结构向民营企业和小微企业的倾斜，小微企业“商贷通”规模优势逐渐显现的民生银行，以及在小企业领域已经建立优势的宁波银行。
 - (3) 充分发挥资产负债业务和非息业务的协同效应，积极探索非息收入的快速增长途径，实现“资本节约”和“ROA 提升”的双赢，如招商银行、交通银行和民生银行等。
- 我们盈利预测显示 2011 年上市银行 ROAA 提升幅度超过 5% 的银行有：招商银行、农业银行和华夏银行。
- 我们认为城商行的看点仍是跨区域经营带来的规模扩张，虽然资本监管的提升确实会对城商行的规模增长产生些许影响，但我们认为当前城商行的资本状况仍然能够支撑 2-3 年的规模高增长（20%-25% 以上，参见图表 6）。

2011 年利息收入估值倍数应有抬升：当前股价具有吸引力

- 前面我们已经对分部估值法的应用做了详细介绍，我们维持给予上市银行手续费业务 15-30XPE 的估值水平，但结合我们对 2011 年利息收入驱动力的分析和判断，我们将对利息业务在 2011 年的估值水平略作调整。
- 前面我们得出大中型上市银行利息业务的长期估值中枢分别为 9.9X 和 10.5XPE。但考虑到 2011 年上市银行的规模增长仍有 15%-16%，息差出现反弹，所以利息业务的估值水平将抬升。
 - 大型银行面临的资本和拨备监管要求更高，规模增速也将显著低于中小银行，市场份额面临下行压力，故我们给予其利息收入 10XPE 的估值。
 - 中型股份制银行的成长性体现在继续向全国网络的渗透，每年在新的地域开设 3 家左右的分行，都将体现为市场份额的上升，其在规模增速上仍将高于行业整体。中型银行在中小企业信贷和居民消费信贷方面有着产品和业务创新能力强、市场反应速度快和机制灵活的优势，故我们给予中型银行利息收入的估值起点为 12X；而浦发银行因规模增长潜力，华夏银行因规模增长潜力及 ROA 改善程度而进一步享有溢价。
- 分部估值结果显示，多数银行股价的上行空间达 30%-50%，非常具有吸引力。

重点推荐公司

- 综合 ROA 提升及估值因素，我们重点推荐招商银行、华夏银行、农业银行、浦发银行、宁波银行和民生银行。

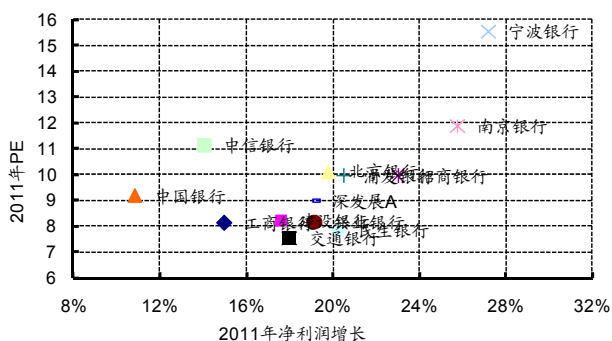
图表 66：2011 年大中型上市银行分部估值结果

2011EPS 分解	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行	交通银行	招商银行	兴业银行	浦发银行	深发展 A	华夏银行	民生银行	中信银行	光大银行
利息收入 EPS	0.40	0.46	0.25	0.26	0.64	1.15	2.79	1.27	1.77	1.03	0.54	0.41	0.27
手续费收入 EPS	0.12	0.15	0.10	0.08	0.16	0.28	0.47	0.16	0.22	0.09	0.15	0.06	0.06
其他 EPS	0.00	0.01	0.03	0.00	0.02	0.04	0.07	0.03	0.07	0.02	0.01	0.00	0.01
合计	0.52	0.61	0.37	0.34	0.82	1.46	3.33	1.46	2.06	1.14	0.70	0.47	0.34
分部估值 P=EPS*PE													
利息收入估值倍数	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	12.00	12.00	13.00	12.00	14.00	12.00	12.00	12.00
中间收入估值倍数	15.00	15.00	15.00	20.00	20.00	25.00	25.00	30.00	30.00	30.00	25.00	25.00	30.00
利息收入	3.97	4.58	2.49	2.61	6.37	13.75	33.47	16.55	21.20	14.37	6.49	4.91	3.25
手续费收入	1.84	2.19	1.47	1.54	3.25	6.97	11.73	4.67	6.47	2.81	3.66	1.42	1.85
其他收入	0.00	0.01	0.03	0.00	0.02	0.04	0.07	0.03	0.07	0.02	0.01	0.00	0.01
合理股价	5.81	6.78	3.99	4.15	9.64	20.76	45.27	21.25	27.74	17.21	10.16	6.33	5.11
当前股价	4.91	4.76	3.32	2.67	5.75	13.64	24.42	13.03	16.70	11.29	5.18	4.97	4.07
空间	20.0%	42.5%	20.2%	55.3%	67.7%	52.2%	85.4%	63.1%	66.1%	52.4%	96.2%	27.4%	25.7%

备注：中型股份制银行在规模增速仍将高于行业整体，息差也将上行，故我们给予中型银行估值起点为 12X；而浦发银行因规模增长潜力，华夏银行因规模增长潜力及 ROA 改善程度而进一步享有溢价。

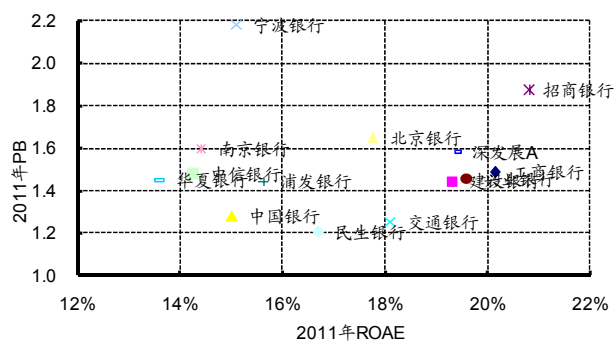
来源：齐鲁证券研究所

图表 67：上市银行业绩增长 VSPE 估值



来源：齐鲁证券研究所

图表 68：上市银行 ROAE 水平 VSPB 估值



来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 房地产市场受调控下行压力超出预期，导致银行相关资产质量低于预期的风险；
- 行业的政策性风险（主要是拨备和资本）并未完全释放，若后续任何政策超出市场预期都可能引发股价调整；

- 国内外的经济形势低于预期将对整个银行业经营环境造成冲击，进而可能引发对银行股业绩的担忧，并对其估值有负面影响。

重点推荐公司简评

公司	投资评级（评级）	投资要点及风险提示
招商银行 (600036)	买入（维持）	1. 坚持稳健发展策略，坚定发展非息业务、中小企业和零售业务；2010 年全力实施和推进其二次转型（降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控），我们在上半年看到了二次转型对其各项业务的促进非常明显，我们预计在 2010 年-2012 年甚至更长远的时间内招行将实现第二次跨越式发展。 2. 手续费及佣金收入中高达 56%来自于个人业务贡献，负债中个人业务贡献度高达 32%。中间业务和资产负债业务之间的关联效应非常明显。 3. 低成本负债优势持续保持，贷存比合适，息差弹性大，在升息环境中息差提升幅度较明显。 4. 良好的风险控制能力和稳健的贷款结构使其资产质量潜在风险较小，其房地产开发贷款占比（8.4%）和政府融资平台贷款占比（10.2%）处于行业较低水平。
浦发银行 (600000)	买入（维持）	1. 浦发银行向中移动定向增发的方案已经获得证监会批准，若年内增发完成，预计 2010 年末浦发银行的 CAR 和 CCAR 将分别提升至 10.4%和 13.4%（中期分别为 7.0%和 10.3%），我们看好资本瓶颈解除后浦发银行的业绩增长潜力。 2. 长三角区域业务占比较高，丰富的区域经济资源及良好的信用环境使得其资产质量持续改善，拨备水平持续领先，截至2010年中期拨备覆盖率超过300%。 3. 浦发银行的网点数近 600 家，在中型股份制银行中较多，但其零售业务和存款业务发展却相对落后。而中移动入股浦发后可能会开展一些业务上的合作，借助中移动强大的零售客户群，浦发银行的负债结构中零售存款和活期存款有望提升，有助于提升存款的稳定性和降低成本。若双方在手机银行、移动支付转账等方面合作还有助于推动浦发非息收入的快速增长，对 ROA 的提升形成正面贡献。 4. 风险提示：与中移动合作可能低于预期。
民生银行 (600016)	买入（维持）	1. 公司在业内首创事业部制改革，事业部的各方利益在不断梳理，分行的积极性增加，我们看好其长期发展。2009 年开始战略转型，客户结构目标为大客户占 40%-45%之间，民营中小企业及小微企业客户占 35%，零售客户占 20%左右。 2. 我们看好民生银行商贷通的发展前景：首先，根据穷人的诚信原则，我们认为越是不容易向银行贷到款的个人越珍视自己的信用，尤其是资金周转渠道有限的个体工商户。其次，商贷通由于期限短，具有船小好掉头的特点。一旦周期逆转，可以迅速放缓业务发展速度。第三，民生银行的事业部改制后，零售业务是分支行，尤其是支行的最主要业务，所以分支行有动力去做好这块业务。 3. 商贷通贷款期限以一年内居多，成功的关键在于风险控制，取决于分支行对当地经济的判断，对贷款对象的了解程度。虽然在实践中，银行可采取房产抵押、商户经营权租赁权抵押、监控客户资金流向等方式控制风险，但我们仍需

		关注民生银行在规模快速扩张中风控效果是否良好。 4. 2010H 民生银行的核心资本充足率仅为 8.3%，可能有再融资需求。
华夏银行	买入（维持）	1. ROA 的改善潜力较大，长期以来 ROA 低于同业，2009 年 ROAA 仅为 0.48%（而行业平均水平为 1.05%），随着近年管理能力的提升，考核的完善，营销机制的建设以及执行力的提升，驱动盈利能力提升的各项因子，尤其是息差和信用成本的改善将提升 ROA。2010 年华夏银行的息差已经有了明显改善，2011 年息差仍有提升，加上信贷成本的下降，ROA 将提升至近 0.70%。 2. 2004-2010 年华夏银行的贷款增速显著低于行业水平，向大股东定向增发完成后 CCAR/CAR 分别达 10.6%/14.4%。我们预计华夏银行明后两年的规模增长将高于同类银行。规模增速和盈利能力的提升双向驱动使得其 2011 年业绩增速将处于同类银行较高水平。 3. 基本面的改善和盈利能力的提升理应反映为估值的提升，即长期以来存在的华夏银行和其他银行的估值差距将逐步缩小。 4. 风险提示：对房地产贷款的压力测试结果低于同业，潜在风险须密切关注。
农业银行 (601288)	买入（首次）	1. 县域经济崛起助力规模增长：农业银行在县域地区有绝对领先优势，将充分享受经济转型；农行县域存贷款占全行比重为 41%/29%，县域地区贷存比还不足 40%，零售存款占比高达 67%，资本实力提升后其 2010-2012 年贷款复合增速将超过 17%。 2. 三农金融的综合盈利水平处于上升通道：若三农贷存比从目前的 39%提升至 50%，全行贷存比将因此提升 4-5 个百分点，全行息差水平将因此而提升 20 个基点左右，这是我们看好农行息差改善潜力的依据所在。受益于县域地区经济总量及居民财富快速增长，我们预计农行中间业务收入未来三年将保持 25% 左右的增长。 3. 三农财务指标的改善将对全行盈利水平有较大贡献：我们预计成本收入比和不良贷款率都将呈现下降态势。 4. 得益于县域金融的良好发展，2011 年 ROA 将有明显的提升。
宁波银行 (002142)	买入（维持）	1. 坚持“中小企业专业银行”发展战略，是首家尝试以零售形式做公司贷款的银行，其公司业务部被分设为公司银行部和零售公司部，将零售公司部（小企业部）升格为和大中企业部平行的部门，凸显了公司对小企业业务的重视。自成立以来，该业务条线的存贷款增速均显著高于全行存贷款增速。 2. 除小企业外，宁波银行的个人业务也做得有声有色以中高端个人客户和个体私营业主作为目标客户符合区域经济特点。个人业务虽然在资产和负债总额中的占比不算太高，但贡献的营业利润却较为可观，2009 年手续费收入中有近 64% 来自于个人业务。以产品创新带动业务增长模式效果良好，财富管理、白领通、贷易通及金算盘等业务有效地带动了储蓄业务的增长。 3. 定向增发后 CCAR/CAR 分别提升至 12%/15%，规模增长潜力仍有望达到 25-30%，资产久期短，对利率上行最为敏感，息差弹性大。 4. 跨区域经营的“一体两翼”战略布局稳步推进，新开分行对业绩的贡献 2011 显现。由于业绩压力，自 2009 年 3 月苏州分行开业后一年多的时间里宁波银行没有新开异地分行，但 2010 年其分行开立计划稳步推进，目前其温州分行已经获准开业，北京分行和无锡分行获准筹建。 5. 经济危机对资产质量的影响基本消除，我们预计宁波银行的资产质量将处于稳定。宁波银行的政府融资平台贷款占比为上市银行最少。 6. 风险提示：拨贷比偏低，受影响较大；区域扩张存在一定的区域经营风险。

图表 69: A 股上市银行盈利预测及估值表

股票代码	股票简称	投资评级	前收 盘价	A 股总股 本 (百万)	总市值 (百 万)	每股收益 EPS			每股净资产 BVPS		
						2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	增持	5.00	250,962	1,670,094	0.39	0.46	0.53	2.02	2.36	2.89
601939.SH	建设银行	增持	4.83	168,436	1,131,586	0.46	0.52	0.61	2.38	2.80	3.42
601988.SH	中国银行	持有	3.32	195,525	901,530	0.32	0.34	0.38	2.03	2.31	2.69
601288.SH	农业银行	买入	2.67	307,324	867,200	0.25	0.27	0.34	1.32	1.65	1.99
601328.SH	交通银行	增持	5.75	29,736	323,493	0.61	0.69	0.82	3.34	4.11	4.93
600036.SH	招商银行	买入	13.64	17,666	294,305	0.95	1.19	1.46	4.85	6.30	7.77
601166.SH	兴业银行	买入	24.42	5,992	146,336	2.46	2.79	3.33	11.92	15.33	18.65
600000.SH	浦发银行	买入	13.03	14,349	186,965	1.50	1.21	1.46	7.70	8.58	10.04
000001.SZ	深发展 A	增持	16.70	3,485	58,200	1.62	1.73	2.06	6.59	9.58	11.64
600015.SH	华夏银行	买入	11.29	4,991	56,343	0.75	0.84	1.14	6.06	7.79	8.93
600016.SH	民生银行	买入	5.18	22,588	138,382	0.46	0.58	0.70	3.95	3.83	4.53
601998.SH	中信银行	持有	5.40	28,556	210,780	0.37	0.41	0.47	2.63	3.06	3.53
601818.SH	光大银行	暂无评级	4.07	40,435	164,570	0.23	0.28	0.34	1.44	1.94	2.29
601169.SH	北京银行	增持	12.14	6,228	75,603	0.90	1.13	1.36	6.03	6.96	8.32
002142.SZ	宁波银行	买入	12.50	2,884	36,048	0.58	0.70	0.89	3.90	5.44	6.33
601009.SH	南京银行	增持	11.78	2,388	28,128	0.84	0.89	1.12	6.55	7.22	8.34
股票代码	股票简称	2010E ROAA	2010E ROAE	2010H CCAR	2010H CAR	市盈率 PE			市净率 PB		
						2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
601398.SH	工商银行	1.27%	21.45%	9.41	11.34	12.99	10.67	9.28	2.48	2.08	1.70
601939.SH	建设银行	1.27%	20.46%	9.27	11.68	10.57	9.29	7.90	2.03	1.72	1.41
601988.SH	中国银行	1.00%	16.29%	9.33	11.73	10.43	9.81	8.85	1.64	1.44	1.24
601288.SH	农业银行	0.92%	19.95%	6.72	8.31	10.68	9.87	7.84	2.02	1.61	1.34
601328.SH	交通银行	1.09%	19.75%	8.94	12.17	9.37	8.29	7.03	1.72	1.40	1.17
600036.SH	招商银行	1.14%	22.45%	8.05	11.60	14.30	11.46	9.32	2.81	2.16	1.76
601166.SH	兴业银行	1.08%	22.11%	9.29	11.96	9.92	8.74	7.34	2.05	1.59	1.31
600000.SH	浦发银行	0.96%	18.13%	7.01	10.24	8.71	10.79	8.95	1.69	1.52	1.30
000001.SZ	深发展 A	0.96%	22.34%	7.20	10.41	10.31	9.68	8.13	2.53	1.74	1.44
600015.SH	华夏银行	0.62%	13.74%	6.49	10.57	14.98	13.46	9.92	1.86	1.45	1.26
600016.SH	民生银行	0.98%	16.29%	8.32	10.77	11.17	8.92	7.42	1.31	1.35	1.14
601998.SH	中信银行	1.02%	15.80%	8.26	10.95	14.72	12.07	10.58	2.05	1.63	1.41
601818.SH	光大银行	0.85%	17.78%	6.40	9.36	17.80	14.61	11.88	2.83	2.09	1.78
601169.SH	北京银行	1.16%	17.44%	10.75	12.47	13.42	10.72	8.94	2.01	1.74	1.46
002142.SZ	宁波银行	1.02%	15.84%	9.04	10.81	21.44	17.89	14.07	3.21	2.30	1.97
601009.SH	南京银行	1.35%	15.20%	10.53	11.59	14.02	13.94	11.09	1.80	1.72	1.49
上市银行平均		1.04%	18.44%			12.80	11.26	9.28	2.13	1.72	1.45
大型国有银行平均		1.11%	19.58%			11.17	9.91	8.47	2.04	1.71	1.42
中型股份制银行平均		0.97%	18.69%			12.02	10.73	8.81	2.04	1.63	1.37
城市商业银行平均		1.18%	16.16%			16.29	14.18	11.37	2.34	1.92	1.64

备注: 盈利预测考虑了所有已经公开的融资计划, 黄色区域为有配股计划的银行按照当前收盘价除权后的对应估值, 收盘价为 11 月 16 日收盘价

来源: 齐鲁证券研究所

图表 70：全球各地银行股与市场估值平均水平比较（2010-10-25）

市场指数	PE	行业指数	PE	银行相对于大盘的折溢价率
MSCI 亚太区指数	14.26	MSCI 亚太区指数	13.71	-3.86%
MSCI 新兴市场指数	12.97	MSCI 新兴市场银行指数	13.65	5.24%
MSCI 欧洲指数	13.65	MSCI 欧洲银行股指数	12.15	-10.99%
美国标普 500 指数	14.04	美国标普银行股指数	12.54	-10.68%
上证综合指数	21.09	申万银行股指数	11.04	-47.65%
香港恒生指数	15.05	香港恒生金融股指数	14.14	-6.05%
台湾加权指数	13.81	台湾金融指数	18.26	32.22%
日本东京交易所指数	14.64	日本银行股指数	8.84	-39.62%
市场指数	PB	行业指数	PB	银行相对于大盘的折溢价率
MSCI 亚太区指数	1.43	MSCI 亚太区指数	1.28	-10.49%
MSCI 新兴市场指数	1.93	MSCI 新兴市场银行指数	2.04	5.70%
MSCI 欧洲指数	2.04	MSCI 欧洲银行股指数	0.97	-52.45%
美国标普 500 指数	2.02	美国标普银行股指数	1.07	-47.03%
上证综合指数	3.2	申万银行股指数	2.14	-33.13%
香港恒生指数	1.94	香港恒生金融股指数	2.05	5.67%
台湾加权指数	1.85	台湾金融指数	1.35	-27.03%
日本东京交易所指数	0.97	日本银行股指数	0.61	-37.11%

来源：Bloomberg，齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-20315181
手机:13641659577
传真:021-20315125
邮编:200120
地址:上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-20315187
手机:18621368050
传真:021-20315125
邮编:200120
地址:上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86
号证券大厦 2308