

2006 年 12 月 14 日

银行业 2007 年年度报告

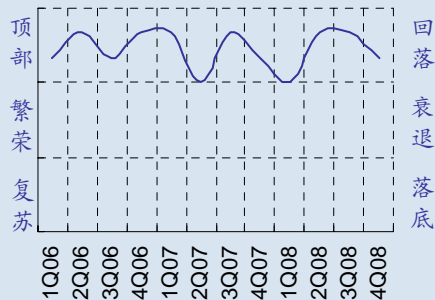
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	24.67
市场优化平均市盈率	22.35
国金银行业	2616.72
国金 A 股流通指数	2207.10
上证指数	2249.11
深证成指	6044.28



行业景气周期预期 1Q06-4Q08



李伟奇

(8621)61038291
liweiqi@china598.com

联系人：赵莉

(8621)61038257
zhaoli@china598.com

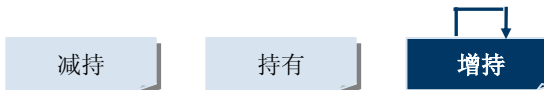
上海市黄浦区中山南路 969 号谷泰
滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

敬请参阅最后一页之特别声明

——谨慎与乐观的看待

投资要点



- 论及 07 年银行业的投资策略最无法回避的问题，就是如何看待上市银行目前的估值水平。我们并不愿过多的讨论银行业以及上市银行的基本面，因为在我们看来，诸如对中国经济高增长的预期，对中国零售银行的憧憬、对上市银行业绩稳定高增长的预期等均是老生常谈，基本面并没有发生超预期的变化。我们唯一想论述的银行业基本面是关于外资银行全面介入人民币业务对中资银行的影响，因为我们发现，市场低估了外资银行在贷款业务方面的实力。
- 我们认为，目前上市银行估值水平提高不是来自于基本面预期的变化，而是来自于税制改革的预期。两税合一提升了上市银行的长期盈利能力，进而支撑上市银行估值水平的提高。人民币升值预期所产生的“流动性充足”和“汇率幻觉”助涨银行股。
- 我们对 07 年银行股的投资策略是“谨慎乐观”。我们谨慎的是，考虑税改因素，大部分上市银行 07xPB 基本合理；上市银行的盈利预期和估值预期相对透明，价格上升短期内得不到基本面预期的支撑。我们乐观的理由是市场对银行股强烈需求的预期：流动性充足在短期内无法消除、备兑权证和融资融券等金融创新对银行股的制度性需求。我们给予银行业“增持”评级，缘于上市银行 08xPB 尚低，中长期看，银行股依然具有吸引力。
- 个股方面，我们维持招商、民生、浦发和工行的“买入”评级。在个股选择上，我们认为上市银行的经营机制和战略方向重于财务指标，因为在银行业处于未完全竞争状态下，财务指标的亮丽并非完全来自于公司层面，而是得益于行业层面。因此，我们看好的是经营机制灵活，战略方向清晰的上市银行。在 07 年，我们的首选以及重点推荐品种依然是民生银行。

图表1：上市银行投资建议

	投资评级	目标价格		市价		PB		PE	
		07E	11-Dec-05	07E	11-Dec-05	07E	08E	07E	08E
招商银行(A)	买入	14.91	13.46	13.46	13.46	3.19	2.68	24.47	16.62
民生银行	买入	9.47	8.38	8.38	8.38	2.62	2.26	18.22	12.51
浦发银行	买入	17.52	16.93	16.93	16.93	2.53	2.03	16.76	10.39
华夏银行	持有	5.96	6.31	6.31	6.31	1.84	1.50	11.91	8.09
工商银行	买入	4.40	4.08	4.08	4.08	2.34	2.04	20.40	15.69
中国银行(A)	持有	3.71	3.72	3.72	3.72	2.27	1.99	21.88	16.17

来源：国金证券研究所

内容目录

估值水平上升缘于税改预期.....	3
维持上市银行基本面预期	5
中间业务收入高速增长	5
贷款增速下降、存贷差上升	5
外资银行在中国存贷业务现状	7
在经济发达地区具有一定的竞争力	7
外汇存贷业务的竞争实力强	8
外资银行的信贷成本低	8
抢占存款市场是外资银行未来的首要目标	9
外资银行产品创新能力远远高于中资银行	9
投资建议	10
民生银行 买入	11
招商银行 买入	12
浦发银行 买入	13
工商银行 买入	14

图表目录

图表 1: 上市银行投资建议.....	1
图表 2: 税改预期提升上市银行 08 年及以后年度业绩	3
图表 3: 税改提高上市银行的长期盈利能力和估值水平.....	4
图表 4: 人民币升值幅度	4
图表 5: 上市银行中间业务收入增长及占收入比重	5
图表 6: 上市银行贷款增长速度下降	6
图表 7: 上市银行存贷差提高	6
图表 8: 央行最近加息对上市银行存贷差的影响	7
图表 9: 外资银行在经济发达地域的贷款具有一定的竞争力	7
图表 10: 外资银行在外汇贷款的竞争力强	8
图表 11: 外资银行在经济发达地区外汇贷款的市场占有率	8
图表 12: 外资银行信贷成本相对低.....	9
图表 13: 外资银行存贷比高.....	9
图表 14: 民生银行财务指标.....	11
图表 15: 招商银行财务指标.....	12
图表 16: 浦发银行财务指标.....	13
图表 17: 工商银行财务指标.....	14

估值水平上升缘于税改预期

内外资银行的税收差异

- 目前，外资银行在所得税的优惠主要体现在：
 - ◆ **税率优惠：**设立在经济特区内的外资金融机构，其来源于特区内的营业收入，自注册日起 5 年免税；在经济特区和国务院批准的其他地区设立的外资金融机构，外国投资者投入资本或分行由总行拨入营运资金超过 1000 万美元、经营期在 10 年以上的，其经营业务所得按 15% 的税率征收所得税，从获利年度起，享受“一免两减半”的所得税优惠。
 - ◆ **税基优惠：**外资银行支付给职工的工资可以据实列支，全部在税前扣除，中资银行只能按照国家规定的计税工资标准，在税前列支部分工资支出；外资银行的公益捐赠可以全部作为当期成本或费用列支，中资银行的公益、救济性捐赠支出，只能在不超过企业当年应纳税所得额的 1.5% 的标准内据实扣除；固定资产折旧方面，中资银行折旧残值规定一般应不高于原价的 5%，而外资银行折旧残值不低于原价的 10%。
 - ◆ **H 股上市银行享受了税基优惠。**目前，在香港上市的内地上市银行税前可据实抵扣工资，前提是工资提高的增长速度低于利润的增长速度。而这一优惠政策并未在 A 股上市银行中普及。因此，税改若涉及税基优惠的改革，则诸如民生、浦发和华夏等 A 股上市银行的获益程度将更高。

税改提升上市银行的业绩水平

- 若 08 年两税合一，内外资银行的所得税率为下降为 25%，假设原有税基不变，则上市银行的净利润提高的幅度为 10%-20%。其中，中小银行获益程度大于大型银行，主要原因是 H 股上市银行已经享受了据实抵扣工资的所得税优惠。
- 在上市银行的所得率均为 25% 的假设前提下，上市银行 08 年净利润提高幅度为 10%-30%。

图表2：税改预期提升上市银行 08 年及以后年度业绩

	招商	民生	浦发	华夏	工行	中行	建行	交行
有效所得税率（原有税基不变）	25%	27%	31%	27%	26%	26%	23%	25%
净利润提高08E	11.94%	13.64%	18.53%	13.05%	11.82%	16.93%	10.39%	11.94%
假设有效所得税率25%								
净利润提高08E	11.94%	17.19%	29.31%	15.38%	12.97%	18.32%	7.14%	11.94%

来源：国金证券研究所

税改预期提升上市银行的长期盈利及估值水平

- 若 08 年上市银行所得税降低，不仅仅提高银行的业绩，更长远的是提高了上市银行的长期 ROE 水平。按照 ROE/COE 估值模型，上市银行长期 ROE 水平的提高，将提升其估值水平。
- 按照我们的估值模型，我们认为，税改预期提升上市银行的估值水平在 20% 左右。我们调整后的 PB 水平是综合分析各上市银行的 CAMEL，给予不同的调整系数。

图表3: 税改提高上市银行的长期盈利能力和估值水平

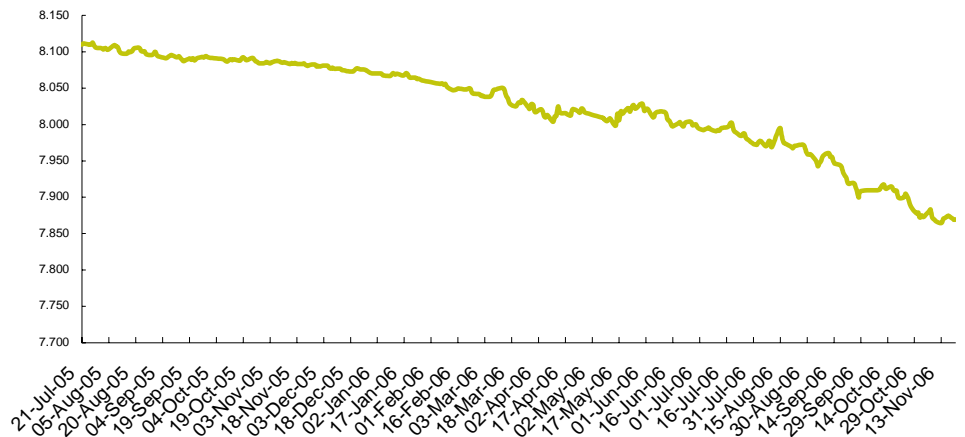
	招商	民生	浦发	华夏	工行	中行
权益乘数	23	22	21	20	18	19
长期ROAA (考虑税收因素)	0.82%	0.72%	0.76%	0.61%	0.87%	0.81%
长期ROAE (考虑税收因素)	18.70%	16.01%	15.61%	12.44%	16.00%	15.23%
长期ROAA (未考虑税收因素)	0.77%	0.63%	0.63%	0.53%	0.82%	0.71%
长期ROAE (未考虑税收因素)	17.40%	14.04%	12.94%	10.93%	15.10%	13.38%
合理PB (考虑税收)	3.07	2.47	2.38	1.74	2.20	2.06
合理PB (未考虑税收)	2.78	2.03	1.78	1.38	2.03	1.72
调整后合理PB (考虑CAMEI评级)	3.53	2.96	2.62	1.74	2.53	2.26

来源: 国金证券研究所

人民币升值预期助涨银行股

- 人民币升值预期增加了资金的“流动性”以及“汇率幻觉”。在银行股供给有限的情况下, 新增资金对银行股的需求不断增强, 因此银行股的市价不断上升; “汇率幻觉”来自于 H 股内地上市银行市价上升的示范效应。我们需要重申的是, 人民币升值预期对于以港元购买 H 股内地上市银行具有升值效应, 而对于内地投资者来说, 人民币购买人民币资产并无升值效应。从这种意义上讲, 香港 H 股上市银行的价格并能完全作为 A 股上市银行的标杆。

图表4: 人民币升值幅度



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

维持上市银行基本面预期

中间业务收入高速增长

- 06 年，上市银行的中间业务收入呈现了较高的增长速度；中间业务收入占收入的比重也不断提高。随着银行收费项目的增多、银行卡消费习惯的普及、综合经营的不断深化以及对公中间业务收入的发展，上市银行的中间业务收入仍然会保持较高的增长速度。
- 上市银行中间业务收入占收入的比重仍然偏低，目前还没有出现真正在收入结构上转型的上市银行。基于此，我们认为基本面并不支撑上市银行估值水平的提升。

图表5：上市银行中间业务收入增长及占收入比重

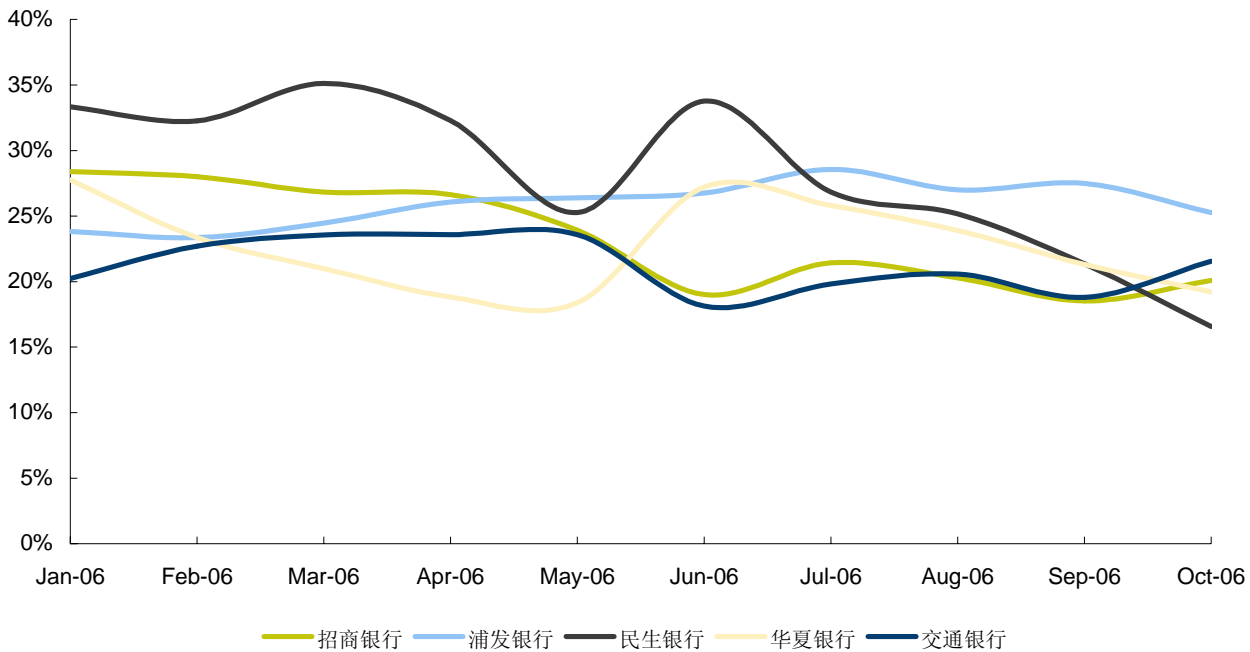
	2004	2005	1H06	3Q06
增长率				
招商银行	58.9%	76.3%	87.9%	69.7%
民生银行	701.3%	21.1%	391.8%	284.4%
浦发银行	25.4%	13.2%	99.0%	88.2%
华夏银行	-2.6%	24.7%	91.4%	64.3%
建设银行	41.3%	30.7%	60.6%	n.a.
交通银行	44.8%	25.9%	47.6%	n.a.
中国银行内地	27.0%	28.5%	57.2%	n.a.
工商银行	45.9%	28.5%	61.6%	n.a.
占收入的比重				
招商银行	5.8%	8.2%	10.3%	10.1%
民生银行	3.2%	3.0%	7.3%	6.5%
浦发银行	2.5%	2.3%	3.2%	2.9%
华夏银行	2.6%	2.7%	3.5%	3.3%
交通银行	6.1%	6.0%	6.4%	6.5%
建设银行	5.7%	6.6%	8.9%	n.a.
中国银行	7.4%	7.4%	10.6%	10.0%
工商银行	5.9%	6.5%	9.3%	n.a.

来源：公司数据、国金证券研究所

贷款增速下降、存贷差上升

- 央行通过加息和提高法定存款准备金率等措施，调控商业银行贷款的增长速度。在宏观调控下，我们预期中小型上市银行的贷款增长速度在 07 年维持在约 20% 的增长速度，而大型上市银行的贷款增长速度维持在 12% 左右。

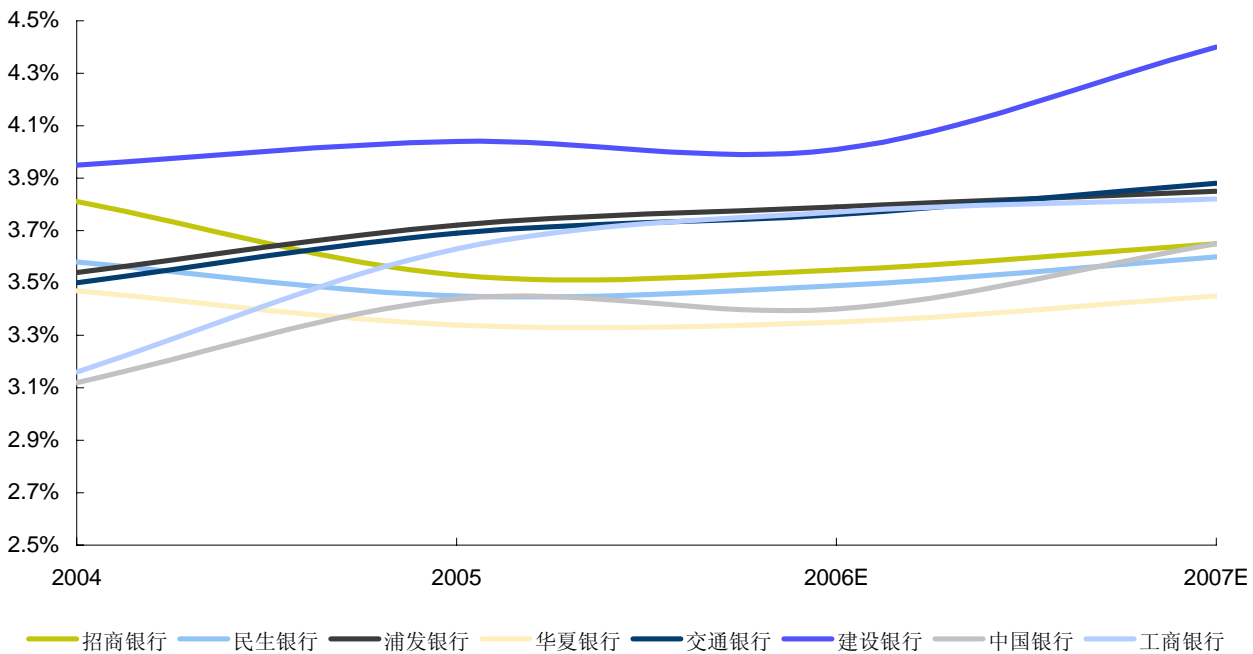
图表6: 上市银行贷款增长速度下降



来源: 国金证券研究所

- 06 年央行两次加息提高了上市银行的存贷差水平, 按照基准利率计算, 提高的幅度基本在 0.1%-0.2%。我们认为, 因加息所产生的存贷差提高将在 07 年表现的更为明显, 我们预期 07 年上市银行的存贷差将明显提高。

图表7: 上市银行存贷差提高



来源: 公司数据、国金证券研究所

图表8: 央行最近加息对上市银行存贷差的影响

	加息后加 权贷款收 益率	加息后加 权存款成 本率	加息后存 贷差	加息前加 权贷款收 益率	加息前加 权存款成 本率	加息前 存贷差	存贷差的 变化
招商银行	6.06%	1.58%	4.48%	5.80%	1.49%	4.31%	0.17%
民生银行	6.14%	1.79%	4.35%	5.86%	1.66%	4.20%	0.15%
浦发银行	6.00%	1.69%	4.31%	5.75%	1.58%	4.17%	0.14%
华夏银行	5.99%	1.84%	4.15%	5.74%	1.70%	4.04%	0.11%
建设银行	6.23%	1.67%	4.56%	5.92%	1.56%	4.37%	0.19%
交通银行	6.08%	1.61%	4.47%	5.81%	1.51%	4.30%	0.17%
中国银行	6.19%	1.68%	4.52%	5.90%	1.56%	4.33%	0.18%

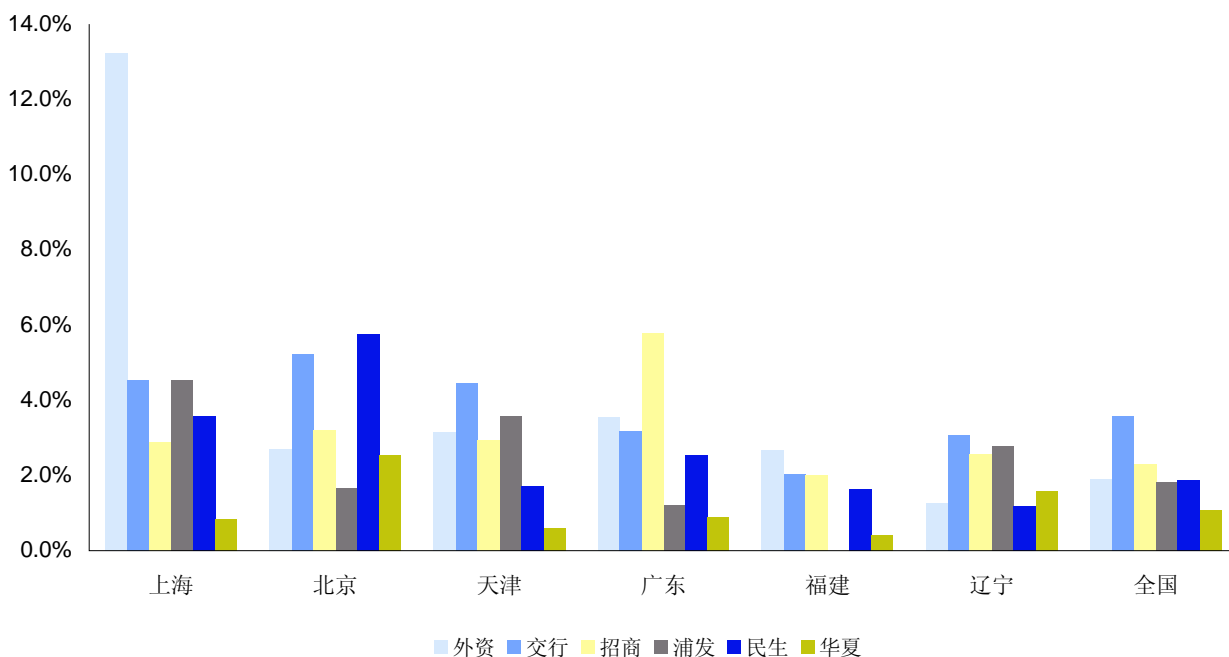
来源: 国金证券研究所

外资银行在中国存贷业务现状

在经济发达地区具有一定的竞争力

- 从全国市场占有率看, 外资银行的竞争力似乎并不明显, 存贷款占有率分别为 1.9%和 0.7%。但凭该数据判断外资银行目前在存贷款的竞争力弱并不妥当, 因为在 07 年以前, 外资银行在开展人民币存贷款业务方面具有地域限制, 用全国的数据并不能准确判断外资银行在存贷款方面的竞争力。
- 上海地区, 外资银行贷款的市场占有率高达 13.2%, 仅仅低于工商银行的 市场占有率, 而远远高于股份制银行。在广东、福建、天津等地区, 外资银行的市场占有率也有较好的表现, 虽不如在上海地区的竞争力强, 但在这些地区的竞争力也高于中小型的股份制银行。
- 由于外资银行在营业网点的劣势, 外资银行在存款方面的竞争力远远低于在贷款方面的竞争力。在上海地区, 外资银行存款的市场占有率为 5.2%, 相当于中型上市银行的竞争实力。

图表9: 外资银行在经济发达地域的贷款具有一定的竞争力

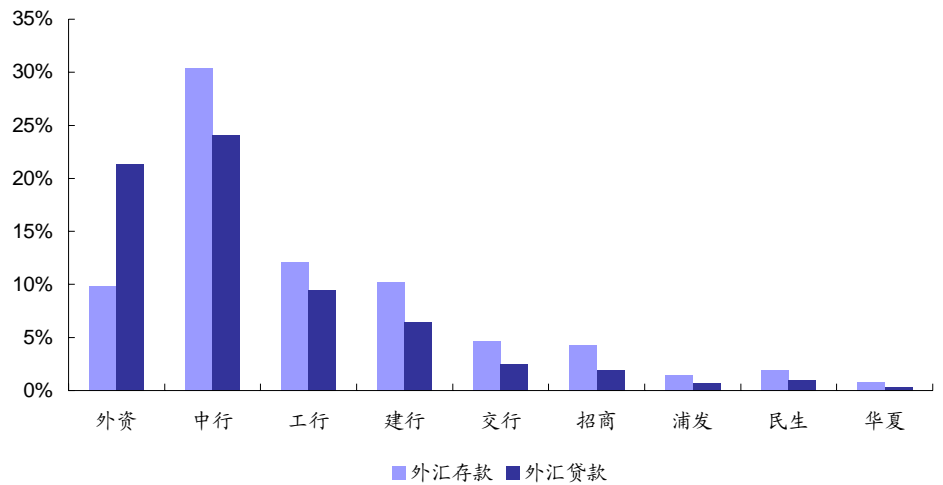


来源: 中国人民银行、公司数据、国金证券研究所

外汇存贷业务的竞争实力强

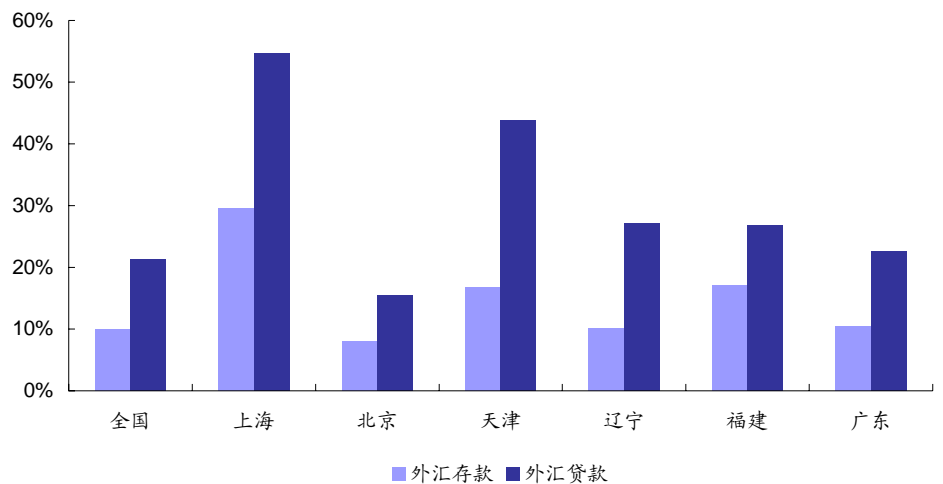
- 外资银行在外汇贷款的市场占有率方面具有较强的优势。在外汇贷款市场的市场占有率高达 21.3%，仅仅低于中国银行的 24.1%，远远高于其他上市银行的市场占有率。
- 外资银行在外汇存款的竞争力低于大型商业银行，而远高于中小型商业银行。外资银行在外汇存款的市场占有率为 9.9%，中行、工行和建行的市场占有率分别为 30.4%、12.1%和 10.2%；而股份制银行中，市场占有率最高的交行的市场占有率也仅仅为 4.7%。
- 在地域上，外资银行在上海和天津地区的市场占有率优势最为明显，在上海和天津，外资银行外汇贷款的市场占有率高达 54.7%和 43.9%。

图表10: 外资银行在外汇贷款的竞争力强



来源：国金证券研究所

图表11: 外资银行在经济发达地区外汇贷款的市场占有率

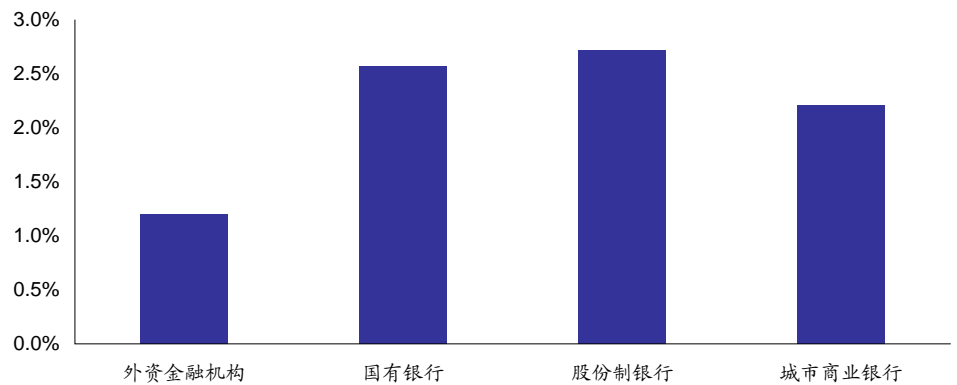


来源：国金证券研究所

外资银行的信贷成本低

- 目前，外资银行整体的不良贷款率为 0.77%，优于中资银行的资产质量。外资银行的资产质量较好，一方面缘于外资银行的贷款主要集中在外资企业，没有承担历史包袱；另一方面缘于外资银行的风控体制较好。

图表12: 外资银行信贷成本相对低

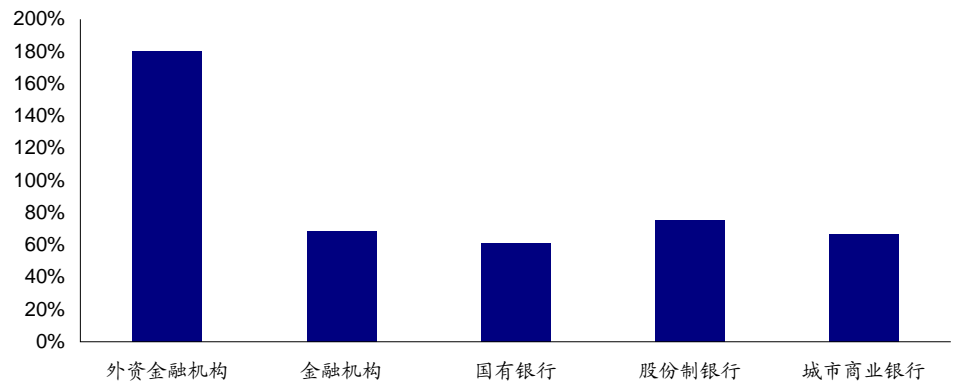


来源: 国金证券研究所

抢占存款市场是外资银行未来的首要目标

- 由于外资银行在营业网点的劣势, 外资银行的存款业务是软肋。目前, 外资银行本外币的存贷比 180%, 人民币贷款的存贷比为 145%、外汇贷款的存贷比为 213%。目前, 外资银行的存款大多支持不了贷款业务, 其贷款资金的主要来源是向母行或境内同行拆借。为了在 5 年之后达到存贷比不得超过 75% 的限制, 外资银行加大对存款业务的争夺将是未来业务发展的重点。

图表13: 外资银行存贷比高



来源: 国金证券研究所

外资银行产品创新能力远远高于中资银行

- 在创新能力方面, 外资银行依靠其母行强大的技术支持和产品研发能力, 不断推出新的业务品种和服务方式, 为客户提供量身定制的产品和一揽子财务解决方案。中资银行目前推出的条件复杂的创新金融产品, 多是转售外资金融机构研发的产品, 或只对条件做细微改动。由于不是自主设计和运作, 中资银行难以较好揭示有关金融产品的风险。另外, 虽然中资银行可以在短时间内复制外资银行推出的某些创新产品, 但自身的创新能力仍有巨大的差距。

投资建议

- 我们对 07 年银行股的投资策略是“谨慎乐观”。我们谨慎的是，考虑税改因素，目前上市银行 07xPB 基本合理；上市银行的盈利预期和估值预期相对透明，价格上升短期内得不到基本面预期的支撑。我们乐观的理由是市场对银行股强烈需求的预期：流动性充足在短期内无法消除、备兑权证和融资融券等金融创新对银行股的制度性需求。我们给予银行业“增持”评级，缘于上市银行 08xPB 尚低，中长期看，银行股依然具有吸引力。
- 可以预见，上市银行面临的竞争环境将更为激烈和全面，竞争不仅仅来自于外资银行、也来自于由城市商业银行重组而新设立的股份制银行，还来自于政策性银行例如国家开发银行的可能转型。因此，我们在选择上市银行方面，更偏向具有独特竞争力和战略明晰的上市银行。
- 个股方面，我们维持招商、民生、浦发和工行的“买入”评级。在公司选择上，我们认为上市银行的经营机制和战略方向重于财务指标，因为在银行业处于未完全竞争状态下，财务指标的亮丽并非完全来自于公司层面，而是得益于行业层面。因此，我们看好的是经营机制灵活，战略方向清晰的上市银行。我们最推崇的依然是民生银行，我们认为民生是最可获得超额收益的银行股，市场低估了民生银行在经营战略实施方面的能力。

民生银行 买入

目标价格：9.47 元 2.96x07PB

- 我们从 05 年初鲜明的推荐民生银行，深刻的感受到市场从排斥、怀疑到逐步认可的变化，但是它还没有赢得市场的尊重。我们认为，公司以灵活的体制、优越的激励机制以及健全的风险控制体系从原先的生存状态走向了良性的发展阶段。公司以市场为先导的经营体制更适合未来银行业完全竞争状态下的游戏规则。
- 07 年将是公司的转型之年，公司已经开始从追求高增长逐步转变为追求发展质量。对零售业务的开拓、混业经营的探索将是公司未来发展的战略方向。我们相信，在 07 年投资者会看到公司在以上这些方面的努力和进展。

图表 14: 民生银行财务指标

YE 31 Dec (RMB 百万)											
	2004	2005	2006E	2007E	2008E		2004	2005	2006E	2007E	2008E
估值						盈利模式					
PE(Target Price)	N.M.	N.M.	26.60	20.68	14.10	净利息收入/营业收入	94.42%	95.43%	91.56%	90.17%	88.48%
PE(Current Price)	N.M.	N.M.	23.31	18.12	12.35	非净利息收入/营业收入	5.58%	4.57%	8.44%	9.83%	11.52%
PB(TP)	N.M.	N.M.	3.32	2.96	2.56	中间业务收入/拨备前利润	7.28%	6.65%	14.80%	17.51%	20.82%
PB(CP)	N.M.	N.M.	2.91	2.60	2.25	贷款利息收入/利息收入	74.61%	75.77%	77.21%	76.53%	76.52%
EPS(basic)	0.39	0.37	0.36	0.46	0.67	债券利息收入/利息收入	12.74%	10.25%	10.17%	11.29%	11.30%
EPS(Diluted)	N.M	N.M	0.26	0.34	0.50	同业往来/利息收入	12.64%	13.97%	12.61%	12.18%	12.18%
EPS growth	2.45%	-5.31%	-4.35%	28.61%	46.73%	资产负债表					
BVPS	2.49	2.13	2.86	3.20	3.70	生息资产比例					
BVPS growth	-6.47%	-14.45%	-11.88%	24.40%	28.78%	贷款/生息资产	98.22%	98.41%	99.09%	99.21%	99.15%
增长率						债券/生息资产	64.95%	68.05%	66.65%	66.51%	66.50%
生息资产	23.01%	25.33%	30.54%	25.15%	22.92%	同业资产/生息资产	17.46%	14.51%	16.24%	16.34%	16.29%
贷款	42.91%	31.11%	28.00%	25.00%	23.00%	计息负债比例	17.59%	17.44%	16.15%	16.13%	16.14%
计息负债	22.86%	25.04%	31.28%	25.86%	22.55%	存款/计息负债	99.09%	98.93%	100.02%	100.66%	100.39%
存款	38.04%	28.62%	28.43%	26.64%	23.00%	同业融资/计息负债	88.77%	91.32%	89.34%	89.90%	90.22%
资产	23.36%	25.09%	29.64%	25.00%	23.00%	发行债券/计息负债	9.80%	7.34%	8.21%	8.16%	8.19%
营业收入	47.42%	32.73%	36.03%	26.78%	26.22%	存贷比	1.43%	1.35%	2.45%	1.95%	1.59%
营业支出	53.00%	32.89%	37.02%	26.81%	26.28%	贷款分类(%)	75.80%	77.26%	77.00%	76.00%	76.00%
拨备前利润	40.98%	32.54%	34.78%	26.75%	26.15%	对公贷款	74.71%	68.19%	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	46.52%	32.58%	33.96%	28.61%	46.73%	工业	27.66%	25.92%	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力						房地产	10.89%	10.25%	N.A.	N.A.	N.A.
生息资产收益率	4.37%	4.68%	4.78%	4.64%	4.64%	票据贴现	10.38%	16.69%	N.A.	N.A.	N.A.
计息负债成本率	2.15%	2.24%	2.26%	2.23%	2.23%	个人贷款	22.09%	15.81%	N.A.	N.A.	N.A.
净利差	2.22%	2.45%	2.52%	2.41%	2.41%	信用贷款	24.21%	26.05%	N.A.	N.A.	N.A.
贷款收益率	5.28%	5.20%	5.25%	5.25%	5.25%	保证贷款	37.55%	31.93%	N.A.	N.A.	N.A.
存款成本率	1.70%	1.75%	1.76%	1.80%	1.80%	抵押贷款	27.89%	33.37%	N.A.	N.A.	N.A.
净边际利率	2.27%	2.45%	2.56%	2.44%	2.44%	质押贷款	10.35%	8.65%	N.A.	N.A.	N.A.
成本收入比率	55.59%	55.65%	56.06%	56.07%	56.09%	资产质量					
ROAE	18.07%	19.05%	20.96%	21.75%	25.16%	不良贷款	3,870	4,828	6,307	7,395	8,744
ROAA	0.51%	0.54%	0.57%	0.57%	0.68%	不良贷款率	1.34%	1.28%	1.30%	1.22%	1.18%
资本充足率						不良贷款覆盖率	109.75%	103.39%	100.44%	112.30%	123.60%
加权风险资产	248,560	317,653	401,015	501,468	616,248	信贷风险成本	0.47%	0.36%	0.39%	0.38%	0.36%
核心资本充足率	5.22%	4.89%	8.16%	7.47%	7.21%	特殊准备/不良贷款	39.57%	36.83%	51.60%	62.73%	72.12%
资本充足率	8.59%	8.26%	12.42%	11.04%	10.26%	一般准备	2,716	3,214	3,629	4,537	5,580
加权风险资产系数	0.56	0.57	0.57	0.57	0.57	市场描述					
权益乘数	34.51	36.04	37.86	38.04	36.33	营业机构	216	240	276	317	365
杜邦分析(与资产相比)						员工人数	6,380	9,447	11,336	13,604	16,324
净利息收入	2.02%	2.16%	2.18%	2.18%	2.19%	CAMEL评级(10分)	10.32	10.32	12.02	11.70	11.61
非净利息收入	0.12%	0.10%	0.20%	0.24%	0.29%	C: 资本充足率	8.59%	8.26%	12.42%	11.04%	10.26%
营业收入	2.14%	2.27%	2.38%	2.41%	2.48%	A: 不良贷款率	1.34%	1.28%	1.30%	1.22%	1.18%
营业支出	-1.19%	-1.26%	-1.33%	-1.35%	-1.39%	不良贷款覆盖率	109.75%	103.39%	100.44%	112.30%	123.60%
拨备前利润	0.95%	1.01%	1.05%	1.06%	1.09%	M: 成本收入比	55.59%	55.65%	56.06%	56.07%	56.09%
拨备	-0.31%	-0.24%	-0.26%	-0.25%	-0.24%	E: ROAE	18.07%	19.05%	20.96%	21.75%	25.16%
税前利润	0.64%	0.76%	0.78%	0.81%	0.84%	L: 中长期贷款比例	40.70%	40.00%	40.00%	48.00%	48.00%
税收	-0.19%	-0.28%	-0.28%	-0.29%	-0.23%						

来源: 公司数据、国金证券研究所

招商银行 买入

目标价格：14.91 元 3.53x07PB

- 我们曾在 06 年银行业投资策略报告中指出，“我们相信 06 年将是招商银行牛市的开始”，我们依然维持该判断。
- 公司在中间业务和零售市场具有领先优势，中间业务收入占比不断提升将有助于公司估值水平的提高。公司不仅在信用卡，在产品创新方面也具有优势。良好的品牌优势有助于公司在零售市场的开拓。

图表 15: 招商银行财务指标

YE 31 Dec (RMB 百万)											
	2004	2005	2006E	2007E	2008E		2004	2005	2006E	2007E	2008E
估值						盈利模式					
PE(Target Price)	N.M.	N.M.	37.72	27.04	18.48	净利息收入/营业收入	91.51%	88.76%	86.31%	82.71%	77.12%
PE(Current Price)	29.71	36.00	34.49	24.73	16.90	非净利息收入/营业收入	8.49%	11.24%	13.69%	17.29%	22.88%
PB(TP)	N.M.	N.M.	4.06	3.53	2.97	中间业务收入/拨备前利润	11.15%	15.63%	21.75%	29.17%	40.20%
PB(CP)	4.47	5.74	3.72	3.23	2.71	贷款利息收入/利息收入	80.28%	79.93%	78.10%	77.92%	77.29%
EPS(basic)	0.46	0.38	0.40	0.55	0.81	债券利息收入/利息收入	12.33%	13.01%	12.36%	13.11%	13.45%
EPS(Diluted)	-	-	-	-	-	同业往来/利息收入	7.39%	7.06%	9.54%	8.96%	9.26%
EPS growth	28.58%	17.50%	-17.48%	4.37%	39.49%	资产负债表					
BVPS	3.05	2.38	3.67	4.22	5.03	生息资产比例	95.40%	98.31%	99.39%	99.10%	99.09%
BVPS growth	-4.71%	-22.01%	54.30%	15.03%	19.12%	贷款/生息资产	63.47%	63.57%	64.39%	64.58%	64.59%
增长率						债券/生息资产	19.61%	18.20%	19.51%	19.27%	19.26%
生息资产	18.89%	25.48%	21.96%	19.65%	19.99%	同业资产/生息资产	16.92%	18.23%	16.10%	16.15%	16.15%
贷款	22.25%	25.61%	20.00%	20.00%	20.00%	计息负债比例	96.89%	98.52%	99.06%	97.34%	97.13%
计息负债	26.82%	23.94%	18.02%	18.28%	19.93%	存款/计息负债	92.66%	90.79%	92.84%	94.20%	94.25%
存款	28.39%	21.44%	20.70%	20.00%	20.00%	同业融资/计息负债	5.35%	6.17%	5.37%	5.45%	5.45%
资产	19.62%	21.77%	20.62%	20.00%	20.00%	发行债券/计息负债	1.99%	3.04%	1.79%	0.36%	0.30%
营业收入	39.96%	23.88%	27.85%	29.91%	23.19%	存贷比	71.96%	74.43%	74.00%	74.00%	74.00%
营业支出	37.18%	21.85%	30.17%	29.30%	23.01%	贷款分类(%)					
拨备前利润	42.68%	25.79%	25.74%	30.48%	23.36%	对公贷款	68.73%	63.24%	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	41.00%	25.01%	45.71%	39.49%	46.29%	制造业	16.39%	16.04%	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力						房地产	4.78%	4.25%	N.A.	N.A.	N.A.
生息资产收益率	3.93%	4.02%	4.09%	4.14%	4.01%	票据贴现	16.70%	21.08%	N.A.	N.A.	N.A.
计息负债成本率	1.32%	1.43%	1.54%	1.52%	1.51%	个人贷款	14.57%	15.68%	N.A.	N.A.	N.A.
净利差	2.61%	2.58%	2.55%	2.62%	2.50%	信用贷款	26.06%	27.77%	N.A.	N.A.	N.A.
贷款收益率	4.91%	4.91%	4.95%	5.00%	4.80%	保证贷款	43.64%	38.07%	N.A.	N.A.	N.A.
存款成本率	1.10%	1.38%	1.40%	1.40%	1.40%	抵押贷款	24.83%	27.58%	N.A.	N.A.	N.A.
净边际利率	2.67%	2.62%	2.63%	2.72%	2.61%	质押贷款	5.48%	6.58%	N.A.	N.A.	N.A.
成本收入比率	48.45%	47.65%	48.52%	48.29%	48.22%	资产质量					
ROAE	16.06%	17.26%	14.72%	13.98%	17.45%	不良贷款	10,774	12,167	13,533	15,089	16,579
ROAA	0.57%	0.59%	0.71%	0.82%	1.00%	不良贷款率	2.87%	2.58%	2.39%	2.22%	2.03%
资本充足率						不良贷款覆盖率	101.35%	111.04%	113.69%	129.94%	140.53%
加权风险资产	292,222	369,130	423,312	510,609	612,731	信贷风险成本	0.79%	0.72%	0.72%	0.67%	0.50%
核心资本充足率	6.20%	5.44%	5.57%	10.40%	9.97%	专项准备/不良贷款	53.28%	66.80%	82.10%	78.85%	83.96%
资本充足率	9.55%	9.06%	12.06%	11.85%	14.02%	一般准备	5,180	5,383	6,459	10,199	12,239
加权风险资产系数	0.58	0.61	0.58	0.58	0.58	市场描述					
权益乘数	28.87	29.75	16.66	17.38	17.51	营业机构	410	456	506	562	629
杜邦分析(与资产相比)						员工人数	17,829	20,653	23,544	26,841	30,598
净利息收入	2.35%	2.32%	2.39%	2.48%	2.37%	CAMEL评级(10分)	9.02	9.02	10.12	10.23	11.20
非净利息收入	0.22%	0.29%	0.38%	0.52%	0.70%	C: 资本充足率	9.55%	9.06%	12.06%	11.85%	14.02%
营业收入	2.57%	2.61%	2.77%	2.99%	3.07%	A: 不良贷款率	2.87%	2.58%	2.39%	2.22%	2.03%
营业支出	-1.24%	-1.24%	-1.34%	-1.45%	-1.48%	不良贷款覆盖率	101.35%	111.04%	113.69%	129.94%	140.53%
拨备前利润	1.32%	1.37%	1.42%	1.55%	1.59%	M: 成本收入比	48.45%	47.65%	48.52%	48.29%	48.22%
拨备	-0.49%	-0.46%	-0.46%	-0.43%	-0.32%	E: ROAE	16.06%	17.26%	14.72%	13.98%	17.45%
税前利润	0.83%	0.90%	0.97%	1.12%	1.27%	L: 中长期贷款比例	28.75%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
税收	-0.31%	-0.37%	-0.32%	-0.37%	-0.36%						

来源: 公司数据、国金证券研究所

浦发银行 买入

目标价格：17.52 元 2.62x07PB

- 我们一直对浦发银行近似于官僚作风的经营机制不太满意，虽然它的财务指标比较亮眼。我们更看重上市银行的经营机制重于财务指标，是因为我们相信，在行业环境较好的情况下，财务指标的优良会掩盖实际竞争力的不足。
- 但是，07 年浦发银行或许能够让人眼亮。经过将近 2 年的内部改革，我们相信公司在 07 年或许能注入新鲜气息。风险控制体系的改革将降低公司的信贷成本、市值管理或将使得公司更注重投资者关系的改善以及给市场带来超预期的分配方案。

图表 16: 浦发银行财务指标

YE 31 Dec (RMB 百万)											
	2004	2005	2006E	2007E	2008E		2004	2005	2006E	2007E	2008E
估值						盈利模式					
PE(Target Price)	N.M.	N.M.	17.58	13.01	8.04	净利息收入/营业收入	94.72%	95.21%	94.74%	94.09%	93.41%
PE(Current Price)	34.34	26.67	22.75	16.84	10.40	非净利息收入/营业收入	5.28%	4.79%	5.26%	5.91%	6.59%
PB(TP)	N.M.	N.M.	17.58	13.01	8.04	中间业务收入/拨备前利润	4.61%	4.35%	5.91%	7.64%	9.43%
PB(CP)	4.91	4.27	22.75	16.84	10.40	贷款利息收入/利息收入	80.83%	81.56%	83.17%	83.71%	83.73%
EPS(basic)	0.49	0.63	0.74	1.01	1.63	债券利息收入/利息收入	8.30%	7.65%	9.83%	9.33%	9.31%
EPS(Diluted)	0.49	0.63	0.74	1.01	1.63	同业往来/利息收入	10.87%	10.78%	6.99%	6.96%	6.96%
EPS growth	23.24%	28.78%	17.20%	35.14%	61.83%	资产负债表					
BVPS	3.45	3.97	5.69	6.69	8.32	生息资产比例	97.43%	97.79%	99.48%	99.43%	99.39%
BVPS growth	12.48%	14.92%	43.40%	17.68%	24.31%	贷款/生息资产	68.04%	65.42%	66.34%	66.38%	66.41%
增长率						债券/生息资产	10.41%	15.47%	15.56%	15.52%	15.48%
生息资产	23.24%	26.27%	21.75%	19.94%	19.95%	同业资产/生息资产	21.55%	19.11%	18.09%	18.10%	18.11%
贷款	22.01%	21.33%	20.00%	20.00%	20.00%	计息负债比例	97.46%	97.40%	98.64%	98.23%	98.06%
计息负债	22.48%	26.05%	20.09%	19.60%	19.67%	存款/计息负债	92.16%	93.44%	93.80%	94.11%	94.37%
存款	22.88%	27.80%	20.55%	20.00%	20.00%	同业融资/计息负债	6.44%	4.17%	4.21%	4.22%	4.23%
资产	22.77%	25.80%	19.68%	20.00%	20.00%	发行债券/计息负债	1.39%	2.39%	1.99%	1.67%	1.39%
营业收入	33.62%	24.49%	24.41%	16.36%	21.11%	存贷比	78.30%	74.34%	74.00%	74.00%	74.00%
营业支出	32.43%	29.72%	23.59%	16.77%	20.63%	贷款分类(%)					
拨备前利润	34.65%	20.05%	25.16%	15.99%	21.55%	对公贷款	84.21%	85.05%	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	23.24%	28.78%	30.37%	35.14%	61.83%	制造业	30.25%	29.44%	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力						房地产	11.95%	9.95%	N.A.	N.A.	N.A.
生息资产收益率	4.36%	4.58%	4.31%	4.16%	4.16%	票据贴现	7.95%	10.60%	N.A.	N.A.	N.A.
计息资产成本率	1.71%	1.85%	1.61%	1.65%	1.65%	个人贷款	15.79%	14.95%	N.A.	N.A.	N.A.
净利差	2.65%	2.73%	2.70%	2.51%	2.51%	信用贷款	17.40%	17.38%	N.A.	N.A.	N.A.
贷款收益率	5.01%	5.29%	5.29%	5.25%	5.25%	保证贷款	50.06%	37.85%	N.A.	N.A.	N.A.
存款成本率	1.47%	1.57%	1.50%	1.55%	1.55%	抵押贷款	26.31%	37.61%	N.A.	N.A.	N.A.
净边际利率	2.69%	2.70%	2.98%	2.81%	2.80%	质押贷款	6.22%	7.16%	N.A.	N.A.	N.A.
成本收入比率	45.90%	47.83%	47.52%	47.69%	47.50%	资产质量					
ROAE	15.12%	17.12%	16.08%	16.25%	21.68%	不良贷款	7,617	7,445	8,399	9,793	11,466
ROAA	0.47%	0.48%	0.51%	0.58%	0.78%	不良贷款率	2.45%	1.97%	1.86%	1.80%	1.76%
资本充足率						不良贷款覆盖率	117.10%	142.07%	136.54%	144.20%	143.12%
加权风险资产	296,096	353,575	396,691	476,443	571,127	信贷风险成本	1.01%	0.85%	0.83%	0.59%	0.46%
核心资本充足率	4.56%	4.13%	7.76%	7.38%	6.34%	特殊准备/不良贷款	76.28%	91.40%	117.03%	124.13%	122.54%
资本充足率	7.49%	8.04%	10.20%	9.35%	7.97%	一般准备	3,109	3,772	4,527	5,432	6,518
加权风险资产系数	0.65	0.62	0.60	0.60	0.60	市场描述					
权益乘数	33.72	36.91	27.69	28.24	27.26	营业机构	328	350	368	397	437
杜邦分析(与资产相比)						员工人数	8,828	10,151	10,862	11,948	13,142
净利息收入	2.38%	2.37%	2.45%	2.36%	2.36%	CAMEL评级(10分)	8.90	9.55	10.18	10.98	10.36
非净利息收入	0.13%	0.12%	0.14%	0.15%	0.17%	C: 资本充足率	7.49%	8.04%	10.20%	9.35%	7.97%
营业收入	2.51%	2.48%	2.58%	2.50%	2.53%	A: 不良贷款率	2.45%	1.97%	1.86%	1.80%	1.76%
营业支出	-1.15%	-1.19%	-1.23%	-1.19%	-1.20%	不良贷款覆盖率	117.10%	142.07%	136.54%	144.20%	143.12%
拨备前利润	1.36%	1.30%	1.36%	1.31%	1.33%	M: 成本收入比	45.90%	47.83%	47.52%	47.69%	47.50%
拨备	-0.69%	-0.56%	-0.55%	-0.39%	-0.30%	E: ROAE	15.12%	17.12%	16.08%	16.25%	21.68%
税前利润	0.67%	0.74%	0.80%	0.92%	1.03%	L: 中长期贷款比例	26.71%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
税收	-0.25%	-0.30%	-0.33%	-0.39%	-0.31%						

来源: 公司数据、国金证券研究所

工商银行 买入

目标价格：4.40 元 2.53x07PB

- 工商银行是中国盈利能力较强的零售银行，也是中国规模最大的零售银行，零售存款和零售贷款的市场占有率分别为 23%和 30%。
- 工商银行是中国最大的中间业务提供商，占全国型银行中间业务收入比重为 23%。公司除了在银行卡、结算、代理和托管等传统业务具有优势，公司在投资银行、理财等新型业务方面也有亮点。工行的中间业务的增长水平在大行中较为突出。

图表17: 工商银行财务指标

YE 31 Dec (RMB 百万)											
	2004	2005	2006E	2007E	2008E		2004	2005	2006E	2007E	2008E
估值						盈利模式					
PE(Target Price)	N.M.	29.18	26.45	21.95	17.17	净利息收入/营业收入	92.30%	91.14%	89.51%	86.25%	82.01%
PE(Current Price)	N.M.	N.M.	24.52	20.35	15.91	非净利息收入/营业收入	7.70%	8.86%	10.49%	13.75%	17.99%
PB(TP)	N.M.	N.M.	2.86	2.53	2.20	中间业务收入/拨备前利润	9.64%	11.73%	15.20%	21.27%	29.19%
PB(CP)	N.M.	N.M.	2.65	2.34	2.04	贷款利息收入/利息收入	0.00%	0.00%	66.39%	67.95%	67.57%
EPS(basic)	0.19	0.15	0.17	0.20	0.26	债券利息收入/利息收入	0.00%	0.00%	26.27%	23.91%	23.77%
EPS(Diluted)	0.19	0.15	0.17	0.20	0.26	同业往来/利息收入	0.00%	0.00%	7.34%	8.14%	8.66%
EPS growth	n.m	(0.21)	10.32%	20.52%	27.84%	资产负债表					
BVPS	-3.16	1.04	1.54	1.74	2.00	生息资产比例	97.39%	97.39%	96.94%	96.95%	99.04%
BVPS growth	n.m	(1.33)	48.67%	13.02%	14.73%	贷款/生息资产	62.93%	50.98%	51.21%	51.21%	50.22%
增长率						债券/生息资产	24.74%	36.58%	33.32%	33.32%	32.61%
生息资产	12.11%	27.29%	9.38%	10.00%	12.38%	同业资产/生息资产	12.14%	12.33%	15.47%	15.47%	17.16%
贷款	8.98%	-11.28%	10.00%	10.00%	10.00%	计息负债比例	97.60%	97.57%	97.19%	97.28%	97.41%
计息负债	9.36%	11.06%	5.78%	9.93%	9.94%	存款/计息负债	95.09%	94.89%	94.30%	94.36%	94.42%
存款	9.97%	10.83%	5.12%	10.00%	10.00%	同业融资/计息负债	4.78%	4.39%	4.99%	5.00%	5.00%
资产	11.24%	27.29%	9.88%	10.00%	10.00%	发行债券/计息负债	0.13%	0.72%	0.70%	0.64%	0.58%
营业收入	12.29%	16.53%	23.86%	14.44%	16.69%	存贷比	71.63%	57.34%	60.00%	60.00%	60.00%
营业支出	0.30%	33.81%	24.35%	14.54%	16.79%	贷款分类 (%)					
拨备前利润	21.53%	5.54%	23.46%	14.36%	16.60%	企业贷款	75.83%	69.23%	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	37.49%	21.59%	48.59%	20.52%	27.84%	制造业	28.68%	20.14%	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力						房地产	5.98%	5.58%	N.A.	N.A.	N.A.
生息资产收益率	4.25%	4.18%	4.13%	4.18%	4.16%	公共事业	5.84%	7.05%	N.A.	N.A.	N.A.
计息负债成本率	1.35%	1.51%	1.51%	1.54%	1.54%	运输	9.08%	10.24%	N.A.	N.A.	N.A.
净利差	2.91%	2.67%	3.77%	3.87%	3.77%	个人贷款	11.98%	13.13%	N.A.	N.A.	N.A.
贷款收益率	4.48%	5.11%	5.30%	5.40%	5.40%	按揭贷款	9.70%	11.12%	N.A.	N.A.	N.A.
存款成本率	1.32%	1.48%	1.53%	1.53%	1.53%	个人消费贷款	2.20%	1.92%	N.A.	N.A.	N.A.
净边际利率	2.75%	2.64%	2.70%	2.75%	2.74%	银行卡消费透支	0.08%	0.08%	N.A.	N.A.	N.A.
成本收入比率	38.88%	44.64%	44.82%	44.86%	44.90%	资产质量					
ROAE	-5.89%	-29.78%	14.41%	12.22%	13.72%	不良贷款	784,656	154,417	152,690	153,070	155,160
ROAA	0.64%	0.65%	0.82%	0.90%	1.04%	不良贷款率	21.16%	4.69%	4.22%	3.85%	3.54%
资本充足率						不良贷款覆盖率	76.28%	54.20%	62.97%	69.02%	69.47%
加权风险资产	n.a	3,152,206	3,289,866	3,613,440	3,966,997	风险成本	0.82%	0.81%	0.72%	0.65%	0.60%
核心资本充足率	n.a	8.17%	15.64%	16.09%	16.82%	特殊准备/不良贷款	73.10%	33.08%	39.32%	42.85%	40.89%
资本充足率	n.a	9.89%	17.57%	18.02%	18.76%	一般准备	34,190	34,296	37,777	41,717	46,033
加权风险资产系数	n.a	0.49	0.50	0.50	0.50	市场描述					
权益乘数	(9.98)	25.13	13.79	13.42	12.87	营业机构	21,223	18,764	17,826	17,136	16,935
杜邦分析 (与资产相比)						员工人数	375,781	361,623	343,542	337,555	326,365
净利息收入	2.54%	2.29%	2.54%	2.54%	2.57%	CAMEL评级(10分)	n.a.	8	10	11	11
非净利息收入	0.21%	0.22%	0.30%	0.41%	0.56%	C: 资本充足率	n.a	9.89%	17.57%	18.02%	18.76%
营业收入	2.75%	2.51%	2.83%	2.95%	3.13%	A: 不良贷款率	21.16%	4.69%	4.22%	3.85%	3.54%
营业支出	-1.07%	-1.12%	-1.27%	-1.32%	-1.40%	M: 不良贷款覆盖率	76.28%	54.20%	62.97%	69.02%	69.47%
拨备前利润	1.68%	1.39%	1.56%	1.63%	1.72%	E: 成本收入比	38.88%	44.64%	44.82%	44.86%	44.90%
拨备	-0.61%	-0.42%	-0.37%	-0.33%	-0.31%	L: ROAE	-5.89%	-29.78%	14.41%	12.22%	13.72%
税前利润	1.07%	0.97%	1.20%	1.29%	1.42%	L: 中长期贷款比例	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%
税收	-0.46%	-0.39%	-0.41%	-0.43%	-0.41%						

来源：公司数据、国金证券研究所

公司投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

- 增持: 预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上;
- 持有: 预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 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“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我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多种金融服务。我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。