



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

证券研究报告

2011年3月28日

银行

研究部

毛军华

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207070059

maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207120068

luojing@cicc.com.cn

上调评级至推荐

华夏银行 (600015.SH)

“三中”定位明确, 管理改善路径清晰, 首选

主要财务信息

(百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
主营业务收入	17,603	17,124	24,468	31,018	37,343
(+/-%)	23.5	-2.7	42.9	26.8	20.4
提取准备金前经营利润	8,928	8,188	12,240	15,582	18,882
(+/-%)	20.7	-8.3	49.5	27.3	21.2
净利润	3,071	3,760	5,990	8,225	10,072
(+/-%)	46.1	22.4	59.3	37.3	22.4
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.87	1.20	1.47
(+/-%)	-10.4	22.4	59.3	37.3	22.4
每股净资产 (元)	4.00	4.41	5.18	9.27	10.56
市盈率 (倍)	27.9	22.8	14.3	10.4	8.5
市净率 (倍)	3.12	2.83	2.41	1.35	1.18
平均资产收益率 (%)	0.46	0.48	0.64	0.72	0.74
股息收益率 (%)	1.0	1.0	1.6	1.4	1.8

股票信息

	A股
当前股价	人民币12.49
股票代码	600015.CH
日成交量 (百万股)	45
52周最高价/最低价	人民币14.55/10.24
发行股数 (百万股)	4,991
其中: 流通股 (百万股)	3,784
主要股东 (持股比例)	首钢 (13.98%) 国家电网 (11.94%)

最近估值走势

	近一周	1个月	年初至今
600015.CH	+6.93	+9.95	+14.59
上证指数	+2.44	+3.45	+6.04
银行股指数	+4.38	+5.46	+6.07

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资提示:

2010年至今, 基于财务改善的判断, 我们持续推荐华夏银行, 该行亦成为表现最好的银行股之一。超预期的年报业绩印证了我们的财务改善判断, 而且2011年财务改善仍将持续, 预计一季度净利润将保持40%左右的高增长。更重要的是, 分析员会议上, 管理层首次明确了华夏银行的“三中”市场定位以及配套的营销体系、考核机制等方面的管理措施。这意味着管理改善将逐步兑现, 令该行的竞争实力和盈利水平逐步向同业靠拢, 成为股价持续上涨的推动力。上调评级至“推荐”, 重申A股银行首选。

理由:

财务改善开始兑现, 年报业绩同比增长59%, 超预期5.6%。净息差季度环比扩大12bp, 成本控制改善, 不良持续双降, 融资平台贷款风险可控, 现金流无覆盖和半覆盖占比仅4%。

管理改善路径清晰。管理层首次系统阐述的“中型公司客户、中等收入个人客户、中等城市”定位契合华夏银行的现状。配套的考核体系改革有望激发员工的积极性, 同时全口径成本核算的推行则有望降低运营成本, 提高运营效率。目前来看, 管理改善的制度设计较为合理, 未来强有力的执行将是预期兑现的关键。

核心负债能力提升初显管理改善潜力。以客户为中心的考核指标体系开始提升负债能力: 2010年华夏银行新增存款超过2008和2009年的总和, 同时资金成本亦得到有效控制, 下半年存款成本仅上升6bp。

预计三年提升ROAA至接近股份制银行平均水平。通过近两年的实践, 华夏银行的转型成果初步体现, 2010年ROAA上升至0.64%, ROAE达到18.2%。未来三年有望逐步接近同业水平。

估值与建议:

我们分别上调2011/2012年盈利预测9.0%/13.4%, 调整后的每股收益分别为1.20/1.47元。目前, 华夏银行A股交易于1.35倍(摊薄后)2011年P/B和10.4倍(摊薄后)2011年P/E。我们的A股银行首选排序为华夏、招行、浦发、民生和农行。

风险:

经济增速大幅放缓, 房地产市场深度调整和内部执行力不足。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

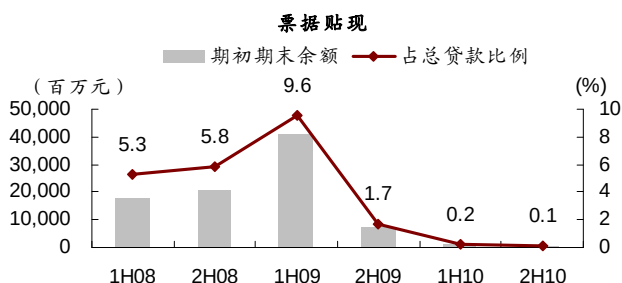
财务改善兑现，2010年业绩超预期

根据华夏银行最新业绩公告，2010年银行净利润59.9亿元，每股收益1.20元，实现同比增长59.3%。利润水平高于市场预期5.6%，高于我们预期4.6%。

资产结构优化，推动四季度净息差环比提升12个基点。根据期初期末余额口径，华夏银行四季度净息差达到2.49%，环比上升12个基点：

- ▶ **贷款结构持续改善，主要表现为贴现业务压缩、中长期贷款占比上升。**2010年下半年，华夏银行贴现余额压缩2.64亿元，环比下降29.4%。中长期贷款显著增长，按日均余额口径，下半年中长期贷款增速达到11.8%，占总贷款比例49.6%，环比上升6.6个百分点。在贷款结构改善的推动下，日均贷款收益率显著提高，环比上升25个基点。
- ▶ **存款增长强劲，有效降低资金成本28个基点。**2010年下半年，华夏银行存款余额环比扩张14.3%，对付息负债贡献上升3.0个百分点。其中，一般性存款增长强劲，环比增速15.3%；保证金存款在总存款中占比下降0.8个百分点，增速低于行业平均水平；协议存款占比3.02%，显著低于股份制银行5.21%的平均水平。负债结构调整有效地降低了银行的资金成本。在流动性紧缩的环境下，华夏银行2010年下半年日均存款利率仅上升6个基点；按期初期末余额口径，四季度资金成本大幅下降28个基点至2.20%。

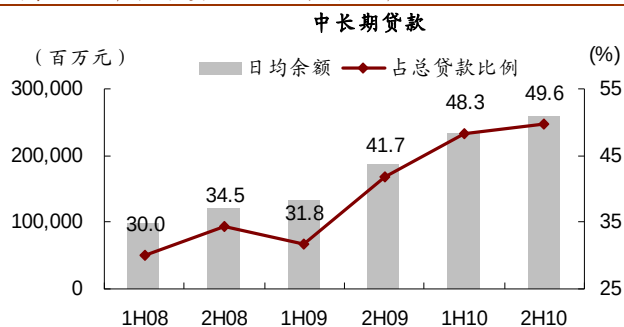
图表 1：票据贴现业务规模压缩



注：华夏银行不披露贴现日均余额，此处为期初期末平均余额

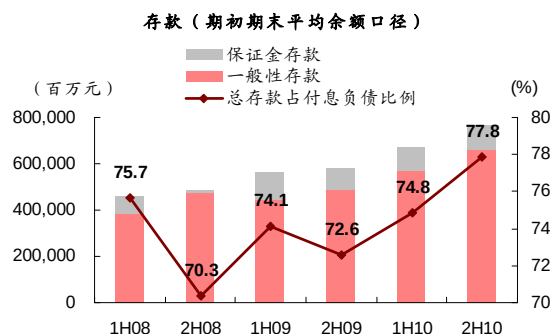
资料来源：公司数据，中金研究部

图表 2：中长期贷款占比持续上升



资料来源：公司数据，中金研究部

图表 3：存款占付息负债比重显著提升



资料来源：公司数据，中金研究部

费用控制改善，四季度成本收入比同比下降1.5个百分点。2010年下半年，华夏银行费用同比增速从上半年的44.2%显著回落至14.3%，成本控制良好。其中：

- ▶ **IT投入力度提高。**2010年，IT投入5.37亿元，其中对信息系统开发，尤其是网络银行建设的支持显著增加，为银行未来的业务发展奠定基础。
- ▶ **员工成本合理压缩。**2010年下半年，华夏银行员工人数环比扩张7.7%，但员工费用环比微降0.9%，支出占比下降6.9个百分点至44.8%。在成本精简的同时，银行经营效率有所提高，人均收入持续增长，推动成本收入比同比下降1.4个百分点至43.9%。

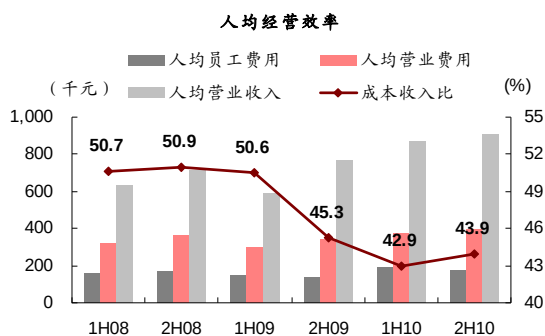
图表 4：员工费用占比下降

	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10
(百万元)						
电子设备运转费	85	142	76	141	105	192
安全防卫费	20	24	25	36	31	40
员工费用	1,643	1,826	1,723	1,709	2,560	2,537
折旧及摊销	269	516	488	434	549	581
其他	1,232	1,534	1,126	1,929	1,714	2,319
营业费用合计	3,249	4,043	3,438	4,250	4,958	5,669

费用结构 (%)						
电子设备运转费	2.6	3.5	2.2	3.3	2.1	3.4
安全防卫费	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.7
员工费用	50.6	45.2	50.1	40.2	51.6	44.8
折旧及摊销	8.3	12.8	14.2	10.2	11.1	10.3
其他	37.9	38.0	32.7	45.4	34.6	40.9
营业费用合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中金研究部

图表 5: 人均收入持续增长, 人均员工成本有所降低

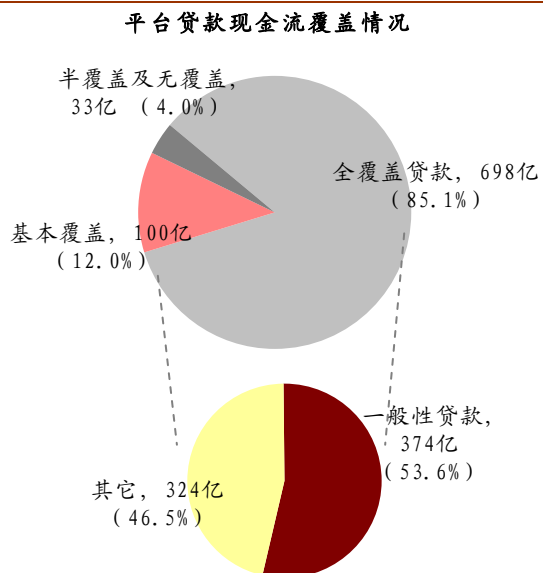


资料来源: 公司数据, 中金研究部

资产质量保持稳定, 地方政府平台贷款风险可控。

- ▶ **资产质量持续改善。**2010 年下半年, 华夏银行不良贷款、关注贷款、逾期贷款等指标均实现小幅“双降”。拨备覆盖率继续上升至 209.0%, 信用成本保持稳定, 风险抵御能力有所增长。
- ▶ **融资平台贷款状况优于行业平均水平。**截止 2010 年底, 华夏银行地方政府融资平台 459 户, 贷款余额 831 亿元, 其中 374 亿元可规划为一般性公司贷款, 半覆盖及无覆盖类贷款占比仅为 4.0%, 远低于 19.4% 的行业平均水平¹。对于后两类贷款, 华夏银行已经与地方政府达成还款协定, 清收工作正稳步进行, 平台贷款总体风险可控。

图表 6: 地方政府融资平台分类状况



资料来源: 公司数据, 中金研究部

¹ 根据银监会公布数据, 截止 2010 年 11 月底, 银行业地方政府融资平台贷款余额为 9.09 万亿, 其中半覆盖和无覆盖类贷款占比分别为 8.4% 和 11.0%。

图表 7: 资产质量改善

	2H08	1H09	2H09	1H10	2H10
贷款余额 (百万元)					
正常	329,134	404,481	411,226	473,540	512,514
关注	19,856	14,817	12,542	9,199	9,168
次级	1,961	2,860	3,388	2,318	3,116
可疑	3,260	2,776	2,059	2,598	2,066
损失	1,266	978	1,010	1,367	1,072
合计	355,478	425,912	425,912	489,022	527,937
不良贷款	6,487	6,613	6,457	6,283	6,254
逾期贷款	6,452	6,257	6,199	5,553	4,045
贷款结构 (%)					
正常	92.6	95.0	96.6	96.8	97.1
关注	5.59	3.48	2.94	1.88	1.74
次级	0.55	0.67	0.80	0.47	0.59
可疑	0.92	0.65	0.48	0.53	0.39
损失	0.36	0.23	0.24	0.28	0.20
合计	100.0	100.0	101.0	100.0	100.0
不良贷款	1.82	1.55	1.52	1.28	1.18
逾期贷款	1.82	1.47	1.46	1.14	0.77
拨备覆盖率	151.2	153.4	166.8	194.1	209.0

资料来源: 公司数据, 中金研究部

首次明确市场定位，管理改善有望逐步兑现

2009年，面对国内银行业高度趋同的盈利模式，华夏银行针对自身的发展特点和缺陷明确提出了中型银行服务中型客户的市场定位，实施战略转型。伴随着营销体系、分支行考核制度的完善，华夏银行的盈利能力持续提升，财务改善趋势初步确立。

► **“三中”定位，服务差异化市场。**面对自身的资产规模和议价能力，华夏银行清醒地提出了在中等城市，发展中小企业、和中等收入人群的“三中”定位，将业务重心逐步由争夺大型国有企业向开发供应链金融和零售业务转移，以更好的发挥比较优势。

- **中小企业业务：**2009年，华夏银行成立中小企业信贷部，以规模经济的战略思路开发中小企业市场。通过找“商圈”、找“园区”发展批量贷款，并以核心客户为基础发展供应链上下游企业，提高客户开发效率。在营销团队中，配备信贷、财务、技术等多方面人才，以更好的迎合中小企业的服务需求。2010年，华夏银行新增贷款中约35%投向小企业，小企业贷款余额突破1000亿，增速达到57%，高于行业平均水平31.9个百分点；小企业贷款收息率100%，不良率0%。截止2010年年底，华夏银行中小企业客户数量接近1万户，2011年目标突破2万户。
- **中等收入人群：**华夏银行提出“调动80%没有特定客户资源的支行经理，服务80%存款1万以下的客户”，拓展中端零售客户对存款和收入的贡献。
- **网点覆盖：**为适应目标客户的需要，华夏银行计划稳步推进网点建设，增大对中型城市的覆盖范围。截止2010年，华夏银行的分支机构394家，其中新增机构45家，新建自助银行151家。预计在未来三至四年，华夏将按照“沿海”、“沿江”的铺设思路，扩大网点数目至500~600家²。

► **提高产品创新能力，改善收入结构。**目前，华夏银行主要依赖于利息收益，2010年下半年中间业务收入占比仅为3.2%，处于行业较低水平。未来三年，华夏银行提出大力发挥中介机构的服务功能，增加非息收入，三年内收入结构实现贷款利息收入、中间业务收入、投资收益各60%、20%、20%的比例构成。

► **增强成本控制，提高运行效率。**华夏银行费用水平较高，虽然四季度成本收入比同比有所改善，但仍处于行业高端。为增强成本管理，华夏银行提出了一系列的努力措施：

- **建立全口径成本测算体系：**在总行层面整合人力、房租、办公、差旅、通讯等综合成本，优化资金调配，降低运营成本。
- **加强网上银行建设：**在筹建物理网点的同时，增强网点运营效率；加大IT投入，积极发展网上银行，在提高服务可得性的同时，实现费用的有效控制。
- **强化考核机制改革，保证战略转型的顺利实施。**华夏银行自2010年开始逐步调整分支行考核体系，如对分行的中小企业客户开发、存款成本、信用成本、风险资产占用情况等指标均纳入考核范围。2011年，华夏银行进一步强化考核机制改革，提出支行经理薪酬由预定目标的绝对完成情况、比较同业的相对完成情况决定，两项权重分别为40%和60%；在此基础上，综合考虑监管指标、社会评价等因素实行收入10%的上下浮动。通过上述考核体系的调整，华夏银行能更加有效的配置资源，从激励机制上保证内部转型的贯彻实施。

通过近两年的实践，我们认为华夏银行的转型成果初步体现，2010年总资产回报率上升至0.64%，净资产回报率18.2%。虽然距同业平均水平仍有差距，但在内部改革的持续推动下，其盈利能力有望迎头赶上，财务改善预期兑现带来价值投资机遇。对此，我们上调华夏银行2011年/2012年盈利预测9.0%/13.4%，同时上调投资评级至“推荐”，并重申其首选组合地位。

²<http://www.zhicheng.com/html/archive/34/201103/1766030.html>

图表 8: 2010 年业绩分析

(人民币,百万元)	年度同比			季度分析					中金评论
	2009	2010	YoY %	4Q09	3Q10	4Q10	YoY %	QoQ %	
总资产	845,456	1,040,230	23.0	845,456	1,010,749	1,040,230	23.0	2.9	下半年贷款结构持续改善, 票据贴现余额压缩; 日均余额中长期贷款占比较2010年上半年上升6.6个百分点
生息资产	843,424	1,032,197	22.4	843,424	1,010,237	1,032,197	22.4	2.2	
总贷款*	430,226	527,937	22.7	430,226	510,400	527,937	22.7	3.4	
付息负债	801,684	986,072	23.0	801,684	963,265	986,072	23.0	2.4	主要受一般性存款扩张推动, 华夏下半年存款增长强劲, 环比增速达到14.3%, 对付息负债的贡献上升3个百分点
总存款	581,678	767,622	32.0	581,678	709,760	767,622	32.0	8.2	
总股东权益	30,234	35,496	17.4	30,234	34,176	35,496	17.4	3.9	
利息收入	32,506	43,368	33.4	7,590	11,529	11,718	54.4	1.6	净手续费收入环比下降20.4%, 但2010年全年同比上升41.0%。
利息支出	16,699	20,608	23.4	2,989	5,754	5,351	79.0	-7.0	
净利息收入	15,807	22,760	44.0	4,601	5,775	6,367	38.4	10.2	
非利息收入	1,316	1,708	29.8	223	381	390	75.1	2.5	下半年网点数和员工数环比扩张6.5%、7.7%, 但员工费用环比微降0.9%, 总营业费用同比增速环比下降29.9个百分点, 成本控制良好
手续费收入	1,304	1,792	37.4	257	431	400	55.7	-7.0	
手续费支出	279	347	24.1	94	72	115	22.3	59.3	
净手续费收入	1,024	1,445	41.0	163	358	285	75.0	-20.4	尽管资产质量大幅改善, 但拨备力度并未减弱, 四季度信用成本维持在90bp左右, 拨备覆盖率继续上升
其他非利息收入	292	263	-31.8	60	23	105	75.4	362.9	
营业收入	17,124	24,468	42.9	4,824	6,156	6,757	40.1	9.8	
营业费用	7,688	10,627	38.2	2,326	2,513	3,156	35.7	25.6	2010年净利润同比增长59.3%, 超于市场预期5.6%
拨备前利润	8,188	12,240	49.5	2,163	3,228	3,166	46.4	-1.9	
计提资产减值准备	3,377	4,212	24.7	798	1,217	1,164	45.8	-4.3	
税前利润	4,828	8,008	65.9	1,390	2,009	1,987	42.9	-1.1	四季度期初期末平均余额口径, 净息差环比上升12个基点, 主要是由于存款快速扩张, 有效的降低付息负债成本
所得税	1,067	2,018	89.1	272	490	524	92.7	7.1	
有效税率 (%)	22.1%	25.2%		19.6%	24.4%	26.4%			
净利润	3,760	5,990	59.3	1,118	1,520	1,462	30.8	-3.8	四季度成本收入比同比下降1.5个百分点, 费用控制内部改革初现成效
财务比率 (%)									
生息资产收益率	4.13	4.62	0.49	3.64	4.73	4.59	0.95	-0.14	
付息负债成本率	2.24	2.31	0.07	1.51	2.47	2.20	0.69	-0.28	款、逾期贷款均实现环比“双降”。其中逾期贷款余额下降15亿, 逾期率显著降低0.37个百分点, 资产质量持续改善
净息差	2.01	2.43	0.42	2.21	2.37	2.49	0.29	0.12	
净手续费收入/营业收入	6.0	5.9	-0.1	3.4	5.8	4.2	0.8	-1.6	
收入成本比 (不含营业税)	44.9	43.4	-1.5	48.2	40.8	46.7	-1.5	5.9	控制内部改革初现成效
贷存比 (含贴现)	74.0	68.8	-5.2	74.0	71.9	68.8	-5.2	-3.1	
平均总资产收益率	0.48	0.64	0.16	0.54	0.62	0.57	0.03	-0.05	
平均净资产收益率	13.0	18.2	5.2	15.1	18.2	16.8	1.7	-1.4	款、逾期贷款均实现环比“双降”。其中逾期贷款余额下降15亿, 逾期率显著降低0.37个百分点, 资产质量持续改善
不良贷款率	1.50	1.18	-0.32	1.50	n.a.	1.18	-0.32	n.a.	
准备金覆盖率	166.8	209.0	42.2	166.8	n.a.	209.0	42.2	n.a.	
信用风险成本	0.79	0.84	0.05	0.74	0.97	0.90	0.16	-0.08	款、逾期贷款均实现环比“双降”。其中逾期贷款余额下降15亿, 逾期率显著降低0.37个百分点, 资产质量持续改善
拨贷比	2.50	2.48	-0.03	2.50	2.49	2.48	-0.03	-0.01	

资料来源：银行数据，中金研究部

图表 9: 盈利预测调整

(人民币,百万元)	2011			2012		
	原预测	当前预测	变化 (%)	原预测	当前预测	变化 (%)
净利息收入	26,895	28,832	7.2	32,661	34,546	5.8
非利息收入	2,020	2,186	8.2	2,476	2,797	13.0
营业收入	28,915	31,018	7.3	35,137	37,343	6.3
营业费用	13,132	13,419	2.2	15,781	16,033	1.6
拨备前利润	13,903	15,582	12.1	17,073	18,882	10.6
拨备	3,855	4,595	19.2	5,251	5,434	3.5
税前利润	10,064	10,967	9.0	11,838	13,429	13.4
净利润	7,548	8,225	9.0	8,878	10,072	13.4
每股收益 (元)	1.10	1.20		1.30	1.47	

资料来源：银行数据，中金研究部

图表 10: 历史和预测的财务数据

	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	16,485	15,807	22,760	28,832	34,546	每股净利润(元)	0.45	0.55	0.87	1.20	1.47
非利息收入	1,118	1,316	1,708	2,186	2,797	每股拨备前利润(元)	1.30	1.20	1.79	2.27	2.76
经营收入合计	17,603	17,124	24,468	31,018	37,343	每股净资产(元)	4.00	4.41	5.18	9.27	10.56
营业费用	7,292	7,688	10,627	13,419	16,033	P/E	27.9	22.8	14.3	10.4	8.5
提取准备金前利润	8,928	8,188	12,240	15,582	18,882	P/PPOP	9.6	10.4	7.0	5.5	4.5
当期提取各项准备金	4,894	3,377	4,212	4,595	5,434	P/B	3.12	2.83	2.41	1.35	1.18
税前利润	4,007	4,828	8,008	10,967	13,429	分红比率(%)	21.1%	17.3%	16.7%	20.0%	420.0%
净利润	3,071	3,760	5,990	8,225	10,072	股息收益率(%)	1.0%	1.0%	1.6%	1.4%	1.8%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	731,637	845,456	1,040,230	1,249,206	1,465,367	NPL余额 (百万元)	6,487	6,457	6,254	7,862	10,553
贷款余额 (毛额)	355,478	430,226	527,937	622,965	735,099	正常	92.59%	95.58%	97.08%		
其他生息资产	374,952	413,199	504,261	617,925	722,067	关注	5.59%	2.92%	1.74%		
非生息资产	11,017	12,806	21,106	24,984	29,307	次级	0.55%	0.79%	0.59%		
存款余额	485,350	581,678	767,622	905,794	1,068,837	可疑	0.92%	0.48%	0.39%		
其他付息负债	204,559	220,006	218,450	257,510	297,913	损失	0.36%	0.23%	0.20%		
股东权益	27,421	30,234	35,496	63,490	72,328	NPL/贷款余额(%)	1.82%	1.50%	1.18%	1.26%	1.44%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	1.82%	1.44%	0.77%		
总资产年增长率	23.5%	15.6%	23.0%	20.1%	17.3%	准备金余额/NPL(%)	151.2%	166.8%	209.0%	212.0%	200.0%
净息差(NIM)	2.50%	2.01%	2.43%	2.54%	2.56%	准备金余额/贷款余额(%)	2.76%	2.50%	2.48%	2.68%	2.87%
净利差(Spread)	2.35%	1.89%	2.32%	2.40%	2.40%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	7.19%	5.34%	5.64%	6.05%	6.21%	核心资本充足率	7.46%	6.84%	6.65%	9.96%	9.66%
平均债券投资收益	3.70%	3.14%	3.36%	3.52%	3.60%	资本充足率(CAR)	11.40%	10.20%	10.58%	13.07%	12.46%
平均生息资产生息率	5.66%	4.13%	4.62%	4.91%	4.97%	风险加权资产平均系数	48.4%	51.1%	49.9%	50.0%	50.0%
平均存款付息率	2.33%	1.55%	1.32%	1.69%	1.77%	股东权益/总资产	3.7%	3.6%	3.4%	5.1%	4.9%
平均付息负债付息率	3.32%	2.24%	2.31%	2.51%	2.57%	生息资产/总资产	98.5%	98.5%	98.0%	98.0%	98.0%
非利息收入/经营收入	6.4%	7.7%	7.0%	7.0%	7.5%	贷款/总资产	48.6%	50.9%	50.8%	49.9%	50.2%
营业费用/经营收入	41.4%	44.9%	43.4%	43.3%	42.9%	债券投资/总资产	12.6%	9.7%	7.8%	8.8%	8.6%
提取准备金/贷款平均余额	1.48%	0.86%	0.88%	0.80%	0.80%	贷款/存款(不含贴现)	69.0%	72.7%	68.7%	65.3%	65.3%
年增长率 (%)						存款结构 (占存款余额%)					
贷款余额	16.1%	21.0%	22.7%	18.0%	18.0%	对公活期存款	37.0%	39.0%	39.8%		
存款余额	10.6%	19.8%	32.0%	18.0%	18.0%	对公定期存款	29.8%	29.6%	30.5%		
净利息收入	20.6%	-4.1%	44.0%	26.7%	19.8%	居民储蓄活期存款	4.1%	4.6%	5.3%		
非利息收入	93.2%	17.8%	29.8%	28.0%	28.0%	居民储蓄定期存款	9.0%	9.7%	9.5%		
经营收入合计	23.5%	-2.7%	42.9%	26.8%	20.4%	贷款结构 (占贷款余额%)					
营业费用	26.6%	5.4%	38.2%	26.3%	19.5%	公司贷款	83.2%	87.3%	88.5%		
拨备前利润	20.7%	-8.3%	49.5%	27.3%	21.2%	个人贷款	10.9%	11.0%	11.4%		
税前利润	4.9%	20.5%	65.9%	37.0%	22.4%	贴现贷款	5.8%	1.7%	0.1%		
净利润	46.1%	22.4%	59.3%	37.3%	22.4%	其他数据					
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						分支机构数量 (个)	313	349	394		
净利息收入	2.49%	2.00%	2.41%	2.52%	2.55%	员工数 (人)	11,109	12,301	14,304		
非利息收入	0.17%	0.17%	0.18%	0.19%	0.21%	贷款余额市场份额(%)	1.11%	1.01%	1.04%		
经营收入合计	2.66%	2.17%	2.60%	2.71%	2.75%	存款余额市场份额(%)	1.01%	0.95%	1.05%		
营业费用	1.10%	0.97%	1.13%	1.17%	1.18%						
提取准备金前利润	1.35%	1.04%	1.30%	1.36%	1.39%	总股本 (百万股)	4,991	4,991	4,991	6,850	6,850
当年提取各项准备金	0.74%	0.43%	0.45%	0.40%	0.40%	其中: 上市交易股本	2,201	3,784	3,784		
税前利润	0.61%	0.61%	0.85%	0.96%	0.99%	近三年扩股增资大事记:					
所得税	0.14%	0.14%	0.21%	0.24%	0.25%						
ROAA	0.46%	0.48%	0.64%	0.72%	0.74%						
X(平均总资产/平均净资产)	32.7	27.4	28.7	23.1	20.0		2008年10月完成定向增发7.93亿股, 募集资金115.6亿元				
ROAE	15.2%	13.0%	18.2%	16.6%	14.8%		2010年3月发行44亿次级债				
						最近前三大股东及比例:	首钢 (13.98%) 国家电网 (11.94%) 德意志银行 (11.27%)				

资料来源：银行数据，中金研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 11: 可比公司估值

	股价		总股本		流通股		总市值		PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速			
	(当地货币)		百万股	百万股	(当地货币, 十亿)		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR	
A股																								
国有大银行																								
工商银行	4.46		349,019		262,225		1,557		1.75	1.81	1.92	1.97	1.20	1.23	1.25	1.29	20.2	20.9	20.8	21.3	16.7	16.5		
建设银行	5.04		250,011		9,594		1,260		1.91	1.91	2.02	2.10	1.24	1.30	1.33	1.36	20.2	21.2	20.5	20.8	15.1	15.3		
中国银行	3.35		279,147		195,525		935		1.60	1.60	1.80	1.86	1.09	1.14	1.14	1.17	16.5	18.0	17.8	18.4	16.2	15.9		
农业银行	2.70		324,794		15,342		877		1.44	1.60	1.71	1.75	0.82	0.93	1.06	1.09	20.5	20.3	19.9	20.2	31.4	18.3		
交通银行	5.67		56,260		29,736		319		1.66	1.72	1.80	1.82	1.01	1.08	1.08	1.08	19.5	19.8	18.4	18.6	15.6	15.5		
中小股份制银行																								
招商银行	14.30		21,577		17,666		309		1.37	1.60	1.80	1.87	1.00	1.08	1.18	1.22	21.1	21.4	21.2	21.4	28.2	20.6		
民生银行	5.37		28,366		22,588		152		1.69	1.75	1.88	1.93	0.98	1.09	1.16	1.19	17.1	18.3	19.3	18.8	30.7	19.1		
浦发银行	13.40		14,349		11,479		192		1.42	1.51	1.55	1.58	0.90	1.02	0.97	0.97	24.1	19.9	16.8	16.9	17.2	16.0		
兴业银行	28.54		5,992		5,992		171		1.51	1.62	1.65	1.72	1.13	1.20	1.02	1.05	24.5	21.8	19.8	19.8	19.4	18.4		
华夏银行	12.49		4,991		3,784		62		1.04	1.30	1.36	1.39	0.48	0.64	0.72	0.74	13.0	18.2	16.6	14.8	37.3	22.4		
深发展	16.26		3,485		3,105		57		1.46	1.42	1.49	1.50	0.95	0.96	0.94	0.94	27.3	23.3	20.3	20.1	19.1	18.1		
光大银行	3.86		40,435		4,000		156		1.26	1.40	1.49	1.52	0.75	0.90	0.90	0.90	18.8	18.8	16.8	17.5	19.3	18.5		
城市商业银行																								
北京银行	12.03		6,228		6,228		75		1.65	1.61	1.62	1.68	1.19	1.19	1.12	1.09	15.8	18.1	17.9	17.3	15.0	11.8		
南京银行	11.23		2,969		2,969		33		1.85	1.86	1.82	1.90	1.28	1.25	1.25	1.27	13.1	14.3	13.7	14.6	24.1	20.4		
宁波银行	13.37		2,884		2,474		39		1.63	1.42	1.45	1.57	1.09	1.09	1.03	1.07	15.7	17.5	16.0	16.9	19.6	19.1		
H股																								
大型银行																								
工商银行	6.37		349,019		86,794		2,223		1.75	1.81	1.92	1.97	1.20	1.23	1.25	1.29	20.2	20.9	20.8	21.3	16.2	16.7		
建设银行	7.32		250,011		240,417		1,830		1.91	1.91	2.02	2.10	1.24	1.30	1.33	1.36	20.8	21.2	20.5	20.8	15.1	15.3		
中国银行	4.27		279,147		83,622		1,192		1.60	1.60	1.80	1.86	1.09	1.14	1.14	1.17	16.5	18.0	17.8	18.4	16.2	15.9		
农业银行	4.20		324,794		30,739		1,364		1.44	1.60	1.71	1.75	0.82	0.93	1.06	1.09	20.5	20.3	19.9	20.2	31.4	18.3		
交通银行	8.26		56,260		26,524		465		1.66	1.72	1.80	1.82	1.01	1.08	1.08	1.08	19.5	19.8	19.8	18.6	15.6	15.5		
中小股份制银行																								
招商银行	21.80		21,577		3,910		470		1.37	1.60	1.80	1.87	1.00	1.08	1.18	1.22	21.1	21.4	21.2	21.4	28.2	20.6		
民生银行	7.06		26,715		4,127		189		1.69	1.75	1.88	1.93	0.98	1.09	1.16	1.19	17.1	18.3	19.3	18.8	30.7	19.1		
农村商业银行																								
重庆农商行	6.26		9,300		2,513		58		1.41	1.68	1.94	1.97	1.02	1.26	1.37	1.38	21.7	18.5	16.7	17.8	40.9	23.4		

资料来源: Bloomberg, 公司数据, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED