



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

公司动态
证券研究报告

2011年6月1日

银行

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120068
luojing@cicc.com.cn

推荐

农业银行 (601288.SH)

农行已经今非昔比

主要财务信息

(百万元)	2008 A	2009 A	2010A	2011E	2012E
经营收入	214,002	223,637	289,296	381,037	447,909
(+/-%)	16.7	4.5	29.4	31.7	17.5
拨备前经营利润	103,827	114,070	161,189	217,417	255,254
(+/-%)	-4.6	9.9	41.3	34.9	17.4
净利润	51,453	65,002	94,907	130,535	160,333
(+/-%)	17.5	26.3	46.0	37.5	22.8
每股收益 (元)	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49
每股净资产 (元)	0.89	1.06	1.67	2.01	2.36
市盈率 (倍)	17.9	14.2	9.7	7.1	5.8
市净率 (倍)	3.17	2.69	1.70	1.41	1.20
平均净资产收益率	-23.5%	20.5%	21.4%	21.8%	22.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.8%	5.0%	6.1%

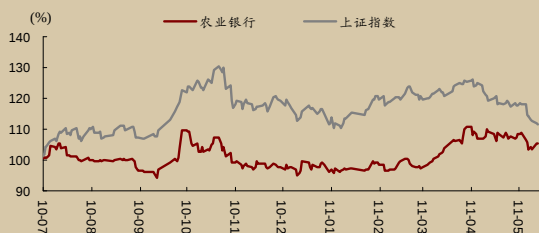
股票信息

	A股
当前股价	人民币 2.84
股票代码	601288.SH
日成交量 (百万股)	129
52周最高价/最低价	人民币 3.10/2.52
发行股数 (百万股)	324,794
其中: 流通股 (百万股)	15,342
总市值 (百万元)	956,740
主要股东 (持股比例)	汇金 40.03%

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
601288.SH	-3.07	-3.40	+8.81	+5.97
上证指数	-5.32	-7.05	-6.84	-3.62
银行股指数	1.47	-1.88	+4.97	+6.84

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

公司近况:

我们参加了农行上海数据中心, 并调研了四川分行、绵阳分行, 走访了县域客户, 参观了惠农卡助农取现服务。五年前我们曾经调研过农行四川分行, 五年后感受最深的就是农行今非昔比, 进步明显。

评论:

农行信息技术能力显著提升。2008 年农行完成了全国数据大集中, 是全球最大的银行 IT 服务平台。信息技术能力虽然较工行还有差距, 但在四大行中位居前列。

县域业务发展战略清晰, 提高市场竞争地位。2006 年县域业务发展还处于探索阶段, 而县域业务成为清晰的战略定位。感受最深的是, (1) 农行基层员工的士气比 5 年前有很大变化; (2) 农行在四川的市场份额过去五年内超越了建行, 市场地位提高。

县域存款优势更加明显。人均可支配收入的快速增长、转移支付的大幅提高、投资渠道狭窄是县域地区存款增速快而且较为稳定的重要原因。通过参观惠农卡助农取现服务, 我们认为农行能够找到低成本服务县域客户、锁定储蓄存款的方式。

中间业务发展空间广阔。2010 年四川分行中间业务收入占比约为 13.9%, 2011 年 1 季度提高到 18.2%。凭借分销渠道和客户基础, 四川分行在人民币结算、保险代理方面占据领先地位, 而投资银行业务、现金管理业务成为新的增长点。

估值与建议:

调研验证了两个观点: (1) 农行县域地区的吸存能力在流动性紧缩的背景下价值大幅提升; (2) 农行基本面与工行、建行的差距正在缩小。在产业转移和城乡统筹发展的大背景下, 农行网络价值正在进一步显现。农行 A 股当前股价对应 7.1 倍 2011 年市盈率和 1.4 倍 2011 年市净率, 如果宏观经济进入平稳状态, 股价具备两年内上涨 100% 的潜力, 维持“推荐”评级。

估值与建议:

宏观经济硬着陆; 房地产市场的大幅调整。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

农行信息技术能力显著提升。2006 年调研四川分行时农行只能做到省内大集中，2009 年农行实现了全国数据大集中，而且是“一个系统一个中心”的集中方式。信息技术的发展使得农行增强了风险管理能力和对分支机构的控制能力，提高了客户服务和产品营销能力，为农行业务发展提供了有力的支撑（图表 1）。例如，在信贷风险管理方面，授信、审批、放款、贷后、风险分类、担保品管理等都实现了 IT 系统的刚性约束。此外，2011 年 1 季度电子渠道的交易达 44.19 亿笔，占全行交易总量的 60%。

相比同业，我们认为农行的信息科技：

- (1) 具备庞大的服务网络与稳固的基础环境。这一系统连接农行 2.35 个网点、17 万柜员机、8 万台自助设备和 20 万台 POS 机。这是全球最多的营业网点、全球最多的 ATM 终端和全球最多的柜员终端。
- (2) 稳定可靠的运行服务能力。2011 年 1 季度高峰日交易量达到 1.24 万亿笔，仅次于工行。标准可用率也达到 99.98%。
- (3) 采取自主研发路线，具备强大后续开发能力。与建行/中行不同，农行与工行都采取了自主研发策略，具备强大的 IT 研发团队，但相比工行在人数上还有差距。工行总行 IT 人员约有 5000 人，而农行只有 2300 多人。
- (4) 未来重点在于加强 IT 系统与业务的整合。农行在如何更好地利用 IT 系统支持业务发展方面还有提高的空间，特别是在客户统一视图、业绩价值管理系统等方面。

农行正在进行新一代核心银行系统建设工程，建立以客户为中心的系统构架，协调推进应用架构、基础架构、数据架构和 IT 治理架构的完善和优化，从而能够更好地提高数据挖掘和分析能力，支持三农产品的灵活定制和快速开发，提高客户需求的响应速度和市场竞争能力。

县域业务发展战略清晰，成为产业转移和城乡统筹的最大受益者。我们拜访的四川分行是农行三农事业部 8 家试点单位之一，某种意义上说是农行的缩影。2011 年四川分行净息差约为 2.81%，成本收入比约为 32.3%，不良贷款率约为 1.70%，ROA 达到了 1.37%。四川分行在全国农行系统排名位居第一方阵，9 项指标在四川省银行系统位居第一。

通过调研，我们认为：

- (1) **农行的网络和客户基础优势与中国经济发展趋势最为契合。**四川是承接东部产业转移的受益者，GDP 增速达到 15.1%，高出全国 4.8 个百分点。十二五规划中 GDP 增速也将达到 12% 左右，明显高于东部地区。在县域地区和中西部地区，农行具备明显的网络优势和客户优势：

- 四川分行下辖 21 家二级分行和 1276 个网点，拥有 186 个县级支行，而工行、建行和中行分别为 46、38 和 36 个。
- 四川分行拥有 10 万法人客户，其中 AA 级以上 2330 户，占贷款余额的比例从 2008 年的 72.3% 提高到 91.8%。
- 四川分行拥有个人客户 3594 万户，其中优质客户 51.8 万户。

- (2) **县域地区竞争优势明显，同农信社、邮储形成差异性定位。**四川农行在县域地区存款的市场份额约为 50.5%，贷款的市场份额约为 48.5%。尽管在县域面临农信、邮储的竞争，但农行具备结算网络优势、单一贷款客户规模优势等，形成了差异化市场定位（图 2）。例如，在绵阳分行县域地区主要贷款客户包括 83 户科技农业企业和 125 户优势中小企业。

- **县域地区形成了独具特色的业务发展模式。**例如，“企业+农户”的运作模式解决了农户贷款的发展困境。我们参观的农业产业化企业主要是从事高山农业农产品的精深加工，与该企业相关的 1.6 万农户外包了农产品的种植，通过该企业的担保获得信贷支持。同时，农行积极创新服务手段，通过转帐电话、自助终端等方式降低服务“三农”的成本，降低成本收入比。2010 年底四川分行在县域地区共设置转帐电话 4.8 万台，自助设备 1655 台。

- (3) **县域业务具备较强盈利能力，风险可控。**2010 年县域地区存贷利差为 4.36%，四川分行全行为 4.17%，高出约 19 个基点。同时，农行四川分行严格实行了向县域支行派驻风险主管、独立审批人和运营主管的风险管理机制，成立专门的贷后管理中心，严格执行农户贷款的停复牌制度。

县域存款优势更加明显。四川分行个人存款市场份额在国有银行中占比达到 37.4%，而且保持了快速增长的势头，这主要是由于：(1) 县域人均可支配收入增速较快；(2) 政府加大对县域和中西部的财政转移支付力度，资金较为充裕；(3) 县域地区投资渠道相对狭窄。(4) 农行通过渠道建设深度锁定客户的系统性存款。我们参观的惠农卡自助取现服务，就是一个典型。农行依托农民生产、生活物资配送销售系统的客户，重点抓“万村千乡店”和“村村农家店”的客户营销，在每个村的农家商店安装小额取现机具，形成了以惠农卡为载体，以转帐电话为工具，以万村千乡服务点为平台，以新农保、新农合、补贴资金为基础的助农取款金融服务体系。

- 农行向农民发放惠农卡，收取 5 元开卡费；同时，免费在农村的农家店免费安装转帐取现机具和验钞机（图 3），成本约为 1000 元。
- 农户如需支取不超过 500 元的小额现金，可以

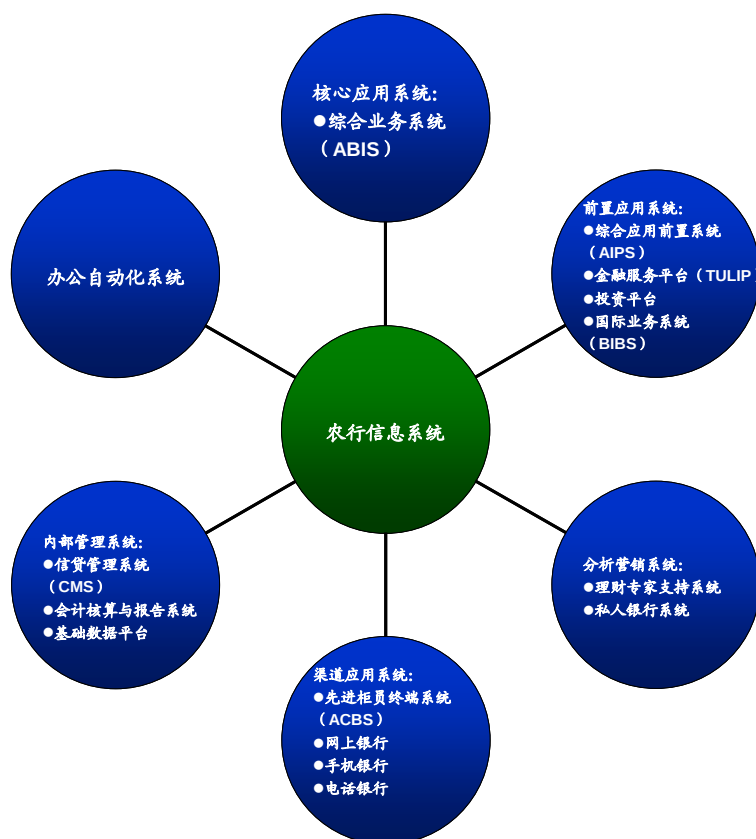
不用出村直接在农家店的机具上进行转帐操作给小卖店的店主，然后小卖店的店主将现金支付给农户。农户支付1元的手续费，其中主要归小卖店店主所有。农户虽然支付了费用，但减少了误工时间和往返集镇的交通成本。此外，农户还可以使用惠农卡在农家店直接刷卡消费。

- 这种方式避免了新农保、新农合资金分流到邮储和农信社，锁定了稳定的低成本的活期存款，也具有经济效益。这一机具的成本如果两年分摊，每年约为500元。目前活期存款和债券收益率的差异大约有3%-3.5%，因此简单估计只要锁定1.6-1.7万元存款就能盈亏平衡。

- 这种小额取现试点是农行在服务三农的大背景下向人民银行特别申请的，因此短期内其他机构介入的难度较大。

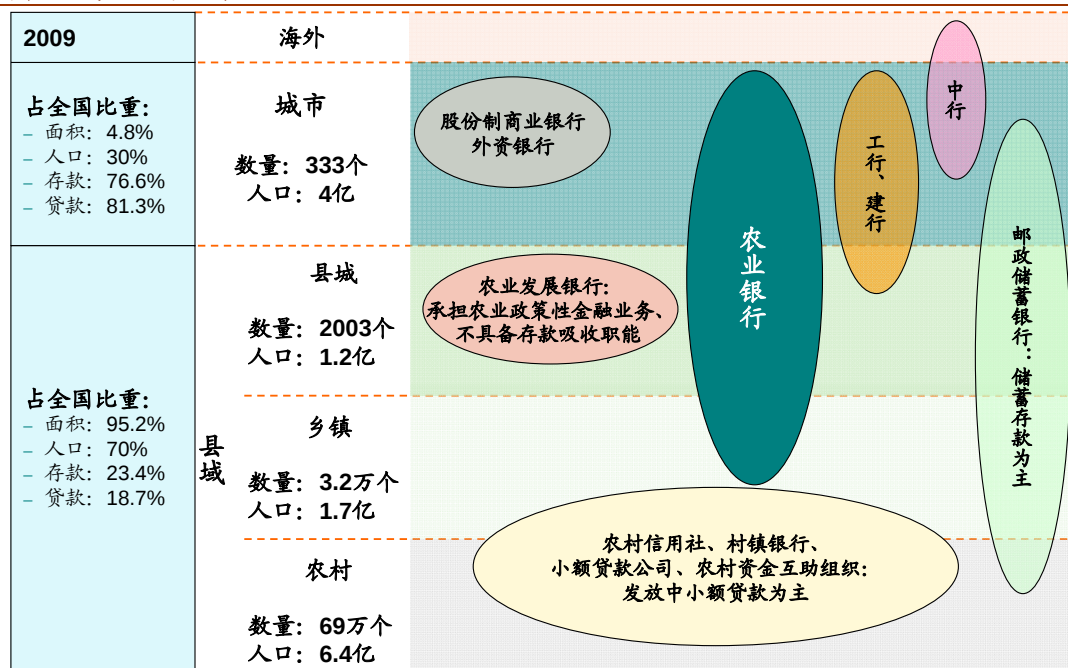
中间业务发展具备较大潜力。四川分行县域地区中间业务收入占比为14.5%，高于四川分行全行水平的13.9%，县域地区的人民币结算和保险代理业务占全行比重的60%和66%。今年1季度中间业务收入同比仍保持较快增速，在营业收入中的比重进一步提升至18.2%。未来3-4年，四川分行和绵阳分行中间业务收入复合增速的预算都超过了25%。

图表 1: 农行信息技术能力不断提升



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 农行在县域地区的独特定位



资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 农行的惠农卡助农取现机具



资料来源: 中金公司研究部

图表4: 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	193,845	181,639	242,152	306,435	349,613	每股净利润(元)	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49
非利息收入	17,344	40,635	48,266	73,102	95,796	每股拨备前利润(元)	0.32	0.35	0.50	0.67	0.78
经营收入合计	211,189	222,274	290,418	379,537	445,409	每股净资产(元)	0.89	1.06	1.67	2.01	2.36
营业费用	107,640	108,390	127,576	163,120	192,155	P/E	17.9	14.2	9.7	7.1	5.8
提取准备金前利润	103,549	113,884	162,842	216,417	253,254	P/PPOP	8.9	8.1	5.7	4.3	3.6
当期提取各项准备金	51,478	40,142	43,412	50,368	49,004	P/B	3.17	2.69	1.70	1.41	1.20
税前利润	52,349	73,928	120,734	167,353	205,555	股息派发率(%)	0.0%	0.0%	35.8%	35.0%	35.0%
净利润	51,453	65,002	94,907	130,535	160,333	股息收益率(%)	0.0%	0.0%	1.8%	5.0%	6.1%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	7,014,351	8,882,588	10,337,406	11,782,449	13,337,580	NPL余额(百万元)	134,067	120,241	100,405	104,286	119,465
贷款余额(毛额)	3,100,159	4,138,187	4,956,741	5,601,117	6,329,263	正常	82.8%	89.2%	91.6%		
其他生息资产	3,764,118	4,617,601	5,246,709	6,104,872	6,940,983	关注	12.8%	7.8%	6.4%		
非生息资产	235,249	253,492	302,689	294,561	333,440	次级	2.8%	1.3%	0.7%		
存款余额	6,097,428	7,497,618	8,887,905	10,043,333	11,348,966	可疑	1.4%	1.5%	1.2%		
其他付息负债	723,764	1,457,441	1,303,242	830,495	931,579	损失	0.1%	0.1%	0.2%		
股东权益	290,541	342,925	542,236	652,771	767,416	减值贷款/贷款余额(%)	4.32%	2.91%	2.03%	1.86%	1.89%
主要驱动因素 (%)						逾期贷款/贷款余额(%)	2.80%	1.89%	1.53%		
总资产年增长率	32.2%	26.6%	16.4%	14.0%	13.2%	准备金余额/NPL(%)	64%	105%	168%	209%	223%
净边际利率(NIM)	3.04%	2.33%	2.55%	2.80%	2.80%	准备金余额/贷款余额(%)	2.7%	3.1%	3.4%	3.9%	4.2%
净利差(Spread)	2.97%	2.24%	2.48%	2.70%	2.68%	资产负债配置结构 (%)					
平均贷款生息率	6.58%	5.41%	5.30%	6.12%	6.45%	核心资本充足率	7.96%	7.74%	9.75%	9.76%	10.10%
平均债券投资收益率	4.03%	3.06%	3.04%	3.07%	3.24%	资本充足率(CAR)	9.31%	10.07%	11.59%	12.25%	12.40%
平均生息资产生息率	4.95%	3.79%	3.77%	4.21%	4.37%	风险加权资产平均系数	48.9%	49.2%	52.1%	53.0%	53.0%
平均存款付息率	1.96%	1.52%	1.25%	1.47%	1.67%	股东权益/总资产	4.1%	3.9%	5.2%	5.5%	5.8%
平均付息负债付息率	1.98%	1.56%	1.30%	1.51%	1.69%	生息资产/总资产	96.6%	97.1%	97.1%	97.5%	97.5%
非利息收入/经营收入	8.2%	18.3%	16.6%	19.3%	21.5%	贷款/总资产	43.0%	45.2%	46.3%	45.7%	45.5%
营业费用/经营收入(除营业税)	44.7%	43.1%	38.6%	37.3%	37.3%	债券投资/总资产	32.9%	29.5%	24.4%	21.4%	21.6%
提取准备金/贷款平均余额	1.21%	1.22%	0.96%	0.95%	0.82%	贷款/存款(不含贴现)	46.6%	50.5%	54.2%	54.7%	55.3%
年增长率 (%)						存款结构(占存款余额%)					
贷款余额	11.3%	33.5%	19.8%	13.0%	13.0%	对公活期存款	26.9%	28.9%	29.7%		
存款余额	15.3%	23.0%	18.5%	13.0%	13.0%	对公定期存款	8.7%	9.9%	10.2%		
生息资产	16.5%	27.6%	16.5%	14.7%	13.4%	居民储蓄活期存款	26.7%	26.6%	28.0%		
净利息收入	23.1%	-6.3%	33.3%	26.5%	14.1%	居民储蓄定期存款	34.6%	31.7%	29.0%		
非利息收入	-20.3%	134.3%	18.8%	51.5%	31.0%	其他存款					
经营收入合计	17.8%	5.2%	30.7%	30.7%	17.4%	贷款结构(占贷款余额%)					
营业费用	51.1%	0.7%	17.7%	27.9%	17.8%	公司贷款	76.1%	71.7%	72.5%		
提取准备金前利润	-4.1%	10.0%	43.0%	32.9%	17.0%	贴现贷款	8.3%	8.5%	2.8%		
净利润	17.5%	26.3%	46.0%	37.5%	22.8%	个人贷款	15.0%	19.1%	23.1%		
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	3.15%	2.29%	2.52%	2.77%	2.78%	分支机构数量(个)	24,064	23,624	23,486		
非利息收入	0.28%	0.51%	0.50%	0.66%	0.76%	员工数(人)	441,883	441,144	444,447		
经营收入合计	3.43%	2.80%	3.02%	3.43%	3.55%	贷款余额本地市场份额(%)	9.68%	9.72%	9.73%		
营业费用	1.53%	1.21%	1.17%	1.28%	1.32%	存款余额本地市场份额(%)	12.74%	12.25%	12.12%		
提取准备金前利润	1.68%	1.43%	1.69%	1.96%	2.02%	总股本(百万股)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
当年提取各项准备金	0.84%	0.51%	0.45%	0.46%	0.39%	其中: 上市交易股本	1,200	1,200	15,342		
税前利润	0.85%	0.93%	1.26%	1.51%	1.64%	近三年扩股增资大事记:	2010年发行500亿元次级债				
所得税	0.01%	0.11%	0.27%	0.33%	0.36%		2010年A+H IPO				
ROAA	0.84%	0.82%	0.99%	1.18%	1.28%	最近前三大股东及比例:	汇金公司 40.03%, 财政部 39.21%, 社保基金理事会 3.02%				
X(平均总资产/平均净资产)	(28.2)	25.1	21.7	18.5	17.7						
ROAE	-23.5%	20.5%	21.4%	21.8%	22.6%						

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值-摊薄后

	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	10-12 CAGR					
A股																								
国有大银行																								
工商银行	4.56	349,019	262,225	1,592	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6					
建设银行	5.04	250,011	9,594	1,260	1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3					
中国银行	3.34	279,147	195,525	932	1.60	1.60	1.75	1.86	1.09	1.14	1.16	1.21	16.5	18.0	18.1	19.1	18.7	18.6	18.7					
农业银行	2.84	324,794	15,342	922	1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0					
交通银行	5.76	56,260	29,736	324	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	19.9	20.1	24.1	19.6	21.8					
中小股份制银行																								
招商银行	13.91	21,577	17,666	300	1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7					
民生银行	6.06	28,366	22,588	172	1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1					
浦发银行	13.86	14,349	11,479	199	1.42	1.56	1.63	1.66	0.90	1.01	1.06	1.06	24.1	20.0	19.0	19.3	33.8	20.4	26.9					
兴业银行	14.19	10,786	10,786	153	1.51	1.65	1.49	1.56	1.13	1.16	1.05	1.04	24.5	24.4	23.1	21.0	16.4	18.7	17.6					
华夏银行	12.37	4,991	3,784	62	1.04	1.30	1.33	1.37	0.48	0.64	0.69	0.71	13.0	18.2	16.7	15.4	37.3	25.9	31.5					
深发展	17.66	3,485	3,105	62	1.46	1.42	1.57	1.52	0.95	0.96	0.99	0.95	27.3	23.3	22.1	21.7	30.5	19.1	24.7					
城市商业银行																								
北京银行	11.03	6,228	6,228	69	1.65	1.55	1.51	1.56	1.19	1.07	1.02	1.03	15.8	17.0	16.1	15.5	23.0	21.4	22.2					
南京银行	9.63	2,969	2,969	29	1.85	1.80	1.82	1.85	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.4	33.5	21.7	27.5					
宁波银行	11.87	2,884	2,474	34	1.63	1.48	1.40	1.43	1.09	1.09	0.99	0.96	15.7	18.1	17.0	17.4	24.6	17.9	21.2					
H股																								
大型银行																								
工商银行	6.52	349,019	86,794	2,276	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6					
建设银行	7.34	250,011	240,417	1,835	1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3					
中国银行	4.31	279,147	83,622	1,203	1.60	1.60	1.75	1.86	1.09	1.14	1.16	1.21	16.5	18.0	18.1	19.1	18.7	18.6	18.7					
农业银行	4.75	324,794	30,739	1,543	1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0					
交通银行	8.10	56,260	26,524	456	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	20.2	20.1	24.1	19.6	21.8					
中小股份制银行																								
招商银行	19.80	21,577	3,910	427	1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7					
民生银行	7.36	26,715	4,127	197	1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1					
农村商业银行																								
重庆农商行	5.56	9,300	2,513	52	1.35	1.58	1.89	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.5	18.4	39.1	22.1	30.3					
	每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率			
	08A	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E				
A股																								
国有大银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	8.1	6.6	5.3	4.4	12.3	9.6	7.7	6.4	2.36	1.94	1.66				
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	7.2	6.2	4.9	4.0	11.8	9.3	7.3	5.9	2.27	1.81	1.54				
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	7.4	6.0	4.8	4.0	11.5	8.9	7.5	6.3	1.81	1.45	1.29				
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	8.1	5.7	4.3	3.6	14.2	9.7	7.1	5.8	2.69	1.70	1.41				
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.86	1.03	2.91	3.96	4.70	5.56	6.5	5.2	4.2	3.6	10.8	8.3	6.7	5.6	1.98	1.45	1.23				
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.67	2.04	4.30	6.21	7.62	9.24	12.1	7.7	5.5	4.6	16.5	11.6	8.3	6.8	3.23	2.24	1.83				
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06	3.10	3.67	4.73	5.66	8.2	6.0	4.5	3.6	14.2	9.7	7.22	5.7	1.95	1.65	1.28				
浦发银行	0.87	0.92	1.34	1.79	2.15	4.75	8.59	10.22	12.10	9.6	6.7	5.0	4.1	15.0	10.4	7.8	6.4	2.92	1.61	1.36				
兴业银行	1.06	1.23	1.72	2.00	2.37	5.53	8.53	10.27	12.35	8.6	2.7	5.0	4.0	11.5	8.3	7.1	6.0	2.57	1.66	1.38				
华夏银行	0.45	0.55	0.87	1.20	1.51	4.41	5.18	9.17	10.50	10.3	6.9	5.4	4.2	22.5	14.1	10.3	8.2	2.80	2.39	1.35				
深发展	0.18	1.44	1.80	2.35	2.80	5.87	9.62	11.70	14.15	8.0	6.6	4.7	4.0	12.2	9.8	7.5	6.3	3.01	1.84	1.51				
城市商业银行																								
北京银行	0.74	0.77	0.93	1.14	1.39	5.14	5.82	8.39	9.55	8.8	7.0	6.5	5.3	14.3	11.9	9.6	7.9	2.15	1.90	1.31				
南京银行	0.49	0.52	0.78	1.04	1.27	4.05	6.34	7.19	8.19	12.8	8.5	6.4	5.2	18.5	12.3	9.2	7.6	2.37	1.52	1.34				
宁波银行	0.46	0.51	0.81	1.00	1.18	3.38	5.51	6.31	7.24	15.7	10.9	8.4	6.8	23.5	14.7	11.8	10.0	3.51	2.16	1.88				
A股大银行平均						7.5	5.9	4.7	3.9	12.1	9.2	7.2	6.0	2.22	1.67	1.43	1.22	2.9	3.3	4.8				
A股中小银行平均						10.3	6.6	5.3	4.3	16.7	11.2	8.4	6.9	2.84	1.96	1.44	1.22	0.9	1.2	2.2				
A股城商行平均						12.4	8.8	7.1	5.7	18.8	13.0	10.2	8.5	2.68	1.86	1.51	1.32	1.2	1.8	2.3				
A股银行平均						9.8	6.8	5.4	4.4	15.6	10.9	8.4	6.9	2.62	1.85	1.45	1.24	1.6	2.0	3.0				
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	10.2	8.1	6.1	5.1	15.5	11.7	8.9	7.4	2.97	2.37	1.92				
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	9.2	7.7	5.8	4.8	15.1	11.6	8.6	7.0	2.91	2.25	1.82				
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	8.5	6.7	5.0	4.2	13.1	9.8	7.9	6.6	2.06	1.60	1.35				
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	11.9	8.1	5.8	4.9	20.9	13.9	9.6	7.8	3.96	2.43	1.92				
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.86	1.03	2.91	3.96	4.70	5.56	8.1	6.3	4.8	4.1	13.3	10.0	7.6	6.4	2.45	1.75	1.40				
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.67	2.04	4.30	6.21	7.62	9.24	15.1	9.4	6.4	5.3	20.6	14.2	9.6	7.9	4.05	2.72	2.11				
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06	3.10	3.67	4.73	5.66	8.8	6.3	4.4	3.5	15.2	10.1	7.12	5.7	2.09	1.71	1.26				
农村商业银行																								
重庆农商行	0.21	0.20	0.33	0.46	0.56	1.02	2.41	2.83	3.25	18.3	11.5	7.1	5.8	24.1	14.4	9.9	8.1	4.80	1.97	1.60				
H股银行平均						11.2	7.8	5.6	4.6	17.1	11.8	8.5	7.0	3.06	2.08	1.62	1.38	1.7	2.0	3.3				

注：我们在模型中已考虑民生（A股可转债+H股增发，但可转债不转股）、华夏（定向增发）、北京（定向增发）的再融资

资料来源: Bloomberg, 公司数据, 中金公司研究部

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/或机构投资者提供。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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司为浦发银行、招商银行、工商银行、交通银行、中信银行、建设银行、农业银行提供过投资银行服务。

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