



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月26日

银行

研究部

毛军华¹

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:
S0080511060001

luojing@cicc.com.cn

推荐

农业银行 (601288.SH)

信用成本维持高位, 股改红利有望继续释放

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)	16.7	13.2	9.0	6.6	5.3
市净率 (倍)	2.95	2.50	1.58	1.31	1.12
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%	1.9%	5.3%	6.5%

股票信息

A股	
当前股价	人民币2.64
股票代码	601288.SH
日成交量 (百万股)	212
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)	872,814
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	1.9	0.0	-3.1	0.5
上证指数	2.2	-2.7	-4.6	-6.9
银行股指数	4.6	2.5	-3.8	-0.3

最近估值走势



资料来源: Bloomberg, 公司数据, 中金公司研究部

2011 年上半年业绩符合预期:

农行 2011 年上半年净利润同比增长 45.4% 至 667 亿, 每股收益 0.21 元, 符合业绩快报和我们的预期。

亮点:

- 存款余额比年初增长 9.2%, 在四大行中 fastest。活期存款占比仅下降 0.3 个百分点, 仅次于工行。
- 手续费净收入同比增速为 65.4%, 为四大行中 fastest。
- 成本收入比大幅改善 4.4 个百分点至 33.1%。
- 逾期贷款余额较年初下降 4%, 是四大行中唯一一家逾期贷款余额下降的银行。

负面:

- 净息差环比持平, 仍未 2.79%, 主要是受四月份活期利率调整影响所致 (对净息差的负面影响约为 5bps)。
- 核心资本充足率下降 25bps 至 9.36%, 主要是由于农行已扣除了预计分派的股息。尽管核心资本充足率低于 9.5%, 管理层仍表示 2012 年年底之前进行股权融资的可能性较小。

发展趋势:

我们预计净息差保持稳定。管理层预计全年营业费用增速低于 20%。

盈利预测调整:

我们维持农行盈利预测, 2011/2012 年每股收益分别为 0.40/0.49 元。

估值与建议:

农行是唯一一家实现逾期贷款环比下降的大银行。凭借这远超监管要求的贷存比 (3.64%)、逾期贷款和不良贷款的巨大差异所带来的资产质量缓冲空间 (不良贷款比逾期贷款多 172bn), 农行有望继续释放股改红利。目前农行 A 股交易于 6.6 倍 2011 年市盈率、1.31 倍 2011 年市净率、5.3 倍 2012 年市盈率、1.12 倍 2012 年市净率。我们维持对农行 A 股的推荐评级, 并重申其首选股组合地位。

¹ 报告贡献人: 黄洁 (huangjie@cicc.com.cn)

吸存能力优势显现。上半年存款增长 9.2%，为四大行中最快，尤其是县域地区存款增速达到了 10.1%。活期存款占比仅小幅下滑 0.3 个百分点，仅次于工行。

手续费收入同比增速达 65.4%，为四大行中最快，主要受顾问咨询（同比增长 135%）、信用承诺（同比增长 107%）、电子银行（同比增长 82%）、信用卡业务（同比增长 58%）的拉动。

成本收入比大幅改善 4.4 个百分点至 33.1%，尤其是县域地区的成本收入比大幅下降 6.0 个百分点至 41.0%。管理层预计上半年费用占全年费用的 47%，以此推算，农行全年营业费用的增速有望控制在 20% 以内。

逾期贷款余额比年初下降 4%，是四大行中唯一实现逾期贷款余额下降的银行。不良贷款余额季度环比减少 2%，关注类贷款半年环比下降 2%。管理层同时披露了农行融资平台贷款的相关数据：

► 融资平台余额从去年年底的 3900 亿元上升至 5316 亿（相当于总贷款的 10%），但我们认为，主要是统计口径调整所致。

► 半覆盖和无覆盖类融资平台贷款占比从去年年底的 20% 下降到目前的约 10%。

县域业务的 ROAA 同比大幅提升 30bps 至 0.99%，升幅快于全行平均的 23bps，主要由于贷存比上升、不良贷款双降、成本收入比改善、手续费收入强劲增长等。

净息差季度环比持平，仍为 2.79%，主要是受今年四月份活期存款利率调整影响。从半年环比来看，农行的净息差提升 13bps，仍为国有银行最快。

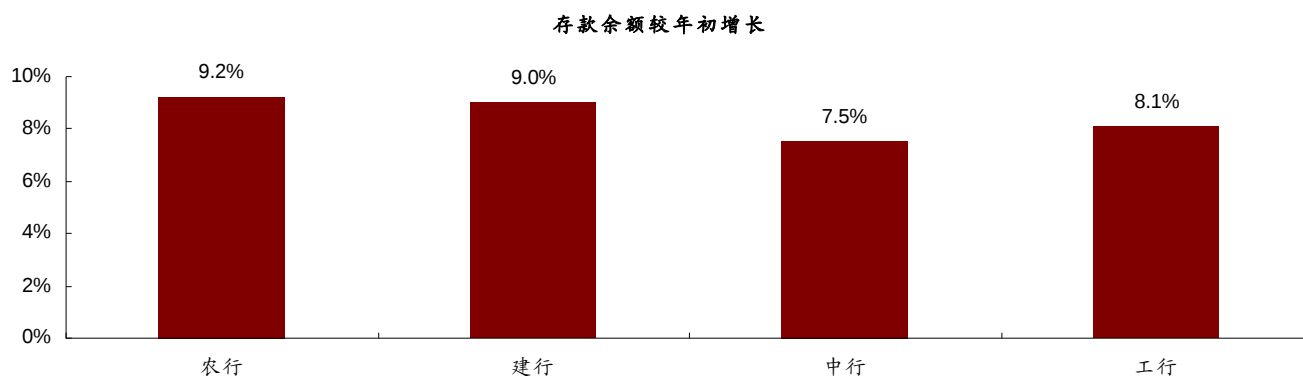
图表 1: 2011 年中期业绩分析

(人民币, 百万元)	1H10	1H11	YoY(%)	1Q11	2Q11	QoQ(%)
总资产	9,695,967	11,461,784	18.2	10,959,928	11,461,784	4.6
贷款毛额	4,623,983	5,383,913	16.4	5,218,154	5,383,913	3.2
债券投资	2,597,657	2,546,756	(2.0)	2,480,360	2,546,756	2.7
生息资产	9,563,025	11,316,571	18.3	10,866,347	11,316,571	4.1
存款	8,348,820	9,706,587	16.3	9,365,977	9,706,587	3.6
付息债务	9,072,571	10,602,164	16.9	10,137,532	10,602,164	4.6
股东权益	354,417	589,509	66.3	576,570	589,509	2.2
损益表						
利息收入	168,280	216,952	28.9	103,180	113,772	10.3
利息支出	(56,572)	(72,222)	27.7	(32,651)	(39,571)	21.2
净利息收入	111,708	144,730	29.6	70,529	74,201	5.2
非利息收入	24,410	39,903	63.5	19,264	20,639	7.1
手续费收入	23,176	38,176	64.7	18,325	19,851	8.3
手续费支出	(717)	(1,040)	45.0	(576)	(464)	(19.4)
净手续费收入	22,459	37,136	65.4	17,749	19,387	9.2
其他非利息收入	1,951	2,767	41.8	1,515	1,252	(17.4)
营业收入合计	136,118	184,633	35.6	89,793	94,840	5.6
营业费用	(58,468)	(71,273)	21.9	(33,174)	(38,099)	14.8
拨备前利润	77,650	113,360	46.0	56,619	56,741	0.2
资产减值准备	(19,623)	(27,697)	41.1	(12,148)	(15,549)	28.0
税前利润	58,027	85,663	47.6	44,471	41,192	(7.4)
所得税	(12,164)	(18,984)	56.1	(10,398)	(8,586)	(17.4)
净利润	45,863	66,679	45.4	34,073	32,606	(4.3)
有效税率	21.0%	22.2%		23.4%	20.8%	
财务比率(%, 年)						
核心资本充足率	6.72	9.36		9.61	9.36	
资本充足率	8.31	11.91		11.40	11.91	
日均余额净息差	2.47	2.79		2.79	2.79	
净息差	2.44	2.69		2.68	2.68	
净手续费收入占比	16.5	20.1		19.8	20.4	
-- 县域地区	17.6	19.7		n.a.	n.a.	
-- 城市地区	15.9	20.4		n.a.	n.a.	
成本收入比	37.5	33.1		31.5	34.6	
-- 县域地区	47.0	41.0		n.a.	n.a.	
-- 城市地区	31.9	28.3		n.a.	n.a.	
贷存比(含贴现)	55.4	55.5		55.7	55.5	
-- 县域地区	41.9	41.9		n.a.	41.9	
-- 城市地区	64.5	64.9		n.a.	64.9	
平均总资产收益率	0.99	1.22		1.28	1.16	
-- 县域地区	0.69	0.99		n.a.	n.a.	
-- 城市地区	1.16	1.37		n.a.	n.a.	
平均净资产收益率	26.3	23.6		24.4	22.4	
不良贷款比率	2.32	1.67		1.76	1.67	
-- 县域地区	2.75	2.07		n.a.	2.07	
-- 城市地区	2.13	1.49		n.a.	1.49	
准备金覆盖率	136.1	217.6		197.4	217.6	
-- 县域地区	136.6	209.9		n.a.	209.9	
-- 城市地区	135.8	222.3		n.a.	222.3	
信用成本	0.90	1.07		0.96	1.17	
-- 县域地区	1.49	1.52		n.a.	n.a.	
-- 城市地区	0.65	0.87		n.a.	n.a.	
拨贷比, %	3.15	3.64		3.47	3.64	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

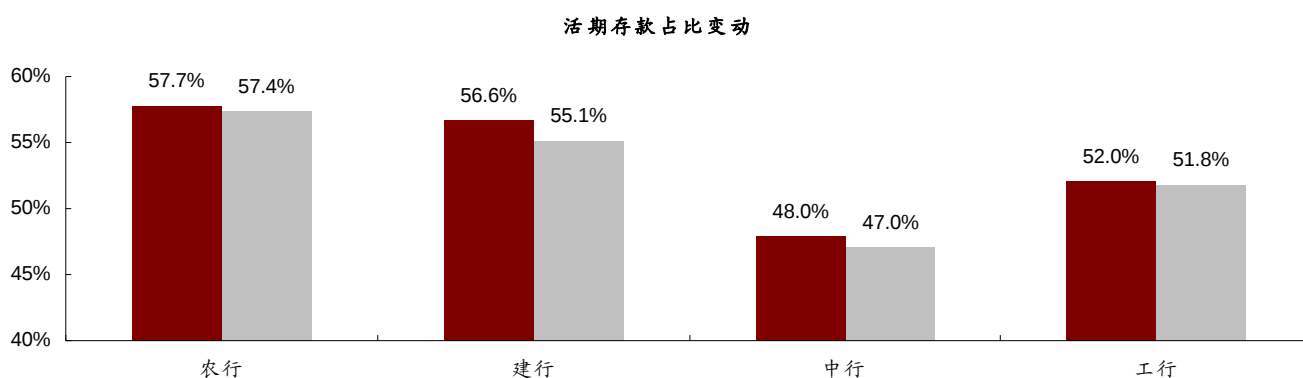
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 2：农行上半年存款余额在四大行中增长最快



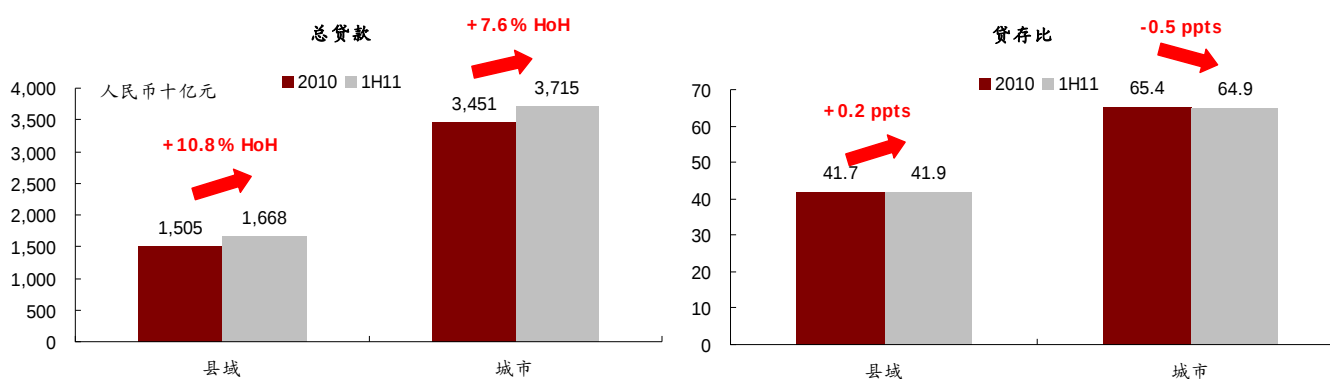
资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 3：农行仍保持活期存款占比最高的地位



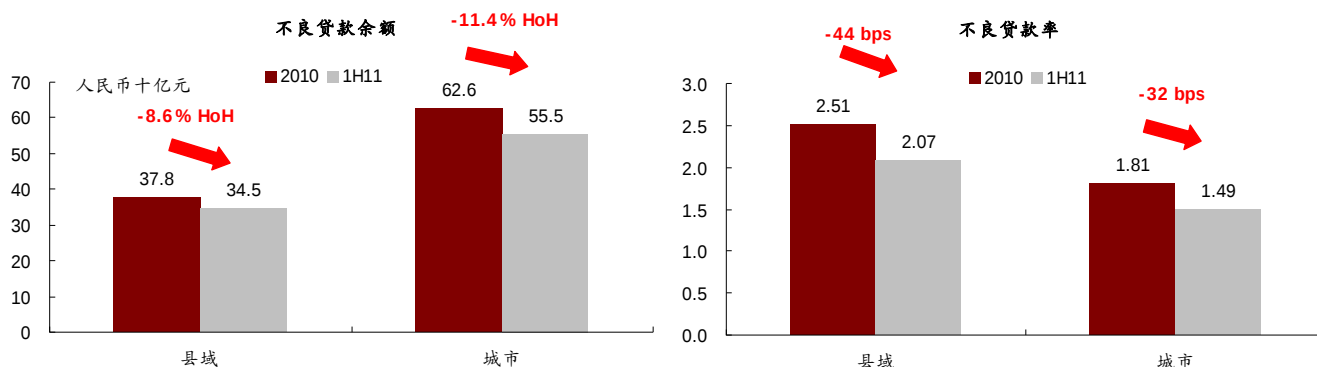
资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 4：县域业务贷存比提升



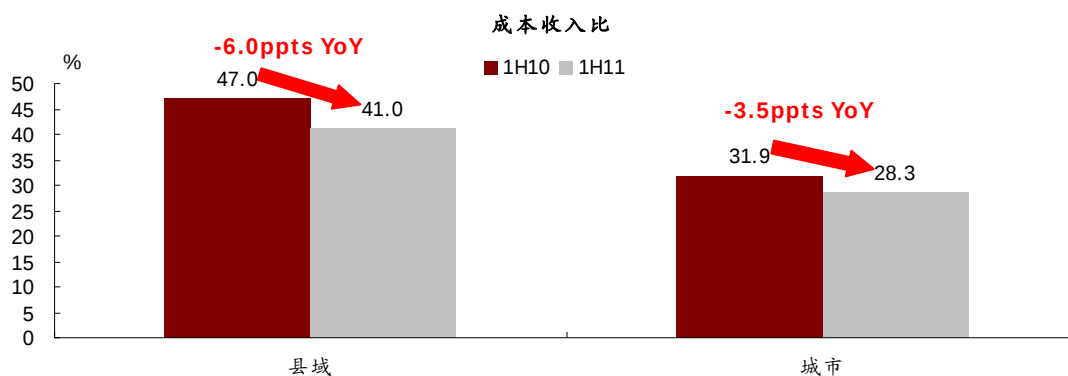
资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 5：县域业务和城市业务均实现不良双降



资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 6：县域业务成本收入比下降更快



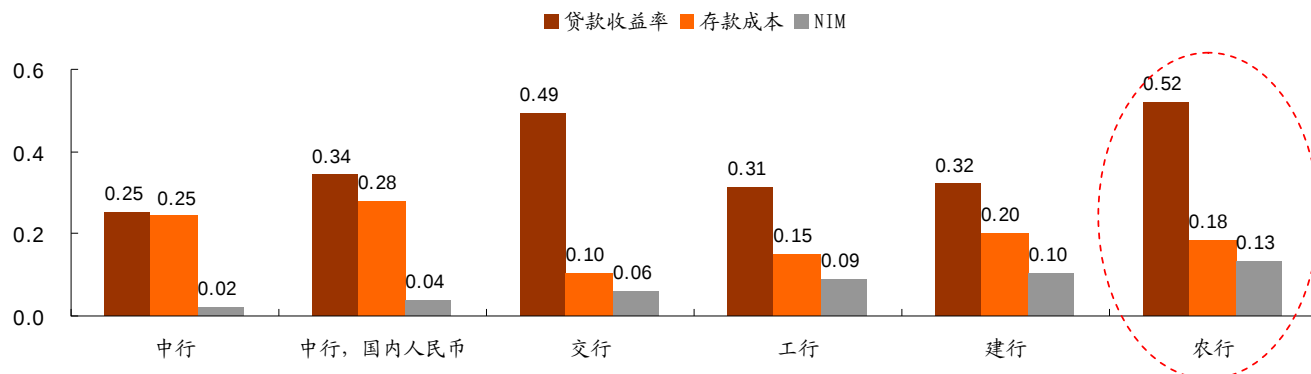
资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 7：净息差分析

日均收益率, %	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	HoH
贷款和垫款	5.44	5.09	5.16	5.27	5.79	0.52
债券投资	3.12	2.97	3.00	3.10	3.19	0.09
存放中央银行款项	1.46	1.60	1.54	1.62	1.59	-0.03
存放和拆放同业及其他金融机构款项	0.97	1.34	1.76	2.34	3.68	1.34
生息资产合计	3.75	3.67	3.73	3.86	4.19	0.33
客户存款	1.62	1.37	1.28	1.23	1.41	0.18
同业及其他金融机构存放和拆入款项	1.62	1.65	1.70	1.63	2.24	0.61
付息负债合计	1.62	1.40	1.32	1.27	1.49	0.22
净息差	2.21	2.33	2.47	2.66	2.79	0.13
净利差	2.13	2.27	2.41	2.59	2.70	0.11

资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 8：净息差比较



资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 9：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	16.7	13.2	9.0	6.6	5.3
提取准备金前利润	103,549	113,884	162,842	216,417	253,254	P/POP	8.3	7.5	5.3	4.0	3.4
当期提取各项准备金	51,478	40,142	43,412	50,368	49,004	P/B	2.95	2.50	1.58	1.31	1.12
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%	1.9%	5.3%	6.5%
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%
净利息差(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 10 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	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR	
A股																																
国有大银行																																
工商银行	4.18		349,019		262,225		1,459		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	4.61		250,011		195,994		1,153		1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.31	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	26.6	22.1	25.3									
中国银行	3.02		279,147		195,525		843		1.60	1.60	1.72	1.85	1.09	1.14	1.15	1.20	16.5	18.0	18.0	19.2	18.1	19.8	19.0									
农业银行	2.64		324,794		15,342		857		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	4.84		61,886		32,709		300		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																																
中信银行	4.63		39,033		26,418		181		1.41	1.75	1.91	1.91	0.94	1.13	1.23	1.24	12.9	19.3	18.6	17.5	29.1	20.0	24.5									
民生银行	6.09		28,366		22,588		173		1.69	1.75	2.05	2.05	0.98	1.09	1.23	1.28	17.1	18.3	21.0	21.3	43.7	26.5	34.8									
浦发银行	9.48		18,653		14,923		177		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	13.77		10,786		10,786		149		1.51	1.65	1.49	1.56	1.13	1.16	1.05	1.04	24.5	24.4	21.3	21.0	16.4	18.7	17.6									
华夏银行	11.32		6,890		4,200		78		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	17.34		5,123		3,105		89		1.46	1.42	1.54	1.57	0.95	0.96	0.97	0.99	27.3	23.3	15.3	13.8	52.6	39.9	46.1									
城市商业银行																																
上海银行	9.81		6,228		6,228		161		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	8.58		2,969		2,969		25		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	10.62		2,884		2,474		31		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	4.85		349,019		86,794		1,693		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	5.29		250,011		240,417		1,323		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	3.03		279,147		83,622		846		1.60	1.60	1.72	1.85	1.09	1.14	1.15	1.20	16.5	18.0	18.0	19.2	18.1	19.8	19.0									
农业银行	3.83		324,794		30,739		1,244		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	5.61		61,886		29,177		347		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																																
中信银行	4.13		39,033		12,402		161		1.41	1.75	1.91	1.91	0.94	1.13	1.23	1.24	12.9	19.3	18.6	17.5	29.1	20.0	24.5									
民生银行	6.45		26,715		4,127		172		1.69	1.75	2.05	2.05	0.98	1.09	1.23	1.28	17.1	18.3	21.0	21.3	43.7	26.5	34.8									
农村商业银行																																
重庆农商行	3.78		9,300		2,513		35		1.41	1.62	1.87	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.1	17.6	39.3	22.2	30.5									
	每股收市				每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率											
	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	
A股																																
国有大银行																																
工商银行	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.4	6.0	4.8	4.0	11.3	8.8	7.1	5.8	2.16	1.78	1.52	1.29	4.1	4.4	5.6									
建设银行	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	6.6	5.6	4.4	3.7	10.8	8.5	6.6	5.4	2.07	1.65	1.41	1.20	4.1	4.6	6.0									
中国银行	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	6.7	5.5	4.4	3.6	10.4	8.1	6.8	5.7	1.64	1.31	1.16	1.03	4.2	4.8	5.9									
农业银行	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	7.5	6.3	4.0	3.4	13.2	9.0	6.6	5.4	2.50	1.58	1.31	1.12	0.0	1.9	2.4									
交通银行	0.49	0.63	0.78	0.94	2.65	3.60	4.27	5.05	6.0	4.8	3.9	3.3	9.9	7.7	6.2	5.2	1.83	1.34	1.13	0.96	3.3	2.5	3.2									
中小股份制银行																																
中信银行	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.32	9.9	6.4	5.0	4.2	15.1	10.1	7.8	6.5	2.11	1.80	1.24	1.07	1.6	0.0	2.6									
民生银行	0.43	0.62	0.90	1.13	3.10	3.67	4.78	5.78	8.3	6.1	4.1	3.3	14.3	9.8	6.80	5.4	1.96	1.66	1.27	1.05	0.6	1.6	2.2									
浦发银行	0.71	1.03	1.38	1.66	3.65	6.61	7.86	9.31	8.5	6.0	4.5	3.7	13.4	9.2	6.9	5.7	2.60	1.43	1.21	1.02	0.7	1.3	2.2									
兴业银行	1.23	1.72	2.00	2.37	5.53	8.53	10.27	12.35	8.4	2.6	4.9	3.9	11.2	8.0	6.9	5.8	2.49	1.61	1.34	1.12	1.7	1.9	2.2									
华夏银行	0.55	0.87	1.20	1.51	4.41	5.18	9.17	10.50	9.5	6.3	4.9	3.9	20.6	12.9	9.4	7.5	2.56	2.18	1.23	1.08	0.8	1.3	1.6									
深发展	0.80	1.00	1.52	2.13	3.24	5.31	12.31	14.22	14.2	11.7	7.2	5.2	21.8	17.4	11.4	8.2	5.35	3.27	1.41	1.22	0.0	0.0	1.2									
城市商业银行																																
北京银行	0.77	0.93	1.14	1.39	5.14	5.82	8.39	9.55	7.8	6.2	5.8	4.7	12.7	10.5	8.6	7.1	1.91	1.69	1.17	1.03	1.6	1.9	2.3									
南京银行	0.52	0.78	1.04	1.27	4.05	6.34	7.19	8.19	11.4	7.6	5.7	4.6	16.5	11.0	8.2	6.8	2.12	1.35	1.19	1.05	0.7	2.3	3.0									
宁波银行	0.51	0.81	1.00	1.18	3.38	5.51	6.31	7.24	14.1	9.7	7.5	6.0	21.0	13.2	10.6	9.0	3.14	1.93	1.68	1.47	1.6	1.9	2.4									
A股大银行平均																																
									6.9	5.4	4.3	3.6	11.1	8.4	6.7	5.5	2.04	1.53	1.31	1.12	3.1	3.7	5.2									
A股中小银行平均																																
									10.6	6.9	5.3	4.2	17.0	11.6	8.4	6.7	3.00	2.05	1.32	1.12	0.9	1.3	2.2									
A股城商行平均																																
									11.1	7.9	6.3	5.1	16.7	11.6	9.1	7.6	2.39	1.66	1.35	1.18	1.3	2.0	2.6									
A股农商行平均																																
									9.5	6.6	5.2	4.2	15.1	10.6	8.0	6.5	2.59	1.81	1.32	1.13	1.7	2.2	3.2									
H股																																
大型银行																																
工商银行	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.6	6.0	4.5	3.8	11.5	8.7	6.6	5.5	2.21	1.76	1.43	1.22	4.0	4.4	6.0									
建设银行	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	6.6	5.5	4.1	3.4	10.9	8.4	6.2	5.1	2.10	1.62	1.31	1.12	4.1	4.7	6.5									
中国银行	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	5.9	4.7	3.6	2.9	9.2	6.9	5.6	4.6	1.45	1.12	0.95	0.84	0.8	5.6	7.2									
农业银行	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	9.6	6.5	4.7	4.0	16.8	11.2	7.7	6.3	3.19	1.96	1.55	1.32	0.0	1.8	4.6									
交通银行	0.49	0.63	0.78	0.94	2.65	3.60	4.27	5.05	6.2	4.8	3.7	3.1	10.1	7.6	5.8	4.9	1.87	1.33	1.07	0.90	3.2	2.5	3.5									
中小股份制银行																																
中信银行	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.32	7.8	4.9	3.6	3.0	11.9	7.7	5.6	4.7	1.65	1.37	0.90	0.78	2.0	0.0	3.6									
民生银行	0.43	0.62	0.90	1.13	3.10	3.67	4.78	5.78	7.7	5.5	3.5	2.9	13.3	8.8	5.84	4.6	1.83	1.50	1.09	0.91	0.7	1.7	2.6									
农村商业银行																																
重庆农商行	0.20	0.33	0.46	0.56	1.02	2.41	2.96	3.39	11.9	7.6	4.9	3.9	16.4	9.8	6.7	5.5	3.27	1.34	1.03	0.91	1.2	1.3	4.5									
H股银行平均																																
									8.5	6.0	4.3	3.5	13.2	9.1	6.5	5.3	2.36	1.61	1.21	1.03	2.4	2.7	4.4									

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

资料来源：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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：农业银行。

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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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