



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

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

罗景 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511060001
luojing@cicc.com.cn

推荐

工商银行 (601398.SH)

融资平台贷款结构改善, 有助于增强市场信心

主要财务信息

(百万元)	2008 A	2009 A	2010A	2011E	2012E
经营收入	310,195	309,411	380,748	471,409	564,524
(+/-%)	3.4	2.9	3.0	3.3	3.4
拨备前经营利润	198,860	188,592	241,268	302,701	363,172
(+/-%)	2.2	1.8	1.9	2.1	2.2
净利润	111,226	129,396	166,025	206,896	249,698
(+/-%)	35.2	16.3	28.3	24.6	20.7
每股收益 (元)	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72
每股净资产 (元)	1.72	1.93	2.35	2.75	3.23
市盈率 (倍)	13.1	11.3	8.8	7.1	5.8
市净率 (倍)	2.43	2.16	1.78	1.52	1.29
平均净资产收益率	19.3	20.1	22.1	23.2	23.9
股息收益率	3.9%	4.1%	4.6%	5.6%	6.8%

股票信息

	A股
当前股价	人民币4.18
股票代码	601398.SH
日成交量 (百万股)	74
52周最高价/最低价	人民币4.92/3.86
发行股数 (百万股)	349,019
其中: 流通股 (百万股)	262,225
总市值 (百万元)	1,441,259
主要股东 (持股比例)	汇金 35.4%

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
601398.SH	0.0	-2.6	-4.1	-1.4
上证指数	2.2	-2.7	-4.6	-6.9
银行股指数	5.4	2.3	-4.5	-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

工商银行 2011 年上半年归属股东的净利润 1095 亿元, 同比增长 29.4%, 上半年每股收益 0.31 元, 基本符合我们的预期。

亮点

二季度日均余额净息差环比提高 4bps 至 2.62%, 表现在四大行中居首 (农行和中行持平; 建行-6bps)。主要受益于: 1) 小企业贷款较年初增长 24%; 2) 活期存款占比稳定在 54%。

手续费收入强劲增长 46%, 占比提升至历史新高的 23.3%。

资产质量改善。不良\关注\90 天以上逾期贷款余额分别较年初下降 5.1%/2.4%/7.7%。

地方政府融资平台半覆盖/无覆盖贷款余额从去年底的 2125 亿下降至 559 亿元人民币, 降幅为 74%。

核心资本充足率提高比一季度 16bps 至 9.82%。我们认为主要得益于地方政府融资平台贷款组合的改善。

发展趋势

下半年净息差预计将保持稳定。逾期 90 天以内贷款半年环比增加 108 亿元, 管理层下半年能否通过加强贷款清收管理来降低该部分贷款余额仍有待观察。

盈利预测调整

我们维持对工商银行的盈利预测不变, 2011/2012 年每股收益分别为 0.59/0.72 元。

估值与建议

工商银行净息差季度环比扩大幅度位居四大行之首, 现金流半覆盖和无覆盖的地方政府融资平台贷款降幅最大, 而且, 小幅改善的核心资本充足率也将缓解市场对再融资的担忧。工行 A 股目前交易于 1.52 倍 2011 年市净率, 7.1 倍 2011 年市盈率, 维持推荐评级。

¹ 报告贡献人: 黄洁 (huangjie@cicc.com.cn)

管理层披露了地方政府融资平台贷款相关细节：

- ▶ 地方政府融资平台贷款余额比去年年底增长 2810 亿，至 9310 亿元人民币。这主要是由于对地方政府融资平台贷款采取了更严格的监管口径。若剔除监管口径变化带来的影响，地方融资平台贷款余额实际上比去年年底下降了 260 亿至 6230 亿元人民币。
- ▶ 6 月末，仅 5.8% 的地方融资平台贷款属于现金流半覆盖/无覆盖，而 2010 年底该比重高达 32.7%。目前现金流全覆盖/基本覆盖/半覆盖/无覆盖的平台贷款占贷款余额的比重分别为 80.8%/13.4%/2.0%/3.8%。其中，过半的无覆盖地方融资平台贷款来自于北京、上海、深圳和江苏。
- ▶ 县级地方政府融资平台贷款占全部平台贷款余额的 5.4%，仅为 505 亿元人民币。
- ▶ 6 月末，工行地方政府融资平台贷款的不良率仅为 0.25%，拨备覆盖率和拨贷比分别为 17.8 倍和 4.5%，均明显高于监管机构要求和全行平均水平。

图表 1: 2011 年中期业绩分析

工商银行						
人民币, 百万元	1H10	1H11	YoY, %	1Q11	2Q11	QoQ(%)
总资产	12,960,381	14,896,048	14.9	14,389,996	14,896,048	3.5
生息资产	12,823,781	14,729,054	14.9	14,045,800	14,729,054	4.9
总贷款	6,354,384	7,334,040	15.4	7,063,351	7,334,040	3.8
付息负债	12,022,349	13,420,792	11.6	13,131,122	13,420,792	2.2
总存款	10,832,789	12,047,138	11.2	11,764,424	12,047,138	2.4
总股东权益	709,600	859,615	21.1	872,225	859,615	(1.4)
不包含少数股东权益的净资产	704,279	858,391	21.9	872,225	858,391	(1.6)
利息收入	219,865	272,719	24.0	130,893	141,826	8.4
利息支出	76,553	98,215	28.3	45,517	52,698	15.8
净利息收入	143,312	174,504	21.8	85,376	89,128	4.4
非利息收入	37,616	56,656	50.6	28,029	28,627	2.1
手续费收入	39,055	56,844	45.5	27,326	29,518	8.0
手续费支出	2,166	3,053	41.0	1,399	1,654	18.2
净手续费收入	36,889	53,791	45.8	25,927	27,864	7.5
其他非利息收入	727	2,865	294.1	2,102	763	(63.7)
营业收入	180,928	231,160	27.8	113,405	117,755	3.8
营业费用(不含营业税)	51,519	59,681	15.8	28,853	30,828	6.8
拨备前利润	119,059	157,905	32.6	78,059	79,846	2.3
计提资产减值准备	9,693	16,881	74.2	8,654	8,227	(4.9)
税前利润	110,616	142,345	28.7	69,998	72,347	3.4
所得税	25,651	32,770	27.8	16,162	16,608	2.8
有效税率(%)	23.2%	23.0%		23.1%		
净利润	84,965	109,575	29.0	53,836	55,739	3.5
属于银行股东的净利润	84,603	109,481	29.4	53,787	55,694	3.5
财务比率(%)						
核心资本充足率	9.41	9.82		9.66	9.82	
资本充足率	11.34	12.33		11.77	12.33	
净息差(期初期末余额)	2.34	2.49		2.50	2.48	
净息差(日均余额)	2.37	2.60		n.a.	n.a.	
净手续费收入/营业收入	20.4	23.3		22.9	23.7	
收入成本比(不含营业税)	28.5	25.8		25.4	26.2	
贷存比(含贴现)	58.7	60.9		60.0	60.9	
平均总资产收益率	1.37	1.55		1.55	1.52	
平均净资产收益率	24.6	26.1		25.4	25.7	
不良贷款率	1.26	0.95		1.00	0.95	
准备金覆盖率	189.8	261.1		246.5	261.1	
信用风险成本	0.32	0.48		0.51	0.44	
拨贷比	2.39	2.47		2.47	2.47	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 日均余额收益率分析

(% 基于日均余额)	1H10	2H10	1H11	HoH (bp)
生息资产收益率	3.64	3.80	4.06	25
存放央行	1.55	1.58	1.58	1
同业往来资产	1.74	2.03	3.03	101
贷款及贴现	4.89	5.08	5.39	31
证券投资	2.85	2.98	3.12	14
重组类投资	2.11	2.26	2.23	(4)
其他证券投资	3.08	3.07	3.23	16
付息负债付息率	1.36	1.38	1.57	19
存款	1.35	1.36	1.51	15
同业往来负债	1.31	1.43	1.96	53
发行债券	3.44	3.49	3.34	(15)
净利差	2.28	2.42	2.48	6
净息差	2.37	2.51	2.60	9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究

图表 3: 资产质量分析

	1H10		2H10		1H11		HoH	
(百万元)	余额	比例(%)	余额	比例(%)	余额	比例(%)	余额	比例(%)
正常	6,041,165	95.07	6,489,450	95.57	7,042,146	96.02	8.5	0.45
关注	233,146	3.67	227,815	3.35	222,408	3.03	-2.4	-0.32
次级	25,971	0.41	18,932	0.28	18,884	0.26	-0.3	-0.02
可疑	42,003	0.66	41,765	0.62	40,362	0.55	-3.4	-0.06
损失	12,099	0.19	12,544	0.18	10,240	0.14	-18.4	-0.05
贷款合计	6,354,384	100	6,790,506	100	7,334,040	100	8.0	0.00
不良贷款	80,073	1.26	73,241	1.08	69,486	0.95	-5.1	-0.13
逾期3个月以上贷款	72,220	1.14	64,348	0.95	59,364	0.81	-7.7	-0.14
拨贷比(%)	2.39		2.46		2.47		0.01	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究

图表 4: 融资平台贷款分析

	2010	1H11	HoH (%)
余额对比(人民币, 亿元)			
全覆盖	5619	8770	56.1
基本覆盖	600	186	-69.0
半覆盖	1525	354	-76.8
合计	7744	9310	20.2
占总贷款比重(%)	9.6	12.7	3.1
结构对比(%)			
全覆盖	67.3	94.2	26.9
基本覆盖	9.2	2.0	-7.2
半覆盖	23.5	3.8	-19.7
合计	100.0	100.0	0.0

资料来源: 公司数据, 中金公司研究

图表 5: 历史和预测的财务数据

	2008	2009	2010	2011E	2012E
损益表摘要 (人民币百万元)					
净利息收入	263,037	245,821	303,749	366,966	430,697
非利息收入	47,158	63,590	76,999	104,444	133,827
经营收入合计	310,195	309,411	380,748	471,409	564,524
营业费用	92,570	102,662	117,996	138,496	164,131
拨备前利润	198,860	188,592	241,268	302,701	363,172
当期提取各项准备金	55,462	23,285	27,988	36,151	41,036
税前利润	145,376	167,294	215,426	268,696	324,283
净利润	111,226	129,396	166,025	206,896	249,698
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	9,757,146	11,785,053	13,458,622	15,397,176	17,423,806
贷款余额 (毛额)	4,571,994	5,728,626	6,790,506	7,673,272	8,670,797
其他生息资产	5,073,190	5,936,348	6,526,354	7,551,705	8,567,230
非生息资产	247,945	265,531	308,896	369,532	418,171
存款余额	8,223,446	9,771,277	11,145,557	12,594,479	14,231,762
其他付息负债	685,902	1,112,694	1,233,351	1,399,782	1,567,123
股东权益	606,630	678,934	821,657	961,349	1,128,636
主要驱动因素 (%)					
总资产年增长率	12.4%	20.8%	14.2%	14.4%	13.2%
净边际利率 (NIM)	2.88%	2.31%	2.43%	2.57%	2.65%
净利差 (Spread)	2.72%	2.19%	2.34%	2.45%	2.50%
平均贷款生息率	7.10%	5.38%	5.05%	5.65%	6.09%
平均债券投资收益	3.34%	2.90%	2.91%	3.19%	3.42%
平均生息资产生息率	4.83%	3.81%	3.70%	4.11%	4.36%
平均存款付息率	2.12%	1.61%	1.34%	1.64%	1.85%
平均付息负债付息率	2.11%	1.62%	1.37%	1.67%	1.85%
净利息收入/经营收入	15.2%	20.6%	20.2%	22.2%	23.7%
营业费用/经营收入	29.8%	33.2%	31.0%	29.4%	29.1%
提取准备金/贷款平均余额	0.84%	0.42%	0.45%	0.50%	0.50%
年增长率 (%)					
贷款余额	12.2%	25.3%	18.5%	13.0%	13.0%
存款余额	19.2%	18.8%	14.1%	13.0%	13.0%
净利息收入	17.2%	-6.5%	23.6%	20.8%	17.4%
非利息收入	43.1%	34.8%	21.1%	35.6%	28.1%
经营收入合计	20.5%	-0.3%	23.1%	23.8%	19.8%
营业费用	2.7%	10.9%	14.9%	17.4%	18.5%
拨备前利润	30.2%	-5.2%	27.9%	25.5%	20.0%
税前利润	26.0%	15.1%	28.8%	24.7%	20.7%
净利润	35.2%	16.3%	28.3%	24.6%	20.7%
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)					
净利息收入	2.85%	2.28%	2.41%	2.54%	2.62%
非利息收入	0.51%	0.59%	0.61%	0.72%	0.82%
经营收入合计	3.36%	2.87%	3.02%	3.27%	3.44%
营业费用	1.00%	0.95%	0.93%	0.96%	1.00%
拨备前利润	2.16%	1.75%	1.91%	2.10%	2.21%
当年提取各项准备金	0.60%	0.22%	0.22%	0.25%	0.25%
税前利润	1.58%	1.55%	1.71%	1.86%	1.98%
所得税	0.37%	0.35%	0.39%	0.43%	0.45%
ROAA	1.21%	1.20%	1.32%	1.43%	1.52%
X(平均总资产/平均净资产)	16.0	16.8	16.8	16.2	15.7
ROAE	19.3%	20.1%	22.1%	23.2%	23.9%

	2008	2009	2010	2011E	2012E
每股盈利及估值指标					
每股净利润(元)	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72
每股拨备前利润(元)	0.57	0.54	0.69	0.87	1.04
每股净资产(元)	1.72	1.93	2.35	2.75	3.23
P/E	13.1	11.3	8.8	7.1	5.8
P/PPOP	7.3	7.7	6.0	4.8	4.0
P/B	2.43	2.16	1.78	1.52	1.29
股息派发率(%)	49.7%	44.1%	38.9%	40.0%	40.0%
股息收益率(%)	3.95%	4.07%	4.60%	5.65%	6.82%
资产质量指标					
NPL余额 (百万元)	104,482	88,467	73,241	75,032	81,541
正常	92.51%	94.46%	95.57%		
关注	5.20%	4.00%	3.35%		
次级	0.82%	0.56%	0.28%		
可疑	1.22%	0.76%	0.62%		
损失	0.24%	0.23%	0.18%		
NPL/贷款余额(%)	2.29%	1.54%	1.08%	0.98%	0.94%
准备金余额/NPL(%)	130.1%	164.4%	228.2%	263.0%	285.0%
准备金余额/贷款余额(%)	2.97%	2.54%	2.46%	2.57%	2.68%
资产负债配置结构 (%)					
核心资本充足率	10.75%	9.90%	9.97%	9.68%	10.08%
资本充足率(CAR)	13.06%	12.36%	12.27%	12.09%	12.32%
风险加权资产平均系数	48.7%	50.2%	52.8%	52.8%	52.8%
股东权益/总资产	6.2%	5.8%	6.1%	6.2%	6.5%
生息资产/总资产	97.5%	97.7%	97.7%	97.6%	97.6%
贷款/总资产	46.9%	48.6%	50.5%	49.8%	49.8%
债券投资/总资产	31.2%	30.5%	27.7%	23.9%	24.1%
贷款/存款	55.6%	58.6%	60.9%	60.9%	60.9%
存款结构 (占存款余额%)					
对公活期存款	31.1%	32.4%			
对公定期存款	16.8%	16.6%			
居民储蓄活期存款	17.4%	18.5%			
居民储蓄定期存款	31.4%	29.2%			
其他存款	1.4%	1.4%			
贷款结构 (占贷款余额%)					
公司贷款	70.7%	69.1%	69.2%	68.2%	67.2%
个人贷款	18.1%	21.1%	24.1%	24.0%	25.0%
贴现贷款	7.1%	5.8%	1.7%	3.0%	3.0%
其他数据					
分支机构数量 (个)	16,252	16,394	16,430		
贷款余额市场份额(%)	14.28%	13.46%			
存款余额市场份额(%)	17.19%	15.97%			
个人贷款市场份额(%)	22.27%	14.75%			
总股本 (百万股)	334,019	334,019			
其中: 上市交易股本	56,835	56,839			
近三年扩股增资大事记:	2010年12月A+H配股融资448.48亿元				
最近前三大股东及比例:	汇金35.4%, 财政部35.3%, 高盛集团3.0%				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6 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	9,594	1,153	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	3.02	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	20.9	29.1	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	6,850	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																																		
北京银行	9.81	6,228	6,228	61	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	17.4	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															
	每股收益				每股净资产				市价/股息前比率				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														
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	5.7	4.4	3.6	9.1	6.7	5.3	4.3	1.64	1.32	1.14	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	5.3	4.0	3.4	13.2	9.0	6.6	5.3	2.50	1.58	1.31	1.12	0.0	1.9	5.4											
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	3.31	12.31	14.22	14.2	11.7	7.2	5.2	21.8	17.4	11.4	8.2	3.35	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	20.4	15.3	13.1	11.2	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股银行平均																				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	4.8	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	4.6

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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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：工商银行。

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