



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

行业动态

2011 年 4 月 14 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

春华秋实

银行业 2011 年二季度投资策略

行业近况:

自我们 3 月 2 日提示银行板块业绩超预期的时间窗口以来, A 股银行板块上涨 9.4%, 跑赢大盘 4.9 个百分点, 其中 A 股首选组合华夏、浦发、招行、民生和农行分别上涨 18.6%、15.8%、16.9%、16.1%和 10.7%, 首选组合整体跑赢银行指数 6.5%。H 股银行首选股民生、农行和招行分别上涨 9.7%、13.8%和 9.4%, 均跑赢银行指数。

关注要点:

盈利增长前景依然乐观。(1) 四季度净息差环比扩大 8bps 推动年报超预期, 我们预计, 一季度环比仍将扩大 10bps 左右, 且上升的趋势将至少延续到三季度。(2) 尽管受拨贷比监管要求和融资平台贷款分类的影响, 但四季度资产质量仍保持平稳。融资平台贷款质量好于预期, 风险已基本释放。展望全年, 由于我们的模型对不良余额和拨备做了较为保守的假设, 实际情况可能好于我们的预期。(3) 我们预计, 上市银行一季报预计仍可实现 30% 以上的盈利高增长, 全年盈利增速也在 25% 左右, 季报超预期将推动市场盈利预测进一步上调。

监管政策尘埃落定。(1) 银监会去年推出的四大监管工具框架已获得国务院正式批复, 下一阶段银监会的工作重点将从创造新的监管工具转为在国务院批复框架内细化规则并加强执行。(2) 在通胀压力高企的宏观背景下, 冒然推进利率市场化可能导致存款利率大幅上升, 影响金融体系的稳定性。因此, 短期内央行急速推进利率市场化的可能性也较低。我们认为, 央行会选择鼓励发展理财产品等金融替代产品, 逐步降低银行在投融资体系中的占比, 进而择机推动利率市场化的渐进式路径。

但是, 宏观紧缩政策仍将持续, 非对称加息的概率上升。通胀压力挥之不去使央行加息的概率大幅上升。但是, 经济放缓使货币当局不得不考虑加息对实体经济的负面影响。因此, 非对称的可能性将逐步加大。考察上一轮加息周期, 前三次加息都对银行的净息差有正面作用。但从第四次加息开始, 非对称加息开始出现, 并且在之后的几次加息中居于主导地位。此外, 由于二季度到期现金流压力仍然较大, 存款准备金率的调整仍有空间。

估值与建议:

回顾三月份以来的上涨行情, 我们认为, 主要是年报盈利增长超预期推动市场一致预期的上调。向前看, 我们认为支持银行股向上的三个理由中, 前两个理由(业绩超预期+监管政策尘埃落定)依然成立, 甚至进一步强化, 但通胀压力居高不下使货币政策短期内难以放松。因此, 我们判断, 银行板块的行情将在 4 月份季报期间延续。5、6 月份随着业绩披露的结束, 一致盈利预期的上调告一段落, 市场的关注点从盈利更多转向宏观政策, 银行股上涨的动力有所减弱, 预计将经历震荡向上的行情。进入三季度, 由于银行强劲的中报业绩, 以及通胀预期缓解带来货币政策表现出一定的灵活性, 银行股将再次迎来良好的时间窗口。正如我们在 2011 年 1 月 10 日发布的年度策略报告(《底部区域已经形成——银行业 2011 年投资策略》)中指出, 银行股是全年行情, 潜在的股份表现窗口为: 1、年报和一季报前后; 2、下半年通胀压力放缓。

A 股银行目前交易在 1.59 倍 2011 年市净率和 9.4 倍 2011 年市盈率, H 股银行股价目前交易在 1.65 倍 2011 年市净率和 8.9 倍 2011 年市盈率, 未来 12 个月存在 20-30% 的上涨空间。**维持 A 股首选组合为浦发、招行、民生、华夏和农行, 但可关注大银行在 6 月份派息期间的交易性机会; H 股银行长期偏好民生、农行和招行。**

风险提示:

房地产市场大幅调整; 利率市场化推进; 非对称加息。

图表 1：2011 年 1 季度上市银行盈利预测及业绩公布日期

人民币，百万元	工行	建行	中行	农行	交行	招行	兴业	民生	浦发	华夏	深发展	光大	北京	南京	宁波
净利息收入	86,593	73,651	56,350	72,853	25,491	17,767	10,649	13,512	13,945	6,817	4,947	8,402	4,370	1,337	1,590
营业收入	111,538	96,332	78,840	87,924	31,153	21,828	12,129	16,286	15,254	7,390	5,624	9,602	4,661	1,516	1,780
营业费用（包括营业税）	37,453	31,274	29,596	35,051	12,066	8,949	4,440	6,802	5,755	3,879	2,248	3,713	1,368	476	822
拨备前利润	74,086	65,058	49,244	52,872	19,087	12,879	7,689	9,484	9,499	3,511	3,375	5,888	3,293	1,040	958
拨备	5,987	5,993	5,576	10,352	2,641	1,154	852	1,113	1,322	1,070	314	921	142	99	113
税前利润	68,699	59,065	43,918	42,920	16,447	11,775	6,857	8,371	8,178	2,441	3,062	4,968	3,151	941	845
1季度净利润-中金预测	52,898	45,480	32,417	33,049	12,828	9,067	5,280	6,362	6,256	1,831	2,388	3,875	2,474	772	676
2011年净利润-市场预期	201,423	165,876	122,795	122,565	48,299	34,170	25,191	24,298	22,127	7,695	7,758	14,232	9,154	2,926	2,958
1季度利润占比	26.3	27.4	26.4	27.0	26.6	26.5	21.0	26.2	28.3	23.8	30.8	27.2	27.0	26.4	22.9
同比增速(%)															
净利息收入	26.6	28.8	26.6	36.1	33.9	42.0	26.3	33.9	43.6	34.4	37.0	n.a	35.2	32.6	38.5
营业收入	28.3	27.6	16.7	32.9	29.9	39.7	26.0	31.7	42.2	32.0	37.7	n.a	30.9	25.3	34.2
营业费用（包括营业税）	26.9	25.9	12.6	34.6	52.9	38.5	21.4	21.9	27.4	29.2	14.1	n.a	33.0	28.0	28.0
拨备前利润	29.0	28.5	19.3	31.7	18.6	40.6	28.8	39.8	53.0	35.2	59.6	n.a	30.1	24.2	40.0
拨备	52.9	20.6	-5.4	20.0	1.1	-25.9	23.1	-4.5	62.1	24.6	162.4	n.a	-194.5	-17.6	82.4
税前利润	26.9	29.3	23.5	35.0	22.0	54.0	29.4	49.2	52.3	40.2	53.3	n.a	17.5	31.1	35.9
净利润	26.8	29.3	23.4	32.3	22.7	53.4	29.4	48.5	52.4	40.1	51.3	n.a	18.2	31.3	35.8
驱动因素(%)															
生息资产同比增速	12.9	10.4	11.1	12.7	17.3	15.6	29.0	28.3	32.1	20.5	30.7	n.a	37.6	25.4	45.2
净息差（期初期末平均）	2.55	2.70	2.19	2.80	2.55	2.90	2.35	2.97	2.54	2.59	2.63	2.41	2.36	2.60	2.56
成本收入比（含营业税）	33.6	32.5	37.5	39.9	38.7	41.0	36.6	41.8	37.7	52.5	40.0	38.7	29.4	31.4	46.2
信用成本	0.35	0.41	0.39	0.82	0.46	0.31	0.39	0.41	0.46	0.80	0.30	0.46	0.16	0.47	0.44
1季度业绩公布日期	11-4-29	11-4-29	11-4-29	11-4-29	11-4-30	11-4-29	11-4-29	11-4-28	11-4-28	11-4-29	11-4-27	11-4-27	11-4-29	11-4-29	11-4-28

资料来源：彭博、朝阳永续，上交所，中金公司研究部；

图表 2：年报超预期推动 2011/2012 年盈利预测大幅上调

人民币，百万元	2010 净利润			2011 净利润			2012 净利润		
	实际值	市场预期	实际值VS市场预期	原预测	现预测	调整	原预测	现预测	调整
工商银行	166,025	162,553	2.1%	184,532	205,158	11.2%	214,386	243,130	13.4%
建设银行	135,031	137,836	-2.0%	154,718	166,141	7.4%	178,411	196,647	10.2%
农业银行	94,907	90,853	4.5%	118,356	125,884	6.4%	140,074	151,046	7.8%
中国银行	104,418	99,393	5.1%	115,636	121,311	4.9%	136,156	140,647	3.3%
交通银行	39,172	37,374	4.8%	44,616	48,141	7.9%	51,543	56,956	10.5%
招商银行	25,769	26,371	-2.3%	31,188	34,352	10.1%	37,620	41,097	9.2%
民生银行	17,688	15,918	11.1%	20,586	23,125	12.3%	24,894	27,544	10.6%
华夏银行	5,990	5,670	5.6%	7,548	8,225	9.0%	8,878	10,072	13.4%
浦发银行	19,178	17,422	10.1%	22,597	24,937	10.4%	26,211	29,954	14.3%
光大银行	12,795	11,833	8.1%	14,379	16,000	11.3%	17,045	19,452	14.1%
深发展	6,284	6,478	-3.0%	7,150	7,482	4.6%	8,425	8,836	4.9%
兴业银行	18,521	17,938	3.2%	19,662	22,292	13.4%	23,276	27,071	16.3%
北京银行	6,806	7,365	-7.6%	8,488	8,536	0.6%	9,486	10,183	7.3%
A股银行合计	674,362	657,940	2.5%	774,051	838,107	8.3%	905,233	994,712	9.9%

资料来源：公司数据、中金公司研究部；

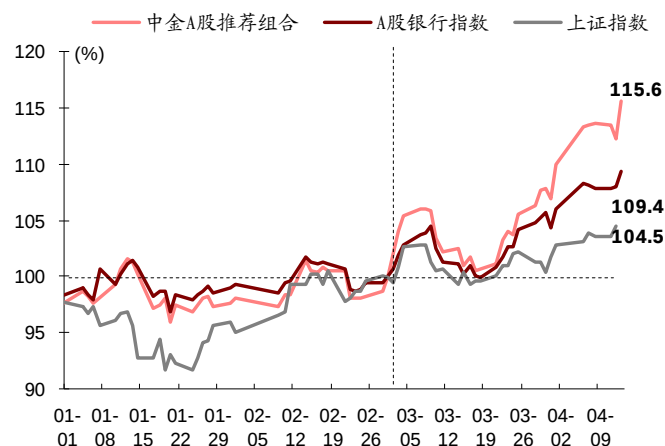
3 月份以来的上涨主要反映了盈利增长超预期

在 3 月 2 日发布的题为《业绩超预期将成为短期催化剂——银行业动态更新》的报告中，我们认为银行股上涨存在三个理由：业绩超预期+监管政策尘埃落定+紧缩政策进入观察期，并建议投资者积极把握业绩推动的银行股表现窗口。从 3 月 2 日至今，A 股银行板块上涨 9.4%，跑赢大盘 4.9 个百分点，其中首选组合个股华夏、浦发、招行、民生和农行分别上涨 18.6%、15.8%、16.9%、16.1% 和 10.7%，首选组合整体跑赢银行指数 6.5%。

回顾三月份以来的上涨行情，我们认为，主要是年报盈利增长超预期推动市场一致预期的上调。从目前已披露业绩的银行来看，尽管净利润略超市场预期 2.4%，但由于盈利增长的质量较好（净息差大幅超预期，但同期银行也加大了拨备计提的力度），在业绩期间，我们分别上调了银行 2011/2012 年净利润 8.2%/9.8%，与银行股的涨幅基本一致。

向前看，我们认为支持银行股向上的三个理由中，前两个理由（业绩超预期+监管政策尘埃落定）依然成立，甚至进一步强化，但通胀压力居高不下使货币政策短期内难以放松。因此，我们判断，银行板块的行情将在 4 月份季报期间延续。5、6 月份随着业绩披露的结束，一致盈利预期的上调告一段落，市场的关注点从盈利更多转向宏观政策，银行股上涨的动力有所减弱，预计将经历震荡向上的行情。而到了三季度，由于银行强劲的中报业绩，以及通胀压力有所缓解带来货币政策表现出一定的灵活性，银行股又将迎来良好的时间窗口。正如我们在 2011 年 1 月 10 日发布的年度策略报告（《底部区域已经形成——银行业 2011 年投资策略》）中指出，银行股是全年行情，潜在的股票表现窗口为：1、年报和一季报前后；2、下半年通胀压力放缓。

图表 3: 3 月以来，A 股银行指数显著跑赢大盘



资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 4: 中金 A 股推荐组合显著跑赢银行指数

A 股银行近期股价表现 (%)				
	3 月至今	年初至今	2011 PE	2011 PB
华夏	+18.6	+26.2	11.5	1.48
兴业	+17.8	+29.7	7.7	1.54
招行	+16.9	+19.6	9.6	2.03
民生	+16.1	+19.1	7.3	1.27
浦发	+15.8	+21.0	8.6	1.47
深发展	+12.5	+14.3	8.4	1.57
农行	+10.7	+8.2	7.5	1.45
A 股银行指数	+9.4	+11.3		
交行	+9.1	+11.1	7.1	1.30
南京	+8.5	+15.0	12.2	1.59
工行	+8.4	+9.2	7.9	1.69
宁波	+7.9	+11.3	14.8	2.24
建行	+6.6	+12.6	7.8	1.60
中信	+6.2	+8.4	10.3	1.57
中行	+5.5	+6.2	7.9	1.33
北京	+4.3	+7.4	10.5	1.46
光大	+3.3	+1.5	10.2	1.74

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 5: 建议关注大银行 6 月份派息期间的交易性机会

	每股股利 (元)	派息率 (%)	派息日
工行	0.18	4.0	2011 年 6 月 5 日左右
建行	0.21	4.1	2011 年 6 月 23 日左右
中行	0.15	4.3	
农行	0.05	1.9	2011 年 6 月 16 日左右

派息率：相对于 4 月 13 日收盘价

资料来源：WIND、中金公司研究部

盈利增长前景依然乐观

A、净息差：四季度净息差环比扩大 8bps 推动年报超预期，我们预计，一季度环比仍将扩大 10bps 左右，且上升的趋势将至少延续到三季度。

- 已披露年报的上市银行净利润同比增长 33%，高于市场预期 2.3%，其中超出幅度较大的有民生、浦发和光大。业绩披露期间，我们平均上调 2011/2012 年银行净利润预测 8.3% 和 9.9%，上调幅度较大的有兴业(13.4%)、民生(12.3%)、光大(11.3%)和工行(11.2%)。
- 手续费收入稳健增长。尽管受银信合作新规的影响，2010 年四季度手续费收入仍保持稳健增长，季度环比增速为 5.9%。
- 费用控制良好，成本收入比同比回落 2.3 个百分点。受营业收入大幅增长的作用，各行成本收入比基本呈下降趋势，平均下降幅度为 2.3 个百分点。

- **四季度净息差环比提升 8 个基点，成为最大的亮点。**受贷款议价能力提升、存款活期化和市场利率上升的影响，上市银行的净息差均出现了一定程度的上升，平均上升幅度为 8 个基点，其中上升幅度较大的为招行(21bps)、农行(15bps)。
- **一季度净息差仍有望提升 10bps，且净息差上升的趋势将至少延续到三季度，尽管上升斜率有可能趋缓。**一方面，加息的正面影响逐渐显现。我们判断，最近四次加息将提升银行 2011/2012 年净息差 9/17 个基点；并且，加息对净息差的静态正面效应在一季度仅反映了一小部分，大部分将在今年剩余季度甚至到明年反映出来。另一方面，在加息通道中，银行的贷款议价能力显著增强。据银行反映，今年一季度银行贷款定价有明显改善，这部分对贷款收益率的正面贡献将在二三季度继续逐渐反映。对比上轮加息周期，我们发现，第一次出现对银行净息差有负面影响的加息（活期存款利率保持不变，一年期贷款利率上升 18 个基点，但一年期存款利率上升 27 个基点）出现在 2007 年二季度，但之后银行的净息差仍逐季走高，直到 2008 年一季度方才停止（即使 2007 年下半年的后续四次加息中有三次对净息差有负面影响）。我们认为，上市银行中，未来净息差提升幅度的较大的银行为民生、农行和招行：
- **加息的正面影响：**我们判断最近 4 次加息将提升银行 2011/2012 年净息差 9bp/17bp，其中对 2011 年正面影响最大的有民生、农行和招行。
- **贷存比变动：**2011 年 2 月份相比 2010 年 12 月份，贷存比上升幅度较大的有华夏、北京和浦发。
- **贴现占比变动：**2011 年 2 月份相比 2010 年 12 月份，贴现占比压缩幅度较大的有深发展、交行、农行和民生。

图表 6: 已披露业绩银行 2010 年净利润同比上升 33.3%

	拨备前利润	税前利润	净利润
2010 年同比增速, %			
工行	27.9	28.8	28.3
建行	24.5	26.3	26.4
农行	41.5	63.3	46.0
中行	14.1	23.0	29.2
交行	31.0	30.4	29.5
招行	55.8	49.0	41.3
浦发	44.5	46.2	45.1
民生	36.4	46.8	46.1
兴业	48.0	39.3	39.5
光大	58.9	63.1	67.4
华夏	49.5	65.9	59.3
深发展	20.7	29.2	24.9
北京	25.3	20.1	20.8
宁波	34.3	56.3	53.9
南京	48.5	45.9	44.9
上市银行平均	31.6	35.3	33.3

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 7: 手续费净收入环比提升 5.9%

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
环比增速, %				
工行	29.6	2.1	(5.1)	3.4
建行	37.2	(0.5)	(10.4)	16.0
农行	8.1	6.9	(0.2)	4.5
中行	36.1	(19.2)	3.1	0.8
交行	21.0	5.4	(3.2)	7.7
招行	33.1	21.3	(4.5)	13.9
浦发	33.8	14.0	0.3	27.9
民生	85.2	19.0	(20.5)	(5.9)
兴业	(12.5)	16.5	12.7	6.4
光大	n.a	n.a	n.a	(15.8)
华夏	132.3	11.9	(15.4)	(20.4)
深发展	(20.4)	36.1	(7.5)	8.9
北京	40.4	11.8	10.3	(22.3)
合计	18.5	(0.3)	(2.2)	5.9

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 8: 成本收入比同比下降 2.3 个百分点

	2009	2010	YoY
成本收入比(不含营业税), %			
工行	33.2	31.0	-2.2
建行	33.1	31.6	-1.5
农行	43.1	38.6	-4.5
中行	41.1	39.1	-2.1
交行	32.9	34.1	1.2
招行	45.5	40.1	-5.4
浦发	36.0	33.1	-2.9
民生	48.5	40.1	-8.4
兴业	36.7	32.9	-3.8
光大	39.4	35.5	-3.9
华夏	44.9	43.4	-1.5
深发展	41.8	40.8	-0.9
北京	26.5	30.3	3.8
宁波	41.4	39.4	-2.0
南京	31.4	30.6	-0.8
上市银行平均	36.2	33.9	-2.3

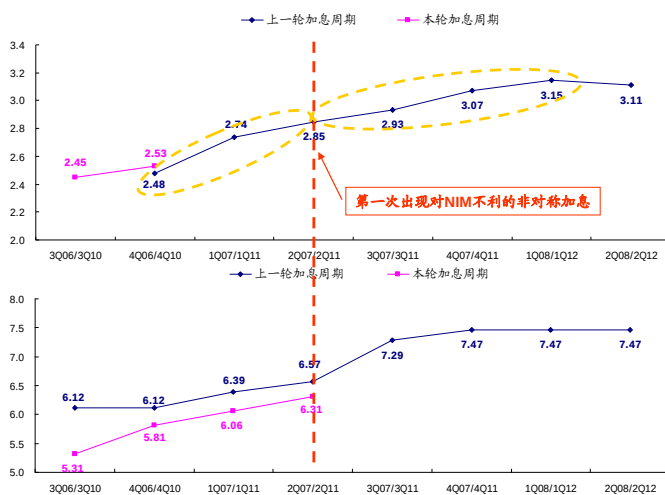
资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 9: 四季度净息差环比提升 8bps

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11E	4Q10 VS 3Q10, bp
净息差（期初期末余额），%						
工行	2.29	2.39	2.40	2.47	2.55	7
建行	2.33	2.40	2.49	2.61	2.70	12
农行	2.36	2.45	2.54	2.69	2.80	15
中行	1.99	2.01	2.04	2.14	2.19	10
交行	2.25	2.35	2.35	2.46	2.55	11
招行	2.37	2.49	2.53	2.74	2.90	21
浦发	2.38	2.50	2.57	2.48	2.54	-9
民生	2.83	2.91	2.87	2.94	2.97	7
兴业	2.41	2.30	2.25	2.34	2.35	9
华夏	2.34	2.42	2.37	2.49	2.59	12
光大	n.a	n.a	2.31	2.35	2.35	4
深发展	2.44	2.49	2.53	2.53	2.63	0
北京	2.36	2.31	2.21	2.29	2.36	8
平均	2.37	2.43	2.43	2.51	2.60	8

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 10: 加息周期净息差分析



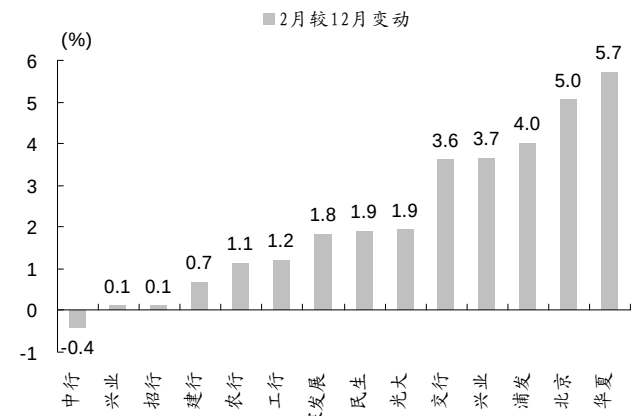
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 11 加息的正面效应

	工行	建行	农行	中行	交行	招行	浦发	民生	兴业	光大	华夏	深发展	北京	宁波	南京	上海银行	平均
对2011年的影响																	
第一次加息	3.8	4.2	5.6	4.6	5.1	5.9	4.0	6.4	3.0	5.1	-0.3	2.4	3.8	2.8	-1.0	4.5	
第二次加息	3.7	4.5	6.0	4.6	5.0	5.7	4.2	6.3	2.7	4.8	-1.7	0.7	4.0	2.9	-2.1	4.5	
第三次加息	-0.3	-0.1	2.0	0.4	0.8	1.4	0.9	3.1	-0.9	1.4	-4.2	-2.3	-0.3	-4.2	0.5		
第四次加息	-1.9	-1.0	0.3	-0.5	0.3	-0.3	0.1	2.1	-0.4	0.9	-1.0	-1.1	-1.5	-1.5	-4.2	-0.5	
合计	5.3	7.6	13.9	9.0	11.1	12.7	9.2	18.0	4.4	12.2	-7.1	-0.4	6.0	3.9	-11.5	8.9	
对2012年的影响																	
第一次加息	5.8	6.4	5.9	6.2	6.6	6.9	4.7	5.4	4.6	5.2	1.6	2.9	5.9	4.2	0.5	5.9	
第二次加息	5.6	6.2	5.9	5.5	5.6	5.6	4.4	4.2	3.9	3.7	-0.7	-0.2	5.8	4.3	-1.1	5.3	
第三次加息	3.4	3.9	3.5	3.7	3.8	3.5	2.7	2.3	2.4	2.0	-2.1	-1.7	3.9	2.5	-2.9	3.3	
第四次加息	1.6	1.9	2.0	2.8	4.0	2.2	2.4	1.9	1.5	2.4	1.7	0.4	2.7	1.3	-3.5	2.2	
合计	16.4	18.4	17.3	18.2	20.1	18.2	14.3	13.8	12.4	13.3	0.5	1.4	18.3	12.4	-6.9	16.6	

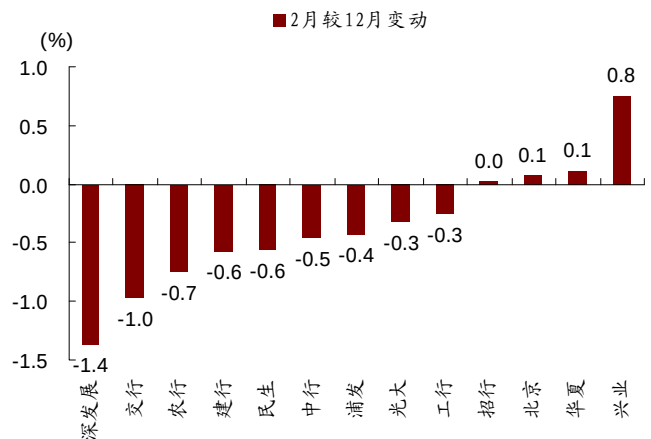
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 12: 主要上市银行贷存比



资料来源：公司数据、中金公司研究部，上市银行贷存比为期末贷款余额除以期末存款余额计算得出，与监管机构统计口径略有不同

图表 13: 主要上市银行贴现占比



资料来源：央行、中金公司研究部

B、资产质量：尽管受拨贷比监管要求和融资平台贷款分类的影响，但四季度资产质量仍保持平稳。融资平台贷款质量大幅好于预期，风险已基本释放。展望全年，由于我们的模型对不良余额和拨备做了较为保守的假设，实际情况可能好于我们的预期。

- 尽管受拨贷比监管要求和融资平台贷款分类的影响，但四季度资产质量仍保持平稳。
- 不良和关注类贷款余额基本持平、但逾期贷款大幅减少。上市银行四季度不良余额环比小幅上升 0.4%。半年环比来看，关注类贷款余额环比上升 0.4%，但逾期贷款余额大幅下降 11.6%。我们认为，逾期贷款的大幅下降显示上市银行的真实资产质量仍在不断改善，而不良余额和逾期贷款余额的趋势背离主要是受拨贷比和融资平台贷款分类的影响。
- 核销明显减少，拨贷比提升。已披露年报的上市银行 2010 年全年共核销不良贷款 306 亿元，比 2009 年的 393 亿元大幅减少 22%。而与此同时，上市银行的拨备力度不减，四季度上市银行的平均拨贷比

环比提升 5 个基点至 2.16%。

- **基建类贷款和租赁类贷款不良增加较多。**从披露分行业不良余额数据的银行来看，不良余额半年环比减少 5%，但受融资平台重新分类的影响，基建类以及租赁和商业服务类贷款的不良余额却半年环比上升 1%。剔除这两类贷款的影响，不良贷款余额半年环比减少 7%。
- **融资平台贷款质量大幅好于预期。**上市银行均在分析员会议上披露了融资平台贷款的清查结果，总体而言好于行业平均水平：
- 融资平台贷款占比约为 7-10%，低于行业平均的 13%。
- 按照现金流四分类，后两类占比约为 23%，好于行业平均的 28%。
- 不良率较低（介于 0%-1.4%），且拨备充足（拨贷比介于 1.7%-3.0%）。我们认为融资平台的清查工作仍在快速推进中，预计一季度的融资平台贷款余额将继续下降，且风险分类有望进一步改善。
- 我们认为，融资平台贷款的风险已经基本释放：
- 我们预计，完全按照 110 号文将融资平台贷款重新分类后，融资平台贷款最终的不良率仅为 1.5% 左右，带动整体不良率上升仅 0.1%（对应不良余额为 300-400 亿元），远低于市场此前普遍的预期。从已经完全按照 110 号文将融资平台贷款重新分类的银行，如建行和农行来看，其不良率分别仅为 1% 和 1.4%。我们预计，其他银行完成清查并按照 110 号文重新分类后，其不良率也很有可能接近此水平，即 1.5% 以下。以目前融资平台贷款占总贷款的比例 7-10% 来测算，对整体贷款不良率的影响仅为 0.1% 左右（对应不良余额为 300-400 亿元），远低于市场此前普遍的预期。
- **银行将融资平台贷款转为正常类贷款的进程将会加快，我们预计，2011 年底时，融资平台贷款余额将大幅下降。**随着清查工作的加快，110 号文的出台，特别是对融资平台贷款不良和资本充足率的严格规定，促使银行加快了对融资平台贷款的清理，具体而言：
- **对前两类贷款，加快转化为正常公司类贷款。**根据某大银行的规划，其 85% 左右的第一类和第二类贷款将在年底之前转化为正常公司类贷款。如果实现，则我们测算，其融资平台贷款余额将下降 60% 以上。
- **对后两类贷款，将采取逐步退出/增加现金流/抵押/担保等方式缓释风险，有望进一步降低融资平台贷款不良余额。**例如，根据某大行的披露，其第四类贷款（现金流无覆盖）的比例从 2010 年末的 12% 下降到 2011 年 2 月份的 10%。
- **展望全年，由于我们的模型对不良余额和拨备做了十分保守的假设，实际情况可能好于我们的预期：**

- 在我们的模型中，我们预计 2011/12 年上市银行（剔除农行）的不良贷款余额将上升 32%/39%，2011/12 年不良贷款率分别上升 0.15/0.22 个百分点至 1.15%/1.37%。
- 在我们的模型中，对拨备的假设也十分保守：我们预计，上市银行（剔除农行）2011/12 年末的拨贷比分别为 2.40%/2.55%，意味着上市银行整体在 2012 年已经达到 2.5% 的拨贷比监管要求。而拨备覆盖率也将始终维持在超过 180% 的水平。

图表 14：不良贷款余额季度环比上升 0.4%

	1Q10	1H10	3Q10	2010	QoQ,%
人民币，百万元					
工行	81,609	80,073	75,731	73,241	-3.3
建行	68,528	65,168	62,607	64,712	3.4
农行	109,543	107,086	99,438	100,405	1.0
中行	69,038	64,591	61,107	63,876	4.5
交行	25,394	25,333	26,584	24,988	-6.0
招行	25,527	26,337	26,827	29,291	9.2
民生	7,455	7,512	7,397	7,339	-0.8
浦发	6,983	6,465	6,490	5,880	-9.4
兴业	3,946	3,890	3,984	3,623	-9.1
华夏	n.a	6,283	6,277	6,254	-0.4
深发展	2,330	2,292	2,262	2,367	4.6
光大	n.a	6,870	6,407	5,829	-9.0
北京	2,389	2,371	2,333	2,321	-0.5
宁波	812	805	780	769	-1.4
南京	618	578	635	676	6.5
上市银行合计	413,550	415,359	398,582	400,104	0.4

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 15: 关注类贷款余额半年环比上升 0.4%

	2009	1H10	2010	HoH, %
关注类贷款 (人民币, 百万元)				
工行	228,933	233,146	227,815	(2.3)
建行	200,774	209,591	198,722	(5.2)
农行	324,810	312,220	316,671	1.4
中行	139,067	146,231	148,045	1.2
交行	50,245	49,708	62,310	25.4
招行	14,119	14,083	14,219	1.0
浦发	7,302	7,308	6,522	(10.7)
民生	12,928	12,290	10,131	(17.6)
兴业	7,479	7,056	6,650	(5.8)
光大	17,533	13,496	13,031	(3.4)
华夏	12,542	9,199	9,168	(0.3)
深发展	1,356	929	1,339	44.1
北京	7,326	6,810	7,955	16.8
合计	1,032,642	1,030,113	1,033,813	0.4

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 16: 逾期贷款半年环比大幅下降 11.6%

	2009	1H10	2010	HoH, %
逾期贷款 (人民币, 百万元)				
工行	114,190	72,220	64,348	(10.9)
建行	55,696	48,986	37,648	(23.1)
农行	78,150	82,281	75,744	(7.9)
中行	77,271	72,091	62,708	(13.0)
交行	21,190	17,788	16,297	(8.4)
招行	8,572	7,805	7,764	(0.5)
浦发	6,040	5,787	6,040	4.4
民生	9,653	9,115	7,996	(12.3)
兴业	4,920	5,201	4,736	(8.9)
光大	11,619	n.a	9,937	n.a
华夏	6,199	5,553	4,045	(27.2)
深发展	4,124	4,280	4,217	(1.5)
北京	2,818	2,445	2,207	(9.7)
合计	396,784	340,634	301,144	(11.6)

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部, 上市银行合计数不含光大

图表 17: 不良贷款核销同比下降 22%

	2009	2010	YoY (%)
人民币, 百万元			
工行	11,866	6,904	(41.8)
建行	6,845	9,277	35.5
农行	1,070	355	(66.8)
中行	9,038	5,517	(39.0)
交行	2,804	3,142	12.1
招行	772	152	(80.3)
浦发	814	415	(49.0)
民生	1,345	773	(42.5)
兴业	298	71	(76.2)
光大	561	821	46.2
华夏	1,987	1,757	(11.6)
深发展	478	213	(55.4)
北京	46	99	114.1
上市银行合计	39,250	30,601	(22.0)

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 18: 拨贷比环比上升 5bps

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ, bp
拨贷比, %					
工行	2.42	2.39	2.42	2.46	4
建行	2.60	2.49	2.43	2.52	9
农行	3.03	3.15	3.32	3.40	8
中行 (境内)	2.52	2.55	2.48	2.45	-3
交行	1.97	1.97	2.05	2.08	2
招行 (本行)	2.09	2.07	2.04	2.14	10
浦发	1.93	1.86	1.85	1.95	10
民生	1.74	1.80	1.93	1.88	-6
兴业	1.38	1.37	1.39	1.38	-1
光大	n.a	2.26	2.31	2.34	3
华夏	2.50	2.50	2.50	2.50	0
深发展	1.17	1.37	1.44	1.58	14
北京	2.01	1.95	1.91	2.13	22
上市银行平均	2.07	2.08	2.11	2.16	5

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 19: 基建类贷款和租赁类贷款不良有所上升

	不良贷款余额			基建类和租赁类贷款不良余额			剔除基建类和租赁类贷款后的不良贷款余额		
	1H10	2H10	%	1H10	2H10	%	1H10	2H10	%
工行	80,073	73,241	-9%	17,219	15,663	-9%	62,854	57,578	-8%
建行	65,168	64,712	-1%	9,827	14,549	48%	55,341	50,163	-9%
农行	107,086	100,405	-6%	30,009	26,408	-12%	77,077	73,997	-4%
中行	64,591	62,470	-3%	26,135	27,074	4%	38,456	35,396	-8%
招行	8,850	9,686	9%	1,381	1,763	28%	7,469	7,923	6%
合计	334,254	318,000	-5%	85,231	86,111	1%	249,023	231,889	-7%

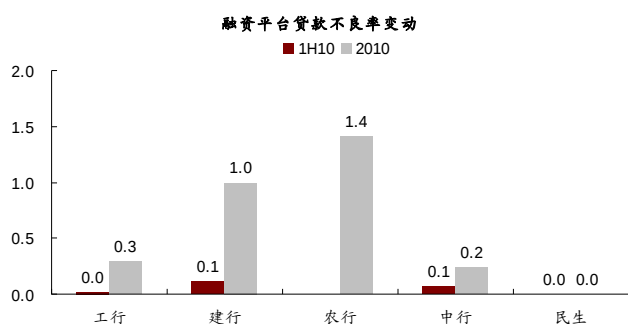
资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 20: 2010 年末融资平台贷款分类情况

	工行	建行	农行	中行	交行	民生	兴业	光大	华夏
余额 (亿元)									
平台贷款余额	6,496	5,410	3,900	3,800	1,774	1,972	1,100	1,169	457
全覆盖	4,371	3,517	2,730	3,040	1,011	1,882	792	935	324
基本覆盖		757			284		110		100
半覆盖	600	487				90	77	234	33
无覆盖	1,525	649					121		
占比 (%)									
平台贷款	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
全覆盖	67.3	65.0	70.0	80.0	57.0	95.4	72.0	80.0	70.9
基本覆盖		14.0			16.0		10.0		21.9
半覆盖	9.2	9.0	30.0	20.0	27.0	4.6	7.0	20.0	7.2
无覆盖	23.5	12.0					11.0		
占总贷款比例	9.6	9.5	7.9	6.7	7.9	18.6	12.9	15.0	8.7
不良贷款	19	54	55	9	4	0	0	6	0
拨备	195	119	112	73	30	n.a.	n.a.	45	n.a.
融资平台不良贷款率 (%)	0.3	1.0	1.4	0.2	0.2	0.0	0.0	0.5	0.0
地方政府平台拨备覆盖率 (%)	1,001	220	205	800	800	n.a.	n.a.	824	n.a.
地方政府平台拨备比 (%)	3.0	2.2	2.9	1.9	1.7	n.a.	n.a.	3.9	n.a.

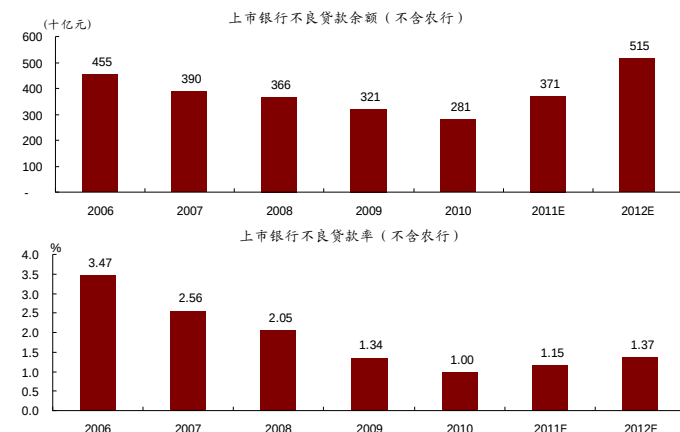
资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 21: 融资平台贷款不良贷款率



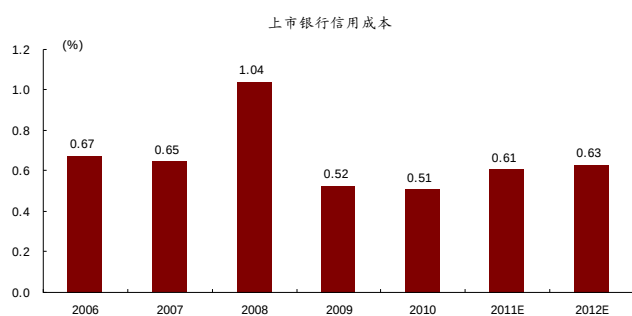
资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 22: 上市银行资产质量



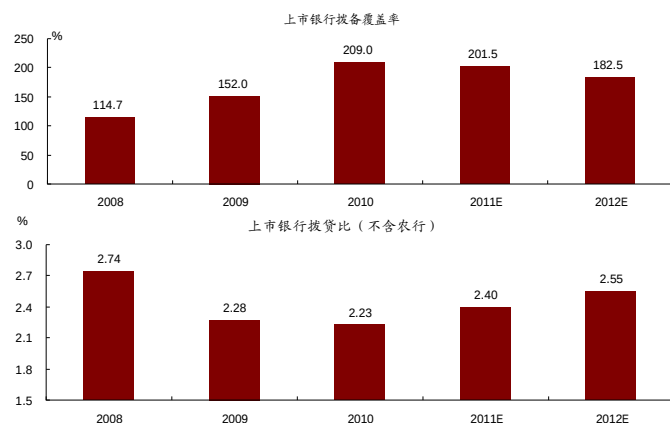
资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 23: 上市银行信用成本



资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 24: 上市银行拨备计提情况



资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

C、盈利增速。我们预计，上市银行一季报预计仍可实现 30% 的盈利高增长，全年盈利增速也在 25% 左右，季报超预期将推动市场盈利预测进一步上调。

- 我们预计上市银行一季度净利润总额 2,214 亿, 同比增长 30%, 其中招行 (53.4%)、浦发 (52.4%)、深发展 (51.3%)、民生 (48.5%)、华夏 (40.1%) 等影响增长较快, 主要是受净息差扩大的拉动。
- 我们预计的上市银行一季度净利润占市场一致预期全年净利润的 26.8%, 其中深发展、浦发、建行、光大、北京银行和农行一季度净利润占全年一致预期的比例高达 30.8%、28.3%、27.4%、27.2%、27.0% 和 27.0% (图表 2), 存在较大的盈利上调空间。
- 展望全年, 我们预计上市银行 2011 年净利润增速为 24%, 其中国有银行、股份制银行和城商行的盈利增速分别为 24%/27%/18%, 盈利增速较快的有华夏 (37.3%)、招行 (33.3%) 和农行 (32.7%)。

图表 25: 上市银行净利润增速预测

	2011E	2012E
净利润同比增速, %		
华夏	37.3	22.4
招行	33.3	19.6
农行	32.7	20.0
民生	30.7	19.1
浦发	30.0	20.1
北京	25.4	19.3
光大	25.1	21.6
南京	24.1	20.4
工行	23.6	18.5
建行	23.2	18.3
交行	22.9	18.3
兴业	20.4	21.4
宁波	19.6	19.1
深发展	19.1	18.1
中行	16.2	15.9
上市银行整体	24.3	18.7

资料来源: Wind、中金公司研究部

但是, 宏观紧缩政策仍将持续, 非对称加息的概率上升

短期通胀压力上升, 且挥之不去。通胀在 1-2 月份徘徊在 4.9%, 低于市场预期, 引发货币政策进入观察期的遐想, 从而构成了 3 月份银行股凌厉上涨的一大因素。但是随着食品价格在 3 月下旬显著上升, 通胀形势出现了明显变化。中金宏观组将 3 月份 CPI 的预测从此前的 5.0% 上调至 5.3%, 并且认为, 由于食品价格的增速存在一定惯性, 通胀压力短期内仍将继续存在。

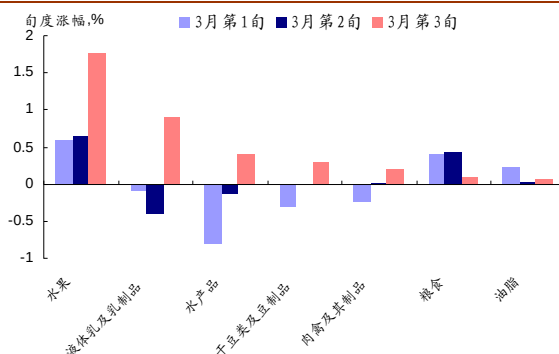
同时, 经济已出现放缓趋势。一些先行指标显示增长放缓态势将延续, 如季节调整后的 PMI 出现明显下滑, 前两个月新开工项目计划总投资同比下降 23.6%, 等等。中金宏观组将今年一季度和全年的 GDP 增速分别由 9.9

% 和 9.5% 下调至 9.6% 和 9.2%。

我们预计, 未来加息的概率大幅上升, 且非对称的可能性较大。通胀压力挥之不去使央行加息的概率大幅上升, 但是, 经济放缓使货币当局不得不考虑加息对实体经济的负面影响, 以及融资平台的还本付息压力, 因此, 非对称的可能性将逐步加大。考察上一轮加息周期, 前三次加息都对银行的净息差有正面作用。但从第四次加息开始, 非对称加息开始出现, 并且在之后的几次加息中居于主导地位。非对称加息一旦出现, 将对银行的净息差以及市场情绪带来负面影响。

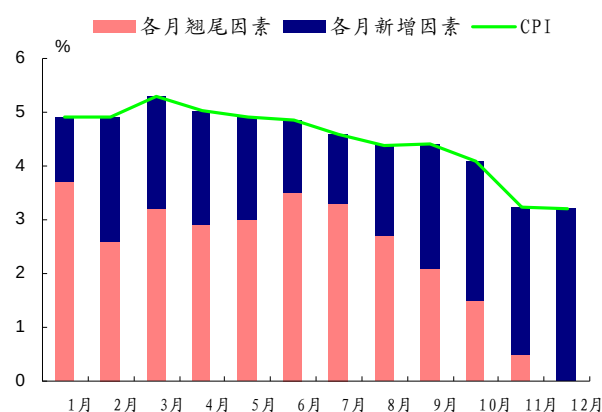
存款准备金率的调整仍有空间。二季度到期现金流压力仍然较大, 央行管理流动性的压力犹存。由于央票发行成本相对较高, 我们预计, 央行仍将提高存款准备金率来控制货币和信贷的增速。

图表 26: 3 月下旬食品价格超预期反弹



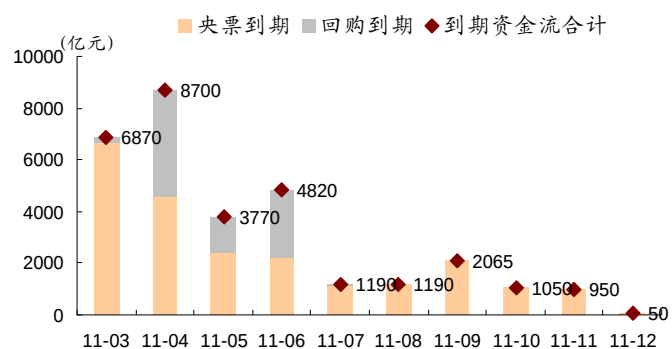
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 27: 中金宏观组 2011 年通胀预测



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 28:2011 年各月到期现金流



资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 29:上一轮加息周期的加息方式比较

	一年期 贷款	一年期 存款	活期存 款变动	一年期 贷款变 动	一年期 存款变 动	一年期 存贷款 利差	对NIM 的影响
2006-04	5.85	2.25	0	0.27	0	0.27	+++
2006-08	6.12	2.52	0	0.27	0.27	0.00	++
2007-03	6.39	2.79	0	0.27	0.27	0.00	++
2007-05	6.57	3.06	0	0.18	0.27	-0.09	-
2007-07	6.84	3.33	0.09	0.27	0.27	0.00	-
2007-08	7.02	3.6	0	0.18	0.27	-0.09	-
2007-09	7.29	3.87	0	0.27	0.27	0.00	++
2007-12	7.47	4.14	-0.09	0.18	0.27	-0.09	-
2010-10	5.56	2.5	0	0.25	0.25	0.00	++
2010-12	5.81	2.75	0	0.25	0.25	0.00	++
2011-02	6.06	3	0.04	0.25	0.25	0.00	+
2011-04	6.31	3.25	0.1	0.25	0.25	0.00	-

资料来源：WIND、中金公司研究

图表 30: 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)	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR		
A股																								
国有大银行																								
工商银行	4.63	349,019	262,225	1,616	2.16	1.75	1.91	2.08	2.18	1.21	1.20	1.32	1.43	1.50	19.5	20.2	22.1	23.0	23.4	23.6	18.5	21.0		
建设银行	5.17	250,011	9,594	1,293	2.41	1.91	2.00	2.18	2.26	1.31	1.24	1.32	1.44	1.50	20.8	20.8	21.4	22.0	22.4	23.2	18.3	20.7		
中国银行	3.43	279,147	195,525	957	2.03	1.60	1.60	1.80	1.86	1.02	1.09	1.14	1.14	1.17	14.5	16.5	18.0	17.8	18.4	16.2	15.9	16.1		
农业银行	2.90	324,794	15,342	942	1.69	1.44	1.68	1.86	1.94	0.84	0.82	0.99	1.14	1.21	-23.5	20.5	21.4	21.2	21.5	32.6	20.0	26.2		
交通银行	6.09	56,260	29,736	343	1.95	1.66	1.71	1.84	1.90	1.20	1.01	1.08	1.13	1.15	20.5	19.4	20.2	19.7	19.9	22.9	18.3	20.6		
中小股份制银行																								
招商银行	15.32	21,577	17,666	331	2.19	1.37	1.73	1.99	2.03	1.45	1.00	1.15	1.31	1.33	28.4	21.1	22.7	23.2	23.0	33.3	19.6	26.3		
民生银行	5.98	28,366	22,588	170	1.72	1.69	1.75	1.88	1.93	0.80	0.98	1.09	1.16	1.19	15.2	17.1	18.3	19.3	18.8	30.7	19.1	24.8		
浦发银行	14.99	14,349	11,479	215	1.73	1.42	1.57	1.66	1.68	1.13	0.90	1.01	1.04	1.06	35.8	24.1	20.0	18.5	18.8	30.0	20.1	25.0		
兴业银行	28.63	5,992	5,992	172	1.86	1.51	1.65	1.65	1.73	1.22	1.13	1.16	1.10	1.14	25.9	24.5	24.4	21.9	21.9	20.4	21.4	20.9		
华夏银行	13.76	4,991	3,784	69	1.35	1.04	1.30	1.36	1.39	0.46	0.48	0.64	0.72	0.74	15.2	13.0	18.2	16.6	14.8	37.3	22.4	29.7		
深发展	18.05	3,485	3,105	63	1.97	1.46	1.42	1.49	1.50	0.15	0.95	0.96	0.94	0.94	4.2	27.3	23.3	20.3	20.1	19.1	18.1	18.6		
光大银行	4.02	40,435	4,000	163	1.81	1.26	1.40	1.49	1.52	0.92	0.75	0.91	0.90	0.90	25.3	18.8	18.9	16.8	17.5	18.4	18.5	18.5		
城市商业银行																								
北京银行	12.29	6,228	6,228	77	2.25	1.65	1.55	1.55	1.55	1.40	1.19	1.07	1.04	1.01	17.9	15.8	17.0	16.4	15.5	25.4	19.3	22.3		
南京银行	11.43	2,969	2,969	34	2.65	1.85	1.86	1.82	1.90	1.73	1.28	1.25	1.25	1.27	13.7	13.1	14.3	13.7	14.6	24.1	20.4	22.3		
宁波银行	13.80	2,884	2,474	40	2.02	1.63	1.42	1.45	1.57	1.49	1.09	1.09	1.03	1.07	15.8	15.7	17.5	16.0	16.9	19.6	19.1	19.4		
H股																								
大型银行																								
工商银行	6.59	349,019	86,794	2,300	2.16	1.75	1.91	2.08	2.18	1.21	1.20	1.32	1.43	1.50	19.5	20.2	22.1	23.0	23.4	23.6	18.5	21.0		
建设银行	7.46	250,011	240,417	1,865	2.41	1.91	2.00	2.18	2.26	1.31	1.24	1.32	1.44	1.50	20.8	20.8	21.4	22.0	22.4	23.2	18.3	20.7		
中国银行	4.41	279,147	83,622	1,231	2.03	1.60	1.60	1.80	1.86	1.02	1.09	1.14	1.14	1.17	14.5	16.5	18.0	17.8	18.4	16.2	15.9	16.1		
农业银行	4.52	324,794	30,739	1,468	1.69	1.44	1.68	1.86	1.94	0.84	0.82	0.99	1.14	1.21	-23.5	20.5	21.4	21.2	21.5	32.6	20.0	26.2		
交通银行	8.43	56,260	26,524	474	1.95	1.66	1.71	1.84	1.90	1.20	1.01	1.08	1.13	1.15	20.5	19.4	20.2	20.2	19.9	22.9	18.3	20.6		
中小股份制银行																								
招商银行	21.20	21,577	3,910	457	2.19	1.37	1.73	1.99	2.03	1.45	1.00	1.15	1.31	1.33	28.4	21.1	22.7	23.2	23.0	33.3	19.6	26.3		
民生银行	7.50	26,715	4,127	200	1.72	1.69	1.75	1.88	1.93	0.80	0.98	1.09	1.16	1.19	15.2	17.1	18.3	19.3	18.8	30.7	19.1	24.8		
农村商业银行																								
重庆农商行	5.37	9,300	2,513	50	1.96	1.35	1.57	1.87	1.92	1.39	1.02	1.25	1.34	1.38	51.8	21.7	18.0	16.6	18.1	37.6	20.8	28.9		
	每股收益				每股净资产				市值/税前净利润				市盈率				市净率				股息收益率			
	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A	10E	11E	12E	08A	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	0.70	1.72	1.93	2.35	2.75	3.21	7.78	8.2	6.7	5.4	4.6	14.5	12.5	9.7	7.9	6.6	2.7	2.40	1.97	
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.66	0.79	1.86	2.22	2.79	3.24	3.76	7.08	7.4	6.3	5.1	4.4	14.0	12.1	9.6	7.8	6.6	2.8	2.33	1.86	
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.43	0.50	1.66	1.84	2.31	2.57	2.89	7.28	7.6	6.2	4.8	4.1	14.9	11.8	9.2	7.9	6.8	2.1	1.86	1.49	
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.39	0.47	0.89	1.06	1.67	2.00	2.32	9.06	8.3	5.8	4.6	3.9	18.1	14.5	10.0	7.5	6.2	3.3	2.74	1.74	
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.85	1.01	2.58	2.91	3.96	4.69	5.45	7.35	6.9	5.5	4.4	3.6	12.0	11.4	8.8	7.1	6.0	2.4	2.09	1.54	
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.59	1.90	3.70	4.30	6.21	7.54	9.04	10.47	13.3	8.5	6.3	5.3	15.8	18.1	12.8	9.6	8.0	4.1	3.56	2.47	
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.82	0.97	1.90	3.10	3.67	4.70	5.55	10.02	8.1	5.9	4.5	3.8	21.5	14.0	9.6	7.3	6.2	3.1	1.93	1.63	
浦发银行	0.87	0.92	1.34	1.74	2.09	2.91	4.75	6.59	10.17	12.00	11.16	10.4	7.2	5.4	4.5	17.2	16.3	11.2	8.6	7.2	5.2	3.16	1.74	
兴业银行	1.90	2.22	3.09	3.72	4.52	8.18	9.95	15.35	18.61	22.57	9.87	9.7	5.5	5.2	4.2	15.1	12.9	9.3	7.7	6.3	3.5	2.88	1.86	
华夏银行	0.45	0.55	0.87	1.20	1.47	4.00	4.41	5.18	9.27	10.56	10.56	11.5	7.7	6.0	5.0	30.7	25.1	15.7	11.5	9.4	3.4	3.12	2.66	
深发展	0.18	0.14	1.80	2.15	2.54	4.71	5.87	9.62	11.49	13.71	7.73	8.1	6.7	5.3	4.4	102.4	12.5		8.4	7.1	3.8	3.07	1.88	
光大银行	0.18	0.19	0.30	0.36	0.42	0.82	1.19	1.99	2.25	2.57	11.28	12.6	8.7	6.8	5.7	22.2	21.3	13.4	11.3	9.5	4.9	3.38	2.02	
城市商业银行																								
北京银行	0.74	0.77	0.93	1.17	1.39	4.62	5.14	5.82	8.42	9.57	8.81	9.8	7.8	7.0	5.8	16.6	16.0	13.2	10.5	8.8	2.7	2.39	2.11	
南京银行	0.49	0.52	0.75	0.94	1.13	3.80	4.05	6.38	7.21	8.19	15.26	15.2	10.2	8.4	6.8	23.3	22.0	15.2	12.2	10.1	3.0	2.82	1.79	
宁波银行	0.46	0.51	0.78	0.93	1.11	3.05	3.38	5.50	6.16	6.94	22.02	18.3	13.6	10.6	8.5	29.9	27.3	17.7	14.8	12.5	4.5	4.09	2.51	
A股大银行平均											7.71	7.7	6.1	4.9	4.1	14.7	12.5	9.5	7.6	6.5	2.6	2.28	1.72	
A股中小银行平均											10.12	10.8	7.3	5.7	4.7	30.7	17.4	12.1	9.3	7.8	3.80	2.97		
A股城商行平均											15.36	14.4	10.6	8.7	7.0	23.3	21.7	15.4	12.5	10.5	3.4	3.10		
A股银行平均											10.37	10.5	7.5	6.0	5.0	24.34	16.7	11.9	9.4	7.9	3.3	2.78		
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.70	1.72	1.93	2.35	2.75	3.21	9.75	10.3	8.1	6.3	5.3	18.2	15.6	11.8	9.1	7.7	3.4	3.00		
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.66	0.79	1.86	2.22	2.79	3.24	3.76	9.00	9.3	7.8	6.0	5.1	17.7	15.4	11.8	9.1	7.7	3.5	2.96		
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.43	0.50	1.66	1.84	2.31	2.57	2.89	8.24	8.7	6.8	5.0	4.3	16.8	13.4	10.1	8.2	7.1	2.3	2.10		
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.39	0.47	0.89	1.06	1.67	2.00	2.32	14.13	11.4	7.7	5.8	5.0	24.9	19.9	13.3	9.5	7.9	4.5	3.75		
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.85	1.01	2.58	2.91	3.96	4.69	5.45	8.95	8.4	6.5	4.9	4.1	14.6	13.9	10.4	8.0	6.8	2.9	2.55		
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.59	1.90	3.70	4.30	6.21	7.54	9.04	12.76	16.2	10.1	7.1	5.9	19.2	22.1	15.2	10.8	9.0	5.0	4.34		
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.82	0.97	1.90	3.10	3.67	4.70	5.55	11.06	9.0	6.4	4.6	3.9	23.7	15.5	10.3	7.5	6.3	3.5	2.13		
农村商业银行																								
重庆农商行	0.21	0.20	0.33	0.45	0.55	0.85	1.02	2.41	2.82	3.23	15.59	17.7	11.1	6.9	5.7	22.0	23.3	13.9	9.6	8.0	5.6	4.64		
H股银行平均											11.0	11.3	7.9	5.7	4.8	19.5	17.3	11.9	8.9	7.5	3.6	3.09		

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。

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。

截至报告发布日前十二个月中金公司为招行、民生、农行筑提供了投资银行服务。

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