



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

行业动态

证券研究报告

2011 年 5 月 3 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

蛰伏以致远

银行业 2011 年一季度报回顾

行业近况:

上市银行 2011 年 1 季度实现净利润 2279 亿元, 同比增长 33%, 基本符合预期。同比增速较快的是宁波(64%)、深发展(52%)和招行(49%), 增速较慢的则包括北京(20%)、交行(27%)、兴业(28%)和中行(28%)。从盈利质量上来看, 招行、深发展、民生、农行、华夏和建行较为扎实。

关注要点:

净息差分化, 净利息收入增速环比放缓。上市银行一季度净息差平均扩大 3bp, 但是各银行表现分化, 负债能力强或同业业务操作得当的银行环比扩大, 如深发展(20bp)、招行(13bp)、建行(8bp)、农行(7bp)和民生(调整后 7bp)。受净息差表现拖累, 上市银行净利息收入环比增速由去年四季度的 7.7%放缓至 3.5%, 主要反映了资金成本的压力: 1) 负利率环境下, 活期存款占比普遍下降, 其中浦发、南京、兴业等银行下降较快; 2) 受 1-2 月份较高的市场利率影响, 同业负债成本快速上升。

手续费收入表现亮丽, 环比增长 39%, 显著超越预期,其中华夏(145%)、北京(99%)、民生(61%)和南京(55%)增长较快。我们理解手续费超预期增长的主要原因是在脱媒环境下, 银行的表外业务发展迅速, 部分弥补了脱媒所带来的息差损失。若考察合计的净利息收入和手续费净收入, 一季度的增速为 9.4%, 略高于去年四季度。

资产质量继续改善, 不良贷款余额合计下降 3.8%,其中深发展(14%)、浦发(11%)和农行(9%)下降最为明显。总体而言, 信用成本保持在 0.48%的较高水平, 其中华夏、农行、民生等银行的拨备计提较为充分。此外, 建行、民生和交行披露的数据显示融资平台贷款的资产质量风险在进一步化解中。

资本充足率和核心资本充足率有所下降, 主要由于 1) 融资平台贷款加权风险权重系数提高; 2) 未使用的信用卡授信额度被纳入加权风险资产的计算口径; 3) 表外资产规模增速较快。资本充足率下降幅度较大的银行包括南京(1.37%)、宁波(0.98%)、招行(0.56%)、兴业(0.51%)和工行(0.50%)。我们认为大型银行今年不会进行大规模股权融资, 但会带来较为集中地补充附属资本。

发展趋势:

二季度净息差仍有望扩大, 但各银行走势将取决于同业策略和操作时点把握。我们认为净息差仍有望延续扩大趋势至少到三季度, 主要由于: 1) 一季度披露数据银行的日均余额存贷利差平均上升 16bp, 伴随着存贷款继续重定价, 以及新发放的议价能力较高的贷款逐渐替换存量的定价较低的贷款, 存贷利差仍将继续扩大; 2) 市场利率已经回落至正常水平; 3) 大部分银行的日均贷存比已经压缩至 75%以内, 吸储大战的高潮已过。

盈利预测调整:

小幅上调 2011/2012 年盈利预测 2.7%/4.7%, 调整后盈利增速分别为 27%/21%, 较市场一致预期高出 4%/6%, 其中招行/华夏/建行/民生的 2011 年盈利预测显著高于市场一致预期约 8.5%/7.3%/7.3%/7.1%。

估值与建议:

A 股银行和 H 股银行进入业绩发布期以来股价上涨 7.0%和 6.4%, 但这期间盈利预测分别上调了 11%和 10%, 估值水平并未上升。A 股银行目前交易在 2011 年 1.53 倍市净率和 8.8 倍市盈率, H 股银行股价目前交易在 2011 年 1.63 倍市净率和 8.7 倍市盈率。我们仍然看好全年银行股的绝对收益空间, 但短期内市场的关注点在 5-6 月期间将从确定的盈利增长更多转向不确定的宏观紧缩政策, 特别是这些紧缩政策对实体经济和资产质量的影响。**重申全年看好银行板块的观点, 以及“春华秋实, 夏天蛰伏”的投资节奏判断。**调整 A 股首选组合为民生、农行、深发展、招行和华夏, 并建议关注大银行在 6 月份派息期间的交易性机会; H 股银行首选组合调整为民生、建行和招行。

图表 1: 2011 年 1 季度上市银行业绩分析

	工行	建行	中行	农行	交行	招行	兴业	民生	浦发	华夏	深发展	北京	南京	宁波
人民币, 百万元														
净利息收入	85,376	71,630	53,536	70,529	23,735	17,357	9,785	13,404	13,620	6,628	5,104	4,153	1,451	1,480
净手续费收入	25,927	23,154	18,582	17,749	4,956	3,922	1,616	2,951	1,474	697	482	427	167	177
营业收入	113,405	96,630	83,560	89,556	30,347	22,323	11,653	16,672	15,196	7,398	5,815	4,653	1,671	1,691
营业费用 (包括 营业税)	35,346	30,597	33,142	33,130	10,034	8,721	4,437	6,638	6,502	3,653	2,514	1,236	584	756
拨备前利润	78,059	66,033	50,418	56,426	20,313	13,602	7,217	10,034	8,694	3,746	3,301	3,417	1,087	935
拨备	8,654	4,794	4,615	12,148	3,120	2,049	433	1,788	819	1,471	241	191	131	79
税前利润	69,998	61,250	45,893	44,471	17,193	11,645	6,805	8,214	7,879	2,275	3,069	3,228	956	999
净利润	53,836	47,185	33,439	34,073	13,280	8,810	5,226	6,264	6,074	1,708	2,402	2,521	789	815
2011年净利润-市 场预期	201,454	161,704	124,155	124,812	48,156	33,278	22,579	22,222	24,498	7,669	8,338	8,887	3,029	3,024
1季度净利润占市 场一致预期比例	26.7	29.2	26.9	27.3	27.6	26.5	23.1	28.2	24.8	22.3	28.8	28.4	26.0	26.9
同比增速(%)														
净利息收入	24.8	25.3	20.3	31.7	24.7	38.7	16.0	32.8	40.3	30.7	41.4	28.5	43.9	29.0
净手续费收入	42.0	37.3	18.7	63.5	42.9	62.3	64.0	43.3	72.8	84.4	51.7	90.9	75.9	21.4
营业收入	30.4	28.0	23.7	35.3	26.5	42.9	21.1	34.8	41.7	32.1	42.4	30.7	38.2	27.5
营业费用 (包括 营业税)	19.7	23.2	25.8	26.2	27.1	35.0	21.3	19.0	43.3	21.7	27.6	20.2	57.1	17.8
拨备前利润	35.9	30.4	22.4	40.6	26.2	48.5	20.9	47.9	40.5	44.2	56.1	35.0	29.8	36.6
拨备	121.0	-3.5	-21.7	40.9	19.4	31.6	-37.5	53.5	0.4	71.3	101.9	-227.1	9.3	27.7
税前利润	29.4	34.1	29.4	39.9	27.5	52.3	28.4	46.4	46.7	30.7	53.7	20.4	33.3	60.6
净利润	29.0	34.2	28.0	36.4	27.1	49.1	28.1	46.3	48.0	30.7	52.2	20.5	34.2	63.6
驱动因素(%)														
生息资产同比增 速	14.5	11.1	15.5	15.4	16.4	17.3	27.3	36.7	36.9	25.5	29.0	29.8	38.7	49.1
净息差 (期初期 末平均)	2.50	2.62	2.04	2.88	2.38	3.02	2.11	2.85	2.46	2.47	2.73	2.27	2.54	2.26
成本收入比 (含营 业税)	31.2	31.7	39.7	37.0	33.1	39.1	38.1	39.8	42.8	49.4	43.2	26.6	34.9	44.7
信用成本	0.23	0.33	0.19	1.04	0.54	0.61	0.20	0.67	0.28	1.09	0.23	0.22	0.60	0.30

资料来源: Wind, 上交所, 中金公司研究部;

图表2：盈利预测调整

2011									
拨备前利润			拨备			净利润			
(百万元)	原预测	现预测	调整 (%)	原预测	现预测	调整 (%)	原预测	现预测	调整 (%)
工商银行	298,059	302,701	1.6 %	33,766	36,151	7.1 %	205,158	206,896	0.8 %
建设银行	251,191	259,005	3.1 %	35,181	33,466	-4.9 %	166,141	173,479	4.4 %
农业银行	205,206	217,417	6.0 %	44,620	50,368	12.9 %	125,884	130,535	3.7 %
中国银行	200,377	200,377	0.0 %	36,585	36,585	0.0 %	121,311	121,311	0.0 %
交通银行	78,705	76,269	-3.1 %	17,313	14,272	-17.6 %	48,141	48,616	1.0 %
招商银行	52,224	54,281	3.9 %	7,611	7,393	-2.9 %	34,352	36,104	5.1 %
民生银行	37,306	38,268	2.6 %	7,274	7,364	1.2 %	23,125	23,796	2.9 %
华夏银行	15,582	15,797	1.4 %	4,595	4,811	4.7 %	8,225	8,225	0.0 %
浦发银行	39,537	39,650	0.3 %	6,666	5,887	-11.7 %	24,937	25,660	2.9 %
深发展	11,766	13,038	10.8 %	2,173	2,521	16.0 %	7,482	8,203	9.6 %
兴业银行	33,277	30,575	-8.1 %	4,326	2,569	-40.6 %	22,292	21,565	-3.3 %
北京银行	12,749	12,313	-3.4 %	1,797	1,576	-12.3 %	8,536	8,369	-2.0 %
南京银行	4,054	4,476	10.4 %	665	701	5.4 %	2,778	3,095	11.4 %
宁波银行	3,763	4,074	8.3 %	662	598	-9.7 %	2,682	2,892	7.8 %
上市银行合计	1,308,688	1,340,018	2.4 %	214,350	215,649	0.6 %	841,641	864,347	2.7 %

2012									
拨备前利润			拨备			净利润			
(百万元)	原预测	现预测	调整 (%)	原预测	现预测	调整 (%)	原预测	现预测	调整 (%)
工商银行	353,422	363,172	2.8 %	205,158	206,896	0.8 %	243,130	249,698	2.7 %
建设银行	296,543	313,127	5.6 %	166,141	173,479	4.4 %	196,647	211,908	7.8 %
农业银行	242,051	255,254	5.5 %	125,884	130,535	3.7 %	151,046	160,333	6.1 %
中国银行	234,222	234,222	0.0 %	121,311	121,311	0.0 %	140,647	140,647	0.0 %
交通银行	93,915	91,145	-2.9 %	48,141	48,616	1.0 %	56,956	58,130	2.1 %
招商银行	62,790	65,903	5.0 %	34,352	36,104	5.1 %	41,097	44,053	7.2 %
民生银行	44,709	47,807	6.9 %	23,125	23,796	2.9 %	27,544	29,957	8.8 %
华夏银行	18,882	19,951	5.7 %	8,225	8,225	0.0 %	10,072	10,358	2.8 %
浦发银行	47,360	48,229	1.8 %	24,937	25,660	2.9 %	29,954	30,891	3.1 %
深发展	14,138	15,556	10.0 %	7,482	8,203	9.6 %	8,836	9,772	10.6 %
兴业银行	41,138	38,281	-6.9 %	22,292	21,565	-3.3 %	27,071	25,594	-5.5 %
北京银行	15,615	15,358	-1.6 %	8,536	8,369	-2.0 %	10,183	10,158	-0.2 %
南京银行	4,984	5,506	10.5 %	2,778	3,095	11.4 %	3,346	3,768	12.6 %
宁波银行	4,688	5,070	8.2 %	2,682	2,892	7.8 %	3,195	3,408	6.7 %
上市银行合计	1,552,238	1,606,926	3.5 %	841,641	864,347	2.7 %	998,001	1,044,798	4.7 %

资料来源：公司数据、中金公司研究部

5-6 月份银行股将进入蛰伏期

在 4 月 14 日发布的题为《春华秋实——银行业 2011 年二季度投资策略》的报告中，我们认为银行股在 5、6 月的上涨动力将减弱，并判断下一个银行股表现的时间窗口将是三季度。目前，我们仍然维持银行板块“春华秋实，夏天蛰伏”的观点，并强调对银行股“全年不悲观，二季度不乐观”的判断：

- ▶ **全年不悲观。**就全年而言，尽管对银行股的长期担忧依然存在，使得估值修复的空间不大，但我们预计，上市银行 2011 年仍将录得 25-30% 的强劲盈利增长。因此，即使估值维持目前的水平，银行股全年仍能实现 25-30% 左右的涨幅；对比年初至今 10% 左右的涨幅，我们认为，全年剩余时间银行股仍有 15-20% 左右的上涨空间。
- ▶ **二季度不乐观。**2011 年银行股的表现将围绕“确定的盈利增长”和“不确定的紧缩政策”两条主线展开。3 月份以来的上涨主要受超预期的盈利推动，而伴随着一季报披露结束，盈利增长主线将逐步弱化。同时，通胀压力居高不下使货币政策短期内难以放松，加息次数和加息方式均有可能超出预期，市场的关注点在 5-6 月期间将从盈利更多转向宏观紧缩政策，银行股上涨的动力有所减弱，预计将经历震荡的行情。
- ▶ **秋实仍可期。**我们判断银行中报业绩依然强劲，以及紧缩政策的高峰期结束将令银行股在 8 月份再次迎来良好的时间窗口。

在不看好二季度银行板块绝对收益的情况下，我们的选股思路为：1) 一季报盈利质量高，后续释放业绩空间大；2) 负债能力强或资产议价能力强，受负面加息政策影响小；3) 绝对估值低或前期市场关注度较低。

因此，我们调整了部分银行的评级和首选股组合：

- ▶ **下调兴业银行评级至“审慎推荐”**，主要由于息差走势较弱，且拨备计提压力较大，全年盈利增长落后同业的概率较高。
- ▶ **下调北京银行评级至“审慎推荐”**，主要由于资金成本、经营费用和信用成本的压力均逐步显现，盈利增长压力较大。我们认为，在从城商行向“类股份制银行”迈进的过程中，北京银行将经历 1-2 年的阵痛期。
- ▶ **重申深发展“推荐”评级，并调入 A 股银行首选组合。**主要由于一季报亮丽，未来释放业绩动力较强，且 6 月末有望完成与平安银行的整合。
- ▶ **维持农业银行 H 股评级为“推荐”，但调出 H 股首选组合；维持农行 A 股评级为“推荐”，并继续调入 A 股首选组合。**主要原因是农行 H 股股价表现突出，估值水平已经达到 1.87x 2011PB，与工行和建

行的估值基本一致，而从长期竞争力比较来看，农行应当较工行、建行略有折扣。农行 A 股目前估值仅为 1.47x 2011PB 或 7.6x 2011PE，相比强劲的基本面表现，农行 A 股显著低估。

- ▶ **上调建行 H 股评级至“推荐”，并纳入 H 股首选组合。**主要由于一季报盈利结构较好，净息差趋势较好，资产质量稳健，资本充足率较高，且目前估值已经低于农行 H 股。

调整后，A 股银行首选组合为民生、农行、深发展、招行和华夏；H 股银行首选组合为民生、建行和招行。

图表 3：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
民生	+19.4	+22.5	7.6	1.31
深发展	+13.5	+15.3	7.7	1.56
农行	+12.2	+9.7	7.6	1.47
招行	+10.4	+12.9	9.1	1.92
兴业	+10.3	+21.4	7.7	1.54
浦发	+10.3	+15.3	8.0	1.40
华夏	+7.9	+14.9	10.4	1.36
建行	+7.4	+13.5	7.8	1.61
A 股银行指数	+7.0	+8.9		
工行	+6.8	+7.5	7.8	1.7
交行	+6.6	+8.6	7.0	1.3
中行	+3.7	+4.3	7.8	1.3
北京	+2.4	+5.4	10.3	1.4
宁波	+1.0	+4.2	12.6	2.0
南京	+0.5	+6.4	10.3	1.5

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 4：中金 H 股推荐组合显著跑赢银行指数

H 股银行近期股价表现 (%)				
	3 月至今	年初至今	2011 PE	2011 PB
农行	+17.7	+17.7	+9.6	+1.9
民生	+9.2	+12.0	+7.4	+1.3
交行	+8.3	+5.1	+7.8	+1.4
工行	+8.2	+13.5	+9.1	+1.9
建行	+6.7	+5.3	+9.0	+1.8
H 股银行指数	+6.4	+6.6		
招行	+4.7	+1.9	+10.2	+2.2
中行	+4.1	+4.6	+8.0	+1.4
重庆农商行	-13.5	+3.1	+9.6	+1.5

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

资料来源: WIND、中金公司研究部; 派息率以 4 月 29 日收盘价计算

上市银行一季度净利润同比增长 33%，符合预期

上市银行 2011 年 1 季度实现净利润 2279 亿元，同比增长 33%，基本符合预期。同比增速较快的是宁波(64%)、深发展(52%)和招行(49%)，增速较慢的则包括北京(20%)、交行(27%)、兴业(28%)和中行(28%)。从盈利质量上来看，招行、深发展、民生、农行、华夏和建行较为扎实。

展望未来，我们判断净息差仍有望小幅攀升，脱媒化将推动非息收入超预期增长，同时资产质量将保持稳定。将近期四次加息、全年累计上调存款准备金六次合计 3 个百分点（此前模型考虑四次上调）、拨贷比在 2012 年逐步达到 2.5% 等因素纳入模型后，我们小幅上调 2011/2012 年盈利预测 2.7%/4.7%，调整后盈利增速分别为 27%/21%，较市场一致预期高出 4%/6%，其中招行/华夏/建行/民生的 2011 年盈利预测显著高于市场一致预期约 8.5%/7.3%/7.3%/7.1%。

图表 6: 2011/2012 年上市银行净利润增速比较

	2011E	2012E
净利润同比增速, %		
工行	24.6	20.7
建行	28.6	22.1
农行	37.6	22.8
中行	18.7	18.6
交行	24.1	19.6
招行	40.1	22.0
浦发	33.8	20.4
民生	34.5	25.9
兴业	16.4	18.7
华夏	37.3	25.9
深发展	30.5	19.1
北京	23.0	21.4
宁波	24.6	17.9
南京	33.5	21.7
上市银行整体	27.5	21.1

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 7: 中金银行 2011/2012 盈利预测较市场高 4%/6%

	中金预测		市场预测		中金预测 VS 市场预测, %	
(百万元)	2011	2012	2011	2012	2011	2012
工商银行	206,896	249,698	201,454	238,080	2.7	4.9
建设银行	173,479	211,908	161,704	191,450	7.3	10.7
中国银行	123,988	147,063	124,155	145,766	-0.1	0.9
农业银行	130,535	160,333	124,812	147,386	4.6	8.8
交通银行	48,486	58,000	48,156	57,043	0.7	1.7
招商银行	36,104	44,053	33,278	40,404	8.5	9.0
民生银行	23,796	29,957	22,222	26,908	7.1	11.3
浦发银行	25,660	30,891	24,498	30,084	4.7	2.7
兴业银行	21,565	25,594	22,579	27,298	-4.5	-6.2
华夏银行	8,225	10,358	7,669	9,077	7.3	14.1
深发展	8,203	9,772	8,338	10,077	-1.6	-3.0
北京银行	8,369	10,158	8,887	10,919	-5.8	-7.0
南京银行	3,095	3,768	3,029	3,621	2.2	4.1
宁波银行	2,892	3,408	3,024	3,668	-4.4	-7.1
合计	865,406	1,048,160	834,418	991,314	3.7	5.7

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

规模增速放缓，信贷资源更多投向中小企业贷款

上市银行一季度贷款投放 1.51 万亿，较年初增长 4.5%，符合监管机构季度均衡投放的要求。同时，存款较年初增长 2.55 万亿或 5.1%，令贷存比较 2010 年末的 65.9% 进一步回落至 65.6%。

在货币政策的日益紧缩的情况下，各银行纷纷将稀缺的贷款资源更多地投向中小企业贷款，比如民生/招行一季度新发放贷款中有 59%/62% 投向商贷通/中小企业贷款，同时进一步压缩贴现。

此外，部分银行延续了 2 季度的资产配置策略，在贷款额度控制的环境下大力发展非信贷业务，令总资产环比增速达到 6.1%，显著高于贷款增速。

图表 8: 上市银行贷款、存款和总资产环比增速

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
总贷款环比增速, %					
工行	5.8	4.8	3.4	3.3	4.0
建行	5.1	5.6	2.8	3.0	4.3
农行	7.6	3.9	3.3	3.7	5.3
中行	8.2	1.5	3.0	1.9	5.2
交行	8.7	3.5	5.0	2.9	4.8
招行	7.2	4.6	3.8	3.6	5.2
浦发	6.6	6.1	2.7	6.2	3.6
民生	6.1	2.0	3.9	6.6	2.9
兴业	6.7	5.9	4.2	3.5	4.5
华夏	7.1	6.1	4.4	3.4	4.3
深发展	3.5	0.4	6.6	2.3	3.7
北京	7.1	5.9	4.1	4.2	6.2
宁波	6.9	6.9	3.6	4.8	5.7
南京	6.6	6.7	4.5	5.2	7.5
合计	6.7	4.1	3.3	3.4	4.5

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
总存款环比增速, %					
工行	5.7	4.8	4.2	-1.2	5.6
建行	5.6	1.7	4.4	1.2	4.2
农行	8.0	3.1	3.8	2.6	5.4
中行	10.0	-0.9	3.0	0.6	6.3
交行	8.1	5.4	3.9	2.1	5.9
招行	2.1	6.8	7.0	1.2	7.1
浦发	0.9	10.5	6.2	6.8	2.1
民生	-0.4	17.4	4.1	3.2	4.9
兴业	3.8	8.2	7.0	4.7	2.8
华夏	7.5	7.5	5.6	8.2	2.2
深发展	2.9	8.2	6.1	4.9	3.5
北京	6.4	6.1	2.9	7.3	1.1
宁波	5.0	10.4	7.9	5.3	5.5
南京	7.7	15.1	7.5	2.6	9.4
合计	6.5	4.0	4.1	1.5	5.1

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
总资产环比增速, %					
工行	6.5	3.2	3.5	0.3	6.9
建行	5.2	1.1	3.4	2.2	4.6
农行	6.9	2.1	4.3	2.2	6.0
中行	11.0	-0.3	4.3	3.5	7.5
交行	6.8	5.0	2.5	3.9	4.5
招行	6.4	3.8	3.4	1.8	7.6
浦发	2.4	7.2	10.9	10.9	3.6
民生	4.1	9.8	8.2	3.4	12.0
兴业	12.2	14.8	5.6	2.2	3.6
华夏	5.4	5.6	7.3	2.9	7.9
深发展	5.5	0.7	8.1	7.8	11.0
北京	6.0	14.2	6.9	6.3	0.1
宁波	11.7	15.0	12.0	12.0	3.1
南京	16.1	12.9	1.2	11.5	8.8
合计	6.8	3.2	4.2	2.7	6.1

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

净息差分化, 净利息收入增长放缓

上市银行一季度净息差平均扩大 3bp, 但是各银行表现分化, 负债能力强或同业业务操作得当的银行环比扩大, 如深发展(20bp)、招行(13bp)、建行(8bp)、农行(7bp)、和民生(调整后 7bp)。

受净息差表现拖累, 上市银行净利息收入环比增速由去年四季度的 7.7% 放缓至 3.5%, 主要反映了资金成本的压力: 1) 负利率环境下, 活期存款占比普遍下降, 其中浦发、南京、兴业等银行下降较快; 2) 受 1-2 月份较高的市场利率影响, 同业负债成本快速上升。

二季度净息差仍有望扩大, 但各银行走势将取决于同业策略和操作时点把握。尽管一季度净息差表现稍弱, 但是我们认为净息差仍有望延续扩大趋势至少到三季度, 主要由于: 1) 一季度披露数据银行的存贷利差上升 15-18bps, 伴随着存贷款继续重定价, 以及新发放的议

价能力较高的贷款逐渐替换存量的定价较低的贷款, 存贷利差仍将继续扩大; 2) 市场利率已经回落至正常水平; 3) 大部分银行的日均贷存比已经压缩至 75% 以内, 吸储大战的高潮已过。

图表 9: 上市银行净息差走势

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ, bp
期初期末余额净息差, %						
工行	2.29	2.39	2.40	2.47	2.50	3
建行*	2.39	2.43	2.53	2.61	2.69	8
农行*	2.42	2.52	2.55	2.72	2.79	7
中行*	2.04	2.03	2.05	2.13	2.11	-2
交行*	2.41	2.46	2.46	2.51	2.51	0
招行*	2.49	2.63	2.63	2.85	2.98	13
浦发	2.38	2.50	2.57	2.48	2.46	-2
民生(调整后)	2.83	2.91	2.87	2.94	3.01	7
兴业	2.41	2.30	2.25	2.34	2.11	-23
华夏	2.34	2.42	2.37	2.49	2.47	-2
深发展*	2.42	2.50	2.55	2.48	2.68	20
北京	2.36	2.31	2.21	2.29	2.27	-2
宁波	2.71	2.56	2.41	2.35	2.26	-9
南京	2.53	2.47	2.53	2.50	2.54	4
平均	2.43	2.47	2.45	2.51	2.54	3

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部; *日均余额净息差

图表 10: 上市银行净利息收入环比增速

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
净利息收入环比增速, %					
工行	1.2	9.5	4.6	4.8	4.0
建行	1.6	6.0	6.2	7.7	3.3
农行	-0.4	8.6	7.1	9.3	3.5
中行	2.9	6.4	3.3	8.6	0.7
交行	-2.4	9.6	3.5	8.8	1.0
招行	10.2	10.5	5.0	11.6	7.1
民生	5.7	9.7	7.1	8.4	4.3
华夏	10.2	9.4	4.1	10.2	4.1
浦发	1.6	9.8	12.6	7.0	6.1
兴业	6.5	8.6	7.4	7.7	-7.7
深发展	5.4	5.2	6.6	7.9	16.8
北京	7.6	8.1	5.5	10.3	2.2
宁波	7.4	6.8	6.7	9.4	3.4
南京	7.9	11.8	5.9	8.4	12.2
合计	2.1	8.3	5.6	7.7	3.5

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 11: 上市银行存贷利差变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ
日均余额存贷利差						
交行	3.64	3.75	3.62	3.80	3.96	0.16
兴业	3.92	3.83	3.89	3.93	4.08	0.15
深发展	3.77	3.84	3.71	3.86	4.04	0.18
平均	3.78	3.81	3.74	3.86	4.03	0.16

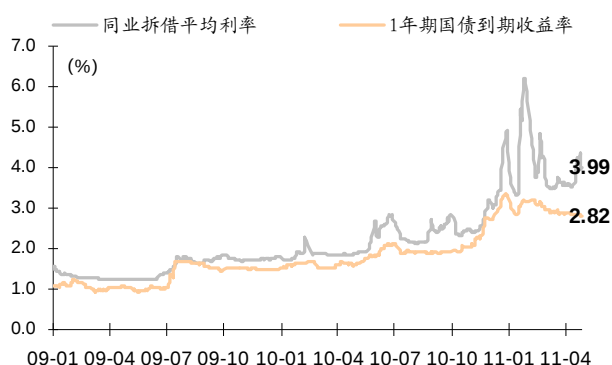
资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 12: 上市银行活期存款占比变动

	1H10	2010	1Q11	QoQ
活期存款占比				
工行	50.8%	52.0%	51.8%	-0.2%
建行	54.9%	56.6%	54.2%	-2.4%
农行	55.7%	57.7%	56.5%	-1.3%
交行	49.3%	50.6%	50.2%	-0.3%
招行	56.2%	56.9%	56.7%	-0.2%
浦发	44.0%	43.1%	38.7%	-4.4%
兴业	47.0%	48.8%	45.6%	-3.2%
宁波	57.6%	59.2%	57.1%	-2.1%
南京	48.3%	46.9%	42.8%	-4.1%
平均	51.6%	52.4%	50.4%	-2.0%

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 13: 市场利率变动



资料来源：Wind、中金公司研究部

手续费收入强劲增长

手续费收入亮丽，环比增长 39%，显著超越预期。净手续费收入增长环比增长较快的银行包括华夏（145%）、北京（99%）、民生（61%）、南京（55%）、农行（47%）、工行（42%）和中行（41%）。

我们理解，手续费超预期增长的主要原因是脱媒环境下，银行的表外业务发展迅速，部分弥补了脱媒所带来的息差损失。如果将净利息收入和手续费净收入合计，上市银行一季度的增速为 9.4%，与 2010 年四季度的增速基本一致。

图表 14: 上市银行手续费净收入增速

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
净手续费收入环比增速,%					
工行	37.1	2.1	-5.1	3.4	41.9
建行	37.2	-0.5	-10.4	16.0	32.7
农行	8.1	6.9	-0.2	4.5	46.7
中行	35.5	-19.2	3.1	0.8	41.4
交行	13.5	5.4	-3.2	7.7	29.9
招行	33.1	21.3	-4.5	13.9	23.1
民生	64.2	19.0	-20.5	-5.9	61.0
华夏	40.8	11.9	-15.4	-20.4	144.7
浦发	33.8	14.0	0.3	27.9	18.2
兴业	41.3	16.5	12.7	6.4	17.5
深发展	-20.4	36.1	-7.5	8.9	10.6
北京	33.4	11.8	10.3	-22.3	99.2
宁波	10.1	-21.0	-12.2	26.5	38.5
南京	17.5	48.4	-7.6	-17.3	55.1
平均	21.8	-0.3	-3.9	5.9	39.3

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 15: 上市银行手续费净收入 + 净利息收入环比增速

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
净利息收入+净手续费收入环比增速,%					
工行	7.1	7.9	2.7	4.5	10.9
建行	7.9	4.5	2.6	9.3	9.2
农行	0.9	8.3	5.9	8.6	10.0
中行	9.7	(0.3)	3.3	7.0	8.8
交行	-0.2	9.0	2.5	8.6	5.1
招行	13.3	12.3	3.4	12.0	9.7
民生	12.5	11.3	2.1	6.4	11.4
华夏	11.9	9.6	2.7	8.5	10.1
浦发	3.6	10.1	11.6	8.5	7.2
兴业	9.4	9.5	8.0	7.5	(4.8)
深发展	2.7	7.7	5.2	8.0	16.3
北京	9.0	8.4	5.9	8.0	7.0
宁波	7.7	3.7	5.1	10.7	6.3
南京	8.6	14.9	4.4	5.9	15.5
平均	5.4	6.6	3.9	7.4	9.4

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

费用控制良好，成本收入比持续下降

受益于营业收入的大幅增长，成本收入比持续下降，上市银行整体下降 1.5 个百分点，其中下降幅度较大的有民生（6.0ppt）、深发展（5.7ppt）和华夏（4.5ppt）。

图表 16: 上市银行成本收入比变动

	1Q10	1Q11	YoY
成本收入比 (不含营业税) %			
工行	27.9	25.4	-2.5
建行	27.3	26.0	-1.3
农行	33.8	31.5	-2.3
中行	33.9	35.9	2.0
交行	26.5	26.6	0.1
招行	35.5	33.1	-2.5
浦发	35.2	35.7	0.5
民生	38.2	32.3	-6.0
兴业	31.5	30.6	-0.9
华夏	47.0	42.5	-4.5
深发展	41.3	35.6	-5.7
北京	22.6	19.8	-2.8
宁波	41.0	38.0	-3.0
南京	25.2	29.0	3.8
平均	33.4	31.9	-1.5

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

资产质量继续改善, 不良持续双降

资产质量继续改善, 不良贷款余额合计下降 3.8%, 其中深发展 (14%)、浦发 (11%) 和农行 (9%) 下降最为明显。

总体而言, 拨备计提仍然较为审慎, 信用成本保持在 48bp 的较高水平, 拨贷比上升 2bp 至 2.11%, 其中华夏、农行、民生等银行的拨备计提较为充分。

部分银行披露的数据显示融资平台贷款的资产质量风险在进一步化解中:

- **建行融资平台贷款余额迅速下降:** 1 季度末融资平台贷款余额较上年末减少 2840 亿至 2570 亿。其中 10% 为清收处置, 多数是根据原合同确定的正常收回, 90% 根据相关规定划转为正常类公司贷款。而半覆盖/基本覆盖/无覆盖类贷款也较上年末大幅下降了 50% 左右。
- **民生银行融资平台贷款风险敞口较小:** 融资平台贷款占比为 16.5%, 但其中的 61% 可以转为正常类公司贷款, 并且民生银行融资平台贷款分类情况较好, 其中的 85% 为现金流全覆盖。
- **交通银行融资平台贷款继续改善:** 一季度末融资平台贷款余额为 1517 亿, 较年初下降 257 亿。融资平台贷款余额中, 全覆盖和基本覆盖占比为 87%, 半覆盖和无覆盖余额已经从年初的 493 亿降至 200 亿, 提前完成半年下降 50% 的目标, 全年下降 75% 的目标亦可如期完成。

图表 17: 上市银行不良余额变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ
不良贷款余额, 百万元						
工行	81,609	80,073	75,731	73,241	70,774	-3.4%
建行	68,528	65,168	62,607	64,712	64,555	-0.2%
农行	109,543	107,086	99,438	100,405	91,698	-8.7%
中行	70,337	66,192	62,711	63,876	62,752	-1.8%
交行	25,396	25,333	26,584	24,988	24,707	-1.1%
招行	9,376	8,850	8,824	9,686	9,260	-4.4%
浦发	6,983	6,465	6,490	5,880	5,236	-10.9%
民生	7,455	7,512	7,397	7,339	7,136	-2.8%
兴业	3,946	3,890	3,984	3,616	3,547	-1.9%
深发展	2,330	2,292	2,262	2,367	2,045	-13.6%
北京	2,389	2,371	2,333	2,321	2,345	1.0%
宁波	618	578	635	704	722	2.6%
南京	812	805	780	810	816	0.7%
合计	398,700	393,190	375,906	374,307	359,924	-3.8%

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 18: 上市银行不良率变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ, bp
不良贷款率, %						
工行	1.35	1.26	1.15	1.08	1.00	-8
建行	1.35	1.22	1.14	1.14	1.09	-5
农行	2.46	2.32	2.08	2.03	1.76	-27
中行	1.32	1.23	1.13	1.13	1.04	-9
交行	1.27	1.22	1.22	1.12	1.05	-6
招行	0.74	0.67	0.64	0.68	0.61	-6
浦发	0.71	0.62	0.60	0.51	0.44	-7
民生	0.80	0.79	0.75	0.69	0.66	-4
兴业	0.53	0.49	0.48	0.42	0.40	-3
深发展	n.a.	0.95	0.87	0.75	0.70	-5
北京	0.82	0.76	0.72	0.69	0.66	-4
宁波	0.71	0.62	0.65	0.69	0.67	-2
南京	1.14	1.05	0.98	0.97	0.91	-6
平均	1.08	1.00	0.94	0.89	0.82	-7

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 19: 上市银行信用成本变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ, bp
信用成本						
工行	0.27	0.37	0.51	0.59	0.51	(8)
建行	0.42	0.38	0.21	0.91	0.35	(55)
农行	0.80	0.98	1.10	0.89	0.96	6
中行	0.54	0.34	0.16	0.14	0.35	21
交行	0.54	0.52	0.86	0.44	0.54	11
招行	0.51	0.26	0.17	0.72	0.56	(16)
民生	0.51	0.46	0.81	0.49	0.67	17
华夏	0.77	0.82	0.97	0.90	1.09	19
浦发	0.34	0.27	0.21	0.90	0.28	(62)
兴业	0.38	0.34	0.32	0.17	0.20	3
深发展	0.13	0.40	0.32	0.68	0.23	(45)
北京	(0.21)	0.21	0.17	1.26	0.22	(104)
宁波	0.29	0.30	0.26	0.70	0.30	(40)
南京	0.69	0.65	0.58	0.81	0.60	(20)
平均	0.43	0.43	0.46	0.68	0.48	(20)

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 20: 上市银行拨贷比变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ,bp
拨贷比,%						
工行	2.42	2.39	2.42	2.46	2.47	1
建行	2.60	2.49	2.43	2.52	2.50	-2
农行	3.03	3.15	3.32	3.40	3.47	7
交行	1.97	1.97	2.05	2.08	2.09	1
招行(本行)	2.09	2.07	2.04	2.14	2.16	2
浦发	1.93	1.86	1.85	1.95	1.91	-4
民生	1.74	1.80	1.93	1.88	1.97	-9
兴业	1.38	1.37	1.39	1.38	1.36	-2
华夏	2.52	2.49	2.49	2.48	2.64	16
深发展	1.17	1.37	1.44	1.58	1.61	3
北京	2.01	1.95	1.91	2.13	2.05	-8
宁波	1.32	1.27	1.29	1.36	1.36	0
南京	2.13	2.15	2.18	2.27	2.25	-2
平均	1.98	2.00	2.03	2.09	2.11	2

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 21: 2010 年末上市银行融资平台贷款汇总

	工行	建行	农行	中行	交行	民生	兴业	华夏	深发展
2010年末余额(亿元)									
平台贷款余额	6496	5,410	3,900	3,800	1,774	1,972	1,100	457	230
全额拨备	4,371	3,517	2,730	3,040	1,011	1,882	792	324	
基本拨备	757	757		284			110	100	197
专项拨备	600	487					77		
无拨备	1,525	649	1,170	760	479	90	121	33	33
占比(%)									
平台贷款	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
全额拨备	67.3	65.0		80.0	57.0	95.4	72.0	70.9	
基本拨备		14.0	70.0		16.0		10.0	21.9	85.7
专项拨备	9.2	9.0	30.0	20.0	27.0	4.6	7.0		
无拨备	23.5	12.0					11.0		14.3
占总贷款比例	9.6	9.5	7.9	6.7	7.9	18.6	12.9	8.7	
不良贷款	19	54	55	9	4	0	0	0	0
拨备	195	119	112	73	30	n.a.	n.a.	n.a.	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	0.0	0.0
地方政府平台拨备覆盖率(%)	1,001	220	205	800	800	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
地方政府平台拨贷比(%)	3.0	2.2	2.9	1.9	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

资本充足率明显下降, 将带来较为集中的附属资本补充

一季度上市银行的资本充足率出现 19bps-137bps 的下降, 核心资本充足率也出现了 13bps-131bps 的下降, 主要由于 1) 融资平台贷款加权风险权重系数提高; 2) 未使用的信用卡授信额度被纳入加权风险资产的计算口径; 3) 表外资产规模增速较快。资本充足率下降幅度较大的银行包括南京(1.37%)、宁波(0.98%)、招行(0.56%)、兴业(0.51%)和工行(0.50%)。我们认为大型银行今年不会进行大规模股权融资, 但会带来较为集中地补充附属资本。

图表 22: 上市银行资本充足率变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ
资本充足率						
工行	11.98%	11.34%	11.57%	12.27%	11.77%	-0.50%
建行	11.44%	11.68%	11.64%	12.68%	12.45%	-0.23%
农行	n.a.	8.31%	11.38%	11.59%	11.40%	-0.19%
中行	11.09%	11.73%	11.73%	12.58%	12.38%	-0.20%
交行	11.73%	12.17%	12.53%	12.36%	12.05%	-0.31%
招行	11.53%	11.60%	11.47%	11.47%	10.91%	-0.56%
浦发	10.16%	10.24%	10.19%	12.02%	11.68%	-0.34%
兴业	10.63%	11.96%	11.30%	11.22%	10.71%	-0.51%
深发展	8.66%	10.40%	10.07%	10.19%	10.13%	-0.06%
宁波	10.88%	10.81%	10.91%	16.20%	15.22%	-0.98%
南京	12.15%	11.59%	10.48%	14.63%	13.26%	-1.37%
平均	11.03%	11.08%	11.21%	12.47%	12.00%	-0.48%

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 23: 上市银行核心资本充足率变动

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ
核心资本充足率						
工行	9.58%	9.41%	9.33%	9.97%	9.66%	-0.31%
建行	9.17%	9.27%	9.33%	10.40%	10.33%	-0.07%
农行	n.a.	6.72%	9.75%	9.75%	9.61%	-0.14%
中行	9.11%	9.33%	9.35%	10.09%	9.96%	-0.13%
交行	8.12%	8.94%	9.46%	9.37%	9.24%	-0.13%
招行	7.83%	8.05%	8.03%	8.04%	7.66%	-0.38%
浦发	6.86%	7.01%	7.09%	9.37%	9.09%	-0.28%
兴业	7.59%	9.29%	8.79%	8.80%	8.42%	-0.38%
深发展	5.46%	7.20%	7.00%	7.10%	7.14%	0.04%
宁波	9.07%	9.04%	9.18%	12.50%	11.93%	-0.57%
南京	11.12%	10.53%	9.51%	13.75%	12.44%	-1.31%
平均	8.39%	8.62%	8.80%	9.92%	9.59%	-0.33%

资料来源: 公司数据、Wind、中金公司研究部

图表 24: 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	2.08	2.18	1.20	1.32	1.43	1.50	20.2	22.1	23.0	23.4	23.6	18.5	21.0					
建设银行	5.21	250,011	9,594	1,303	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	3.37	279,147	195,525	941	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	2.94	324,794	15,342	955	1.44	1.68	1.86	1.94	0.82	0.99	1.14	1.21	20.5	21.4	21.2	21.5	32.7	19.9	26.1					
交通银行	5.95	56,260	29,736	335	1.66	1.71	1.76	1.84	1.01	1.08	1.06	1.12	19.4	20.2	18.7	19.5	15.8	21.6	18.7					
中小股份制银行																								
招商银行	14.46	21,577	17,666	312	1.37	1.73	1.99	2.03	1.00	1.15	1.31	1.33	21.1	22.7	23.2	23.0	33.3	19.6	26.3					
民生银行	6.15	28,366	22,588	174	1.69	1.75	1.87	1.92	0.98	1.09	1.16	1.18	17.1	18.3	19.3	18.8	30.6	19.0	24.7					
浦发银行	14.28	14,349	11,479	205	1.42	1.56	1.66	1.68	0.90	1.01	1.04	1.06	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	1.51	1.65	1.65	1.73	1.13	1.16	1.10	1.14	24.5	24.4	21.9	21.9	20.4	21.4	20.9					
华夏银行	12.52	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	16.7	14.9	37.2	22.4	29.6					
深发展	18.20	3,485	3,105	63	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	12.06	6,228	6,228	75	1.65	1.55	1.55	1.55	1.19	1.07	1.04	1.01	15.8	17.0	16.4	15.5	25.4	19.3	22.3					
南京银行	10.58	2,969	2,969	31	1.85	1.80	1.79	1.85	1.28	1.25	1.24	1.28	13.1	14.9	15.0	16.3	31.0	24.2	27.5					
宁波银行	12.92	2,884	2,474	37	1.63	1.48	1.48	1.54	1.09	1.09	1.01	1.00	15.7	18.1	17.3	18.0	27.3	19.6	23.4					
H股																								
大型银行																								
工商银行	6.57	349,019	86,794	2,293	1.75	1.91	2.08	2.18	1.20	1.32	1.43	1.50	20.2	22.1	23.0	23.4	23.6	18.5	21.0					
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	4.29	279,147	83,622	1,198	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	4.59	324,794	30,739	1,491	1.44	1.68	1.86	1.94	0.82	0.99	1.14	1.21	20.5	21.4	21.2	21.5	32.7	19.9	26.1					
交通银行	8.23	56,260	26,524	463	1.66	1.71	1.76	1.84	1.01	1.08	1.06	1.12	19.4	20.2	20.2	19.5	15.8	21.6	18.7					
中小股份制银行																								
招商银行	20.00	21,577	3,910	432	1.37	1.73	1.99	2.03	1.00	1.15	1.31	1.33	21.1	22.7	23.2	23.0	33.3	19.6	26.3					
民生银行	7.45	26,715	4,127	199	1.69	1.75	1.87	1.92	0.98	1.09	1.16	1.18	17.1	18.3	19.3	18.8	30.6	19.0	24.7					
农村商业银行																								
重庆农商行	5.39	9,300	2,513	50	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																								
A股																								
国有大银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.70	1.93	2.35	2.75	3.21	8.1	6.6	5.3	4.5	12.3	9.6	7.8	6.5	2.36	1.94	1.66	1.42	3.7	4.0	5.1
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	7.4	6.4	5.0	4.2	12.2	9.7	7.5	6.1	2.34	1.87	1.59	1.36	3.6	4.1	5.3
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	7.5	6.1	4.8	4.0	11.6	9.0	7.6	6.4	1.83	1.46	1.30	1.15	3.8	4.3	5.3
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.39	0.46	1.06	1.67	2.00	2.32	8.4	5.9	4.7	4.0	14.7	10.1	7.6	6.3	2.77	1.76	1.47	1.26	0.0	1.7	4.7
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.85	0.98	2.91	3.96	4.69	5.38	6.8	5.4	4.5	3.7	11.1	8.6	7.0	6.1	2.04	1.50	1.27	1.11	2.9	2.0	4.1
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.59	1.90	4.30	6.21	7.54	9.04	12.5	8.0	6.0	5.0	17.1	12.1	9.1	7.6	3.36	2.33	1.92	1.60	1.5	2.0	2.8
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.81	0.97	3.10	3.67	4.70	5.55	8.3	6.1	4.7	3.9	14.4	9.9	7.6	6.3	1.98	1.68	1.31	1.11	0.6	1.5	2.0
浦发银行	0.87	0.92	1.34	1.74	2.09	4.75	8.59	10.17	12.00	9.9	6.9	5.2	4.3	15.5	10.7	8.2	6.8	3.01	1.66	1.40	1.19	0.6	1.1	1.8
兴业银行	1.90	2.22	3.09	3.72	4.52	9.95	15.35	18.61	22.57	9.7	5.5	5.2	4.2	12.9	9.3	7.7	6.3	2.88	1.86	1.54	1.27	1.5	1.6	1.9
华夏银行	0.45	0.55	0.87	1.20	1.47	4.41	5.18	9.19	10.47	10.5	7.0	5.5	4.5	22.8	14.3	10.4	8.5	2.84	2.42	1.36	1.20	0.8	1.2	1.4
深发展	0.18	1.44	1.80	2.35	2.80	5.87	9.62	11.70	14.15	8.2	6.8	4.9	4.1	12.6	10.1	7.7	6.5	3.10	1.89	1.56	1.29	0.0	0.0	1.9
城市商业银行																								
北京银行	0.74	0.77	0.93	1.17	1.39	5.14	5.82	8.42	9.57	9.6	7.7	6.9	5.6	15.7	13.0	10.3	8.7	2.35	2.07	1.43	1.26	1.3	1.5	1.9
南京银行	0.49	0.52	0.78	1.02	1.27	4.05	6.34	7.17	8.28	14.1	9.4	7.2	5.7	20.3	13.5	10.3	8.3	2.61	1.67	1.48	1.28	0.6	1.9	1.5
宁波银行	0.46	0.51	0.81	1.03	1.23	3.38	5.51	6.33	7.30	17.1	11.8	8.6	6.9	25.6	16.0	12.6	10.5	3.82	2.35	2.04	1.77	1.3	1.5	2.0
A股大银行平均																								
A股中小银行平均																								
A股城商行平均																								
A股银行平均																								
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.70	1.93	2.35	2.75	3.21	10.2	8.1	6.2	5.3	15.6	11.8	9.1	7.7	3.00	2.39	1.94	1.66	2.9	3.3	4.4
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	1.55	2.9	3.4	4.7
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	8.4	6.6	5.0	4.1	13.0	9.8	7.8	6.6	2.05	1.59	1.34	1.19	3.4	4.0	5.1
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.39	0.46	1.06	1.67	2.00	2.32	11.5	7.8	5.9	5.0	20.2	13.5	9.6	8.0	3.81	2.35	1.87	1.60	0.0	1.4	3.5
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.85	0.98	2.91	3.96	4.69	5.38	8.2	6.4	5.0	4.1	13.5	10.1	7.8	6.8	2.49	1.78	1.42	1.24	2.4	1.7	3.6
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.59	1.90	4.30	6.21	7.54	9.04	15.3	9.5	6.7	5.6	20.8	14.3	10.2	8.5	4.09	2.75	2.15	1.79	1.2	1.7	2.5
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.81	0.97	3.10	3.67	4.70	5.55	8.9	6.3	4.6	3.8	15.4	10.2	7.4	6.2	2.11	1.73	1.29	1.09	0.6	1.5	2.0
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	17.8	11.2	6.9	5.6	23.4	14.0	9.6	7.8	4.66	1.91	1.55	1.35	0.8	0.9	3.1
H股银行平均																								
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																								

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, 中金研究部

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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为民生、农行、招行、建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