



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

观点聚焦

证券研究报告

2011年7月8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:
S0080207120068

luojing@cicc.com.cn

蹒跚前行, 但秋实未至, 等待政策信号

银行业 2011 年三季度投资策略

投资提示:

经过 5-6 月的调整, 我们认为银行板块再次接近估值底部区间, 安全边际较高。中报业绩保持高增长和通胀见顶、政策放松的预期有望推动银行板块的反弹。但是, 在地方政府贷款流动性风险上升、资本充足率新规冲击不明、表外业务监管收紧的环境下, 银行股难以持续走强, 投资者对反弹高度不应期望过高。从流动性上来看, 7 月通胀可能仍在 6% 以上, 货币政策在 3 季度放松的可能性较小, 且 M2 增速到年末低于 16% 目标值的风险较大, 均不支持银行股的大幅反弹。综合而言, 我们认为 3 季度银行股将蹒跚前行, 秋实仍需等待, 季末的政策变化需密切关注。A 股银行首选股组合为华夏、深发展、民生和农行; H 股首选组合为民生、重庆农商行和招行。

理由:

银行再次回到估值底部区间。我们在 4 月中旬的《春华秋实》和 5 月初的《蛰伏以致远》中强调不看好银行板块 5-6 月的绝对收益, 期内 A/H 股银行指数分别下跌 6.5%/10.5%, 目前平均估值回落至 1.36/1.44 倍 2011 年 PB, 再次回到估值底部区间。A 股银行板块以“自由流通市值/M2”指标评估较 2008 年最低点不到 10% 的空间, 安全边际较高。合理纳入融资平台贷款和房价调整等负面因素后, 上市银行仍能保持 14% 左右的 ROE, 对应的 DDM 合理估值仍有 1.4-1.6 倍 PB。

中报同比增长~30%是可预见的积极因素。我们判断上市银行二季度净息差将环比扩大约 5bp, 手续费收入同比保持~40%的高增长, 资产质量和信用成本保持稳定, 但是需关注部分银行融资平台贷款严格分类带来的余额上升风险。上半年净利润同比增长~30%, 其中深发展(50.5%)、民生(45.0%)、招行(40.3%)、华夏(40.2%)增长较快。展望下半年, 息差的扩大有望持续到四季度, 资产质量仍将保持稳定, 但拨备计提存在一定不确定性。

然而, 政策混沌将制约银行股表现: 1) 地方政府贷款的规模众说纷纭, 难以辨清, 银行自表清白, 而监管机构频繁警示风险。我们认为短期内数据难以统一, 各方博弈仍将继续, 中长期总体信用风险可控, 但是短期流动性兑付风险大幅上升。在云南、上海事件之后, 不能排除类似事件继续见诸报端。2) 资本充足率新规仍在征求意见阶段, 我们静态测算对上市银行资本充足率的影响为 2-3 个百分点, 杀伤力巨大。尽管最终版本应该会更加温和, 但是负面影响是肯定的, 银行的再融资时间点可能会因此提前, 而目前市场并未完全反映。3) 表外业务的快速增长开始受到监管机构的关注, 未来监管政策收紧的可能性加大。对银行而言, 可能带来存款竞争、拨备计提、资本充足、手续费收入等方面的压力。

流动性难言乐观, 并不支持银行股大幅反弹: 全社会流动性来看, 7 月通胀可能仍在 6% 以上, 货币政策不会急转弯。下半年到期现金流入明显少于上半年, 而持续上调存款准备金率带来的货币乘数收缩效应将在下半年逐步体现, M2 低于 16% 目标值的风险较高。加上商业银行普遍吃紧的贷存比, 下半年的贷款投放能力不容乐观, 二季度低于额度的贷款增长可能持续。

秋实未至, 等待季末政策信号。在政策混沌、流动性无转机的环境下, 我们认为秋实仍需等待。会令我们转变得更为乐观的政策信号包括: 1) 通胀实质性见顶, 货币政策转向; 2) 市政债推进和银监会对地方政府贷款的流贷转固贷等缓解流动性兑付风险的措施出台; 3) 资本充足率新规修订版大幅妥协, 实际影响控制在 0.5 个百分点左右。

估值:

A 股银行目前交易在 2011 年 1.36 倍市净率和 7.9 倍市盈率, H 股银行股价目前交易在 2011 年 1.44 倍市净率和 7.6 倍市盈率。

2011-7-8

¹报告贡献人: 黄洁(huangjie@cicc.com.cn)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：上市银行 2011 年上半年业绩预览

	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	176,485	146,805	110,567	145,160	48,403	35,957	21,107	28,022	27,934	13,792	10,517	8,484	3,065	3,020
净手续费收入	52,013	46,642	35,027	33,992	10,074	8,317	3,337	6,259	2,981	1,459	1,000	877	358	337
营业收入	232,600	197,293	169,036	181,430	61,734	46,318	24,949	34,697	31,217	15,396	11,997	9,506	3,528	3,431
营业费用（包括营业税）	73,520	64,254	69,598	75,536	22,577	18,314	9,406	14,272	13,654	7,086	5,405	2,818	1,313	1,474
拨备前利润	159,080	133,039	99,438	105,894	39,157	28,004	15,543	20,426	17,563	8,310	6,592	6,689	2,215	1,957
拨备	18,123	10,158	9,662	24,362	6,407	3,885	942	3,507	1,621	2,691	767	416	272	172
税前利润	142,150	122,892	89,955	81,925	32,751	24,255	14,644	16,887	15,950	5,620	5,843	6,276	1,943	1,928
净利润	109,393	94,650	68,938	63,287	25,415	18,520	11,340	12,942	12,288	4,216	4,566	4,914	1,598	1,604
同比增速（%）														
净利息收入	23.1	24.6	20.4	29.9	21.3	36.5	20.0	32.4	37.2	29.9	41.9	26.2	43.5	27.2
净手续费收入	41.0	38.6	23.7	51.4	41.4	55.6	56.5	38.8	63.3	82.1	33.4	85.1	51.5	29.6
营业收入	28.6	28.3	27.2	33.7	24.6	40.6	22.5	36.0	37.2	33.2	41.2	28.9	37.6	27.2
营业费用（包括营业税）	18.8	25.2	31.1	29.0	24.6	34.8	20.4	23.2	42.9	24.1	28.8	18.5	50.2	22.7
拨备前利润	33.6	29.9	24.6	37.3	24.6	44.7	23.9	46.6	33.1	42.2	53.3	33.8	31.1	30.9
拨备	87.0	3.4	-2.9	23.5	21.5	62.3	-29.8	55.0	7.1	46.9	55.3	3466.6	13.6	33.1
税前利润	28.5	33.3	28.0	41.2	25.2	42.4	30.2	45.4	34.8	40.1	50.9	26.0	33.8	26.8
净利润	28.8	33.8	26.8	38.0	24.8	40.3	29.4	45.0	35.3	40.2	50.5	25.9	33.2	27.0
驱动因素（%）														
生息资产同比增速	13.4	14.3	21.1	17.6	17.0	18.0	15.8	30.7	33.5	25.0	34.3	18.0	29.0	36.1
二季度净息差（期初期末平均）	2.55	2.64	2.05	2.70	2.38	2.85	2.35	2.88	2.48	2.50	2.70	2.32	2.65	2.26
成本收入比（含营业税）	31.6	32.6	41.2	41.6	36.6	39.5	37.7	41.1	43.7	46.0	45.1	29.6	37.2	43.0
二季度信用成本	0.53	0.36	0.33	0.92	0.55	0.48	0.22	0.62	0.27	0.87	0.49	0.25	0.61	0.34

资料来源：中金公司研究部；

图表 2：悲观情况下银行 ROE 和 PB 的情况

	工行	建行	农行	中行	交行	招行	浦发	民生	兴业	华夏	深发展	北京	宁波	南京	上市银行平均
最差情况下															
对 2011 年净利润的影响（百万元）	56,880	30,206	35,239	27,130	12,571	5,598	8,141	4,343	5,702	1,728	1,641	2,382	390	291	199,875
其中：融资平台贷款（假定所有无覆盖类融资平台贷款均为不良，分两年反应）	40,455	16,230	19,747	12,352	8,018	1,706	4,655	993	2,991	473	842	1,184	92	114	112,771
其中：房地产相关贷款（假定房地产对公贷款和按揭贷款的不良率分别为 10% 和 2%）	16,426	13,976	15,492	14,778	4,553	3,892	3,486	3,351	2,711	1,255	799	1,198	298	177	87,104
变动（%）	27.7	18.2	28.0	22.4	26.1	16.3	36.0	18.8	29.0	24.3	21.9	28.1	14.5	10.5	23.8
对 2011 年净资产的影响（百万元）	31,284	17,246	22,938	20,831	7,967	4,362	4,825	4,923	3,684	1,741	1,237	1,475	261	298	130,509
变动（%）	3.3	2.1	3.5	2.9	3.0	2.7	3.3	3.7	3.3	2.8	3.0	2.4	1.4	1.4	2.9
2011E ROE（调整后）	23.2	22.8	21.8	18.1	19.9	24.2	19.0	19.8	21.3	16.7	22.1	16.1	15.3	17.0	20.4
2011E ROE（调整后，摊薄前）	17.3	18.4	15.8	14.2	15.1	19.9	11.0	16.4	14.3	11.4	16.3	11.9	13.7	12.5	16.1
预计再融资需求（百万元）（假定银监会资本充足率征求意见稿全部执行）	148,091	91,932	113,351	131,292	74,510	28,142	11,511	0	14,980	0	12,373	0	0	0	626,183
2011E ROE（调整后，摊薄后）	14.7	16.4	13.2	11.9	11.5	16.6	10.1	16.4	12.4	11.4	12.1	11.9	13.7	12.5	13.9
A 股															
2011E PB（调整后）	1.57	1.48	1.33	1.20	1.18	1.74	1.26	1.22	1.35	1.20	1.48	1.20	1.76	1.26	1.36
2011E PB（调整后）	1.62	1.51	1.38	1.24	1.21	1.78	1.31	1.26	1.39	1.23	1.52	1.23	1.78	1.28	1.40

资料来源：中金公司研究部；

图表 3：资本充足率影响测算

	工行	建行	农行	中行	交行	招行	民生	浦发	兴业	华夏	深发展	北京	宁波	南京	上市银行	国有银行	股份制银行	城市/农村商业银行
核心资本总值,2010	750,970	634,683	525,083	626,371	226,403	127,979	103,426	119,823	87,130	34,479	32,919	41,664	15,624	17,923	3,561,052	2,763,510	700,381	97,161
风险加权资产, 2010	7,112,357	6,015,329	5,383,694	5,887,170	2,416,255	1,446,883	1,280,847	1,278,361	991,702	518,722	463,691	391,563	124,485	130,389	35,912,304	26,814,805	8,302,865	794,644
核心资本充足率,2010	9.97%	10.40%	9.75%	10.09%	9.37%	8.04%	8.07%	9.37%	8.80%	6.65%	7.10%	10.64%	12.50%	13.75%	9.65%	9.99%	8.28%	12.21%
影响I：资本扣减项更加严格																		
无影响资产	1402	1,310	165	2,342	528	1,676	760	217	286	0	192	0	48	59	9,510	5,747	3,614	149
少数股东权益	1,227	4,113	1,684	31,985	884	0	1,149	284	0	0	0	21	0	137	46,030	39,893	5,894	243
扣减项合计	2,629	5,423	1,849	34,327	1,412	1,676	1,909	501	286	0	192	21	48	196	55,539	45,640	9,508	391
影响II：将操作风险纳入风险加权资产																		
总收入, 2010	380,748	325,780	290,418	276,518	104,234	71,377	54,768	49,856	43,456	24,479	18,022	15,635	5,912	5,306	1,765,548	1,377,698	353,253	34,597
总收入, 2009	309,411	269,314	222,274	232,570	80,937	51,265	42,060	36,824	31,679	17,130	15,114	11,894	4,176	3,628	1,399,012	1,114,506	259,132	25,374
总收入, 2008	310,195	269,747	211,189	228,896	76,660	55,115	35,017	34,561	29,715	17,611	14,513	12,304	3,404	3,224	1,372,300	1,096,687	251,387	24,226
操作风险所需资本	50,018	43,242	36,194	36,899	13,092	8,888	6,592	6,062	5,242	2,961	2,382	1,992	675	608	226,843	179,445	43,189	4,210
对风险加权资产的影响	625,221	540,526	452,426	461,240	163,644	111,098	82,403	75,775	65,531	37,012	29,781	24,896	8,432	7,598	2,835,538	2,243,057	539,857	52,623
影响III：同业业务加权风险权重提高																		
票据	117,135	143,176	141,123	100,608	57,074	64,948	11,931	21,889	9,728	635	18,647	1,855	1,414	1,195	763,774	559,116	197,265	7,393
同业资产	511,087	323,355	698,599	800,620	262,976	264,425	274,847	492,725	434,971	284,100	115,263	129,108	91,318	45,731	5,310,868	2,596,637	2,391,696	322,535
其中：买入返售中基础资产为政府债券和央票	144,692	100,778	187,955	43,692	22,418	4,253	5,708	15,935	4,769	12,573	106	6,693	2,690	1,096	565,140	499,535	54,912	10,692
对风险加权资产的影响	120,882	91,438	162,942	214,384	74,408	81,280	70,268	124,670	109,983	68,040	33,451	31,067	22,510	11,457	1,377,376	664,055	633,512	79,809
影响IV：五年期以上贷款加权风险权重提高																		
五年期以上贷款	2,407,668	2,067,954	1,357,142	1,782,790	778,033	355,713	133,657	274,303	269,220	83,016	81,146	83,586	7,246	18,755	10,105,800	8,393,587	1,564,478	147,735
按揭贷款	1,090,095	1,091,116	724,594	1,089,006	297,495	298,997	97,494	191,291	178,267	41,378	64,877	37,540	17,372	9,962	5,531,915	4,292,306	2,391,696	88,876
加权风险系数	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%
对风险加权资产的影响	658,787	488,419	316,274	346,892	240,269	28,358	18,082	41,506	45,477	20,819	8,134	23,023	-5,063	4,397	2,286,942	2,050,641	206,872	29,429
影响V：取消对政府投资的公用企业的优惠风险权重																		
基建类贷款余额	2,190,004	1,404,915	1,006,817	1,250,121	610,121	225,968	154,758	245,604	174,312	75,180	68,616	87,817	8,955	5,733	7,976,389	6,461,978	1,394,228	120,183
基建类贷款中借给政府投资的公用企业的比例	30%	30%	30%	30%	30%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	0%	0%				
对风险加权资产的影响	328,501	210,737	151,023	187,518	91,518	22,597	15,476	24,560	17,431	7,518	6,862	8,782	0	0	1,117,501	969,297	139,423	8,782
影响VI：提高贷款承诺加权风险系数																		
原到期日为1年以内	179,087	123,092	187,708	75,740	210,037	3,992	1,263	0	0	0	2,213	0	3,717	1,324	820,858	775,664	40,153	5,041
原到期日为1年以上	469,675	461,785	767,855	660,970	32,018	41,271	4,366	0	0	0	7,650	0	12,852	4,576	2,543,857	2,392,303	134,125	17,429
对风险加权资产的影响	251,734	207,765	332,745	222,048	165,532	13,312	2,039	0	0	0	3,572	0	6,001	2,137	1,251,608	1,179,824	63,646	8,138
影响VII：零售贷款和信用卡已授信未使用额度加权风险系数调整																		
零售贷款（除按揭贷款）合计	543,097	277,695	420,076	327,232	120,430	196,991	181,668	26,578	46,740	18,731	55,218	6,926	9,008	2,517	2,383,156	1,688,530	657,577	37,048
信用卡已授信未使用额度	244,029	227,478	135,235	203,996	146,077	121,201	18,618	28,438	31,976	12,974	16,158	6,745	6,985	638	1,281,773	956,815	310,590	14,369
对风险加权资产的影响	-74,767	-12,554	-71,210	-30,809	6,412	-18,948	-1,016	465	-3,691	-1,439	-9,765	-45	-506	-470	-235,599	-182,929	-47,000	-5,670
影响VIII：降低小企业贷款加权风险系数																		
小企业贷款余额	436,800	733,363	461,081	239,365	86,300	18,525	158,986	49,039	358,183	100,000	40,739	33,473	11,640	17,738	2,931,761	1,956,909	905,723	69,129
其中：估算单户金额500万以内占比	25%	25%	25%	25%	25%	100%	100%	50%	30%	50%	50%	50%	100%	50%				
对风险加权资产的影响	-27,300	-45,835	-28,818	-14,960	-5,394	-4,631	-39,747	-6,130	-26,864	-12,500	-5,092	-4,184	-2,910	-2,217	-252,803	-122,307	-120,400	-10,096
新资本充足率管理标准下的核心资本																		
新资本充足率管理标准下的加权风险资产	8,995,415	7,495,825	6,699,075	7,273,482	3,152,645	1,679,949	1,428,351	1,539,208	1,199,569	638,173	530,634	475,102	152,950	153,291	44,292,866	33,616,442	9,718,766	957,658
新资本充足率管理标准下的核心资本	7.85%	8.27%	7.81%	7.69%	7.14%	6.82%	7.11%	7.75%	7.25%	5.40%	6.17%	8.77%	10.15%	11.56%	7.70%	7.84%	6.98%	10.09%
对核心资本充足率的影响	-2.12%	-2.13%	-1.94%	-2.40%	-2.23%	-1.22%	-0.97%	-1.62%	-1.55%	-1.24%	-0.93%	-1.88%	-2.36%	-2.18%	-1.95%	-2.16%	-1.30%	-2.12%
对核心资本充足率的影响细分																		
影响I：资本扣减项更加严格	-0.04%	-0.09%	-0.03%	-0.58%	-0.06%	-0.12%	-0.15%	-0.04%	-0.03%	0.00%	-0.04%	-0.01%	-0.04%	-0.15%	-0.15%	-0.17%	-0.11%	-0.05%
影响II：将操作风险纳入风险加权资产	-0.80%	-0.85%	-0.75%	-0.69%	-0.59%	-0.57%	-0.48%	-0.52%	-0.54%	-0.44%	-0.43%	-0.64%	-0.79%	-0.75%	-0.69%	-0.76%	-0.50%	-0.76%
影响III：同业业务加权风险权重提高	-0.14%	-0.13%	-0.24%	-0.29%	-0.24%	-0.36%	-0.37%	-0.74%	-0.78%	-0.68%	-0.42%	-0.69%	-1.69%	-0.98%	-0.30%	-0.20%	-0.51%	-0.98%
影响IV：五年期以上贷款加权风险权重提高	-0.70%	-0.64%	-0.44%	-0.43%	-0.70%	-0.12%	-0.09%	-0.22%	-0.28%	-0.18%	-0.09%	-0.46%	0.34%	-0.34%	-0.46%	-0.57%	-0.15%	-0.32%
影响V：取消对政府投资的公用企业的优惠风险权重	-0.31%	-0.25%	-0.19%	-0.21%	-0.24%	-0.09%	-0.07%	-0.12%	-0.10%	-0.06%	-0.08%	-0.16%	0.00%	0.00%	-0.21%	-0.25%	-0.10%	-0.09%
影响VI：提高贷款承诺加权风险系数	-0.22%	-0.23%	-0.40%	-0.24%	-0.40%	-0.05%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.04%	0.00%	-0.40%	-0.16%	-0.22%	-0.28%	-0.04%	-0.08%
影响VII：零售贷款和信用卡已授信未使用额度加权风险系数调整	0.06%	0.01%	0.08%	0.03%	-0.01%	0.08%	0.00%	0.00%	0.02%	0.01%	0.11%	0.00%	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.03%	0.06%
影响VIII：降低小企业贷款加权风险系数	0.02%	0.05%	0.03%	0.02%	0.01%	0.02%	0.19%	0.03%	0.16%	0.10%	0.06%	0.08%	0.19%	0.16%	0.04%	0.03%	0.09%	0.11%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

银行再次回到估值底部区间，安全边际较高

我们在 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》和 5 月 3 日发布的《蛰伏以致远——银行业 2011 年一季报回顾》中强调“春华秋实，夏天蛰伏”的投资节奏，不看好银行板块 5-6 月的绝对收益，期内 A/H 股银行指数分别下跌 6.5%/10.5%，目前 A/H 股估值回落至 1.36/1.44 倍 2011 年 P/B。

我们认为，银行板块估值已经再次回到估值底部区间，安全边际较高：

► **自由流通市值/M2。**由于中国特有的股权分置和流通结构，我们认为，对 A 股投资者而言有着实际意义的，并非总市值或流通市值，而是自由流通市值（剔除持股 5% 以上大非的持股和 75% 的高管持股，即在二级市场上真正会被用来流通换手的那部分股票）。因此，在 A 股市场上，自由流通市值与 M2 的比值比市盈率和市净率等估值指标更能反映真实情况。2011 年 6 月末，A 股银行股的自由流通市值 9875 亿，相当于 M2 的 1.26%，为历史上第二低点，仅高于历史最低点 2008 年四季度不到 10%，低于金融危机以来平均水平约 15%。

► **悲观情况下 P/B-ROE 关系。**悲观情况下，50% 的现金流无覆盖的地方融资平台贷款转为不良、房地产对公贷款和按揭贷款的不良率分别为 10% 和 2%、银监会关于资本充足率的征求意见稿完全实行，则 A 股上市银行目前交易于为 1.40 倍 2011 年市净率，对应的 2011 年 ROE 为 13.9%。H 股上市银行目前交易于 1.49 倍 2011 年市净率，对应的 2011 年 ROE 为 14.2%。无论从 DDM 模型还是国际银行业比较来看，目前的估值水平已经处于合理区间底部。

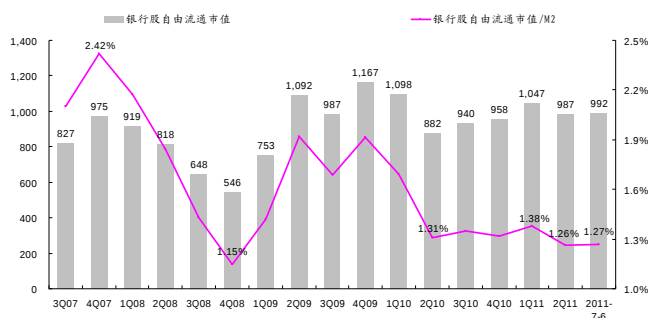
- 从 DDM 模型来看，14% 左右的 ROE 对应的合理估值为 1.46 倍市净率。假设无风险利率为 3.8%，市场风险溢价为 8%，beta 值为 1，则一阶段 DDM 表明，14% 的 ROE 对应的合理估值为 1.46 倍市净率，略高于 A 股银行股悲观情况下的 1.40 倍市净率。
- 从国际银行业比较来看，14% 左右的 ROE 对应的合理估值为 1.6 倍市净率。全球来看，中国银行业的 ROE 仅次于印尼，但 A 股银行股的估值仅高于日本、欧洲和美国，和新加坡和台湾类似，甚至远低于香港。即使考虑悲观情况下 14% 的 ROE 水平，合理的市净率仍为 1.6 倍，高于 A 股银行股悲观情况下的 1.40 倍市净率。

图表 4: A 股银行近期股价表现

A 股银行近期股价表现						
	1-2月	3-4月	5月至今	年初至今	2011E PB	2011E PE
民生	2.6	19.4	(4.8)	16.6	1.22	6.9
建行	5.7	7.4	(3.2)	9.8	1.48	7.0
深发展	1.6	13.5	(5.0)	9.5	1.48	7.3
工行	0.7	6.8	(1.4)	6.0	1.57	7.3
招行	2.3	10.4	(6.4)	5.6	1.74	7.9
浦发	4.5	10.3	(8.5)	5.5	1.26	7.2
兴业	10.1	10.3	(13.3)	5.2	1.22	6.9
华夏	6.4	9.6	(12.2)	2.4	1.20	9.2
A 股银行指数	1.8	7.0	(6.5)	1.8		
农行	(2.2)	12.2	(7.3)	1.6	1.33	6.6
交行	1.8	6.6	(6.9)	1.1	1.18	6.4
中行	0.6	3.7	(3.5)	0.7	1.20	7.0
南京	5.9	0.5	(12.6)	(6.9)	1.26	8.7
宁波	3.1	1.0	(12.7)	(9.0)	1.76	11.0
北京	3.0	2.4	(14.7)	(10.1)	1.20	8.8

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部；以 7 月 7 日收盘价计算

图表 5: 自由流通市值/M2



资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

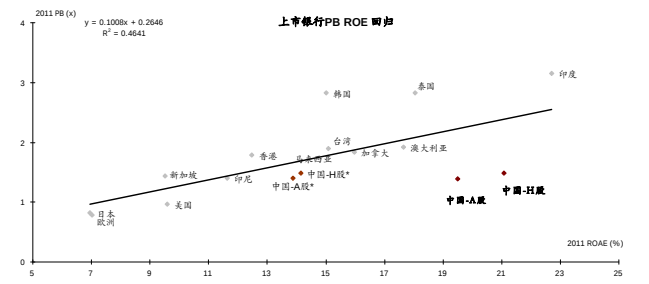
图表 6: 三阶段 DDM 模型

长期 ROE	a	14%
无风险利率	b	3.8%
市场溢价	c	8.0%
beta	d	1.0
股权成本 (COE)	e=b+c*d	11.8%
利润留存比例	f	50%
长期增速	g=a*(1-f)	7.0%
长期合理市净率	h=(a-g)/(e-g)	1.46
长期合理市盈率	j=(1-f)/(e-g)	10.4

长期合理市净率		长期 ROE				
		13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
股权成本 (COE)	10.8%	1.51	1.67	1.84	2.04	2.27
	11.3%	1.35	1.48	1.63	1.79	1.97
	11.8%	1.23	1.34	1.46	1.59	1.74
	12.3%	1.12	1.22	1.32	1.44	1.56
	12.8%	1.03	1.12	1.21	1.31	1.42

资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部

图表7: PB-ROE 回归



资料来源：公司数据、Wind、中金公司研究部；*悲观情况下。

上市银行上半年净利润同比增长~30%

我们判断上市银行二季度净息差将环比扩大~5bp，手续费收入同比保持 39.2% 的高增长，资产质量和信用成本保持稳定，上半年净利润同比增长~30%，其中深发展(50.5%)、民生(45.0%)、招行(40.3%)、华夏(40.2%)增长较快。

1) 净息差

我们判断上市银行二季度净息差将环比扩大~5bp。我们预计，净息差扩大的势头将延续到四季度：

- **加息的正面因素继续显现：**我们判断，最近五次加息将提升银行 2011/2012 年净息差 11/25 个基点，而今年上半年只反映了一部分，未来仍将继续反映。
- **新增贷款的议价能力高于存量贷款的议价能力：**紧缩货币政策中，银行的贷款议价能力仍保持高位，当原先定价较低的存量贷款到期时，不仅基准利率上调了，并且，贷款定价水平也明显上升，使得贷款收益率提升较快。

但三四季度净息差提升幅度会趋缓：

- **实际贷款利率上升必须要考虑实体经济的承受能力：**一季度末，商业银行利率上浮贷款占比达到 56% 的历史第二高水平，而目前实体经济已经显现放缓迹象，且企业现金流逐步趋紧。在此环境下，银行更加关注资产质量风险，维护优质客户，而不是锱铢必较地趁火打劫，这将限制实际贷款利率的提升幅度。
- **存款定期化仍然持续：**从上一轮加息周期中我们可以看到，加息周期末期将会出现存款定期化。从今年一月份以来，我们也明显地观察到了定期存款占比的上升。我们认为，未来存款定期化仍将继续，导致净息差承压。

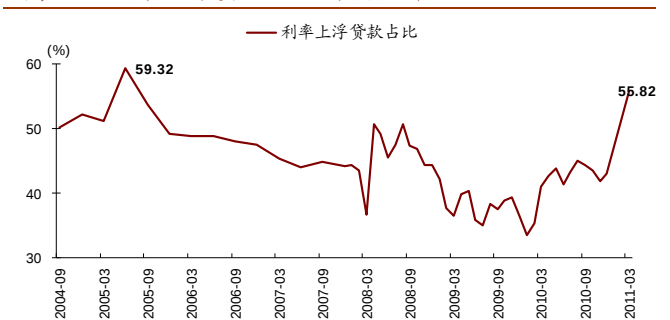
但未来净息差的走势仍将出现分化，部分负债能力较强的银行和贷款结构下沉较快的银行未来净息差走势有望好于行业平均。

图表8 加息的正面效应

	工行	建行	农行	中行	交行	邮储	民生	兴业	华夏	深发展	北京	宁波	南京	重庆农商行	上市银行平均
对2011年的影响															
第一次加息	4.5	5.1	6.1	5.4	5.7	7.1	4.6	7.3	3.9	0.2	3.6	4.0	4.6	-1.3	3.0
第二次加息	4.5	5.2	5.9	4.9	4.8	6.1	4.4	5.8	3.2	-1.0	1.1	4.0	4.9	-2.6	2.3
第三次加息	-0.7	-0.6	1.8	-0.3	0.4	0.6	0.6	3.1	-1.5	-4.1	-2.7	-0.7	0.6	-5.0	-0.4
第四次加息	-2.1	-1.2	0.2	-0.9	0.1	-0.8	-0.2	2.2	-0.7	-1.0	-1.2	1.4	-0.5	-2.9	0.2
第五次加息	1.2	1.4	2.7	1.3	2.1	1.1	1.7	3.1	0.7	1.7	0.4	2.8	1.4	0.3	1.9
合计	7.4	9.9	16.6	10.3	13.0	14.0	11.0	21.6	5.6	-4.2	1.2	11.6	11.1	-11.6	7.0
对2012年的影响															
第一次加息	5.8	6.5	6.0	6.0	6.6	6.8	6.0	4.6	1.8	3.4	5.7	5.3	0.0	3.0	5.9
第二次加息	6.1	6.8	6.4	5.8	6.0	6.1	5.0	5.4	4.3	-0.3	0.5	5.8	6.1	-1.5	2.9
第三次加息	3.7	4.1	3.8	3.5	3.8	3.7	2.8	3.2	2.4	-2.2	-1.4	3.3	4.0	-3.7	0.8
第四次加息	1.8	2.3	2.4	2.9	4.2	2.5	2.9	1.7	2.0	1.0	2.3	4.7	0.9	-0.3	2.5
第五次加息	7.3	7.9	8.5	7.8	8.8	7.5	6.8	7.4	5.7	6.2	4.3	7.2	8.7	4.9	4.1
合计	24.7	27.6	27.0	26.0	29.3	26.6	21.8	25.0	18.8	7.5	7.8	24.3	28.8	0.6	25.3

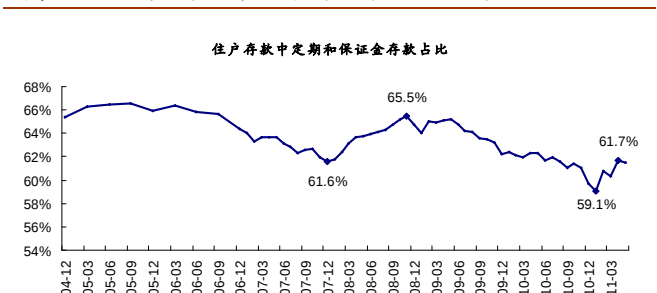
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表9：利率上浮贷款占比持续提升



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

图表10：住户存款中定期存款和保证金存款占比变动



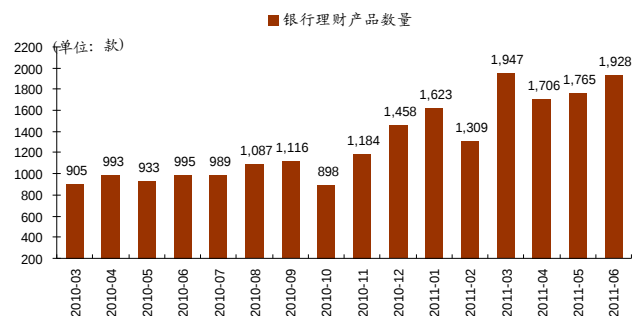
资料来源：中国人民银行、中金公司研究部；注：由于央行调整了非金融企业贷款的统计口径，使得非金融企业贷款中定期存款占比的数据不可比

2) 中间业务收入

我们预计，二季度手续费收入仍将保持 39.2% 的较快增长：

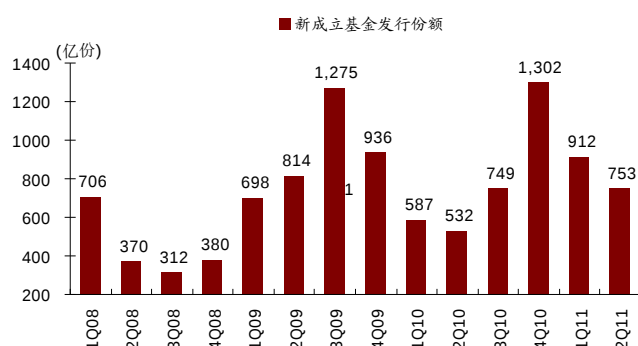
- **理财产品发行量大幅攀升。**二季度共发行理财产品 5399 款，季度环比增长 11%，同比去年大幅增长 85%。
- **基金发行量有所回落，但同比仍增长 42%。**

图表 11: 理财产品发行量



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 12: 新基金发行量



资料来源: Wind、中金公司研究部

3) 信用成本

我们预计，二季度上市银行的资产质量和信用成本将保持稳定：

- ▶ 不良贷款保持平稳。我们预测二季度上市银行合计不良贷款余额将环比轻微上升 1.6% 至 3650 亿元，不良率下降 2bp 至 1.01%。
- ▶ 信用成本保持稳定，拨备覆盖率继续提升。上市银行均未显著改变拨备政策。二季度的信用成本将略有下降，我们预计单季信用成本约为 50bp，而拨备覆盖率较一季度末提升 8 个百分点至 242%。
- ▶ 融资平台贷款余额由于统计口径问题可能出现一定上升。我们认为，二季度实际融资平台贷款保持稳定，但由于银监会加强了对融资平台贷款转表的监管，使得部分先前已经转为正常公司类贷款的融资平台贷款被重新纳入融资平台贷款口径。但我们认为，这只是统计口径问题，不会影响银行融资平台贷款的实际风险，以及相应的拨备计提。并且，一旦融资平台贷款转表为正常公司类贷款，则意味着该笔贷款应该现金流全覆盖、商业可持续，如果届时发生偿还风险，银行的利益将很难得到保障。因此，银监会加强对融资平台贷款转表为正常公司

类贷款的监管实际上有助于银行降低贷款的违约损失率，保护了银行的利益。

4) 盈利增速

我们预计上市银行上半年业绩净利润同比增长 31%，与一季度的 33% 基本持平，其中深发展、民生、招行、华夏增长较快。

政策混沌将制约银行股表现

我们认为，短期内监管风险仍将制约银行股的表现：

1) 地方政府债务

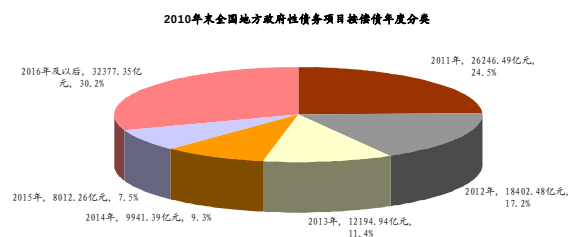
目前，由于各监管机构口径不一致，地方融资平台贷款的规模众说纷纭，难以辨清，银行自表清白，而监管机构频繁警示风险。

我们认为短期内数据难以统一，各方博弈仍将继续。我们认为地方融资平台贷款中长期总体信用风险可控，审计数字的出炉有助于中央政府掌握地方政府债务的全局情况，为下一步出台化解地方政府债务风险的政策奠定的基础。但是，短期流动性兑付风险不容忽视，类似上海“申虹”和云南“滇公路”之类的案例仍有可能见诸报端，对投资者的情绪造成负面影响：

- ▶ 今明两年需要偿还的地方政府债务达到 4.46 万亿，短期偿债压力较大。根据审计署报告的披露，2011 年和 2012 年需偿还的地方政府债务合计占 2010 年末余额的 42%，相当于约 4.46 万亿到期本金，偿债高峰早于我们此前的判断。
- ▶ 而土地出让收入受房地产调控的影响出现下降。据媒体报道²，今年初至 6 月初，22 大城市土地市场下滑明显，15 大城市住宅土地成交面积 8312 万平方米，成交金额 1709 亿元，同比 2010 年分别萎缩 17% 和 34%，楼面价格为 2828 元/平方米，同比下降 15%。
- ▶ 地方财政编制“平衡预算”使得地方政府过去几年的土地出让金无法留存用于偿还今明两年的债务。根据有关规定，中国的地方政府除了中央政府代为发行的地方政府债券外，必须编制“平衡预算”，使得地方政府无法积累过去几年的土地出让金来偿还今明两年集中到期的债务。
- ▶ 流动性收紧和银监会不允许借新还旧加剧了现金流期限错配风险：为了降低融资成本，在流动性较为宽松的 2008 年下半年和 2009 年上半年，地方融资平台普遍采用短期流动资金贷款的形式来支持中长期的建设项目。但随着流动性收紧，以及银监会不允许各种形式的借新还旧和展期，流动资金贷款到期后无法续借，现金流期限错配导致的贷款风险就会浮现，比如上海“申虹”的案例。

2011-7-8
² <http://www.cnstock.com/index/gdxw/201106/1354666.htm>

图表 13：地方政府债务按到期年度的分布



资料来源：国家审计署、中金公司研究部

2) 资本充足率新规

根据 21 世纪经济报道消息，银监会正在修订资本充足率管理办法，并在近期向商业银行发出征求意见稿，该稿的主要内容包括：

- ▶ **提高了同业业务和票据贴现的风险权重。**将对我国其他商业银行债权的风险权重从 20% 提高到 50%，其中原始期限三个月以内的风险权重从 0% 提高到 20%。
- ▶ **取消了对我国政府投资的公用企业债权的风险权重。**现行资本充足率管理办法给予我国政府投资的公用企业债权以优惠风险权重 50%，修订稿中统一为 100%。
- ▶ **对高风险贷款可以设定大于或等于 150% 的风险权重。**银监会根据宏观经济、产业政策和信贷风险变化，在第二支柱下可对特定高风险资产组合使用大于或等于 150% 的风险权重。
- ▶ **将除按揭贷款以外的其他零售贷款风险权重从 100% 降至 75%。**

根据我们与银行的沟通，该征求意见稿中还包括以下内容：

- ▶ **严格了核心一级资本扣除标准，将核心资本扣减项扩张至八项：**主要是将无形资产（按揭服务权、土地使用权除外）、非时间性因素引起的净递延税资产和减值准备缺口从核心资本中扣除。
- ▶ **将操作风险纳入资本计量的范畴。**在基本指标法下，操作风险资本要求等于过去三年平均营业收入的 15%，并乘以 12.5 倍计入加权风险资产。
- ▶ **提高了对五年期以上公司贷款的风险权重。**修订稿中将五年期公司贷款的风险权重从 100% 提高至 115%，将 30 年期公司贷款的风险权重从 100% 提高至 300%，其他各期限也都相应提高。
- ▶ **未使用的信用卡授信额度的风险权重从 50% 提升至 75%。**
- ▶ **降低了小企业贷款的风险权重。**修订稿中将商业银行对单个债务人授信总额不超过 500 万元且该债务人资产总额不超过 1000 万元人民币，或授信

总额不超过 500 万元且该债务人年销售额不超过 3000 万元人民币纳入零售风险暴露，并给予 75% 的风险权重。

- ▶ **提高了贷款承诺的风险权重。**修订稿中将贷款承诺的风险权重由原来的 0%（一年期以内）或 50%（其他）提升至 75%。

总体而言，征求意见稿反映了银监会严控国内银行业风险，加强资本监管的决心。此次资本充足率管理办法中的严格资本扣减、明确不合理资本工具、将操作风险纳入资本计量的范畴、降低零售贷款和小企业贷款的风险权重等内容都早已被写入 Basel II 和 Basel III。而提高同业业务和票据贴现的风险权重、取消对中央政府投资的公用企业债券风险权重、提高对五年期以上公司贷款风险权重则是银监会独创的内容。

静态测算，新资本充足率管理办法的实行将降低上市银行核心资本充足率约 2 个百分点，将再次引发市场对银行再融资的担忧。根据上市银行披露的 2010 年数据测算，我们估计征求意见稿中对上市银行核心资本充足率影响最大的科目分别是操作风险的引入（69bp）、五年以上长期贷款风险权重调整（46bp）、同业业务和票据贴现风险权重的提高（30bp）、提高贷款承诺加权风险系数（22bp）、取消对政府投资的公用企业的优惠风险权重（21bp），而零售业务和小企业贷款风险权重下调将提升核心资本充足率约 8bp。综合而言，对上市银行的整体影响约为 2 个百分点，影响较小的银行包括民生、深发展、招行和华夏。

动态来看，最终实际影响可能会小于我们的静态测算，主要由于：

- ▶ **银行可以通过资产结构调整降低新规定的冲击。**银行可以通过降低中长期贷款占比、提高零售贷款占比和小企业贷款占比、提高拨贷比、将同业存放和同业拆放转为买入返售资产（以国债为标的）等方式，尽量降低新规定对核心资本充足率的负面影响。
- ▶ **银行将积极推进巴塞尔 II 内部评级法的应用，进而缓解新规定的冲击。**根据部分银行内部测算，实行内部评级法有助于银行节约资本，提升资本充足率。在资本监管新规的冲击下，各银行将积极推进内部评级法的应用并争取早日获得银监会的认可。
- ▶ **此外，该征求意见稿最终能否全面执行尚存变数，未来仍有修改余地。**我们认为该征求意见稿最终能得以全面推行的概率不高，主要由于 1) 商业银行和银监会之间有良好的沟通对话机制，有助于协调各方利益，如 2009 年的次级债事件，最终执行规则改为“新老划断”，远较原方案温和；2) 该征求意见稿对商业银行影响偏大，高达 2 个百分点左右的影响将令几乎所有银行都面临再融资压力，这难以得到各方面的认同，执行难度较大。

但我们认为，市场目前尚未完全反映资本充足率新规的杀伤力。尽管最终版本应该会更加温和，但是负面影响是肯定的，银行的再融资时间点可能会因此提前，而目前市场并未完全反映。

3) 表外业务

表外业务的含义包括两个方面，即资产方的表外化和负债方的表外化。近年来表外业务快速增长：

► **资产方的表外化**反映在宏观层面，即社会融资总量中，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票等表外融资的占比从 2003 年的 7.7% 快速提升至 2010 年的 26.9%；反映在微观层面，即表外业务风险资产占银行整体加权风险资产的比重越来越高，目前上市银行这一比例普遍在 10-15% 左右。

► **负债方的表外化**即存款“出逃”到理财产品。根据 WIND 数据，今年上半年共发行理财产品约 1.03 万支，已经接近去年全年的发行量（1.18 万支）。

表外业务的快速增长已经逐渐受到了监管机构的关注，兵出台了一系列政策，我们预计，未来继续出台针对表外业务的监管政策的可能性加大，有可能会限制表外业务过快增长的势头，并带来拨备计提、资本充足、手续费收入等方面的压力：

► **银信合作。**根据媒体报道³，银监会在 6 月份发布了关于银信转表的通知，对转表规定进一步明确，主要包括：对于 2012 年及以后到期的，从 2011 年起，按每季度 25% 计入风险资产和计提拨备。根据媒体的数据，2012 年以后到期的银信合作贷款规模约为 5000-7000 亿，假设上市银行持有约 80% 的银信贷款，则上市银行需回表 4000-5600 亿元。

- 假设按照拨贷比 2.5% 计提拨备，对 2011 年上市银行净利润影响为 0.9%-1.2%
- 假设回表银信贷款的风险加权系数为 100%，按照平均 10% 的资本充足率要求计算，对 2011 年末上市银行资本充足率的影响约为 9-13bp，相当于额外消耗资本金 400-560 亿元。

► **理财产品销售。**根据媒体报道⁴，银监会于六月末召开理财业务会议，称理财产品已经成为绕过监管的吸存手段，进而影响存贷比指标。银监会指出了六项违规操作，要求商业银行立即整改。这六项被点名的违规操作包括：同业存款存放本行、购买他行理财产品、投向政府融资、绕过信托做信托受益权产品、委托贷款理财产品、票据资产理财产品。

图表 14: 银信合作贷款转表测算

银信合作贷款转表影响测算			(单位: 亿元人民币)
2012 年以后到期的银信合作贷款	5,000	7,000	
假设上市银行市场份额	80%		
上市银行需在 2011 年底前转表的规模	4,000	5,600	
假设计提拨备的比率	2.5%		
需额外计提拨备	100	140	
上市银行合计 2011 年净利润	8,600		
对 2011 年净利润影响	0.9%	1.2%	
假设风险加权系数	100%		
新增风险加权资产	4,000	5,600	
额外消耗资本金	400	560	
上市银行合计风险加权资产	432,000		
降低资本充足率 (bp)	9	13	

数据来源：21 世纪经济报道，中金公司研究部

资料来源：公司数据，Wind，中金公司研究部

流动性难言乐观，并不支持银行股大幅反弹

通胀压力仍处高位，货币政策不会急转弯。5 月份 CPI 同比上涨 5.5%，已经处于 2008 年 7 月以来的最高位，市场普遍预期 6 月 CPI 同比达到 6% 以上，说明短期内通胀压力依然吃紧。高频数据显示 6 月份食品 CPI 环比呈现反季节上涨，而过去几个月非食品 CPI 环比增速一直高于历史平均水平。面对短期内高企的通胀压力，控通胀仍是当前货币政策的首要目标。货币政策短期内急转弯的可能性不大。

下半年到期现金流明显少于上半年，而持续上调存款准备金率带来的货币乘数收缩效应将在下半年逐步体现，M2 低于预期的风险较大。我们预计，七八月份的到期现金流分别只有 3720 亿和 2060 亿，相比上半年动辄六七千亿的到期现金流有了明显下降，这使得下半年央行的基础货币注入量将减少。而由于去年下半年以来持续上调存款准备金，货币乘数逐季减少，我们预计，货币乘数收缩效应将在下半年继续体现。基础货币注入量和货币乘数的下降使 M2 增速低于预期的风险加大。我们的测算表明，今年前五个月新增 M2 约 3.8 万亿，假定全年 M2 增速为 16%，则全年新增 M2 约为 11.6 万亿，这意味着前五个月新增 M2 占全年预计新增 M2 的比例仅为 32.3%，远低于 2001 年以来平均的 40.9%。因此，我们认为，全年 M2 增速低于 16% 的风险较大。

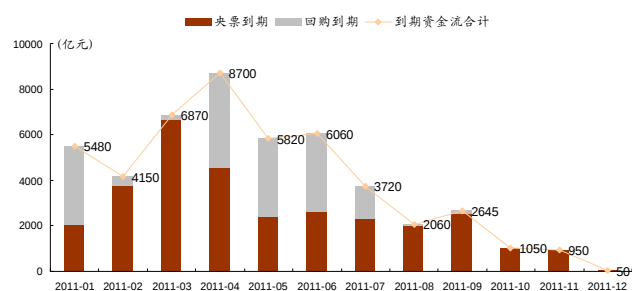
加上商业银行普遍吃紧的贷存比，下半年的贷款投放能力不容乐观，二季度低于额度的贷款增长可能持续。今年前五个月全行业新增人民币贷款 3.55 万亿元，占全年 7.5 万亿预计新增贷款额度的 47%，低于按照 3: 3: 2: 2 季度投放节奏和 4: 3: 3 季度月间投放节奏推算的进度（约 51%）。投放进度慢于预期的背后，是贷存比考核，尤其是日均贷存比监管对商业银行贷款投放的制约。我们认为，下半年贷款投放能力仍不容乐观，全年新增贷款低于 7.5 万亿的可能性加大。

2011-7-8

³ <http://finance.sina.com.cn/roll/20110701/031310076804.shtml>

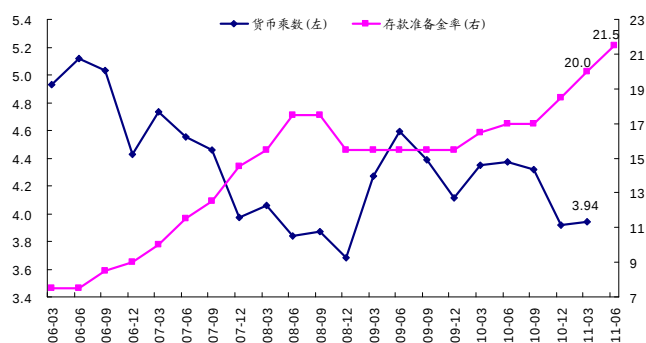
⁴ <http://finance.sina.com.cn/china/bwdt/20110628/141510059892.shtml>

图表 15: 2011 年到期现金流



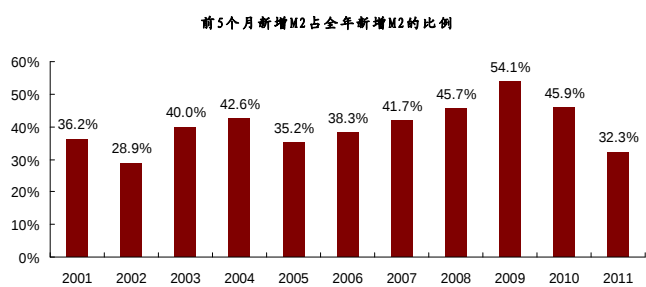
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 16: 存款准备金率持续上调使未来货币乘数有望继续下降



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 17: 历史上前五个月新增 M2 占全年新增 M2 比例



资料来源：Wind、中金公司研究部

秋实未至，等待季末政策信号

在政策混沌、流动性无转机的环境下，我们认为秋实仍需等待。会令我们转变得更加乐观的政策信号包括：

► 通胀实质性见顶，货币政策转向：

- 中金固定收益组认为：通胀 7 月份创新高的可能性在加大，但即使创新高，也不会明显高于 6 月份。目前市场仍普遍预期 CPI 在 6 月份见顶

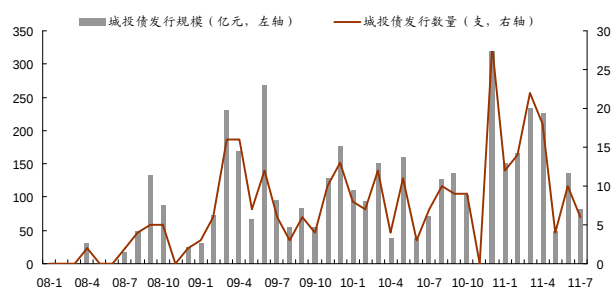
的可能性比较大。但从最新的农产品数据来看，统计局 50 城市食品价格总体加权指数下旬环比扩大，上涨 1.3%。由于 6 月下旬的数据对 7 月数据也会产生抬高的作用，因此 7 月份 CPI 创新高的可能性在增大。但我们认为，即使 7 月份 CPI 创新高，也不会明显高于 6 月份。再往后看，翘尾因素的影响会开始逐步拉低 CPI 同比。

- 中金固定收益组认为：货币政策或已进入观察期，但仍需确认。在央行二季度货币政策委员会例会上，描述货币政策时用的是“稳定性、针对性和灵活性”，而非一季度的“针对性、灵活性和有效性”，即用“稳定性”取代了“有效性”，同时增加了“把握好政策节奏和力度”的措辞，或许意味着货币政策调控的密集期已经结束，未来可能进入观察期，但仍需进一步观察确认。

► 市政债推进和银监会对地方政府贷款的流贷转固贷等缓解流动性兑付风险的措施出台：在银行收紧对融资平台贷款的情况下，城投债的发行显著提速。据统计，2011 年前 6 个月，发行金额就已占到了 2010 年全年的 81%，较 2010 年增长迅猛。我们认为，短期内融资平台贷款的风险主要是流动性风险。城投债等的发行提速有助于缓解地方政府短期内还本付息压力。但融资平台问题的真正解决还需要财税体制的改革，完善转移支付体系，推进市政债，以及银监会对地方政府贷款的流贷转固贷等缓解流动性兑付风险的措施出台。

► 资本充足率新规修订版大幅妥协，实际影响控制在 0.5 个百分点左右。我们认为，银监会对此次资本充足率征求意见稿的态度较为缓和，有助于商业银行和银监会，以及其他监管部门和银监会的沟通协调。如果最后的实际影响控制在 0.5 个百分点左右，对市场将是较为有利的政策信号。

图表 18: 城投债发行规模



资料来源：中金公司固定收益部

图表 19: 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	4.31	349,019	262,225	1,504	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	4.83	250,011	9,594	1,208	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	3.11	279,147	195,525	868	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	18.0			
农业银行	2.67	324,794	15,342	867	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	30.7			
交通银行	5.54	56,260	29,736	312	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	19.9	20.1	24.1	19.6	21.8			
中小股份制银行																						
招商银行	13.23	21,577	17,666	285	1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7			
民生银行	5.75	28,366	22,588	163	1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1			
浦发银行	9.93	18,653	14,923	185	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	13.83	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	10.99	4,991	3,784	55	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	17.29	3,485	3,105	60	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	10.07	6,228	6,228	63	1.65	1.55	1.51	1.56	1.19	1.07	1.02	1.03	15.8	17.0	16.1	15.5	23.0	21.4	22.2			
南京银行	9.05	2,969	2,969	27	1.85	1.80	1.82	1.85	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.4	33.5	21.7	27.5			
宁波银行	11.08	2,884	2,474	32	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	5.79	349,019	86,794	2,021	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	6.27	250,011	204,417	1,568	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	3.72	279,147	83,622	1,038	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	18.0			
农业银行	3.98	324,794	30,739	1,293	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	30.7			
交通银行	7.46	56,260	26,524	420	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	20.2	20.1	24.1	19.6	21.8			
中小股份制银行																						
招商银行	18.84	21,577	3,910	407	1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7			
民生银行	7.10	26,715	4,127	190	1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1			
农村商业银行																						
重庆农商行	4.72	9,300	2,513	44	1.41	1.62	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				市价/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率	
	08A	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	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.6	6.2	5.0	4.1	11.6	9.1	7.3	6.0	2.23	1.83	1.57		
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	6.9	5.9	4.7	3.9	11.3	9.0	7.0	5.7	2.17	1.73	1.48		
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	6.9	5.6	4.5	3.7	10.7	8.3	7.0	5.9	1.69	1.35	1.20		
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	7.6	5.3	4.0	3.4	13.3	9.1	6.6	5.4	2.53	1.60	1.33		
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.86	1.03	2.91	3.96	4.70	5.56	6.3	5.0	4.1	3.4	10.3	8.0	6.4	5.4	1.90	1.40	1.18		
中小股份制银行																						
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.67	2.04	4.30	6.21	7.62	9.24	11.5	7.4	5.3	4.3	15.7	11.1	7.9	6.5	3.08	2.13	1.74		
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06	3.10	3.67	4.73	5.66	7.8	5.7	4.3	3.4	13.5	9.2	6.85	5.4	1.85	1.57	1.22		
浦发银行	0.67	0.71	1.03	1.38	1.66	3.65	6.61	7.86	9.31	8.9	6.2	4.7	3.8	14.0	9.7	7.2	6.0	2.72	1.50	1.26		
兴业银行	1.06	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	8.1	6.9	5.8	2.50	1.62	1.35		
华夏银行	0.45	0.55	0.87	1.20	1.51	4.41	5.18	9.17	10.50	9.2	6.2	4.8	3.8	20.0	12.6	9.2	7.3	2.49	2.12	1.20		
深发展	0.18	1.44	1.80	2.35	2.80	5.87	9.62	11.70	14.15	7.8	6.5	4.6	3.9	12.0	9.6	7.3	6.2	2.94	1.80	1.48		
城市商业银行																						
北京银行	0.74	0.77	0.93	1.14	1.39	5.14	5.82	8.39	9.55	8.0	6.4	6.0	4.8	13.1	10.8	8.8	7.2	1.96	1.73	1.20		
南京银行	0.49	0.52	0.78	1.04	1.27	4.05	6.34	7.19	8.19	12.0	8.0	6.0	4.9	17.4	11.6	8.7	7.1	2.23	1.43	1.26		
宁波银行	0.46	0.51	0.81	1.00	1.18	3.38	5.51	6.31	7.24	14.7	10.1	7.8	6.3	21.9	13.8	11.0	9.4	3.28	2.01	1.76		
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	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	9.0	7.2	5.4	4.5	13.7	10.4	7.9	6.6	2.64	2.10	1.71		
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	7.9	6.5	4.9	4.1	12.9	9.9	7.3	6.0	2.48	1.92	1.56		
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	7.3	5.8	4.3	3.6	11.3	8.5	6.8	5.7	1.78	1.38	1.17		
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	10.0	6.8	4.8	4.1	17.5	11.6	8.0	6.5	3.32	2.04	1.61		
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.86	1.03	2.91	3.96	4.70	5.56	7.5	5.8	4.5	3.7	12.3	9.2	7.0	5.9	2.26	1.61	1.29		
中小股份制银行																						
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.67	2.04	4.30	6.21	7.62	9.24	14.4	9.0	6.1	5.0	19.6	13.5	9.1	7.5	3.86	2.59	2.01		
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06	3.10	3.67	4.73	5.66	8.5	6.0	4.3	3.4	14.6	9.7	6.87	5.5	2.01	1.65	1.22		
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	14.8	9.5	6.0	4.9	20.5	12.2	8.4	6.9	4.08	1.67	1.36		
H股银行平均																						
	0.8	6.9	5.0	4.1	15.2	10.5	7.6	6.2	4.71	1.85	1.44	1.23	2.0	2.2	3.1	3.6						

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

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司为民生、招行、农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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
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

