



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 10 月 8 日

银行

研究部

毛军华¹

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

罗景 CFA

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

山雨欲来风满楼

中国民间借贷分析

行业近况:

近期媒体²密集报道民间高利贷导致中小企业资金链断裂、企业主跑路的案例,引发市场对中国影子银行体系和银行业资产质量潜在风险的担心。

关注要点:

估计中国民间借贷余额在 2011 年中期同比增长 38%至 3.8 万亿元, 占中国影子银行体系总规模约 33%, 相当于银行总贷款的 7%。

中小企业违约的总体情况并没有媒体报道的那样严重, 但未来违约率可能会上升。根据我们掌握的信息, 已经发生的违约事件多与过度举债或涉足投机领域有关, 即便是在温州, 出问题的中小民营企业只占全部中小企业的一定比例。目前温州民间信贷平均利率大致在 24%-25%, 利率达 50%-60%的民间信贷并不多。但未来几个季度中小企业的违约率会上升, 特别是年底中小企业将迎来支付员工工资和应付账款的高峰。

估计银行业小企业不良贷款将上升 1550 亿元, 相当于公司贷款总额的 0.46%。民间借贷的违约并不会直接导致银行的不贷款上升, 但是存在数种间接传递的渠道。2008 年下半年, 浙江省内某大城市的银行体系就曾出现了不良贷款率从 0.9%上升到 2.5%的情况。如果我们假设未来出现和 2008 年类似的不良贷款增长, 银行业小企业不良贷款预计将增加 1550 亿元。实际上, 银行自今年中期以来就注意到民间借贷的潜在风险, 并且进行了客户排查。因此, 银行受到牵连的风险基本是可控的。特别是地方政府也开始警惕民间借贷隐患, 我们预计一旦局势恶化地方政府会和 2008 年一样出手维稳并协调各方进行债务重组。

全面放松的可能性较小, 但政府将使用针对性的措施化解风险。尽管我们近期草根调研显示民间借贷利率大幅攀升的主要原因是央行的信贷额度管制和银监会的表外业务监管, 但是我们并不认为监管机构会松动货币政策以缓解中小企业的资金紧张状况。银监会针对性的监管政策或财政政策将能更加有效地解决问题。此外, 监管机构不会禁止民间借贷, 但是会打击民间借贷中介的非法吸收公众存款行为。

估值与建议:

A 股银行具备长期投资价值, 但短期仍需等待“秋实”信号。我们的模型中已经假设未来 12 个月上市银行不良贷款增加 1800 亿, 相当于全行业新增不良贷款 2600 亿, 目前市场已经过度反映资产质量的担忧。A 股银行目前交易于 2011 年 1.22 倍 P/B 和 2012 年 1.04 倍 P/B。考虑到银行业 2011 年拨备前利润将达到 1.5-1.6 万亿元, 假设 50%的损失率, 则 1 倍 P/B 隐含着一年内新增不良贷款 3 万亿或不良率上升 5-6 个百分点。因此, 我们认为银行股已经具备长期投资价值。但是, 短期而言, 我们认为不断暴露的中小企业资金链断裂的案例以及房地产行业的负面消息仍会打击市场情绪, 银行板块难以获得良好的绝对收益。“秋实”仍需等待资本充足率终稿和货币政策放松的信号。

风险:

中国经济硬着陆; 房地产市场调整幅度超预期。

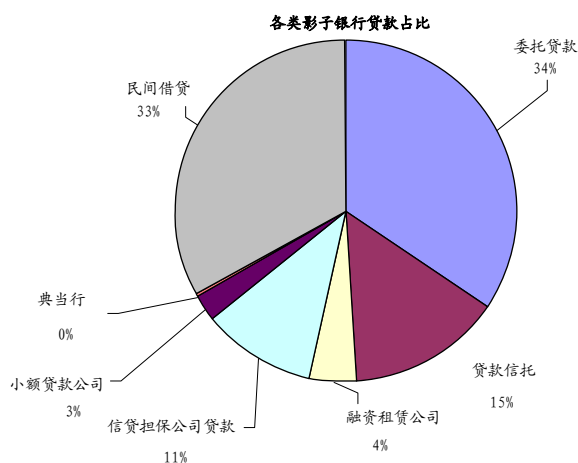
¹ 报告贡献人: 黄洁 (huangjie@cicc.com.cn)

² <http://finance.sina.com.cn/roll/20110928/090610553732.shtml>

中国民间借贷余额约为 3.8 万亿元

我们估计中国民间借贷余额已达到 3.8 万亿元，占中国影子银行贷款总规模（中金估计）约 33%，相当于银行总贷款的 7%（图表 1）。

图表 1：各类影子银行贷款占比



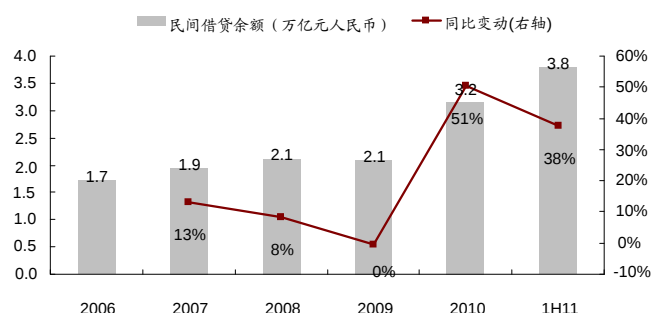
资料来源：中国人民银行、银监会、中国信托业协会、中金公司研究部

中国民间借贷规模测算

民间借贷领域数据鲜有披露，为了正确估计其规模，我们须设置若干假设。经过测算，我们估计中国民间借贷余额在 2011 年中期增至 3.8 万亿元，同比增长 35~40%，半年环比增长 20~25%（图表 2），假设如下：

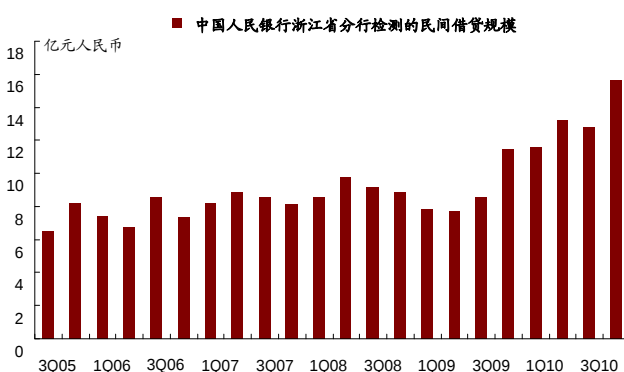
1. 根据央行调查，2010 年 1 季度末民间借贷余额为 2.4 万亿元；
2. 中国人民银行浙江省分行监测了 2005 年 3 季度 - 2010 年 4 季度期间每个季度的民间借贷规模。由于民间借贷的期限一般在半年至一年，因此我们用前九个月的借贷规模估算民间借贷余额，从而计算出浙江省（国内民间借贷最活跃的省份）民间借贷余额的增速（图表 3）。
3. 假设浙江的数据能反映全国民间借贷市场状况，从而推测 2006 年 1 季度 - 2010 年 2 季度之间每季度的全国民间借贷余额。
4. 温州 2010 年 2 季度和 2011 年 2 季度民间借贷余额分别为 800 亿元和 1100 亿元。假设全国民间借贷余额增速相同，我们估算出 2011 年年中全国民间借贷余额约为 3.8 万亿元。

图表 2：2011 年年中民间借贷余额估计达到 3.8 万亿元



资料来源：中金公司研究部

图表 3：中国人民银行浙江省分行监测的民间借贷规模



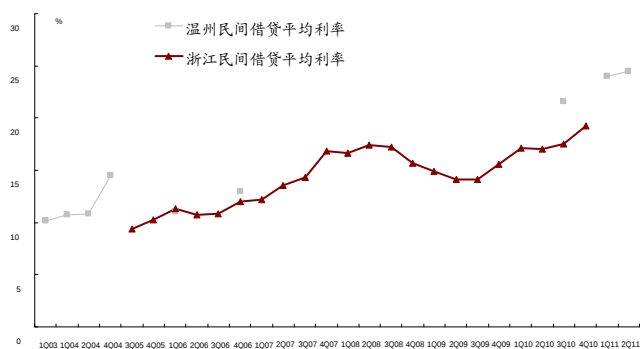
资料来源：中国人民银行浙江省分行、中金公司研究部

根据以上估算，我们发现：

1. 2008 年之前民间借贷行为适度，同比增速约为 10%；
2. 2009 年由于流动性充裕，民间借贷余额停止增长，当年 2~3 季度甚至出现了下降；
3. 2010 年和 2011 年上半年一系列的紧缩政策再次推动民间借贷市场，同比增速约为 50% 和 40%。

温州民间信贷平均利率约为 24~25%（图表 4）。中国人民银行温州分行一直在监测四个来源的数据，分别代表了四类民间借贷。媒体报道的是第三类的借贷成本，而非面向中小企业的民间借贷的整体成本（图表 5）。

图表 4：民间借贷利率变化



资料来源：中国人民银行浙江省分行，中金公司研究部

图表 5：四类民间借贷利率

(自 2010 年 9 月)	数据来源	金额(十亿元人民币)	利率(%)
一般社会主体之间的普通借贷	农信社	34	13.37
公开市场短期周转为主的借贷	小额贷款公司	5	17.74
隐蔽市场短期垫资为主的借贷	融资中介公司	24	35.65
融资性中介向社会借入的借贷	融资中介公司	17	15
合计		80	20.67

资料来源：中国人民银行浙江省分行，中金公司研究部

根据央行温州分行的调查结果，民间借贷的资金来源如下：

- 当地企业：30%
- 当地居民：20%
- 外地企业和居民：20%
- 银行：10%

我们认为其中当地和外地的企业资金部分也来源于银行，因此估计民间借贷约有 30~40%运用了银行贷款。

央行温州分行的调查结果显示民间借贷资金用于以下四个方面：

- 营运资金贷款 35%
- 房地产市场 20%
- 银行贷款还旧借新之间的过桥贷款 20%
- 民间融资中介 20%
- 其他 5%

资产质量风险基本可控

根据我们掌握的信息，已经发生的违约事件多与过度举债或涉足投机领域有关，而且即使是在温州，出问题的中小民营企业在当地仍是少数。但未来几个季度中小企业的违约率会上升，特别是年底中小企业将迎来支付员工工资和应付账款的高峰。

民间借贷风险侵入银行系统的三条渠道

民间借贷的违约并不会直接导致银行的不良贷款上升，但是存在数种间接传递的渠道：

(1) 背负银行贷款的中小企业也可能从民间借贷市场借款；(2) 部分企业用银行贷款在民间借贷市场放贷；(3) 部分支行行长和客户经理利用其社会资源扮演融资中介的职能，因而给银行带来潜在的声誉风险。

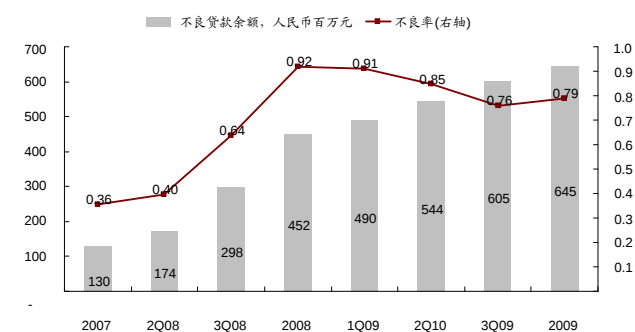
银行业小企业不良贷款预计将增加 1550 亿元

2008 年下半年，宁波银行的不良贷款余额飙升 160%，不良贷款率从 0.40% 增至 0.92%（图表 6）。2008 年下半年，浙江省内某大城市的银行就曾因全球金融危机出现了不良贷款率从 0.9% 上升到 2.5% 的情况。

今年上半年银监会披露，小企业借贷余额已达到 9.7 万亿元，占银行的公司贷款总额的 29%（图表 7）。如果我们假设未来出现和 2008 年类似的不良贷款增长，银行业小企业不良贷款预计将增加 1550 亿元，相当于公司贷款总额的 0.46%。

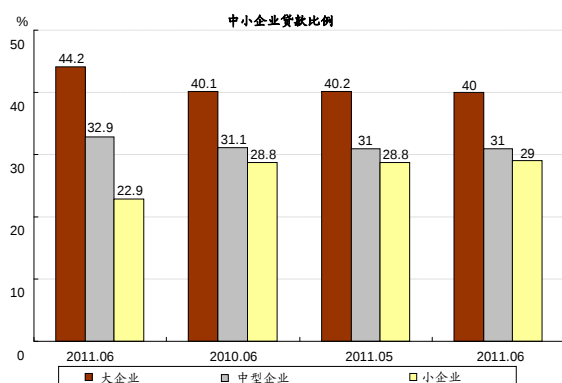
实际上，银行自今年中期以来就注意到民间借贷的潜在风险，并进行了客户排查。因此，银行受到牵连的风险基本是可控的。特别是地方政府也开始警惕民间借贷隐患，我们预计一旦局势恶化地方政府会和 2008 年一样出手维稳并协调各方进行债务重组。

图表 6：宁波银行不良贷款余额飙升



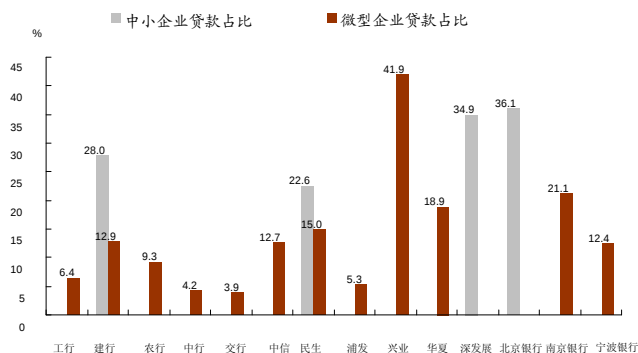
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表7：小企业贷款占公司贷款总额近30%



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表8：中小企业贷款/微型企业贷款占比对比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

政府将采取针对性措施化解风险

尽管我们近期草根调研显示央行的信贷额度控制和银监会的表外业务监管推高银行贷款利率，并进而推动民间借贷利率的大幅攀升，但是我们并不认为监管机构会放松货币政策以缓解中小企业的资金紧张状况。银监会针对性的监管政策或财政政策将能更加有效地解决问题。此外监管机构不会禁止民间借贷，但是会打击民间借贷中介的非法吸收公众存款行为。

地方政府：为了维持社会稳定和保证就业，地方政府会运用丰富的资源帮助资金紧张的企业，尤其是当地的优质企业。具体措施包括：银行不抽贷、建立政府支持的信用担保公司以促进中小企业贷款、打击具有黑社会性质的地下钱庄，更重要的是，地方政府可以更好地利用其巨大的土地储备。例如，浙江某大型缝纫机生产厂家，2008年由于民间借贷金额巨大面临严重的资金问题，地方政府将其土地性质从工业用地（市场价值每平方米500元）改成了商业用地（市场价值每平方米5000元），从而成功拯救了该企业。

银监会：银监会已经采取了一系列政策鼓励中小企业贷款，例如将小企业贷款的风险权重从100%降至75%、将中小企业不良贷款率容忍度提高至5%等等。此外，银监会也正在考虑小企业贷款不纳入存贷比考核，或允许银行发行金融债专项用于小企业贷款。

投资者过于悲观

投资者对资产质量和经济硬着陆的担忧严重打压了银行股的表现，而对民间借贷的担心也进一步打击市场情绪。预计不良贷款余额将逐步增加，我们在模型中已经假设未来18个月上市银行不良贷款增加1400亿元（如果加回不良贷款核销，实际为毛新增1800亿元）至5000亿元（图表9）。考虑到不良贷款覆盖率较高，预计2012年信用成本为62个基点，2011年上半年为48个基点。

然而，我们认为目前市场过于悲观，其考虑的悲观情景在未来一年出现的可能性较低。考虑到2011年银行业拨备前利润将达到1.5万亿元，假设50%的损失率，则1倍P/B隐含着一年内新增不良贷款3万亿或不良率上升5-6个百分点（图表10）。部分中型银行2011年P/B低于1倍，说明投资者认为其资产质量问题更加严重。

图表9：预计不良贷款攀升20%

不良贷款余额（人民币百万元）	2007	2008	2009	2010	1H11	2011E	2012E
工行	111,774	104,482	88,467	73,241	69,486	75,032	81,541
建行	85,170	83,882	72,156	64,712	63,417	72,550	85,207
农行	818,853	134,067	120,241	100,405	90,048	104,286	119,651
中行	90,317	90,879	76,006	63,876	62,694	70,272	89,475
交行	22,694	25,520	25,009	24,988	23,935	29,817	37,152
中信	8,492	9,046	10,157	8,533	8,435	10,061	12,759
浦发	8,023	8,467	7,460	5,880	5,238	7,191	9,482
民生	6,773	7,921	7,397	7,339	7,173	8,854	12,961
兴业	4,583	4,149	3,779	3,616	3,249	5,352	7,976
华夏	6,890	6,487	6,457	6,254	5,608	7,341	8,803
深发展	12,475	1,928	2,444	2,367	1,973	2,737	3,551
北京银行	3,240	2,987	2,795	2,321	2,198	2,892	3,777
宁波银行	130	452	645	704	789	958	1,408
南京银行	548	660	815	810	802	1,046	1,458
重庆农商行	9,971	6,761	3,946	2,911	2,651	2,599	2,453
不良贷款余额	1,219,075	506,727	445,633	383,474	362,912	419,075	500,687
同比增长	-7%	-7%	-12%	-14%	-10%	9%	19%
调整后同比增长（加上不良贷款核销）	-3%	9%	-4%	-7%	-4%	16%	26%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表10：盈亏平衡情况下的不良贷款压力测试

人民币十亿元：违约损失率50%	2011E拨备前利润	盈亏平衡情况下不良贷款增长	2011盈亏平衡情况下不良率	目前不良率(2011.6)
银行业	1,500*	3,000	6.67%	1.00%
工行	303	607	8.86%	0.95%
建行	258	517	9.00%	1.03%
农行	221	443	9.70%	1.67%
中行	199	398	7.16%	1.01%
交行	77	153	6.91%	0.98%
中信	45	89	6.61%	0.62%
民生	43	86	7.59%	0.63%
华夏	16	32	6.09%	0.98%
浦发	40	80	6.38%	0.42%
深发展	14	28	6.34%	0.44%
兴业	35	69	7.21%	0.35%
北京银行	13	26	7.05%	0.59%
南京银行	4	9	9.52%	0.85%
宁波银行	4	8	7.21%	0.67%
重庆农商行	6	12	9.43%	1.97%
中国上市银行	1,362	2,724	8.11%	1.00%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 11: 可比公司估值 - 摊薄后

	股价 (当地货币)	总股本 百万股	流通股 百万股	总市值 (当地货币, 十亿)	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速					
					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	3.98	349,019	262,225	1,389	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.44	1.52	20.2	22.1	23.3	23.9	24.9	20.5	22.7			
建设银行	4.40	250,011	9,594	1,100	1.91	2.00	2.23	2.33	1.24	1.32	1.50	1.59	20.8	21.4	22.8	23.5	28.7	20.3	24.4			
中国银行	2.85	279,147	195,525	796	1.60	1.60	1.77	1.83	1.09	1.14	1.16	1.20	16.5	18.0	18.4	19.2	20.5	17.9	19.2			
农业银行	2.46	324,794	15,342	799	1.44	1.68	2.00	2.09	0.82	0.99	1.20	1.32	20.5	21.4	22.2	23.2	40.3	24.6	32.2			
交通银行	4.48	61,886	32,709	277	1.66	1.71	1.80	1.83	1.01	1.08	1.15	1.18	19.4	20.2	20.0	20.1	25.0	19.0	22.0			
中小股份制银行																						
中信银行	4.30	39,033	26,418	168	1.41	1.75	1.97	2.01	0.94	1.13	1.25	1.27	12.9	19.3	18.6	17.7	29.7	20.6	25			
民生银行	9.52	28,366	22,588	157	1.69	1.75	2.07	2.10	0.98	1.09	1.25	1.33	17.1	18.3	21.4	22.1	47.0	29.5	38.0			
浦发银行	8.54	18,653	14,923	159	1.42	1.56	1.66	1.67	0.90	1.01	1.05	1.06	24.1	20.0	21.9	19.2	32.9	20.4	26.5			
兴业银行	12.59	10,786	10,786	134	1.51	1.65	1.68	1.72	1.13	1.16	1.12	1.12	24.5	24.4	22.6	22.1	24.5	19.3	21.9			
华夏银行	10.11	6,850	4,200	69	1.40	1.30	1.33	1.37	0.48	0.64	0.69	0.71	13.0	18.2	16.7	15.4	37.8	25.7	31.6			
深发展	16.04	5,123	3,105	82	1.46	1.42	1.54	1.56	0.95	0.96	0.97	0.99	27.3	23.3	15.3	13.7	52.1	39.6	45.9			
城市商业银行																						
北京银行	9.23	6,228	6,228	57	1.65	1.55	1.56	1.56	1.19	1.07	1.03	1.04	15.8	17.0	16.6	16.2	27.1	23.6	25.4			
南京银行	8.12	2,969	2,969	24	1.85	1.80	1.82	1.86	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.5	33.2	22.6	27.8			
宁波银行	9.28	2,884	2,474	27	1.63	1.48	1.46	1.53	1.09	1.09	1.04	1.03	15.7	18.1	17.1	17.4	25.9	16.6	21.1			
H股																						
大型银行																						
工商银行	3.86	349,019	86,794	1,347	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.44	1.52	20.2	22.1	23.3	23.9	24.9	20.5	22.7			
建设银行	4.71	250,011	240,417	1,178	1.91	2.00	2.23	2.33	1.24	1.32	1.50	1.59	20.8	21.4	22.8	23.5	28.7	20.3	24.4			
中国银行	2.31	279,147	83,622	645	1.60	1.60	1.77	1.83	1.09	1.14	1.16	1.20	16.5	18.0	18.4	19.2	20.5	17.9	19.2			
农业银行	2.44	324,794	30,739	792	1.44	1.68	2.00	2.09	0.82	0.99	1.20	1.32	20.5	21.4	22.2	23.2	40.3	24.6	32.2			
交通银行	4.38	61,886	29,177	271	1.66	1.71	1.80	1.83	1.01	1.08	1.15	1.18	19.4	20.2	20.0	20.1	25.0	19.0	22.0			
中小股份制银行																						
中信银行	3.20	39,033	12,402	125	1.41	1.75	1.97	2.01	0.94	1.13	1.25	1.27	12.9	19.3	18.6	17.7	29.7	20.6	25.1			
民生银行	4.51	26,715	4,127	120	1.69	1.75	2.07	2.10	0.98	1.09	1.25	1.33	17.1	18.3	21.4	22.1	47.0	29.5	38.0			
农村商业银行																						
重庆农商行	2.28	9,300	2,513	21	1.41	1.62	1.89	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.1	17.7	39.3	22.6	30.7			
	每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市净率				市净率				股息收益率	
	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E		
A股																						
国有大银行																						
工商银行	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.0	5.8	4.6	3.8	10.7	8.4	6.7	5.6	2.06	1.69	1.45	1.23		
建设银行	0.43	0.54	0.69	0.84	2.22	2.79	3.27	3.82	6.3	5.4	4.3	3.6	10.3	8.2	6.3	5.3	1.98	1.58	1.35	1.15		
中国银行	0.29	0.37	0.45	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	6.4	5.2	4.0	3.4	9.8	7.6	6.3	5.4	1.54	1.24	1.10	0.97		
农业银行	0.20	0.29	0.41	0.51	1.06	1.67	2.02	2.39	7.0	4.9	3.6	3.1	12.3	8.4	6.0	4.8	2.33	1.47	1.22	1.03		
交通银行	0.49	0.63	0.79	0.94	2.65	3.60	4.28	5.06	5.6	4.5	3.6	3.1	9.2	7.1	5.7	4.8	1.69	1.24	1.05	0.89		
中小股份制银行																						
中信银行	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.33	9.2	6.0	4.5	3.7	14.1	9.4	7.2	6.0	1.96	1.67	1.15	0.99		
民生银行	0.43	0.62	0.92	1.19	3.10	3.67	4.81	5.85	7.5	5.5	3.7	2.9	12.9	8.9	6.02	4.7	1.78	1.50	1.15	0.94		
浦发银行	0.71	1.03	1.37	1.64	3.65	6.61	7.85	9.29	7.7	5.4	4.0	3.3	12.1	8.3	6.3	5.2	2.34	1.29	1.09	0.92		
兴业银行	1.23	1.72	2.14	2.55	5.53	8.53	10.41	12.64	7.5	2.4	3.9	3.2	10.1	7.2	5.8	4.9	2.24	1.45	1.19	0.98		
华夏银行	0.55	0.87	1.20	1.51	4.41	5.18	9.18	10.51	8.7	4.4	3.5	3.4	18.4	8.4	6.7	2.29	1.95	1.10	0.95			
深发展	0.80	1.00	1.52	2.12	3.24	5.31	12.31	14.22	13.1	10.8	6.7	4.8	20.1	16.1	10.6	7.6	4.95	3.02	1.30	1.13		
城市商业银行																						
北京银行	0.77	0.93	1.18	1.46	5.14	5.82	8.43	9.66	7.3	5.9	5.2	4.2	12.0	9.9	7.8	6.3	1.80	1.59	1.09	0.96		
南京银行	0.52	0.78	1.04	1.28	4.05	6.34	7.18	8.20	10.8	7.2	5.4	4.4	15.6	10.4	7.8	6.4	2.00	1.28	1.13	0.99		
宁波银行	0.51	0.81	1.01	1.18	3.38	5.51	6.32	7.25	12.3	8.5	6.5	5.3	18.4	11.5	9.2	7.9	2.75	1.69	1.47	1.28		
A股大银行平均																						
	6.5	5.1	4.0	3.4	10.5	7.9	6.2	5.2	1.92	1.44	1.23	1.05	3.3	3.8	5.5							
A股中小银行平均																						
	9.6	6.3	4.7	3.7	15.5	10.6	7.6	6.0	2.74	1.87	1.20	1.02	1.0	1.4	2.5							
A股城商行平均																						
	10.2	7.2	5.7	4.6	15.3	10.6	8.3	6.8	2.18	1.52	1.23	1.08	1.4	2.2	2.8							
A股银行平均																						
	8.7	6.1	4.7	3.8	13.9	9.8	7.3	5.9	2.38	1.67	1.21	1.04	1.8	2.3	3.5							
H股																						
大型银行																						
工商银行	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	6.0	4.8	3.6	3.0	9.2	6.9	5.3	4.4	1.76	1.40	1.14	0.97		
建设银行	0.43	0.54	0.69	0.84	2.22	2.79	3.27	3.82	5.9	4.9	3.7	3.1	9.7	7.5	5.5	4.6	1.87	1.44	1.17	1.00		
中国银行	0.29	0.37	0.45	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	4.5	3.6	2.6	2.2	7.0	5.3	4.2	3.5	1.10	0.86	0.72	0.64		
农业银行	0.20	0.29	0.41	0.51	1.06	1.67	2.02	2.39	6.1	4.2	2.9	2.5	10.7	7.1	4.8	3.9	2.03	1.25	0.98	0.83		
交通银行	0.49	0.63	0.79	0.94	2.65	3.60	4.28	5.06	4.8	3.7	2.9	2.4	7.9	5.9	4.5	3.8	1.46	1.04	0.83	0.70		
中小股份制银行																						
中信银行	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.33	6.0	3.8	2.7	2.3	9.2	5.9	4.3	3.6	1.28	1.06	0.70	0.60		
民生银行	0.43	0.62	0.92	1.19	3.10	3.67	4.81	5.85	5.4	3.8	2.4	2.0	9.3	6.2	3.99	3.1	1.28	1.05	0.76	0.63		
农村商业银行																						
重庆农商行	0.20	0.33	0.46	0.56	1.02	2.41	2.96	3.39	7.2	4.6	2.9	2.4	9.9	5.9	4.0	3.3	1.97	0.81	0.62	0.55		
H股银行平均																						
	6.2	4.4	3.1	2.6	9.6	6.6	4.7	3.9	6.6	4.7	3.9	1.70	1.18	0.89	0.76	3.0	3.4	6.4	7.4			

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

资料来源：公司资料、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

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

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

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

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

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/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。

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
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

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



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