



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

2012 年 2 月 28 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：
S0080207120068
luojing@cicc.com.cn

8 万亿美元的贷款能达到吗？

2012 年全年贷款需求分析

行业近况：

一月份银行业金融机构新增人民币贷款仅为 7381 亿，根据华尔街日报报道²，二月份前 20 天，四大行新增贷款仅为 700 亿，贷款投放进度依然偏慢。

评论：

2012 年信贷需求能够达到 8 万亿。草根调研表明，信贷需求东部地区偏弱，中西部地区较为旺盛。整体而言，信贷需求有所弱化。但我们的测算表明，在最差的情况下，全年一般性贷款需求能够达到 6.6 万亿，而目前通过各种方式被隐藏的票据贴现约有 3.1 万亿元，完全能够填补剩余额度。

目前，信贷供给是限制贷款投放的主要原因。虽然信贷需求弱化，但弱化程度尚未影响到信贷增长，我们理解：（1）主要商业银行今年以来新增公司贷款议价能力仍然保持平稳；（2）票据直贴利率明显下降既受信贷供需影响，也受货币市场利率变化趋势和监管政策的影响。（3）商业银行年初预算时一般会把信贷计划分配给公司业务、零售业务等条线，而房地产市场低迷使按揭需求明显下滑，从而使得按揭贷款议价能力下降。

短期内，信贷供给的瓶颈仍在，但会逐渐好转。我们认为，（1）由于 2012 年净息差下降幅度不大，大型银行没有以量补价的经营压力，而央行动态存款准备金率也限制了银行信贷投放；（2）贷存比监管的放松还需要监管部门之间的协调；（3）银行风险偏好下降，审批门槛提高。往前看，央行货币政策的调整力度会增强，目前已经发行和准备发行的小微企业金融债高达 3400 亿，将有助于提升中小银行的放贷能力。

货币政策向实体经济的传导出现阻滞，关键在于脱媒化加速，贷存比监管指标未能与时俱进。影子银行体系的发展降低了银行创造货币的能力，而贷存比监管不能适应目前金融体系脱媒发展的进程。因此，改进 M2 统计指标（比如引入 M2+，将银行表外理财产品纳入货币供应量）、改进贷存比定义（比如将同业存款金额纳入贷存比监管的分母）以及增加流动性监管指标的科学性对于理顺货币政策传导机制迫在眉睫。往前看，我们认为监管指标出现修正的可能性较大，信贷供给能力会有所提升。如果货币政策调整即时有效，2012 年新增贷款有望达到 8 万亿。

一季度息差基本平稳，但未来信贷供需状况会发生改变，净息差将逐渐下降，尤其是股份制银行净息差有低于预期的风险。而贷款利率的可能单边下调增加了净息差加速下降的风险。一季度信贷需求小幅弱化，但信贷供给受限，新增一般性贷款议价能力未出现明显变化，净息差基本平稳。但未来伴随贷款供给改善和需求继续下降，贷款议价能力会逐渐下行，商业银行净息差将逐渐下降，特别是股份制银行。我们认为，2012 年净息差最大的不确定性是贷款利率是否会单边下降，以降低企业负担，支持经济增长。

估值与建议：

A 股银行股目前交易于 1.14 倍 2012 年市净率和 6.6 倍 2012 年市盈率，H 股银行股目前交易于 1.17 倍 2012 年市净率和 6.2 倍 2012 年市盈率。对 A 股而言，市场对银行年报和季报的高预期仍将在一季度支撑银行股的股价，我们看好银行股在上半年的相对收益，但绝对收益上持谨慎态度，需关注当前 A 股投资者对银行高预期环境下的风险。全年来看，我们认为 A 股银行股存在 10-15% 的绝对收益空间，A 股推荐组合为交行、华夏、农行、建行、工行。对 H 股而言，全年来看，我们认为 H 股银行股存在 30-40% 的绝对收益空间。年初至今，H 股银行股指数已上涨 16.4%，短期内，我们认为，银行靓丽的年报和一季报使得港股银行股在一季度仍有绝对收益的空间，但估值的进一步修复需要宏观经济基本面的配合。持股 H 股推荐组合交行、重庆农商行、建行、工行。

¹报告贡献人：黄洁(huangjie@cicc.com.cn)

² <http://cn.wsj.com/gb/20120222/bch090155.asp?source=NewSearch>

2012 年信贷需求能够达到 8 万亿。草根调研表明，信贷需求东部地区偏弱，中西部地区较为旺盛。整体而言，信贷需求有所弱化。但我们的测算表明，在最差的情况下，全年一般性贷款需求能够达到 6.6 万亿，而目前通过各种方式被隐藏的票据贴现约有 3.1 万亿元，完全能够填补剩余额度（8 万亿减去 6.6 万亿，即 1.4 万亿）。

► **最差情况下，全年一般性贷款增量仍将达到 6.6 万亿，较 2011 年低 0.8 万亿。**在最差情况下，即贷款增长的驱动因素增速（如固定资产投资增速等）和贷款需求满足率（如新增基建类贷款占基建类固定资产投资额的比例）均取过去五年最低水平下，全年一般性贷款增量依然有 6.6 万亿，较 2011 年低 0.8 万亿：

- 新增中长期公司贷款将达 2.3 万亿，较去年高 0.2-0.3 万亿，其中：
 - ✧ 基建类中长期贷款将达 0.9 万亿，与去年基本持平。假定基建类固定资产投资增速为过去五年最低水平（2.5%），新增基建类贷款占基建类固定资产投资额的比例也是过去五年最低水平（13.4%）。
 - ✧ 房地产中长期贷款将达 0.4 万亿，较去年略有增长。假定房地产固定资产投资增速为 14%（中金地产组预测，过去五年最低水平为 2009 年的 20%），新增房地产贷款占房地产固定资产投资额的比例为过去五年最低水平（4.4%）。
 - ✧ 其他中长期对公贷款将达 1.0 万亿，较去年增加 0.2 万亿。假定其他行业固定资产投资增速为过去五年最低水平（23.8%），新增其他行业中长期贷款占相应固定资产投资额的比例也是过去五年最低水平（4.9%）。
- **新增短期公司贷款将达 2.6 万亿，较去年低 0.2-0.3 万亿。**假定新增对公短期贷款增速为 -8%，为过去五年最低水平。
- **新增居民中长期消费贷款将达 0.7 万亿，较去年下降 0.4 万亿。**假定商品住宅销售额增速为过去五年最低水平（-19%），新增居民中长期消费贷款占商品房销售额的比例也是过去五年最低水平（17%）。
- **新增居民短期消费贷款和个人经营性贷款合计将达 1.1 万亿，较去年低 0.3 万亿。**假定其增速均为过去五年最低水平。

► **而目前通过各种方式被隐藏的票据贴现约有 3.1 万亿元，完全能够填补剩余额度（8 万亿减去 6.6 万亿，即 1.4 万亿）。**正如我们在年度报告中提到的，贴现余额显著低于正常水平使得短期内银行有足够空间用足贷款额度，如果信贷需求出现萎缩，银行可以逐步将这些事实上的“贴现”逐步转回表内，以填补贷款额度的空缺。截止 2011 年年末，仍有相当于有约 3.1 万亿的资产没有体现在银行的表内贷款科目，而是反映在银行的同业资产（特别是买入返售）和表外资产（如将其出售给理财资金池），即使在最差情况下，银行依然有足够能力通过将票据贴现转回表内，以用足贷款额度（8 万亿减去一般性贷款的 6.6 万亿，即 1.4 万亿）

目前，信贷供给是限制贷款投放的主要原因。虽然信贷需求弱化，但弱化程度尚未影响到信贷增长，我们理解：

- 主要商业银行今年以来新增公司贷款议价能力仍然保持平稳。
- 票据直贴利率明显下降既受信贷供需影响，也受货币市场利率变化趋势的影响。我们的统计表明，票据直贴利率与同业市场拆借利率的相关系数（0.828）明显高于票据直贴利率与贷款收益率的相关系数（0.675）。在上一轮货币政策周期中，票据直贴利率见顶发生在 07 年四季度，而贷款收益率见顶发生在 08 年二、三季度。近期票据贴现利率出现较大幅度下跌也和去年下半年票据贴现利率受监管影响过快上涨有关。去年下半年，农信社因为违规票据业务被查，其收票因此骤减，票据市场供需明显失衡，票据贴现利率因而急剧上升。而近期，监管机构对票据业务的监管有所松动。
- 按揭贷款利率下降和银行信贷计划分配有关。商业银行年初预算时一般会把信贷计划分配给公司业务、零售业务等条线，而房地产市场低迷使按揭需求明显下滑，从而使得按揭贷款议价能力出现下滑。

短期内，信贷供给的瓶颈仍在，但会逐渐好转。我们认为：

- 由于 2012 年净息差下降幅度不大，大型银行没有以量补价的经营压力；
- 贷存比监管的放松还需要监管部门之间的协调；
- 银行风险偏好下降，审批门槛提高。

- ▶ 往前看，央行货币政策的调整力度会增强，目前已经发行和准备发行的小微企业金融债高达3400亿，将有助于提升银行，尤其是中小银行的放贷能力。

货币政策向实体经济的传导出现阻滞，关键在于脱媒化加速，贷存比监管指标未能与时俱进。影子银行体系的发展降低了银行创造货币的能力，而贷存比监管不能适应目前金融体系脱媒发展的进程。因此，改进M2统计指标（比如引入M2+，将银行表外理财产品纳入货币供应量）、改进贷存比定义（比如将同业存款净额纳入贷存比监管的分母）以及增加流动性监管指标的科学性对于理顺货币政策传导机制迫在眉睫。往前看，我们认为监管指标出现修正的可能性较大，信贷供给能力会有所提升。我们的测算表明，如果将同业存款净额纳入分母，股份制银行的贷存比（贷款余额/存款余额，和监管口径贷存比略有不同）将从75.2%下降至64.6%。

一季度息差基本平稳，但未来信贷供需状况会发生改变，净息差将逐渐下降，尤其是股份制银行净息差有低于预期的风险。而贷款利率的可能单边下调增加了净息差加速下降的风险。

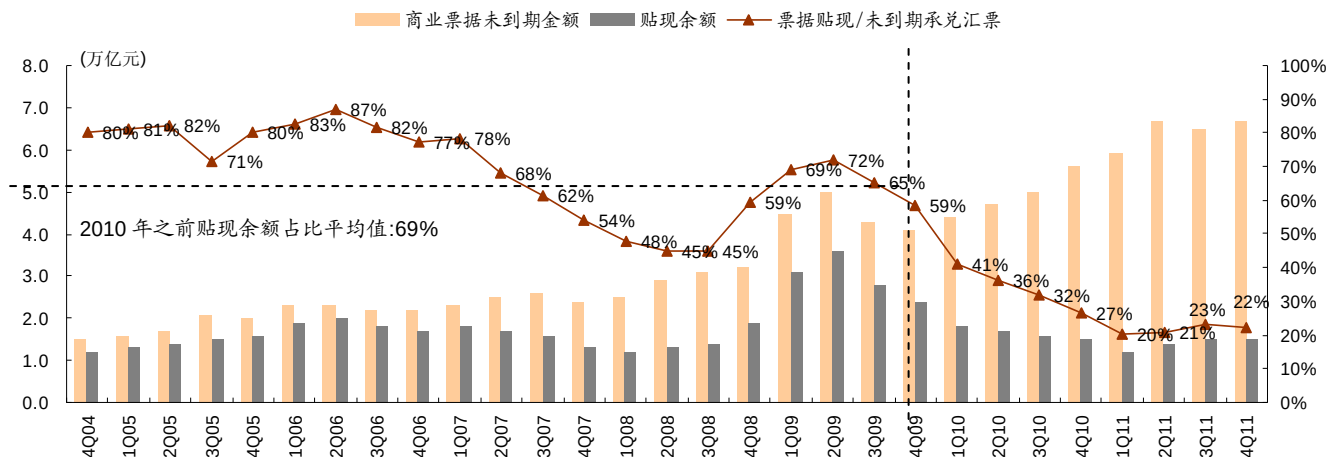
- ▶ **一季度净息差基本平稳：**一季度信贷需求小幅弱化，但信贷供给受限，新增一般性贷款议价能力未出现明显变化，而存量贷款仍在重订价，整体贷款收益率仍在不断提升。
- ▶ **未来净息差会逐渐回落：**但未来伴随贷款供给改善和需求继续下降，贷款议价能力会逐渐下行，而存款仍在不断重订价，存贷利差将会逐渐收窄，带动净息差逐渐回落。从上一轮货币政策周期来看，最后一次加息发生在07年四季度，净息差在08年一季度见顶，之后回落。
- ▶ **股份制银行净息差存在低于预期的风险。**一方面，中小银行的资产方重定价周期普遍较短，生息资产收益率很难继续大幅提升。而另一方面，除了存款重定价之外，中小银行仍将受制于较弱的存款吸收能力，高成本存款（如协议存款等）占比和同业负债占付息负债的比重仍将上升，存款定期化也将快于大银行，使得付息负债成本继续较快提升。
- ▶ **贷款利率的可能单边下调增加了净息差加速下降的风险。**贷款利率单边下降以降低企业负担，支持经济增长的可能性不能排除，增加了净息差加速下降的风险。

图表 1: 2012 年新增贷款结构预测

十亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012E 基准情形	2012E 最差情形	注释
新增人民币贷款	3,634	4,904	9,622	7,946	7,470	8,074		
贷款余额同比		18.0%	31.7%	19.9%	15.8%	14.7%	10.5%	
新增人民币一般性贷款	4,075	4,257	9,164	8,851	7,458	7,878	6,626	
新增一般性公司贷款	2,449	4,210	7,149	5,074	5,041	5,660	4,894	
新增中长期公司贷款	1,650	2,116	4,988	4,202	2,007	2,591	2,263	
基础设施行业	798	1,100	2,500	1,650	888	1,169	910	
房地产开发贷款	334	243	601	592	331	431	378	
其他	518	773	1,887	1,961	788	991	975	
固定资产投资完成额								
基础设施行业	3,136	3,847	5,470	6,481	6,640	7,304	6,803	
同比		22.7%	42.2%	18.5%	2.5%	10.0%	2.5%	过去五年最低水平
房地产业	2,862	3,591	4,313	5,763	7,568	8,628	8,628	
同比		25.5%	20.1%	33.6%	31.3%	14.0%	14.0%	中金地产组预测，低于过去五年最低水平
其他	5,748	7,436	9,610	11,899	15,984	19,820	19,792	
同比		29.4%	29.2%	23.8%	34.3%	24.0%	23.8%	过去五年最低水平
新增中长期公司贷款/固定资产投资完成额								
其中：基础设施行业	25.5%	28.6%	45.7%	25.5%	13.4%	16.0%	13.4%	过去五年最低水平
房地产业	11.7%	6.8%	13.9%	10.3%	4.4%	5.0%	4.4%	过去五年最低水平
其他	9.0%	10.4%	19.6%	16.5%	4.9%	5.0%	4.9%	过去五年最低水平
新增短期公司贷款	1,240	1,330	1,704	1,559	2,874	2,874	2,631	
YoY		7%	28%	-8%	84%	0%	-8%	过去五年最低水平
新增居民贷款	1,180	701	2,473	2,871	2,416	2,413	1,732	
新增居民中长期消费贷款	751	345	1,588	1,593	1,084	928	662	
YoY		-54%	360%	0%	-32%	-14%	-39%	
商品住宅销售额	2,532	2,042	3,816	4,395	4,862	4,220	3,921	
同比增速		-19%	87%	15%	10%	-13%	-19%	
新增居民中长期消费贷款/商品房销售额（右轴）	30%	17%	42%	36%	22%	22%	17%	过去五年最低水平
新增居民短期消费贷款	118	103	224	294	396	455	348	
YoY		-12%	117%	31%	35%	15%	-12%	过去五年最低水平
新增个人经营性贷款	311	240	661	985	936	1,030	722	
YoY		-23%	175%	49%	-5%	10%	-23%	过去五年最低水平
新增贴现								
未到期已承兑汇票余额	-441	646	457	-905	12	195		
增速	2,440	4,500	4,100	5,600	6,700	7,705	6,700	
贴现余额	1,282	1,928	2,385	1,482	1,500	1,695	4,623	
贴现余额/承兑余额	53%	43%	58%	26%	22%	22%	69%	

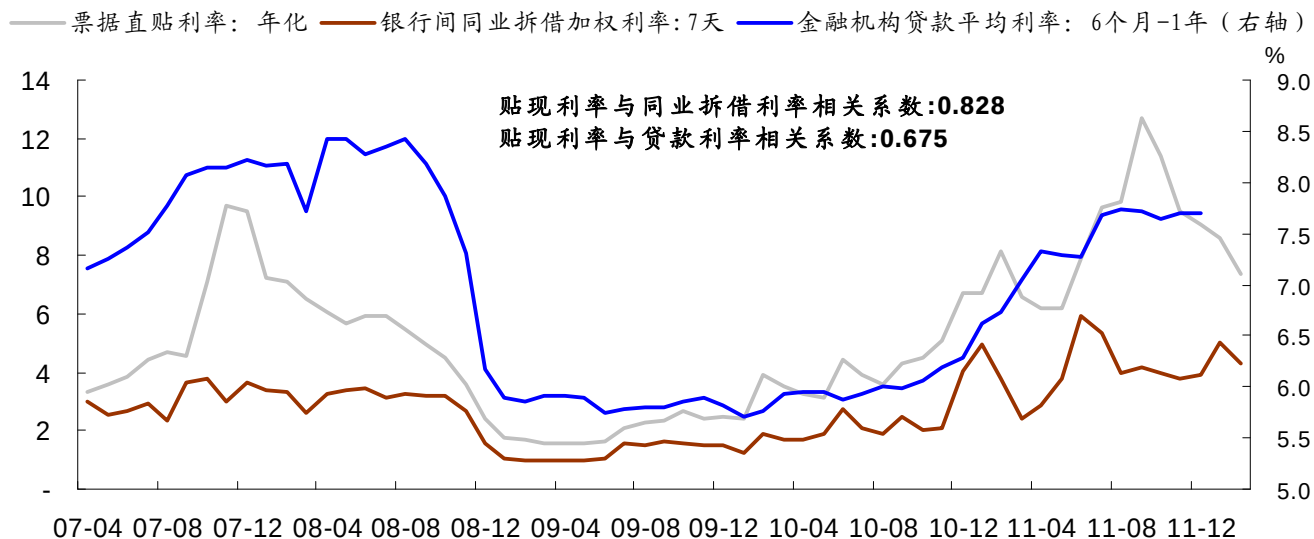
资料来源：中国人民银行，中金研究部

图表2：贴现余额显著低于正常水平使得短期内银行有足够空间用足贷款额度



资料来源：中国人民银行，中金研究部

图表3：票据直贴利率、同业拆借利率及金融机构贷款平均利率的历史数据



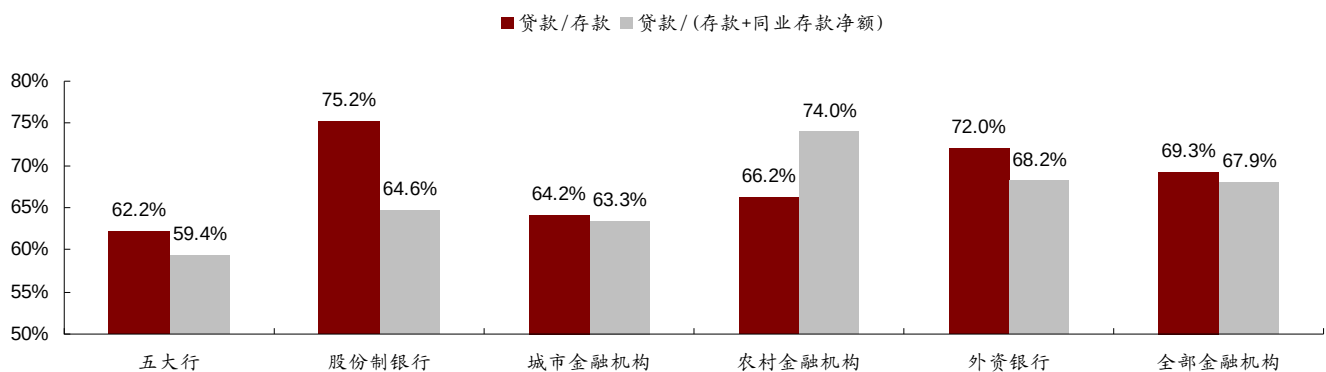
资料来源：WIND，中金研究部；

图表4：小微企业金融债整理

商业银行小微企业金融债统计（亿元）			
已获银监会批准	批准额度	已发行额度	
浦发		300	300
兴业		300	300
民生		500	300
招行		200	
已申请尚未批准/计划申请	拟申请额度		
中信		300	
广发		300	
深发展		300	
北京		300	
光大		300	
华夏		300	
宁波		80	
杭州银行		80	
汉口银行		未披露	
兰州银行		50	
重庆银行		30	
郑州银行		30	
哈尔滨银行		25	
合计		3395	

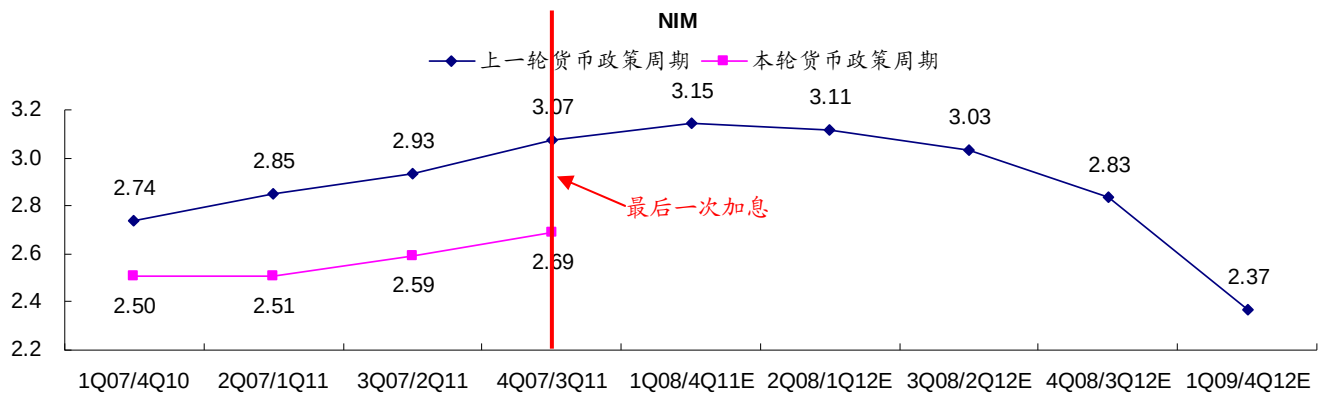
资料来源：公司数据，中金研究部；

图表5：将同业存款净额纳入贷存比分母后对贷存比的影响



资料来源：公司数据，中金研究部；以2012年1月末余额计算。

图表 6: 季度净息差比较



资料来源：公司数据，中金研究部；

图表7：可比公司估值

	股价	总股本	流通股	总市值	流通市值	自由流通市值	PPoP ROA			ROAA			ROAE			利润增速				
	当地货币	百万股	百万股	当地货币, 十亿	当地货币, 十亿	当地货币, 十亿	11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E	12E	13E	11~13 CAGR		
A股																				
国有大银行																				
工商银行	4.44	349,020	349,020	1,550	1,550	68	2.11	2.17	2.18	1.45	1.44	1.45	23.5	22.9	22.4	13.6	13.4	13.5		
建设银行	4.89	250,011	224,431	1,223	1,097	46	2.19	2.26	2.27	1.47	1.48	1.49	20.9	21.9	21.6	13.8	13.7	13.8		
中国银行	3.06	279,147	279,147	854	854	21	1.75	1.75	1.76	1.19	1.18	1.18	17.9	17.4	17.4	10.7	11.5	11.1		
农业银行	2.74	324,794	51,195	890	140	56	2.04	2.06	2.09	1.23	1.27	1.31	22.6	22.3	22.4	17.7	17.2	17.4		
交通银行	4.99	61,886	61,886	309	309	81	1.78	1.84	1.74	1.15	1.18	1.18	19.9	19.6	19.1	16.2	14.1	15.2		
中小股份制银行																				
中信银行	4.49	46,787	44,649	210	200	12	2.10	2.12	2.11	1.37	1.36	1.35	20.0	17.6	17.0	12.1	12.1	12.1		
民生银行	6.50	26,715	26,715	174	174	135	2.32	2.31	2.32	1.48	1.52	1.53	24.8	23.4	21.7	21.0	15.9	18.4		
浦发银行	9.48	18,653	14,923	177	141	108	1.66	1.64	1.62	1.11	1.09	1.08	20.0	19.5	18.6	16.2	12.5	14.4		
兴业银行	14.31	10,786	10,786	154	154	122	1.77	1.76	1.78	1.26	1.24	1.23	24.1	22.2	20.9	13.0	13.2	13.1		
华夏银行	11.63	6,850	4,991	80	58	47	1.56	1.57	1.55	0.83	0.91	0.92	18.1	16.2	16.2	23.5	15.2	19.3		
深发展	16.92	5,123	3,105	87	53	53	1.51	1.45	1.45	1.04	0.98	0.98	15.2	11.2	10.7	28.0	14.2	20.9		
城市商业银行																				
北京银行	10.42	6,228	6,228	65	65	54	1.55	1.53	1.52	1.08	1.05	1.03	20.0	18.1	16.4	18.8	14.0	16.4		
南京银行	9.68	2,969	2,969	29	29	22	1.75	1.76	1.75	1.22	1.23	1.23	15.0	15.8	16.0	19.5	14.6	17.0		
宁波银行	10.10	2,884	2,479	29	25	14	1.71	1.98	1.93	1.23	1.38	1.33	18.0	18.0	17.8	15.2	13.7	14.4		
H股																				
大型银行																				
工商银行	5.52	349,020	86,794	1,927	479	399	2.11	2.17	2.18	1.45	1.44	1.45	23.5	22.9	22.4	13.6	13.4	13.5		
建设银行	6.38	250,011	240,417	1,595	1,534	411	2.19	2.26	2.27	1.47	1.48	1.49	20.9	21.9	21.6	13.8	13.7	13.8		
中国银行	3.29	279,147	83,622	918	275	225	1.75	1.75	1.76	1.19	1.18	1.18	17.9	17.4	17.4	10.7	11.5	11.1		
农业银行	3.68	324,794	30,739	1,195	113	93	2.04	2.06	2.09	1.23	1.27	1.31	22.6	22.3	22.4	17.7	17.2	17.4		
交通银行	6.06	61,886	29,177	375	177	40	1.78	1.84	1.74	1.15	1.18	1.18	20.2	19.6	19.1	16.2	14.1	15.2		
中小股份制银行																				
中信银行	5.02	46,787	14,882	235	75	40	2.10	2.12	2.11	1.37	1.36	1.35	20.0	17.6	17.0	12.1	12.1	12.1		
民生银行	7.32	26,715	4,127	196	30	28	2.32	2.31	2.32	1.48	1.52	1.53	24.8	23.4	21.7	21.0	15.9	18.4		
农村商业银行																				
重庆农商行	4.59	9,300	2,513	43	12	12	1.93	1.92	1.98	1.37	1.36	1.34	17.2	17.2	17.5	18.6	16.3	17.4		
	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	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E	11E	12E	13E	10A	11E	12E			
A股																				
国有大银行																				
工商银行	0.37	0.48	0.60	0.68	0.78	2.76	3.20	3.71	5.1	4.3	3.8	7.4	6.5	5.7	1.61	1.39	1.20	4.1	5.4	6.1
建设银行	0.43	0.54	0.68	0.77	0.87	3.25	3.75	4.33	4.9	4.2	3.7	7.2	6.4	5.6	1.51	1.31	1.13	4.3	5.5	6.3
中国银行	0.29	0.37	0.45	0.50	0.55	2.72	3.01	3.35	4.4	4.0	3.6	6.8	6.2	5.5	1.13	1.02	0.91	4.8	5.9	6.5
农业银行	0.20	0.29	0.42	0.49	0.58	2.03	2.37	2.77	4.0	3.4	3.0	6.6	5.6	4.8	1.35	1.16	0.99	1.9	5.3	6.3
交通银行	0.49	0.63	0.78	0.91	1.04	4.27	5.03	5.89	4.1	3.5	3.1	6.4	5.5	4.8	1.17	0.99	0.85	2.4	3.2	3.7
中小股份制银行																				
中信银行	0.31	0.46	0.64	0.72	0.81	3.71	4.36	5.03	4.5	4.0	3.5	7.0	6.2	5.6	1.21	1.03	0.89	0.0	2.9	3.2
民生银行	0.43	0.62	1.04	1.26	1.46	4.61	6.02	7.29	4.0	3.4	2.9	6.3	5.2	4.5	1.41	1.08	0.89	1.5	2.4	2.9
浦发银行	0.71	1.03	1.46	1.70	1.91	7.94	9.42	11.08	4.4	3.7	3.3	6.5	5.6	5.0	1.19	1.01	0.86	1.3	2.3	2.7
兴业银行	1.23	1.72	2.30	2.60	2.94	10.57	12.83	15.38	4.4	3.9	3.3	6.2	5.5	4.9	1.35	1.12	0.93	1.8	2.4	2.7
华夏银行	0.55	0.87	1.31	1.62	1.86	9.28	10.71	12.33	4.7	4.2	3.7	8.9	7.2	6.2	1.25	1.09	0.94	1.3	1.7	2.1
深发展	0.80	1.00	1.62	2.07	2.37	13.85	18.87	21.00	8.1	7.2	6.3	10.4	8.2	7.1	1.22	0.90	0.81	0.0	1.3	1.4
城市商业银行																				
北京银行	0.90	1.09	1.49	1.51	1.72	8.11	9.78	11.20	4.9	4.7	4.1	7.0	6.9	6.1	1.29	1.07	0.93	2.1	2.9	2.9
南京银行	0.52	0.78	1.02	1.21	1.39	7.16	8.12	9.21	6.7	5.6	4.9	9.5	8.0	7.0	1.35	1.19	1.05	2.1	2.6	3.1
宁波银行	0.51	0.81	1.07	1.23	1.40	6.38	7.34	8.44	6.8	5.7	5.0	9.4	8.2	7.2	1.58	1.38	1.20	2.0	2.7	3.1
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	0.37	0.48	0.60	0.68	0.78	2.76	3.20	3.71	5.1	4.3	3.8	7.4	6.5	5.8	1.62	1.39	1.20	3.9	5.4	6.1
建设银行	0.43	0.54	0.68	0.77	0.87	3.25	3.75	4.33	5.1	4.4	3.9	7.7	6.7	5.9	1.59	1.38	1.19	3.9	5.2	6.0
中国银行	0.29	0.37	0.45	0.50	0.55	2.72	3.01	3.35	3.9	3.5	3.1	5.9	5.4	4.8	0.98	0.88	0.79	5.2	6.7	7.5
农业银行	0.20	0.29	0.42	0.49	0.58	2.03	2.37	2.77	4.3	3.7	3.2	7.2	6.1	5.2	1.47	1.26	1.07	1.8	4.8	5.8
交通银行	0.49	0.63	0.78	0.91	1.04	4.27	5.03	5.89	4.0	3.4	3.0	6.3	5.4	4.7	1.15	0.97	0.83	2.3	3.2	3.7
中小股份制银行																				
中信银行	0.31	0.46	0.64	0.72	0.81	3.71	4.36	5.03	4.1	3.6	3.2	6.4	5.6	5.0	1.10	0.93	0.81	0.0	3.1	3.5
民生银行	0.43	0.62	1.04	1.26	1.46	4.61	6.02	7.29	3.7	3.1	2.7	5.7	4.7	4.1	1.29	0.98	0.81	1.5	2.6	3.2
农村商业银行																				
重庆农商行	0.20	0.33	0.47	0.55	0.64	3.02	3.43	3.91	5.7	4.7	3.9	8.0	6.7	5.8	1.23	1.08	0.95	1.1	3.8	4.5
H股银行平均																				
	4.8	4.1	3.4	7.2	6.2	5.5	1.41	1.17	1.01	2.4	4.1	5.0								

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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

