



2013年8月9日

行业评级：
正面

分析员：欧宇恒
电话：(852) 2147 8802
电邮：johannesau@abci.com.hk

主要数据

2013 预测市盈率平均值 (倍)	4.68
2013 预测市账率平均值 (倍)	0.86
2013 预测股息率平均值 (%)	6.23

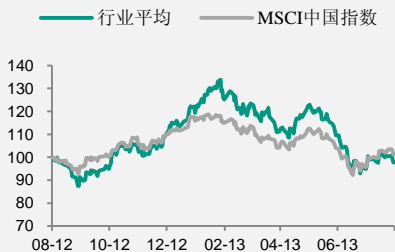
来源：彭博，农银国际证券预测

股价表现 (%)

	绝对值	相对值*
1 个月	2.91	(2.59)
3 个月	(20.10)	(11.51)
6 个月	(21.98)	(11.35)

*相对于 MSCI 中国指数
来源：彭博

1 年股价表现 (港币)



来源：彭博

中国银行业 风险被过度放大 - 下半年银行营运将更稳定

投资重点

- ❖ 尽管 2 季度的业绩可能受到贷款重新定价的冲击，但是定价过程应该在 2 季度大部分完成
- ❖ 未来利率自由化的影响可能部分被贷款的强劲需求弥补
- ❖ 资产质量将保持健康水平
- ❖ 影子银行系统增长和对流动性短缺的担心可能会推迟行业的估值上调过程
- ❖ H-股银行股目前的估值处于谷底位置，拥有可观的 4%-7% 股息收益率。我们认为市场对行业的风险过度放大，因此我们上调中行、交行和招行的评级，而工行、建行及农行仍是我们的首选股，我们看好它们龙头地位及防守性

上半年业绩预览。2012 年两次降息带给银行板块贷款重新定价的影响将大部分在 2 季度业绩中体现。我们预期 2 季度银行股的净利润将比 1 季度下跌 4%-17%，但 90% 的 H 股银行贷款重新定价将在本季度完成。

净息差和拨备可能不符合市场预期。净息差和贷款拨备是本季度业绩中的主要焦点。尽管利率自由化在加速，但我们预期存款利率的市场化将只能逐步展开。贷款的强劲需求就将部分弥补高资金成本的影响。我们预期 2 季度整体的资产质量将好于市场预期，但是银行可能仍倾向于高拨备以为准备 2.5% 的监管线。

不确定因素可能导致股价短期波动。影子银行系统的增长和流动性短缺可能导致股价短期波动。我们估计中国的影子银行系统 2010-12 年复合增长率达到 38.9%，2012 年规模达到人民币 33.75 万亿，占当年 GDP 的 65% 或当年银行总资产的 25.3%。我们预期更多的监管措施即将出台，中型银行将受到更大的影响。同时，我们预期流动性短缺对银行净息差的影响微弱，而且大规模的同业借贷违约现象将不太可能发生。

估值处于谷底，买入。H-股银行股目前的估值比历史的市账率均值低 1.5-2 个标准差，接近 2008 年金融危机时期的水平。鉴于资产增速放缓，高拨备和净息差的缩小，我们将 H 股银行股的目标价格下降 4%-35%。同时我们按照预测的 2014 年中的资产净值来设定目标价。基于强劲的基本面和较低的估值，工商银行 (1398 HK)，建设银行 (939 HK) 及农业银行 (1288 HK) 是我们的首选股。我们也将中国银行 (3328 HK)、交通银行 (3968 HK) 和招商银行 (3968 HK) 的评级从“持有”上调到“买入”。我们相信这些银行目前的 H 股股价已经反映了大部分的负面因素。

风险因素。存款利率市场化，影子银行系统的崩溃和来自非银行金融机构的竞争的加剧。

行业内主要公司估值

公司	股票代码	评级	目前价格 (港币)	目标价格 (港币)	上升空间 (%)	13E 市盈率	13E 市帐率
工商银行	1398 HK	买入	4.95	6.91	39.6	5.28	1.07
建设银行	939 HK	买入	5.60	8.19	46.3	5.27	1.04
农业银行	1288 HK	买入	3.10	4.74	52.9	4.77	0.94
民生银行	1988 HK	买入	7.42	11.94	60.9	3.83	0.85
中国银行	3988 HK	买入	3.16	4.13	30.7	4.86	0.77
交通银行	3328 HK	买入	5.02	6.60	31.5	4.78	0.70
招商银行	3968 HK	买入	12.58	17.80	41.5	4.60	0.91
中信银行	998 HK	持有	3.52	4.05	15.1	4.02	0.58

来源：公司、彭博、农银国际证券估值



目录

2013 年上半年业绩预览..... 3

2 季度业绩焦点 – 净息差和资产质量..... 6

 净息差趋势稳定 6

 重新定价很快完成..... 6

 利率自由化加速 6

 强劲的需求对贷款利率构成支持 6

 2 季度贷款需求过剩..... 7

 贷款审批程序改善 8

 贷款拨备或带来上升惊喜 9

 资产质量保持健康状态..... 9

 温州不良贷款呈下降趋势 11

 2 季度高拨备现象持续 11

不确定因素可能导致短期波动..... 12

 影子银行系统正在迅速增长..... 12

 定义影子银行系统..... 12

 中国的影子银行系统：规模小但增长迅速 12

 监管层对风险高度警觉..... 13

 监管理财产品的措施 13

 理财产品的规模没有预期般大..... 13

 股份制银行将感受到更大的监管压力 15

 将出台更多的监管措施..... 15

 流动性的担忧 16

 资金供需期限错配..... 16

 对银行影响有限 17

 银行对同业市场的依赖较小 17

 银行间同业业务 – 并不是利润增长的驱动力 17

 银行同业拆借业务违约风险低..... 18

 资产和负债组合成为关键 18

估值..... 19

 股价在 7 月份渐趋平稳 19

 估值水平处于谷底，股息收益率可观 19

 投资主题 20

权益披露..... 39

2013 年上半年业绩预览

进入 8 月下旬，H 股银行将陆续公布 2 季度业绩。2012 年 6 月和 7 月两次降息带来的贷款重新定价的影响大部分将在 2 季度业绩中体现。我们估计 H 股银行 2 季度盈利将约占 2013 年利润的 24%-27%，这意味着上半年利润将占全年盈利的 51%-55%。

我们预期 2 季度净利润将比 1 季度下跌 4%-17%，而同比而言大部分银行将见到-14%-10%的利润变化。为了反映中国经济增长放缓，我们降低财务模型中 2013 年资产增长的假设（比我们以前的估计低 1-4 个百分点）和调高国家风险假设。因此，我们覆盖的 H 股银行的目标价下降了 4%-35%。我们青睐有稳健的存款基础和防守性业务组合的大型银行股，工商银行（1398 HK）、建设银行（939 HK）及农业银行（1288 HK）是我们的首选。我们还将中国银行（3988 HK）、交通银行（3328 HK）和招商银行（3968 HK）升级至买入，主要原因是我们相信市场过度抛售了这些股份，导致其估值偏低，下行风险已经十分有限。

图表 1: 工商银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012 年 第 1 季度	2012 年 第 2 季度	2012 年 第 3 季度	2012 年 第 4 季度	2013 年 第 1 季度	2013 年 第 2 季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	不适用	不适用	2.69	2.63	2.66	2.59	不适用	(0.07)
净利息收入	98,816	105,242	107,311	106,459	106,717	113,501	7.85	6.36
非利息收入	31,249	27,521	23,601	29,521	38,026	32,425	17.82	(14.73)
收入	130,065	132,763	130,912	135,980	144,743	145,926	9.91	0.82
运营成本	(40,703)	(43,828)	(45,697)	(59,712)	(44,829)	(49,226)	12.32	9.81
拨备前经营利润	89,362	88,935	85,215	76,268	99,914	96,700	8.73	(3.22)
贷款损失准备	(10,148)	(9,089)	(6,222)	(8,286)	(12,152)	(13,482)	48.34	10.95
税前利润	79,828	80,384	79,628	68,847	88,338	84,116	4.64	(4.78)
所得税利润	(18,456)	(18,515)	(17,158)	(15,867)	(19,525)	(20,187)	9.03	3.39
净利润-少数股东权益	(37)	(44)	(28)	(50)	(70)	(19)	(56.37)	(72.57)
净利润	61,335	61,825	62,442	52,930	68,743	63,910	3.37	(7.03)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测

图表 2: 建设银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012 年 第 1 季度	2012 年 第 2 季度	2012 年 第 3 季度	2012 年 第 4 季度	2013 年 第 1 季度	2013 年 第 2 季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	2.65	2.77	2.80	2.78	2.71	2.69	(0.08)	(0.02)
净利息收入	82,101	87,591	91,332	92,178	92,311	97,104	10.86	5.19
非利息收入	27,739	30,381	23,294	27,917	33,614	34,082	12.18	1.39
收入	109,840	117,972	114,626	120,095	125,925	131,186	11.20	4.18
运营成本	(36,356)	(38,214)	(39,258)	(57,253)	(40,028)	(47,348)	23.90	18.29
拨备前经营利润	73,484	79,758	75,368	62,842	85,897	83,837	5.11	(2.40)
贷款损失准备	(6,686)	(8,052)	(8,382)	(16,921)	(8,543)	(10,694)	32.82	25.18
税前利润	66,809	71,703	66,994	45,933	77,360	73,153	2.02	(5.44)
所得税利润	(15,200)	(16,818)	(14,969)	(10,850)	(17,647)	(15,996)	(4.89)	(9.36)
净利润-少数股东权益	(97)	(114)	(117)	(95)	(133)	(102)	(10.18)	(23.01)
净利润	51,512	54,771	51,908	34,988	59,580	57,054	4.17	(4.24)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测



图表 3: 农业银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度	2013年 第1季度	2013年 第2季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	2.97	2.73	2.76	2.78	2.78	2.75	0.02	(0.03)
净利息收入	85,835	81,850	85,548	88,646	89,288	90,607	10.70	1.48
非利息收入	21,634	21,461	21,425	18,565	30,553	24,964	16.32	(18.29)
收入	107,469	103,311	106,973	107,211	119,841	115,570	11.87	(3.56)
运营成本	(40,601)	(43,405)	(45,152)	(53,644)	(46,675)	(50,806)	17.05	8.85
拨备前经营利润	66,868	59,906	61,821	53,567	73,166	64,764	8.11	(11.48)
贷款损失准备	(10,733)	(12,039)	(10,849)	(20,614)	(12,442)	(13,102)	8.83	5.30
税前利润	56,135	47,867	50,972	32,953	60,724	51,662	7.93	(14.92)
所得税利润	(12,675)	(10,805)	(11,379)	(7,937)	(13,673)	(11,521)	6.63	(15.74)
净利润-少数股东权益	(6)	(17)	(9)	(5)	(40)	(9)	(48.00)	(77.90)
净利润	43,454	37,045	39,584	25,011	47,011	40,132	8.33	(14.63)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测

图表 4: 民生银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度	2013年 第1季度	2013年 第2季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	3.29	2.99	2.84	2.65	2.45	2.55	(0.44)	0.10
净利息收入	18,970	18,901	19,447	19,835	20,114	20,844	10.28	3.63
非利息收入	6,065	7,433	6,760	5,181	8,763	7,474	0.55	(14.71)
收入	25,035	26,334	26,207	25,016	28,877	28,318	7.53	(1.94)
运营成本	(9,105)	(11,159)	(11,454)	(11,025)	(9,755)	(13,168)	18.01	34.99
拨备前经营利润	15,930	15,175	14,753	13,991	19,122	15,149	(0.17)	(20.78)
贷款损失准备	(3,335)	(2,071)	(1,545)	(2,246)	(4,017)	(2,249)	8.61	(44.00)
税前利润	12,299	13,400	13,163	11,790	14,920	13,085	(2.35)	(12.30)
所得税利润	(2,963)	(3,328)	(3,202)	(2,851)	(3,635)	(2,805)	(15.71)	(22.83)
净利润-少数股东权益	(164)	(191)	(204)	(186)	(270)	(205)	7.30	(24.10)
净利润	9,172	9,881	9,757	8,753	11,015	10,075	1.96	(8.54)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测

图表 5: 中国银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度	2013年 第1季度	2013年 第2季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	2.11	2.09	2.16	2.15	2.22	2.18	0.09	(0.04)
净利息收入	60,598	63,456	65,390	67,520	66,960	69,732	9.89	4.14
非利息收入	34,330	21,281	24,284	29,317	38,492	24,118	13.33	(37.34)
收入	94,928	84,737	89,674	96,837	105,452	93,850	10.75	(11.00)
运营成本	(39,474)	(34,044)	(39,628)	(46,876)	(42,983)	(42,742)	25.55	(0.56)
拨备前经营利润	55,454	50,693	50,046	49,961	62,469	51,108	0.82	(18.19)
贷款损失准备	(5,473)	(3,764)	(4,389)	(5,761)	(8,261)	(4,401)	16.92	(46.73)
税前利润	50,076	47,059	45,924	44,321	54,423	46,847	(0.45)	(13.92)
所得税利润	(11,629)	(10,504)	(9,507)	(10,218)	(12,804)	(7,792)	(25.82)	(39.14)
净利润-少数股东权益	(1,684)	(1,717)	(1,655)	(1,034)	(1,804)	(1,550)	(9.70)	(14.06)
净利润	36,763	34,838	34,762	33,069	39,815	37,505	7.65	(5.80)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测



图表 6: 交通银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度	2013年 第1季度	2013年 第2季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	2.60	2.62	2.58	2.33	2.57	2.50	(0.12)	(0.07)
净利息收入	28,367	30,027	30,707	31,025	32,031	31,407	4.60	(1.95)
非利息收入	8,207	7,378	5,475	6,998	10,223	8,482	14.96	(17.03)
收入	36,574	37,405	36,182	38,023	42,254	39,889	6.64	(5.60)
运营成本	(12,271)	(14,404)	(15,474)	(16,282)	(14,260)	(15,654)	8.68	9.78
拨备前经营利润	24,303	23,001	20,708	21,741	27,994	24,235	5.36	(13.43)
贷款损失准备	(3,807)	(3,329)	(3,328)	(4,073)	(5,113)	(5,487)	64.83	7.32
税前利润	20,498	19,670	17,381	17,667	22,883	18,745	(4.70)	(18.08)
所得税利润	(4,590)	(4,438)	(3,929)	(3,783)	(5,133)	(4,018)	(9.47)	(21.73)
净利润-少数股东权益	(28)	(24)	(27)	(24)	(44)	(12)	(49.01)	(72.19)
净利润	15,880	15,208	13,425	13,860	17,706	14,715	(3.24)	(16.89)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测

图表 7: 招商银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度	2013年 第1季度	2013年 第2季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	3.21	3.01	2.92	2.96	2.93	2.90	(0.11)	(0.03)
净利息收入	21,548	21,913	22,149	22,764	23,044	23,365	6.62	1.39
非利息收入	6,837	6,936	5,913	5,694	7,805	7,610	9.71	(2.50)
收入	28,385	28,849	28,062	28,458	30,849	30,974	7.37	0.41
运营成本	(10,993)	(11,299)	(11,697)	(14,682)	(11,711)	(12,558)	11.14	7.23
拨备前经营利润	17,392	17,550	16,365	13,776	19,138	18,417	4.94	(3.77)
贷款损失准备	(1,982)	(2,162)	(1,334)	(105)	(2,062)	(2,657)	22.89	28.85
税前利润	15,487	15,338	15,121	13,554	17,205	15,668	2.15	(8.93)
所得税利润	(3,845)	(3,604)	(3,708)	(3,130)	(4,187)	(4,132)	14.66	(1.30)
净利润-少数股东权益	1	0	0	(5)	3	(5)	不适用	(270.67)
净利润	11,643	11,734	11,413	10,419	13,021	11,531	(1.73)	(11.45)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测

图表 8: 中信银行季度业绩 (人民币 百万)

	2012年 第1季度	2012年 第2季度	2012年 第3季度	2012年 第4季度	2013年 第1季度	2013年 第2季度*	同比增长 (%)	环比增长 (%)
净利息收益率	3.01	2.77	2.68	2.79	2.65	2.65	(0.12)	0.00
净利息收入	18,310	18,619	18,789	19,768	19,912	21,083	13.23	5.88
非利息收入	3,413	3,901	3,396	3,515	4,241	4,978	27.60	17.37
收入	21,723	22,520	22,185	23,283	24,153	26,061	15.72	7.90
运营成本	(7,883)	(7,975)	(7,507)	(11,614)	(9,259)	(10,819)	35.66	16.85
拨备前经营利润	13,840	14,545	14,678	11,669	14,894	15,242	4.79	2.34
贷款损失准备	(2,226)	(298)	(4,098)	(6,482)	(2,517)	(3,289)	1,003.84	30.69
税前利润	11,606	14,270	10,571	5,162	12,367	11,951	(16.25)	(3.36)
所得税利润	(2,933)	(3,358)	(2,612)	(1,321)	(3,035)	(3,012)	(10.31)	(0.76)
净利润-少数股东权益	(110)	(102)	(106)	(35)	(114)	(79)	(22.81)	(30.93)
净利润	8,563	10,810	7,853	3,806	9,218	8,861	(18.03)	(3.88)

*估测值

来源: 公司, 农银国际证券估测

2 季度业绩焦点 – 净息差和资产质量

对于即将到来的业绩，我们相信投资者将关注两个主要问题 - 净息差和资产质量。

净息差趋势稳定

重新定价很快完成

我们预计 2 季度 H 股银行的净息差相比 1 季度有轻微收窄,幅度在 3-7 个基点,整体上将保持稳定。1 季度净息差已经大幅缩小的个别银行如中信和民生,由于贷款重新定价超预期早出现,2 季度可能率先见到轻微的息差反弹。我们预期 90% 的 H 股银行贷款重新定价已经在 2 季度完成了,而其余的在 3 季度月底前应该相继完成。因此,我们预期下半年的净息差走势将保持稳定。

利率自由化加速

尽管我们相信扩大利率的浮动区间(今年 7 月 20 日央行取消了贷款利率下限)令其自由化的进程加速,但我们认为监管者不太可能一下子完全放开存款利率。考虑对流动性的影响,存款利率的自由化可以采取两种方式进行:(1)阶段性逐步放开(即在触发全面竞争前逐步提高存款利率上限),(2)先取消长期存款利率的上限,然后才是短期。然而,这些措施都需要时间来完成,我们并不预期 2014 年年底之前中国能够完成存款利率的全部自由化。

基于 2012 年中的经验,利率自由化不会对银行的净息差带来太大的影响。2012 年 7 月,央行提高存款利率的浮动区间至 1.1 倍的基准利率,为了留住储户,银行立刻将存款利率提高至上限,尤其是存贷比较高的中小型银行。然而,2012 年下半年银行的净息差却保持在健康水平。相比利率自由化,我们认为降息对银行净息差的影响更大。

长远来讲,如果存款利率完全自由化,即由市场竞争决定,那么对金融市场的健康发展将是有益的(取消浮动区间的限制而非提高上限)。去年的经历证明,当利率的上限被逐步提高,银行倾向于盲目提高利率来争取存款,因为反应慢的银行将面临储户流失。但是,如果存款利率由市场自由竞争决定,银行则会更为理性的评估自己的经营策略和根据对手的反应来最终决定存款利率。因为过度增加存款利率可能让银行陷入很难摆脱的困境。

强劲的需求对贷款利率构成支持

尽管我们相信存款利率市场化下轻微的资金成本上升是不可避免的,但我们看到一些信号显示贷款利率在改善,并部分弥补存款利率上升的影响。央行的统计数据今年 3 月份贷款需求的强劲是非常明显的。在此期间,88.56% 的贷款利率是在标准利率之上,尽管早在去年 3 月央行将贷款利率浮动区间降低至基准利率 70% 之前,该比例可以更高,达到 95.38%。



图表 9: 新增贷款定价 (%) (x= 相当于基准利率的倍数)

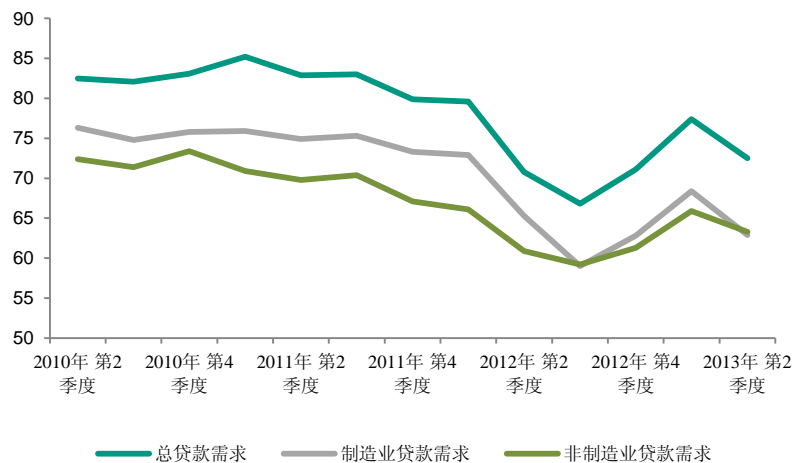
2013	0.7-1.0x	1.0x	总计	1.0-1.1x	1.1-1.3x	1.3-1.5x	1.5-2.0x	>2.0x
1月	10.62	25.08	64.30	19.84	25.23	7.87	8.29	3.07
2月	11.69	25.05	63.26	19.57	23.96	7.88	8.83	3.02
3月	11.44	23.79	64.77	19.55	24.71	8.15	9.27	3.09
2012								
1月	4.79	26.22	68.99	22.33	25.51	8.76	9.22	3.17
2月	5.53	27.59	66.88	23.12	23.76	7.98	8.61	3.40
3月	4.62	24.95	70.43	21.12	26.99	9.48	9.41	3.43

来源: 中国人民银行, 农银国际证券

2 季度贷款需求过剩

另一方面, 央行的数据显示 2 季度市场的贷款需求过剩, 需求指数达到 72.5%(>50% 意味着过剩, 反之亦然)。制造业和非制造业企业的贷款需求指数分别为 62.9% 及 63.3%。按企业规模分类, 大型、中型和小型企业的贷款需求指数均有所提高, 在 2 季度分别达到 56.9%、67.2% 和 74.7%。

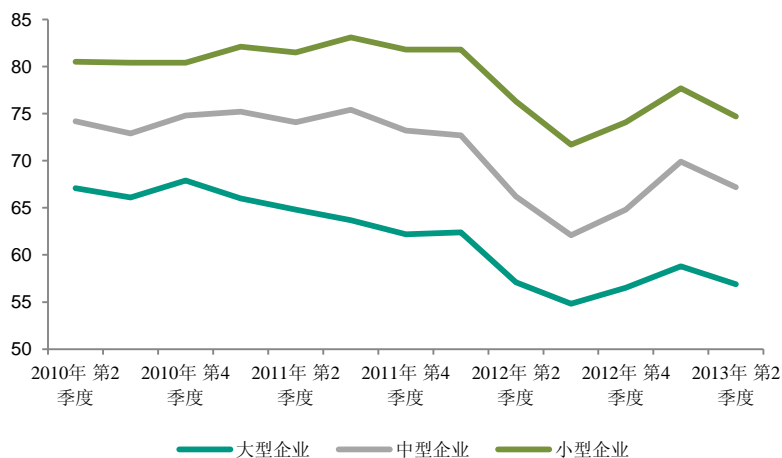
图表 10: 中国贷款需求指数 (%)



来源: 中国人民银行, 农银国际证券



图表 11: 中国贷款需求指数-按企业规模分类 (%)

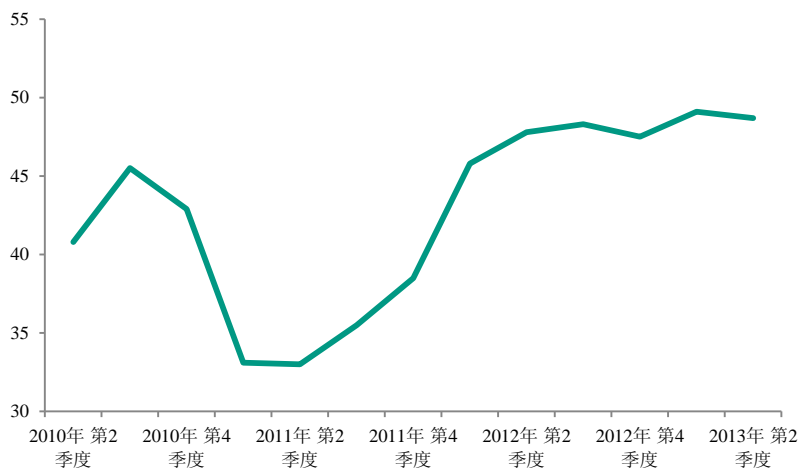


来源: 中国人民银行, 农银国际证券

贷款审批程序改善

今年上半年银行贷款审批指数从 2011 年 2 季度的 33% 上升至 50%，尽管增长速度低于贷款需求但仍显示去年 1 季度以来贷款审批程序不断的改善。我们坚信，随着经济稳步增长贷款的强劲需求将在随后几个季度持续。因此，即使利率全面市场化大幅的净息差缩窄也不太可能发生。

图表 12: 国内银行贷款审批指数 (%)



来源: 中国人民银行, 农银国际证券

考虑到贷款利率的坚挺和资金成本的可控，我们上调了 H 股银行（民生除外）的净息差，2013 年上调 4-22 个基点，2014 年上调 4-21 个基点。而对于民生银行，由于其 1 季度净息差跌至 2.45%，我们将 2013 年和 2014 年净息差预测分别下调 34 个基点。此外我们将 2013 年资产增长速度的假设下调 1-4 个百分点。结合上述两个因素，我们对 2013 年利息收入的预测比之前降低了 1%-6%。但由于海外贡献增加，中国银行 2013 年利息收入的预测则上调了 2.3%。



图表 13: 在港上市的中资银行股净利息收益率和净利息收入预测

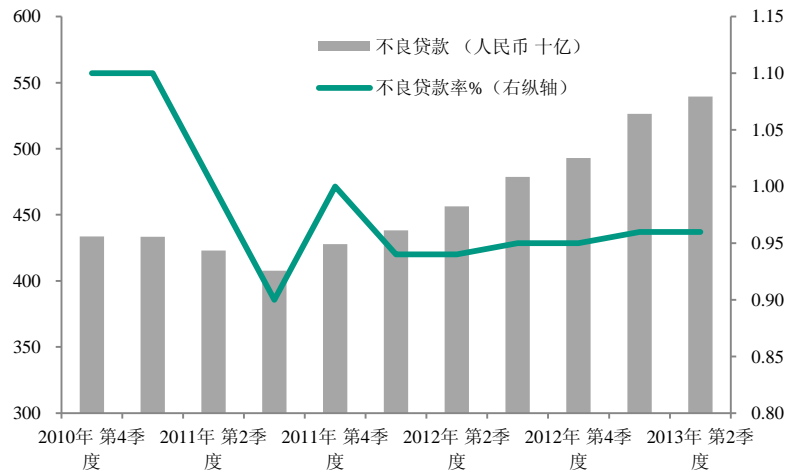
(%)	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
更新净利息收益率								
<u>预测</u>								
2013E	2.62	2.75	2.80	2.59	2.14	2.53	2.98	2.72
2014E	2.63	2.77	2.82	2.57	2.16	2.52	3.00	2.68
2015E	2.63	2.78	2.87	2.66	2.19	2.52	3.03	2.67
以往净利息收益率								
<u>预测</u>								
2013E	2.58	2.70	2.72	2.93	1.92	2.49	2.90	2.68
2014E	2.59	2.72	2.72	2.91	1.95	2.50	2.94	2.72
新旧预测对比								
2013E	4	5	8	(34)	22	4	8	4
2014E	4	7	10	(34)	21	2	6	(4)
(人民币 百万)								
更新净利息收入								
<u>预测</u>								
2013E	468,549	403,010	391,075	85,629	273,384	134,975	94,711	80,382
2014E	528,755	452,812	431,105	94,293	298,777	153,552	108,368	93,620
2015E	590,091	500,253	489,928	109,708	327,905	173,255	122,844	106,748
以往净利息收入								
<u>预测</u>								
2013E	474,374	407,143	403,474	86,588	267,126	143,227	96,034	82,993
2014E	539,764	460,721	456,251	94,252	304,810	169,840	111,123	99,560
新旧预测对比(%)								
2013E	(1.2)	(1.0)	(3.1)	(1.1)	2.3	(5.8)	(1.3)	(3.1)
2014E	(2.0)	(1.7)	(5.5)	0.0	(2.0)	(9.6)	(2.5)	(6.0)

来源: 公司, 农银国际证券估测

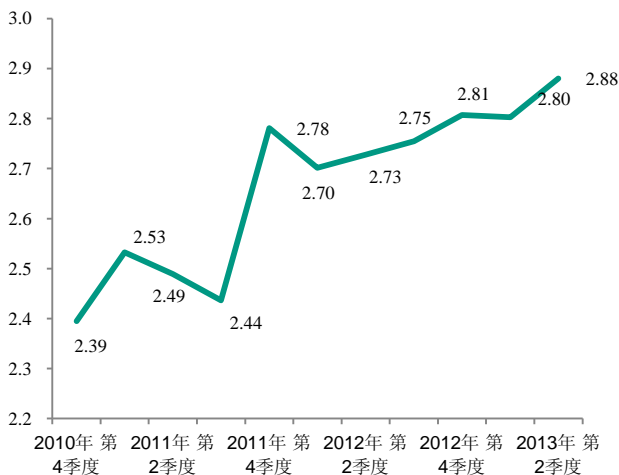
贷款拨备或带来上升惊喜

资产质量保持健康状态

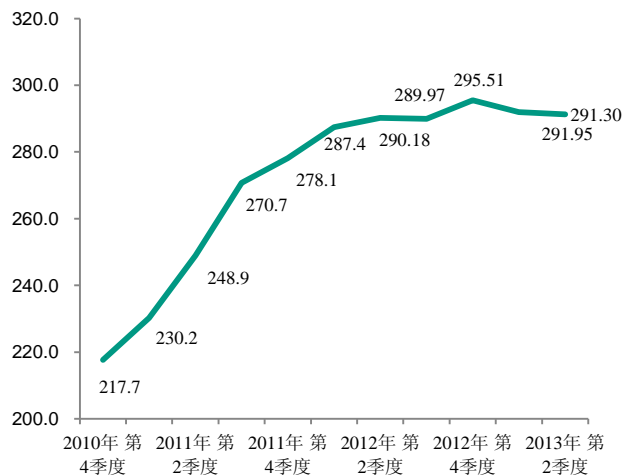
自从去年 1 季度, 中国的不良贷款一直处于温和上升的趋势—不良贷款率从 0.94% 上升到今年 2 季度底的 0.96%。为了确保能够抵御不良贷款的潜在冲击和在 2016 年底(对于重要性的系统银行为 2013 年)前完成监管机构规定的 2.5% 的拨备率(贷款拨备/贷款), 我们注意到最近几个季度中国的银行已经提高了他们的贷款拨备。截至今年 2 季度, 银行业整体的拨备率上升至 2.88%, 而拨备覆盖率(即贷款拨备/不良贷款)超过 291.3%。

图表 14: 中国不良贷款趋势


来源: 中国银监会, 农银国际证券

图表 15: 国内银行系统拨备率 (%)


来源: 中国银监会, 农银国际证券

图表 16: 国内银行系统拨备覆盖率 (%)


来源: 中国银监会, 农银国际证券

根据 2012 年银监会的统计数据, 中国的不良贷款主要来自制造业、批发和零售行业。上述两个行业的不良贷款率分别为 1.6% 和 1.61%, 分别占银行总不良贷款的 36.1% 和 21.8%。从区域上看, 占不良贷款组成比例最高的是中国东部, 占比 64.1%。江苏、浙江和广东分别为占不良贷款组成比例最高的三个省份, 不良贷款分别为人民币 529 亿元 (不良贷款率: 1.04%), 人民币 791 亿元 (不良贷款率: 1.68%) 及人民币 521 亿元 (不良贷款率: 0.93%), 而银行系统内的总不良贷款为人民币 4,904 亿元。

在未来几个季度, 产能过剩的行业 (钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备、造船、铝电解) 将给银行系统内的不良贷款造成额外的上升压力, 但据我们的渠道调查, 我们估计这些行业占每家 H 股银行贷款组合的比例都低于 10%。尽管我们相信这些行业通过内生性增长和行业整合来完成对多余产能的吸收需要时间, 但我们对近期内银行系统内整体不良贷款率保持在 1% 以下有信心。我们的信心来自于我们的经济师对 2013 年中国 GDP 增长的预测达到 7.6% 以及中国银行自身对于管理问题资产的不懈努力。

图表 17: 在港上市中资银行资产质量预测 (%)

	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
不良贷款率%								
2013E	1.00	1.18	1.52	1.20	1.04	0.98	0.87	0.91
2014E	1.10	1.27	1.60	1.35	1.05	1.01	0.85	0.91
2015E	1.16	1.32	1.66	1.35	1.03	1.01	0.84	0.89
拨备率								
2013E	2.6	2.8	4.5	2.6	2.3	2.5	2.2	2.2
2014E	2.7	2.9	4.6	2.6	2.4	2.6	2.3	2.3
2015E	2.8	2.9	4.6	2.6	2.4	2.6	2.3	2.3
拨备覆盖率								
2013E	261.3	237.1	295.8	283.3	220.3	251.0	253.0	242.7
2014E	246.0	224.0	283.5	271.6	223.9	252.0	265.8	247.8
2015E	241.6	219.1	277.4	260.0	233.5	252.7	274.8	257.7

来源: 公司, 农银国际证券估测

温州不良贷款呈下降趋势

银行对不良贷款重组的努力已经见到成效, 在问题最严重的温州地区也已经见到改善。银监会数据显示温州的不良贷款率在 2 季度已连续 3 个月下降, 从超过 4% 降至 6 月底的 3.68%。与此同时, 在今年 7 月初银监会和央行已明确鼓励银行撤销或出售他们的不良贷款。

2 季度高拨备现象持续

尽管不良贷款数据一直保持稳定, H 股银行仍然在去年 4 季度和今年 1 季度增加了贷款拨备。我们预期 2 季度银行将继续实行高拨备的策略, 而且这将可能导致银行业绩差过预期。鉴于净息差压力和更高的拨备, 我们对 H 股银行净利润预测进行修正, 2013 年净利润预测值调整 -0.3%-8.8% 而 2014 年调整 -12.0%-3.4%。

图表 18: 在港上市中资银行净利润预测

(人民币 百万)	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
更新净利润预测								
2013E	260,511	212,065	168,651	41,345	144,826	62,284	47,203	32,727
2014E	294,667	234,761	181,677	44,993	154,341	68,723	53,520	37,439
2015E	316,968	249,119	199,133	51,514	168,234	75,125	59,852	40,987
过往净利润预测								
2013E	260,149	219,453	168,007	39,346	133,167	62,218	45,854	34,483
2014E	302,866	249,383	197,428	43,524	154,805	73,541	53,446	42,569
新旧预测对比 (%)								
2013E	0.1	(3.4)	(0.3)	5.0	8.8	0.1	2.9	(5.1)
2014E	(2.7)	(5.9)	(8.0)	3.4	(0.2)	(6.6)	0.1	(12.0)
彭博统计市场预测均值								
2013E	253,756	208,330	159,709	40,136	144,836	60,925	46,830	32,839
2014E	269,482	224,011	172,773	43,230	153,132	65,152	51,125	35,946
2015E	298,603	247,176	196,495	47,901	171,489	73,954	58,559	41,559
农银国际与市场预测对比 (%)								
2013E	2.7	1.8	5.6	3.0	(0.0)	2.2	0.8	(0.3)
2014E	9.3	4.8	5.2	4.1	0.8	5.5	4.7	4.2
2015E	6.2	0.8	1.3	7.5	(1.9)	1.6	2.2	(1.4)

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券估测

不确定因素可能导致短期波动

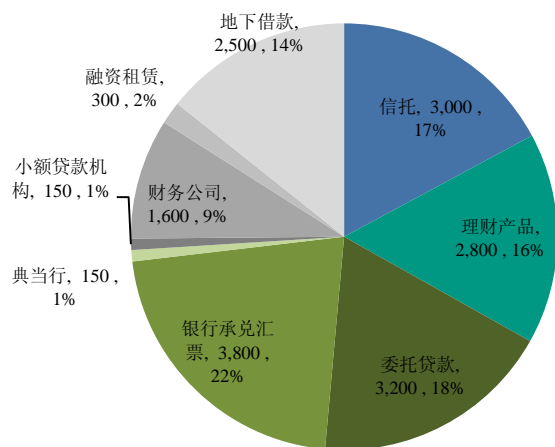
可持续的内生性增长、稳定的资产质量、监管下日益健康的竞争和金融改革的稳步推进，这些因素让我们对中国银行业前景持乐观的态度。我们相信市场正在寻找对行业进行重估的信号，这一信号可能是接下来几个季度好于预期的营运数据。但是两个主要的不利因素-影子银行体系的快速增长和对于银行流动性短缺的担心可能会推迟行业重估的过程，并导致股价的短期波动。

影子银行系统正在迅速增长

定义影子银行系统

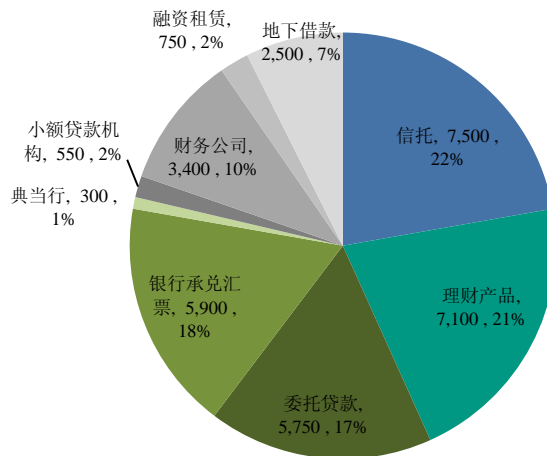
尽管关于影子银行并没有官方定义，但它被广泛确认为是传统的银行贷款外涉及信贷的金融中介机构。我们对该系统规模进行估算时将下列元素定义为影子银行系统的关键组成部分，包括信托、理财产品、委托贷款、银行承兑汇票、当铺、小额贷款机构、财务公司、金融租赁公司、地下钱庄。

图表 19: 2010 年中国影子银行系统主要构成部分的估测 (人民币 十亿)



来源: 中国人民银行, 中国银监会, 中国证监会, Wind, 新华网, 农银国际证券估测

图表 20: 2012 年中国影子银行系统主要构成部分的估测 (人民币 十亿)



来源: 中国人民银行, 中国银监会, 中国证监会, Wind, 新华网, 农银国际证券估测

中国的影子银行系统: 规模小但增长迅速

通过整合各种信息来源 (监管机构的统计、数据供应商和媒体新闻), 我们估计中国的影子银行系统 2010 年和 2012 年的规模分别为人民币 17.5 万亿和人民币 33.75 万亿, 期间的复合增长率达到 38.9%。2012 年的规模占当年 GDP 的 65%, 或当年银行业总资产的 25.3%。这样的规模和发达经济体相比仍然比较低, 发达经济体中影子银行可能会占到 GDP 的 100%-200%。

相对于影子银行的规模, 我们更担心的是近年的增长速度。在发达的经济体如美国和欧洲, 影子银行是金融体系的重要组成部分。它们的存在可以减少对传统银行的过分依赖减少集中性风险, 从整体上提高金融效率。我们认为, 中国对于影子银行的监管重点在于防范和管理其快速扩张给金融系统带来的潜在风险和并发症。

监管层对风险高度警觉

自从去年下半年开始，中国政府已经将金融系统的风险监管提升到优先位置，积极推出新的措施监控影子银行系统的风险敞口。除了建立机制密切监控资产负债表外资金的风险，如信托、委托贷款及银行承兑汇票外，全面规范理财产品这一影子银行体系中重要组成部分的监管措施也已经到位。

监管理财产品的措施

从 2012 年 9 月起，银监会要求银行不许以资产管理池的形式设立理财产品，意味着每个理财产品的设立只能用于支持一个或多个项目，而且禁止银行将不同资产类别的理财产品收益混合。此外，银行设立的每个理财产品必须能够独立核算成本收益。

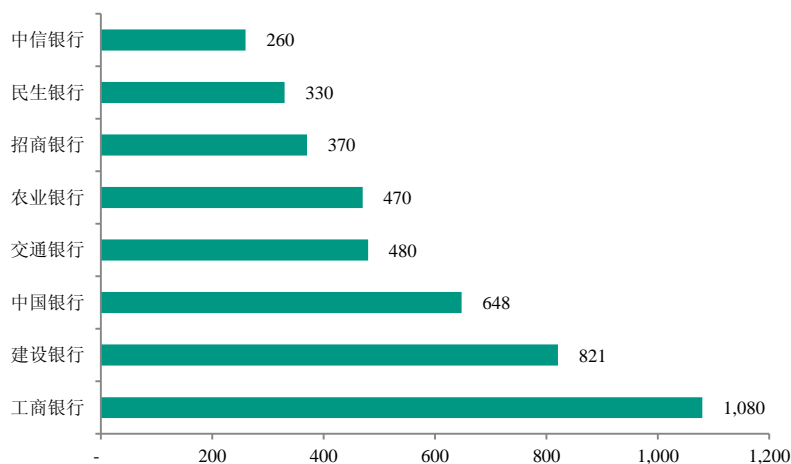
2013 年 3 月 28 日，银监会发布了 8 号文件，要求银行限制理财产品中非标准的债务融资工具占比。这些非标准的债务融资工具包括贷款投资、信托、委托资产、不在银行间市场或交易所买卖的债务工具。此外，银行不得提供任何承诺或担保会回购此类投资。非标准债权资产的占比不应超过银行理财产品资产管理总规模的 35% 和银行上一财年总资产的 4%。

然而，我们相信 8 号文件带来的影响是温和的，尽管银行目前理财产品中非标准的债务融资工具占比可能超过新规定的要求。我们认为影响温和的原因是，大多数中国银行的理财产品的期限很短，通常不到一年，这意味着银行可以很容易在现有产品到期后调整他们的新产品设计以符合新监管要求。据内地媒体报道，截至 2013 年 6 月，非标准的债务融资工具规模为人民币 2.78 万亿 - 自 8 号文件公布以来减少了 7%，占银行理财产品资产管理总规模的 30.62%，已经低于监管层要求的 35% 的上限。

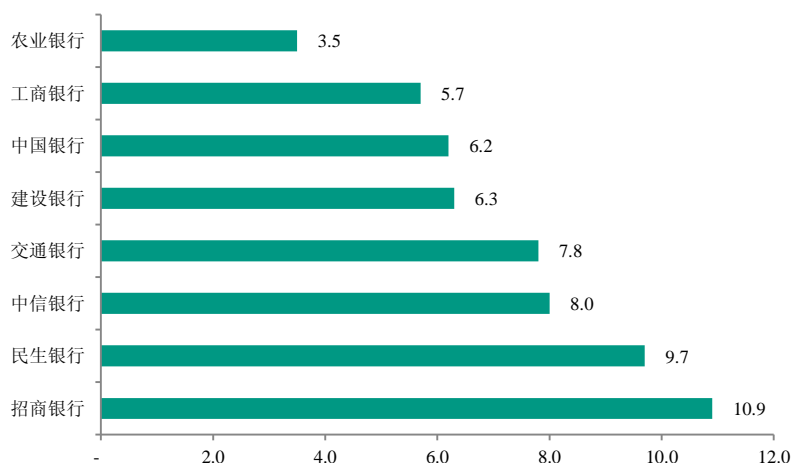
理财产品的规模没有预期般大

据银监会统计，2012 年底银行系统的理财产品规模达到人民币 7.1 万亿，比 2011 年上升了 56%，是 2007 年的 13 倍。市场相信今年 6 月底理财产品规模已经达到人民币 10 万亿。

今年 1 季度，H 股银行的理财产品应该只占到其总资产的 3%-11%，其中占比最高的是中型银行如招行、民生和中信，占比分别为 10.9%、9.7% 和 8%。鉴于严厉的监管，我们预期银行在理财业务扩张时会非常谨慎。

图表 21: 在港上市中资银行理财产品资产管理规模—2013 年第 1 季度 (人民币 百万)


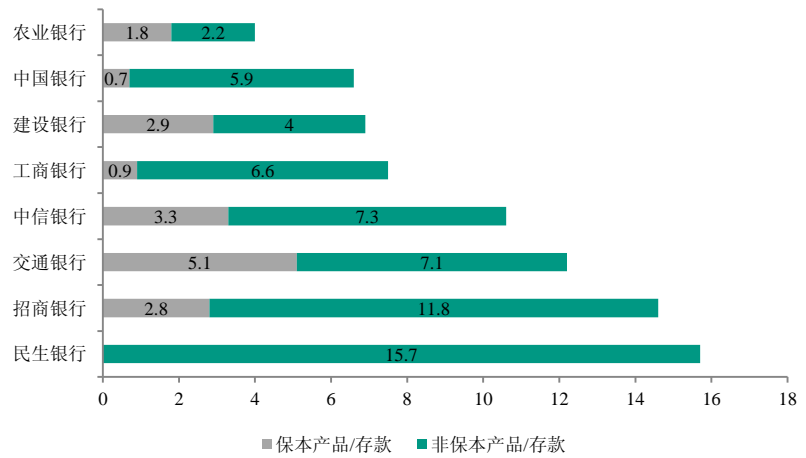
来源: 公司, 农银国际证券

图表 22: 在港上市中资银行理财产品占总资产比例—2013 年第 1 季度 (%)


来源: 公司, 农银国际证券

大型银行如工行和建行, 在理财产品规模上是市场的领导者, 今年 1 季度理财产品的资产管理总额分别达到人民币 10,800 亿元和人民币 8,210 亿元。考量理财产品和存款总额的比值, 中型银行如民生和招行最高, 今年 1 季度分别为 15.7% 和 14.6%, 其次是交行 (12.2%) 和中信 (10.6%)。

理财产品组合方面, 我们注意到民生银行所有理财产品都是非保本型。而其它银行保本型产品占到总存款的 0.7%-5.1%, 交行保本型理财产品占总存款的比率最高, 为 5.1%。在我们看来, 目前理财产品相对于银行总资产的比例和回报有保证的理财产品规模将不会给整个银行系统带来巨大风险。

图表 23: 在港上市中资银行的理财产品与存款比率—2013 年第 1 季度 (%)


来源: 公司, 农银国际证券

股份制银行将感受到更大的监管压力

有了适当的风险管理, 我们认为中国的影子银行系统会保持健康状态。但是面对目前和未来可能新出台的监管条例, 股份制银行可能会感受到更高的压力, 因为他们在过去几个季度一直扩张理财产品业务。

不过, 我们有信心那些不合规的投资会慢慢减少, 应该不会给银行的运营造成重大困扰。监管趋紧, 我们看好具有知名品牌的银行。但对于股份制银行来讲, 它们还将面临额外的存贷比规定的压力和佣金和收入费收入控制的问题。

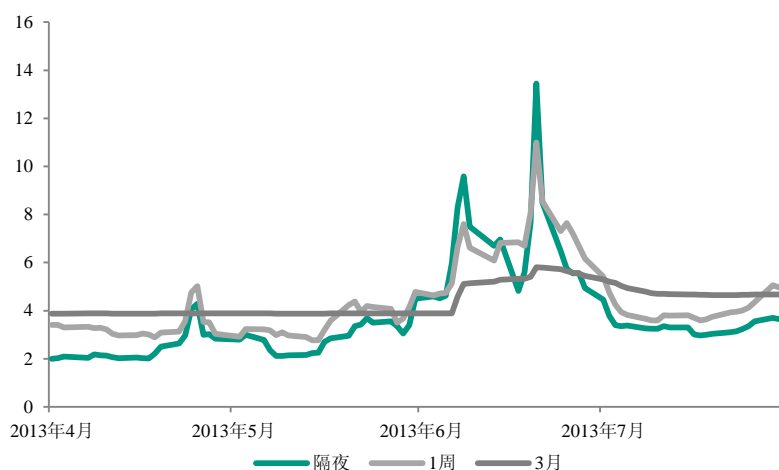
将出台更多的监管措施

银监会控制银行理财产品的措施只是控制影子银行系统风险的前奏, 相信会有更多的监管措施出台, 未来的监管举措将针对信托、委托贷款及银行承兑汇票, 之后监管机构会致力于规范融资公司和金融租赁公司。

流动性的担忧

今年 6 月份最后两周 SHIBOR 大幅上升所反映的流动性不足令市场对银行可能存在的两个潜在问题的关注度上升: (1) 银行间同业借贷成本激增, 给净息差带来压力; (2) 同业市场连锁违约的风险可能导致大规模的销账和银行同业市场资金链条的断裂。

图表 24: 上海银行间同业拆放利率(%)



来源: 彭博, 农银国际证券

今年 6 月份的第 3 周, 短期 SHIBOR 利率飙升, 隔夜和 1 周 SHIBOR 分别在 6 月 20 日达到峰值 13.4% 和 11%。我们认为理财产品资产和负债的期限不匹配导致了 SHIBOR 的大幅攀升。到 7 月上旬, SHIBOR 已经稳定并恢复到正常水平。

资金供需期限错配

我们注意到银行刻意将理财产品的到期日设计在每个季度末。通过这种方式, 理财产品的结算资金到时将以客户存款的形式回到银行的资产负债表中。这将粉饰银行的存款增长并强化存贷比。

同时, 理财产品投资对象的投资期限通常较长, 这样才可以为投资人提供更好的回报。因此, 这种资产和负债之间的不匹配导致了 6 月底银行体系内流动性的紧张并大幅推高 SHIBOR。同样的逻辑, 这样的流动性紧张会在每个季度末重复发生, 除非银行将理财产品到期日均匀分配或者将资金供应和理财产品的对资金需求的时间配套。

对银行影响有限

SHIBOR 这次飙升引发了 6 月下旬投资市场大规模抛售中国的银行股，我们认为市场反应过度。基于下列两点原因，我们认为这样的流动性短缺对中国的上市银行造成的影响是有限的，

- (1) 影响是暂时的。由于 SHIBOR 的飙升只在 6 月底持续了两周，顶峰的 13.4% 只在 6 月 20 日出现。而且只有短期的 SHIBOR 大幅上升，对于银行季度的息差影响有限。
- (2) 影响将仅限于银行资产负债表内的同业存贷中。从理论上讲，SHIBOR 的上升应该给银行的资金成本带来额外的压力。但不像香港或其他国家，中国的贷款和存款利率并未与银行同业拆息率或其他指引利率挂钩而是同央行基准利率链接。因此，SHIBOR 上升的实际影响应该比市场预期要小得多。

图表 25: 在港上市中资银行的 2012 年资产负债表构成 (%)

	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
资产组成								
新增贷款	48.9	52.3	46.4	42.1	52.9	54.6	54.7	55.0
回购	3.1	2.3	6.2	-	-	-	6.2	2.3
现金	18.1	17.6	19.7	13.1	15.3	15.5	13.8	14.5
投资	23.3	20.5	21.5	7.6	17.4	16.7	15.3	11.7
同业拆放	3.6	5.1	3.7	32.7	9.1	9.9	8.2	13.1
其他	3.0	2.2	2.5	4.6	5.3	3.4	1.8	3.4
负债组成								
存款	83.1	87.1	87.0	63.3	77.6	76.2	79.0	81.8
同业拆放	9.1	8.4	7.5	32.3	16.9	19.3	11.5	14.1
回购	1.4	0.0	-	-	-	-	-	0.4
已发行债券	1.4	2.0	1.2	2.5	2.0	1.6	2.4	2.0
其他	5.0	2.4	4.3	2.0	3.5	2.9	7.2	1.7

来源: 公司, 农银国际证券

银行对同业市场的依赖较小

如图表 25 所示，除了民生银行以外，H 股银行同业资产仅占总资产的 3.6%-13.1%，同业负债仅占总负债的 7.5%-19.3%。民生银行同业资产和负债占总资产和负债的比例相对较高，分别为 32.7% 和 32.3%，但是由于这两个比值大小接近，我们认为这将对冲 SHIBOR 波动给其的利率风险。因此，我们预期民生净息差的实际影响也很有限。

受制于 1.1 倍的活期存款利率上限和存贷比 75% 的限制，中小型银行将很难光靠存款利率竞争来扩大和维持存款规模，因此会更多地依赖于银行间同业市场。

银行间同业务 - 并不是利润增长的驱动力

通过分析银行不同类型的资产和负债之间的息差，我们认为同业业务对于银行来说更多的是管理流动性的工具，而不是创造利润。银行间同业资产和负债之间的息差为 -70-139 基点，民生和交行是负息差最高的两家，意味着它们更依赖同业资金。我们的渠道调研显示，大型银行同业业务一般用来调节系统流动性，以收支平衡为最低目标。

图表 26: 2012 年 在港上市中资银行股收益率(%)

	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
贷款	6.20	6.29	6.41	7.53	5.54	6.56	6.55	6.69
投资	3.60	3.58	3.67	3.89	3.08	3.75	3.76	3.63
现金	1.57	1.51	1.81	1.47	1.28	1.56	1.54	1.50
同业拆放	2.54	3.62	3.48	5.08	4.13	3.46	3.80	4.18
回购	-	4.26	-	9.35	-	-	-	4.29
其他	-	-	-	-	-	-	-	4.76
总生息资产	4.59	4.70	4.66	5.79	4.23	5.10	5.14	5.17
存款	1.99	1.98	1.84	2.37	2.05	2.19	1.91	2.25
同业拆放	2.56	3.13	3.36	5.75	2.74	4.16	3.70	4.09
回购	-	3.86	-	4.56	-	-	-	4.03
已发行债券	4.06	3.48	-	4.71	3.73	3.88	4.87	-
其他	-	1.25	3.83	-	-	-	-	3.78
总计息负债	2.10	2.12	1.99	3.04	2.21	2.67	2.27	2.56

来源: 公司, 农银国际证券

银行同业拆借业务违约风险低

由于传言一些小型银行在 6 月底未能偿还同业借贷, 市场关于银行同业市场连锁违约的担心上升。但是基于下列三个理由, 我们认为这种情况并不会发生:

- (1) 银行间同业市场的信誉是银行主要考虑的因素。一次违约就会伤害信誉, 导致未来的融资困难。同时, 同业市场上很难界定违约, 因为银行可以通过部分支付或重组来滚动负债。
- (2) 银行在同业市场贷款前通常会评估交易对手风险, 特别是大型银行主要对口股份制银行而不是较低类别的银行。通过这种方式, 较小或劣质银行的风险敞口已经被最小化。
- (3) 涉嫌违约的银行已经公开否认了传闻。由于这些银行是上市公司, 必须遵守高标准的企业管治, 我们相信他们的声明的确反映了事实真相, 尤其是银行间同业市场透明度本身就较高。

资产和负债组合成为关键

未来, 银行的资产负债管理将变得日益重要, 但我们相信银行需要些时间来调整表内及表外资产与负债之间的期限配置。这将成为银行成功与否的关键因素。

估值

股价在7月份渐趋平稳

由于经济增速放缓、利率自由化可能带来负面冲击以及与银行运营相关的政策风险上升，H股银行股今年上半年股价表现落后于大盘。在过去的6个月，H股银行股股价降幅达到12.5%-31.4%。但是，我们坚信这些银行目前的估值水平已经反映了大部分的负面因素，同时我们注意到7月份它们的股价渐趋稳定。7月份除农行出现2.5%的下跌以外，其他银行股都出现了上涨。

图表 27: 在港上市中资银行股价表现

(港元)	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
2013-8-1	5.11	5.79	3.12	7.82	3.26	5.07	12.98	3.63
2013-6-28	4.89	5.49	3.20	7.59	3.19	5.00	12.96	3.58
2013-4-30	5.46	6.50	3.71	9.97	3.63	6.17	16.54	4.37
2013-1-31	5.84	6.69	4.22	11.14	3.82	6.58	18.58	5.29
变化 (%)								
1 月	4.5	5.5	(2.5)	3.0	2.2	1.4	0.2	1.4
3 月	(6.4)	(10.9)	(15.9)	(21.6)	(10.2)	(17.8)	(21.5)	(16.9)
6 月	(12.5)	(13.5)	(26.1)	(29.8)	(14.7)	(22.9)	(30.1)	(31.4)

来源: 彭博, 农银国际证券

估值水平处于谷底，股息收益率可观

H股银行股目前的估值比历史的市账率均值低1.5-2个标准差，处于估值的谷底并接近2008年金融危机时期的水平。除了工商银行和建设银行，我们覆盖的其他H股银行股价都低于我们预测的2013年资产净值，同时我们预计今年的平均股息收益率将会达到6.23%。虽然我们认为银行股价短期内将会因政策因素、影子银行风险和流动性紧缩而出现波动，但是基于基本面因素H股银行股已经出现买入时机，并且应该能够见到一定的反弹。

图表 28: 已覆盖的在港上市中资银行评级及目标价变动

	评级		目标价格 (港元)			*可持续净资产收益率(%)		*股本成本 (%)		*目标市账率 (倍)	
	新	旧	新	旧	变动 %	新	旧	新	旧	新	旧
工商银行	买入	买入	6.91	7.64	(9.6)	19.1	19.6	15.4	14.0	1.39	1.71
建设银行	买入	买入	8.19	9.05	(9.5)	20.2	20.7	15.4	14.5	1.42	1.74
农业银行	买入	买入	4.74	5.55	(14.6)	19.2	20.5	15.9	14.5	1.34	1.71
民生银行	买入	买入	11.94	15.49	(22.9)	19.7	20.5	16.9	13.5	1.25	1.93
中国银行	买入	持有	4.13	4.33	(4.6)	14.9	15.3	15.4	14.4	0.95	1.11
交通银行	买入	持有	6.60	7.5	(12.0)	15.0	15.8	16.4	15.0	0.87	1.09
招商银行	买入	持有	17.80	20.6	(13.6)	19.6	20.7	17.4	15.4	1.19	1.56
中信银行	持有	持有	4.05	6.22	(34.9)	14.0	16.2	18.9	16.0	0.62	1.02

*农银国际证券估测

来源: 彭博, 农银国际证券估测

我们对估值模型进行了一定的调整以反映资产增长速度放缓，高拨备和净息差的缩小。同时我们按照预测的2014年中资产净值来设定目标价。我们调低了股本回报率和要求的股本回报率以反映更高的国家风险。因为上述原因，我们覆盖的H股银行股的目标价格下降了4%-35%。

基于目前较低的估值水平，我们也将中国银行、交通银行和招商银行的评级从“持有”上调到“买入”。我们相信这些银行目前的H股股价已经反映了大部分的负面因素。此外，随着金融改革的深入我们认为拥有强大的存款基础将变得更为重要。但是，中信银行在零售银行网点发展上缺乏改善，这对其未来的存款量有负面影响，所以我们给予该银行“持有”评级。

图表 29: 在港上市中资股估值 (更新于 2013 年 8 月 8 日收市后)

	股票 代码	市值 (美元 百 万)	评级	价格 (港元)	目标 价格 (港元)	上升潜 力 (%)	13E 市盈率	14E 市盈率	13E 市帐率	14E 市帐率	13E 收益率
工商银行	1398 HK	222,870	买入	4.95	6.91	39.6	5.28	4.71	1.07	0.93	6.57
建设银行	939 HK	180,336	买入	5.60	8.19	46.3	5.27	4.77	1.04	0.91	6.70
农业银行	1288 HK	129,985	买入	3.10	4.74	52.9	4.77	4.43	0.94	0.82	7.26
民生银行	1988 HK	36,857	买入	7.42	11.94	60.9	3.83	3.53	0.85	0.72	4.38
中国银行	3988 HK	119,038	买入	3.16	4.13	30.7	4.86	4.60	0.77	0.69	7.12
交通银行	3328 HK	47,348	买入	5.02	6.60	31.5	4.78	4.32	0.70	0.62	5.23
招商银行	3968 HK	37,369	买入	12.58	17.80	41.5	4.60	4.06	0.91	0.78	6.56
中信银行	998 HK	24,945	持有	3.52	4.05	15.1	4.02	3.52	0.58	0.50	6.04
平均							4.68	4.24	0.86	0.75	6.23

来源: 彭博, 农银国际证券估测

投资主题

工商银行 (1398 HK) – 我们仍然青睐大型银行, 因为我们相信它们在利率自由化的过程中能够更平稳地过度。工行目前的估值处于 2013 年预测市帐率 1.07 倍, 是我们首选股份之一。工行有完善的分支网络以及稳定的存款基础, 我们相信其高资产质量将会使其更好地抵御政策上的不利因素。

建设银行 (939 HK) – 庞大的网络、稳定的存款基础和审慎的风险管理 (其拨备率排名第二高, 仅次于农业银行) 是我们推荐建行的原因。基于其在 2013 年 1 季度的指引, 2-3 季度该行的净息差将出现反弹, 同时该行今年全年净息差的目标值为 2.7%, 接近 2011 年的水平。建行目前的估值处于 2013 年预测市帐率 1.04 倍。其股息收益率为 6.48%, 为四大行中第二最高。

农业银行 (1288 HK) – 作为四大行中增长最快的银行, 我们继续看好农行的投资回报。农行将是农村地区经济发展优惠政策的主要受益者。拥有较低的贷存比, 而且在银行间市场是属于资金净借出方, 因此我们相信流动性紧缩将不会给农行净息差带来任何压力。而且, 由于农行在不良贷款清理上起步晚, 其在未来几个季度将持续见到资产质量改善。

中国银行 (3988 HK) – 由于中国银行的海外业务, 特别是中银香港 (2388 HK) 对其贡献度越来越高, 我们将中国银行的评级从“持有”上调到“买入”。虽然中行的国内业务相对于其他银行会更加容易受到中国出口和运营环境的影响, 但是我们相信中行海外业务的优势将会使其在利率自由化过程中受到的影响比同业小, 其有 20% 的资产处于海外。受益于人民币国际化, 我们预期中银香港的净息差将会持续改善。

交通银行 (3328 HK) – 鉴于较低的估值 (现在的估值相当于 2013 年预测市帐率的 0.7 倍), 我们将交行的评级从“持有”上调到“买入”。但相比国有四大银行, 我们对交行的青睐度较低。主要因为其大部分的业务都集中在中国东部 (2013 年 1 季度该地区贷款占比为 38%), 这将在未来几个季度给其带来资产质量的隐患。我们预期交行股价相对于工行、建行和农行会显得上升动能不足。

民生银行 (1988 HK) – 民生银行是我们在中型银行股中的首选。其对于理财产品风险管理的审慎令我们印象深刻, 并且民生没有发行任何保本产品。此外, 其在中小企业和小微用户方面的优势也使其更能够从政府支持中小企业贷款的政策中受惠。虽然民生的股价对于市场新闻 (特别是理财产品、影子银行和资产质量相关的新闻) 十分敏感, 但是我们认为目前的估值水平下, 其下降空间有限。而且, 我们预期民生将会见到比其他中型银行更强劲的反弹。

招商银行 (3968 HK) – 我们将招行的评级从“持有”上调到“买入”。招行是过去 6 个月表现最差的 H 股银行之一，目前的估值为 2013 年预测市帐率 0.91 倍。我们认同招行在零售和创新产品方面的能力，以及其审慎的风险管理。虽然我们仍然偏爱大型银行，但是我们相信股价落后的高质量中型银行如招行将见到大幅度的反弹。同时，我们相信招行最近配股获批将提高其资本充足率，幅度为 2%，这一消息将减轻市场对其未来再融资的担心。

中信银行 (998 HK) – 中信银行是过去 6 个月股价表现落后的另一家银行，目前估值为 2013 年预测市帐率 0.58 倍，是所有 H 股银行股中最低的一家。但是，2012 年 9 月上任的新一任行政总裁仍没有在运营方面带给其明显改善。而且，中信的不良贷款率和拨备率在同业中都处于最低位，其可能低估了资产质量的风险，近期内拨备的上升可能给业绩带来大幅的冲击。此外，零售方面的弱势是中信面临的最大的不利因素，因为我们相信在利率市场化过程中存款的争夺将日益激化。



图表 30: 主要指标比较 (%)

	工商银行	建设银行	农业银行	民生银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行
净利息收益率								
2013E	2.62	2.75	2.80	2.59	2.14	2.53	2.98	2.72
2014E	2.63	2.77	2.82	2.57	2.16	2.52	3.00	2.68
2015E	2.63	2.78	2.87	2.66	2.19	2.52	3.03	2.67
成本收入比率								
2013E	33.3	38.8	40.8	43.8	45.6	41.6	45.0	44.0
2014E	33.1	40.9	43.7	47.5	48.0	43.9	46.0	45.7
2015E	34.0	43.8	45.7	49.5	49.4	47.2	38.8	47.9
资产收益率								
2013E	1.40	1.43	1.20	1.21	1.09	1.11	1.30	1.03
2014E	1.40	1.42	1.16	1.16	1.07	1.08	1.31	1.03
2015E	1.36	1.37	1.14	1.17	1.07	1.05	1.32	0.99
股本收益率								
2013E	21.5	21.0	20.9	22.9	16.6	15.4	21.5	15.3
2014E	21.2	20.3	19.8	20.8	15.9	15.2	20.7	15.2
2015E	21.1	19.0	19.3	20.1	15.6	14.8	19.9	14.6
贷存比率								
2013E	65.0	66.6	60.4	70.4	75.3	80.2	75.7	74.5
2014E	64.6	66.8	61.7	69.7	76.0	81.6	76.8	75.3
2015E	63.6	66.8	62.5	68.4	77.0	83.3	77.8	75.7
核心资本充足比率								
2013E	9.9	11.2	9.4	8.0	10.3	10.9	8.6	10.4
2014E	10.0	11.5	9.8	8.5	10.3	10.7	8.8	10.1
2015E	9.0	11.8	9.8	8.9	11.1	10.5	9.1	10.0
总资本充足比率								
2013E	12.9	14.2	12.4	9.8	12.8	13.6	12.1	13.7
2014E	12.9	14.5	12.8	10.2	12.8	13.1	12.3	13.0
2015E	12.0	14.8	12.9	10.5	13.4	12.7	12.6	12.7
不良贷款比率%								
2013E	1.00	1.18	1.52	1.20	1.04	0.98	0.87	0.91
2014E	1.10	1.27	1.60	1.35	1.05	1.01	0.85	0.91
2015E	1.16	1.32	1.66	1.35	1.03	1.01	0.84	0.89
拨备率								
2013E	2.6	2.8	4.5	2.6	2.3	2.5	2.2	2.2
2014E	2.7	2.9	4.6	2.6	2.4	2.6	2.3	2.3
2015E	2.8	2.9	4.6	2.6	2.4	2.6	2.3	2.3
拨备覆盖率								
2013E	261.3	237.1	295.8	283.3	220.3	251.0	253.0	242.7
2014E	246.0	224.0	283.5	271.6	223.9	252.0	265.8	247.8
2015E	241.6	219.1	277.4	260.0	233.5	252.7	274.8	257.7
生息资产增长率								
2013E	13.0	11.6	11.7	13.0	8.4	13.0	12.6	15.1
2014E	12.1	11.0	11.8	13.1	8.3	12.8	12.0	14.6
2015E	10.9	9.7	11.1	12.4	8.4	12.7	11.3	14.3
总资产增长率								
2013E	12.9	11.7	11.8	13.4	8.9	12.9	12.7	14.3
2014E	12.0	11.1	11.8	13.5	8.7	12.8	12.1	14.0
2015E	10.8	9.9	11.2	12.7	8.6	12.6	11.4	13.9
计息负债增长率								
2013E	12.7	12.3	12.7	12.5	8.8	12.5	12.6	14.3
2014E	11.8	11.4	11.5	11.5	8.1	12.6	11.7	14.3
2015E	11.4	10.0	11.6	11.5	7.7	12.2	11.2	14.2
净利润增长率								
2013E	9.2	9.8	16.2	10.1	3.9	6.7	4.3	5.5
2014E	13.1	10.7	7.7	8.8	6.6	10.3	13.4	14.4
2015E	7.6	6.1	9.6	14.5	9.0	9.3	11.8	9.5

来源: 公司, 农银国际证券估测



工商银行 (1398 HK – 买入)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	362,764	417,828	468,549	528,755	590,091
非利息收入	107,837	111,892	123,598	138,038	138,038
其中: 手续费和佣金收入	101,550	106,064	117,619	132,012	132,012
运营收入	470,601	529,720	592,147	666,794	728,130
运营成本	(156,160)	(174,944)	(197,052)	(220,884)	(247,531)
摊销	(13,453)	(14,996)	(16,709)	(18,474)	(20,267)
拨备前运营利润	300,988	339,780	378,386	427,436	460,332
贷款减值损失	(31,121)	(33,745)	(42,724)	(47,653)	(51,586)
运营利润	269,867	306,035	335,662	379,783	408,746
非运营收入	2,444	2,652	2,891	3,151	3,151
税前利润	272,311	308,687	338,553	382,934	411,897
所得税费用	(63,866)	(69,996)	(77,867)	(88,075)	(94,736)
-少数股东权益	(180)	(159)	(175)	(192)	(192)
净利润	208,265	238,532	260,511	294,667	316,968
增长率 (%)					
净利息收入	19.4	15.2	12.1	12.8	11.6
非利息收入	40.0	3.8	10.5	11.7	0.0
其中: 手续费和佣金收入	39.4	4.4	10.9	12.2	0.0
运营收入	23.6	12.6	11.8	12.6	9.2
运营成本	22.6	12.0	12.6	12.1	12.1
摊销	10.7	11.5	11.4	10.6	9.7
拨备前运营利润	24.8	12.9	11.4	13.0	7.7
贷款减值损失	11.2	8.4	26.6	11.5	8.3
运营利润	26.5	13.4	9.7	13.1	7.6
非运营收入	13.9	8.5	9.0	9.0	0.0
税前利润	26.4	13.4	9.7	13.1	7.6
所得税费用	29.3	9.6	11.2	13.1	7.6
-少数股东权益	(79.3)	(11.7)	10.0	10.0	10.0
净利润	26.1	14.5	9.2	13.1	7.6
每股数据					
每股盈利	0.60	0.68	0.75	0.84	0.91
每股净资产	2.74	3.22	3.70	4.24	4.35
每股派息	0.20	0.24	0.26	0.29	0.32
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.61	2.66	2.62	2.63	2.63
净息差	2.49	2.49	2.41	2.38	2.39
成本收入比	33.2	33.0	33.3	33.1	34.0
平均资产回报率	1.44	1.44	1.40	1.40	1.36
平均股本回报率	23.4	22.9	21.5	21.2	21.1
实际税率	23.5	22.7	23.0	23.0	23.0
派息额	34.0	35.0	35.0	35.0	35.0

来源: 公司, 农银国际证券估测

工商银行市帐率变化图



来源: 彭博, 农银国际证券估测



工商银行 (1398 HK – 买入)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	2,762,156	3,174,943	3,750,524	4,350,933	4,884,507
存放或拆放同业及其他金融机构款项	810,287	1,181,029	1,522,609	1,882,022	2,278,793
投资	3,915,902	4,083,887	4,389,496	4,677,791	4,958,922
垫款净额	7,594,019	8,583,289	9,568,681	10,644,603	11,777,365
总生息资产	15,082,364	17,023,148	19,231,310	21,555,349	23,899,587
物业及设备	119,028	135,889	156,272	178,150	203,092
其他非生息资产	275,476	383,180	413,151	437,700	459,586
总资产	15,476,868	17,542,217	19,800,733	22,171,200	24,562,265
客户存款	12,261,219	13,642,910	15,109,110	16,934,259	19,054,235
同业及其他金融机构存放款项	1,341,290	1,486,805	1,635,486	1,799,034	1,978,937
次级债务	204,161	232,186	260,048	291,254	326,205
计息负债总额	13,848,096	15,399,910	17,043,793	19,065,654	21,402,539
应交税费	51,535	56,922	68,306	81,968	98,361
递延所得税负债	103	552	635	730	840
其他负债	619,311	956,374	1,391,420	1,536,123	1,536,197
总负债	14,519,045	16,413,758	18,504,153	20,684,475	23,037,936
股本	349,084	349,620	349,620	349,620	349,620
一般准备	607,658	775,377	943,324	1,133,289	1,170,701
少数股东权益	1,081	3,462	3,635	3,817	4,008
股东权益合计	957,823	1,128,459	1,296,579	1,486,726	1,524,328
增长率 (%)					
现金及等价物	21.0	14.9	18.1	16.0	12.3
存放或拆放同业及其他金融机构款项	58.5	45.8	28.9	23.6	21.1
投资	4.9	4.3	7.5	6.6	6.0
垫款净额	14.7	13.0	11.5	11.2	10.6
总生息资产	14.7	12.9	13.0	12.1	10.9
总资产	15.0	13.3	12.9	12.0	10.8
客户存款	10.0	11.3	10.7	12.1	12.5
同业及其他金融机构存放款项	28.0	10.8	10.0	10.0	10.0
次级债务	99.6	13.7	12.0	12.0	12.0
计息负债总额	12.5	11.2	10.7	11.9	12.3
总负债	14.9	13.0	12.7	11.8	11.4
股东权益合计	16.6	17.8	14.9	14.7	2.5
主要比率 (%)					
贷存比	63.5	64.5	65.0	64.6	63.6
核心资本充足率	10.1	10.6	9.9	10.0	9.0
总资本充足率	13.2	13.7	12.9	12.9	12.0
不良贷款率	0.94	0.85	1.00	1.10	1.16
不良贷款增长	(0.3)	2.1	31.1	22.8	16.9
坏账支出净额比	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
贷款拨备率	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8
拨备覆盖率	266.9	295.5	261.3	246.0	241.6

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	新			旧			新旧对比 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.62	2.63	2.63	2.58	2.59	不适用	4 基点	4 基点	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	468,549	528,755	590,091	474,374	539,764	不适用	(1.2)	(2.0)	不适用
净利润 (人民币 百万)	260,511	294,667	316,968	260,149	302,866	不适用	-	(2.7)	不适用

来源: 农银国际证券估测



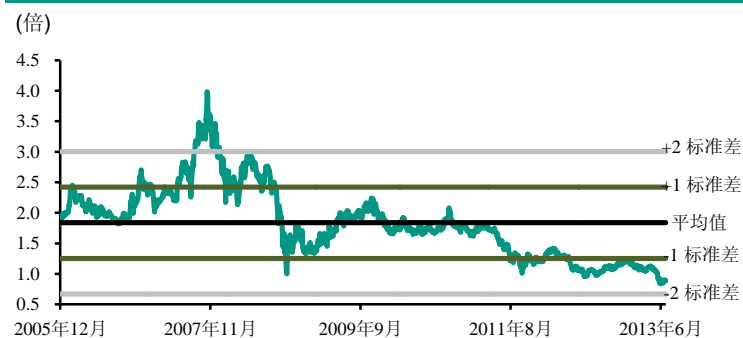
建设银行 (939 HK – 买入)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	304,572	353,202	403,010	452,812	500,253
非利息收入	94,831	109,331	120,886	135,573	150,806
其中：手续费和佣金收入	86,994	93,507	104,330	118,250	132,679
运营收入	399,403	462,533	523,896	588,385	651,059
运营成本	(142,437)	(168,877)	(200,864)	(238,363)	(282,558)
摊销	(2,100)	(2,204)	(2,336)	(2,476)	(2,625)
拨备前运营利润	254,866	291,452	320,695	347,545	365,876
贷款减值损失	(35,783)	(40,041)	(44,738)	(42,086)	(41,741)
运营利润	219,083	251,411	275,957	305,459	324,135
非运营收入	24	28	29	31	32
税前利润	219,107	251,439	275,986	305,490	324,167
应交税费	(49,668)	(57,837)	(63,477)	(70,263)	(74,558)
-少数股东权益	(181)	(423)	(444)	(466)	(490)
净利润	169,258	193,179	212,065	234,761	249,119
增长率 (%)					
净利息收入	21.1	16.0	14.1	12.4	10.5
非利息收入	27.7	15.3	10.6	12.1	11.2
其中：手续费和佣金收入	31.5	7.5	11.6	13.3	12.2
运营收入	22.6	15.8	13.3	12.3	10.7
运营成本	19.3	18.6	18.9	18.7	18.5
摊销	6.5	5.0	6.0	6.0	6.0
拨备前运营利润	24.7	14.4	10.0	8.4	5.3
贷款减值损失	22.2	11.9	11.7	(5.9)	(0.8)
运营利润	25.1	14.8	9.8	10.7	6.1
非运营收入	(29.4)	16.7	5.0	5.0	5.0
税前利润	25.1	14.8	9.8	10.7	6.1
应交税费	23.8	16.4	9.8	10.7	6.1
-少数股东权益	(3.2)	133.7	5.0	5.0	5.0
净利润	25.5	14.1	9.8	10.7	6.1
每股数据 (人民币元)					
每股盈利	0.68	0.77	0.85	0.94	1.00
每股净资产	3.24	3.77	4.32	4.93	5.58
每股派息	0.24	0.27	0.30	0.33	0.35
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.70	2.75	2.75	2.77	2.78
净息差	2.57	2.58	2.57	2.59	2.60
成本收入比	36.2	37.0	38.8	40.9	43.8
平均资产回报率	1.47	1.47	1.43	1.42	1.37
平均股本回报率	22.4	22.0	21.0	20.3	19.0
实际税率	22.7	23.0	23.0	23.0	23.0
派息额	34.9	35.0	35.0	35.0	35.0

来源：公司，农银国际证券估测

建设银行市帐率变化图



来源：彭博，农银国际证券估测



建设银行 (939 HK –买入)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	2,579,854	2,774,754	2,978,421	3,195,310	3,427,880
存放或拆放同业及其他金融机构款项	385,792	715,551	908,146	1,124,396	1,321,333
投资	2,718,654	2,839,076	3,058,476	3,302,856	3,566,803
垫款净额	6,325,194	7,309,879	8,281,827	9,273,822	10,218,882
总生息资产	12,009,494	13,639,260	15,226,869	16,896,384	18,534,898
物业及设备	94,222	113,946	125,341	137,875	151,662
其他非生息资产	178,118	219,622	260,841	310,034	368,768
总资产	12,281,834	13,972,828	15,613,051	17,344,292	19,055,328
客户存款	9,987,450	11,343,079	12,785,728	14,293,814	15,747,668
同业及其他金融机构存放款项	1,044,954	1,097,743	1,163,608	1,233,424	1,307,429
次级债务	119,861	159,834	183,809	207,704	230,552
总计息负债	11,211,177	12,706,173	14,265,041	15,895,856	17,478,745
当期所得税负债	47,189	53,271	59,664	65,630	72,193
递延所得税负债	358	332	448	583	757
其他负债	206,449	263,443	199,114	139,328	98,642
总负债	11,465,173	13,023,219	14,524,267	16,101,396	17,650,338
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011
一般准备	561,130	691,721	829,715	982,468	1,144,562
少数股东权益	5,520	7,877	9,059	10,417	10,417
股东权益合计	816,661	949,609	1,088,784	1,242,896	1,404,990
增长率 (%)					
现金及等价物	27.1	7.6	7.3	7.3	7.3
存放或拆放同业及其他金融机构款项	171.1	85.5	26.9	23.8	17.5
投资	(5.9)	4.4	7.7	8.0	8.0
垫款净额	14.5	15.6	13.3	12.0	10.2
总生息资产	13.5	13.6	11.6	11.0	9.7
总资产	13.6	13.8	11.7	11.1	9.9
客户存款	10.1	13.6	12.7	11.8	10.2
同业及其他金融机构存放款项	39.4	5.1	6.0	6.0	6.0
次级债务	50.0	33.3	15.0	13.0	11.0
总计息负债	13.0	13.3	12.3	11.4	10.0
总负债	13.4	13.6	11.5	10.9	9.6
股东权益合计	16.5	16.3	14.7	14.2	13.0
主要比率 (%)					
贷存比	65.0	66.2	66.6	66.8	66.8
核心资本充足率	11.0	11.3	11.2	11.5	11.8
总资本充足率	13.7	14.3	14.2	14.5	14.8
不良贷款率	1.09	0.99	1.18	1.27	1.32
不良贷款增长	9.6	5.2	34.9	20.7	14.7
坏账支出净额比	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
贷款拨备率	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9
拨备覆盖率	241.4	271.3	237.1	224.0	219.1

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	新			旧			新旧对比 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.75	2.77	2.78	2.70	2.72	不适用	5 基点	7 基点	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	403,010	452,812	500,253	407,143	460,721	不适用	(1.0)	(1.7)	不适用
净利润 (人民币 百万)	212,065	234,761	249,119	219,453	249,383	不适用	(3.4)	(5.9)	不适用

来源: 农银国际证券估测



农业银行 (1288 HK – 买入)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	307,199	341,879	391,075	431,105	489,928
非利息收入	72,557	83,085	95,718	109,234	122,623
其中：手续费和佣金收入	68,750	74,844	86,783	99,074	111,458
运营收入	379,756	424,964	486,794	540,339	612,551
运营成本	(144,200)	(167,306)	(198,805)	(235,951)	(280,083)
摊销	(13,130)	(15,496)	(17,820)	(19,959)	(22,354)
拨备前运营利润	222,426	242,162	270,168	284,429	310,114
贷款减值损失	(64,225)	(54,235)	(51,088)	(48,427)	(51,437)
运营利润	158,201	187,927	219,081	236,003	258,678
税前利润	158,201	187,927	219,081	236,003	258,678
应交税费	(36,245)	(42,796)	(50,389)	(54,281)	(59,496)
-少数股东权益	(29)	(37)	(41)	(45)	(49)
净利润	121,927	145,094	168,651	181,677	199,133
增长率 (%)					
净利息收入	26.9	11.3	14.4	10.2	13.6
非利息收入	44.8	14.5	15.2	14.1	12.3
其中：手续费和佣金收入	49.0	8.9	16.0	14.2	12.5
运营收入	29.9	11.9	14.5	11.0	13.4
运营成本	23.4	16.0	18.8	18.7	18.7
摊销	16.2	18.0	15.0	12.0	12.0
拨备前运营利润	35.5	8.9	11.6	5.3	9.0
贷款减值损失	47.9	(15.6)	(5.8)	(5.2)	6.2
运营利润	31.0	18.8	16.6	7.7	9.6
税前利润	31.0	18.8	16.6	7.7	9.6
应交税费	40.3	18.1	17.7	7.7	9.6
-少数股东权益	(14.7)	27.6	10.0	10.0	10.0
净利润	28.5	19.0	16.2	7.7	9.6
每股数据 (人民币元)					
每股盈利	0.38	0.45	0.52	0.56	0.61
每股净资产	2.00	2.31	2.65	3.01	3.35
每股派息	0.13	0.16	0.18	0.20	0.21
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.85	2.81	2.80	2.82	2.87
净息差	2.73	2.67	2.53	2.58	2.61
成本收入比	38.0	39.4	40.8	43.7	45.7
平均资产回报率	1.11	1.16	1.20	1.16	1.14
平均股本回报率	20.5	20.7	20.9	19.8	19.3
实际税率	22.9	23.0	23.0	23.0	23.0
派息额	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0

来源：公司，农银国际证券估测

农业银行市帐率变化图



来源：彭博，农银国际证券估测



农业银行 (1288 HK – 买入)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	2,487,082	2,613,111	2,760,767	2,922,227	3,110,672
存放或拆放同业及其他金融机构款项	873,997	1,300,233	1,597,406	1,970,087	2,352,118
投资	2,628,052	2,851,448	3,094,142	3,365,717	3,647,778
垫款净额	5,410,086	6,153,411	6,981,597	7,873,099	8,806,640
总生息资产	11,399,217	12,918,203	14,433,911	16,131,129	17,917,209
物业及设备	131,815	141,490	152,809	163,506	174,951
其他非生息资产	146,545	184,649	222,718	264,197	313,419
总资产	11,677,577	13,244,342	14,809,438	16,558,832	18,405,579
客户存款	9,622,026	10,862,935	12,108,887	13,365,321	14,781,619
同业及其他金融机构存放款项	724,286	934,139	1,167,674	1,424,562	1,709,474
次级债务	119,390	192,639	231,167	265,842	305,718
计息负债总额	10,465,702	11,989,713	13,507,727	15,055,725	16,796,811
应交税费	37,868	40,419	44,461	48,907	53,798
递延所得税负债	27	15	18	22	26
其他负债	524,192	462,841	395,323	473,246	463,561
总负债	11,027,789	12,492,988	13,947,529	15,577,900	17,314,196
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
一般准备	324,807	425,021	535,437	654,326	764,633
少数股东权益	187	1,539	1,678	1,812	1,957
股东权益合计	649,788	751,354	861,908	980,932	1,091,384
增长率 (%)					
现金及等价物	19.4	5.1	5.7	5.8	6.4
存放或拆放同业及其他金融机构款项	25.1	48.8	22.9	23.3	19.4
投资	4.0	8.5	8.5	8.8	8.4
垫款净额	13.0	13.7	13.5	12.8	11.9
总生息资产	12.9	13.3	11.7	11.8	11.1
总资产	13.0	13.4	11.8	11.8	11.2
客户存款	8.3	12.9	11.5	10.4	10.6
同业及其他金融机构存放款项	24.2	29.0	25.0	22.0	20.0
次级债务	91.5	61.4	20.0	15.0	15.0
总计息负债	9.8	14.6	12.7	11.5	11.6
总负债	12.6	13.3	11.6	11.7	11.1
股东权益合计	19.8	15.4	14.7	13.8	11.3
主要比率 (%)					
贷存比	58.6	59.2	60.4	61.7	62.5
核心资本充足率	9.5	9.7	9.4	9.8	9.8
总资本充足率	11.9	12.6	12.4	12.8	12.9
不良贷款率	1.55	1.33	1.52	1.60	1.66
不良贷款增长	(13.0)	(1.7)	29.6	19.0	15.7
坏账支出净额比	1.2	0.9	0.7	0.6	0.6
贷款拨备率	4.1	4.4	4.5	4.6	4.6
拨备覆盖率	263.1	326.1	295.8	283.5	277.4

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	2013E	新	2015E	2013E	旧	2015E	新旧对比 (%)		
		2014E		2013E	2014E		2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.80	2.82	2.87	2.72	2.72	不适用	8 基点	10 基点	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	391,075	431,105	489,928	403,474	456,251	不适用	(3.1)	(5.5)	不适用
净利润 (人民币 百万)	168,651	181,677	199,133	168,007	197,428	不适用	(0.3)	(8.0)	不适用

来源: 农银国际证券估测



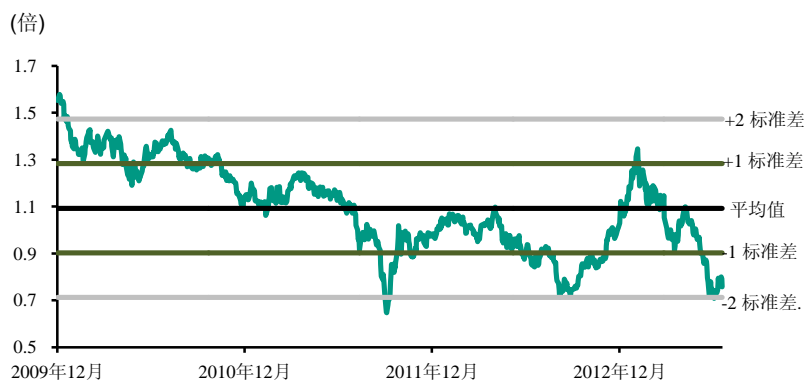
民生银行 (1988 HK – 买入)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	64,821	77,153	85,329	94,293	109,708
非利息收入	17,375	25,439	31,836	39,186	47,228
其中: 手续费和佣金收入	15,101	20,523	26,219	32,764	39,885
运营收入	82,196	102,592	117,166	133,479	156,937
运营成本	(35,352)	(41,155)	(51,373)	(63,462)	(77,633)
摊销	(1,293)	(1,588)	(1,937)	(2,344)	(2,813)
拨备前运营利润	45,551	59,849	63,856	67,673	76,491
贷款减值损失	(8,376)	(9,197)	(8,952)	(7,728)	(7,700)
运营利润	37,175	50,652	54,904	59,945	68,791
税前利润	37,175	50,652	54,904	59,945	68,791
应交税费	(8,732)	(12,344)	(12,628)	(13,787)	(15,822)
-少数股东权益	(523)	(745)	(931)	(1,164)	(1,455)
净利润	27,920	37,563	41,345	44,993	51,514
增长率 (%)					
净利息收入	41.3	19.0	10.6	10.5	16.3
非利息收入	97.6	46.4	25.1	23.1	20.5
其中: 手续费和佣金收入	82.2	35.9	27.8	25.0	21.7
运营收入	50.4	24.8	14.2	13.9	17.6
运营成本	40.6	16.4	24.8	23.5	22.3
摊销	24.2	22.8	22.0	21.0	20.0
拨备前运营利润	59.9	31.4	6.7	6.0	13.0
贷款减值损失	52.2	9.8	(2.7)	(13.7)	(0.4)
运营利润	61.8	36.3	8.4	9.2	14.8
税前利润	61.8	36.3	8.4	9.2	14.8
应交税费	65.1	41.4	2.3	9.2	14.8
-少数股东权益	388.8	42.4	25.0	25.0	25.0
净利润	58.8	34.5	10.1	8.8	14.5
每股数据 (人民币元)					
每股盈利	1.05	1.41	1.55	1.68	1.93
每股净资产	4.85	5.75	6.96	8.27	9.78
每股派息	0.32	0.15	0.26	0.29	0.33
主要比率 (%)					
净利息收益率	3.14	2.94	2.59	2.57	2.66
净息差	2.96	2.76	2.24	2.22	2.26
成本收入比	43.0	40.1	43.8	47.5	49.5
平均资产回报率	1.38	1.38	1.21	1.16	1.17
平均股本回报率	23.9	25.7	22.9	20.8	20.1
实际税率	23.5	24.4	23.0	23.0	23.0
派息额	30.5	11.3	18.0	18.0	18.0

来源: 公司, 农银国际证券估测

民生银行市帐率变化图



来源: 彭博, 农银国际证券估测



民生银行 (1988 HK – 买入)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	332,805	420,418	502,598	594,991	692,355
存放或拆放同业及其他金融机构款项	411,103	1,048,905	1,179,503	1,333,041	1,507,456
投资	211,485	243,520	268,622	298,252	329,484
垫款净额	1,178,285	1,351,512	1,511,428	1,690,814	1,872,250
总生息资产	2,133,678	3,064,355	3,462,150	3,917,098	4,401,546
物业及设备	9,971	13,631	16,085	18,658	21,457
其他非生息资产	85,415	134,015	163,322	197,302	236,263
总资产	2,229,064	3,212,001	3,641,557	4,133,059	4,659,266
客户存款	1,644,738	1,926,194	2,203,998	2,489,412	2,810,228
同业及其他金融机构存放款项	320,326	849,397	917,349	990,737	1,069,996
次级债务	31,030	7,969	9,164	10,539	12,120
总计息负债	1,996,094	2,783,560	3,130,512	3,490,688	3,892,344
应交税费	5,770	32,363	40,454	49,354	59,224
其他负债	93,090	227,534	267,176	351,681	423,032
总负债	2,094,954	3,043,457	3,438,141	3,891,722	4,374,600
股本	26,715	28,366	28,366	28,366	28,366
一般准备	102,882	134,711	169,036	206,356	249,024
少数股东权益	4,513	5,467	6,014	6,615	7,277
股东权益合计	134,110	168,544	203,416	241,337	284,666
增长率 (%)					
现金及等价物	24.7	26.3	19.5	18.4	16.4
存放或拆放同业及其他金融机构款项	49.6	155.1	12.5	13.0	13.1
投资	16.9	15.1	10.3	11.0	10.5
垫款净额	13.5	14.7	11.8	11.9	10.7
总生息资产	21.2	43.6	13.0	13.1	12.4
总资产	22.2	44.1	13.4	13.5	12.7
客户存款	16.0	17.1	14.4	12.9	12.9
同业及其他金融机构存放款项	41.4	165.2	8.0	8.0	8.0
次级债务	47.4	(74.3)	15.0	15.0	15.0
总计息负债	19.9	39.5	12.5	11.5	11.5
总负债	21.9	45.3	13.0	13.2	12.4
股东权益合计	27.4	25.7	20.7	18.6	18.0
主要比率 (%)					
贷存比	73.3	71.9	70.4	69.7	68.4
核心资本充足率	7.9	8.1	8.0	8.5	8.9
总资本充足率	10.9	10.8	9.8	10.2	10.5
不良贷款率	0.63	0.76	1.20	1.35	1.35
不良贷款增长	2.7	39.6	32.7	18.1	16.6
坏账支出净额比	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4
贷款拨备率	2.2	2.4	2.6	2.6	2.6
拨备覆盖率	357.3	314.5	283.3	271.6	260.0

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	新			旧			新旧对比 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.59	2.57	2.66	2.93	2.91	不适用	(34 基点)	(34 基点)	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	85,629	94,293	109,708	86,588	94,252	不适用	(1.1)	-	不适用
净利润 (人民币 百万)	41,345	44,993	51,514	39,346	43,524	不适用	5.0	3.4	不适用

来源: 农银国际证券估测



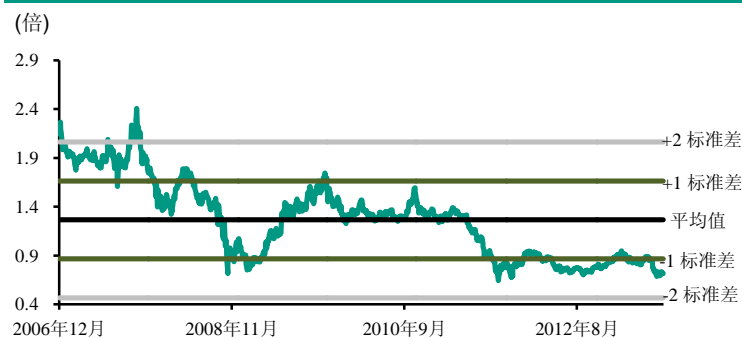
中国银行 (3988 HK – 持有)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	228,064	256,964	273,384	298,777	327,905
非利息收入	100,234	109,212	118,132	136,038	157,206
其中：手续费和佣金收入	64,662	69,923	79,586	90,949	104,359
运营收入	328,298	366,176	391,516	434,816	485,111
运营成本	(140,815)	(160,022)	(178,594)	(208,560)	(239,450)
摊销	(10,651)	(12,289)	(13,764)	(16,516)	(19,820)
拨备前运营利润	187,483	206,154	212,922	226,256	245,661
贷款减值损失	(19,355)	(19,387)	(21,831)	(22,430)	(23,394)
运营利润	168,128	186,767	191,091	203,826	222,266
非运营收入	516	613	696	766	842
税前利润	168,644	187,380	191,787	204,592	223,108
应交税费	(38,142)	(41,858)	(40,385)	(43,147)	(47,203)
-少数股东权益	(6,226)	(6,090)	(6,577)	(7,103)	(7,672)
净利润	124,276	139,432	144,826	154,341	168,234
增长率 (%)					
净利息收入	17.6	12.7	6.4	9.3	9.7
非利息收入	21.4	9.0	8.2	15.2	15.6
其中：手续费和佣金收入	18.7	8.1	13.8	14.3	14.7
运营收入	18.7	11.5	6.9	11.1	11.6
运营成本	15.0	13.6	11.6	16.8	14.8
摊销	3.2	15.4	12.0	20.0	20.0
拨备前运营利润	21.7	10.0	3.3	6.3	8.6
贷款减值损失	49.0	0.2	12.6	2.7	4.3
运营利润	19.1	11.1	2.3	6.7	9.0
非运营收入	(49.9)	18.8	13.6	10.0	10.0
税前利润	18.6	11.1	2.4	6.7	9.1
应交税费	17.5	9.7	(3.5)	6.8	9.4
-少数股东权益	18.1	(2.2)	8.0	8.0	8.0
净利润	19.0	12.2	3.9	6.6	9.0
每股数据					
每股盈利	0.45	0.50	0.52	0.55	0.60
每股净资产	2.59	2.95	3.29	3.66	4.05
每股派息	0.16	0.18	0.18	0.19	0.21
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.12	2.15	2.14	2.16	2.19
净息差	2.01	2.03	1.99	2.00	2.02
成本收入比	42.9	43.7	45.6	48.0	49.4
平均资产回报率	1.12	1.14	1.09	1.07	1.07
平均股本回报率	18.2	18.0	16.6	15.9	15.6
实际税率	22.6	22.3	21.1	21.1	21.2
派息额	34.8	34.8	35.0	35.0	35.0

来源：公司，农银国际证券估测

中国银行市帐率变化图



来源：彭博，农银国际证券估测



中国银行 (3988 HK – 持有)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	590,964	775,574	893,409	984,549	1,074,400
存放或拆放同业及其他金融机构款项	2,538,017	2,381,596	2,451,652	2,595,646	2,796,093
投资	2,000,759	2,210,524	2,466,953	2,716,426	2,968,055
垫款净额	6,203,138	6,710,040	7,284,799	7,888,879	8,544,506
总生息资产	11,332,878	12,077,734	13,096,813	14,185,500	15,383,053
物业及设备	152,850	167,466	180,863	191,715	203,218
衍生工具资产	42,757	40,188	40,992	41,812	42,648
其他非生息资产	301,304	395,227	490,840	586,666	673,120
总资产	11,829,789	12,680,615	13,809,508	15,005,692	16,302,039
客户存款	8,817,961	9,173,995	9,904,388	10,626,399	11,375,903
同业及其他金融机构存放款项	1,718,237	1,996,218	2,235,764	2,481,698	2,729,868
次级债务	196,626	233,178	268,155	308,378	345,383
计息负债总额	10,732,824	11,403,391	12,408,307	13,416,475	14,451,154
交易性金融负债	35,473	32,457	34,080	35,784	37,573
应交税费	29,353	34,994	41,993	50,391	60,470
递延所得税负债	2,966	3,838	4,798	5,997	7,496
其他负债	272,036	344,393	362,166	435,997	572,309
总负债	11,072,652	11,819,073	12,851,343	13,944,644	15,129,002
股本	279,147	279,147	279,147	279,147	279,147
一般准备	444,767	545,530	640,310	741,257	851,215
少数股东权益	33,223	36,865	38,708	40,644	42,676
股东权益合计	757,137	861,542	958,165	1,061,048	1,173,037
增长率 (%)					
现金及等价物	(7.1)	31.2	15.2	10.2	9.1
存放或拆放同业及其他金融机构款项	42.0	(6.2)	2.9	5.9	7.7
投资	(2.7)	10.5	11.6	10.1	9.3
垫款净额	12.0	8.2	8.6	8.3	8.3
总生息资产	13.1	6.6	8.4	8.3	8.4
总资产	13.1	7.2	8.9	8.7	8.6
客户存款	14.0	4.0	8.0	7.3	7.1
同业及其他金融机构存放款项	8.7	16.2	12.0	11.0	10.0
次级债务	29.9	18.6	15.0	15.0	12.0
总计息负债	13.4	6.2	8.8	8.1	7.7
总负债	13.2	6.7	8.7	8.5	8.5
股东权益合计	12.0	13.8	11.2	10.7	10.6
主要比率 (%)					
贷存比	71.9	74.8	75.3	76.0	77.0
核心资本充足率	10.1	10.5	10.3	10.3	11.1
总资本充足率	13.0	13.6	12.8	12.6	13.4
不良贷款率	1.00	0.95	1.04	1.05	1.03
不良贷款增长	1.3	3.4	19.0	8.9	6.1
坏账支出净额比	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
贷款拨备率	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4
拨备覆盖率	220.7	236.3	220.3	223.9	233.5

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	新			旧			新旧对比 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.14	2.16	2.19	1.92	1.95	不适用	22 基点	21 基点	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	273,384	298,777	327,905	267,126	304,810	不适用	2.3	(2.0)	不适用
净利润 (人民币 百万)	144,826	154,341	168,234	133,167	154,805	不适用	8.8	(0.2)	不适用

来源: 农银国际证券估测



交通银行 (3328 HK – 持有)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	103,493	120,126	134,975	153,552	173,255
非利息收入	24,302	28,058	32,249	36,553	40,871
其中：手续费和佣金收入	18,657	20,882	23,566	26,358	29,075
运营收入	127,795	148,184	167,224	190,105	214,126
运营成本	(49,865)	(58,431)	(69,568)	(83,534)	(101,135)
拨备前运营利润	77,930	89,753	97,657	106,570	112,991
贷款减值损失	(12,479)	(14,537)	(17,667)	(18,319)	(16,525)
运营利润	65,451	75,216	79,989	88,252	96,467
税前利润	65,451	75,216	79,989	88,252	96,467
应交税费	(14,634)	(16,740)	(17,598)	(19,415)	(21,223)
-少数股东权益	82	103	108	114	119
净利润	50,735	58,373	62,284	68,723	75,125
增长率 (%)					
净利息收入	21.8	16.1	12.4	13.8	12.8
非利息收入	23.1	15.5	14.9	13.3	11.8
其中：手续费和佣金收入	28.9	11.9	12.9	11.8	10.3
运营收入	22.0	16.0	12.8	13.7	12.6
运营成本	17.2	17.2	19.1	20.1	21.1
拨备前运营利润	25.3	15.2	8.8	9.1	6.0
贷款减值损失	1.9	16.5	21.5	3.7	(9.8)
运营利润	31.0	14.9	6.3	10.3	9.3
税前利润	31.0	14.9	6.3	10.3	9.3
应交税费	35.7	14.4	5.1	10.3	9.3
-少数股东权益	(36.9)	25.6	5.0	5.0	5.0
净利润	29.9	15.1	6.7	10.3	9.3
每股数据					
每股盈利	0.86	0.86	0.84	0.93	1.01
每股净资产	4.39	5.12	5.75	6.46	7.22
每股派息	0.21	0.17	0.21	0.23	0.25
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.57	2.53	2.53	2.52	2.52
净息差	2.47	2.38	2.37	2.33	2.31
成本收入比	39.0	39.4	41.6	43.9	47.2
平均资产回报率	1.19	1.18	1.11	1.08	1.05
平均股本回报率	20.5	17.9	15.4	15.2	14.8
实际税率	22.4	22.0	22.0	22.0	22.0
派息额	25.5	22.2	25.0	25.0	25.0

来源：公司，农银国际证券估测

交通银行市帐率变化图



来源：彭博，农银国际证券估测



交通银行 (3328 HK – 持有)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	736,999	816,846	904,242	1,011,716	1,128,850
存放或拆放同业及其他金融机构款项	443,240	520,963	598,708	670,860	744,070
投资	805,531	885,779	972,706	1,068,193	1,173,695
垫款净额	2,505,385	2,879,628	3,290,344	3,754,944	4,283,259
总生息资产	4,491,155	5,103,216	5,765,999	6,505,712	7,329,874
物业及设备	37,017	45,536	47,813	50,203	52,714
其他非生息资产	83,005	124,627	142,071	162,069	185,001
总资产	4,611,177	5,273,379	5,955,883	6,717,985	7,567,589
客户存款	3,283,232	3,728,412	4,206,205	4,722,324	5,274,593
同业及其他金融机构存放款项	854,499	942,989	1,056,148	1,214,570	1,396,755
次级债务	81,803	79,572	80,368	81,171	81,983
总计息负债	4,219,534	4,750,973	5,342,720	6,018,066	6,753,332
交易性金融负债	18,921	23,060	25,366	27,903	30,693
应交税费	4,247	7,125	7,838	8,621	9,483
递延所得税负债	21	5	5	6	6
其他负债	95,666	110,769	150,961	182,076	235,707
总负债	4,338,389	4,891,932	5,526,890	6,236,671	7,029,220
股本	61,886	74,263	74,263	74,263	74,263
资本公积	209,916	305,655	353,048	405,201	462,070
少数股东权益	986	1,529	1,682	1,850	2,035
股东权益合计	272,788	381,447	428,993	481,314	538,368
增长率 (%)					
现金及等价物	25.6	10.8	10.7	11.9	11.6
存放或拆放同业及其他金融机构款项	68.5	17.5	14.9	12.1	10.9
投资	(1.1)	10.0	9.8	9.8	9.9
垫款净额	14.4	14.9	14.3	14.1	14.1
总生息资产	16.5	13.6	13.0	12.8	12.7
总资产	16.7	14.4	12.9	12.8	12.6
客户存款	14.5	13.6	12.8	12.3	11.7
同业及其他金融机构存放款项	19.2	10.4	12.0	15.0	15.0
次级债务	57.3	(2.7)	1.0	1.0	1.0
总计息负债	16.0	12.6	12.5	12.6	12.2
总负债	16.4	12.8	13.0	12.8	12.7
股东权益合计	22.0	39.8	12.5	12.2	11.9
主要比率 (%)					
贷存比	78.0	79.0	80.2	81.6	83.3
核心资本充足率	9.3	11.2	10.9	10.7	10.5
总资本充足率	12.4	14.1	13.6	13.1	12.7
不良贷款率	0.86	0.92	0.98	1.01	1.01
不良贷款增长	(12.0)	22.8	21.9	18.4	13.7
坏账支出净额比	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
贷款拨备率	2.2	2.3	2.5	2.6	2.6
拨备覆盖率	256.4	250.7	251.0	252.0	252.7

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	2013E	新 2014E	2015E	2013E	旧 2014E	2015E	新旧对比 (%)		
							2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.53	2.52	2.52	2.49	2.50	不适用	4 基点	2 基点	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	134,975	153,552	173,255	143,227	169,840	不适用	(5.8)	(9.6)	不适用
净利润 (人民币 百万)	62,284	68,723	75,125	62,218	73,541	不适用	0.1	(6.6)	不适用

来源: 农银国际证券估测



招商银行 (3968 HK – 持有)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	76,307	88,374	94,711	108,368	122,844
非利息收入	20,296	25,380	30,830	36,671	42,929
其中：手续费和佣金收入	15,628	19,739	24,488	29,535	34,890
运营收入	96,603	113,754	125,541	145,039	165,774
运营成本	(41,194)	(48,671)	(56,439)	(66,663)	(78,461)
拨备前运营利润	55,409	65,083	69,102	78,376	87,312
贷款减值损失	(8,350)	(5,583)	(7,865)	(8,942)	(9,663)
运营利润	47,059	59,500	61,237	69,434	77,649
非运营收入	63	64	70	77	85
税前利润	47,122	59,564	61,308	69,512	77,734
应交税费	(10,995)	(14,287)	(14,101)	(15,988)	(17,879)
-少数股东权益	2	(4)	(4)	(4)	(4)
净利润	36,129	45,273	47,203	53,520	59,852
增长率 (%)					
净利息收入	33.7	15.8	7.2	14.4	13.4
其中：手续费和佣金收入	37.9	26.3	24.1	20.6	18.1
运营收入	34.7	17.8	10.4	15.5	14.3
运营成本	25.2	18.2	16.0	18.1	17.7
拨备前运营利润	42.9	17.5	6.2	13.4	11.4
贷款减值损失	51.8	(33.1)	40.9	13.7	8.1
运营利润	41.4	26.4	2.9	13.4	11.8
非运营收入	(1.6)	1.6	10.0	10.0	10.0
税前利润	41.3	26.4	2.9	13.4	11.8
应交税费	45.2	29.9	(1.3)	13.4	11.8
-少数股东权益	不适用	(300.0)	0.0	0.0	0.0
净利润	40.2	25.3	4.3	13.4	11.8
每股数据					
每股盈利	1.67	2.10	2.19	2.48	2.77
每股净资产	7.65	9.29	11.07	12.92	14.98
每股派息	0.42	0.63	0.66	0.74	0.83
主要比率 (%)					
净利息收益率	3.06	3.03	2.98	3.00	3.03
净息差	2.94	2.87	3.10	3.08	3.09
成本收入比	42.6	42.8	45.0	46.0	38.8
平均资产回报率	1.39	1.46	1.30	1.31	1.32
平均股本回报率	24.2	24.8	21.5	20.7	19.9
实际税率	23.3	23.0	23.0	23.0	23.0
派息额	25.1	30.0	30.0	30.0	30.0

来源：公司，农银国际证券估测

招商银行市帐率变化图



来源：彭博，农银国际证券估测



招商银行 (3968 HK – 持有)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	471,350	752,285	826,203	904,252	985,962
存放或拆放同业及其他金融机构款项	205,356	210,385	234,876	261,170	288,690
投资	459,061	516,985	573,472	629,856	687,875
垫款净额	1,604,371	1,863,325	2,129,046	2,420,924	2,730,401
总生息资产	2,740,138	3,342,980	3,763,597	4,216,202	4,692,929
物业及设备	19,210	22,030	24,233	26,656	29,322
其他非生息资产	35,623	43,209	51,601	60,718	70,367
总资产	2,794,971	3,408,219	3,839,432	4,303,576	4,792,617
客户存款	2,235,040	2,545,457	2,877,229	3,222,955	3,592,154
同业及其他金融机构存放款项	315,247	526,460	579,106	637,017	700,718
次级债务	31,187	64,098	73,713	81,084	89,192
总计息负债	2,587,667	3,145,614	3,542,526	3,956,653	4,400,783
应交税费	7,112	6,679	7,013	7,364	7,732
递延所得税负债	864	827	827	827	827
其他负债	34,318	54,592	50,219	59,883	59,983
总负债	2,629,961	3,207,712	3,600,585	4,024,727	4,469,325
股本	21,577	21,577	21,577	21,577	21,577
一般准备	143,420	178,857	217,197	257,199	301,642
少数股东权益	13	73	73	73	73
股东权益合计	165,010	200,507	238,847	278,849	323,292
增长率 (%)					
现金及等价物	45.5	59.6	9.8	9.4	9.0
存放或拆放同业及其他金融机构款项	(12.8)	2.4	11.6	11.2	10.5
投资	16.5	12.6	10.9	9.8	9.2
垫款净额	14.4	16.1	14.3	13.7	12.8
总生息资产	16.3	22.0	12.6	12.0	11.3
总资产	16.3	21.9	12.7	12.1	11.4
客户存款	17.5	13.9	13.0	12.0	11.5
同业及其他金融机构存放款项	11.8	67.0	10.0	10.0	10.0
次级债务	(0.1)	105.5	15.0	10.0	10.0
总计息负债	16.6	21.6	12.6	11.7	11.2
总负债	15.9	22.0	12.2	11.8	11.0
股东权益合计	23.1	21.5	19.1	16.7	15.9
主要比率 (%)					
贷存比	73.4	74.8	75.7	76.8	77.8
核心资本充足率	8.2	9.1	8.6	8.8	9.1
总资本充足率	11.5	12.1	12.1	12.3	12.6
不良贷款率	0.56	0.61	0.87	0.85	0.84
不良贷款增长	(5.3)	27.5	61.9	10.8	11.5
坏账支出净额比	0.5	0.3	0.4	0.4	0.2
贷款拨备率	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3
拨备覆盖率	400.1	351.8	253.0	265.8	274.8

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	2013E	新		2013E	旧		新旧对比 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.98	3.00	3.03	2.90	2.94	不适用	8 基点	6 基点	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	94,711	108,368	122,844	96,034	111,123	不适用	(1.3)	(2.5)	不适用
净利润 (人民币 百万)	47,203	53,520	59,852	45,854	53,446	不适用	2.9	0.1	不适用

来源: 农银国际证券估测



中信银行 (998 HK – 持有)

综合利润表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	65,106	75,486	80,382	93,620	106,748
非利息收入	11,986	14,225	16,762	19,531	22,461
其中: 手续费和佣金收入	8,837	11,210	13,570	16,152	18,882
运营收入	77,092	89,711	97,144	113,151	129,209
运营成本	(27,956)	(34,470)	(42,108)	(50,947)	(61,026)
摊销	(425)	(509)	(611)	(727)	(858)
拨备前运营利润 s	48,711	54,732	54,425	61,477	67,325
贷款减值损失	(7,207)	(13,104)	(9,677)	(10,333)	(11,357)
运营利润	41,504	41,628	44,748	51,145	55,968
非运营收入	86	(19)	(22)	(25)	(29)
税前利润	41,590	41,609	44,726	51,119	55,940
应交税费	(10,746)	(10,224)	(11,629)	(13,291)	(14,544)
-少数股东权益	25	353	371	389	409
净利润	30,819	31,032	32,727	37,439	40,987
增长率 (%)					
净利息收入	35.3	15.9	6.5	16.5	14.0
非利息收入	45.8	18.7	17.8	16.5	15.0
其中: 手续费和佣金收入	55.1	26.9	21.1	19.0	16.9
运营收入	36.8	16.4	8.3	16.5	14.2
运营成本	25.5	23.3	22.2	21.0	19.8
摊销	20.1	19.8	20.0	19.0	18.0
拨备前运营利润	44.5	12.4	(0.6)	13.0	9.5
贷款减值损失	37.3	81.8	(26.1)	6.8	9.9
运营利润	45.8	0.3	7.5	14.3	9.4
非运营收入	(61.9)	(122.1)	15.0	15.0	15.0
税前利润	44.9	0.0	7.5	14.3	9.4
应交税费	55.4	(4.9)	13.7	14.3	9.4
-少数股东权益	(90.7)	1,312.0	5.0	5.0	5.0
净利润	43.3	0.7	5.5	14.4	9.5
每股数据					
每股盈利	0.72	0.66	0.70	0.80	0.88
每股净资产	3.73	4.24	4.88	5.62	6.42
每股派息	0.14	0.15	0.17	0.20	0.22
主要比率 (%)					
净利息收益率	3.00	2.81	2.72	2.68	2.67
净息差	2.85	2.60	2.48	2.37	2.33
成本收入比	36.8	39.0	44.0	45.7	47.9
平均资产回报率	1.27	1.08	1.03	1.03	0.99
平均股本回报率	20.9	16.6	15.3	15.2	14.6
实际税率	25.8	26.0	26.0	26.0	26.0
派息额	22.0	22.6	25.0	25.0	25.0

来源: 公司, 农银国际证券估测

中信银行市帐率变化图



来源: 彭博, 农银国际证券估测



中信银行 (998 HK – 持有)

综合资产负债表 (2011年-2015年)

(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	366,391	428,167	484,380	550,738	628,689
存放或拆放同业及其他金融机构款项	699,750	457,476	480,350	509,171	544,813
投资	251,176	344,148	433,060	529,342	633,798
垫款净额	1,410,779	1,627,576	1,889,870	2,178,523	2,497,806
总生息资产	2,728,096	2,857,367	3,287,659	3,767,774	4,305,106
物业及设备	10,388	11,853	12,446	13,068	13,068
交易性金融资产	4,683	4,160	4,368	4,586	4,816
其他非生息资产	22,714	86,559	78,208	70,676	70,676
总资产	2,765,881	2,959,939	3,382,681	3,856,104	4,393,666
客户存款	1,968,051	2,255,141	2,594,495	2,961,357	3,375,871
同业及其他金融机构存放款项	550,028	399,734	439,707	505,664	581,513
次级债务	33,730	56,402	64,862	74,592	85,780
总计息负债	2,551,809	2,711,277	3,099,065	3,541,612	4,043,165
交易性金融负债	3,764	3,412	3,924	4,512	5,189
应交税费	4,015	4,558	5,561	6,673	8,007
其他负债	27,512	37,606	40,753	35,631	31,943
总负债	2,587,100	2,756,853	3,149,302	3,588,428	4,088,305
股本	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787
一般准备	127,709	151,569	181,625	215,922	253,608
少数股东权益	4,285	4,730	4,967	4,967	4,967
股东权益合计	178,781	203,086	233,378	267,676	305,361
增长率 (%)					
现金及等价物	42.9	16.9	13.1	13.7	14.2
存放或拆放同业及其他金融机构款项	151.5	(34.6)	5.0	6.0	7.0
投资	(6.6)	37.0	25.8	22.2	19.7
垫款净额	13.2	15.4	16.1	15.3	14.7
总生息资产	33.1	4.7	15.1	14.6	14.3
总资产	32.9	7.0	14.3	14.0	13.9
客户存款	13.7	14.6	15.0	14.1	14.0
同业及其他金融机构存放款项	259.2	(27.3)	10.0	15.0	15.0
次级债务	(3.4)	67.2	15.0	15.0	15.0
总计息负债	33.0	6.2	14.3	14.3	14.2
总负债	32.2	6.6	14.2	13.9	13.9
股东权益合计	43.6	13.6	14.9	14.7	14.1
主要比率 (%)					
贷存比	72.9	73.7	74.5	75.3	75.7
核心资本充足率	9.9	9.9	10.4	10.1	10.0
总资本充足率	12.3	13.4	13.7	13.0	12.7
不良贷款率	0.60	0.74	0.91	0.91	0.89
不良贷款增长	0.1	43.5	42.9	15.6	12.7
坏账支出净额比	0.4	0.8	0.4	0.4	0.4
贷款拨备率	1.6	2.1	2.2	2.3	2.3
拨备覆盖率	272.3	288.2	242.7	247.8	257.7

来源: 公司, 农银国际证券估测

主要预测改变

	新			旧			新旧对比 (%)		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
净息差 (%)	2.72	2.68	2.67	2.68	2.72	不适用	4 基点	(4 基点)	不适用
净利息收入 (人民币 百万)	80,382	93,620	106,748	82,993	99,560	不适用	(3.1)	(6.0)	不适用
净利润 (人民币 百万)	32,727	37,439	40,987	34,483	42,569	不适用	(5.1)	(12.0)	不适用

来源: 农银国际证券估测

权益披露

M 告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话：(852) 2868 2183