




[2007.03.19]

## 信贷紧缩无碍银行业增长

 **伍永刚**
 21-62566801

 wuygl@gtjas.com

➤ 银行业月报：信贷紧缩无碍银行业增长。

### 本报告导读：

### 投资要点：

#### 1、信贷增长加快，脱媒效应趋缓。

(1) 2007年前2月新增人民币贷款近万亿元，信贷增速明显加快。

(2) 信贷快速增长，而固定资产投资增速、存款增速却反向回落；资本市场成为各路资金的集聚地

(3) 短期融资券和企业债券总余额回落，债券市场对银行存贷款的脱媒效应有所缓解。

#### 2、货币紧缩：上调存款准备金与加息并举

(1) 银监会发布《中国银行业实施新资本协议指导意见》，开始推动新资本协议在我国商业银行逐步实施。

(2) 央行五次上调存款准备金率，对上市银行负面影响 1.5-2%。本次上调存款准备金率意在吸收银行体系新的过剩流动性；通过紧缩流动性对资本市场过热适度降温，对信贷投放间接紧缩，巩固调控成效。

(3) 央行再次加息，银行业贷款净利率差扩大 0.03 个百分点，总体影响中性略偏正面

#### 3、上市银行动态

(1) 华夏银行公布年报：2006年净利润增长 13.87%，增长速度放缓，改革力度加大。

(2) 中行预增：2006年净利润增长 50% 以上，主要原因为税负减轻。根据各方面的信息，我们预测中行 2006 年净利润为 427.6 亿元，同比增长 55.5%，每股净收益为 0.168 元。

(3) 工行净利润亦大幅增长。我们预计工行 2006 年净利润将达 493 亿元，同比增长 31%，EPS 为 0.148 元。

(4) 民生银行公告增发方案并发布年报。增发后资本充足率可达 10% 以上；年报显示，民生银行 2006 年净利润同比增长 43%，符合预期。

#### 4、银行股评级：长期增持，短期反弹中多一份谨慎

(1) 银行业基本因素并未有明显变动。

(2) 银行估值仍处基本合理水平。

(3) 银行股走势：短期反弹；中期（2-3 个月）振荡调整；长期看好，维持增持评级

个股方面，重点关注银行股三个代表：深发展、招行、工行；民生、浦发、中行、兴业银行亦可增持，华夏银行可关注短期交易机会。

### 细分行业评级

|      |    |
|------|----|
| 商业银行 | 增持 |
| 深发展  | 增持 |
| 招行   | 增持 |
| 工行   | 增持 |
| 民生   | 增持 |
| 浦发   | 增持 |
| 中行   | 增持 |
| 兴业   | 增持 |
| 华夏   | 中性 |

### 相关报告

银行股估值水平合理，短期反弹走势可期

(07.03.06)

银行业加强和改善对高新技术企业金融服务，国寿长期投资价值渐现

(07.02.04)

银行保险业境外月报

(07.02.02)

## 1. 信贷增长加快，脱媒效应趋缓

2007年前2月新增人民币贷款近万亿元，信贷增速明显加快。

### 1.1. 前2个月新增人民币贷款近万亿元，信贷增速明显加快

央行刚发布的2007年2月份金融统计数据显示，2007年2月份全部金融机构新增人民币各项贷款4183亿元，远高于上年同期的1491亿元；前2个月合在一起，新增人民币贷款9859亿元，较上年前2个月的7149亿元增长37.9%（参图3）。

2007年2月末，本外币存款增速趋降，同比由上年2月末的18.5%下降到15.5%，环比也下降了0.9个百分点。相反，贷款增速反弹，同比由上年2月末的13.4%上升到16.6%，环比则上升了1.2个百分点。

总之，比较2007、2006年前2个月贷款增速或新增人民币贷款可知，2007年前2个月信贷增速明显加快。

### 1.2. 资本市场成为各路资金的集聚地

信贷快速增长，而固定资产投资增速、存款增速却反向回落；资本市场成为各路资金的集聚地。

一方面，07年前2个月信贷快速增长。另一方面统计局公布的数据显示，1-2月份城镇固定资产投资6535亿元，同比增长23.4%，增速趋于回落，且是近年来固定资产投资增幅首次跌破24%。这其中的缺口到哪里去了？另外存款的增速也与贷款增速背道而驰，趋于回落（图2）。

与此同时，股票市场交易持续活跃，基金销售火爆，这些均说明目前股市成了各路资金的集聚地。

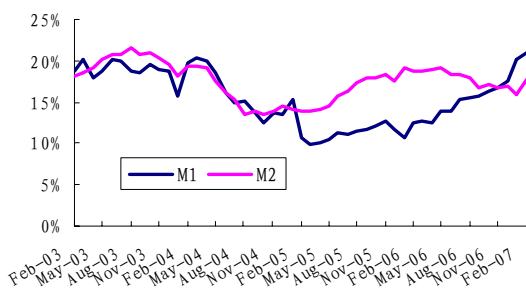
### 1.3. 债券市场对银行存贷款的脱媒效应有所缓解

短期融资券和企业债券总余额回落，债券市场对银行存贷款的脱媒效应有所缓解。

2007年1、2月份，短期融资券发行额分别为172.4、76.5亿元，无论是同比或是环比均有明显回落；而企业债券在1、2月份的发行额分别为0、40亿元，更是创下了近期新低。

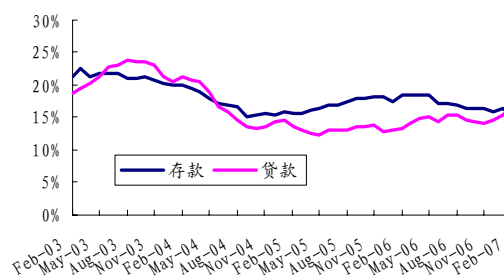
结果，短期融资券和企业债券总余额趋于下降，相比贷款余额的比例也转向明显下降，由2006年12月末的2.31%下降到2.14%，银行的脱媒效应有所缓解（参图5）。

图 1: M1、M2 逐月同比增速



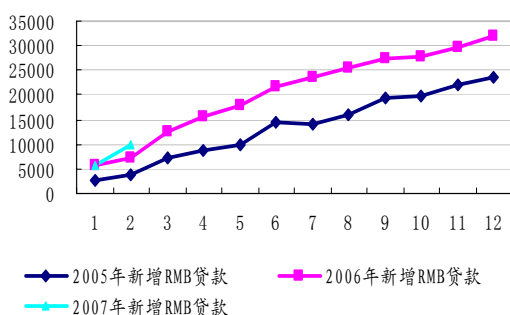
数据来源: 央行网站; 国泰君安证券研究所

图 2: 存贷款逐月同比增速



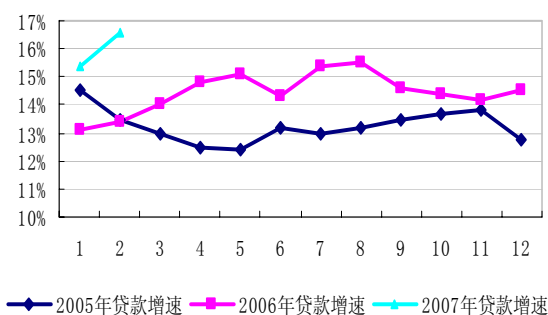
数据来源: 央行网站; 国泰君安证券研究所

图 3: 2005-06 年逐月累计新增人民币贷款 (亿元)



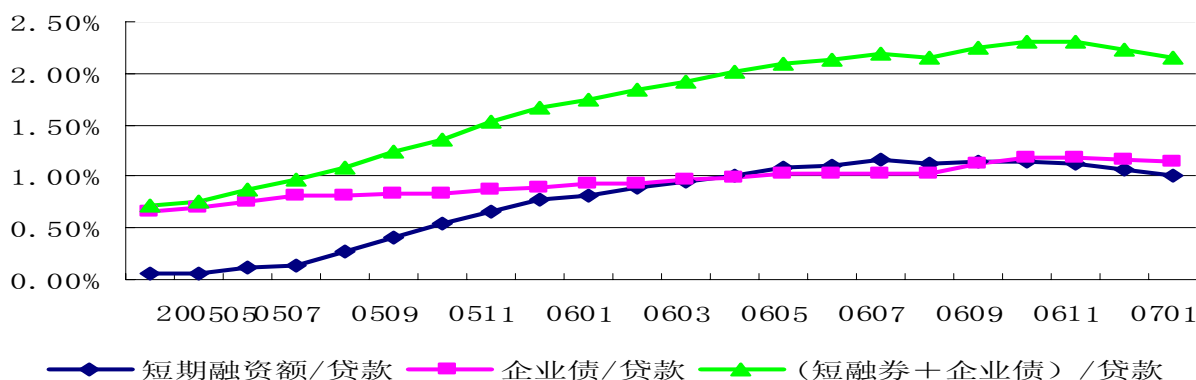
数据来源: 央行网站; 国泰君安证券研究所

图 4: 2005-06 年贷款增速逐月比较



数据来源: 央行网站; 国泰君安证券研究所

图 5: 2006 年 1-12 月份债券市场的融资余额比例转而上



数据来源: 债券网; 国泰君安证券研究所。

## 2. 货币紧缩: 上调存款准备金与加息并举

### 2.1. 银监会发布《中国银行业实施新资本协议指导意见》

银监会开始推动新资本协议在我国商业银行逐步实施。

2007 年 3 月 12 日, 银监会发布《中国银行业实施新资本协议指导意见》, 开始推

动新资本协议在我国商业银行逐步实施。

**表 1: 本月银行业政策动态**

| 相关政策                    | 主要内容   | 目的和影响  |
|-------------------------|--|--|
| <b>货币政策: 紧缩基调</b>       |  |  |
| 上调存贷款基准利率               | 央行决定从 2007 年 2 月 25 日起, 再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 一般银行的存款准备金率由 9.5% 上升到 10%。  | 吸收银行体系新的过剩流动性; 通过紧缩流动性对资本市场过热适度降温, 对信贷投放间接紧缩, 巩固调控成效。5 次上调存款准备金对银行业负面影响 1.5-2%                   |
| 加息                      | 2007 年 3 月 18 日起上调金融机构存贷款基准利率。金融机构一年期存、贷款基准利率均上调 0.27 个百分点, 分别由现行的 2.52%、6.12% 提高到 2.79%、6.39%。其他各档次存贷款利率也相应调整。  | 目的: (1) 抑制信贷的过快增长; (2) 控制通货膨胀; (3) 为经济增长适度降温; (4) 调控股市。<br>影响: 银行业贷款项净利差扩大 0.03 个百分点, 总体影响中性略偏正面 |
| 银监会发布《中国银行业实施新资本协议指导意见》 | 商业银行应采取内部评级法计算信用风险资本要求, 并达到监管要求。采用内部评级法的资产覆盖率(按内部评级法计算的风险加权资产/[按内部评级法计算的风险加权资产+按修订后资本监管规定计算的其他信用风险暴露的风险加权资产])应不低于 50%, 并制定分阶段实施内部评级法规划, 以保证 3 年内资产覆盖率达到 80%。 | 稳步推进新资本协议在我国实施, 推动商业银行增强风险管理能力, 提升资本监管有效性。   |

资料来源: 国泰君安证券研究所。

## 2.2. 五次上调存款准备金率, 对上市银行负面影响 1.5-2%

**五次上调存款准备金率,  
对上市银行负面影响  
1.5-2%**

央行决定从 2007 年 2 月 25 日起, 再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点, 一般银行的存款准备金率由 9.5% 上升到 10%。

**政策主要目的:** 吸收银行体系新的过剩流动性; 通过紧缩流动性对资本市场过热适度降温, 对信贷投放间接紧缩, 巩固调控成效。

本次上调存款准备金率 0.5 个百分点, 将使银行业金融机构的法定存款准备金增加 1675 亿元, 银行的流动性相应减少。

### 五次上调存款准备金率, 对上市银行负面影响达 1.5-2%。

上调存款准备金率效应五次叠加, 负面影响增加, 中小银行流动性逐渐偏紧。

总体看, 本次上调存款准备金率对上市银行的负面影响仍有限。

由于银行的超额存款准备金率不断下降, 银行使用超额存款准备金替代法定存款准备金余地越来越小。因此银行应对本次上调存款准备金率将主要通过调减流动性来实现。

上调存款准备金对银行的影响主要包括两个方面, 其一是法定存款准备金增加直接导致收益减少; 二是流动性紧缩后信贷减少导致总的收益率下降。直接影响测算结果见表 2; 假定间接影响与直接影响大致相同, 则本次上调存款准备金率对银行的负面影响为 0.5% 左右 (对净利润的负面影响)。

2006 年下半年以来, 央行已经五次上调存款准备金率, 尽管每次上调对银行的负面影响甚微, 但它们叠加在一起的负面影响将逐渐显现。我们估算五次上调存款准备金率对上市银行的负面影响大致为 1.5-2%。特别是对中小银行的流动性带来较大的紧缩压力, 进而逐步影响其信贷投放的增长。

银行业贷款项净利差  
扩大 0.03 个百分点，  
总体影响中性略偏正  
面。

### 2.3. 银行业贷款项净利差扩大 0.03 个百分点，总体影响中性略偏正面

央行决定，从 2007 年 3 月 18 日起上调金融机构存贷款基准利率。金融机构一年期存、贷款基准利率均上调 0.27 个百分点，分别由现行的 2.52%、6.12% 提高到 2.79%、6.39%。其他各档次存贷款利率也相应调整。

#### 2.3.1. 本次加息的特点

(1) 活期存款利率仍保持不变；(2) 按下限计算，个人按揭贷款利率将上升 0.2295 个百分点，这也从一个方面反映了央行对房贷市场优惠政策暂不存在；(3) 银行业整体而言，存贷款利差将扩大 0.03 个百分点。

#### 2.3.2. 后续政策走势

年内再加息的空间依然存在。

本次加息的目的主要包括：(1) 抑制信贷的过快增长；(2) 控制通货膨胀；(3) 为经济增长适度降温；(4) 调控股市。

本次加息的背景：本次加息前已经实施了一系列紧缩性货币政策。包括 2006 年以来 2 次加息和 5 次上调存款准备金率；严控贷款规模的窗口指导；公开市场操作，发行定向票据等。

#### 2.3.3. 本次加息对银行的影响：中性略偏正面。

从银行基本面考察，本次加息一方面使银行的贷款项净利息收入增加；另一方面对其债权配置产生一定的负面影响，两厢平衡，总体影响为中性。

但若从银行股价来看，考虑到人民币升值反过来利好银行板块，则本次加息对银行板块的总体影响略偏正面。

- (1) 银行业贷款项净利息收入上升 0.70%；
- (2) 对银行配置的债券具有一定负面影响，对其他流动性资产的影响较小，可忽略不计；
- (3) 潜在不良贷款有增加的风险；
- (4) 国有银行相对更为有利；
- (5) 增加升值压力，反过来利好银行股走势。

## 3. 上市银行动态及评级

### 3.1. 华夏银行公布年报：2006 年净利润增长 13.87%

2006 年全年，华夏银行净利润同比增长了 13.87%，比 05 年 26.72% 的增速有明显下降。利息收入稳步发展，中间业务快速发展，费用控制得当是驱动利润增长的因素；计提资产减值准备支出与实际税率的提高是阻滞净利润增长的因素。

2006 年全年，华夏银行非利息净收入同比增长了 53.94%，占比提高到了 4.27%，但是占比仍然处于低位。

2006 年全年，华夏银行净利差上升到 2.44%，主要原因是存贷款净利差提升了 0.31 个百分点，净资产收益率也有所提高。

2006 年全年，华夏银行资产结构变化主要体现在：贷款占比下降，贴现变化较大，储蓄存款保持快速增长，可供出售债券比例加大。

2006 年全年，华夏银行贷款结构中，个人贷款同比增长了 46.12%，在贷款比例提高到 10.76%。

截至 2006 年底，华夏银行资本充足率提高到 8.28%，不良贷款率下降到 2.73%，拨备覆盖率上升到 84.16%。

预测 2007 年公司净利润有望达到 19 亿元，同比增长 33%；每股收益 0.46 元，每股净资产为 3.12 元。2007 年动态 PE、PB 分别为 20.9 倍、3.1 倍，估值水平相对较低。考虑到公司管理变革还有相当一个过程及存在的不确定性，我们仍维持对华夏银行的中性评级，1 年内目标价为 12.8 元。

### 3.2. 中行预增：2006 年净利润增长 50% 以上

中行于今日发布业绩预增公告，预计 2006 年全年净利润与 2005 年全年净利润(人民币 274.92 亿元)同比增幅将超过 50%。

据称，中行于 2007 年 3 月 16 日收到财政部、国家税务总局有关通知，批准其 2006 年计税工资税前扣除总额为 156.69 亿元，抵扣限额增加了约 47 亿元。单独这一项大约使中行净利润增长 17%。

根据各方面的信息，我们预测中行 2006 年贷款增速 9% 左右；费用收入比将有所下降；不良贷款覆盖率将上升到 91%；新增不良率进一步下降；全年净利润预计为 427.6 亿元，同比增长 55.5%，每股净收益为 0.168 元。

不过，由于中行净利润增速超 50%，主要原因为税负减轻，而税负减轻难以持续。长期维持对中行的增持评级，不过我们依旧认为短期银行股需要谨慎。

### 3.3. 预计工行 2006 年净利润增长 30%

从目前各方面的信息，我们预测工行 2006 年手续费收入增长将达到 30%；个人贷款增速预计将达到 12% 左右，为公司增长作出了重要贡献。2006 年公司缩减了境内机构数，增加了理财中心数量，以大力发展中间业务。

预计工行 2006 年净利润将达 493 亿元，同比增长 31%，EPS 为 0.148 元。

### 3.4. 民生银行公告增发方案并发布年报

3 月 19 日民生银行公布了增发的具体方案，即本次共增发 20 亿股，每股增发价为 9.08 元，增发后资本充足率可达 10% 以上。值得注意的是民生的增发价低于此前的预期，而且增发的股数也仅为 20 亿股。因此，民生银行增发带来的利好应打一个折扣，不过由于前一段时间民生股价已有较大调整，故仍可预期民生银行股价将有一个反弹。

维持民生银行长期增持的评级，短期有反弹机会，中期(2-3 个月)仍有振荡调整。

民生银行发布的年报显示，民生银行 2006 年净利润同比增长 43%，符合预期。

民生银行今日还公告，为了大力发展金融租赁业务，将与中电财和天保公司出资共同发起设立民生金融租赁股份有限公司，公司注册地址为天津市，注册资本为人民

币 40 亿元。

**表 2: 民生银行增发方案明细**

| 获得增发机构                                 | 增发股数 (亿股) |
|--|-----------|
| 刘永好的新希望系                               | 4.1       |
| 卢志强旗下中国泛海控股集团有限公司<br>和史玉柱的上海健特生命科技有限公司 | 3.6       |
| 中国人寿                                   | 6         |
| 中国平安                                   | 6         |
| 光大证券                                   | 0.3       |
| 合计                                     | 20        |

资料来源：国泰君安证券研究所。

### 3.5. 银行股评级：长期增持，短期反弹中多一份谨慎

本文提供的关于对银行股走势的判断，很大程度上考虑了市场因素，而许多市场因素并非基本面分析，和实际情况可能会有较大的差距。因此我们慎重提醒以下观点仅供投资者参考

#### (1) 银行业基本因素并未有明显变动。

影响银行盈利能力的基本因素并未有明显变化。包括宏观经济仍将保持较快增长，银行的贷款增速、净利差、非利息收入增速、信贷成本等并未有明显超出预期的变动，未来银行净利润有望继续保持较快增长。

#### (2) 银行估值仍处基本合理水平。

以 3 月 19 日收盘价计算，目前我国 6 家中小上市银行 2007 动态平均 PE 为 24.6 倍，动态 PB 平均为 3.36 倍。而中行、工行的平均 PE 为 26.24 倍，平均 PB 为 3.25 倍，仍处即本合理水平。

#### (3) 银行股走势：短期反弹；中期（2-3 个月）振荡调整；长期看好，维持增持评级

央行刚刚加息，给了银行业净利差扩大 0.03 个百分点的机会，说明管理层呵护银行改革，支持银行改制上市的态度依然比较明确。

而主力利用本次加息中性偏正面的时机，大举反攻，使银行板块一扫近日之沉闷。不过，从银行股的估值水平以及行业发展的综合背景，我们认为，银行股持续大幅度上攻的条件尚未具备。

**总体来说，我们判断银行股走势为：短期反弹；中期（2-3 个月）振荡调整；长期看好，维持增持评级。**

个股方面，重点关注银行股三个代表：深发展、招行、工行；民生、浦发、中行、兴业银行亦可增持，华夏银行可关注短期交易机会。

**银行股走势判断：短期反弹；中期（2-3 个月）振荡调整；长期看好，维持增持评级。**

**表 1:: 上市银行业绩预测与估值水平比较**

| 公司  | EPS   |       |       | BVPS  |       |       | PE    |       |       | PB   |      |      | 评级 | 目标价  | ROE   |       |       |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|----|------|-------|-------|-------|
|     | 2006  | 2007  | 2008  | 2006  | 2007  | 2008  | 2006  | 2007  | 2008  | 2006 | 2007 | 2008 |    |      | 2006  | 2007  | 2008  |
| 招行  | 0.423 | 0.552 | 0.703 | 3.631 | 4.056 | 4.593 | 38.14 | 29.27 | 22.98 | 4.45 | 3.98 | 3.52 | 增持 | 22   | 11.66 | 13.60 | 15.30 |
| 浦发  | 0.769 | 0.957 | 1.187 | 5.633 | 6.397 | 7.345 | 29.89 | 24.03 | 19.37 | 4.08 | 3.60 | 3.13 | 增持 | 30   | 13.66 | 14.96 | 16.17 |
| 民生  | 0.378 | 0.355 | 0.438 | 1.849 | 3.732 | 4.111 | 30.41 | 32.45 | 26.28 | 6.23 | 3.08 | 2.80 | 增持 | 15.5 | 20.47 | 9.50  | 10.66 |
| 华夏  | 0.350 | 0.471 | 0.673 | 2.771 | 3.140 | 3.680 | 26.65 | 19.83 | 13.88 | 3.37 | 2.97 | 2.54 | 中性 | 12.8 | 12.65 | 15.00 | 18.29 |
| 深发展 | 0.706 | 0.978 | 1.279 | 3.297 | 4.275 | 5.554 | 27.11 | 19.56 | 14.96 | 5.80 | 4.47 | 3.44 | 增持 | 23   | 21.40 | 22.87 | 23.03 |
| 兴业  | 0.931 | 0.954 | 1.262 | 4.032 | 7.085 | 7.943 | 26.73 | 26.07 | 19.71 | 6.17 | 3.51 | 3.13 | 增持 | 30   | 23.09 | 12.61 | 15.89 |
| 工行  | 0.154 | 0.195 | 0.242 | 1.440 | 1.600 | 1.729 | 32.61 | 25.72 | 20.70 | 3.48 | 3.13 | 2.90 | 增持 | 6.5  | 10.67 | 12.17 | 14.00 |
| 中行  | 0.156 | 0.194 | 0.235 | 1.491 | 1.614 | 1.762 | 31.84 | 25.63 | 21.15 | 3.33 | 3.07 | 2.82 | 增持 | 6    | 10.45 | 11.99 | 13.31 |

假定民生银行增发价为 9.08 元，增发规模为 20 亿股。资料来源：国泰君安研究所。

**附表：上市银行估值水平比较**

|      | 市盈率 PE        |       |       | 市净率 PB          |       |       | 2006.6  |         |       | 2006.6  |       |       |
|------|---------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|---------|---------|-------|---------|-------|-------|
|      | 2006          | 2007  | 2008  | 2006            | 2007  | 2008  | 股价      | 总股本     | 流通股   | 不良率     | 覆盖率   | 资本充足率 |
|      |               |       |       |                 |       |       | 元       | 百万元     | 百万元   | %       | %     | %     |
| 招行   | 38.6          | 29.6  | 23.3  | 4.51            | 4.03  | 3.56  | 16.36   | 14,483  | 4,709 | 2.30    | 123.2 | 8.36  |
| 浦发   | 33.0          | 26.5  | 21.4  | 4.50            | 3.97  | 3.45  | 25.37   | 3,915   | 1,170 | 1.82    | 157.8 | 8.01  |
| 民生   | 31.4          | 29.9  | 24.2  | 6.44            | 3.52  | 3.12  | 11.90   | 10,167  | 6,113 | 1.19    | 116.5 | 7.46  |
| 华夏   | 29.2          | 21.8  | 15.9  | 3.65            | 3.24  | 2.81  | 10.12   | 4,200   | 1,560 | 2.82    | 72.1  | 8.20  |
| 深发展  | 26.9          | 19.4  | 14.8  | 5.75            | 4.43  | 3.41  | 18.95   | 1,946   | 1,409 | 8.34    | 45.4  | 3.58  |
| 兴业   | 26.7          | 26.1  | 19.7  | 6.17            | 3.51  | 3.13  | 24.88   | 5,000   | 451   | 2.00    | 98.5  | 8.38  |
| 平均   | 33.2          | 24.6  | 19.2  | 5.18            | 3.36  | 2.90  |         |         |       |         |       |       |
| 中行 A | 31.4          | 25.6  | 21.4  | 3.53            | 3.25  | 2.96  | 5.290   | 253,839 | 4,331 | 4.19    | 87.4  | 12.4  |
| 工行 A | 35.1          | 26.8  | 21.6  | 3.61            | 3.25  | 3.01  | 5.180   | 334,018 | 6,831 | 4.10    | 60.4  | 10.74 |
| 平均   | 33.50         | 26.24 | 21.51 | 3.58            | 3.25  | 2.99  |         |         |       |         |       |       |
| 招行 H | 41.2          | 28.3  | 22.2  | 6.57            | 3.85  | 3.40  | 15.62   |         |       |         |       |       |
| 交行 H | 28.8          | 25.1  | 21.0  | 3.95            | 3.51  | 3.09  | 7.78    |         |       |         |       |       |
| 建行 H | 19.1          | 15.7  | 12.9  | 2.97            | 2.58  | 2.22  | 4.39    |         |       |         |       |       |
| 中行 H | 22.8          | 18.6  | 15.6  | 2.56            | 2.36  | 2.15  | 3.840   |         |       |         |       |       |
| 工行 H | 29.1          | 22.2  | 17.9  | 2.99            | 2.69  | 2.49  | 4.290   |         |       |         |       |       |
|      | 每股收益 (EPS, 元) |       |       | 每股净资产 (BVPS, 元) |       |       | 净资产收益率% |         |       | 总资产收益率% |       |       |
|      | 2006          | 2007  | 2008  | 2006            | 2007  | 2008  | 2006    | 2007    | 2008  | 2006    | 2007  | 2008  |
| 招行   | 0.423         | 0.552 | 0.703 | 3.631           | 4.056 | 4.593 | 11.66   | 13.60   | 15.30 | 0.66    | 0.72  | 0.77  |
| 浦发   | 0.769         | 0.957 | 1.187 | 5.633           | 6.397 | 7.345 | 13.66   | 14.96   | 16.17 | 0.48    | 0.49  | 0.50  |
| 民生   | 0.378         | 0.398 | 0.492 | 1.849           | 3.383 | 3.809 | 20.47   | 11.78   | 12.92 | 0.52    | 0.53  | 0.54  |
| 华夏   | 0.347         | 0.463 | 0.635 | 2.772           | 3.120 | 3.596 | 12.51   | 14.85   | 17.66 | 0.33    | 0.36  | 0.41  |
| 深发展  | 0.706         | 0.978 | 1.279 | 3.297           | 4.275 | 5.554 | 21.40   | 22.87   | 23.03 | 0.49    | 0.54  | 0.57  |
| 兴业   | 0.931         | 0.954 | 1.262 | 4.032           | 7.085 | 7.943 | 23.09   | 13.47   | 15.89 | 0.61    | 0.63  | 0.69  |
| 平均   | 0.456         | 0.566 | 0.720 | 3.212           | 4.022 | 4.607 | 14.86   | 14.33   | 15.85 | 0.48    | 0.49  | 0.50  |
| 交行   | 0.270         | 0.310 | 0.370 | 1.970           | 2.218 | 2.514 |         |         |       |         |       |       |
| 建行   | 0.230         | 0.280 | 0.340 | 1.480           | 1.704 | 1.976 |         |         |       |         |       |       |
| 中行   | 0.168         | 0.207 | 0.247 | 1.498           | 1.629 | 1.785 | 11.24   | 12.70   | 13.82 | 0.76    | 0.82  | 0.84  |
| 工行   | 0.148         | 0.194 | 0.240 | 1.434           | 1.596 | 1.724 | 10.29   | 12.13   | 13.93 | 0.67    | 0.78  | 0.86  |

注：暂假定民生增发价为 9.08 元，发行规模降为 20 亿股，其余均未考虑再融资；招行、交行、建行、中行、工行 H 股价按 1:1 的汇率折算为人民币。资料来源：国泰君安证券研究所。

**作者简介:****伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行、保险业研究。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市延平路 121 号 17 楼

邮政编码: 200042

电话: (021) 62580818

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层

邮政编码: 100088

电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)