

中国 银行

二季度综述：调整后净息差持稳但公布数据偏低；关注资产质量；恢复农行评级并评为中性

2018年二季度业绩综述显示出一些短期问题...

二季度除重庆农商行外中国银行股净息差平均季环比持续扩张4个基点，而调整后净息差扩张6个基点（因为目前部分债券投资利息收入已计入投资收益，而不再是利息收入）。但是，我们预计随着资产收益率走低，银行业净息差扩张可能放缓。

资产质量依然温和，平均不良率季环比上升1个基点至1.39%，平均不良贷款拨备覆盖率超过250%。但是，我们确实注意到有些早期信号显示资产质量恶化，不良率和逾期贷款生成率双双上升，而且截至上半年末我们计算的隐含不良率从2017年底/一季度末的3.6%/3.9%小幅升至4.0%。

我们覆盖银行的贷款同比增速持稳于12.6%，四大行为8.1%，快于6.6%的整体资产增速。

...但“喘息空间”的长期题材依然未改

虽然近期政府放松了财政政策以支持固定资产投资和中小企业，但是我们认为企业去杠杆的计划仍在推进。我们仍认为从中长期来看系统性风险有所降低（参见我们此前发表的研究报告：中国：银行：深呼吸，整装再发）。

我们近期的渠道调研显示：

- 总的来说中国银行业在向地方政府基建项目发放贷款的问题上仍持相对保守的态度（将放贷标准的关注重点从隐性担保转至商业盈利性）；但是地方政府债券的风险调整收益率非常具有吸引力。
- 较大型银行正在大数据领域更加密切地与地方政府展开合作（例如地方政府提供的税收、公用事业和土地登记数据等），以改进面向中小企业的信贷发放。

一度令我们略感担心的是，部分政策放松（例如宏观审慎评估体系[MPA]的结构参数调整）可能导致此前整顿理财/非标资产的努力戛然而止。随着银行持续推动理财业务转型及逐渐退出非标资产，我们认为这种情况似乎不会发生。

预测和目标价格调整；恢复农行A/H评级并评为中性

我们在本报告中计入了2018年上半年的实际财务数据，下调了我们的2018-20年净息差假设，并计入了信贷成本上升的潜在影响。因此，我们调整了2018-20年盈利预测，以及基于拨备前营业利润计算的12个月目标价格，我们看到研究范围内银行H/A股平均上行空间为25%/27%。此外，我们：1) 恢复对于农业银行的评级，并对农行A/H评为中性，12个月目标价格分别为4.7港元/人民币4.7元，以及2) 我们将重庆农商

杨硕, Ph.D (分析师)

执业证书编号:S1420518050001
+86(10)6627-3463 | shuo.yang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

唐伟城, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420517010001
+86(10)6627-3487 |
weicheng.tang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

行的目标评级倍数调整为2.5倍2019年预期股价/拨备前营业利润，以更准确地体现逾期贷款生成加速所导致的潜在资产质量恶化。

我们的首选股包括工商银行H/A、建设银行H/A（建行H股位于亚太强力买入名单）、招商银行H/A、平安银行（位于亚太强力买入名单）以及兴业银行。

图表 1: 2018年二季度业绩综述

Loan growth yoy (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	10%	9%	9%	9%	7%	8%
CCB	12%	12%	11%	10%	8%	8%
BOC	9%	9%	9%	9%	7%	7%
ABC	9%	11%	11%	10%	10%	10%
BoCom	12%	10%	10%	9%	8%	10%
PSBC	20%	21%		20%	21%	20%
CMB	17%	17%	15%	9%	8%	10%
CEB	16%	16%	15%	13%	12%	11%
Industrial	17%	17%	20%	17%	16%	17%
Hua Xia	13%	12%	12%	15%	18%	17%
PAB	23%	17%	15%	15%	14%	14%
BONB	15%	15%	14%	14%	15%	16%
BONJ	24%	22%	20%	17%	17%	18%
CQRCB	10%	8%	11%	13%	12%	12%
Sector Avg	15%	14%	13%	13%	13%	13%

PPOP growth yoy (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	7%	8%	9%	13%	10%	7%
CCB	8%	7%	11%	15%	4%	10%
BOC	10%	-20%	8%	10%	-4%	8%
ABC	6%	5%	5%	17%	14%	19%
BoCom	0%	-4%	1%	-2%	-4%	6%
PSBC	24%	36%	34%	25%	37%	48%
CMB	1%	2%	7%	8%	3%	17%
CEB	6%	-4%	-10%	-10%	7%	20%
Industrial	-15%	-17%	-14%	-5%	2%	13%
Hua Xia	19%	9%	-2%	13%	1%	-3%
PAB	18%	5%	-12%	-24%	-7%	5%
BONB	16%	0%	3%	16%	-4%	18%
BONJ	-23%	-15%	-5%	17%	7%	10%
CQRCB	11%	11%	29%	19%	27%	16%
Sector Avg	6%	2%	5%	8%	6%	14%

NPAT growth yoy (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	1%	2%	3%	5%	4%	6%
CCB	4%	4%	1%	14%	5%	7%
BOC	0%	23%	0%	-13%	5%	5%
ABC	2%	5%	5%	11%	5%	8%
BoCom	1%	6%	4%	8%	4%	5%
PSBC	10%	19%	22%	38%	20%	25%
CMB	9%	14%	16%	14%	14%	15%
CEB	2%	5%	4%	7%	5%	8%
Industrial	7%	8%	6%	3%	5%	8%
Hua Xia	2%	-1%	-8%	-8%	1%	3%
PAB	2%	2%	3%	4%	6%	7%
BONB	16%	14%	18%	34%	19%	20%
BONJ	16%	18%	17%	17%	18%	17%
CQRCB	11%	9%	11%	20%	5%	5%
Sector Avg	6%	9%	7%	11%	8%	10%

NIM qoq (bp)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	-3	6	3	5	-5	1
CCB	4	4	6	4	3	-14
BOC	1	11	-1	-2	-4	9
ABC	0	5	6	6	-4	-6
BoCom	-20	-3	1	1	-13	-2
PSBC	35	14	12	5	2	18
CMB	-1	3	0	5	2	3
CEB	-19	0	-2	10	-36	19
Industrial	-46	0	6	-15	5	10
Hua Xia	0	-18	1	-8	3	0
PAB	-21	-22	0	-13	9	-1
BONB	-2	-51	7	-15	-2	25
BONJ	10	-6	-6	1	11	-9
CQRCB	8	-6	10	0	5	-125
Sector Avg	-4	-5	3	-1	-2	-5

LLR/NPL (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	142	146	148	154	174	173
CCB	160	160	163	171	189	193
BOC	160	152	154	159	167	164
ABC	174	182	194	208	239	248
BoCom	150	151	151	153	171	174
PSBC	280	289	312	325	352	270
CMB	209	225	235	262	296	316
CEB	158	152	154	158	176	172
Industrial	215	222	220	212	209	210
Hua Xia	168	158	160	157	159	158
PAB	163	161	152	151	173	176
BONB	373	399	430	493	499	499
BONJ	449	450	459	463	465	463
CQRCB	425	425	435	431	334	339
Sector Avg	230	234	241	250	257	254

Credit cost (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	0.93%	0.85%	0.77%	1.01%	1.07%	1.03%
CCB	1.16%	0.78%	0.80%	1.18%	1.06%	0.84%
BOC	0.86%	0.18%	0.85%	1.41%	0.56%	0.45%
ABC	0.93%	0.81%	1.01%	0.99%	1.22%	1.10%
BoCom	0.69%	0.66%	0.62%	0.74%	0.58%	0.70%
PSBC	0.57%	0.69%	0.65%	1.17%	0.93%	1.43%
CMB	2.02%	1.73%	1.23%	1.81%	1.59%	1.72%
CEB	1.16%	0.93%	0.84%	1.25%	1.31%	1.40%
Industrial	1.07%	1.46%	1.19%	2.34%	0.93%	1.64%
Hua Xia	1.40%	1.16%	1.32%	1.41%	1.21%	0.91%
PAB	3.21%	2.83%	2.21%	2.37%	2.41%	2.57%
BONB	2.07%	1.38%	1.46%	2.49%	1.75%	1.56%
BONJ	1.59%	1.27%	1.57%	1.30%	1.22%	1.12%
CQRCB	0.74%	1.28%	1.31%	1.19%	1.70%	1.76%
Sector Avg	1.31%	1.14%	1.13%	1.48%	1.25%	1.30%

Net fee income growth yoy (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	-6%	-7%	-3%	2%	2%	5%
CCB	1%	2%	2%	-8%	-2%	6%
BOC	0%	6%	0%	-7%	0%	-4%
ABC	-12%	-23%	-29%	-17%	-8%	19%
BoCom	5%	-2%	18%	26%	-4%	4%
PSBC	38%	2%	32%	-23%	14%	2%
CMB	-6%	-10%	27%	26%	2%	15%
CEB	19%	11%	3%	5%	13%	16%
Industrial	16%	0%	3%	8%	3%	17%
Hua Xia	24%	35%	24%	19%	12%	-12%
PAB	1%	9%	7%	27%	5%	24%
BONB	8%	6%	-10%	37%	-9%	-20%
BONJ	-42%	-34%	42%	69%	16%	19%
CQRCB	-8%	4%	17%	25%	-4%	-3%
Sector Avg	3%	0%	10%	14%	3%	6%

Tier 1 CAR (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	13.5	13.2	13.4	13.3	13.1	12.8
CCB	13.1	12.8	13.0	13.7	13.7	13.7
BOC	12.0	11.8	12.0	12.0	11.8	11.8
ABC	11.2	11.3	11.2	11.3	11.1	11.8
BoCom	12.0	11.7	11.8	11.9	11.8	11.7
PSBC	8.9	8.7	8.7	8.6	8.9	9.0
CMB	12.4	12.4	12.7	13.0	12.9	12.6
CEB	9.3	9.4	9.8	10.6	10.3	9.8
Industrial	9.7	9.3	9.4	9.7	9.7	9.5
Hua Xia	9.6	9.5	9.4	9.4	9.6	9.1
PAB	9.2	9.1	9.2	9.2	9.1	9.2
BONB	9.5	9.6	9.5	9.4	9.4	9.6
BONJ	9.6	9.5	9.3	9.4	9.4	9.7
CQRCB	9.9	9.7	10.5	10.4	10.7	10.6
Sector Avg	10.7	10.6	10.7	10.8	10.8	10.8

NPL formation (%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
ICBC	0.61	0.57	0.58	0.65	0.78	1.03
CCB	0.53	0.68	0.61	0.67	0.41	0.57
BOC	0.98	0.66	0.68	0.98	1.16	0.58
ABC	0.80	0.31	0.61	0.53	(0.57)	0.54
BoCom	0.57	0.61	0.58	0.63	(0.70)	0.45
PSBC	-	0.47	-	0.42	-	0.46
CMB	0.06	0.66	0.59	0.49	0.03	0.50
CEB	0.80	1.09	0.67	0.92	0.05	1.68
Industrial	(0.48)	1.22	(0.08)	3.34	(0.12)	1.85
Hua Xia	0.66	1.74	1.04	1.41	0.83	0.83
PAB	2.61	3.00	3.38	1.90	0.90	4.12
BONB	1.22	0.54	0.30	0.61	0.09	0.46
BONJ	1.35	0.71	0.89	1.02	0.58	0.40
CQRCB	0.41	0.34	0.61	1.25	3.20	0.72
Sector Avg	0.72	0.90	0.75	1.06	0.48	1.01

资料来源: 公司数据

图表 2: 估值表
 股价截至2018年9月7日

	Current price	Original 12-m TP	12m TP	Rating	Target 19E P/PPOP	Upside/downside (%)	Implied P/B		P/B		P/E		P/PPOP		ROE		ROA	
							2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
H-share (HKD)																		
ICBC (H)	5.64	8.5	7.4	Buy	4.0	31%	1.18	1.07	0.78	0.71	5.7	5.4	3.3	3.0	14.2%	13.8%	1.12%	1.10%
BOC (H)	3.43	4.7	4.2	Neutral	3.0	22%	0.70	0.65	0.57	0.53	5.0	4.7	2.7	2.5	11.6%	11.7%	0.87%	0.86%
CCB (H)	6.67	10.8	9.2	Buy*	4.0	38%	1.06	0.96	0.77	0.69	5.5	5.1	3.1	2.9	14.5%	14.1%	1.15%	1.16%
ABC (H)	3.70	N/A	4.7	Neutral	3.5	27%	0.90	0.82	0.71	0.65	5.3	5.0	2.9	2.7	14.4%	13.5%	0.94%	0.94%
BoCom (H)	5.56	6.3	5.8	Sell	3.0	4%	0.59	0.54	0.56	0.52	4.9	4.7	3.0	2.9	11.7%	11.6%	0.78%	0.77%
CMB (H)	28.95	38.4	38.3	Buy	4.5	32%	1.66	1.45	1.26	1.10	7.6	6.4	3.8	3.4	16.8%	18.0%	1.27%	1.38%
CEB (H)	3.26	4.0	3.9	Neutral	2.5	20%	0.63	0.58	0.52	0.48	4.6	4.3	2.1	2.1	11.4%	10.9%	0.73%	0.69%
PSBC	4.73	6.4	5.8	Neutral	3.5	23%	0.96	0.87	0.78	0.71	6.1	5.6	3.2	2.8	13.4%	13.3%	0.58%	0.59%
CQRCB	4.18	6.8	5.4	Neutral	2.5	29%	0.66	0.57	0.51	0.44	3.8	3.4	2.1	2.0	14.0%	14.1%	1.03%	1.10%
A-share (Rmb)																		
ICBC (A)	5.35	7.7	7.2	Buy	4.5	35%	1.15	1.04	0.85	0.77	6.3	5.9	3.6	3.3	14.2%	13.8%	1.12%	1.10%
BOC (A)	3.51	4.4	4.2	Neutral	3.5	20%	0.80	0.75	0.67	0.62	5.9	5.5	3.2	2.9	11.6%	11.7%	0.87%	0.86%
CCB (A)	6.66	9.9	9.0	Buy	4.5	35%	1.19	1.08	0.88	0.80	6.3	5.9	3.6	3.3	14.5%	14.1%	1.15%	1.16%
ABC (A)	3.59	N/A	4.7	Neutral	4.0	31%	1.04	0.94	0.79	0.72	6.0	5.6	3.2	3.0	14.4%	13.5%	0.94%	0.94%
BoCom (A)	5.56	6.0	5.9	Sell	3.5	6%	0.69	0.63	0.65	0.60	5.7	5.4	3.5	3.3	11.7%	11.6%	0.78%	0.77%
CMB (A)	28.17	37.0	37.0	Buy	5.0	31%	1.85	1.61	1.41	1.23	8.5	7.2	4.2	3.8	16.8%	18.0%	1.27%	1.38%
CEB (A)	3.73	3.9	4.1	Sell	3.0	10%	0.76	0.70	0.69	0.64	6.0	5.7	2.8	2.7	11.4%	10.9%	0.73%	0.69%
Industrial	14.82	20.5	19.2	Buy	3.0	30%	0.90	0.80	0.70	0.62	4.6	4.1	2.8	2.3	16.1%	15.9%	1.02%	1.06%
PAB	10.01	17.5	16.2	Buy*	3.0	62%	1.16	1.04	0.72	0.64	6.9	5.5	2.2	1.9	10.8%	12.3%	0.74%	0.85%
Hua Xia	7.54	9.0	9.0	Neutral	2.5	19%	0.61	0.57	0.51	0.47	4.8	4.6	2.2	2.1	11.3%	10.7%	0.78%	0.74%
BONB	16.23	22.3	20.8	Neutral	5.0	28%	1.55	1.33	1.21	1.04	7.3	6.0	4.6	3.9	18.1%	18.7%	1.04%	1.14%
BONJ	7.18	9.3	8.6	Neutral	3.5	20%	0.94	0.82	0.78	0.69	5.6	4.8	3.2	2.9	15.2%	15.3%	0.92%	0.95%

* denotes names on Conviction List

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

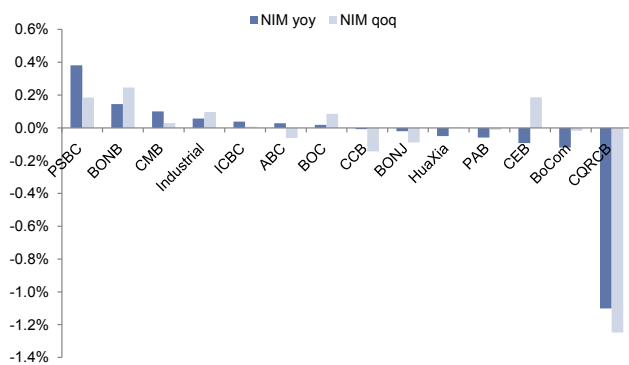
净息差持续扩张，但日后或因资产收益率降低而减速

受资产重新定价的推动，2018年二季度行业净息差季环比扩张4个基点（该数据未计入重庆农商行；若计入则二季度行业净息差季环比收窄5个基点）。但是，由于会计准则调整（银行部分债券投资所带来的利息收入目前记作交易收益，并非利息收入），我们认为这一公布数据可能低报了实际表现。我们的粗略计算显示，如果我们将所有交易收益加回至利息收入，则行业净息差季环比/同比将分别提高6个/15个基点。具体就重庆农商行而言，该行未经调整的净息差季环比收缩了125个基点，调整后季环比收缩了15个基点，公布2018年上半年净息差同比扩张了12个基点。

我们预计，相对温和的财政和货币政策立场可能导致资产收益率走低，继而放缓银行净息差的扩张步伐，举例来说，自6月份以来，三个月同业利率/AAA级公司债平均收益率降低了120个/40个基点。与此同时，由于在理财产品收紧之际银行需要竞相揽储，存款成本仍具高度粘性。

尽管如此，我们认为兴业银行等小型银行可能在未来一两个季度实现净息差强劲扩张，因为同业利率走低有助于缓解其资金成本压力。此外，我们预计2019年平安银行净息差将扩大6个基点（行业平均扩大幅度为3个基点），得益于该行资产结构向高收益零售贷款倾斜。

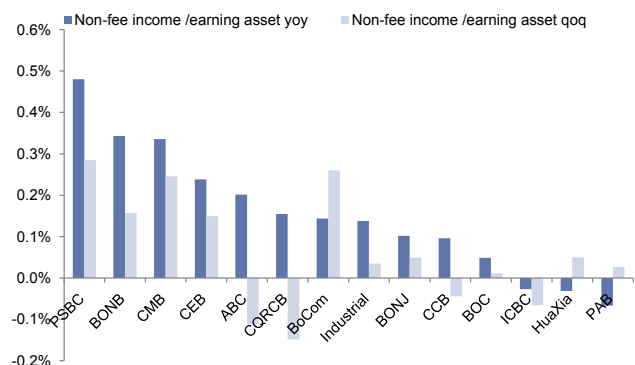
图表 3: 由于会计准则调整，2018年二季度的公布净息差可能存在误导



Note: CQRCB booked a Rmb 2.7bn trading gain beside NII in 2Q18.

资料来源：公司数据

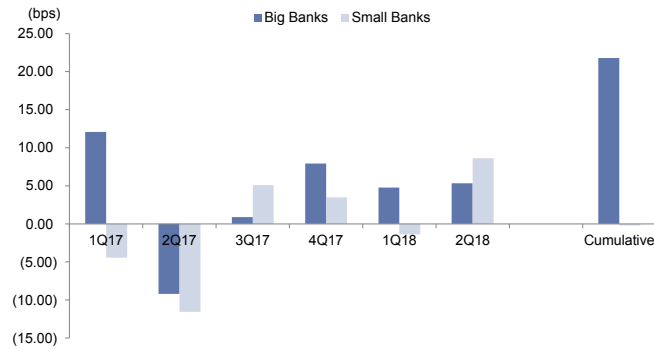
图表 4: 我们的粗略计算显示，银行业净息差（基于整体非手续费收入计算）同比/季环比普遍上升



2Q18 margin calculated by GS based on total non-fee income/earning asset data

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

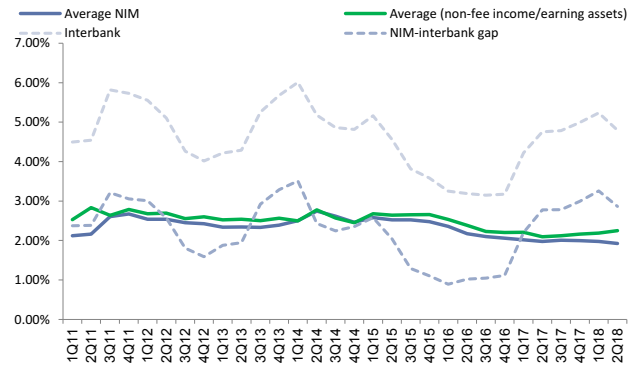
图表 5: 自2017年一季度以来, 大型银行净息差(基于非手续费收入计算)合计扩张了21个基点; 但2018年二季度小型银行环比表现更佳



Margin is non-fee income based. Big banks incl. the Big 4 (ICBC, BOC, CCB, ABC), CMB and PSBC

资料来源: 公司数据

图表 6: 调整后净息差环比扩张, 但考虑到同业利率这一领先指标的表现, 净息差或许已经触顶



资料来源: 万得、公司数据

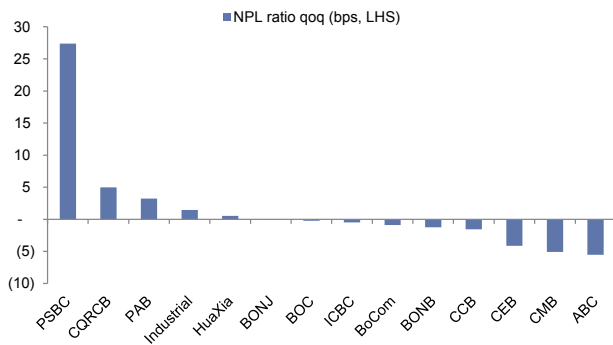
资产质量依然良好，但是出现了早期恶化迹象

资产质量整体依然稳定：

- 截至2018年一季度，我们覆盖银行的平均不良率持稳于1.39%，季环比上升1个基点。
- 不良贷款确认标准更具效率；截至2018年上半年末，逾期90天以上贷款与不良贷款之比降至94%，较2017年底下降了7个百分点。
- 平均不良贷款拨备覆盖率季环比上升了4个百分点至331%。

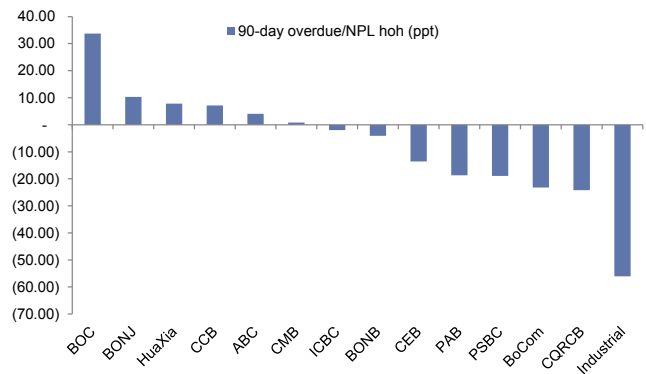
但是，不良贷款生成率和逾期贷款生成率环比上升，2018年二季度/上半年分别为1.0%/1.1%（2018年一季度/2017年下半年为0.5%/0.33%），显示出资产质量潜在恶化的早期迹象。截至2018年二季度，我们包括A股上市企业样本的隐含不良率小幅升至4.0%（2017年底/2018年一季度分别为3.6%/3.9%），如果实际利率上升100个基点，则到2018年底隐含不良率可能进一步升至4.7%。具体而言，可能受到近期中美贸易冲突的影响，消费领域或是近几个季度新增不良贷款的主要源头。

图表 7: 虽然我们覆盖银行大多公布了较为平稳的不良率...



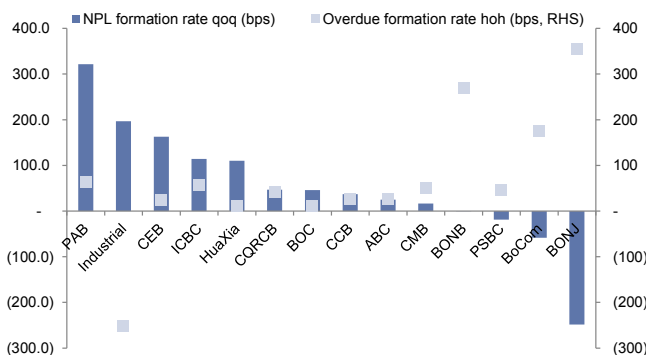
资料来源：公司数据

图表 8: ...而且不良贷款确认标准更为高效...



资料来源：公司数据

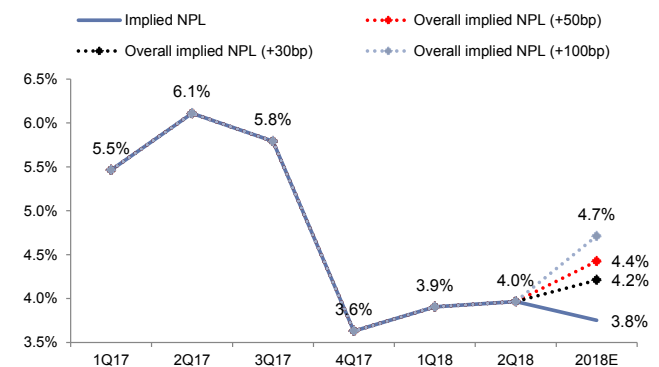
图表 9: ...但是我们注意到，2018年二季度不良率和逾期贷款生成率双双上升



资料来源：公司报告

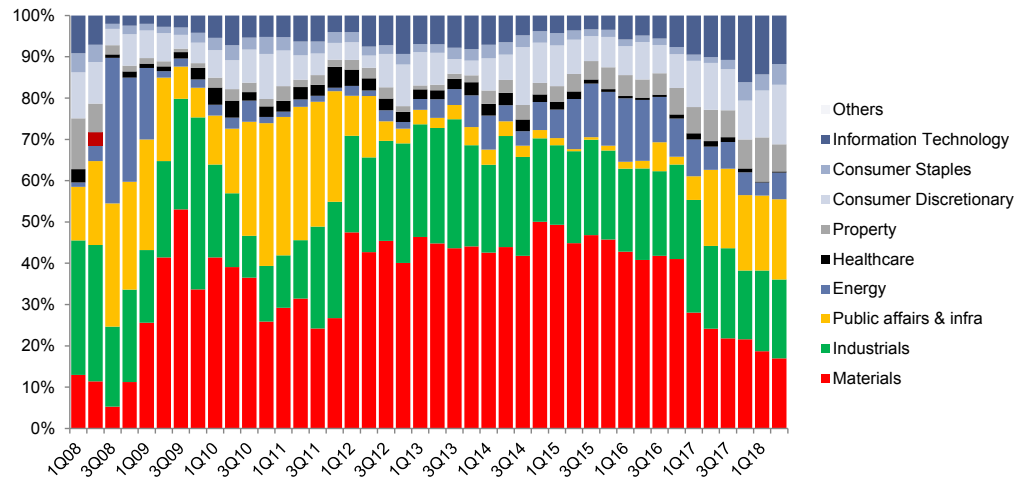
图表 10: 截至2018年二季度，隐含不良率小幅升至4.0%，如果实际利率上升100个基点，则到2018年底隐含不良率可能进一步升至4.7%

基于A股上市企业样本的隐含不良率计算



资料来源：万得、高盛全球投资研究

图表 11: 消费领域或是近几个季度新增不良贷款的主要源头



资料来源: 万得

调整预测和目标价格

调整预测

我们在预测中纳入了2018年二季度业绩，并对2018-20年预测做出了如下调整：

- 由于日后资产回报率走低，我们下调了净息差假设，同时揽储竞争可能令资金成本仍具高度粘性。
- 潜在的资产质量恶化可能推动信贷成本上升（我们覆盖银行所公布的不良率/逾期贷款生成率上升即反映出了这一点）。
- 随着银行出于交税/资本金考虑而增持享有税收优惠的国债和地方政府债券，银行业的有效税率可能降低。

估值

我们调整了CAMELOT评分计算，令我们的目标价格计算可以涵盖资产质量中的逾期贷款生成率部分，我们认为这一调整有助于我们在评估各家银行资产质量时具备前瞻性。鉴于此，我们将重庆农商行的2019年预期股价/拨备前营业利润倍数从此前的3.0倍下调至2.5倍，我们对研究范围内其他银行则未做调整（图表29）。

H/A中国银行股当前股价对应2.7倍/3.0倍的2019年预期股价/拨备前营业利润，低于4-8倍的全球同业常见水平（危机时期是个例外，当时股价/拨备前营业利润倍数往往不到4）。我们认为当前估值可以反映出投资者对于政策放松立场的担忧，我们认为如果定向放松得到良好执行，则这种担忧情绪应能有所缓解。我们认为银行板块具有吸引力，我们所研究H/A银行股的12个月目标价格平均对应25%/27%的潜在上行空间。我们重申对于工行H/A股、建行H/A股（建行H股位于强力买入名单）、招行H/A股、平安银行（位于强力买入名单）以及兴业银行的买入评级。

注：我们还将汇率假设从此前的1人民币兑换1.23港元调整为兑1.15港元。

图表 12: 预测调整

Unit: Rmb	Old EPS			New EPS		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
ICBC	0.88	0.99	1.12	0.85	0.91	0.98
CCB	1.07	1.20	1.34	1.05	1.13	1.22
BOC	0.61	0.68	0.76	0.60	0.64	0.67
BoCom	0.99	1.03	1.07	0.98	1.03	1.07
PSBC	0.69	0.81	0.95	0.67	0.74	0.85
CMB	3.32	3.91	4.45	3.32	3.91	4.45
CEB	0.62	0.66	0.70	0.62	0.65	0.69
Industrial	3.24	3.70	4.21	3.24	3.61	4.14
Hua Xia	1.60	1.54	1.58	1.57	1.63	1.71
PAB	1.55	1.94	2.52	1.45	1.83	2.15
BONB	2.24	2.72	3.29	2.23	2.72	3.12
BONJ	1.31	1.61	1.92	1.29	1.49	1.73
CQRCB	1.02	1.17	1.35	0.95	1.08	1.22
Big-4 Avg	0.85	0.96	1.08	0.80	0.90	1.01
Sector Avg	1.47	1.69	1.94	1.39	1.60	1.84

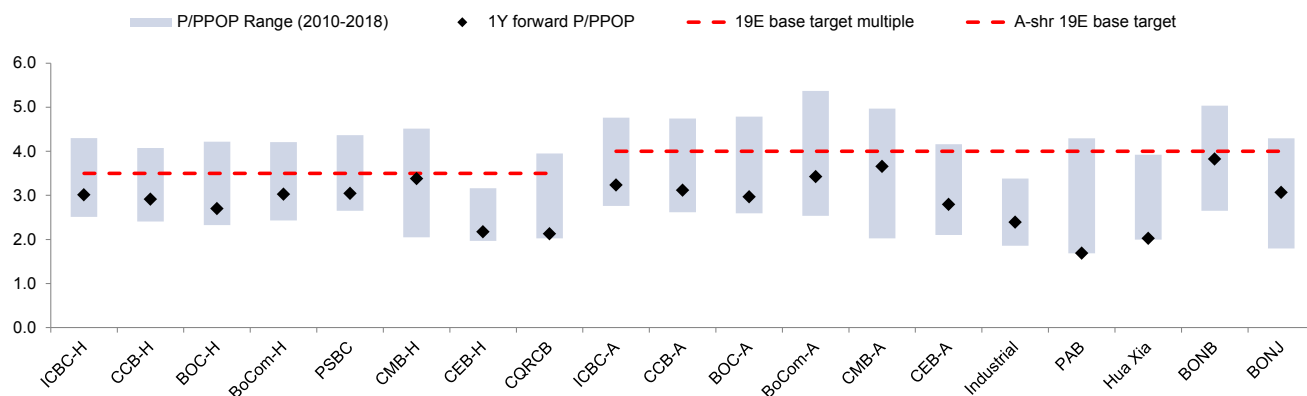
资料来源：高盛全球投资研究

图表 13: 我们预测与市场预测的比较
截至2018年9月7日

vs consensus	Revenue			NPAT		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
ICBC	-3%	-3%	-2%	0%	-2%	-5%
CCB	-2%	-2%	-1%	1%	0%	-2%
BOC	-1%	-2%	-2%	-2%	-4%	-7%
ABC	1%	-1%	-2%	1%	0%	-5%
BoCom	0%	-2%	-2%	5%	2%	-2%
PSBC	1%	-2%	-5%	-2%	-7%	-10%
CMB	2%	4%	6%	4%	6%	6%
CEB	3%	0%	-4%	-1%	-3%	-7%
Industrial	0%	6%	6%	10%	14%	17%
Hua Xia	-3%	0%	0%	-1%	-1%	-2%
PAB	2%	7%	8%	1%	13%	17%
BONB	-5%	-1%	-5%	1%	2%	-4%
BONJ	0%	2%	-1%	-2%	-3%	-5%
CQRCB	-5%	-5%	-5%	-1%	3%	3%
Big-4 Avg	-2%	-3%	-2%	0%	-2%	-5%
Sector Avg	-1%	0%	-1%	1%	1%	0%

资料来源：高盛全球投资研究、彭博

图表 14: 我们研究范围内多数银行的股价/拨备前营业利润倍数已接近历史谷底
股价/拨备前营业利润倍数区间



资料来源: Datastream、公司数据、高盛全球投资研究

图表 15: 估值和风险概览

Ticker	Bank	PCY	Close Price	TP	Rating	Methodology	Risk
H-share banks							
1398.HK	ICBC (H)	HK\$	5.64	7.4	Buy	19E P/PPOP	Failure of Fintech transformation and therefore surpassed by other banks or Fintech companies; worse-than-expected NPLs; slower-than-expected NIM expansion resulting in a drag in bottom line
3988.HK	BOC (H)	HK\$	3.43	4.2	Neutral	19E P/PPOP	Upside: operation cost reduction and efficiency improvement. Downside: worse-than-expected NPLs, significant downturn in the overseas market
0939.HK	CCB (H)	HK\$	6.67	9.2	Buy*	19E P/PPOP	1) Policy tightening and economic slowdown, 2) weaker-than-expected asset quality and thus higher-than-expected credit costs.
1288.HK	ABC (H)	HK\$	3.70	4.7	Neutral	19E P/PPOP	Weaker/stronger-than-expected funding cost control; worse/better-than-expected NPLs; slower/faster-than-expected NIM expansion
3328.HK	BoCom (H)	HK\$	5.56	5.8	Sell	19E P/PPOP	Lower-than-expected funding cost; better-than-expected asset quality; higher operating efficiency with lower CIR
3968.HK	CMB (H)	HK\$	28.95	38.3	Buy	19E P/PPOP	1) With one of the highest off-balance sheet Wealth Management Products as a percentage of deposits in our China Banks coverage, CMB could be susceptible to over tightening on any WMP issuance; 2) Weaker-than-expected asset
6818.HK	CEB (H)	HK\$	3.26	3.9	Neutral	19E P/PPOP	Upside: better-than expected net interest margin and faster deposit growth; stronger capital position. Downside: worse-than-expected asset quality and slower fee income growth
1658.HK	PSBC	HK\$	4.73	5.8	Neutral	19E P/PPOP	Faster-/slower-than-expected A share listing; tighter-/looser-than-expected interbank liquidity; more/less product-side innovation for revenue diversification.
3618.HK	CQRCB	HK\$	4.18	5.4	Neutral	19E P/PPOP	Upside: better-than expected net interest margin and asset quality. Downside: worse-than-expected NPLs; surprise slowdown of Chongqing economy
A-share banks							
601398.SS	ICBC (A)	Rmb	5.35	7.2	Buy	19E P/PPOP	Failure of Fintech transformation and therefore surpassed by other banks or Fintech companies; worse-than-expected NPLs; slower-than-expected NIM expansion resulting in a drag in bottom line
601988.SS	BOC (A)	Rmb	3.51	4.2	Neutral	19E P/PPOP	Upside: operation cost reduction and efficiency improvement. Downside: worse-than-expected NPLs, significant downturn in the overseas market
601939.SS	CCB (A)	Rmb	6.66	9.0	Buy	19E P/PPOP	1) Policy tightening and economic slowdown, 2) weaker-than-expected asset quality and thus higher-than-expected credit costs.
601288.SS	ABC (A)	Rmb	3.59	4.7	Neutral	19E P/PPOP	Weaker/stronger-than-expected funding cost control; worse/better-than-expected NPLs; slower/faster-than-expected NIM expansion
601328.SS	BoCom (A)	Rmb	5.56	5.9	Sell	19E P/PPOP	Lower-than-expected funding cost; better-than-expected asset quality; higher operating efficiency with lower CIR
600036.SS	CMB (A)	Rmb	28.17	37.0	Buy	19E P/PPOP	1) With one of the highest off-balance sheet Wealth Management Products as a percentage of deposits in our China Banks coverage, CMB could be susceptible to over tightening on any WMP issuance; 2) Weaker-than-expected asset
601818.SS	CEB (A)	Rmb	3.73	4.1	Sell	19E P/PPOP	Upside: better-than expected net interest margin and faster deposit growth; stronger capital position.
601166.SS	Industrial	Rmb	14.82	19.2	Buy	19E P/PPOP	China macro hard landing; accelerated deposit rate deregulation; further tightening on interbank business; higher than expected interbank rates; slower than expected asset growth; worse than expected NPL.
000001.SZ	PAB	Rmb	10.01	16.2	Buy*	19E P/PPOP	1) Asset quality deterioration from retail lending; 2) higher than expected deposit cost due to funding gap
600015.SS	Hua Xia	Rmb	7.54	9.0	Neutral	19E P/PPOP	Upside: Better-than-expected asset growth, asset quality and franchise improvement Downside: Macro slowdown, further deterioration in asset quality.
002142.SZ	BONB	Rmb	16.23	20.8	Neutral	19E P/PPOP	Upside: Capital replenishment; Downside: macro slowdown in Ningbo area, worse-than-expected asset quality.
601009.SS	BONJ	Rmb	7.18	8.6	Neutral	19E P/PPOP	Upside: Faster-than-expected NIM expansion; Downside: macro slowdown in Nanjing area, worse-than-expected asset quality.

Notes: *Denotes stock is on our Conviction List. Target prices are on a 12-month basis.

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

恢复农行H/A股评级并评为中性，12个月目标价格为4.7港元/人民币4.7元

我们解除了对农业银行的暂停评级状态，恢复评级为中性，基于股价/拨备前营业利润计算的H/A股12个月目标价格为4.7港元/人民币4.7元。因农行的A股非公开发行计划，我们在2018年4月20日对农行暂停评级，该交易已于7月4日完成。我们认为农行的经营状态并未在过去5个月中发生显著变化。

主要投资题材

温和的资产扩张：2018年上半年农行的贷款余额/资产同比增长了10%/7%，略高于四大行8%/6%的平均增幅，但低于我们覆盖银行股13%/7%的整体平均增速。

不良率较高但得到了充分覆盖：农行不良率为1.6%，在我们所研究银行股中处于第三高位（2018年二季度我们所研究银行股的不良率均值为1.4%）。农行不良贷款拨备覆盖率保持在248%的充分覆盖状态，在四大行中处于最高水平。

资金成本具有优势但日后这一优势将逐渐减弱：得益于强劲的存款业务实力，农行资金成本仅为1.51%，在四大行中处在最低水平（截至2017年底四大行均值为1.58%），在我们覆盖银行股中处于第二低位（仅高于邮储银行）。农业银行贷存比为68%，在四大行中最低，截至2018年上半年，存款在付息负债中占比87%。但是，我们认为农业银行因存款实力而具备的资金优势将逐渐减弱，因为同业融资成本走低缓解了其他银行的成本压力。

在非公开发行后资金本状况得到了巩固：2018年二季度农业银行的核心一级资本充足率季环比提高了72个基点至11.2%，目前与四大行11.9%的均值大致相当。

估值

我们4.7港元/人民币4.7元的农行H/A股12个月目标价格是基于3.5倍/4.0倍股价/拨备前营业利润计算得出，这一估值倍数基于行业CAMELOT评分框架，参见图表29。我们对农行H/A股的评级为中性，12个月目标对应27%/31%的上行空间，而我们研究范围内H/A银行股上行空间均值为25%/27%。

风险

市场流动性较预期收紧/放松，因为相对于贷款业务而言，农行在证券/同业资产中的敞口较高；资产质量好于/差于预期；在揽储竞争日趋激烈之际能否保持强劲的存款业务实力。

并购框架

我们对所覆盖企业给予了1至3分的并购评分，1分代表并购可能性较高（30%-50%），2分代表可能性适中（15%-30%），3分代表可能性较低（0%-15%）。在这一框架下，我们对农业银行的评分为3分，反映出该行单一股东持股比例较高、作为隶属中央的大型银行、农行管理层/股东并购意愿较低，而且监管部门因其系统重要性而对并购存在顾虑等。对于并购评分为3分的企业，我们根据研究部的统一标准，并未将并购要素纳入目标价的计算。

有关并购框架的具体分析，请参见我们于2016年6月29日发表的研究报告：中国：金融服务：推出中国金融股的并购框架。

图表 16: 农业银行财务数据概览

Profit model (Rmb mn)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Net interest income	441,930.0	474,606.2	513,316.8	549,760.1
Non-interest income	100,968.0	125,846.9	123,721.5	127,898.5
Operating revenue	542,898.0	600,453.1	637,038.3	677,658.6
Non-interest expense	(205,268.0)	(210,587.6)	(223,266.0)	(236,581.2)
Preprovision operating profit	337,630.0	389,865.5	413,772.3	441,077.4
Total provision charge	(98,166.0)	(122,340.4)	(130,276.1)	(139,784.2)
Associates	--	--	--	--
Pretax profit	239,478.0	267,531.1	283,496.2	301,293.2
Tax	(46,345.0)	(51,425.5)	(54,147.3)	(57,565.8)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit	192,962.0	211,081.3	224,027.8	237,904.8
Dividends	(57,911.0)	(64,702.6)	(68,586.6)	(72,749.7)
Dividends payout (%)	30.0	28.9	30.0	30.0
Earnings growth drivers (%)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Net interest margin	2.26	2.28	2.27	2.29
Provision charge/total loans	0.95	1.08	1.05	1.03
YoY Growth (%)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Customer deposits	7.7	6.5	7.0	6.5
Loans	10.7	9.4	9.5	9.3
Net interest income	11.0	7.4	8.2	7.1
Fee income	(19.8)	2.1	2.7	3.2
Non-interest income	(9.9)	24.6	(1.7)	3.4
Operating revenue	6.4	10.6	6.1	6.4
Operating expenses	(4.2)	(2.6)	(6.0)	(6.0)
Preprovision operating profit	7.8	15.5	6.1	6.6
Provision charges	17.7	6.0	32.4	7.3
Pretax profit	5.7	11.7	6.0	6.3
Net profit	4.9	9.4	6.1	6.2
EPS	4.9	5.3	2.3	6.2
DPS	4.9	3.7	6.0	6.1
Market dimensions	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
No of branches	23,661.0	23,661.0	23,661.0	23,661.0
No of staff (000)	487.3	487.3	487.3	487.3
Revenues/staff (US\$)	164,829.6	189,967.6	191,179.0	203,369.4
Net profit/staff (US\$)	58,585.3	66,780.6	67,232.1	71,396.7
DuPont analysis (%)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
ROE	14.9	14.4	13.5	13.0
x leverage	6.4	6.8	7.2	7.5
=ROA	0.95	0.98	0.98	0.98
% of assets	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Net interest income	2.18	2.19	2.24	2.26
Fee income	0.36	0.34	0.33	0.32
Non-interest income	0.50	0.58	0.54	0.52
Operating revenue	2.67	2.77	2.78	2.78
Operating expenses	1.01	0.97	0.97	0.97
Preprovision operating profit	1.66	1.80	1.80	1.81
Loan loss provisions	0.46	0.45	0.57	0.57
Pretax profits	1.18	1.24	1.24	1.24
Taxes	0.23	0.24	0.24	0.24

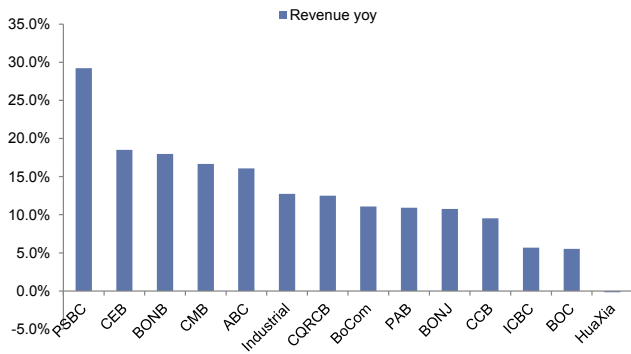
Balance sheet (Rmb mn)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Gross loans	10,720,611.0	11,773,216.2	12,888,376.8	14,096,779.9
NPLs	194,032.0	189,505.9	205,040.3	221,233.7
Loan loss reserves	404,300.0	453,883.5	501,865.1	555,887.6
Total interest earning assets	19,855,111.0	20,916,060.3	22,220,563.1	23,616,507.6
Other non-interest earning assets	1,198,271.0	1,311,674.4	1,412,048.7	1,488,008.9
Total assets	21,053,382.0	22,227,734.7	23,632,611.8	25,104,516.5
Customer deposits	16,194,279.0	17,246,907.1	18,454,190.6	19,653,713.0
Total interest-bearing liabilities	18,228,794.0	19,786,498.6	20,920,388.6	21,087,280.1
Total equity	1,349,498.0	1,583,937.3	1,743,262.5	1,912,580.7
CAMEL ratios (%)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
C: Tier 1 capital ratio	11.3	12.8	12.9	12.9
C: Equity/loans	13.1	14.0	14.1	14.1
C: Equity/assets	6.4	7.1	7.4	7.6
A: NPL ratio	1.8	1.6	1.6	1.6
A: Loan loss reserves/NPLs	208.4	239.5	244.8	251.3
E: Net interest margin	2.26	2.28	2.27	2.29
E: Non int inc/oper revenues	18.60	20.96	19.42	18.87
E: Cost-income ratio	37.8	35.1	35.0	34.9
E: ROAA	0.95	0.98	0.98	0.98
L: Loan/deposit ratio	63.7	65.5	67.0	68.8
Loan portfolio (%)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Commercial & corporate	60.9	58.8	56.9	54.9
Mortgages/home loans	29.2	31.0	32.6	34.2
Consumer	37.4	39.6	41.6	43.8
Valuation (current price)	12/17	12/18E	12/19E	12/20E
P/E basic (X)	5.2	5.1	5.0	4.7
P/B (X)	0.75	0.71	0.64	0.59
P/PPOP (X)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	5.8	5.8	6.1	6.5
EPS, basic (Rmb)	0.59	0.64	0.65	0.69
EPS, fully-diluted (Rmb)	0.59	0.63	0.64	0.68
EPS, basic growth (%)	4.9	7.6	2.2	6.1
EPS, fully diluted growth (%)	4.9	5.3	2.3	6.2
BVPS (Rmb)	4.15	4.52	4.97	5.46
DPS (Rmb)	0.18	0.18	0.20	0.21

Note: Last actual year may include reported and estimated data.
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

资料来源: 公司报告、高盛全球投资研究

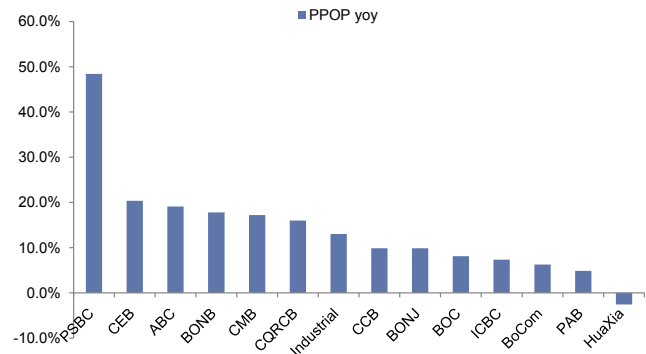
2018年二季度银行业图鉴

图表 17: 中小银行收入增速较高



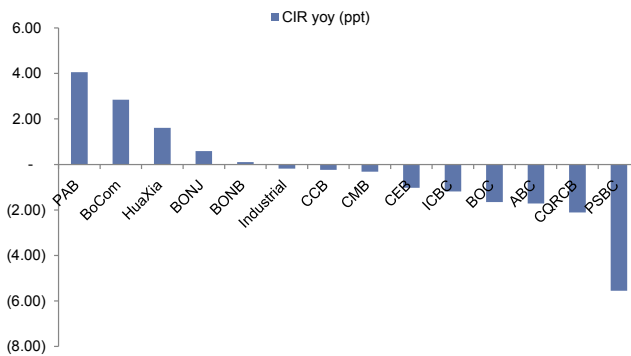
资料来源: 公司报告

图表 18: 邮储银行拨备前营业利润大幅增长, 而华夏银行出现了负增长



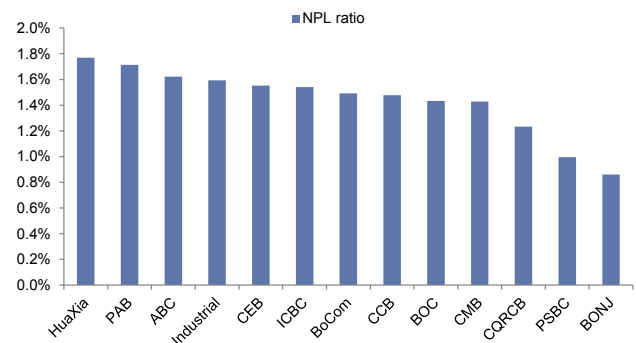
资料来源: 公司报告

图表 19: 邮储银行效率改善幅度最大



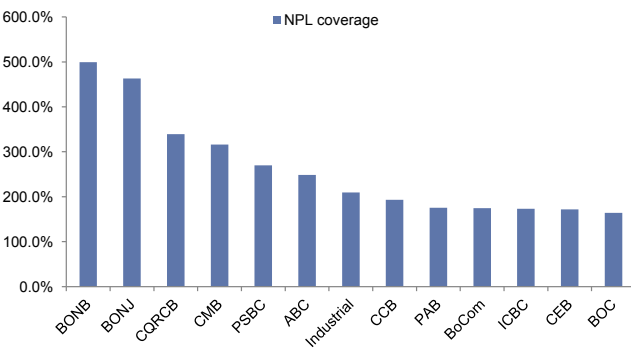
资料来源: 公司报告

图表 20: 邮储银行和南京银行不良率最低, 均不到1%



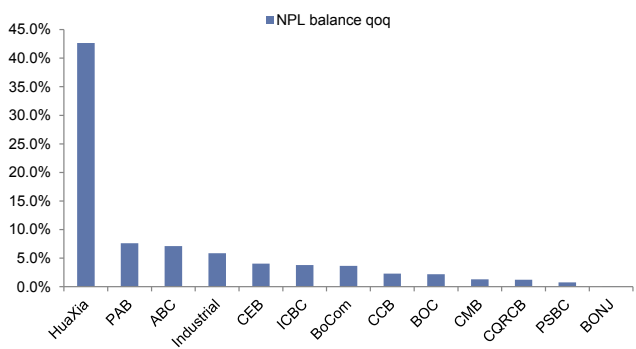
资料来源: 公司报告

图表 21: 宁波银行和南京银行不良贷款拨备覆盖率均超过了400%



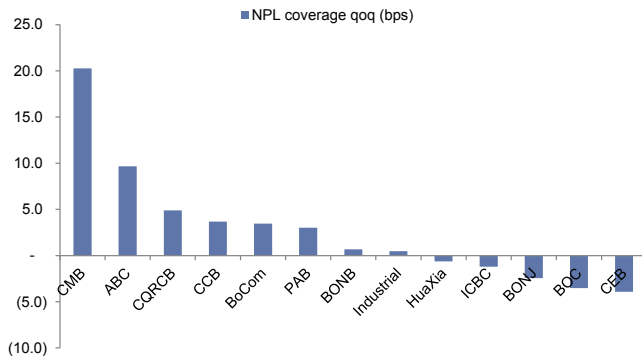
资料来源: 公司报告

图表 22: 华夏银行不良贷款余额大幅上升



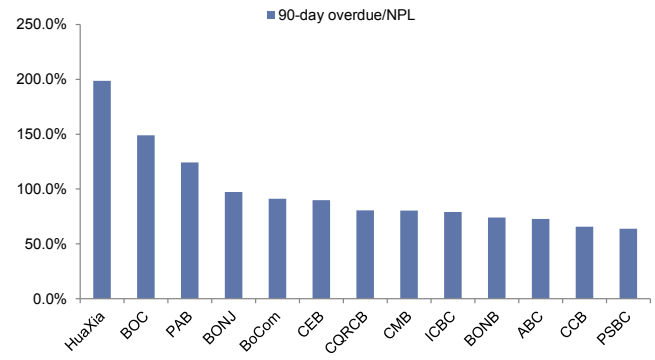
资料来源: 公司报告

图表 23: 招商银行不良贷款拨备覆盖率环比改善幅度最为明显



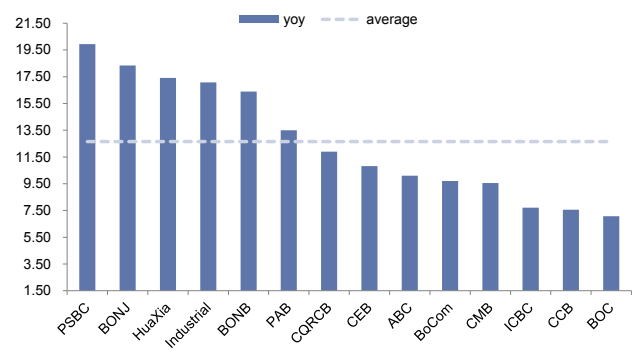
资料来源: 公司报告

图表 24: 多数银行的90天逾期贷款/不良贷款之比不到100%



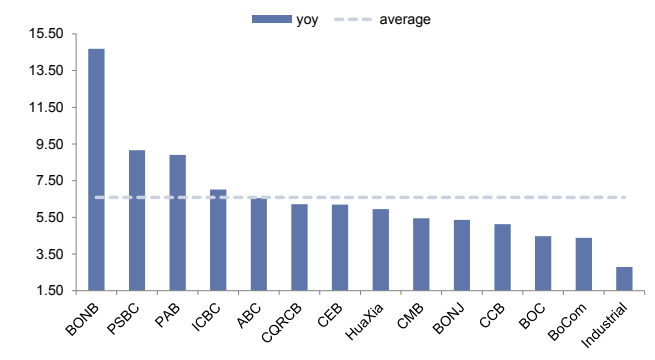
资料来源: 公司报告

图表 25: 2018年二季度贷款增速稳健



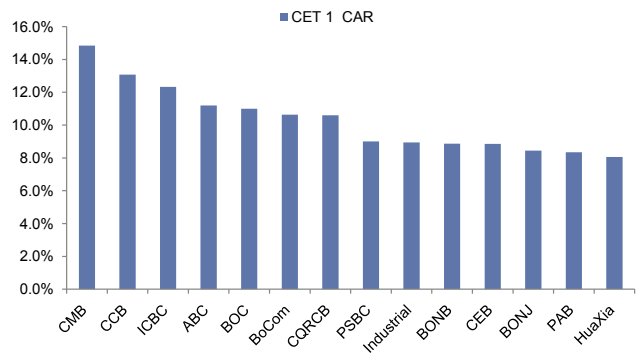
资料来源: 公司报告

图表 26: 除宁波银行之外, 多数银行的资产质量增长温和



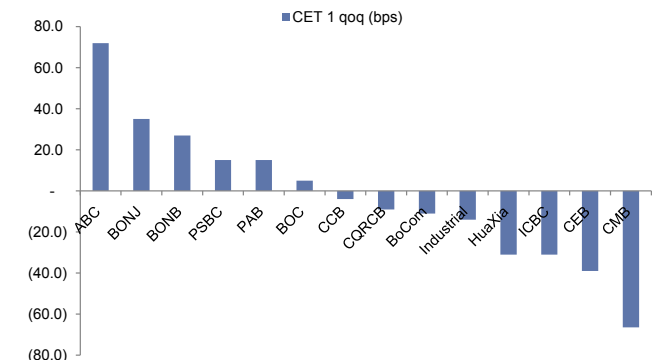
资料来源: 公司报告

图表 27: 中小银行的核心资本充足率依旧紧张



资料来源: 公司报告

图表 28: 约半数银行的资本金状况环比走弱



资料来源: 公司报告

图表 29: 主要假设

Loan growth (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	8%	9%	9%	9%	9%	9%
CCB	11%	12%	10%	10%	10%	10%
BOC	8%	9%	9%	8%	8%	8%
ABC	10%	9%	10%	10%	9%	9%
BoCom	8%	10%	9%	9%	8%	7%
PSBC	32%	22%	21%	21%	18%	14%
CMB	12%	15%	9%	11%	9%	10%
CEB	16%	19%	13%	14%	10%	9%
Industrial	12%	17%	17%	14%	20%	14%
Hua Xia	14%	14%	15%	10%	13%	9%
PAB	19%	21%	15%	13%	17%	12%
BONB	22%	18%	14%	14%	14%	14%
BONJ	44%	32%	17%	16%	19%	14%
CQRCB	11%	12%	13%	12%	12%	11%

NIM yoy (bp)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	(12)	(33)	4	1	0	1
CCB	(11)	(47)	(2)	4	1	2
BOC	(15)	(31)	4	0	2	2
ABC	(23)	(47)	5	2	(1)	2
BoCom	(5)	(43)	(28)	(12)	4	2
PSBC	(20)	(62)	15	24	0	1
CMB	2	(34)	2	7	5	3
CEB	(0)	(46)	(26)	(21)	3	2
Industrial	3	(45)	(59)	3	8	4
Hua Xia	(25)	(14)	(29)	13	5	1
PAB	35	(11)	(41)	(4)	6	2
BONB	(20)	(27)	(41)	(8)	(4)	(3)
BONJ	1	(48)	(38)	4	1	2
CQRCB	(17)	(49)	(2)	(49)	8	7

Net fee income growth (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	8%	1%	-4%	3%	3%	4%
CCB	5%	4%	-1%	4%	6%	7%
BOC	1%	-4%	0%	1%	5%	5%
ABC	3%	10%	-20%	2%	3%	3%
BoCom	18%	5%	10%	1%	3%	3%
PSBC	34%	33%	11%	11%	15%	16%
CMB	34%	15%	5%	9%	13%	14%
CEB	37%	7%	9%	21%	4%	4%
Industrial	19%	14%	6%	8%	9%	14%
Hua Xia	62%	18%	26%	-7%	2%	9%
PAB	39%	16%	10%	24%	33%	17%
BONB	61%	39%	6%	-5%	6%	10%
BONJ	66%	18%	-9%	8%	2%	4%
CQRCB	40%	42%	8%	-1%	9%	10%

PPOP growth rate (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	8%	0%	9%	8%	8%	9%
CCB	9%	-1%	10%	9%	8%	8%
BOC	4%	8%	0%	6%	8%	8%
ABC	5%	-1%	8%	15%	6%	7%
BoCom	7%	1%	-1%	5%	6%	3%
PSBC	12%	-11%	30%	35%	12%	12%
CMB	27%	8%	4%	11%	11%	11%
CEB	25%	5%	-5%	13%	4%	5%
Industrial	25%	6%	-13%	11%	19%	13%
Hua Xia	13%	17%	9%	-1%	6%	2%
PAB	44%	29%	-4%	9%	17%	14%
BONB	24%	27%	9%	10%	18%	10%
BONJ	52%	21%	-9%	12%	8%	5%
CQRCB	12%	4%	18%	10%	8%	9%

LLR/NPL (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	156	137	154	169	178	190
CCB	151	150	171	204	226	241
BOC	153	163	159	169	163	164
ABC	189	173	208	240	245	251
BoCom	156	151	153	171	160	154
PSBC	298	272	325	257	236	215
CMB	179	180	262	344	394	412
CEB	156	152	158	153	162	170
Industrial	210	211	212	203	194	188
Hua Xia	167	159	157	159	162	163
PAB	166	155	151	192	249	347
BONB	309	351	493	597	819	993
BONJ	431	457	463	574	854	683
CQRCB	420	428	431	314	260	230

Tier 1 CAR (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	13.5	13.4	13.3	13.2	13.4	13.5
CCB	13.3	13.2	13.7	14.3	14.3	14.2
BOC	12.1	12.3	12.0	11.9	12.0	12.2
ABC	11.0	11.1	11.3	12.8	12.9	12.9
BoCom	11.5	12.2	11.9	11.8	12.1	12.4
PSBC	8.5	8.6	8.6	9.8	9.4	9.2
CMB	10.8	11.5	13.0	13.5	14.0	14.5
CEB	10.2	9.3	10.6	10.0	9.7	9.8
Industrial	9.2	9.2	9.7	9.2	9.0	9.0
Hua Xia	8.9	8.4	8.3	8.3	8.2	8.2
PAB	9.0	9.3	9.2	8.8	8.9	9.1
BONB	9.0	8.6	8.6	9.3	9.2	9.3
BONJ	9.4	8.2	8.0	8.3	8.6	8.9
CQRCB	10.1	9.9	10.4	10.6	10.8	10.8

NPAT growth	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	0%	0%	3%	8%	7%	8%
CCB	0%	1%	5%	8%	8%	8%
BOC	-2%	-5%	5%	6%	7%	6%
ABC	1%	2%	5%	9%	6%	6%
BoCom	1%	1%	4%	4%	5%	4%
PSBC	7%	14%	20%	14%	10%	14%
CMB	3%	8%	13%	19%	18%	14%
CEB	2%	3%	4%	3%	5%	6%
Industrial	7%	7%	6%	18%	11%	15%
Hua Xia	5%	4%	-4%	7%	4%	5%
PAB	10%	3%	3%	8%	26%	18%
BONB	17%	19%	20%	21%	22%	15%
BONJ	25%	18%	17%	13%	15%	16%
CQRCB	6%	10%	12%	6%	14%	12%

Credit cost (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	0.72	0.66	0.87	0.90	0.94	0.97
CCB	0.88	0.76	0.96	0.91	0.89	0.87
BOC	0.65	0.89	0.81	0.79	0.84	0.87
ABC	0.92	0.81	0.87	1.06	1.01	0.99
BoCom	0.73	0.69	0.67	0.67	0.64	0.58
PSBC	0.94	0.67	0.58	0.84	0.83	0.77
CMB	2.04	1.98	1.68	1.43	1.26	1.18
CEB	1.33	1.27	1.03	1.59	1.16	1.11
Industrial	2.54	2.47	1.46	1.15	1.25	1.16
Hua Xia	0.84	1.14	1.26	1.11	1.10	0.98
PAB	2.51	3.15	2.52	2.46	2.31	2.29
BONB	1.48	1.76	1.76	1.42	0.97	0.69
BONJ	2.50	2.15	0.97	1.33	0.97	0.56
CQRCB	1.11	0.79	0.97	1.19	0.90	0.75

NPL formation (%)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ICBC	1.05	0.89	0.62	0.96	0.97	0.90
CCB	1.55	0.80	0.65	0.66	0.77	0.85
BOC	0.91	0.78	0.87	0.96	0.92	0.85
ABC	1.60	1.13	0.59	0.85	1.06	1.01
BoCom	0.21	0.30	0.03	0.26	0.21	0.19
PSBC	0.82	0.65	0.25	0.84	0.74	0.66
CMB	2.30	1.96	0.63	1.09	1.32	1.49
CEB	1.39	1.37	0.87	1.48	1.09	1.01
Industrial	2.16	2.10	1.24	1.23	1.24	1.13
Hua Xia	1.20	1.11	1.14	1.03	1.04	0.97
PAB	3.00	3.12	2.88	3.05	2.54	2.41
BONB	1.16	1.27	0.67	0.42	0.60	0.55
BONJ	1.80	1.62	0.70	1.00	1.01	0.85
CQRCB	0.56	0.49	0.46	1.43	1.13	0.88

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

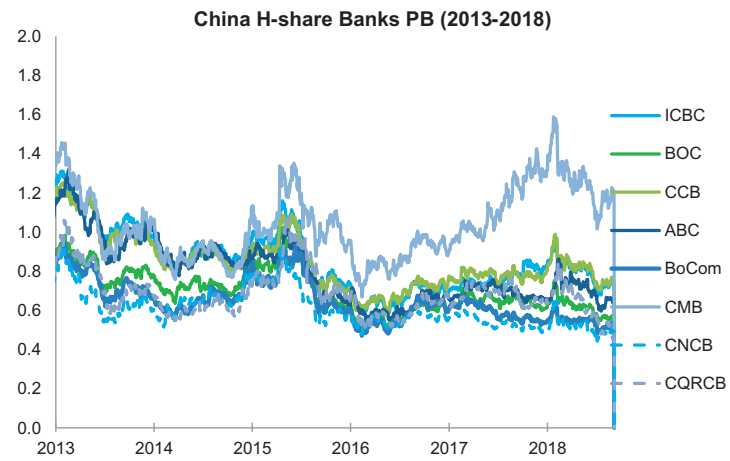
图表 30: 目标价格计算
CAMELOT评分表

Key metrics	Weight	Sub metrics	Sub weight	ICBC	CCB	BOC	ABC	BoCom	PSBC	CMB	PAB	Industrial	Hua Xia	CEB	BONB	BONJ	CQRCB
Capital	15%	Tier 1 CAR	50%	1	1	2	1	2	3	1	4	4	4	3	3	4	2
		Equity/assets	50%	1	1	1	2	2	4	2	3	4	3	3	4	4	4
Asset quality	20%	NPL rate	20%	4	2	2	4	3	1	2	4	3	4	3	1	1	1
		LLR/NPL	20%	4	2	4	2	3	2	1	3	3	4	4	1	1	1
		Overdue formation rate	60%	2	3	4	1	3	1	2	4	1	4	2	1	3	4
Management	20%	Management	100%	1	1	2	2	2	2	1	3	3	4	3	2	3	3
Earnings	15%	ROA	25%	1	1	3	2	4	4	1	4	2	3	4	1	3	2
		ROE	25%	2	2	4	2	3	3	1	4	1	4	4	1	1	3
		PPOP 18-20E CAGR	25%	2	2	3	4	4	1	2	1	1	4	4	1	3	3
		CIR	25%	1	1	4	3	4	4	4	2	3	1	4	2	3	1
Liquidity	5%	1H18 LCR	70%	3	2	2	3	4	1	1	2	4	4	4	1	3	1
		LDR	30%	2	3	2	2	3	1	4	4	3	4	4	1	1	1
Operating	20%	Regulatory risk	100%	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
Transparency	5%	Reporting standard	100%	2	2	2	2	2	2	1	2	3	3	3	3	3	3
Sum	100%	Sum		1.8	1.7	2.5	2.0	2.5	2.2	1.6	3.2	2.7	3.6	3.0	2.2	2.8	2.6
Target multiple for H share				4x	4x	3x	3.5x	3x	3.5x	4.5x				2.5x			2.5x
Target multiple for A share				4.5x	4.5x	3.5x	4.0x	3.5x		5x	3x	3x	2.5x	3x	5x	3.5x	

Notes: 1) The CAMELOT ranking is based on our bank data 2019E forecast quartile unless indicated otherwise. 1 indicates the top quartile, 4 indicates the bottom quartile. 2) We rank the management by its structure stability (e.g., how long current management has been in place), efficiency, capability, etc. For operating measurement, we assign better scores to those banks with higher operating prudence and stable funding mix which are likely to be more resistant to regulatory headwinds. For transparency, we base our scores on the comprehensiveness of company disclosure, reporting standards, etc. 3) For asset quality we have adjusted our metrics to include overdue formation rate.

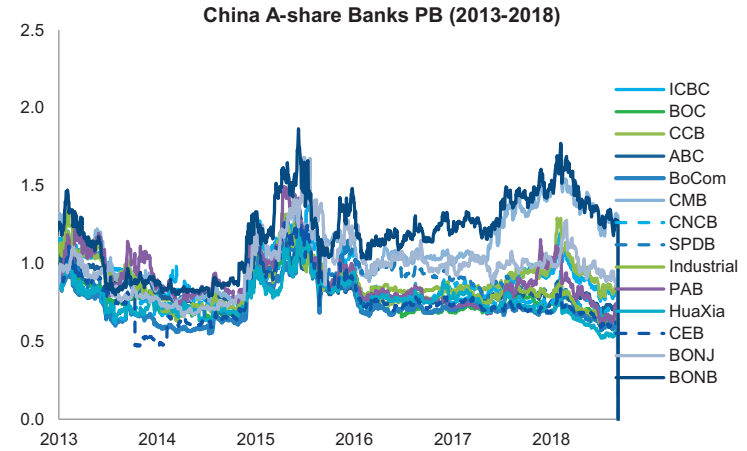
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 31: 中国H股银行股的历史市净率区间



资料来源: Datastream

图表 32: 中国A股银行股的历史市净率区间



资料来源: Datastream

高华证券感谢高盛分析师陆天, CFA、李雯和赵成希在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，杨硕，Ph.D，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

杨硕，Ph.D：中国金融。唐伟城，CFA：A股券商、中国券商。

A股券商：China Galaxy Securities Co. (A)、China Merchants Securities Co. (A)、CITIC Securities Co.(A)、Everbright Securities Co. (A)、GF Securities Co. (A)、Guotai Junan Securities Co. (A)、Haitong Securities Co. (A)、Huatai Securities Co. (A)、Orient Securities Co. (A)。

中国券商：China Galaxy Securities Co. (H)、China International Capital Corp.、China Merchants Securities Co. (H)、CITIC Securities Co. (H)、CSC Financial Co.、Everbright Securities Co. (H)、GF Securities Co.(H)、Guotai Junan Securities Co. (H)、Haitong Securities Co. (H)、Huatai Securities Co. (H)、Orient Securities Co. (H)。

中国金融：Agricultural Bank of China (A)、Agricultural Bank of China (H)、Bank of China (A)、Bank of China (H)、Bank of Communications (A)、Bank of Communications (H)、Bank of Nanjing、Bank of Ningbo、Cango Inc.、China CITIC Bank (A)、China CITIC Bank (H)、China Construction Bank (A)、China Construction Bank (H)、China Everbright Bank (A)、China Everbright Bank (H)、China Merchants Bank (A)、China Merchants Bank (H)、Chongqing Rural Commercial Bank、Hua Xia Bank、ICBC (A)、ICBC (H)、Industrial Bank、LexinFintech Holdings、Ping An Bank Co.、Postal Savings Bank of China Co.、Shanghai Pudong Development Bank、VCredit Holdings。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬：Bank of Communications (A) (Rmb5.54)、Bank of Communications (H) (HK\$5.55)、Bank of Ningbo (Rmb16.15)、China Everbright Bank (A) (Rmb3.72)、China Everbright Bank (H) (HK\$3.22)、Industrial Bank (Rmb14.73)、Ping An Bank Co. (Rmb9.88)

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：Bank of Communications (A) (Rmb5.54)、Bank of Communications (H) (HK\$5.55)、Bank of Ningbo (Rmb16.15)、China Everbright Bank (A) (Rmb3.72)、China Everbright Bank (H) (HK\$3.22)、Hua Xia Bank (Rmb7.50)、Industrial Bank (Rmb14.73)、Ping An Bank Co. (Rmb9.88)

高盛高华在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系：Bank of Communications (A) (Rmb5.54)、Bank of Communications (H) (HK\$5.55)、Bank of Ningbo (Rmb16.15)、China Everbright Bank (A) (Rmb3.72)、China Everbright Bank (H) (HK\$3.22)、Industrial Bank (Rmb14.73)、Ping An Bank Co. (Rmb9.88)

没有对下述公司的具体信息披露：Agricultural Bank of China (A) (Rmb3.60)、Agricultural Bank of China (H) (HK\$3.67)、Bank of China (A) (Rmb3.52)、Bank of China (H) (HK\$3.39)、Bank of Nanjing (Rmb7.15)、China Construction Bank (A) (Rmb6.62)、China Construction Bank (H) (HK\$6.56)、China Merchants Bank (A) (Rmb27.90)、China Merchants Bank (H) (HK\$28.60)、Chongqing Rural Commercial Bank (HK\$4.01)、ICBC (A) (Rmb5.34)、ICBC (H) (HK\$5.55)、Postal Savings Bank of China Co. (HK\$4.65)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的未来12个月内投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有头寸或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。