



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

行业动态
研究报告

2010 年 11 月 22 日

银行业

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070059

maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120068

luojing@cicc.com.cn

存款准备金率还需提高 1.5-2 个百分点

存款准备金率调整评论

行业近况:

中国人民银行决定,从 2010 年 11 月 29 日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。此次上调后,大型金融机构为 18.0%,中小金融机构为 16.0% (图表 1)。如果考虑到 10 月 11 日央行临时提高四大国有商业银行及招行、民生两家股份制银行存款准备金率 50 个基点两个月,11 月 10 日临时提高交行、光大存款准备金率 50 个基点三个月,那么在 2010 年 11 月 30 日至 2010 年 12 月 14 日期间,四大国有银行的存款准备金率为 18.5%,交行为 18.0%,招行、民生、光大为 16.5%,其余中小银行为 16.0% (图表 2)。

评论:

准备金率调整时点略早于预期。我们原预计 12 月份存款准备金率会发生调整,因为每年 12 月份财政支出季节性大幅增加从而带来央行被迫向银行体系注入基础货币,因此央行需要加大货币回笼力度。此次准备金率调整在 11 月 29 日生效,这与央行预计 12 月份基础货币增幅较大有关,当然 11 月份前两周信贷增长仍然强劲也是触发准备金率调整的重要原因。

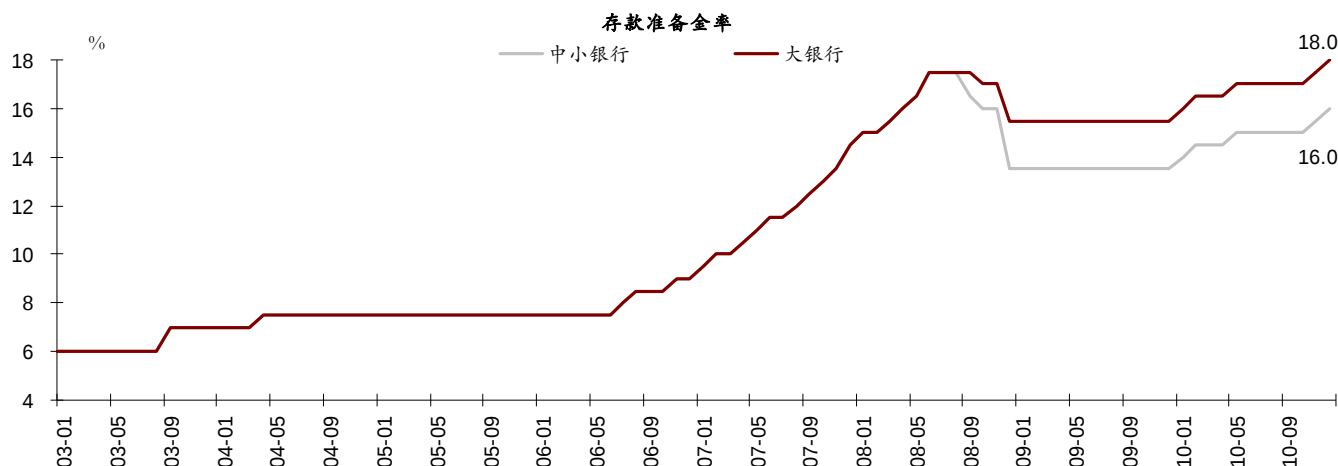
准备金率还需上调 1.5-2 个百分点。准备金率调整幅度取决于 M2 目标增速、贸易顺差、央行公开市场操作力度等因素。根据我们的测算,如果明年贸易和今年持平,那么未来 12 个月内准备金率还要调整 1.5-2 个百分点才能将 M2 增速控制在 15% 左右 (图表 3),也就是大型银行存款准备金率要提高到 20% 左右,中小型银行提高到 18% 左右。不过,如果人民币升值加快,贸易顺差降低,那么准备金率调整的压力就会减小。

银行会选择压缩同业资产和债券的方式来应对准备金率调整,对盈利累积影响约为 2-3%。目前,银行只能依靠压缩同业资产和债券资产来满足准备金率的提高;同业资产收益率约为 3%,和法定存款准备金利率的差异约为 138 个基点,因此法定存款准备金上调 0.5 个百分点对 11 年盈利的影响约为 0.4% (图表 4),累积效应约为 2%-3%。不过,如果明年 M2 增速下降较快,那么银行存款增长的压力会有所体现。

估值与建议:

市场对货币政策紧缩的担忧使得过去几周银行股估值大幅下降,但只要不出现经济下滑、通胀上升的滞胀局面,这些紧缩措施并没有实质性影响商业银行的盈利。目前 A 股银行 2011 年市净率和市盈率分别为 1.49 倍和 8.9 倍, H 股银行为 1.67 倍和 9.2 倍,我们认为这基本处于底部区域,未来 12 个月有 20%-30% 的向上空间。A 股银行首选农行、华夏、招行、民生, H 股首选中信、民生。下一阶段银行股的催化剂包括 12 月份中上旬的中央经济工作会议、今年末明年初政府融资平台贷款清理结果和政府物价控制措施的效果。

图表 1: 历史上存款准备金率变动情况



资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 2: 存款准备金率调整详情

	2010年10月 15日之前	2010年10月15日 - 2010年11月15日	2010年11月16日 - 2010年11月29日	2010年11月30日 - 2010年12月14日	2010年12月15日 - 2011年2月15日	2011年2月 15日之后
四大国有商业银行	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	18.5%	18.0%
交行	17.0%	17.0%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%
招行、民生	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	16.5%	16.0%
光大	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	16.5%	16.0%
其他中小银行	15.0%	15.0%	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 存款准备金率仍有上调空间

2011年M2目标增速	15.0%
基本假设	
贸易顺差 (十亿美元)	191
贸易顺差增速 (%)	-
基础外汇占款 (十亿元人民币)	a 3,566
央票净投放与特别国债正回购 (十亿元)	b 194
财政存款增加 (十亿元人民币)	c 323
其他	d -1,105
基础货币增量 (十亿元人民币)	e = a - b - c - d 4,153
基础货币增速 (%)	22.5
货币乘数	3.72
货币乘数公式 $m = (1 + Rc) / (Rc + Re + RRR)$	
现金比率 (Rc)	9.4%
超储率 (Re)	1.7%
存款准备金率 (RRR)	18.3%
目前平均金融机构存款准备金率	16.5%
上调空间	1.8%

资料来源：人民银行、中金公司研究部

图表 4:上调存款准备金率对上市银行影响很小

人民币百万元	工行	农行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	光大	华夏	北京	宁波	南京	上市银行合计
11E平均存款余额	12,123,468	9,510,728	8,296,821	3,074,183	2,138,513	1,857,630	1,722,546	1,538,507	1,227,455	1,125,899	799,808	589,959	155,939	155,560	54,892,885
11E平均生息资产	14,476,088	11,034,757	10,639,168	4,097,243	2,654,527	2,176,821	2,247,590	1,918,497	2,015,365	1,567,661	1,151,698	773,283	262,962	234,866	67,725,445
11E净利润	188,877	123,268	116,638	46,943	31,538	24,393	22,196	21,362	20,674	15,095	7,548	8,530	2,755	2,983	798,434
存款准备金率上调0.5个百分点															
同业资产收益率	3.00														
法定存款准备金利率	1.62														
对净利息收入的影响	-837	-656	-572	-212	-148	-128	-119	-106	-85	-78	-55	-41	-11	-11	-3,788
对净息差的影响, 基点	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.6
对净利润的影响, %	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5：可比公司估值

	股价	总股本	流通股	总市值	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速							
	(当地货币)	百万股	百万股	(当地货币, 十亿)	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR					
A股																								
国有大银行																								
工商银行	5.00	334,019	250,962	1,670	1.75	1.81	1.89	1.94	1.20	1.23	1.29	1.34	20.2	20.9	21.4	21.8	20.1	16.9	18.5					
中国银行	3.32	253,839	177,819	843	1.60	1.64	1.73	1.77	1.09	1.11	1.11	1.10	16.6	17.6	17.5	17.7	15.0	11.9	13.5					
农业银行	2.68	324,992	10,310	871	1.44	1.61	1.70	1.75	0.82	0.94	1.10	1.20	20.5	20.4	20.6	21.9	35.8	24.8	30.2					
交通银行	5.78	56,260	29,736	325	1.66	1.72	1.79	1.83	1.01	1.08	1.14	1.15	19.5	19.8	19.3	19.6	21.5	17.7	19.6					
中小股份制银行																								
招商银行	13.56	21,577	17,666	293	1.37	1.60	1.75	1.82	1.00	1.08	1.18	1.23	21.1	21.4	21.4	21.8	29.6	22.6	26.1					
中信银行	5.65	39,033	26,632	221	1.41	1.67	1.80	1.82	0.94	1.04	1.12	1.13	12.9	17.3	16.7	15.7	24.8	20.0	22.3					
民生银行	5.19	26,715	22,588	139	1.69	1.69	1.75	1.78	0.98	1.00	1.09	1.15	16.9	16.7	18.8	20.0	32.4	26.4	29.4					
浦发银行	13.12	11,479	10,304	151	1.42	1.53	1.55	1.57	0.90	0.97	0.98	1.00	24.1	18.6	16.6	17.2	24.1	19.1	21.6					
兴业银行	24.61	5,992	4,972	147	1.51	1.61	1.58	1.61	1.13	1.19	1.02	1.03	24.5	21.9	20.7	20.7	25.2	19.0	22.1					
华夏银行	11.59	4,991	3,784	58	1.04	1.21	1.21	1.21	0.48	0.59	0.66	0.69	13.0	13.1	12.7	14.2	33.7	25.5	29.6					
光大银行	3.87	39,535	2,450	153	1.26	1.40	1.47	1.51	0.75	0.90	0.93	0.94	18.8	18.9	17.5	18.5	24.4	21.0	22.7					
城市商业银行																								
北京银行	12.32	6,228	3,955	77	1.65	1.62	1.57	1.59	1.19	1.19	1.10	1.05	15.8	18.2	18.0	17.7	15.2	14.0	14.6					
南京银行	11.78	2,388	2,388	28	1.85	1.87	1.76	1.74	1.28	1.26	1.25	1.26	13.1	14.3	14.5	16.0	32.9	26.0	29.4					
宁波银行	12.70	2,500	2,474	32	1.63	1.42	1.35	1.39	1.09	1.09	1.02	1.00	15.7	17.5	16.3	17.0	22.8	17.3	20.0					
H股																								
大型银行																								
工商银行	6.22	334,019	83,057	2,078	1.75	1.81	1.89	1.94	1.20	1.23	1.29	1.34	20.2	20.9	21.4	21.8	20.1	16.9	18.5					
中国银行	4.32	253,839	76,020	1,097	1.60	1.64	1.73	1.77	1.09	1.11	1.11	1.10	16.6	17.6	17.5	17.7	15.0	11.9	13.5					
农业银行	4.21	324,794	30,739	1,367	1.44	1.61	1.70	1.75	0.82	0.94	1.10	1.20	20.5	20.4	20.6	21.9	35.8	24.8	30.2					
交通银行	8.39	56,260	26,524	472	1.66	1.72	1.79	1.83	1.01	1.08	1.14	1.15	19.5	19.8	19.8	19.6	21.5	17.7	19.6					
中小股份制银行																								
招商银行	21.05	21,577	3,918	454	1.37	1.60	1.75	1.82	1.00	1.08	1.18	1.23	21.1	21.4	21.4	21.8	29.6	22.6	26.1					
中信银行	5.68	39,033	12,402	222	1.41	1.67	1.80	1.82	0.94	1.04	1.12	1.13	12.9	17.3	16.7	15.7	24.8	20.0	22.3					
民生银行	7.05	26,715	4,127	188	1.69	1.69	1.75	1.78	0.98	1.00	1.09	1.15	16.9	16.7	18.8	20.0	32.4	26.4	29.4					
	每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率			
	08A	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E
A股																								
国有大银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.45	0.54	0.63	1.93	2.35	2.69	3.08	8.9	7.5	6.3	5.5	13.5	11.1	9.2	7.9	2.59	2.13	1.86	1.63	3.4	4.0	4.9
中国银行	0.23	0.29	0.36	0.42	0.47	1.84	2.27	2.51	2.78	7.4	5.9	4.9	4.2	11.4	9.1	8.0	7.1	1.80	1.46	1.32	1.20	3.8	4.9	5.7
农业银行	0.16	0.20	0.28	0.38	0.47	1.06	1.68	2.01	2.33	7.6	5.6	4.6	3.9	13.4	9.6	7.1	5.7	2.54	1.59	1.34	1.15	0.0	2.1	5.6
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.83	0.98	2.92	4.01	4.64	5.37	6.6	5.3	4.4	3.7	10.7	8.4	6.9	5.9	1.98	1.44	1.25	1.08	3.0	3.6	4.3
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.13	1.46	1.79	4.30	6.22	7.45	8.95	11.8	8.1	6.2	5.1	16.0	12.0	9.3	7.6	3.15	2.18	1.82	1.51	1.5	1.7	2.2
中信银行	0.34	0.37	0.50	0.51	0.61	2.74	3.05	3.65	4.17	10.1	7.0	6.8	5.7	15.1	11.3	11.0	9.2	2.06	1.85	1.55	1.36	1.6	1.8	1.8
民生银行	0.30	0.45	0.60	0.80	1.01	3.33	3.89	4.60	5.49	6.6	5.1	4.0	3.3	11.5	8.6	6.5	5.1	1.56	1.33	1.13	0.95	0.8	1.7	2.3
浦发银行	0.87	0.92	1.25	1.55	1.84	4.75	8.65	9.95	11.48	9.1	6.7	5.4	4.5	14.2	10.5	8.5	7.1	2.76	1.52	1.32	1.14	0.7	1.9	2.4
兴业银行	1.90	2.22	2.76	3.45	4.11	9.95	15.24	18.14	21.55	8.3	5.7	4.6	3.9	11.1	8.9	7.1	6.0	2.47	1.62	1.36	1.14	1.7	2.2	2.8
华夏银行	0.45	0.55	0.82	1.10	1.38	4.41	8.17	9.15	10.37	9.7	6.9	5.7	4.8	21.1	14.1	10.5	8.4	2.63	1.42	1.27	1.12	0.8	1.1	1.4
光大银行	0.18	0.19	0.30	0.37	0.45	1.19	1.99	2.27	2.61	12.1	8.3	6.5	5.3	20.5	12.9	10.4	8.6	3.25	1.94	1.70	1.48	0.8	2.3	2.9
城市商业银行																								
北京银行	0.87	0.90	1.19	1.37	1.56	6.03	7.04	8.17	9.46	9.8	7.6	6.3	5.2	13.6	10.4	9.0	7.9	2.04	1.75	1.51	1.30	1.5	1.9	2.2
南京银行	0.49	0.52	0.75	1.00	1.26	4.08	6.44	7.33	8.44	15.8	10.6	8.4	6.8	22.8	15.7	11.8	9.4	2.89	1.83	1.61	1.40	0.5	1.0	1.3
宁波银行	0.46	0.51	0.78	0.95	1.12	3.38	5.50	6.18	6.97	16.8	12.5	10.1	8.2	25.1	16.3	13.3	11.3	3.76	2.31	2.05	1.82	1.4	2.1	2.6
A股大银行平均																								
A股中小银行平均																								
A股城商行平均																								
A股银行平均																								
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.45	0.54	0.63	1.93	2.35	2.69	3.08	9.7	8.0	6.5	5.6	14.8	11.8	9.5	8.1	2.84	2.26	1.92	1.67	3.1	3.9	4.7
中国银行	0.23	0.29	0.36	0.42	0.47	1.84	2.27	2.51	2.78	8.5	6.6	5.3	4.5	13.1	10.2	8.6	7.7	2.07	1.63	1.43	1.29	3.3	4.6	5.3
农业银行	0.16	0.20	0.28	0.38	0.47	1.06	1.68	2.01	2.33	12.0	8.8	7.2	6.1	18.6	12.9	9.2	7.4	3.52	2.14	1.74	1.50	0.0	1.5	1.5
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.83	0.98	2.92	4.01	4.64	5.37	8.4	6.6	5.3	4.5	13.8	10.4	8.3	7.1	2.53	1.79	1.50	1.29	2.4	3.0	3.6
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.13	1.46	1.79	4.30	6.22	7.45	8.95	16.1	10.7	8.0	6.6	22.0	15.9	11.9	9.7	4.32	2.89	2.34	1.95	1.1	1.3	1.7
中信银行	0.34	0.37	0.50	0.51	0.61	2.74	3.05	3.65	4.17	9.0	6.0	5.7	4.8	13.4	9.7	9.2	7.7	1.83	1.59	1.29	1.13	1.8	2.1	2.2
民生银行	0.30	0.45	0.60	0.80	1.01	3.33	3.89	4.60	5.49	7.9	5.9	4.5	3.7	13.7	10.0	7.3	5.8	1.87	1.55	1.27	1.06	0.9	2.1	2.8
H股银行平均																								

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

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

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

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

成都滨江东路证券营业部

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

武汉解放大道证券营业部

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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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