



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

行业动态

证券研究报告

2011年8月29日

银行

研究部

毛军华¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120068
luojing@cicc.com.cn

货币政策走向还待观察

存款准备金扩大征收范围点评

行业近况:

据搜狐报道,中国人民银行已下发通知,将商业银行的承兑汇票、信用证、保函等业务的保证金存款纳入存款准备金的缴存范围:

- ▶ 五大国有商业银行和邮储从9月5日起分批上缴,分三个阶段交齐,9月5日至10月4日、10月5日至11月4日、11月5日以后分别缴纳20%、40%和40%。
- ▶ 其他金融机构从9月15日起分批上缴,分六个阶段交齐,9月15日至10月14日、10月15日至11月14日、11月15日至12月14日、12月15日至1月14日、1月15日至2月14日、2月15日以后分别缴纳15%、15%、15%、15%、20%和20%。

评论:

- ▶ 央行为什么调整存款准备金缴存范围,而不是直接上调准备金率?——加强既有宏观调控政策的有效性,防止监管套利。同时,也能节约流动性对冲成本,增强政策灵活性。

今年宏观调整政策持续收紧增加了银行吸储难度,加快表外业务增长,扩大保证金存款规模成为负债压力较大银行的较好选择。全行业来看,截止7月末本外币保证金存款余额约4.54万亿。其中人民币保证金存款较年初增长25.7%,远快于总存款增速(仅9.4%);新增保证金存款贡献了新增存款的13.6%,保证金存款占存款总额的比例也从去年年末5.0%上升至7月末的5.7%。尤其对吸收存款压力较大的股份制商业银行来说,新增保证金存款占新增存款的比例高达48.1%。由于原先保证金存款不需要缴纳存款准备金,我们估计,股份制银行的有效法定准备金率仅为16.6%,远低于名义法定准备金率的19.5%,且相比年初的有效法定准备金率仅上调2.2个百分点,远低于名义法定准备金率的上调幅度(3个百分点)。全行业的有效法定准备金率相比年初的上调幅度为2.7个百分点,也低于名义法定准备金率的上调幅度,一定程度上影响了宏观调控的有效性。

此外,低调地采取缴存范围调整的方式回收流动性也体现了央行的良苦用心。一方面,若继续采用上调准备金率的方式,紧缩信号过于明显,在目前外部经济形势复杂的环境下,并不恰当。另一方面,公开市场操作难度加大,成本持续攀升,近期的央票发行利率已经超过同期定期存款利率。同时,分摊至未来6个月逐步缴存,相当于平均每个月1500亿的冻结规模,令央行可以视具体情况,适时调整公开市场操作力度,合理控制整体流动性。因此,通过调整缴存范围的方式可谓一举三得,既在不释放明显紧缩信号的前提下回收流动性,又可以降低调控成本,还给予央行一定的政策灵活性。

- ▶ 此次调整对总体流动性的影响有多大?——6个月冻结约9000亿元,相当于上调2.4次(或1.2个百分点)存款准备金率。但是,预计公开市场操作会略有放松,部分缓冲对总体流动性的冲击。

调整存款准备金缴存范围完全实行后将冻结约9000亿元资金。按照缴存进度,商业银行在9月至明年2月将分别冻结资金1520亿、2212亿、2212亿、829亿、1105亿和1105亿,相当于分别上调存款准备金率0.2、0.3、0.3、0.1、0.15和0.15个百分点。其中,五大行9-11月将分别冻结692亿、1383亿和1383亿;股份制银行9-12月每月

2011-8-29

1 报告贡献人: 黄洁(huangjie@cicc.com.cn)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

缴存 446 亿，明年 1-2 月每月缴存 595 亿元。6 月末，银行体系的超储率仅 0.8%，已经处于较低水平。这意味着商业银行难以通过超储满足准备金要求的提升，必然会影响银行体系的流动性状况。但是，未来 6 个月尚有 8385 亿元的到期现金流，央行可以审时度势的通过减少公开市场操作来控制流动性状况。因此，实际影响可能会小于 9000 亿。

► **对上市银行的影响有多大？——总体盈利影响有限，但是将进一步限制中小银行放贷能力**

总体而言，此次调整将影响上市银行 2012 年净利润约 1.0%。但是，由于股份制银行保证金存款占比较高（14.7%），此次调整存款准备金缴存范围对股份制银行影响较大，相当于加 6.7 次存款准备金率，影响 2012 年净利润 3% 左右。其中，受影响较大的是深发展（5.4%）、华夏（4.5%）和中信（3.1%），影响较小的银行主要是工行、建行和农行和重庆农商行。

► **未来货币政策的判断如何？——货币政策仍将偏紧，提准的可能性大幅下降、但对保本类理财产品带来的结构性存款缴纳准备金可能进一步规范**

通胀压力依然较大，尤其是食品价格的回落尚不稳固，货币政策仍将偏紧。中金宏观组认为，虽然 8 月通胀可能出现回落，但是下半年 CPI 环比上涨的季节性压力较大，尤其是食品价格的回落尚不稳固，进入冬季后部分食品价格存在季节性反弹的可能。发改委主任张平在 8 月 25 日也重申把稳定物价水平作为政策首要任务。在此环境下，货币政策显著放松的可能性较小。面对外部复杂的经济环境，短期内货币政策仍以冷静观察为主，将货币环境维持在当前偏紧的水平。

下半年再提高准备金率的概率大幅减小。目前，M2 增速已经降至 14% 左右，社会融资总量也基本与去年持平。经过此次存款准备金范围调整后，流动性控制的压力已经大幅下降。因此，只要后续几个月中外汇占款不大幅攀升，央行再次提高准备金率的可能性就很小。

但未来针对结构性存款的准备金缴纳规则有可能进一步规范。市场上周传言此次准备金缴存范围调整将包括承兑汇票保证金存款、证券保证金存款和结构性存款。此次仅纳入了承兑汇票保证金存款。向前看，我们认为纳入证券保证金存款的可能性不大，而结构性存款则有可能进一步规范。证券保证金存款从会计科目来说属于同业存款，而非一般存款，不能计入银行贷存比考核，因此要求缴纳存款保证金的理由并不充分。而对于保本类理财产品带来的结构性存款，目前各银行的记账方式并不统一，部分银行选择记入“其他金融负债”，尚未按照规定缴纳存款准备金。未来不排除统一记账规则，加强监管公平的可能性。我们估计目前保本理财产品的结构性存款规模约为 1.4 万亿，假设 50% 尚未缴纳准备金，则潜在需补缴的准备金规模约为 1400 亿。

估值与建议：

我们自 8 月 12 日开始认为银行板块短期“虽无大行情，但有小机会”，至今 A 股银行指数上涨 5.6%，跑赢大盘 4.4%。推荐银行华夏（14.3%）、民生（14.0%）、深发展（5.8%）和农行（0%）的表现亦好于同业，基本达到我们认为的 10-15% 的反弹空间。此次调整准备金缴存范围将对银行间市场流动性带来较大冲击，同时使市场预期的货币政策显著放松落空，将对市场情绪带来负面影响。银行股长期投资价值仍在，但短期内货币政策信号的不确定性对股价会产生影响。央行公开市场操作的方向将成为货币政策观察的重点。

目前 A 股银行交易于 6.6 倍 2011 年 P/E、1.30 倍 2011 年 P/B、H 股银行交易于 6.5 倍 2011 年 P/E、1.21 倍 2011 年 P/B，估值长期来看具有吸引力，但短期内反弹动能减弱。鉴于此次政策对深发展和华夏银行的影响较大，我们将深发展调出组合，并将华夏银行的推荐次序向后调整。调整后的 A 股银行推荐组合为民生、农行和华夏银行。H 股银行中，我们偏好中小银行中偏好重庆农商行，大银行中偏好工行，长期而言中信银行处在绝对低估的水平。

图表 1：2011 年 7 月末，保证金存款较年初增加约 9000 亿元至 4.4 万亿

人民币, 亿元	人民币存款余额			保证金存款余额			保证金存款占人民币存款比重 (7月末)	保证金存款占人民币存款比重 (2010年末)	新增保证金存款占新增人民币存款比重	一般存款 (剔除保证金存款) 年初至今增速	相当于缴的保证金的次数	有效存款准备金率 (7月末)	有效存款准备金率 (2010年末)
	2011.7	2010.12	年初至今增速	2011.7	2010.12	年初至今增速							
工行	112,924	106,053	6.5%	2,323	1,720	35.1%	2.1%	1.6%	8.8%	6.0%	0.9	21.1%	18.2%
建行	93,971	89,021	5.6%	3,858	2,921	32.1%	4.1%	3.3%	18.9%	4.7%	1.8	20.6%	17.9%
农行	95,175	88,515	7.5%	2,376	1,692	40.5%	2.5%	1.9%	10.3%	6.9%	1.1	21.0%	18.1%
中行	68,716	63,461	8.3%	4,378	3,687	18.7%	6.4%	5.8%	13.1%	7.6%	2.9	20.1%	17.4%
交行	29,523	28,710	2.8%	3,150	2,324	35.5%	10.7%	8.1%	101.5%	0.0%	5.1	19.2%	17.0%
浦发	16,905	15,857	6.6%	1,800	1,512	19.1%	10.6%	9.5%	27.5%	5.3%	4.6	17.4%	14.9%
中信	16,654	15,750	5.7%	3,087	2,824	9.3%	18.5%	17.9%	29.2%	5.0%	8.9	15.9%	13.5%
兴业	12,199	11,232	8.6%	1,327	832	59.5%	10.9%	7.4%	51.1%	4.5%	4.8	17.4%	15.3%
民生	14,934	14,151	5.5%	2,705	1,769	52.9%	18.1%	12.5%	119.6%	-1.2%	8.6	16.0%	14.4%
华夏	7,644	7,557	1.2%	1,293	1,097	17.9%	16.9%	14.5%	223.9%	-1.7%	7.9	16.2%	14.1%
深发展	5,908	5,397	9.5%	1,702	1,431	19.0%	28.8%	26.5%	53.0%	6.1%	15.8	13.9%	12.1%
北京	5,538	5,564	-0.5%	238	189	25.8%	4.3%	3.4%	-188.7%	-1.4%	1.7	18.7%	15.9%
重庆农商行*	2,279	2,056	10.9%	43	48	-10.6%	1.9%	2.4%	-2.3%	11.4%	0.8	19.1%	16.1%
国有商业银行	400,310	375,760	6.5%	16,085	12,343	30.3%	4.0%	3.3%	15.2%	5.7%	1.8	20.6%	17.9%
股份制银行	103,657	97,558	6.3%	15,262	12,325	23.8%	14.7%	12.6%	48.1%	3.7%	6.7	16.6%	14.4%
全部金融机构	779,746	713,028	9.4%	44,415	35,331	25.7%	5.7%	5.0%	13.6%	8.5%	2.4	19.5%	16.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部，重庆农商行数据截止 6 月末

图表2：存款准备金缴纳范围扩大将冻结约9000亿元资金，相当于2.4次上调存款准备金率

存款准备金缴存范围调整后每月冻结资金统计									
人民币，亿元	2011-9	2011-10	2011-11	2011-12	2012-1	2012-2	2011 年合计	2012 年合计	总计
工行	100	200	200	0	0	0	499	0	499
建行	166	332	332	0	0	0	830	0	830
农行	102	204	204	0	0	0	511	0	511
中行	188	377	377	0	0	0	941	0	941
交行	135	271	271	0	0	0	677	0	677
浦发	53	53	53	53	70	70	211	140	351
中信	90	90	90	90	120	120	361	241	602
兴业	39	39	39	39	52	52	155	103	259
民生	79	79	79	79	105	105	316	211	527
华夏	38	38	38	38	50	50	151	101	252
深发展	50	50	50	50	66	66	199	133	332
北京	7	7	7	7	9	9	28	19	46
重庆农商行	1	1	1	1	2	2	5	3	8
国有商业银行	692	1,383	1,383	0	0	0	3,458	0	3,458
股份制银行	446	446	446	446	595	595	1,786	1,190	2,976
全部金融机构	1,520	2,212	2,212	829	1,105	1,105	6,773	2,209	8,983

相当于上调存款准备金率次数(假设每次上调50个基点)									
次数	2011-9	2011-10	2011-11	2011-12	2012-1	2012-2	2011 年合计	2012 年合计	总计
工行	0.2	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.9
建行	0.4	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	1.8	0.0	1.8
农行	0.2	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	1.1
中行	0.6	1.2	1.2	0.0	0.0	0.0	2.9	0.0	2.9
交行	1.0	2.1	2.1	0.0	0.0	0.0	5.1	0.0	5.1
浦发	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	2.8	1.9	4.6
中信	1.3	1.3	1.3	1.3	1.8	1.8	5.3	3.5	8.9
兴业	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	1.0	2.9	1.9	4.8
民生	1.3	1.3	1.3	1.3	1.7	1.7	5.2	3.5	8.6
华夏	1.2	1.2	1.2	1.2	1.6	1.6	4.8	3.2	7.9
深发展	2.4	2.4	2.4	2.4	3.2	3.2	9.5	6.3	15.8
北京	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	0.7	1.7
重庆农商行	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.3	0.8
国有商业银行	0.4	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	1.8	0.0	1.8
股份制银行	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	4.0	2.7	6.7
全部金融机构	0.4	0.6	0.6	0.2	0.3	0.3	1.8	0.6	2.4

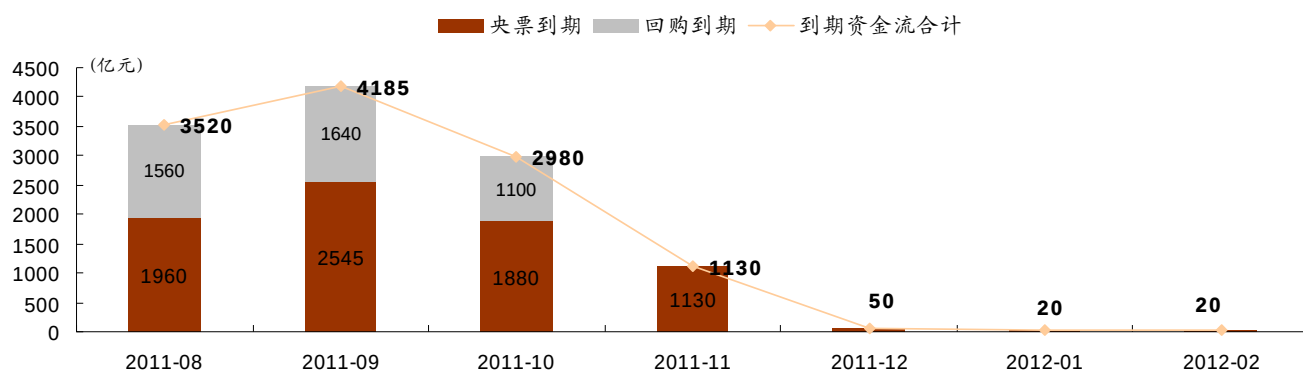
资料来源：公司数据，中金公司研究部；重庆农商行数据位截止6月末

图表 3: 存款准备金缴纳范围调整将影响上市银行 2012 年净利润 1%

人民币百万元	工行	建行	农行	中行	交行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发展	北京	重庆农商行	合计
原有效准备金率	21.1%	20.6%	21.0%	20.1%	19.2%	15.9%	17.4%	16.0%	17.4%	16.2%	13.9%	18.7%	19.1%	
现有效准备金率	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	
同业资产收益率	3.50													
法定存款准备金利率	1.62													
对 2012 年净利息收入的影响	-1,080	-1,788	-1,079	-1,914	-1,549	-1,408	-823	-1,210	-581	-623	-785	-116	-19	-14,480
对 2012 年净息差的影响, 基点	-0.7	-1.4	-0.9	-1.6	-3.2	-5.2	-2.8	-4.9	-2.4	-4.3	-7.9	-1.2	-0.5	-1.8
对 2012 年净利润的影响, %	-0.3	-0.6	-0.5	-1.0	-2.0	-3.1	-2.0	-2.8	-1.7	-4.5	-5.4	-0.9	-0.3	-1.0

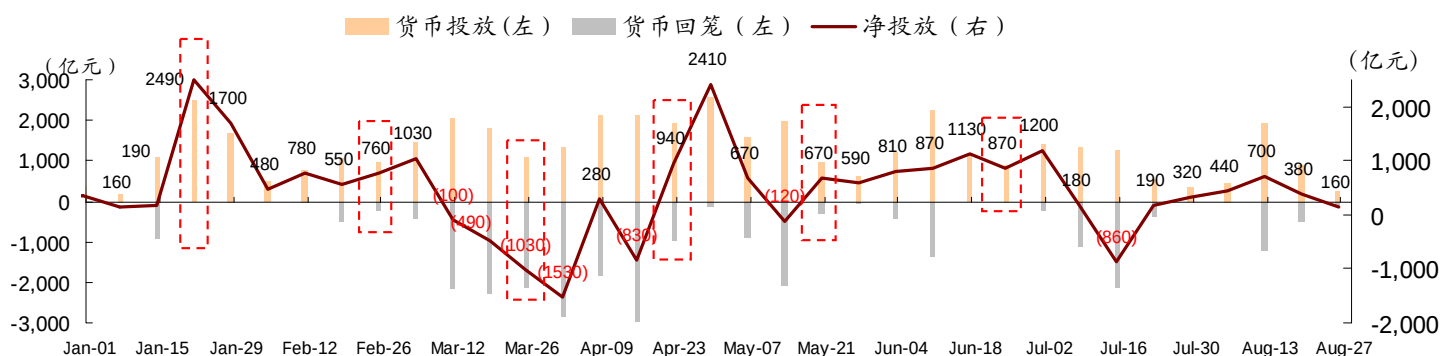
资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 4: 未来六个月到期资金流统计



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 5: 2011 年以来银行货币投放情况



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；红色边框表示存款准备金缴款周

图表 6: 可比公司估值 (摊薄后)

	股价 (当地货币)	总股本 百万股	流通股 百万股	总市值 (当地货币, 十亿)	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速				10-12 CAGR			
					09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR					
A股																								
国有大银行																								
工商银行	4.16	349,019	262,225	1,452	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6					
建设银行	4.56	250,011	9,594	1,140	1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3					
中国银行	3.00	279,147	195,525	1,60	1.60	1.80	1.72	1.85	1.09	1.14	1.15	1.20	16.5	18.0	18.0	19.2	18.1	19.8	19.8					
农业银行	2.62	324,794	15,342	851	1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0	20.0					
交通银行	4.84	61,886	32,709	300	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	19.9	20.1	24.1	19.6	21.8					
中小股份制银行																								
中信银行	4.63	39,033	26,418	181	1.41	1.75	1.91	1.91	0.94	1.13	1.23	1.24	12.9	19.3	18.6	17.5	29.1	20.0	24.5					
民生银行	6.09	28,366	22,588	173	1.69	1.75	2.05	2.05	0.98	1.09	1.23	1.28	17.1	18.3	21.0	21.3	43.7	26.5	34.8					
浦发银行	9.46	18,653	14,923	176	1.42	1.56	1.63	1.66	0.90	1.01	1.06	1.06	24.1	20.0	19.0	19.3	33.8	20.4	26.9					
兴业银行	13.69	10,786	10,786	148	1.51	1.65	1.49	1.56	1.13	1.16	1.05	1.04	24.5	24.4	21.3	21.0	16.4	18.7	17.6					
华夏银行	11.24	6,850	4,200	77	1.04	1.30	1.33	1.37	0.48	0.64	0.69	0.71	13.0	18.2	16.7	15.4	37.3	25.9	31.5					
深发展	17.38	5,123	3,105	89	1.46	1.42	1.54	1.57	0.95	0.96	0.97	0.99	27.3	23.3	15.3	13.8	52.6	39.9	46.1					
城市商业银行																								
北京银行	9.92	6,228	6,228	62	1.65	1.55	1.51	1.56	1.19	1.07	1.02	1.03	15.8	17.0	16.1	15.5	23.0	21.4	22.2					
南京银行	8.56	2,969	2,969	35	1.85	1.80	1.82	1.85	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.4	33.5	21.7	27.5					
宁波银行	10.57	2,884	2,474	20	1.63	1.48	1.40	1.43	1.09	1.09	0.99	0.96	15.7	18.1	17.0	17.4	24.6	17.9	21.2					
H股																								
大型银行																								
工商银行	4.92	349,019	86,794	1,717	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6					
建设银行	5.29	250,011	240,417	1,323	1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3					
中国银行	3.02	279,147	83,622	843	1.60	1.60	1.72	1.85	1.09	1.14	1.15	1.20	16.5	18.0	18.0	19.2	18.1	19.8	19.0					
农业银行	2.62	324,794	30,739	1,218	1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0					
交通银行	5.61	61,886	29,177	347	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	20.2	20.1	24.1	19.6	21.8					
中小股份制银行																								
中信银行	4.07	39,033	12,402	159	1.41	1.75	1.91	1.91	0.94	1.13	1.23	1.24	12.9	19.3	18.6	17.5	29.1	20.0	24.5					
民生银行	6.66	26,715	4,127	178	1.69	1.75	2.05	2.05	0.98	1.09	1.23	1.28	17.1	18.3	21.0	21.3	43.7	26.5	34.8					
农村商业银行																								
重庆农商行	3.70	9,300	2,513	34	1.41	1.62	1.87	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.1	17.6	39.3	22.2	30.5					
	每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市净率				市净率				股息收益率			
	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	
A股																								
国有大银行																								
工商银行	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.4	6.0	4.8	4.0	11.2	8.7	7.0	5.8	2.15	1.77	1.51	1.29	4.1	4.4	5.7	
建设银行	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	6.5	5.6	4.4	3.6	10.7	8.5	6.6	5.4	2.05	1.64	1.39	1.19	4.1	4.7	6.1	
中国银行	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	5.7	5.4	4.3	3.6	10.4	8.6	6.6	5.7	1.63	1.30	1.15	1.03	4.2	4.9	5.9	
农业银行	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	7.5	5.2	3.9	3.4	13.1	9.0	6.5	5.2	1.48	1.57	1.30	1.11	0.0	1.9	5.4	
交通银行	0.49	0.63	0.78	0.94	2.65	3.60	4.27	5.05	6.0	4.8	3.9	3.3	9.9	7.7	6.2	5.2	1.83	1.34	1.13	0.96	3.3	2.5	3.2	
中小股份制银行																								
中信银行	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.32	9.9	6.4	5.0	4.2	15.1	10.1	7.8	6.5	2.11	1.80	1.24	1.07	1.6	0.0	2.6	
民生银行	0.43	0.62	0.90	1.13	3.10	3.67	4.78	5.78	8.3	6.1	4.1	3.3	14.3	9.8	6.80	5.4	1.96	1.66	1.27	1.05	0.6	1.6	2.2	
浦发银行	0.71	1.03	1.38	1.66	3.65	6.61	7.86	9.31	8.5	5.9	4.5	3.7	13.4	9.2	6.9	5.7	2.59	1.43	1.20	1.02	0.8	1.3	2.2	
兴业银行	1.23	1.72	2.00	2.37	5.53	8.53	10.27	12.35	8.3	2.6	4.8	3.9	11.1	8.0	6.8	5.8	2.48	1.61	1.33	1.11	1.7	1.9	2.2	
华夏银行	0.55	0.87	1.20	1.51	4.41	5.18	9.17	10.50	9.4	6.3	4.9	3.9	20.5	12.9	9.4	7.4	2.55	2.17	1.23	1.07	0.8	1.3	1.6	
交通银行	0.80	1.00	1.52	2.13	3.24	5.51	12.31	14.22	14.2	11.8	7.2	5.2	21.8	17.5	11.4	8.2	5.36	3.27	1.41	1.22	0.0	0.0	1.2	
城市商业银行																								
北京银行	0.77	0.93	1.14	1.39	5.14	5.82	8.39	9.55	7.9	6.3	5.9	4.7	12.9	10.7	8.7	7.1	1.93	1.70	1.18	1.04	1.5	1.9	2.3	
南京银行	0.52	0.78	1.04	1.27	4.05	6.34	7.19	8.19	11.4	7.6	5.7	4.6	16.5	11.0	8.2	6.7	2.11	1.35	1.19	1.04	0.7	2.3	3.0	
宁波银行	0.51	0.81	1.00	1.18	3.38	5.51	6.31	7.24	14.0	9.7	7.5	6.0	20.9	13.1	10.5	8.9	3.13	1.92	1.68	1.46	1.6	1.9	2.4	
A股大银行平均																								
	6.8	5.4	4.3	3.6	11.1	8.4	6.6	5.5	2.03	1.52	1.30	1.11	3.1	3.1	3.7	5.3								
A股中小银行平均																								
	10.5	6.9	5.3	4.2	16.9	11.6	8.4	6.6	2.99	2.04	1.31	1.12	1.0	1.3	2.3	2.6								
A股城商行平均																								
	11.1	7.9	6.4	5.1	16.7	11.6	9.1	7.6	2.39	1.66	1.35	1.18	1.3	2.0	2.6	2.3								
A股农商行平均																								
	9.5	6.6	5.2	4.2	15.1	10.6	8.0	6.5	2.58	1.81	1.32	1.13	1.7	2.2	3.2									
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.7	6.1	4.6	3.8	11.7	8.8	6.7	5.6	2.24	1.79	1.45	1.24	3.9	4.4	5.9	
建设银行	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	6.6	5.5	4.1	3.4	10.9	8.4	6.2	5.1	2.10	1.62	1.31	1.12	4.1	4.7	6.5	
中国银行	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	5.9	4.7	3.5	2.9	9.2	6.9	5.5	4.6	1.44	1.12	0.95	0.84	4.8	5.7	7.2	
农业银行	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	9.4	6.4	4.6	3.9	16.5	11.0	7.6	6.2	3.13	1.92	1.51	1.29	0.0	1.8	4.6	
交通银行	0.49	0.63	0.78	0.94	2.65	3.60	4.27	5.05	6.2	4.8	3.7	3.1	10.1	7.6	5.8	4.9	1.87	1.33	1.07	0.90	3.2	2.5	3.5	
中小股份制银行																								
中信银行	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.32	7.7	4.8	3.5	3.0	11.7	7.6	5.6	4.6	1.63	1.35	0.89	0.76	2.0	0.0	3.6	
民生银行	0.43	0.62	0.90	1.13	3.10	3.67	4.78	5.78	8.0	5.7	3.6	3.0	13.7	9.1	6.03	4.8	1.89	1.55	1.13	0.93	0.7	1.7	2.5	
农村商业银行																								
重庆农商行	0.20	0.33	0.46	0.56	1.02	2.41	2.96	3.39	11.6	7.5	4.8	3.9	16.0	9.6	6.6	5.4	3.20	1.31	1.01	0.89	1.2	1.4	4.6	
H股银行平均																								
	8.5	6.0	4.2	3.5	13.1	9.1	6.5	5.3	2.34	1.60	1.21	1.03	2.4	2.7	4.6									

注：我们在模型中已考虑中信（配股）、民生（A股可转债+H股增发，但可转债不转股）、华夏（定向增发）、深发展（定向增发）北京（定向增发）的再融资

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为民生、农行、招行、建行提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司或其关联机构为浦发银行、华夏银行、工商银行、建设银行提供过投资银行服务。

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

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

南京中山北路证券营业部

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

厦门莲岳路证券营业部

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

重庆洪湖西路证券营业部

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

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

广州天河路证券营业部

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

青岛香港中路证券营业部

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

