

银行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

陈建刚

分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英

分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

下调准备金率点评——忽如一夜春风来

事件

中国人民银行决定，从 2011 年 12 月 5 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

评论

这是 09 年以来首次下调准备金率，此次下调后大型银行的法定准备金率为 21%，股份制银行为 19%。此次降准符合我们预期，在欧洲动荡、人民币贬值预期存在，热钱流出情况下降准是迟早的事，只是时间上比之前市场普遍预期的 12 月份提早了些。

此次降准的触发点是 10 月份的外汇占款下降。上半年不断上调的准备金率和 8 月底出台的保证金存款缴纳准备金政策，目的本来就是回笼上半年较高的货币市场到期资金及外汇占款流动性。但 10 月份热钱流出导致外汇占款新增势头扭转，保证金存款上缴准备金 12 月份也会收缩 800 多亿的流动性，而 12 月公开市场到期资金只有 800 亿，流动性已从之前的过多变为过少。

此次降准再次明确货币政策宽松取向。10 月底以来的反弹，根本逻辑在于货币政策放松带来流动性预期的改善，从而形成估值修复的行情。此次降准再次明确货币宽松货币政策取向，我们认为未来股票投资的切入点依然在于预期改善带来的估值提升/修复，高 Beta 的品种将受到市场更高的青睐。

但不可将此次降准等同于信贷的增长。虽然准备金率的下调能够提高货币乘数，但我们认为在该时点，不宜将准备金率下调等同于信贷的放松，即不宜将银行体系内流动性的改善等同于实体经济整体流动性的改善。当前实体经济流动性，或信贷增长，股份制受制于存贷比要求，国有银行受制于差别准备金率约束；特别是年末商业本身放贷动力趋缓。因而我们依然认为全年信贷将维持在 7.5 万亿左右的目标值；但我们对于明年 1 月份信贷新增规模较为乐观。

因而，我们认为此次降准尚不足以成为扭转当前震荡行情走势的因素。经济增长和通胀的下降必然带来紧缩货币政策的调涨；但在经济增长和盈利增速下滑与货币政策/流动性之间的平衡将是股票市场不断纠结和寻找的结合点。鉴于当前经济增速和上市企业盈利下滑幅度难以确定；准备金率下调对于实体经济流动性贡献的实际作用，我们认为此次准备金率下调无法成为扭转当前震荡行情走势的触发因素。

对盈利略微正面影响，更重要是在于货币乘数触底，实体流动性回升缓解银行资产质量担忧：

1) 对银行盈利略微正面影响。5 月底人民币存款 79.2 万亿，50BP 准备金率下调释放 3960 亿。假设准备金率下调释放的资金用于投资债券，考虑法定准备金率与 3-5 年期国债收益率的差异，静态测算下调准备金率影响 11 年净利润 0.04%，对 12 年净利润的影响为 0.38%。

2) 准备金率下调结束货币乘数下行趋势。不断上调的准备金不仅仅是冻结了流动性，更重要在于导致了货币乘数持续下降，对实体经济流动性有放大的紧缩效应，9 月末货币乘数 3.71 为历史最低，对应 10 月末 M2 增速也和历史最低的 12.9%持平。货币乘数的触底回升，对 M2 的回升是有力支撑，实体流动性回暖也能一定程度缓解银行的资产质量担忧。

对同业占比较多及债券配置基本完成的银行受益更大：

1) 同业资金业务的盈利模式是借短拆长，赚取期限不匹配下的利率差价。但今年由于不断提准，银行间市场资金面吃紧，短端利率上升幅度较长端大，同业利差不断走低，甚至有的银行同业收益率还低于同业成本（如华夏），因而也导致了同业占比高的银行今年息差弹性较弱。我们静态测算显示，此次降准对于华夏正面贡献最高，占 2012 净利润 0.57%。

2) 对于债券资产占比较高，且配置基本完成的银行来说，银行间流动性充足带来债券收益率继续下行，存量债券价格上涨贡献公允价值变动收入，上市银行中南京获益最大，其债券配置在 10 月底已经基本完成。

当前行业估值水平对应 1.2x11PB/7.1x11PE，我们认为明年银行业不良温和生成下 ROA 仍较为稳定，2012 年上市银行净利润还能保持 20%左右增速，低估值下防御性突出。考虑基本面业绩增长的确定性，我们维持行业“增持”评级，获取业绩增长带来的稳定收益，推荐组合排序：民生、招行、农行、南京。

图表1：上市银行估值表
国内银行估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)				EPS (摊薄后)				BVPS(摊薄前)				BVPS(摊薄后)				ROE(%)	
				11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
		30/Nov	流通股本																		
工行	持有	4.19	2,622.25	0.60	0.73	6.96	5.76	0.60	0.73	6.96	5.76	2.71	3.13	1.55	1.34	2.71	3.13	1.55	1.34	22.23	23.24
建设	持有	4.69	94.39	0.68	0.81	6.93	5.77	0.68	0.81	6.93	5.77	3.24	3.71	1.45	1.26	3.24	3.71	1.45	1.26	20.90	21.91
农行	持有	2.54	153.42	0.41	0.51	6.27	5.02	0.41	0.51	6.27	5.02	2.04	2.38	1.25	1.07	2.04	2.38	1.25	1.07	19.90	21.27
中行	持有	2.88	69.72	0.46	0.54	6.32	5.35	0.46	0.54	6.32	5.35	2.65	3.19	1.09	0.90	2.65	3.19	1.09	0.90	17.19	16.87
交通	持有	4.49	297.36	0.81	0.98	5.55	4.60	0.81	0.98	5.55	4.60	4.31	5.11	1.04	0.88	4.31	5.11	1.04	0.88	18.78	19.09
招商	买入	11.21	176.66	1.66	2.15	6.74	5.21	1.36	1.76	7.72	5.96	7.61	9.03	1.47	1.24	7.56	8.99	1.39	1.17	18.01	19.63
中信	持有	4.04	264.18	0.63	0.77	6.38	5.25	0.63	0.77	6.38	5.25	3.58	4.09	1.13	0.99	3.58	4.09	1.13	0.99	17.68	18.80
浦发	买入	8.50	114.79	1.40	1.68	6.09	5.07	1.40	1.68	6.09	5.07	7.50	8.76	1.13	0.97	7.50	8.76	1.13	0.97	18.62	19.16
民生	买入	5.80	225.88	1.01	1.27	5.75	4.58	0.95	1.19	6.11	4.86	4.67	5.60	1.24	1.04	4.74	5.69	1.22	1.02	20.04	20.96
兴业	持有	12.19	59.92	2.21	2.69	5.51	4.54	2.21	2.69	5.51	4.54	10.49	12.73	1.16	0.96	10.49	12.73	1.16	0.96	21.11	21.09
光大	持有	2.82	40.00	0.45	0.62	6.22	4.54	0.36	0.49	7.84	5.72	2.33	2.70	1.21	1.04	2.47	2.84	1.14	0.99	14.58	17.36
华夏	买入	10.39	37.84	1.24	1.55	8.37	6.70	1.24	1.55	8.37	6.70	9.25	10.55	1.12	0.99	9.25	10.55	1.12	0.99	13.42	14.71
深发展	买入	15.51	31.05	2.19	2.71	7.08	5.71	1.78	2.21	8.71	7.03	11.73	14.04	1.32	1.10	12.43	14.74	1.25	1.05	14.32	14.98
北京	持有	9.40	62.28	1.39	1.72	6.77	5.46	1.18	1.47	7.94	6.41	7.87	8.97	1.19	1.05	8.32	9.42	1.13	1.00	14.22	15.57
南京	持有	8.77	29.69	1.02	1.23	8.61	7.12	1.02	1.23	8.61	7.12	7.16	8.19	1.22	1.07	7.16	8.19	1.22	1.07	14.22	15.04
宁波	持有	9.10	24.74	1.14	1.38	7.96	6.59	1.14	1.38	7.96	6.59	6.53	7.78	1.39	1.17	6.53	7.78	1.39	1.17	17.50	17.76
大行平均						6.62	5.48			6.62	5.48			1.33	1.14			1.33	1.14	20.05	20.82
股份制平均						6.41	5.13			6.92	5.53			1.20	1.02			1.18	1.00	17.40	18.42
城商行平均						7.78	6.39			8.17	6.71			1.27	1.10			1.25	1.08	15.31	16.12
Average/Sum						6.72	5.45			7.08	5.73			1.25	1.07			1.23	1.05	17.67	18.59

H股估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)				EPS (摊薄后)				BVPS(摊薄前)				BVPS(摊薄后)				ROE(%)	
		30/Nov		11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)		4.31	119%	0.60	0.73	5.83	4.83	0.60	0.73	5.83	4.83	2.71	3.13	1.30	1.12	2.71	3.13	1.30	1.12	22.23	23.24
建行(H)		5.26	109%	0.68	0.81	6.34	5.27	0.68	0.81	6.34	5.27	3.24	3.71	1.32	1.16	3.24	3.71	1.32	1.16	20.90	21.91
农行(H)		3.12	100%	0.41	0.51	6.28	5.02	0.41	0.51	6.28	5.02	2.04	2.38	1.25	1.07	2.04	2.38	1.25	1.07	19.90	21.27
中行(H)		2.41	147%	0.46	0.54	4.31	3.65	0.46	0.54	4.31	3.65	2.65	3.19	0.74	0.62	2.65	3.19	0.74	0.62	17.19	16.87
交行(H)		4.86	113%	0.81	0.98	4.90	4.06	0.81	0.98	4.90	4.06	4.31	5.11	0.92	0.77	4.31	5.11	0.92	0.77	18.78	19.09
招行(H)		13.88	99%	1.66	2.15	6.81	5.25	1.36	1.76	8.30	6.41	7.61	9.03	1.49	1.25	7.56	8.99	1.50	1.26	18.01	19.63
中信(H)		4.00	124%	0.63	0.77	5.15	4.24	0.63	0.77	5.15	4.24	3.58	4.09	0.91	0.80	3.58	4.09	0.91	0.80	17.68	18.80
民生(H)		6.17	115%	1.01	1.27	4.99	3.97	0.95	1.19	5.29	4.21	4.67	5.60	1.08	0.90	4.74	5.69	1.06	0.88	20.04	20.96
Average			116%			5.57	4.54			5.80	4.71			1.13	0.96			1.12	0.96	19.34	20.22

汇率：0.82

H股估值已考虑了汇率因素

深发展考虑定增融资200亿,2011年完成, EPS、BVPS已考虑平安银行并表

招行考虑10配2.2, 融资350亿, 2011年完成

民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿, 2011年完成

光大考虑H股IPO融资315亿,2011年完成

北京行考虑定增融资118亿,2011年完成

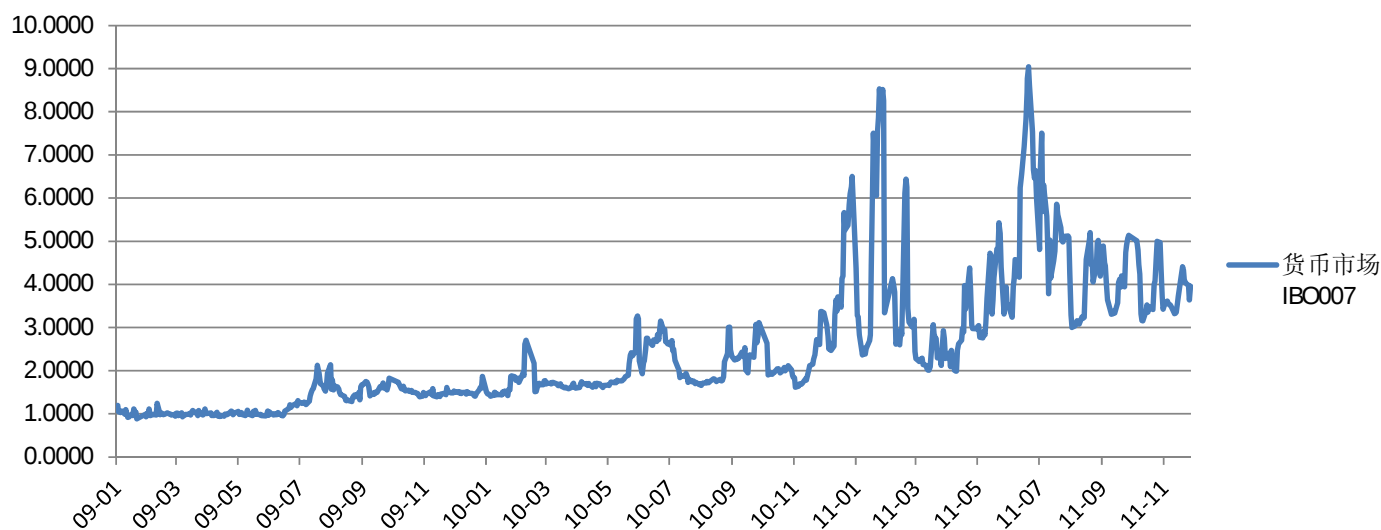
来源：国金证券研究所

图表2：准备金下调0.5%对上市银行业绩影响

	存款余额预计	释放资金	债券投资收益率假设（3,5年国债利率平均数）	2011净利润影响	2011年净利润预测	占比	2012净利润影响	2012年净利润预测	占比
招行	1,916,758	9,584	3.18%	12	35,863	0.03%	150	46,457	0.32%
民生	1,557,983	7,790	3.18%	10	26,946	0.04%	122	35,569	0.34%
浦发	1,687,367	8,437	3.18%	11	26,854	0.04%	132	33,568	0.39%
华夏	776,384	3,882	3.18%	5	8,503	0.06%	61	10,622	0.57%
中行	6,943,690	34,718	3.18%	45	127,222	0.04%	542	150,140	0.36%
建行	9,418,574	47,093	3.18%	61	168,583	0.04%	735	200,951	0.37%
交行	2,942,649	14,713	3.18%	19	50,044	0.04%	230	60,413	0.38%
工行	11,398,868	56,994	3.18%	74	205,411	0.04%	889	244,955	0.36%
农行	9,543,892	47,719	3.18%	62	131,545	0.05%	744	164,387	0.45%
兴业	1,259,459	6,297	3.18%	8	23,072	0.04%	98	28,083	0.35%
深发展	591,118	2,956	3.18%	4	9,466	0.04%	46	12,116	0.38%
中信	1,730,902	8,655	3.18%	11	28,839	0.04%	135	35,059	0.39%
光大	1,125,616	5,628	3.18%	7	17,581	0.04%	88	22,855	0.38%
北京行	598,057	2,990	3.18%	4	8,862	0.04%	47	10,901	0.43%
南京行	159,664	798	3.18%	1	3,024	0.03%	12	3,783	0.33%
宁波行	170,959	855	3.18%	1	3,297	0.03%	13	4,026	0.33%
小计	51,821,939	259,110	3.18%	337	875,111	0.04%	4,042	1,063,884	0.38%

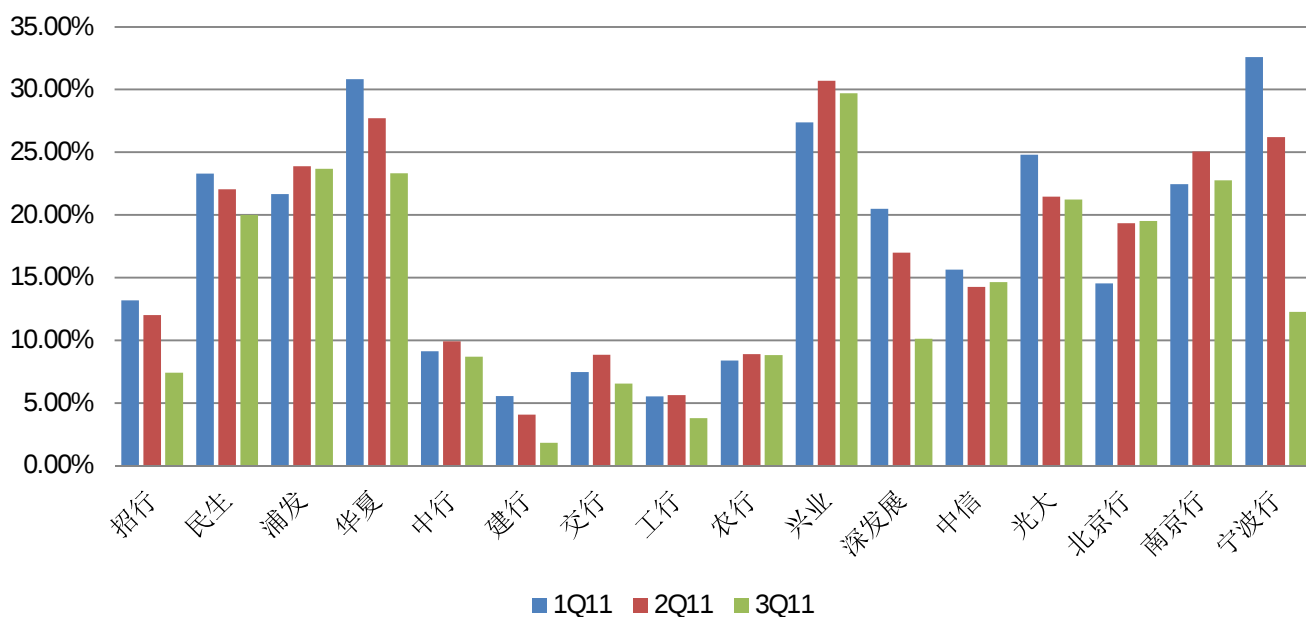
来源：公司数据，国金证券研究所

图表3：银行间市场7天拆借利率



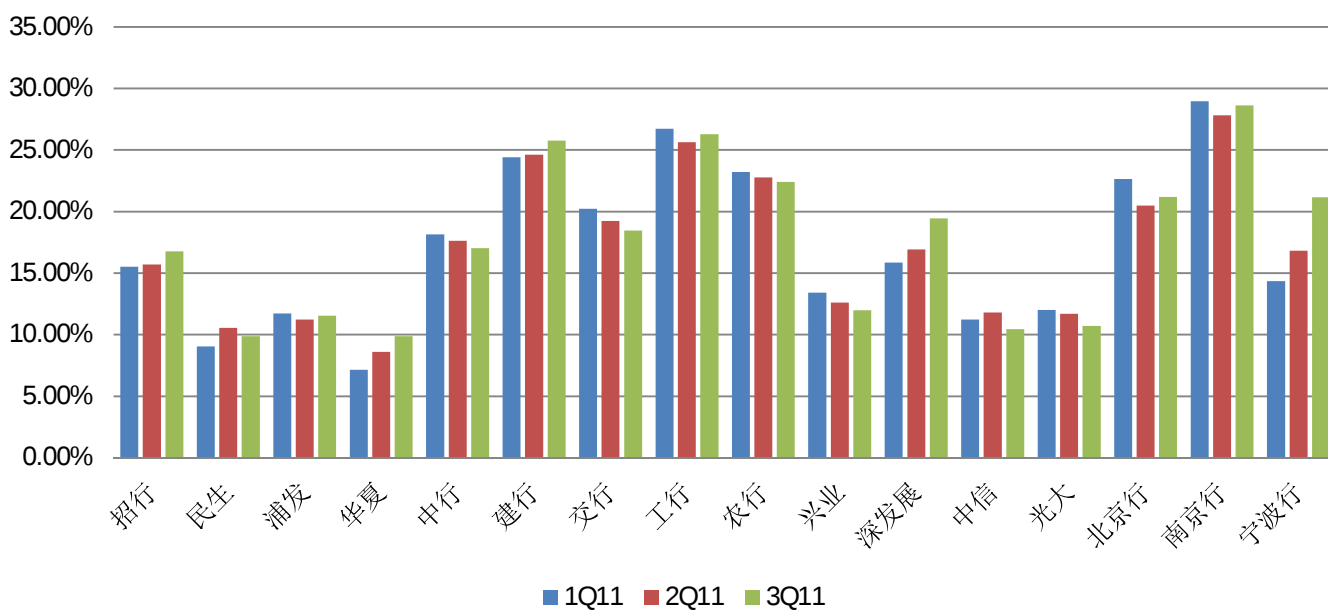
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：上市银行同业资产（不含准备金）占比



来源：公司数据，国金证券研究所

图表5：上市银行债券投资占比



来源：公司数据，国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B