



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 12 月 1 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

对盈利影响轻微, 但政策信号较为积极

评央行 2011 年第一次下调存款准备金率

行业近况:

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。此次调后, 大型金融机构为 21.0%, 中小金融机构为 19.0% (图表 1)。

评论:

为什么下调存款准备金率?

此次下调存款准备金率的时点超出市场预期。我们认为:

- ▶ **直接原因是被动对冲外汇占款增量大幅下降对流动性的冲击。**未来三个月公开市场到期量合计仅 1300 亿元, 而外汇占款继 10 月首次下降 250 亿元之后, 11 月增长仍不理想。在此背景下, 开闸放水以维持 M2 增速成为央行的必然选择。
- ▶ **深层次的原因是宏观经济硬着陆的风险上升。**我们预计明天将公布的 PMI 数据较弱, 显示需求下滑较快。此外, 存款增长乏力限制银行放贷能力也加剧了实体经济的资金链断裂风险。

对银行的经营环境有什么潜在影响?

我们认为此次降准意味着货币政策的重心已经从“控通胀”逐步转向“稳增长、调结构”, 紧缩的货币政策周期已经结束, 中国将进入中性货币政策阶段。

- ▶ **流动性环境将略有好转, 未来存款准备金率仍有 3-4 次的下调空间。**根据中金宏观组的判断, 2012 年 M2 增长目标为 14%。据此测算, 若 2012 年贸易顺差和今年持平, 公开市场净投放 4000 亿元, 那么要达到该目标需要继续下调存款准备金率 1.8 个百分点。这意味着未来存款准备金率仍存在 3-4 次下调的可能, 也就是大型银行存款准备金率要降至 19.0%-19.5%, 中小型银行要降至 17.0%-17.5%。
- ▶ **利率维持不变的可能性较大, 但是不能忽视降息的风险。**在“稳增长”的原则下, 加息基本可以排除。若明年通胀如市场预期保持在 3.5-4.0% 区间内, 则降息的可能性也极小。但是, 若下半年通胀回落超出预期, 稳定在 3.5% 以下, 则存在降息的可能。

对银行盈利的影响如何?

- ▶ **对息差影响负面。**静态来看, 由于同业市场收益率高于法定存款准备金利率 (1.62%), 被释放资金的收益率将提高。但是, 放松的信号可能会降低同业市场的利率水平, 从而对增量同业资产的收益率产生负面影响。此外, 货币政策微调的大背景下, 银行的贷款定价能力将有所回落。因此, 动态来看, 准备金率下调对净息差的影响偏负面。我们维持银行净息差自 2012 年 2 季度开始逐季回落的判断。
- ▶ **但有利于规模增长。**准备金率下调将有利于货币乘数回升, 进而推动 M2 增速恢复。这意味着存款增长乏力的窘境有望缓解, 从而推动受贷存比制约的中小银行贷款规模增长。

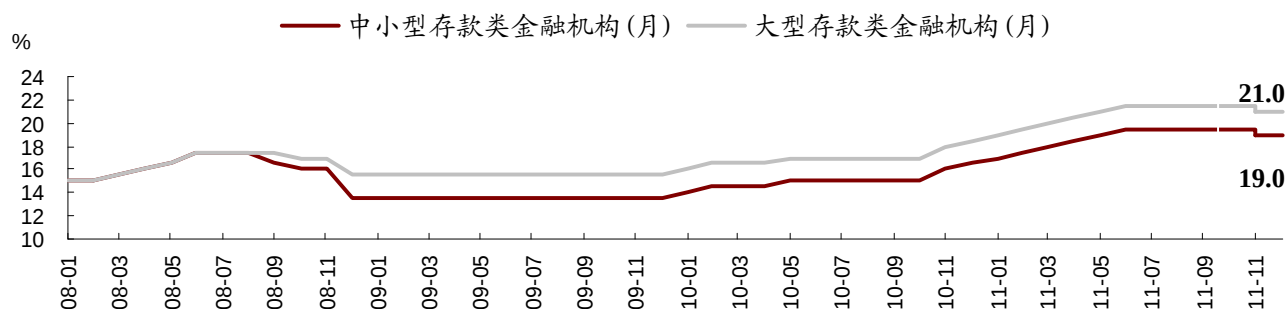
综合而言, 对银行盈利的影响非常轻微。

¹报告贡献人: 黄洁(huangjie@cicc.com.cn)

估值与建议：

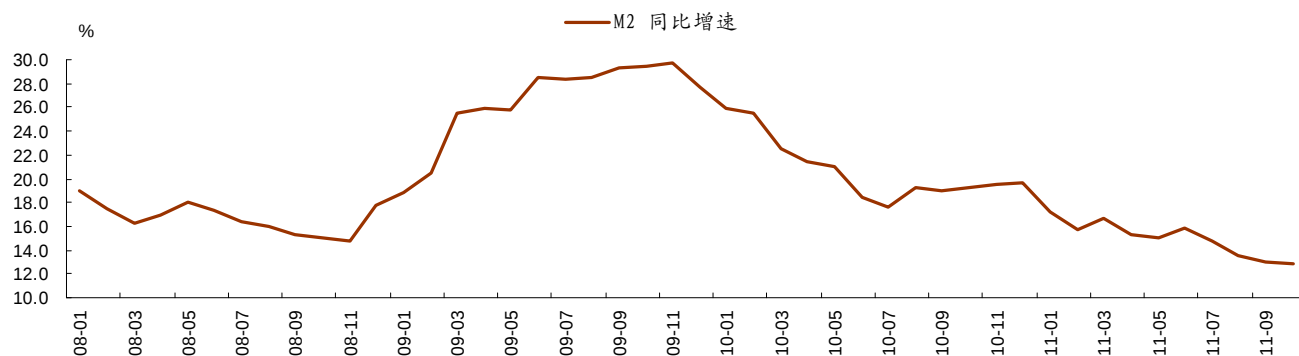
此次存款准备金率下调符合我们“宽松政策兑现”的判断，有望推动一轮反弹。A 股银行股目前交易于 1.23 倍 2011 年市净率和 7.4 倍 2011 年市盈率，H 股银行股目前交易于 1.09 倍 2011 年市净率和 5.8 倍 2011 年市盈率。我们认为在未来一段时间内，银行股仍将在宽松政策兑现和不良贷款上升预期逐步形成两因素的交织下呈现区间震荡的走势。A 股首选组合为华夏、农行；H 股银行首选组合为重庆农商行，民生和工行。

图表 1: 历史上存款准备金率变动情况



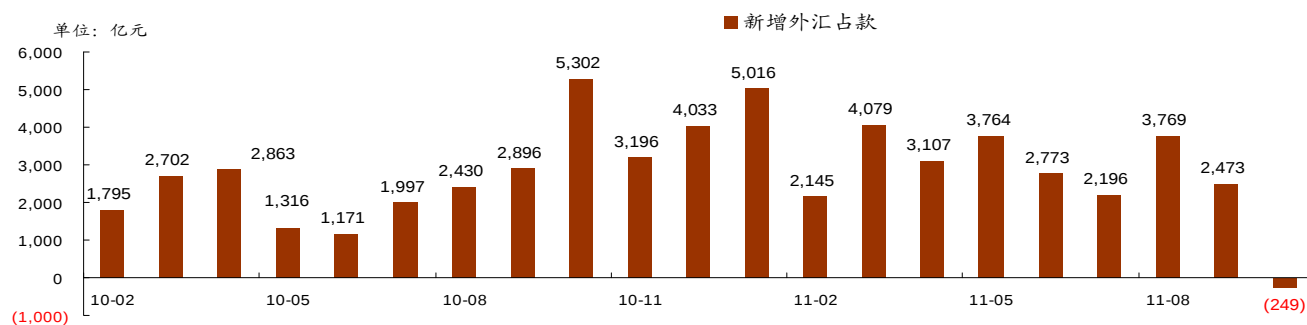
资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 2: M2 走势



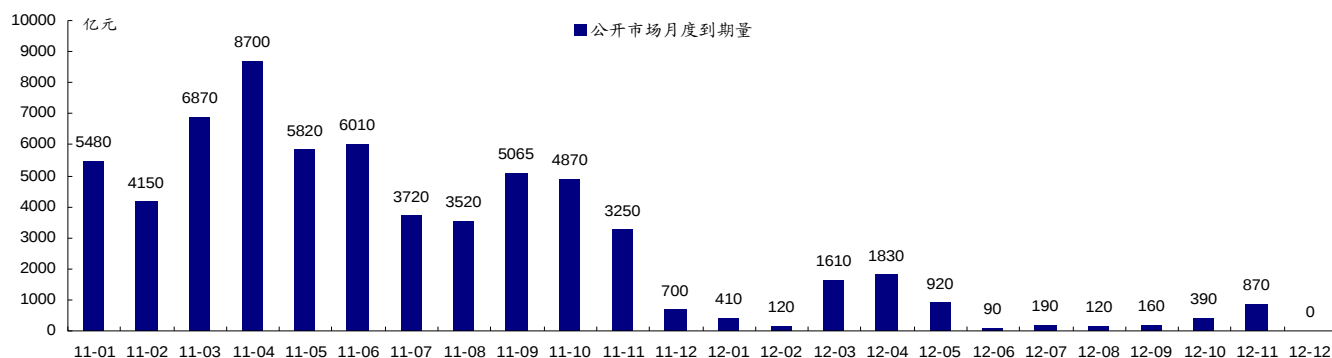
资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 3: 月度新增外汇占款走势



资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 4: 月度公开市场到期量



资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 5: 货币乘数



资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 6: 存款准备金尚需下调 3-4 次才能令 2012 年 M2 增速保持在 14-15%

2012 年 M2 目标增速			14.0 %
基本假设			
贸易顺差 (十亿美元)			142
	增速 (%)		-0.1
基础外汇占款 (十亿元人民币)		a	1,958
	增速 (%)		-23%
央行公开市场净回收 (负号代表净投放) (十亿元)		b	-400
	增速 (%)		-80%
财政存款增加 (十亿元人民币)		c	358
	增速 (%)		10%
其他		d	500
基础货币增量 (十亿元人民币)		e=a-b-c-d	1,500
	基础货币增速 (%)		6.7%
货币乘数			3.94
	货币乘数公式	$m = (1 + Rc) / (Rc + Re + RRR)$	
现金比率 (Rc)			8.0%
超额率 (Re)			2.0%
存款准备金率 (RRR)			17.4 %
目前金融机构平均有效存款准备金率			19.2 %
下调空间			1.8 %

资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 7: 下调存款准备金率对银行的静态影响测算

人民币十亿元	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	宁波	南京	重庆农商行	上市银行合计
12E平均存款余额	13,413	11,070	10,696	9,117	3,593	2,226	2,108	1,822	1,457	1,004	743	736	197	189	268	62,469
12E平均生息资产	16,232	13,058	12,537	12,425	4,895	2,661	2,888	2,464	2,436	1,452	989	1,027	324	294	365	79,190
12E净利润	250	209	166	148	58	34	31	34	28	10	11	11	3	4	5	1,070
存款准备金率下调0.5个百分点																
同业资产收益率	3.50															
法定存款准备金利率	1.62															
对净利息收入的影响	1.26	1.04	1.01	0.86	0.34	0.21	0.20	0.17	0.14	0.09	0.07	0.07	0.02	0.02	0.03	5.87
对净息差的影响, 基点	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
对净利润的影响, %	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源: WIND、中金公司研究部;

图表 8: 可比公司估值 (摊薄后)

	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	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	4.19	349,019	262,225	1,462	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.44	1.52	20.2	22.1	23.3	23.9	24.9	20.5	22.7		
建设银行	4.69	250,011	9,594	1,173	1.91	2.00	2.23	2.33	1.24	1.32	1.50	1.59	20.8	21.4	22.8	23.5	28.7	20.3	24.4		
中国银行	2.88	279,147	195,525	804	1.60	1.60	1.77	1.83	1.09	1.14	1.16	1.20	16.5	18.0	18.4	19.2	20.5	17.9	19.2		
农业银行	2.54	324,794	15,342	825	1.44	1.68	2.00	2.09	0.82	0.99	1.20	1.32	20.5	21.4	22.2	23.2	40.3	24.6	32.2		
交通银行	4.49	61,886	32,709	278	1.66	1.71	1.80	1.83	1.01	1.08	1.15	1.18	19.4	20.2	20.0	20.1	25.0	19.0	22.0		
中小股份制银行																					
中信银行	4.04	46,787	31,905	189	1.41	1.75	1.97	2.01	0.94	1.13	1.25	1.27	12.9	19.3	18.6	17.7	29.7	20.6	25.1		
民生银行	5.80	28,366	22,588	165	1.69	1.75	2.07	2.10	0.98	1.09	1.25	1.33	17.1	18.3	21.4	22.1	47.0	29.5	38.0		
浦发银行	8.50	18,653	14,923	159	1.42	1.56	1.66	1.67	0.90	1.01	1.05	1.06	24.1	20.0	18.9	19.2	32.9	20.4	26.5		
兴业银行	12.19	10,786	10,786	131	1.51	1.65	1.68	1.72	1.13	1.16	1.12	1.12	24.5	24.4	22.6	22.1	24.5	19.3	21.9		
华夏银行	10.39	6,850	4,200	71	1.04	1.30	1.33	1.36	0.48	0.64	0.69	0.71	13.0	15.4	15.7	14.7	24.3	21.0	27.1		
深发展	15.51	5,123	3,105	79	1.46	1.42	1.54	1.56	0.95	0.96	0.97	0.99	27.3	23.3	15.3	13.7	52.5	39.6	45.9		
城市商业银行																					
北京银行	9.40	6,228	6,228	59	1.65	1.55	1.56	1.56	1.19	1.07	1.03	1.04	15.8	17.0	16.6	16.2	27.1	23.6	25.4		
南京银行	8.77	2,969	2,969	26	1.85	1.80	1.82	1.86	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.5	33.2	22.6	27.8		
宁波银行	9.10	2,884	2,474	26	1.63	1.48	1.46	1.53	1.09	1.09	1.04	1.03	15.7	18.1	17.1	17.4	25.9	16.6	21.1		
H股																					
大型银行																					
工商银行	4.31	349,019	86,794	1,504	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.44	1.52	20.2	22.1	23.3	23.9	24.9	20.5	22.7		
建设银行	5.26	250,011	240,417	1,315	1.91	2.00	2.23	2.33	1.24	1.32	1.50	1.59	20.8	21.4	22.8	23.5	28.7	20.3	24.4		
中国银行	2.41	279,147	83,622	673	1.60	1.60	1.77	1.83	1.09	1.14	1.16	1.20	16.5	18.0	18.4	19.2	20.5	17.9	19.2		
农业银行	3.12	324,794	30,739	1,013	1.44	1.68	2.00	2.09	0.82	0.99	1.20	1.32	20.5	21.4	22.2	23.2	40.3	24.6	32.2		
交通银行	4.86	56,260	29,177	273	1.66	1.71	1.80	1.83	1.01	1.08	1.15	1.18	19.4	20.2	20.2	20.1	25.0	19.0	22.0		
中小股份制银行																					
中信银行	4.00	39,033	14,882	156	1.41	1.75	1.97	2.01	0.94	1.13	1.25	1.27	12.9	19.3	18.6	17.7	29.7	20.6	25.1		
民生银行	6.17	26,715	4,127	165	1.69	1.75	2.07	2.10	0.98	1.09	1.25	1.33	17.1	18.3	21.4	22.1	47.0	29.5	38.0		
农村商业银行																					
重庆农商行	3.40	9,300	2,513	32	1.41	1.62	1.89	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.1	17.7	39.3	22.6	30.7		
估值/财务指标																					
		每股收益				每股净资产				市值/税前净利润				市盈率				市净率		股息收益率	
		08A	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	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	7.4	6.1	4.8	4.0	11.3	8.8	7.1	5.9	2.17	1.78	1.52	1.30
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.84	2.22	2.79	3.27	3.82	6.7	5.7	4.5	3.8	11.0	8.7	6.8	5.6	2.11	1.68	1.44	1.23
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.45	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	6.4	5.2	4.0	3.4	9.9	7.7	6.4	5.4	1.56	1.25	1.11	0.98
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.41	0.51	1.06	1.67	2.02	2.39	7.2	5.1	3.7	3.2	12.7	8.7	6.2	5.0	2.41	1.52	1.26	1.06
交通银行	0.46	0.49	0.63	0.79	0.94	2.65	3.60	4.28	5.06	5.6	4.5	3.6	3.1	9.2	7.1	5.7	4.8	1.70	1.25	1.05	0.89
中小股份制银行																					
中信银行	0.28	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.33	8.7	5.6	4.2	3.5	13.2	8.8	6.8	5.6	1.84	1.57	1.08	0.93
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.92	1.19	3.10	3.67	4.81	5.85	7.9	5.8	3.8	3.1	13.6	9.3	6.3	4.9	1.87	1.58	1.21	0.99
浦发银行	0.67	0.71	1.03	1.37	1.64	3.65	6.61	7.85	9.29	7.6	5.3	3.9	3.3	12.0	8.3	6.2	5.2	2.33	1.29	1.08	0.91
兴业银行	1.06	1.23	1.72	2.14	2.55	5.53	8.53	10.41	12.64	7.4	2.3	3.8	3.1	9.9	7.1	5.7	4.8	2.21	1.43	1.17	0.96
华夏银行	0.45	0.55	0.87	1.20	1.50	4.41	5.18	9.18	10.50	8.7	5.8	4.5	3.6	18.9	11.9	8.6	6.9	2.35	2.00	1.13	0.99
深发展	0.10	0.80	1.00	1.52	2.12	3.24	5.31	12.31	14.22	12.7	10.5	7.1	5.8	19.5	15.6	10.2	7.3	4.78	2.92	1.26	1.09
城市商业银行																					
北京银行	0.74	0.77	0.93	1.18	1.46	5.14	5.82	8.43	9.66	7.5	6.0	5.3	4.3	12.2	10.1	7.9	6.4	1.83	1.62	1.11	0.97
南京银行	0.49	0.52	0.78	1.04	1.28	4.05	6.34	7.18	8.20	11.7	7.8	5.8	4.7	16.9	11.2	8.4	6.9	2.16	1.38	1.22	1.07
宁波银行	0.46	0.51	0.81	1.01	1.18	3.38	5.51	6.32	7.25	12.1	8.3	6.4	5.2	18.0	11.3	9.0	7.7	2.69	1.65	1.44	1.26
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	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	6.7	5.3	4.0	3.4	10.2	7.7	5.9	4.9	1.97	1.57	1.27	1.08
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.84	2.22	2.79	3.27	3.82	6.6	5.5	4.1	3.5	10.8	8.3	6.1	5.1	2.08	1.61	1.31	1.12
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.45	0.53	1.84	2.31	2.59	2.93	4.7	3.7	2.7	2.3	7.3	5.5	4.3	3.7	1.15	0.89	0.75	0.67
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.41	0.51	1.06	1.67	2.02	2.39	7.8	5.3	3.7	3.1	13.7	9.1	6.2	5.0	2.60	1.60	1.25	1.06
交通银行	0.46	0.49	0.63	0.79	0.94	2.65	3.60	4.28	5.06	5.3	4.1	3.2	2.7	8.8	6.6	5.0	4.2	1.62	1.15	0.92	0.78
中小股份制银行																					
中信银行	0.28	0.31	0.46	0.60	0.72	2.20	2.57	3.72	4.33	7.5	4.7	3.4	2.8	11.5	7.4	5.4	4.5	1.60	1.33	0.87	0.75
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.92	1.19	3.10	3.67	4.81	5.85	7.4	5.2	3.3	2.7	12.7	8.5	5.5	4.2	1.75	1.44	1.04	0.86
农村商业银行																					
重庆农商行	0.21	0.20	0.33	0.46	0.56	1.02	2.41	2.96	3.39	10.7	6.9	4.3	3.6	14.7	8.8	6.0	4.9	2.94	1.20	0.93	0.81
H股银行平均																					
		7.7	5.4	3.8	3.2	11.9	8.2	5.8	4.8	2.13	1.46	1.09	0.93	0.83	2.6	3.0	5.0				

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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



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