

先定守局，再图进取——银行业 08 年大事回顾和 09 年展望

银行业

2009 年 1 月 5 日

王逸峰（执笔） 石磊 010-66045463

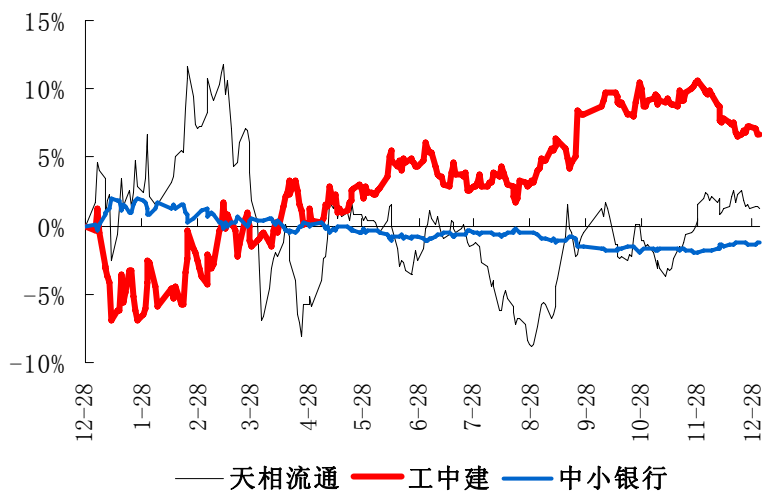
1. 2008 年是世界经济形势发生重大转折的一年。上半年，宏观政策的基调仍为“双防”，市场利率持续上升，最终推动上市银行上半年净利润同比大幅增长近 70%。但同时，许多经济运行中的矛盾也逐步积累。自年中以来，宏观调控的基调发生了转变，并最终确定为“双放松”政策。随着央行数次下调基准利率，第四季度以后银行的净利息收益率将呈下降趋势。其中 9 月 16 日单边下调贷款基准利率，以及 11 月 26 日大幅降息 108 个基点对银行的冲击较大。而同时，前期从紧政策的效果依然存在，工业增加值，货币供应量等的同比增速均不断下降。在此期间，关于银行不良贷款的负面报道、关于银行惜贷的报道等也日渐频繁，未来银行业规模和贷款减值损失的变化均存在不确定性。
2. 回顾 2008 年，天相银行指数也下跌 64.56%，而同期上证指数下跌 65.39%。我们认为，2008 年银行股的走势，主要围绕着市场对净利息收益率和资产质量问题的认识而展开。**银行股在业绩披露期总是战胜天相流通指数，而进入降息周期后则明显跑输。**具体而言，在 2007 年年报和 2008 年上半年报的业绩披露期，银行股仍能凭借较高的净利息收益率和依然较好的资产质量而取得超额的相对收益。而在 9 月 16 日单边下调贷款基准利率后，对银行股判断的变化也得到了确认，使次日的银行股价平均下跌 8.78%。10 月 22 日，央行决定将住房贷款利率的下限调整至基准利率的 0.7 倍，也将对银行业的发展，零售银行业务格局的变化产生深远的影响，各上市银行的平均贷款收益率也随之下降。此后，11 月 26 日的大幅降息再次巩固了市场对降息的预期，使次日银行股跑输大盘（大事记可参考表 4）。
3. 分银行来看，2008 年中，以中国银行、南京银行和工商银行的股价跌幅最小，而以兴业银行、招商银行和宁波银行的股价跌幅最大。其中招商银行对永隆银行的投资成为其股价相对走势的一个转折点。我们认为，国有银行和股份制银行走势的分化，是与各银行贷款风险的集中程度和对降息的敏感程度相关的。**根据贷款风险的不同，也可将银行股分为进攻型和防御型两类，视大盘的涨跌进行调整，两类银行的 β 值有较显著的差异。同一类型的银行中，可根据估值倍数调整配置比例（ β 值和 PE、PB 估值数据可参考表 3）。**
4. 随着 2008 年的大幅下跌，我们认为上市银行的估值水平已经具备明显吸引力。展望 2009 年，尽管上市银行的盈利能力可能出现下降，但即使考虑盈利的下降，我们认为上市银行的平均股息率水平仍将远高于定期存款和国债收益率。因此，我们仍给予银行业“增持”评级。在个股选择方面，目前宏观经济状况仍不容乐观，基准利率仍可能继续下调，贷款的风险也仍然较大。因此，我们认为**2009 年上半年，贷款行业分散，利率敏感度相对较低的，偏防御型的工商银行、中国银行等的股价表现仍将可能超越行业平均水平。**
5. 另一方面，如果经济见底的信号出现，则经营业绩对宏观经济状况更为敏感的股份制银行更可能获取超额收益。这类银行包括浦发银行、兴业银行、华夏银行、深发展等。但我们认为这种情况短期内还不会出现。我们预计，即使乐观地看，宏观经济的拐点也将发生在 2009 年二季度末。而由于银行计提不良贷款拨备普遍滞后，我们预计这些股份制银行经营业绩的实际好转将更为滞后。我们认为，**在宏观经济见底的信号出现，银行尚未转好的经营业绩公布之后，才是逐步介入该类银行的时机。**
6. 最后，我们预祝广大投资者在牛年中准确把握拐点，取得良好的投资收益。

图 1：2008 年天相银行业指数走势图



资料来源：天相投资分析系统

图 2：2008 年天相银行业指数走势图（%）



资料来源：天相投资分析系统

注：我们以构建天相银行业指数的相同方式，以流通股本为权重，构建工中建指数和中小银行指数

表 1：银行股各月涨幅情况（%）

月份	天相流通(1)	银行指数(2)	(2)-(1)	月份	天相流通(1)	银行指数(2)	(2)-(1)
1 月	-11.08	-16.84	-5.76	7 月	2.86	2.62	-0.24
2 月	3.37	1.74	-1.63	8 月	-17.06	-4.29	12.77
3 月	-19.12	-12.41	6.71	9 月	-6.49	-20.29	-13.80
4 月	2.30	10.67	8.37	10 月	-25.65	-23.40	2.25
5 月	-7.75	-14.94	-7.19	11 月	12.48	3.37	-9.11
6 月	-22.85	-20.05	2.80	12 月	1.45	2.49	1.04

资料来源：天相投资分析系统

表 2：各上市银行全年股价表现

名称	涨幅 (%)	名称	涨幅 (%)
中国银行	-54.02	深发展 A	-68.03
南京银行	-54.89	交通银行	-68.51
工商银行	-55.34	宁波银行	-68.52
北京银行	-55.84	招商银行	-68.97
建设银行	-59.77	兴业银行	-71.57
中信银行	-61.62		
华夏银行	-61.77	银行	-64.56
民生银行	-64.16	天相流通	-63.37
浦发银行	-67.23	上证指数	-65.39

资料来源：天相投资分析系统

表 3：各上市银行主要估值参考指标

	评级	PE 倍数		PB 倍数		β 系数	
		08E	09E	08E	09E	天相流通为基准	上证指数为基准
工商银行	买入	9.8	11.4	1.9	1.8	0.71	0.83
建设银行	增持	8.3	10.0	1.8	1.7	0.80	0.93
中国银行	增持	10.2	11.4	1.5	1.4	0.70	0.80
交通银行	增持	7.5	9.1	1.6	1.5	0.92	1.04
招商银行	增持	7.3	8.3	2.0	1.7	1.05	1.17
中信银行	中性	9.4	13.4	1.5	1.4	0.97	1.07
民生银行	中性	6.9	9.2	1.3	1.2	1.00	1.12
浦发银行	中性	5.6	7.9	1.8	1.6	1.15	1.27
兴业银行	中性	6.0	7.4	1.5	1.3	1.11	1.21
华夏银行	增持	9.3	13.4	1.3	1.2	1.11	1.22
深发展 A	增持	7.1	8.3	1.5	1.3	1.11	1.22
北京银行	增持	9.6	10.8	1.7	1.5	1.00	1.10
南京银行	增持	9.1	10.2	1.4	1.3	0.95	1.05
宁波银行	中性	12.3	14.2	1.9	1.8	1.05	1.13
银行平均	增持	8.8	10.5	1.7	1.6	0.98	1.10

资料来源：天相投资分析系统，天相投顾预测

注：β 系数是以 2008 年全年每个交易日的收盘价，分别以天相流通或上证指数为基准，由天相投资分析系统计算而来

表 4：2008 年银行业政策大事记

日期	事件
1 月 16 日	中国人民银行决定从 1 月 25 日起提高存款准备金率 0.5 个百分点
1 月 18 日	《经济适用住房开发贷款管理办法》发布
3 月 18 日	中国人民银行决定从 3 月 25 日起提高存款准备金率 0.5 个百分点
3 月 19 日	《关于金融支持服务业加快发展的若干意见》发布
4 月 3 日	《关于村镇银行、贷款公司、农村资金互助社、小额贷款公司有关政策的通知》发布
4 月 16 日	中国人民银行决定从 4 月 25 日起提高存款准备金率 0.5 个百分点
5 月 12 日	中国人民银行决定从 5 月 20 日起提高存款准备金率 0.5 个百分点
6 月 7 日	中国人民银行决定上调存款准备金率 1 个百分点，于 2008 年 6 月 15 日和 25 日分别按 0.5 个百分点缴款。地震重灾区法人金融机构暂不上调
8 月 4 日	《关于进一步改进小额担保贷款管理积极推动创业促就业的通知》发布
9 月 16 日	中国人民银行决定从 9 月 25 日起，除中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构存款准备金率下调 1 个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调 2 个百分点
9 月 16 日	中国人民银行决定下调金融机构人民币贷款基准利率，金融机构 1 年期贷款基准利率下调 0.27 个百分点。存款基准利率保持不变
9 月 19 日	汇金公司表示将增持工行、建行、中行股票
10 月 5 日	中国人民银行同意中国银行间市场交易商协会从 10 月 6 日起继续接受非金融企业中期票据发行的注册
10 月 8 日	中国人民银行决定从 10 月 15 日起下调存款准备金率 0.5 个百分点；从 10 月 9 日起下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整
10 月 8 日	国务院决定从 10 月 9 日起暂免征收存款利息税
10 月 17 日	发布第一批新资本协议实施监管指引，包括《商业银行银行账户信用风险暴露分类指引》、《商业银行信用风险内部评级体系监管指引》、《商业银行专业贷款监管资本计量指引》、《商业银行信用风险缓释监管资本计量指引》和《商业银行操作风险监管资本计量指引》
10 月 22 日	中国人民银行决定自 10 月 27 日起，将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首付款比例调整为 20%。
10 月 29 日	中国人民银行决定从 10 月 30 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率、一年期贷款基准利率各下调 0.27 个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变
11 月 26 日	中国人民银行决定从 11 月 27 日起，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，下调中央银行再贷款、再贴现等利率
11 月 26 日	中国人民银行决定从 12 月 5 日起，下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。同时，继续对汶川地震灾区农村金融机构执行优惠的存款准备金率
12 月 9 日	《商业银行并购贷款风险管理指引》发布
12 月 17 日	《廉租住房建设贷款管理办法》发布，其中做出“廉租住房建设贷款利率应按中国人民银行公布的同期同档次贷款基准利率下浮 10% 执行”等规定
12 月 22 日	中国人民银行决定从 12 月 23 日起，下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，下调中央银行再贷款、再贴现利率。从 12 月 25 日起，下调存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：相关媒体报道

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014