

银行业 12 月报

中性

——平静接受降息

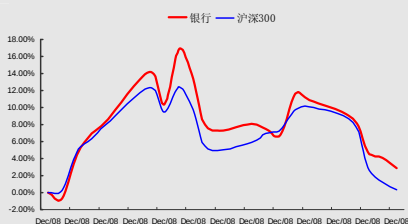
行业交易数据

本月涨跌幅	2.89%
本月最高涨幅	16.86%
本月最大跌幅	-0.7%

行业基本数据

A 股流通市值 (亿元)	5802.90
总市值 (亿元)	38611.75
行业平均 PE (整体法)	9.49

行业指数与沪深 300 对比



相关报告

《银行 2009 年度策略：低估值未必低风险》

研究员：黄秋菡

电 话：86-755-25832906

E-Mail: huangqiuhan@fcsc.cn

投资要点：

- **1 年贷款利率已是历史最低 降息空间逐渐被压缩。** 本月央行再次下调存贷基准利率 27 个基点，同时下调存款准备金率 0.5 个百分点。此次调整后，1 年贷款利率 5.31%，与历史最低水平持平，1 年定期存款利率 2.25%，仅比 1.98% 的最低水平高 27 个基点，活期存款保持 0.36% 不变，仍是 20 年来最低点，利率下调空间逐渐被压缩，这给 09 年货币政策增加了难度。此外，人民币存款准备金率在 12 月初下调 2 个百分点至 14% 之后，月底再次下调 0.5% 至 13.5%。伴随货币政策改变，准备金率下调幅度也很大，不过仍处于较高水平，可操作空间较大，明年的货币政策会逐渐向准备金率倾斜。
- **贷款增速开始大幅回升 泡沫化复苏或成为可能。** 随着央行鼓励商业银行加大信贷投放，11 月，贷款增速提高至 16.03%，比上月大幅上升 1.45 个百分点；而存款增速则是高位回调。增速 19.94%，比上月下降 1.16 个百分点。与贷款余额增速相呼应，11 月新增贷款高达 4769 亿，比上月增加 2950 亿，环比增长 162.18%。**我们认为，在多项财政政策刺激下，银行贷款有开闸泄洪的趋势，这有可能助推 09 年的信贷规模，中国经济或走向泡沫式复苏之路。**
- **存款定期化在居民和企业间出现不同趋势。** 11 月，居民定期存款占比达到 65.45%，较上月提高 0.27 个百分点，剪刀差走势更加明显。企业定期存款占比 45.93%，与上个月基本持平。**我们的观点，由于预期资产价格还将贬值，投资资金都不约而同汇集到定期存款，虽然定期存款利率一降再降，但在资产价格复苏之前，定期化趋势还将持续。但相对居民存款，企业资金有自身的周转需求，必须保持较高的活期存款比重，定期化趋势进一步加剧的可能性正在逐步降低。**
- **维持行业中性评级，重点推荐招商银行、兴业银行、深发展。** 在年度策略中我们已经提到，银行 09 年净利润将有 10% 左右负增长，因此，虽然整体估值水平不高，但短期内连续的降息造成股价波动风险过大，维持行业中性评级。个股方面，关注降息和经济下行中受影响小于同业的银行，重点推荐招行、兴业、深发展。同时，重点关注工行、浦发、民生、南京。

行业推荐投资组合

证券简称	权重	评级	收盘价		每股收益		市盈率(X)		
			2008-12-25	08E	09E	10E	08E	09E	10E
招行	20%	买入	12.37	1.64	1.69	1.76	7.54	7.32	7.03
兴业	20%	买入	15	2.41	2.43	2.46	6.22	6.17	6.10
民生	20%	买入	4.09	0.60	0.51	0.57	6.82	8.02	7.18
深发展	20%	买入	9.78	1.85	1.88	1.93	5.29	5.20	5.07
南京	20%	买入	8.58	0.86	0.88	0.94	9.98	9.75	9.13

资料来源：第一创业研究所



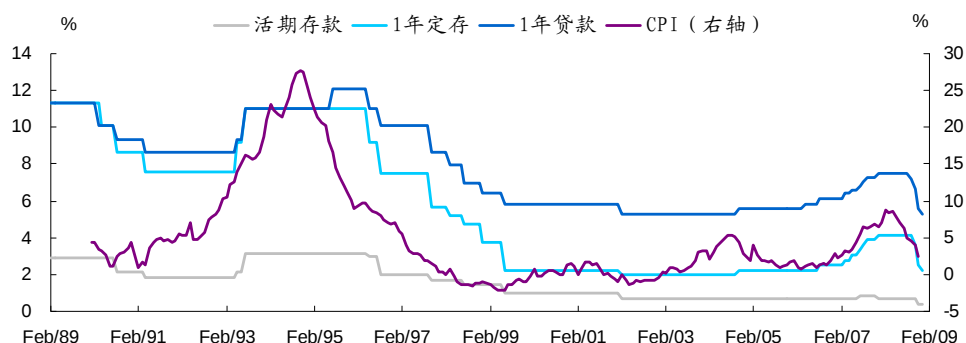
1、行业综述与重大事件点评

1 年贷款利率已是历史最低 降息空间逐渐被压缩

本月央行再次下调存贷基准利率 27 个基点,同时下调存款准备金率 0.5 个百分点。此次调整后,1 年贷款利率 5.31%,与历史最低水平持平,1 年定期存款利率 2.25%,仅比 1.98% 的最低水平高 27 个基点,活期存款保持 0.36% 不变,仍是 20 年来最低点,利率下调空间逐渐被压缩,这给 09 年货币政策增加了难度。

同时,作为货币手段,利率调整已经走在了 CPI 前面,打破了原有追随 CPI 的传统规律,这一细节变化反映了政府对“保增长”的强烈态度,也映射出经济前景的不确定性正在加大。

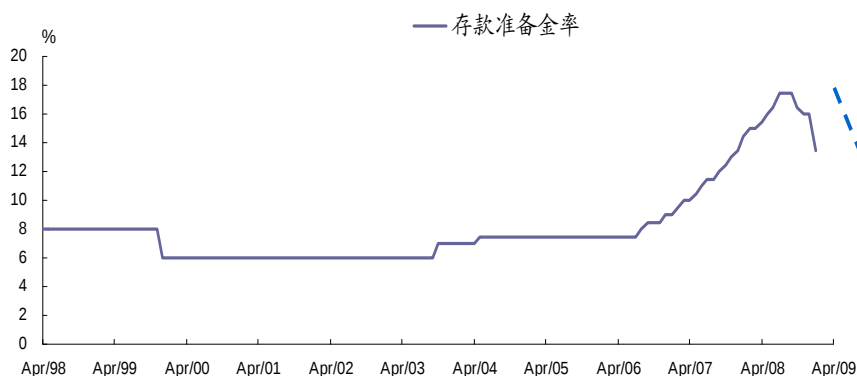
图 1、1 年贷款基准利率与历史最低水平持平



资料来源：中国人民银行 国家统计局 第一创业研究所

此外,人民币存款准备金率在 12 月初下调 2 个百分点至 14% 之后,月底再次下调 0.5% 至 13.5%。伴随货币政策改变,准备金率下调幅度也很大,不过仍处于较高水平,可操作空间较大,明年的货币政策会逐渐向准备金率倾斜。

图 2、存款准备金率具有较大的操作空间



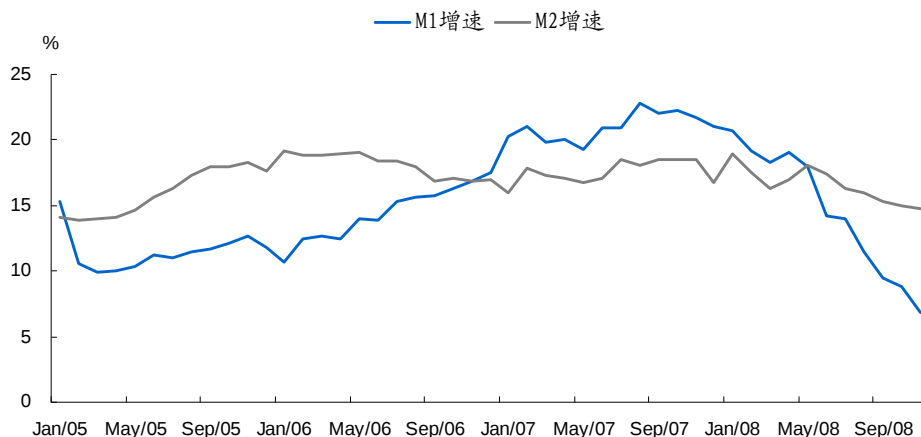
资料来源：中国人民银行 第一创业研究所



货币供应放缓 M1 增速加速下滑

08 年 11 月份，M2 余额为 45.86 万亿，同比增长 14.80%，比上月下降 0.22%；M1 余额 15.78 万亿，同比增长 6.80%，比上月下降 2.05%。

图 3、M1 增速加速下滑



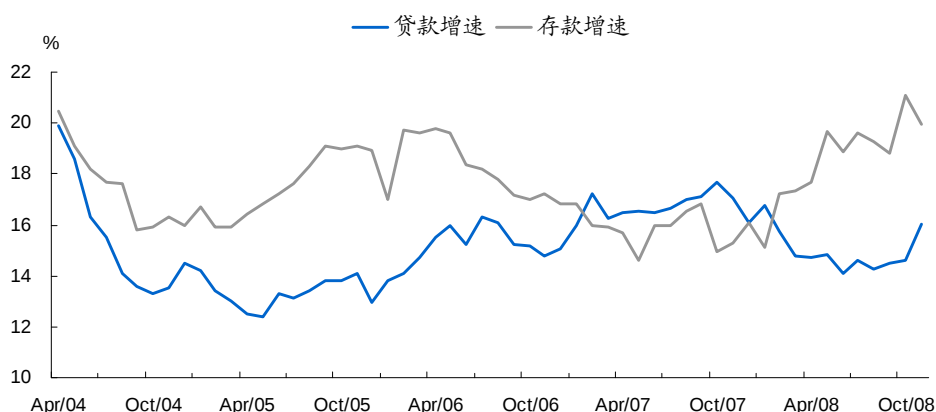
资料来源：中国人民银行 第一创业研究所

贷款增速开始大幅回升 泡沫式复苏或成为可能

随着央行鼓励商业银行加大信贷投放，11 月，贷款增速提高至 16.03%，比上月大幅上升 1.45 个百分点；而存款增速则是高位回调。增速 19.94%，比上月下降 1.16 个百分点。

我们认为，在多项财政政策刺激下，银行贷款有开闸泄洪的趋势，这有可能助推 09 年的信贷规模，中国经济或走向泡沫式复苏之路。

图 4、贷款增速开始回暖

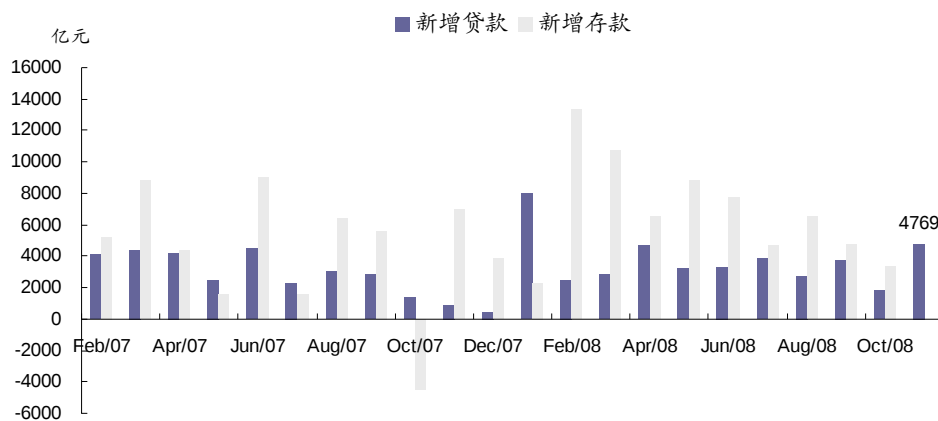


资料来源：中国人民银行 第一创业研究所

新增贷款大幅增加

与贷款余额增速相呼应，11 月新增贷款高达 4769 亿，比上月增加 2950 亿，环比增长 162.18%。

图 5、新增贷款大幅增加

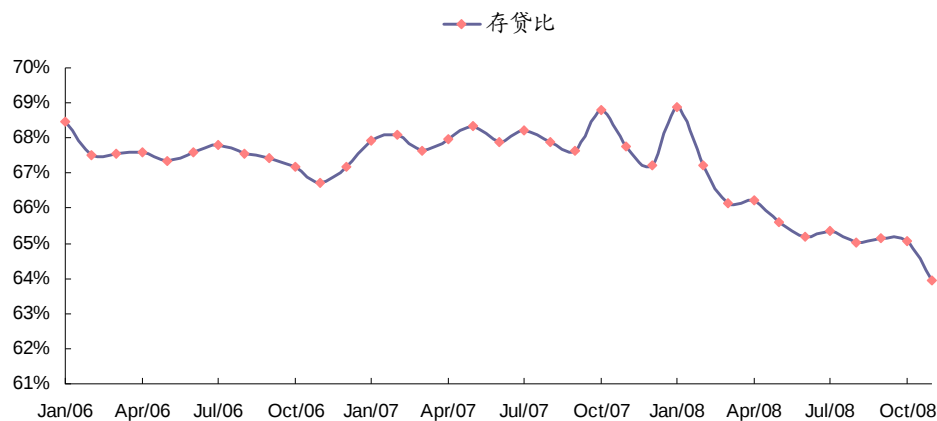


资料来源：中国人民银行 第一创业研究所

存贷比继续走低

11 月份存贷比进一步走低至 63.96%，比上月下降 1.12 个百分点，存贷比依旧保持在相对低位。

图 6、存贷比继续下降



资料来源：中国人民银行 第一创业研究所



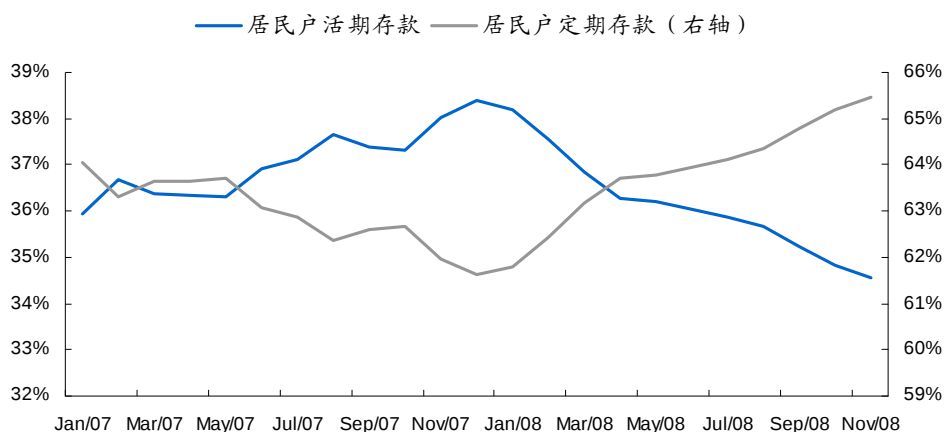
存款定期化在居民和企业间出现不同走势

我们的观点, 由于预期资产价格还将贬值, 投资资金都不约而同汇集到定期存款, 虽然定期存款利率一降再降, 但在资产价格复苏之前, 定期化趋势还将持续。但相对居民存款, 企业资金有自身的周转需求, 必须保持较高的活期存款比重, 定期化趋势进一步加剧的可能性正在逐步降低。

● 居民存款定期化加剧

11 月, 居民定期存款占比达到 65.45%, 较上月提高 0.27 个百分点, 剪刀差走势更加明显。

图 7、居民定期存款占比进一步提高

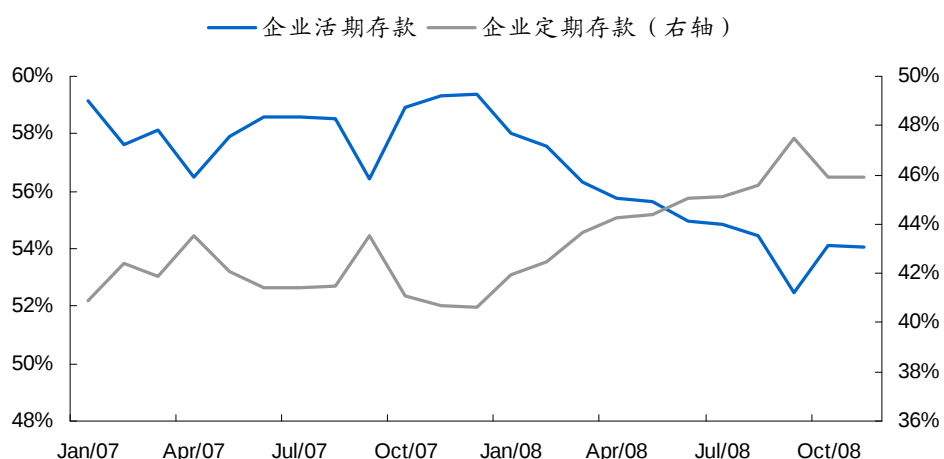


资料来源: 中国人民银行 第一创业研究所

● 企业存款定期化缓解

11 月, 企业定期存款占比 45.93%, 与上个月基本持平。由于企业存款具有更强的周转需求, 相对居民户存款, 企业存款定期化进一步加剧的可能性正逐步降低。

图 8、企业存款中定期存款占比提高



资料来源: 中国人民银行 第一创业研究所



2、重点上市公司信息

深发展 A (000001) 计划新设 3 家分行

深发展银行在 12 月 17 日召开董事会会议，审议通过了《关于规划增设分行及其资本性支出安排的议案》，同意规划新设 3 家新分行。并同意郝建平辞去副行长职务。

深发展受制于资本充足率，多年来没法开设分行，限制了其发展，但今年中期资本充足率达标之后，开设新的分支机构就成了新发展时期的第一步，如果通过银监会批准，预计该行将进入一个新的扩张期，弱市中或成为亮点。

兴业银行 (601166) 拟发行不超过 180 亿次级债

兴业银行董事会同意在银行间债券市场发行不超过 180 亿的次级债以补充附属资本，期限不超过 15 年。同时通过追加 08 年呆坏账核销额度，由 7 亿增加至 9 亿。

预计 180 亿次级债发行结束后，兴业的资本充足率将提高至 13% 以上，这为 09 年的贷款规模提供了保证。

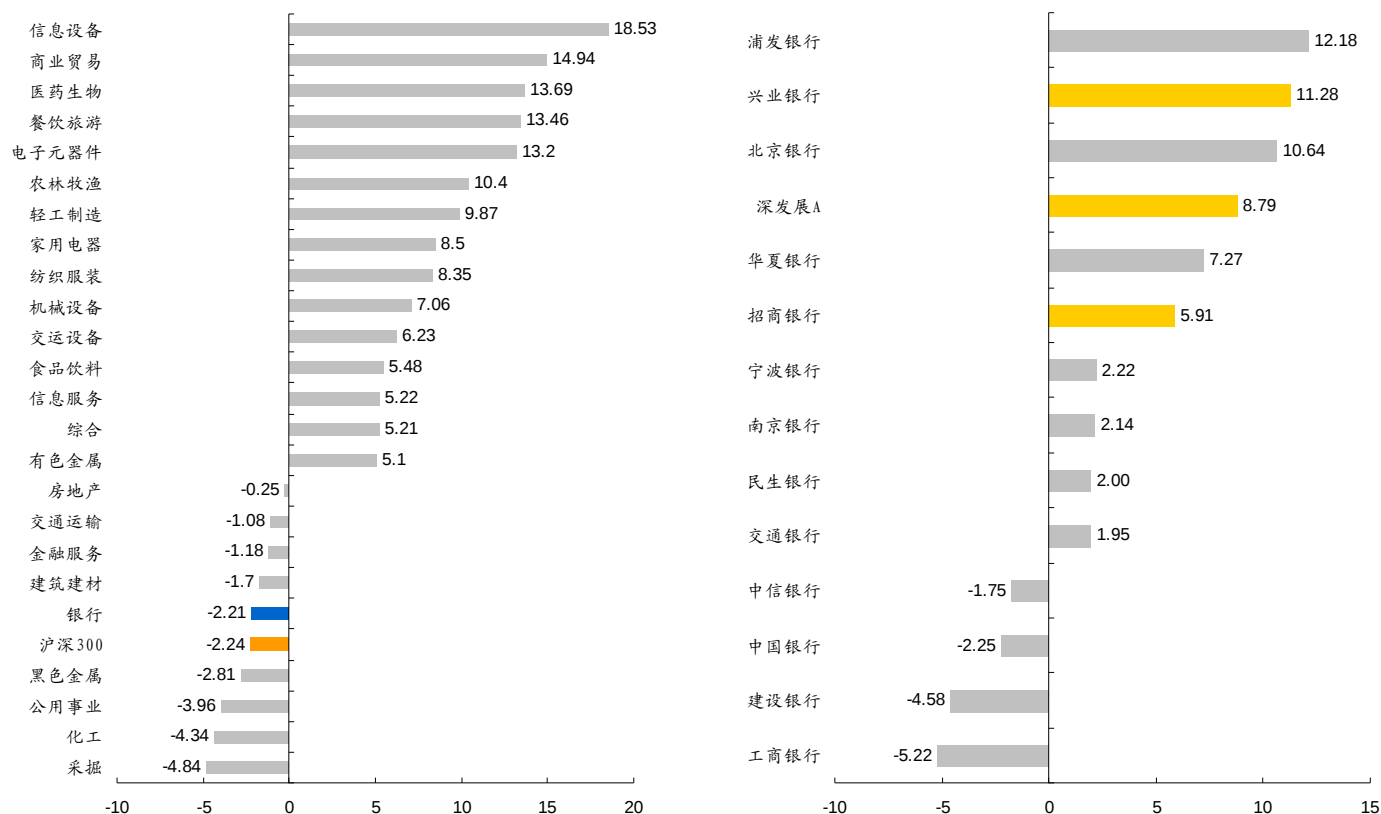
浦发银行 (600000) 发行次级债获批

浦发银行 18 日公告称，在银行间债券市场发行不超过 82 亿次级债的申请已经获得银监会和人民银行批准。

3、行业指数与重点上市公司市场表现

截至 25 日，12 月银行板块下跌 2.24%，与沪深 300 跌幅持平。个股方面，重点推荐的三家银行中，兴业上涨 11.28%，深发展上涨 8.79%，招行上涨 5.91%，表现优于同业，国有大银行表现垫底。

图 9、12 月行业及个股涨跌幅



资料来源：wind 第一创业研究所

4、下月投资策略及投资组合

在年度策略中我们已经提到，预期银行 09 年净利润将有 10% 的负增长，因此，虽然整体估值水平不高，但短期内面临降息风险过大，给予行业中性评级。

个股方面，关注降息和经济下行中受影响小于同业的银行，重点推荐招行、兴业、深发展。同时，重点关注工行、浦发、民生、南京。

表 1、09 年重点推荐银行股

证券简称	评级	收盘价		每股收益			市盈率(x)	
		2008-12-25	08E	09E	10E	08E	09E	10E
招行	买入	12.37	1.64	1.69	1.76	7.54	7.32	7.03
兴业	买入	15	2.41	2.43	2.46	6.22	6.17	6.10
深发展	买入	9.78	1.85	1.88	1.93	5.29	5.20	5.07

资料来源：Wind 第一创业研究所

招商银行优势：收入结构优良 资产风险最小 预防措施最充分

收入结构优良：招行的非利息收入占比在同行中位居前列，非利息收入占比 15.81%，仅次于华夏（20.43%）和民生（16.24%），而华夏非利息收入中很大一部分来自于投资收益，并不具有可持续性，招行优良的收入结构是同行业中数一数二的。

资产风险最小：招行不良率只有 1.2%，更为重要的是在招行贷款结构中，高风险的制造业和房地产开发贷款占比低，风险较小的个人住房贷款高，根据前面的论证，这样的贷款行业分布更能显示出低风险特性。

预防措施最充分：对于本轮经济危机，招行可谓先知先觉，未雨绸缪，在不良率和不良额双降的形势下，依然加大拨备计提力度，目前拨备覆盖率已提高至 220% 以上，未来资产质量变动的风险已在掌控之中。

存在的不利因素：活期存款高，在降息中资金成本下降空间有限；永隆银行业绩滑坡可能会拖累招行股价。

兴业银行优势：中型企业贷款占比高 债券投资有特色

中型客户贷款占比高：在大中小三类型企业客户中，我们最看好中型企业客户，既可以保证较高的贷款质量，同时也可以取得比大型企业更高的贷款利率。在兴业的三类型客户中，中型客户占比达到 78.35%，而小型客户占比只有 0.7%，这对提高收入和降低风险都取得一定保证。此外，兴业的制造业贷款占比并不高，外向型经济面临的压力对其传导的影响也并不会很大。

债券投资有特色：在降息中，债券收益比贷款更稳定，而且，债券收益率可以通过交易来提高，而这正是兴业的长处。此外，近年来兴业通过债券承销等业务手段争夺存款和客户资源的效果也开始慢慢显现，债券承销位居第五。因此，在降息中，兴业的收入可以通过这部分来适当弥补。

风险预防提早：兴业在 08 年之处就开始有意控制贷款增长速度，提前做好调整准备。另外，兴业的不良率很低，并且经过模拟试验，其不良率增长低于同业。加之充足的拨备计提，都显示了管理层对经济形势的准确预判和高度警惕的风险意识。

存在的不利因素：房地产开发贷款占比高，虽然在 3 季度时，该项比例已经降低至 12.9%，但与同业相比，仍然偏高，这部分贷款的风险还是存在不小的隐忧。



深发展优势：活期占比低 贷款风险低 并购价值可期待

活期占比低，资金成本下降快：作为一家上市时间最久的银行，深发展却饱受历史负担拖累，资本充足率长期不达标限制了网点扩张，也是造成深发展活期存款比例只有 28%，远远低于其他银行。最低的活期存款占比加大了深发展的资金成本，但在降息周期中，一切又反过来了，高比例的定期存款成本在对称性降息中得到很好的释放，原本不利条件却顺势变为相对有利条件。

低风险的按揭贷款比例高：深发展十分青睐个人按揭贷款，主要是因为个人房贷占用较少的资本，这一点对资本紧张的深发展来说尤为重要。但根据我们的判断，个人房贷不仅能节约资本金，更具有期限长、风险低的特性。但对于开发贷款，深发展却是保持着非常审慎的态度，占比控制在 7% 以内。

并购价值可期待：在新桥入主之后，给深发展带来了全新的银行理念，公司经营管理水平也实现了飞跃，盈利能力得到极大增强。由于新桥财务投资这的地位，转让其所持有股权的可能性非常大，加之目前公司的市值非常小，因此，并购价值也是深发展非常重要的特质，能够对股价形成有力的支撑。

存在的不利因素：拨备覆盖率较低，如果不良率大幅提高，缓冲的空间较小。不断依靠发行债券补充资本金的模式会加重资金成本，能否以增资扩股的方式引入战略投资者还具有较大的不确定性。

重点关注：工行、浦发、南京

此外，我们重点关注工行、浦发和南京，这 3 家银行的同样具备良好资质，拥有超越行业平均水平的潜力。

工行

优势：最大、最稳，规模效应凸显。发达的网点带来低廉的存款，规模效应带来最低的成本收入比，贷款行业分布风险较低。不确定性：代替政府承担部分社会责任成本，持有海外债券的不确定性，估值高于同业平均水平。

浦发

优势：出色的议价能力保证了高利息收入，不良率低，拨备覆盖率 200% 以上，估值水平较低。不确定性：贷款中高风险行业占比高，资本充足率需要补充。

南京

优势：管理半径小，费用控制出色，资本充足率高。不确定性：贷款集中在一个城市存在系统性风险，估值偏高。

表 2、09 年重点关注银行股

证券简称	评级	收盘价		每股收益			市盈率(x)		
		2008-12-25	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
工行	谨慎买入	3.63	0.36	0.33	0.35	10.08	11.00	10.37	
浦发	谨慎买入	13.45	2.25	2.07	2.13	5.98	6.50	6.31	
南京	买入	8.58	0.86	0.88	0.94	9.98	9.75	9.13	

资料来源：Wind 第一创业研究所

银行股盈利预测与估值

表 3、银行股市盈率

证券简称	上次评级	评级	股价(元)			总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益(元)			增长(%)	市盈率(x)			PEG
			2008-12-25	一月	YTD			08E	09E	10E		08E	09E	10E	
工行	谨慎买入	谨慎买入	3.63	-5.22	-54.20	12124.9	542.7	0.36	0.33	0.35	-8.33	10.08	11.00	10.37	-1.21
建行	中性	中性	3.96	-4.58	-58.39	9254.1	356.4	0.43	0.38	0.39	-11.63	9.21	10.42	10.15	-0.79
中行	中性	中性	3.04	-2.25	-52.93	7716.7	197.4	0.28	0.24	0.27	-14.29	10.86	12.67	11.26	-0.76
交行	谨慎买入	中性	4.70	1.95	-68.77	2302.7	749.9	0.65	0.59	0.56	-9.23	7.23	7.97	8.39	-0.78
招行	买入	买入	12.37	5.91	-68.43	1819.3	896.3	1.64	1.69	1.76	3.05	7.54	7.32	7.03	2.47
浦发	买入	谨慎买入	13.45	12.18	-66.73	761.5	674.1	2.25	2.07	2.13	-8.00	5.98	6.50	6.31	-0.75
中信	中性	中性	3.94	-1.75	-60.82	1537.9	90.7	0.42	0.38	0.41	-9.52	9.38	10.37	9.61	-0.99
兴业	买入	买入	15.00	11.28	-70.79	750.0	597.0	2.41	2.43	2.46	0.83	6.22	6.17	6.10	7.50
民生	买入	谨慎买入	4.09	2.00	-63.98	769.9	731.9	0.60	0.51	0.57	-15.00	6.82	8.02	7.18	-0.45
华夏	中性	谨慎买入	7.82	7.27	-58.88	390.3	172.1	0.88	0.82	0.86	-6.82	8.89	9.54	9.09	-1.30
深发展	谨慎买入	买入	9.78	8.79	-66.95	303.7	272.3	1.85	1.88	1.93	1.62	5.29	5.20	5.07	3.26
北京	谨慎买入	谨慎买入	8.84	10.64	-56.19	550.5	349.6	0.68	0.66	0.69	-2.94	13.00	13.39	12.81	-4.42
南京	买入	买入	8.58	2.14	-53.86	157.6	99.6	0.86	0.88	0.94	2.33	9.98	9.75	9.13	4.29
宁波	谨慎买入	中性	6.91	2.22	-68.01	172.8	72.8	0.59	0.46	0.49	-22.03	11.71	15.02	14.10	-0.53
银行整体						38611.8	5802.9	0.55	0.51	0.53	-7.00	9.49	10.56	9.96	-1.35
国有银行						31398.4	1846.4	0.38	0.34	0.36	-10.61	9.81	11.02	10.38	-0.92
股份制银行						6332.5	3434.5	1.35	1.32	1.37	-2.07	7.53	7.95	7.51	-3.64
城商行						880.9	522.1	0.69	0.66	0.70	-4.96	12.21	13.06	12.41	-2.46

资料来源：第一创业研究所

表 4、银行股市净率

证券简称	上次评级	评级	股价(元)			总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股净资产(元)			增长(%)	市净率(x)		
			2008-12-25	一月	YTD			08E	09E	10E		08E	09E	10E
工行	谨慎买入	谨慎买入	3.63	-5.22	-54.20	12124.9	542.7	1.88	2.08	2.24	10.64	1.93	1.75	1.62
建行	中性	中性	3.96	-4.58	-58.39	9254.1	356.4	2.17	2.30	2.34	5.99	1.82	1.72	1.69
中行	中性	中性	3.04	-2.25	-52.93	7716.7	197.4	1.81	1.89	1.95	4.42	1.68	1.61	1.56
交行	谨慎买入	中性	4.70	1.95	-68.77	2302.7	749.9	2.94	3.18	3.21	8.16	1.60	1.48	1.46
招行	买入	买入	12.37	5.91	-68.43	1819.3	896.3	6.06	7.20	8.13	18.81	2.04	1.72	1.52
浦发	买入	谨慎买入	13.45	12.18	-66.73	761.5	674.1	7.01	7.49	7.80	6.85	1.92	1.80	1.72
中信	中性	中性	3.94	-1.75	-60.82	1537.9	90.7	2.71	2.80	3.04	3.32	1.45	1.41	1.30
兴业	买入	买入	15.00	11.28	-70.79	750.0	597.0	9.79	11.72	13.83	19.71	1.53	1.28	1.08
民生	买入	谨慎买入	4.09	2.00	-63.98	769.9	731.9	3.34	3.43	3.69	2.69	1.22	1.19	1.11
华夏	中性	谨慎买入	7.82	7.27	-58.88	390.3	172.1	3.18	3.46	3.83	8.81	2.46	2.26	2.04
深发展	谨慎买入	买入	9.78	8.79	-66.95	303.7	272.3	6.55	7.32	8.05	11.76	1.49	1.34	1.21
北京	谨慎买入	谨慎买入	8.84	10.64	-56.19	550.5	349.6	5.17	6.08	6.67	17.60	1.71	1.45	1.33
南京	买入	买入	8.58	2.14	-53.86	157.6	99.6	6.55	6.88	7.51	5.04	1.31	1.25	1.14
宁波	谨慎买入	中性	6.91	2.22	-68.01	172.8	72.8	3.56	3.82	4.18	7.30	1.94	1.81	1.65

资料来源：第一创业研究所

请务必阅读尾页之免责条款部分

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

第一创业证券研究所投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎买入	预计 6个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	减持	预计 6个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	推荐	预计 6个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120