

2009 年 01 月 15 日

# 金融行业投资策略月报

## ——积极配置金融股

### 市场数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 行业优化平均市盈率 | 18.02   |
| 市场优化平均市盈率 | 20.60   |
| 国金金融指数    | 3489.34 |
| 沪深 300 指数 | 1955.24 |
| 上证指数      | 1928.87 |
| 深证成指      | 6811.87 |
| 中小板指数     | 2949.81 |



### 金融行业研究小组

#### 李伟奇

(8621)61038291  
liweiqi@gjzq.com.cn

#### 张英/陈建刚（银行）

#### 茅伟（保险）/陈振志（证券）

#### 联系人：赵莉

(8621)61038257  
zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷  
敬请参阅最后一页之特别声明

**积极配置金融股。**我们建议投资者在本月投资策略中，加仓金融股，特别是积极配置银行股。对于银行股的配置，我们倾向于中小型银行，浦发、兴业和民生是我们本月推荐的投资组合；保险股中，我们倾向于中国平安；证券股中，我们最信任的还是中信证券。

**银行股的走强会否昙花一现？**投资者一直比较犹豫的是，银行股会否持续走一波行情。我们的观点是，从基本面、市场预期的修正以及投资环境考虑，银行股包括其他金融股会在未来 1-2 月内出现超额收益。

- ◆ **市场开始修正银行股投资的悲观预期。**我们在前期包括年度策略报告中，一直提醒投资者不要过度沉溺于银行股的悲观预期，而是盯着积极信号寻找投资机会。在最近的路演和电话交流中，我们也感受到机构投资者对银行股投资态度的些许变化。这种变化体现在：积极寻找银行股超预期的因素；修正过度悲观的预期；认为银行股估值偏低；对金融股特别是对银行股的推介兴趣提高等。
- ◆ **市场对深发展大幅度计提拨备的反应说明银行股的投资情绪转暖。**大多数卖方和买方也包括我们都把深发展大幅度计提拨备视为长期利好，尽管这暴露了深发展历史计提不充分以及对业绩表现的伤害。这说明市场开始用正面预期来看待短期利空，投资银行股的情绪转暖。
- ◆ **银行股指数的流通市值占比提高需要部分投资者被动提高银行股配置。**据我们测算，银行股占流通市值的比重将从目前的 16% 提高到 09 年末的 33%，对于指数基金来说，对银行的配置比例将被迫提升。流通市值占比的提升主要来自工行（2360 亿股，占总股本的 70%）、中行（2360 亿股，占总股本的 67%）的解禁。工行的解禁股东为汇金与财政部，中行的解禁股东为汇金，减持的可能性较小，也就是说实际流通筹码增加有限，这种现象反而造成了银行股的需求增加而实际供给不增的局面。
- ◆ **信贷超预期增长在 1 季度有持续性。**我们认为上市银行超预期放贷不仅仅是管理层刺激经济的意图，也是银行经营的策略。在净息差下降的情况下，只有放贷才能弥补净息差的损失，这也是我们先前提出的“以量补价”。
- ◆ **流动性趋暖。**12 月 M2 同比增长 17.8%，比 11 月上升了 3.0%；M1 同比增长 9.1%，比 11 月上升了 2.3%。M1 指标是企业流动性情况的直接指标，M1 指标的反弹显示在信贷支持下，企业流动性转暖，经营压力有所减轻。

**我们目前选择股票的逻辑。**我们选择股票基于两个逻辑，一个是 1 季度业绩能见度，第二个是估值相对便宜。我们测算，银行股中 1 季度业绩能见度高的的是浦发，民生和华夏，主要原因在于它们 08 年 1 季度的息差较低并且信贷成本较高；在估值中，兴业和民生的估值水平低于行业平均水平，这种估值水平严重背离其资质，兴业和民生存在较为明显的估值水平修正空间。对于保险股，我们始终认为平安的寿险业务结构最优，估值水平也具有优势，在保险股中我们首选平安；证券股中，我们始终对中信证券具有信任感。

图表1：国内金融股估值水平

| 国内银行估值水平 |    |           |     |      |      |       |       |      |       |      |      |        |       |
|----------|----|-----------|-----|------|------|-------|-------|------|-------|------|------|--------|-------|
|          | 评级 | 股价        | 货币  | EPS  |      | PE    |       | BVPS |       | PB   |      | ROE(%) |       |
|          |    | 14-Jan-09 |     | 08E  | 09E  | 08E   | 09E   | 08E  | 09E   | 08E  | 09E  | 08E    | 09E   |
| 招商银行     | 买入 | 12.77     | CNY | 1.23 | 1.29 | 10.41 | 9.88  | 5.82 | 7.09  | 2.20 | 1.80 | 21.08  | 18.22 |
| 浦发银行     | 买入 | 15.12     | CNY | 2.34 | 2.23 | 6.46  | 6.77  | 7.10 | 8.89  | 2.13 | 1.70 | 32.97  | 25.14 |
| 兴业银行     | 买入 | 16.72     | CNY | 2.19 | 2.01 | 7.64  | 8.32  | 9.97 | 11.98 | 1.68 | 1.40 | 21.95  | 16.79 |
| 民生银行     | 买入 | 4.21      | CNY | 0.49 | 0.47 | 8.59  | 8.99  | 3.31 | 3.71  | 1.27 | 1.13 | 14.79  | 12.62 |
| 北京银行     | 买入 | 9.42      | CNY | 0.87 | 0.91 | 10.84 | 10.34 | 4.93 | 5.62  | 1.91 | 1.68 | 17.61  | 16.21 |
| 建设银行     | 买入 | 3.79      | CNY | 0.41 | 0.41 | 9.33  | 9.20  | 2.11 | 2.42  | 1.80 | 1.57 | 19.25  | 17.04 |
| 工商银行     | 持有 | 3.57      | CNY | 0.36 | 0.38 | 9.94  | 9.44  | 1.85 | 2.09  | 1.93 | 1.71 | 19.45  | 18.08 |
| 华夏银行     | 持有 | 7.75      | CNY | 0.67 | 0.72 | 11.64 | 10.78 | 5.43 | 5.97  | 1.43 | 1.30 | 12.26  | 12.04 |
| 交通银行     | 持有 | 5.23      | CNY | 0.55 | 0.57 | 9.45  | 9.11  | 3.02 | 3.42  | 1.73 | 1.53 | 18.34  | 16.79 |
| 中国银行     | 持有 | 2.99      | CNY | 0.31 | 0.33 | 9.74  | 9.16  | 1.89 | 2.12  | 1.58 | 1.41 | 16.26  | 15.43 |
| 中信银行     | 持有 | 3.93      | CNY | 0.36 | 0.33 | 10.91 | 11.76 | 2.43 | 2.68  | 1.62 | 1.47 | 14.85  | 12.49 |
| 深发展      | 持有 | 10.20     | CNY | 0.19 | 1.17 | 52.79 | 8.74  | 4.93 | 5.86  | 2.07 | 1.74 | 3.92   | 19.91 |
| 南京银行     | 持有 | 9.02      | CNY | 0.84 | 0.84 | 10.74 | 10.74 | 6.00 | 6.59  | 1.50 | 1.37 | 13.99  | 12.75 |
| 宁波银行     | 持有 | 7.12      | CNY | 0.52 | 0.52 | 13.67 | 13.65 | 3.57 | 3.94  | 1.99 | 1.81 | 14.57  | 13.25 |
| Average  |    |           |     |      |      | 13.01 | 9.78  |      |       | 1.77 | 1.54 | 17.23  | 16.19 |

| 国内券商 估值水平 |    |           |     |      |      |       |       |       |       |      |      |        |       |
|-----------|----|-----------|-----|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|--------|-------|
|           | 评级 | 股价        |     | EPS  |      | PE    |       | BVPS  |       | PB   |      | ROE(%) |       |
|           |    | 14-Jan-09 |     | 08E  | 09E  | 08E   | 09E   | 08E   | 09E   | 08E  | 09E  | 08E    | 09E   |
| 中信证券      | 买入 | 19.79     | CNY | 1.02 | 0.89 | 19.40 | 22.24 | 8.42  | 9.07  | 2.35 | 2.18 | 14.07  | 11.44 |
| 海通证券      | 持有 | 10.04     | CNY | 0.38 | 0.33 | 26.42 | 30.42 | 4.82  | 5.05  | 2.08 | 1.99 | 8.11   | 6.86  |
| 长江证券      | 持有 | 10.15     | CNY | 0.43 | 0.33 | 23.60 | 30.76 | 3.50  | 3.78  | 2.90 | 2.69 | 12.32  | 8.73  |
| 国元证券      | 持有 | 12.18     | CNY | 0.24 | 0.22 | 50.75 | 55.36 | 8.80  | 8.98  | 1.38 | 1.36 | 2.81   | 2.53  |
| 东北证券      | 持有 | 13.51     | CNY | 0.40 | 0.38 | 33.78 | 35.55 | 13.82 | 14.12 | 0.98 | 0.96 | 2.89   | 2.71  |
| Average   |    |           |     |      |      | 30.79 | 34.87 |       |       | 1.94 | 1.83 | 8.04   | 6.45  |

注：国元证券和东北证券的财务数据均为假设公司增发完成后的预测数据；中信证券和海通证券09年的盈利预测暂不包含融资融券业务的盈利贡献。

| 国内保险估值水平 |    |           |     |       |       |      |      |      |       |      |      |        |      |
|----------|----|-----------|-----|-------|-------|------|------|------|-------|------|------|--------|------|
|          | 评级 | 股价        |     | EVPS  |       | P/EV |      | BVPS |       | PB   |      | EPS    |      |
|          |    | 14-Jan-09 |     | 08E   | 09E   | 08E  | 09E  | 08E  | 09E   | 08E  | 09E  | 08E    | 09E  |
| 中国平安     | 买入 | 29.85     | CNY | 16.58 | 18.03 | 1.80 | 1.66 | 9.63 | 10.51 | 3.10 | 2.84 | (1.02) | 1.05 |
| 中国太保     | 买入 | 13.74     | CNY | 7.94  | 8.61  | 1.73 | 1.60 | 5.98 | 6.52  | 2.30 | 2.11 | 0.60   | 0.47 |
| 中国人寿     | 持有 | 19.61     | CNY | 7.69  | 8.35  | 2.55 | 2.35 | 4.48 | 4.88  | 4.37 | 4.02 | 0.52   | 0.50 |
| Average  |    |           |     |       |       | 2.03 | 1.87 |      |       | 3.26 | 2.99 |        |      |

图表2：上市银行流通市值占比

|       | 2009年 1月12日 | 2009年1月12日 | 2009年末 |
|-------|-------------|------------|--------|
|       | 总市值         | 流通市值       | 流通市值   |
| 中标300 | 95,058      | 32,759     | 59,870 |
| 中标银行  | 20,408      | 5,287      | 19,632 |
| 银行占比  | 22.0%       | 16.0%      | 33.0%  |
| 其中    |             |            |        |
| 工商银行  | 9.4%        | 1.6%       | 14.9%  |
| 中国银行  | 5.6%        | 0.6%       | 8.8%   |
| 建设银行  | 0.4%        | 1.0%       | 0.6%   |
| 交通银行  | 1.4%        | 2.5%       | 1.3%   |
| 招商银行  | 1.6%        | 2.7%       | 2.5%   |
| 浦发银行  | 0.9%        | 2.2%       | 1.4%   |
| 兴业银行  | 0.8%        | 1.9%       | 1.0%   |
| 民生银行  | 0.8%        | 2.3%       | 1.3%   |
| 华夏银行  | 0.4%        | 0.5%       | 0.5%   |
| 深发展A  | 0.3%        | 0.8%       | 0.5%   |

来源：国金证券研究所

**图表3：2009年上市银行解禁情况**

| 2009年上市银行解禁情况 |            |            |    |       |        |             |                |
|---------------|------------|------------|----|-------|--------|-------------|----------------|
|               | 解禁时间       | 限售股股份<br>数 | 性质 | 限售股股东 | 总股数    | 当前流通股<br>总数 | 解禁股占总<br>股份的比重 |
| 中行            | 2009-7-5   | 171325     | A股 | 汇金公司  | 253838 | 74136       | 67.5%          |
| 中行            | 2009-3-13  | 8377       | H股 | 社保基金  | 253838 | 74136       | 3.3%           |
| 工行            | 2009-10-27 | 118006     | A股 | 财政部   | 334019 | 59720       | 35.3%          |
| 工行            | 2009-10-27 | 118006     | A股 | 汇金公司  | 334019 | 59720       | 35.3%          |
| 工行            | 2009-4-28  | 8238       | H股 | 高盛    | 334019 | 59720       | 2.5%           |
| 工行            | 2009-4-28  | 3216       | H股 | 安联    | 334019 | 59720       | 1.0%           |
| 工行            | 2009-4-28  | 638        | H股 | 美国运通  | 334019 | 59720       | 0.2%           |
| 工行            | 2009-6-29  | 7051       | H股 | 社保基金  | 334019 | 59720       | 2.1%           |
| 工行            | 2009-10-20 | 8238       | H股 | 高盛    | 334019 | 59720       | 2.5%           |
| 工行            | 2009-10-20 | 3216       | H股 | 安联    | 334019 | 59720       | 1.0%           |
| 工行            | 2009-10-20 | 638        | H股 | 美国运通  | 334019 | 59720       | 0.2%           |
| 工行            | 2009-10-20 | 7051       | H股 | 社保基金  | 334019 | 59720       | 2.1%           |
| 招行            | 2009-2-27  | 1782       | A股 | 招商局轮船 | 14707  | 9908        | 12.1%          |
| 招行            | 2009-2-27  | 948        | A股 | 中国远洋  | 14707  | 9908        | 6.4%           |
| 招行            | 2009-2-27  | 565        | A股 | 广州海运  | 14707  | 9908        | 3.8%           |
| 招行            | 2009-2-27  | 1504       | A股 | 其他股东  | 14707  | 9908        | 10.2%          |
| 浦发            | 2009-5-12  | 649        | A股 | 上海国际  | 5661   | 5012        | 11.5%          |
| 华夏            | 2009-6-6   | 300        | A股 | 首钢集团  | 4991   | 2201        | 6.0%           |
| 华夏            | 2009-6-6   | 240        | A股 | 国家电网  | 4991   | 2201        | 4.8%           |
| 华夏            | 2009-6-6   | 210        | A股 | 红塔集团  | 4991   | 2201        | 4.2%           |
| 华夏            | 2009-6-6   | 120        | A股 | 德意志银行 | 4991   | 2201        | 2.4%           |
| 华夏            | 2009-6-6   | 686        | A股 | 其他股东  | 4991   | 2201        | 13.7%          |
| 深发展           | 2009-6-20  | 136        | A股 | 新桥国际  | 3106   | 2785        | 4.4%           |
| 民生            | 2009-6-23  | 928        | A股 | 中国人寿  | 18823  | 17895       | 4.9%           |

单位：百万股

来源：国金证券研究所

### 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。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。