

银行业

陈水祥 CFA

0755-82026827

chenshuixiang@cjis.cn

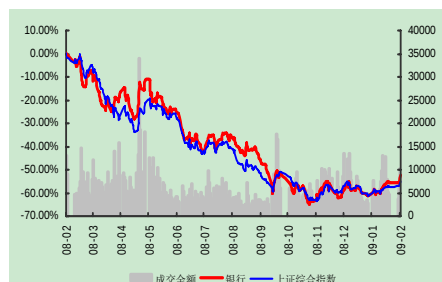
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	14
总市值(亿元)	24,886
占 A 股比例(%)	17.6%
平均市盈率(X)	12

行业表现

(%)	1M	3M	6M
银行业	16.9	16.4	-28.4
上证指数	15.8	19.7	-22.7



相关报告

《银行业 1 月报: 贷款突击投放, 规模增长应对息差收窄》 20090116
《年内第五次下调基准利率及准备金率点评》 20091223
《银行业 2009 年投资策略 - 战术防御 战略增持》 20091210

银行业

中性

巨量贷款投放促规模增长, 预期改善推估值回升

投资要点:

- 银行集中放贷做规模, 年初贷款“早投放, 早收益”。1 月贷款增速估计超过 1 万亿元, 继 11 月、12 月的放量投放后继续维持高增长, 按照可比口径计算, 预计 1 月末的贷款余额同比增速将在 22% 以上。年初贷款的“早投放、早收益”符合商业银行的利益原则, 同时今年贷款投放进度相比往年将提前。
- 在政策鼓励以及配套的政府经济刺激计划条件下, 商业银行 1 季度及 2 季度预计仍将会维持贷款的快速增长, 但是今后月度新增贷款相比 1 月份会有所减少。而下半年贷款增量的维持将有待于实体经济的企稳。
- 经济数据促进了基本面预期的改善, 带来银行业估值的回升。PMI 数据反弹至 45.3, 已连续两个月反弹。虽然 08 年 4 季度 GDP 的同比增速创下 6.8% 的低点, 但是 12 月的工业增加值、月度发电量等数据改变了加速下滑的趋势, 基本面数据改善了市场预期。
- 投资建议: 银行业板块从 1 月中旬的开始的反弹已超过 15%, 其中反弹较大的是敏感性较高、经营质量良好的中型银行, 如兴业、浦发, 这也符合我们的预期。目前 08 年动态 PB 指标在 2.0X, 已到达估值中枢的上限, 安全边际有所下降。另外, 剔除农行以及深发展剥离不良贷款影响后, 银行业 08 年四季度的不良贷款余额与不良贷款率都有所上升, 贷款质量将继续考验上市银行的业绩, 因此我们认为上市银行估值的进一步的提升有待基本面风险进一步释放。在估值进一步回升时, 投资须逐步谨慎, 维持行业“中性”评级。
- 风险提示: 宏观经济增速低于 7% 房地产市场继续深幅调整

主要公司盈利预测及投资评级

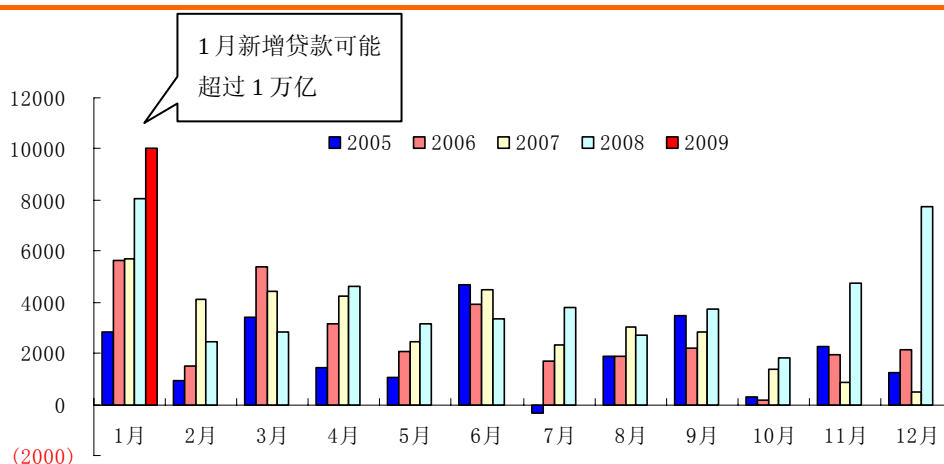
公司名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	投资评级
工商银行	0.24	0.36	0.33	0.37	10.7	推荐
建设银行	0.30	0.45	0.46	0.52	9.2	强烈推荐
中国银行	0.22	0.29	0.29	0.34	10.8	中性
交通银行	0.42	0.61	0.52	0.57	9.7	推荐
招商银行	1.04	1.69	1.54	1.73	8.6	强烈推荐
民生银行	0.34	0.53	0.43	0.47	9.0	中性
浦发银行	1.26	2.02	1.52	1.77	8.7	推荐
兴业银行	1.75	2.35	1.98	2.27	8.6	推荐
华夏银行	0.50	0.78	0.58	0.69	12.0	推荐
深发展 A	0.98	0.20	1.66	1.83	65.7	推荐

资料来源: 中投证券研究所

1、巨量贷款投放促规模增长

年初银行卯足劲做规模扩张，贷款“早投放，早收益”。1月贷款增速估计超过10000亿元，继11月、12月的放量投放后继续维持高增长，按照可比口径计算，预计1月末的贷款余额同比增速将在22%以上。年初贷款的“早投放、早收益”符合商业银行的利益原则，我们估计1月份投放的贷款占今年全年贷款增量的20%以上。而今年1月份的巨量贷款投放与政策面鼓励放贷是有直接联系的。此前由于有贷款规模限制，各家银行控制月度或者季度的投放节奏，目前这种鼓励放贷的政策环境是各家商业银行不容错过的做规模扩张的机会，今年的贷款投放进度相比往年将提前，有助于提高09年的业绩。

图1：今年1月份贷款放量投放，延续高增长



资料来源：万德资讯 中国人民银行 中投证券研究所

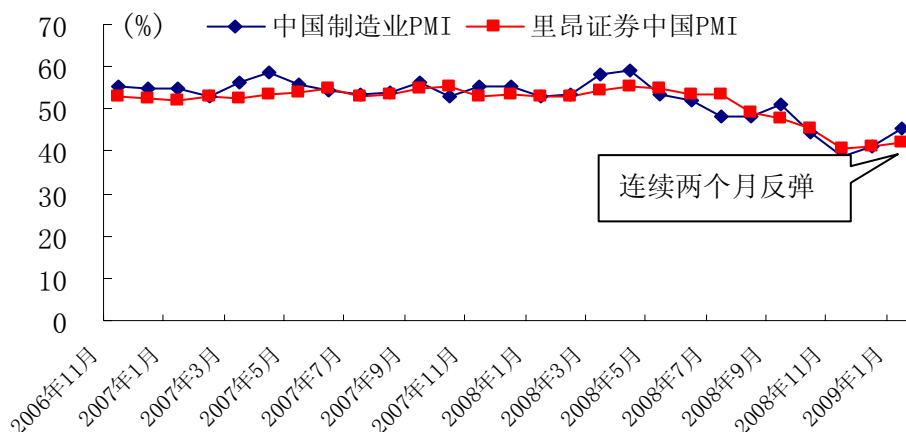
在国内银行业以利差收入为主的背景下，在面对降息周期中利差缩窄的不利局面，各家商业银行的主要对策是以规模增长来应对，但是在经济下行周期中，银行的风险偏好降低，贷款也必然偏重于基础设施类的大项目以及票据贴现等低风险产品。因此1月份的贷款增量中，我们预计票据贴现仍将维持在2000亿元左右。

我们认为在政策鼓励以及配套的政府经济刺激计划条件下，商业银行1季度及2季度预计仍将会维持贷款的快速增长，但是今后月度新增贷款可能相比1月份会有所减少。但是我们认为下半年的贷款增量的维持将有利于实体经济的企稳。

2、最新经济指标改善了基本面预期

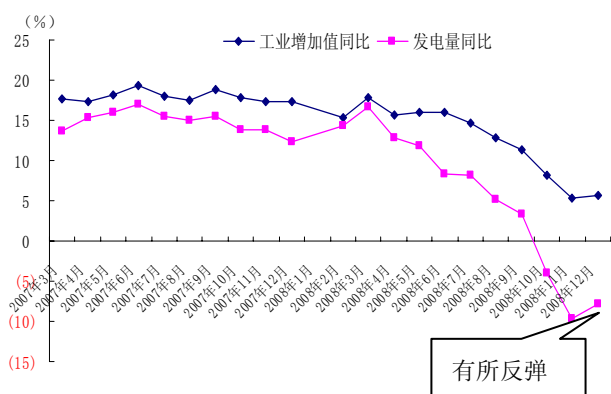
2月4日公布的1月的PMI数据反弹至45.3,已连续两个月反弹,说明经济基本面已有所反弹。虽然08年4季度GDP的同比增速创下6.8%的低点,但是12月的工业增加值、月度发电量等数据改变了过去加速下滑的趋势。这些数据都促进了经济基本面预期的改善,带来银行业估值的回升。但是我们认为上述数据仍旧处于历史低位,因此断言经济基本面已企稳可能为时过早。毕竟经济基本面的全面恢复增长需要房地产投资以及出口数据的恢复。

图 2: PMI 指数连续两个月反弹



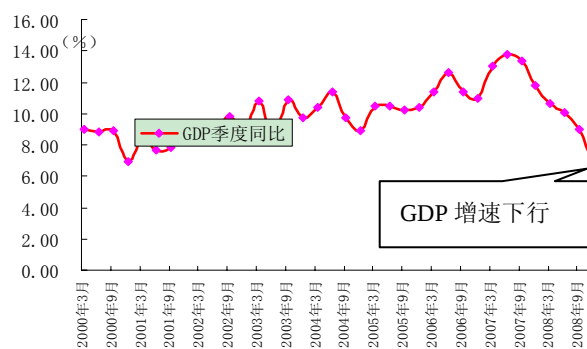
资料来源: 中国物流与采购联合会 中投证券研究所

图 3: 工业增加值与发电量有所反弹



资料来源: 万德资讯 国家统计局

图 4: GDP 季度同比创新低

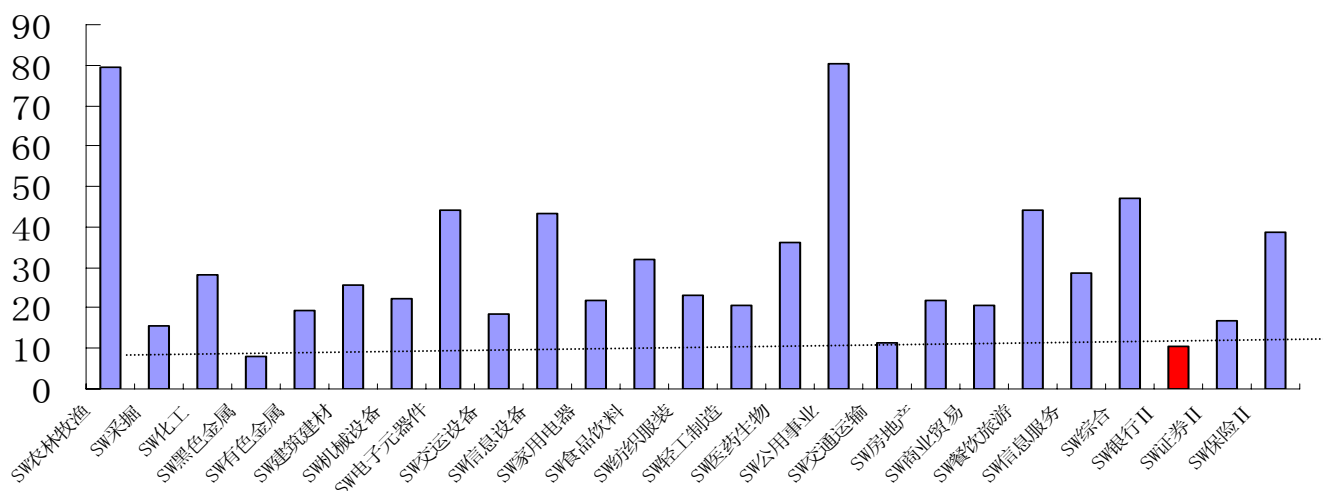


资料来源: 万德资讯 国家统计局

3、估值处于各板块低位，已到估值中枢上限

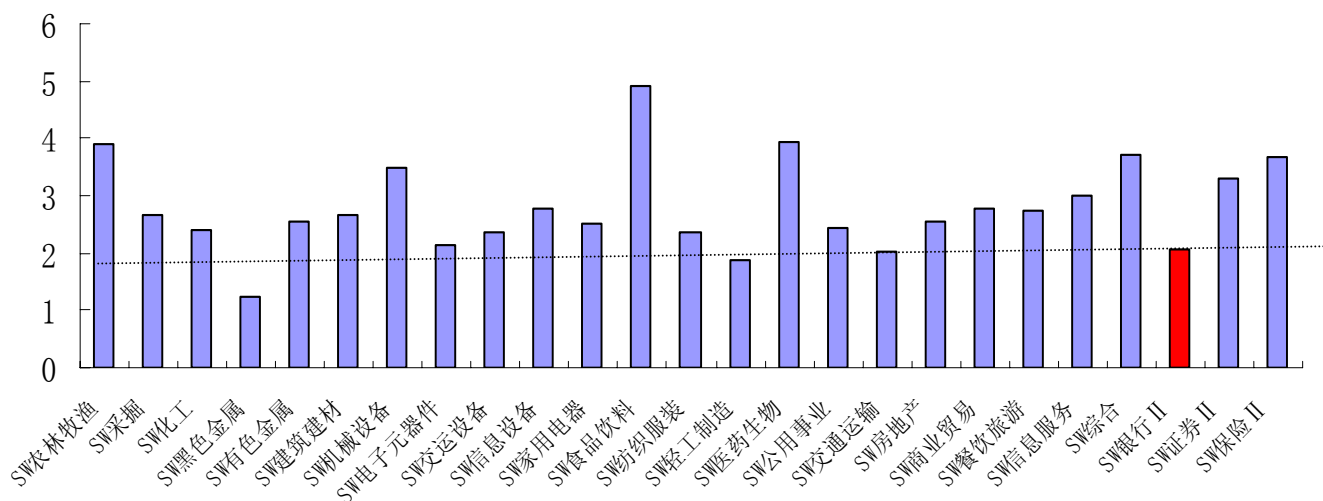
根据 2 月 4 日的收盘价格计算的按 TTM 计算的 PE 为 10X，在所有行业高于黑色金属行业；按照 3 季报计算的 PB 为 2.05X，在所有行业高于轻工制造与黑色金属。银行业的 PE、PB 估值在所有行业中处于相对较低的位置。

图 5：银行业 PE 估值处于各板块低点位置



资料来源：万德资讯 中投证券研究所

图 6：银行业 PB 估值处于各板块低点



资料来源：万德资讯 中投证券研究所

虽然目前银行业在各个行业板块中处于低位，但是按照我们 09 年策略报告中分析，银行业的动态估值中枢的上限在 2X，因此目前的估值水平到达估值中枢的上限。

4、投资策略－阶段性投资机会

08 年 12 月、1 月中国 PMI 连续两个月反弹，12 月的发电量以及工业增加值增速有所反弹，改变了过去加速下滑的趋势。而 1 月份巨量贷款的投放更放大了市场对实体经济改善的期待，经济基本面的风险有所释放，这些因素都促使银行业估值的回升，行业具备阶段性的投资机会。银行业板块从 1 月中旬的开始反弹已超过 15%，其中反弹较大的是敏感性较高、经营质量良好的中型银行，如兴业、浦发，这也是符合我们的预期。目前 08 年动态 PB 指标在 2.0X，已到达估值中枢的上限，安全边际有所下降。另外，剔除农行以及深发展剥离不良贷款的影响后，银行业 08 年四季度的不良贷款余额与不良贷款率都有所上升，贷款质量将继续考验上市银行的业绩，因此我们认为银行估值的进一步的提升有待基本面风险进一步释放；在估值进一步回升时，投资须逐步谨慎，维持行业“中性”评级。

表格 1: 上市银行盈利预测

	EPS07A	EPS08E	EPS09E	EPS10E	BVPS07A	BVPS08E	BVPS09E	BVPS10E
工商银行	0.24	0.36	0.33	0.37	1.84	1.86	2.01	2.21
建设银行	0.30	0.45	0.46	0.52	1.66	2.05	2.31	2.60
中国银行	0.22	0.29	0.29	0.34	1.81	1.98	2.16	2.38
交通银行	0.42	0.61	0.52	0.57	2.72	3.09	3.40	3.79
招商银行	1.04	1.69	1.54	1.73	4.62	6.03	7.15	8.49
中信银行	0.23	0.38	0.34	0.40	2.15	2.48	2.72	3.04
民生银行	0.34	0.53	0.43	0.47	2.67	3.12	3.49	3.92
浦发银行	1.26	2.02	1.52	1.77	6.50	8.58	9.83	11.37
兴业银行	1.75	2.35	1.98	2.27	7.78	9.81	11.21	12.98
华夏银行	0.50	0.78	0.58	0.69	3.11	5.58	5.97	6.52
深发展	0.98	0.20	1.66	1.83	5.67	4.97	6.43	8.08
北京银行	0.63	0.92	0.90	1.00	4.28	5.04	5.65	6.76
南京银行	0.62	0.81	0.80	0.91	5.41	5.78	6.35	7.02
宁波银行	0.42	0.58	0.50	0.55	3.21	3.60	3.80	4.22

资料来源: 公司数据 中投证券研究所

表格 2: 上市银行估值比较

重点公司	PE07A	PE08E	PE09E	PE10E	PB07A	PB08E	PB09E	PB10E	投资评级	变化
工商银行	16.00	10.7	11.6	10.4	2.1	2.06	1.91	1.74	推荐	维持
建设银行	13.97	9.2	9.1	8.1	2.5	2.04	1.81	1.61	强烈推荐	维持
中国银行	14.36	10.8	10.9	9.2	1.7	1.59	1.46	1.33	中性	维持
交通银行	14.02	9.7	11.3	10.3	2.2	1.91	1.73	1.55	推荐	维持
大型银行平均	14.6	10.1	10.7	9.5	2.1	1.9	1.7	1.6		
招商银行	13.94	8.6	9.4	8.4	3.1	2.41	2.03	1.71	强烈推荐	维持
中信银行	18.48	11.3	12.6	10.7	2.0	1.71	1.56	1.40	推荐	维持
民生银行	14.23	9.0	11.3	10.1	1.8	1.54	1.37	1.22	中性	维持
浦发银行	13.91	8.7	11.5	9.9	2.7	2.04	1.78	1.54	推荐	维持
兴业银行	11.60	8.6	10.2	9.0	2.6	2.07	1.81	1.56	推荐	维持
华夏银行	18.70	12.0	16.1	13.5	3.0	1.67	1.57	1.43	推荐	维持
深发展	13.31	65.7	7.9	7.1	2.3	2.62	2.03	1.61	推荐	维持
中型银行平均	14.9	17.7	11.3	9.8	2.5	2.0	1.7	1.5		
北京银行	17.19	11.8	12.0	10.8	2.5	2.15	1.92	1.60	推荐	维持
南京银行	17.05	13.0	13.2	11.6	2.0	1.83	1.66	1.51	推荐	维持
宁波银行	18.81	13.6	15.8	14.4	2.5	2.19	2.08	1.87	中性	维持
小型银行平均	17.7	12.8	13.7	12.3	2.3	2.1	1.9	1.7		
所有银行平均	15.4	14.5	11.6	10.2	2.4	2.0	1.8	1.5		

资料来源: 公司数据 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈水祥, CFA, 中投证券研究所银行业分析师, 货币银行学学士、金融学硕士, 4 年商业银行工作经历, 1 年证券行业从业经验。主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、招商银行、中信银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行、深发展 A。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434