

银行行业

2009年2月9日



行业研究

行业点评

跟踪评级：维持中性 - A

信贷增长及经济出现复苏迹象催生估值回升

核心观点：

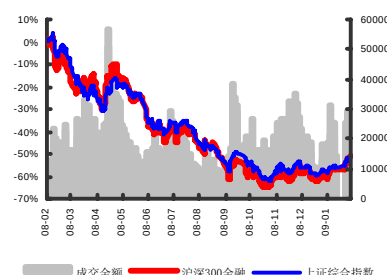
1. 银行股近期表现较为强劲一方面是因为宏观经济出现触底复苏的迹象，一方面是因为货币信贷的大幅增长。在主要发达经济体银行紧缩信贷的环境下，中国银行业的信贷却表现出超预期的增长势头，这显示出宽松的货币政策及积极财政政策已初见成效。如果经济真的能够由此逐步复苏，那么银行的基本面将面临改善的机遇。

2. 信贷的大幅增长有利于提高贷款在生息资产中的占比，有利于减轻息差下降的压力。同时信贷的增长也显示目前较低的资金利率获得了需求方的认可，这可能减缓央行进一步降息的步伐和空间，从而使银行息差下降的压力减低。

3. 信贷增长迅猛，主要原因有以下几个方面：1. 银行在信贷投放上一直遵循“早投放，早受益”的原则。09年由于受四万亿政府投资计划刺激，银行加大对政府主导投资项目的支持力度，对于好的项目银行都采取先下手为强的策略，预计一季度新增贷款占比将创新高；2. 由于基础货币投放加大、银行存款的持续增长，银行的流动性非常充裕。为了提高资金运用收益，对冲降息对息差造成的不利因素，银行加大信贷投放的意愿比较强烈；3. 由于贷款规模限制解除，前期压抑的信贷需求得以释放。08年由于紧缩信贷，银行纷纷以理财产品的方式将信贷转为表外业务。信贷规模放松后，银行新发行信贷理财产品的积极性明显下降，同时原有的信贷理财产品也由于企业提前还贷而提前结清，银行转而向企业发放新的贷款，以此增加信贷规模；4. 持续降息后，融资成本明显下降，贷款的吸引力上升，同时由于银行贷款已无额度控制，贷款申请更易获得批准，一些原本准备发行企业债及短期融资券融资的企业转向银行。我们认为在以上因素的推动下，上半年银行新增贷款仍将保持较快的增长势头。

4. 银行在扩张中保持谨慎。一个不容忽视的因素是，我们看到近期新增贷款结构中票据贴现占了很大的比重，11、12月连续两个月票据贴现额都在2000亿元以上，而1月份光工行的票均贴现就达到1350亿元。我们认为促使银行大量进行票据贴现的一个重要原因是银行流动性充裕，资金运用压力大，但是在当前经济环境下银行对于投放一般贷款还是比较慎重，在短期内无法识别充足的有效贷款的情况下，银行更愿意将资金配置在低风险的票据上。票据贴现期限短，流动性强，风险低，能够满足银行做大规模及风险控制的要求，同时也响应政府“保增长”

沪深300金融指数走势：



研究员：邓婷

电话：010—84183228

E-mail: dengting@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

号召的需要。不过，但考虑到银行票据供给的激增已经使得票据贴现的利率不断走低，目前贴现利率已经逼近银行的资金成本，这将使得贷款增长对银行业绩的实质贡献打折扣。

5. 市场对于银行资产质量的担心有所减轻。银行的资产质量是否会出现显著恶化主要取决于经济调整的时间长度和幅度。12月、1月份的经济数据都出现了小幅回暖迹象，这使得对于宏观经济基本面的预期出现好转。如果宏观经济真像绝大多数市场预期的那样在经历了08年三季度以来至09年二季度的困难时期后在下半年逐复苏，那么资产质量风险对于银行的威胁将随着经济的逐步复苏而减小。对于新增大量贷款的风险，我们的看法是银行对于贷款发放还是比较谨慎的，审核标准并没有放松，其信贷投向还是遵循结构性有保有压政策，国有股份制银行更多地要承担保增长的政策风险，但自主经营能力强的中小股份制银行则有更多的主动性。我们一直认为对于银行的资产质量不要过于悲观，经过近几年的改制上市后，银行业的公司治理、风险管理水平不断提高、同时资本实力和拨备水平的大幅提高也增强了银行应对经济下滑风险的承受能力。我们认为，政府宽松的货币政策和积极财政政策，以及一系列的产业振兴和刺激内需的具体方案对实体经济产生的积极作用将传递至银行，降低经济调整给银行带来的资产质量风险。

6. 目前，虽然宏观经济仍然处在困难当中，但是充裕的流动性和宏观经济基本面预期好转显然已经使得市场对银行股的信心得到了明显恢复，从而促成银行股估值水平的回升。我们认为，这在很大程度上是对前期宏观经济悲观预期及美国次贷危机双重打击给银行股股价带来的过度调整的修正，是银行股估值的理性回归。经过这段时间的上涨，我们看到银行股的整体估值水平仍然处于偏低的水平，上市银行08年平均静态市盈率为11倍（除深发展外），平均PB为2倍，而09年的平均动态PE也只有11.3倍，PB只有1.77倍。我们认为如果经济复苏能够得以持续，则银行股的估值仍然有上升空间，考虑到银行股相对券商及保险股具有更稳定的盈利能力和业绩，我们认为银行股的PE估值有望回升至12-15倍的区间，而PB股则可升至2.5-3倍的区间。虽然银行股在整体上跑赢大盘还需要宏观经济实质性复苏及行业盈利驱动因子的重新启动，例如息差企稳回升、信贷成本稳定、中间业务收入获得新的增长动力等。但是短期经济预期及资金面的好转以及其相对低估值仍然能够提供波段性操作机会，尤其是在中小型银行上，我们建议短期内继续关注近来表现较强的深发展、兴业银行以及PB估值较低的华夏银行、民生银行，从中长期来看我们建议关注招商银行、浦发银行。

表1：上市银行盈利预测及估值一览

	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08BVPS	09BVPS	08PB	09PB
工行	0.33	0.33	11.88	11.88	1.805	2.06	2.17	1.90
中行	0.27	0.26	12.15	12.62	1.84	2.03	1.78	1.62
建行	0.43	0.44	9.95	9.73	2.15	2.48	1.99	1.73
交行	0.57	0.54	10.70	11.30	2.93	3.28	2.08	1.86
招商	1.60	1.66	9.37	9.03	5.99	7.42	2.50	2.02
中信	0.34	0.31	12.79	14.03	2.5	2.73	1.74	1.59
浦发	2.21	2.01	7.95	8.74	7.29	9.08	2.41	1.93
兴业	2.27	2.07	8.84	9.70	9.8	11.5	2.05	1.75
民生	0.57	0.53	8.70	9.36	3.16	3.56	1.57	1.39
华夏	0.76	0.73	12.49	13.00	5.6	6.2	1.69	1.53
深发展	0.20	1.28	65.65	10.26	5.15	6.4	2.55	2.05
北京银行	0.86	0.84	12.53	12.83	5.22	5.92	2.07	1.82
南京银行	0.87	0.92	11.93	11.28	6.07	6.77	1.71	1.53
宁波银行	0.59	0.54	13.42	14.78	3.5846	3.97	2.23	2.01
平均	-	-	11	11.32			2.04	1.77

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。