

2009-02-08

银行

维持

增持

银行业周报：银行股投资面临风格转换

◇ 09 年周报第一期

◆ 市场回顾：风格转换可期：

基于宏观经济面的积极信号以及行业的估值潜力，我们在本周上调了行业评级。不论从 DDM 绝对估值来看，还是与国外银行或 A 股其他板块的估值水平相比，银行股都具有明显的上升空间。当前的信贷投放速度在 1 季度内可望延续，将为银行板块继续提供估值反弹的催化剂。但投资者应警惕市场对贷款数据敏感度的下降。

我们认为，在经过中型股份制银行的领涨之后，银行板块投资风格将出现转换。基于相对估值的优势，大银行将拥有更多的表现机会。事实上，上周后两个交易日我们已经看到这种风格转换格局初现端倪。

◆ 基本面回顾：银行间市场利率有积极变化：

近期银行间市场的利率结构发生对商业银行有利的积极变化。一方面拆借和回购利率维持在低位，从而有助于银行降低资金成本；另一方面债券收益率发生明显反弹。这种结构性变化对银行业的净利息收入增长构成利好。

信贷增量可能在 1 季度后回落。我们认为，银行放贷力度近期有望延续，原因在于各家银行要为完成全年放贷任务留足安全边际，而政府主导的基建项目对收益不敏感。而一季度后将有三个因素影响后续贷款增量，分别是基建项目放款潜力的充分释放、银行放贷任务的高完成度以及不良上升导致的惜贷情绪。

商业银行开始囤积廉价附属资本。前期债券收益率的下降为银行获取廉价资本提供了良机。近期建行、民生等先后公告将发行 400 亿和 50 亿元次级债或混合债。

◆ 观点交流和投资建议：

我们主要采用 PB/ROA(多年平均)作为银行估值指标，原因在于该指标能够克服银行估值的周期波动性和财务杠杆率差异性，相比其他估值指标具有优越性。例如，华夏银行的高 PB 增发之后，PE 和 PB/ROE 估值都会出现恶化，只有 PB/ROA 指标能正确衡量银行投资价值的提升。

个股上继续推荐中行、交行、建行和民生。其中，前三家银行与估值优势推动的行业投资风格转换有关，民生则体现出相对其他股份制银行的估值潜力。

分析师：

金麟

021-50818887-213

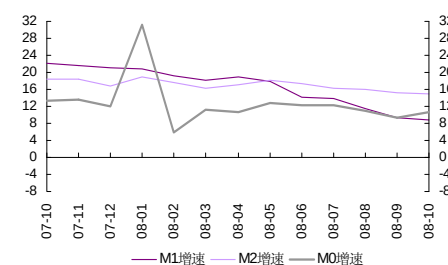
jlinlin@ebsecn.com

蔡荣

021-50818887-232

cairong@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
601169	北京银行	10.78	0.54	0.91	1.13	增持
601009	南京银行	10.38	0.50	0.85	0.95	中性
002142	宁波银行	7.98	0.38	0.61	0.79	中性
601939	建设银行	4.28	0.30	0.45	0.47	增持
601328	交通银行	6.10	0.42	0.69	0.67	增持
601166	兴业银行	20.07	1.72	2.51	1.78	中性
601398	工商银行	3.92	0.24	0.37	0.44	增持
600015	华夏银行	9.49	0.42	0.89	0.93	中性
600036	招商银行	14.99	1.04	1.79	1.85	增持
600016	民生银行	4.96	0.34	0.61	0.42	增持
600000	浦发银行	17.56	0.97	2.50	2.87	增持
000001	深发展 A	13.19	0.85	1.68	1.87	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1、市场回顾：风格转换可期

由于节前的强势表现，本周银行股的走势表现出一定的调整需要，涨幅略低于沪深 300。从绝对收益来看，单周亦上涨了 8.71%，势头不减。即使如此，不论从绝对估值，还是相对于西方同业或者 A 股其他板块，银行业的估值水平仍然明显偏低。基于宏观经济面的积极信号以及行业的估值潜力，我们重新评估了投资思路，并在本周上调了行业评级。

风格转换格局已经形成。此轮行情的特征是中型股份制商业银行的强劲反弹。由于市场对宏观经济的预期日益稳定，前期超跌的兴业、浦发、深发展、华夏等进攻型股票获得估值修正的机会，率先引领了板块的反弹。至上周末，上述中型股份制银行均有 20-35% 的涨幅，而大银行和小银行的表现稍弱。正因此，目前板块内大银行和小银行的估值更具优势。根据 PB/5 年平均 ROA 来看，估值排序处于上半区的银行为南京、宁波、中行、建行、交行、民生、中信。小银行各有难念的经（如南京受制于降息预期趋缓，宁波则受到当地经济的较大困扰），但对大银行来说，包括外资银行抛售等利空都已释放。因此在本周后两个交易日我们看到风格转换的格局已经得到体现，中行、交行等大银行开始有领先的表现。我们认为，大银行可望成为下一波的领涨品种。

表 1：本周部分中型银行上涨动力已显不足

	期初价格	期末价格	期间涨幅	排序
工商银行	3.66	3.92	7.10%	10
建设银行	4.00	4.28	7.00%	11
中国银行	3.06	3.28	7.19%	9
交通银行	5.48	6.10	11.31%	3
招商银行	13.51	14.99	10.95%	4
民生银行	4.54	4.96	9.25%	5
中信银行	4.02	4.35	8.21%	6
兴业银行	18.68	20.07	7.44%	8
浦发银行	16.69	17.56	5.21%	14
华夏银行	8.28	9.49	14.61%	1
深发展 A	11.64	13.19	13.32%	2
北京银行	10.22	10.78	5.48%	13
南京银行	9.82	10.38	5.70%	12
宁波银行	7.42	7.98	7.55%	7
Wind 银行类	1508.48	1639.94	8.71%	
沪深 300	2032.68	2237.28	10.07%	

资料来源：光大证券研究所

表 2：大银行的估值潜力构成行业风格转换动力

期初估值	PE					PB					PB/2005-2009 年平均 ROA				
	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序
工商银行	14.91	10.31	13	11.30	9	2.27	2.00	12	1.85	12	253	222	12	206	12
建设银行	13.52	8.43	7	9.52	3	2.22	1.92	9	1.77	9	196	169	4	156	4
中国银行	12.52	9.85	11	10.45	5	1.83	1.64	6	1.51	6	189	169	3	156	3
交通银行	13.01	8.11	6	9.52	4	2.09	1.74	7	1.58	7	215	178	5	163	5
招商银行	13.03	7.37	5	9.07	2	2.92	2.19	13	1.90	13	261	195	9	170	6
民生银行	10.38	6.63	2	11.08	8	1.31	1.29	1	1.20	1	185	181	6	170	7

中信银行	18.93	9.69	10	12.78	11	1.86	1.60	5	1.49	4	218	187	7	174	9
兴业银行	10.88	7.29	4	10.52	6	2.40	1.86	8	1.67	8	276	214	10	192	10
浦发银行	13.22	7.07	3	11.92	10	2.57	2.31	14	2.07	14	369	331	13	298	13
华夏银行	16.55	9.07	9	17.63	14	2.66	1.58	4	1.39	3	619	368	14	322	14
深发展 A	10.07	6.29	1	8.16	1	2.05	1.47	2	1.31	2	307	219	11	195	11
北京银行	19.01	10.11	12	13.19	12	2.39	1.98	10	1.79	10	230	191	8	173	8
南京银行	19.83	8.63	8	10.74	7	1.81	1.57	3	1.49	5	125	108	1	102	1
宁波银行	19.50	11.42	14	14.41	13	2.31	1.98	11	1.83	11	170	146	2	135	2

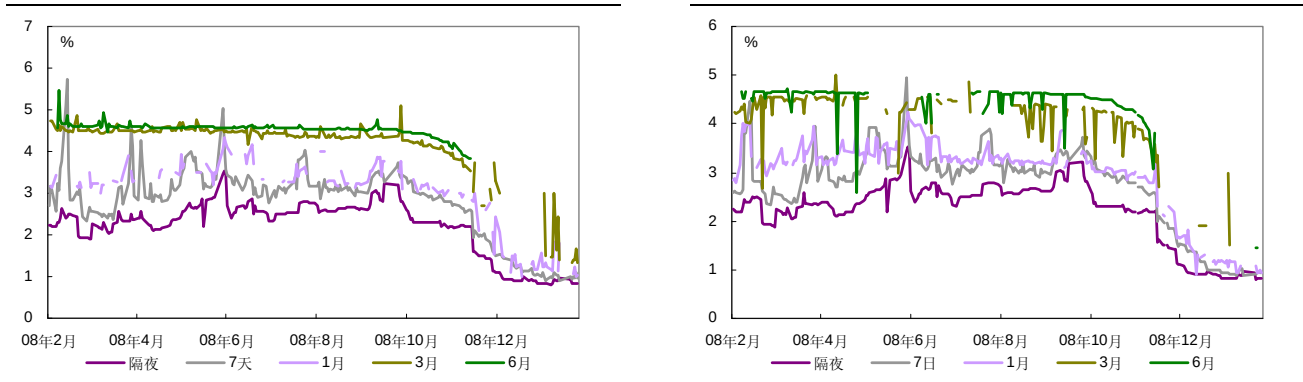
期末估值	PE					PB					PB/2005-2009 年平均 ROA				
	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序	2007	2008E	排序	2009E	排序
工商银行	15.97	11.04	13	12.11	9	2.43	2.14	12	1.98	12	271	238	11	220	11
建设银行	14.47	9.02	6	10.19	3	2.38	2.06	9	1.89	9	210	181	4	167	3
中国银行	13.43	10.56	11	11.21	5	1.96	1.75	5	1.62	6	202	181	3	167	4
交通银行	14.48	9.03	7	10.60	4	2.33	1.94	7	1.76	7	239	199	6	181	5
招商银行	14.46	8.18	5	10.06	2	3.24	2.43	14	2.11	13	290	217	9	188	9
民生银行	11.34	7.24	2	12.11	8	1.43	1.40	1	1.32	1	202	198	5	185	7
中信银行	20.48	10.48	10	13.83	11	2.02	1.73	4	1.61	5	236	202	8	188	8
兴业银行	11.69	7.84	4	11.30	6	2.58	2.00	8	1.80	8	296	230	10	207	10
浦发银行	13.91	7.44	3	12.55	10	2.70	2.43	13	2.18	14	388	348	13	313	13
华夏银行	18.97	10.40	9	20.21	14	3.05	1.81	6	1.59	4	709	422	14	369	14
深发展 A	11.42	7.13	1	9.25	1	2.33	1.66	3	1.48	2	348	248	12	221	12
北京银行	20.05	10.66	12	13.91	12	2.52	2.08	10	1.89	10	243	201	7	183	6
南京银行	20.96	9.12	8	11.35	7	1.92	1.66	2	1.57	3	132	114	1	108	1
宁波银行	20.98	12.28	14	15.50	13	2.49	2.13	11	1.96	11	183	157	2	145	2

资料来源：光大证券研究所

2、基本面回顾：银行间市场利率有积极变化

近期银行间市场的利率结构发生对商业银行有利的积极变化：一方面拆借和回购利率维持在低位，另一方面债券收益率发生明显反弹。我们知道，中国商业银行当前资金业务的现状是“将存贷业务中形成的资金沉淀以及同业往来形成的资金沉淀加以投资，并获得期限溢价”的格局。因此，拆借和回购利率走低意味着银行资金成本的降低（同时还有助于抑制协议存款的成本），而债券收益率的反弹提升了银行的收益水平。此外，SHIBOR 保持在低位继续有助于银行的票据贴现上量。

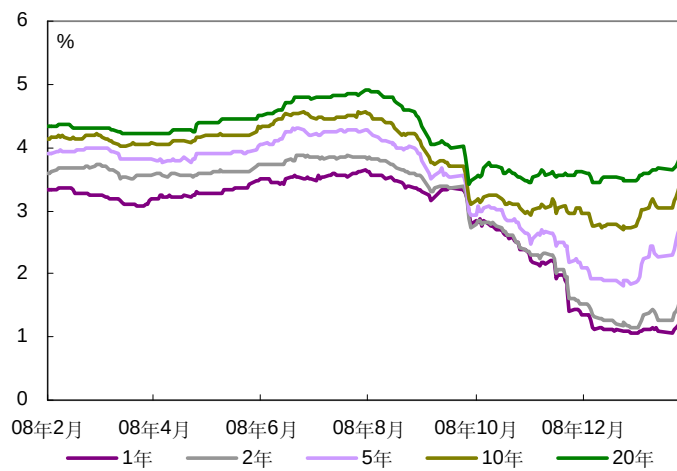
图 1：拆借（左）和回购（右）利率保持在低位有助于银行降低资金成本



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

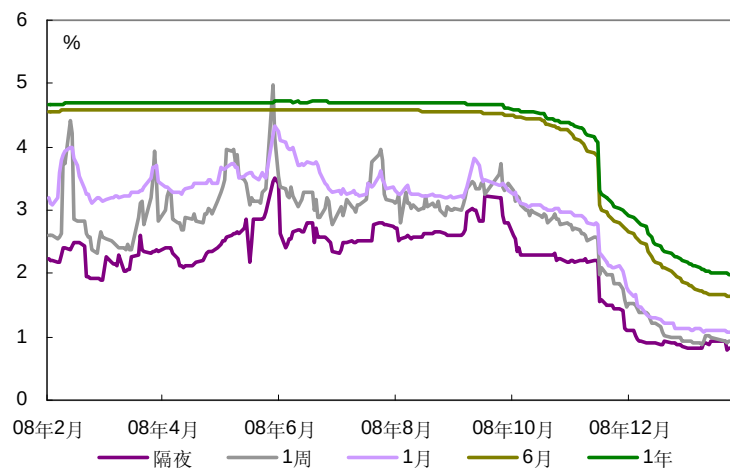
资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图 2：国债收益率的反弹有助银行稳定投资收益率



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

图 3：SHIBOR 维持低位将有助继续刺激票据贴现需求



资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

信贷增量可能在 1 季度后回落。从近期公布的工行 1 月份信贷数据可总结几个特点：（1）票据贴现占比高。工行当月 2521 亿元的贷款增量中票据贴现占到 1350 亿元，占比 53.55%。这与该行在票据业务方面拥有

专属票据中心等竞争优势有关，但背后还有一个推动因素是银行议价地位的下降。正如我们在年度策略中预测的，信贷额度下限管理使得信贷市场供求结构已经从卖方市场转为买方市场，导致贴现量增长须由利率下行来激发。因此我们看到，SHIBOR的不断下降是近期以来贴现放量重要基础。(2)基建贷款占比高。在该行1171亿元的贷款增量中，项目贷款有693亿元，主要投向电网、核电、铁路、公路等领域的国家重点项目建设，占比近60%，而对一般实体企业的贷款并未有明显增长。这一点与我们所了解到的，银行并未放松信贷审批标准是一致的。这一点有助于缓解市场对银行新增贷款质量的担忧。(3)消费信贷有所回暖。工行1月份个贷新增160亿元，其中按揭贷款增加132亿元，是2008年全年增量的20%。但由于贷款利率下浮，银行收益率明显下降，这一点从工行存量房贷七折态度上的反复得到侧面反映。

银行放贷力度近期有望延续，原因在于各家银行要为完成全年放贷任务留足安全边际，而政府主导的基建项目对收益不敏感，可接受早放款的利息损失。一季度后将有三个因素影响后续贷款增量，分别是基建项目放款潜力的充分释放、银行放贷任务的高完成度以及不良上升导致的惜贷情绪。

商业银行开始囤积廉价附属资本。前期债券收益率的下降虽然降低了银行投资收益率，但也为银行获取廉价附属资本提供了良机，特别是在巴塞尔协议二期实施日近的情况下。因此，近期建行、民生等先后公告将发行400亿和50亿元次级债或混合债。

3、观点交流和投资建议

银行业估值指标应关注PB/ROA。关于银行股应选择怎样的估值指标来进行合理估值，我们此前在多份报告中都不同程度地进行了探讨，并在《透视财务杠杆背后的银行真实价值》一文中有深入的剖析，提出PB/加权风险资产收益率这个指标能解决银行股估值面临的两个特殊性，即**周期波动性**和**财务杠杆率差异**问题。在中国银行业当前的现状下，PB/ROA也可以作为有效替代，以解决加权风险资产预测较难的问题。

这里只简单谈谈PB/ROA相对于PE或者PB/ROE所具有的更高的有效性。银行业的周期性意味着应该从完整周期而非当期来评估银行资产的盈利能力，而这是PE估值无法克服的。另一方面，PB/ROE虽然可以通过考察完整周期的ROE来克服周期性，却面临财务杠杆差异的问题。正是由于财务杠杆的差异性问题，造成PB/ROE无法解释高PB增发等现象。例如，华夏的高PB增发充实资本并降低财务杠杆率之后，其投资价值得到提升，但EPS的摊薄却造成PB/ROE指标变得不具吸引力，从而发出错误信息。而PB/ROA就解决了这个问题，高增发之后该指标将发生改善。

个股推荐中行、交行、建行和民生。基于PB/ROA，目前估值具有相对优势的银行包括以上4家银行，详见第3页的估值表。这一名单与我们调高评级的报告中的推荐名单一致，理由也基本相同，具体如下：

中行：从基本面来看，今年净利润增长情况要明显好于同业。一方面是去年巨大的投资亏损将显著收窄，另一方面是受国内降息周期影响较小。同时中行这一轮涨幅最小，各项估值指标都体现出明显的补涨潜力。

建行：基本面较稳定，但在此轮行情中的表现也很差，因此目前来看特别是就PB/ROA来说估值具有较强吸引力，具备较大补涨潜力。

交行：此轮表现也没有跟上行业的平均涨幅，因此目前股价已经有所低估。该行的世博会赞助商身份也可能被作为炒作的题材。具备较大的补

涨潜力。

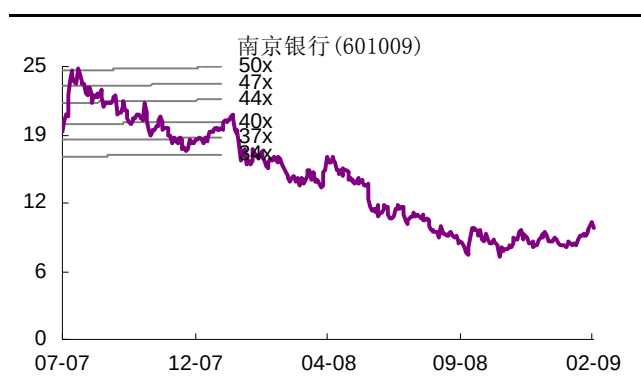
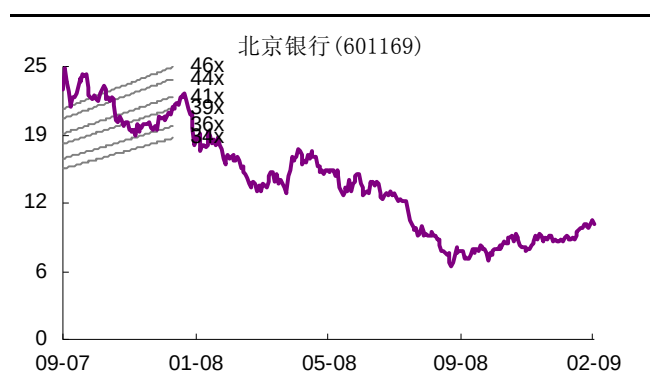
民生：此轮表现落后行业，更落后于其他规模扩张能力强的中型股份制银行。其 PB 同业中最低，并考虑到资产盈利能力，PB/ROA 显示估值较明显地低于其他中型股份制银行。有补涨空间。调高评级至“增持”。

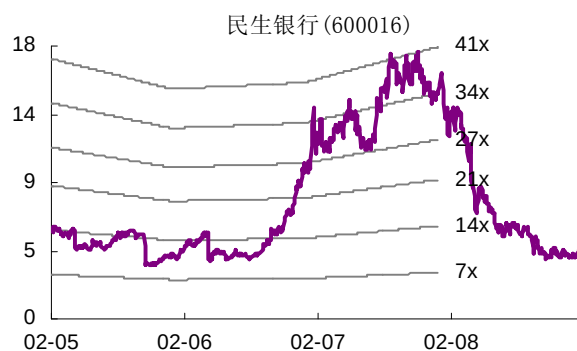
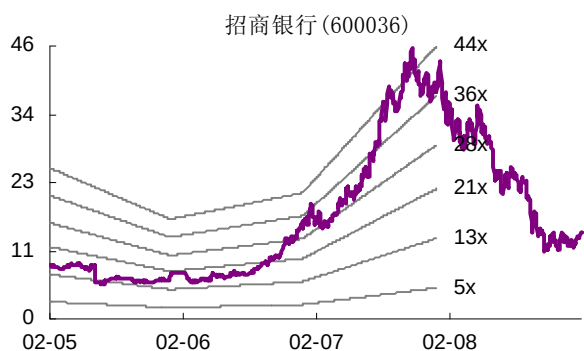
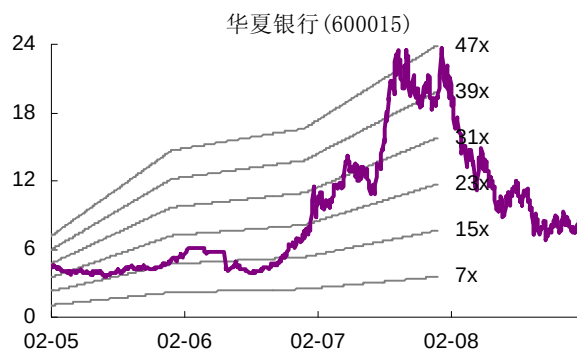
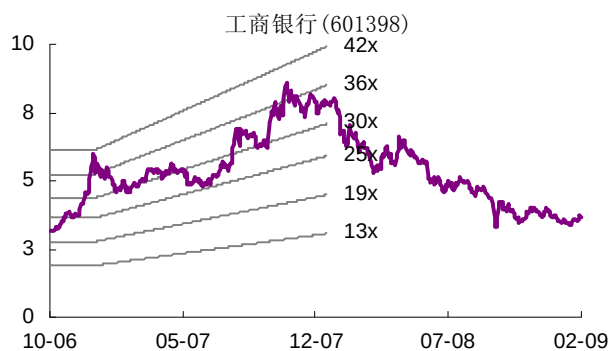
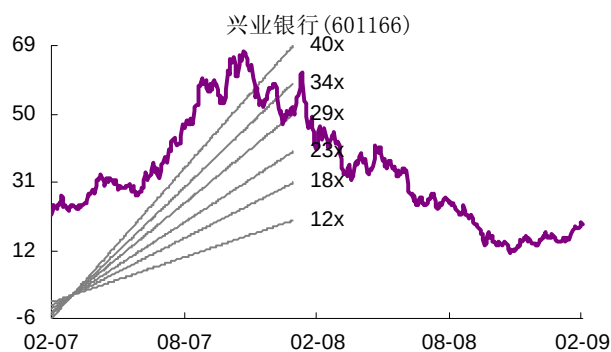
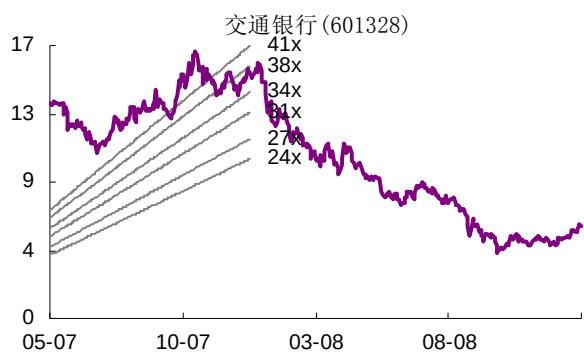
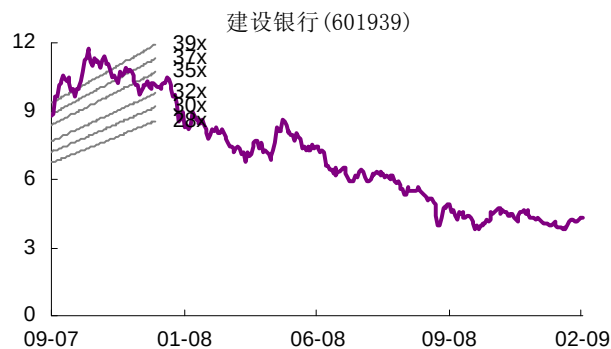
行业重点上市公司评级与估值指标

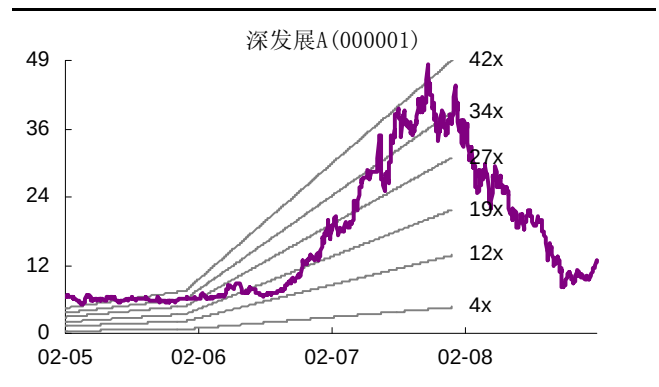
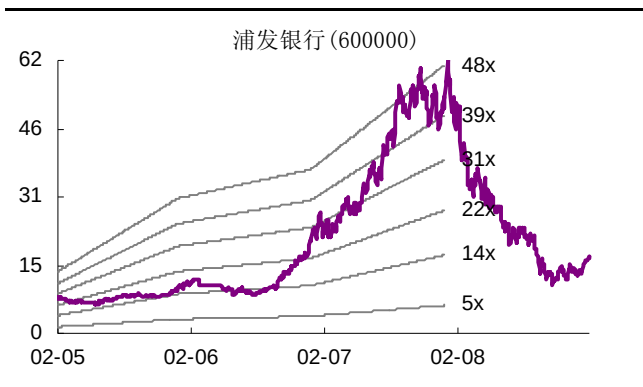
证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
601169	北京银行	10.78	3,955	0.54	0.91	1.13	20.1	11.9	9.5	2.5	2.1	中性	增持
601009	南京银行	10.38	1,161	0.50	0.85	0.95	21.0	12.3	10.9	1.9	1.7		中性
002142	宁波银行	7.98	1,053	0.38	0.61	0.79	21.0	13.1	10.1	2.5	2.2	增持	中性
601939	建设银行	4.28	9,000	0.30	0.45	0.47	14.5	9.4	9.2	2.4	2.1	增持	增持
601328	交通银行	6.10	15,955	0.42	0.69	0.67	14.6	8.9	9.1	2.3	1.9	增持	增持
601166	兴业银行	20.07	3,980	1.72	2.51	1.78	11.7	8.0	11.3	2.6	2.0	中性	中性
601398	工商银行	3.92	14,950	0.24	0.37	0.44	16.1	10.5	8.9	2.4	2.1	增持	增持
600015	华夏银行	9.49	2,201	0.42	0.89	0.93	22.5	10.7	10.2	3.6	2.4		中性
600036	招商银行	14.99	7,246	1.04	1.79	1.85	14.5	8.4	8.1	3.2	2.4	增持	增持
600016	民生银行	4.96	17,895	0.34	0.61	0.42	14.7	8.2	11.8	1.9	1.5	增持	增持
600000	浦发银行	17.56	5,012	0.97	2.50	2.87	18.1	7.0	6.1	3.5	2.4	增持	增持
000001	深发展 A	13.19	2,785	0.85	1.68	1.87	15.5	7.8	7.1	3.1	2.0	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图







资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

金麟：2002年毕业于西安交通大学，获金融学硕士。毕业后就职于交通银行。2007年11月加盟光大证券研究所，现为银行业分析师。

蔡荣：北京大学经济学博士，曾先后于法国奥弗涅大学国际发展研究中心、上海浦东发展银行博士后工作站从事研究工作。2007年10月加盟光大证券研究所，现为银行业分析师。

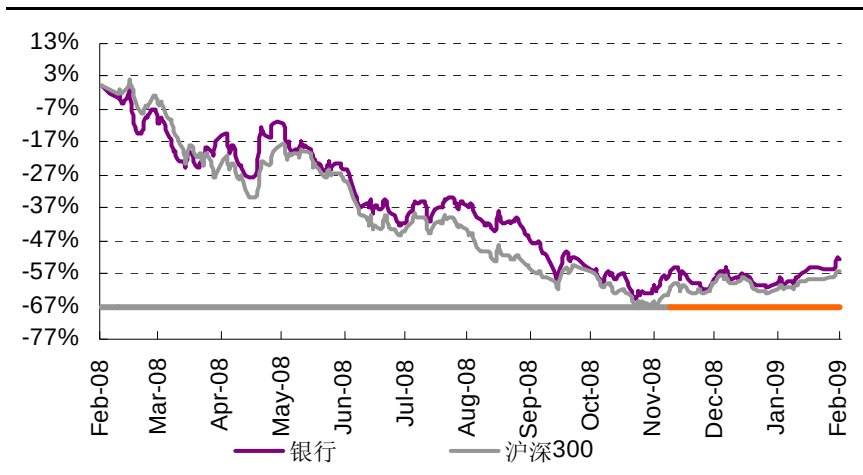
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师：金麟



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-11-13	中性
2008-12-15	中性
2008-12-16	中性
2009-01-18	中性
2009-02-05	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。