

李珊珊
 010-88087417
 liss@cmschina.com.cn

2009年2月23日

估值回归合理区间 短期继续关注中小银行

银行业2009年2月月报

金融

银行

推荐（维持）

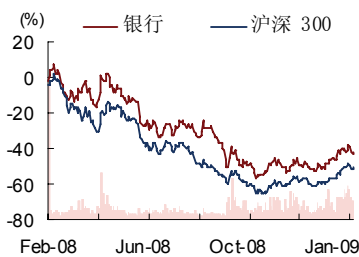
上证指数 2306

行业规模

		占比%
股票家数（只）	14	1.0
总市值（亿元）	35833	22.5
流通市值（亿元）	7278	12.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.9	-23.6	-46.6
相对表现	-9.8	-16.1	5.7



相关报告

- **多重因素综合致 1 月巨量信贷投放。**1 月新增人民币贷款 1.62 亿元，远超市场预期，这是大型项目集中上马，票据超速投放，信贷表内转表外等多重因素共同导致的。我们判断 2 月份是项目投放的断层期，国家也适度收缩了流动性，信贷投放量环比可能出现大幅下滑，但同比多增仍将较明显，而由于各级投资项目仍在陆续上马，信贷政策依然宽松，预计 3 月信贷投放量环比仍可能反弹。从大的趋势看，信贷投放速度趋缓，但流动性宽松的局面短期难以出现逆转。由于营业网点、储备项目和政府资源等优势，1 月大银行信贷投放速度明显高于中小银行，但预计今年中小银行信贷增亦将保持较快水平。
- **2 月票据利率回升，预计票据投放比例将逐步下降。**1 月份票据融资投放比例较高主要是由于银行做大贷款规模和资金配置需要，票据利率较低导致对信贷的替代以及套利需求，预计 2 月份开始票据贴现占比逐步下降。原因一是银监会调查票据真实需求可能会提高银行对票据真实贸易背景的审查标准，二是近期票据贴现利率的回升降低票据套利空间和票据需求。
- **商业银行理财产品发行速度继续大幅放缓。**1 月国内 29 家商业银行共发行银行理财产品 208 款，环比下降 52.3%，相比 2008 年每月平均发行数降幅超过 57%，当然这其中也有假期因素，但大幅放缓趋势是确定的。在人民币理财产品中，下降最为明显的是 08 年理财市场的热点，信贷与票据资产类理财产品。
- **维持银行业推荐评级，建议短期继续关注部分中小银行。**流动性驱动行业估值回归合理区间。目前银行股 09 年动态 PE 和 PB 的算术平均分别为 10.8 和 1.8 倍，历史纵向比较仍较低，不过考虑当前经济尚存一定不确定性，处于合理区间，横向比较仍具相对估值优势。流动性驱动的行情对大市值的银行股不利，1 月份以来多数中小银行表现好于大势。银行股 1 季报业绩较为确定，短期无大利空，部分中小银行短期可继续关注。我们继续推荐估值较低的民生和业绩较确定的北京银行，并建议关注南京银行的交易性机会。招行 09 年整体经营风格较为保守，业绩出现惊喜的可能性不大，但如果 3 月 2 日 47.99 亿股限售股解禁导致大幅下跌，亦可提供买入良机。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
民生银行	4.9	0.44	0.49	0.51	9.9	9.6	1.5	强烈推荐-A
招商银行	14.4	1.04	1.38	1.43	10.4	10.1	2.2	强烈推荐-A
北京银行	10.8	0.54	0.90	0.96	12.0	11.3	1.9	审慎推荐-A
工商银行	3.8	0.24	0.34	0.36	11.2	10.8	1.8	审慎推荐-A
建设银行	4.3	0.30	0.45	0.46	9.4	9.3	1.7	审慎推荐-A
华夏银行	9.2	0.50	0.62	0.73	14.7	12.6	1.5	审慎推荐-B
浦发银行	16.8	1.26	2.21	1.87	7.6	9.0	1.8	审慎推荐-A
兴业银行	19.0	1.72	2.27	2.35	8.4	8.1	1.6	审慎推荐-A
深发展	13.6	1.16	0.19	1.29	70.5	10.5	2.2	审慎推荐-A
中国银行	3.3	0.22	0.29	0.31	11.2	10.8	1.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

一、多重因素综合致 1 月巨量信贷投放

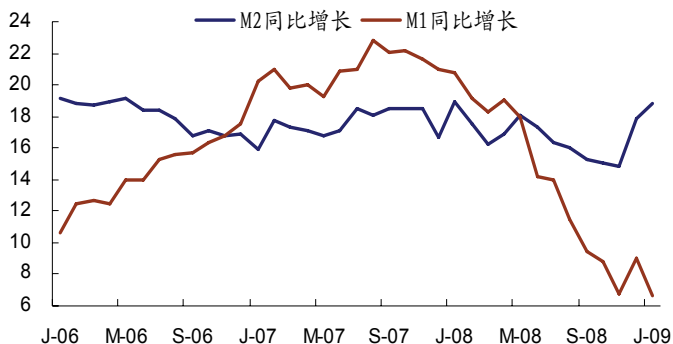
1 月新增人民币贷款 1.62 万亿元，远超市场预期，是由于项目集中上马，票据投放比例高，信贷表内转表外（去年信贷规模紧缩，大量银行将存量贷款通过信贷资产理财产品转到表外，而今年，企业提前终止信贷资产理财产品而重新借入贷款）等多重因素共同导致的。由于 2 月份有项目断层因素，另外国家也通过加快央票发行频率等方式适度收缩流动性，预计 2 月份信贷投放环比将出现显著下降，但由于国家和地方投资项目仍在陆续上马，国家信贷政策依然宽松，预计信贷投放量同比多增仍将较为显著。且 3 月份信贷投放可能环比再次上升。从大的趋势看，信贷投放速度环比趋缓，但流动性宽松的局面短期不会出现逆转。

从贷款结构看，1 月主要投向票据融资和短期贷款，但新增中长期贷款量也很大。当月新增短期贷款 4025 亿元，新增票据融资 6239 亿元，新增中长期贷款 5822 亿元。1 月新增居民贷款 1214 亿，同比少增 141 亿，但环比翻了一倍以上。

由于营业网点、储备项目和政府资源等优势，1 月大银行信贷投放速度明显高于中小银行。但预计今年中小银行信贷增速整体上仍将保持较快水平。

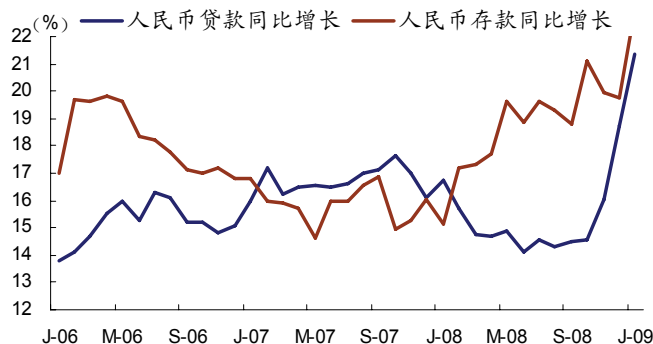
1 月贷款巨量投放而企业存款仅小幅增长，主要是由于春节因素导致企业存款转入储蓄存款。

图 1：2006.1-2009.1 M1 和 M2 同比增速



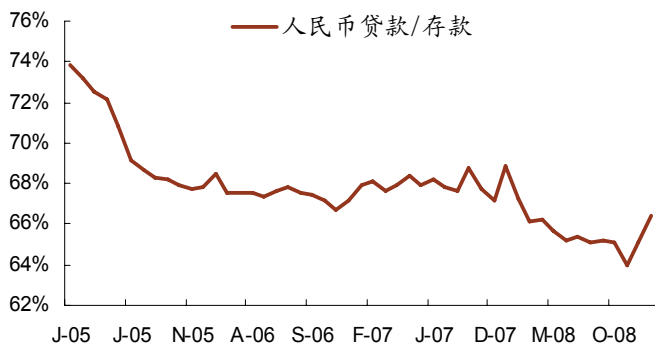
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 2：2006.1-2009.1 人民币存贷款同比增长



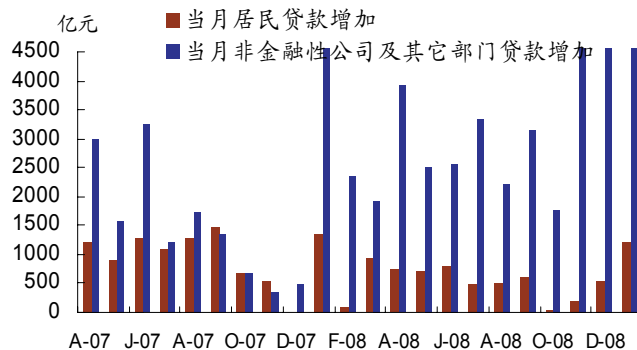
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 3：2005.1-2009.1 人民币存贷比

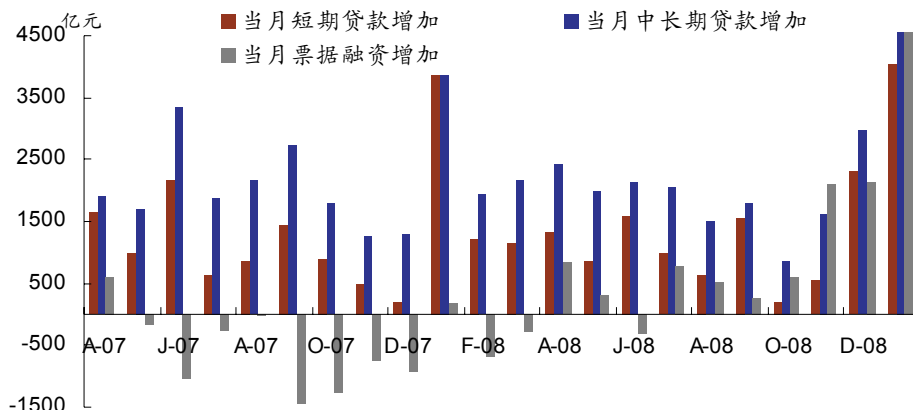


资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 4：2007.4-2009.1 当月居民和非金融公司贷款投放



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图5：2007.4-2009.2 当月新增各类贷款


数据来源：中国人民银行 招商证券研发中心

二、票据投放比例高的原因分析和趋势判断

我们认为 1 月份票据融资投放比例较高主要有以下几方面的原因：

一、随着息差收窄，银行必须做大贷款规模来弥补息差下降的影响。虽然票据利率比贷款低很多，但银行流动性充裕，资金配置渠道有限，票据贴现利率仍高于超额准备金和同业拆借利率，而且承兑汇票由于有银行的信用做担保，风险相对较低（各大银行披露的票据不良率均为 0），所以只要能弥补资金成本，对银行来说还是有收益的。

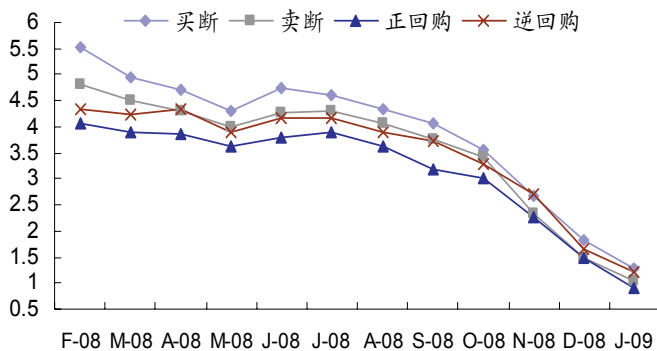
二、企业的融资需求发生了变化，票据融资成本远低于贷款。去年由于贷款和票据利率差距不大，企业更愿意取得贷款，而 1 月份转贴现利率持续创新低，最低降至 1.1%-1.2% 的水平。在这种情况下，从去年底开始，不少企业申请提前还贷，而转为滚动的短期票据融资。

三、相对于贷款审批，票据的审批程序简单快捷得多，且周期极短，可以迅速冲高贷款规模。商业银行通过票据做大贷款规模，也是响应国家加大信贷支持保增长的政策号召。票据贴现也是算作贷款总额里的，如果后期国家收紧信贷，票据贴现可迅速转为一般性贷款而不增加贷款额度，使银行资产配置更加灵活。

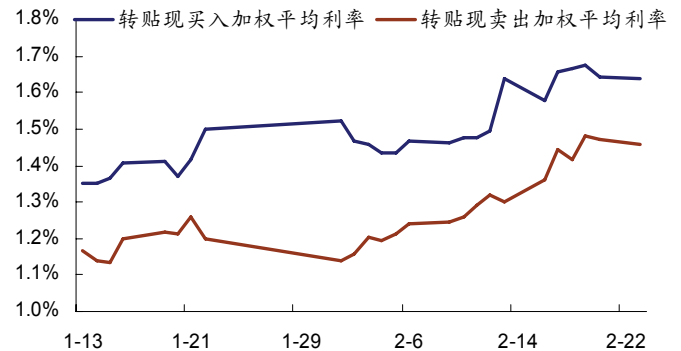
四、存在企业利用票据贴现套现的现象。由于 1 月份票据贴现平均利率已低于短期定期存款利率，存在利用票据贴现套利的空间（根据我们的调查，确实存在这种现象）。

2 月票据利率回升降低套利空间

预计 2 月份开始票据贴现占比开始逐步下降。原因一是银监会调查票据真实需求可能会提高银行对票据真实贸易背景的审查标准，二是票据贴现利率的回升降低票据套利空间和票据需求，2 月份以来转贴现利率已呈稳步回升态势，最近几个交易日已回到 1.5% 左右的水平，而目前 3 个月和 6 个月定期存款利率分别为 1.71% 和 1.98%，之间的利差已很小，预计套利情况已大大减少。

图 6：2008.1-2009.1 转贴现月度加权平均利率


资料来源：中国票据网，招商证券研发中心

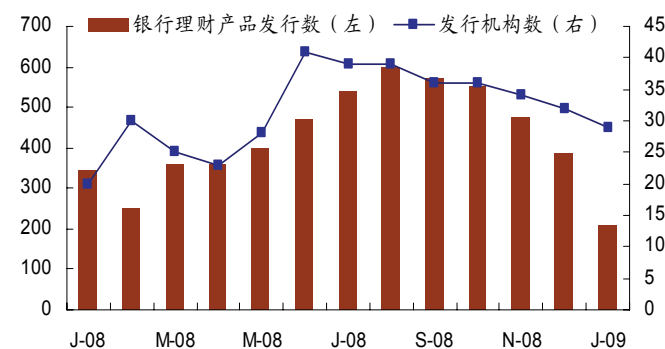
图 7：2009.1-2009.2 转贴现每日加权平均利率


资料来源：中国票据网，招商证券研发中心

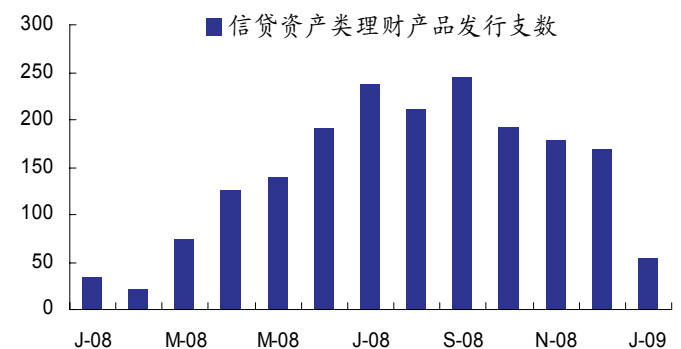
三、理财产品发行速度继续大幅放缓

2009 年 1 月国内 29 家商业银行共发行银行理财产品 208 款，环比下降 52.3%。相比 2008 年每月平均发行数，降幅超过 57%。当然这其中也有假期因素，但大幅放缓的趋势是比较确定的。

在人民币理财产品中，下降最为明显的是 08 年理财市场的热点，信贷与票据资产类理财产品，该类理财产品 1 月的发行数只有 79 款，发行数略微超过上月的三分之一。其中，信贷资产类理财产品本月发行数只有 55 款，环比下降 69.1%。

图 8：2008.1-2009.1 银行理财产品当月发行量


资料来源：西南财大商业银行理财市场报告，招商证券研发中心

图 9：08.1-09.1 银行信贷资产类理财产品发行支数


资料来源：西南财大商业银行理财市场报告，招商证券研发中心

四、维持行业推荐评级，建议短期继续关注部分中小银行

流动性驱动行业估值回归合理区间。目前银行股 09 年动态 PE 和 PB 的算术平均分别为 10.8 和 1.8 倍，历史纵向比较仍较低，不过考虑当前经济尚存一定不确定性，处于合理区间，横向比较仍具相对估值优势。

流动性驱动的交易性行情对大市值的银行股不利，1月份以来多数中小银行表现好于大势，而大银行则普遍跑输大势。大趋势上信贷投放放缓是确定的，短期流动性仍较为宽松。银行股1季度业绩较为确定，短期无大利空，部分中小银行短期可继续关注。

我们继续推荐民生银行和北京银行，并建议关注南京银行的交易性机会。民生银行估值较低，事业部制改革09年有望效果初显。北京银行业绩增长确定，估值合理。南京银行PE相对高一些，但基本面也比较确定，市值较小，建议关注交易性机会。

招商银行3月2日（原定流通日应为2009年2月27日，因当日公司召开临时股东大会，故顺延至下一个交易日）有一批共47.99亿股限售股将解禁上市，届时招行将实现全流通。其中招商局轮船、深圳市楚源投资发展和深圳市晏清投资公司都是属于招商局集团的子公司，三者共持有25.9亿股，我们判断这部分股东短期减持可能性很小，但对其他股东减持意愿尚不清楚。如果出现集中抛售导致股价大跌，则提供买入良机。但在宏观经济仍存在不确定性的09年，招行整体经营风格较为保守，利差压力大，业绩出现惊喜的可能性不大。

表 1：招商银行非流通股解禁时间表

上市日期	上市股份数量(亿股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)
2009-2-27	47.99	66.23	32.63
2008-2-27	25.32	34.96	17.22
2006-2-27	9.7	20.61	7.9

资料来源：万得资讯 招商证券研发中心

表 2：招商银行3月2日非流通股解禁明细表

股东名称	持有有限售条件的流通股份数量（亿股）	持有有限售条件的流通股份占招行总股本比例	持有有限售条件的流通股份占招行总股本比例	剩余有限售条件的流通股股份数量（股）
招商局轮船股份有限公司	17.82	14.51%		0
中国远洋运输(集团)总公司	9.48	7.72%		0
广州海运（集团）有限公司	5.65	4.60%		0
深圳市晏清投资发展有限公司	4.33	3.53%		0
深圳市楚源投资发展有限公司	3.79	3.08%		0
中国交通建设股份有限公司	2.61	2.13%		0
中国海运(集团)总公司	1.76	1.43%		0
中交广州航道局有限公司	1.55	1.26%		0
上海海运（集团）公司	0.51	0.42%		0
中交第四航务工程局有限公司	0.21	0.17%		0
中交上海航道局有限公司	0.17	0.14%		0
振华工程（深圳）有限公司	0.09	0.07%		0
中交第三航务工程勘察设计院有限公司	0.03	0.02%		0
合计	47.99	39.08%		0

资料来源：公司公告 招商证券研发中心

表 3: 上市银行估值对比表

公司	EPS				盈利复合 增长率	PE				PB		市值 亿元	投资评级
	07	08E	09E	10E		08-09	08E	09E	10E	08E	09E		
民生银行	0.44	0.49	0.51	0.63	23.0%	9.9	9.6	7.7	1.7	1.5	939	强烈推荐-A	
招商银行	1.04	1.38	1.43	1.66	17.5%	10.4	10.1	8.7	2.6	2.2	2054	强烈推荐-A	
北京银行	0.54	0.90	0.96	1.11	33.7%	12.0	11.3	9.8	2.1	1.9	705	审慎推荐-A	
工商银行	0.24	0.34	0.36	0.39	20.8%	11.2	10.8	9.9	2.1	1.8	12018	审慎推荐-A	
建设银行	0.30	0.45	0.46	0.49	24.3%	9.4	9.3	8.7	2.0	1.7	7756	审慎推荐-A	
华夏银行	0.50	0.62	0.73	0.88	31.4%	14.7	12.6	10.4	1.7	1.5	400	审慎推荐-B	
浦发银行	1.26	2.21	1.87	2.08	48.3%	7.6	9.0	8.1	2.3	1.8	995	审慎推荐-A	
兴业银行	1.72	2.27	2.35	2.59	16.9%	8.4	8.1	7.3	1.9	1.6	987	审慎推荐-A	
深发展	1.16	0.19	1.29	1.54	23.1%	70.5	10.5	8.9	2.6	2.2	358	审慎推荐-A	
中国银行	0.22	0.29	0.31	0.35	17.4%	11.2	10.8	9.3	1.7	1.6	7335	审慎推荐-A	
南京银行	0.50	0.86	0.92	1.07	36.5%	12.8	12.0	10.3	1.8	1.7	218	中性-A	
交通银行	0.42	0.61	0.60	0.67	19.9%	9.2	9.3	8.4	1.9	1.6	2441	中性-A	
中信银行	0.21	0.35	0.33	0.35	24.5%	12.9	13.6	12.7	1.8	1.7	1531	中性-A	
宁波银行	0.38	0.60	0.65	0.73	30.3%	14.6	13.5	11.9	2.4	2.1	230	中性-A	
整体平均					21.7%	15.8	10.8	9.6	2.1	1.8	2848		

资料来源: 招商证券研发中心

表 4: 商业银行估值国际比较

	PE07	PE08	PE09	PB08	PB09	ROE (%)	ROA (%)	市值 亿美元	资产 亿美元
中国									
民生银行	14.4	9.9	9.6	1.7	1.5	19.3	1.1	138	1469
北京银行	20.1	12.0	11.3	2.1	1.9	18.9	1.5	103	532
招商银行	13.9	10.4	10.1	2.6	2.2	29.6	1.4	301	2011
工商银行	15.7	11.2	10.8	2.1	1.8	19.8	1.3	1760	13384
建设银行	14.4	9.4	9.3	2.0	1.7	22.9	1.5	1136	10066
华夏银行	18.3	14.7	12.6	1.7	1.5	19.1	0.4	59	876
浦发银行	13.3	7.6	9.0	2.3	1.8	36.5	1.2	146	1391
兴业银行	11.1	8.4	8.1	1.9	1.6	27.3	1.3	145	1268
深发展	11.8	70.5	10.5	2.6	2.2	26.4	0.8	52	600
中国银行	14.9	11.2	10.8	1.7	1.6	15.9	1.2	1074	9289
南京银行	22.3	12.8	12.0	1.8	1.7	15.1	1.8	32	128
交通银行	13.4	9.2	9.3	1.9	1.6	21.8	1.3	357	3310
中信银行	21.0	12.9	13.6	1.8	1.7	13.8	1.2	224	1575
宁波银行	22.9	14.6	13.5	2.4	2.1	17.6	1.7	34	121
平均	16.3	15.4	10.8	2.1	1.8	21.7	1.3	397	3287
香港									
汇丰	4.2	5.8	5.9	0.7	0.7	16.2	0.9	836	23543
恒生	8.6	9.5	9.3	2.7	2.6	35.3	2.6	202	962
渣打	5.0	4.5	4.5	0.7	0.7	15.1	1.0	162	425
工银	5.3	6.6	5.9	0.6	0.6	12.3	1.0	12	248
中银	5.4	7.6	6.0	0.9	0.8	17.4	1.6	107	1377
东亚	6.3	21.0	9.8	0.8	0.8	0.1	0.0	36	536

大新	4.4	6.7	4.5	0.5	0.4	10.2	0.9	6	160
永亨	5.8	8.0	7.4	1.1	1.0	20.5	1.6	15	180
平均	5.6	8.7	6.7	1.0	0.9	15.9	1.2	172	3429
美国									
花旗	1.1	-0.8	1.8	0.1	0.1	-21.1	-1.0	106	19453
美洲	0.8	2.4	1.6	0.1	0.1	1.8	0.1	190	18179
摩根	4.6	11.8	6.7	0.5	0.5	3.8	0.3	743	21751
富国	4.5	5.4	5.3	0.7	0.6	5.0	0.3	461	13096
五三银行	0.5	5.9	1.4	0.1	0.1	-26.0	-1.9	6	1198
美国运通	3.9	5.1	5.4	1.2	1.0	22.9	1.9	150	1260
平均	2.6	4.9	3.7	0.4	0.4	-2.3	0.0	276	12489
韩国									
Pusan	2.8	2.7	3.0	0.5	0.4	15.6	0.6	5	172
韩国实业银行	2.2	2.8	3.0	0.4	0.4	18.9	1.0	16	790
乌日金融	2.2	2.8	2.9	0.3	0.3	16.2	14.0	32	101
新韩	4.0	4.3	4.5	0.6	0.6	14.9	10.6	58	168
平均	2.8	3.1	3.4	0.4	0.4	16.4	6.6	28	308
印度									
印度国民银行	11.7	7.7	8.0	1.1	1.1	17.3	1.0	132	2064
印度银行	11.2	6.7	4.7	1.3	1.0	23.5	1.2	23	360
HDFC 银行	22.6	19.4	16.4	2.9	2.4	17.7	1.4	62	268
Panjab 国民银行	6.7	5.7	4.8	0.9	0.9	18.3	1.2	23	409
Canara 银行	4.5	4.0	4.6	0.7	0.7	16.6	1.0	14	364
Baroda 银行	8.0	5.7	5.2	0.9	0.7	15.3	0.9	16	369
平均	10.8	8.2	7.3	1.3	1.1	18.1	1.1	45	639

数据来源: Bloomberg 招商证券研发中心

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005 年开始从事金融行业分析，现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。