

2009-02-22

银行

维持

增持

银行周报：银行是牛市的终结者吗？

◇ 09 年周报第三期

◆ 大跌下未能体现防御特征：

在本周的强势整理行情中，银行股的表现有两个特征。一个是银行股在大跌前一天强势引领大盘上冲，但随后市场发生大幅调整。另一个是银行股在此次下跌中未能提供防御特征。尽管具备估值上的优势，但银行股的跌幅大于平均水平。

个股结构的逻辑也有些混乱。前期涨幅偏低并具有较明显估值优势的建行、交行反而成为抛压最重的个股之一。特别是交通银行，目前股价只处于 1 月 21 日的水平，此轮表现显著落后于平均。当然也有符合估值逻辑的个股表现，包括华夏、浦发的调整和中行、南京相对较好的表现。

值得注意的是，在经营拐点预期和股权交易传闻支撑下，深发展延续了前期的良好趋势。基于过往的经营业绩，目前该股估值已经不具备优势；但如果考虑到拨备压力的释放对 ROA 的改善前景，我们认为该股的股价仍具有潜力。

◆ 基本面回顾：零售转型需要良好的市场竞争秩序：

本周在零售银行方面有两则新信息：（1）工商银行正式取消全额罚息。（2）外资银行推行房贷优惠。过度的价格竞争使得“看上去很美”的零售业务转型尚无法体现出优越性。

过度价格竞争的原因包括（1）作为战略业务的投入；（2）内部考核机制的扭曲，以及（3）社会责任的要求。其中内部考核机制的扭曲将对银行零售业务的盈利前景构成长期制约。零售转型利好的兑现的重要条件之一将包括市场竞争秩序的改善。

◆ 观点交流和投资建议：

我们根据 2003 年以来的股市表现，对“银行股上涨引导大盘下跌”的说法进行了实证检验，并未发现该判断在统计上具有显著性。

不过我们也观察到一个典型案例。2007 年 10 月下旬，银行股曾在多个交易日内跑赢沪深 300，相对收益达到 6 个百分点。此后 A 股发生了长期持续下跌。即使如此，我们仍认为该判断并不适用于一般的市场环境。事实上，今年 1 月 13 日-19 日银行股的强势上涨不仅没有对大盘构成明显压力，反而推动了行情的进一步发展。

分析师：

金麟

021-50818887-213

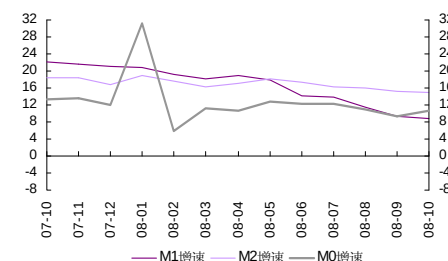
jlinlin@ebsecn.com

蔡荣

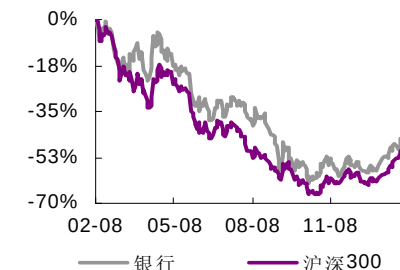
021-50818887-232

cairong@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告：

银行周报：调整压力释放……2009-02-16
银行业周报：银行股投资面临风格转换……2009-02-08

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
601169	北京银行	10.83	0.54	0.91	1.13	增持
601009	南京银行	11.06	0.50	0.85	0.95	中性
002142	宁波银行	8.73	0.38	0.61	0.79	中性
601939	建设银行	4.26	0.30	0.45	0.47	增持
601328	交通银行	5.62	0.42	0.69	0.67	增持
601166	兴业银行	18.99	1.72	2.51	1.78	中性
601398	工商银行	3.83	0.24	0.37	0.44	增持
600015	华夏银行	9.15	0.42	0.89	0.93	中性
600036	招商银行	14.40	1.04	1.79	1.85	增持
600016	民生银行	4.86	0.34	0.61	0.42	增持
600000	浦发银行	16.84	0.97	2.50	2.87	增持
000001	深发展 A	13.63	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：大跌下未能体现防御特征

本周市场最大的焦点就是 17 和 18 日的大盘深幅调整，两日间上证指数和沪深 300 分别下跌了 7.51% 和 7.57%。而在本周的强势整理行情中，银行股的表现有两个特征要探讨。一个是银行股在大跌前一天强势引领大盘上冲，16 日行业指数上涨 4.61%，领先上证指数和沪深 300 的 2.96% 和 2.63%，但市场随后发生大幅调整。**银行股上涨意味着大盘即将下跌？**关于这一实证经验总结我们将在下文进行探讨。另一个是**银行股在此次下跌中未能提供防御特征**。尽管具备估值上的优势，但银行股的跌幅大于平均水平。大跌以及随后的交易日中，银行板块跑输大盘 2.72 个百分点。

个股结构的逻辑也有些混乱。前期涨幅偏低并具有较明显估值优势的建行、交行反而成为抛压最重的个股之一。**特别是交通银行，目前股价只处于 1 月 21 日的水平，此轮表现显著落后于平均**。当然也有符合估值逻辑的个股表现，包括华夏、浦发的调整和中行、南京相对较好的表现。

值得注意的是，在经营拐点预期和股权交易传闻支撑下，深发展延续了**前期的良好趋势**。基于过往的经营业绩，目前该股估值已经不具备优势；但如果考虑到拨备压力的释放对 ROA 的改善前景，我们认为该股的股价仍具有潜力。

表 1：小银行估值潜力开始释放

	期初价格	期末价格	期间涨幅	排序
工商银行	3.97	3.83	-3.53%	11
建设银行	4.41	4.26	-3.40%	10
中国银行	3.37	3.31	-1.78%	3
交通银行	6.00	5.62	-6.33%	14
招商银行	14.81	14.40	-2.77%	7
民生银行	5.02	4.86	-3.19%	8
中信银行	4.58	4.47	-2.40%	5
兴业银行	19.51	18.99	-2.67%	6
浦发银行	17.40	16.84	-3.22%	9
华夏银行	9.57	9.15	-4.39%	12
深发展 A	13.61	13.63	0.15%	1
北京银行	11.05	10.83	-1.99%	4
南京银行	11.11	11.06	-0.45%	2
宁波银行	9.26	8.73	-5.72%	13
银行类	1646.35	1592.86	-3.25%	
沪深 300	2399.07	2344.32	-2.28%	

资料来源：光大证券研究所

表 2：仍然呈现大银行和小银行估值占优的局面

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	14.18	9.80	13	10.75	10	2.16	1.90	12	1.76	14	240	211	12	196	12
建设银行	12.44	7.75	8	8.76	4	2.04	1.77	10	1.63	10	180	156	3	143	3
中国银行	11.95	9.40	12	9.98	8	1.74	1.56	7	1.44	7	180	161	5	149	4
交通银行	11.99	7.48	6	8.78	5	1.93	1.60	8	1.46	8	198	164	6	150	5

招商银行	11.60	6.56	5	8.07	2	2.60	1.95	14	1.69	11	232	174	8	151	6
民生银行	9.23	5.90	2	9.86	7	1.17	1.14	1	1.07	2	164	161	4	151	7
中信银行	17.94	9.18	11	12.11	12	1.77	1.51	5	1.41	6	207	177	9	165	11
兴业银行	9.04	6.06	4	8.74	3	2.00	1.55	6	1.39	5	229	178	10	160	10
浦发银行	11.08	5.93	3	10.00	9	2.15	1.93	13	1.74	13	309	278	13	250	13
华夏银行	14.59	8.00	9	15.55	14	2.35	1.40	4	1.22	3	546	324	14	284	14
深发展 A	8.20	5.12	1	6.64	1	1.67	1.19	2	1.06	1	249	178	11	159	9
北京银行	16.96	9.02	10	11.77	11	2.13	1.76	9	1.60	9	205	170	7	154	8
南京银行	17.29	7.52	7	9.36	6	1.58	1.37	3	1.30	4	109	94	1	89	1
宁波银行	18.11	10.60	14	13.38	13	2.15	1.84	11	1.70	12	158	136	2	125	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	15.60	10.79	13	11.83	7	2.37	2.09	10	1.93	11	264	233	11	215	11
建设银行	14.40	8.97	7	10.14	4	2.36	2.05	9	1.88	9	209	180	3	166	3
中国银行	13.55	10.66	10	11.31	6	1.98	1.77	5	1.63	5	204	183	4	168	5
交通银行	13.34	8.32	6	9.77	3	2.14	1.78	7	1.63	4	220	183	5	167	4
招商银行	13.89	7.86	5	9.67	2	3.11	2.33	14	2.02	12	278	208	9	181	6
民生银行	11.11	7.10	1	11.86	8	1.40	1.38	1	1.29	1	198	194	6	182	7
中信银行	21.05	10.77	12	14.21	12	2.07	1.78	6	1.65	6	243	208	8	193	9
兴业银行	11.06	7.41	4	10.69	5	2.44	1.90	8	1.70	8	280	218	10	196	10
浦发银行	13.34	7.13	2	12.03	9	2.59	2.33	12	2.09	13	372	334	13	301	13
华夏银行	18.29	10.02	9	19.49	14	2.94	1.75	3	1.53	3	684	407	14	356	14
深发展 A	11.80	7.36	3	9.55	1	2.40	1.72	2	1.53	2	359	256	12	229	12
北京银行	20.14	10.71	11	13.98	11	2.53	2.09	11	1.90	10	244	202	7	183	8
南京银行	22.34	9.72	8	12.09	10	2.04	1.77	4	1.68	7	140	122	1	115	1
宁波银行	22.95	13.44	14	16.95	13	2.72	2.33	13	2.15	14	200	172	2	158	2

资料来源：光大证券研究所

2、基本面回顾：零售转型需要良好的市场竞争秩序

本周在零售银行方面有两则新信息，虽然这两则新闻本身对银行经营并不具有显著性影响，但所反映的问题却值得更深入的思考：零售转型不仅与银行自身的努力有关，同时需要建立在一个良性竞争秩序的基础之上。

这两则新闻分别是（1）工商银行正式取消全额罚息。信用卡业务的传统是对透支逾期余额全额征收罚息，但根据工行新的信用卡章程，牡丹卡持卡人到期没有全额还款时，已偿还的部分将不再计收利息。（2）外资银行推行房贷优惠。除了对部分按揭贷款提供 7 折利率之外，渣打银行还推出了按日计息的“活利贷”：借款人的还款账户若存有闲置资金，将可享受按贷款利率计息的优惠。

其实特别是在零售业务领域，此类价格竞争手段并不鲜见。例如信用卡业务方面，免年费已经几乎成为业内惯例，而购电影票优惠、分期付款

等业务创新都对银行构成了财务负担。“看上去很美”的零售业务转型用当前的财务业绩来衡量，其实并不具有明显的吸引力。

我们认为，银行在零售业务上过度价格竞争的原因包括**(1) 先期战略投入**。作为应对利率市场化和金融脱媒化挑战的战略转型方向，各家银行都舍得用当期的资源来投资未来。**(2) 内部考核机制的扭曲**。尽管经过多年改革，银行内部考核仍然受制于落后的管理手段和职能部门制为特征的经营体制。前者集中体现在管理会计和经济资本管理远未能得到实施，而后者体现为绝大部分中资银行仍然实行的是“块块”为特征的职能部门制而非“条条”为特征的事业部制。这些都造成银行无法分部门、分条线进行有效利润考核，因此规模考核仍在内部考核体系中占据重要地位，从而必然导致基层经营单位将把规模扩张到边际收益低于边际成本的水平。**(3) 社会责任要求**。中资银行特别是大银行承担大量的社会责任。虽然履行社会责任有助于促进银行品牌建设，但有时候这些责任超过适度水平，可能妨碍到股东利益最大化目标的实现。

如果银行过度价格竞争的原因主要由于扭曲的内部考核机制，则目前的竞争秩序存在着不合理的成分。但管理手段的进步和组织结构的改进都并非一朝一夕能够完成，因此商业银行零售业务的盈利潜力还需要很长的时日才能充分释放。

3、观点交流和投资建议

本周的观点交流部分，将对“**银行股上涨引导大盘下跌**”这一说法进行简单的实证检验。

这一观点的逻辑在于：银行作为权重蓝筹板块，在大盘上涨初期很难获得资金青睐；银行表现出投资价值之时，正是中小股票都已经涨无可涨之日；当银行股吸纳了大量资金而有活跃表现之后，牛市的前景就已经岌岌可危。

我们采用 2003 年以来的 A 股数据，检验两个判断：**(1)** 若某个交易日银行跑赢大盘 2 个百分点，后续 3 个交易日内大盘大幅下跌（设定为 -2%）的概率将增加。**(2)** 若某个交易日大盘发生超过 2 个百分点的下跌，前 3 个交易日中银行股明显跑赢大盘（设定为 1 个百分点）的概率高于平均。

在对判断（1）的检验中，我们有如下统计结果：

表 3：判断（1）在统计上不具有显著性

	以上证指数为基准		以沪深 300 为基准	
	数量	占比	数量	占比
支持结论的案例	26	35.1%	41	41.8%
不支持结论的案例	48	64.9%	57	58.2%

资料来源：Wind 资讯，光大证券研究所

根据历史数据计算的“指数在 3 个交易日内有一天跌幅超过 2%”的概率分别是 42.9%（上证指数）和 37.4%（沪深 300）。即使是根据沪深 300，判断（1）也不具有显著性。

在对判断（1）的检验中，我们有如下统计结果：

表 4：判断（2）在统计上同样不具有显著性

	以上证指数为基准		以沪深 300 为基准	
	数量	占比	数量	占比
支持结论的案例	57	35.4%	69	43.9%

不支持结论的案例	104	64.6%	88	56.1%
----------	-----	-------	----	-------

资料来源: Wind 资讯, 光大证券研究所

根据历史数据计算的“银行股在 3 个交易日内有一天相对收益超过 1%”的概率分别是 63.1% (上证指数) 和 58.0% (沪深 300)。判断 (2) 同样很难从统计上找到支持。

具体地看每个个案, 符合检验的案例大部分也并非发生在一轮上涨行情的末期。更多的情况是在大盘的下跌过程中银行有更大概率盘赢大盘, 因此体现的是银行股的防御性特点。

但其实我们确实观察到一个典型的“银行股上涨引导大盘下跌”的案例。2007 年 10 月下旬, 银行股曾在多个交易日内跑赢沪深 300, 相对收益达到 6 个百分点。此后 A 股市场的故事大家都很熟悉。

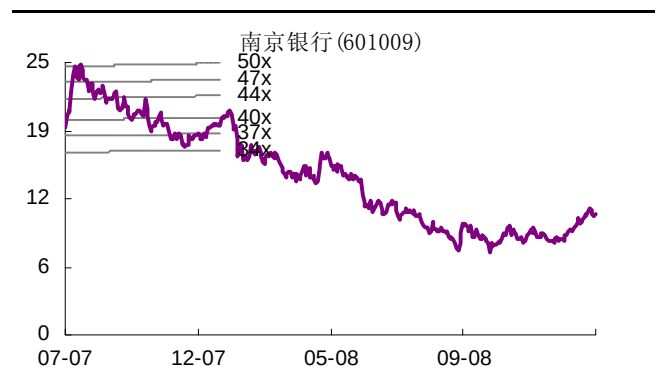
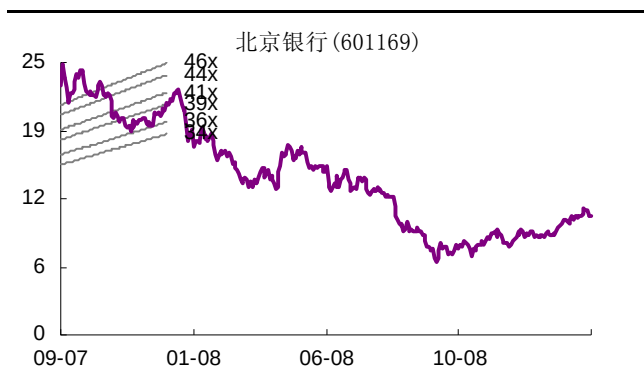
我们的结论是: “银行股上涨导致大盘下跌”可能在牛市的末端发生, 但并不适用于一般的市场环境中。事实上, 今年 1 月 13 日-19 日银行股的强势上涨不仅没有对大盘构成明显压力, 反而推动了行情的进一步发展。

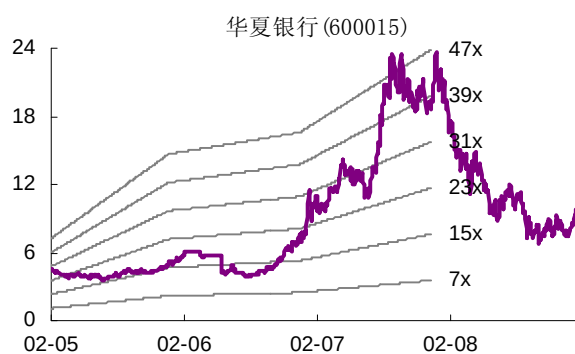
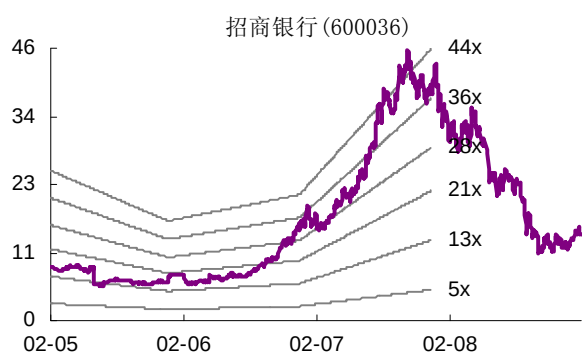
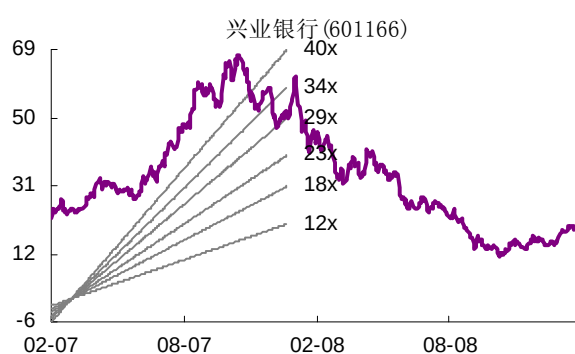
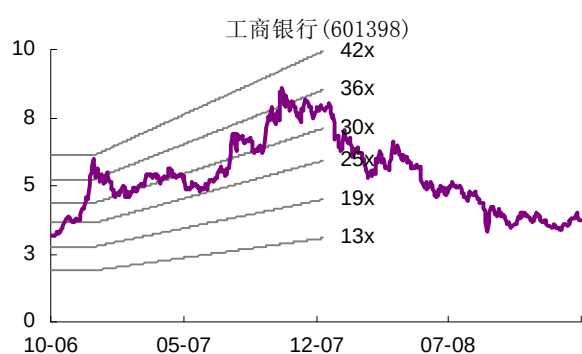
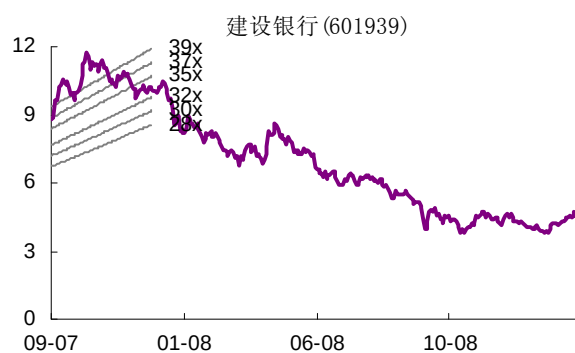
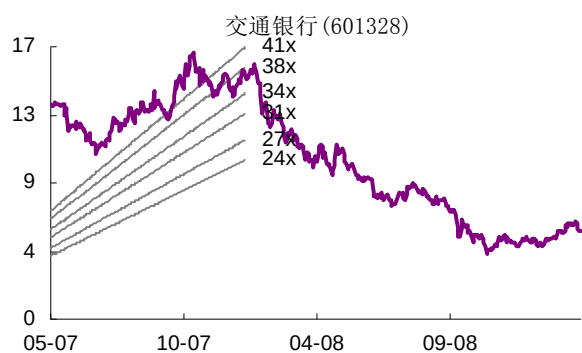
行业重点上市公司评级与估值指标

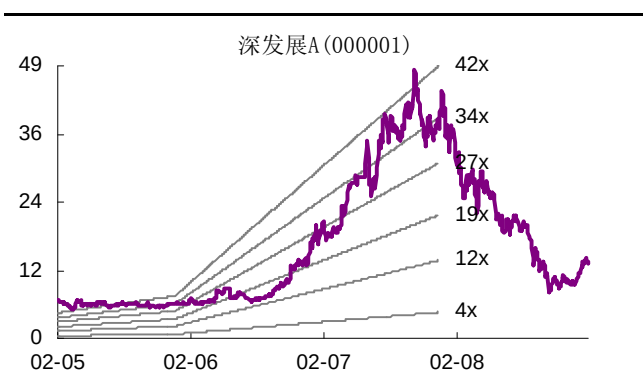
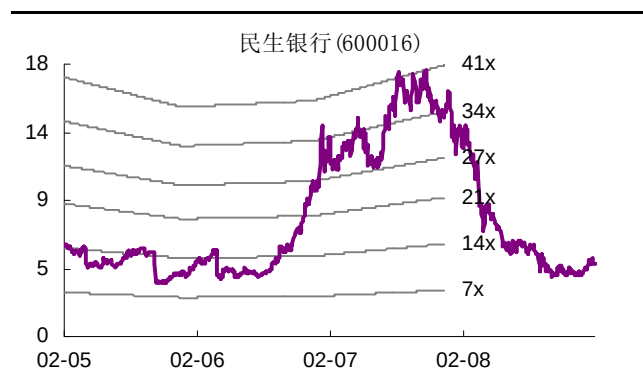
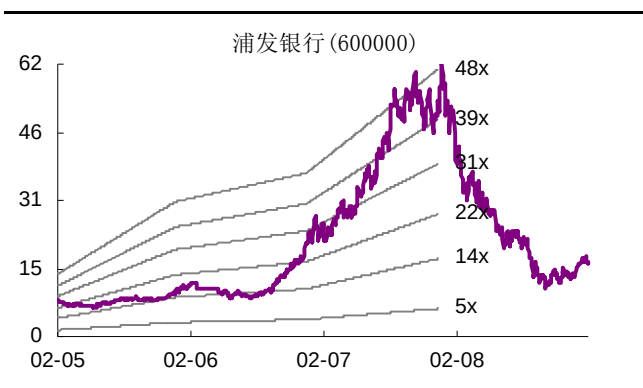
证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
601169	北京银行	10.83	3,955	0.54	0.91	1.13	20.1	12.0	9.6	2.5	2.1	中性	增持
601009	南京银行	11.06	1,161	0.50	0.85	0.95	22.3	13.1	11.7	2.0	1.8		增持
002142	宁波银行	8.73	1,053	0.38	0.61	0.79	22.9	14.4	11.1	2.7	2.4	增持	中性
601939	建设银行	4.26	9,000	0.30	0.45	0.47	14.4	9.4	9.2	2.4	2.1	增持	增持
601328	交通银行	5.62	15,955	0.42	0.69	0.67	13.4	8.2	8.4	2.1	1.8	增持	增持
601166	兴业银行	18.99	3,980	1.72	2.51	1.78	11.1	7.6	10.7	2.4	1.9	中性	中性
601398	工商银行	3.83	14,950	0.24	0.37	0.44	15.7	10.2	8.7	2.4	2.0	增持	增持
600015	华夏银行	9.15	2,201	0.42	0.89	0.93	21.7	10.3	9.8	3.5	2.4		中性
600036	招商银行	14.40	7,246	1.04	1.79	1.85	13.9	8.0	7.8	3.1	2.3	增持	增持
600016	民生银行	4.86	17,895	0.34	0.61	0.42	14.4	8.0	11.6	1.8	1.5	增持	增持
600000	浦发银行	16.84	5,012	0.97	2.50	2.87	17.3	6.7	5.9	3.4	2.3	增持	增持
000001	深发展 A	13.63	2,785	0.85	1.68	1.87	16.0	8.1	7.3	3.3	2.1	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。

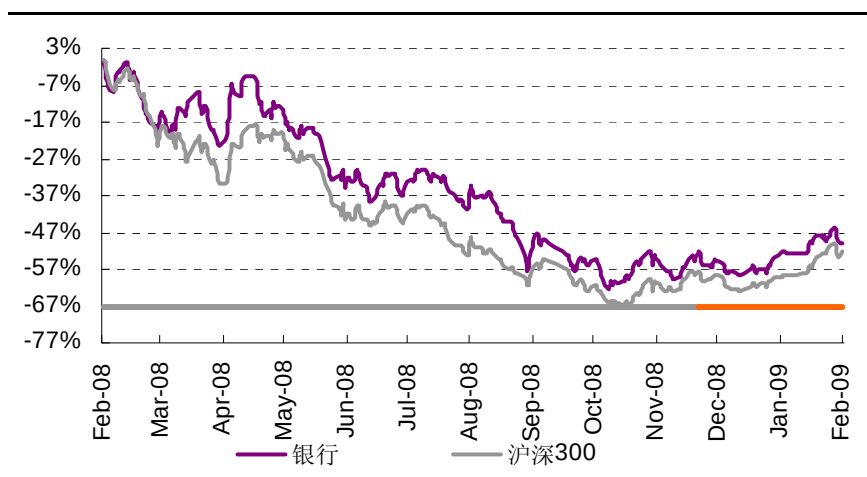
分析师声明

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



日期	行业评级
2008-12-10	中性
2008-12-23	中性
2009-01-18	中性
2009-02-15	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

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	021-22169999-9090	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	021-62152373	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。