



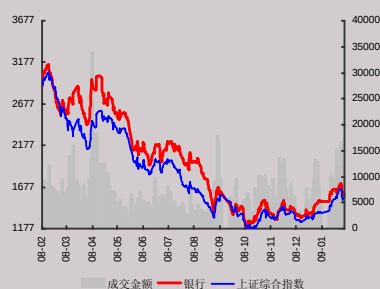
估值修正已经结束，短期调整压力较大

——银行业 2 月月报暨 3 月投资策略

行业评级:

中性（维持）

行业指数



相关报告:

1. 《短期估值向上修正，超配机会仍未来临—银行业 1 月月报暨 2 月投资策略》，20090121

2. 《银行业 2009 年年度投资策略报告》，20081225

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
程娇翼

Tel: (021) 5830-3675
Fax: (021) 5831-8543
Email: chengjy@qlzq.com.cn

投资要点:

- ◇ **春节因素导致 M1 和 M2 的剪刀差再度扩大:** 2009 年一月广义货币供应量 (M2) 同比增长 18.79%，为 2008 年 2 月以来最高水平，狭义货币供应量 (M1) 在 12 月反弹后本月再创新低，同比增长 6.68%。M1 增速回落并与 M2 剪刀差扩大的原因，我们认为原因有二：1) 受春节长假影响，企业活期存款向居民存款转移，部分企业也会将活期存款转为七天通知存款而导致企业存款减少较多。2) 春节等因素导致居民存款增加显著（一月居民户存款增加 1.53 万亿元），导致 M2 增速较快，与 M1 差距扩大。
- ◇ **新增贷款 1.62 万亿，预计二三月份新增贷款绝对数额会回落:** 2009 年 1 月新增人民币贷款 1.62 万亿元，创下了单月历史新高，单月新增贷款量也连续三月超预期。新增贷款中，票据贴现和企业中长期贷款占比显著上升。我们预计二三月份新增贷款绝对数额会回落，考虑到去年基数较低增速仍将维持高位。在 4 万亿投资支持项目之外的一般贷款增长情况值得观察，这部分贷款是后续贷款规模能否高速增长的关键。
- ◇ **本月银行股显著跑输大盘，涨幅落后于其他行业:** 这符合我们上月月报中的观点“短期估值向上修正，超配机会仍未来临”。经过春节前后的阶段性上涨，对前期过分悲观的业绩预期有所修正。但是随着 1 月信贷数据的披露，在“未来贷款规模增长的可持续性”和“政策刺激经济的实际效果如何”还是未知数的情形下，银行股缺乏继续上行的动力。
- ◇ **估值水平:** 以 1 月 24 日收盘价计算，当前银行股股价对应的 2009 年动态估值平均平均 PB 为 1.75 倍，其中大行平均 1.69 倍，股份制银行平均 1.73 倍，城商行平均 1.86 倍。
- ◇ **对前期过分悲观的预期的修正已经结束，短期调整压力较大:** 在政府投资拉动经济增长的效应未明显显现，经济未明显转暖时估值难以继续突破向上，调整在所难免。3 月暂不推荐个股组合。我们认为借调整之机可逢低配置 1) 招商银行、浦发银行和工商银行作为长期稳健配置品种，这三个银行资产质量相对较好、拨备充裕、信贷成本稳定、资产负债结构稳健、客户优质，抗风险能力较好。2) 深发展和北京银行由于主动的资产规模扩张，其业绩增速对经济下行的敏感度相对较低。较好的资产质量也使得这两个银行在具备进攻性的同时也具备一定的防御性，仍可积极配置。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



一、宏观环境运行趋势

表 1: 主要货币信贷数据一览表

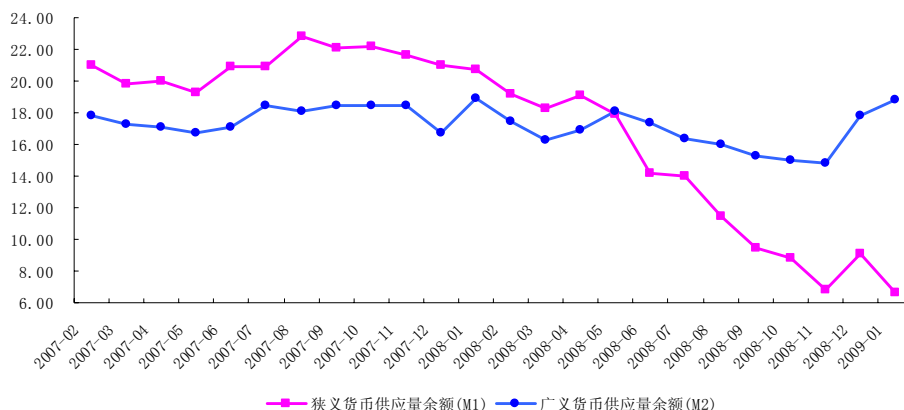
	2009M012	2008M12	2008M11	2008M9	2008M6	2008M3	2007M12
M0 同比增长 (%)	12.0	12.7	9.0	9.3	12.3	11.1	12.1
M1 同比增长 (%)	6.7	9.1	6.8	9.4	14.2	18.3	21.0
M2 同比增长 (%)	18.8	17.8	14.8	15.3	17.4	16.3	16.7
人民币贷款同比增长 (%)	21.3	18.8	16.0	14.5	14.1	14.8	16.2
人民币贷款新增 (亿元)	16200.0	7718.0	4769.0	3744.7	3324.2	2834.2	485.5
人民币贷款较年初增加额 (亿元)	16200.0	49091.8	41373.8	34786.2	24508.5	13309.3	36405.6
外汇贷款同比增长 (%)	0.1	11.9	14.3	30.9	48.7	56.9	32.1
本外币贷款同比增长 (%)	19.8	18.0	15.4	14.7	15.2	16.2	16.4
人民币存款同比增长 (%)	23.0	19.7	19.9	18.8	18.8	17.3	16.1
居民储蓄存款同比增长 (%)	33.8	26.3	26.9	21.1	14.6	8.7	7.0

数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

1. 春节因素导致M1和M2的剪刀差再度扩大

2009年一月广义货币供应量(M2)同比增长18.79%,为2008年2月以来最高水平。2009年一月狭义货币供应量(M1)在12月反弹后本月再创新低,同比增长6.68%。至于M1增速回落并与M2剪刀差扩大的原因,我们认为原因有二:1)受春节长假影响,企业活期存款向居民存款转移,部分企业也会将活期存款转为七天通知存款而导致企业存款减少较多;2)春节等因素导致居民存款增加显著(一月居民户存款增加1.53万亿元),导致M2增速较快,与M1差距扩大。如果我们观察历年数据,我们发现春节月份一般都会伴随着居民存款的显著增加,而M1的增速也会较前后月份有所下降;由于去年春节在2月份,所以我们预计2009年2月M1同比增速会显著回升,预计同比增速将在10%左右。

图1: 货币供应量M1与M2剪刀差再度扩大



数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

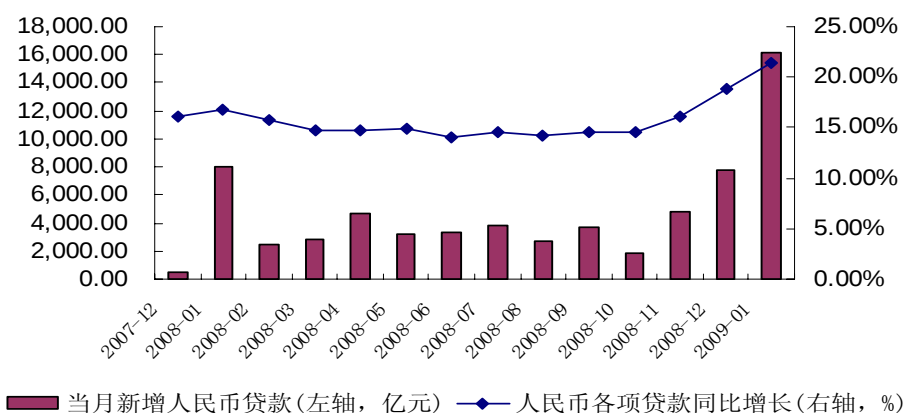


我们并不认为“企业存款定期化是导致 M1 与 M2 的差距扩大的主要原因”，我们在前期对部分银行调研时，银行表示目前存款定期化的趋势已经逐渐趋缓。

2. 新增贷款 1.62 万亿，预计二三月份将回落

2009 年 1 月新增人民币贷款 1.62 万亿元，较 2008 年 1 月多增 8141 亿元，这是继去年 11 月新增 4749 亿元，12 月新增 7718 亿元后，单月新增贷款量连续三月超出市场预期，而 1.62 万亿也创下了单月历史新高。

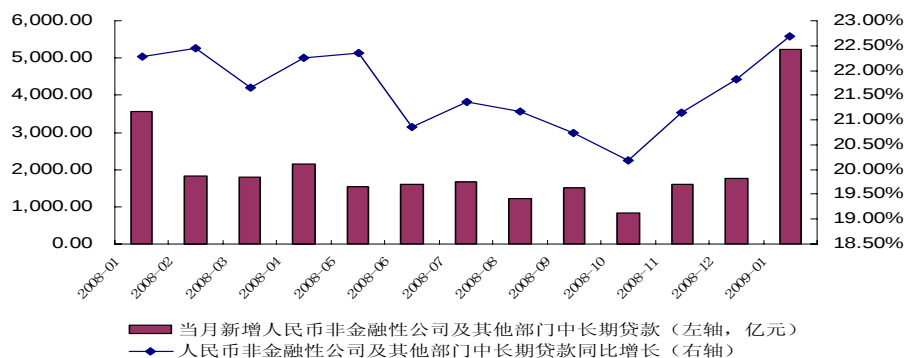
图2：一月份新增人民币各项贷款1.62万亿元



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

从新增贷款的结构来看，居民户贷款占比 7.5%，企业短期贷款占比 21%，票据贴现占比 38.5%，企业中长期贷款占比 32%，票据贴现和企业中长期贷款在新增贷款中的比例显著上升。

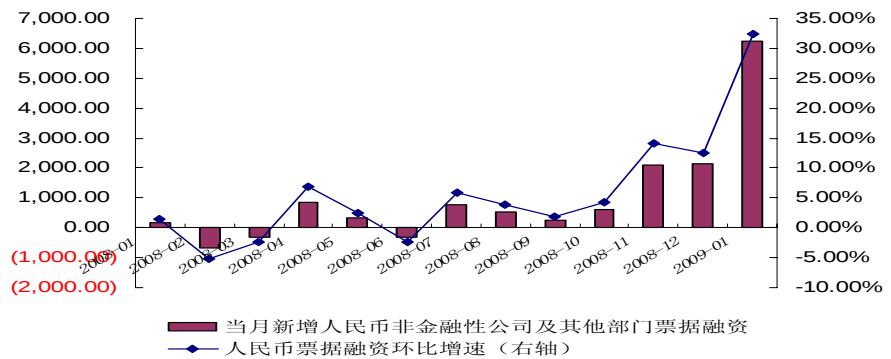
图3：企业中长期贷款增加较为明显



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所



图4：票据融资快速增长



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

我们预计新增企业中长期贷款主要是以四万亿投资配套的政府项目为主，这些项目收益虽低但风险较小，是各银行积极争抢的对象，所以增加较为明显。而银行普遍的“早放贷、早收益”的心理也是年初贷款增加较快的原因。此外去年前三个季度央行实行的信贷额度控制导致各银行的储备资源较为丰富，我们认为这也是去年底和今年初贷款投放较为迅猛的重要原因之一。而这三个因素在未来的月份中将逐步减弱，故我们预计二月份新增贷款绝对数额会回落，考虑到去年基数较低增速仍将维持高位：1）首先，随着前期银行对优质项目的争夺潮逐步退去，银行对地方政府项目及一般企业贷款的风险控制意识会加强（如担心形象工程等），主动争取项目的意愿会逐步减弱；2）从贷款投放的季节因素来看，一月份往往都是一季度中信贷投放最多的月份。3）随着各银行对去年储备项目的逐步消化，如果一般企业和居民贷款需求仍未释放，则贷款快速增加的态势难以维持。

票据贴现增加较快，在新增贷款中占比较高的原因是：1）从银行的角度看，银行资金充裕，在暂时没有找到合适的项目投放贷款的情形下，票据贴现是一种较为灵活的资金运用方式，其收益率虽比不上贷款，但收益仍高于将资金存放央行的收益，高于银行的平均存款成本。而且央行将票据贴现纳入贷款统计口径，而银行可以利用票据规模来应对未来可能的央行信贷额度管理（如在信贷紧缩时压缩贴现规模可腾出资金放贷）。2）从企业的角度看，当前票据贴现利率较低，企业也愿意利用票据贴现融资以降低财务成本。目前贴现收益率普遍较低，甚至低于同期定期存款利率，这势必影响各商业银行2009年一季度的净息差，我们认为票据贴现快速增加的势头将逐渐趋缓。

我们上月月报中提到“在政府积极的财政政策和政府投资拉动的背景下，银行的“惜贷”意愿显著好于预期”，目前来看，银行的放贷意愿确实好于我们预期，但风险控制意识仍较为强烈。由于信贷增速是商业银行2009年业绩的主要驱动力之一，在4万亿投资支持项目之外的一般贷款增长情况值得观察，这部分贷款是后续贷款规模能否高速增长的关键。



二、行业/公司重大事件

公司/行业	事件/主题	齐鲁观点
宁波银行 (002142)	发布 2008 年度业绩快报, 实现营业收入 34 亿元, 营业利润 15.5 亿元, 利润总额 15.2 亿元, 净利润 13.3 亿元。	这一增速显著低于市场预期, 但基本符合我们此前的预期 (我们预计 2008 年净利润 13.8 亿元, 同比增长 44%), 微低的原因可能是我们高估了公司的信贷成本。
建设银行 (601939)	建设银行近日收到银监会批复, 同意公司在全国银行间债券市场公开发行不超过人民币 400 亿元的次级债券。	截至 2008 年三季度末, 建设银行的资本充足率为 12.10%, 核心资本充足率为 10.20%。当前发债的成本较低, 发行次级债券的主要目的在于补充附属资本, 提高资本充足率。
招商银行 (600036)	招行股改限售股约 48 亿股将于 2009 年 3 月 2 日起上市流通。	此次解禁量约占招行总股本的 32.6%, 均为招行的发起人股东, 我们认为作为发起人股东, 不在万不得已的情形下不大会减持招行股份。我们预计此次解禁不会对二级市场产生明显影响。
民生银行 (600016)	民生银行于 2009-02-06 日公告, 获中国人民银行批准, 意公司在全国银行间债券市场公开发行不超过 50 亿元人民币混合资本债券。	截至 2008 年中期, 民生银行的资本充足率为 9.21%, 核心资本充足率为 6.57%。发行混合资本债券的目的是为了补充附属资本, 提高资本充足率。
交通银行 (601998)	交通银行董事会审议通过了关于 2009-2011 年实施债券融资的决议: 同意 2011 年底前, 向全国银行间债券市场成员发行总额不超过人民币 800 亿元的次级债券 (其中, 2009 年发行规模不超过人民币 300 亿元)。债券期限不少于 5 年, 利率将参照市场利率并结合发行方式确定。该议案须提交公司 2008 年度股东大会审议。	截至 2008 年三季度末, 交通银行的资本充足率为 13.77%, 核心资本充足率为 9.79%, 虽然资本充足率相对较高, 融资需求并不迫切, 但考虑到在利率下行区间发行债券补充附属资本利息成本较低, 有利于公司长期发展。

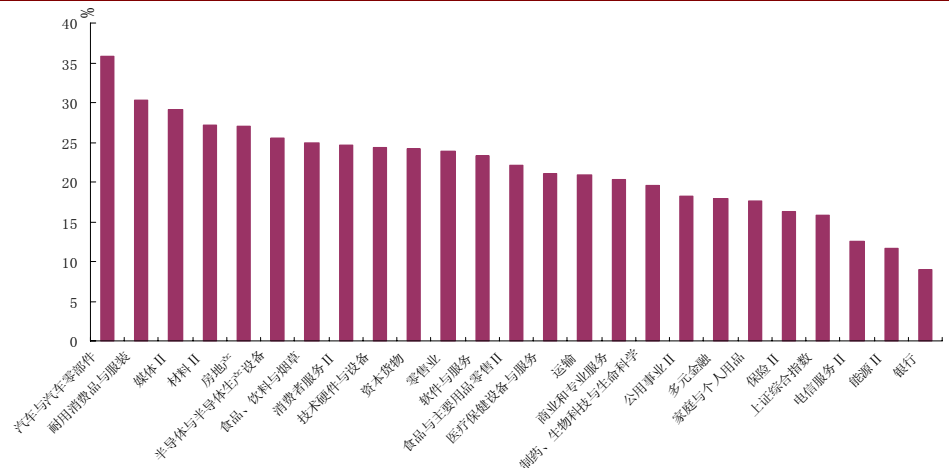
三、2月银行板块及个股市场表现 (1.20-2.20)

本月银行股显著跑输大盘, 涨幅落后于其他行业, 这和我们上月月报中的观点“短期估值向上修正, 超配机会仍未来临”的判断基本吻合。经过春节前后的阶段性上涨, 对前期过分悲观的业绩预期有所修正。但是随着 1 月信贷数据的披露, 在“未来贷款规模增长的可持续性”和“政策刺激经济的实际效果如何”还是未知数的情形下, 银行股缺乏继续上行的动力。

个股方面, 本月多数个股表现平平。深发展、南京银行和宁波银行涨幅较大, 我们认为深发展再度跑赢其他银行股更多的原因是其并购价值的支撑而非基本面的改善, 而南京银行和宁波银行因 2009 年经营压力较小且有估值优势而表现良好。具有估值优势的民生银行和交通银行本月并未出现我们预期的良好表现, 尤其是交通银行, 本月表现显著落后于行业水平。



图5：本月银行涨幅最小（2.2-2.23）



数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

表 2：银行业个股市场绝对表现

股票代码	股票名称	绝对收益%				
		1 周	1 个月	3 个月	6 个月	2009 年以来
601398.SH	工商银行	-3.65	0.27	-9.31	-15.33	4.52
601939.SH	建设银行	-4.00	0.49	-9.53	-11.23	6.53
601988.SH	中国银行	-2.44	3.90	-4.19	-13.51	7.74
601328.SH	交通银行	-5.48	-3.08	2.49	-10.54	12.87
600036.SH	招商银行	-5.35	0.29	-4.17	-21.59	13.49
601166.SH	兴业银行	-3.06	-1.71	5.99	13.09	26.03
600000.SH	浦发银行	-3.30	-0.30	6.48	4.78	24.00
000001.SZ	深发展 A	7.07	27.14	33.36	27.72	58.46
600015.SH	华夏银行	-2.30	6.07	-2.09	4.95	22.56
600016.SH	民生银行	-2.70	1.74	1.30	-9.48	14.99
601998.SH	中信银行	-0.68	8.13	-1.35	-13.75	13.73
601169.SH	北京银行	-5.94	1.82	10.52	30.83	19.08
002142.SZ	宁波银行	1.17	16.33	10.94	13.72	26.76
601009.SH	南京银行	2.91	19.14	15.85	14.10	35.04

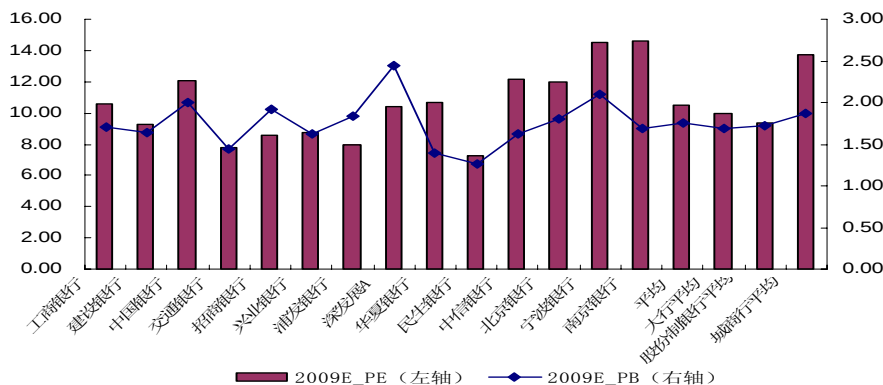
数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所



四、估值及投资策略

以 1 月 24 日收盘价计算，当前银行股股价对应的 2009 年动态估值平均平均 PB 为 1.75 倍，其中大行平均 1.69 倍，股份制银行平均 1.73 倍，城商行平均 1.86 倍。

图6：上市银行股2009年动态估值



数据来源：齐鲁证券研究所

从 AH 两地同步上市的 6 家内地银行来看，三大行中工行 A 股较 H 股溢价较前期有所扩大，建行和中行溢价有所减少；中信银行和招商银行的溢价水平较前期扩大，交行略有收窄（表 3）。

表 3：AH 同步上市银行折溢价率比较（2009-02-24）

	A 股代码	H 股代码	A 股收盘价	H 股收盘价	A 股对 H 股溢/折价率
工商银行	601398.SH	1398.HK	3.70	2.86	29.52%
建设银行	601939.SH	0939.HK	4.08	3.40	19.89%
中国银行	601988.SH	3988.HK	3.20	1.84	73.66%
招商银行	600036.SH	3968.HK	13.80	10.39	32.87%
交通银行	601328.SH	3328.HK	5.35	4.24	26.15%
中信银行	601998.SH	0998.HK	4.39	2.49	76.57%

数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所（股价按当日汇率中间价折算为人民币）

维持行业投资评级：对“资产质量的下滑风险仍制约着银行股 2009 年的估值提升空间”的判断没有改变，在宏观经济明确见底前，我们还不认为当前 A 股银行股估值有继续提升的空间。我们在年度策略中也提到，我国银行股表现一般滞后于 GDP，在 GDP 增速下行期间，银行很难跑赢大盘，而在 GDP 增速回升初期，银行也难以获得超额收益，只有在 GDP 增速上升趋势明显时期，银行跑赢大盘的概率较大，故继续维持银行业“中性”的投资评级。



短期调整压力较大：我们对当前银行股估值水平的看法是对前期过分悲观的预期的修正已经结束，短期调整压力较大。在政府投资拉动经济增长的效应未明显显现，经济未明显转暖时估值难以继续突破向上，调整在所难免。3月暂不推荐个股组合。我们认为借调整之机可逢低配置 1) 招商银行、浦发银行和工商银行作为长期稳健配置品种，其资产质量相对于同业较好、拨备较为充裕、信贷成本稳定、资产负债结构稳健、客户优质，抗风险能力较好。2) 深发展和北京银行由于主动的资产规模扩张，其业绩增速对经济下行的敏感度相对较低。较好的资产质量也使得这两个银行在具备进攻性的同时也具备一定的防御性，仍可积极配置。

附表 1：A 股上市银行盈利预测及估值比较





股票代码	股票简称	近期评级	前收盘价	A 股总股本 (百万)	A 股总市值 (百万)	每股收益 EPS			每股净资产 BVPS		
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601398.SH	工商银行	谨慎推荐	3.70	250,962	928,561	0.24	0.34	0.35	1.61	1.89	2.17
601939.SH	建设银行	中性	4.08	9,000	36,720	0.30	0.43	0.44	1.80	2.15	2.50
601988.SH	中国银行	中性	3.20	177,819	569,021	0.22	0.27	0.26	1.67	1.65	1.60
601328.SH	交通银行	谨慎推荐	5.35	25,930	138,725	0.42	0.66	0.69	2.62	3.16	3.71
600036.SH	招商银行	推荐	13.80	12,045	166,224	1.04	1.63	1.61	4.62	5.93	7.22
601166.SH	兴业银行	中性	18.40	5,000	92,000	1.72	2.27	2.11	7.78	9.60	11.29
600000.SH	浦发银行	谨慎推荐	16.43	5,661	93,016	1.26	2.22	2.08	6.50	7.09	8.96
000001.SZ	深发展 A	谨慎推荐	14.99	3,105	46,550	1.16	0.20	1.44	5.67	5.23	6.12
600015.SH	华夏银行	谨慎推荐	8.91	4,991	44,466	0.50	0.89	0.84	3.11	5.70	6.37
600016.SH	民生银行	推荐	4.68	18,823	88,092	0.44	0.59	0.65	3.47	3.21	3.73
601998.SH	中信银行	中性	4.39	26,632	116,912	0.21	0.34	0.36	2.16	2.43	2.71
601169.SH	北京银行	谨慎推荐	10.61	6,228	66,074	0.54	0.88	0.89	4.28	5.08	5.88
002142.SZ	宁波银行	中性	8.62	2,500	21,550	0.38	0.54	0.59	3.21	3.64	4.12
601009.SH	南京银行	中性	11.33	1,837	20,810	0.50	0.83	0.77	5.41	6.08	6.70

股票代码	股票简称	2007ROAA	2007ROAE	P/PPOP (2008E)	PEG	市盈率 PE			市净率 PB		
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601398.SH	工商银行	1.00%	16.13%	6.62	0.61	15.21	10.92	10.56	2.29	1.96	1.71
601939.SH	建设银行	1.15%	18.36%	5.96	0.49	13.81	9.51	9.28	2.26	1.90	1.63
601988.SH	中国银行	0.99%	13.63%	7.29	1.04	14.45	11.91	12.08	1.91	1.93	2.00
601328.SH	交通银行	1.07%	18.95%	5.30	0.36	12.78	8.11	7.81	2.04	1.69	1.44
600036.SH	招商银行	1.36%	24.76%	6.15	0.40	13.31	8.45	8.56	2.98	2.33	1.91
601166.SH	兴业银行	1.17%	31.17%	5.64	0.95	10.72	8.09	8.72	2.37	1.92	1.63
600000.SH	浦发银行	0.69%	20.75%	5.15	0.22	13.01	7.41	7.92	2.53	2.32	1.83
000001.SZ	深发展 A	0.86%	27.03%	5.76	2.63	12.97	73.68	10.41	2.64	2.87	2.45
600015.SH	华夏银行	0.41%	17.01%	4.96	0.31	17.81	9.99	10.64	2.87	1.56	1.40
600016.SH	民生银行	0.78%	18.22%	4.70	0.28	10.70	7.99	7.23	1.35	1.46	1.25
601998.SH	中信银行	0.97%	14.30%	7.66	0.56	20.67	13.03	12.16	2.04	1.81	1.62
601169.SH	北京银行	1.07%	18.34%	8.82	0.51	19.74	12.02	11.95	2.48	2.09	1.81
002142.SZ	宁波银行	1.44%	16.96%	13.00	0.66	22.66	15.95	14.54	2.69	2.37	2.09
601009.SH	南京银行	1.36%	14.47%	10.47	0.67	22.88	13.61	14.64	2.09	1.86	1.69


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791