

银行业分析师：郑宁

电话：(86571)87782601

邮件：zhengning@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

电话：(86571)87782600

电邮：wujialei@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	14
总股本（亿股）	9724.27
销售收入（亿元）	1323.23
净利润（亿元）	3345.59
行业 PE（加权）	9.95
行业 PB（加权）	2.23

银行业相对指数表现



相关研究

《银行 08 年中报综述》

《银行 09 年投资策略报告—行业短期暗淡 布局防御品种》

《银行 1 月月报—信贷规模扩张激发短期行情 提高拨备以待未来挑战》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

信贷爆发性扩张不可持续 估值向上修正难以维系

银行业2月月报

银行·行业研究
2009.2.26 中性

投资要点

※货币供应量拐点没有出现，M1 M2 喇叭口放大印证经济活动减速

从 1 月份的货币供应量数据来看，M1 增幅仅为 6.68%，显然信贷的增加并没有流入 M1。分析 M1 下降的主要原因是企业活期存款大幅降低。

企业 1 月资金的流向，我们有几个推测：（1）由于短期票据贴现利率较低，因此企业套利行为增加，票据贴现之后转存银行，赚取利差。（2）由于节前需要支付员工的工资和年终奖金，因此活期存款减少，而企业经济生产并没有加大投入，实体经济的资金没有同步增长。但这部分资金量的需求并不多。（3）或流入股市，推动了节后股市的行情。

※1 月票据贴现大幅度增加导致信贷规模继续加速放大

从央行公布的今年 1 月份信贷数据，新增贷款实现爆发式增长。从新增人民币信贷的分部门情况看：新增票据融资额爆发性增长至 6239 亿元，占当月信贷增量的 38.5%，是导致 1 月信贷规模加速放大的重要原因。

※2 月贷款规模增速小于 1 月，全年贷款增速呈现前高后低的走势

我们预测 2 月份的银行贷款规模增速将小于 1 月份，从全年来看，银行总的贷款规模增速将出现前高后低的情况。我们相信目前的信贷爆发性扩张不可持续，需求主要来自短期资金周转和政府项目，各银行目前竞相介入政府主导项目贷款，而私人部门投资带来的信贷需求仍然比较孱弱，因此一旦项目贷款争夺完毕，未来信贷增长可能陷入急刹车。而央行目前在公开市场上所采取的措施主要目的也是尽可能防范急刹车现象的产生。

※央行将加大公开市场操作 控制和均衡货币市场流动性

银行 1 月份放贷速度较快较猛的情况下，央行加大央票发行力度，也是为了控制票据融资巨大的规模。提高三个月期的央票发行频率，已经是一个信号，反映了央行对银行信贷投放的持续性和结构均衡性的调整和掌控。预计央行将继续对公开市场进行调整，仍发会加大 3 月期票据发行力度，但是银行资金的流动性不会受到太大的影响。

※行业评级和 2 月投资策略

对银行股 3 月的操作，我们认为短期的估值向上修正仍难以继续，由于 3 月 2 日，招商银行将有 47 亿股的巨量解禁，银行股将受此影响短期内向下调整。建议采取防御性的投资策略，选择资产质量相对于同业较好、拨备较为充裕的银行，如兴业银行、浦发银行和建设银行可作长期配置品种。

目 录

一、宏观经济运行状况	4
1、货币供应量拐点没有出现 M1 和 M2 喇叭口继续放大	4
2、1 月票据贴现大幅度增加导致信贷规模继续加速放大	5
3、央行将加大公开市场操作 控制和均衡货币市场流动性	7
二、行业和公司动态	9
1、2 月份银行业重点政策和事件分析	9
2、2 月份上市银行事件分析	9
3、银行 2008 年业绩预告	11
三、2 月市场回顾和 3 月投资策略	11
1、银行板块和重点推荐银行的市场表现	11
2、3 月投资策略和重点公司	12

图表目录

图表 1 1 月 M1 增速回落 M2 增速继续提高	4
图表 2 企业存款激增证实了企业套利行为的存在	5
图表 3 贷款规模增速在近三个月呈现加速放大	6
图表 4 1 月短期贷款和票据贴现数量和占比激增	6
图表 5 2009 年 1 月分部门贷款增加额度	7
图表 6 三个月期央票的发行利率	7
图表 7 近期央行票据发行量的比较	8
图表 8 银行业重点政策和事件点评	9
图表 9 上市银行业重点事件点评	9
图表 10 银行业绩已经开始出现分化	11
图表 11 银行板块近一个月市场表现	11
图表 12 招商银行非流通股解禁时间表	12
图表 13 招商银行非流通股解禁明细表	12
图表 14 2009 年银行股解禁表	12
图表 15 上市银行业绩预测一览表	13

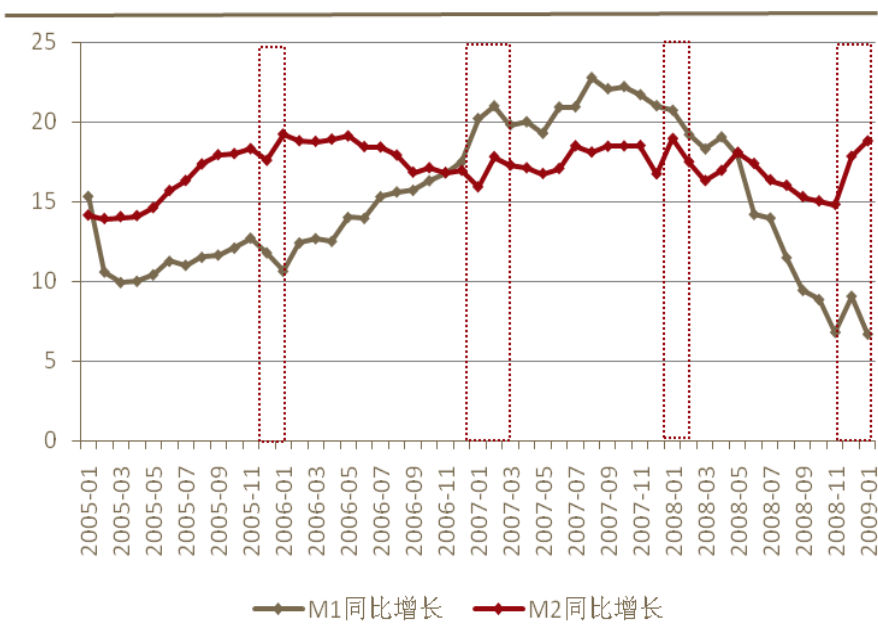
一、宏观经济运行状况

1、货币供应量拐点没有出现 M1 和 M2 喇叭口继续放大

2009 年 1 月末，广义货币供应量（M2）余额为 49.61 万亿元，同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 16.52 万亿元，同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点。1 月 M0 供应同比增长 12.0%，增幅低于 12 月的 12.7%。

从 1 月货币供应量的数据显示，货币供应的拐点并没有出现。和我们之前判断一致，M1 在 12 月出现的反弹只是短期现象，不代表长期趋势。

图表 1 1 月 M1 增速回落 M2 增速继续提高



数据来源：中国人民银行 方正证券研究中心

分析 M1 下降的主要原因是企业活期存款大幅降低。

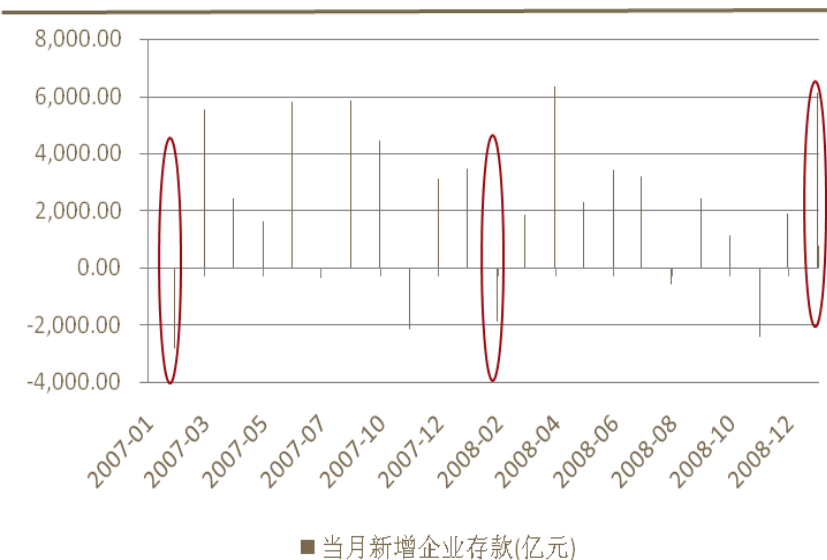
而从 1 月份的货币供应量数据来看，M1 增幅仅为 6.68%，显然信贷的增加并没有流入 M1。狭义货币供应量 M1 包括市场流通中的现金总量加上活期存款，活期存款主要包括企业、政府机关、学校等存款，其中绝大多数都是企业活期存款，因此可以判断：M1 增速的下降主要是企业活期存款大幅降低造成的，并不是春节因素。

一般来说，企业活期存款主要用来采购原材料和支付工资等实体经济方面，活期存款大幅减少说明企业 1 月份花钱比较多，但是从此国家统计局前公布的 PPI 和海关公布的进口大幅下降等数据来看，目前企业在原材料采购等方面支出并没有增加。

企业 1 月资金的流向，我们有几个推测：

（1）由于短期票据贴现利率较低，因此企业套利行为增加，票据贴现之后转存银行，赚取利差。因此 1 月份在贷款巨量增长前提下，M1 增速却大幅下滑。同时，1 月份的企业存款增加 759 亿元，同比多增 2586 亿元，而去年同期下降 1827 亿元。

图表 2 企业存款激增证实了企业套利行为的存在



数据来源：中国人民银行 方正证券研究中心

（2）由于节前需要支付员工的工资和年终奖金，因此活期存款减少，而企业经济生产并没有加大投入，实体经济的资金没有同步增长。但这部分资金量的需求并不多。

（3）或流入股市，推动了节后股市的行情。

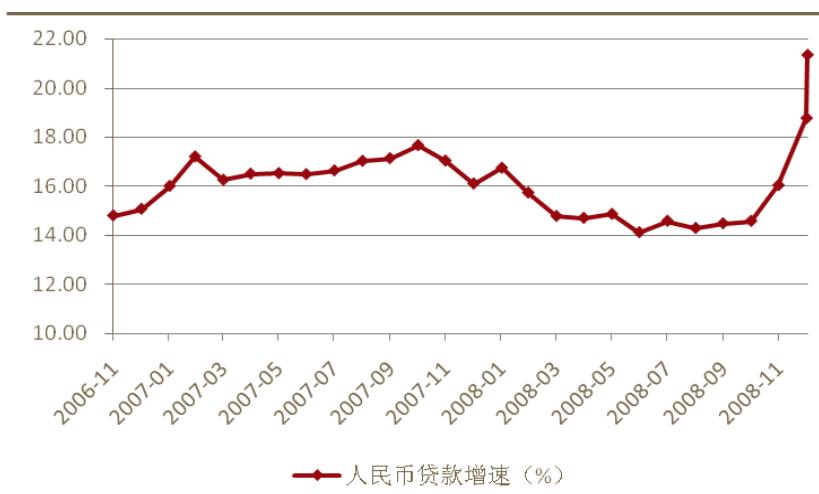
尽管货币供应量有所反弹，但 M1 和 M2 的喇叭口却越来越大，12 月就上升到了 8.76 个百分点，1 月份差距加大为 12.11 个百分点。M1 为流通中的现金加活期储蓄存款，而 M2 的定义为 M1 再加储蓄存款，当 M2 增速远大于 M1 的时候，显示了居民和企业存款定期化的趋势，也就表明居民和企业的投资意愿不足，对资本的价格会有明显的压制作用。相反，在牛市里，M1 增长的速度往往会超过 M2，表明储蓄存款有被取出投资的趋势。因此，对资本市场价格的判断，不仅要关注 M2 反弹的速度，更要关注喇叭口是否有缩小趋势，当前这种喇叭口放大的趋势显然是经济活动减速的印证。

2、1 月票据贴现大幅度增加导致信贷规模继续加速放大

从央行公布的今年 1 月份信贷数据，新增贷款实现爆发式增长。从新增人民币信贷的分部门情况看：短期贷款和贴现票据增加极为迅速，新增 1.0624 万亿，占全部 63.35%，其中新增票据融资额爆发性增长至 6239 亿元，占当月信贷增量的 38.5%。票据融资的急速增加是导致 1 月信贷规模加速放大的重要原因。

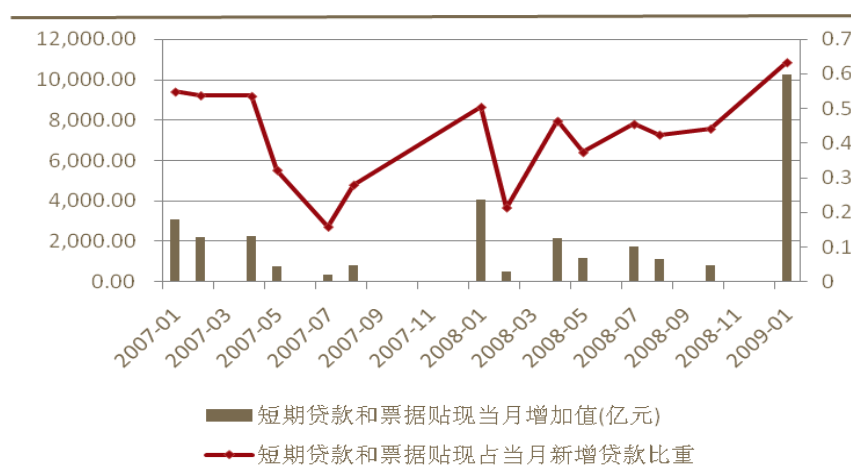
2009 年 1 月人民币贷款余额 31.99 万亿元,同比增长为 21.33%,增幅比上年 12 月 18.76%的增速高 2.57 个百分点,比去年同期竟然高 4.59 个百分点。这说明今年 1 月份的信贷发放存在不合理的现象。

图表 3 贷款规模增速在近三个月呈现加速放大



数据来源: 中国人民银行 方正证券研究中心

图表 4 1 月短期贷款和票据贴现数量和占比激增



数据来源: 中国人民银行 方正证券研究中心

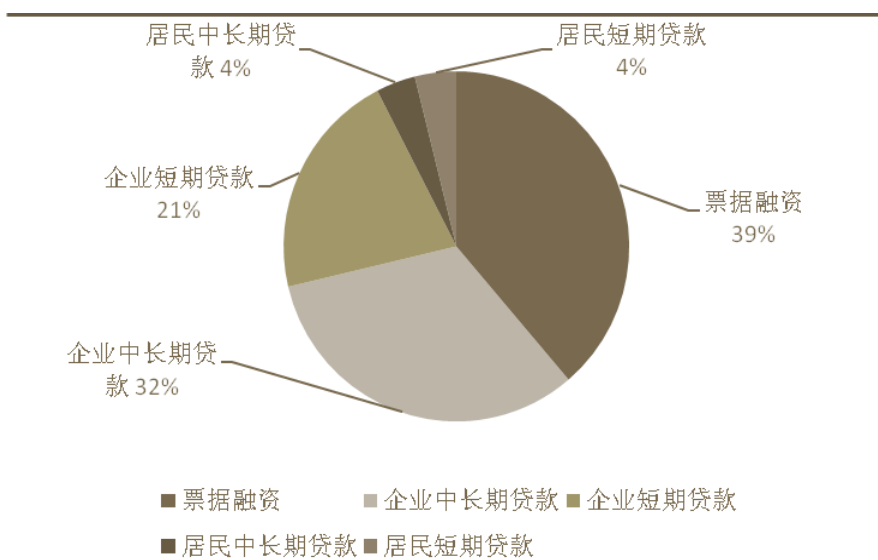
票据融资规模巨大的主要原因包括:

(1) 由于贴现利率和短期贷款的利差扩大, 资金需求放倾向于票据替代短期贷款。目前六个月以内的短期贷款利率为 4.86%, 而贴现利率为 1.5%-1.6%之间, 贴现利率和短期贷款利率之间的利差接近 3 个百分点。由于 1 月正处于春节放假前期, 企业和个人在资金面临短期借贷的需求较为旺盛, 在目前流动性较强的货币市场下, 资金需求方会偏向试用票据贴现进行短期融资。

(2) 银行偏向于通过票据融资加大信贷规模，可以降低不良贷款率，同时票据贴现收益率也高于超额准备金率和央行票据。目前超额准备金率为 0.72% 和 0.965%，均低于贴现率。

(3) 贴现利率和存款利率之间存在倒挂，产生套利空间。目前 3 个月的定期存款利率为 1.71%，一年期的定期存款利率为 2.25%，而票据贴现利率为 1.5%-1.6%。因此企业可通过票据贴现再转存银行赚取利差。

图表 5 2009 年 1 月分部门贷款增加额度



数据来源：中国人民银行 方正证券研究中心

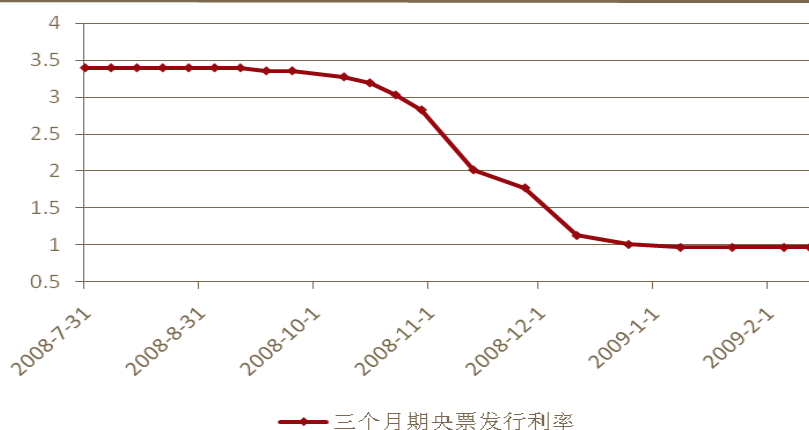
我们预测 2 月份的银行贷款规模增速将小于 1 月份，从全年来看，银行总的贷款规模增速将出现前高后低的情况。我们相信目前的信贷爆发性扩张不可持续，需求主要来自短期资金周转和政府项目，各银行目前竞相介入政府主导项目贷款，而私人部门投资带来的信贷需求仍然比较孱弱，因此一旦项目贷款争夺完毕，未来信贷增长可能陷入急刹车。而央行目前在公开市场上所采取的措施主要目的也是尽可能防范急刹车现象的产生。

3、央行将加大公开市场操作 控制和均衡货币市场流动性

2 月，央行于 2 月 5 日和 2 月 12 日在公开市场上分别发行了发行总量为 300 亿元和 350 亿元的 3 个月期的央行票据。而此前，央行于 2008 年 11 月将 3 个月期央行票据的发行从每周发行改为隔周发行，更早之前，央行停发了 3 年和 1 年期央票。

春节过后，央行恢复了此前每周发行三个月期央票利率，发行利率均为 0.965%，这一发行利率自今年 1 月以来已经维持了数次，也表明目前降息预期已经减弱。

图表 6 三个月期央票的发行利率

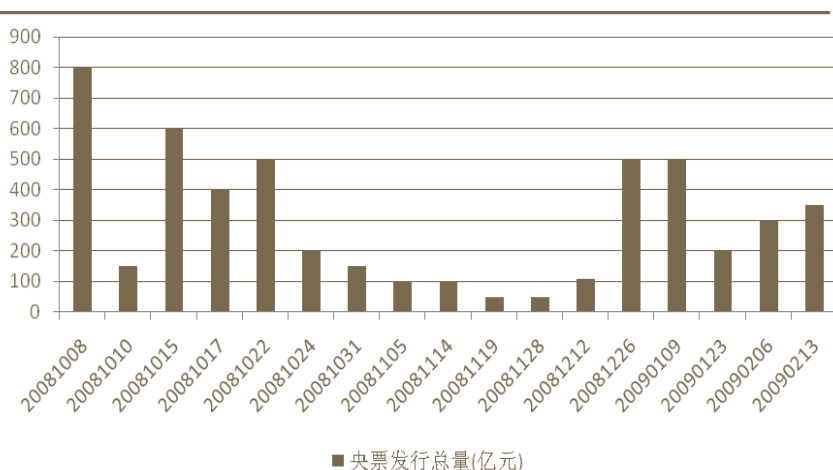


数据来源：中国人民银行 方正证券研究中心

银行 1 月份房贷速度较快较猛的情况下，央行加大央票发行力度，也是为了控制票据融资巨大的规模，此次提高央票发行频率，已经是一个信号。主要的目的是在控制目前市场上的流动性，反映了央行对银行信贷投放的持续性和结构均衡性的调整和掌控。银行信贷投放速度加快后，数量调控政策会出现微调，央行可能通过公开市场操作引导信贷的均匀投放，即加大 3 个月回笼工具的运用力度，净一部分资金的投放延迟至二季度，以迫使银行不要将信贷额度过度集中在一季度。

预计央行将继续对公开市场进行调整，仍会加大 3 月期票据发行力度，但是银行资金的流动性不会受到太大的影响。

图表 7 近期央行票据发行量的比较



数据来源：wind 方正证券研究中心

我们预测 2 月份的银行贷款规模增速将小于 1 月份，从全年来看，银行总的贷款规模增速将出现前高后低的情况。

二、行业和公司动态

1、2 月份银行业重点政策和事件分析

图表 8 银行业重点政策和事件点评

行业/公司	行业政策以及重点事件	点评
行业	并购贷款操作指引或首季公布 银监会正加紧制订银行开展并购贷款的具体操作指引，有望在一季度颁布实施。银监会正对实施并购贷款中的一些操作细节做统一规定，包括风险权重计算、资金用途监控等。开展并购贷款时对不同债券的风险该怎样界定，银监会也将进一步明晰。此外银监会正在修订银行资本充足率计算管理办法，不久将公布。	自去年 12 月 9 日，银监会公布了《商业银行并购贷款风险管理指引》后，并购贷款业务快速积极得开展。但是在指引当中对于业务的具体开展还缺乏细致的规定，尤其是对风险控制和项目实施贷款发放得具体流程规定。目前，符合要求的银行已经陆续和产权交易所签订并购贷款协议，并购贷款业务逐步加快步伐，因此操作指引的发布翘首以待。

2、2 月份上市银行事件分析

图表 9 上市银行业重点事件点评

行业/公司	行业政策以及重点事件	点评
公司	浦发银行：北交所与浦发银行签署并购融资战略合作协议 上海浦东发展银行股份有限公司与北京产权交易所，就双方共同合作开展的并购融资及相关业务，今在上海签署《并购融资业务战略合作协议》。同日，上海浦东发展银行、北京产权交易所与北京国有资产经营有限责任公司三方共同签署了《开展商业银行并购融资合作框架协议》。 此次与浦发银行总行实现“南北联合，资源共享”的合作关系，对北交所拓展全国市场、保持市场份额领先优势具有重要的战略意义。为配合与浦发行及上海其他机构的合作，北交所近期将设立上海办事处，发挥市场平台机构的资源优势，为更多企业提供强有力的金融资源支持。	目前工商银行各分行等已经陆续和产权交易所签署并购融资战略合作协议。同时，如上海银行和杭州银行等区域性银行也开始加紧并购贷款业务的步伐，杭州银行日前与杭州产权交易所签署战略合作协议，同意向对方推荐的进行并购活动的企业提供总额达 20 亿元的并购贷款授信额度。 杭州银行公司业务总部相关负责人表示，并购贷款业务开展初期，将重点考虑优质的上市公司、拟上市公司等企业的发展与整合需要。
公司	农业银行拟引国寿作为中方战略股东： 中国农业银行继早前与法国农业信贷银行洽商，希望引入后者为战略投资者外，据悉又与中国人寿磋商，引入中国人寿为中方投资者，	农行一直计划可引入海外及内地投资者各一家，将 8%至 10%股权售予两家机构。现时洽商中的法国农业信贷银行，也面对资金问题困扰，是否会落实入股农行，尚属未

以坚实股东基础。

知之数。对于洽商入股农行，中国人寿表示不愿置评。农行方面，发言人表示暂不清楚，更指市场只是在猜度。

建设银行纽约分行获批：

2 月 20 日，建设银行纽约分行正式获得美国当地纽约州银行局颁发的营业执照。

公司

纽约分行是建设银行获准设立的第七家海外分行，也是建设银行在美洲设立的第一家分行。建行纽约分行在正式取得营业执照后，已经完成在美国开设分行的所有法定程序，将在年内择期开业。纽约分行的设立，是建行海外发展战略的一个重要组成部分，将有助于建设银行进一步完善全球金融服务网络，纽约分行将通过提供贸易融资、美元结算和其他金融服务，促进中美两国之间的贸易和其他商业活动。

近年来，建设银行制定了新的海外发展战略，进一步加快了海外业务拓展步伐。除纽约外，建设银行在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、首尔设有分行，在香港拥有 2 家经营性全资附属子公司，在伦敦和悉尼设有代表处；在英国设立子银行的申请已获得当地监管机构批准，将于上半年内正式开业；在越南、澳大利亚等国家设立经营性机构的工作也在积极推进之中。

建设银行发行次级债：

公司

2 月 25 日，建设银行公告发行了 300 亿元的次级债。

银行新资本协议实施的脚步越来越近，这对银行的资本充足率提出更高的要求，未来一段时间将是银行次级债密集发行期。次级债券的发行能够补充银行附属资本，有效得提高银行的资本充足率。此前建设银行行资本充足率已连续两个季度出现下滑。08 年一季度其核心资本充足率为 10.26%，资本充足率为 12.38%，分别较上年末下降 0.11 和 0.20 个百分点。此后半年报中环比分别再降 0.41 和 0.09 个百分点。季报时这一趋势有所缓和，但总体而言较年初仍下滑。

宁波银行发布业绩快报：

公司

宁波银行 2008 年度实现净利润 13.32 亿元，比上年同期增加 3.81 亿元，增幅 40.02%；净资产收益率 15.12%，比上年同期上升了 3.26 个百分点；基本每股收益 0.53 元，比上年同期提高 0.10 元。

宁波银行 2008 年的业绩符合我们的预期。我们预计宁波银行 08 年的每股收益为 0.56 元，由于在第四季度，宁波银行提高了拨备覆盖率，同时核销了部分不良资产，因此第四季度净利润环比和同比均出现较大的负增长。

09 年宁波银行继续加快拓展的步伐，建立分行和支行的数量较多，因此在经营成本上将放大，同时在资产质量方面的压力较大，短期内风险较大，但是长期来看，公司的经营理念和运作模式将继续维持高速增长。

资料来源：方正证券研究中心

3、银行 2008 年报业绩预告

图表 10 银行业绩已经开始出现分化

银行	08 年净利润 (亿元)	同比增长	前三季度 净利润	第四季度 净利润	第四季度净利润 同比增长	第四季度净利润 环比增长	不良贷款率	拨备覆盖率
中信银行	132.64	60%	124.51	8.13			<1.4%	150%
兴业银行	113.63	32.34%	94.265	19.36	24.40%	-32.82%		
浦发银行	125.12	127.5%	98.43	26.57	68.69%	-23.40%		
深发展	6	-77%	33.16	7.58*	-2.3%	-35.37%	0.67%	105%
南京银行	9.09	70%	12.13	3.04	16.03%	-28.30%		
北京银行	约 53.56	约 60%	43.88	9.68	6.14%	-34.85%		
宁波银行	13.32	40.02%	11.26	2.06	-34.18%	-48.11%		

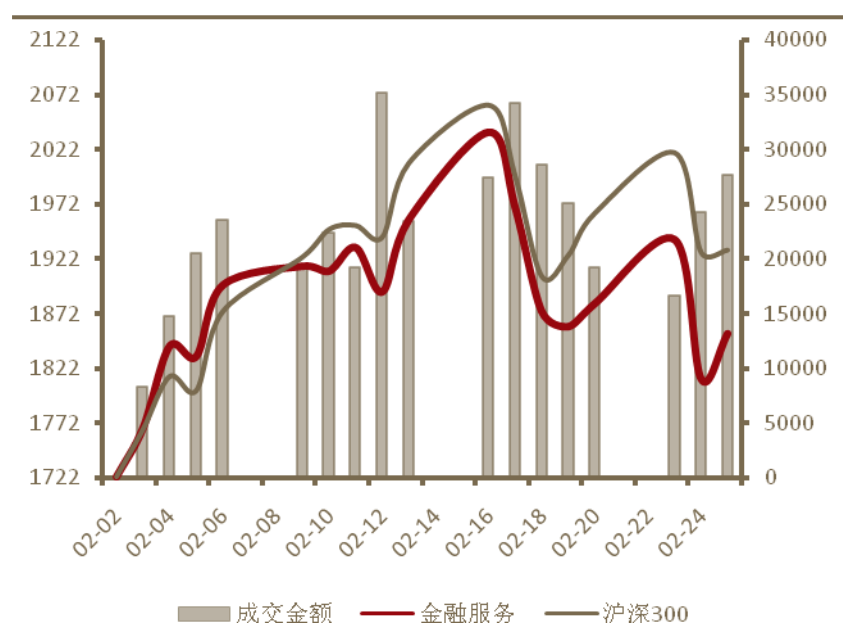
资料来源：方正证券研究中心

注*：去除大幅拨备和核销不良资产

三、2 月市场回顾和 3 月投资策略

1、银行板块和重点推荐银行的市场表现

图表 11 银行板块近一个月市场表现



资料来源：聚源资讯 方正证券研究中心

2 月银行股在前期显著跑赢大盘之后出现震荡回调。这与我们之前的判断相一致，1 月银行股短期走强的主要原因是存在着对前期过分悲观的预期的修正，同时存在之前货币市场上流动性充裕的

原因。但是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，在宏观经济明确见底前，银行股没有足够的投资安全边际。整个 2 月银行股的走势是相对弱于大盘，主要还是受对未来宏观经济不明朗的预期影响。

2、3 月投资策略和重点公司

对银行股 2009 年 3 月的操作，我们认为之前的估值向上修正难以继续，还是建议采取防御性的投资策略，选择资产质量相对于同业较好、拨备较为充裕的银行，如兴业银行、浦发银行和建设银行可作长期配置品种。

3 月 2 日，招商银行 47 亿解禁股将对银行板块的股票产生集体性的冲击，解禁后的短期内银行股走势会出现向下调整。

图表 12 招商银行非流通股解禁时间表

解禁时间	解禁数量 (百万)	占流通股 (%)	占总股本 (%)	限售股类型
2009-3-2	4,799	39.84	32.63	股权分置限售股份
2008-2-27	2,532	34.96	17.22	股权分置限售股份
2006-2-27	969	20.61	7.9	股权分置对价股份

资料来源：方正证券研究中心

图表 13 招商银行非流通股解禁明细表

股东名称	可流通数量 (股)	占总股本比例 (%)
广州海运（集团）有限公司	565,359,590.00	3.84
中国交通建设股份有限公司	261,024,805.00	1.77
中交第三航务工程勘察设计院有限公司	2,925,840.00	0.02
中国海运（集团）总公司	175,950,157.00	1.2
中交广州航道局有限公司	154,771,402.00	1.05
中交上海航道局有限公司	16,888,294.00	0.11
深圳市晏清投资发展有限公司	433,484,335.00	2.95

资料来源：方正证券研究中心

图表 14 2009 年银行股解禁表

	解 禁 时 间	解 禁 数 量 (百 万)	占流通股 (%)	占总股本 (%)	限售股类型
招商	3-2	4,799.23	66.23	32.63	股权分置
浦发	5-12	649.17	12.95	11.47	股权分置
华夏	6-6	1,557	70.75	31.2	股权分置
深发展	6-20	135.63	4.87	4.37	股权分置
民生	8-24	928.2	5.19	4.93	定向增发

中行	7-6	171,325.44	2,638.41	67.49	首发限售
工商	10-27	236,012.34	1,578.68	70.66	首发限售

资料来源：方正证券研究中心

图表 15 上市银行业绩预测一览表

	评级	股价(元) 2009-2-26	每股收益(元)		市盈率	每股净资产(元)		市净率
			08E	09E	08E	08E	09E	08E
宁波银行	中性	8.75	0.56	0.48	14.11	3.55	4.03	2.23
民生银行	中性	4.63	0.56	0.50	8.55	3.13	3.63	1.53
招商银行	中性	14.27	1.59	1.43	9.12	5.98	7.41	2.42
兴业银行	增持	18.28	2.27	2.3	8.94	9.72	12.02	2.09
工商银行	中性	3.67	0.33	0.32	11.64	1.79	2.11	2.15
建设银行	增持	4.06	0.43	0.42	9.74	2.01	10.17	2.08
南京银行	中性	11.46	1.057	1.08	10.00	6.19	7.27	1.71
中信银行	中性	4.39	0.23	0.27	18.48	2.33	2.60	1.82
交通银行	中性	5.38	0.57	0.54	10.33	2.91	3.45	2.02
深发展 A*	中性	13.80	0.22	1.04	59.27	5.04	6.08	2.59
中国银行	中性	3.17	0.28	0.25	11.29	1.84	2.09	1.72
浦发银行	中性	17.21	2.21	2.09	7.93	7.2	9.29	2.43
北京银行	中性	10.30	1.00	0.85	10.83	5.32	6.17	2.04
华夏银行	中性	8.82	0.72	0.70	12.99	3.25	3.95	2.88

数据来源：方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”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“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦（310006）
电话：	（86731）5832351	（86571）87782600
传真：	（86731）5832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com