

银行Ⅲ



王倩

银行业研究员

021-3856 5938

qianwang@xyzq.com.cn

期待行业趋势性机会

近期观点和路演总结

推荐

2009年3月12日

投资要点

- **等待经济复苏带来的趋势性机会，持续看好银行业。**持续的流动性回流和全面及时的宽松政策，给予银行业释放流动性的能力和机会，同时给实体需求复苏带来有效的货币刺激，我们看好流动性扩张和经济复苏给银行带来的趋势性机会，坚持自去年11月以来对银行业“推荐”的评级。
- **市场分歧较大，实际上是信心和预期的分歧。**2月份，我们拜访了广东和北京的基金公司，在交流中发现市场对于银行股上涨空间的分歧较大，但基本上对行业利润增长都比较确定，我们认为，市场信心和对经济预期的差异导致了投资期限的差异，从而造成对银行股判断的分歧，在经济反转趋势明确之前，银行业将为经济的不确定性承受较大的压力。
- **重申我们的组合，推荐顺序调整为“浦发、兴业、交行、深发展”。**我们坚持之前的观点，行业景气的关键动因在于流动性释放带来的规模超预期增长，实体需求复苏将会进一步强化资金需求规模推升效应。因此，实体需求复苏将是流动性释放之后的接力棒，从而给整个行业带来趋势性的机会，我们的推荐组合仍是浦发银行、兴业银行、交通银行、深发展，根据估值和调研重新调整推荐顺序，我们认为银行动态PB的合理范围是2.2-2.5，目前仍有30%-40%的上涨空间，建议继续买入，坚定持有。

行业观点回顾：把握流动性行情，等待趋势性机会

主要观点

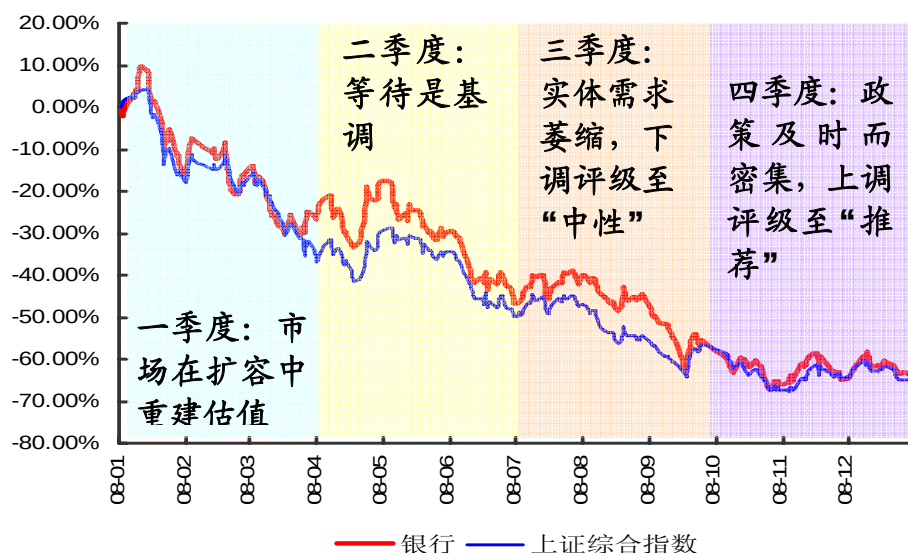
08 年，行业走势基本与大盘相同，估值中枢一再下移。

- 年初，我们提出市场将在扩容中重建估值，大小非解禁将给市场带来调整压力
- 三季度中期，实体需求出现萎缩迹象，我们将行业评级下调为“中性”
- 四季度初，经过持续回流，银行体系内部流动性释放呼之欲出，加上全面放松的政策频繁出台，我们判断流动性释放周期将会在 09 年初启动，银行将面临规模扩张的好机会，上调行业评级至“推荐”

09 年初，贷款规模超预期增长，流动性释放周期如期启动，行业估值中枢开始回升。我们认为，由于承担了宏观经济不确定预期，银行估值目前仍有折价。

我们认为，在流动性推升行情中，银行的合理估值应该在动态 PB 2.0 倍左右，而实体需求复苏趋势一旦确立，行业将迎来趋势性机会，合理动态 PB 将为 2.2-2.5 倍。目前仍有 30%-40% 的上涨空间，维持“推荐”评级，建议继续买入，坚定持有。

图 1、2008 年度行业观点回顾

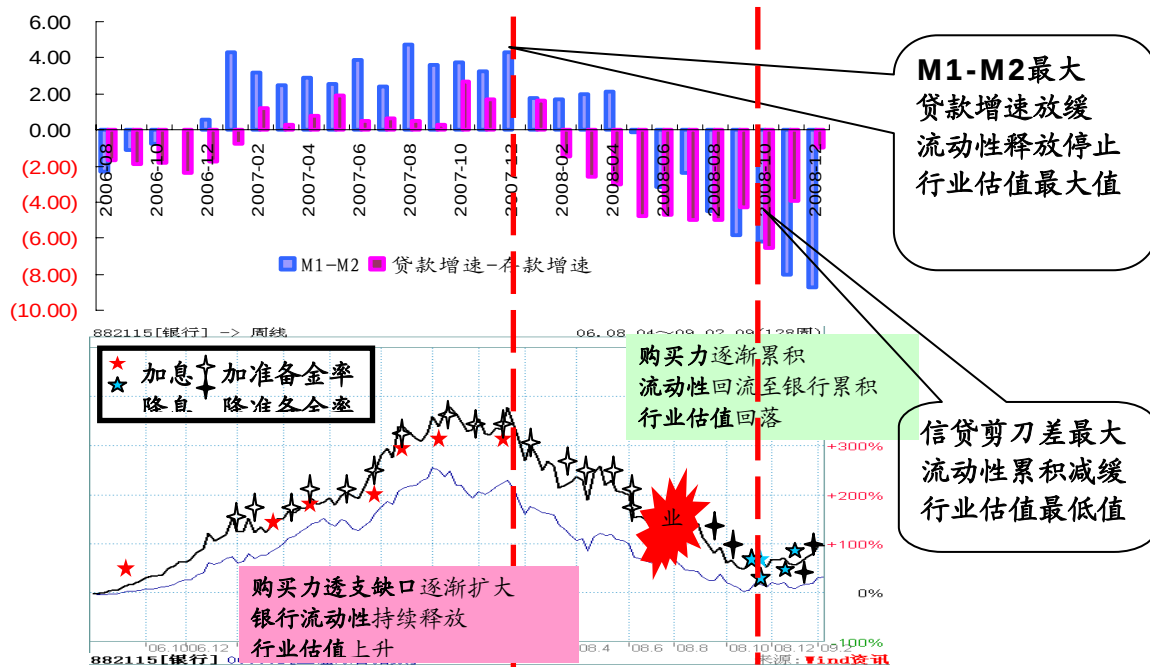


数据来源：wind，兴业证券研发中心

实体需求指标正在探底，流动性供给指标已经反转

我们认为，流动性是行业景气的关键因素，而流动性拐点也正是行业估值的拐点。

图 2、行业估值和流动性拐点



数据来源：wind，兴业证券研发中心

因此，我们关注两项剪刀差：信贷剪刀差（人民币贷款增速-存款增速）和货币剪刀差（同期的 M1 增速-M2 增速）。

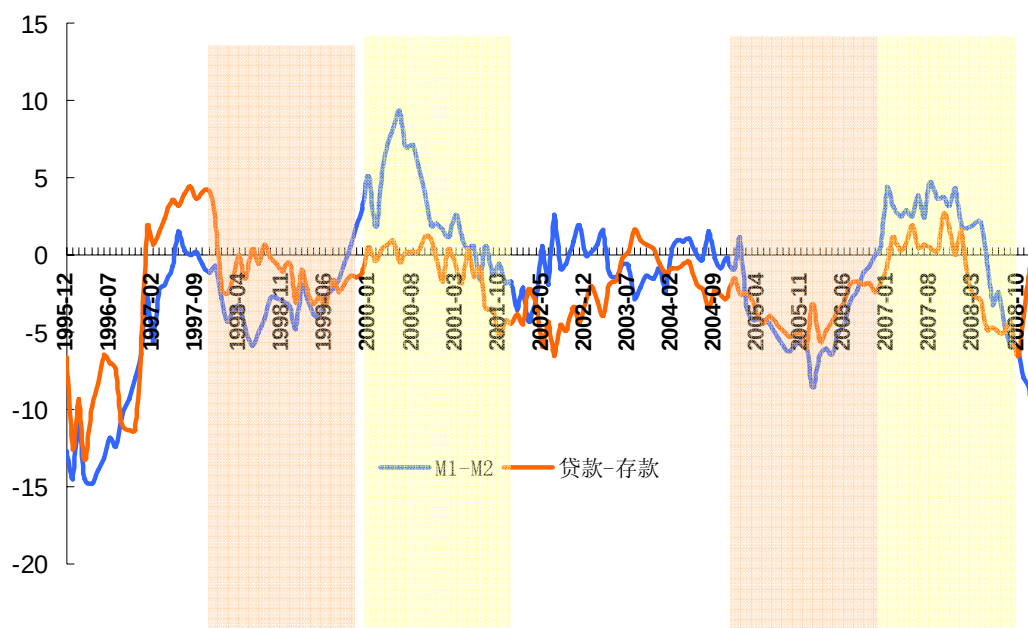
在债券市场占比较小的现况下，银行贷款投放和存款回流的增速差，代表了金融体系对宏观经济提供货币的情况，即信贷增速差的方向和大小，反映了经济中的货币供给情况。

同期的狭义货币和广义货币的增速差，则反映了活跃货币相对期限更长货币增长情况，代表了实体经济中现实购买力和潜在购买力之间的缺口。

当信贷剪刀差从负变为正，贷款增速超过存款增速，银行体系流动性净流入实体经济，经济受到货币刺激而有望复苏；当信贷剪刀差由正变为负，存款增速超过贷款增速，实体经济流动性流入银行体系内累积，流动性从实体经济中撤退，银行成为“流动性的蓄水池”。

当货币剪刀差从负变为正，现实购买力超过潜在购买力，金融需求不能完全被实体需求支持，购买力被透支，经济过热，实体经济中的流动性面临枯竭的危险；当货币剪刀差由正变为负，代表潜在购买力大于现实购买力，流动性变成储蓄流回银行，购买力累积，经济降温。

图 3、实体需求剪刀差和流动性供给剪刀差趋势变化（95.12-08.12）



数据来源：wind，兴业证券研发中心

交流总结：市场分歧在信心和预期，对银行配置在加大

2 月份，我们拜访了广东和北京的基金公司，在交流中发现市场对于银行股上涨空间的分歧较大，但基本上对行业利润增长都比较确定。

2009 年，行业利润压力主要来自息差收窄，但规模的超预期扩张，将从数量上对利息收入有所弥补，2010 年，行业息差收窄压力大为减低，规模增长仍能持续，信贷成本有所释放，业绩增长加速。

	2009E					2010E				
	贷款增 速	息差	利息收 入增速	信 贷 成本	净 利 润 增速	贷款增 速	息差	利息收 入增速	信 贷 成本	净 利 润 增速
银行业	17.70%	2.45%	4.00%	1.00%	5.00%	16.20%	2.25%	14.00%	1.10%	12.00%
国有银行	12.00%	2.30%	3.50%	1.20%	4.00%	9.00%	2.20%	10.00%	1.30%	9.00%
股份银行	23.00%	2.60%	5.00%	0.80%	6.00%	23.00%	2.40%	18.00%	0.90%	18.00%
交通银行	20.00%	2.56%	2.59%	0.91%	5.64%	18.00%	2.43%	12.00%	0.95%	12.04%
兴业银行	22.00%	2.48%	4.00%	1.02%	7.65%	25.00%	2.25%	22.00%	1.12%	20.00%
浦发银行	20.00%	2.63%	5.00%	0.53%	8.50%	18.00%	2.50%	15.00%	0.53%	12.41%
深发展	25.00%	2.30%	2.00%	1.17%	562.00%	25.00%	2.20%	20.00%	0.64%	31.00%

我们认为，市场信心和对经济预期的差异导致了投资期限的差异，从而造成对银行股判断的分歧，在经济反转趋势明确之前，银行业将为经济的不确定性承

受较大的压力。

推荐组合：浦发、兴业、交行、深发展

我们坚持之前的观点，行业景气的关键动因在于流动性释放带来的规模超预期增长，实体需求复苏将会进一步强化资金需求规模推升效应。因此，实体需求复苏将是流动性释放之后的接力棒，从而给整个行业带来趋势性的机会。

我们的推荐组合仍是浦发银行、兴业银行、交通银行、深发展，根据估值和调研重新调整推荐顺序，我们认为银行动态 PB 的合理范围是 2.2-2.5，目前仍有 30%-40% 的上涨空间，建议继续买入，坚定持有。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。