

2009-03-07

银行

银行周报：风格转换下期待银行股表现

◇ 09 年周报第五期

◆ 市场回顾：银行引领市场反弹：

继上周的大幅调整之后，本周市场在震荡中上行。相应地，特别是在后半周，上周表现出色的银行股继续成为市场的领涨板块。虽然两会对银行股没有直接的利好刺激，但对进一步利好政策的憧憬转化为宏观经济预期的改善，从而推动银行股的估值优势得到释放。我们认为，当前银行股的活跃表现可持续，银行股仍有相对收益空间，风格转换可期。

个股方面，中行和招行数次出现盘中强力拉升的情况，表现相当活跃。考虑到解禁前的明显价格波动，招行解禁表现符合我们此前的判断，即金风、海通、太保这类大市值股票“大规模解禁带来股价大涨”的逻辑已经边际收益递减。

在外资股东减持压力下，工行、建行和交行的表现都较弱。其中建行和交行估值优势明显，只是还要等待催化剂。

我们在上周电话会议中推荐的浦发、深发展和南京银行都有较好表现。我们认为，三只股票价格仍有 20% 左右的空间。中型银行中，民生的吸引力开始增加。虽然该行业绩压力制约了股价表现，但 1 季报利空出尽之时将可能迎来估值修复的机会——何况作为一只强进攻性品种，本应能在经济预期改善时获得更多表现机会。

◆ 基本面回顾：监管层表达信心：

近日来自监管层方面的信息有几个值得主要的点。（1）刘明康表示今年中国银行业将肯定“跑赢大市”。我们认为，公开发表挺银行业的言论反映了监管层对于银行业绩的关注，表明行业政策环境得到改善。（2）刘明康表示将进一步要求银行提高拨备覆盖率，整个行业平均要达到 150%。这一点使得今年银行平滑业绩的行为存在一个问号。我们的观点是，若下半年经济形势趋暖，150% 的标准可能出现松动。

中行拟发行 1200 亿元次级债，加入囤积廉价附属资本的行列。

◆ 观点交流和投资建议：

这一部分我们与投资者分享关于金融模式演进逻辑关系的观点。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
601169	北京银行	11.06	0.54	0.91	1.13	增持
601009	南京银行	12.37	0.50	0.85	0.95	中性
002142	宁波银行	9.41	0.38	0.61	0.79	中性
601939	建设银行	4.22	0.30	0.47	0.42	增持
601328	交通银行	5.51	0.42	0.69	0.67	增持
601166	兴业银行	19.74	1.72	2.51	1.78	中性
601398	工商银行	3.80	0.24	0.37	0.44	增持
600015	华夏银行	10.04	0.42	0.89	0.93	中性
600036	招商银行	15.78	1.04	1.79	1.85	增持
600016	民生银行	4.88	0.34	0.61	0.42	增持
600000	浦发银行	19.43	0.97	2.50	2.87	增持
000001	深发展 A	14.99	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。

维持

增持

分析师：

金麟

021-22169117

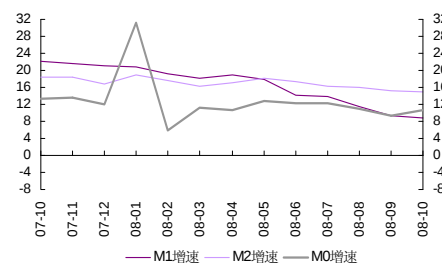
jinlin@ebsecn.com

蔡荣

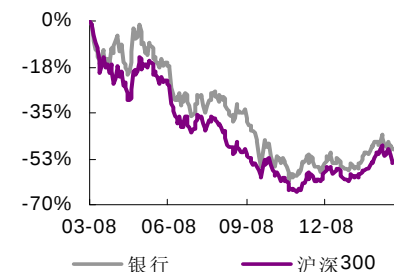
021-22169119

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：超预期信贷增量激活防御价值
..... 2009-03-01
- 银行周报：银行是牛市的终结者吗？
..... 2009-02-22
- 银行周报：调整压力释放
..... 2009-02-15

1、市场回顾：银行引领市场反弹

继上周的大幅向下调整之后，本周市场在震荡中表现出向上的态势，特别是在3月4日收出一根长阳。相应地，虽然上周表现出色的银行股在本周前两个交易日进行了一定调整，但在余下的交易日中成为市场的领涨板块。虽然两会对银行股没有直接的利好刺激，但对进一步刺激政策的憧憬转化为宏观经济预期的改善，从而推动银行股的估值优势得到释放。市场对于投资风格向银行等蓝筹股转换的期待很高，而我们认为，当前银行股的活跃表现可持续，银行股仍有相对收益空间。

个股方面，中行和招行数次出现盘中强力拉升的情况，表现相当活跃。不过招行解禁前有明显价格波动，总的来说其表现符合我们此前的判断，即金风、海通、太保这类大市值股票“大规模解禁带来股价大涨”的逻辑已经边际收益递减。但即使工行行长出面澄清外资股东减持压力问题，该行估值偏高的股价仍然表现低迷，加上建行和交行，大银行两极分化显著。这三家银行都面临外资股东解禁的压力，不过建行和交行的估值优势更加明显，只是还要等待催化剂。

我们在上周电话会议中推荐的浦发、深发展和南京银行都有较好的表现。三只股票的价格仍有20%左右的空间。中型银行中，民生的吸引力开始增加。虽然业绩压力制约了当前的股价表现，但1季报利空出尽之时将可能迎来估值修复的机会——何况作为一只强进攻性品种，在宏观经济预期改善的环境下本应获得更多表现机会。

表 1：大银行表现出现分化

	期初价格	期末价格	期间涨幅	排序
工商银行	3.73	3.80	1.88%	14
建设银行	4.07	4.22	3.69%	12
中国银行	3.22	3.58	11.18%	1
交通银行	5.38	5.51	2.42%	13
招商银行	14.27	15.78	10.58%	2
民生银行	4.69	4.88	4.05%	11
中信银行	4.31	4.52	4.87%	9
兴业银行	18.47	19.74	6.88%	7
浦发银行	17.78	19.43	9.28%	3
华夏银行	9.23	10.04	8.78%	4
深发展 A	13.80	14.99	8.62%	5
北京银行	10.32	11.06	7.17%	6
南京银行	11.80	12.37	4.83%	10
宁波银行	8.89	9.41	5.85%	8
银行类	1570.59	1678.28	6.86%	
沪深 300	2140.49	2286.58	6.82%	

资料来源：光大证券研究所

表 2：建行和民生积累的估值优势值得关注

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	15.20	10.51	13	11.52	8	2.31	2.03	11	1.88	11	258	227	11	210	11
建设银行	13.76	8.57	7	9.69	4	2.26	1.96	9	1.80	9	199	172	2	159	2
中国银行	13.18	10.37	10	11.00	6	1.92	1.72	4	1.59	5	199	178	5	164	5
交通银行	12.77	7.96	6	9.35	1	2.05	1.71	2	1.56	4	211	175	4	160	3
招商银行	13.77	7.79	5	9.58	2	3.09	2.31	12	2.01	12	276	206	9	179	8
民生银行	10.72	6.85	1	11.45	7	1.35	1.33	1	1.24	1	191	187	6	175	7
中信银行	20.29	10.39	12	13.70	12	2.00	1.71	3	1.59	6	234	201	8	187	9
兴业银行	10.76	7.21	2	10.40	5	2.37	1.84	7	1.66	7	273	212	10	190	10
浦发银行	14.08	7.53	4	12.70	9	2.74	2.46	14	2.21	14	393	353	13	317	13
华夏银行	18.45	10.11	8	19.66	14	2.97	1.76	6	1.55	2	690	410	14	359	14
深发展 A	11.94	7.45	3	9.67	3	2.43	1.74	5	1.55	3	364	260	12	232	12
北京银行	19.19	10.21	9	13.32	11	2.41	1.99	10	1.81	10	232	192	7	175	6
南京银行	23.83	10.37	11	12.90	10	2.18	1.89	8	1.79	8	150	130	1	123	1
宁波银行	23.37	13.68	14	17.26	13	2.77	2.37	13	2.19	13	204	175	3	161	4

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	15.48	10.71	8	11.74	6	2.36	2.07	9	1.92	9	262	231	11	214	11
建设银行	14.26	8.89	7	10.04	2	2.34	2.03	8	1.86	8	207	179	2	164	3
中国银行	14.65	11.53	12	12.23	8	2.14	1.91	5	1.76	6	221	198	6	182	5
交通银行	13.08	8.16	4	9.58	1	2.10	1.75	2	1.59	2	216	179	3	163	2
招商银行	15.22	8.61	6	10.59	4	3.41	2.56	13	2.22	12	305	228	10	198	9
民生银行	11.15	7.13	1	11.91	7	1.41	1.38	1	1.29	1	198	195	5	182	6
中信银行	21.28	10.89	9	14.37	11	2.10	1.80	3	1.67	3	246	210	8	196	8
兴业银行	11.50	7.71	2	11.11	5	2.54	1.97	7	1.77	7	291	226	9	203	10
浦发银行	15.39	8.23	5	13.88	9	2.99	2.68	14	2.41	14	429	386	13	347	13
华夏银行	20.07	11.00	11	21.38	14	3.23	1.92	6	1.68	4	751	446	14	391	14
深发展 A	12.97	8.10	3	10.51	3	2.64	1.89	4	1.68	5	395	282	12	252	12
北京银行	20.57	10.94	10	14.27	10	2.58	2.14	10	1.94	10	249	206	7	187	7
南京银行	28.27	12.31	13	15.30	12	2.59	2.24	11	2.12	11	178	154	1	146	1
宁波银行	24.74	14.48	14	18.27	13	2.93	2.51	12	2.32	13	216	185	4	171	4

资料来源：光大证券研究所

2、基本面回顾：监管层表达信心

刘明康：尚没有数据能够说明银行的资产质量已经下降。近日来自监管层方面的信息有几个值得主要的点。（1）刘明康表示今年中国银行业将肯定“跑赢大市”。这里的“大市”对比的是全球银行业，而根据目前市场的主流预测，中国银行业的经营情况确实肯定比大部分国家的同行来得更好。更主要的是，公开发表挺银行业的言论反映了监管层对于银行业绩的关注，这显然比 08 年下半年逼银行让利的局面有显著改变，行业政策环境得到改善。（2）刘明康表示将进一步要求银行提高拨备覆盖率，整个行业平均水平要达到 150%。这一点使得今年银行平滑业绩的行为存在一个问号：如果拨备覆盖率要求不放松，银行如何才能通过降低覆盖来平滑业绩？我们的观点是，上述表态的背景是宏观经济复苏

前景还存在疑问，但若下半年经济形势趋暖，随着市场对银行信心的重新增强，150%的标准可能出现松动。(3) 另有报道称，“据权威人士透露，1月末银行不良贷款余额和不良率均继续保持下降。”。这则消息应该是出乎预期的，因为如果还原农行和深发展，4季度银行不良贷款就已经出现了“双升”局面。如果该报道属实，1月份银行业的双降可能来源于大规模的核销，而发生大规模核销的原因可能包括银行小额不良核销被放开、150%覆盖率要求下核销可降低拨备计提压力，以及银行粉饰资产质量的冲动。不良生成率的进一步提高还是可以预期的。

中行拟发行 1200 亿元次级债。近日汇金向中行董事会提交了发行次级债的提案，规模达到 1200 亿元之巨。中行目前资本充足率是大银行中最高的，发行次级债的原因与其他银行一样，也是趁机囤积廉价的附属资本。

3、观点交流和投资建议

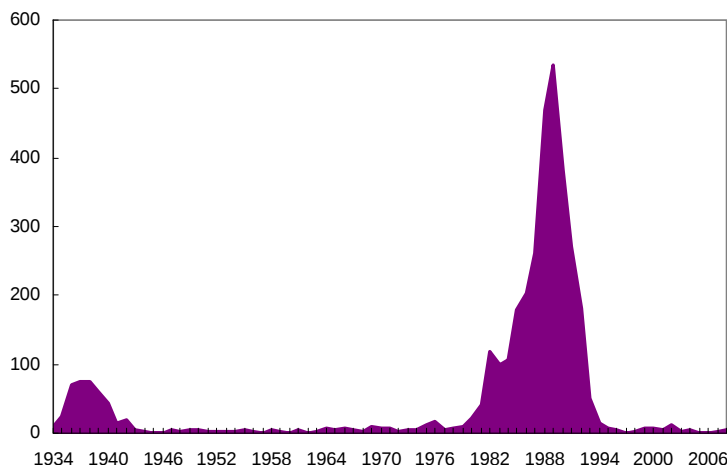
近期对美国金融模式的发展作了些许研究，将部分观点分享如下：

西方金融业特别是美国金融模式的演进过程，可以归结为几条逻辑关系：

(1) 金融模式的演进体现了风险与效率不断再平衡的要求

金融企业通常是高杠杆经营，经营风险大且具有显著的外部性。1929 年大危机的直接导火索就是股市的崩溃和金融机构的大量破产，随之对实体经济产生了巨大的冲击。因此，大危机之后美国在重建金融体系时选择了严格控制风险的分业经营金融模式。这种模式确实对于控制金融机构破产产生了积极的作用，从 1940 至 1979 年长达 40 年时间内，平均每年仅有 5 家 FDIC 参保机构破产，美国金融体系的安全性得到最大程度的保护。

图 1：FDIC 参保机构破产数量在 20 世纪 80 年代达到峰值

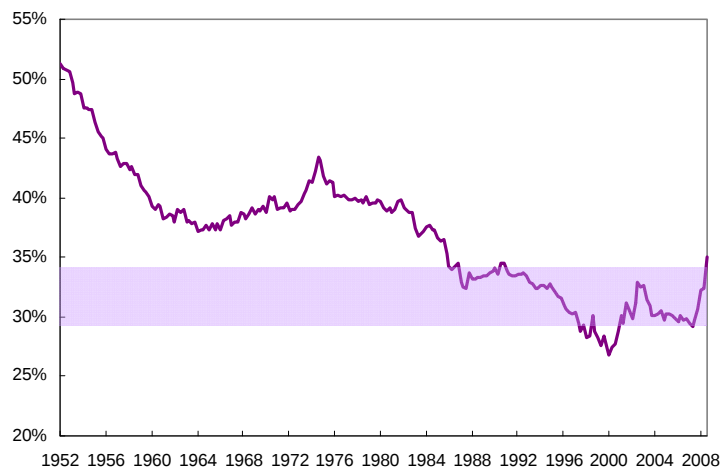


资料来源：CEIC，光大证券研究所

但这种保护却是以银行体系效率的相对降低为代价的。在 Q 条款保护下，美国银行业“小而弱”的情况没有得到改变，反而继续有所发展，FDIC 参保机构的数量从 1940 年的 13430 家持续增加至 14364 家。相反，直接金融却凭借能够为社会财富提供更有的风险-收益组合而不断蚕食着间接金融的地盘。在 40 年平稳发展后，美国金融体系的钟摆开始从风险控制转向效率要求。随着 Q 条款的放开，积累的风险因素剧烈释放导致

储贷机构等小机构出现大规模破产风潮，但美国银行业的竞争效率确实得到了显著的提升，成功抑制了资产规模占比持续下滑的势头。

图 2：美国商业银行占金融体系比重自 20 世纪 80 年代后趋于稳定



资料来源：CEIC，光大证券研究所

（2）金融模式的演进适应于直接金融发展的历史趋势

直接金融比重不断上升，是近一个世纪以来世界金融发展的最重要特征。由于具有信息、便利、监管等方面的优势，并且能够提供更有效风险-收益特征的投资选择，因此更多的融资需求通过直接融资来完成。

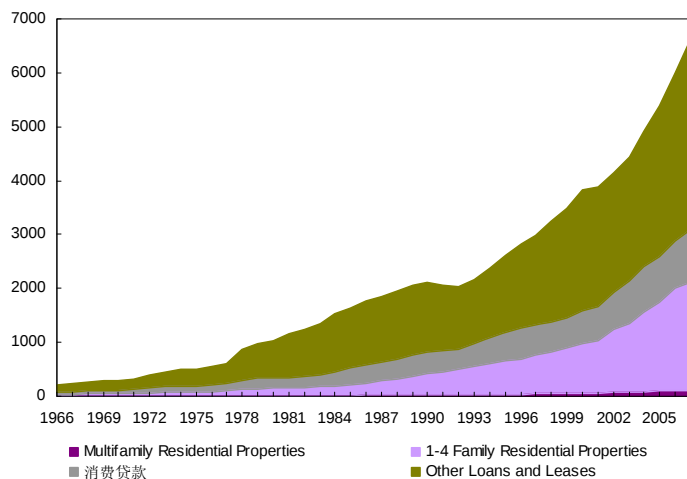
西方金融模式的演进也不断地适应于这一世纪性趋势。Q 条款的被废除就是间接融资体系与直接融资体系在负债业务上进行价格竞争的结果。美国商业银行的混业经营，其根本驱动力也是不甘囿于比重不断下降的间接融资领域而努力分享直接金融快速发展的业务机遇。

但直接金融的发展也有其阶段性。20 世纪 80 年代之前，直接金融的发展特征是“建构”，即通过期货、期权、互换等产品创新来不断创造新的市场。但在基本金融工具已得到开发之后，直接金融的发展开始从外延式转向内延式，即从新产品的“建构”转向既有产品的“解构”。这个过程也正是向结构化金融模式转型的过程。通过风险和收益的拆分并重组，同时通过资产证券化来充分利用存量资产的风险和收益特征，金融机构得以构建更有效的产品。相应地，金融体系的功能已经从简单的融资功能拓展为风险和收益的再分配功能，金融机构也不再仅仅是融资中介，还承担了越来越多的风险和收益再分配的角色。

（3）金融模式的演进适应于消费型经济的增长

事实上，不仅是金融体系的功能已经超越了原本的融资功能，即使在资金融通功能范围内，所服务的细分市场也发生了显著的改变。美国金融体系的服务重心已经从企业逐步转向居民。消费信贷所占比重日益扩大，其背后的经济学原因是西方国家经济日益从生产型向消费型转变。

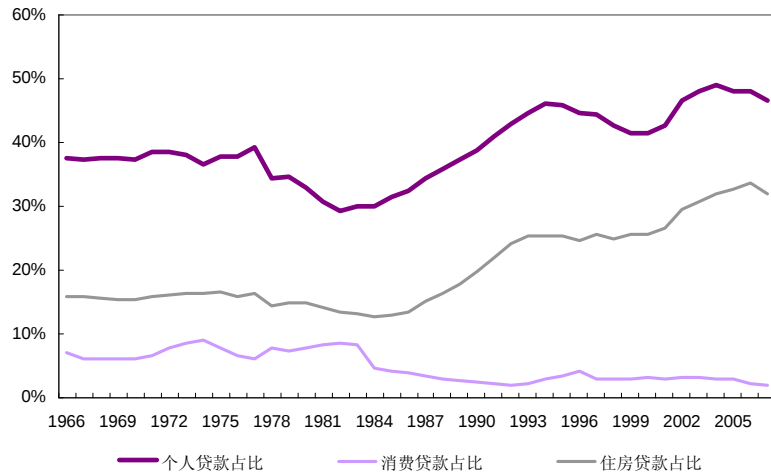
图 3：美国商业银行的个人贷款规模保持了快速的增长



资料来源：CEIC，光大证券研究所

适应于消费型经济环境，居民的融资需求特别是按揭贷款需求成为银行信贷的重点支持对象，按揭贷款占比从1966年的15.7%提升至2007年的32.0%。不仅如此，与个人贷款相关的产品也得到极大地丰富，从信用卡、按揭贷款、旅行支票、学生贷款到进一步的结构化产品包括MBS、CDO、Alt-A债券乃至次贷产品都拥有了巨大的规模和高度流动性。近年来随着结构化金融产品的发展，个人贷款相关产品的风险和流动性得到优化组合，并创造了一个高度流动性的二级市场，从而为居民融资产品的发展创造了更有利环境。

图 4：与此同时个人贷款的占比不断上升



资料来源：CEIC，光大证券研究所

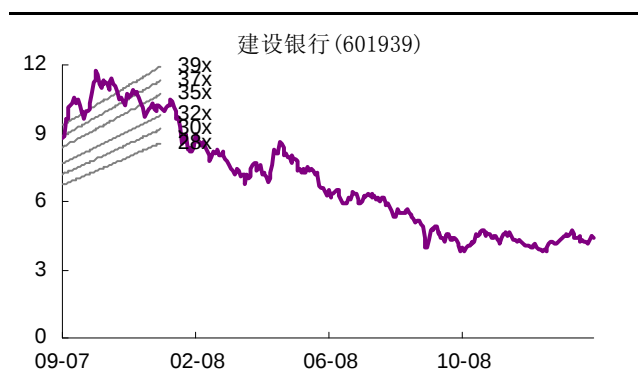
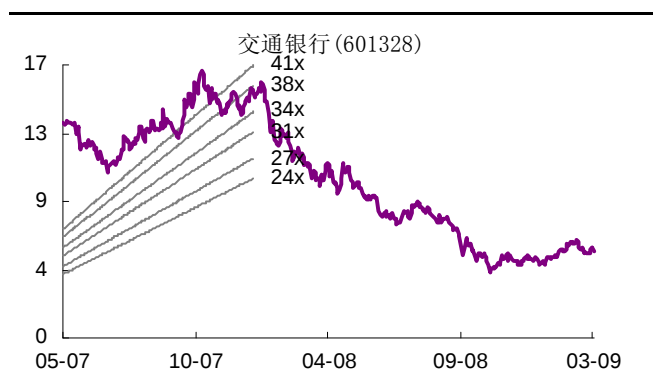
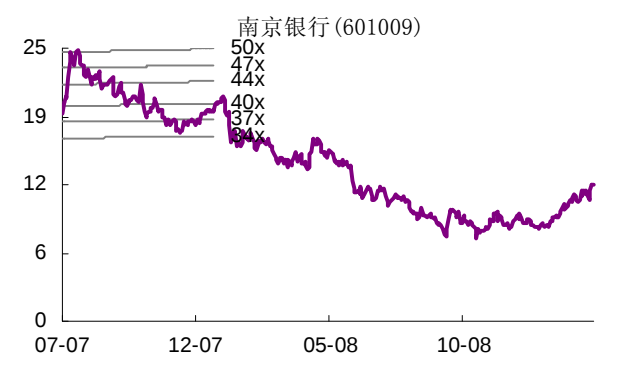
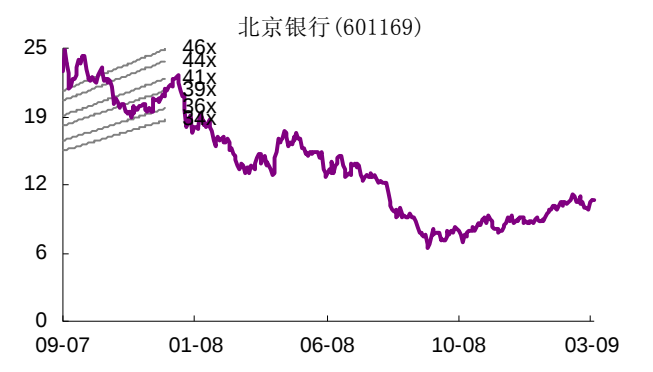
行业重点上市公司评级与估值指标

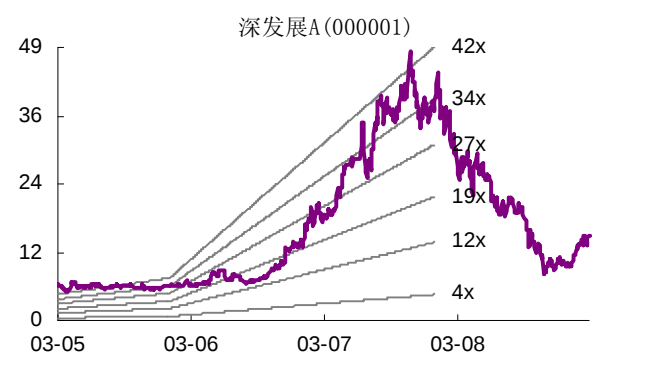
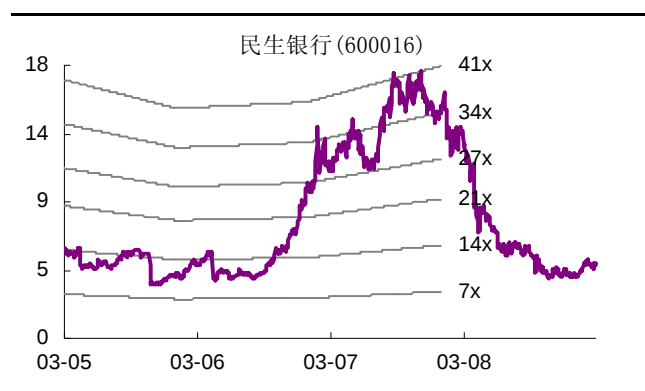
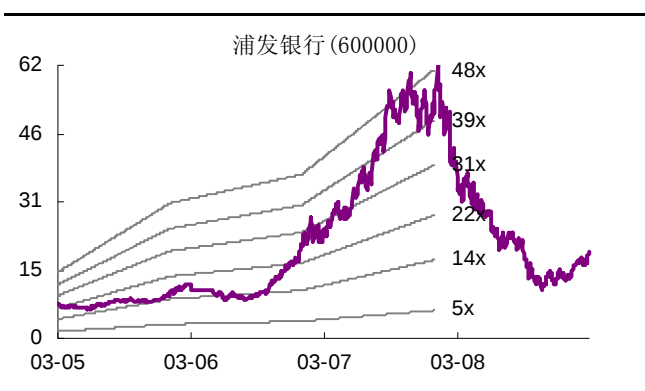
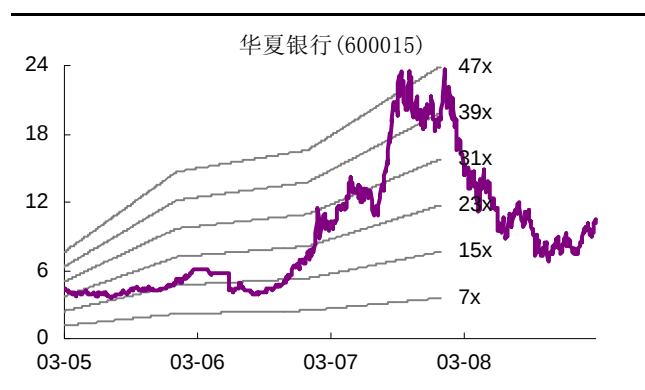
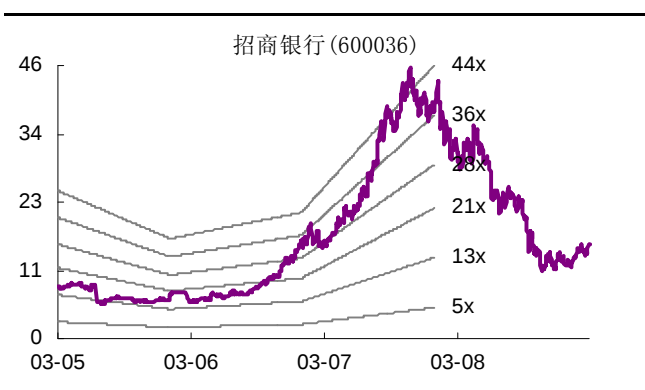
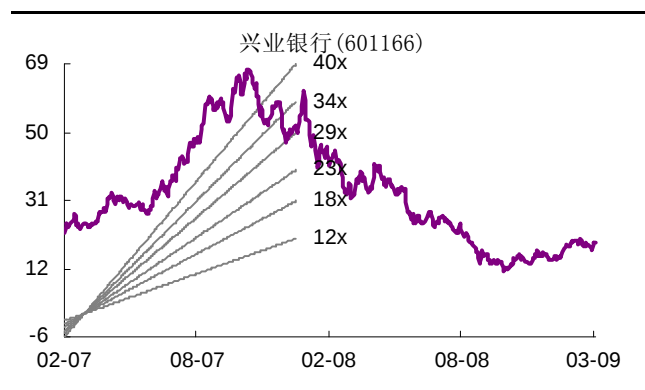
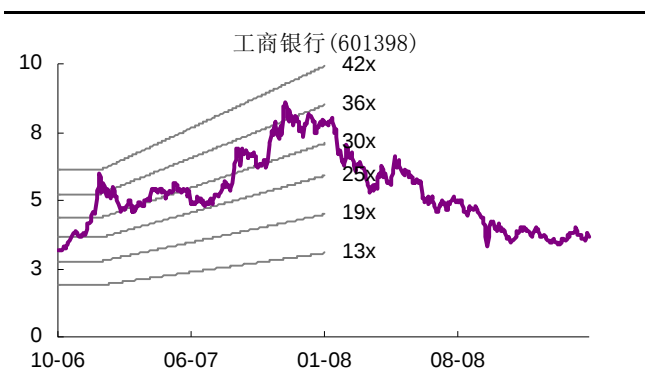
证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
601169	北京银行	11.06	3,955	0.54	0.91	1.13	20.6	12.2	9.8	2.6	2.2	中性	增持
601009	南京银行	12.37	1,161	0.50	0.85	0.95	25.0	14.6	13.0	2.3	2.0		中性
002142	宁波银行	9.41	1,053	0.38	0.61	0.79	24.7	15.5	11.9	2.9	2.6	增持	中性

601939	建设银行	4.22	9,000	0.30	0.47	0.42	14.3	8.9	10.1	2.3	2.0	增持	增持
601328	交通银行	5.51	15,955	0.42	0.69	0.67	13.2	8.0	8.2	2.1	1.7	增持	增持
601166	兴业银行	19.74	3,980	1.72	2.51	1.78	11.5	7.9	11.1	2.5	2.0	中性	中性
601398	工商银行	3.80	14,950	0.24	0.37	0.44	15.6	10.2	8.7	2.4	2.0	增持	增持
600015	华夏银行	10.04	2,201	0.42	0.89	0.93	23.8	11.3	10.8	3.8	2.6		中性
600036	招商银行	15.78	12,045	1.04	1.79	1.85	15.2	8.8	8.5	3.4	2.6	增持	增持
600016	民生银行	4.88	17,895	0.34	0.61	0.42	14.5	8.0	11.6	1.8	1.5	增持	增持
600000	浦发银行	19.43	5,012	0.97	2.50	2.87	20.0	7.8	6.8	3.9	2.6	增持	增持
000001	深发展 A	14.99	2,785	0.85	1.68	1.87	17.6	8.9	8.0	3.6	2.3	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。

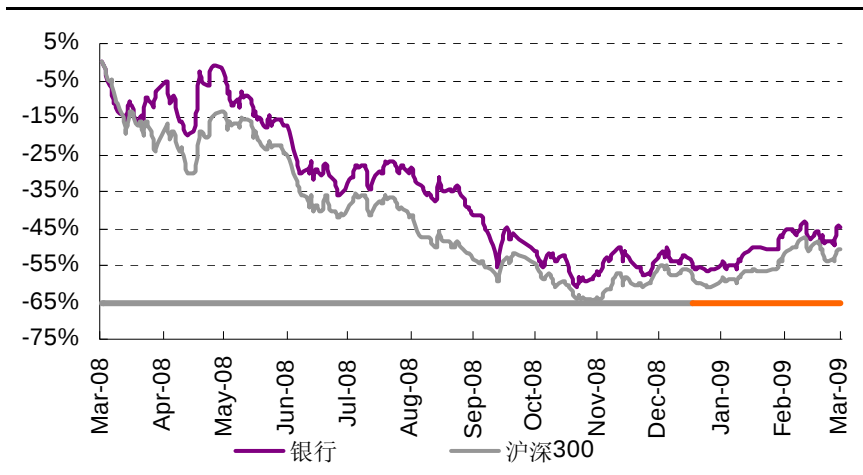
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-12-23	中性
2009-02-05	增持
2009-02-15	增持
2009-02-22	增持
2009-03-01	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

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@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。