

银行Ⅲ



王倩

银行业研究员

021-3856 5938

qianwang@xyzq.com.cn

银行Ⅲ

2 月数据月报：剪刀差如期反转

需求复苏将吹响趋势性行情的号角

推荐 (维持)

2009-3-18

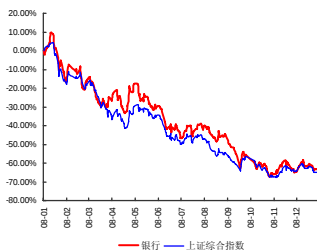
重点公司

重点公司	09E	10E	评级
交通银行	0.58	0.60	推荐
浦发银行	2.21	2.40	推荐
兴业银行	2.27	2.44	推荐
深发展A	0.20	1.29	推荐

投资要点

- **贷款投放持续，票据占比提高。**继续受到项目贷款拉动影响，贷款高放态势延续，其中新增票据、流动资金贷款、中长期贷款分别占 45.5%、17.6%、35.65%，票据融资占比较上月提升 5 个百分点。
- **存款新增上升，企业存款回升明显。**存款新增 1.65 万亿元，超过上月。我们看到，储蓄新增 4562 亿元，企业存款新增 9954 亿元，春节因素消失后，存款新增结构恢复正常。企业存款的明显回升，反映流动性从经济的储蓄实体开始流向投资实体，复苏迹象显现。
- **货币剪刀差如期缩小，信贷剪刀差转正。**在 M0 增速持续萎缩，但 M1 和 M2 增速明显上升。信贷剪刀差正式转为正数，银行向实体经济净投放货币。M1 和 M2 的货币剪刀差如期缩小，从上月的 12.11% 减小至 9.61%，说明实体经济需求有所复苏。
- **维持行业“推荐”评级，等待趋势性机会。**如我们预期，货币剪刀差本月缩小，信贷剪刀差转正，虽然票据融资占比仍然较高，但企业存款上升暗示企业投资恢复有望，经济复苏的趋势即将确立，维持行业“推荐”评级，推荐浦发、兴业、交行、深发展。

股价走势



相关报告

《期待行业趋势性机会》
2009-3-12

《1 月份银行月报：信贷剪刀差即将转向》2009-2-10

《银行业：冬播春收》2009-2-6

目 录

行业及公司动态：在预期和现实之间坐过山车.....	- 3 -
本月政策和行业走势：政策真空期的徘徊.....	- 3 -
重点关注公司动态（2.13-3.17）：“绯闻”不断	- 4 -
货币运行和信贷投放数据点评：剪刀差如期反转.....	- 4 -
数据汇总：整体好转，符合预期	- 4 -
数据点评：存贷款持续上升，剪刀差如期反转.....	- 5 -
行业观点：流动性释放推升经济景气度，进而影响行业利润预期.....	- 6 -
海外估值比较：H 股、日本、美国.....	- 6 -
盈利预测和估值	- 7 -
图 1、行业和推荐组合走势（2.13-3.17）	- 3 -
图 2、法定存款准备金率（单位：%）	- 4 -
图 2、货币剪刀差和流动性周期	- 5 -
表 1：人民币各期限存贷款利率表（单位：%）	- 3 -
表 2：货币信贷数据汇总（单位：%）	- 4 -
表 6：A 股和 H 股银行估值比较.....	- 6 -
表 5：盈利预测和估值	- 7 -

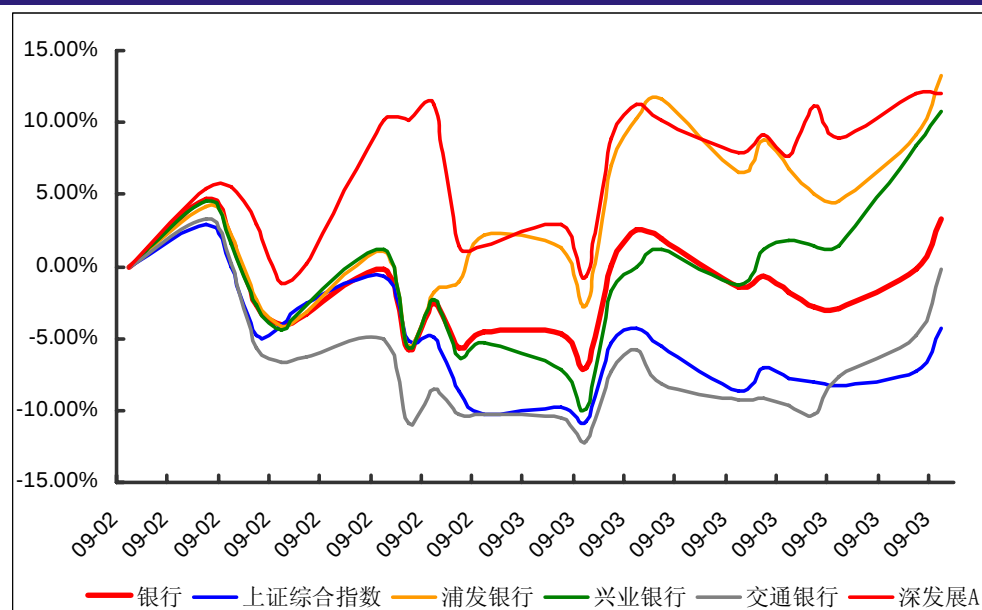
行业及公司动态：在预期和现实之间坐过山车

本月政策和行业走势：政策真空期的徘徊

基准利率和法定存款准备金率维持不变。2 月份，无调控政策出台，政策真空。

信贷投放规模成为影响行业走势的决定性因素。信贷投放规模维持预期、票据融资占比继续攀升，喜忧参半的信贷状况和此起彼伏的公司传闻，使得行业走势如同过山车。

图 1、行业和推荐组合走势（2.13-3.17）



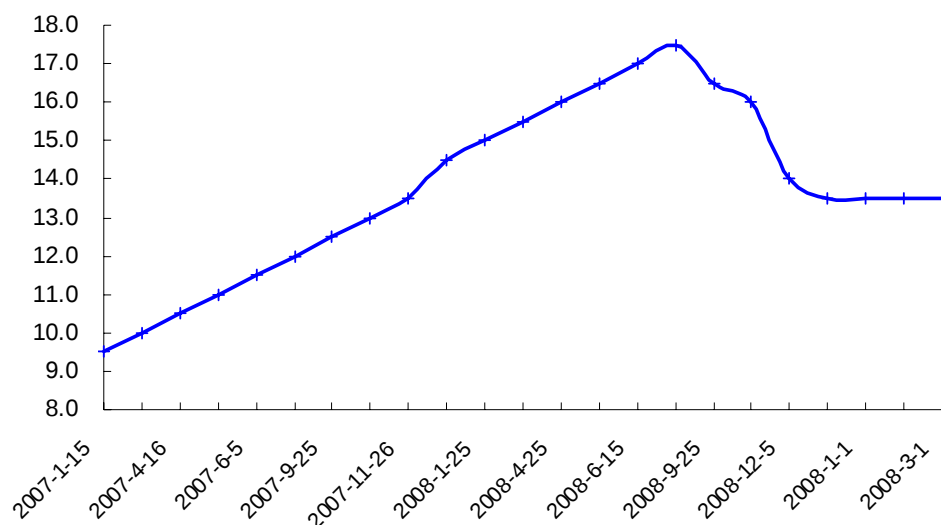
数据来源：wind，兴业证券研发中心

表 1：人民币各期限存贷款利率表（单位：%）

日期		活期	定期存款						短期贷款		长期贷款			公积金贷款	
			3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	6个月 月内	6个月至 1年	1至3 年	3至5 年	5年 以上	5年 以下	5年 以上
变动	2008-9-16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.36)	(0.27)	(0.27)	(0.18)	(0.09)	(0.18)	(0.09)
	2008-10-9	0.00	(0.18)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.09)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)
	2008-10-27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	(6.12)	(6.93)	(7.02)	(7.29)	(7.47)	(0.27)	(0.27)
	2008-10-30	0.00	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.36)	(0.45)	6.03	6.66	6.75	7.02	7.20	0.00	0.00
	2008-11-27	(0.36)	(0.90)	(0.99)	(1.08)	(1.08)	(1.17)	(1.26)	(0.99)	(1.08)	(1.08)	(1.08)	(1.08)	(0.54)	(0.54)
	2008-12-23	0.00	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.27)	(0.18)	(0.27)	(0.27)	(0.18)	(0.18)	(0.18)	(0.18)
	当年合计	(0.36)	(1.62)	(1.80)	(1.89)	(1.89)	(2.07)	(2.25)	(1.71)	(2.16)	(2.16)	(1.98)	(1.89)	(1.44)	(1.35)
目前水平		0.36	1.71	1.98	2.25	2.79	3.33	3.60	4.86	5.31	5.40	5.76	5.94	3.33	3.87

数据来源：wind，兴业证券研发中心

图 2、法定存款准备金率（单位：%）



数据来源: wind, 兴业证券研发中心

重点关注公司动态 (2.13-3.17): “绯闻”不断

- 深发展: 传言被国开行收购, 之后停牌澄清。
- 浦发银行: 与中海油开展战略合作, 公开增发或将改成定向。
- 兴业银行: 由于高管薪酬问题推迟年报发布。
- 建设银行: 成功发行 400 亿元债券; 以 34 亿元增资兴泰信托, 持股 67%。

货币运行和信贷投放数据点评: 剪刀差如期反转

数据汇总: 整体好转, 符合预期

表 2: 货币信贷数据汇总 (单位: %)

日期	货币 剪刀差	信贷 剪刀差	M1 同比	M2 同比	人民币		本外币		人民币 (当月)	
					存款 同比	贷款 同比	存款 同比	贷款 同比	存款 新增	贷款 新增
2008-01	1.78	1.62	20.72	18.94	15.12	16.74	13.96	17.53	2180	8005
2008-02	1.72	(1.49)	19.20	17.48	17.22	15.73	16.01	17.05	13376	2470
2008-03	1.96	(2.57)	18.25	16.29	17.35	14.78	16.24	16.23	10766	2834
2008-04	2.11	(2.99)	19.05	16.94	17.69	14.70	16.82	16.13	6509	4639
2008-05	(0.14)	(4.78)	17.93	18.07	19.64	14.86	18.56	16.22	9072	3236
2008-06	(3.18)	(4.73)	14.19	17.37	18.85	14.12	17.84	15.17	7715	3324
2008-07	(2.39)	(5.02)	13.96	16.35	19.60	14.58	18.79	15.46	4682	3818
2008-08	(4.52)	(4.99)	11.48	16.00	19.28	14.29	18.57	14.86	6501	2715
2008-09	(5.86)	(4.31)	9.43	15.29	18.79	14.48	18.20	14.73	4769	3745
2008-10	(6.17)	(6.52)	8.85	15.02	21.10	14.58	20.45	14.40	3390	1819
2008-11	(8.00)	(3.91)	6.80	14.80	19.94	16.03	19.32	15.42	4038	4769
2008-12	(8.76)	(0.97)	9.06	17.82	19.73	18.76	19.30	17.95	3834	7718
2009-01	(12.11)	(1.65)	6.68	18.79	22.98	21.33	22.90	19.78	15397	16432
2009-02	(9.61)	1.16	10.87	20.48	23.01	24.17	23.02	21.82	16500	10700

数据来源: wind, 兴业证券研发中心

数据点评：存贷款持续上升，剪刀差如期反转

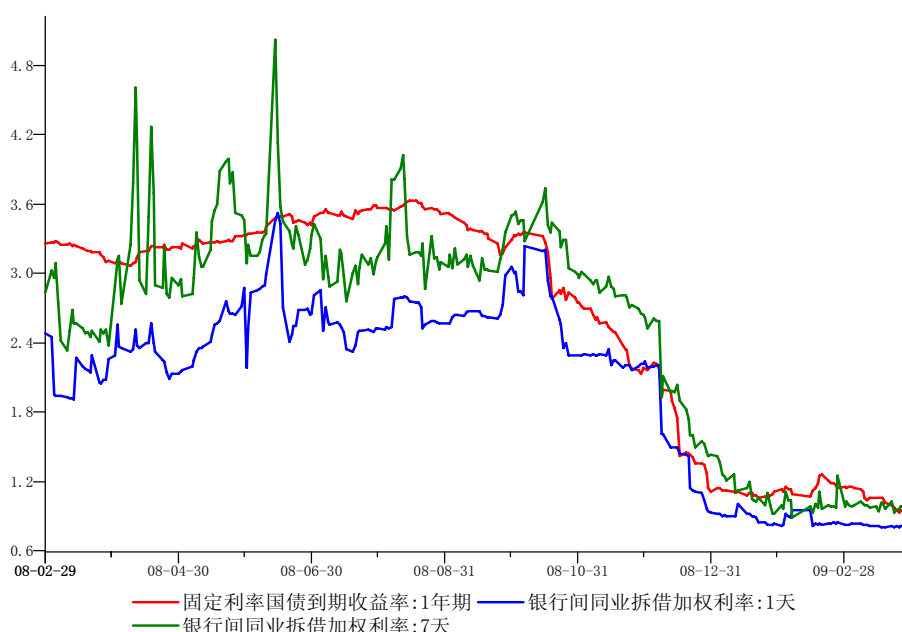
贷款投放持续。继续受到项目贷款拉动影响，贷款高放态势延续，打消市场担心。2月份新增贷款1.07万亿元，其中新增中长期贷款、流动资金贷款、票据融资分别为3815亿元、1885亿元、4870亿元。1-2月份共累计新增贷款2.7万亿元，已经完成5万亿全年行业信贷计划的54%，其中一般贷款投放1.6万亿元，为去年同期的1.5倍。

存款新增上升，企业存款回升明显。我们看到，存款新增1.65万亿元，超过上月。储蓄新增4562亿元，企业存款新增9954亿元，春节因素消失后，企业存款的明显回升，流动性从经济的储蓄实体开始流向投资实体，投资拉动的需求复苏值得期待。从M1增速大幅回升，推断存款定期化趋势或有减缓。

流动性充裕进一步引低利率。新增票据融资占比为45.5%，较上月提升5个百分点。资金充裕的境况持续，票据融资继续充当“流动性蓄水池”。随着贷款大规模投放和票据融资的扩张，银行间市场流动性愈加充裕，拆借利率保持低位，国债利率持续走低，3月中旬银行间1天拆借利率为0.81%，1年期国债利率为0.94%，均创下多年来新低。

货币剪刀差如期缩小，信贷剪刀差转正。M0增速持续萎缩，但M1和M2增速明显上升。如我们预期的，信贷剪刀差正式转为正数，M1和M2的货币剪刀差缩小，银行向实体经济净投放货币，实体经济需求也有所复苏，经济的现实购买力正在增强，经济复苏迹象加强。

图3、债券市场、资金市场利率走势



数据来源:Wind资讯

数据来源: wind, 兴业证券研发中心

行业观点：需求复苏吹响趋势性行情的号角

银行持续释放流动性，投资主体购买力累积较明显，经济去存货化已基本结束，需求复苏指日可待，建议在震荡中逢低加仓，把握趋势性机会。目前行业平均动态 PB 为 1.78 倍，我们认为趋势性行情中合理估值区间为 2.2-2.5，有 23%-40% 的上涨空间。

我们改变之前的个股排序，持续推荐“2+2”的组合：浦发、兴业、交行、深发展。

浦发：一旦定向增发落实，资本金将顺利得到补充，利润稳定增长有保障，资本金增厚后估值优势凸显。

兴业：在房地产交易回暖和海西板块经济规划的刺激下，信贷产能释放空间较大，业绩增长对此敏感。

交行：收益政策支持的基建项目，兼具国有银行的资源优势和股份制银行的灵活机制，息差收窄低于同业。

深发展：摆脱历史包袱，未来两年利润增长都优于同业平均。

海外估值比较：相对独立的基本面，相对独立的估值

目前，A-H 股两地上市银行的平均溢价率为 23.64%，在 A 股市场的平均 09 年 PB 为 1.73 倍，在 H 股市场的平均 09 年 PB 为 1.44 倍，随着 H 股市场的回复，差距略有缩小。

与港股银行、美国银行股、日本银行股相比较，我们发现 A 股银行的静态估值仍然享受溢价，一方面来自成长性溢价，另一方面良好的盈利能力也是中国银行业区别其他市场的原因。港股银行由于盈利成长性低于国内，PE 相对较低，而 PB 稳定在相对合理的位置。受到金融危机的影响，花旗集团、美国银行等出现了季度性或全年性亏损，导致价格下跌，而盈利下跌更快，因此 PE 偏高而 PB 很低。

表 3：两地上市银行的 A 股和 H 股估值比较

股票简称	A-H 溢价率	H 股				A 股			
		09PE	09PB	10PE	10PB	09PE	09PB	10PE	10PB
工商银行	9.28%	8.63	1.59	7.84	1.37	9.43	1.74	8.57	1.50
建设银行	-0.94%	8.85	1.59	8.17	1.30	8.77	1.57	8.10	1.29
中国银行	48.50%	7.77	1.04	7.28	0.86	11.53	1.55	10.81	1.28
交通银行	16.12%	8.17	1.47	7.57	1.25	9.49	1.71	8.79	1.45
中信银行	56.62%	10.07	1.16	9.15	1.01	15.77	1.82	14.33	1.58
招商银行	12.29%	7.80	1.78	7.02	1.42	8.76	2.00	7.88	1.60
平均	23.64%	8.55	1.44	7.84	1.20	10.62	1.73	9.75	1.45

数据来源：wind，兴业证券研发中心

注：以 09.3.17 收盘价计算

表 4: A 股、H 股、美股、日本市场银行静态估值比较

市场	公司	代码	股价(当地货币)	08EPS	08BVPS	08PE	08PB
A 股市场	交通银行	601328	5.98	0.58	2.93	10.31	2.04
	浦发银行	600000	19.64	2.21	6.99	8.89	2.81
	兴业银行	601166	21.45	2.27	9.80	9.45	2.19
	深发展	000001	15.89	0.20	5.16	79.45	3.08
	国有银行平均	-	-	-	-	10.55	1.94
	股份制银行平均	-	-	-	-	20.81	2.21
	银行平均	-	-	-	-	16.66	2.15
H 股市场	恒生银行	0011.hk	77.9	9.54	27.00	8.25	2.89
	汇丰控股	0005.hk	41.15	12.87	7.73	3.31	5.32
	东亚银行	0023.hk	13.7	2.65	19.2	5.14	0.71
美国市场	三菱 UFJ	MTU	4.95	0.26	6.59	19.04	0.75
	花旗银行	C	2.51	-5.59	13.02	-	0.19
	美国银行	BAC	6.27	0.55	27.77	11.32	0.23
	JP 摩根	JPM	25.14	1.37	36.15	18.38	0.70

数据来源: wind, 兴业证券研发中心

注: 以 09.3.17 收盘价计算

盈利预测和估值比较

表 5: 重点银行的盈利预测和估值比较(单位: 元/股, 倍)

公司	2008E				2009E				2010E			
	EPS	BVPS	PE	PB	EPS	BVPS	PE	PB	EPS	BVPS	PE	PB
交通银行	0.58	2.93	10.31	2.04	0.63	3.50	9.49	1.71	0.68	4.11	8.79	1.45
中信银行	2.21	6.99	8.89	2.81	2.40	10.30	8.18	1.91	2.67	12.97	7.36	1.51
招商银行	2.27	9.80	9.45	2.19	2.44	11.99	8.79	1.79	2.68	14.41	8.00	1.49
民生银行	0.20	5.16	79.45	3.08	1.29	6.45	12.32	2.46	1.70	8.15	9.35	1.95
行业			16.66	2.15			11.04	1.78			9.89	1.49

数据来源: 兴业证券研发中心

注: 以 09.3.17 收盘价计算

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% 部 ~ 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、广东地区销售经理

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

朱元戩

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。