

深度报告

银行业

2009 年二季度投资策略

中性

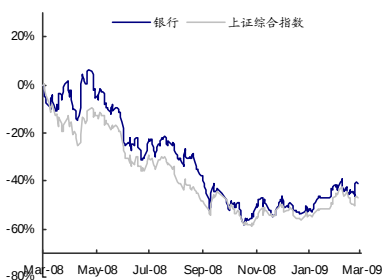
(维持评级)

2009 年 3 月 20 日

本报告的独到之处

- 判断息差将成为市场关注和业绩分化的重点。跳出量价关系预测息差，从 EBIT 和经济刺激计划来分析预测 2009 年息差收入的水平。
- 认为息差收入分化主要是源于各家银行对于刺激计划配套贷款获取的不同。
- 从银行板块与大盘估值差异回归的角度来预测银行板块短期的走势。

一年收益率比较



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所

相关研究报告：

《银行业 08 四季度投资策略：坚守风险释放过程中的价值底线》

2008 年 10 月 15 日

银行业首席分析师：邱志承

电话：021-68864597

E-mail: qiuzc@guosen.com.cn

银行业分析师：黄飙

电话：0755-8213 0833-1868

E-mail: huangbiao@guosen.com.cn

银行业分析师：谈煊

电话：010-8225 4212

E-mail: tanxuan1@guosen.com.cn

银行业分析师：戴志峰

电话：0755-8225 4212

E-mail: tanxuan1@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

季度投资策略

重点关注息差，选股“国进民退”

- 目前 4 万亿经济刺激计划、明显下降的企业贷款需求和贷款的超常增长，使决定银行板块业绩主要驱动因素出现改变

信贷的高增长，在未来 6 个月会使银行资产质量短期不会出现明显下降，信贷成本相应保持稳定。

- 我们认为市场对于上市银行的关注点，会从资产质量和信贷成本逐渐转向息差

近期在信贷成本压力下降之后，2009 年，各家银行业绩分化可能更多的来自于息差的不同。

- 预测各家银行 2009 年息差收入，已经很难从以往的量价关系来预测，息差分化主要决定因素是各家银行贷款的真实需求

历史从数据分析来看，贷款利息收入与企业 EBIT 关联性很大，2009 年企业 EBIT 的下降，企业固定资产投资贷款需求的减弱，将对银行息差有明显的负面影响，而经济刺激计划的配套贷款将成为弥补工商企业贷款需求下降的最重要因素。

- 2 季度银行个股选择上遵循“国进民退”的原则

因为 2009 年贷款增长点，主要来自于与经济刺激计划的配套贷款。而配套贷款的获取将主要取决于银行与政府的关系和资源。所以，各银行短期业绩分化也将在于是否能在把握“国进民退”这一近期趋势。从这一逻辑出来，大型银行中相对看好建设银行和交通银行，中型银行里兴业银行和浦发银行有一定吸引力，小型银行则是北京银行。

- 估值的均值回归是决定银行板块短期波动的主要因素，建议把握波段性的交易机会，给“中性”评级

信贷高增长对 A 股估值有推动作用，但银行板块但并不是受益最大的板块，估值一直相对较低。从最近数据来看，银行板块与沪深 300 估值的差距有所缩小，从估值回归的角度分析，银行板块跑赢大盘的空间不是太大。

从中长期来看，银行的 ROA 和 ROE 将有所下降。相应中长期的估值波动的区间将有所下降。不过未来一段时间宏观经济的预期会有很大的分歧，会带来短期股价的较大波动。因此，建议把握波段性的交易机会。总体认为银行在 2009 年 2 季度难以明显战胜大盘，给予“中性”评级。

内容目录

关注重点从信贷成本转向息差	4
跳出量价互补的迷宫	4
从价量出发难以较好的把握 2009 年息差收入的波动	4
银行业息差收入与 EBIT 相关性很大，而基建配套贷款有弥补作用 ...	6
银行信贷成本的短期压力明显减弱	8
在短期银行经营行为与宏观经济存在相互影响	8
反周期信贷投放使得银行坏账率和公司债券违约率下降	8
中国银行业信贷成本上升和下降都相对较慢	9
2 季度个股选择上遵循“国进民退”的原则	10
估值是判断银行板块短期波动的主要因素	11
银行板块短期波动主要是估值的均值回归	11
中长期估值中枢会有所下降	13
海外银行近期大幅下跌影响有限	14

图表目录

图 1: 2005 - 2009 月新增贷款结构	5
图 2: 2005 - 2009 贷款余额同比增速	5
图 3: 贷款利息收入和名义GPD同比增速	6
图 4: 贷款利息收入占GDP比重	6
图 5: 工业企业利息支出和EBIT当月增加值 (1)	7
图 6: 工业企业利息支出和EBIT当月增加值 (2)	7
图 7: 04 年以来国内银行不良率变化走势	9
图 8: 04 年以来国内银行不良贷款余额变化走势	9
图 9: 美国 2000 ~ 2001 经济衰退中银行资产质量压力较小	10
图 10: 美国 2000 ~ 2001 债券违约率相对较低	10
图 11: 银行板块P/B估值比较	12
图 12: 银行板块P/E估值比较	12
图 13: 银行股与大盘波动和动态P/E估值对比	13
图 14: 银行股与大盘波动和动态P/B估值对比	13
图 15: 近 3 个月美国银行股走势图	14
图 16: 近 3 个月香港市场银行股走势图	14
表 1: 上市银行新增贷款结构 (1H2008 后为预测值)	11
表 2: 上市银行盈利预测及估值表 (截至 2009.3.13)	15
表 3: 海外盈利及估值表 (截至 2009.3.6)	16

关注重点从信贷成本转向息差

我们认为市场对于上市银行的关注点，会从资产质量和信贷成本逐渐转向息差，在 2009 年上半年，各家银行业绩分化可能更多的来自于息差的不同。

我们做出上述判断，主要是因为目前 4 万亿经济刺激计划、明显下降的企业贷款需求和贷款的超常增长，在未来 6 个月改变了决定银行板块业绩的主要驱动因素。

具体来说，信贷的高增长，在未来 6 个月会掩盖银行资产质量的下降，信贷成本暂时难以上升；未来 6 月银行业绩分化主要将来自于息差收入增长的不同，我们甚至认为 2009 年 1 季报数据，就将体现各家银行在息差收入上的明显分化。

跳出量价互补的迷宫

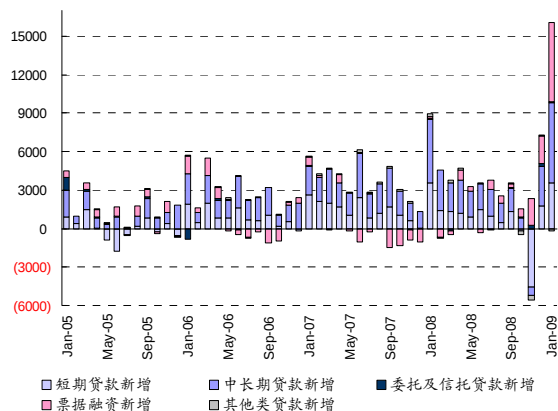
而要预测各家银行 2009 年息差收入，已经很难从以往的量价关系来预测，我们认为主要决定因素是其贷款有多少是真实的资金需求。

我们知道中国经济在去库存化之后，流动资金贷款会出现恢复性上升，但中国经济面临的产能过剩问题比去库存更严重，去产能的过程将持续较长时间，在此期间，工商企业的固定资产投资贷款的大幅下降将使银行贷款需求大幅下降。而新增的主要贷款需求将是和政府经济刺激计划有关的贷款。

从价量出发难以较好的把握 2009 年息差收入的波动

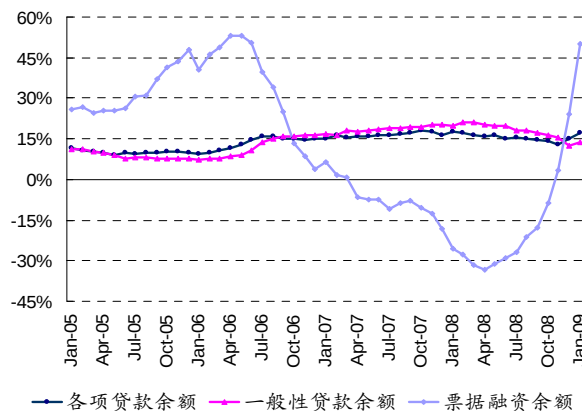
“宽货币、宽信贷”一系列相关货币政策主导带来的 2008 年 11 月以来的信贷高增长，信贷增幅一再超过市场的预期，2009 年前两个月，新增贷款已经达到 2.6 亿元左右。缓解市场对银行业 09 年业绩的同比负增长的悲观预期，市场有观点认为：信贷高增长通过规模效应实现了对降息周期中有效贷款需求疲软削弱银行议价能力所带来的双重息差下挫压力的弥补，即通常所说的“以量补价”效应。此外，减息预期的下降，也在一定程度上促进了部分贷款需求的提前释放，对息差有正面的贡献，减息幅度的减少也有利于减少息差的下降幅度

图 1：2005 - 2009 月新增贷款结构



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 2：2005 - 2009 贷款余额同比增速



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

但我们认为这种分析方法对于判断 2009 年银行息差收入的波动，实用价值是大幅下降的。主要是因为：2008 年 11 月开始的信贷超常增长受其特定的宏观经济环境和政策影响，具有较强的不可比性，具体如下：

- 银行将在信贷额度控制时期将部分信贷表外资产重新归为表内，而并非真实贷款的期内增长；
- 基准利率的连续下降和信贷额度限制的放开带来原有受资金成本和额度限制企业贷款需求的集中释放；
- 银行希望抓住信贷额度取消的时间窗口加速放贷做大信贷基数，但由于一般性贷款的规模在短期内较难实现爆发式增长，所以多数银行通过票据融资，甚至让企业存贷款同时虚增的方式来抢扩信贷规模；

由于以上几方面的原因使得之前决定银行息差收入的量价关系发生了较大的变化，历史可比性下降。

而且，一家银行快速扩大信贷和资产规模是有利于其息差收入的增长，但银行业整体快速扩大信贷对于息差收入的影响就不一定是正面的了，因为这会降低整体的资金价格。这就像 2007 年底到 2008 年上半年严格的信贷额度控制并没有降低银行的经营收入一样。

此外，我们从 2005-2009 年各类贷款增长的情况也能发现原有一些关系被打破。从 2005 - 2009 年贷款余额同比增速图（图 2）中，我们还发现，票据贴现余额的波动较一般性贷款幅度较大，且与一般性贷款的同比增速变化基本呈现反向走势，主要原因是央行对商业银行多少存在着信贷额度的上限管理，银行在一定程度上把票据贴现当成调剂资金余缺的手段。可票据贴现和一般贷款的消长关系到 2008 年 11 月取消信贷额度最高限制后，被彻底打破，出现了之前从未出现的一般贷款和票据贴现共同大幅升上的情况。

除了原有量价关系有明显改变外，我们对于 2009 年的量价的预测也较为

困难。2009 年是不确定性很大的一年，对于宏观经济的市场预期也存在明显的分歧。通常被用来判断息差收入的变量，如：生息资产规模、信贷增速，以及央行基准利率的调整幅度、票据融资占比等因素的可预测性下降明显。这也使以量价关系测算 2009 年息差收入的准确性大幅下降。

银行业息差收入与 EBIT 相关性很大，基建配套贷款有弥补作用

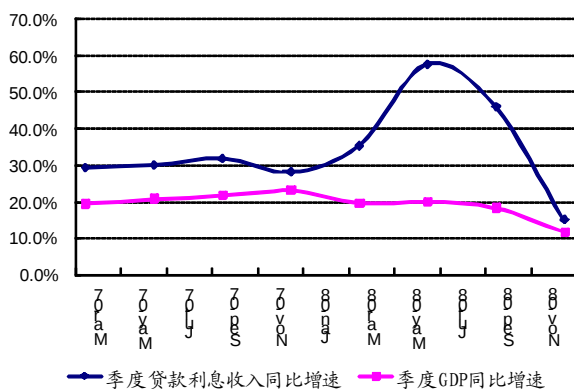
仍然从量价关系我们难以预测 2009 年息差，但我们知道，银行贷款利息收入是 GDP 的一部分，来自于实体经济中企业的 EBIT。

我们首先从贷款利息收入与 GDP 的比值进行分析。我们的贷款利息收入的计算是从基于央行披露的金融机构贷款余额和金融机构贷款的平均利率的积。

从下图中，我们可以发现贷款利息从 2007 年开始，增速一直要高于 GDP 的增长。在 2008 年中期，增速虽然要高于名义 GDP 增速 40 个百分点，但在之后贷款利息收入增速出现了大幅的下降。虽然央行的大幅减息基本上都在 4 季度，但我们发现在 2008 年 3 季度，银行贷款利息收入增速出现了大幅的下降，4 季度的下降幅度更大。我们知道在 2008 年下半年，宏观经济出现了急剧的下降，工业产出和企业盈利出现了明显的恶化。

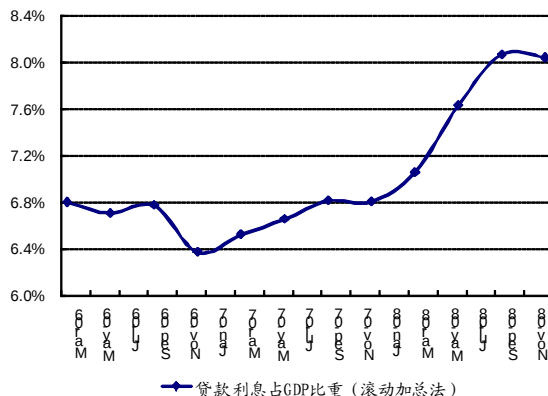
从贷款利息/GDP 来分析，从 2007 年开始这一比值有了持续的大幅上升。从 6.3%，持续上升到 2008 年末的 8% 以上，但在宏观经济明显恶化后，在 2008 年 4 季度贷款利息收入占 GDP 的比重也开始出现了下降。

图 3：贷款利息收入和名义 GDP 同比增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 4：贷款利息收入占 GDP 比重

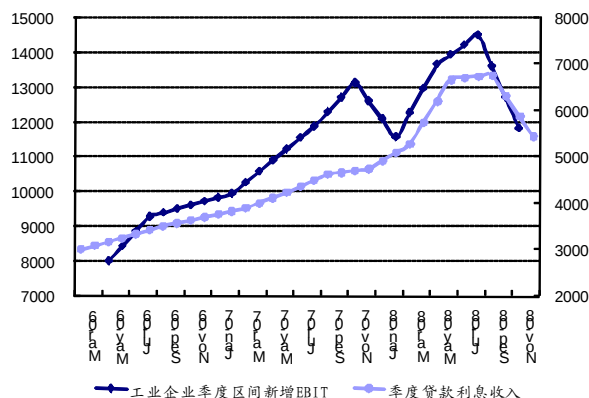


资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

是什么决定了贷款利息收入在 GDP 中比重的下降？我们知道银行的贷款利息收入是企业的财务成本，是从企业 EBIT 中支出的。我们再从企业 EBIT 的角度来分析，银行业息差的增长潜力。由于我们只有工业企业 EBIT 的统计，我们也只能把工业企业的 EBIT 与银行贷款利息收入进行对比分析。结果只是为了说明趋势和相关性，不可能是准确的预测。

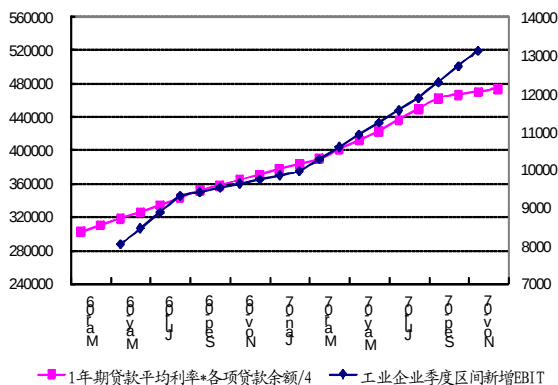
我们从下图中可以清楚的看到，银行贷款利息收入与工业企业的 EBIT 增速是有明显相关性的，虽然贷款利息收入的波动幅度要小于 EBIT 的波动，但波动的方向是十分一致的。特别是在 2008 年下半年，经济大幅降温后，

图 5: 工业企业利息支出和 EBIT 当月增加值 (1)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 6: 工业企业利息支出和 EBIT 当月增加值 (2)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

从企业 EBIT 的角度出来，我们对于 2009 年银行业贷款利息收入进行预测。根据万德的一致预期，在 2009 年，上市公司 EBIT 的下降幅度在 15% 左右，上市公司基本上要好于中国企业的平均质量。因此，实体经济的 EBIT 在 2009 年的下降幅度基本上是要大于 15% 的。此外，按揭贷款下浮空间扩大，也使得这部分贷款利息收入的负增长幅度要大于 15%，粗略估计可能的负增长幅度在 20-25% 左右。

不过，2009 年还存在一项弥补的因素，那就是 4 万亿经济刺激计划的配套贷款，这部分贷款是真实的需求，的确能够以量补价。目前虽然号称 4 万亿的刺激计划，但很多项目是没有经济刺激计划也会有，4 万亿的净新增量在 1-2 万亿之间。加上原有储备项目的开工，基建对于贷款量的每年净新增贡献是 1 亿元左右。这部分是贷款需求的增长是真实的，对于贷款利息收入的弥补作用在 3% 之间。

因此在不考虑未来进一步减息和扩大贷款利息下浮空间时，2009 年全年贷款利息收入大致应下降 10-20% 左右。我们在预测贷款利息收入时，并没有考虑到 2008 年 4 季度减息的影响，因为我们认为减息幅度是我们上面分析框架中所暗含的，减息的一个主要原因也就是减少企业的财务成本。

当然要预测 2009 年银行业息差收入，还要测算银行 2009 年债券投资利息收入、存款利息支出和金融机构往来利息的收支。综合测算这几项因素，在不考虑扩大贷款利率下浮空间的情况下，我们认为 2009 年银行业息差收入与 2008 年基本持平。我们用 EBIT 和基建贷款的增长来预测 2009 年息差，目的不仅是为了预测一个息差收入的结果，因为这一方法也不可能准确地预测 2009 年银行的息差收入。我们主要是为了向投资者提供一个分析和预测 2009 年息差收入增速的途径和方式。

在个股选择上，我们认为贷款以外的几项对息差收入影响相对较少，而且不太可能出现明显的分化，2009 年上市银行息差收入的分化将主要来自于贷款利息收入。

银行信贷成本的短期压力明显减弱

在短期银行经营行为与宏观经济存在相互影响

银行是经营信用风险的行业，信贷资产质量对银行业绩表现的影响至关重要。资产质量与经济周期有很强的相关性，在经济扩张期，银行资产质量和信贷成本将持续改善，反之在经济收缩期，银行资产质量和信贷成本将面临恶化压力。因此，银行资产质量也呈现周期波动的特征，不过由于不良资产的形成和确认需要时间，资产质量的波动会滞后经济波动。

虽然银行业的整体资产质量主要由宏观经济决定，但银行自身的行为也会对宏观经济的短期波动产生明显的影响。

众所周知，货币政策是货币当局调控宏观经济的工具之一。在经济下行周期，中央银行通常通过降低基准利率来刺激贷款需求，从而有助于扩大货币信贷的供应量和刺激经济扩张。在基准利率发生变动到信贷供需发生变化的过程中，存在一定的货币政策传导时滞和传导效果的不确定性。

在我国，由于金融体系未实现完全的市场化，中央银行拥有更多的货币政策工具。除了能调节基准利率以外，中央银行往往能够直接调控贷款供给规模，达到快速调节信贷供给和直接调控货币供应量的目的，从而货币政策对宏观经济产生作用所需要的传导时间大为缩短。因此，我国货币政策对宏观经济和银行业的短期影响效果比欧美国家要显著得多。因此，在目前，中国银行业的信贷高增长，成为支持宏观经济好转的最重要的驱动力量。

反周期信贷投放使得银行坏账率和公司债券违约率下降

宽松和激进型的货币信贷政策有助对抗宏观经济的下行，因此也会间接有利于银行业的资产质量。

在中国目前的情况下，我们认为，信贷高速投放将通过以下几个途径使得银行的资产质量和信贷成本压力得到显著减轻：

- 宽松的信贷政策有助于贷款客户获得新贷款和老贷款展期，直接降低了不良贷款的生成率；
- 宽松的信贷环境有助于刺激实体经济，贷款客户的偿债能力得以提高，违约率得以降低；
- 目前流动性过剩不仅仅推高了资本市场的估值，也正在对房地产市场发

展推动作用，房地产市场的回暖对有利于抵押品价值的实现；

● 贷款规模扩张的对不良率和信贷成本的稀释效应。

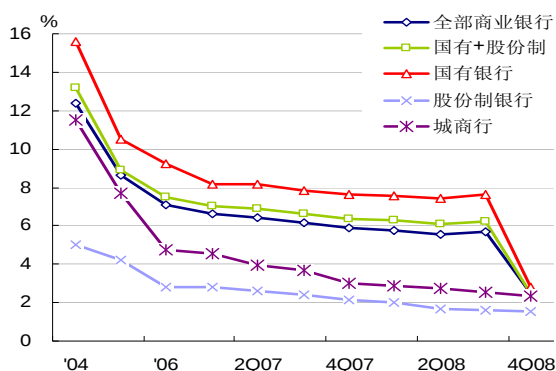
在上述因素以外，对于不良资产的确认在 2009 年可能有所放松。政策一方面希望银行的信贷风控尺度有所放松，增加对中小企业的信贷资金投入，防止中小企业大面积破产对于宏观经济的影响；另一方面又在事实上允许中小企业借新还旧，在近期内控制名义不良率的上升。我们之间的模型显示，不良贷款的上升大致滞后经济下行 5 个季度，目前这些因素可能使资产质量的变化更为滞后。

此外，中国经济目前还没有发生危机的趋势，房地产贷款系统性风险不大，加上中国家庭资产负债表完好，受股市和楼市影响较小

所有这些会使得 2009 年名义的资产质量不会出现明显的下降。加上 2008 年，银行拨备覆盖率相对较高，因此在 2009 年银行的信贷成本不太可能出现大幅的上升。

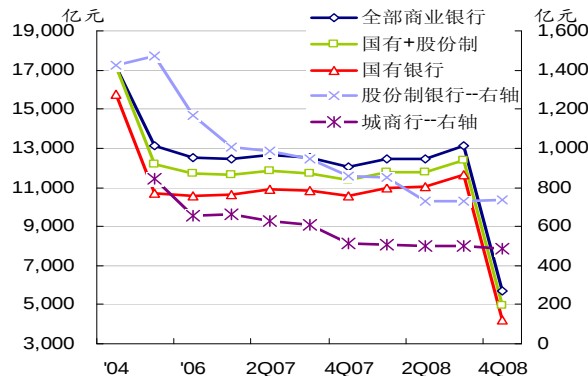
从下图中，我们可以看出银行业不良率和余额的持续下降，在 2008 年 11 月农行在 4Q08 进行 7500 亿元核销使得银行不良率出现大幅突降。

图 7：04 年以来国内银行不良率变化走势



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 8：04 年以来国内银行不良贷款余额变化走势



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

但我们也知道，宏观调控政策其实是一种短期政策，正确的宏观调控政策可以降低经济的短期波动，但不能改变经济长期的增长速度和趋势。宏观调控政策的失误还有可能增加经济的波动。

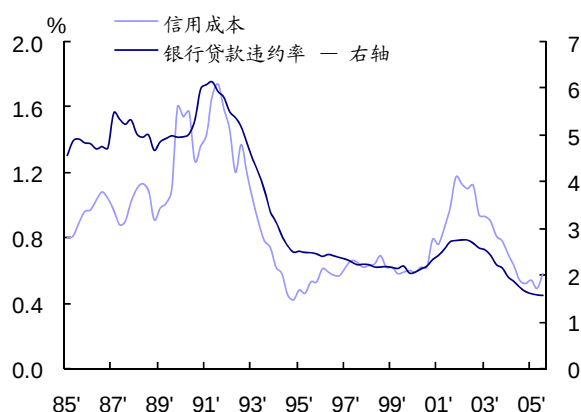
因此，虽然短期信贷高增长对于资产质量有明显的正面作用，但从中期来看，只有宏观经济出现了真实的大幅好转，银行资产质量才有可能保持稳定。

中国银行业信贷成本上升和下降都相对较慢

为了分析中国目前的经济形势，我们取美国 2000 年左右那次经济衰退进

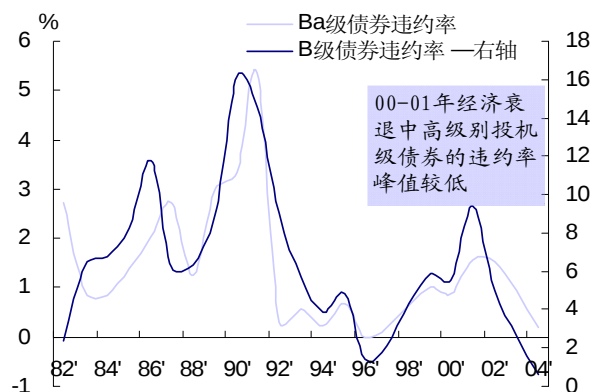
行对比。为应对 2000 年的互联网泡沫破灭带来的经济下行，美联储进行了快速的降息（时任美联储主席为信奉自由市场的格林斯潘），联邦基金利率从年初的 6.50% 降至年末的 2.0% 的水平，随后一年半里又进一步降至 1% 的历史低位并在此水平上维持了将近一年时间。

图 9：美国 2000 ~ 2001 经济衰退中银行资产质量压力较小



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 10：美国 2000 ~ 2001 债券违约率相对较低



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

从数据中可以看出，2000 年左右那次衰退，银行的信贷成本和债券违约率上升幅度虽然要低于 80 年代末 S&L 危机时，但仍有一定的上升，但宽松的信贷政策防止了违约率的大幅上升。我们认为对于中国银行业来说，由于不良资产认定和拨备的缓冲空间，较有可能的情况是信贷成本，上升较美国银行业慢，之后几年内处在较高的水平，下降也要较美国银行业慢很多。

2 季度个股选择上遵循“国进民退”的原则

通过上面的分析，我们基本观点是：在未来 6 个月银行资产质量不会出现明显的下降，信贷成本也将稳定。未来 6 月银行业绩分化主要将来自于息差收入增长的不同。

我们刚才分析了，银行息差收入的分化主要将来自于贷款利息收入的不同。我们知道目前企业固定资产投资的相关贷款很难出现增长，流动资金贷款在去库存化后，也只有恢复性的上升，因此。2009 年新增贷款需求，主要来自于与政府经济刺激计划有关的配套贷款。

因此，未来 6 个月，银行业绩分化的主要一个因素就成了刺激计划配套贷款的获取，而配套贷款的获取将主要取决于银行目前与政府的关系和政府资源。和目前宏观经济出现的“国进民退”一致，各银行短期贷款利息收入，以及业绩分化也将与其是否能在把握“国进民退”这一近期趋势。

根据历史数据和我们的预测，各家银行新增贷款的结构如下表。我们重点关注 2008 年 4 季度，信贷额度取消后，各家银行的新增贷款和存量贷款中

一般贷款的占比。从下表中，我们可以看到建设银行、中国银行、交通银行、浦发银行、兴业银行和北京银行相对有一定优势。

表 1: 上市银行新增贷款结构 (1H2008 后为预测值)

公司名称	新增一般贷款占比						新增票据贴现占比					
	2007A	1H2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	4Q08-1Q09	2007A	1H2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	4Q08-1Q09
工商银行	136%	119%	96%	29%	50%	43%	-36%	-19%	4%	71%	50%	57%
建设银行	114%	95%	103%	72%	84%	80%	-14%	5%	-3%	28%	16%	20%
中国银行	78%	101%	79%	65%	63%	63%	22%	-1%	21%	35%	37%	37%
交通银行	123%	91%	94%	62%	45%	50%	-23%	9%	6%	38%	55%	50%
招商银行	148%	96%	93%	56%	9%	30%	-48%	4%	7%	44%	91%	70%
中信银行	111%	95%	53%	123%	26%	41%	-11%	5%	47%	-23%	74%	59%
民生银行	128%	90%	75%	50%	16%	24%	-28%	10%	25%	50%	84%	77%
浦发银行	130%	91%	91%	95%	56%	74%	-30%	9%	9%	5%	44%	26%
兴业银行	100%	89%	34%	18%	74%	47%	0%	11%	66%	82%	26%	53%
华夏银行	131%	73%	113%	68%	22%	37%	-31%	28%	-13%	32%	78%	63%
深发展	122%	78%	60%	30%	5%	22%	-22%	22%	40%	70%	95%	78%
北京银行	165%	109%	106%	76%	54%	72%	-65%	-9%	-6%	24%	46%	28%
南京银行	117%	85%	73%	53%	34%	48%	-17%	15%	27%	47%	66%	52%
宁波银行	105%	63%	51%	32%	19%	28%	-5%	37%	49%	68%	81%	72%

数据来源: 国信证券经济研究所

从上述逻辑出发，我们建议 2 季度关注，估值有吸引力，并能从扩大经济刺激计划和房地产市场回暖中获益的银行。大型银行中相对看好建设银行和交通银行，中型银行里兴业银行和浦发银行有一定吸引力，小型银行则是北京银行。

不过，从中长期来看，虽然 4 万亿计划的扩大对于短期经济会有比较大的刺激作用，但我们对于目前激进的财政扩张政策的从中长期效果保持谨慎，因此在中长期更推荐经营受政府影响较小，没有大规模逆周期增加贷款的银行，主要是招商银行，此外民生银行估值较低，逆周期放贷相对较少，也有一定的吸引力。虽然没有逆周期放贷的银行短期业绩下降压力较大，但在宏观经济一旦出现超预期的下滑时，将是较好的防御品种。

估值是判断银行板块短期波动的主要因素

银行板块短期波动主要是估值的均值回归

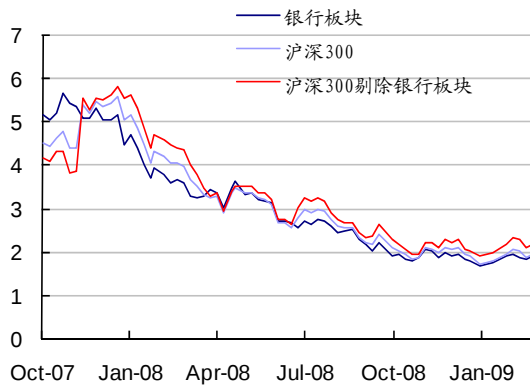
我们认为信贷高增长对于 A 股市场，包括银行板块的估值影响要远远大于对于业绩的影响。如果我们回顾 2007 年年末出现的信贷额度控制就可以清楚的看到这一点。2007 年年末到 2008 年 3 季度的信贷额度控制，虽然降低了信贷的余额，但大幅提高了银行的贷款利率的上浮，而且银行通过信贷承诺获得了大幅的手续费收入。营业收入并没有因为信贷余额增速的控制而下降。而信贷额度的控制使得实体经济资金面明显紧张，从资本市场套取现金动力明显加强，银行板块流动性好，大小非股东较多，这成为银行板块股价下降

的最大压力。

反观现在，信贷的高增长对于 A 股的估值的推动作用已经体现了，不过，银行由于机构投资持股多，加上大小非的压力较大。因此虽然释放出了很多流动性，但并不是受益于流动性增加最大的板块，所以估值一直相对较低。

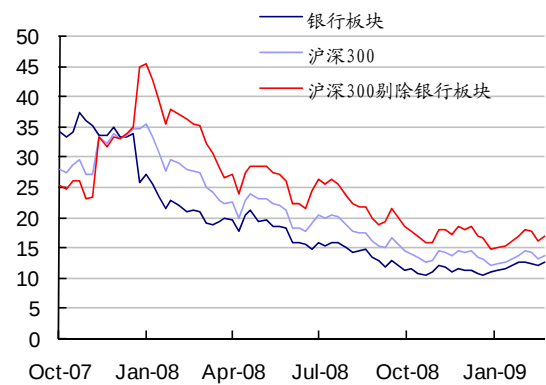
因为短期市场是由流动性推动的，所以我们判断银行板块短期波动时，也主要从均值回归的角度进行分析。

图 11: 银行板块 P/B 估值比较



数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 12: 银行板块 P/E 估值比较

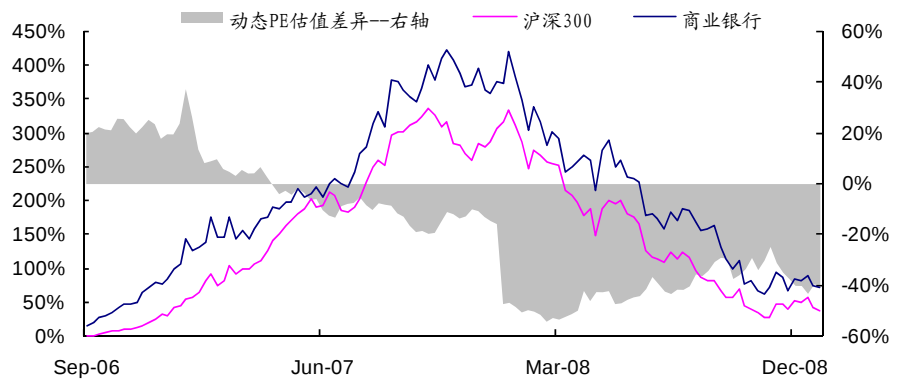


数据来源: WIND, 国信证券经济研究所

从最近数据来看，银行板块与沪深 300 估值的差距有所缩小，P/E 估值水平不大，差距处于 2008 年初后的平均水平；而 P/B 估值差距虽然相对较大，已经缩小到历史最小水平左右，这一估值其实也包含了银行 ROE 水平未来有所下降的预期。如果银行业盈利能力不出现明显的上升，银行的 P/B 较难有明显的上升。从估值回归的角度分析，银行板块进一步上升的空间不大。

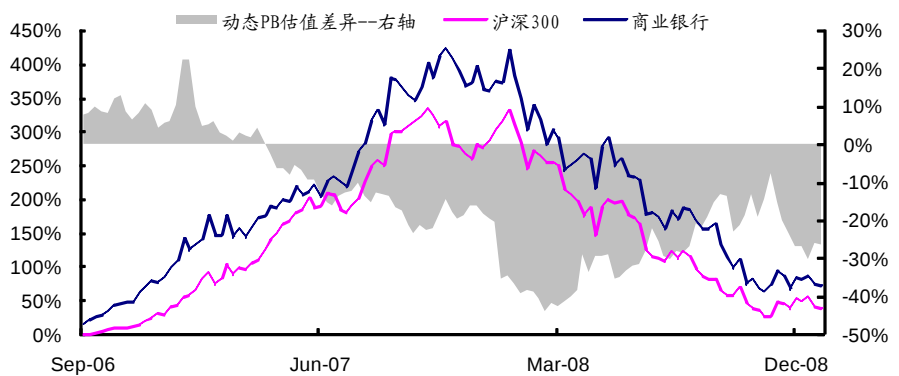
上述估值回归的分析，仅适用于短期的交易性机会，从中期来看，估值的差距有可能有比较大的变化。如果我们从 2006 年 3 季度开始跟踪估值的差距，会发现在上涨初期银行的估值要高于沪深 300 的平均水平，后期估值相对水平逐渐降低，在 2007 年年底，银行板块估值相对大盘出现了大幅的下降，这主要原因是当时平安和浦发的增发事件，使金融板块当时较高的估值快速向实体经济的水平靠近。

图 13: 银行股与大盘波动和动态 P/E 估值对比



数据来源: WIND、国信证券经济研究所

图 14: 银行股与大盘波动和动态 P/B 估值对比



数据来源: WIND、国信证券经济研究所

流动性过剩后，在中长期银行板块估值区间会有所下降

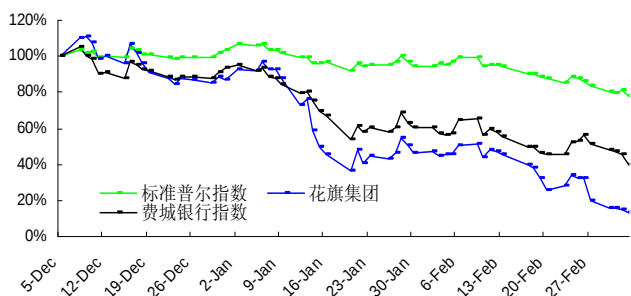
从中长期来看，我们认为中国银行业盈利能力的下降是趋势性的，实体经济利润率的下降和银行垄断保护的弱化，将使银行的 ROA 和 ROE 水平从目前 20%左右的水平，下降到 10-15%左右。业绩波动的具体路径是我们难以预测的，有可能是某年大幅下降，之后恢复正常增长，也可能是持续几年的利润基本持平，从目前来看，后者的可能性更大。

银行板块中长期的估值波动的区间将有所下降，如果未来流动性过剩逐渐结束，其 P/B 估值的中枢应在 1.5 倍 P/B 左右。但在短期，对于宏观经济和行业业务的预期会有很大的分歧，进而带来较大波动。因此，建议把握波段性的交易机会。总体认为银行在 2009 年 2 季度难以明显战胜大盘，因此给予“中性”评级。

海外银行近期大幅下跌影响有限

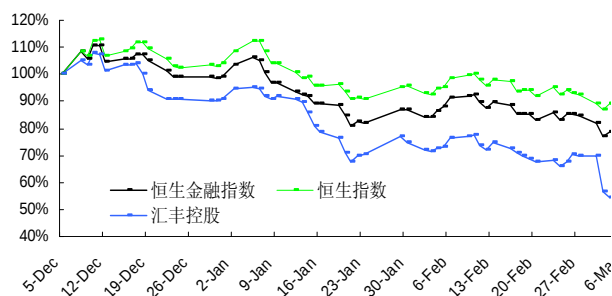
“资本补充”是欧美银行股价大幅下跌的导火索。持续低迷的实体经济不断消耗欧美各大银行的资本，而监管当局处于银行体系稳定的考虑加大了对资本充足的要求。欧美各大银行不得不地从私人领域和政府部门获取资金以补充资本，而由此带来的“稀释风险”和“政府干预风险”导致欧美银行股价持续大幅度走低。汇丰控股在市场传言补充资本的情况下连跌8个工作日，跌幅27%；而花旗集团在“资本不足有可能被国有化”传言下当日下跌30%。

图 15: 近 3 个月美国银行股走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 16: 近 3 个月香港市场银行股走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

不过，目前中国银行业与海外银行的情况可比性很差，因此在不出现危机的情景下，对于 A 股银行板块的估值影响不大。

表 2: 上市银行盈利预测及估值表 (截至 2009.3.13)

公司代码	公司名称	股价 (人民币)	P/E(X)				P/B(X)				P/PPoP(X)			
			2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E
601398	工商银行	3.68	12.6	13.1	13.4	12.8	2.07	1.94	1.83	1.71	6.62	7.27	7.05	6.49
601939	建设银行	4.07	10.3	10.5	10.7	11.5	2.06	1.91	1.76	1.64	5.90	6.60	6.25	5.73
601988	中国银行	3.38	12.3	12.6	12.9	12.3	1.69	1.59	1.50	1.41	6.36	6.73	6.47	6.17
601328	交通银行	5.54	11.4	11.9	11.5	10.0	1.96	1.79	1.63	1.47	6.06	6.46	5.82	5.05
600036	招商银行	14.23	9.5	11.3	11.2	8.8	2.50	2.19	1.92	1.65	6.54	7.27	6.42	5.10
601998	中信银行	4.54	12.0	16.4	14.0	11.9	1.83	1.71	1.57	1.44	7.45	8.92	7.32	6.21
600016	民生银行	4.65	9.8	11.0	12.7	11.1	1.60	1.49	1.32	1.17	4.94	5.45	4.78	4.26
600000	浦发银行	18.19	8.2	9.9	12.1	11.1	2.52	2.01	1.72	1.49	5.25	5.82	5.61	4.72
601166	兴业银行	19.78	8.5	8.4	8.4	8.2	2.03	1.73	1.51	1.34	5.72	5.80	4.97	4.11
600016	华夏银行	9.16	12.3	16.6	16.5	15.4	1.67	1.57	1.49	1.43	5.03	5.61	4.53	3.87
000001	深发展	14.82	63.1	13.9	13.5	9.2	2.86	2.42	2.15	1.81	5.57	5.28	4.95	4.04
601169	北京银行	10.71	12.4	13.7	13.6	11.2	2.07	1.94	1.81	1.65	8.17	9.01	7.71	6.16
601009	南京银行	11.60	14.2	14.9	14.4	11.8	1.91	1.77	1.64	1.49	10.25	10.83	9.55	7.72
002142	宁波银行	8.77	16.4	19.8	16.1	13.2	2.49	2.37	2.18	1.99	11.61	12.41	9.40	7.24
1398	工商银行 H	2.95	2.95	10.1	10.5	10.8	10.2	1.66	1.56	1.47	1.37	3.26	3.44	3.32
0939	建设银行 H	3.59	3.59	9.1	9.3	9.5	10.2	1.82	1.69	1.55	1.45	5.22	5.84	5.53
3988	中国银行 H	2.00	2.00	7.3	6.9	6.9	6.5	1.00	0.94	0.88	0.82	3.77	3.79	3.60
1328	交通银行 H	4.27	4.27	8.8	8.9	8.7	7.5	1.51	1.37	1.25	1.13	4.68	4.90	4.41
3968	招商银行 H	11.41	11.41	7.6	9.3	9.2	7.2	2.01	1.77	1.56	1.34	5.26	5.95	5.26
0998	中信银行 H	2.57	2.57	6.8	9.3	7.9	6.8	1.04	0.97	0.89	0.82	4.23	5.06	4.15
公司代码	公司名称	评级	EPS (元)				BVPS (元)				PPoPPS (元)			
			2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E
601398	工商银行	中性	0.29	0.28	0.27	0.29	1.76	1.88	2.00	2.14	0.56	0.51	0.52	0.57
601939	建设银行	谨慎推荐	0.39	0.39	0.38	0.35	1.97	2.12	2.31	2.47	0.69	0.62	0.65	0.71
601988	中国银行	中性	0.28	0.27	0.26	0.27	1.87	1.98	2.10	2.23	0.53	0.50	0.52	0.55
601328	交通银行	谨慎推荐	0.49	0.47	0.48	0.55	2.82	3.09	3.38	3.74	0.91	0.86	0.95	1.10
600036	招商银行	谨慎推荐	1.50	1.26	1.27	1.62	5.69	6.50	7.39	8.63	2.17	1.96	2.22	2.79
601998	中信银行	中性	0.38	0.28	0.33	0.38	2.48	2.65	2.89	3.16	0.61	0.51	0.62	0.73
600016	民生银行	中性	0.48	0.42	0.37	0.42	2.87	3.08	3.49	3.92	0.94	0.85	0.97	1.09
600000	浦发银行	谨慎推荐	2.23	1.85	1.51	1.63	7.22	9.06	10.57	12.21	3.47	3.12	3.24	3.86
601166	兴业银行	谨慎推荐	2.31	2.36	2.35	2.41	9.77	11.43	13.07	14.77	3.46	3.41	3.98	4.81
600016	华夏银行	中性	0.75	0.55	0.55	0.59	5.47	5.83	6.13	6.42	1.82	1.63	2.02	2.37
000001	深发展	中性	0.23	1.07	1.10	1.61	5.19	6.11	6.89	8.17	2.66	2.80	2.99	3.67
601169	北京银行	谨慎推荐	0.86	0.78	0.79	0.95	5.18	5.53	5.93	6.49	1.31	1.19	1.39	1.74
601009	南京银行	中性	0.82	0.78	0.80	0.98	6.09	6.56	7.09	7.79	1.13	1.07	1.21	1.50
002142	宁波银行	中性	0.54	0.44	0.54	0.66	3.52	3.70	4.02	4.41	0.76	0.71	0.93	1.21
公司代码	公司名称	目标价	RoAE (%)				RoAA (%)				净利润增长 (%)			
			2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E	2008E	2009E	2010E	2011E
601398	工商银行	3.80	17.2	15.1	13.6	13.2	1.06	0.88	0.75	0.70	20.6	-5.1	-3.8	3.0
601939	建设银行	4.50	20.3	19.0	17.2	14.8	1.30	1.13	0.97	0.79	33.1	-1.3	-2.0	-6.5
601988	中国银行	3.10	14.7	13.3	12.4	12.3	1.08	0.91	0.80	0.75	24.5	-1.3	-0.3	4.9
601328	交通银行	6.20	17.7	15.7	14.6	15.2	1.01	0.81	0.71	0.70	16.2	-4.8	2.1	14.3
600036	招商银行	16.20	28.0	21.1	18.2	19.7	1.54	1.12	0.89	0.92	44.6	-14.2	-2.0	24.5
601998	中信银行	4.00	16.4	10.7	11.6	12.5	1.34	0.82	0.83	0.87	78.6	-16.9	17.3	17.2
600016	民生银行	4.10	16.7	15.4	13.0	12.4	0.87	0.70	0.58	0.57	40.7	-2.7	3.3	16.9
600000	浦发银行	19.00	36.1	22.5	15.3	14.1	1.22	0.81	0.55	0.48	127.5	-18.1	-17.7	6.9
601166	兴业银行	22.50	26.3	22.1	18.7	16.7	1.27	1.08	0.88	0.76	34.7	0.6	-2.8	1.2
600016	华夏银行	8.20	22.0	9.8	9.3	9.5	0.58	0.36	0.31	0.29	77.2	-15.9	0.4	7.0
000001	深发展	15.80	4.8	15.7	10.9	16.7	0.18	0.50	0.31	0.43	-71.4	257.5	-23.7	69.0
601169	北京银行	12.00	20.6	19.0	16.2	17.5	1.58	1.30	1.02	1.01	82.6	7.2	-7.0	18.0
601009	南京银行	12.50	14.3	12.3	11.8	13.1	1.69	1.29	1.03	1.00	65.6	-5.8	2.5	21.5
002142	宁波银行	8.00	15.9	12.2	13.7	15.2	1.48	0.90	0.82	0.77	40.2	-18.4	20.0	20.6

数据来源: 国信证券经济研究所

表 3: 海外盈利及估值表 (截至 2009.3.6)

	P/B (X)			P/E (X)			ROAA (%)			ROAE (%)		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
花旗集团	0.06	0.12	0.11	-	-	2.62	-0.81	-0.06	0.60	-16.78	-2.63	9.58
摩根大通	0.53	0.52	0.49	15.38	11.47	6.76	0.26	0.37	0.55	3.74	6.24	9.43
美国银行	0.12	0.14	0.13	3.15	4.91	1.98	0.37	0.33	0.52	5.13	4.93	9.17
富国银行	0.61	0.62	0.55	4.98	7.25	4.11	1.11	0.51	0.89	12.12	9.63	18.13
美国合众银行	0.98	1.02	0.96	6.25	9.23	6.37	1.33	0.88	1.19	14.82	11.09	16.21
美国平均	0.46	0.48	0.45	7.44	8.21	4.37	0.45	0.41	0.75	3.80	5.85	12.50
苏格兰皇家	0.17	0.28	0.30	-	-	-	-0.61	-0.21	-0.12	-13.24	-6.81	-1.82
巴克莱	0.24	0.24	0.23	2.25	4.47	4.75	0.25	0.15	0.21	11.24	4.95	6.50
渣打	0.85	0.85	0.81	5.21	7.40	6.84	0.91	0.57	0.60	15.15	11.11	11.11
德意志银行	0.34	0.37	0.34	-	5.22	4.29	0.05	0.11	0.17	-5.18	8.28	9.48
德国商业银行	0.12	0.16	0.16	14.28	-	-	-0.23	-0.04	0.22	3.31	-9.94	-0.37
法国巴黎	0.47	0.47	0.44	6.43	6.11	4.93	0.25	0.22	0.25	8.11	8.21	9.86
ING	0.19	0.20	0.18	-	2.76	1.55	0.34	0.24	0.29	2.76	9.36	13.98
BBVA	0.70	0.65	0.60	3.40	3.98	3.98	1.13	0.98	0.98	22.12	16.60	15.27
UBS AG	0.74	0.79	0.73	-	7.53	5.48	-0.45	0.21	0.31	-30.68	10.62	14.27
欧洲平均	0.43	0.45	0.42	6.32	5.35	4.55	0.18	0.25	0.32	1.51	5.82	8.70
韩国友利银行	-	0.33	0.30	-	5.99	2.68	-	0.27	0.62	-	6.98	12.70
新韩银行	0.52	-	-	4.26	-	-	0.97	-	-	14.00	-	-
台湾富邦银行	0.92	0.92	-	30.09	25.60	17.58	6.10	5.80	-	5.10	4.90	-
元大银行	-	-	-	51.08	20.07	15.55	0.10	0.50	0.60	0.92	8.80	10.10
星展集团	0.58	0.67	0.65	6.13	10.32	8.55	0.83	0.59	0.71	9.67	7.00	7.74
澳洲国家银行	0.96	0.92	0.90	6.88	7.86	8.02	0.70	0.61	0.48	14.03	11.55	10.70
澳洲联邦银行	1.42	1.32	1.26	7.69	9.55	9.19	1.11	0.75	0.69	18.61	14.58	14.21
亚太平均	0.88	0.83	0.78	17.69	13.23	10.26	1.63	1.42	0.62	10.39	8.97	11.09
三菱日联	0.49	0.67	0.59	7.97	378.94	11.63	0.30	0.06	0.22	7.19	0.87	5.29
瑞穗	0.65	0.63	0.59	7.47	26.96	9.24	0.25	0.03	0.15	9.93	2.66	7.23
三井住友	0.65	0.64	0.60	4.96	14.40	8.24	0.40	0.13	0.23	15.13	5.75	7.35
日本平均	0.60	0.65	0.59	6.80	140.10	9.70	0.32	0.07	0.20	10.75	3.09	6.62
汇丰控股	0.59	0.71	0.70	5.25	9.27	8.04	0.56	0.33	0.41	10.73	7.43	8.75
东亚银行	0.72	0.72	0.69	80.34	11.55	10.14	0.08	0.50	0.56	0.92	6.57	7.51
恒生银行	2.75	2.93	2.72	9.77	12.35	11.25	2.05	1.56	1.69	28.22	23.47	25.20
中银香港	0.84	0.81	0.77	10.86	7.16	5.85	0.59	0.90	1.11	6.50	11.61	14.01
香港平均	1.23	1.29	1.22	26.56	10.08	8.82	0.82	0.82	0.94	11.59	12.27	13.87
巴西国家银行	1.80	1.76	1.65	7.98	8.31	7.38	1.83	1.69	1.72	23.69	21.25	21.32
布拉德斯科银行	1.21	1.05	0.90	4.53	5.67	4.89	1.47	1.33	1.18	24.68	20.83	19.05
俄联邦储蓄	0.44	0.41	0.39	2.64	3.86	3.25	2.00	1.04	1.20	16.80	10.24	11.37
印度国家银行	1.00	0.98	0.89	6.86	6.85	6.06	1.01	1.00	0.95	15.67	15.64	15.11
ICICI	0.62	0.61	0.57	7.35	7.54	6.78	0.95	1.03	1.07	12.31	8.40	8.89
HDFC	2.19	2.45	2.18	13.90	14.82	12.80	2.99	2.42	2.34	29.40	17.38	18.10
南非标准银行	1.02	0.93	0.84	6.79	6.78	5.62	1.20	1.08	1.15	18.41	14.59	15.93
新兴市场平均	1.18	1.17	1.06	7.15	7.69	6.68	1.64	1.37	1.37	20.14	15.47	15.68

资料来源: Bloomberg

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煊	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456