



政策与业绩，谁主银行？

(2009-03-13)

投资要点及行业评级：

◇我国银行业整体的基本面问题不大，与国外银行业在业务种类、盈利模式、经营理念等诸多方面存有一定差异，横向可比性需打折扣。

◇外资行撤离在很大程度上在于套现自救，这种行为从民族感的角度来看，对其国内行业信心的提升有相当成效；从投资的角度来看，外资行撤离本无可厚非。也许只是时间的选择点存在问题，不过对我国国内行业信心的影响显然是负面的，“冤大头”至少这次是当定了。

◇经济处于下行周期内，证券市场的态势无异于“走钢丝”，投资者的热情自然有所保留。因此，未来经济在没有转暖的情形下，降息在情理之中。不过降息幅度，应该不会太大，更多的可能体现在适当的满足市场上的降息预期为目的。不过，如果经济状况极度恶化，亦不排除超预期利率政策的实施；从银行业务发展的未来态势来看，利息收益占银行总收益的比重将会逐渐减少，利差收窄也将会顺次推进。

◇近段时间信贷猛增、货币流动性泛滥等问题，充斥着国内的宏观经济与证券市场；致使人们倾向于认为 1 月份开始的这波行情，很大程度上是资金推动的。我们的研究表明：上证 A 股指数的变化能引起 M0、M1、M1-M0 和 M2-M1 的同向变化，滞后期分别为 3 个月、1 个月、1 个月和 1 个月。M1 的变化能引起上证 A 股指数的同向变化，滞后期为 3 个月。其余表现不明显。

◇银行个股走势与上证指数之间呈现三类特征，即强势、持平和弱势。阶段行情来看，城商行表现最为活跃，其次为股份制商业银行，大型国有商业银行殿后。

◇三类银行中，股份制商业银行显示出了一定的估值优势，并在每股收益方面也表现出众；不过，城商行尽管在估值和每股收益指标上的表现平平，但每股资本公积金却集体呈现较高水准；尽管我们尚未进行系统的量化分析，但历史观测让我们感觉到，每股资本公积金与股价具有一定的正相关关系。

鉴于上述分析，我们仍维持银行股中性评级。

个股关注：

推荐：浦发银行、兴业银行、南京银行、北京银行

理由：浦发银行和兴业银行具备估值优势，历史表现优良，且每股资本公积金较高；南京银行和北京银行历史表现优良，城商行中超越平均估值水平，且每股资本公积金较高。

行业评级

中性（维持）

09 年行业每股收益（元）：0.74

08 年行业每股收益（元）：0.60

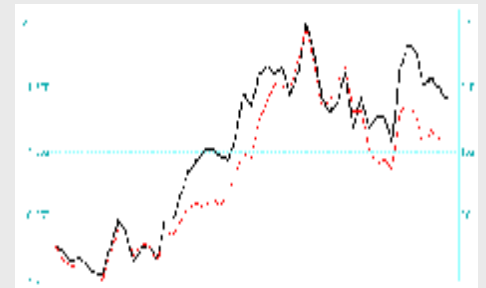
行业表现

行业表现 (%)	1 月	3 月	6 月
银行指数	-2.27	12.76	-8.38
上证指数	-3.85	4.97	-0.55

资料来源：天相投顾

今年以来银行走势

— 银行指数 — 上证指数



资料来源：天相投顾

孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

相关报告

银行业月报 0901 期

2009-02-09

银行业月报 0902 期

2009-03-05

请务必阅读正文之后的重要声明

目录

银行业的宏观判断.....	3
基本面分析.....	3
外资行减持问题.....	3
降息问题分析.....	4
利率政策的历史足迹.....	4
利率政策与经济阶段的博弈.....	4
利率政策的策略选择.....	5
货币供应量机制.....	6
货币供应量的近期表现.....	6
与大盘指数关系探讨.....	6
银行股历史表现.....	8
图形走势.....	8
阶段行情.....	9
个股估值比较.....	10

图形

图 1：一年期存贷款利率变化情况.....	4
图 2：货币层次变化与上证指数.....	7
图 3：各货币层次之差与上证指数.....	7
图 4：浦发银行 20 周走势.....	8
图 5：招商银行 20 周走势.....	9
图 6：工商银行 20 周走势.....	9

表格

表 1：利率政策表现与经济发展时段.....	5
表 2：利差变化与国内银行体制改革.....	6
表 3：银行个股与上证指数走势.....	8
表 4：阶段性股价走势.....	10
表 5：每股指标及估值.....	11

银行业的宏观判断

国内实体经济究竟何时见底，何时出现好转，确是件难以预料的事情。就银行业与实体经济的相关性方面，我们曾做过专门的实证研究，结论是：当月中长期贷款同比增速虽与当月地产业资金来源同比增速存在一定的正相关关系，但受到上一月地产业投放资金同比增速的制约；当月短期贷款同比增速与当月社会消费品零售总额同比增速的存在较强的负相关关系，且当月社会消费品零售总额的增加会在下一月短期贷款额度上有所显现；当月各项贷款同比增速与上一月各项贷款同比增速存在一定的正相关关系，且与当月及上一期固定资产投资同比增速的相关性不甚明显。也就是说，银行业绩的表现往往要滞后于宏观经济表现。

◇基本面分析

就我国银行业整体而言，我们一贯的观点是基本面问题不大，并且对于将国内银行业与国外银行业之间进行横向比较的参考价值存有疑问。原因很明显，在于我国银行业与国外银行业在业务种类、盈利模式，以及经营理念等方面均具有一定差异。

就业务种类而言，发达国家商业银行中间业务收入接近银行业务收入的一半，如：美国商业银行的中间左右业务收入占全部收入比重为 39%，日本银行为 40%左右，英国为 41%左右。而国内银行目前中间业务比重最高的招商银行也仅为 16.04%。

就盈利模式而言，业务种类的差别必然导致盈利来源的极大差异。美国银行业 1998 年第二季度的净营业收入中，手续费收入占 40.2%；而净利差收入仅占 4.1%，这在过去 7 年中各季度净利差收入中倒数第二。而我国银行业中利差收益平均则达到了 80%还要强。

就经营理念而言，如果把西方银行列为纯商业化运作模式，那么国内银行的经营模式则或多或少掺杂了些水份。当然，这是与我国的基本国情相关的；而当前的金融危机也正好验证了我国的这种模式，并非就一定是坏不好的，而西方的模式也不一定就是好的。

◇外资行减持问题

始于2008年12月31日的瑞银集团减持中行H股案例，外资撤离中资银行的事件在前期闹得沸沸扬扬。相关事件如下，

※**2008 年 12 月 31 日**瑞银集团（UBS）发布公告称，减持其持有的全部中国银行（**601988.SH, 03988.HK**）H 股股份，累计 **34 亿股**。UBS 向 **15 家**投资者转让了股票，转让价为中行前一日收盘价 **2.19 港元**的 **88%**，套现 **8.35 亿美元**。

※**2009年1月7日**美国银行以每股**3.92港元**减持建设银行**56亿股H股**，持股比例从原来的**19.1%**下降至**16.6%**。美国银行**7日**每股**3.92港元**的减持价，相对于建行H股**6日**收盘价**4.45港元**存在**12%**的折让。

※**2009 年 1 月 7 日**李嘉诚基金会以每股 **1.98 港元**至 **2.03 港元**价格配售其持有的中国银行 **20 亿股**股份，较中行周三收盘价折让 **5%-7.5%**，可套现 **39.6 亿**至 **40.6 亿港元**（约合 **34.9 亿**至 **35.8 亿人民币**）。本次减持之后，该基金会还持有约 **30 亿股**中行 H 股。

※**2009年1月14日**苏格兰皇家银行确认已经全部减持中国银行（**601988.SH, 3988.HK**）H股，套现约 **166亿元人民币**。

如今，新一轮的禁售期即将到来，4月份工行将有外资股中**50%**的股份到期，其余在今年**10月份**到期。目前，高盛持有工行H股的**4.93%**，安联持有**1.90%**，运通持有**0.4%**。当然，期间也并非所有的外资行都在沽售中资银行H股，如汇丰银行持有交行**18.6%**的股份，未有沽售之意；而西班牙**BBVA**银行反而表示了继续增持中信银行的态度。可见，外资行撤离在很大程度上在于套现自救，相信在“后院起火的”情形下，外部战略开展受到不利影响是情理之中的事情。也许，这部分资金相对于其内部的

亏损是杯水车薪，但救与不救在当前形势下仍有很大不同。至少，这种行为从民族感的角度来看，对信心的提升很有成效。另外，从投资的角度来看，外资行撤离本无可厚非。也许这也只是时间的选择点存在问题，加上媒体的大肆渲染；也就是说，事件本身有被夸大的成分。但是，对我国国民信心的影响显然是负面的，“冤大头”至少这次是当定了。

降息问题分析

就降息的问题，首先我需要表个态：经济处于下行周期内，证券市场的态势无异于“走钢丝”，投资者的热情自然有所保留。因此，从证券市场与利率的相关性来看，且未来经济在没有转暖的情形下，降息在情理之中。

◇利率政策的历史足迹

改革开放前，由于处在漫长的初期建设探索期，同时又必须应对特殊的国际国内经济政治环境，我国的利率政策很不规范，如利率档次简化，甚至无档次；各地搞无息存款等现象，故此我们不将其排在参考之列。

改革开放后，我国相继呈现过两次持续长达 10 年左右的经济增长期，期间又分别夹杂了两个阶段的为期 4 年的调整期。与此相对，央行的利率政策也在交替出现。从 1990 年至今，一年期存款利率的最低点出现在 2002 年，为 1.98%；一年期贷款利率的最低点出现在 2002 年和 2008 年，为 5.31%。一年期存贷利差最小点出现在 1993 年，为 0；一年期存贷利差最大点出现在 1999 年下半年、2006 年下半年和 2007 年上半年，为 3.60%。

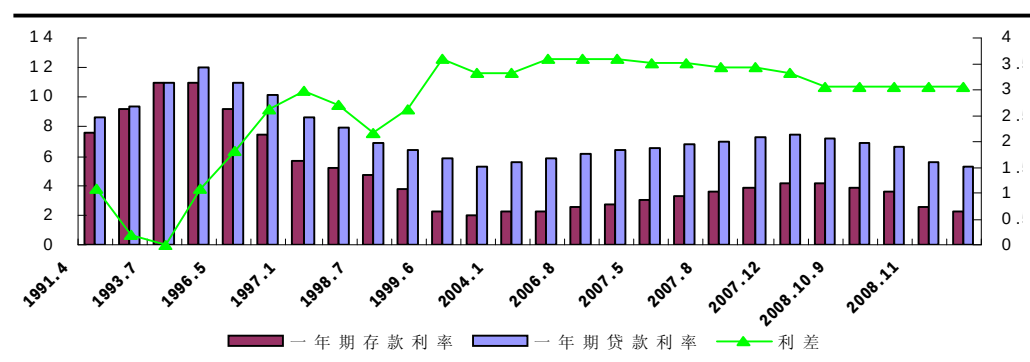
◇利率政策与经济阶段的博弈

历史迹象表明，利率政策与经济走向具有趋同性，即经济发展热度过高，倾向与上调存贷款利率；反之则反是。就经济的整体走势来看，表现出了明显的大周期性；目前可能处在第二个大周期的末尾时段。

第一个大周期：改革开放至 1996 年的近 20 年间，经济持续高增长为一个时段近 10 年，期间的连贯性利率政策为，上调存贷款基准利率；经济调整为两个时段，各近 4 年，利率政策续前期呈反向性。

第二个大周期：从 1996 年开始的下一个可能的 20 年，10 年左右的经济持续高增长时段和第一个经济调整时段，均已依照第一个大周期兑现。据此推算，目前可能处在第二个调整时段；时间长度可能为 3 ± 1 年。从本次利率政策推出的特点来看，小幅、时间间隔短为主，不同于前期大幅、时间间隔长为主。这既是说，经济发展的第三大周期很可能在 2010 年提早出现；不过在其真正到来之前，基准利率下调的基本态势不会改变。

图 1：一年期存贷款利率变化情况



资料来源：中国人民银行网，爱建证券研究发展总部

表1：利率政策表现与经济发展时段

	央行政策	利差范围 (%)	相关说明
1979 年—1989 年	上调存贷款 基准利率		为抑制经济急剧扩张引致的通胀，一年期存款利率逐次从 3.24% 上调至 7.2%（1985 年 4 月），8.64%（1988 年 9 月），11.34%（1989 年 2 月）。至 1989 年下半年，经济过热得到有效控制，但由于收缩过猛，使得市场销售急速下滑，工业增速骤降。 该阶段共计历时 11 年。
1990 年—1992 年	下调存贷款 基准利率	0.18~ 1.08	1990 年 4 月、1990 年 8 月、1991 年 4 月，为回复市场活力，央行三次下调存款利率。不过到 1992 年，由于经济再次过快增长而引发通胀。 该阶段至 1993 年加息共计历时 4 年。
1993 年—1995 年	上调存贷款 基准利率	0~ 1.08	1993 年 5 月和 7 月连续两次上调利率，以便从根本上压缩购买力，一年期存款利率上调至 10.98%。直到 1996 年，本轮通胀基本结束， 历时 4 年。
1996 年—2002 年	下调存贷款 基准利率	1.80~ 3.60	1996 年 5 月至 2002 年 2 月的六年间央行共降息 8 次，一年期存款利率下调至 1.98%，一年期存款利率下调至 5.31%。从 2002 年 6 月到 2004 年 10 月，基本保持了两年多“降无可降”的低利率政策。此间，中国经济发展突飞猛进；不过，持续的低利率政策并未同时激发人们的消费需求。 该阶段至 2004 年加息共计历时 9 年。
2004 年—2007 年	上调存贷款 基准利率	3.33~ 3.60	2004 年 10 月，存贷款利率在历经 9 年的下降通道后开始全面上调。至 2007 年 12 月，一年期存款利率上调至 4.14%，一年期贷款利率上调至 7.47%。 该阶段共计历时 4 年。
2008 年至今	下调存贷款 基准利率	3.06	2008 年 9 月，为应对美国次贷危机引发的全球性衰退，及国内经济结构转型，央行降息通道再次打开。截至目前，一年期存贷款利率分别为 2.25% 和 5.31%。

资料来源：爱建证券研究发展总部

◇利率政策的策略选择

就降息幅度而言：首先，2002 年以前，利率政策更多的是以大幅、时间间隔长为主；从 2002 年 6 月到 2004 年 10 月，保持了两年多的“降无可降”的低利率政策；不过从 2006 年开始，利率政策则更多变成了以小幅、时间间隔短为主。这一特点的变化，可能与所处的国际国内政治经济环境有关；如 2002 年银行改制以前，利率政策主要考虑的是其国内影响，而 2006 年银行业全面开放以后，利率政策则需兼顾其国际影响。其次，从政策效应正在递减方面考虑，未来降息幅度，至少在近阶段应该不会太大，更多的可能体现在适当的满足市场上的降息预期为目的。不过，如果经济状况极度恶化，亦不排除超预期利率政策的实施；然而，这样的事实，反而又会增加人们对经济更加悲观的看法。第三，从上次 108 个基点的降息效果来看，股市的反映并不太明显，而且，当时还有 4 万亿实体经济政策为依托；很难想象，后面在没有更为重大经济政策为依托的情况下，单纯的大幅降息会起什么效果。最后，从我国真正建立起比较完备的银行体制以来，一年其存款利率的历史低点为 1.98%、一年期贷款利率为 5.31%，可见，未来降息空间已经不是很大。

就利差趋势而言：与利率政策实施的期限间隔变化不同，利差幅度的变化，呈现出了一定的规律性，即与国内银行体制的发展保持了相应的一致性。为实现银行业的商业化经营，利差曾达到第一次的高点，3.6%；为应对外资银行业的全面进入，利差曾达到第二次的高点，仍是 3.6%。就当前的情况来看，除中国农业银行改制稍微滞后外，其余三家国有商业银行均已基本转型成功。从业务发展的未来态势来看，利息收益占银行总收益的比重将会逐渐减少，利差收窄也将会顺次推进。当然，具体情况怎样还需要考虑银行本身的切实经营状况：首先，当前利息收益仍占绝对比重，如果利差收窄速

度和幅度均过大，那么前期花大气力所营造的银行良好状况将化为乌有。其次，面临外资股东的大举配售出局，也从心理上为中资银行带来了极大的负面压力。可见，利差收窄过快过大均不会是最优选择。

表2：利差变化与国内银行体制改革

时间段	利差范围	国内银行相关的重大事件
1991.4~1996.8	0~1.8	1995 年银行新法颁布，银行商业化经营模式开始实施
1996.8~1999.6	2.16~2.97	1997 年 7 月东南亚金融危机爆发；同年，第一次全国金融工作会议召开，内容涉及建立中国保险监督管理委员会、为四大国有商业银行制定相应的改革方案等。
1999.6~2002.2	3.6	1999 年成立四家资产管理公司，剥离银行不良资产；2001 年 12 月，中国加入世贸组织，金融业面临全面开放。
2002.2~2004.10	3.33	2002 年，第二次全国金融工作会议召开，内容涉及接受并实施渐次财政金融改革措施等，并见证了中国银行监督管理委员会的创立，2003 年开始，外资银行被授权在有限的地域内经营人民币批发业务。
2004.10~2007.5	3.6	2006 年开始，外资银行的经营限制全面放开，如可在国内市场上经营人民币零售业务等。
2007.5~2008.9	3.33~3.51	2007 年，第三次全国金融工作会议召开，内容重心已经从银行业转移到了中国金融业整体所面临的问题的解决上；如截至 2007 年底，1.53 万亿美元的巨额外汇、2622 亿美元的创记录贸易顺差、陷于停滞的国内消费、可能出现下滑态势的世界经济发展等。
2008.9~2009.3	3.06	

资料来源：爱建证券研究发展总部

货币供应量机制

◇货币供应量的近期表现

近段时间信贷猛增、货币流动性泛滥等问题，充斥着国内的宏观经济与证券市场；致使人们倾向于认为1月份开始的这波行情，很大程度上是资金推动的。而同期央行的数据也显示，2月末广义货币供应量(M2)余额为50.71万亿元，同比增长20.48%，比上月末高1.69个百分点；狭义货币供应量(M1)余额为16.65万亿元，同比增长10.87%，比上月末高4.19个百分点；市场货币流通量(M0)余额为3.51万亿元，同比增长8.28%。不过，1-2月份净投放现金923亿元，同比少投放1411亿元。可巧的是，A股市场在经历了前期的单边上扬之后，于2月中旬开始了震荡调整。可见，货币供应与股市之间理应存在某种相关性。

◇与大盘指数关系探讨

※定义变量

SZ: 上证指数月度同比涨幅	B0: M0 月度同比涨幅
B1: M1 月度同比涨幅	B2: M2 月度同比涨幅
B01: B1-B0	B12: B2-B1

※关系解读

第一组：

SZ 的变化促成 B01 的同向变化，滞后 1 期为显著期；拒绝概率为 0.00139

SZ 的变化促成 B12 的同向变化，滞后 1 期为显著期；拒绝概率为 0.00052

第二组：

请务必阅读正文之后的重要声明

B01 的变化促成 SZ 的同向变化，滞后 1 期为显著期；拒绝概率为 0.1885

B12 的变化促成 SZ 的同向变化，滞后 4 期为显著期；拒绝概率为 0.11609

上述两组数据表明，上证指数的当月变化将引起 B01 和 B12 在下一个月的同向变化，并且对 B12 的影响相对更为明显。相比之下，B01 的当月变化在引致上证指数下一个月的同向变化和 B01 的当月变化在引致上证指数未来第四个月的变化时，效果要比较弱化；并且 B12 对上证指数变化的影响相对较为明显。

第三组：

SZ 的变化促成 B0 的同向变化，滞后 3 期为显著期；拒绝概率为 0.00209

SZ 的变化促成 B1 的同向变化，滞后 1 期为显著期；拒绝概率为 0.00013

第四组：

B0 的变化促成 SZ 的同向变化，滞后 1 期为显著期；拒绝概率为 0.39637

B1 的变化促成 SZ 的同向变化，滞后 3 期为显著期；拒绝概率为 0.0795

SZ 与 B2 之间的关系不明显。

上述两组数据表明，上证指数的当月变化将引致 B0 未来第四个月的同向变化，引致 B1 在下一个月发生同向变化；并且 SZ 对 B1 的影响更为明显。B1 的当月变化引致上证指数未来第三个月发生同向变化，B0 则对上证指数的影响不显著。

※分析结果

- (1)SZ 的变化能引起 B0、B1、B01 和 B12 的同向显著变化，滞后期分别为 3、1、1 和 1；
- (2)B1 的变化促成 SZ 的同向较为显著变化，滞后期为 3；
- (3)B01 和 B12 的变化能引起 SZ 的同向变化，但效果不甚显著，滞后期分别为 1 和 4；
- (4)B0 的变化对 SZ 的影响不明显，SZ 与 B2 之间的相互关系不明显。

图2：货币层次变化与上证指数

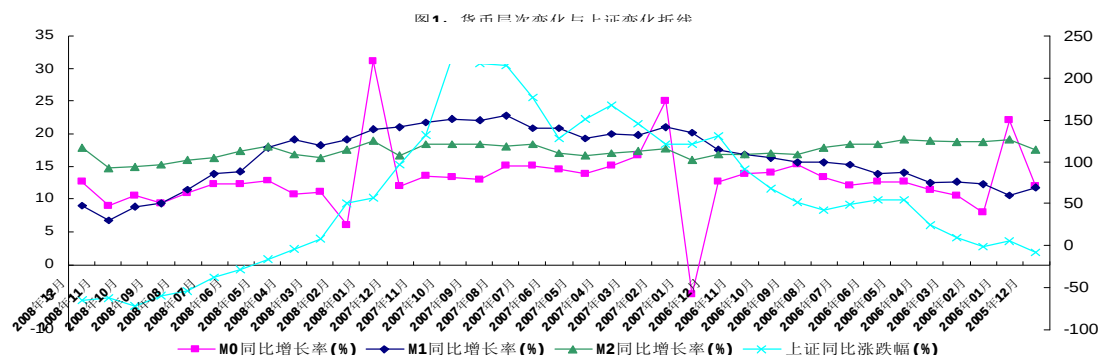
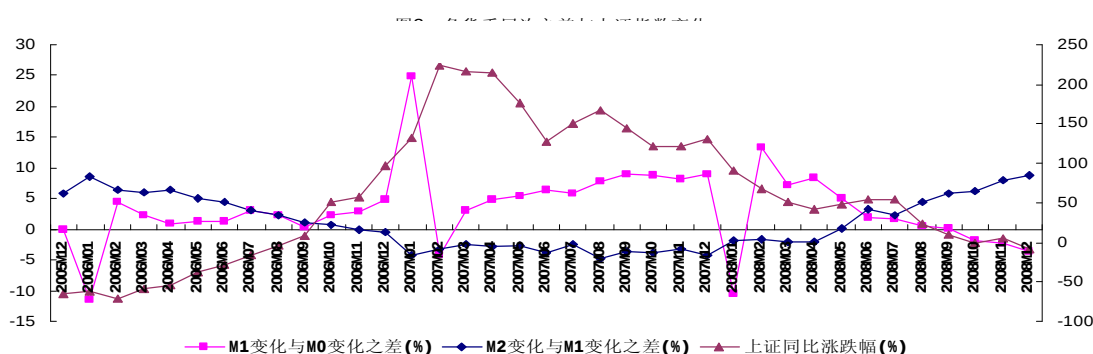


图3：各货币层次之差与上证指数



请务必阅读正文之后的重要声明

银行股历史表现

◇图形走势

A 股市场方面从历史表现来看，我们可以把国内的 14 家上市银行分为两大类：一是走势强于上证指数的银行 9 家，二是走势弱于上证指数的银行 5 家；详见表 1。

这里我们仅选择有代表性的 3 家银行，给出其与大盘走势的相关图说，详见图 4、图 5 和图 6。

基于这一特性，我们认为：

其一，大盘短期内未来走势能否启动新一轮反弹行情，可关注浦发银行、兴业银行、宁波银行和北京银行的走势；

其二，大盘走势格局的判断，可参考招商银行、交通银行和华夏银行走势；尤其是下周迎来全流通的招行，值得重点关注。

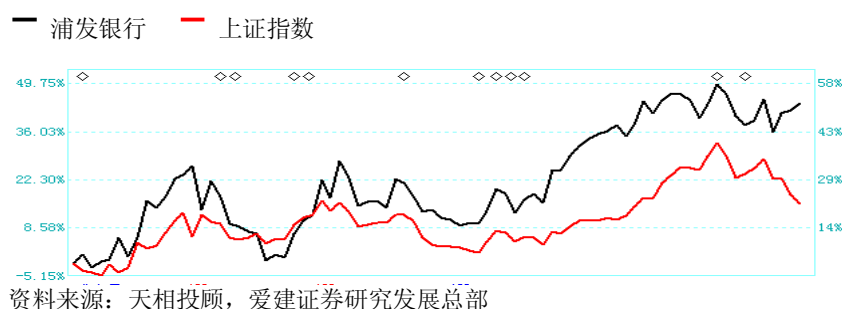
其三，不可忽视的还有弱势银行的表现，如工商银行等大盘股。我们几乎可以认为，如果弱势银行全面启动或企稳了，则大盘后市实可期待。

表 3：银行个股与上证指数走势

与上证指数比较		
强势银行	指数之上，并发生背离	浦发银行 兴业银行 宁波银行 北京银行
	与指数咬合，走势相似	招商银行 交通银行 华夏银行
	指数线下，走势相似	民生银行
	指数之上，走势相似性不明显	南京银行
弱势银行	指数线下，走势相似性不明显	工商银行 建设银行 中国银行 深发展 A 中信银行

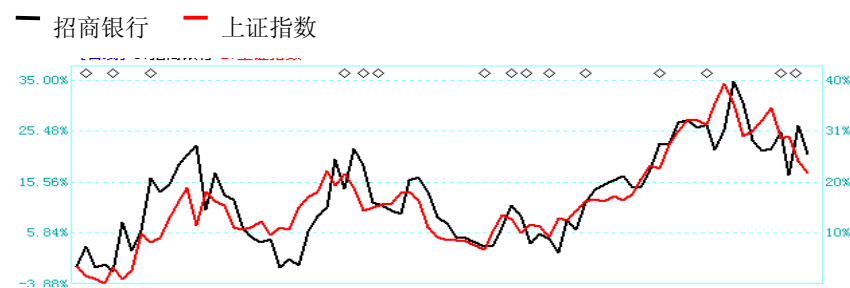
资料来源：爱建证券研究发展总部

图 4：浦发银行 20 周走势



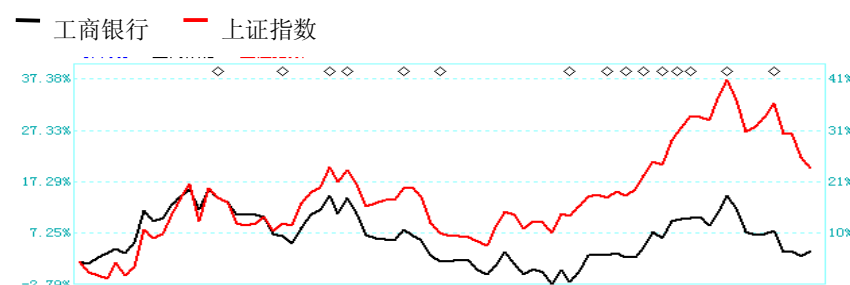
资料来源：天相投顾，爱建证券研究发展总部

图 5: 招商银行 20 周走势



资料来源: 天相投顾, 爱建证券研究发展总部

图 6: 工商银行 20 周走势



资料来源: 天相投顾, 爱建证券研究发展总部

◇阶段行情

1季度股价整体保持了上涨态势。沪指从1月5日以1849.02点开盘,至3月12日2133.88点收盘,涨幅为15.41%;期间一度冲高到2402.81点,涨幅达19.65%。目前金融保险股占A股总流通市值的大约50%左右,此间涨幅为24.04%;单就银行股而言,共计实现涨幅21.59%,银行股对大盘指数变动的影响可想而知。

就近三个月的走势来看,沪A指数上涨4.97%,银行股总体上涨12.76%;其中,国有银行实现平均涨幅-0.80%,股份制商业银行实现平均涨幅19.24%,城市商业银行实现平均涨幅22.55%。

就个股而言,我们曾提到浦发银行、兴业银行、北京银行这三只个股的历史表现要强于大盘,而上月的表现显然明显不足,因此,本月可重点关注这三家银行;尤其是兴业银行和北京银行,上月的总体表现在大盘上涨的同时反而出现了下跌。不过,期间若出现影响行情的重大事件,选择应予以相应调整。

表4: 阶段性股价走势

	最新收盘价	阶段涨幅 (%)			52周最高	52周最低
	2009-3-13 (元)	近一月	近三月	近六月	价 (元)	价 (元)
A股 (RMB)						
国有银行			-0.80			
工行	3.68	-5.85	-6.80	-18.32	6.94	3.13
建行	4.07	-5.54	-6.19	-16.01	8.44	3.46

请务必阅读正文之后的重要声明

中行	3.38	1.83	1.83	-5.11	5.74	2.82
交行	5.54	-11.15	7.97	-19.38	12.01	3.97
股份制商业银行	19.24					
招商银行	14.23	-2.99	8.23	-27.70	35.66	10.68
华夏银行	9.16	-1.05	11.43	-0.42	17.40	6.43
浦发银行	18.19	4.50	31.38	4.97	43.05	10.77
民生银行	4.65	-3.79	9.55	-11.56	14.91	3.78
深发展A	14.82	6.62	40.69	9.72	33.56	8.00
中信银行	4.54	4.07	7.48	-11.71	8.97	3.70
兴业银行	19.78	-1.73	25.92	7.99	44.96	11.47
城市商业银行	22.55					
北京银行	10.71	-1.75	16.63	31.60	17.44	6.42
南京银行	11.60	12.94	29.30	34.28	16.88	7.44
宁波银行	8.77	8.33	21.71	23.72	18.55	5.80
银行指数		-2.27	12.76	-8.38		
上证指数		-3.85	4.97	-0.55		
H股 (HKD)	(港元)				(港元)	(港元)
国有银行						
工行	3.35	-9.70	-24.54	-34.80	6.33	2.61
建行	4.08	-3.17	-15.53	-32.14	7.29	2.62
中行	2.27	1.85	-13.04	-35.67	4.37	1.75
交行	4.85	-23.99	-24.27	-49.08	11.66	3.42
股份制商业银行						
招商银行	12.96	-10.72	-19.48	-46.08	33.65	8.70
中信银行	2.92	-5.92	-5.61	-28.50	5.64	1.86
恒生金融指数		-18.20	-29.73	-48.67		

资料来源: wind资讯、大智慧行情、天相投顾, 爱建证券研究发展总部

个股估值比较

三类银行中, 股份制商业银行显示出了一定的估值优势; 典型的如兴业银行、浦发银行、深发展, 以及招商银行。此外, 股份制商业银行在每股收益方面的表现, 也占据了头筹; 兴业银行、浦发银行、招商银行和深发展排名居前。不过, 城商行的表现多少有些让人看不明白: 尽管在估值和每股收益指标上的表现平平, 但每股资本公积金却集体呈现较高水准; 尤其是南京银行, 其每股资本公积金甚至超过了招商银行。

就公积金而言, 《公司法》第一百六十九条规定: 公司的公积金用于公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。目前有两种提法: 一是资本公积金、二是盈余公积金。溢价发行债券的差额和无偿捐赠资金实物作为资本公积金, 从偿还债务和的税后利润中提取10%作为盈余公积金。尽管我们尚未进行系统的量化分析, 但历史观测与直观判断让我们感觉到, 每股资本公积金与股价具有一定的正相关关系。故此, 短期和中长期之内, 我们均有理由对兴业银行、浦发银行、南京银行、招商银行和北京银行等进行关注。

表5: 每股指标及估值

	每股收益 09E (元)	市盈率			市净率	每股资本 公积金
		TTM	08E	09E		
国有银行				9.93	1.93	

工行	0.3967	11.02	10.21	9.20	2.10	0.2418
建行	0.4858	9.69	8.84	8.21	1.95	0.3082
中行	0.3078	11.66	11.08	10.40	1.79	0.2279
交行	0.6653	9.05	8.58	7.92	1.88	0.7390
股份制商业银行				8.88	2.19	
招商银行	1.7245	8.51	8.73	8.15	2.47	1.5598
华夏银行	0.8550	12.91	12.05	10.82	2.93	0.8993
浦发银行	2.1720	8.40	8.10	7.80	2.52	1.8604
民生银行	0.6324	8.10	7.81	7.26	1.52	0.7540
深发展A	1.3403	10.25	14.45	10.08	2.28	1.7328
中信银行	0.3950	10.71	11.17	10.76	1.76	0.5012
兴业银行	2.4857	7.33	7.20	7.07	1.88	2.0888
城市商业银行				12.69	2.11	
北京银行	0.8550	11.85	11.29	10.07	2.01	1.4209
南京银行	0.8807	13.62	13.17	12.42	1.87	1.6972
宁波银行	0.5381	14.55	15.24	15.57	2.44	1.1465
银行均值				9.70	2.10	

说明：每股资本公积金为2005年底到2008年三季度每股指标均值

资料来源：wind资讯、同花顺行情，爱建证券研究发展总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。