

中性

——维持

行业研究 / 月度策略

日期: 2009 年 3 月 30 日

行业: 银行业



郭敏
021-53519888*1920
guomin@sigchina.com

季度同比增速将逐季回升

——2009 年 4 月银行业投资策略

主要观点:

信贷持续多增, 票据仍为主要方式

由于信贷投放持续多增, M1、M2 的增速均有大幅上升, 两者之间的缺口缩小。票据仍是信贷投放的主要渠道, 2 月票据、中长期和短期贷款分别占新增贷款的 45.51%、36.21% 和 17.62%, 仍趋向短期化。

企业现金流状况有所改善, 定期化状况有所缓解

企业存款多增明显, M1 增速明显回升和企业活期存款率增加均表明企业现金流状况有所改善, 有助于减轻银行不良贷款压力。同时由于企业活期存款占比上升, 存款定期化状况有所缓解。

中长期贷款占比下降

银行的中长期贷款比重有所下降, 表明银行在积极控制风险结构, 由于新增中长期贷款仍主要以基建贷款为主, 风险相对仍可控。

一季度业绩将同比下降 11%, 季度同比增速将逐季回升

由于 08 年同期的一季度利润基数最大, 由于息差大幅下降的因素, 业绩将下降 11%。但二、三、四季度由于同期基数下降, 单季度的同比增速将会逐季回升。09 年上市银行全年的利润增长约为 5.2%。

投资建议:

评级未来十二个月内, 银行业: 中性

目前行业的平均估值水平分别对应 12.17 倍 09 年市盈率和 1.97 倍 09 年市净率水平。在经济基本面逐渐“筑底”情况下, 行业估值有望进一步修复, 达到平均估值水平。但若经济长期在底部徘徊, 对银行的负面影响仍较大。我们仍维持行业“中性”评级。

数据预测与估值:

银行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	代码	股价	EPS			PBR			PER	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
深发展	000001	16.37	1.16	0.20	1.22	2.89	2.48	2.17	81.85	大市同步
浦发银行	600000	22.17	1.26	2.20	2.24	3.41	2.91	2.36	10.08	跑赢大市
民生银行	600016	5.07	0.44	0.53	0.55	1.46	1.63	1.43	9.57	大市同步
招商银行	600036	15.93	1.04	1.47	1.53	3.45	2.74	2.26	10.84	跑赢大市
兴业银行	601166	22.96	1.72	2.27	2.29	2.95	2.34	1.97	10.11	大市同步
交通银行	601328	6.36	0.42	0.58	0.60	2.43	2.09	1.81	10.97	大市同步
南京银行	601009	13.29	0.50	0.84	0.87	2.46	2.20	2.00	15.82	跑赢大市
工商银行	601398	3.95	0.24	0.33	0.34	2.45	2.14	1.86	11.97	大市同步
北京银行	601169	11.97	0.54	0.86	0.90	2.80	2.32	2.04	13.92	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 3 月 27 日收盘价

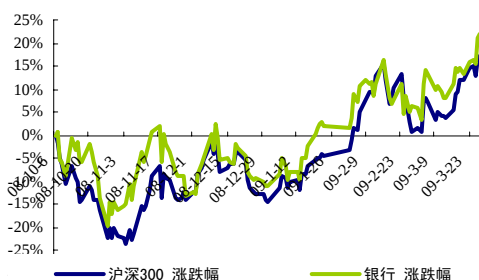
货币供应量(09 年 2 月)

M1 (万亿)	16.65
增长率 (%)	10.87
M2 (万亿)	50.71
增长率 (%)	20.48

行业信贷数据(09 年 2 月)

存款 (万亿)	51.16
增长率 (%)	23.01
贷款 (万亿)	33.05
增长率 (%)	24.17

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: GM09-MIT04

相关报告:

流动性过剩制约效益提升	09.3.2
信贷激增, 提高拨备抵御周期	09.2.2
短期估值回复, 中期仍待观察	09.1.19

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、2 月份行业市场动态概述

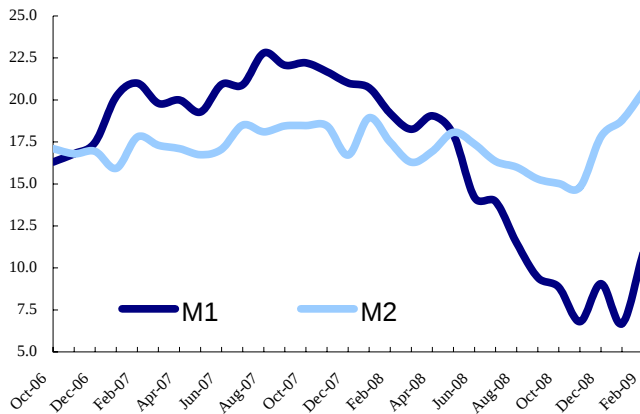
1、货币信贷逆周期大增

M1、M2 缺口首现缩小。2009 年 2 月末，广义货币供应量余额 M2 为 50.71 万亿元，同比增长 20.48%，增幅比上月末高 1.69 个百分点，狭义货币供应量余额 M1 为 16.55 万亿元，同比增长 10.87%，增幅较上月末高 3.21 个百分点，狭义货币增速明显反弹，两者的缺口首现缩小。货币增速的快速增长与信贷大规模快速增长密切的关系，同时，企业存款增长较快，且企业的活期存款比重上升（见后），都可以认为信贷对改善企业层面的现金流状况是有积极的作用的，三者数据上升对企业现金流的改善都有一致的解释作用。

票据占比仍较高。2 月末，金融机构人民币各项贷款余额 33.06 万亿元，同比增长 24.17%，增幅比上年末高 5.44 个百分点，比上月末高 2.85 个百分点。当月人民币各项贷款增加 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元。从分部门情况看：居民户贷款增加 439 亿元，同比多增 339 亿元；非金融性公司及其他部门贷款增加 1.03 万亿元，同比多增 7934 亿元。分期限结构来看，短期贷款增加 1885 亿元；中长期贷款增加 3875 亿元，票据融资增加 4870 亿元，分别占新增贷款的 17.62%，36.21%和 45.51%。票据融资仍是新增贷款的主要类型。前两月份如剔除票据因素，实际新增贷款较去年同期多增 5621 亿元。

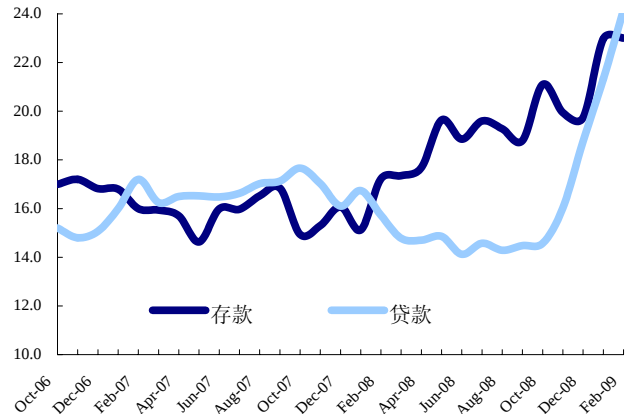
信贷拉动存款大幅增长。2 月末，金融机构人民币各项存款余额为 49.81 万亿元，同比增长 23.01%，增幅比上年末高 3.28 个百分点，比上月末高 0.02 个百分点。当月人民币各项存款增加 1.65 万亿元，同比多增 3171 亿元。从分部门情况看：居民户存款增加 4562 亿元，同比少增 5150 亿元，同比少增的主要原因是去年春节在 2 月份，季节性因素造成对比基数较高；非金融性公司存款增加 1.09 万亿元，同比多增 9633 亿元。存款的快速增长，主要还是由于信贷较快增长所拉动企业存款有较大幅度的上升所致。

图 1 M1、M2 剪刀差继续扩大



数据来源：中国人民银行

图 2 信贷回升明显



数据来源：中国人民银行

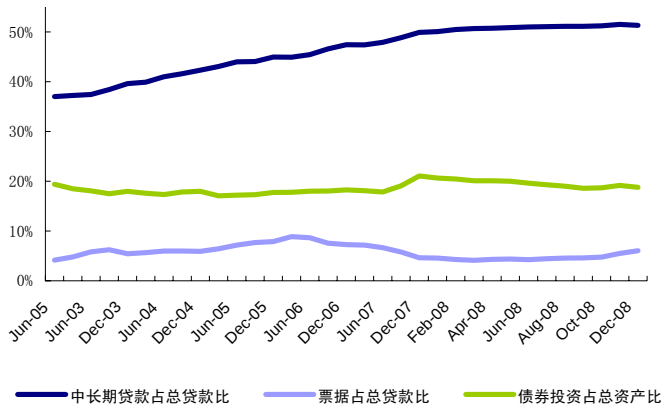
2、企业定期化趋势有所减缓，中长期贷款下降

票据占比持续上升，中长期贷款比重略有下降。票据占比持续升高有 08 年初的 4.23% 上升至 09 年 2 月末的 8.78%。预计票据占比还将继续升高。

中长期贷款占比略有所下降，也表明银行调整贷款结构对信贷偏向于投放短期贷款，减少贷款的风险性。截至 2 月末，中长期贷款的比重由去年 11 月高点的 51.5% 下降至 2 月末的 50.29%，符合我们对中长期贷款下降的预期。

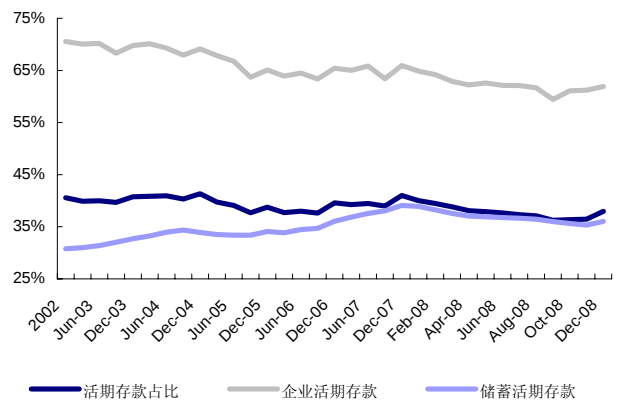
活期存款定期化的趋势略有所缓解。2 月末，储蓄存款的活期化比例为 35.66%，较上月末下降了 0.91 个百分点，个人存款仍有定期化的趋势，但企业活期存款比重有明显的上升占比达 60.69%，较上月末上升了 1.57 个百分点，由于信贷的增长也改善了企业的资金面。总的活期存款占比为 36.72%，较上月略下降了 0.01 个百分点，活期存款定期化的趋势有所缓解，这也符合我们在年度策略的观点。企业需要维持正常的经营，活期化率也不可能持续下降。企业资金面的改善也有助于化解银行不良贷款的压力。

图 3 票据占比上升，中长期贷款略下降



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

图 4 活期存款比重微升



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

3、银行流动性依然充裕

银行流动性依然充裕，票据利率继续下行。2 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 0.87%，比上月低 0.03 个百分点，比去年同期低 1.97 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 0.86%，比上月低 0.04 个百分点，比去年同期低 1.79 个百分点。

4、规模增长、所得税是 08 年利润主要驱动因素，而拨备是主要负面因素

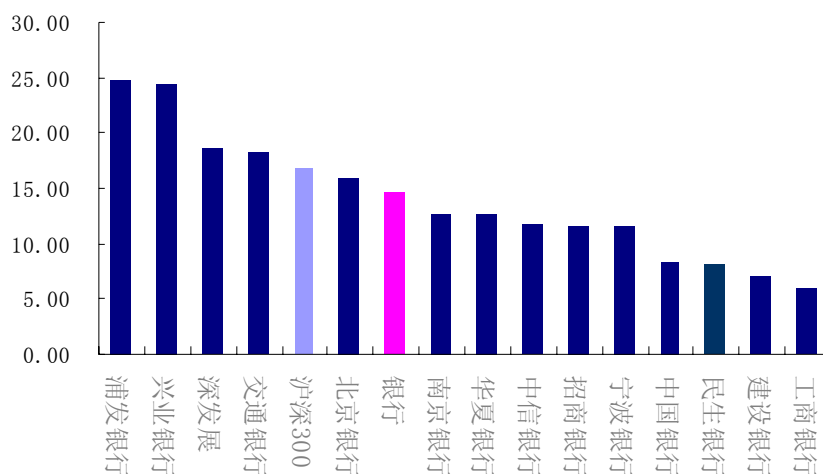
规模增长、所得税下调和息差较 07 年末小幅提升是 08 年利润增长的主要驱动因素，而拨备计提是利润增长的主要负面因素，银行将通过以丰补欠平滑业绩增长。

已公布 08 年业绩的四家银行资产质量情况基本稳定，大都出现了双降，但 09 年、10 年不良贷款的压力仍较大。

二、3 月银行市场的走势

3 月银行股指数基本与大盘同步，板块指数涨幅为 14.69%，而同期沪深 300 的涨幅为 16.75%。其中，股份制浦发银行、兴业银行涨幅居前，分别上涨了 24.69%、24.31%，涨幅跑赢指数，而大型银行如建设银行和工商银行的涨幅较小，仅 7.13% 和 5.90%。

图 5 上市银行股 1 月份市场表现



数据来源：上海证券研究所

三、行业中期趋势的展望

■ 预计一季度利润同比负增长 11%，同比增速将逐季回升

我们预计一季度上市银行利润将同比负增长-11.3%。由于 08 年同期的一季度利润基数最大，由于息差大幅下降的因素，业绩将有-11%的下滑。但二、三、四季度由于同期基数下降，单季度同比增速将会逐季提升。由于 08 年四季度大幅计提拨备的影响，同比增速将明显提升，09 年上市银行全年的利润增长约为 5.2%。

表 1：银行同比增速将逐季回升

	1Q09Yoy	2Q09yoy	3Q09yoy	4Q09yoy
工商银行	-10.3%	-5.6%	7.1%	40.6%
中国银行	-24.3%	-19.0%	18.5%	241.1%
交通银行	-2.9%	-0.2%	6.6%	15.8%
招商银行	-7.5%	-15.6%	1.5%	82.2%
浦发银行	16.9%	-7.7%	-5.2%	6.2%
兴业银行	-3.5%	-13.8%	3.4%	30.6%
民生银行	9.7%	-24.9%	4.0%	82.6%
北京银行	-8.6%	11.7%	-1.9%	27.8%
深发展 A	-2.2%	-13.8%	-16.3%	-
南京银行	1.6%	10.3%	-1.8%	7.8%
总计	-11.3%	-10.6%	7.5%	106.5%

资料来源：上海证券研究所

四、4 月行业评级、策略及重点股票

■ 维持行业“中性”的投资评级。

目前行业的平均估值水平分别对应 12.17 倍 09 年市盈率和 1.97 倍 09 年市净率水平。在经济基本面逐渐“筑底”情况下，行业估值有望进一步修复，达到平均估值水平，即 15 倍市盈率及 2.2 倍市净率的估值水平。由于不良贷款的滞后性，行业基本面复苏仍慢于经济复苏。如果经济长期间在底部徘徊，对银行的负面影响仍较大。估值的继续修复仍有待于基本面的情况，我们仍维持行业“中性”评级。

■ 重点关注公司

4 月份为银行年报和一季报将陆续出台，建议关注一季度业绩仍能有稳定增长的上市银行，如浦发银行和南京银行。

南京银行 (601009.SS)。公司业绩稳定增长，资本充足率和核心资本充足率行业内最高，主动计提拨备将有助于抵抗经济周期。债券占比较高，资产风险性较低，且存贷比较低，贷款规模有望高增长，维持公司“跑赢大市”的投资评级。

浦发银行 (600000.SS)。公司经营稳健，拨备覆盖率在上市公司中位居前列，风险控制能力较强，资产质量有望保持平稳。一季度同比业绩有望保持正增长。

表 2: 银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	3/27 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
深发展 A	000001 SZ	RMB	16.37	1.16	0.20	1.22	14.17	81.85	13.42	5.67	6.59	7.56	2.89	2.48	2.17
浦发银行	600000 SS	RMB	22.17	1.26	2.20	2.24	17.56	10.08	9.90	6.50	7.62	9.41	3.41	2.91	2.36
华夏银行	600015 SS	RMB	10.39	0.50	0.79	0.79	20.77	13.12	13.16	3.11	5.63	6.26	3.34	1.85	1.66
民生银行	600016 SS	RMB	5.07	0.44	0.53	0.55	11.59	9.57	9.18	3.47	3.11	3.55	1.46	1.63	1.43
招商银行	600036 SS	RMB	15.93	1.04	1.47	1.53	15.37	10.84	10.41	4.62	5.81	7.04	3.45	2.74	2.26
兴业银行	601166 SS	RMB	22.96	1.72	2.27	2.29	13.37	10.11	10.03	7.78	9.80	11.63	2.95	2.34	1.97
北京银行	601169 SS	RMB	11.97	0.54	0.86	0.90	22.27	13.92	13.30	4.28	5.15	5.87	2.80	2.32	2.04
交通银行	601328 SS	RMB	6.36	0.42	0.58	0.60	15.19	10.97	10.60	2.62	3.04	3.52	2.43	2.09	1.81
工商银行	601398 SS	RMB	3.95	0.24	0.33	0.34	16.24	11.97	11.51	1.61	1.85	2.12	2.45	2.14	1.86
建设银行	601939 SS	RMB	4.36	0.30	0.40	0.42	14.75	10.90	10.38	1.81	2.08	2.42	2.41	2.36	2.05
中国银行	601988 SS	RMB	3.49	0.22	0.25	0.26	15.76	13.96	13.42	1.67	1.81	2.02	2.09	1.93	1.73
中信银行	601998 SS	RMB	4.82	0.21	0.41	0.41	22.69	11.89	11.74	2.16	2.47	2.80	2.23	1.95	1.72

南京银行	601009	SS	RMB	13.29	0.50	0.84	0.87	26.84	15.82	15.28	5.41	6.03	6.64	2.46	2.20	2.00
宁波银行	002142	SS	RMB	9.92	0.38	0.53	0.55	26.08	18.72	18.04	3.21	3.52	3.96	3.09	2.82	2.51
大银行平均								15.48	11.95	11.48				2.34	2.13	1.86
中型银行平均								16.50	21.06	11.12				2.82	2.27	1.94
城商行平均								25.06	16.15	15.54				2.78	2.45	2.18
平均								18.05	17.41	12.17				2.68	2.27	1.97

资料来源：公司报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。