

行业前景继续好转，股份制银行机会增多

1. 近期银行板块走势回顾：与大盘基准指数保持同步

自 09 年 3 月 6 日我们继续给予银行板块中性评级以来，板块跑输大盘基准 1.52 个百分点，与基准指数保持同步。

2. 行业经营状况前瞻：09 年盈利预期上调

- 维持基准利率预期降幅 54 个基点预测不变；09 年 1 季度信贷增速超预期对行业业绩影响正面；信贷成本好于预期；银行业外部运营环境出现值得注意的好转迹象。
- 由于基数下降的原因，我们将 09 年上市银行整体净利润增速上调为 5%；并预计银行业 1 季度将取得较为抢眼的良好业绩。

3. 板块估值水平与板块轮动

- 按 4 月 1 日收盘价计算，银行板块静态市净率为 2.17~2.47 倍，静态市盈率为 11.86 倍，静态市净率已走出历史底部，静态市盈率仍处于历史底部，但二者均显著低于比较基准水平；银行板块 09 年动态市净率为 2.03 倍，仍低于我们所预测的合理估值水平。
- 自 09 年 3 月 6 日我们继续给予银行板块中性评级以来，板块跑输大盘基准 1.52 个百分点。从轮动的角度来看，板块较大幅度跑输 2 季度跑输大盘的概率不大。

4. 2 季度投资策略及重点个股推荐

➢ 行业评级：

我们认为银行业经营环境仍未出现转折性变化，因此从未来 6 个月着眼，仍给予中性评级，但上行风险增大。

就 2 季度而言，我们认为 2 季度银行板块较大幅度跑输大盘的概率较小，个股交易性机会增多。

- **选股逻辑：**我们建议在 2 季度 A 股市场关注股份制银行的投资机会；同时关注由于公司控制权可能发生转移而产生市场溢价的上市银行。

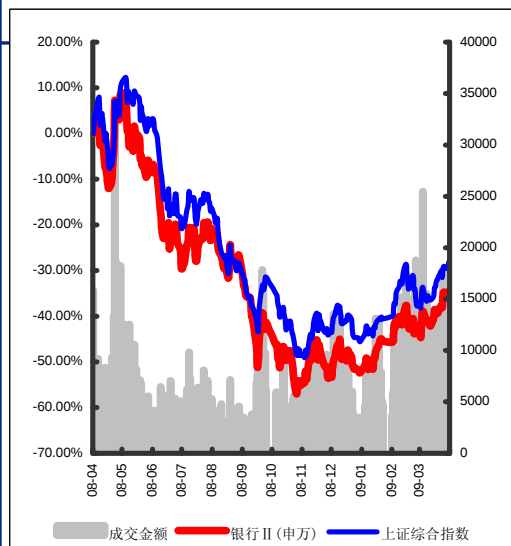
- **重点个股：**市场风险偏好上升凸显公司估值优势的兴业银行；目前股价并未体现出公司潜在控制权溢价的深发展；估值较低的民生银行。

- 5. **行业风险：**上行风险：银行业信贷成本及业绩好于预期；下行风险：中国经济复苏拐点晚于预期，市场风险偏好下降。

上次行业评级：中性

本次行业评级：中性

银行板块 52 周走势



数据来源：Wind 资讯

研究员：张炎

电 话：0411-39673391

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：zhangyan@daton.com

近期相关报告

1. 中期板块评级中性，短期个股机会犹存——银行业09年3月份投资策略2009-03-09
2. 当前市场风格下兴业银行（601166）估值优势凸显 2009-03-17
3. 深发展价值低估，尚未体现出控制权溢价2009-03-05

银行板块关键财务与估值数据

简称	EPS		BVPS		收盘价	相对估值指标			
	2008E	2009E	2008E	2009E		2009-4-1	08PE	08PB	09PE
工商银行	0.33	0.36	1.81	1.99	3.97		12.03	2.19	11.03
中国银行	0.25	0.27	1.83	1.98	3.49		13.96	1.91	12.93
建设银行	0.4	0.42	1.99	2.23	4.32		10.80	2.17	10.29
中信银行	0.34	0.34	2.44	2.65	4.82		14.18	1.98	14.18
交通银行	0.58	0.63	2.96	3.61	6.49		11.19	2.19	10.30
民生银行	0.45	0.45	2.69	3.07	5.12		11.38	1.90	11.38
宁波银行	0.53	0.56	3.54	3.91	9.82		18.53	2.77	17.54
华夏银行	0.62	0.74	3.8	6.2	10.60		17.10	2.79	14.32
北京银行	0.88	0.96	5.05	5.83	11.99		13.63	2.37	12.49
招商银行	1.52	1.11	5.28	6.39	16.19		10.65	3.07	14.59
南京银行	0.84	0.94	5.96	6.56	13.07		15.56	2.19	13.90
深发展	0.2	1.26	5.28	7.08	16.20		81.00	3.07	12.86
浦发银行	2.22	1.99	6.86	9.06	21.81		9.82	3.18	10.96
兴业银行	2.26	2.24	9.72	11.39	22.90		10.13	2.36	10.22
全部平均									12.64
股份制银行									12.64
国有大银行									11.14
城市商业银行									14.29

数据来源：大通证券研发中心

一、银行板块走势回顾：与大盘基准指数保持同步

表 1 银行板块与比较基准指数涨跌幅 [单位]%

板块名称	2009-3-6~3-31	2008-10-28~3-31	2007-10-15~3-31
SW 银行 II	6.28	51.73	-54.33
沪深 300	7.8	51.27	-53.82

流通市值加权平均；数据来源：Wind

自 09 年 3 月 6 日我们继续给予银行板块中性评级以来，板块跑输大盘基准 1.52 个百分点；自 2008 年 10 月 28 日大盘反弹以来，银行板块跑赢大盘基准沪深 300 指数 0.46 个百分点；自 2007 年 10 月 15 日大盘深度下跌以来，银行板块跑输大盘基准沪深 300 指数 0.51 个百分点。

总的来看，银行板块与基准指数基本保持同步。

二、行业经营状况前瞻：09 年盈利预期上调

（一）09 年 1 季度信贷增速超预期，对净息收入影响正面

1. 09 年及 1~2 月份信贷增速超预期

09 年 1~2 月份累计新增人民币贷款 2.69 万亿，其中，2009 年 1 月份人民币贷款增加 1.62 万亿元，2 月份新增人民币贷款 1.07 万亿，信贷增速超出我们预期。此前我们测算，2 月份新增信贷将在 0.48~0.86 万亿元左右，同比增速可能为 20%。然而当月新增人民币贷款 1.07 万亿，同比增长 24.17%，创历史新高。

在对全年 GDP 增长 7-8%的预期下，我们预计 09 年人民币全年贷款增速将为 16.1%，增额可能达到 5.70 万亿元，目前全年信贷投放目标已完成近半。

2. 3 月份新增人民币贷款可能仍超预期

此前我们测算，3 月份新增信贷将在 0.31~0.38 万亿元左右，3 月份贷款环比增额将大幅下降，但同比可能仍将保持较高增速，在 19%~20%左右。

然而近日媒体报道（上海证券报 3 月 30 日讯），3 月份前 20 天贷款增量仍然不少，权威人士预计，3 月份新增信贷与 1、2 月份相比，呈现稳中有降的情况，

总量仍然可能接近 8000 亿元。由此可见，3 月份新增人民币贷款可能仍超预期。

3. 各类银行贷款增速可能将出现明显差异

种种迹象显示，09年1季度各类银行贷款增速可能将出现明显差异。其中，地方城市商业银行贷款相对增速最大，股份制银行次之。

2008年11月中旬，根据已公布的地方政府未来两年投资计划，2008年4季度至2010年底，将会有18万亿的投资规模，是中央四万亿投资计划的4.5倍。然而目前地方政府缺乏资金且无法举债情况，估计地方政府基建投资来源中的相当一部分将可能来自地方城市商业银行。

而股份制银行的机制优势及后发扩张优势，驱动其贷款增速明显增加。

我们预期贷款增速 09 年城商行可能在 25%以上，股份制银行可能在 20%以上，国有大行在 10%-15%之间。

银行业 09 年 1 季度信贷增速超预期，对净息收入影响正面。

（二）维持净息差降幅预期不变

1. 基准利率预期降幅 54 个基点

我们继续维持此前对 09 年基准利率降幅的预判，即全年降息 54 个基点，降息的时点可能在二季度以后。原因在于：

其一，自08年11月份以来，银行信贷爆发性增长，09年1季度更是出现大幅超出预期的增长。这不仅降低了继续大幅降息的必要性，而且降低了降息的迫切性。

其二，央行在最新发布的 08 年 4 季度货币政策报告强调，我国利率水平已与美国基本相当，这意味着未来降息空间以及降息概率大幅下降。

央行认为比较我国与发达国家的利率，应选择性质、期限相同的利率。如与美国的利率水平进行比较，从批发利率看，联邦基金利率目标值为 0—0.25%，实际水平为 0.1%左右，而与之对应的我国隔夜拆借利率为 0.82%，两者相差 57～72 个基点。

我们综合考虑以上两个因素，推测 09 年全年降息幅度为 54 个基点。

其三,针对此前外界对中国经济日益面临通缩压力的看法,央行官员多次表示,由于货币政策带有传导效应,现在暴露的问题很可能是受 2007 年下半年适度从紧货币政策的传导影响。从目前掌握的情况看,在宽松的货币环境下,市场的流动性充裕,虽然物价指数走低,但轻言通货紧缩还为时尚早。据此我们判断,进一步的降息更可能发生于扩张性政策效果递减之后,即 09 年下半年。

2. 票据占比较高对净息差影响负面

今年头两个月,新增贷款分别达到 1.62 万亿元和 1.07 万亿元。其中,票据所占比例为 38.5%和 45.5%。据媒体披露,3 月份票据量与 1、2 月份相比有所下降,但总额仍然不低。一家票据融资量较高的国有商业银行北京分行的票据融资量 3 月份较上个月下降了约 30%。

票据占比较高对净息差影响负面,原因在于票据融资利率远低于贷款利率,目前大中型企业直接贴现利率在 1.6%至 1.8%之间,金融机构再贴现利率为 1.8%。

结论:

总体来说,我们认为净息差主要影响因素未出现较大变化,因此维持此前净息差降幅预期不变。

(三)信贷成本好于预期

银监会 3 月 25 日公布的最新统计显示,截至今年 2 月末,我国银行业金融机构不良贷款余额和比例继续保持双降。不良贷款余额 15334 亿元,比年初减少 175 亿元;不良贷款率为 4.5%,比年初下降 0.42 个百分点。其中:商业银行不良贷款余额 5535 亿元,比年初下降 68 亿元,不良贷款率为 2.2%,比年初下降 0.24 个百分点。

1. 对银行业信贷成本增长的担忧可能告一段落

银行业金融机构不良贷款余额和比例双降,意味着在经济增速显著放缓及银行业大量放贷情况下,银行信贷资产质量继续提升。需要强调的是,仅仅是不良贷款比例下降并不稀奇,因为大量放贷情况下分母的增加必将稀释不良资产。尤为难得的是,银行业金融机构不良贷款余额也保持下降态势,这表明银行业资产质量得到真实提升。

自中国经济增速显著放缓以来,市场对银行业信贷成本较为担忧,现在看来,至少在 09 年,对银行业信贷成本增长的担忧可能告一段落。

2. 对银行业业绩影响正面

09 年银行业信贷成本可能好于预期,这将对银行业绩产生正面影响。

(四) 银行业外部运营环境: 外需、内需均有值得注意的好转迹象

1. 美国经济09年末见底概率增大

外贸对中国具有非常重要的意义,2005年以来净出口对中国经济增长的贡献率达到了20%,中国外贸依存度为60-70%。尽管美国08年4 季度GDP 数据显著恶化(QoQ -3.8%),消费萎缩(QoQ -3.5%);新房建设和新项目的申请09年1月份都跌至新低点。然而近期情况却发生了超出预期的变化,美国LEI指数开始企稳,CPI也有所好转,新房开工数环比超预期的22.2%,美国经济见底可能性增大。

具体来看:

- 美国M2已反弹6个月,市场流动性终于有所增长,M2同比增幅已从去年雷曼倒闭后的7%水平上升至最近10%的水平;
- 2月份耐用品订单结束了连续6个月的跌势,录得环比3.4%的增长,为07年12月以来最大升幅;
- 消费者对经济前景的信心有所改善,3月份密歇根大学消费者预期指数由2月份的50.5升至53.5;
- 房市继续出现好转迹象: 2月份新屋销售和成屋销售分别环比上升4.7%和5.1%,为07年和03年以来单月环比最大升幅; 美联储于上周宣布进一步扩大购买MBS计划规模后成功进一步压低抵押贷款利率至5%,为03年6月以来最低水平。

历史上美国经济一般落后领先指标半年到一年时间左右见底,因此美国经济在年内见底概率大大增加。

2. 内需继续好转

近期若干重要经济指标显示国内经济出现企稳回升的迹象,具体来看:

- 今年3月前20天的发电量已经相当于去年整个3月份的发电量,显示发电量有回暖迹象。
- 我们的宏观经济分析表明,3月份制造业PMI有望反弹至50%收缩线以上,工业增加值增速预计回弹至6-7%;顺差略有回升。固定资产投资增速预计保持稳定,消费则继续回落。
- 物价方面,3月份CPI环比首次企稳,同比降幅缩小至-1.0%。

然而从历史上来看,经济内生增长动力短期内恢复难度较大,1998年在扩张性政策推动下,实体经济反弹持续的时间仅有三个季度。因此,以政府为主导的4万亿投资能否在09年内拉动中国经济步入景气周期,目前仍难以确定。

总的说来,我们目前仍难以确认银行业经营环境出现根本性好转,但短期内需环境继续改善。前瞻来看,随着政府刺激经济的政策开始发挥作用,与1季度相比,2季度宏观数据仍将呈现环比改善的趋势。

(五) 进一步上调上市银行 09 年利润增速预测

已公布年报显示,08年工建中交四大行合计净利润增速为27.20%,我们预计上市银行08年整体净利润增速为30.70%~33.69%,低于我们此前预期6~9个百分点。

此前我们测算,09年上市银行净利润增速将为-2.5%,由于基数下降的原因,我们将09年上市银行整体净利润增速上调为5%。

同时,由于贷款在1季度的大量发放,我们预计银行业1季度将取得较为抢眼的良好业绩。

三、板块估值水平与板块轮动

(一) 板块市场估值水平仍较低,但 A-H 溢价较大

按4月1日收盘价计算,银行板块静态市净率为2.17~2.47倍,静态市盈率为11.86倍,静态市盈率仍处于历史底部,静态市净率已走出历史底部(静态PE在14X左右,静态PB在2.3X);但是均显著低于比较基准水平。

银行板块09年动态市净率为2.03倍,仍低于我们的合理估值水平。

表 2 银行板块静态估值指标[交易日期] 2009-4-1

板块名称	市净率(整体法) 最新报告期(MRQ)	市净率(算术平均) 最新报告期(MRQ)	市盈率(TTM, 整体法)
SW 银行 II	2.17	2.47	11.86
沪深 300	2.63	3.91	17.72

数据来源: wind资讯; [剔除规则] 不调整

尽管目前银行板块A-H算术平均溢价较前期降低4个百分点, 但仍有较大差幅, H-A比价为69.37%, 这对A股银行板块上行走势具有较大牵制作用。

表 3 A-H 溢价 (收盘价: 09 年 4 月 2 日)

名称	A 股(RMB)	H 股(HKD)	比价
中国银行	3.52	2.67	66.88%
中信银行	4.88	3.12	56.37%
交通银行	6.62	5.75	76.58%
招商银行	16.51	14.54	77.65%
平均			69.37%

数据来源: 新浪财经; 比价=(H股价×当前汇率)÷A股价

(二) 板块轮动

自 09 年 3 月 6 日我们继续给予银行板块中性评级以来, 板块跑输大盘基准 1.52 个百分点, 从各周相对表现来看, 银行板块与大盘基准基本同步。因此, 我们推测, 从轮动的角度来看, 板块 2 季度较大幅度跑输大盘基准的概率不大。

表 4 银行板块与大盘基准比较[单位] %

板块名称	[起始交易日期] 截止日 1 周前 [截止交易日期] 2009-4-1	[起始交易日期] 截止日 2 周前 [截止交易日期] 最新	[起始交易日期] 2009-3-6 [截止交易日期] 2009-3-12
SW 银行 II	5.81	8.39	-5.23
沪深 300	6.24	8.12	-3.86

数据来源: wind资讯; [剔除规则] 不调整; 成份区间涨跌幅(流通市值加权平均)

四、2季度投资策略及重点个股推荐

(一) 行业投资评级

鉴于中期基本面分析,我们认为银行业经营环境虽然出现值得注意的好转迹象,但仍难以确认出现转折性变化,因此从未来6个月着眼,仍给予银行板块中性评级,然而上行风险增大。

就2季度而言,由于09年1季度贷款增速超出预期,银行业经营环境出现好转迹象,板块估值具有一定的比较优势,以及银行板块此前基本与大盘同步,我们认为2季度银行板块跑输大盘的概率较小,个股投资机会增多。

(二) 2季度选股逻辑与重点个股

在2季度选择银行板块股票时,我们重点考虑以下关键因素:

第一,在2季度,流动性及若干宏观经济先行指标趋好迹象仍将驱动市场风险偏好上升;

第二,银行业中股份制银行业绩周期性较大,同时具有较高市场贝塔值;

第三,半数以上的中小银行在风险可控的前提下09年计划贷款增速相对较高,资本相对较为充裕的城商行板块尤其明显。

第四,估值因素。市场风险偏好上升条件下,某些股份制银行估值优势凸显;而城商行估值优势缩减。

基于以上择股思路,我们建议在3月份A股市场重点关注股份制银行的投资机会;同时关注由于公司控制权可能发生转移而产生市场溢价的上市银行。

具体来说,2季度我们认为以下个股具有较大投资机会:

- 09年预期贷款增速较高,且可能因公司控制权发生转移而产生市场溢价的深发展。
- 动态市净率和市盈率较低的兴业银行、民生银行。

表5 2季度重点个股估值指标

简称	收盘价 2009-4-1	08PE	08PB	09PE	09PB
深发展 000001.SZ	14.99	78.89	3.02	12.86	2.29
兴业银行 601166.SH	19.74	7.96	2.01	10.22	2.01
民生银行 600016.SH	4.88	9.04	1.57	11.38	1.67
上市银行全部平均		16.24	2.26	12.64	2.03

股份制银行平均				12.64	2.07
国有大银行平均				11.53	1.82
城市商业银行平均				14.29	2.29

数据来源：大通证券研发中心

（三）重点个股简析

1. 兴业银行(601166.SS)：市场风险偏好上升，公司估值优势凸显

（1）市场风险偏好上升凸显公司估值优势

兴业银行08年的业绩预告显示，每股收益为2.26元，每股净资产为7.78元。其2008 年未经审计的税后净利润为人民币113 亿元，同比增长32%，基本符合我们预期。

我们认为公司09年经营业绩具有以下几点潜在动力：

其一，大规模的贷款损失拨备缓解了2009 年盈利压力。

从季度业绩来看，公司2008 年四季度税后净利润为人民币19 亿元，同比下降24%，环比下降33%。其主要原因可能是公司在四季度提取了较大规模的贷款损失拨备。尽管兴业银行2008 年三季度末不良贷款拨备覆盖率达到了较高的158%，但是公司再次提高了这一比率，并提高了关注类贷款（2008 年三季度末占贷款总额的2.44%）的拨备覆盖率。

大规模的贷款损失拨备缓解了2009 年的部分盈利压力，一旦银行经营环境好转，将带来较大的业绩增速。

其二，强劲的资产负债增长。公司2008 年营业收入在降息环境下该行四季度营业收入仍同比上升了25%、环比上升了4%，我们估计这可能得益于强劲的资产负债增长。由此我们预计公司09年贷款增速将继续保持08年四季度势头，从而带来较快的业绩增长。

其三，资产质量可能显著改进。公司的中小企业/房地产开发商贷款的比例相对较高，其中制造业贷款占比为17.83%，商业贸易类贷款占比为11.1%，客户以中型客户为主。此种贷款结构在经济上行周期会导致资产质量显著改进。

其四，负债管理劣势所产生的负面影响缩小。目前公司负债业务发展不快，

贷存比较高。但在流动性充裕条件下，公司负债管理的劣势所产生的负面影响大大缩小。

(2) 投资建议及风险

兴业银行 09PE、09PB 分别为 10.22、2.01 倍，相对于股份制银行平均水平 12.64、2.07 倍具有估值优势。同时考虑市场风险容忍水平提高，我们认为该股在 2 季度内交易性机会较大，并有可能将跑赢板块。

主要风险：中国宏观经济硬着陆；公司盈利不及预期。

2. 深发展：股价尚未体现出控制权溢价

(1) 深发展的价值低估

第一，公司安全性良好。

一方面，公司已经体现出风险管理优势，近几年成功地将不良贷款新生成率控制在非常低的水平，由此我们推测经济下滑造成公司不良贷款大幅增加的的概率不大。

另一方面，08年四季度，公司一次性核销94亿元呆账并新增56亿元拨备，从而使公司的不良贷款余额降至19亿元，不良率降至0.7%，不良贷款拨备覆盖率升至105%，公司资产安全性明显提升。

第二，公司盈利能力较强。

其一，我们预测，公司业绩仍将具有较高成长性。09 年公司的信贷增速将达到22%左右，高于行业平均水平，这将有助于抵消净息差下降给利息收入带来的负面影响。

其二，公司业绩存在超出预期的可能。已核销的94 亿元不良贷款中甚至将可疑类贷款进行了全额核销，其中相当部分实际上清收回来概率很大，这将有助于降低公司未来的信贷成本，从而使公司的业绩存在超出预期的可能。

第三，公司股票应具有控制权溢价。

公司是一家全国性股份制银行，规模较小；控股股东新桥资本仅持有公司股本的16.76%。这样的上市公司无疑是并购的良好标的。另一方面，新桥资本所持

公司股本中有1.56 亿股已经在08 年6 月解禁， 其余2.44 亿股将在09 年6 月及10 年6 月分两批解禁。随着新桥限售股解禁期的临近，新桥同时表达了退出深发展的愿望。由此可见，深发展股价中应含有由潜在并购而产生的控制权溢价。

我们用相对估值法并考虑控制权溢价因素来推测公司的合理股价。

截至4月1日收盘，股份制银行09年动态PB为 2.06倍，如果给予30%控制权溢价，则公司的相对合理动态PB为2.685倍，其合理价值应较目前价格有17%以上涨幅。

（2）投资建议及风险

我们给予深发展以增持评级，预测深发展在未来 6 个月内将明显跑赢银行板块。

风险：公司盈利不及预期；公司并购失败。

五、行业风险

上行风险：银行业信贷成本及业绩好于预期；下行风险：中国经济复苏拐点晚于预期，市场风险偏好下降。

—正文完毕—

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

● 免责条款

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征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司