

行业前景出现转折，板块评级调为增持

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 4 月 3 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 1.96 个百分点，与基准指数近乎同步。

2. 行业经营状况前瞻：行业前景出现转折性好转，调升 09 年上市银行整体净利润增速

- 09 年信贷增速超预期对行业业绩影响正面；基准利率预期降幅调低为 27 个基点；信贷成本好于预期；银行业外部环境出现转折性好转迹象。
- 基于行业前景出现转折性好转迹象，我们将 09 年上市银行整体净利润增速上调为 8.32%。

3. 板块估值水平与板块轮动

- 按 5 月 6 日收盘价计算，银行板块静态市净率为 2.17~2.36 倍，静态市盈率为 12.78 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 2.12 倍，仍低于我们所预测的合理估值水平。
- 自 09 年 4 月 3 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 1.96 个百分点。从轮动的角度来看，板块 5 月份跑赢大盘的概率较大。

4. 5 月份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业已出现转折性变化，因此从未来 6 个月着眼，将其投资评级由中性调升为增持。

就 5 月份而言，我们认为 5 月份银行板块跑赢大盘的概率较大，个股交易性机会增多。

- **选股逻辑：**我们建议在 5 月份 A 股市场关注股份制银行及城商行的投资机会。

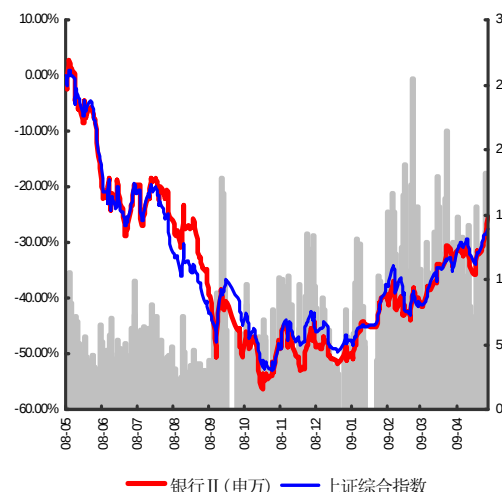
- **重点个股：**市场风险偏好上升凸显公司估值优势的兴业银行；目前股价并未体现出公司潜在控制权溢价的深发展；估值较低的民生银行；贷款增幅较快的北京银行与南京银行。

- 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：增持

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. 行业前景继续好转，股份制银行机会增多——银行业 09 年 2 季度投资策略 2009-04-03
2. 经营前景向好，相对价值低估——深发展银行（SZ.000001）投资分析报告 2009-04-16
3. 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

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	2009-4-3~ 2009-5-6	2008-10-28~ 2009-5-6	2007-10-15~ 2009-5-6	截止日 1 周前	截止日 2 周前
SW 银行 II	5.32	64.98	-50.77	3.96	7.45
沪深 300	7.28	68.04	-48.61	6.19	7.34

流通市值加权平均；数据来源：Wind；截止日 2009-5-6

自 09 年 4 月 3 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 1.96 个百分点；自 2008 年 10 月 28 日大盘反弹以来，银行板块跑输大盘基准沪深 300 指数 3.06 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 2.16 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）调升 09 年全年贷款额预期，对净息收入影响正面

1. 09 年 1 季度信贷增速超预期，调升 09 年全年贷款额预期

09 年 1 季度新增人民币贷款已达到 4.58 万亿，大大超出市场预期。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 万亿，3 月份新增贷款规模高达 1.89 万亿元，各个月份信贷增速均超出市场预期。

此前，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。然而考虑到目前央行对实行宽松货币政策的力度强大，从中央到地方政府基础建设投资增速超出预期的强劲拉动作用，以及最近楼市明显回暖使得居民户中长期贷款显著加快，我们上调 09 年全年人民币贷款增量预期。

具体来看，考虑到 1 季度增量过大，以及央行的最近的相对谨慎态度，我们认为在余下的 9 个月内平均贷款增量将回复到 08 年正常月份的平均水平，即 3,168.11 亿元，以此推测，09 年余下新增贷款将为 2.85 万亿元，全年共计新增贷

款额为7.43万亿元，超出我们原来预计数额的30%，同比增速将达24.49%。

2. 对净息收入影响正面

在新的贷款增速假定下，我们测算，09年上市银行生息资产同比增速将达27%，在其他因素不变情况下，净息收入增速将超出此前预期。

3. 各类银行贷款增速可能将出现明显差异

我们预计，09年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。

09年3月份，城镇固定资产投资同比增长30.3%，较1、2月份同比多增了3.8%。与1、2月份相比，3月份城镇固定资产投资一个较为显著的变化是中央项目在城镇固定资产投资中的比重出现了较大幅度的下降，从10.4%下降到了7.8%，而地方投资相应从89.6%上升到了92.2%。这种变化说明由各地方政府推动的保增长工作开始进入了实施阶段。预计这样一种变化趋势将会在近期持续下去。

然而目前地方政府缺乏资金且几乎无法举债，因此其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。

至于股份制银行，其机制优势及后发扩张优势，将驱动其贷款增速明显快于国有大行。

我们预期贷款增速09年城商行可能在30%以上，股份制银行可能在25%以上，国有大行在10%-15%之间。

（二）净息差降幅维持此前判断

1. 基准利率预期降幅下调为27个基点

我们修正此前对09年基准利率降幅的预判（即全年降息54个基点），新的假设是全年降息至多27个基点，降息的时点可能在二季度以后。原因在于：

其一，09年1季度银行信贷出现爆发性增长，增幅超出预期。这不仅极大降

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。

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%。虽然 3 月份票据量与 1、2 月份相比有所下降，但总额仍然不低。

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）银行不良贷款余额比率持续双降，对银行业信贷成本增长的担忧可能告一段落

银监会公布的统计数据显示，截至今年 2 月末，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；3 月末，我国境内商业银行不良贷款余额 5495.4 亿元，比年初减少 107.7 亿元；不良贷款率 2.04%，比年初下降 0.38 个百分点。

同时，一季度我国银行业整体拨备覆盖率达到 123.9%，比年初上升 7.5 个百分点，大部分银行达到 150%，部分股份制银行已经达到 180%到 200%。

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。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年三季度见底概率增大

近期美国经济发生了超出市场预期的变化：

- 3 月份美国 LEI 指数开始企稳，CPI 也有所好转，新房开工数环比超出预期。
- 4 月份美国制造业采购经理人（PMI）指数为 40.1，预期值为 39.1。PMI 指数连续四个月回升且环比增幅高于前三个月，表明美国经济增速已经开始自 08 年四季度的低谷缓慢回升。
- 4 月份消费者信心指数由 3 月份的 26.9 飙升至 39.2，升幅高达 12.3，为该指数问世 32 年来第四大升幅。此前华尔街经济学家普遍预计 4 月份读数上升 5 点，至 30.5。

与 08 年四季度相比，美国经济见底回升（环比）的趋势逐步明确，奥巴马经济刺激计划对 09 年前三季度经济推动效果逐次递增，有望带动美国经济自 09 年 Q3 起实现正增长。

2. 国内经济复苏的势头已经确立

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：

- 3 月份越来越多的指标显示中国经济好转，工业增加值、发电量、固定资产投资、出口、采购经理人指数、M2、消费均比 1~2 月份显著回升，且多数好于市场预期。尽管 1 季度 GDP 同比增速创新低，但季节调整后的环比增长达 1.5%，比去年 4 季度的 0.3% 显著反弹，显示经济已逐步摆脱

最困难时期。

- 4 月份制造业PMI 为53.5%，较3 月上升1.1 个百分点，延续了去年11 月以来上升态势。

总的说来，我们我们相信国内经济复苏的势头已经确立，银行业经营环境出现转折性信号。

（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，上市银行08年整体净利润增速为30.46%，符合我们此前预期。

一季度，上市银行净利润同比下降-8.88%。主要的正面因素是上市银行贷款较年初增长15%，新增贷款2.64 万亿，占行业增量的57.7%；主要的负面影响因素是08年央行降息的滞后影响所致上市银行净息差大幅缩窄，近两个季度，上市银行净息差平均缩窄68bp。

结合 08 年及 09 年一季度上市银行经营状况，综合其他因素考虑，我们将此前 09 年上市银行整体净利润 5%的增速预测调升为 8.32%。

三、板块估值水平与板块轮动

（一）板块市场估值水平仍较低，且 A-H 溢价连续下降

按 5 月 6 日收盘价计算，银行板块静态市净率为 2.17~2.36 倍，静态市盈率为 12.78 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）；但是均显著低于大盘基准水平。

银行板块 09 年动态市净率为 2.12 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] 2009-5-6

板块名称	市盈率(整体法) [财务数据匹配规则] 上年年报	市净率(整体法) [财务数据匹配规则] 当年一季
SW 银行 II	12.78	2.17
沪深 300	22.11	2.73

数据来源：wind资讯；[剔除规则] 不调整

目前银行板块A-H算术平均溢价持续下降，在上期较前期降低4个百分点后，

本期继续降低11.53个百分点，达到80.90%，H股对A股银行板块上行走势牵制作用显著下降。

表 3 A-H 溢价（收盘价：09 年 5 月 6 日）

名称	A 股 (RMB)	H 股 (HKD)	比价
中国银行	3.57	2.96	72.96%
中信银行	5.01	3.69	64.81%
交通银行	7.04	6.75	84.37%
招商银行	16.16	15.5	84.40%
工商银行	4.24	4.72	97.95%
平均			80.90%

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 4 月 3 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，从轮动的角度来看，板块 5 月份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	2009-4-3~ 2009-5-6	截止日 1 周前	截止日 2 周前
SW 银行 II	5.32	3.96	7.45
沪深 300	7.28	6.19	7.34

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、5月份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已经出现向上拐点迹象，因此从未来 6 个月着眼，给予银行板块增持评级。

就 5 月份而言，由于 09 年 1 季度及全年贷款增速超出预期，银行业经营环境出现好转迹象，板块估值具有比较优势，以及银行板块此前基本与大盘同步，我们认为 5 月份银行板块跑赢大盘的概率较大，个股投资机会较多。

（二）5 月份选股逻辑与重点个股

在5月份选择银行板块股票时，我们重点考虑以下关键因素：

第一，在5月份，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。

基于以上择股思路，我们建议在5月份A 股市场重点关注股份制银行及城商行的投资机会；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，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民生银行；
- 经营风格较为进取的兴业银行；
- 受益于地方投资增速加快的南京银行、北京银行。

表5 上市银行估值指标

	收盘价 2009-5-6	08PE	08PB	09PE	09PB
工商银行	4.24	12.85	2.34	11.78	2.13
中国银行	3.57	14.28	1.94	13.22	1.80
建设银行	4.52	11.30	2.27	10.76	2.03
中信银行	5.01	14.74	2.05	14.74	1.89
交通银行	7.04	12.14	2.38	11.17	1.95
民生银行	6.00	13.33	2.23	13.33	1.95
宁波银行	9.97	18.81	2.82	17.80	2.55
华夏银行	10.25	16.53	2.70	13.85	1.65
北京银行	12.59	14.47	2.32	13.11	2.16
招商银行	16.16	10.63	3.06	14.56	2.53
南京银行	13.28	15.81	2.23	14.13	2.02
深发展	17.25	86.25	3.27	13.69	2.44
浦发银行	24.49	11.08	3.33	12.25	2.34
兴业银行	26.03	11.42	2.66	11.62	2.29
全部平均		18.83	2.54	13.29	2.12
股份制银行				13.43	2.13
国有大银行				11.73	1.98
城市商业银行				14.87	2.38

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

➤ 08年年报与09年一季报点评

兴业银行08年年报显示，公司每股收益为2.28元，每股净资产为9.8元。其2008年税后净利润为人民币113.85亿元，同比增长32.6%，基本符合我们预期。

公司业绩大幅增长的主要贡献因素是生息资产的增长，此外非息收入增长、费用收入比和有效税率的下降也对利润有小幅的贡献。主要的负面影响因素是拨备支出在2008年增加较多，对利润增速有10个百分点的负面影响。

09年1季度净利润负增长-4.75%，09年1季度实现净利润29.41亿元，摊薄每股收益0.59元。略高于预期。

尽管规模快速扩张，但NIM环比收窄导致净息收入同比负增；此外，非息净

收入同比下降22%；所得税率提高。

➤ 09年经营业绩展望

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%，我们估计这得益于强劲的资产负债增长。结合公司披露的其他公开信息，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 11.62、2.29 倍，相对于股份制银行动态市盈率平均水平 13.43 倍仍具有估值优势，与动态市净率 2.13 倍差距不大。同时考虑市场风险容忍水平提高，我们认为该股在未来 6 个月内将跑赢大盘。

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5月6日收盘，股份制银行09年动态PB为2.44倍，如果给予30%控制权溢价，则公司的相对合理动态PB为2.77倍，其合理价值应较目前价格有14%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：中国经济复苏拐点早于预期，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