

银行业09年中期投资策略

在相对估值凹地中寻找凹地

分析师：邱志承、黄飙、谈煊、戴志锋

Jul. 2, 2009, 重庆



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

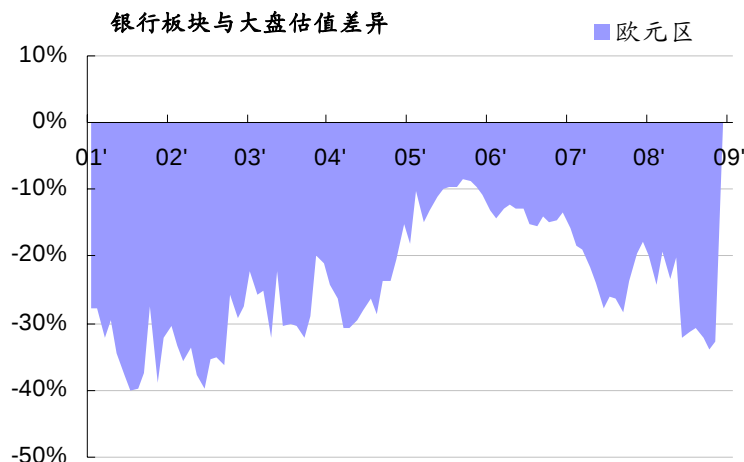
通过两个层次来发掘最有吸引力的标的

- ▶ 我们目前的宏观经济虽然有经济回暖的预期，但在目前市场环境下，流动性对于股价的影响其实更大
- ▶ 本报告将较多的从估值角度进行分析和判断，有两个层面：
 - ▶ 一个是板块层面的，对银行板块的估值进行跨板块和跨市场的对比，主要是为判断银行板块相对大盘的强弱
 - ▶ 另一个层面是银行板块内部不同类型，主要以大中型银行进行分类，及通过各家银行的预测，对各家银行估值之间的对比

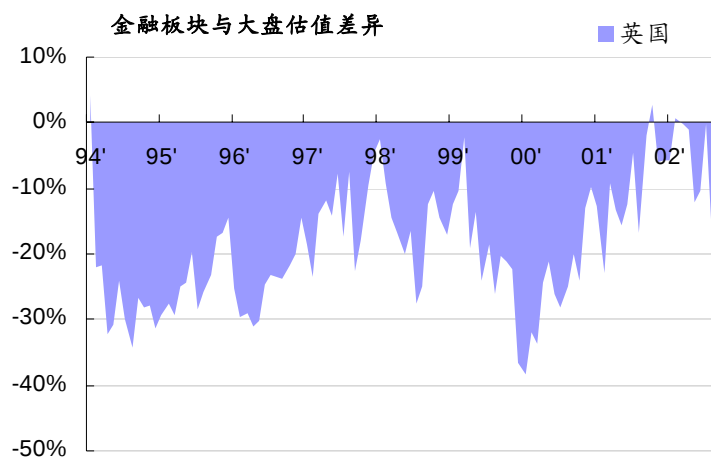
P/E估值落差是银行板块主要支撑力量

- 观察国际市场上银行股/金融股与大盘的**P/E**估值差异水平，欧美成熟市场中银行/金融股估值通常显著低于大盘
- 估值落差最高可达到**40%**以上，最低可在**20%**以下，且估值差异波动显示了一定的均值回归特征，总体波动范围大约在**30**个百分点
- 由于此轮金融危机导致**P/E**值极度异常，剔除了**08**年以后的**P/E**数据

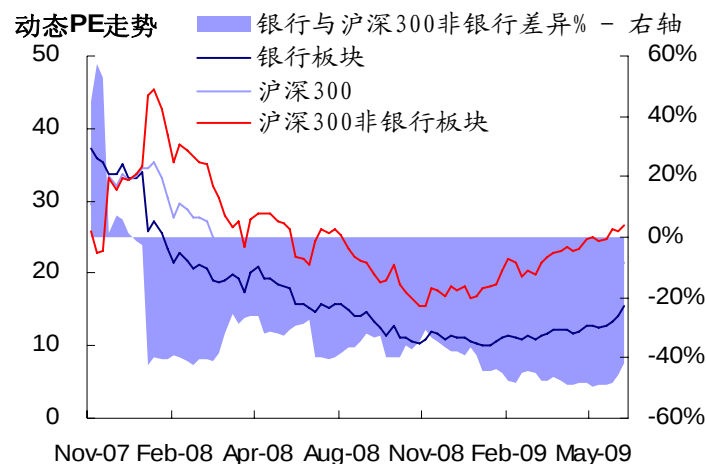
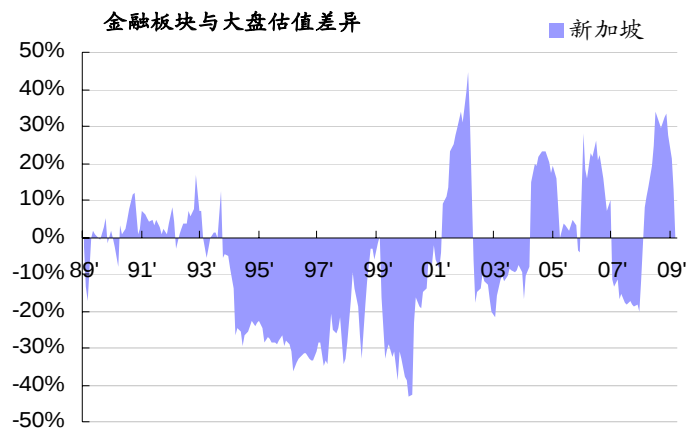
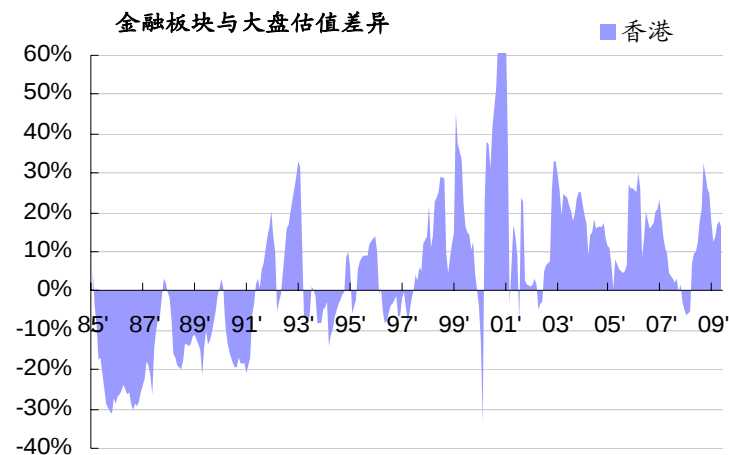
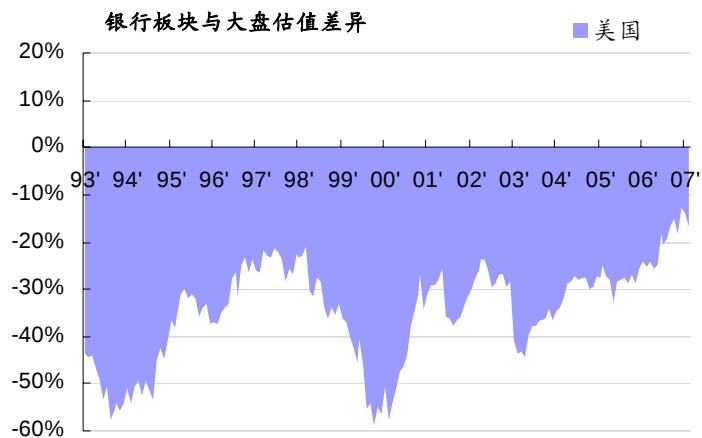
欧元区市场银行板块与大盘P/E估值差异



英国市场金融板块与大盘P/E估值差异



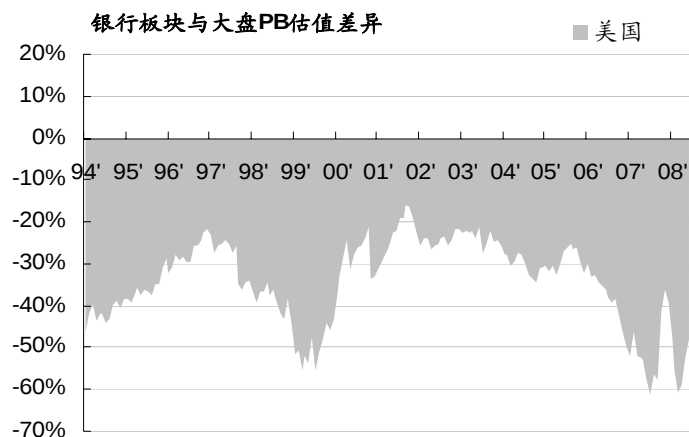
P/E估值落差是银行板块主要支撑力量



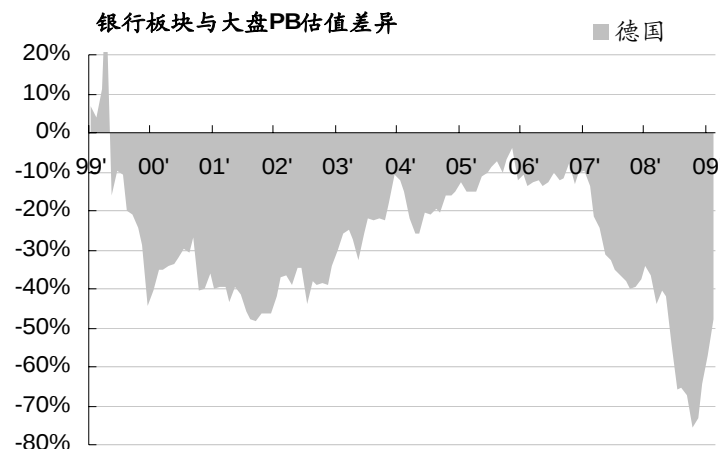
P/B估值落差较小

- ▶ 若观察国际市场上银行股/金融股与大盘的**P/B**估值差异水平，欧美成熟市场中银行/金融股的**P/B**估值也是显著低于大盘
- ▶ 估值落差最高可达到**50%**以上，最低可在**20%**以下，甚至估值高于大盘。而且估值差异波动也具有一定的均值回归特征，总体波动范围超过**40**个百分点

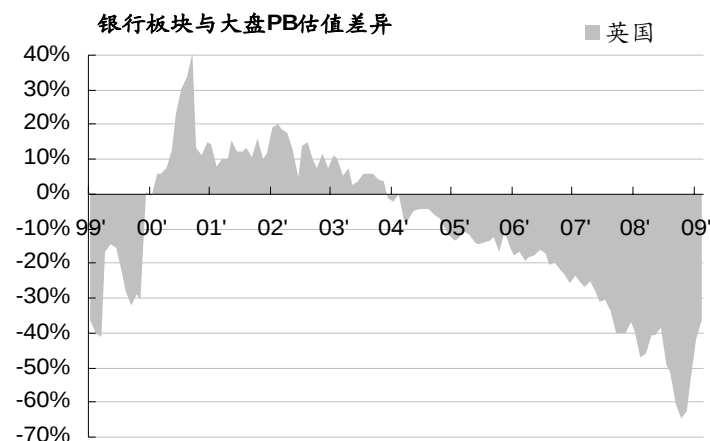
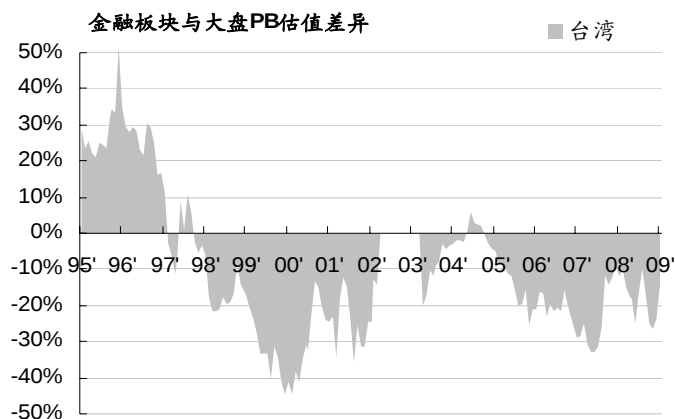
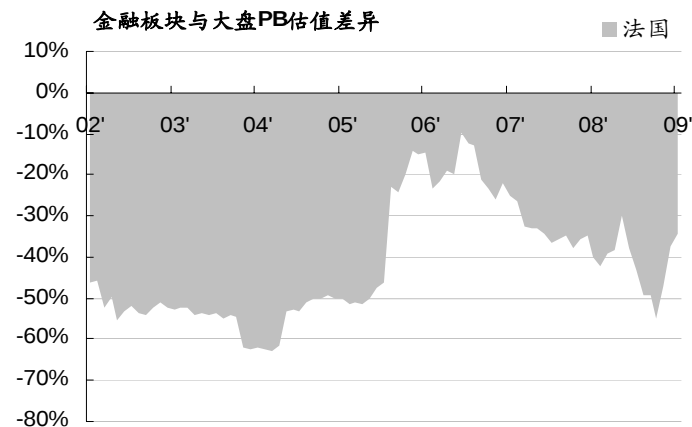
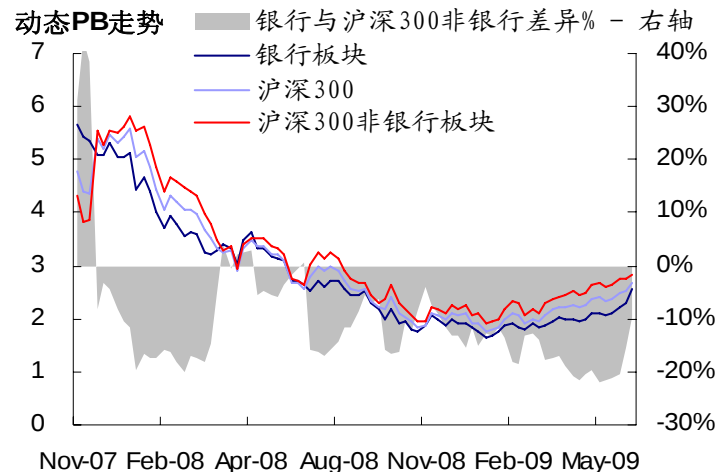
美国市场银行板块与大盘P/B估值差异



德国市场金融板块与大盘P/B估值差异

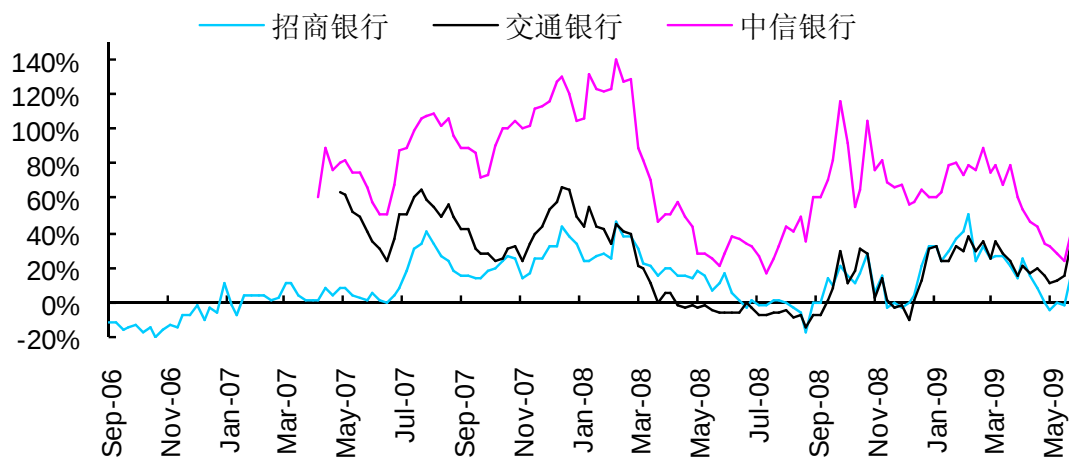
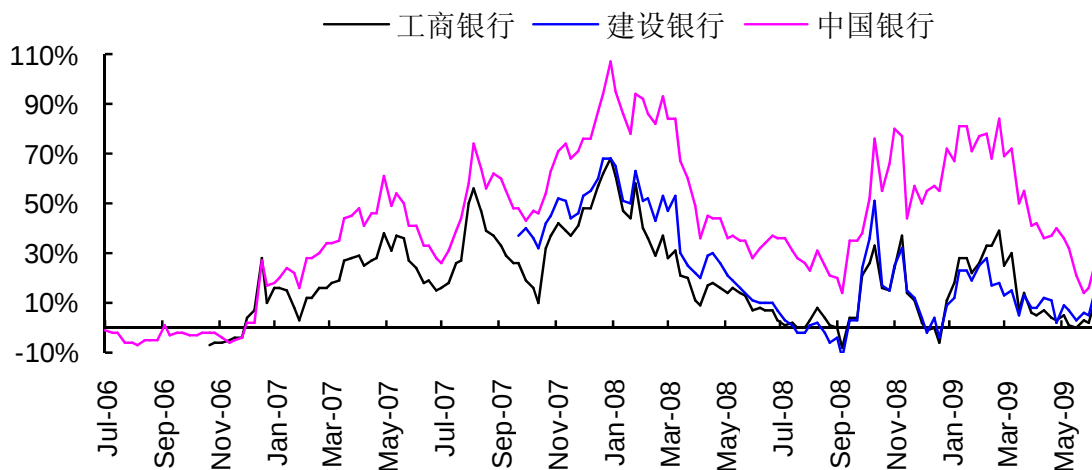


P/B估值落差较小



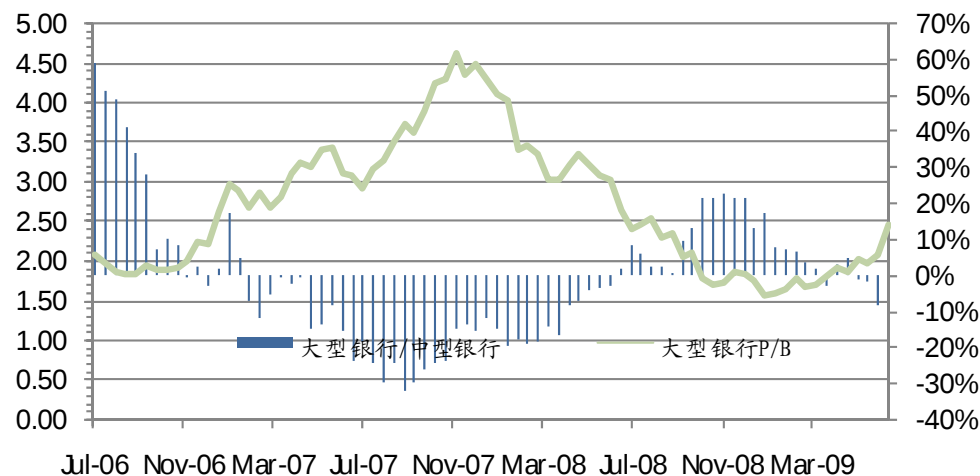
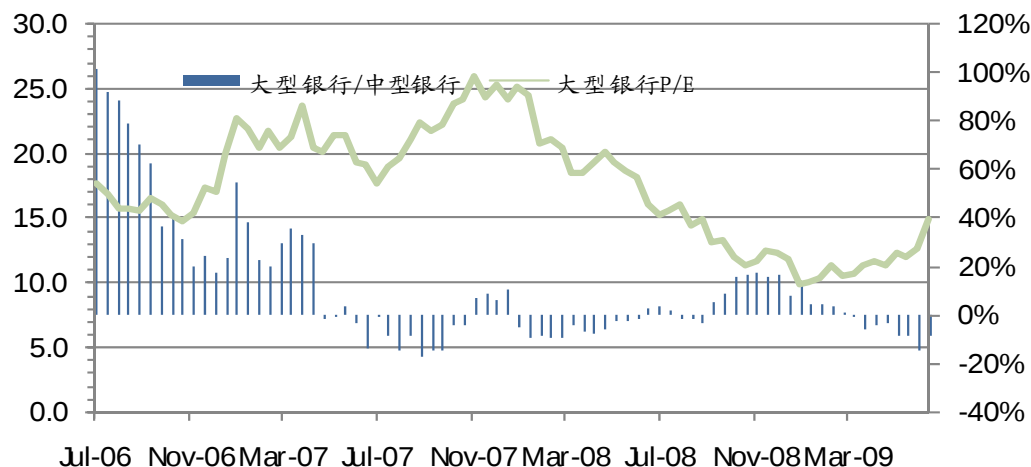
海外流动性对于A股估值也有较大的影响

- ▶ 上海外市场目前的流动性对于银行板块的影响也在上升。影响主要通过两种途径。
- ▶ 一个是内地银行H股的高涨，与A股溢价的下降甚至消失，进而对A股银行板块的股价带来支持作用
- ▶ 另一种途径是，在美元贬值的预期下，海外流动性通过各种方式流向新兴市场国家



大型银行的估值相对更有吸引力

- 在**2008**年资本市场出现大幅下跌时，大型银行的折价迅速消失，反而出现了较多的溢价
- 目前经济环境回暖，中型银行出现了快速上涨，大型银行目前的估值水平相对于中型银行，仅仅要高于宏观经济高潮的**2007**年中期的水平
- 目前大型银行和中型银行的估值比价关系，已反映了经济回暖的预期



经济调整期大银行市场份额上升

上市银行2008-08到2009-04新增一般性贷款市场份额

单位 (%)	2008-08	2008-09	2008-10	2008-11	2008-12	2009-01	2009-02	2009-03	2009-04	08-08至 08-12	08-12至 09-04
工商银行	15.8	6.9	5.6	4.0	6.2	11.5	9.0	18.2	7.3	7.4	12.4
建设银行	13.5	3.9	17.5	9.2	14.5	19.8	16.8	9.1	10.9	11.3	13.7
中国银行	10.5	4.0	16.4	7.3	8.0	10.1	19.3	13.2	12.9	8.0	12.5
交通银行	2.9	2.8	8.3	5.8	4.8	4.8	8.4	4.1	-1.3	4.5	4.4
招商银行	1.6	2.8	0.2	8.0	5.6	1.4	-0.8	2.2	1.6	4.3	2.0
中信银行	-0.8	1.8	3.3	1.3	3.2	2.0	1.4	2.7	1.7	2.0	2.3
民生银行	2.2	2.2	2.3	-0.3	0.9	0.8	0.0	4.0	2.2	1.3	2.0
浦发银行	2.2	3.8	5.5	5.2	5.8	2.8	1.4	3.3	1.6	4.7	3.1
兴业银行	0.9	0.4	0.6	0.7	1.0	2.4	1.9	2.7	4.1	0.7	2.4
华夏银行	1.4	1.8	-0.8	-0.7	2.1	0.4	0.2	0.7	-0.3	1.2	0.7
深发展A	1.4	1.2	1.2	-0.7	1.9	0.0	0.1	0.6	0.7	1.2	0.6
大型银行	42.6	17.6	47.9	26.3	33.6	46.1	53.5	44.5	29.7	31.2	43.1
中型银行	8.8	14.0	12.2	13.5	20.5	9.9	4.2	16.2	11.7	15.4	13.0
上市银行	51.4	31.6	60.1	39.8	54.1	56.1	57.6	60.8	41.4	46.6	56.1

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

2009年资产质量压力下降

- ▶ 2008年上市银行实体资产质量较好，对不良资产的形成也进行汇总计算，如果不考虑关注类的贷款，小型银行的资产质量是最好的
- ▶ 但我们出现谨慎更倾向于把关注类贷款也视为潜在不良，考虑进关注类贷款后，会发现小型银行的资产质量压力较大，而大型银行的资产质量是最好的。

上市银行2007-2008年不良资产形成率（汇总计算）

		1Q2007	1H2007	1-3Q2007	2007A	1Q2008	1H2008	1-3Q2008	2008A
不良资产净 形成率	大型银行	0.36	0.16	0.08	-0.09	-0.20	0.02	0.14	0.27
	中型银行	0.37	0.14	0.16	0.14	1.10	0.08	0.19	0.28
	小型银行	-0.04	-0.35	-0.32	-0.28	-0.03	-0.18	-0.02	0.18
	上市银行	0.36	0.15	0.09	-0.05	0.09	0.03	0.15	0.27
潜在不良资 产净形成率	大型银行	-1.17	-2.47	-1.94	-2.03	-1.79	-1.57	-0.75	-0.20
	中型银行	-1.66	-0.31	-0.07	0.06	1.43	-0.02	0.20	0.04
	小型银行	-1.59	-1.80	-0.94	-0.60	0.11	-0.24	1.06	2.15
	上市银行	-1.28	-1.99	-1.52	-1.55	-1.05	-1.20	-0.51	-0.11

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所