

南汉馨

021-50588666-8017

nanhx@ccnew.com

2009年6月18日

经济复苏下稳健增长、通胀预期下或有业绩超预期

——银行业 2009 年下半年投资策略

行业策略

强于大市（维持）

盈利预测和投资评级

公司简称	08EPS	09EPS	09PE	评级
工商银行	0.33	0.35	14.49	增持
建设银行	0.40	0.42	13.98	增持
交通银行	0.58	0.60	14.68	增持
招商银行	1.42	1.19	18.68	增持
中信银行	0.34	0.33	17.55	观望
浦发银行	2.21	2.09	18.85	增持
民生银行	0.42	0.45	13.62	增持
兴业银行	2.28	2.29	14.69	增持
华夏银行	0.62	0.63	19.46	观望
深发展	0.20	1.27	17.26	增持
北京银行	0.87	0.96	16.00	增持
南京银行	0.79	0.90	17.57	增持

注：股价为 09 年 6 月 18 日收盘价

银行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

《各期银行年报季报点评》

《各期金融数据点评》

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

贷款增长 09 年量能补价 10 年不会骤降; 息差触底回升并有望进入中期上升通道; 资产质量压力有望提前释放、10 年业绩有 10% 上调空间, 经济类“W 型”左侧的后半部分和右侧银行股通常跑赢大盘。

投资要点:

- **贷款增长 09 年靠政府之手 10 年靠市场之手。**宽松货币政策维持、基建投资持续强劲、地产复苏支撑信贷在 4 季度前虽会回落但依然能有一定规模; 预计年末信贷增速在 25%-26%; 10 年政府投资会弱化, 但“市场之手”有望接过“政府之手”, 10 年信贷增速不会像 99 年那样骤降。
- **息差触底回升、有望进入中期上升通道。**息差自动修复的动力来自存款的逐步重定价、银行主动调整息差的能力来自对贷款期限结构和客户结构进行调整, 进而带来议价能力的提升; 市场因素好转对息差提升的动力来自存款再度活期化的倾向和流动性泛滥局面的改善。
- **经济复苏和通胀预期释放资产质量压力。**美国经验显示经济危机下银行不良压力通常为 10 个季度, 我国银行逆周期放贷有利于缩短经济底部调整时间从而提前释放资产质量压力; 产能过剩下 10 年应是温和通胀, 从而提升贷款抵押物价值; 预计 09 年不良一升一降, 10 年小幅双升。
- **维持行业“强于大市”的投资评级。**理由: 行业业绩虽中期依然负增长, 但全年正增长, 10 年业绩存在 10% 的上调空间; 估值优势依然明显; “宏观热微观冷”致经济复苏初期行业未能跑赢大市, 下半年宏观趋于一致, 同时美国经验显示在经济类 W 型左侧的后半部分和右侧无论涨跌行业通常跑赢大市。
- **投资思路:** 经济复苏背景下业绩弹性大、PB 估值结合 ROE 的相对估值优势、区域振兴和金融中心建设等主题投资、与经济发展模式转型相结合。
- **风险提示:** 下半年实体经济复苏未达预期、2010 年出现滞胀、央行回收流动性致流动性宽裕格局出现逆转。

目 录

1. 贷款增长 09 年靠政府之手 10 年靠市场之手	4
1.1 四季度前新增信贷虽会回落但依然有一定规模	4
1.2 “市场之手”接过“政府之手”令 10 年信贷增速不会骤降	5
2. 下半年息差触底回升	6
2.1 一季度是息差最坏的时候	6
2.2 二三季度息差逐步触底回升	7
3. 经济复苏和通胀预期释放资产质量压力	9
3.1 逆周期放贷有利于资产质量压力提前释放	9
3.2 温和通胀预期提升资产质量安全边际	13
4. 09 年下半年投资策略	14
4.1 中期依然负增长，全年正增长，10 年业绩存在 10% 的上调空间	14
4.2 银行股估值优势依然明显	15
4.3 “宏观热微观冷”致复苏初期银行股未能跑赢大市	16
4.4 经济类“W”型左侧后半部分和右侧银行股跑赢大盘	16
4.5 维持银行股“强于大市”的评级	17
5. 上市银行限售股解禁情况	18
6. 行业风险提示	19
7. 重点公司	19

图表目录

图 1: 金融机构月度新增人民币贷款	4
图 2: 金融机构人民币存贷款增长	4
图 3: 城镇固定资产投资与新开工项目计划总投资	5
图 4: 房地产开发投资完成额增长	5
图 5: 金融机构季度新增人民币贷款占比及预测	5
图 6: 金融机构人民币季度存贷款增长及预测	5
图 7: 贷款增长与 FAI 占比	6
图 8: 贷款增长与 FAI 增长	6
图 9: 上市银行一季度净息差	7
图 10: 月度新增人民币贷款金额	8
图 11: 人民币贷款余额结构	8
图 12: M1、M2 增速	8
图 13: 活期存款占比	8
图 14: 贷款利率上下浮情况	9
图 15: 银行间拆借回购加权平均利率	9
图 16: 转贴买入卖出报价利率	9

图 17: 美国银行业无逆周期放贷.....	10
图 18: 美国银行业在经济下行周期中利差趋于上升	10
图 19: 美国银行逾期 30 天以上贷款比例及核销率	11
图 20: 美国银行业信贷成本.....	11
图 21: 金融机构不良率	11
图 22: 金融机构不良余额	11
图 23: 上市银行拨备覆盖率.....	12
图 24: 上市银行季度信贷成本.....	13
图 25: 美国全部工业部门产能利用率.....	14
图 26: 物价指数	14
图 27: 板块静态PE比较	15
图 28: 板块市净率（1 季）比较.....	15
图 29: 银行业PE相对沪深 300.....	16
图 30: 银行业PB相对沪深 300.....	16
图 31: S&P 500 指数和S&P 500 银行指数走势对比.....	17
图 32: 上市银行PB-ROE图	18
表 1: 上市银行资产质量情况.....	12
表 2: 上市银行盈利预测	14
表 3: 上市银行估值分析表.....	18
表 4: 上市银行限售股份解禁时间表及解禁比例.....	19

1. 贷款增长09年靠政府之手10年靠市场之手

1.1 四季度前新增信贷虽会回落但依然有一定规模

今年以来的信贷投放一再超出市场的预期，一季度共计新增天量信贷4.58万亿，同比增速达到29.78%，创下97年以来的新高，4月和5月的新增信贷由于季节性因素回落至5918亿元和6645亿元，但依然高于往年的水平，前5月的新增人民币信贷已经达到了08年全年的119.02%。我们预计在四季度之前新增信贷虽会回落，但依然能保持较高的规模。

首先是宽松的货币政策仍将维持。虽然在4万亿经济刺激计划的带动下，中国经济的多项指标目前都显示出回稳的迹象，但经济复苏的基础并不牢固，信贷的大起大落会对经济造成巨大的伤害，因此央行目前不会贸然收紧信贷，待到年底央行才可能会重新定位货币政策。

其次是政府基建投资持续强劲将拉动配套贷款继续增长。作为投资先行指标的新开工项目计划总投资5月继续攀升至95.9%，预示着未来基建投资将持续强劲；而国务院也调低了部分基建项目的资本金比例，这将使得之前由于资本金不到位而无法开工的地方项目得以陆续开工，从而拉动配套贷款的增长。

最后，房地产销售和投资正步入良性循环有利于贷款的增长。在经历了今年以来销售的持续回暖后，开发商对未来的预期有所好转，再加上房地产商品住房资本金比例由35%下调至20%，开发商拿地和新开工的意愿均有所回升，因此房地产投资有望继续回升，从而促进贷款增长。

在余下的7个月中假设平均每月新增人民币信贷3000亿元，则全年新增信贷将达到7.9万亿，我们预计全年新增人民币信贷在7.5万亿至8万亿之间，对应09年末信贷增速为24.72%至26.37%，信贷的大幅增长为全年盈利打下了良好的基础。

图 1：金融机构月度新增人民币贷款（亿元）

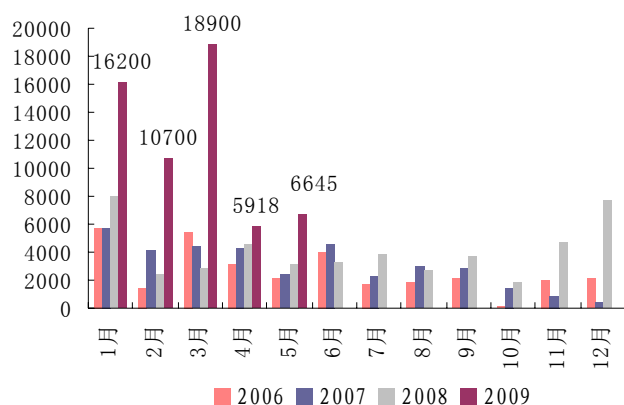
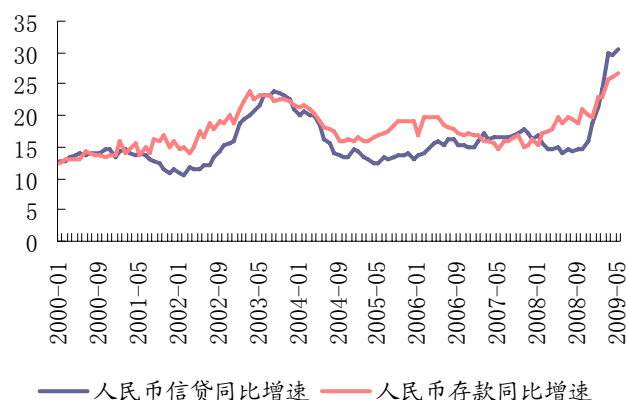


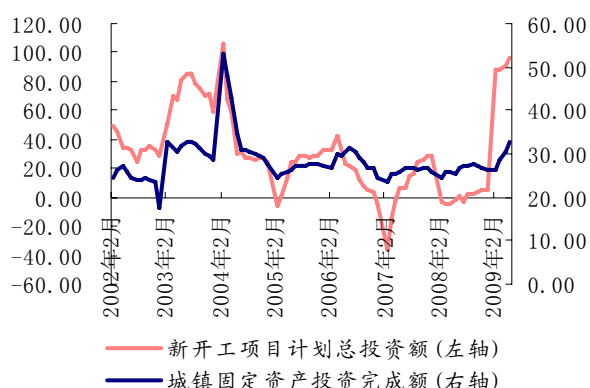
图 2：金融机构人民币存贷款增长（%）



资料来源：中国人民银行、中原证券研究所

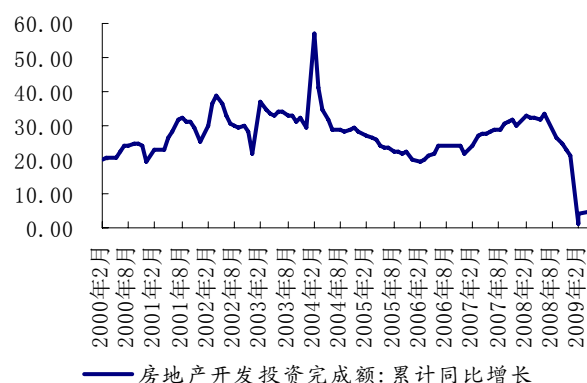
资料来源：中国人民银行、中原证券研究所

图 3: 城镇固定资产投资与新开工项目计划总投资 (%)



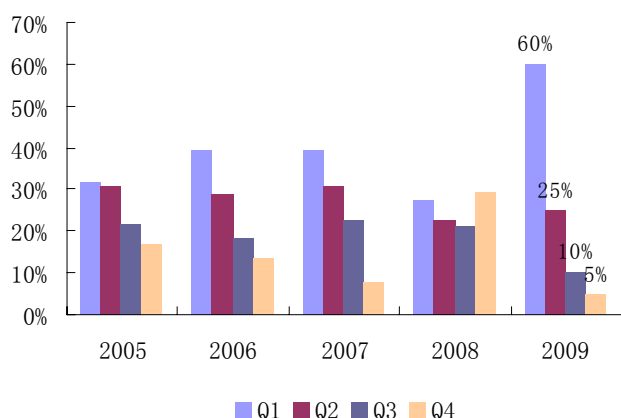
资料来源: WIND、中原证券研究所

图 4: 房地产开发投资完成额增长 (%)



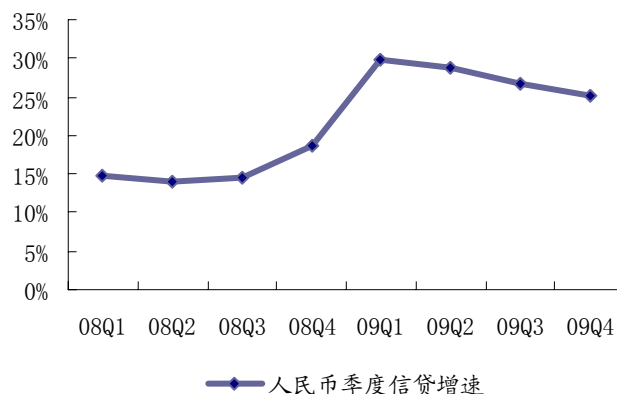
资料来源: WIND、中原证券研究所

图 5: 金融机构季度新增人民币贷款占比及预测



资料来源: 中国人民银行、中原证券研究所

图 6: 金融机构人民币季度存贷款增长及预测



资料来源: 中国人民银行、中原证券研究所

1.2 “市场之手” 接过 “政府之手” 令10年信贷增速不会骤降

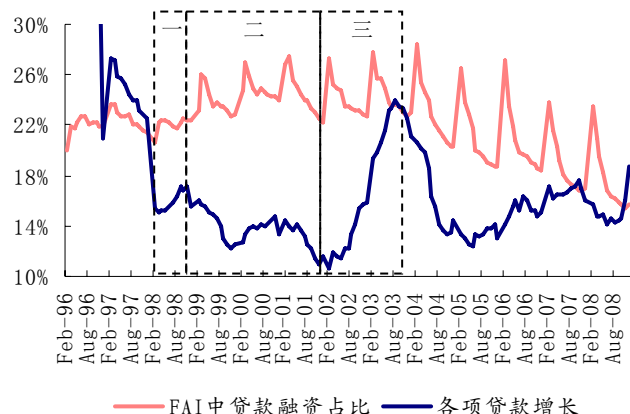
如果信贷需求仅仅是由政府投资推动, 则信贷增长是不具有可持续性的, 就像98年财政刺激政策下的信贷增长路径, 98年在积极财政政策的刺激下, 信贷高增长了9个月, 但在此后的99年由于政府投资的逐步弱化, 而私人投资并没有被有效的激发, 信贷增速一直处于下降通道中, 因此私人投资的启动才是信贷持续增长的保证。

相比99年, 目前私人投资已经出现了一些积极的变化。首先是以房地产为代表的私人投资正在逐步回升, 房地产投资增速已经从年初的1%上升至5月的6.8%; 其次是国家也认识到私人投资的重要性, 通过了《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》, 放开部分垄断服务领域, 拓宽民间投资的领域和渠道, 以刺激私人投资的增长。

2010年政府投资会弱化, 但是“市场之手”有望接过“政府之手”, 这

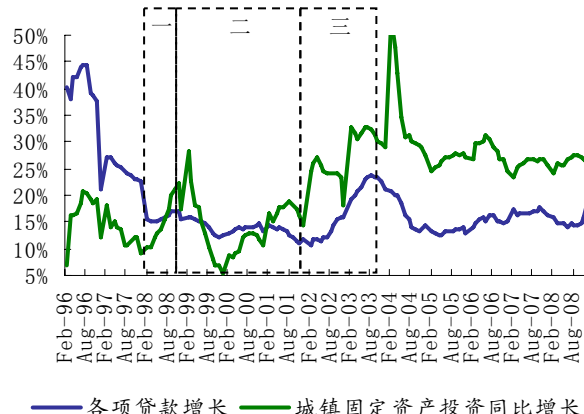
使得我们对2010年信贷增速相对乐观,认为2010年信贷增速不会像99年那样骤降,但由于09年新增信贷基数较高,2010年整体信贷余额的增速会回落。

图 7: 贷款增长与FAI占比



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 8: 贷款增长与FAI增长



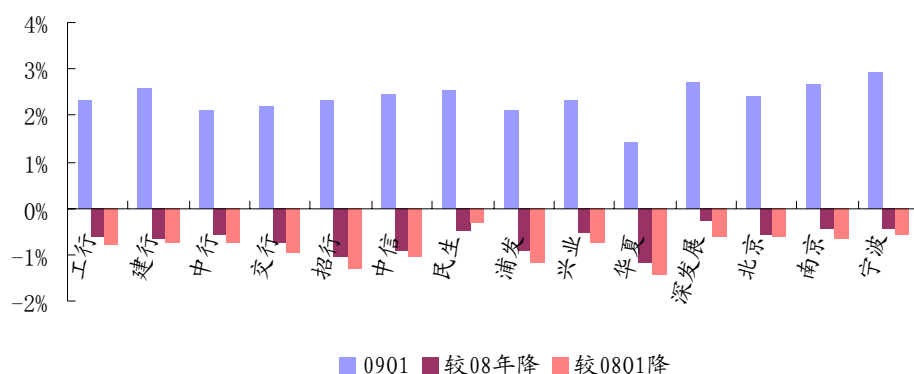
资料来源: WIND、中原证券研究所

2. 下半年息差触底回升

2.1 一季度是息差最坏的时候

09年1季度银行息差下降明显,较08年平均下降了67个基点,较08年1季度平均下降了84个基点,息差降幅高于市场预期,导致1季度尽管信贷天量增长行业也仅仅实现了-8.5%的增长。息差降幅较大除了法定利率下调后贷款重定价和个人按揭贷款利率7折下浮的原因外,其他原因包括:(1)流动性泛滥致同业利率和票据贴现利率降幅较大;(2)新增贷款中低收益率的票据贴现占比较高;(3)争抢政府主导大项目银行议价能力下降导致下浮利率贷款占比提高;(4)降息后贷款重定价普遍提前。

图 9：上市银行一季度净息差



资料来源：公司数据、中原证券研究所

2.2 二三季度息差逐步触底回升

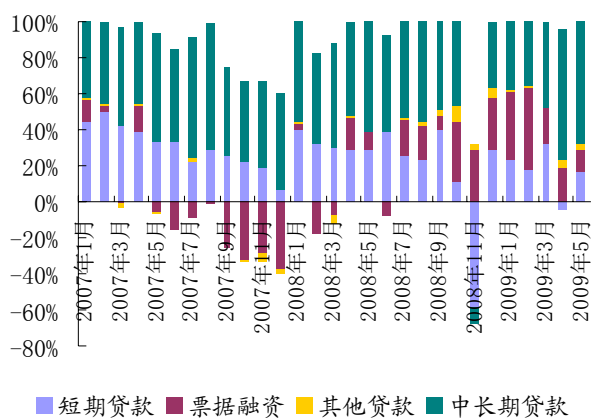
随着一些因素的逐步好转，我们预计上市银行的息差将于2季度或3季度末触底回升。息差自动修复的动力来自存款的逐步重定价、银行主动调整息差的能力来自对贷款期限结构和客户结构进行调整，进而带来议价能力的提升；市场因素好转对息差提升的动力来自存款再度活期化的倾向和流动性泛滥局面的改善。

存款重定价逐步进行。央行去年降息以来，由于竞争关系，公司类贷款重定价期限普遍提前，个人按揭贷款利率七折下浮也在一季度基本完成，而同时存款成本由于未到期并未重定价，未来随着存款重定价的逐步进行，有助于息差的触底回升。

贷款结构改善。从新增的贷款结构看，前2月低收益率的票据融资占比为40.86%，中长期贷款占比为36.97%，3-5月新增贷款结构有较大幅度改善，票据融资占比降至18.47%，中长期贷款占比升至57.83%。

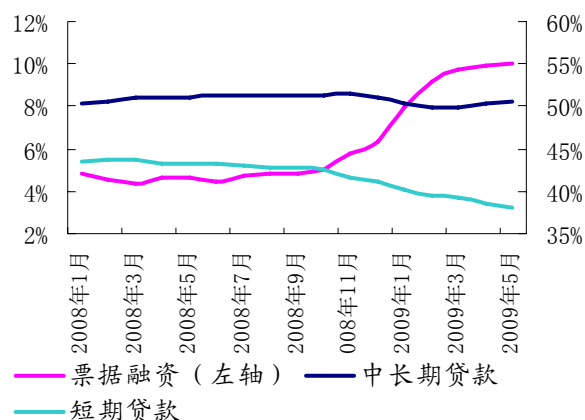
前两个月票据占比高有特殊的背景，一是市场资金过于泛滥，企业从套利或节省成本的角度选择票据进行融资，银行也从机会收益的角度乐于支持票据融资；二是银行担心未来信贷调控、所以有抢占信贷额度的愿望。目前来看，银行新增的贷款已经够多，很多已经完成了全年的目标，银行已不必再去抢占信贷额度；而从增加盈利的角度，银行会逐步用一般贷款替代票据融资，而随着基建项目的逐步推进，中长期贷款的占比也会继续上升。

图 10: 月度新增人民币贷款金额



资料来源：中国人民银行、中原证券研究所

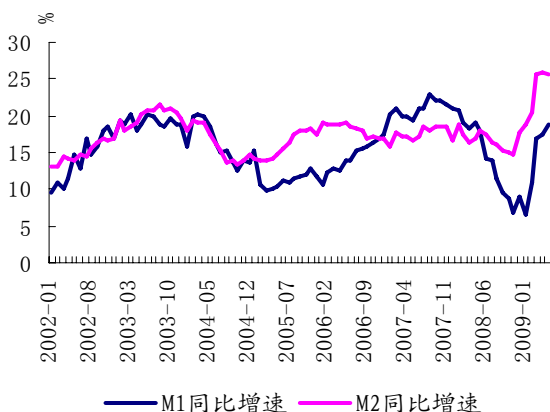
图 11: 人民币贷款余额结构



资料来源：中国人民银行、中原证券研究所

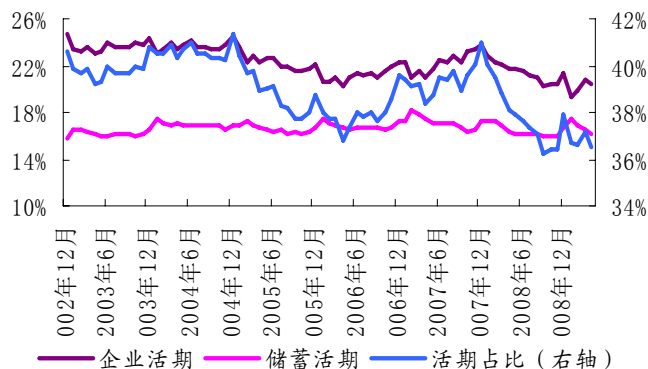
存款活期化倾向再现。全球量化宽松货币政策下的通胀预期和股市活跃使得存款定期化的趋势已经趋缓，并呈现出活期化的倾向。5月M1和M2增速的剪刀口进一步收窄至7.05个百分点，显示存款活期化的趋势在继续。

图 12: M1、M2 增速



资料来源：中国人民银行、中原证券研究所

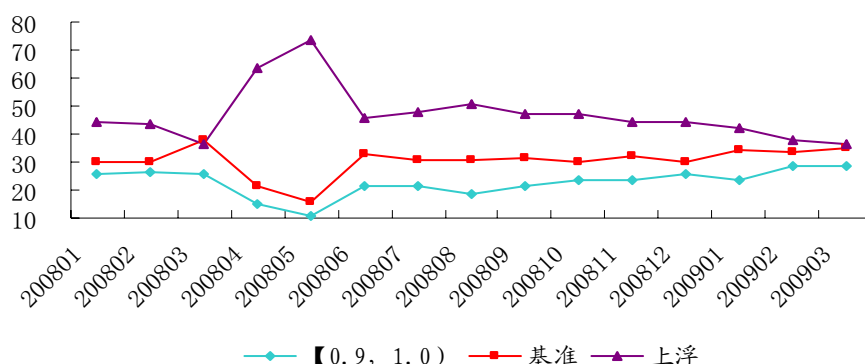
图 13: 活期存款占比



资料来源：中国人民银行、中原证券研究所

利率上浮比例趋于上升。银行的客户结构从而议价能力决定贷款利率上下浮的比例，随着四万亿投资相关配套贷款的逐步落实，下半年银行会逐步转向优质中小企业贷款和个人消费贷款，则贷款利率实行基准或是上浮的比例会上升。

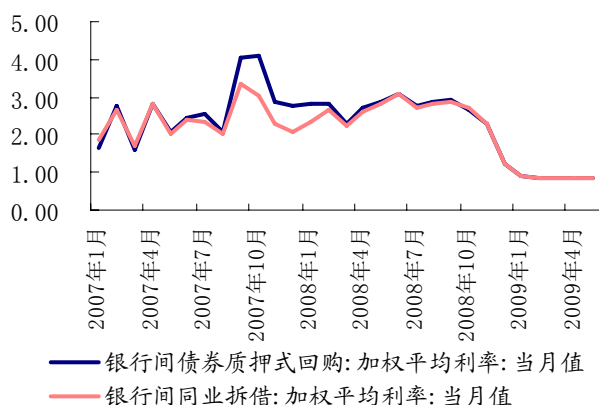
图 14: 贷款利率上下浮情况 (%)



资料来源: 中国人民银行、中原证券研究所

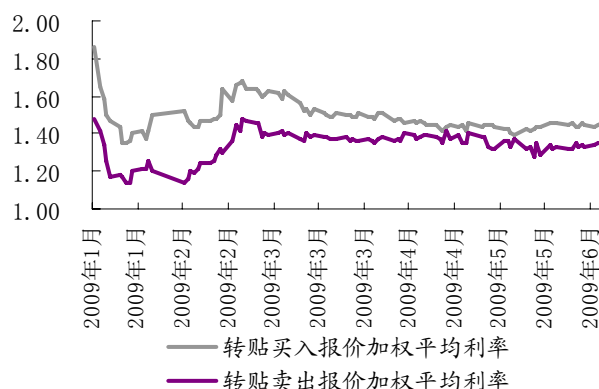
货币市场利率启稳。1季度是市场流动性最为宽松的时候, 货币市场利率仅略高于央行的超储利率。下半年央行还是会维持市场充裕的流动性, 但信贷增速下降、由信贷派生的流动性会逐步减少, 因此虽然银行间流动性会维持充裕, 但也不会有超预期的释放, 从而货币市场利率基本没有再下跌的空间, 而且若遇IPO重启, 还会推高短期收益率水平。5月银行间市场同业拆借月加权平均利率0.85%, 比上月低0.01个百分点, 质押式债券回购月加权平均利率0.85%, 比上月高0.01个百分点, 呈现低位企稳迹象。

图 15: 银行间拆借回购加权平均利率 (%)



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 16: 转贴买入卖出报价利率 (%)



资料来源: WIND、中原证券研究所

3. 经济复苏和通胀预期释放资产质量压力

3.1 逆周期放贷有利于资产质量压力提前释放

信贷的天量投放带来了经济复苏的预期也令企业的资金压力得到缓

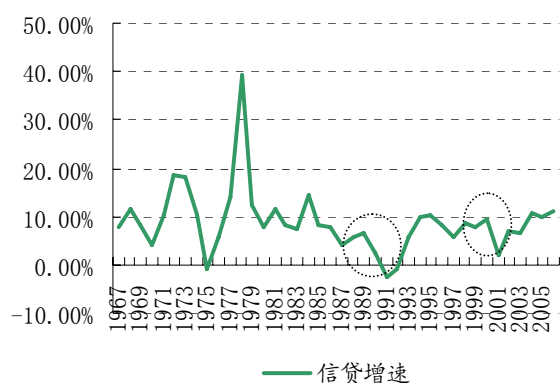
解，因此我们对银行业的资产质量预期开始转向积极。

但是市场对行业资产质量的分歧依然存在，分歧的焦点主要有：1）虽然下半年我国经济将是确定性复苏，但是并不表示我国经济就此进入新一轮上升周期，对银行的资产质量而言，只有宏观经济彻底转好，压力才能完全解除；2）中国银行业由于受政府行为影响较大经营并非完全市场化，信贷的过快投放不利于风险管控，比如贷款大比例投向基建项目增加了贷款集中度风险，争抢政府主导的大项目和降低基建项目资本金比例会导致信贷标准的放松，向地方政府融资平台发放的贷款会由于地方财政实力不均得不到充分的还款保证。

我们对行业的资产质量持相对乐观的态度。首先中国目前是处于一个经济复苏的大背景下，下半年中国经济将确定踏上复苏之旅，虽然不能保证经济就此进入新一轮上升通道，但经济的总体发展趋势是筑底向上的，这就预示着资产质量的预期是向好的；另外中国银行业逆周期放贷也缩短了经济调整的时间，从而有利于资产质量压力的提前释放。

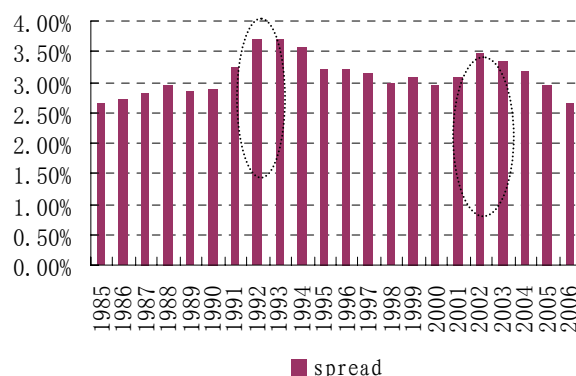
以美国银行业在经济衰退中资产质量表现的情况为参照，80年代末90年代初的储贷危机时，美国银行业逾期30天以上贷款的比例连续上升了10个季度，信贷成本同步提高，在高位维持了4年；2000年网络泡沫危机时美国银行业逾期30天以上贷款的比例也连续上升了10个季度，信贷成本也是同步提高，在高位也是维持了4年。如果以美国银行业在经济下行周期中不良上升的时间长度来对比参照，始自08年中期的这一轮不良上升周期应该于2010年底结束，但是由于我国银行业的逆周期放贷缩短了经济在底部调整的时间，因此我国银行业的资产质量风险会更早的释放。

图 17：美国银行业无逆周期放贷



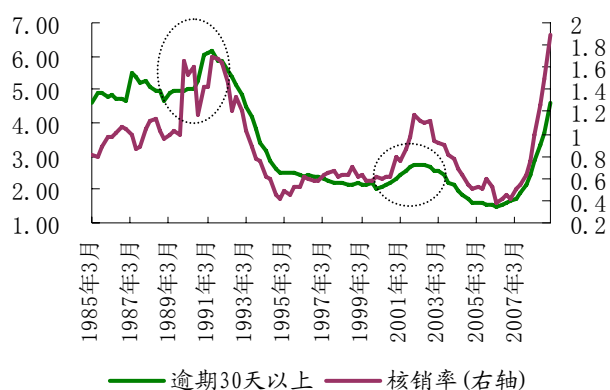
资料来源：FDIC、中原证券研究所

图 18：美国银行业在经济下行周期中利差趋于上升



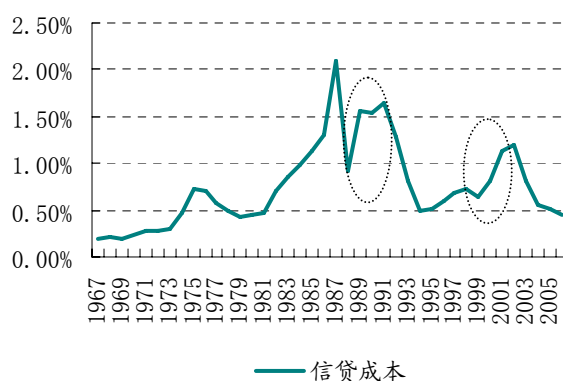
资料来源：FDIC、中原证券研究所

图 19: 美国银行逾期 30 天以上贷款比例及核销率%



资料来源: FED、中原证券研究所

图 20: 美国银行业信贷成本

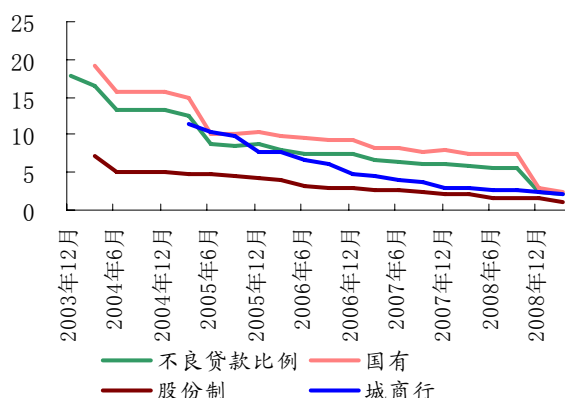


资料来源: FDIC、中原证券研究所

其次在政府四万亿投资的带动下，今年新增信贷大都投向了政府主导的基建领域，在贷款发放的过程中会有个别放松信贷标准的情况，但行业整体依然坚持的是审慎的放贷标准，对项目可行性的评估依然是以项目未来的现金流作为评判标准，因此贷款的质量整体是可控的，而且新增基建贷款的期限较长，3-5 年后中国经济已经确定性复苏，资产质量问题自然同步好转。

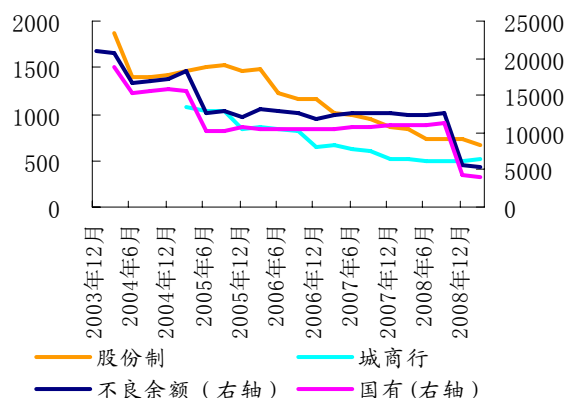
银监会的数据也显示行业的资产质量保持良好，09 年 1 季度我国商业银行不良继续双降，不良贷款余额 5495.4 亿元，比年初减少 107.7 亿元；不良贷款率 2.04%，比年初下降 0.38 个百分点，资产质量保持在较好的水平。

图 21: 金融机构不良率 (%)



资料来源: 银监会、中原证券研究所

图 22: 金融机构不良余额 (亿元)



资料来源: 银监会、中原证券研究所

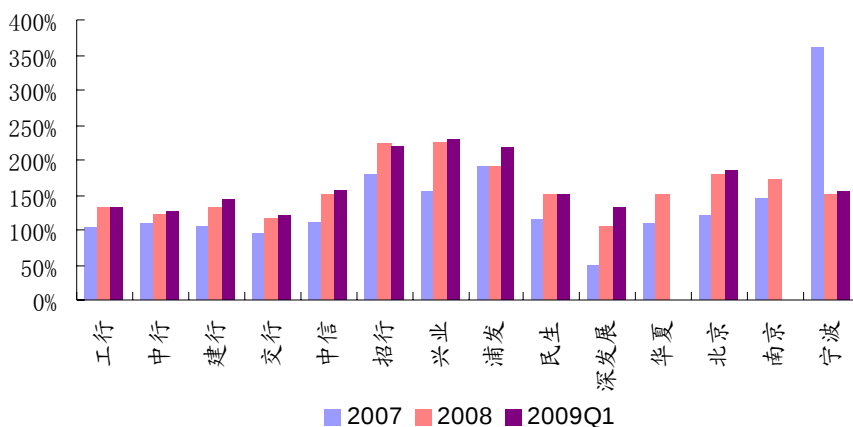
表 1: 上市银行资产质量情况

	不良贷款比例					不良贷款余额				
	2007	2008H	2008Q3	2008	2009Q1	2007	2008H	2008Q3	2008	2009Q1
工行	2.74%	2.41%	2.37%	2.29%	1.97%	111774	105136	104881	104482	102650
中行	3.12%	2.58%	2.58%	2.65%	2.24%	88802	83786	85007	87490	85127
建行	2.60%	2.21%	2.17%	2.21%	1.90%	85170	78113	78537	83882	81936
交行	2.05%	1.83%	1.75%	1.92%	1.62%	22694	22674	22718	25460	26058
中信	1.48%	1.45%	1.37%	1.36%	1.07%	8492	9202	8965	9046	8917
招行	1.54%	1.25%	1.20%	1.11%	1.01%	10394	9289	9149	9677	10097
兴业	1.15%	1.04%	1.06%	0.83%	0.72%	4583	4602	4802	4149	4239
浦发	1.46%	1.22%	1.19%	1.21%	0.96%	8023	7614		8467	8181
民生	1.22%	1.21%	1.22%	1.20%	1.17%	6773	7390	7734	7921	8671
深发展	5.62%	4.64%	4.28%	0.68%	0.61%	12475	11421	11081	1928	1963
华夏	2.25%	2.06%	-	1.82%	-	6890	6877	-	6487	-
北京	2.06%	1.74%	-	1.55%	1.33%	3240	3056	-	2987	2902
南京	1.79%	1.39%	-	1.64%	-	548	478	-	659	-
宁波	0.36%	0.40%	0.64%	0.92%	0.91%	130	174	298	452	490

资料来源: 公司数据、中原证券研究所

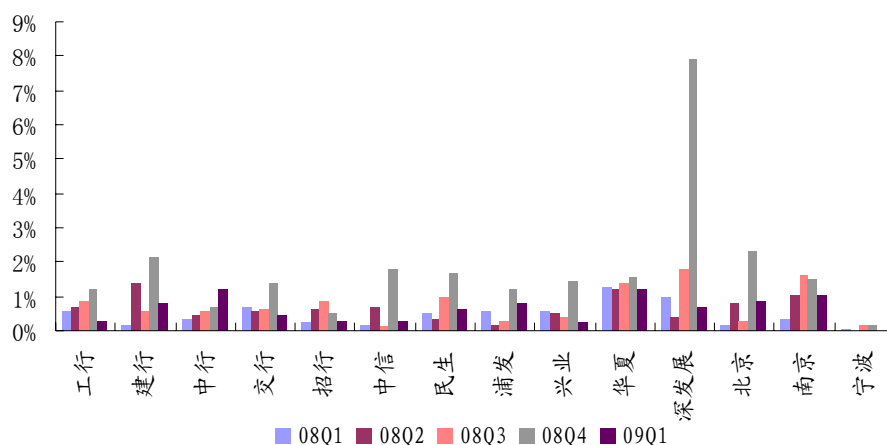
同时出于应对宏观经济下行压力和满足监管标准的需要, 上市银行普遍在 08 年 4 季度加大了拨备计提力度, 08 年拨备覆盖率较 07 年有了明显上升, 09 年 1 季度拨备覆盖率进一步上升, 拨备较为充足和资产质量稳定使得 09、10 年银行信贷成本上升的压力不大。

图 23: 上市银行拨备覆盖率



资料来源: 公司数据、中原证券研究所

图 24: 上市银行季度信贷成本



资料来源: 公司数据、中原证券研究所

3.2 温和通胀预期提升资产质量安全边际

全球量化宽松的货币政策带来了通胀预期, 下半年我国将逐步走出通缩, 并且在四季度实现CPI由负转正, 我们认为2010年仍将延续温和的通胀, 因为全球包括我国面临的都是产能过剩的压力, 这将制约通胀的进一步走高, 在通胀走高之前首先应是产能利用率的上升。

通胀预期带动了资产价格的回升, 土地房屋等资产价格的回升有利于提升银行贷款抵押物的价值, 从而有利于贷款的安全性和五级分类。

我们维持09年行业不良一升一降的判断, 不良率较年初继续下降, 不良余额小幅上升, 2010年不良小幅双升基本平稳。

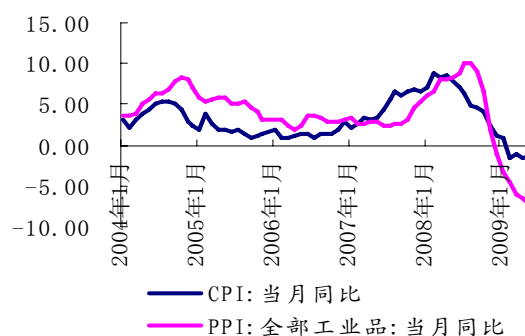
我们对行业2010年业绩预测中的信贷成本假设依然是保守的1.2%, 下半年视经济复苏的程度2010年信贷成本存在下调的可能, 若将2010年信贷成本由1.2%下调至0.95%, 则行业2010年业绩在我们此前预测增长6.47%的基础上存在10%的上调空间。

图 25: 美国全部工业部门产能利用率



资料来源: WIND、中原证券研究所

图 26: 物价指数



资料来源: WIND、中原证券研究所

4. 09年下半年投资策略

4.1 中期依然负增长, 全年正增长, 10年业绩存在10%的上调空间

1季度行业净利润平均下降8.47%, 是行业全年业绩同比增速的低点, 主要是因为息差下降超预期。未来随着息差的逐步触底回升, 新增天量信贷开始计息, 行业的净利润增速环比将逐季回升, 预计中期依然是同比负增长6.44%, 但全年行业能够实现5.31%的正增长。

对于2010年的业绩, 如上文所述, 如果下调信贷成本假设从1.2%至0.95%, 则行业业绩在6.47%的基础上存在10%的上调空间, 但由于2010年的经济形势我们目前并不能完全确定, 因此暂维持此前谨慎的假设。

表 2: 上市银行盈利预测

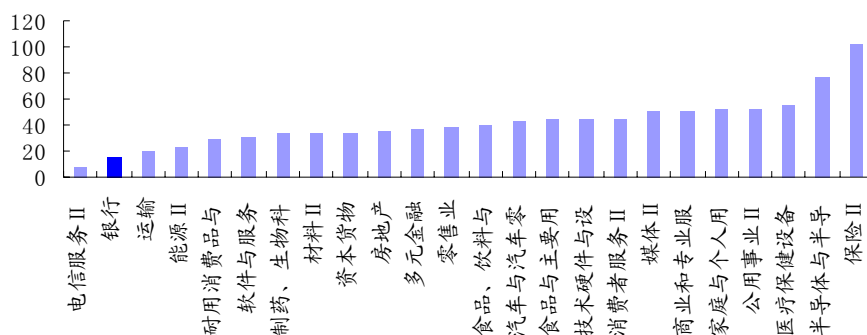
	2008	2009Q1	2009HE	2009E	2010E
工行	36.32%	6.16%	3.21%	5.18%	5.71%
建行	34.10%	-18.25%	-12.29%	5.94%	4.76%
中行	13.00%	-14.40%	-10.06%	5.32%	11.11%
交行	38.56%	0.80%	2.01%	3.07%	6.67%
招行	38.27%	-33.41%	-34.57%	-16.44%	14.29%
中信	60.68%	-22.94%	-20.22%	-3.30%	6.06%
民生	24.46%	1.63%	8.93%	38.32%	-18.97%
浦发	127.61%	5.29%	3.45%	7.90%	7.18%
兴业	32.60%	-4.75%	-3.16%	0.57%	7.86%
华夏	46.15%	-14.54%	-11.38%	2.38%	4.76%
深发展	-76.83%	11.74%	9.64%	542.29%	14.17%
北京	61.79%	-5.81%	1.11%	10.37%	8.33%
南京	60.10%	0.68%	1.96%	13.53%	13.33%
宁波	40.02%	4.82%	-2.16%	-2.38%	11.54%
行业	32.90%	-8.47%	-6.44%	5.31%	6.47%

资料来源: 公司数据、中原证券研究所

4.2 银行股估值优势依然明显

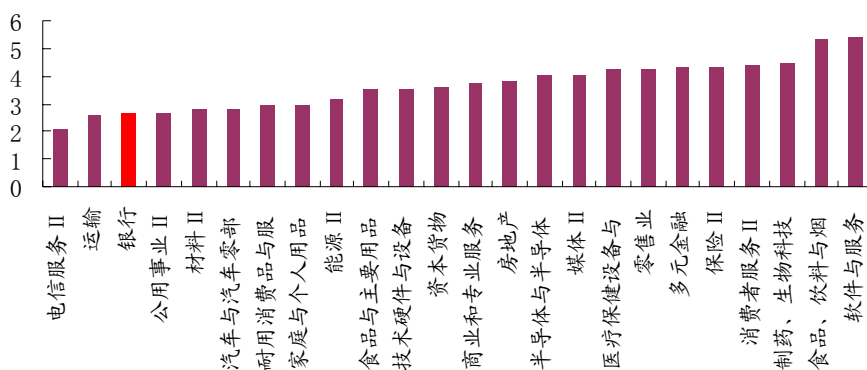
虽然经历了近期一波凌厉的上涨，银行股的估值优势依然明显。从市盈率指标看，目前银行股静态市盈率为15.70倍，在A股所有行业板块中位于低端水平，从历史上银行股市盈率相对大盘的水平看也处于历史低位。从市净率指标看，目前银行股09年1季度市净率为2.66倍，同样位于市场估值的低端，与历史上市净率相对大盘的水平看也同样处于低位水平。

图 27：板块静态PE比较



资料来源：WIND、中原证券研究所

图 28：板块市净率（1季）比较



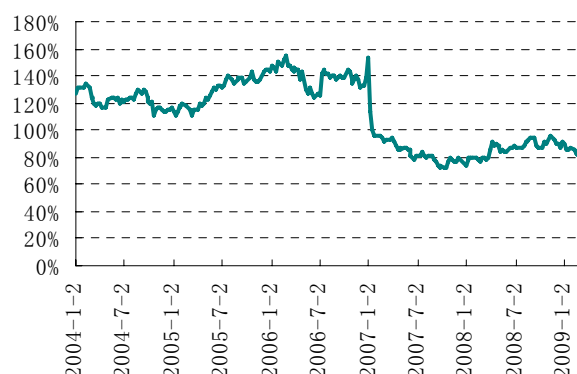
资料来源：WIND、中原证券研究所

图 29：银行业PE相对沪深 300



资料来源：WIND、中原证券研究所

图 30：银行业PB相对沪深 300



资料来源：WIND、中原证券研究所

4.3 “宏观热微观冷”致复苏初期银行股未能跑赢大市

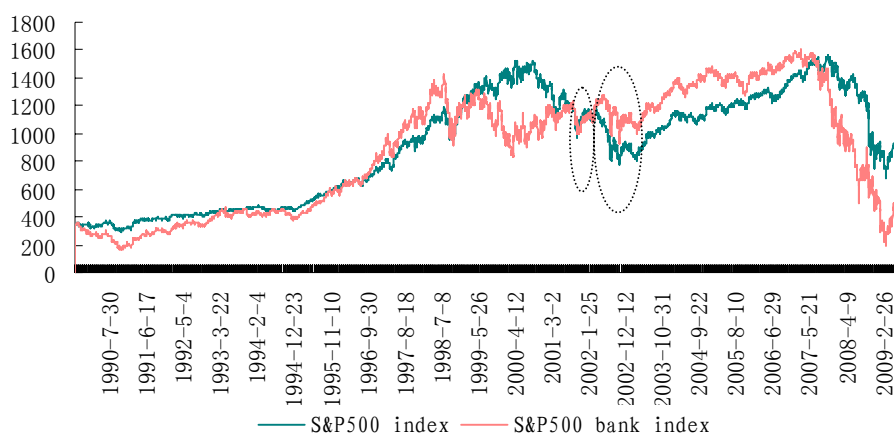
上半年在4万亿投资的带动下，宏观经济先行指标不断向好，比如PMI指数持续位于50之上，投资增速也是异常强劲，即经济从宏观上看是非常“热”的，但是微观实体却是比较“冷”的，比如发电量一直在反复，工业生产的回升也比较缓慢。“宏观热微观冷”导致银行股在经济复苏初期没能跑赢大盘，因为银行的业绩最终是由微观实体决定的，当微观实体尚未向好的时候银行的业绩也存在不确定性，下半年随着宏观经济和微观实体逐步趋于一致，银行股有望跑赢大市。

4.4 经济类“W”型左侧后半部分和右侧银行股跑赢大盘

美国经验也显示在经济复苏的类“W”型左侧的后半部分和右侧银行股通常跑赢大盘。

参照美国2000年经济衰退期间的股指运行情况可以发现，01年9月经济见底后股指开始反弹，持续到02年3月，在此期间银行股基本跑输大盘；之后经济重新寻底，股指也再度寻底，而后开始进入上升通道，在此期间不管是涨跌银行股均跑赢大盘。

图 31: S&P 500 指数和S&P 500 银行指数走势对比



资料来源: BLOOMBERG、中原证券研究所

4.5 维持银行股“强于大市”的评级

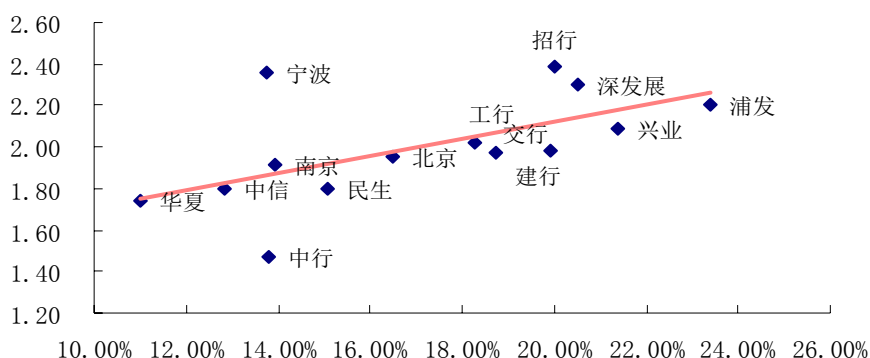
3月基于下半年宏观经济将明显好转、行业基本面存在改善的预期以及银行股位于行业低端的估值，我们上调了行业的投资评级至“强于大市”，目前这些驱动因素并未发生改变，我们维持此前对行业的评级。

在品种选择上，我们遵循以下几个投资思路：

- (1) 经济复苏背景下业绩弹性大。推荐兴业银行、浦发银行招商银行。
- (2) 相对估值优势。PB估值结合ROE，推荐浦发银行、兴业银行、建设银行、工商银行。
- (3) 主题投资。受益于上海国际金融中心建设的浦发银行、受益于上海世博会概念的交通银行；受益于海西经济建设的兴业银行、以及受益于深圳综改的深发展。
- (4) 与经济发展模式转型相结合。长期以来我国经济发展过度依赖出口和投资，本轮“保增长”也主要是依靠拉动投资，下半年国家可能会更多出台调结构的措施，未来中国经济增长一定会转到启动家庭消费上来，因此零售银行业务未来仍有广阔的发展空间，在此思路下推荐招商银行。

综合以上我们重点推荐兴业银行、招商银行和浦发银行。

图 32: 上市银行PB-ROE图



资料来源: 中原证券研究所

表 3: 上市银行估值分析表

	P		PE		PB			EPS			BVPS			ROAE		评级
	6.18	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	09E		
工行	5.07	15.36	14.49	13.70	2.81	2.51	2.28	0.33	0.35	0.37	1.81	2.02	2.22	18.30%	增持	
建行	5.87	14.68	13.98	13.34	2.94	2.64	2.35	0.40	0.42	0.44	1.99	2.22	2.50	19.93%	增持	
中行	4.11	16.44	15.22	13.70	2.23	1.99	1.87	0.25	0.27	0.30	1.84	2.07	2.20	13.79%	观望	
交行	8.81	15.19	14.68	13.77	2.97	2.56	2.33	0.58	0.60	0.64	2.96	3.44	3.78	18.74%	增持	
招行	22.23	15.65	18.68	16.35	4.11	3.43	2.94	1.42	1.19	1.36	5.41	6.49	7.56	20.01%	增持	
中信	5.79	17.03	17.55	16.54	2.37	2.14	1.96	0.34	0.33	0.35	2.44	2.70	2.96	12.83%	观望	
民生	7.90	18.81	13.62	16.81	2.76	2.54	2.30	0.42	0.58	0.47	2.86	3.11	3.44	19.42%	增持	
浦发	39.39	17.82	18.85	17.58	5.35	3.76	3.21	2.21	2.09	2.24	7.36	10.49	12.29	23.41%	增持	
兴业	33.65	14.76	14.69	13.62	3.43	2.89	2.48	2.28	2.29	2.47	9.80	11.63	13.59	21.37%	增持	
华夏	12.26	19.77	19.46	18.58	2.23	2.05	1.89	0.62	0.63	0.66	5.49	5.97	6.47	10.99%	观望	
深发展	21.92	109.60	17.26	15.12	4.15	3.09	2.63	0.20	1.27	1.45	5.28	7.10	8.33	20.51%	增持	
北京	15.36	17.66	16.00	14.77	2.83	2.47	2.18	0.87	0.96	1.04	5.43	6.21	7.06	16.50%	增持	
南京	15.81	20.01	17.57	15.50	2.57	2.34	2.13	0.79	0.90	1.02	6.15	6.75	7.41	13.95%	增持	
宁波	11.84	22.34	22.77	20.41	3.36	2.93	2.68	0.53	0.52	0.58	3.52	4.04	4.42	13.75%	观望	

资料来源: 中原证券研究所

5. 上市银行限售股解禁情况

表 4：上市银行限售股份解禁时间表及解禁比例

单位：百万股

	解禁时间	解禁股数	性质	解禁股东	总股本	占总股本比例
工行	2009-6-29	7051	H 股	社保基金	334019	2.11%
		8238	H 股	高盛	334019	2.47%
	2009-10-20	3216	H 股	安联	334019	0.96%
		638	H 股	美国运通	334019	0.19%
		7051	H 股	社保基金	334019	2.11%
	2009-10-27	118006	A 股	财政部	334019	35.33%
		118006	A 股	汇金公司	334019	35.33%
中行	2009-7-5	171325	A 股	汇金公司	253838	67.49%
深发展	2009-6-20	136	A 股	新桥	3106	4.38%
民生	2009-6-23	928	A 股	中国人寿	18823	4.93%
华夏	2009-6-6	300	A 股	首钢集团	4991	6.01%
		240	A 股	国家电网	4991	4.81%
		210	A 股	红塔集团	4991	4.21%
		120	A 股	德意志银行	4991	2.40%
		686	A 股	其他股东	4991	13.74%

资料来源：公司公告

6. 行业风险提示

- (1) 在强力财政刺激和信贷投放支持下，下半年实体经济复苏程度未达预期；
- (2) 央行回收流动性、货币乘数降低，流动性宽裕格局出现逆转；
- (3) 2010年经济再度低迷，并出现滞胀；
- (3) 央行扩大贷款利率下浮空间。

7. 重点公司

浦发银行 (600000): 业绩增长确定, 受益上海国际金融中心建设

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 06 月 18 日)

收盘价 (元)	21.39
一年内最高/最低 (元)	31.16/10.77
沪深 300 指数	3057.43
市净率 (倍)	2.69
流通市值 (亿元)	1695.35

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	7.95
净息差 (%)	2.10
净资产收益率 (%)	6.83
资本充足率 (%)	8.72
总股本/流通股 (万股)	792589/792589
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

未来两年业绩增长较为确定; 受益于上海国际金融中心和航运中心建设; 上海金融国资整合富有想象空间。

投资要点:

- **定向增发解除公司业务发展瓶颈。**资本金不足一直是公司业务发展的制约, 公开增发改定向增发募集资金约 150 亿元将保证公司后续的业务扩张。
- **未来两年业绩增长较为确定。**地方政府支持下, 09 年新增贷款中大项目占比优于其他股份制银行, 收益和风险均有较好保障; 力争走在股份制银行前列的战略指引下规模会有较快的增长, 公司未来两年的业绩增长较为确定。
- **受益于上海国际金融中心建设、上海国资整合富于想像空间。**国务院发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》, 浦发有望成为上海国际金融中心建设的金融旗舰。
- **维持“增持”评级。**考虑 8 亿股的增发, 预计公司 09 年和 2010 年每股收益分别为 2.09 元和 2.24 元, 市盈率水平分别为倍和倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:**定向增发存在不确定性; 宏观经济复苏未达预期。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	25876	34561	36022	43069
增长比率 (%)	36.72	33.56	4.23	19.56
净利润 (百万元)	5499	12512	13504	14473
增长比率 (%)	63.99	127.54	7.93	7.18
每股收益 (元)	1.26	2.21	2.09	2.24
市盈率 (倍)	16.98	17.82	18.85	17.58

兴业银行 (601166): 经济复苏预期下的高弹性品种

增持 (维持)

市场数据 (2009 年 06 月 18 日)

收盘价 (元)	33.65
一年内最高/最低 (元)	32.35/11.47
沪深 300 指数	3057.43
市净率 (倍)	3.24
流通市值 (亿元)	1339.27

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	10.40
净息差 (%)	2.30
净资产收益率 (%)	5.82
资本充足率 (%)	11.24
总股本/流通股 (万股)	500000/398000
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

经济复苏预期下业绩弹性较大, 受益于海西经济建设、资产质量好于市场预期、房地产市场回暖有利于公司业绩。

投资要点:

- **资产质量好于市场预期。** 市场此前对公司的资产质量一直较为担心, 但实际上公司的资产质量较为良好。08 年 4 季度公司的关注类和不良类贷款均实现双降, 09 年 1 季度公司的不良率在年初非常低的基础上继续下降至 0.72%, 由于不良生成率较低, 公司的拨备覆盖率继续上升至 229.82%, 使得公司有空间用拨备进行业绩调节。
- **受益于海西经济建设。** 公司的总部位于福建省, 利润和贷款份额约占全行的 20% 左右, 国务院通过的《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》将加快福建经济的发展, 公司也能获得更多的业务发展机遇。
- **房地产市场回暖有利于公司业绩。** 公司看好城镇化对中国经济增长的推动, 所以大力发展房地产相关贷款, 也拥有发展该领域优秀的业务团队; 08 年末公司开发贷和按揭贷合计占比为 34.3%, 较 07 年末下降 7.2 个百分点, 但依然为上市银行最高, 房地产市场的回暖有利于公司的业绩。
- **经济复苏预期下业绩弹性较大。** 公司的资产负债结构对宏观经济变量更敏感, 在经济复苏的背景下拥有较大的业绩弹性。
- **给予“增持”评级。** 预计公司 09 和 2010 年每股收益分别为 2.29 元、2.47 元, 对应市盈率分别为 14.69 倍和 13.62 倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 房地产市场超预期恶化; 宏观经济复苏未达预期。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (万元)	22065	29761	28197	34665
增长比率 (%)	61.16	34.88	-5.26	22.94
净利润 (万元)	8644	11385	11450	12350
增长比率 (%)	127.59	31.71	0.57	7.86
每股收益 (元)	1.73	2.28	2.29	2.47
市盈率 (倍)	19.45	14.76	14.69	13.62

招商银行 (600036): 业务模式长期看好

增持 (维持)

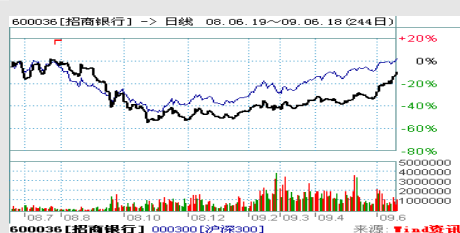
市场数据 (2009 年 06 月 18 日)

收盘价 (元)	22.23
一年内最高/最低 (元)	22.56/10.68
沪深 300 指数	3057.43
市净率 (倍)	3.98
流通市值 (亿元)	3480.94

基础数据 (2009 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	5.59
净息差 (%)	2.32
净资产收益率 (%)	5.12
资本充足率 (%)	11.34
总股本/流通股 (万股)	1911936/1565876
B 股/H 股 (万股)	/346060

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

通胀预期和货币政策转向后息差上升空间大, 公司的零售银行业务优势值得长期看好

投资要点:

- **息差 1 季度降幅居行业之首、通胀预期和货币政策转向后息差上升空间最大。**09 年 1 季度公司的净息差降幅为 131 个基点, 为上市银行降幅最高, 主要是因为公司活期存款、按揭和票据资产占比高, 未来经济复苏背景下公司息差有较大修复空间, 特别是一旦货币政策转向, 公司将成为最大受益者。
- **业务模式长期看好。**在政府投资占主导的 09 年, 公司银行业务优于零售银行业务, 但中国经济未来一定会从依靠投资和出口转到启动家庭消费上来, 因此零售银行业务依然发展空间广阔, 公司的零售银行优势值得长期看好。
- **给予“增持”评级。**预计公司 09 和 2010 年每股收益分别为 1.19 元、1.36 元, 对应市盈率分别为 18.68 倍和 16.35 倍, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 房地产市场超预期恶化; 宏观经济复苏未达预期。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (万元)	40958	55308	50938	59552
增长比率 (%)	63.28	35.04	-7.90	16.91
净利润 (万元)	15243	20946	17502	20002
增长比率 (%)	114.46	38.27	-16.44	14.29
每股收益 (元)	1.04	1.42	1.19	1.36
市盈率 (倍)	21.38	15.65	18.68	16.35

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。