

银行业

付立春

010-88092288-8539

flc@swsc.com.cn

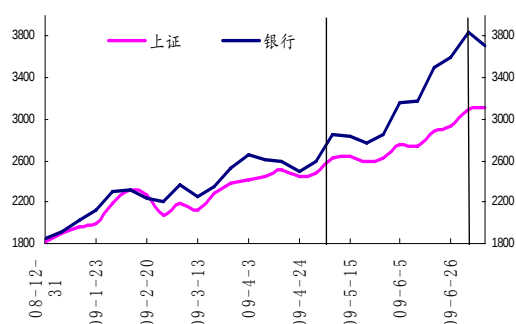
结构宽松时代 行业跟随大市

——中国银行业 7 月第 3 周报告——

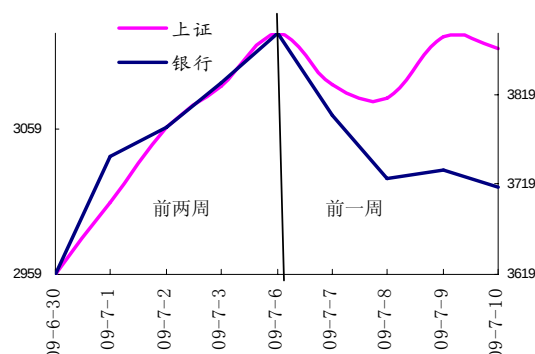
2009 年 7 月 13 日

跟随大市（下调）

市场表现——2009



市场表现——7 月



相关研究

- 2009/7/10 6 月信贷：原因、趋势与影响
- 2009/7/9 宽松信贷不变 重在结构风险
- 2009/5/8 业绩加速增长 股价仍存低估
——2009 年下半年银行投资策略报告
- 008/12/10 政策牛市中的喜与悲
——2009 年银行投资策略报告

内容摘要：

- 去年年底以来，银行业指数涨幅已超过 100%，超过大盘约 70% 的涨幅，进一步验证了我们年报、半年报的预测。上周银行表现不佳，整体落后大盘近 4%。
- 银行基本面的角度来看，从上周开始，信贷从规模宽松向结构宽松转变：
- 6 月信贷激增初步判断主因有三：一是投资周期对信贷周期的干扰；二是票据融资规模的反复；三是不同层次银行对信贷反应的层次不同。
- 更为重要的是贷款结构：新增信贷如果主要在票据融资，规模的波动虽大，但对银行的对银行的息差及存贷利差收入影响相对较小；新增信贷如果主要在 4 万亿为主的长期投资，则会对拉动银行继续分享相对高息差、低风险的业务增长。
- 从估值的角度而言，银行股估值的吸引力已经显著下降：
- 从绝对估值与目标价来看，虽然仍存在一定折价水平，当银行股的估值的上升空间较去年年底以及今年 5 月初都已经显著降低。
- 就我们对银行业未来 6 个月的业绩预测而言（参照 09 年预期市盈率），银行的 PE 估值上升空间已经迅速收窄。参照我们的策略分析，将银行业评级从“强于大市”下调至“跟随大市”。

目 录

走势：强势符合预测，上周表现不佳	2
今年银行强于大市符合预测	2
7 月第二周表现不佳.....	2
基本面：从规模宽松到结构宽松	3
6 月贷款规模超预期.....	3
脱离历史信贷周期	3
原因有三	3
央行利率上行，二套房贷收紧	4
货币市场利率走高	4
二手房贷严格执行	4
宽松货币不变，信贷保持宽松	4
结构是关键	5
票据融资对银行影响小	5
政府投资的积极作用明显	5
风险仍可控	6
估值：优势显著降低	7
绝对估值与目标价	7
相对估值与评级	7

图表目录

图 1：09 年以来银行业相对市场的表现	2
图 2：7 月银行业相对市场的表现	2
图 3：信贷周期因今年 6 月贷款而变化？	3
图 4：利率保持低位.....	5
图 5：存款准备金率降低.....	5
图 6：票据融资波动剧烈.....	6
图 7：中长期贷款快速增长.....	6
图 8：风险与收益在效益最大化下得到平衡	6
表 1：银行绝对估值与折价.....	7
表 2：银行相对估值与评级.....	8

走势：强势符合预测，上周表现不佳

今年银行强于大盘符合预测

去年年底以来，银行业指数涨幅已超过 100%，超过大盘约 70% 的涨幅。分阶段而言，银行股集中相对较强的表现是从 5 月份开始的，6 月份表现更为突出、强劲（参见图 1）。

这进一步验证了我们 08 年底给出 09 年投资策略报告的预测，以及今年 5 月初给出的投资策略中报的预测。

7 月第二周表现不佳

但是，进入 7 月以来，特别是在上一周，银行股表现相对疲弱。相比 7 月 3 日收盘价，上证综指上周上涨了 0.8 个百分点，而银行股却是下跌了 3 个百分点，整体落后大盘近 4%（参见图 2）。

图 1：09 年以来银行业相对市场的表现

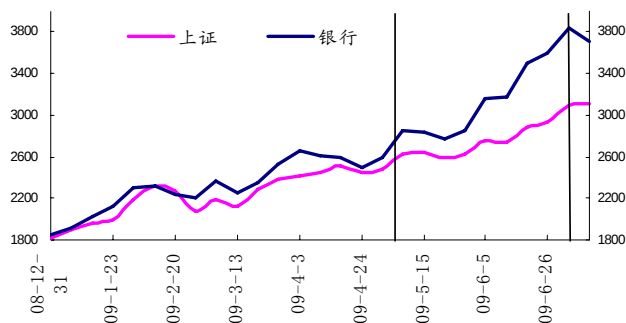
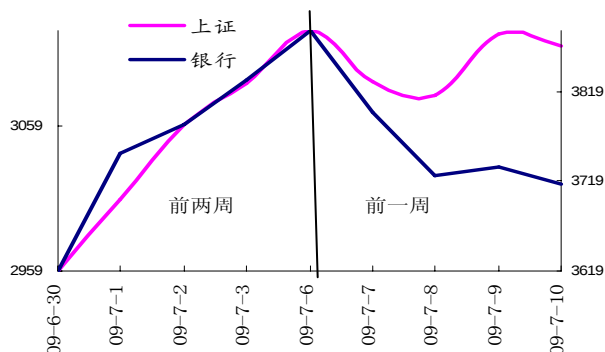


图 2：7 月银行业相对市场的表现



来源：Wind 西南证券研发中心

在持续强劲的表现后，出现如此大反差，令市场感到一定意外与动摇。我们认为，从银行基本面的角度来看并无实质性变化；但从估值的角度而言，银行股估值的吸引力已经显著下降。就我们对银行业未来 6 个月的业绩预测而言（参照 09 年预期市盈率），银行的 PE 估值上升空间已经迅速收窄。

基本面：从规模宽松到结构宽松

6 月贷款规模超预期

根据 7 月 8 日晚 18 时央行网站提前公布的中国人民银行调查统计司初步报告，6 月金融机构人民币各项贷款较上月新增 15304 亿元，各项存款较上月新增 20022 亿元。其中，贷款新增额度超出我们在 5 月初的银行业年中投资策略中给出的预测：

脱离历史信贷周期

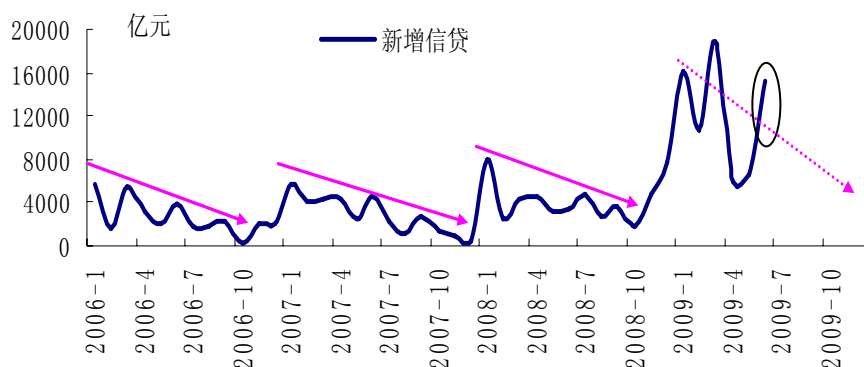
根据中国银行业信贷周期的历史经验，在一年当中，各季度放贷规模一般呈递减的态势，特别是在第一季度比较集中，下半年则加速衰减。基于此，以及观察 1-4 月的信贷规模趋势的情况下，我们判断全年新增信贷 8-10 万亿，5、6 月份的新增信贷规模不会快速反弹。

原因有三

由于目前央行的详细统计数据没有公布，我们初步判断 6 月信贷激增主因有三：一是投资周期对信贷周期的干扰；二是票据融资规模的反复；三是不同层次银行对信贷反应的层次不同。

在上述判断没有得到证实之前，我们维持下半年信贷环比放缓的预测。

图 3：信贷周期因今年 6 月贷款而变化？



来源：中国人民银行 西南证券研发中心

央行利率上行，二套房贷收紧

货币市场利率走高

根据资料，央行 7 月 7 日在银行间市场进行了 900 亿元 28 天正回购和 800 亿元 91 天正回购，分别较上周增加了 400 亿元和 500 亿元，利率分别为 1.00% 和 1.05%，较上周上涨 5 个基点。上周二央行在银行间市场重启了 91 天正回购操作，28 天和 91 天正回购利率也双双走高。

二手房贷严格执行

按照央行和银监会的有关规定，购买二套房首付需四成，按揭利率按基准利率的 1.1 倍执行。虽然各大商业银行总行的声调是银行一直严格执行央行二套房贷政策，但是在今年 6 月 11 日，央视《经济半小时》播出一档暗访节目，指各大银行集体违规为二套房贷松绑，7 月 2 日，该档节目再次在央视平台播出。

另据不少楼盘和中介公司透露，虽然二套房贷的购房者需要比第一套房贷的购房者多付一成首付，但贷款利率却是相同的。个别楼盘开发商甚至表示，二套房贷也可以首付二成。银行方面对客户购买第二套房产均给予不同程度的首付比例和利率优惠。

宽松货币不变，信贷保持宽松

货币市场的表现与货币政策、银行信贷政策并无必然关系。央行的货币政策至少在今年都不会改变。目前在经济没有明显强劲回复之前，货币政策肯定是不变的。

从国际比较经验来看，美国大萧条时期货币政策过早退出的就是很好的教训。美国在 1929 年经济大萧条时期，实行了一段时间的宽松货币政策以后有所收紧，导致美国失业率的上升以及经济的衰退。这一实例就证明了在经济衰退之前，收紧会导致经济回复前的倒退。

从国内历史经验来看，保持货币政策的连续性是十分必要的。中国在经历了 1998 年的金融危机之后几年内，基本保持着积极宽松的货币政策。刺激经济复苏需要经济的连贯性，而这次所遇到的金融危机相较 1998 年来说更为严重，所以货币政策的实施力度和连贯程度应该更高（参见图 4、图 5）。

图 4：利率保持低位

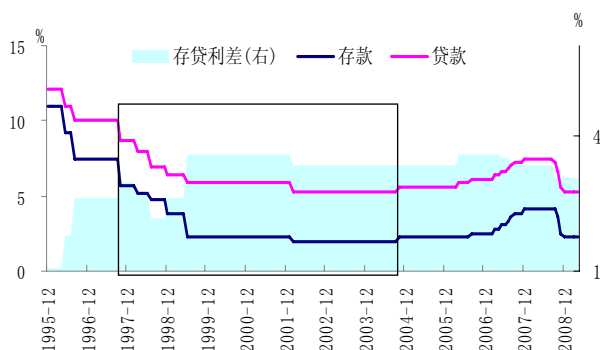
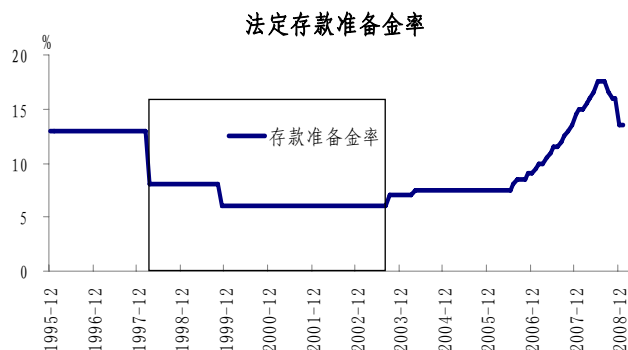


图 5：存款准备金率降低



来源：中国人民银行 西南证券研发中心

结构是关键

我们认为，政策层的举动可以看作是对信贷结构的进一步调整，更有效的配置银行资产，从而可以进一步的控制住风险。，与信贷规模相比，当前更为重要的是贷款结构。贷款的投向与使用情况关系到息差与不良率这两个非常关键的银行财务指标。

票据融资对银行影响小

新增信贷如果主要在票据融资，对银行的息差及存贷利差收入影响不大。去年 10 月以来票据融资规模不断扩大，到今年 2 月份新增 6239 亿，占到所有新增贷款的 45.56%。3、4、5 月有所下降，5 月只新增 862 亿，占到当月新增贷款的 13%。票据融资规模的波动虽大，但对银行的业绩影响相对较小。

政府投资的积极作用明显

新增信贷如果主要在 4 万亿为主的长期投资，则会对银行的存贷息差产生积极促进作用。政府投资拉动银行中长期贷款增加，若这一态势得以维持，则银行能够继续分享相对高息差、低风险的业务增长。

图 6：票据融资波动剧烈

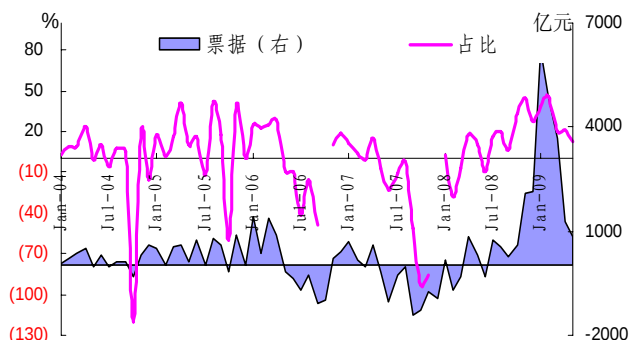
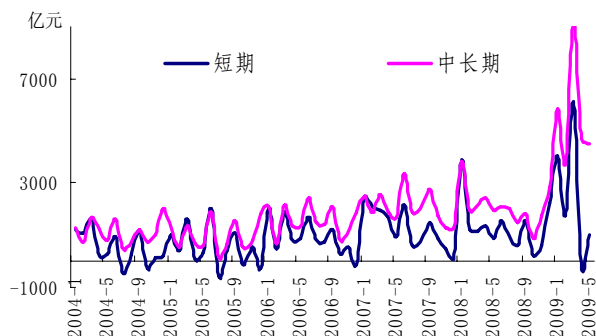


图 7：中长期贷款快速增长

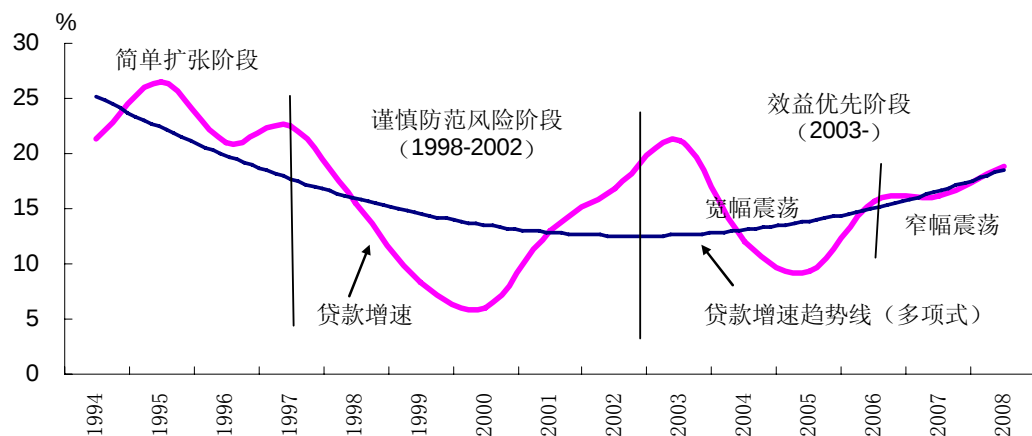


来源：中国人民银行 西南证券研发中心

风险仍可控

对于中国银行业管理的特点的判断，我们认为现阶段效益优先决定了银行会自主寻求收益与风险的平衡点。2003年以来，金融机构开始以效益最大化为原则，各方对银行经营的干预不断减少，银行信贷营销的自主性增强，贷款效益约束凸现。这个时期贷款增长与潜在的增长基本适应，贷款增速围绕趋势水平震荡调整，2006年后调整的幅度更显著缩小。现阶段效益优先日益成为银行管理经营的宗旨，银行综合权衡收益与风险，找到平衡点，并做出最优决策。

图 8：风险与收益在效益最大化下得到平衡



来源：中国人民银行《金融研究》 西南证券研发中心

估值：优势显著降低

绝对估值与目标价

根据今年以来银行业绩、股价，及其与大盘的相对表现，我们对 09 年投资策略报告中的 DDM Model 的假设进行了适当调整，根据 08 年度分红后最新股本增加进行计算，给出了 09 下半年最新的银行业内在估值中枢和折价水平。

从绝对估值与目标价（与现价的折价率）来看，虽然仍存在一定折价水平，当银行股的估值的上升空间较去年年底以及今年 5 月初都已经显著降低。

表 1：银行绝对估值与折价

	股价（7-10）	价值中枢：09H2	折价率（%）
国有银行			
工商银行	5.2	6.1	16.5
建设银行	6.2	7.1	15.0
中国银行	4.5	4.6	0.9
交通银行	9.4	10.9	15.5
股份银行			
招商银行	18.4	20.9	14.0
中信银行	6.3	5.9	-6.1
浦发银行	24.2	27.3	12.8
兴业银行	37.1	39.3	6.0
民生银行	7.8	9.4	20.3
华夏银行	12.2	12.6	3.4
深发展	22.8	25.3	11.1
城商银行			
北京银行	15.8	20.0	26.2
宁波银行	12.7	15.5	21.8
南京银行	18.0	22.2	23.6

来源：西南证券研发中心

相对估值与评级

从相对估值来看，银行股的 PB 估值优势几乎没有，PE 估值的吸引力也有一定下降。但就我们对银行业未来 6 个月的业绩预测而言（参照 09 年预期市盈率），银行的 PE 估值上升空间已经有限。

结合我们策略研究的结论，我们下调银行业的评级至“跟随大市”，即未来 6 个月中银行业相对大盘难有非常明显的强势表现，同时也不会显著弱于大盘。

表 2：银行相对估值与评级

	股价 (7-10)	每股收益 (EPS, 元)			市盈率 (PE, X)		
	(元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
国有银行							
工商银行	5.2	0.3	0.4	0.4	15.8	15.0	12.8
建设银行	6.2	0.4	0.4	0.5	15.6	14.7	11.8
中国银行	4.5	0.3	0.3	0.3	18.0	16.7	14.5
交通银行	9.4	0.6	0.6	0.7	16.2	15.0	12.7
股份制银行							
招商银行	18.4	1.4	1.5	1.5	12.8	12.6	12.4
中信银行	6.3	0.3	0.4	0.4	18.5	18.0	17.5
浦发银行	24.2	2.2	2.2	2.3	11.0	10.9	10.8
兴业银行	37.1	2.3	2.3	2.5	16.3	16.1	15.0
民生银行	7.8	0.4	0.5	0.5	18.6	16.7	14.8
华夏银行	12.2	0.7	0.7	0.8	17.4	16.4	14.8
深发展 A	22.8	0.2	1.3	1.5	115.1	17.4	14.9
城市商业银行							
北京银行	15.8	0.9	1.0	1.1	18.2	16.5	14.5
宁波银行	12.7	0.5	0.6	0.6	24.0	22.7	20.8
南京银行	18.0	0.8	1.0	1.1	22.7	18.2	16.2
银行业平均		0.8	0.9	1.0	24.3	16.2	14.5
	每股净资产 (BVPS, %)			市净率 (PB, X)			评级
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
国有银行							
工商银行	1.8	2.0	2.1	2.9	2.7	2.5	长期买入
建设银行	2.0	2.3	2.6	3.1	2.7	2.4	长期买入
中国银行	1.8	2.0	2.2	2.5	2.3	2.1	持有
交通银行	3.0	3.6	4.2	3.2	2.6	2.3	增持
股份制银行							
招商银行	5.4	6.4	7.5	3.4	2.9	2.4	长期买入
中信银行	2.4	2.7	2.9	2.6	2.4	2.2	持有
浦发银行	7.4	9.0	10.2	3.3	2.7	2.4	增持
兴业银行	9.8	11.3	13.5	3.8	3.3	2.8	持有
民生银行	2.9	3.3	3.5	2.7	2.4	2.2	增持
华夏银行	5.5	5.9	6.4	2.2	2.1	1.9	增持
深发展 A	5.3	6.4	7.7	4.3	3.6	3.0	谨慎持有
城市商业银行							
北京银行	5.4	5.8	6.7	2.9	2.7	2.4	持有
宁波银行	3.5	3.9	4.3	3.6	3.2	2.9	长期买入
南京银行	6.2	6.5	7.3	2.9	2.8	2.5	谨慎持有
银行业平均	4.5	5.1	5.8	3.1	2.7	2.4	跟随大市

来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增 持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持 有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖 出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>