

2009 年 12 月 06 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	19.67
市场优化平均市盈率	29.70
国金银行业指数	6170.55
沪深 300 指数	3643.49
上证指数	3317.04
深证成指	13884.93
中小板指数	5669.77


相关报告

- 1 《把握融资恐惧修正的投资机会》，2009.12.2
- 2 《加息+升值预期助推银行估值提升》，2009.11.20
- 3 《上市银行 3 季报回顾》，2009.11.3

张英

 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

 (8621)61038264
 chenjing@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

银行业研究报告

——上涨理由不是找出来的

减持

持有

增持

事件：

- 12月4日（周五）银行指数大涨 3.8%，其中中信银行涨停、宁波银行涨幅 9.3%。

点评：

- **我们认为银行股大涨是预期之中的事情**，只是我们不知道是发生在今天还是明天而已。之所以这样讲，是因为我们认为无论从价值回归还是风格转换，银行股大涨都是必然之事。
 - ◆ **价值回归是必然。**按照我们 2010 年 22.9% 的盈利增长，目前银行股的估值水平仅为 14x2010PE；值得提醒的是，在我们 10 年的盈利预测中，我们并没有考虑加息等因素，盈利预测假设相对保守，盈利超预期是大概率事件。
 - ◆ **风格转换接近临界点。**从小盘股相对大盘股的估值溢价来看，目前已经接近历史最高点，溢价幅度达到 125%；小盘股目前 PE 估值已经接近 07 年时的高点水平。小盘股相对于大盘股的 PB 在 09 年持续上升，但小盘股相对于大盘股的 ROE 却基本维持折价水平没有变化。在深交所对创业板的账户限制和风险警示显示了小盘股的泡沫风险，大盘股的价值凸显。
- **仍然看好银行股未来的价值回归和估值提升之路，寻找息差弹性大的银行以及具有经营特色能赋予估值溢价的银行。**
 - ◆ **重申推荐银行股。**我们在 12 月 2 日《把握融资恐惧修正的投资机会》中曾指出“银行的基本面向好趋势不变，2010 年业绩增长的确定性不变，市场对融资的恐惧的减弱将带来估值的修正。目前股价的估值支撑明显，风险回报比非常高，建议积极把握银行股的投资机会”。目前融资的过渡恐惧有所修复，但大小盘风格转换、股指期货对银行股形成新的支撑，美国失业率超预期也可能增强市场对国内经济后续动力的信心，银行股持续上涨具备基础，重申对银行股的推荐。
 - ◆ **维持 2010 年行业“量价齐升”的判断。**年度策略报告我们认为，“加息+人民币升值”背景下，银行有望出现“量价齐升”局面：1）货币政策趋于中性与加息预期下，对银行业绩弹性最大的“价”具备上升基础；2）人民币升值预期下及同业收益率上升趋势下，银行同业资产活跃度增加，股份制银行有望出现生息资产增速大幅高于贷款增速的情况。
 - ◆ **“量价齐升”推动估值水平提升。**“量价齐升”格局中，银行股业绩弹性得到体现，估值水平将得到提升，股份制/大行 2010 年的平均估值水平有望达到 20x2010PE/15x2010PE。目前股份制/大行平均估值水平是 15x2010PE 和 12x2010PE，估值上至少还有 30% 空间。
 - ◆ **个股上，我们仍然维持推荐年度策略中“招行、中信、宁波、兴业”的组合，同时，提醒投资者关注估值较低的“华夏、民生”。**

图表1：上市银行估值表

国内银行估值水平													净利润同比增长
	评级	股价	股本(亿)	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		4-Dec-09	股本	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
浦发	买入	23.2	88	1.48	1.78	15.73	13.00	7.75	9.24	2.99	2.51	19.03	19.31
南京	买入	18.9	18	0.89	1.18	21.14	15.93	6.74	7.63	2.80	2.47	13.24	15.53
兴业	买入	40.0	55	2.07	2.62	19.27	15.26	13.37	15.57	2.99	2.57	15.52	16.82
交通	买入	8.8	490	0.59	0.75	14.86	11.79	3.40	4.03	2.58	2.18	17.38	18.50
民生	买入	8.0	221	0.52	0.59	15.45	13.57	3.95	4.44	2.03	1.80	13.12	13.30
北京	买入	18.8	62	0.93	1.20	20.34	15.66	6.15	7.05	3.06	2.67	15.05	17.03
建设	买入	6.2	2,337	0.44	0.54	14.07	11.46	2.17	2.47	2.86	2.51	20.31	21.93
招商	买入	18.0	220	0.81	1.10	22.41	16.47	5.36	6.25	3.37	2.89	15.02	17.52
工行	买入	5.4	3,340	0.38	0.45	14.35	12.03	2.01	2.22	2.69	2.43	18.76	20.23
华夏	持有	11.9	50	0.69	0.95	17.17	12.53	6.04	6.76	1.98	1.76	11.51	14.08
中行	持有	4.3	2,538	0.29	0.36	14.67	11.94	2.06	2.32	2.09	1.85	14.25	15.51
中信	买入	7.3	390	0.35	0.46	20.64	15.81	2.69	3.04	2.71	2.40	13.11	15.15
深发展	持有	25.3	37	1.24	1.59	20.35	15.90	8.56	9.87	2.95	2.56	14.51	16.12
宁波	买入	16.0	29	0.50	0.74	31.90	21.54	5.05	5.62	3.17	2.85	9.92	13.21
Average/Sum						17.73	13.95			2.70	2.35	15.45	17.00
H股估值水平													
	评级	股价	AH溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		4-Dec-09		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
招商银行(H)		21.05	97.39%	0.81	1.10	23.01	16.91	5.36	6.25	3.46	2.96	15.02	17.52
交通银行(H)		9.37	106.60%	0.59	0.75	13.94	11.06	3.40	4.03	2.42	2.05	17.38	18.50
建设银行(H)		7.17	98.26%	0.44	0.54	14.42	11.60	2.17	2.47	2.91	2.56	20.17	22.05
中信银行(H)		6.84	120.78%	0.35	0.45	17.19	13.49	2.69	3.04	2.24	1.98	13.03	14.70
工商银行(H)		6.74	91.21%	0.37	0.44	16.04	13.43	2.01	2.22	2.95	2.67	18.40	19.88
中国银行(H)		4.47	109.31%	0.29	0.35	13.70	11.21	2.06	2.32	1.91	1.69	13.95	15.12
民生银行(H)		9.05	101%	0.52	0.59	15.36	13.49	3.95	4.44	2.02	1.79	13.12	13.30
Average			105.2%			16.38	12.95			2.65	2.32	16.12	17.85
		汇率:	0.88										
H股估值已考虑了汇率因素													
浦发增发确认：融资额150亿，发行价格16.59，融资股数9.04亿，摊薄约10%													
深发展考虑增发：融资不超过106.83亿，发行股数5.85，摊薄19%													
民生考虑增发：融资额264亿，发行股数约33.3亿股，摊薄约17.5%													
招行考虑配股：融资额约220亿，10配1.5，													
兴业考虑融资，融资额180亿，10配1.5，7.5亿股，摊薄15%													
宁波考虑融资，融资额44亿，3.8亿股													
为了方便比较选择，所有可能融资的银行都考虑了融资，并均假设在09年完成完成													

来源：公司数据、国金证券研究所

图表2：小盘股对大盘股的PE 估值溢价



注：1、EPS 取 TTM，既过去可获得财务数据的 4 个季度单季叫加总；
2、截止日期是 2009-11-30

来源：国金证券研究所

图表3：小盘股对大盘股的ROE 溢价



来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。