

2010-6-6

银行

维持

增持

农行上市在即，关注估值变化

◇ 银行业周报（2010.5.31-2010.6.6）

◆ 本周市场表现

本周沪深300下跌3.72%，银行板块下跌4.33%，国有大银行整体表现仍好于中小银行。个股方面，14家上市银行股价均有不同程度的下跌，华夏（-1.75%）、工行（-2.54%）、建行（-2.99%）、招行（-3.23%）表现相对较好，兴业（-8.46%）、北京（-6.77%）、民生（-6.46%）跌幅居前。以周五收盘价计算，行业10年PE/PB分别为10.7倍和1.7倍。其中，国有行、股份制银行、城商行10年PE/PB分别为9.0倍/1.6倍、10.8倍/1.6倍、12.4倍/1.8倍。

◆ 行业动态评述

本周公开市场操作货币回笼量为1300亿元，剔除1440亿元央票和正回购到期，央行一周净投放资金140亿元。鉴于流动性趋紧，5月以来公开市场回笼力度明显放缓，央行在5月第二周、第四周以及本周的公开市场操作均为净投放，5月以来合计净投放资金2380亿元。从利率走势看，1年期央票利率上升8.32BP至2.0096%，为连续十七周持平后首度走高；三个月期央票利率上升4.04BP至1.53%；三年期央票利率则下降2BP至2.68%。当前货币政策有如下几个方面值得关注：（1）由于前期一系列紧缩政策累积效应体现、近期新增外汇占款放缓及股市融资规模加大，银行间市场流动性趋紧，央行将保持灵活的公开市场操作缓解流动性紧张局面。（2）1年期央票利率通常被用来引导基准利率预期，但其利率意外上行未必预示加息。鉴于欧债危机带来全球经济二次探底风险加大、国内政策叠加效应使经济增长面临放缓压力，短期加息可能性减弱。

农行于6月4日晚在证监会网站刊登了IPO预披露文件，并将于6月9日上会审核。本次IPO采取A+H股同步发行，A股拟发行不超过222.35亿股（考虑超额配售权后不超过255.71亿股）；H股拟发行不超过254.12股，占发行后总股本比例不超过8%（考虑超额配售权后不超过9%）。我们认为：（1）根据农行披露的财务数据，截至10年1季度，公司发行前每股净资产1.37元，09年每股收益0.25元。按1.5-2.0倍发行市净率、发行前每股净资产计算，发行价在2.1-2.7元之间，总融资规模在1000-1400亿元之间，A股融资规模在500-700亿元之间。按发行后每股净资产计算，发行市净率为1.4-1.7倍，对应发行市盈率为8-11倍。目前市场传言较多的发行价格（2.5元）对应的发行市净率为1.8（按发行前每股净资产）和1.6（按发行后每股净资产）倍。（2）短期影响将取决于农行最后确定的发行价及对应的估值水平，目前上市大银行平均PB为1.84倍，09年静态PE为10.8倍。若农行发行价给予的估值较高，在流动性允许的情况下将撬动板块其他个股估值。（3）尽管农行募集资金额小于此前市场预期（约300亿美元），但农行上市将导致银行板块股票供给大量增加，在分流资金的同时亦将引起板块估值系统性下移。

◆ 本周行业观点及个股推荐

行业观点：由于息差回升相对缓慢及较高的信用成本率，全年业绩增长预测面临下调。在宏观经济复苏和企业盈利恢复的大背景下，10年银行业经营基本面仍相对稳定。但受到房地产调控、融资平台清理、结构调整以及政策趋紧的影响，商业银行信用成本在下半年有上行压力。我们估算上述因素对银行业绩的负面影响在10%以内，保守测算10年上市银行合计的盈利增长15%。由于相关因素已持续被市场考虑并在估值上得到反映，我们仍维持行业“增持”评级。待相关问题渐趋明朗，过度悲观预期的修正会带来估值上升动力。

个股推荐：大银行估值水平较上一周期底部已非常接近，短期将表现出较强的防御性；超跌的优质中型银行（招行、浦发、民生、深发展、兴业）可择机在底部吸纳。

分析师：

沈维（执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

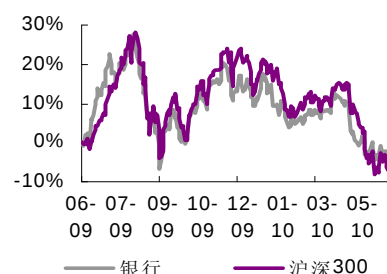
shenwei@ebsecn.com

冯钦远（执业证书编号：S0930210030002）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



一、本周观点

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 下跌 3.72%，银行板块下跌 4.33%，国有大银行整体表现仍好于中小银行。个股方面，14 家上市银行股价均有不同程度的下跌，华夏（-1.75%）、工行（-2.54%）、建行（-2.99%）、招行（-3.23%）表现相对较好，兴业（-8.46%）、北京（-6.77%）、民生（-6.46%）跌幅居前。以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 10.7 倍和 1.7 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 9.0 倍/1.6 倍、10.8 倍/1.6 倍、12.4 倍/1.8 倍。

◆ 行业动态评述

本周公开市场操作货币回笼量为 1300 亿元，剔除 1440 亿元央票和正回购到期，央行一周净投放资金 140 亿元。鉴于流动性趋紧，5 月以来公开市场回笼力度明显放缓，央行在 5 月第二周、第四周以及本周的公开市场操作均为净投放，5 月以来合计净投放资金 2380 亿元。从利率走势看，1 年期央票利率上升 8.32BP 至 2.0096%，为连续十七周持平后首度走高；三个月期央票利率上升 4.04BP 至 1.53%；三年期央票利率则下降 2BP 至 2.68%。当前货币政策有如下几个方面值得关注：（1）由于前期一系列紧缩政策累积效应体现、近期新增外汇占款放缓及股市融资规模加大，银行间市场流动性趋紧，央行将保持灵活的公开市场操作缓解流动性紧张局面。

（2）1 年期央票利率通常被用来引导基准利率预期，但其利率意外上行未必预示加息。鉴于欧债危机带来全球经济二次探底风险加大、国内政策叠加效应使经济增长面临放缓压力，短期加息可能性减弱。

农行于 6 月 4 日晚在证监会网站刊登了 IPO 预披露文件，并将于 6 月 9 日上会审核。本次 IPO 采取 A+H 股同步发行，A 股拟发行不超过 222.35 亿股（考虑超额配售权后不超过 255.71 亿股）；H 股拟发行不超过 254.12 股，占发行后总股本比例不超过 8%（考虑超额配售权后不超过 9%）。我们认为：（1）根据农行披露的财务数据，截至 10 年 1 季度，公司发行前每股净资产 1.37 元，09 年每股收益 0.25 元。按 1.5-2.0 倍发行市净率、发行前每股净资产计算，发行价在 2.1-2.7 元之间，总融资规模在 1000-1400 亿元之间，A 股融资规模在 500-700 亿元之间。按发行后每股净资产计算，发行市净率为 1.4-1.7 倍，对应发行市盈率为 8-11 倍。目前市场传言较多的发行价格（2.5 元）对应的发行市净率为 1.8（按发行前每股净资产）和 1.6（按发行后每股净资产）倍。（2）短期影响将取决于农行最后确定的发行价及对应的估值水平，目前上市大银行平均 PB 估值为 1.84 倍，09 年静态 PE 为 10.8 倍。若农行发行价给予的估值水平较高，在流动性允许的情况下将撬动板块其他个股估值。（3）尽管农行募集资金额小于此前市场预期（约 300 亿美元），但农行上市将导致银行板块股票供给大量增加，在分流资金的同时亦将引起板块估值系统性下移。

◆ 本周行业观点及个股推荐

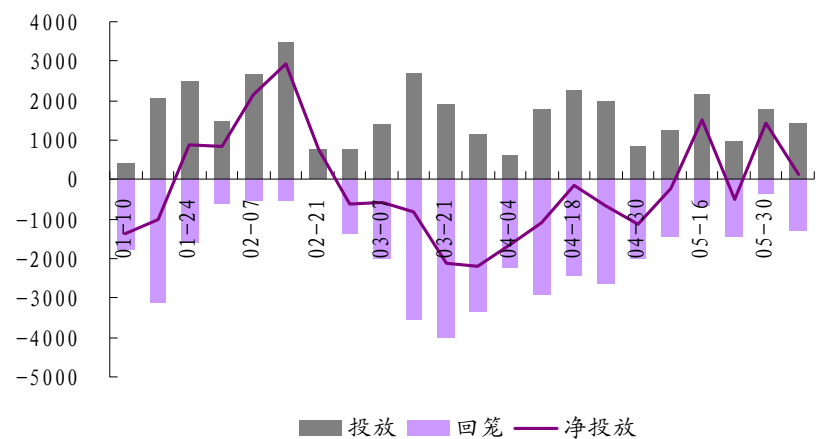
行业观点：由于息差回升相对缓慢及较高的信用成本率，全年业绩增长预测面临下调。在宏观经济复苏和企业盈利恢复的大背景下，10 年银行业经营基本面仍相对稳定。但受到房地产调控、融资平台清理、结构调整以及政策趋紧的影响，商业银行信用成本在下半年有上行压力。我们估算上述因素对银行业绩的负面影响在 10%以内，保守测算 10 年上市银行合计的盈利增长 15%。由于相关因素已持续被市场考虑并在估值上得到反映，我们仍维持行业“增持”评级。待相关问题渐趋明朗，过度悲观预期的修正会带来估值上升动力。

个股推荐: 大银行估值水平较上一周期底部已非常接近, 短期将表现出较强的防御性; 超跌的优质中型银行 (招行、浦发、民生、深发展、兴业) 可择机在底部吸纳。

二、行业动态

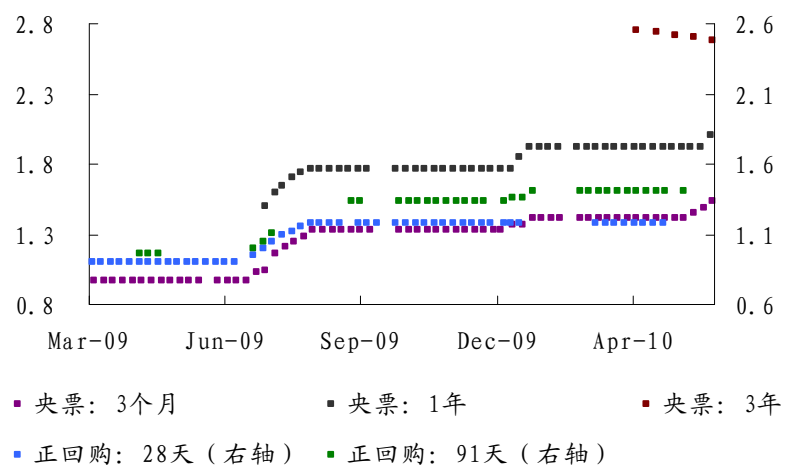
央行: 本周央行通过公开市场操作**净投放货币 140 亿元**。三个月期央票利率上升 4.04BP 至 1.53%, 1 年期央票利率上升 8.32BP 至 2.0096%, 三年期央票利率下降 2BP 至 2.68%。(见图 1、图 2)

图 1: 公开市场货币投放 (亿元)



资料来源: wind、光大证券研究所

图 2: 央票及回购利率 (%)



资料来源: wind、光大证券研究所

央行、银监会: 发布《关于进一步做好支持节能减排和淘汰落后产能金融服务工作的意见》, 要求对不符合节能减排和要求淘汰的落后产能的违规在建项目, 不得提供任何形式的新增授信支持; 对违规已经建成的项目, 不得新增任何流动资金贷款, 已经发放的贷款, 要采取妥善措施保全银

行债权安全。银行要对提前暴露出来的信贷风险严格分类，该降为不良贷款的要及时坚决调整到位并相应提足拨备，大力加强核销和处置工作。

银监会: 截至 09 年末，共有 42 家城市商业银行在省内外设立分行 115 家，其中 32 家城商行跨省设立了分行。(新华网/2010.05.31)

上海银监会: 对上海主要中外资银行按揭贷款的压力测试显示，在轻度、中度和重度三类情景下，个人住房贷款不良率将从 0.36% 的基准水平分别升至 0.58%、0.74% 和 1.58%。在重度（房价下降 30%）情景下，全部贷款不良率将从 1.04% 升至 1.41%，预计损失增加约 50 亿元，占银行 09 年税前利润的 8%。(中金在线/2010.06.04)

三、公司跟踪

工商银行: 董事长姜建清表示，工行将有条不紊地推进国际化发展。据悉，工行计划在欧洲新增 5 家分支机构，并将在适当的时候在中东和南非展开收购。(华尔街日报、香港文汇报)

建设银行: 浙江青田建信华侨村镇银行和浙江武义建信村镇银行开业。截止 4 月底，建行已运营的湖南桃江建信村镇银行和浙江苍南建信村镇银行存款达 4.57 亿元，贷款达 3.95 亿元，其中涉农贷款占比达 84%。(证券时报网/2010.06.03)

中国银行: 发行可转债 400 亿元，其中原 A 股股东优先配售约占发行总量的 17.97%，对一般社会投资者和机构投资者发售/配售中签比例为 1.89%。(公司公告)

交通银行: 按每 10 股配售 1.5 股的比例向全体股东配售，配股价格为 4.5 元/股，预计融资总额为 330.71 亿元。其中，A 股配股预计融资额为 175.03 亿元，H 股配股预计融资额为 155.68 亿元。(公司公告)

招商银行: 资本管理中期规划确定，未来三年资本充足率目标为 10%-12%，核心资本充足率目标为 8% 以上。规划期内，若未发生对资本充足率产生重大影响的事件，原则上将不考虑进一步进行股权融资。此外，为保障资本充足率达到中期目标，公司将积极探索多种资本补充工具，考虑在境内、境外两个市场，通过发行次级债等不同方式补充资本。(公司公告)

民生银行: 发行不超过 58 亿元 10 年期次级债的方案获银监会及央行批准。(公司公告)

兴业银行: 配股有效认购数量为 992,450,630 股，占可配股份总额的 99.25%。(公司公告)

华夏银行: 非公开发行股票方案获股东大会批准。(公司公告)

农业银行: 于 6 月 4 日晚在证监会网站刊登了 IPO 预披露文件，并将于 6 月 9 日上会审核。本次 IPO 采取 A+H 股同步发行，A 股拟发行不超过 222.35 亿股（考虑超额配售权后不超过 255.71 亿股）；H 股拟发行不超过

254.12 股，H 股占发行后总股本比例不超过 8%（考虑超额配售权后不超过 9%）。（公司公告）

四、市场表现与估值水平

表 1：上市银行市场表现

	收盘价	换手率(%)	股价变动(%)			
			1 周	1 月	1 季	1 年
A 股						
国有大银行						
工商银行	4.33	0.22	0.88	-0.90	-7.61	7.34
建设银行	5.01	3.57	-0.40	-4.57	-11.01	10.81
中国银行	4.01	0.14	1.26	-4.30	-3.14	15.48
交通银行	6.76	1.11	0.00	-3.69	-16.38	-1.34
中小股份制银行						
招商银行	13.62	2.08	-0.37	-4.56	-9.63	11.27
浦发银行	19.13	2.57	-0.52	-7.09	-7.76	5.19
民生银行	6.68	2.57	-0.15	-4.84	-8.87	-0.45
兴业银行	28.06	1.40	3.20	-6.06	-17.98	1.50
中信银行	5.36	0.64	0.37	-11.55	-22.88	7.02
深发展 A	18.08	4.34	1.46	-12.06	-19.47	1.35
华夏银行	10.86	3.40	-1.27	-13.58	0.20	11.03
城商行						
北京银行	13.44	3.70	1.13	-4.68	-15.89	8.55
南京银行	13.66	5.51	0.07	-11.13	-17.46	-0.76
宁波银行	11.58	6.83	-0.09	-12.24	-22.98	16.83
银行业	2225.44		0.76	-4.05	-8.67	9.59
沪深 300	2850.30		2.94	-7.08	-13.14	3.28

资料来源：wind

表 2：上市银行估值水平

	EPS (元)				BVPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股													
国有行													
工商银行	4.22	0.39	0.49	0.58	2.02	2.43	2.82	10.96	8.66	7.22	2.09	1.74	1.50
建设银行	4.86	0.46	0.56	0.67	2.38	2.75	3.15	10.64	8.69	7.20	2.04	1.76	1.54
中国银行	3.64	0.32	0.40	0.48	2.03	2.36	2.68	11.43	9.16	7.54	1.79	1.54	1.36
交通银行	6.39	0.61	0.67	0.84	3.34	4.16	4.73	10.41	9.55	7.61	1.91	1.54	1.35
股份制银行													
招商银行	13.18	0.95	1.12	1.36	4.85	6.18	7.14	13.82	11.77	9.71	2.72	2.13	1.85
浦发银行	18.17	1.50	1.72	2.13	7.70	10.96	12.23	12.14	10.55	8.55	2.36	1.66	1.49
民生银行	6.25	0.54	0.61	0.76	3.95	4.49	5.13	11.50	10.22	8.26	1.58	1.39	1.22
兴业银行	24.15	2.66	2.90	3.55	11.92	15.80	18.62	9.09	8.33	6.80	2.03	1.53	1.30
中信银行	5.15	0.37	0.48	0.58	2.63	2.94	3.28	14.04	10.64	8.94	1.96	1.75	1.57
深发展 A	17.30	1.62	1.80	2.22	6.59	10.12	11.80	10.68	9.60	7.79	2.62	1.71	1.47
华夏银行	10.67	0.75	0.72	0.90	6.06	8.03	8.72	14.16	14.78	11.89	1.76	1.33	1.22
城商行													
北京银行	12.53	0.90	1.32	1.65	6.03	6.80	7.79	13.85	9.47	7.58	2.08	1.84	1.61
南京银行	12.86	0.84	0.99	1.31	6.55	8.13	8.95	15.30	12.94	9.83	1.96	1.58	1.44
宁波银行	10.93	0.58	0.74	0.96	3.90	5.38	5.97	18.75	14.73	11.33	2.80	2.03	1.83
国有行								10.86	9.02	7.39	1.96	1.64	1.44
股份制银行								12.20	10.84	8.85	2.15	1.64	1.44
城商行								15.97	12.38	9.58	2.28	1.82	1.63
A 股银行								12.63	10.65	8.59	2.12	1.68	1.48

资料来源：光大证券研究所

光大证券银行业研究团队

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008年2月加盟光大任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。曾就职于毕马威华振会计师事务所（KPMG）金融服务部门，从事银行保险等金融机构审计。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009年9月加盟光大证券任银行业分析师。此前曾在瑞银证券销售交易部及结算部工作。

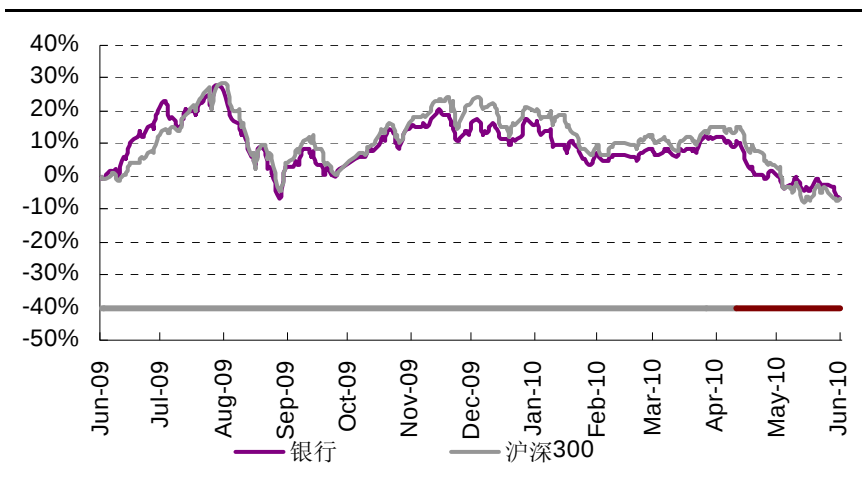
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师：沈维、冯钦远



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-04-13	买入
2010-04-18	买入
2010-04-21	买入
2010-04-26	增持
2010-05-04	增持
2010-05-10	增持
2010-05-12	增持
2010-05-17	增持
2010-05-24	增持
2010-05-31	增持

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。