

2010-6-20

银行

维持

增持

农行上市支撑行业估值水平

◇ 银行业周报 (2010.6.17-2010.6.20)

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 下跌 2.27%，银行板块仅下跌 0.05%，跑赢大盘。14 家上市银行中除中行 (-1.69%) 股价有所下跌，工行、建行、交行（本周停牌）股价持平外，其余 10 家银行股价均有不同程度的上涨，其中城商行整体表现优于股份制银行。涨幅居前的个股为南京 (+2.86%)、华夏 (+2.48%)、宁波 (+1.99%)。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 8.9 倍/1.6 倍、11.0 倍/1.7 倍和 12.7 倍/1.9 倍。

◆ 行业动态评述

本周央行在公开市场仅回笼货币 230 亿元，而一周到期央票和正回购金额高达 2130 亿元，从而一周累计净投放货币 1900 亿元，再创春节以来新高。我们在上周周报中已经指出，近期公开市场操作力度降低的原因主要在于流动性紧张、农行上市及节假日影响。利率方面，本周 1 年期及 3 年期央票利率均与上周持平。此外，财政部 18 日公开招标并发行 10 年首批地方债（一期、二期），一期 286 亿元，票面利率 2.77%；二期 152 亿元，利率 2.9%；利率均高于市场此前预期。

本周农行 IPO 正式启动对行业股价走势影响显著。根据我们的测算，农行 10 年每股净资产在 1.69 元左右；综合目前来自于公司、主承销商及境内外投资者等各方的信息，农行的发行价格区间可能高于市场此前预期，我们估计最后发行价格对应的 PB 水平可能在 1.5-1.75 X 10BVPS。预计农行上市前后的较短时期内，银行板块估值将继续受到一定的支撑；中期影响取决于流动性及市场情绪的相应变化。

此外，央行 19 日发布公告称，将进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。这一决定符合我们的预期：（1）汇率形成机制改革是我国既定的政策方针，自 05 年以来亦不断加以推进；仅在金融危机期间，出于保障经济平稳运行的考虑，暂时采取了主要盯住美元的制度安排；（2）后金融危机时代，上述临时性制度安排面临越来越大的压力：一方面，全球经济二次探底风险加大，贸易保护主义盛行，外部经济体纷纷要求人民币升值；另一方面，随着欧洲债务危机愈演愈烈，人民币兑欧元被动升值，中国对欧盟（中国第一大贸易伙伴）出口受到不利影响；（3）央行文件（如一季度货币政策执行报告）及官员言论中多次暗示将重启汇率形成机制改革进程。我们认为，汇率变动对银行股价的影响主要体现在两个层面：（1）通过影响进出口，改变银行经营的宏观环境，从而对银行业绩产生影响；（2）通过改变贸易顺差及游资流入影响流动性，从而对银行估值水平产生影响。在目前时点上，第二个层面的影响尚难以定性判断，还需密切观察市场对本轮汇率变化幅度的预期及央行调节汇率的操作节奏。

◆ 本周行业观点及个股推荐

行业观点：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。但受到地产调控、融资平台清理、结构调整及政策趋紧的影响，商业银行信用成本在下半年有上行压力。根据我们的测算，上述因素对银行业绩的负面影响在 10% 以内，保守估计 10 年上市银行利润总额增长 15% 左右。由于相关因素已在估值上得到充分反映，我们维持行业“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）可择机于底部吸纳。

分析师：

沈维（执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

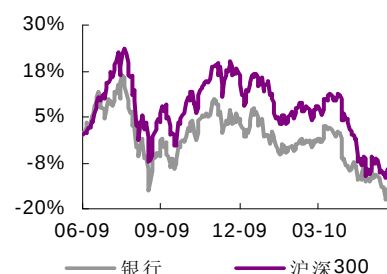
shenwei@ebcn.com

冯钦远（执业证书编号：S0930210030002）

021-22169119

fengqy@ebcn.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 2.27%，银行板块仅下跌 0.05%，跑赢大盘。14 家上市银行中除中行（-1.69%）股价有所下跌，工行、建行、交行（本周停牌）股价持平外，其余 10 家银行股价均有不同程度的上涨，其中城商行整体表现优于股份制银行。涨幅居前的个股为南京（+2.86%）、华夏（+2.48%）、宁波（+1.99%）。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 8.9 倍/1.6 倍、11.0 倍/1.7 倍和 12.7 倍/1.9 倍。

◆ 行业动态评述

本周央行在公开市场仅回笼货币 230 亿元，而一周到期央票和正回购金额高达 2130 亿元，从而一周累计净投放货币 1900 亿元，再创春节以来新高。我们在上周周报中已经指出，近期公开市场操作力度降低的原因主要在于流动性紧张、农行上市及节假日影响。利率方面，本周 1 年期及 3 年期央票利率均与上周持平。此外，财政部 18 日公开招标并发行 10 年首批地方债（一期、二期），一期 286 亿元，票面利率 2.77%；二期 152 亿元，利率 2.9%；利率均高于市场此前预期。

本周农行 IPO 正式启动对行业股价走势影响显著。根据我们的测算，农行 10 年每股净资产在 1.69 元左右；综合目前来自于公司、主承销商及境内外投资者等各方的信息，农行的发行价格区间可能高于市场此前预期，我们估计最后发行价格对应的 PB 水平可能在 1.5-1.75 X 10BVPS。预计农行上市前后的较短时期内，银行板块估值将继续受到一定的支撑；中期影响取决于流动性及市场情绪的相应变化。

此外，央行 19 日发布公告称，将进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。这一决定符合我们的预期：（1）汇率形成机制改革是我国既定的政策方针，自 05 年以来亦不断加以推进；仅在金融危机期间，出于保障经济平稳运行的考虑，暂时采取了主要盯住美元的制度安排；（2）后金融危机时代，上述临时性制度安排面临越来越大的压力：一方面，全球经济二次探底风险加大，贸易保护主义盛行，外部经济体纷纷要求人民币升值；另一方面，随着欧洲债务危机愈演愈烈，人民币兑欧元被动升值，中国对欧盟（中国第一大贸易伙伴）出口受到不利影响；（3）央行文件（如一季度货币政策执行报告）及官员言论中多次暗示将重启汇率形成机制改革进程。我们认为，汇率变动对银行股价的影响主要体现在两个层面：（1）通过影响进出口，改变银行经营的宏观环境，从而对银行业绩产生影响；（2）通过改变贸易顺差及游资流入影响流动性，从而对银行估值水平产生影响。在目前时点上，第二个层面的影响尚难以定性判断，还需密切观察市场对本轮汇率变化幅度的预期及央行调节汇率的操作节奏。

◆ 本周行业观点及个股推荐

行业观点：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。但受到地产调控、融资平台清理、结构调整及政策趋紧的影响，商业银行信用成本在下半年有上行压力。根据我们的测算，上述因素对银行业绩的负面影响在 10%以内，保守估计 10 年上市银行利润总额增长 15%左右。由于相关因素已在估值上得到充分反映，我们维持行业“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。

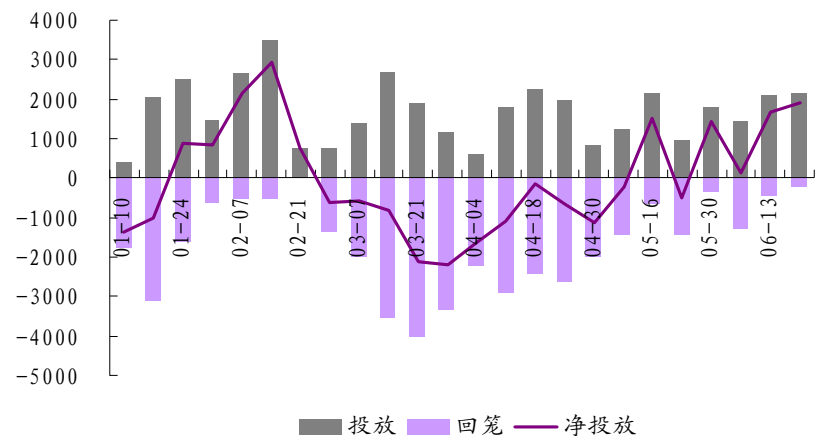
个股推荐：大银行估值水平较上一周期底部已非常接近，短期将表现出较强的防御性；超跌的优质中型银行（招行、浦发、民生、深发展、兴业）

可择机于底部吸纳。

二、行业动态

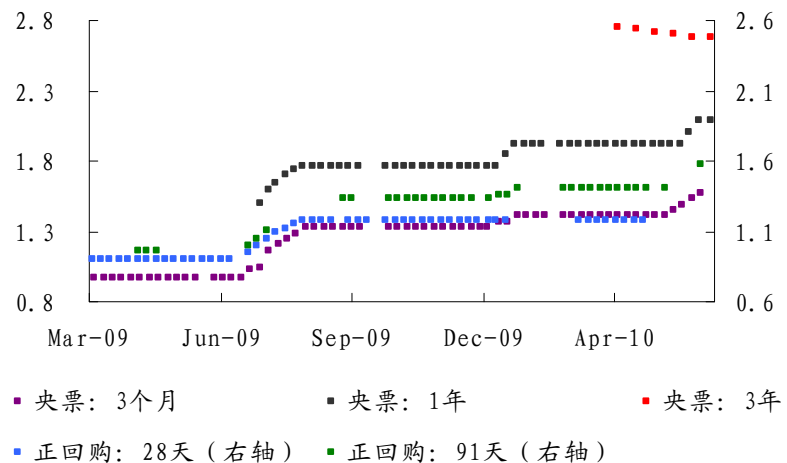
央行： 本周央行通过公开市场操作**净投放货币 1900 亿元**。**1 年期及 3 年期央票利率维持不变。**（见图 1、图 2）

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

决定，将**进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性**。央行表示，进一步推进人民币汇率形成机制改革，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。（央行网站/2010.06.19）

发布**二季度银行家、城镇储户及企业家问卷调查综述**。数据显示，1、随着经济增速下滑及不确定性增加，银行家、储户和企业家对宏观经

济及就业的信心指数均有所下降；2、物价水平的持续上涨使得居民对物价满意度降低，企业成本压力也相应增大；但居民对未来物价继续上涨的预期略有弱化，特别是对房价上涨的预期弱化明显；3、过半数被调查银行家预计货币政策将保持现状；4、贷款需求有所回落，其中农业、制造业贷款需求回落较小，个人购房贷款需求下滑最大；5、银行业景气指数处于高位，经营预期良好。6、居民储蓄意愿持续增长。

银监会: 据悉，**10 年地方政府债券于 18 日招标**，新疆、青海等 9 个省、市、自治区计划发行 **438 亿元**。其中 3 年期 286 亿元，5 年期 152 亿元。（中金在线/2010.06.18）

国务院: 参事、国务院发展研究中心金融研究所所长**夏斌表示，必须坚持回归常态的货币政策，坚持全年 7.5 万亿的信贷目标，坚持严控信托规模。**（第一财经/2010.06.20）

三、公司跟踪

兴业银行: 推出“**芝麻开花**”中小企业成长上市计划，根据中小企业在初创期、成长期、成熟期的不同需求，提供包括 IPO 综合服务、集合债务融资服务、私募股权投资服务、专业市场金融服务、工业园区金融服务、供应链金融服务、外向型企业金融服务、担保合作服务、银政合作服务等一揽子金融服务。（中金在线/2010.06.18）

深发展: 肖遂宁董事长任职资格获银监会核准。（公司公告）
变更董事会构成的方案获股东大会通过。（公司公告）

宁波银行: 温州分行获浙江银监局批准开业。（公司公告）

农业银行: 据悉，农行已就其 H 股 IPO 与包括**中国人寿、李嘉诚、科威特主权基金、荷兰合作银行、渣打集团、淡马锡控股和卡塔尔主权基金等七家基石投资者**签订协议，但具体认购金额仍待落实。（中国证券网/2010.06.19）

广发银行: 股东大会选举出新一届董事会，原董事长董建岳留任，**原花旗台湾分行行长利明献被选举为新一任行长**。董事长董建岳表示，将继续推动包括品牌建设、人才培养和 IPO 上市工作在内的“三件大事”。（上海证券报/2010.06.19）

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	4.17	0.07	0.00	-2.85	-10.84	-16.51
建设银行	4.80	0.95	0.00	-4.57	-14.13	-17.73
中国银行	3.49	0.07	-1.69	-8.54	-12.72	-13.20
交通银行	6.38	0.00	0.00	-5.62	-20.10	-27.11
中小股份制银行						
招商银行	12.86	0.65	1.02	-5.93	-17.19	-20.31
浦发银行	13.90	1.10	0.58	-5.30	-16.46	-16.46
民生银行	6.20	0.45	0.16	-7.32	-16.78	-21.12
兴业银行	23.37	1.18	0.43	-8.58	-29.38	-25.49
中信银行	5.55	0.76	1.83	3.93	-22.05	-3.28
深发展 A	17.32	1.53	0.99	-2.81	-24.83	-21.52
华夏银行	11.15	1.46	2.48	1.36	-4.36	-7.72
城商行						
北京银行	12.19	1.71	0.99	-8.28	-26.30	-20.28
南京银行	10.43	3.92	2.86	0.09	-19.92	-14.24
宁波银行	11.29	6.07	1.99	-2.59	-27.33	-3.60
银行业	2100.36		-0.05	-4.91	-14.61	-16.64
沪深 300	2696.17		-2.27	-2.62	-18.15	-12.46

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	4.17	0.39	0.49	0.58	2.02	2.43	2.82	10.83	8.55	7.14	2.07	1.72	1.48
建设银行	4.80	0.46	0.56	0.67	2.38	2.75	3.15	10.51	8.58	7.12	2.02	1.74	1.52
中国银行	3.49	0.32	0.40	0.48	2.03	2.36	2.68	10.96	8.79	7.23	1.72	1.48	1.30
交通银行	6.38	0.61	0.67	0.84	3.34	4.16	4.73	10.39	9.53	7.60	1.91	1.53	1.35
股份制银行													
招商银行	12.86	0.95	1.12	1.36	4.85	6.18	7.14	13.48	11.48	9.47	2.65	2.08	1.80
浦发银行	13.90	1.50	1.32	1.63	7.70	8.43	9.40	9.29	10.50	8.50	1.81	1.65	1.48
民生银行	6.20	0.54	0.61	0.76	3.95	4.49	5.13	11.40	10.13	8.19	1.57	1.38	1.21
兴业银行	23.37	2.66	2.90	3.55	11.92	15.80	18.62	8.80	8.06	6.58	1.96	1.48	1.25
中信银行	5.55	0.37	0.48	0.58	2.63	2.94	3.28	15.13	11.46	9.64	2.11	1.89	1.69
深发展 A	17.32	1.62	1.80	2.22	6.59	10.12	11.80	10.69	9.61	7.80	2.63	1.71	1.47
华夏银行	11.15	0.75	0.72	0.90	6.06	8.03	8.72	14.80	15.45	12.43	1.84	1.39	1.28
城商行													
北京银行	12.19	0.90	1.32	1.65	6.03	6.80	7.79	13.47	9.21	7.37	2.02	1.79	1.56
南京银行	10.43	0.84	0.76	1.01	6.55	6.26	6.88	12.41	13.64	10.36	1.59	1.67	1.52
宁波银行	11.29	0.58	0.74	0.96	3.90	5.38	5.97	19.37	15.21	11.70	2.90	2.10	1.89
国有行								10.67	8.86	7.27	1.93	1.62	1.41
股份制银行								11.94	10.96	8.94	2.08	1.65	1.46
城商行								15.08	12.69	9.81	2.17	1.85	1.66
A 股银行								12.25	10.73	8.65	2.06	1.69	1.49

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。

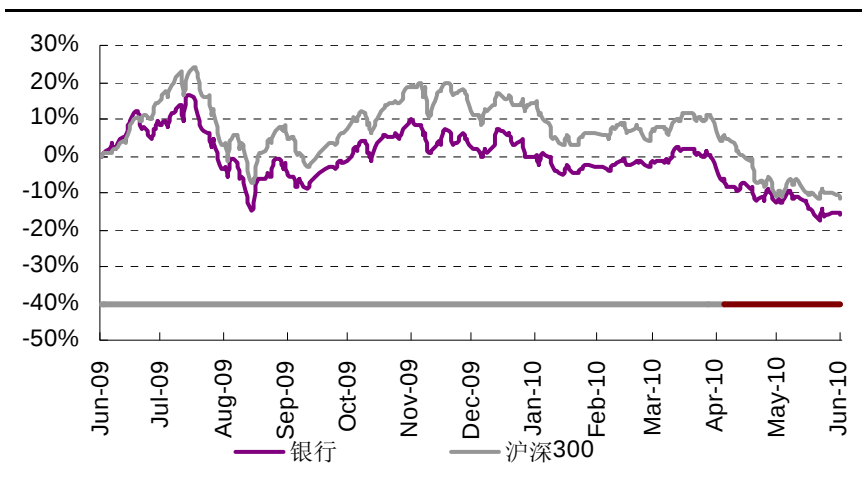
分析师声明

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
2010-04-21	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
2010-06-06	增持
2010-06-17	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@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.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。