

# 聚焦 银行股机会

市场篇

## 资金转向 银行股“劲”过大盘

证券时报记者 言心

在熊市中扮演“笨熊”角色的大盘银行股,震荡市中“大象”起舞,自去年以来的反弹行情中,整体涨幅竟远超大盘指数。继前期小盘股风光无限之后,作为A股大盘最重要的稳定器,近日银行板块持续引来大资金青睐,部分个股走出了独立行情,有的个股反复“脉冲”,似蠢蠢欲动,引来了投资者对A股上半年反弹行情的新展望。相关数据显示,随着小盘股疲态初现,各路机构正纷纷进驻银行股,银行股或将深入演绎反弹行情。

### 整体涨幅远超大盘

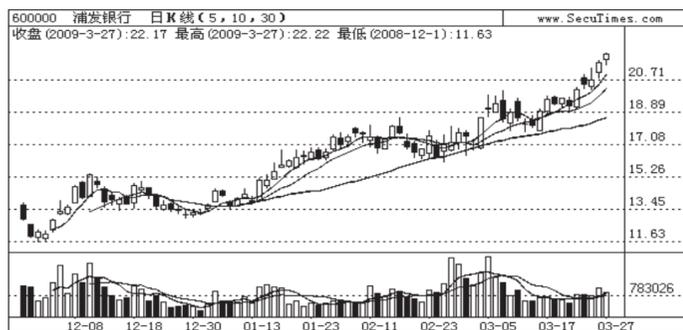
自去年10月28日中国A股阶段性见底1664.93点以来,A股指数已经在震荡中走出了可喜的反弹行情,截止今年3月27日收盘在2374.44点,大盘的累计涨幅为42.66%,而与此同时,14家银行业上市公司的整体平均涨幅已经达到61.52%。其中,涨幅最大的是浦发银行,涨幅达105.84%,其次分别为深发展和兴业银行,

涨幅分别为104.62%和100.17%。最小的是建设银行,涨幅26.01%。此外,在上市银行中,涨幅独立超过大盘的个股还有北京银行(86.44%)、南京银行(78.62%)、宁波银行(71.03%)、华夏银行(61.58%)、交通银行(60.20%)、招商银行(49.52%)。

机构统计显示,仅3月26日一天,银行板块就大涨4.88%后,位居周涨幅第二位,工行良好的财务数据使得市场普遍看好中资银行发展前景,而香港金融股的飙升,更是直接刺激到A股市场情绪。

### 资金纷至沓来

大智慧的数据统计显示,本周主力资金流入最大的板块就是银行板块,个股分析,资金主要流入交通银行、民生银行、招商银行。交通银行,5个交易日主力持仓达0.28%,主力持仓11.610%。而在基金重仓股周资金流入前30名的名单中,银行股更占得七席,龙头地位尽显。交通银行、招



商银行、民生银行、建设银行、华夏银行、南京银行、兴业银行分别流入资金2.21亿、1.30亿、1.06亿、0.90亿、0.71亿、0.65亿、0.39万亿。

万德数据显示,银行板块全周净流入达8.50亿,3月26日则达到资金净流入峰值,净流入较大的个股有:招商银行、深发展A、浦发银行、工商银行、交通

银行、华夏银行、中国银行、兴业银行、南京银行。在大盘上冲乏力的关键时刻,银行股逆市走强,个股涨势。同日,工商银行H股更是暴涨14.8%,说明主力资金完全是有备而来。从中国银行、工商银行刚刚公布的年报上也可以看出,去年第四季度汇金公司对两家银行股分别增持了7660万股和2.55亿股。

业绩篇

## 银行业全年业绩看一季度息差“脸色”

海通证券 范坤祥

银行股逐渐进入年报披露密集时期,各家公司的经营状况也逐渐成为市场关注的热点。银行的经营业绩能否超预期或带来短期交易性机会,并有望持续到银行2009年季报披露的结束。年报和季报压力和机会将展现在不同的个股上。

首先,针对银行股年报和一季报,投资者所需关注的重点不同。年报重点关注信贷成本,一季报则重点关注息差。原因在于,由于2009年初反周期的信贷大规模投放,使得2009年银行短期拨备支出的压力明显减弱。因为宽松的信贷政策降低了贷款获得门槛,延迟了不良资产的暴露;另外大量的贷款投放也有助于刺激实体经济增长。我们预计2009年银行业不良率不会大幅反弹,银行拨备支出的压力可能主要来自维持和提高拨备覆盖水平的需求。因此2008年报各家披露的资产质量和拨备覆盖水平将对预测2009年的信贷成本产生指导意义。从已披露年报的四家公司来看,工行在2008年4季度仍保持不良“双降”,拨备覆盖率超过130%,2009年拨备支出压力不大;中行和交行在4季度新增不良都有增加,而且年

末的拨备覆盖率均在120%左右,未来仍有进一步提高的压力;深发展在4季度核销了大额不良贷款,基本化解了历史包袱,但由于拨备覆盖率不高仅105%,加上2009年贸易融资的经营有一定压力,我们认为2009年信贷成本仍有可能维持在较高的水平。

一季报重点关注息差主要是因为宽松的货币政策、降息、存贷款重定价及票据融资的大幅增长,使得历史数据对息差指导意义减弱。宽信贷和票据贴现大增明显压低了行业资金成本,加上贷款的重定价因素,一季度息差可能会明显下降。但进入2季度,息差走势会相对平稳,因为未来降息预期减弱;票据贴现的比重会有下滑;贷款重定价和个人房贷利率打折大多在1季度完成。因此,各家银行一季度息差水平对于全年有明显的指导意义。

其次,由于大多数银行已经披露了年报或者业绩预告,年报行情所剩余的标的并不多。剩余公司中我们建议重点关注招行、北京和南京银行,它们较稳健的经营风格及良好的风险控制或能给市场一些惊喜。一季报我们认为兴业、浦发、

	营业收入增速(%)	营业利润增速(%)	利润总额增速(%)	净利润增速(%)
已披露年报				
交行	23.01	15.99	15.4	38.56
深发展	34.29	-78.41	-78.99	-76.83
中行	17.56	-3.71	-4.12	13
工行	21.21	26.81	26.22	36.32
浦发	32.99	41.67	41.48	127.53
宁波	51.7	31.06	28.53	40.02
兴业	35.33	28.72	28.44	32.34
简单业绩预告				
北京	-	-	-	60左右
南京	-	-	-	70左右
中信	-	-	-	60左右
华夏	-	-	-	-
无业绩预告				
民生	-	-	-	-
招行	-	-	-	-
建行	-	-	-	-

招行和宁波可能息差降幅较多,工行、中行和深发展可能降幅较小,这有基数高低的原因,也有各家银行资产负债配置差异的原因。基数的差异很容易被市场反映,并不能带来相应的投资机会;我们需要关注的是银行配置和经营带来的息差变化差异。

年报季报披露过后,长期看,我们认为银行股在2009年缺乏趋势性投资机会,息差下降和资产质量压力的弱化和消失需要

以宏观经济好转为前提。中国经济产能过剩和需求不足的解决短期中很难扭转。中国商业银行息差受到法定利差保护的局可能随贷款利率下浮空间加大而逐渐消失,这对于银行长期的ROA水平会产生负面影响。从估值水平看,我们认为银行股合理估值在1.8倍至2.2倍PB,10倍至15倍PE之间,目前的估值相对合理,更多的投资机会只体现在估值偏离中枢水平带来的交易性机会。

解禁篇

## 增多于减 银行股受益中国经济

平安证券 刘英华

自1月中资银行遭外资股东抛售,3月建设银行再遭股东减持套现四亿元。近日,高盛同意延长所持工商银行股份80%的锁定期至2010年4月,但是在2009年4月28日之后,它可自由出售其余20%的股份。与此同时,中投公司最近一直在增持工行、中行、建行等银行股,汇丰也表示将在合适时机增持交行。近日大小非解禁的招商银行,在解禁当日股价涨幅2.45%,并没有因大小非解禁而遭受压力。而且招行的股东在2008年三季度还进行了增持,表明了其对招行长期投资价值的认可。

从目前的情况来看,外资减持主要是因为海外金融危机令他们自身财务压力加大,急于套现。同时,外资投资中国银行业获利颇丰。根据我们的测算,高盛持有工行的收益率约为187%。而内资增持的

原因在于,看好中国经济与中国银行业的长远发展,相信中国的银行股能在全球范围内跑赢大市。

我们认为,目前影响银行股表现的主要因素仍然是宏观经济情况、利率政策、贷款规模的增长以及结构的比例、净息差的变化、非利息收入的增长,以及资产质量的变化和成本收入的控制情况等。从这些指标来看,银行业仍然在逆周期的放贷增长下保持了持续的盈利能力。从全球比较来看,虽然中资银行股的市净率远高于海外银行,但由于中资银行股净资产质量很好,表内没有有毒资产包,表外也只有很少的金融衍生工具,这种溢价是合理的。同时,目前中资银行股的盈利能力也远高于海外银行。去年我国银行业金融机构在大规模计提拨备的情况下,资本回报

率仍高达17.1%,比2007年和2006年分别提高0.4和2.0个百分点,预计将显著高于全球银行业平均水平。

市场担心的,是经济减速是否会引致银行资产质量的下降,不良贷款率的上升,这也是制约银行股走势的一个重要因素。从经济周期的角度来看,如果经济进入下行周期,不良贷款率是会有所上升。但是首先,我国经济是否进入下行周期仍待观察,目前只是经过多年高速增长后的经济增速放缓。其次,已披露年报的中国银行、交通银行及工商银行,去年四季度都加大了拨备计提的力度,尤其是为了应对经济增速放缓的潜在风险,对一般类贷款增加了组合计提。来自银监会的数据显示,去年末,国有商业银行贷款损失准备充足率达到153%,同比上升122.2个百分点,拨备覆盖

率达到109.8%,同比上升76.4个百分点;股份制商业银行贷款损失准备充足率达到198.5%,同比上升28.3个百分点,拨备覆盖率达到169.6%,同比上升55.1个百分点。今后银行的资产质量情况,仍然需要根据宏观经济情况作出进一步判断。

从银行业估值来看,以工商银行为例,按照3月26日收盘价计算的08年市净率与市盈率分别为2.2与12.09。我们预计2009年工商银行的每股收益为0.34元,每股净资产为2.01元,对应2009年市净率与市盈率为1.99和11.7倍。我们认为银行股合理估值中枢应为1.5-2.5倍市净率,目前银行股估值较合理,维持行业“中性”评级。我们相对看好招商银行的管理及零售业务优势,工商银行的规模及平衡发展优势。

## 中国银行业杠杆率处近20年低位 再杠杆化存空间 中国银行业可看好

国元证券研究中心副总经理 刘勤

在风声鹤唳的全球性金融危机中,美国贝尔斯登、雷曼兄弟和美林等五家投资银行倒闭或转型,在“有毒资产”侵蚀和去杠杆化”影响下,花旗银行、美国银行和AIG摇摇欲坠,至今美国已有39家银行倒闭。欧洲苏格兰银行、富通银行、德意志银行等老牌大银行亏损累累,致使经济危机仍肆虐欧美经济。而我国金融经济体系虽难独善其身,但还是能独树一帜,保持相对稳健运行,其关键是现代经济核心的银行金融体系健康稳定,继续保持强劲增长态势,尤其是银行的杠杆率保持在稳定和相对偏低的水平。

我国银行业自2002年实行一系列改革和股份制改造以来,整个行业赢利和资产质量处历史最好水平,不良资产率处历史最低位,资本充足率也是历史最高点,公司法人治理结构、风险防范控制能力、现代商业银行文化建设等均有很大进步。央行数据显示,我国银行业整体存贷比65%,无论是历史自身纵向比较,还是与国际银行业横向比较都是较低水平。银监会数据显示:截止2008年12月底,我国银行业不良贷款余额5681.8亿元,比年初下降7002.4亿元,不良贷款率2.45%,比年初下降3.71个百分点,剔除地震和农业银行坏账剥离,不良贷款余额比年初下降26亿元,不良贷款率比年初下降0.84个百分点,贷款损失准备充足率达153%,同比上升122.2个百分点,拨备覆盖率达109.8%,同比上升76.4个百分点,股份制商业银行贷款损失准备充足率达198.5%,同比上升28.3个百分点,拨备覆盖率达169.6%,同比上升55.1个百分点。所以,银监会主席刘明康说:“去年银行业净利润5834亿元,较上年同比增长30.6%,不知道今年银行业利润增长会否达到去年幅度,但百分之百肯定银行业能够跑赢‘失市’。”

虽美国金融体系崩盘罪归高杠杆率(负债率),但我国或存在再杠杆化空间。所谓再杠杆化,是通过提高债务融资,将更多资金注入经济体。人民银行报告显示:作为杠杆率重要指标的商业银行平均存贷比约65%,为1994年以来最低,而美国接近100%。央行监测5000户企业,平均资产负债率55%,非金融行业资产负债率还略低,企业财务状况较好,显示企业资产负债合理健康。我国居民储蓄存款超过23万亿元,与2008年国民生产总值之比高达75%左右,高居民储蓄支持我国扩大投资和消费。如住房抵押贷款和汽车贷款等个人贷款一共才3.7万亿元,反映当前我国居民家庭平均整体负债水平非常低。而美联储公布今年1月份报,美国消费者共负债2.6万亿美元,相当于男女老少每人平均负债8700美元,或每个家庭2.3万亿美元,可美国家庭中位收入约5万美元。所以,商业银行存贷比、企业平均资产负债率和居民储蓄存贷比综合分析,我国银行状况为60年来最好,杠杆率也处于近20年低位,我国银行体系不存在去杠杆化问题,反而存在着高杠杆基础和再杠杆化需求,给我国商业银行业金融杠杆有较大幅度提升和发挥空间。

此外,在4万亿财政刺激计划中,中央两年完成1.18万亿元投入,另近3万亿主要来自银行贷款,显示中央财政投资致力于提高金融投资杠杆化程度。但政府财政投资规模相对较小,总支出占GDP比重约20%,而政府投资支出占投资比重高于10%,要力争在2009年实现增速保八目标,我国GDP总量要达上32万亿元。不但要实现投资增量还要盘活存量,杠杆金融就会发挥作用。因此,在经济危机期,中国经济或面临——如何安全地再杠杆化,并以此推动我国经济增长。

从我国现阶段金融创新再杠杆化状况看,要实现计划2009年17% M2目标,清醒认识到我国金融创新不足与美国金融创新的差异,适度加速金融创新改革是必要的。尤其中国经济或长期,金融创新可锁定风险,活跃市场、刺激经济进一步繁荣,对冲经济增长过程中波动。例如目前提出实行并购贷款提升杠杆率,就是一个重要金融创新,改变过去银行贷款依靠实物抵押的做法,而以并购贷款后实现收益作为还款支撑,旨在推动企业优化整合做大做强。

我国银行信贷占投资资金约40%,只要银行提高杠杆化率,银行体系就能创造更多信用,提升整个经济社会杠杆率。年初央行2009年工作会上指出:“可以使用创新金融工具保持市场合理流动性”,为再杠杆化提供政策性支持。货币乘数日益下降要实现今年广义货币供应量M2增长17%左右的目标,就需银行业加大杠杆化率来实现。春节前召开银监会2009年工作会议高调宣布“允许有条件的中小银行适当突破存贷比,支持创新担保融资方式和消费信贷保险保障机制”,旨在提高银行杠杆化率。

在欧美金融市场收缩冻结下,我国健康的银行业为保增长提供强大推动力。从去年11月银行信贷资金增长4769亿元,12月份银行信贷资金新增7718亿元,到今年1月份银行信贷资金新增1.62万亿元,2月份新增信贷资金1.07万亿元,累计4个月银行信贷资金规模达3.93万亿元,而去年全年4.91万亿元,估计今年银行信贷可上7万亿元。银行发放大量贷款提高资金利用效率,为保经济增长提供金融杠杆作用。

以国际经验看,我国正处经济发展和产业升级期,银行业增长快于整体经济增长,银行业占GDP比重将持续上升。我国银行业经历了改革,风险管理机制经受全球性金融危机和经济周期考验,其抗风险能力表现相对较强。特别是投资者把我国银行业基本面与欧美因去杠杆化而严重受伤的银行业相提并论时,银行股历史性投资机会出现了,现在投资者已经发现我国银行业基本面依然健康,是此次危机影响最小行业之一,而且杠杆化率空间仍然较大,为使我国经济走出低谷,在国家全力保经济增长要求下,财政政策和货币政策双管齐下,增强货币扩展能力,营造环境提升经济杠杆比率的政策措施确保再杠杆化展开,在政府4万亿元经济发展计划下,增加银行配套贷款,提高资金利用效率,要求提升银行杠杆化率,已成为支持经济稳定增长的新动力。