

逾一年来最大行情仍将继续演绎

研究结论

十一过后，银行股呈现逐步走强的格局。特别是 10 月 13-15 日三个交易日，行业指数上涨了 10%

- **为什么银行股突然爆发？**首先是宏观经济前提发生了变化：国民经济预期改善+美日量化宽松 2.0。其次，7 月初以来的“八二”现象已经发展到不可持续的境地，在医药、商贸、旅游等板块涨幅超过 30%的同时，银行股下跌了 0.49%，估值优势空前。第三，银行业绩依然稳定，虽然环比增速下降，但同比增速仍能达到 30%。另外的半个因素是近期负面消息相对真空，这为反弹创造了良好的条件。
- **向上还能看多高？**虽然 6 个交易日银行已经实现了 15%的涨幅，但还可以继续 20%以上的上涨空间。理由包括（1）若从 7 月初来看，银行股的相对收益仍然是-17.1 个百分点，几个交易日的反弹并不足以反映银行股的估值优势。虽然本周 A-H 溢价率从 82.0%回升 86.8%，但折价情况仍然明显。这意味着对于全球资产配置的资金来说，投资 A 股银行股是一个非常好的选择。（2）机构补仓空间仍很大。由于行情发展太快，机构的仓位转换难度极大。判断目前机构的银行配置比例仍然明显低于 10%，远低于 20%的标配比例。（3）4 季度流动性将十分充裕。一是今年“三三二二”的投放节奏保证 4 季度的贷款投放要明显好于往年。预计 4 季度每个月平均信贷增量能够达到 4000 亿元。二是热钱流入，外汇占款项下的货币投放会保持较快速度注入。三是 CPI 居高不下，负利率会驱动资金进一步活化。四是房地产调控，导致大量流动性转入股市。
- **银行仍有 20%以上的涨幅，继续配置高弹性个股。**2009 年 5-6 月份的行情可以成为我们判断此轮行情的参考：从 5 月 4 日到 7 月 6 日，在良好流动性的推动下，银行指数在 44 个交易日日内上涨了 51.45%，跑赢沪深 300 幅度达到 22.8 个百分点。我们认为在已经实现的 15.18%收益的基础上，预期银行股还会有超过 20%的涨幅空间。自此轮上涨结束后，行业估值将达到 2.4 倍 PB，即我们在此前测算的行业合理估值区间的上限。

个股上，我们继续看好兴业和浦发，再加入北京和华夏银行。兴业银行是弹性最大的银行股之一；中移动入股为浦发银行带来的巨大战略资源仍然值得期待；北京银行是与前期高点距离最大的银行之一（24%左右，而其他银行多在 10-15%左右）；华夏银行的高弹性以及持续的业绩改善值得期待。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）
国家/地区 中国/A 股
行业 银行
报告日期 2010 年 10 月 18 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
兴业银行	2.66	2.81	3.40	25.40	买入
浦发银行	1.50	1.94	2.32	13.89	买入
北京银行	0.90	1.18	1.39	14.24	增持
华夏银行	0.75	1.12	1.43	12.99	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

差别准备金影响有限 估值修复仍有空间	2010-10-12
息差潜力释放 风控表现出色	2010-9-1
重申稳定增长基础上的中报行情	2010-7-28

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

十一过后，银行股呈现逐步走强的格局。特别是 10 月 13-15 日三个交易日，行业指数上涨了 10%，光大银行甚至实现了 27.65% 的涨幅。

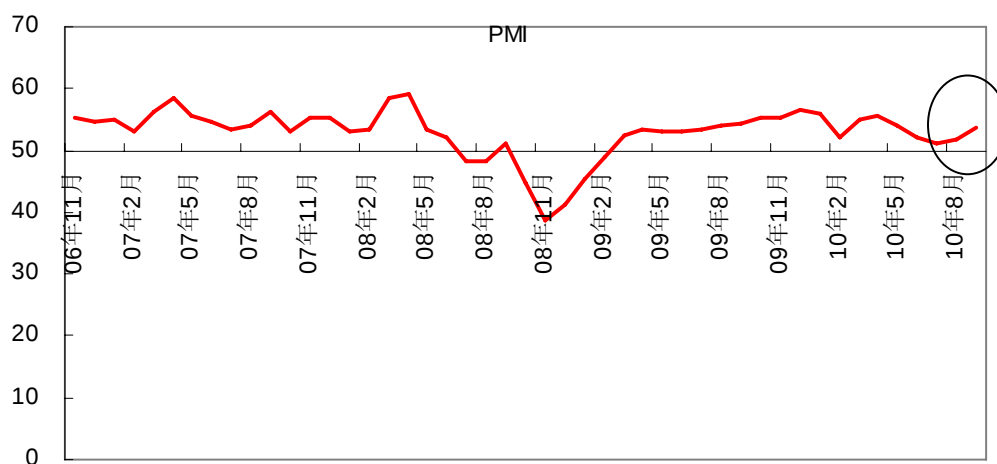
为什么银行股突然爆发？

十一长假之后，我们曾认为，银行股已经进入估值修复阶段，绝对收益是可以期待的。不过后来的事实证明，这样的判断仅是部分正确：方向上虽然确实是上涨，但程度上却明显低估了报复性反弹的能量。回顾节后 6 个交易日的行情，我们可以把银行股突然爆发的原因总结为三个半因素：

因素之一：经济预期趋稳+美日量化宽松 2.0

近期 PMI 指数连续第二个月出现改善，表明中国经济二次探底的风险正在缓解，经济增长动力正在进一步趋于增强。

图 1：2010 年中期，银行实现 32.32% 的净利润同比增速



资料来源：东方证券研究所

另一方面，持续低迷的经济驱动下，美国和日本近期竞相推出量化宽松计划，世界经济面临的流动性压力陡然增大。以上两个方面都对于银行这样的周期类股票的估值构成利好。

因素之二：“八二现象”已到极限

7 月初以来，大盘不断走强，但这种上涨却是非常不均衡的：市场资金高度集中于大消费类股票，而对于大盘股特别是银行股弃之如敝屣。7 月 5 日至 9 月 30 日，沪深 300 上涨 16.21%，医药、商贸和餐饮旅游分别上涨 35.12%、33.48% 和 28.82%，而同期金融指数和银行指数分别下跌 1.17% 和 0.49%。3 季度银行股跑输超过 15 个百分点，工行、农行、兴业等甚至创出新低。与市盈率达 40 倍的消费类股票相比，银行股确实很便宜。

因素之三：银行业绩依然稳定

虽然银行息差继续修复的空间已经不大，此轮行业业绩增长的动力只剩下规模的稳定增长，但经济的下滑尚未发生，银行的贷款质量仍然保持稳定。预计 3 季度，银行净利润有望继续保持稳定，同比增速平均在 30%左右。

半个因素：负面消息真空期

此轮行情的另外半个条件，是最近一段处于负面消息的真空期。前期关于地方政府融资平台贷款的负面报道，以及银监会计划实施一系列新的监管政策一直制约着银行的股价表现，而近期相关信息相对平静。这为银行股估值的反弹创造了较好的环境。

还能向上看到多高？

我们认为，在已经实现的 15%涨幅的基础上，银行股还可以继续向上看 20%。原因如下：

1、从 7 月初以来来看，银行股仍然跑输 17.1 个百分点

虽然最近 3 个交易日银行指数实现了 5.12 个百分点的相对收益，但从 7 月初来看，银行仍然显著跑输 17.1 个百分点，补涨要求仍然显著。

虽然本周 A-H 溢价率从 82.0%回升 86.8%，但折价情况仍然明显。这意味着对于全球资产配置的资金来说，投资 A 股银行股是一个非常好的选择。

2、基金补仓空间很大

前期银行股在各种利空的压制下经历了 5 个季度的低迷，而基金的配置仓位亦呈现逐步下降的趋势，至 9 月份有些基金甚至已经没有银行。虽然十一之后的 6 个交易日基金积极加仓金融股，并且市场成交量创出年内向新高，但调仓的过程注定是痛苦的且不可能在几个交易日内完成。判断目前机构的银行配置比例仍然明显低于 10%，而银行股的总市值和流通市值占比分别在 20%左右。

3、4 季度流动性充裕

4 季度流动性充裕的原因有四个。一是今年“三三二二”的投放节奏保证 4 季度的贷款投放要明显好于往年。预计 4 季度每个月平均信贷增量能够达到 4000 亿元，与往年相比较为宽松。二是热钱流入，外汇占款项下的货币投放会保持较快速度注入。三是 CPI 在 9 月份仍然会继续往上走，环比增速在短期内难以下降，负利率会驱动资金进一步活期化。四是房地产调控，导致大量流动性转入股市。

目前存在一定不确定性的是政策面。我们判断地方政府融资平台贷款清理阶段性结束之后，银监会的着眼点将主要放在前期风险管控要求的落实之上，进一步收紧政策的可能性较小。而一系列监管新政的逐步实施则仍然构成一定的风险，但判断不会改变 4 季度银行股的向上趋势。

预期银行仍有 20%以上的涨幅，继续配置高弹性个股

这一轮行情的逻辑很清楚：流动性驱动下的估值修复。类似的个案我们可以参考 2009 年 5-6 月份的行情：从 5 月 4 日到 7 月 6 日，在良好流动性的推动下，银行指数在 44 个交易日上涨了 51.45%，跑赢沪深 300 幅度达到 22.8 个百分点。其中，大银行也普遍有 40% 左右的涨幅（建行最高，中行最低，分别为 49.21% 和 34.86%），而中小型银行的涨幅平均在 45%，其中兴业银行最高达到 61.67%，最低的中信也有 29.48%。也就是说，流动性驱动的行市下，呈现的是个股普涨的局面，而相对来说，兴业银行这种股性更加活跃的个股，获得的收益会更高一些。

因此，我们认为在已经实现的 15.18% 收益的基础上，银行股还会有超过 20% 的涨幅空间。自此轮上涨结束后，行业估值将达到 2.4 倍 PB，即我们在此前测算的行业合理估值区间的上限。

个股推荐上，我们在 10 月 12 日推荐的是兴业和浦发。我们仍然看好上述两只股票，在推荐组合中再加入北京和华夏银行。兴业银行是弹性最大的银行股之一；中移动入股为浦发银行带来的巨大战略资源仍然值得期待；北京银行是与前期高点距离最大的银行之一（24% 左右，而其他银行多在 10-15% 左右）；华夏银行的高弹性以及持续的业绩改善值得期待。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2010-10-17)



资金流向

(截止2010-10-17)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn