

双因触发, 估值修复仍将持续

要点:

此次行情为估值修复行情:

- 回顾历史银行股跑赢大盘: 我们发现 2007 年 7 月-9 月、2009 年 4 月-6 月的两次超越均伴随着两个共同的条件: 经济向好、盈利高速增长。除此之外这两次上涨还伴随着各自的特殊背景: 2007 年有强烈的人民币升值预期, 2009 年有 4 万亿投资导致的流动性泛滥。
- 本轮上涨解析: 2010 年 10 月份以来的上涨伴随着四方面的因素: 银行股低估值、人民币升值、基本面压力的缓解。但是经济前景与盈利的好转在程度上又与以往略有区别: 经济增长方面, 小周期回落已经结束, 但能否在 4 季度回升尚不明朗; 行业盈利能力方面, 出现了一定程度的改善, 但是仍具有一定的不确定性。
- 因此我们判断推动板块上行的主要力量是人民币升值和低估值, 此次行情为一次估值修复行情, 而行情能否最终演绎为波澜状况的反转行情还要看推动因素, 如人民币升值、经济前景向好能否深化和持续。

理论上仍有较大空间:

- 在估值修复行情下, 我们推断银行股的估值反弹将高于中枢值, 并有可能与峰值齐平。目前, 银行板块的估值已经普遍在估值中枢之上, 距离峰值约 28.9%。因此银行板块理论上仍有不小的反弹空间。

投资策略:

- 维持板块推荐评级。鉴于我们对当前行情的定义, 我们建议持有估值离估值中枢不远、盈利相对有保障的个股, 如: 兴业、民生、浦发、北京等。
- 风险提示: 行业基本面未来存在一定的不确定性。

报告日期: 2010 年 10 月 18 日

分析师

程宾宾, CFA

☎0755-83511215 ✉ cbb@cgws.com

执业证书编号: S1070210070008

吴小玲

☎0755-83516255 ✉ wuxl@cgws.com

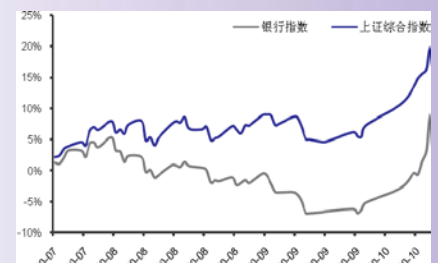
执业证书编号: S1070210090003

投资评级: 推荐 (维持)

重点公司盈利

股票简称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	评级
宁波银行	0.58	0.88	24.8	16.4	中性
兴业银行	2.66	3.14	10.89	9.20	推荐
浦发银行	1.50	1.30	10.26	11.81	推荐
北京银行	0.98	1.19	14.81	12.23	推荐
民生银行	0.41	0.54	13.98	10.71	推荐
建设银行	0.46	0.55	11.47	9.56	中性

行业走势



相关报告

独立声明

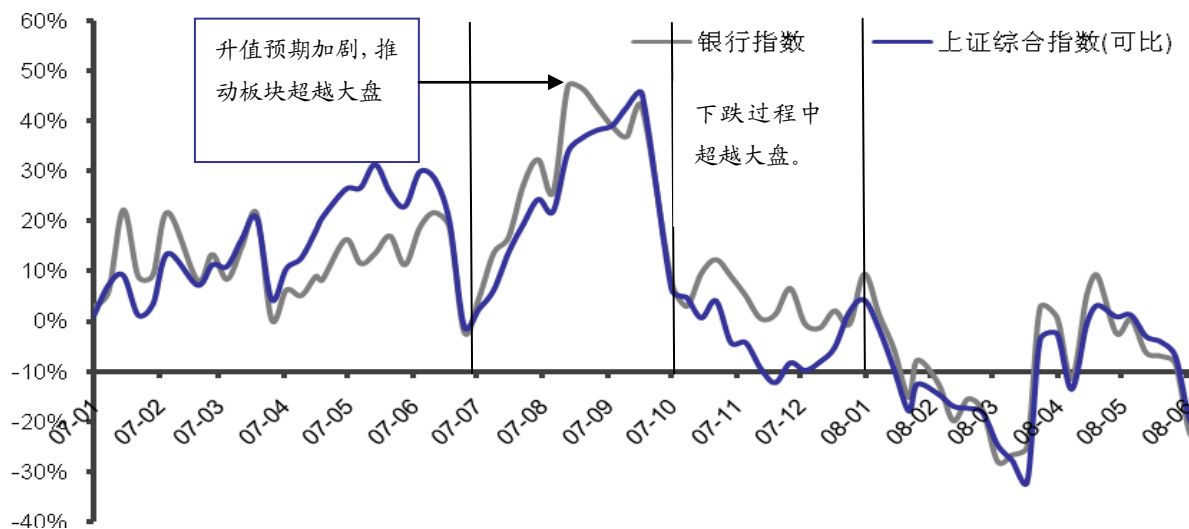
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、 本轮反弹属人民币升值推动下的估值修复行情

1. 历史上银行板块跑赢大盘的回顾

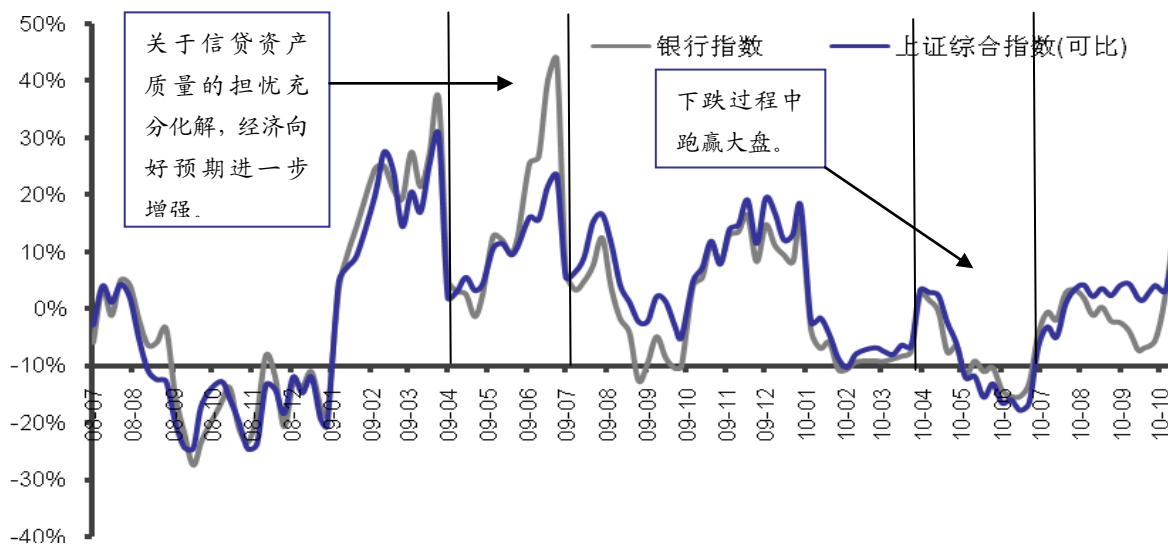
2007 年 1 月份以来，在以 3 个月为计量周期的比较中，银行板块明显跑赢大盘的情况一共发生了 4 次。其中，2 次发生在市场下跌途中（2007 年 10 月-2007 年 12 月和 2010 年 4 月-6 月）；2 次发生在市场上涨途中（2007 年 7 月-2007 年 9 月和 2009 年 4 月-2009 年 6 月）。

图 1：2007-2008 年 6 月份银行板块及上证综指走势（以 3 个月为计量周期）



数据来源：WIND，长城证券研究所

图 2：2008 年 7 月-2010 年 10 月份银行板块及上证综指走势（以 3 个月为计量周期）



数据来源：WIND，长城证券研究所

2. 历次上涨的背景解析

我们不去过多关注银行板块在下跌过程中优于市场的原因，而将重点放在挖掘上涨过程中超越大盘时的背景。我们发现 2007 年 7 月-9 月、2009 年 4

月-6 月的两次超越均伴随着两个共同的条件：经济向好、盈利高速增长。除此之外这两次上涨还伴随着各自的特殊背景：2007 年有人民币升值预期，2009 年有 4 万亿投资导致的流动性泛滥。

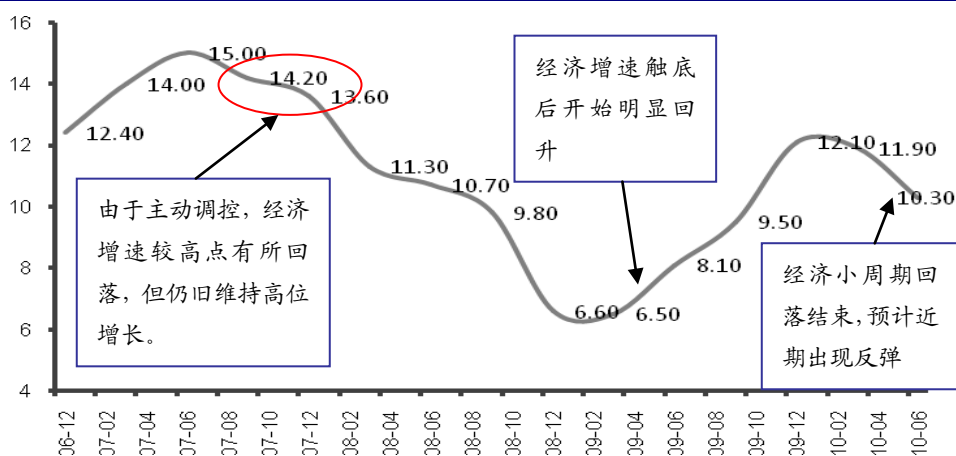
表 1: 10 月份银行上涨背景与历次大规模上涨背景之比较

时间	背景	上涨幅度	利空/好
2007 年 7 月	1. 人民币升值预期; 2. 经济向好; 3. 银行盈利增长处于历史高峰;	板块区间涨幅 42.91%;	利好
2009 年 4 月	1. 4 万亿投资导致的流动性增加; 2. 信贷资产质量短期内恶化的担忧被消除; 3. 经济前景向好; 4. 银行股估值相对较低	板块区间涨幅 43.72%，同期大盘涨幅 23.32%;	利好
2010 年 10 月	1. 银行股估值较低; 2. 经济状况明显改善，但仍有不确定性 3. 前期压制银行股的几大压力可能好于市场之前的预期; 4. 人民币升值;		中性

数据来源：WIND，长城证券研究所

2010 年 10 月份以来的上涨伴随着四方面的因素：银行股低估值、人民币升值、经济前景与盈利预期的好转。但是这经济前景与盈利的好转在程度上又与以往略有区别：经济增长方面，小周期回落已经结束，但能否在 4 季度回升尚不明朗。

图 3: 经济出现好转迹象



数据来源：WIND，长城证券研究所

3. 银行基本面出现了部分改善

前期压制银行股的几大压力或将好于市场之前的预期，加上今年可以预见的良好业绩支撑，前期超跌的估值也存在修复的要求。对当前基本面我们的总体判断是出现了部分改善 但是由于通货膨胀的压力依然存在，导致 2011 年银行的信贷投放增长幅度有限，此外不排除未来当通货膨胀压力加剧时不对称性加息的可能，因此银行业在 2011 年的盈利仍存在有较大不确定性。

表 2：银行基本面几大压力的变化

基本面	此前预期	当前预期	利空/好
规模	2011 年信贷规模的增长，很大程度上取决于国家对经济增长与通货膨胀两大目标的权衡。过度的信贷膨胀势必造成更大的经济泡沫、甚至带来严重的通货膨胀；而过于谨慎的信贷增长则将难以维系已开工项目的后续建设以及满足经济增长的需求。	央行提高了六家银行的准备金率，表明了监管层将坚定执行 2010 年初所定的信贷管理要求，未来信贷或将继续受到“限额”管理。且市场皆预期未来通货膨胀压力将依然存在，人民币升值预期下的外汇占款不断走高也将加大国家对流动性的管理。预计信贷超额增长的可能性低于谨慎投放。但经济增长未牢固前，信贷仍会适度增长。	中性
息差	不对称加息将缩窄银行存贷差及净息差。	央行提高了六家银行的准备金率，使得短期内不对称加息的压力减轻。但仍不排除在信贷规模控制无法抑制通货膨胀的情况下使用利率工具。	利好
拨备	1. 拨备余额/贷款总额达到 2.5%； 2. 有问题的平台贷款在 2 万亿左右，需要 200%覆盖；	1. 各行已经基本达到目标 2. 总量与之前保持一致，覆盖率尚在讨论中。在更换贷款主体、追加担保和抵押物等风险缓释后，平台贷款的风险或好于之前市场预期。	中性偏好
地产调控	2010 推出房地产税	试点可能即将展开	利空

数据来源：WIND，长城证券研究所

因此我们认为，推动板块上行的主要因素是人民币升值，其内在支撑是行业的低估值。不过，在行业盈利能力、经济增长未出现可持续的根本性好转之前，这种上涨还不会成为反转式的上涨。我们认为这种估值修复式的上

涨的逻辑是“人民币升值 + 低估值 → 估值修复行情”。在估值修复行情结束后，银行股能否进一步上行还需要看人民币升值、经济向好等推动因素能否进一步持续和深化。

二、 银行反弹空间分析

鉴于我们认为此次银行股的上涨为一个估值修复的行情，我们推断银行股估值反弹将高于中枢值，并有可能与峰值齐平。目前，银行板块的估值已经普遍在估值中枢之上，距离峰值约 28.9%。因此银行板块理论上仍有不小的反弹空间。

表 3：银行板块区间折价、涨跌幅

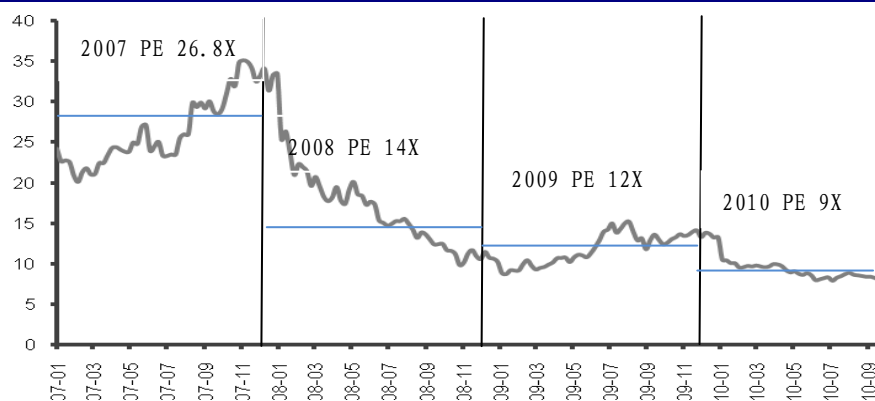
	股价				现价溢价/折价			涨跌幅		
	收盘	中枢	最高	最低	中枢	最低	最高	本月	本季	近半年
国有银行	4.12	3.98	4.90	3.54	3.80%	16.42%	17.2%	12.74	9.64	(0.97)
工商银行	4.7	4.4	5.5	3.9	5.49%	18.83%	18.63%	15.59	12.53	(0.97)
建设银行	5.2	5.0	6.6	4.5	3.04%	16.07%	27.50%	13.04	9.94	(2.35)
农业银行	3.0	2.7	3.0	2.5	9.06%	17.06%	0.00%	13.03	9.67	9.26
中国银行	3.7	3.7	4.5	3.2	-2.38%	13.71%	23.01%	9.28	6.41	(9.81)
股份制	12.65	12.28	16.75	10.20	5.13%	24.35%	30.2%	19.45	12.69	(4.35)
交通银行	6.7	6.8	9.8	5.5	-1.89%	20.43%	46.70%	14.83	11.79	(12.46)
招商银行	15.2	14.2	18.1	12.3	7.32%	23.72%	18.91%	17.61	11.58	(1.34)
中信银行	6.2	6.1	8.3	5.0	0.42%	24.14%	34.85%	21.22	11.91	(11.11)
兴业银行	28.2	28.1	40.7	22.2	0.18%	26.69%	44.40%	21.76	14.80	(11.39)
浦发银行	15.3	14.9	23.4	12.1	2.31%	25.83%	53.31%	17.67	7.77	(9.43)
民生银行	5.7	5.7	8.2	5.0	0.15%	14.95%	44.29%	11.57	8.17	(8.67)
光大银行	4.6	3.6	4.6	3.3	26.75%	37.65%	0.88%	32.08	24.86	24.86
华夏银行	13.0	11.5	13.1	10.2	13.34%	26.86%	0.85%	20.28	13.95	3.37
深发展	19.2	19.6	24.6	16.1	-2.41%	18.87%	28.36%	18.06	9.37	(12.99)
城商行	13.80	13.13	18.91	10.44	5.37%	32.37%	37.5%	19.74	18.28	(5.12)
北京银行	14.2	14.2	19.5	11.3	0.49%	25.80%	36.66%	19.26	11.21	(8.47)
宁波银行	14.3	13.4	17.7	10.3	6.29%	38.41%	23.90%	19.02	22.91	(7.39)
南京银行	12.9	11.8	19.6	9.7	9.34%	32.92%	52.02%	20.94	20.71	0.49
银行板块	10.91	10.52	14.47	8.69	4.87%	24.37%	28.9%	17.94	13.29	(3.74)

数据来源：WIND，长城证券研究所

分小板块来看：

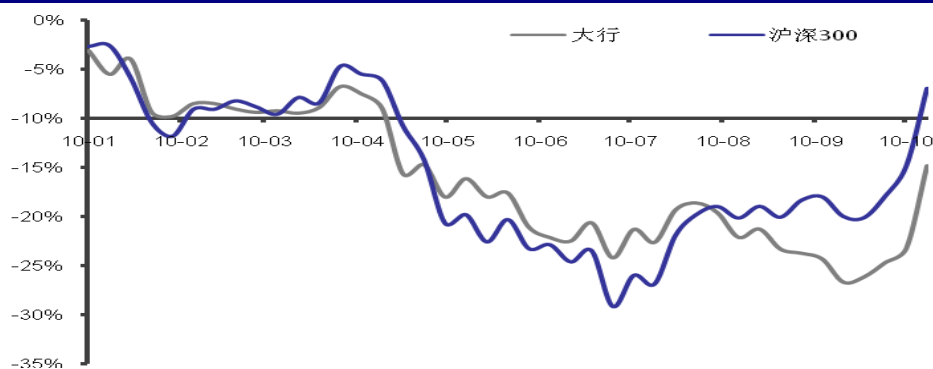
大型银行 2010 年 PE 估值（动态）中枢在 9.02 倍左右，其谷值为 7.94 倍（7 月 12 日）。目前大型银行的 PE 约 10 倍，对应 5 月中旬水平，高于估值中枢 8%左右，较估值谷底反弹 16.6%，较本月初反弹 12.34%。

图 4: 大型银行估值中枢图



数据来源: WIND, 长城证券研究所

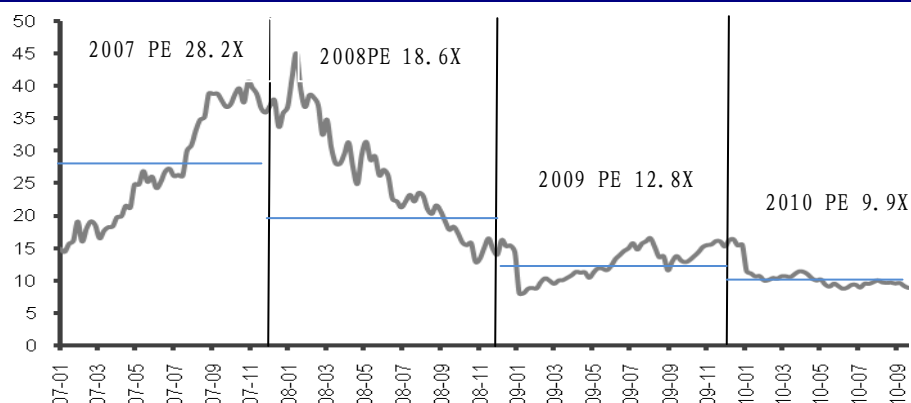
图 5: 大型银行走势与沪深 300 对比



数据来源: WIND, 长城证券研究所

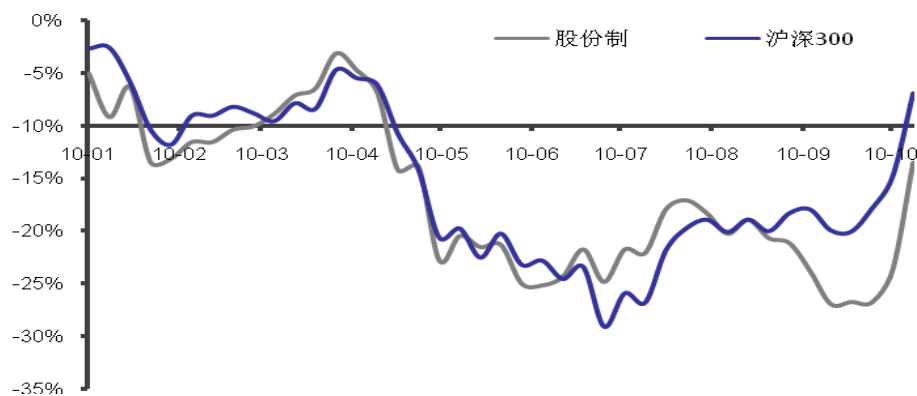
股份制银行 2010 年 PE 估值（动态）中枢在 9.9 倍左右，其谷值为 8.75 倍（6 月 5 日）。目前股份制银行的 PE 约 11.3 倍，对应 4 月中旬水平，高于估值中枢 9% 左右，较估值谷底反弹 24.6%，较本月初反弹 17.66%。

图 6: 股份制银行估值中枢图



数据来源: WIND, 长城证券研究所

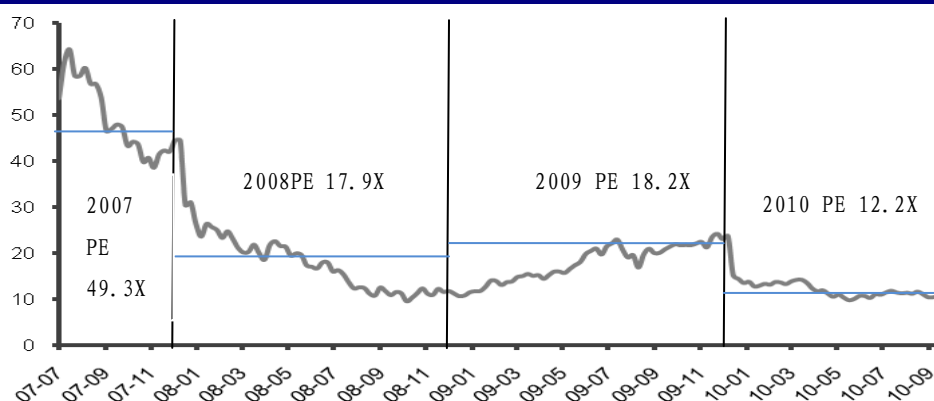
图 7: 股份制银行走势与沪深 300 对比



数据来源: WIND, 长城证券研究所

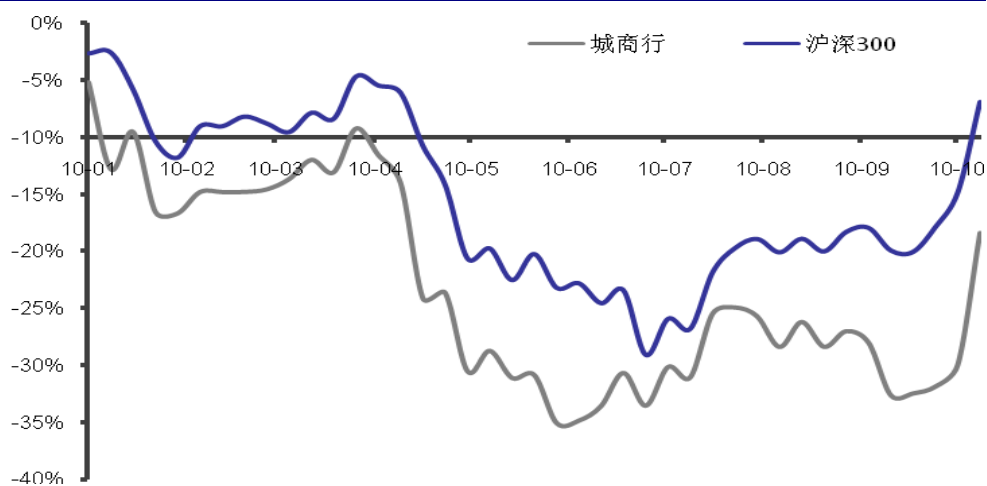
城商行 2010 年 PE 估值 (动态) 中枢在 12.2 倍左右, 其谷值为 9.9 倍 (6 月 7 日)。目前城商行的 PE 约 13.7 倍 对应 4 月中旬水平, 高于估值中枢 4.8% 左右, 较估值谷底反弹 28.6%, 较本月初反弹 16.9%。

图 8: 城商行估值中枢图



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 9: 城商行走势与沪深 300 对比



数据来源: WIND, 长城证券研究所

三、 个股选择

鉴于我们对当前行情的定义，我们建议持有估值离合理估值中枢不远且盈利相对有保障的个股，如：兴业、民生、浦发和北京等。

四、 风险提示

未来宏观经济及宏观调控政策的超预期负面变动将对行业资产质量、盈利状况产生重大影响。



研究员介绍:

程 宾 宾: CFA, 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 2010 年加盟长城证券, 从事银行业研究。

吴 小 玲: 经济学理科硕士 (2008.3 毕业于英国约克大学), 2001 年 7 月自上海交大毕业后曾在银行工作五年, 期间任职于内部控制审查、信贷制度制定、贷款审查、包括逾期催收索赔在内的贷后管理以及会计等多个岗位, 拥有中国人民银行颁发的多项银行业资格证书; 国际特许公认会计师公会 ACCA 二阶段学员; 中级经济师; 2008 年加入长城证券, 任银行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>