

银行 1 季报行情尚未过半



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
报告发布日期	2011 年 03 月 07 日 星期一

金麟	银行业高级分析师
	执业证书编号: S0860209120209

联系人	王鸣飞
	021-63325888-6085
	wangmingfei@orientsec.com.cn

事件:

预计在对 1 季报良好业绩的预期驱动下, 2 月 28 日至 3 月 4 日银行板块出现较快上涨, 银行(中信)指数涨幅为 5.99%。

我们的观点:

本轮银行股上涨是宏观不确定性增强的背景下, 银行 1 季报高增长预期驱动的估值修复行情。这轮银行股上涨有几个基础条件: (1) 始自 2010 年下半年的二八分化已经发展到难以持续的程度。目前中小板、创业板与银行等大盘蓝筹的市盈率水平差异已经达到历史新高。但与大盘蓝筹确定性较强的业绩相比, 相当比例的中小板、创业板公司的业绩并不能令人满意。(2) 当前市场对宏观经济的判断非常混乱。如有些观点在讨论新一轮产能扩张周期, 而有些观点认为实体经济正在下滑, 关于通胀的观点也存在非常大的差异。宏观判断的混乱使得市场更为注重确定性, 对当前业绩的确定性会给予更高的估值。(3) 不确定性的抬头强化了避险情绪, 而这增加了银行板块的吸引力。目前银行股明显低估, 估值已经反映了绝大部分悲观预期(可参考我们在 2010 年 12 月 6 日《银行股已经明显低估》报告中的分析)。银行股低估带来的防御价值让市场不太担心股价下行风险, 而板块良好的流动性也意味着退出的冲击成本显著小于小股票。(4) “多头有钱, 空头无票”。新入市资金自然更青睐前期涨幅较小、估值较低的股票, 而存量机构投资者也对继续奉行“显著低配明显低估的银行股”这一策略的风险心怀忧虑, 多头配置银行股的潜在需求强烈。而机构对银行股偏低的配置比例意味着“空头无票”, 从 2010 年 12 月份至今银行板块对利空消息已经明显不敏感即可看出, 空头手上已经没有太多杀跌的筹码。

基础并未改变, 上涨刚刚开始。经过这周的上涨, 上述条件是否改变了呢? 这周银行指数上涨了 5.99%, 跑赢沪深 300 指数 3.8%, 涨幅最大的招行(也是我们的首推品种)上涨了 11.5%。但 (1) 银行低估值的情况并未改变: 目前银行 2011 年 PB 平均为 1.46 倍, 其中浦发和民生的 PB 都在 1.2 倍以下。我们认为, 即使考虑到长期利率市场化推动银行 ROE 下降至 15% 以内, 银行 PB 至少仍应在 1.8 倍以上。(2) 机构投资者的银行仓位仍在历史低位徘徊。我们确信过去一周机构投资者已经加仓银行, 但判断整体仓位仍处于 5-10% 区间, 而银行股权重在 20% 以上, 过去基金的银行仓位普遍也都超过 10%。基金低仓位不改, 银行股“多头补仓、空头无票”的结构仍不会变。(3) 宏观经济环境仍对银行股有利。经济滞胀的压力非常明显, 而银行股在滞胀期间的相对收益突出。根据我们金融工程团队的统计, 在投资时钟的滞胀阶段, A 股金融服务板块平均能够取得 14.7% 的相对收益。(4) 1 季报可能超预期的业绩仍未充分体现在股价中。初步预测半数的上市银行可望在 1 季度实现 40% 以上的盈利成长, 这个名单包括招行、中信、南京、宁波、浦发、华夏、民生、兴业等。

继续看 10% 的行业上涨空间。基于以上原因, 我们认为银行股的上涨行情仍将继续演绎到 4 月份。若加准备金是否会有负面影响? 我们认为多次提准之后, 若央行再次提高准备金对市场心理的冲击已经显著减小。银行这么大的板块进一步上涨, 流动性是否可持续? 我们认为, 对银行股的购买力来自于地产资金入市、外汇占款项下货币投放和机构对银行板块配置比例的提升。在个股配置上, 我们的推荐组合仍然是招行、兴业和南京银行。具体估值表请参考正文。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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, 不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：上市银行估值表

	当前股价	PE			PB			PB/2005-2009ROA		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
工行	4.35	11.30	9.02	8.00	2.16	1.86	1.59	225	194	166
建行	4.96	10.86	9.33	7.58	2.09	1.76	1.52	189	160	138
中行	3.31	10.40	9.59	8.34	1.63	1.45	1.27	192	171	150
农行	2.68	10.72	9.69	7.50	2.03	1.56	1.35	229	175	152
交行	5.72	9.32	8.28	6.81	1.71	1.43	1.25	178	149	130
招行	14.22	14.91	11.75	9.83	2.93	2.25	1.94	282	217	187
中信	5.66	15.43	9.82	9.71	2.15	1.73	1.53	250	201	177
民生	5.35	9.84	8.45	7.82	1.35	1.39	1.18	177	182	155
兴业	27.34	10.29	9.07	7.66	2.29	1.76	1.52	250	192	165
浦发	13.56	9.06	8.10	6.58	1.76	1.30	1.14	247	181	159
光大	3.99	17.45	12.73	9.60	2.77	2.06	1.78	430	319	275
华夏	12.50	16.59	9.72	10.24	2.06	1.77	1.38	401	343	268
深发展	16.68	10.30	9.06	7.80	2.53	1.73	1.50	432	295	255
北京	12.14	13.42	11.88	10.38	2.01	2.06	1.77	188	192	165
南京	11.19	13.31	13.45	10.99	1.71	1.64	1.46	139	134	119
宁波	13.55	23.24	20.80	15.98	3.48	2.90	2.52	264	221	191

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向





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

分析师声明

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