

攻守兼备 静候新产能周期启动

研究结论

● 宏观前提：短期衰退与中期投资周期叠加

从今年年初以来，宏观前提的高度混乱是导致市场热点剧烈切换的重要原因。我们认为，这种宏观前提的混乱，主要是由于两股力量正在跌价，一是短期内高通胀压力下的宏观经济衰退压力，另一则是过剩产能消化后不断走高的企业盈利能力所推动的新一轮产能扩张周期。紧缩的货币政策对实体企业运行的影响已经在草根层面逐步体现。但新一轮产能扩张周期的证据也在不断积累。未来宏观经济走向的三种可能性：（1）短期内经济增速适度下滑，通胀 5、6 月份见顶后回落，货币政策在下半年放松；（2）经济增速较明显回落，通胀仍然高企，货币政策难以放松，新一轮产能扩张周期的货币条件难以具备；（3）经济增速和通胀快速回落，货币政策大幅放松。我们认为，第一种可能性最大，第二种其次。

● 配置银行股攻守兼备：

明显低估的估值水平为银行股提供应对短期衰退的防御价值。即使经过年初以来不到 10% 的上涨，银行股仍处于明显低估的水平。目前银行股的 2011 年 PE 平均为 8.5 倍，其中多家银行在 7 倍左右；2011 年 PB 在 1.53 倍，其中多家银行的 2012 年 PB 将达到 1.1 倍左右。我们认为，银行股合理估值应在 2.0X PB，而合理估值的下限为 1.8X PB。年内银行股至少应有 20% 的估值修复空间。2010 年 12 月，我们曾根据完全利率市场化假设来寻找银行价格的下限，结论是多数银行都处于明显低估状态。现在我们更新了股价和各情境下的合理价格，结论是银行明显低估的状况仍然没有改变。这种明显低估的状态，为银行股提供了显著的防御价值。

新产能周期启动将带动信贷需求走旺。新周期启动下固定资产投资的加速，将意味着对银行的信贷需求会有一个更快的增长。可能性之一是若宏观信贷政策能够有所放松，银行的信贷增速将加快。上一轮产能扩张周期即是如此，从 2005 年开始人民币贷款增速提升了一个平台。若信贷政策在数量上不会放松，银行信贷需求的增加将使得银行议价能力得到进一步的加强。从企业的贷款利率承担能力——EBIT/A 来看，2010 年以来该指标正在持续改善。相比之下，银行的实际贷款利率虽然比 2009 年有所提高，但仍较明显地低于 2007—2008 年的水平，并且与当前的 EBIT/A 有较大的差距。这意味着实体企业仍然能够承受贷款利率的进一步提高。同期银行股也小幅跑赢了沪深 300。

● 结论：当前投资银行股攻守兼备：

我们的结论是，银行股应该作为机构投资者的重要配置品种，在权益类投资组合中至少占 10% 的权重。首选低估值+战略成长有空间的银行，包括招行（买入）、浦发（买入）、华夏（增持）。同时关注农行（未评级）。

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声明。



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

银行与证券行业分析师

021-63325888-6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

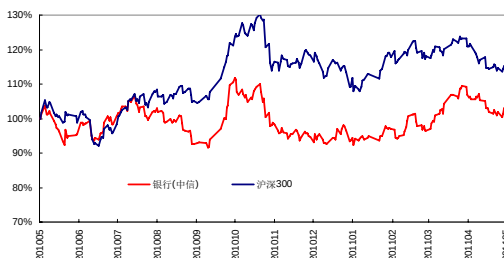
行业

银行

报告发布日期

2011 年 5 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
招商银行	1.19	1.73	2.09	2.52	买入
华夏银行	1.20	1.16	1.37	1.57	增持
民生银行	0.66	0.84	0.88	1.06	买入
浦发银行	1.34	1.86	2.23	2.63	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

一、短期衰退与中期投资周期叠加

从今年年初以来，宏观前提的高度混乱是导致市场热点剧烈切换的重要原因。我们认为，这种宏观前提的混乱，主要是由于两股力量正在跌价，一是短期内高通胀压力下的宏观经济衰退压力，另一则是过剩产能消化后不断走高的企业盈利能力所推动的新一轮产能扩张周期。

高通胀压力所造成的宏观政策特别是货币政策的紧缩，确实在造成经济的持续减速。今年以来超出预期的货币政策紧缩包括（1）持续的加息和加准备金率行为，并积极应用差别存款准备金率工具。

（2）严格的信贷额度控制。特别是监管部门对的信贷的控制已经从按旬改为按日，这意味着商业银行腾挪额度的空间显著缩小。（3）日均存贷比考核。这一行为除了加大了银行的负债成本外，走高的存款收益还会吸引一部分资金回流银行。（4）更全面的社会融资总量监管。

紧缩的货币政策对实体企业运行的影响已经在草根层面逐步体现。从我们了解到的情况来看，很多小企业面对快速上升的低端劳动力成本、财务成本和原材料成本，再加上人民币的持续升值，已经面临相当的经营困难。

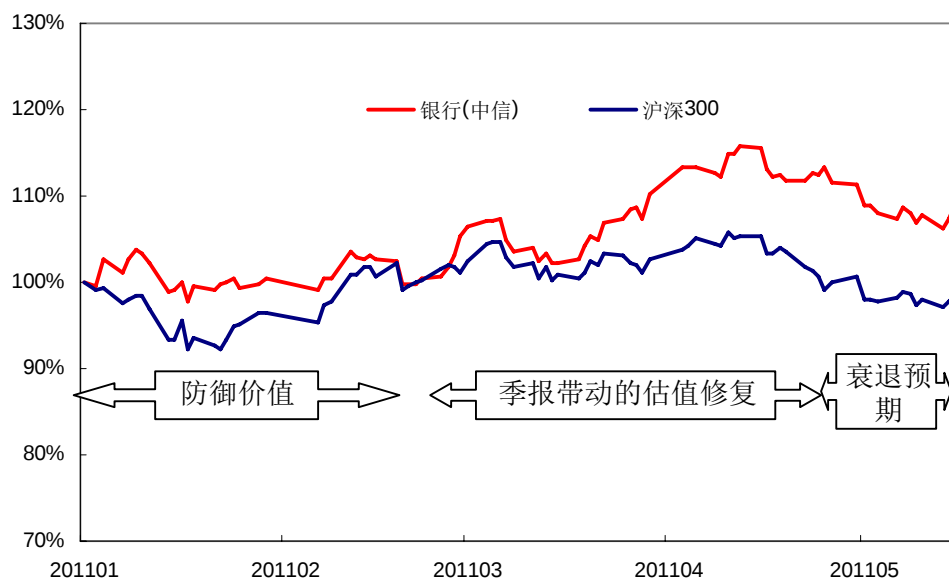
但新一轮产能扩张周期的证据也在不断积累。（1）贸易盈余显著收缩，显示国内产能已经无法满足需求的增长，因此不得不减少物资出口。（2）供不应求驱使水泥、钢铁、电力、化工等传统行业进入盈利高峰期，走高的 ROE 将带来投资的加速。（3）信贷需求旺盛，银行贷款议价能力走强。

未来宏观经济走向的三种可能性：（1）短期内经济增速适度下滑，通胀 5、6 月份见顶后回落，货币政策在下半年放松；（2）经济增速较明显回落，通胀仍然高企，货币政策难以放松，新一轮产能扩张周期的货币条件难以具备；（3）经济增速和通胀快速回落，货币政策大幅放松。我们认为，第一种可能性最大，第二种其次。

二、配置银行股攻守兼备

1、年初以来银行股行情的三个阶段

年初以来，银行股的行情可以分为三个波段。一是 1-2 月份，在市场调整的背景下，银行股表现出了较强的防御性特征，反映的是当前明显偏低的估值所具备的防御价值。二是从 3 月份开始至 4 月份，银行股迎来了一波 12.9% 的涨幅，并实现了 14 个百分点的相对收益。这一阶段的直接催化剂是 1 季报超预期，在此推动下机构投资者迎来了一波补银行股仓位的行为。三是从 4 月底至今，银行基本跑平沪深 300，并一度有超过 5 个百分点的跌幅，而与 4 月中旬的高点相比，跌幅超过了 8 个百分点。这一阶段，银行股走势反映的是经济紧缩的负面效果正在显现，而银行 1 季报息差反弹略低于预期，使得银行股没有明显的防御性。

图 1：年初以来银行股行情的三阶段


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2、衰退压力下银行股将彰显防御价值

即使经过年初以来不到 10% 的上涨，银行股仍处于明显低估的水平。目前银行股的 2011 年 PE 平均为 8.5 倍，其中多家银行在 7 倍左右；2011 年 PB 在 1.53 倍，其中多家银行的 2012 年 PB 将达到 1.1 倍左右。我们认为，银行股合理估值应在 2.0X PB，而合理估值的下限为 1.8X PB。年内银行股至少应有 20% 的估值修复空间。

表 1：银行利润占 A 股比例扩大至 47%

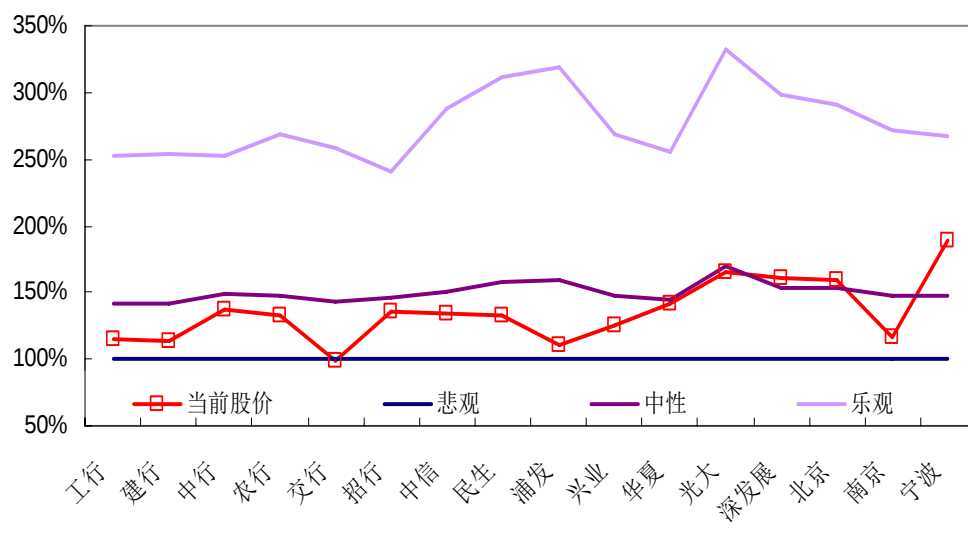
名称	股价	PE			PB		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
工商银行	4.57	9.66	7.96	6.83	1.94	1.64	1.42
建设银行	5.20	9.64	7.36	6.34	1.87	1.60	1.37
中国银行	3.40	9.09	7.69	6.67	1.47	1.29	1.15
农业银行	2.92	10.00	7.22	5.89	1.75	1.48	1.26
交通银行	5.94	8.56	6.66	5.46	1.50	1.29	1.10
招商银行	14.42	12.07	8.33	6.91	2.32	1.89	1.58
中信银行	5.58	10.13	8.48	7.30	1.81	1.59	1.35
民生银行	6.18	9.39	7.39	7.00	1.59	1.32	1.14
兴业银行	15.05	8.77	6.83	5.83	1.76	1.45	1.23
浦发银行	14.29	10.69	7.67	6.42	1.67	1.43	1.24
光大银行	3.82	12.08	9.18	7.65	1.90	1.65	1.43
华夏银行	12.48	10.40	10.80	9.09	1.75	1.38	1.24

深发展 A	18.22	10.10	8.13	7.30	1.89	1.58	1.34
北京银行	11.83	10.83	9.41	7.92	1.73	1.39	1.21
南京银行	10.50	13.45	10.00	8.22	1.66	1.45	1.27
宁波银行	12.94	16.07	12.60	10.98	2.35	2.03	1.76

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2010 年 12 月，我们曾根据完全利率市场化假设来寻找银行价格的下限，结论是多数银行都处于明显低估状态。现在我们更新了股价和各情境下的合理价格，结论是银行明显低估的状况仍然没有改变。这种明显低估的状态，为银行股提供了显著的防御价值。即使下半年 CPI 回落低于预期，银行仍是很好的配置品种。

图 2：归因分析表明息差反弹推动 1 季报超预期

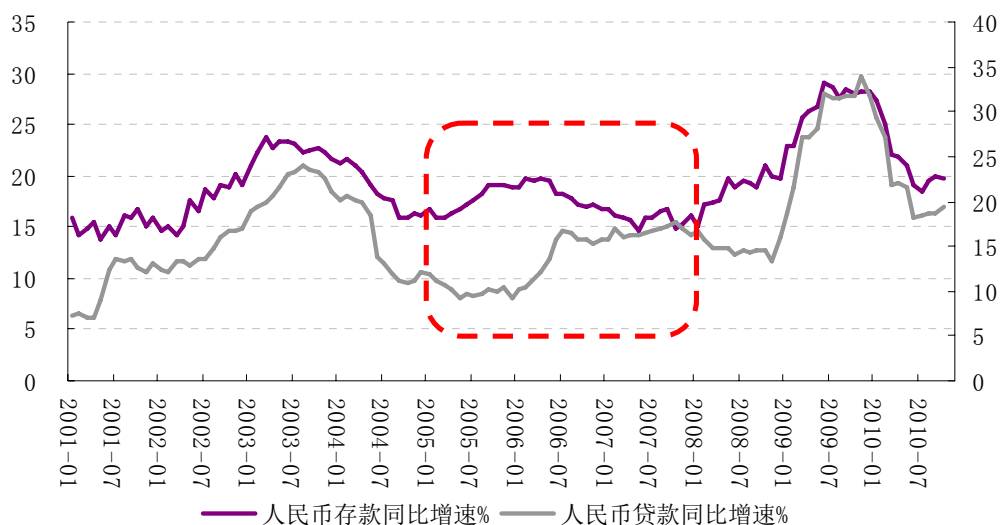


资料来源：东方证券研究所

3、新产能周期启动将带动信贷需求走旺

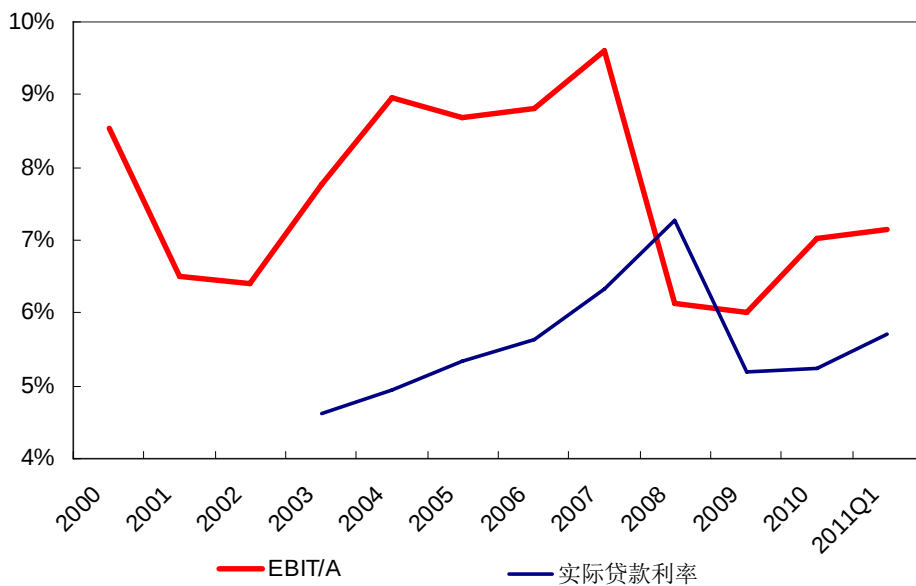
新产能周期启动，将对银行股构成怎样的影响？从理论上来分析，新周期启动下固定资产投资的加速，将意味着对银行的信贷需求会有一个更快的增长。而在低端劳动力价格快速上升的背景下，由于企业会选择更多地用机器来替代人工，因此对信贷资本的需求会更加旺盛。

信贷需求快速增加，将产生两种可能性。一种是若宏观信贷政策能够有所放松，则银行的信贷增速将加快。上一轮产能扩张周期即是如此，从 2005 年开始人民币贷款增速提升了一个平台，所提高了 5 个百分点左右。

图 3：从 2005 年开始信贷增速提高了一个平台


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

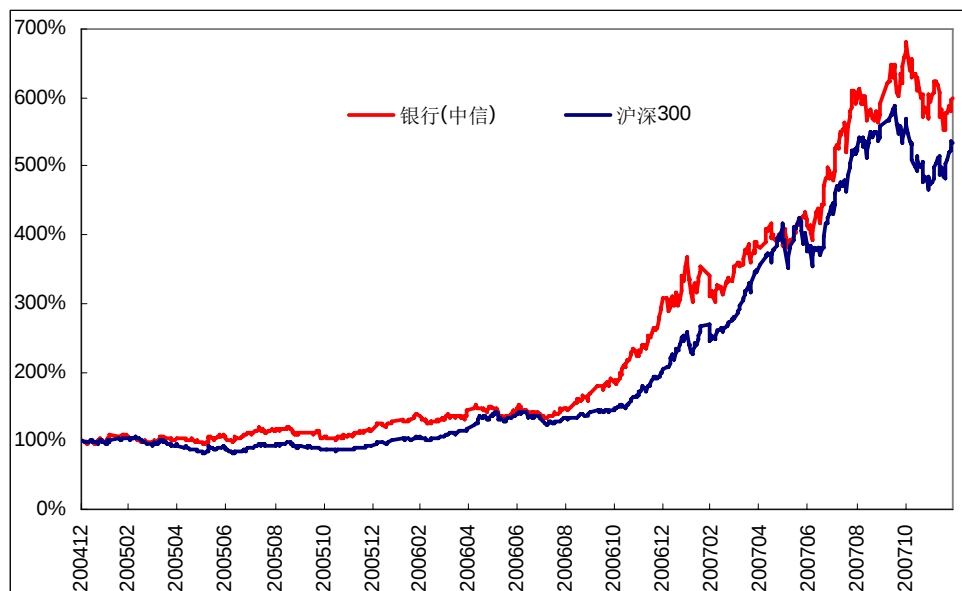
若信贷政策在数量上不会放松，银行信贷需求的增加难以通过数量的扩张来体现，则银行议价能力会得到进一步的加强。从企业的贷款利率承担能力——EBIT/A 来看，2010 年以来该指标正在持续改善。相比之下，银行的实际贷款利率虽然比 2009 年有所提高，但仍较明显地低于 2007-2008 年的水平，并且与当前的 EBIT/A 有较大的差距。这意味着实体企业仍然能够承受贷款利率的进一步提高。

图 4：走强的企业盈利能力意味着贷款利率仍有上行空间


资料来源：东方证券研究所

正因为银行受益于投资加速的过程，银行股的股价也能够小幅跑赢指数。05-07 年银行上涨了 4.98 倍，而沪深 300 上涨了 4.34 倍。期间货币政策经历了一次放松-收紧周期。

图 5：2005-2007 年银行小幅跑赢沪深 300



资料来源：东方证券研究所

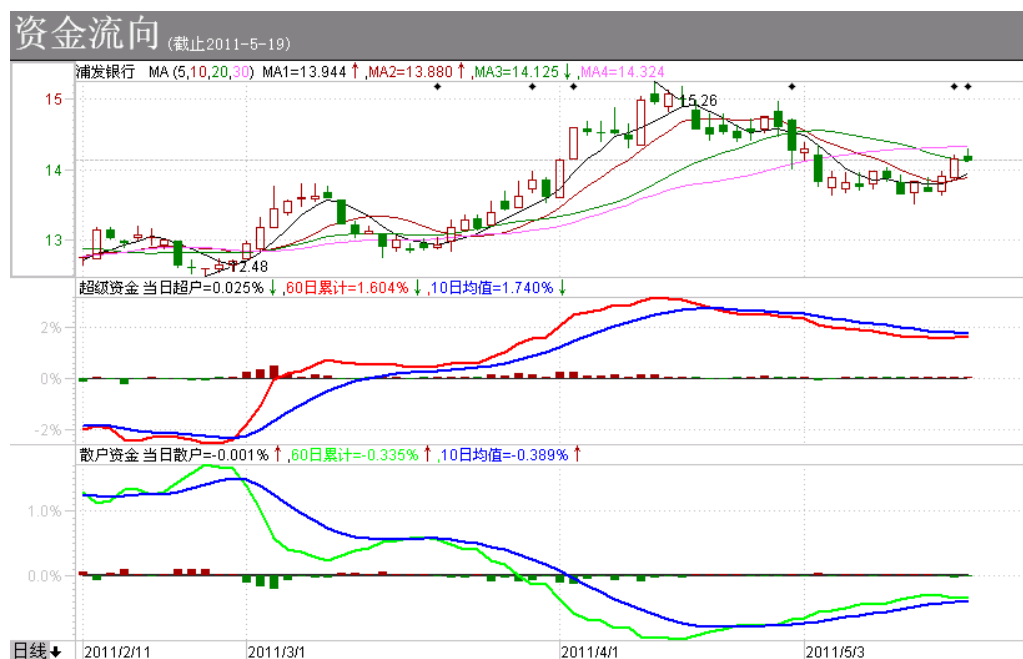
三、结论：当前投资银行股攻守兼备

我们的结论是，银行股应该作为机构投资者的重要配置品种，在权益类投资组合中至少占 10% 的权重。明显低估+利润增长确定的银行股，在短期内提供良好的防御价值，而在中期的产能扩张周期启动后，也能够提供进攻的附加值。

预计 2011 年行业整体可以实现 30% 左右的净利润成长，而 2012 年的净利润增速也会达到 15% 左右。

首选低估值+战略成长有空间的银行，包括招行（买入）、浦发（买入）、华夏（增持）。同时关注农行（未评级）。

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