

汇金增持表明银行股投资价值明显

研究结论

- 汇金公司第三次出手增持国有银行。多家媒体报道，中央汇金公司自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入四大有银行股票，并将继续增持。这是汇金自 2008 年 9 月和 2009 年 10 月之后的第三次增持国有银行动作。
- 前两次增持累计投入逾 23 亿元。汇金第一次增持于 2008 年 9 月 18 日，经过 1 年增持，累计投入约 21.1 亿元。第二次增持发生于 2009 年 10 月 12 日，累计投入约 2.40 亿元购买三大行股票。自 2010 年 10 月 12 日后，汇金公司的增持行为就已停止。
- 汇金增持对银行股股价有何影响？绝对收益明显但相对收益很模糊。第一次增持影响显著，2008 年 9 月 18 日，汇金公司增持的消息引发隔日上证综指 9.45% 的暴涨，而银行板块全体涨停。而从 2008 年 11 月开始，A 股市场进入一轮整体翻番的行情，银行（中信）指数的涨幅更达到 149%。第二次增持的影响相对小一些，但仍然很可观，上证综指和银行板块都有一轮 14—15% 的上涨。但相对收益来看并不明显，汇金增持后银行股在中长期内并没有明显跑赢大盘。
- 汇金增持是投资价值凸显的信号。（1）从前两次增持之后较丰厚的绝对收益来看，汇金公司善于发现投资价值。（2）汇金增持反映管理层在股市大跌后稳定市场的政策意图。（3）但汇金增持不改变银行板块的大趋势。虽然汇金能够在短期内推动银行股跑赢大盘，但不能改变中长期内银行股的相对表现。
- 进可攻、退可守，看好银行股的投资价值。汇金此番第三次出手，最重要的意义在于，银行股跌无可跌的估值获得再度确认。目前银行板块估值处于 2011 年 1.20 倍 PB 和 2012 年 1.03 倍 PB，整个板块的价格都非常接近每股净资产。此番汇金出手，就银行股的显著投资价值再度对市场进行了提示。我们借此机会重申对银行板块的看法：当前银行股从防御角度来说退可守，低估 35% 以上的估值水平为银行带来很好的安全边际。从进攻性来看，银行既有贝塔，又有良好的流动性，因此在当前市况下是比消费类板块更好的配置品种。当市场反弹时，消费类为主的组合一方面将面临明显落后指数的可能性，而流动性的不足更制约了后续的调仓行为。看好银行板块 9 月份在汇金增持和 3 季报行情基础上的表现。个股上我们将推荐组合调整为华夏、浦发、民生、农行。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

姚栋

8621-63325888 × 7541

yaodong@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

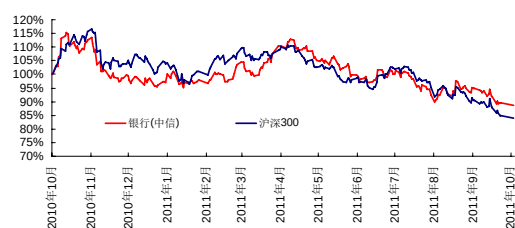
行业

银行

报告日期

2011 年 10 月 12 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
华夏银行	1.20	1.16	1.37	1.57	增持
浦发银行	1.34	1.43	1.71	2.02	买入
民生银行	0.66	0.90	0.96	1.15	买入
农业银行	0.29	0.40	0.50	0.60	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

下一阶段资金博弈之天王山	2011-9-11
长期大底附近配置银行 谋求优异	2011-8-25
风险收益比	
银行牌照白送要不要？	2011-8-9

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。

1、事件：汇金第三次出手增持国有银行

多家媒体报道，中央汇金公司自 10 月 10 日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并将继续增持上述四家银行股票。这是汇金公司自 2008 年 9 月和 2009 年 10 月之后的第三次增持国有银行动作。（<http://finance.sina.com.cn/stock/y/20111010/151710592725.shtml>）

我们将汇金前两次增持的情况总结如下：

（1）第一次增持

2008 年 9 月 18 日，汇金公司中央汇金公司为确保国家对工、中、建三行等国有重点金融机构的控股地位，支持国有重点金融机构稳健经营发展，稳定国有商业银行股价，中宣布将在二级市场自主购入工、中、建三行股票，并从即日起开始有关市场操作。

2008 年 9 月 23 日晚间，工商银行、建设银行、中国银行同时发布公告，中央汇金公司增持情况。当时汇金公司分别增持三家银行各 200 万股，（据我们测算，下同）合计金额约 2700 万元。

至 2009 年 9 月 26 日，三大行分别公告第一阶段汇金公司增持情况：在过去的 1 年时间里，汇金公司累计分别增持工行、建行和中行 28057、12861 和 8161 万股，涉及金额分别为 10.6、7.5 和 3.0 亿元，合计 21.1 亿元。

（2）第二次增持

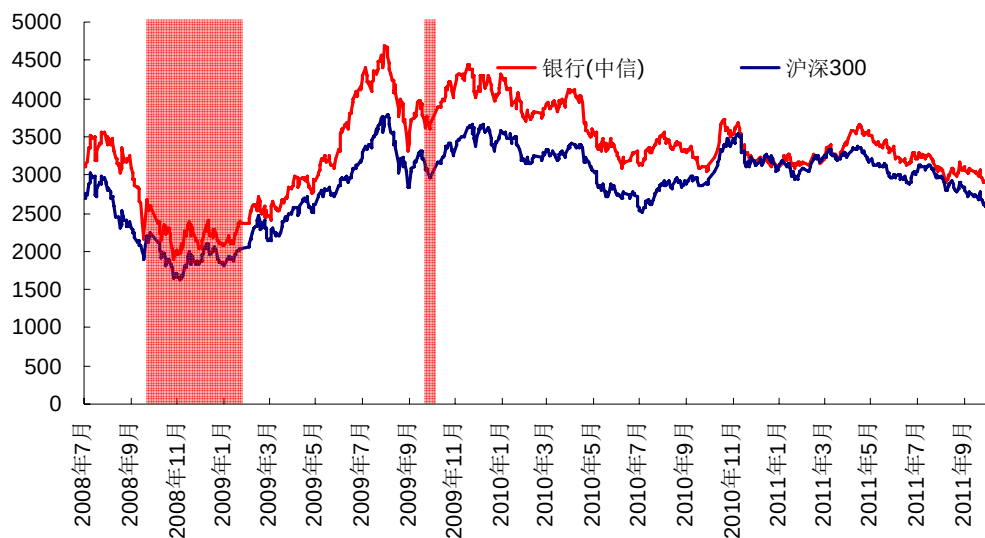
2009 年 10 月 12 日，三大行在此公告汇金公司于近日分别增持工行、建行和中行了 3007、1614 和 513 万股，涉及金额分别为 1.44 亿元、7500 万元和 2100 万元，合计 2.40 亿元。

而从 2010 年 10 月 12 日三大行关于汇金公司近一年来的增持情况的报告来看，在 2009 年 10 月 12 日之后汇金公司就没有实质性增持过三大行的股票。

2、汇金增持对银行股股价有何影响？

2.1 绝对收益可观

回顾过去两次汇金增持的历史，我们会发现：（1）汇金公司的增持通常发生在阶段性底部。（2）在汇金公司公告增持之后，银行股都能迎来一波反弹。第一次增持的影响明显更大，2008 年 9 月 18 日，汇金公司增持的消息引发隔日上证综指 9.45% 的暴涨，而银行板块全体涨停。而从 2008 年 11 月开始，A 股市场进入一轮整体翻番的行情，银行（中信）指数的涨幅更达到 149%。第二次增持的影响相对小一些，但仍然很可观，上证综指和银行板块都有一轮 14—15% 的上涨。

图 1：汇金公司前两次增持都引发银行股的上涨


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

表 1：两次增持都有不小的绝对收益

	隔日	一个月	三个月	一年	最高收益率
第一次增持	10.0%	0.21%	2.69%	70.63%	117.40% (2009-8-4)
第二次增持	-0.14%	9.26%	6.40%	-14.27%	14.40% (2009-8-4)

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2.2 中长期内相对收益不明显

不过从相对收益来看，汇金增持可能在短期内推动银行股跑赢大盘，但很难构成中长期内持续跑赢的动力来源。

表 2：但相对收益并不明显

	隔日	一个月	三个月	一年	最高
第一次增持	0.66%	3.52%	-4.49%	1.87%	22.50% (2009-6-23)
第二次增持	0.25%	-1.37%	-5.33%	-13.09%	2.53% (2009-11-2)

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2.3 结论：汇金增持提示的是绝对股价的低估

基于以上分析，我们有几点判断：

(1) 汇金公司善于发现投资价值。第一次增持发生在股市已经深幅调整、银行股投资价值凸显的背景下，而第二次增持也是在整个市场和银行股比前期高点跌去了 20% 的基础上。在汇金增持后，股价都有不同程度的表现。因此，汇金在选时上表现出领先优势。

(2) 汇金增持反映管理层意图。两次汇金增持，都是在市场较大程度下跌之后，管理层以此来释放稳定市场信号的意图明显。

(3) 汇金增持不改变银行板块的大趋势。虽然汇金能够在短期内推动银行股跑赢大盘，但不能改变中长期内银行股的相对表现。例如，第二次增持发生在 2009 年 7 月份之后监管去杠杆导致的银行板块走熊阶段。虽然在第二次增持隔日银行股有小幅正收益，但此后迅速被再融资的压力所吞噬。汇金每次增持也都是拿出真金白银出来的，前后投入合计 23.5 亿元左右，但不能在根本上改变行业的供求状况，也就不能改变银行板块的大趋势。

3、进可攻、退可守，看好银行股的投资价值

汇金此番第三次出手，最重要的意义在于，银行股跌无可跌的估值获得再度确认。目前银行板块估值处于 2011 年 1.20 倍 PB 和 2012 年 1.03 倍 PB，整个板块的价格都非常接近每股净资产。此番汇金出手，就银行股的显著投资价值再度对市场进行了提示。

我们借此机会重申对银行板块的看法：

(1) 防御角度退可守：便宜，低估 35% 以上的估值水平为银行带来很好的安全边际。

(2) 博弈角度进可攻：市场目前处于深度防御状态，机构投资者的仓位普遍高度集中于消费类板块之上。这种行业错配使得组合面临两方面的风险，一是若市场行情异动，一旦宏观经济预期开始转好，投资者极低贝塔的组合将面临巨大的落后指数的可能性。二是这些消费类板块的流动性普遍不是很好，进出较为困难，这更意味着当宏观经济趋暖、大行情来临时，囤积了大量消费类个股的投资者将面临极难转换仓位的被动情况。因此，当前机构投资者需要重新提高资产组合的贝塔，在经济仍存在不确定性的情况下，配置银行板块就成为提高贝塔的最优风险收益比的选择。银行股还具有非常好的流动性，这意味着一旦宏观预期明朗，机构投资者可以更灵活的转换银行股仓位，提升组合贝塔。换言之，下一阶段配置更多银行股仓位的组合，要比主要配置于消费类股票的组合拥有更好的风险收益回报和灵活性。

个股上我们将推荐组合调整为华夏、浦发、民生、农行。

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 6 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。

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