

2009.6.10

大盘股和银行股还能涨多久？

伐谋周刊（6B）



张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

目录与摘要：

● 大盘股行情延续的三个条件

06 年 5 月至今，A 股市场经历了六次大小盘风格轮换，两次市场上涨初期都是小盘股跑赢大盘股，而市场下跌初期则是大盘股领跌。我们认为影响大小盘股风格转换的关键因素包括宏观经济预期，通胀预期，大小盘相对估值溢价率等，而与基金持仓量关系并不大，新发行基金增多与大盘股行情之间并无必然联系。小盘股业绩相对宏观经济弹性较大，且上涨所需资金量较小可能是其领先大盘股启动的原因，国内市场的大盘股多是资源类和资产类，受益温和通胀，通胀预期的增加有助大盘股行情的启动。而大小盘相对估值溢价则是穿插在前两个因素中的一个调节项。当前市场上经济复苏预期仍在，且通胀预期升温，同时大小盘相对估值溢价较高，三者仍支持大盘股行情的持续。

● 银行股的上涨逻辑

银行做为经济复苏前期受益的板块，现正由于低估值而受到市场关注，但是究竟给予银行业什么样的估值才合理，正成为影响 A 股市场的重要因素。

绝对 PE 来看，当前银行 09 年动态 PE 为 13.15 倍，我们认为如果经济复苏，中国的银行估值应该在美国、香港的历史均值之上，即至少 20 倍 PE。相对 PE 上看，如果 09 年全部上市公司业绩 5% 的增长，当前银行 PE/大盘 PE=0.585，低于美国 0.65，香港 1.0 和 A 股 0.88 的历史平均比值，如果该比值上升到 0.8，对应银行股估值可提升到 18 倍，这还不考虑银行估值提升后大盘估值的抬升，因此银行股的行情尚未结束。

此外，我们还分析了市场挑选银行股的逻辑，前期市场看的是低 PE 而不是低 PB 的股票，而当前各银行的估值已经呈城商行>股份制银行>四大行的正常排列，未来估值提升对各银行股价的影响趋于一致，因此未来挑选银行股的逻辑主要在于盈利预测稳定或有上调预期，我们银行业研究员依然看好深发展、浦发、兴业。

● 个股研究与推荐

既然我们看好大金融，当然不局限于银行，还有地产和券商等，本周我们重点推荐：二线地产典型代表中国宝安和受益广发上市预期明朗的辽宁成大。

本周不得不知的数据：

46.83%

5 月份乘用车共销售 82.91 万辆，同比增长 46.83%，继续保持高速增长态势。

13 周

野村发表的资金流向报告显示，中国股票基金连续 13 周录得共 67 亿美元（约 522.6 亿港元）的资金流入，金额是全亚洲之冠。香港股票基金亦不弱，虽然未似中国股票基金那样有 13 周不败纪录，但同期录得资金流入净额 7.73 亿美元（约 60.3 亿港元）。

6%

某基金研究中心发布的 6 月 5 日仓位测算数据显示，各类以股票为主要投资方向的基金平均仓位均出现一月以来最为显著的下降。股票型基金平均仓位为 80.5%，比前周下降 3.58%，扣除被动增仓效应后，主动减仓幅度超过 6%。

大盘股行情延续的三个条件

5 月 19 日至今，上证指数先跌后涨，股指上涨幅度为 4.4%，但不少投资者并没有赚到钱，原因在于这段期间内上涨的股票和下跌的股票基本持平，且跑赢大盘的股票占比只有不到 1/3，且主要以资源和金融等大盘股为主，大盘股行情可以持续到何时是投资者颇为关心的问题之一。

06 年 5 月至今，A 股市场经历了六次大小盘风格轮换，两次市场上涨初期都是小盘股跑赢大盘股，而市场下跌初期则是大盘股领跌。我们认为影响大小盘股风格转换的关键因素包括**宏观经济预期**，**通胀预期**，**大小盘相对估值溢价率**（溢价率 = (小盘 PE - 大盘 PE) / (小盘 PE + 大盘 PE)，历史上在 20%~40% 之间波动）等，而与基金持仓量关系并不大，新发行基金增多与大盘股行情之间并无必然联系。小盘股业绩相对宏观经济弹性较大，且上涨所需资金量较小可能是其领先大盘股启动的原因，国内市场的大盘股多是资源类和资产类，受益温和通胀，油价的非剧烈上涨会带动国内生产资料 PPI 的回升从而上市公司盈利的好转，因此温和通胀预期的延续有助大盘股行情的延续，但剧烈的通胀预期可能通过改变经济复苏预期而终结大盘股行情，此外，大小盘相对估值溢价则是穿插在前两个因素中的一个调节项。

当前市场上经济复苏预期仍在，且通胀预期升温，同时小盘相对大盘估值溢价仍高，三者仍支持大盘股行情的持续。

而导致大盘股行情终结的事件可能在于：

- 1) 经济复苏预期出现转向；
- 2) 美元升值导致通胀预期下降，我们认为这个可能性在近期是存在的；
- 3) 大盘股继续上涨直到与小盘股之间的溢价率达到一较低水平；

图 1：近期市场虽然上涨，但许多投资者“赚指数不赚钱”

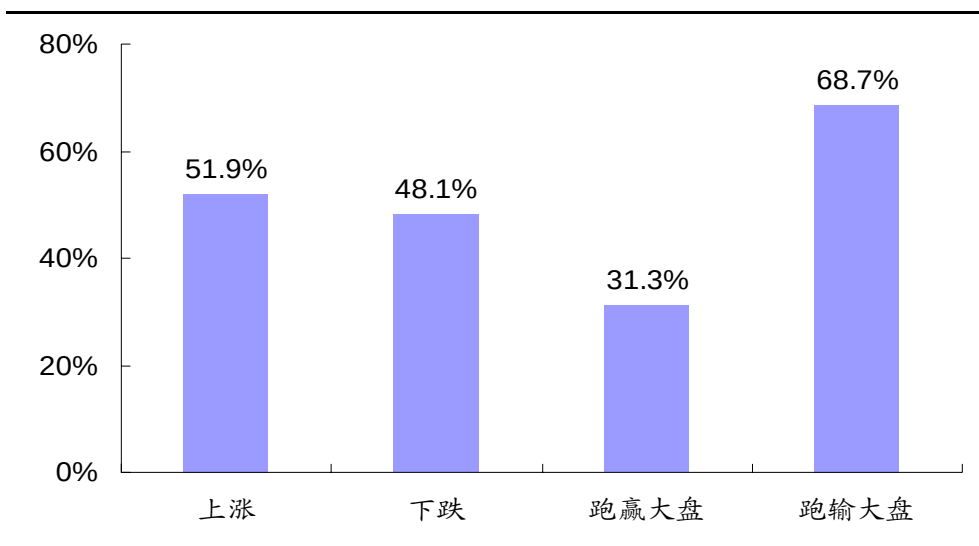


图 2: 06 年 5 月至今经历了六次大小盘风格轮换

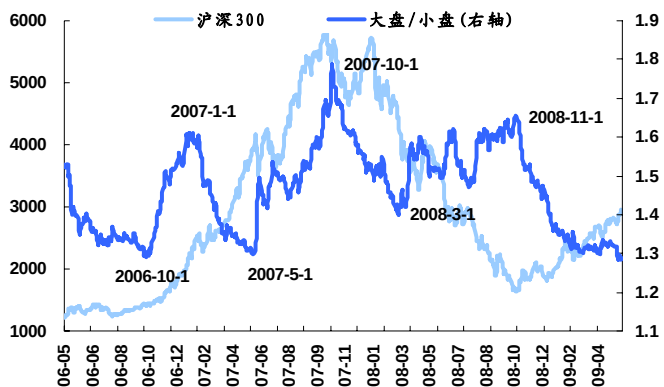


图 3: 小盘股业绩相对宏观经济弹性较大

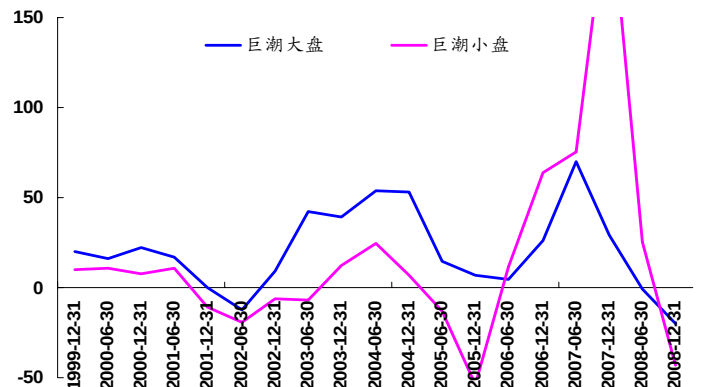


图 4: 溢价率=(小盘 PE - 大盘 PE)/(小盘 PE + 大盘 PE)

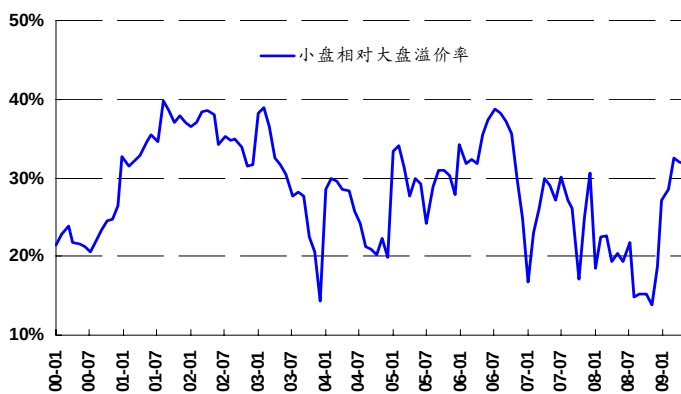


图 5: 从 07 年看宏观经济是影响大盘股行情的因素之一

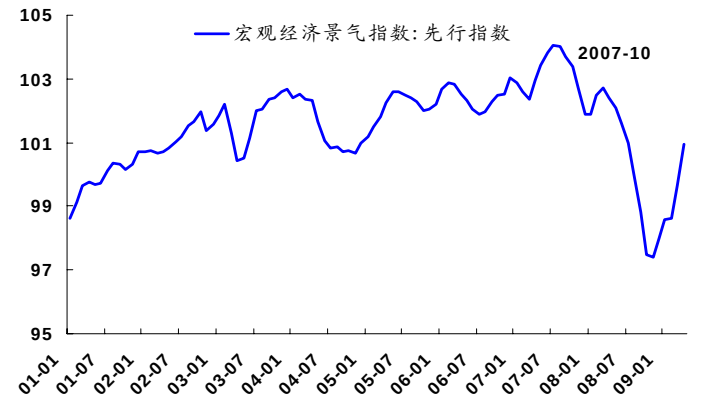


图 6: 但是基金的大盘股持仓与大盘股行情之间并无必然联系

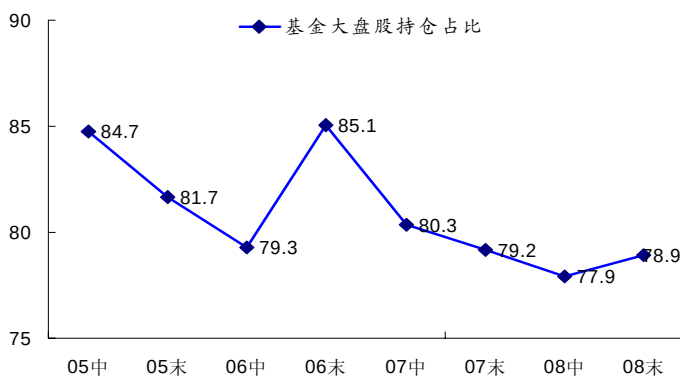


图 7: 新发行基金的增加和减少也无法解释大小盘之间的风格轮换

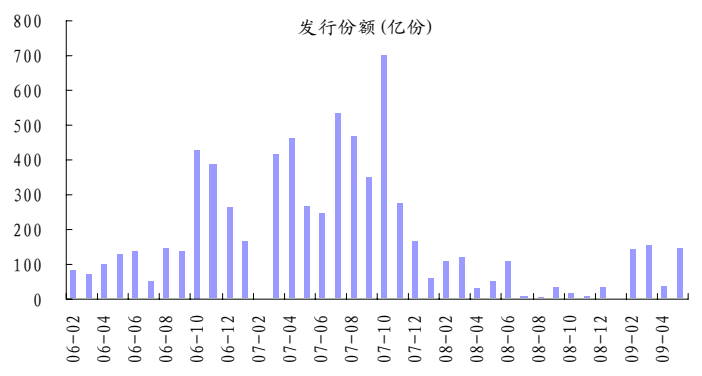


图 8: 大盘股的业绩占据全部上市公司业绩六成以上

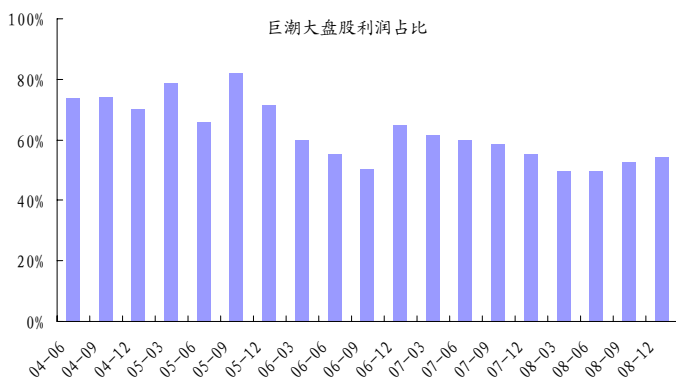


图 9: 上市公司业绩与生产资料 PPI 非常相关

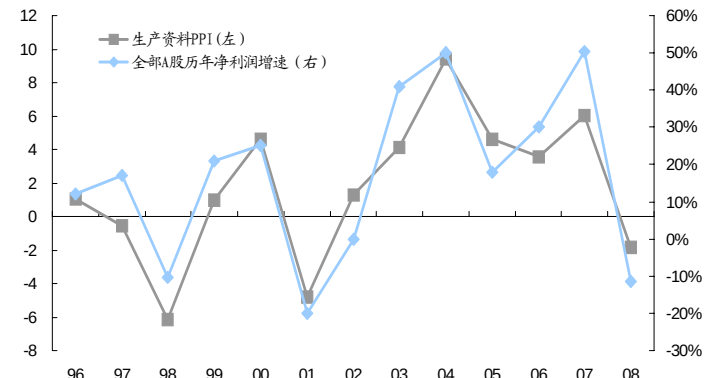


图 10: 原因在于能源、原材料等上游行业的利润占据了上市公司利润的 40% 左右, 且波动较大

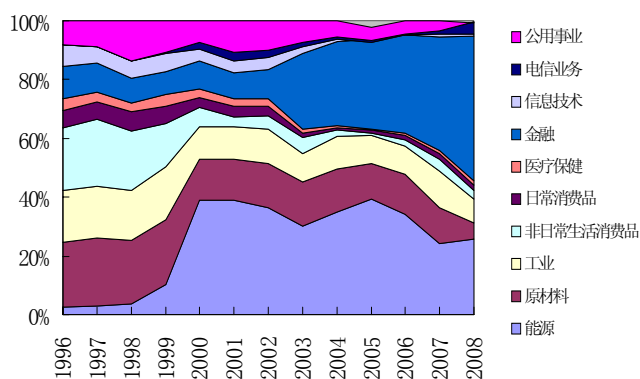
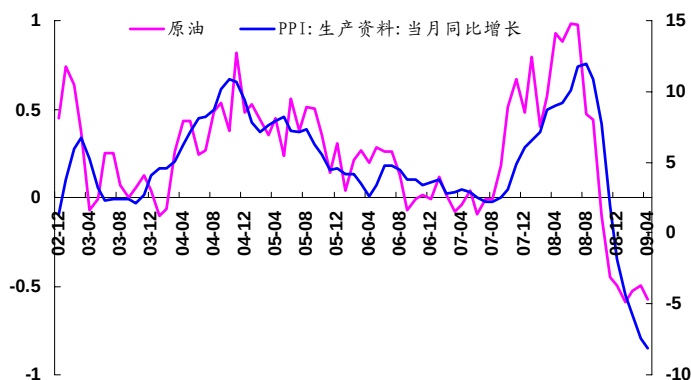


图 11: 国内生产资料 PPI 与油价较为相关, 因此油价和通胀预期的温和上升对大盘股行情是一个支撑



注: 以上图表用到的都是巨潮大盘指数, 挑选的是 A 股市场流通市值最大的前 200 家公司

银行股的上涨逻辑

银行做为经济复苏前期受益的板块, 现正由于低估值而受到市场关注, 但是究竟给予银行业什么样的估值才合理却争议颇多, 做为影响整体市场走势的一项重要因素, 我们对此做一探讨。

从美国银行业的估值来看, 金融危机前 PE 在 15~20 倍之间, PB 在 2~3 倍之间, 相对大盘的 PE 几十年来稳定在 0.65 左右, PB 波动大些, 但均值也在 0.65 附近。

香港银行业的估值与宏观经济颇为相关, 但大部分时间也处于 15~20 倍 PE, 2~3 倍 PB 之间, PE 的估值均值与大盘接近, PB 估值均值则略高于大盘。

对于国内银行, 由于 01 年前只有深发展、浦发、民生三家银行, 代表性较弱, 我们主要选取 01 年以后的银行业估值数据, 国内银行业的 PE 均值在 32 倍, PB 均值 5.7 倍, 相对 PE 均值 0.88 倍, 相对 PB 均值 1.38 倍。

我们倾向于用 PE 给银行业估值, 原因可以见后面对银行个股上涨逻辑的分析: 绝对 PE 来看, 当前银行 08 年静态 PE 为 14.24 倍, 如果根据我们银行业研究员伍博士的预测, 09 年银行业利润增速 8.3%, 则当前 09 动态 PE 为 13.15 倍, 我们认为做为中国的银行估值应该在美国、香港的均值之上, 即至少 20 倍 PE。相对 PE 上看, 如果 09 年全部上市公司业绩 5% 的增长, A 股动态 PE 为 22.48 倍, 09 年银行 PE/大盘 PE=0.585, 远低于美国 0.65, 香港 1.0 和 A 股历史上 0.88 的平均比值, 如果该估值上升到 0.8, 对应银行股估值可到 18 倍, 这还不考虑银行估值提升后大盘估值的抬升。

图 12: 金融危机前美银行业 PE 在 15~20 倍之间

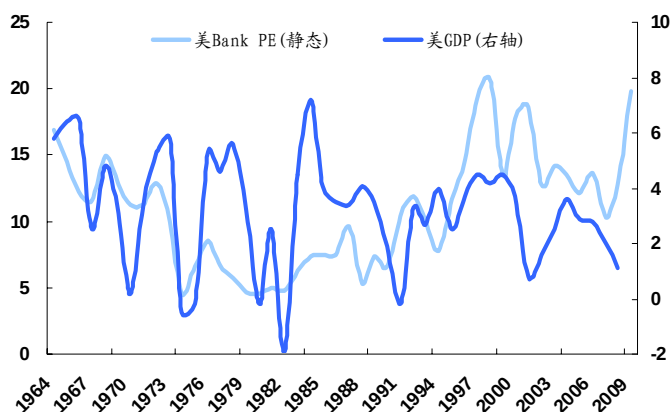


图 13: 金融危机前美银行业 PB 在 2~3 倍之间

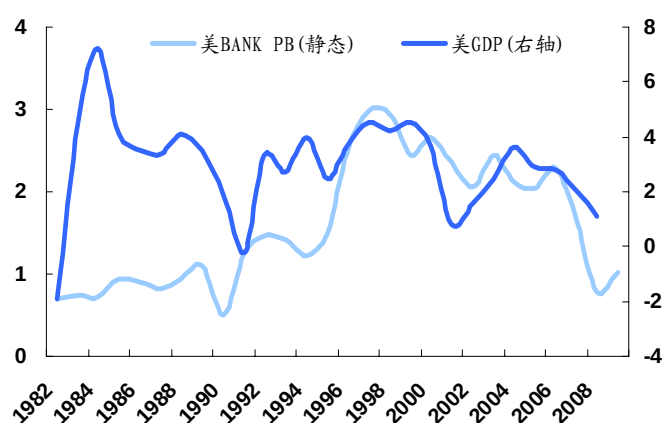


图 14: 几十年来美银行 PE/标普 PE 稳定在 0.65 附近

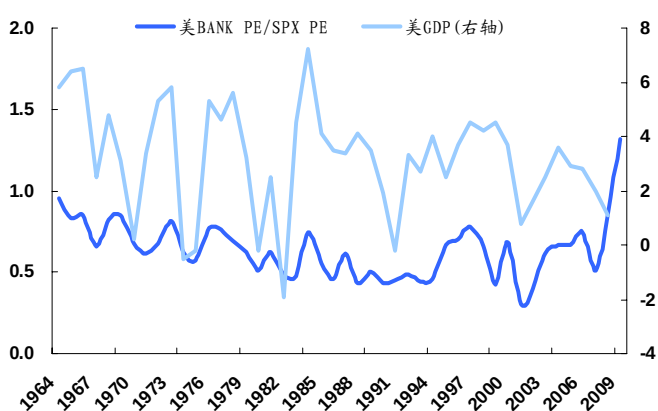


图 15: 美银行 PB/标普 PB 的均值在 0.65 附近

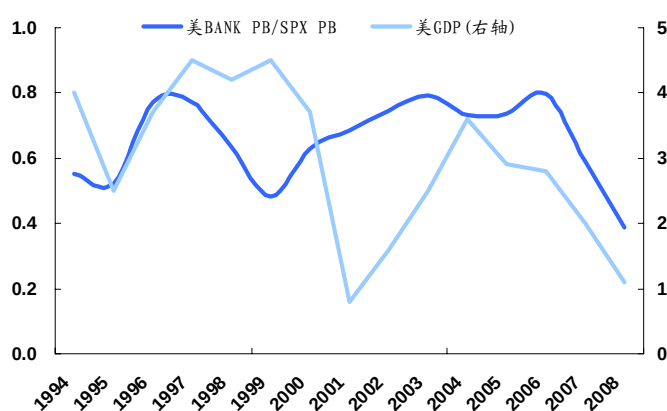


图 16: 香港银行业 PE 长期稳定在 15~20 倍区间

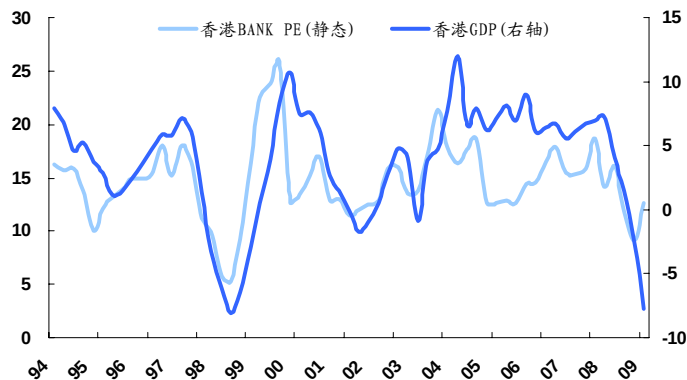


图 17: 香港银行业 PB 长期稳定在 2~3 倍区间

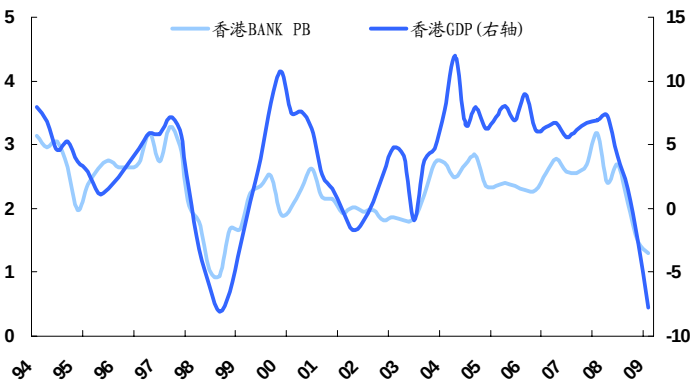


图 18: 香港银行业 PE/恒生 PE 均值在 1.0 倍

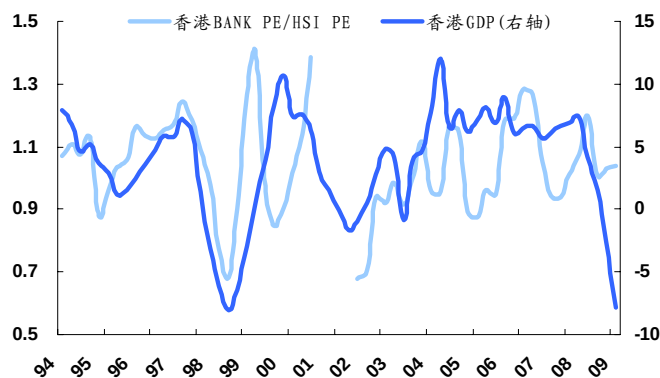


图 19: 香港银行业 PB/恒生 PB 均值在 1.2 倍

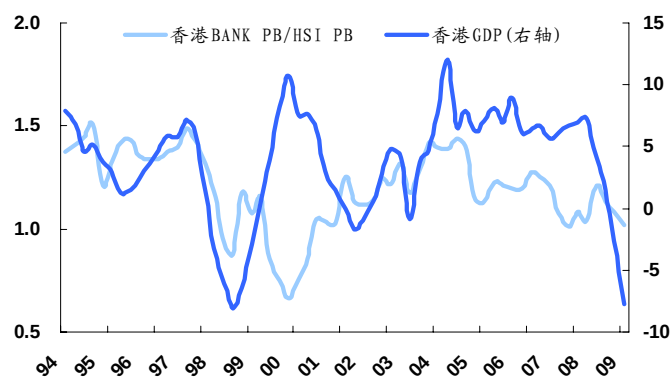


图 20: A 股银行业 PE 均值在 32 倍



图 21: A 股银行业 PB 均值在 5.7 倍

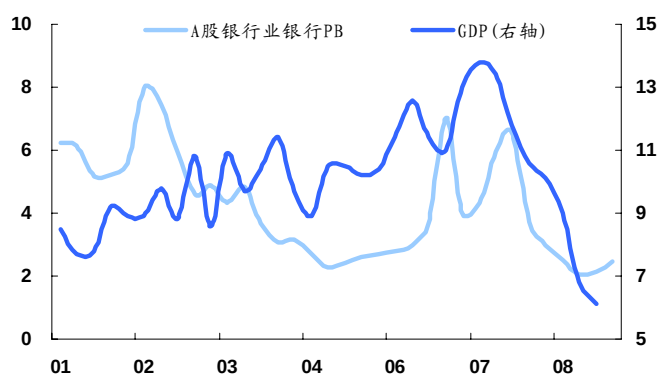


图 22: A 股银行业相对 PE 均值在 0.88 倍

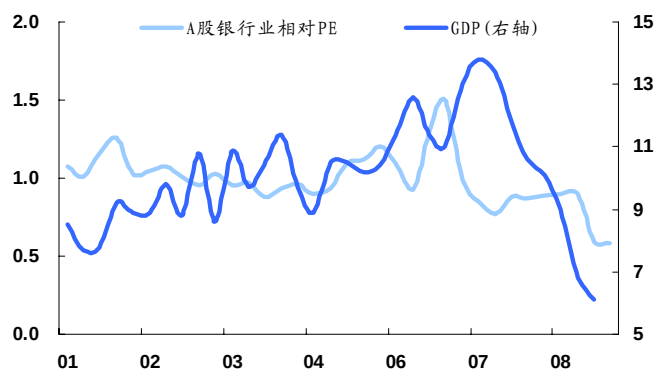
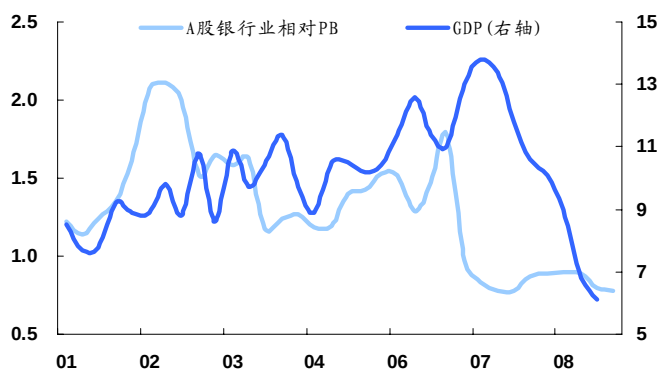


图 23: A 股银行业相对 PB 均值在 1.38 倍



数据来源: FDIC, 国泰君安

之所以对银行股用 PE 估值, 是因为市场就是这么演绎的, 我们可以看下年初以来银行股的涨幅, 浦发、兴业、深发展等股份制银行涨幅最大, 城商行次之, 而四大行涨幅最小, 如果以 PB 来解释市场偏好, 那从年初各银行的 PB 来看, 浦发、深发展其实 PB 是比较高的, 并不支持现在涨幅最大的结果, 而从 PE 上看, 年初时浦发、深发展、民生、兴业四个银行最为低估, 年初至今也的确涨幅最大, 历史上看, 股份制银行的 PE 应在城商行和四大行之间, 年初时候其下降到四大行 PE 以下, 估值回归的趋势是使得股份制银行涨幅最大的原因之一。

此外, 影响不同银行股表现的另一个因素是银行股盈利预测的调整, 年初至今银

行股的盈利一致预测都有所下调，但浦发银行下调幅度最小只有-5%，而招商银行下调幅度超过-25%，这是影响各银行表现的又一因素。

当前各银行的估值已经呈城商行>股份制银行>四大行的正常排列，未来估值提升对各银行股价的影响趋于一致，因此未来挑选银行股的逻辑就在于盈利预测稳定或有上调预期，我们银行业研究员依然看好深发展、浦发、兴业。

图 24: 年初至今，股份制银行涨幅最大

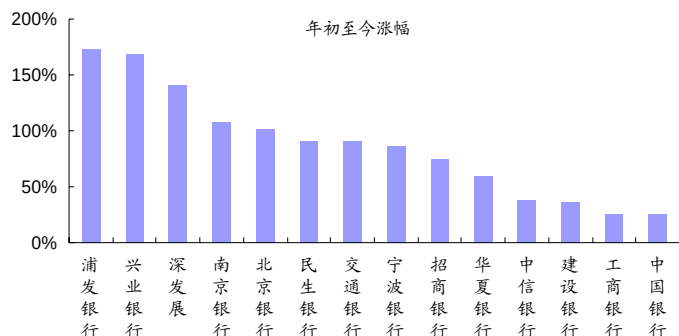


图 25: 从年初 PB 上看并不支持这种上涨次序

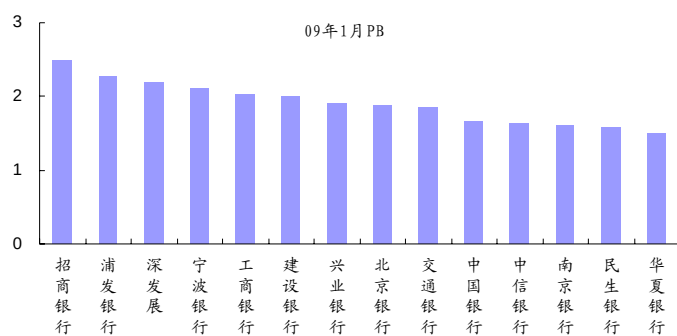


图 26: 从年初 PE 上看则可以解释

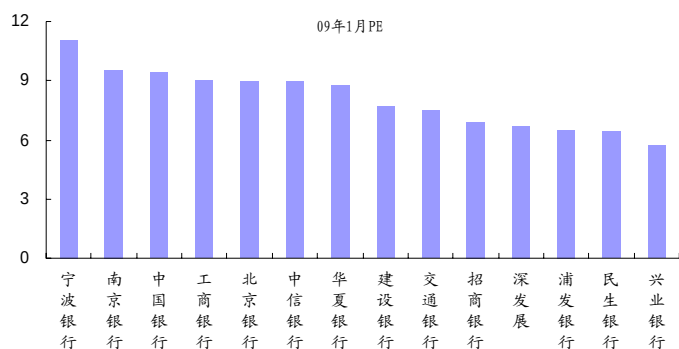


图 27: 股份制银行 PE 应该回复到四大行和城商行之间

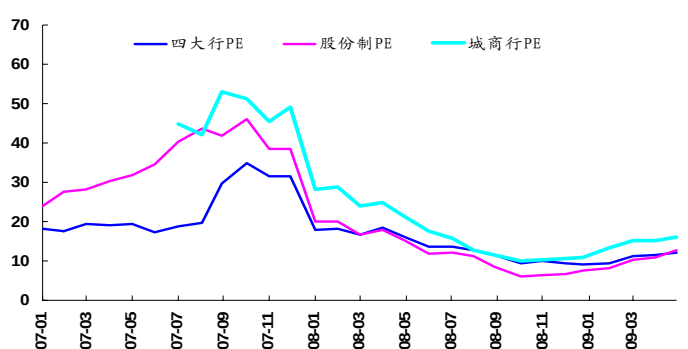


图 28: 各银行今年 1 月、6 月时的 09 年市场一致盈利预测及下调幅度

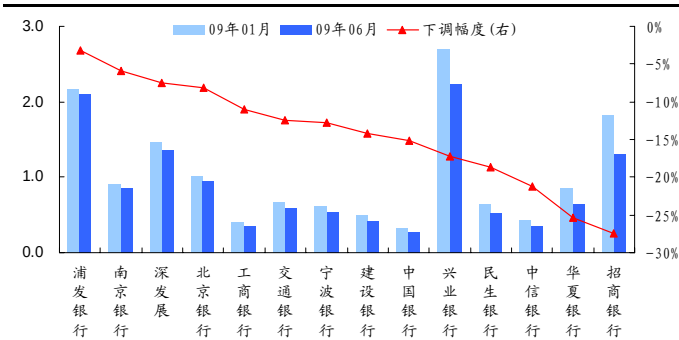
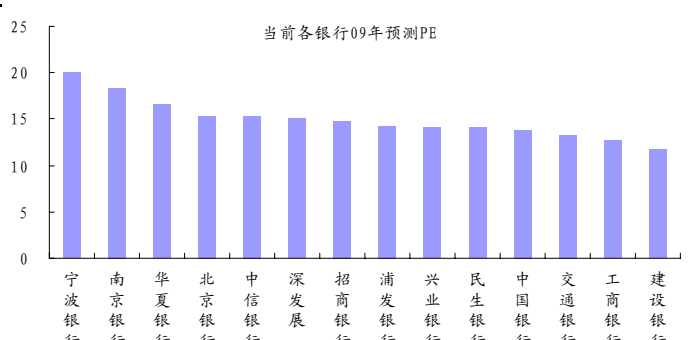


图 29: 现在不同银行估值分布回到合理区间，未来主要挑选盈利预测稳定或有上调预期的银行



个股研究与推荐

1、中国宝安

我们房地产研究员看好房地产行业的长期向好趋势，中短期他认为房地产成交量会回落，但房价可能上涨，前期市场上二线地产股表现优异，因此现在他比较看好前期滞涨的二线地产股，中国宝安是他认为的典型代表。

公司房地产主业的优势主要体现在：一是地价成本非常低，具有非常强的行业竞争力；二是具备一定规模，开发能力较强，经验丰富，与公司作为一个深圳老牌地产公司的历史相称；三是 08 年前后公司大股东股权最终尘埃落定（深圳富安控股公司，8.34%股权），并顺利完成股改。有望进入项目结算高峰期。

表 1：公司房地产项目储备具备一定规模，开发优势集中体现于地价成本非常低（单位：万平米，元/平米）

项目名称	产品类型	地理位置	占地面积	建筑面积	权益比例	权益建面	开工日期	竣工日期	楼面地价
世纪春城 4 期	商住	深圳龙华	4.448	18.05	100%	18.05	2006	2008	556
华浩源 4 期	商住	深圳布吉	6.236	7.39	100%	7.39	2006	2008	1070
历史土地	商住	深圳布吉	2	4	100%	4	---	---	未知
山水江南	多层	惠州市区	7.2	12	100%	12	200701	2008	542
08 年收购项目	住宅	惠州市区	63	113.4	70%	79.38	---	---	未知
山水龙城 2 期	别墅	武汉	21.73	7.68	100%	7.68	2006	2009	247
山水龙城 3 期	别墅	武汉	6.67	2.96	100%	2.96	2007	2008	845
山水龙城 4 期	多层/别墅	武汉	9.33	6.5	100%	6.5	2008	2009	546
山水龙城 5 期	高层/别墅	武汉	40	34	100%	34	2008	2011	101
月湖项目	高层	武汉	4.13	12	100%	12	2008	2010	500
江南城 3 期	综合	海口	12.97	11.65	100%	11.65	2007 下	2009	768
宝安·椰林湾	住宅	海南万宁	13.51	23	100%	23	200805	2009	90
港湾花园	住宅	海口	2.09	6.65	100%	6.65	200807	2010	1248
文安项目	住宅	海口	16.67	16.67	100%	16.67	2009	2011	147
桂林洋项目	待定	海口	17.33	26.00	100%	26	---	---	45
总计	---	---	227.33	301.96	---	267.94	---	---	---

备注：相比 2 月 3 日行业报告及其后公司报告，本次项目储备统计新增深圳部分历史遗留土地和惠州 08 年收购项目。

数据来源：行业专题报告《房地产板块中的创投先锋：中国宝安、张江高科、北京城建》，2009.02.03。

近年来公司锂电池新能源业务低调、逆势扩张，完善产品线和提高产品品质，打造更为完整的锂电池正负极材料产业链，强化行业龙头地位和话语权。据媒体报道，其控股子公司、国内锂电池三元正极材料龙头的天骄公司 5 月成功收购专攻锰酸锂和磷酸铁锂的临沂杰能新能源材料公司；贝特瑞则出资设立纳米科技公司，主攻用于改善磷酸铁锂导电功能和防止膨胀断裂的纳米碳管。

前期调研结果显示：贝特瑞目前主打产品是碳负极材料和磷酸铁锂正极材料；天骄公司目前主打产品是三元正极材料（锰镍酸锂电池、PLB）。贝特瑞管理层表示将在适当时候继续向上下游产业链延伸。

表 2：中国宝安及旗下贝特瑞和天骄科技致力于打造锂电池正负极材料行业绝对话语权

时间	收购或出资方	被收购方或新设公司	出资或收购价	收购意义
2008.6	中国宝安	黑龙江宝安新能源投资有限公司（66.67%股权）	2000 万	获得近 10 亿吨适合于锂离子二次电池用的优质石墨矿产资源（储量在国内名列前茅）
2008.11	贝特瑞	天津市铁诚电池材料有限公司（75%股权）	1519 万	天津铁诚主营中间相碳微球，收购后贝特瑞碳负极材料成本下降 30%，且将降低磷酸铁锂正极材料成本
2009.5	天骄科技	山东临沂杰能新能源材料有限公司（60%股权）	1020 万	临沂杰能主营锰酸锂和磷酸铁锂，收购后可提升天骄现有锰酸锂品质，将推动杰能公司加快磷酸铁锂产业化
2009.5	贝特瑞	深圳贝特瑞纳米科技有限公司	200	主攻纳米碳管；可改善磷酸铁锂等电极材料导电性；提高电解液的润湿性，显著地降低内阻；避免电极材料在电

资料来源：公司公告；公司网站；《证券时报》2009 年 5 月 11 日和 13 日。

公司是产业和区域经济增长受益的典型公司。(1) 前期发改委透露的新能源产业振兴计划和 6 月 5 日透露的环保节能产业振兴计划，体现为公司锂电池正负极材料行业龙头和从事铅废料回收的武汉云峰再生资源有限公司。(2) 创业板。控股的中国风险投资公司可能拥有 20 个左右创投项目储备。(3) 可能的深圳关外关内合并。(4) 市场传闻的“海南旅游岛计划”。拥有 80 万平米建面住宅开发项目和近 3000 亩农场地。

表 3：不完全统计下中国宝安创投业务资产概况 (单位：万元，%)

投资标的	注册资金	持股比例	投资金额	备注
深圳大佛药业	5100.00	100	3390	1994 年成立/耳鼻喉类医药主业
深圳贝特瑞新能源材料股份公司	5000.00	54.76	5000	2000 年成立/锂电池/通过中小板上市辅导
深圳市天骄科技开发有限公司	1000.00	75	1250	2004 年成立/锂电池/争取 10 年中小板上市
天津铁诚电池材料有限公司	1800	75	1518.75	2008 年 11 月收购/锂电池/已盈利
黑龙江宝安新能源投资公司	3000	66.67	2000.1	2008 年 6 月成立/锂电池/石墨产业链
新疆宝安新能源矿业有限公司	1000	95	950	2008 年 12 月成立/红柱石
广西强强碳素股份公司	--	--	--	石墨化阴极、石墨电极等碳素制品/拟上市
深圳市云海通讯股份有限公司	26640.00	3.75	999	移动通讯无线覆盖/拟上市
湖北鼎龙化学有限公司	15289.80	9.31	1423.48	电荷调节剂和专用着色剂化学品新材料/拟上市
天津市北海通信技术有限公司	5000.00	8	400	多媒体自动广播设备和数字通信产品/拟上市
北京鼎汉技术股份有限公司	24154.59	2.07	500	铁路、城市轨道交通信号信息和电气产品/拟上市
武汉云峰再生资源有限公司	1632.25	30.02	490	铅废料回收利用
成都绿金高新技术股份有限公司	1698.85	52.98	900	国内唯一一家印楝纯植物源生物农药生产商
中国风险投资有限公司	3042.88	36.15	1100	传闻投资了 20 多家创业企业

数据来源：国泰君安

公司从二级市场收购深鸿基 17.06% 股权，成为第一大股东，但需通过年度股东大会才能对公司产生实际影响力，即公司所说的“适时就深鸿基的资产、业务、人员等提出调整建议”。

我们的研究员维持公司 09 和 10 年 EPS 分别为 0.48 元和 0.7 元业绩预测(其中 09、10 年新能源贡献 0.06 元和 0.1 元)，建议积极关注。

2、辽宁成大

近期，我们证券行业研究员出去调研了一圈，认为以辽宁成大为代表的广发三宝是证券股中最为攻守兼备的品种，也是证券股的首选。主要原因在于：**成大生物狂犬疫苗将进入爆发性增长期、成大弘晟页岩项目稳步推进**，而同时，广发证券业绩超预期、上市已无实质性障碍。基于这些理由，他继续维持对辽宁成大的增持评级，并将目标价上调至 36 元。

成大生物：狂犬疫苗将迎来爆发性增长新机遇

2009 年下半年，随着库存疫苗消耗完毕，市场版图将重新改写，成大生物也将迎来新一轮快速发展的历史性机遇。保守预期，下半年成大速达的销售额将超过 200 万人份，环比增长 50% 以上；2009 年可实现销售量 350 万人份，同比增长 30%。而海外市场的拓展、乙脑疫苗以及兽用狂犬疫苗的上市销售，也都将支撑成大生

物未来 3-5 年内获得 20% 乃至更高的复合增长率。

成大弘晟：油页岩项目稳步推进，明年将开始贡献业绩

目前油页岩项目的改扩建已经进入高潮，蒸馏厂的建设已经全方位展开，力争到今年 10 月底前开始试生产；到明年下半年形成 300 万吨矿石、25 万吨页岩油的生产能力，2011 年完全达产。远期来看，将形成 50-100 万吨的页岩油产量，并成为油页岩领域的领军者。按照这一进度，我们中性预期 2010-2011 年成大弘晟的净利润将分别达到 1 亿元和 2.3 亿元，对辽宁成大的贡献分别为 0.39 亿元和 0.94 亿元，业绩占比为 2.7% 和 5.6%。

广发证券：上市预期明朗将催化价值提升

广发证券仍是公司业绩和估值的最关键决定因素，研究员认为，广发证券的业绩将决定辽宁成大的估值安全边际，而广发证券的上市预期则决定辽宁成大的估值空间。

- 中性预期广发证券 2009-2011 年业绩分别为 42 亿元、47 亿元和 53 亿元，对应辽宁成大业绩为 1.40 元、1.66 元和 1.96 元，对应的动态 PE 为 22 倍、18 倍和 16 倍，股价仍具备较高安全边际；
- 对比现有券商股，广发证券上市之后的合理 PE 应在 25 倍左右，对应辽宁成大的每股价值在 36 元以上。

表 4： 辽宁成大主营业务预测及构成（百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	470	2,113	939	1,263	1,452	1,670
其中： 新能源	0	0	0	0	39	94
金融服务	341	1,968	818	1,101	1,229	1,384
生物技术	72	136	79	139	174	206
贸易流通及其他	57	10	43	24	48	80
净利润增速		350%	-56%	34%	15%	15%
新能源		-	-	-	-	141%
金融服务		477%	-58%	35%	12%	13%
生物技术		88%	-42%	75%	25%	18%
贸易流通及其他		-83%	337%	-44%	100%	67%
业务结构						
新能源	0%	0%	0%	0%	3%	6%
金融服务	73%	93%	87%	87%	87%	85%
生物技术	15%	6%	8%	8%	11%	12%
贸易流通	12%	0%	5%	2%	3%	5%

数据来源：国泰君安证券

表 5： 辽宁成大分部估值情况

	2009 年业绩(元)	估值水平	每股价值(元)
油页岩	0	15	0
金融服务	1.22	25	30.6
生物技术	0.15	30	4.5
贸易流通及其他	0.03	20	0.6
合计	1.40		35.7

数据来源：国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100032

电话：(010) 59312899

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com