

# 价值回归 银行股启动中级反弹

邱冠华

在新经济周期尚未启动、过剩产能正在消化、利率市场化尚未完成的背景下,银行股50%以上较大级别反弹机会出现的可能性依然较小。在这种背景下,银行股出现的更可能是中等级别的波段性机会。即便如此,我们认为,考虑到银行股流动性良好,已经具备投资价值,尽早增持愈主动。

## 收益风险比可接受

银行股面临的利好因素不少:1、稳增长、微刺激气氛渐浓,有利于传统周期股;2、投资非标产品部分资金回流股市,有利于低估值蓝筹;3、主动基金银行股仓位创历史新低(不到2.0%),稍有催化剂就能早早拔葱;4、高风险特征的成长股市场分歧加大,不排除风格切换的可能;5、面临诸多不利因素,大多银行依然能维持二位数的业绩正增长。

银行股也面临的风险:1、不良贷款仍在温和上升,不过股价对此已经乃至过度反应;2、虽同业监管政策尚未落地,但自2013年4月份以来媒体已轮番报道不下5次,政策真相已基本暴露,银行股价对其已经基本反应,预计2014年4-5月政策落地时影响已经微乎其微;3、虽2014年将推出存款保险制度,但已是人尽皆知的信息。

银行股价对上述阶段性风险因素的预期已经较为充分,现阶段增持银行股“远胜于危”,收益风险比可接受。

## 长期利空依然存在

虽然长期利空目前依然存在,但银行股仍有机会。这主要是因为:1、根据期限对称性,长期利空主要影响银行股长期投资机会,短期中级反弹主要考察短期利空是否已被充分消化;2、根据影响着力点,长期利空主要制约银行股30%以后的上涨空间,而不会影响一轮中级反弹行情能否启动;3、证券投资采用边际增量思维,人尽皆知的利好或利空已经反映在股价上,打破平衡的力量要么来自新利好或利空的出现,要么来自原有利好或利空的边际增强或减弱,银行股这次中级反弹机会主要源自利空因素的边际减弱,我们称之为“三拐共振”。

为了更形象理解这次银行中级反弹机会的性质,我们打比方:处于稳态的股价好比一场势均力敌的拔河比赛。在这种状态下,给某一方增加一个队员固然可以改变原状态,这是常见思维习惯;但是,如果一方某个队员突然注意力不集中出现松懈,同样可以促使拔河绳子发生位移。银行股估值修复的机会常常来自这种情况——不是比想象中好,而是没想象中差;不是新增利好,而是原有利空缓解。

需要注意的是,银行的确还有一些中长期利空因素尚未落地,但我们也在不同场合强调过:从期限对称性角度,中长期利空因素主要影响银行股的中长期投资机会,而不是短期机会;从影响着力点看,中长期利空因素主要制约银行股估值修复的天花板,而不会影响一轮行情的启动。

对这些尚未落地的中长期利空因素,我们认为:

## 2014年大多数银行仍能维持净利润二位数的增长

银行	2013年实际 (*号为预测值)	14Q1预测	2014年预测
兴业银行	19%	18%	17%
民生银行	13%	10%	18%
平安银行	14%	18%	25%
浦发银行	20%	18%	16%
招商银行	14%	15%	17%
中信银行	26%	16%	18%
光大银行	13%	13%	12%
华夏银行	15%	17%	12%
<b>股份制</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.1%</b>	<b>17.0%</b>
工商银行	10%	10%	9%
农业银行	15%	14%	9%
中国银行	12%	12%	7%
建设银行	11%	11%	9%
交通银行	7%	7%	8%
<b>国有行</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>8.6%</b>
北京银行	16%	12%	13%
南京银行	10%	10%	10%
宁波银行	19%	12%	11%
<b>城商行</b>	<b>15.4%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.0%</b>
<b>上市行</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.6%</b>

1、利率市场化。中国内地的利率市场化只剩下存款利率上限完全放开这一步。央行行长周小川已明确表示,这很可能在最近一两年就能够实现。“静态测算(实际影响会小一些),完全利率市场化之后,存款成本上升的极限为零售理财收益率。但考虑到结算存款存在的必要性,预计存款成本会从目前平均2.20%上升至3.70%,上升空间为150bp。以贷款占生息资产60%计算,预计息差收窄90bp。即息差水平从目前2.68%降至1.78%。考虑到理财收益率有被存贷比抬高的因素,存贷比监管很可能会伴随着利率市场化而被取消,届时中国银行业均衡息差水平可能会维持在2.0%左右。个别客户重心下沉战略执行良好的银行,其息差可能向美国银行业3.0%的息差水平靠拢。目前贷款平均收益率7.1%。随着银行主动风险管理能力的提升和客户重心下沉战略的实行,贷款收益率上升至10%并非不可能,从而可完全覆盖存款成本的上升。

2、金融脱媒化。中国金融价值链有其特殊性,银行依托资金、渠道和客户三大优势,金融脱媒一方面指表内信贷脱媒,另一方面指表外银行继续做媒。我们一直强调,市场对金融脱媒往往只理解了前半,很容易忽略后半。因此,在信贷已降至社会融资总量50%附近的时候,我们已经没有必要再继续夸大金融脱媒对银行业的冲击。

3、不良资产在恶化。中国经济正迈进三期叠加阶段(经济增速换挡期、产业结构调整期、金融杠杆去化期),银行业资产质量压力日渐增加很正常。但是,我们认为,除非发生系统性经济或金融危机,银行不良贷款只会温和上升,而不会显著恶化。目前,银行股价隐含不良率已达到5.8%。即使我们保守地将所有关注类贷款视同不良贷款,银行真实不良率也仅有3.2%,本轮经济下行不良重灾区温州银行业不良率为4.3%。

明显放缓。从行业来看,金融服务和房地产热度迥异。金融服务继续延续着颓势,周融资买入金额大幅下降,降幅达到38.57%,融资余额减少14.75亿元,减少幅度1.87%。其中,银行股全线萎缩,16只标的股票融资买入金额平均减少幅度达到36%,融资余额合计减少9.86亿元,占市场融资余额总减少金额的一半以上。其中浦发银行、兴业银行、招商银行等股份制商业银行的代表融资余额减少1亿元以上。而券商、保险等非银行金融个股分化比较明显。东北证券、兴业证券等中等规模的券商融资余额有所增加,增幅在5%以上;中信证券、海通证

券和中国平安等行业龙头股融资余额也有1亿元以上的减少。相比较而言,房地产行业继续保持较高的两融热情。虽然融资买入金额和融券卖出量均有不同程度降幅,但融资余额和融券余额双双增加。特别是融资余额达到252.83亿元,增加3.34亿元,增幅1.34%,在各行业中排名居首。融券余额也有0.25亿元的增加,但净多头流入金额仍超过3亿元。从个股数据分析,融资余额增加比较多的仍集中在受益于京津冀一体化的房地产企业,例如荣盛发展、华夏幸福和廊坊发展等,融资余额增幅均超过4%。此外,金丰投资受益于绿地集团的资产注入,颇受追

捧,融资买入金额和融资余额均大幅增加,增幅超过40%。地产龙头股万科、招商等个股融资余额反而有所下降。可见近期两融投资者对于地产行业的整体走势并不乐观,多数倾向于对热点概念的追捧。此外,化工和机械设备行业融资余额相对增加较多,分别为1.41亿元和1.34亿元,其他行业融资交易或平淡或萎缩。而融券方面,各行业的融券卖出量减少者居多,但融券余额普遍增加,增幅在10%以上的行业超过10个。市场行情的低迷压抑着两融投资者的融资交易热情。

我们建议投资者以“一个事实、两种心态”去看A股银行低估值的现象。一个事实:A股银行被低估,是不争的事实;但低估不等于一定就有机会,也是不争的事实。两种心态:一方面,建议对银行股低估值不要太执着,不要误以为银行股1.0倍PB就跌不动,只要PB大于零股价都有可能下跌;另一方面,建议对银行股低估值不要太冷漠——低估值、低仓位的银行股,只要给一点阳光,它就很灿烂。事实上,当前银行股作为大盘股的标签已经名存实亡。虽然名义市值占比高达20%,排名高居第一,但交易量占比却不足4%,排名已被挤出前十(第十一位)。以工商银行为例,虽总市值1.2万亿元(A+H),A股日均交易额却只有区区1.1亿元,远不如华谊兄弟、光线传媒等传媒股。

当前,主动基金银行仓位已创历史新低(不到2.0%),这虽然不能构成银行股启动一轮反弹创造条件。只要给一点阳光,它就很灿烂。2013年8月16日,光大乌龙指致银行瞬间飙升,12月20日百万元大单致建设银行曾一度跌停在某种程度上已经足以说明这个问题。

我们建议投资者以“一个事实、两种心态”去看A股银行低估值的现象。一个事实:A股银行被低估,是不争的事实;但低估不等于一定就有机会,也是不争的事实。两种心态:一方面,建议对银行股低估值不要太执着,不要误以为银行股1.0倍PB就跌不动,只要PB大于零股价都有可能下跌;另一方面,建议对银行股低估值不要太冷漠——低估值、低仓位的银行股,只要给一点阳光,它就很灿烂。事实上,当前银行股作为大盘股的标签已经名存实亡。虽然名义市值占比高达20%,排名高居第一,但交易量占比却不足4%,排名已被挤出前十(第十一位)。以工商银行为例,虽总市值1.2万亿元(A+H),A股日均交易额却只有区区1.1亿元,远不如华谊兄弟、光线传媒等传媒股。

数据来源:国泰君安证券研究 官兵/制图

数据源:国泰君安证券研究 官兵/制图

数据源:国泰君安证券研究 官兵/制图

数据源:国泰君安证券研究 官兵/制图

数据源:国泰君安证券研究 官兵/制图

上海宝弘资产  
ShangHai BaoHong Asset  
上市公司股权投资专家  
www.baohong518.com 大宗交易/股票质押融资/定向增发  
上海运营中心: 021-50592412, 50590240  
北京运营中心: 010-52872571, 88551531  
深圳运营中心: 0755-82944158, 88262016

## 降准是猛药 未到用药时

今年全年国内生产总值(GDP)跌破7.5%是个大概率事件,至于大家关心的今年是否会降准,这是“猛药”,仍未到时候。”国信证券首席宏观研究员钟正生在做客证券时报网财苑社区时,就今年宏观经济和货币政策的看法,发表了上述观点。

上周三,国务院常务会议出台了一系列举措。市场担忧如果经济下滑趋势明显,未来是否还会出台进一步的经济刺激政策?钟正生认为,目前的一系列举措只是加快“巴确定的扩内需、稳增长措施”而已,即财政政策上定向发力,以及货币政策上中性维稳;目前就业市场波澜不惊,真正底限远未触及。因此,只会是托底经济的“微刺激”,不会有“大干快上的总动员”。他认为,给实体经济输血,不止货币政策放水一途,给小企业减税亦大有可为。在投资倒逼信贷的内生货币环境下,当下松动财政政策要比松动货币政策有效。二季度资金价格走势,在很大程度上取决于刚性部门的融资需求消涨情况。如果地方债治理仍然严格,房地产调控没有明显松动,那么利率不敏感性部门的融资需求仍将被抑制,并可能带来长端利率的下行;如果政府局部松动房地产调控,定向发力基建项目,那么利率不敏感性部门的融资需求可能再度释放(当然,不会是巨无霸的量级),这对长端利率可能就是一个利空。展望今年,地方杠杆率过快攀升,信用风险过快累积,将是悬在财政刺激头上的“达摩克利斯之剑”。本次会议强调“把政策支持和市场机制有效结合”。

对于大家关心的GDP,钟正生说,李克强总理在两会结束后的记者会上强调,就业是增长的底线,稳增长的目的是为了保就业。在中国潜在增长率下沉的背景下,经济下滑但就业稳定的情况是更可能出现的。正是基于这一考虑,市场现在多将政府能够容忍的增速底线推定下调至7.5%。所以,今年全年GDP跌破7.5%是大概率事件。当前就业市场波澜不惊,这是这届政府似乎更加有“定力”的根源所在,显然增长与就业间的关系发生了结构性变化。至于货币政策,不少财苑网友都关心今年是否会降低存款准备金率。钟正生认为,降准是一剂“猛药”,目前仍未到时候。钟正生解释,2000年以来,我国存款准备金率只有两次下调周期:第一个周期开始于2008年10月,到2008年底连续三次,共下调了1.5%;第二个周期开始于2011年12月,后在2012年2月24日和5月18日又分别下调。而这两次下调周期之前,都出现了经济增速过快下滑、外汇占款流入规模锐减甚至出现流出。在微观层面上,则表现为实体经济融资需求不振,货币乘数大幅萎缩。

而目前货币政策的约束条件并非基础货币的过度紧缩(市场仍在争议资金面为何超预期宽松),也并非货币乘数的大幅走低(相比前两次下调周期前,目前的货币乘数并未明显降低),因而不需要下调存款准备金率来扩大货币供应。即便近期人民币汇率波动率加大,人民币升值的单向预期也有改变,但判断外汇占款就此跌入低谷,因而需要下调准备金率加以对冲,稍显草率。毕竟,中美经济周期的换挡才刚刚开始,人民币汇率决定的本源(经济增长前景或者说生产率)并未发生根本变化。除非看到经济增速过快下滑,而外汇占款流入规模锐减,才是预判降准的适宜时点。

钟正生进一步解释,即便货币市场流动性吃紧,商业银行放贷受阻,央行也完全可以先暂停正回购,开启逆回购,动用SLO(短期流动性调节工具)和SLF(常设借贷便利)等来释放流动性。因此,不管是从维稳经济的前瞻考虑,还是从维稳货币的当务之急来看,目前央行完全没有必要诉诸降准这一效果刚猛、信号强烈的货币政策工具。

(更多访谈内容欢迎进入财苑社区 <http://cy.stcn.com>)

## 限售股解禁 | Conditional Shares |

4月9日,A股市场有普洛药业、索菲亚、中国北车共三家上市公司的限售股解禁。一家为深市主板公司,一家为深市中小板公司,一家为沪市公司。

普洛药业(000739):解禁股性质为定向增发限售股,2013年同期定向增发价为9.02元/股,除权后调整为4.51元/股。实际解禁股数6651.88万股。解禁股东6家,即高安良、常州投资集团有限公司、华宝信托有限责任公司、江信基金管理有限责任公司、尚建华、毕磊,持股占总股本比例均低于2%,属于“小非”,均为首次解禁,且持股全部解禁,解禁股数合计占流通A股比例为12.96%,占总股本比例为8.16%。该股价格远高于定向增发价,套现压力不大。

索菲亚(002572):解禁股性质为股权激励一般股份,实际解禁股数296.7万股,占流通A股比例为2.75%,占总股本比例为0.67%。该股的套现压力不大。

中国北车(601299):解禁股性质为追加承诺限售股,实际解禁股数860.6万股。解禁股东1家,即北车集团,为第一大股东,持股占总股本比例为61.57%,为国有股股东,此前未曾减持,此次所持限售股全部解禁,占流通A股比例为0.08%,占总股本比例为0.08%。该股无套现压力。(西南证券 张刚)

# 两融交易萎缩 融资追捧地产热点股

吴璟

上周,沪深A股市场底部震荡,两融交易大幅萎缩。近5个交易日累计融资买入金额为704.21亿元,比前一周减少26.92%;融资偿还金额减少21.57%,为722.60亿元;融资余额小幅下降。截至4月4日,融资余额为3912.66亿元,比前一周减少0.47%。5个交易日累计融券卖出量为2629.26万手,比前一周减少9.87%。截至4月4日,融券余额为30.11亿元,比前一周增加9.43%。总体来看,近1个月以来,两融余额特别是融资余额未有多少增减,两融规模扩张

明显放缓。从行业来看,金融服务和房地产热度迥异。金融服务继续延续着颓势,周融资买入金额大幅下降,降幅达到38.57%,融资余额减少14.75亿元,减少幅度1.87%。其中,银行股全线萎缩,16只标的股票融资买入金额平均减少幅度达到36%,融资余额合计减少9.86亿元,占市场融资余额总减少金额的一半以上。其中浦发银行、兴业银行、招商银行等股份制商业银行的代表融资余额减少1亿元以上。而券商、保险等非银行金融个股分化比较明显。东北证券、兴业证券等中等规模的券商融资余额有所增加,增幅在5%以上;中信证券、海通证

券和中国平安等行业龙头股融资余额也有1亿元以上的减少。相比较而言,房地产行业继续保持较高的两融热情。虽然融资买入金额和融券卖出量均有不同程度降幅,但融资余额和融券余额双双增加。特别是融资余额达到252.83亿元,增加3.34亿元,增幅1.34%,在各行业中排名居首。融券余额也有0.25亿元的增加,但净多头流入金额仍超过3亿元。从个股数据分析,融资余额增加比较多的仍集中在受益于京津冀一体化的房地产企业,例如荣盛发展、华夏幸福和廊坊发展等,融资余额增幅均超过4%。此外,金丰投资受益于绿地集团的资产注入,颇受追

捧,融资买入金额和融资余额均大幅增加,增幅超过40%。地产龙头股万科、招商等个股融资余额反而有所下降。可见近期两融投资者对于地产行业的整体走势并不乐观,多数倾向于对热点概念的追捧。此外,化工和机械设备行业融资余额相对增加较多,分别为1.41亿元和1.34亿元,其他行业融资交易或平淡或萎缩。而融券方面,各行业的融券卖出量减少者居多,但融券余额普遍增加,增幅在10%以上的行业超过10个。市场行情的低迷压抑着两融投资者的融资交易热情。

订阅《百姓投资》微信  
最鲜活的资讯 最及时的动态 最深入的前瞻 最实用的工具 尽在掌握  
《百姓投资》是一个由证券时报市场新闻部汇聚众多知名财经记者和金融专业人士精心打造的财富资讯平台,我们致力于打造您身边触手可及的从业宝典和投资秘籍,热烈欢迎您即刻订阅分享!  
订户专享:  
1、打开微信通讯录,点击右上角“添加”按钮,然后搜索号码“baixing\_touzhi”,点击关注即可;  
2、您还可以扫描二维码加入我们;  
3、点击右上角,可发送朋友圈或者分享到好友圈;  
4、欢迎您与朋友推荐我们。  
