

# 此番银行盛宴：淡看基本面 重在外来“活水”

## 银行进入年报密集披露期

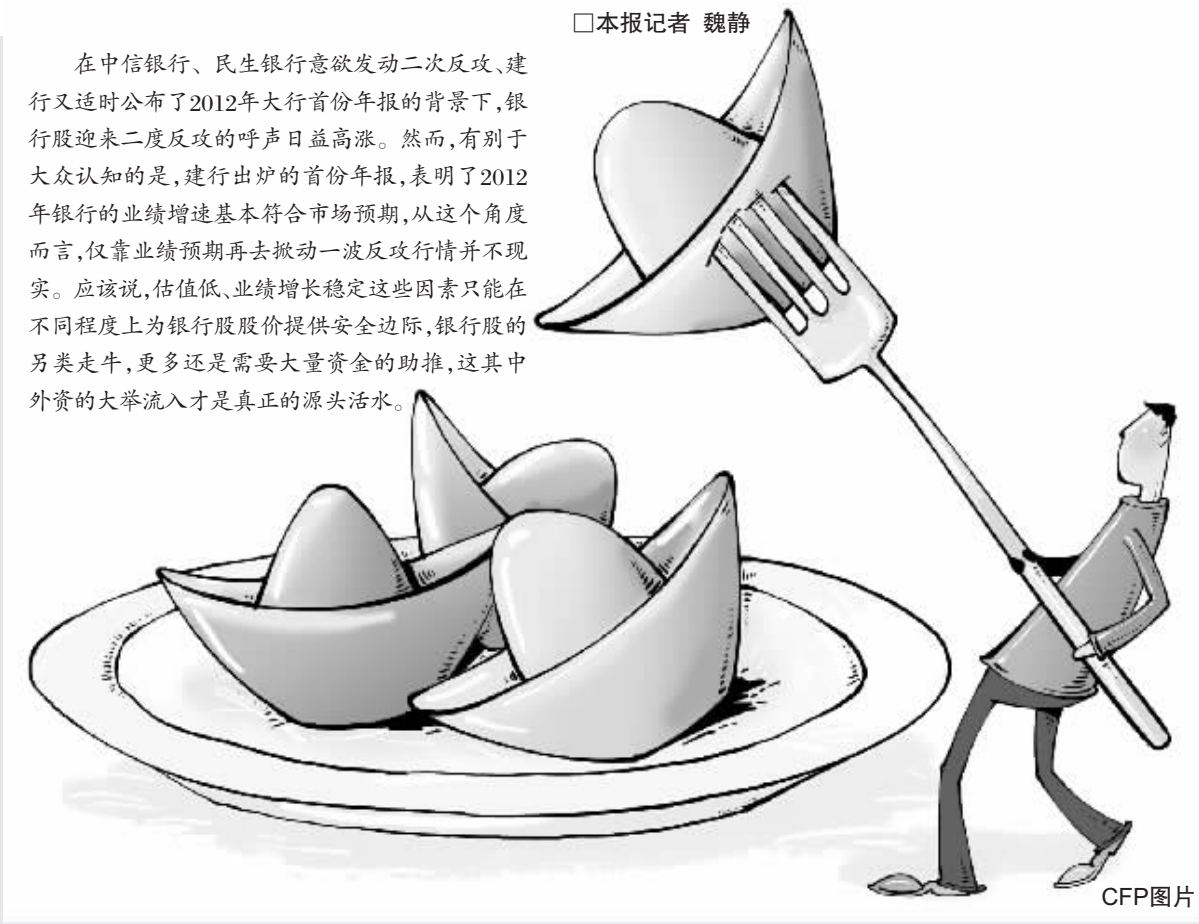
24日晚间，建设银行率先拉开了2012年年报披露大戏；本周，多家银行股将进入年报的密集披露期。周三，中国银行及农业银行将公布年报；周四，工商银行、交通银行将公布年报；周五，民生银行、招商银行及中信银行也将纷纷公布年报。

从建行的年报情况来看，其表现基本符合市场预期，较上一年度的靓丽表现略有逊色。2012年，建行总资产规模为13.9万亿元，较上年增长13.77%；归属于股东的净利润为1931.79亿元，较上年增长14.3%；而2011年建行的净利润增速为25.52%。建行方面称，其利润的增长主要得益于生息资产规模的适度增长、净利息收益率的稳步回升以及费用支出的严格控制。2012年，建行实现利息净收入3532.02亿元，较上年增加486.30亿元，增幅为15.97%，在营业收入中占比为76.66%；2012年建行的净利息收益率（息差）为2.75%，较上年提高了5个基点。

## 业绩提供安全垫 难成股价催化剂

事实上，从此前机构对银行股业绩的全年预测来看，2012年全年增速16%基本上成为市场的一致预期。这其中，瑞银证券预计2012年16家A股上市银行净利润同比增长16%，其中国有大行净利润同比增长13%，股份制和城商行净利润分别同比增长25%和27%；从单个银行来看，预计2012年增速较快的是兴业银行（同比增长36%），增速较慢的是中国银行（同比增长7%）。与此同时，中信建投证券此前也预期上市银行2012年年报将增长16%。

仅从业绩的角度来看，即便本周某家银行公布的年报超预期，可能也难以给整个板块乃至市场带来上冲动能。首先，从流动性宽松+经济复苏的组合来看，目前流动性已从宽松逐步过渡到平衡的格局，国内流动性短期很难再给银行股提供继续上涨的动能；同时，经济复苏的预期也进入验证期，目前越来越多的机构正逐步认同本轮经济复苏将呈现弱复苏的态势，而一旦经济复苏力度有限而地产调控又加码，则银行



整体业绩上升的空间也将收窄。其次，从银行的业绩预期来看，当前CPI又回到3%左右的中枢位置，在经济复苏力度微弱的背景下，未来贷款利率的下行空间肯定要高于存款利率的下行空间，因而银行的净息差很难出现大幅的上升，维持目前的状态将是大概率事件；同时，管理层清理表外业务以及平台贷款的预期一直存在，这也将在中期内对银行业绩构成压制。因此，业绩只能为银行股提供股价的安全垫，很难推升其股价持续走牛。

## 银行股行情需看“热钱”脸色

1949点以来的银行股盛宴，尽管有着估值低企以及业绩稳定这类支撑因素，但推动银行股另类走牛的更多还是热钱的持续流入以及QFII投资规模的放开。这点从一季度外汇占款的持续流入以及QFII一季度的加仓动向中就可以得到印证。

据央行的数据显示，今年1月份央行口径下的外汇占款增加3515.06亿元，该新增量创下了自2011年4月以来的新高。而此前披露的数据显示，1月全口径外汇占款超过6837亿元，创历史新高；此外，2月FDI金额同比增长632%，为连续八个月下降后的首次恢复正增长。在外汇占款激增的背景下，央行不得不进行对冲操作。上周央行在公开市场上再度实施了正回购操作，更创出2月19日正回购重启以来的单日操作量新高；同时，央行在春节后也连续第五周实施净回笼，累计回收资金逾万亿元。对于近期连续的正回购，分析人士普遍预计是为了对冲外汇占款的大增，进而缓解外部流动性流入的压力。

外汇占款的大增，也得到政策层面的支持。2013年以来，资本市场开放的进程不断加快，QFII、RQFII的审核规模和审核速度大举提速，且投资领域也不断扩大。2013年3月6日，证监会颁布RQFII新规，主要的变化是扩大RQFII的试点机构和机构的投资范围；试点机构从基金管理公司、证券公司的香港子公司，扩大到境内商业银行、保险公司的香港子公司；投资范围从债券类产品和ETC类产品扩大到各种类型的金融产品（包括股票、债券和权证，银行间债市固定收益产品，基金、股指期货，可参与新股发行、可转换债券发行、股票增发和配股的申购）。2013年3月19日，证监会、外汇局和人行发布《人民币合格境外机

构投资者境内证券投资试点办法》，这个新规进一步深化和具体化了RQFII政策审核的投资规模、投资范围和投资领域，趋势是规模不断增加、范围扩大、领域增加。毫无疑问，RQFII扩大投资规模有利于引入境外活水，再加上银行股足够具备吸引力的估值水平，因而境外活水就推动了板块估值的重估。

需要指出的是，今年年初无论是大宗交易市场还是龙虎榜的交易席位，我们都曾多次看到QFII席位大举买入的情形。诸如海通证券国际部及中金上海淮海中路等QFII席位频繁上榜龙虎榜，期间外资抢筹银行股可谓是激情似火。

如果说，年初银行股一波接近50%的上涨，已基本反映了经济复苏及业绩增长的预期，那么，当银行股回调幅度超过10%之后，能再度引领银行股发动反攻的，还是资金，尤其是热钱的流入。目前，美联储宣布继续实施量化宽松政策，短期而言，美元走强的势头或需暂时的回整，在此背景下，资金或重新流向新兴市场，进而在一定程度上推升当地的资产价格。接下来，银行股二度反攻的高度，也将更多依赖热钱流入股市的规模而定。

进一步来看，本轮反弹行情的最终路径，或许也将更多依赖银行股的弹升节奏。鉴于经济复苏的力度有限，诸如有色、煤炭、钢铁、机械等强周期品种很难出现实质性的盈利改善，其股价的上升空间也相对有限，这从本轮反弹行情相关品种表现落后大盘就可看出，未来这类强周期性品种或仍难成为反弹的领军人物。因此，大盘二次反攻的希望在于银行股，而银行股的再度走牛，则仍需看热钱的流入规模。

# “三段论”后有望上演年报大戏

□本报记者 李波

今年以来，银行股先是持续走高，之后小幅回落，进而强势震荡；期间平安银行接替民生银行成为领跑品种。目前来看，银行股还将显著受益经济温和复苏，估值仍处于安全通道，而鉴于优异的业绩，年报行情值得期待。分析人士认为，银行股突破前期高点的可能性较大，年内仍有20%以上的上涨空间。

### 银行股：从进行曲到华尔兹

纵观今年以来银行股的走势，大致可分为“高歌猛进—小幅撤退—迂回前行”三个阶段。

1月4日至2月4日，银行股承接去年12月份的升势，持续强势走高，中信银行指数累计大涨20.45%。期间民生银行成为“带头大哥”，累计涨幅高达46.69%（平安银行紧随其后，为37.39%）。而如果将统计区间扩展到反弹起点，那么中信银行指数自去年12月4日至今年2月4日的累计涨幅则高达50.93%，民生银行和平安银行的累计涨幅更是达到惊人的86.27%和75.24%！

### 有望突破前期高点

本轮反弹以来，银行股可谓最为耀眼的明星。这不仅体现在由银行股领衔的蓝筹行情推动A股触底反弹强势上涨，更为重要的是，银行股在行至高位之后对于反弹的意犹未尽更使其充当了大盘的“定海神针”，屡次令行情化险为夷。

持续震荡之后，银行股似乎又走到了十字路口。综合目前情况来看，银行股突破前期高点的可能性依然很大。有业内人士预计，2013年银行股还有25%左右的上涨空间。

首先，银行是经济的综合器和平衡器，在经济温和复苏背景下，银行股作为“受益确定性”品种，要明显优于中上游“受益弹性”品种，其基本面转好能够对抗利率市场化等政策扰动。其次，当前银行股的估值普遍在1.6倍PB/9倍PE以下；而据国泰君安银行业首席分析师邱冠华的观点，1.8倍PB、12倍PE以下都是银行股的安全航道。另外，本周银行股年报开始陆续披露，目前来看，业绩很可能超出市场预期，年报行情值得期待。

从进行曲到华尔兹，中信银行指数今年以来累计上涨12.34%；平安银行年内大涨42.07%位居涨幅榜首，民生银行则以39.95%的涨幅退居次席，领头羊则悄然易主。

## 银行股风险 没有市场想像那么大

□信达证券 陈嘉禾

银行股的年报即将揭晓，几乎可以预见的是，年报的业绩应该不会太差。为什么呢？最重要的理由其实很简单：因为内地的房地产市场还没有崩盘。

由于房地产在中国经济中占据了举足轻重的位置，因而与几乎所有行业都有密切联系的银行业受到房地产的影响也就不足为怪。从历史数据来看，我们发现房地产投资增速与发电量增速、铁路货运总量增速甚至财产险总额增速都有极强的相关性。这也就意味着如果房地产市场仍然能够保持坚挺，即使不做分项的演算，也可以知道银行的报表差不到哪里去。

不过这种关联性也就意味着，一旦房地产市场萎缩，银行板块的报表也就好不到哪里去。众所周知，银行的经营特点与一般企业不同，高杠杆的属性意味着它们在盈利上升的时候可以享受大幅的收益，但在盈利下降的时候其衰退速度也会达到一般企业所无法比拟的、惊人的速度：在2008年金融危机中花旗银行的股价从超过40美元跌到不足1美元的白菜价就是一个例子。

问题是，现在的内地的房地产市场是一个巨大的泡沫，一线城市不足2%的租金收益率对应着50到80倍的PE估值，而美国房地产在2007年的租金收益率倒数只有30多倍，日本房地产市场在1989年崩盘之前也不到100倍，即使是2007年的A股泡沫所对应的PE估值也只有60倍上下。如此看来，内地的房地产市场在将来可见的时间内发生萎缩，这几乎是一个必然的结果。而与之对应的，即使我们现在看不到银行板块报表的恶化，将来也很可能会看到。

不过正如霍华德·马克斯在《投资最重要的事》里所说，买好的股票与买好的资产从来就不是一回事，价格与资产的质量同样重要。虽然银行板块未来的风险是显而易见的，但是当前的低价“似乎”已经包含了对这种担忧的折价：你能想像一个年收益率30%的、面值100元的不会违约的债券仅仅以150元的价格交易吗？这样的债券存在的唯一可能就是它会违约。

不过，请注意上文中的“似乎”。马尔科姆·格拉德威尔在《眨眼之间》里描述了一种现象，即消费者很多时候并不能有意识地知道自己购买某种商品的原因，而且他们产品的喜好会受到固有的、不合时宜的观念的影响。举例来说，同样的人造奶油用锡纸包裹时受到的评价比用油纸包裹时要好，因为顾客普遍表示锡纸包裹的那种更好吃。但是，包装中的人造奶油其实是一样的，真正的原因是锡纸经常被用来包裹更高档的食品，消费者因此产生了错觉。同样的规律也适用于投资：市场认为A股对银行股的低估值来自对经济前景的担忧，但真正的理由可能仅仅是它们的市值太大了。

最近几年流行的A股对小盘股的特殊偏好从两个板块的对比上就可以看出来。GICS分类下房地产开发行业在A股和港股都有数十家大小不等的公司，这种共性给我们提供了很好的比较样本。在A股，越大的房地产公司基本面越好，但同时估值却更低；港股的大房地产公司同样基本面更好，估值也更高。而如果说A股偏好小公司是因为它们普遍处在更领先的行业中，那么这种现象就不可能在同一个行业中出现。

另一个市场对银行板块的担忧来自于2008年金融危机中美国银行股的惨烈表现，这种记忆犹新的教训给A股投资者抛弃银行板块找到了一个理由。但是，2007年的美国的银行与当前的中国银行有许多不同：当年的美国银行持有更多的房地产衍生品，互相之间持有更多的债权，它们收取的房地产首付比例更低，而美国政府给予它们的隐性担保也微不足道，当时的美国银行股估值也更高。最后，美国的经济增速低于中国，可以发展的空间也小于中国，这就意味着房地产危机一旦发生，它们通过其它业务寻找增长点的空间就更小。

市场并不容易预测，银行板块的低估值也不能提供“有无”般的安全边际。但是，如果当前市场给予银行板块的估值已经安全了实际基本面以外的因素，那么银行板块的风险也许就不如市场所想像的那么大。

### 记者观察

## 支撑反弹逻辑悄然改变

□本报记者 丛榕

詹姆斯·瓦伦丁是华尔街资深分析师，他在《证券分析师最佳实践指南》里面写道，一个平庸的分析师去上市公司调研，会追问具体的盈利和业绩；而一个优秀的分析师，则会问公司采用何种方式保持或改善当前的盈利水平。无独有偶，随着某段录音广为传播，“不看估值，更关心逻辑的形成和破坏”也已经成为分析师圈内最新的座右铭。

同样道理，在经历一轮急速拉升和同样急速调整后，前瞻地看A股，最不重要的就是把问题停留在讨论具体点位或者揣测可能形态上。与其如此，不如仔细回顾一下运行的逻辑，梳理一下正在起变化的事情，这才是最重要的。必须承认，1949到2444点的上涨行情，动力是多方面的：改革预期、国内流动性好转、经济复苏预期和海外定量化宽松。这期间，外资、保险、公募基金和各路游资涌入场内，权重搭台题材唱戏，银行演绎涨停走势，科幻题材轮流坐庄。即使春节后地产调控加码，市场人气仍然活跃。

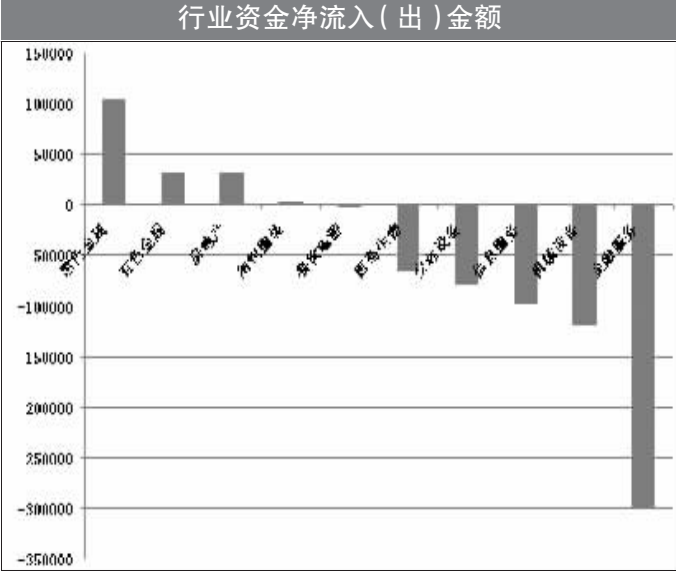
笔者也预计短期内市场还将保持一定活跃氛围，但不得不提示的是，逻辑的变化也已经悄然开始：首先，国内流动性开始回归中性，二季度以后国内债券供给还将持续放量，资金价格下行空间不会太大，这对估值修复不是好消息；其次，几番竞争性宽松过后，尽管伯南克嘴上不饶，但客观情况是美元相对优势逐渐明显，这将缓慢改变过去四五年内资产价格上涨的内在逻辑；最后，直到今年秋季，改革预期对提升市场风险偏好才可能重新发挥作用。只剩下一条逻辑线条来支撑，那就是复苏预期和实际之间的差距。在三月行将结束、开工旺季就要到来的时刻，尤为重要。宏观层面上的数据不会太糟糕，但也很难突破基数效应和季节性因素共同框定的大区间，而一旦回到中观层面，情况就变得不那么乐观。我们看到了库存高企、开工缓慢。数据显示，上期所的铜及铝库存均增至至少十年来最高水平，钢铁库存连涨十四周创出新高，直到上周才出现下降；而另一方面，重卡、工程机械行业复苏的实际情况都差于去年底的乐观预期。生产商纷纷依靠停产检修来缓解，而经销商们也只能祈祷旺季只是晚到一点，而非根本不来。

这一切都指向国内需求不足，而启动有效需求确非一日之功。中期内高产能、高杠杆和低利润率这“两高一低”始终是制约因素。过去几年不断攀升的负债率以及随之产生的财务费用、刚性的资源和人工成本严重拉低了企业利润水平，制约了再投资意愿。数据不必再一一列举了，传统行业将步入较为漫长的去库存、降杠杆通道，季节性波动将成为宏观经济波动的主导因素。

这或许预示着，除非其他条件有剧烈变化的预期，否则在经历了三个月的上涨之后，市场基本上确定将进入一个震荡阶段，过高或者过低的预测市场都不合适。

### 资金流向监测

| 沪深两市资金净流入前十 |       |       |       |           |           |
|-------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| 股票代码        | 股票名称  | 最新价   | 涨幅（%） | 流入金额（万元）  | 净流出金额（万元） |
| 600010      | 宝钢股份  | 5.32  | 9.92  | 109385.32 | 23034.72  |
| 600111      | 宝钢稀土  | 31.68 | 7.35  | 129849.61 | 95954.82  |
| 600209      | 罗顿发展  | 11.57 | 9.98  | 49243.21  | 19629.77  |
| 600048      | 保利地产  | 11.92 | 1.45  | 33946.71  | 19074.97  |
| 000002      | 万科A   | 11.14 | 1.27  | 40185.08  | 26114.57  |
| 000831      | *ST关铝 | 26.46 | 3.40  | 47743.97  | 34194.22  |
| 002612      | 朗姿股份  | 25.39 | 10.01 | 22661.27  | 9520.70   |
| 600333      | 长春燃气  | 9.69  | 8.39  | 25592.61  | 12743.58  |
| 002061      | 江山化工  | 12.19 | 9.52  | 18174.99  | 7919.40   |
| 600016      | 民生银行  | 11.00 | 0.92  | 129534.38 | 119603.94 |



## 两市A股净流出87.6亿元

昨日沪深两市在隔夜欧美股市表现良好的提振下高开，但随后遭遇一定抛压，各主要指数冲高回落。截至收盘，上证指数报2326.71点，微幅下跌0.07%；深成指报9313.13点，下跌0.32%；沪深300指数报2613.10点，跌0.20%。中小板综指上涨0.16%，创业板指数基本收平。

钢铁板块表现突出，因中钢协称钢铁行业与宏观形势同步好转，并认为今年行业态势将好于2012年。申万有色金属指数上涨2.34%。稀土类股票集体爆发，推动有色金属指数上涨1.10%。内地服装股大杨创世、朗姿股份等涨停，带动纺织服装指数上涨0.62%。信息设备、交运设备、家用电器等板块表现疲软，券商股全线走低，拖累金融

服务指数下跌0.57%。昨日沪市成交金额854.2亿元，深市成交786.1亿元，均较前一交易日小幅下降。从资金流向上来看，沪市净流出44.3亿元，深市净流出43.3亿元，两市合计净流出87.6亿元。行业板块方面，黑色金属、有色金属、房地产和纺织服装录得资金净流入，金额分别为10.3亿元、2.2亿元、3.1亿元和3385.5万元。遭遇抛压较为严重的板块是金融服务，净流出近30亿元，此外机械设备也净流出逾10亿元。分析人士指出，目前上证指数和深成指均受制于30日均线，且中观层面看经济复苏前景并不明朗，导致资金心态谨慎，有部分投资者选择抛售股票。（申鹏）