

# 银行股估值已体现悲观预期

□东方证券

银行股基本面确实处在周期高点,未来将有向下压力,但即使考虑到负面因素,目前的股价仍然明显低估。银行股2011-2013年的PB分别为1.26、1.09和0.95倍,估值已经跌无可跌。未来银行投资即使不考虑PB的修复,至少也可以赚两部分钱:一是分红,二是BVPS的成长,两部分之和基本就是ROE。目前银行的ROE平均在20%左右,未来长期来看也能够保持在14%左右。这种回报预期已经超过了股权成本,投资银行股的风险收益比显著偏高。

## 贷款质量下行风险有限

偏紧的经济和流动性局面,意味着贷款质量的波动可能进一步发展。市场目前对于银行防御性的质疑,也主要集中在贷款质量上。若贷款质量波动超过一定范围,那么1倍PB也未必能够提供绝对的防御性,从而可能出现欧美银行股普遍在1倍PB以下的情况。

对此,我们认为,首先,不能将目前中国银行业面临的正常经济衰退带来的贷款质量波动,与欧美银行业在几十年一遇的金融危机中的贷款质量表现相比较。2007年以来,美国最大5家银行平均不良生成率为3.09%;英、法、德10家大银行平均为1.61%,且峰值2009年分别达到5.08%和3.37%。这种波动对于2000年以来的中资银行来说是难以想像的。

其次,中资银行服务的是低风险客户。欧美银行业在高度脱媒的环境下从事经营,主要为大客户提供投行服务,而贷款业务更多服

务于消费者和小企业,平均风险偏大。但对于中资银行来说,信用债的分流还非常不显著。即使是在2011年,信用债净发行与银行新增信贷的比例也仅为1:6左右。换言之,中国的优质企业基本没有离开信贷市场,与欧美国家相比,中资银行业的客户群风险更低。

再次,2011年四季度中资银行年化的不良生成率平均为17BP,仍远低于信用成本率。虽然银行没有披露三季度的核销,使得严格意义上的不良生成率无法计算,但仍然能够通过比较2011年三季度贷款减值准备余额增量与当季拨备计提规模,大体对三季核销有一个判断,并在此基础上计算2011年三、四季度的不良生成率。测算结果显示:虽然2011年四季度已公布年报的银行中,年化不良生成率确实都较前期有普遍提高,但中资银行四季度的风控表现仍优于欧美银行业过去十年的最高水平。

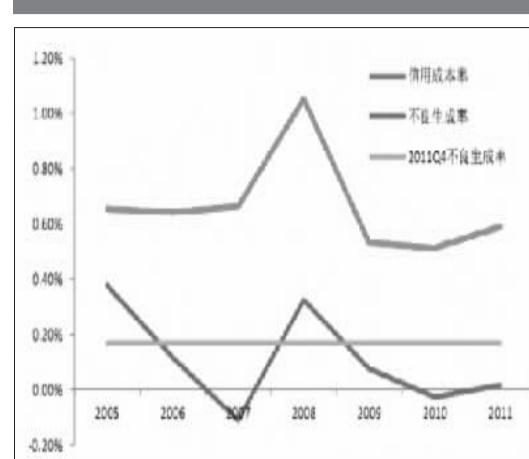
第四,拨备缓冲垫仍然非常厚实。2011年上市银行平均的信用成本率是59BP,即使拿四季度17BP的不良生成率与之相比,拨备仍然有很厚实的缓冲空间。事实上,即使是2008年32BP的不良生成率,仍然明显低于当前银行的信用成本率。未来即使不良生成率继续小幅上升,银行的信用成本率也仍然有冗余。

最后,不良贷款的行业分布。那么,此番不良贷款的反弹主要集中在什么行业?从银行披露分行业不良率来看,特点非常分散,尚未形成行业性趋势。

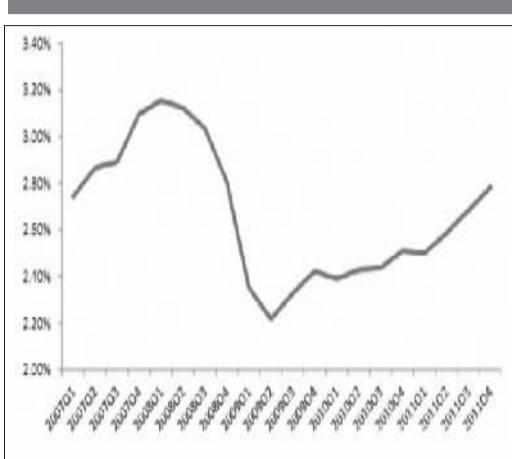
## 净息差下行压力将温和释放

银行净息差自2009年二季度

当前中资银行的信用成本率仍然显著高于不良生成率



此轮净息差反弹已经持续了10个季度



见底以来,至今已经经历了连续10个季度的反弹。2011年四季度,披露年报的12家银行中,8家银行净息差出现环比上升。并且,大部分银行的存贷利差以及同业往来利差都有环比扩大。有趣的是,此前央行披露,2011年12月份我国金融机构贷款加权平均利率为8.01%,比9月底的8.06%还有所下降。但上市银行披露的贷款收益率却普遍继续上行。

我们认为,在周期性因素推动下,银行息差向是必然。这些周期性因素包括:企业盈利下滑,利润对融资成本的支持力度下降;通胀率自高点回落;货币政策可能放松。但短期来看,短期信贷需求曲线比较刚性,企业盈利能力对于信贷需求的抑制需要通过产能退出来实现,但这需要时间;通胀回落幅度有限,目前食品、大宗商品价格又出现上行迹象,而低端劳动力成本压力将延续;二季度还很难看到货币政策的真正放松,可能的降准备金率也仅仅

是对冲性措施;信贷供给方面将受到越来越强的存贷比制约。由此看,银行净息差的下降可能小幅慢于市场预期。这种时点上的短暂滞后,可能带来银行业绩小幅超预期的机会。

## 长期ROE回落至15%以下

近期关于银行业“暴利”的讨论开始迅速升温。银行当前的高ROE有目共睹,我们认为,这种高ROE根源在于三方面的垄断:首先,官定利率体制带来的价格垄断,保障了中资银行业的高存贷利差;其次,直接融资体系受到诸多限制,造成银行信贷的替代品垄断,尤其体现为信用货币市场规模明显偏小;第三,银行业的牌照垄断,目前基本不再发放银行牌照,使得行业分散化只能依靠中小银行特别是城商行的成长来实现,但随着近年来对新增信贷和城商行跨区设点日趋严格管控,中小银行的成长速度被设置了天花板,市场分散化

趋势明显减缓。所以,如果政策只是在“扩大银行业准入”方面取得了共识,其实这在中短期内对于银行的垄断利润的冲击是非常有限的。首先,小银行的成长本来就是一个非常辛苦而漫长的过程,其次,在当前信贷管控以及跨区设点受到严格限制的背景下,小银行的成长更被明显压制,银行市场分散化速度显著下降;再次,更重要的是,当前政策仅瞄准了银行垄断利润三大支柱中的一支,而关于利率市场化和直接融资发展方面并未有新的表述。

当然,利率市场化、脱媒化和行业分散化是长期趋势,银行ROE回到正常区间也是必然结果。我们判断,在利率市场化、去杠杆和非息收入发展综合作用下,银行ROE的区间长期内将下滑到14%左右。这一ROE水平能够与其他行业盈利情况大体适应,也与海外经营较好的银行ROE基本相当。

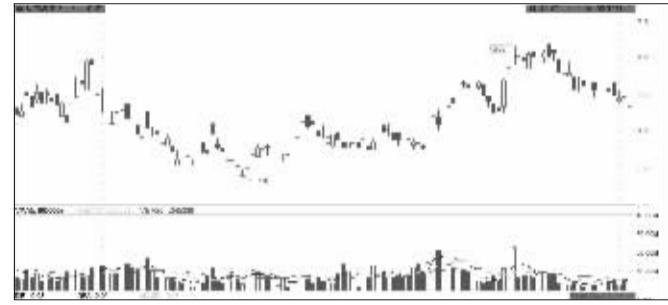
## ■ 大行看港股

### 里昂:潍柴动力前景不乐观



里昂指出,潍柴动力(02338.HK)本年收入按年增长10%,但重型货车需求疲弱,潍柴动力在货车引擎的市场占有率下降,为公司发展增添了不利因素。加上同业存货水平高、市场需求疲弱,行业将进入去库存周期。此外,A股首季表现欠佳或将拖累个股走势,潍柴动力可能再次迎来新一轮盈利预测下调,该行对其维持“沽售”评级,目标价自30.3港元微调至30.01港元。(昨日潍柴动力收报38.20港元)

### 高盛:龙源电力目标价上调5%

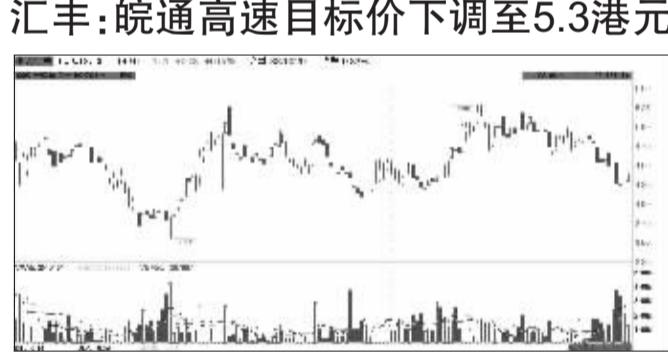


高盛指出,龙源电力(0916.HK)今年风力发电能力增长由2000兆瓦减少至1600兆瓦,相关计划安排合理,符合该行预期。该行预计,龙源电力2013和2014年产能增长将维持在1600兆瓦,项目回报将有所改善,财务状况更佳。该行预计,2012年公司发电机组使用率降低2%,2013年至2014年将各增加1%,主要因为电网基础设施有所改善。该行分别上调龙源电力2012和2013年每股盈利2%和6%;上调该股目标价5%至6.8港元,对其维持“买入”评级。预计股价市盈率12倍,2011年至2014年复合年增长14%,市账率1.4倍,股本回报率13%,股息率2%。(龙源电力昨日收报6.58港元)

### 大摩:首都机场业绩超预期



摩根士丹利指出,首都机场(0694.HK)业绩超出预期,上调其2012年至2013年盈利预测9%和10%,目标价由5.06港元上调至5.25港元,对其维持“增持”评级。首都机场利好因素包括:采用更大体积飞机,客流量结构调整;非航空收入的增长势头强劲;国内外航班的降落费向上看齐。虽然年初至今该股股价已累计上涨15%,但目前估值较全球同业平均仍折让4%-22%。(首都机场昨日收报4.74港元)



汇丰环球研究证券预测,皖通高速(0995.HK)2012年盈利增长主要缘于广祠高速的贡献。自2007年起,根据香港财务报告盈利准则,集团派息比率持续下跌,由63%降至41%,预计2012年派息比率维持在41%,但今年其资本开支有所增加,递延趋势或将持续。维持公司“增持”评级,将目标价由5.8港元下调至5.3港元。(皖通高速昨日收报4.40港元)

## ■ 异动股扫描

### ■ 专家在线 | Online

问:新疆众和(600888)是否可以买入?

华龙证券 文育高:按照公司公告,目前项目进程略低于此前预期,四季度开工率不足和原材料成本上升侵蚀毛利是公司业绩同比下滑的主要原因,目前的估值较为合理。二级市场上,该股短线有反弹可能,中线仍需观察。

问:隆平高科(000998)后市如何操作?

华龙证券 文育高:公司已涵盖水稻、玉米两大种业核心业务,

同时公司已经在菲律宾、印尼等国家成立了合资公司,前景相对看好,2011年密集出台政策效果即将显现,2012年业绩超预期增长可能性较大。二级市场上,该股充分调整后建议中线关注。

问:三爱富(600636)后市空间如何?

华龙证券 文育高:公司的3000吨HFO1234yf设备安装已经完成,正

在进行工艺流程的调试,预计今年可投入生产。投产后将是世界产能最大装置,产品生产出来后将包销给杜邦。另外公司去年已完成PVDF产能3000吨到10000吨的扩张,将给2012年提供新的业绩增长,不过由于2011年的高基数,预计公司盈利相比2011年将出现下降。二级市场上,连续下跌后技术有超卖迹象,短线上有反弹可能,中线仍需观察。

问:隆平高科(000998)后市如何操作?

华龙证券 文育高:从公司订单看,煤化工的订单占比较高,2011年上半年签约订单中煤化工占签约总额的48%,2012年1月17日公告子公司与蒲城清洁能源化工有限公司签署了70万吨煤制烯烃项目气化、甲醇、锅炉装置工程承包合同,工期预计26个月,合同总额约29.30亿元人民币,约占公司2010年营业收入的8.9%,业绩锁定性较好,目前估值有一定优势,建议继续持有。

问:浙江龙盛(600352)是否继续持有?

东莞证券 徐宇科:该股形成明显头部后破位下行,目前大盘也处于中线调整之中,并有可能跌破2132点,覆巢之下无完卵,后市建议逢高减仓。

问:徐家汇(002561)后市如何操作?

曹妍 东吴证券 S0600200010002

渤海证券 何晓牧:公司是上海徐家汇商圈百货龙头,下属汇金百货徐汇店、上海六百和汇联商厦位于上海市百货单店销售额排行榜前列。公司百货经营物业全部为自有物业,处于黄金地段,公司连续三年业绩持续增长,是全国社保基金501组合重仓的流通股之一,值得长期关注。

实时解盘,网上答疑,请登录中证网(<http://www.cs.com.cn>)专家在线栏目

曹妍 东吴证券 S0600200010002

吴晓峰 华龙证券 S0230610120052

何晓牧 渤海证券 S1150611090013

凌学文 广州万隆 A0580206010014

李华东 海通证券 S0850612030017

文育高 华龙证券 S0230510120002

谢峻 东方证券 S0860610120014

肖玉航 九鼎德盛 A0470200010006

徐宇科 东莞证券 S0340111090051

业的开拓者,未来三年预计每年新增门店100-120间,收入年均复合增长20%以上,净利润年均复合增长30%以上。预计2012-2014年,公司EPS分别为0.64元、0.8元、0.93元,当前公司估值处于行业低端。公司当前市值扣除餐饮业务、低星级酒店和可供出售金融资产外,锦江之星估值65亿元,相当于锦江之星2012年预估净利润的22倍,存在显著低估。当前股价未能充分反映锦江之星成长性,给予买入-A”投资评级。

渠道综合服务业务还将获得较好增长。2011年公司控股52%的海尔电器获得收入499亿元,同比增长35.6%,净利润14亿元,同比增长44%。渠道综合服务收入452亿元,同比增长54%,渠道综合服务业务的净利润率1.2%,同比去年微升0.1个百分点。其中非海尔品牌销售收入约35-40亿元,预计非海尔品牌2012年有望增长至70亿元,海尔品牌销售增速接近10%,将在已成立的16家日日顺合资公司的基础上进一步扩展区域,重点加强与非海尔品牌的销售加盟合作。

预期公司2012-2014年每股收益为1.14元、1.32元、1.51元,2012和2013年利润增速分别为13.7%和15.6%。预计2012年公司三类白电产品以及渠道综合服务业务仍有利润率进一步提升改善的空间。当前公司估值仍然较低,未来增速虽不高但较为稳定,维持对公司“推荐”的评级。

大北农(002385)  
业绩稳定增长可期

国信证券研究报告指出,渠道分销成为公司2011年收入增长主力,注重新品价值带动公司盈利能力提升。2011年公司获得收入737亿元,同比增长13.9%,归属母公司股东的净利润26.9亿元,同比增长20%,每股收益1.0元,符合预期。在2011年收入增长当中,分销渠道综合服务业务的收入贡献占46%而成为收入增长主力,冰箱收入贡献占25%。2011年材料成本上升的情况下,公司营业利润率仅为5.5%,同比去年上升0.6个百分点,归属母公司股东的净利润率3.65%,同比去年上升0.2个百分点,虽然利润率相比同行并不算高,但能够在成本上升环境中保

持收益率微升,是公司注重创新产品策略起到了较好的成效。

产品结构优化,增长亮点不断。饲料中的高端乳猪料和种子高端产品农化101的占比均在提升。2011年乳猪料销售收入为18.8亿元,同比增长68%。其中,教槽料和保育料的营收增长分别为101%和61%。2011年玉米种子农化101营收同比增幅为157%,且种业后备新品如欣荣优5号、金1016-YP11-113已选育成功。同时,公司2011年四季度新增猪蓝耳和猪圆环病毒疫苗。考虑到公司战略定位和研发费用的高投入,预计高端高附加值的产品占比还将继续提升。

预计2012-2014年公司EPS分别为0.91元、1.18元和1.49元,净利润增速分别为44%、32%和27%。按照3月28日收盘价34.72元计算,对应2011-2013年PE分别为19.15、12倍。考虑到公司渠道价值延伸、股权激励对员工积极性的调动,以及2012年持股员工可能卖出的股数占总股本的比例已降至2.8%,维持“强烈推荐”的投资评级。

平安证券研究报告指出,公司2011年实现销售收入78.4亿元,同比增长49%;归属母公司净利润5.04亿元,同比增长61.9%;每

## ■ 机构最新评级

代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	目标价位	最新收盘价





<