

行业估值排排队系列之二

银行板块下跌空间不足一成

□ 中证证券研究中心 徐建军

09年银行业半年报显示，行业整体净利润同比下降3%，未能实现“以量补价”，这主要是由于净息差率下降幅度较大，同时拨备覆盖率的增加也产生了一定影响。我们认为，如果有关资本充足率的监管新规在下半年实行，将对银行业的估值水平带来重大影响，不过即使考虑到这一因素，未来银行业下跌空间也已不足10%。

净息差和拨备率成影响业绩的重要因素

根据表一显示，中小银行净息差水平平均下降幅度较大，其中浦发银行降低113个基点，招商银行下降142个基点；除交通银行下降约100个基点外，其他三家大型银行降低幅度都在80个基点左右，其中中国银行降幅仅为68个基点。

鉴于监管机构明确提出年底拨备覆盖率要达到150%，相较于去年年末，各行均加大拨备覆盖力度。目前，仅有少数银行在公开报表口径下未达到这一标准。我们认为，大力增加拨备也成为半年报业绩的重要“减分项”之一。根据表二显示，今年上半年计提的拨备占净利润的比重，高至32%，平均水平也达18.2%，这也对银行利润产生了重要影响。

千亿融资以应对监管需要

由于上半年各商业银行加大放贷力度，与去年末相比，各上市商业银行资本充足率和核心资本充足率普遍出现下降趋势，尤其是个别中小银行下降幅度较大。

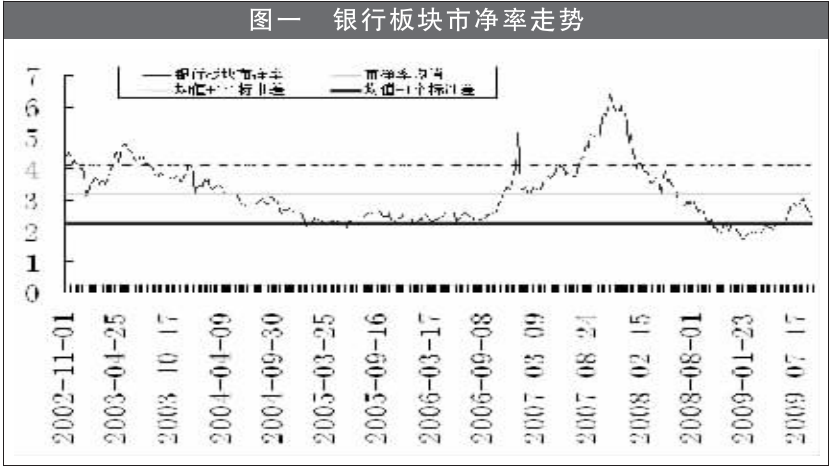
根据25日结束征求意见的《关于完善商业银行资本补充机制的通知（征求意见稿）》规定，发行次级债务及混合资本债券等补充附属资本时，主要商业银行核心资本充足率不得低于7%；主要商业银行发行次级债务及混合资本债券等的额度不得超过核心资本的25%；商业银行投资购买单一银行发行次级债务及混合资本债券等的额度不得超过自身核心资本的15%，投资购买所有银行发行次级债务及混合资本债券等总额不得超过自身核心资本的20%；商业银行在计算资本充足率

表一 主要上市银行净利息收益率（净息差）				
证券简称	2008中报(%)	2008年报(%)	2009中报(%)	净息差同比变化(%)
深发展A	3.17	3.02	2.51	-0.66
民生银行	3.22		2.43	-0.79
浦发银行	3.21		2.08	-1.13
交通银行*	3.07		2.10	-0.97
招商银行	3.66	3.42	2.24	-1.42
工商银行	3.01	2.95	2.25	-0.76
建设银行	3.29	3.24	2.46	-0.83
中国银行	2.72	2.63	2.04	-0.68
中信银行	3.42	3.33	2.47	-0.95
算数平均值	3.59625		2.5725	-0.91

*用净利差代替净息差计算。

表三 目前上市银行资本充足率情况				
证券简称	资本充足率%	核心资本充足率%	放贷潜力(亿元)*	上半年放贷额度(亿元)
深发展A	8.62	5.08		582.918
宁波银行	12.84	11.56	476.17	
浦发银行	8.11	4.68		2501.55
华夏银行	10.36	6.84		704.418
民生银行	8.48	5.9		2698.72
招商银行	10.63	6.5		2700.38
南京银行	15.2	13.31	734.89	
兴业银行	9.21	7.41	369.22	1417.8
北京银行	16.12	13.48	2225.53	
交通银行	12.57	8.81	4035.29	4156
工商银行	12.09	9.97	23471.89	8648.07
建设银行	11.97	9.3	16247.53	7281.34
中国银行	11.53	9.43	17003.81	10234.8
中信银行	12.04	10.45	4308.23	3246.4

*放贷潜力根据核心资本充足率下降到7%计算，而且新增贷款全部为风险权重为100%的企业贷款和个人贷款。



时，应从计入附属资本的次级债务及混合资本债券等全额扣减本行持有其他银行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度。

据表三显示，招商银行、民生银

行、浦发银行、华夏银行和深发展银行等5家银行无法达到7%的监管要求，浦发银行已经低至4.68%。另外，兴业银行的核心资本充足率达7.41%，如果再投

放370亿元左右的企业贷款，该行的核

表二 上市银行上半年新增拨备水平						
证券简称	不良贷款拨备覆盖率(2008年度,%)	不良贷款拨备覆盖率(2009中期,%)	覆盖率提高水平(%)	不良贷款*(亿元)	拨备增加数额(亿元)	占09年中期业绩比例
深发展A	105.14	133.07	27.93	24.71605	6.903193	0.29866
宁波银行	152.5	160.41	7.91	5.439427	0.430259	0.060934
浦发银行	192.49	216.03	23.54	84.64621	19.92572	0.29386
华夏银行	151.22	153.36	2.14	66.13346	1.415256	0.08497
民生银行	150.04	169.93	19.89	78.01	15.51619	0.210418
招商银行	223.29	241.39	18.1	99.24	17.96244	0.21741
南京银行	170.05	164.68	-5.37	8.18368	-0.43946	/
兴业银行	226.58	218.78	-7.8	43.13116	-3.36423	/
北京银行	180.23	200.41	20.18	28.37	5.725066	0.195811
交通银行	116	123	7	260.26	18.2182	0.116941
工商银行	130.15	138.2	8.05	986.65	79.42532	0.119773
建设银行	131.58	150.51	18.93	772.08	146.1547	0.261898
中国银行	121.72	138.96	17.24	774.87	133.5876	0.325784
中信银行	150.03	150.05	0.02	97.92	0.019584	0.000278

*不良贷款是2009年中期值，由于2009年中期值和2008年年底值变化不大，所以不会对结果产生重大影响。

表四 上市银行次级债存量额度及占比				
证券简称	次级债和混合资本债余额(亿元)	占核心资本比例	扣除影响资本充足率百分比(%)	扣除后资本充足率(%)
深发展A	95	0.659535	1.372119	7.247881
宁波银行		0		
浦发银行	188	0.470516	0.485581	7.624419
华夏银行	60	0.263726	0.024759	10.33524
民生银行	165	0.329664	0.154947	8.325053
招商银行	300	0.408925	0.422426	10.20757
南京银行	8	0.073725		
兴业银行	70	0.149858		
北京银行	35	0.107999		
交通银行	500	0.363663	0.364161	12.20584
工商银行	750	0.13598		
建设银行	1000	0.21745		
中国银行	1000	0.216496		
中信银行	60	0.065684		

表五 上市银行融资需求		
证券简称	达到7%所需的最低融资额度(亿元)	达到9%需要的融资额度(亿元)
深发展A	54.4406778	111.1497172
宁波银行		
浦发银行	198.0729829	368.8255543
华夏银行	5.321852855	71.84501355
民生银行	93.31542373	262.9798305
招商银行	56.43307692	282.1653846
南京银行		
兴业银行		
北京银行		100.2299089
交通银行		29.65164586

注：融资额度均是指维持2009年半年报所披露贷款存量的前提下，核心资本充足率达到相关比例所需的融资额。由于这些银行还将继续发放贷款，因此额度将远超过一需求。

心资本充足率就将降到7%，而兴业银行上半年的贷款增量已经达到1417亿元，下半年信贷能力不容乐观。交通银行的核心资本也仅支撑与上半年基本相同的放贷额度。而不达标者将无法通

过发行次级债方式来补充附属资本。

根据表四，包括交通银行在内的六家上市银行的次级债务及混合资本债等监管资本工具的额度超过了核心资本的25%。如果扣除超出的部

■ 评级追踪 | Rating

部分最新买入评级股票

代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	上次评级
600009.SH	上海机场	中银万国	周克尧	2009-08-31	1_买入	1_买入
600887.SH	*ST伊利	银河证券	董俊峰	2009-09-31	1_推荐	1_推荐
601601.SH	中国太保	国泰君安	彭玉龙	2009-09-31	1_增持	1_增持
000338.SZ	潍柴动力	东方证券	秦绪文	2009-09-31	1_买入	1_买入
601601.SH	中国太保	东方证券	王小星	2009-09-31	1_买入	2_增持
000581.SZ	威孚高科	东方证券	秦绪文	2009-09-31	1_买入	1_买入
002003.SZ	伟星股份	银河证券	马莉	2009-09-31	1_推荐	1_推荐
601088.SH	中国神华	渤海证券	张顺	2009-09-31	1_买入	1_买入
000204.SZ	苏宁电器	中银万国	金涛彦	2009-09-31	1_买入	1_买入
000635.SZ	英力特	国泰君安	杨伟	2009-09-31	1_增持	3_中性
002203.SZ	海康股份	渤海证券	靳海明	2009-09-31	1_买入	1_买入
000338.SZ	潍柴动力	世纪证券	吕丽华	2009-09-31	1_买入	
600741.SH	华域汽车	广发证券	黎韦清	2009-09-31	1_买入	1_买入
600815.SH	厦工股份	东方证券	周凤武	2009-09-31	1_买入	1_买入
600631.SH	百联股份	国海证券	梁雪飞	2009-09-31	1_买入	1_买入
600522.SH	中天科技	海通证券	张晓亮	2009-09-31	1_买入	1_买入
600221.SH	海航航空	国泰君安	吴蔚	2009-09-31	1_增持	1_增持
000338.SZ	潍柴动力	海通证券	张立平	2009-09-31	1_买入	3_中性
600050.SH	中国联通	海通证券	张晓亮	2009-09-31	1_买入	3_中性

数据来源:Wind资讯

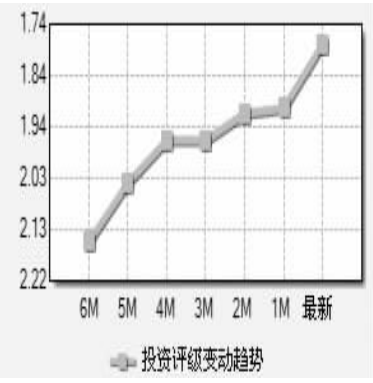
根据Wind资讯统计,8月31日共有19家公司被分析师最新给予“买入”评级。其中中国太保被国泰君安分析师维持“增持”的评级,威孚高科被东方证券分析师维持“买入”评级,潍柴动力被世纪证券分析师首次给予“买入”评级。

对于中国太保,国泰君安分析师认为,尽管太保的标准保费增长符合预期,但净资产的增长要低于预期,不考虑H股的增发因素,分析师将太保的目标价下调至27元,给予其2009、2010年EPS分别为0.55元及0.67元。按当前19.61元的股价计算,其P/B为2.84倍,估值较为安全,给予其“增持”的评级。

对于威孚高科,东方证券分析师认为,公司本部及子公司短期受到的影响有限,长期前景可观。国III标准的实施并没有对公司本部及子公司造成毁灭性的打击,本部、威孚汽柴和威孚金宁的国III泵产品、喷油器产品已经批量投放市场,由于市场需求的多样性,公司本部及子公司的国II产品依然旺销。分析师预计公司2009年、2010年EPS分别为0.55元及0.80元,对应2009年、2010年动态市盈率分别为18.52倍及12.71倍,继续维持对公司“买入”的投资评级。

对于潍柴动力,公司在国内重卡产业链布局最为完善,动力总成(发动机+变速箱+车桥)优势突出,是城镇化率提高、固定资产投资增长的最直接受益者,同时公司的盈利能力和抗风险能力均高于行业水平。世纪证券分析师认为该股20倍市盈率水平较为合理,给予其12个月内目标价格60元,目前其价值存在低估,故上调评级至“买入”。(魏静)

■ 评级简报 | Report



福田汽车 (600166)

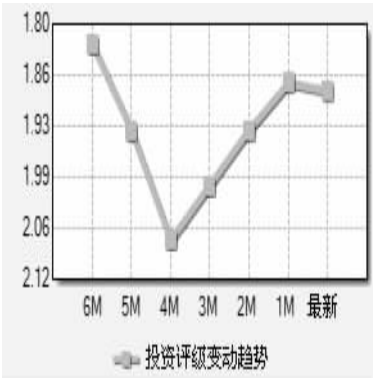
轻卡独领风骚

中银国际分析师发布报告指出,受益于汽车行业回暖和国家出台的一系列振兴和扶持政策,公司盈利状况大幅好转。上半年公司共实现销售收入195.8亿元,较去年同期相比增长6%;实现净利润达到4.5亿元,同比大幅增长32%;综合毛利达到10.5%,同比增长2.21个百分点。公司利润增长明显超过收入增长,盈利能力的恢复势头还在持续中。

上半年轻卡继续成为公司收入、利润占比最大的子业务。轻卡业务收入108亿元,同比增长47%,继续保持业界第一;中重卡收入、利润有所下滑,中重卡底盘居业内第四;轻客业务收入达到10亿元,同比增长88%,居行业第四;大中客车收入3.7亿元,同比下降4.4%。

分析师认为,下半年受益于货运的转暖和政策的延续,轻卡行业将依然保持快速增长局面,重卡行业继续转暖,加上国庆长假带来的客运增加,对公司客车销售也构成利好。全年公司毛利同比保持上升的问题不大,但是要注意企业短期面临的资金压力。

根据WIND资讯一致盈利预期,2009-2011年公司每股收益为0.67元、0.77元、0.94元,对应市盈率为21倍、18倍、15倍,目前估值基本与商用车行业平均估值持平。分析师给予该公司目标价17.5元及“推荐”的评级。



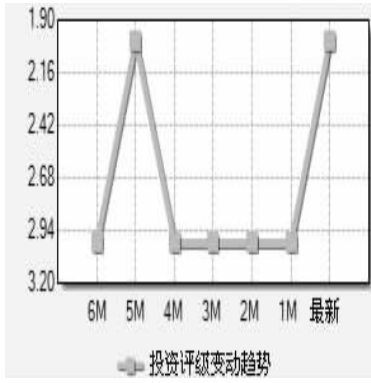
太原重工 (600169)

业绩稳健增长

东吴证券分析师发布报告指出,公司上半年业绩表现稳健,实现营业收入38.67亿元,同比增长18.88%,净利润2.76亿元,同比增长19.5%,每股收益为0.386元,基本符合预期,但远好于行业平均。

分析师表示,公司起重机械业务增长符合预期,挖掘机好于行业平均。起重机械业务上半年收入为12.27亿元,同比增幅为23%,基本与行业龙头的平均持平;受益于国家大力加大基础设施建设及房地产的全面回暖,土方机械的需求上升。上半年公司挖掘机械业务收入为8.76亿元,同比增长52.7%,增幅大大超过其他土方机械的龙头企业;此外,由于公司加大市场开拓力度,轧钢设备在下游需求低迷的情况下,仍实现销售收入8.14亿元,同比增幅达36%。

根据上半年的实际税率情况及公司历史上研发费用抵扣所得税的延续,分析师估计2009及2010年公司的实际税率为5%。在此基础上,预计2009年及2010年公司摊薄每股收益分别为0.724元和0.863元。从预测业绩来看,公司属于稳健增长的机械龙头企业,但考虑目前市场走势,调低市盈率至20-23倍,合理股价为14.50-16.56元,给予“增持”的投资评级。



凌云股份 (600480)

受益汽车行业景气

中信建投分析师发布报告指出,汽车消费普及将推动公司金属、塑料零部件业务持续成长;另外公司还具备资产注入预期,给予“增持”评级。

公司是国内最早开发生产汽车辊压件、PA-11汽车压力管路总成的企业,目前是国内最大的汽车辊压件、冲压件、汽车压力管路系统总成生产基地。国内汽车消费市场整体处于很低的普及水平,长期趋势将是快速增长。2009年上半年的汽车旺销局面将在下半年及2010年得到延续,公司将充分受益这一趋势。

近年国内塑料管道产量保持了快速增长态势,2001-2008年的复合增长率约20%,未来几年将保持10%以上增长率。公司塑料管道业务主要是PE燃气管道,市场占有率约达70%。2009年上半年公司该项业务因房地产投资复苏及政府扩大民生基础设施投入而取得快速增长,长期将继续受益城市化进程及塑料管道对其他管道的替代。

分析师预测2009-2011年公司EPS为0.45元、0.53元、0.65元,同比增45%、18%、21%,给予现有业务2010年20倍PE,对应股价10.6元,上浮10%反映资产注入潜在增厚效应,目标价11.6元,首次给予“增持”的投资评级。(徐效鸿 整理)

■ 图说 | Graph

PMI指数显示

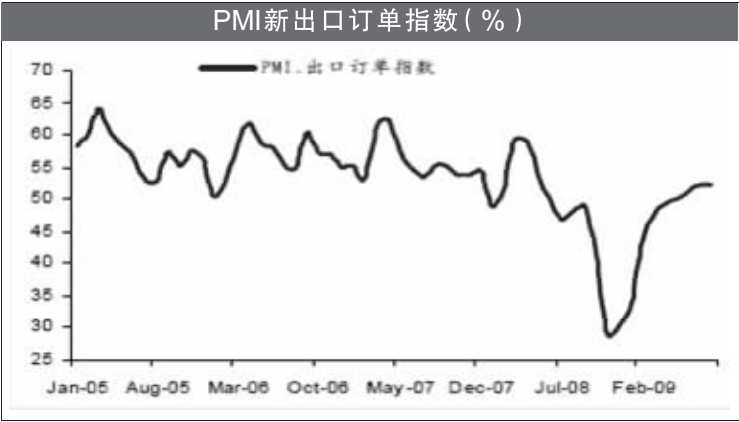
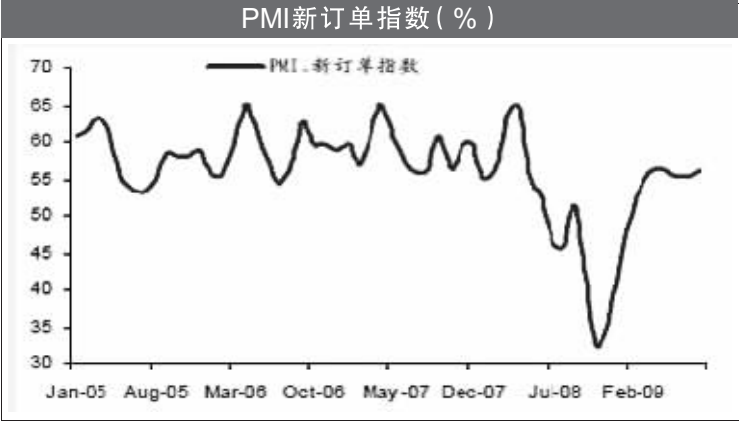
内需升势再启 外需正在恢复

2009年8月份PMI指数为54%,较上月上升0.7个百分点。海通证券分析师发布报告认为,PMI指数连续6个月位于50%以上,表明经济处于持续扩张期,回升趋势未变。8月份PMI上升幅度高于7月份,相应地,工业增加值增速也会有所提高。分析师认为,PMI指数还将处于扩张区间,但9月份PMI可能跟8月份相差不大。

8月新订单指数为56.3%,较上月提高0.8个百分点。分析师表示,经历了短暂的停滞后,PMI新订单指数升势再启,表明总需求依然处于扩张状态,内需上升幅度加大。

通用设备制造业、通信设备、计算机及其他电子设备制造业、黑色金属冶炼及压延加工等6个行业达到60%以上高位。其中,通信设备、计算机及其他电子设备制造业的上升值得注意,该行业更多的是从外部需求回升中获益,而不是主要受益于固定资产投资。

8月份新出口订单指数为52.1%,连续4个月位于50%以上,但本月与上月持平。随着全球经济的逐渐好转,出口需求正在恢复,所以新出口订单指数持续处于扩张状态。但是,本月与上月持平也显示出口的回升并非一马平川。(徐效鸿 整理)



图片来源:海通证券

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。