

# 5倍PE 银行股缘何只配“白菜价”

□本报记者 李波

按照最新披露的中报业绩，民生银行、交通银行和建设银行的估值均已降至不足6倍，业绩的快马加鞭和股价的踌躇不前，令其估值再破新低。分析人士指出，当前的宏观环境、流动性以及平台贷风险都不支持银行股价与业绩齐飞；在AH溢价背景下，银行H股也将对A股构成牵制。未来只有宏观环境、外部冲击以及自身风险均趋于明朗，银行股才可能展开估值“纠偏”的反弹行情。

## 5倍PE 银行估值再创新低

曾几何时，7.8倍的市盈率被认为是银行股的“估值底”。然而，伴随上市银行中报的渐次披露，本已看似非常便宜的估值却继续大踏步下台阶。按照最新的中报业绩，民生银行、交通银行和建设银行的估值目前已降至6倍以下，分别为5.36倍、5.39倍和5.99倍。

5倍市盈率！银行股估值如此的“白菜价”着实令市场大跌眼镜。靓丽的中报并未提起资金的丝毫兴趣，业绩的快马加鞭和股价的踌躇不前，令部分银行

股的估值再次击穿所谓的“底部”。分析人士指出，当前的宏观环境、流动性以及平台贷问题都不支持银行股价与业绩齐飞。

首先，国内宏观环境不支持银行股大幅反弹。当前经济处于下行通道，7月工业增加值增速下滑明显，基础设施建设步伐也出现放缓迹象。虽然7月通胀达年内高点的概率较大，但之后回落幅度不容乐观，货币政策全面宽松的时刻远未到来；同时，房地产调控持续，限购令由一线城市向二三线城市扩展。在经济下行、通胀高企、货币紧缩的宏观环境下，与经济和政策高度相关的银行股难以具备反转的“内力”。

其次，流动性难以托高银行股。在外围市场动荡、国内政策未明的影响下，A股市场心态持续谨慎，热点仅靠存量资金实现闪转腾挪。有限的资金想要撬动“大块头”银行股，无疑只能望洋兴叹。另外，资金利率中枢不断上行，近日再度走高，资金面继续承压。流动性的缺乏，使得银行股此前的护盘行为只能是昙花一现，上周初的异军突起也显得心血来潮，脉冲行情难以

升级为持续反弹。

再次，银行资产质量担忧再起。随着4万亿投资计划配套贷款的陆续到期，市场开始担忧银行资产质量问题，特别是地方融资平台和房地产贷款的风险对银行利润的可能冲击令市场预期悲观。值得一提的是，银行风险暴露往往存在滞后性，当期利润并未考虑未来风险因素。而这很可能是银行股中报大戏迟延难以上演的关键所在。

### AH股溢价 银行股上涨有牵绊

除了国内的宏观环境和银行业内部因素之外，H股的大幅下挫也对相应A股的市场表现构成拖累。

前期美国主权信用评级被下调的负面效应冲击全球金融市场，恒生指数也遭遇重挫，在8月9日创下2008年10月金融危机以来最大单日跌幅。当日银行H股成为领跌主力，交通银行、建设银行、中国银行跌幅均在7%以上。在AH联动日益加强的背景下，银行H股的大幅下挫势必将令银行A股受到惊吓，其股价难以向上突破。

值得一提的是，在银行H股8月9日

遭遇重创之后，工商银行、交通银行、建设银行、民生银行的AH比价就已由折价全部变为溢价，而中国银行则在7月6日就已经实现AH股溢价的状态。一直以来的银行AH股价持续倒挂的现象出现转变，折价到溢价的转换一方面导致A股银行股的走高将推升相应H股，同时也意味着，一旦H股大幅下挫，必然会在比价效应的作用下拉动相应A股走低，AH联动将更加凸显。

而香港市场对于外围冲击无疑更

加敏感。当前美国经济数据大幅波动好坏不一，欧元区核心国家经济放缓令欧债担忧情绪升温，欧美股市剧烈震荡。上周四欧美股市再度大跌，欧洲银行股收盘暴跌逾6%；恒生指数周五大幅调整，银行H股跌幅几乎都超过3%。在此背景下，银行A股受冲击虽然较小，但显然难以走出上涨行情。

### 纠偏还需拨开层层迷雾

受强劲的净息差收入以及佣金增长提振，银行股上半年净利润实现了双位数的大幅增长。然而，来自银行资产质量、国内经济政策、外围市场环境的

担忧，令银行股始终难以走出上涨行情。业绩和股价的一上一下，令其估值没有最低，只有更低”。

应该说，银行股的低估值和高业绩能够为其构成支撑，但这仅仅意味着下行风险不大。银行股如真要展开反弹行情，自然需要拨开重重迷雾，包括外围

欧债危机和全球经济的迷雾，国内经济和政策的迷雾，特别是平台贷以及再融资的迷雾。

当平台贷和再融资逐渐淡出投资者视野、经济面持续稳健、政策面趋于明朗之时，银行股才有望摆脱震荡下行，实现估值“纠偏”。

## AH股溢价指盘中创一年新高

□本报记者 李波

挂的个股有7只，A股较H股折价幅度最大的是中国平安，折价率为20.87%。

8月以来，恒生AH溢价指数大幅走高，从8月1日的98.79点持续攀升至8月12日的113.18点，之后调整了两日，近四个交易日再度走高。

分析人士指出，近期欧美股市剧烈震荡，港股不可避免地受到了较大冲击，而A股的跌幅相对较小，这导致AH溢价指数大幅攀升。其中，一直以来呈现AH折价的银行股，大部分已经转变为A股较H股溢价的状态。这意味着，A股银行一旦上涨，将有望为H股注入上行动力；而H股银行的大跌同样也会成为相应A股银行股走势的牵绊。

## 中期底部形成或尚缺最后一跌

□长江证券策略分析师 邓二勇

滞胀是一个经济增速下降而通胀持续高企的状态，从7月CPI的走势来看，8、9月份通胀同比回落将是大概率事件。在通胀高点可见的形势下，典型的滞胀状态结束的确定性较大，但“类滞胀”的状态要持续多久，目前仍存疑。毕竟这是一个经济增速缓慢下滑、通胀下滑也很缓慢的过程。而8月很可能是“类滞胀”阶段走向尾声的转折点，其中快速的经济下滑是主因，并导致通胀下滑超预期，这一般会持续三个月的时间，在这个过程中市场存在最后一跌，并迎来中期底部。

### 经济增速或继续下滑

从工业增加值同比的角度来看，6月的15.1%很可能会影响构筑一个短期的高点。首先，从增长的角度来看，8、9月份的工业生产存在逐渐向上的趋势，但这仅停留在环比增长的意义上，这一点，从PMI这个环比概念数据就可反映。

7月制造业PMI为50.7，较上月微降0.2个百分点。从新订单与采购量分项来看，持续下降三个月后开始回升；而1—6月固定资产投资本年新开工项目计划投资总额同比增长14.9%，1—7月累计同比上升至19.6%。

需要强调的是，PMI的指示仅仅给予的是环比上的领先作用，因此，就经济增长的概念而言，8、9月份将会向上增长，但这仅是环比或绝对值上的增长。

从宏观经济周期来看，经济增长一直用的是工业增加值同比数据，因此是否形成下降趋势还需要考虑基数效应。从我们测算的工业增加值环比数据来看，8、9、10三个季度的翘尾下降基本在1.4%左右，而这个比新增长的季节性因素稍高一点，因此，工业增加值略微下降的可能性仍较高。

微观的库存行为也可为宏观的周期状态提供一定印证。对应于小周期衰退的库存状态应当是主动去库存的行为，从今年以来的工业库存走势来看，5月是主动去库存的第一个月份，但三个月以来下降的速度却是极为缓慢的，而高库存的积累效应需要一个释放的时间点。

就2000年以来三轮库存周期的历史经验来看，主动去库存的过程最多持续两个季度，而如果依照5月作为主动去库存开展的第一个月，即便持续最长的两个季度，那么目前20%以上的同比高库存也将在8、9、10这三个月加速释放，而这与宏观上经历的衰退期恰好重新对应。

### 外围波动不容小觑

近期市场破位下行，主要还是投资者情绪受到极大的打击，应该是避险情绪升温所带来的下跌。具体来说，这主要集中在欧债和美债下调评级两个方面。对于欧债，尽管基本面持续较差，但是在涉及较大风险之时，援救仍会是一个无奈之举，至少还有德、法、IMF、中国等具备一定的救助实力，因此年内欧债大规模爆发的可能性不大。当然中长期的问题能不能顺利的解决我们并不确定，但至少不是今年应当讨论的问题。

需要注意的仍是美国经济下滑的问题，这对A股存续为持续的影响。目前来看，美经济下滑对A股的影响主要有三大路径。其一是对国内出口的影响，从历史数据来看，我国出口同美国消费之间的相关度最大，而目前美国经济最大的问题就集中在消费信心上。其二，作为最大的经济体，美国经济的持续疲弱影响着全球投资者的信心，在这种情况下，很少能够看到投资者情绪偏于乐观的情形，因此，从全球市场的角度来看，近期都不会存在风险偏好回升的情况。其三，美国经济的走差，关系到货币宽松的问题，QE3是否推出对流动性和通胀影响极大，我们认为在核心通胀较快上升，且美债收益率大幅下行的局面下，QE3快速退出的可能性并不大，但不排除中期出现的可能。

### 低估+非周期防御

行业配置方面，从近期国内市场表现来看，外围因素对国内市场的影响较为明显。在当前国内外经济形势下，市场难以出现趋势性的行情，震荡调整的可能性更大。

建议投资者关注中报业绩超预期的行业及公司存在的结构性机会。当前形势下，配置主线可沿着“低估+非周期防御”，逢低关注房地产、商用车板块。

投资机会方面，有三条主线值得关注。其一，震荡行情中难有整体性的行业性机会，但可关注行业内龙头企业的投资机会；其二，在经济结构转型的背景下，落后产能淘汰与节能环保标准提高的政策有助于一些行业的整合，可关注行业整合下的投资机会；其三，国防、军工等与国家发展战略相关的行业，可关注其长期投资价值。

## 海外乱局引发的波动带来加仓机会

# 趁“乱”布局 秋季攻势时空“看齐”春季

□兴业证券策略研究团队  
张忆东 吴峰 李彦霖 蒋仕卿

我们看多A股的核心逻辑在于，内愈冷外愈乱的大环境将令政策预期出现改善。虽然期待政策大力刺激几乎成为幻想，但是，调控预期降低、流动性压力阶段性缓解以及情绪指标降至低位，将使得A股博弈价值大幅提升，其本身就具备急跌反弹及修复的行情。如果“锦上添花”，货币政策调控手段出现改善，则反弹的时间也会延续得更久一些。

### 政策维稳存在必要性

外乱尚未平息，政策维稳的必要性将继续存在。近期美国地产、就业数据偏弱进一步加剧市场对经济增长的担忧，欧债危机至今无解，投资者避险情绪高涨，因此政策维稳对冲的必要性依然存在。

国内经济环比偏弱，紧缩加码已无必要。工业增加值、进出口、消费、投资的季调环比趋势折年，发电量、粗钢、十种有色金属、水泥、原煤等行业产量季调环比趋势折年均显示当前实体经济环比偏弱。CPI季调环比可控，PPI季调环比进入负值区间，这显示出价格上涨压力减弱。

值得注意的是，尽管央票发行利率提高引发了加息预期升温，但即使加息，也不会改变秋季攻势的演绎。我们反复强调，加息是免年行情的胡萝卜，而持续的存款准备金率上调、信贷额度行政控制，才是行情的扼杀者。在上半年频繁上调存款准备金

率之后，中小企业获取资金的成本早已远远超过银行贷款利率，而高利差滋生各种形式规模庞大的资金拆借，故采用价格型工具而非数量化工具，反而有利于理顺资金价格关系，引导资金流动，从这个角度而言，近阶段量化紧缩加码的概率极低。一方面，7月份新增外汇占款及估算的热钱流入规模均低于预期，对冲外部流动性的压力减弱；另一方面，随着一二线市场央票利率收窄，公开市场回笼资金的能力提升，准备金对冲已无必要。

事实上，在全球恐慌的情绪中，市场忽视了积极的政策信号。无论是“小QFII”推出、习近平表态中国经济决不会出现所谓的“硬着陆”，还是《转融通业务监督管理试行办法》出台，均对市场构成利多。而本周五伯南克的讲话，可能会对QE3的推出与否做出一定暗示，预计风险资产价格受益于QE3预期的升温。

### 资金边际改善格局未变

货币剩余趋于改善，A股估值压力趋于缓解。三季度经济增长同比筑底，通胀压力逐步回落，因此宏观流动性就会出现边际改善，实体经济“池子”对资金的吸纳减弱，再结合对“三农、中小企业、保障房”的定向宽松，市场真实资金成本的压力有望出现改善。人民币国际化进程的加速，有助于海外人民币回流，并增加货币供应量。考虑到中国经济增长相对于海外来说具有优势，人民币QFII和港股ETF两者叠加的净结果

仍可能是人民币净流入，这将边际推升国内的货币供应量。

资金价格总体平稳，趋势性指标继续回落。上周银行间市场上1个月以下期限品种升幅较明显，但具备趋势性借鉴意义的3个月SHIBOR则继续回落，票据利率走平，国债和央票收益率略升。

资产价格反映出流动性继续改善。A股8月9日的低点与6月20日的低点存在明显的差异，前者我们看到了经典的资产价格轮动的规律，债市在8月3日提前股市见底，结合对通胀以及流动性的判断，债市已进入了易涨难跌的阶段。而6月20日当日则信号紊乱，债市底部信号并没有出现。

### 趁乱加仓 布局秋季行情

短期行情将受制于海外的波动，筑底过程仍会有反复，但秋季行情已悄然开启。我们建议，利用海外乱局引发的调整积极加仓，参与秋季攻势。秋季攻势是下半年难得的吃饭行情，如果没有超预期的政策放松的话，时间和空间都将类似于春季攻势。

投资机会方面，建议坚定持有真正的成长股，并灵活博弈周期股的反弹。大盘连续恐慌性杀跌之后，周期股超跌反弹的机会增多，但仍是存量资金博弈，可低吸高弹性板块（地产、化工、航空、汽车、券商、机械等），见好就收。催化剂很可能是货币政策放松的信号，或者美国QE3的强烈预期。立足中长期，坚定看好真正的成长股。

的质疑，美国主权债务危机等外部因素则成为市场继续下跌的催化剂。在国内地方政府债务风险日渐浮现的背景下，一方面，市场对中国经济硬着陆风险的担忧进一步上升，另一方面银行的整体资产负债状况也被蒙上阴影，银行股在弱势中反弹举步维艰就是一个例证。综合来看，通胀仍是最值得关注的因素，只要调控政策不放松，市场就缺乏趋势性的机会。通胀不会大幅回落决定了紧缩政策不会发生明显转向，与货币政策相比，财政政策可能会出现一定力度的放松，支持方向可能是新能源、节能环保、民生等领域，这些板块个股可以在下跌时寻找介入时机。

就市场的结构特征而言，中小板和创业板个股受到资金的青睐，大盘股则乏人问津。鉴于总体资金紧张的局面仍难以改变，短期中小市值个股的机会相对较多，可作为近期的主要操作标的，特别是有政策扶持及业绩增长明确的上市公司。同时，流通市值不大、市盈率不高、调整充分的小盘股也值得中线关注。

## 2437点支撑或面临考验

□华泰证券研究所 郝国梅

本周一，上证综指在回补前一周的部分缺口后再度选择向下探底，申万23个行业指数仅有公用事业一枝独秀，前期的强势板块食品饮料、商贸、医药均在补跌的前列，板块的轮番下跌，令大盘重心进一步下移，接下来大盘或考验2437点支撑。

### 消息面利空不断被放大

国内方面，18日央行启动央票发行，继上周二提高一年期央票发行利率后，再度提高3月及3年期央票利率，加息预期日趋浓厚。日前银监会主席刘明康表示，由于热钱的大量流入，新兴经济体的输入型通胀压力居高不下，国内通胀前景仍不明朗。尽管目前政策进入观望期，但短期松动的迹象还未出现，政策面的不确定性成为困扰市场的最大因素。

上周水泥板块的领头羊海螺水泥选择向下破位，这预示着大资金已从活跃的蓝筹股中撤出；同时，以种业为代表的农业股炒作降温，也表明资金对市场反弹的高度提出质疑。从技术上看，沪市周K线已经结束三角形整理选择向下突破，月K线向下的趋势也比较明显，2437点的支撑力度有待考验。短期而言，大盘能否在2450点附近形成小双底，还需关注权重股的动向。轻仓者不必急于进场，待大放量上攻后才可考虑进场做多。

回顾市场近来的暴跌，深层的原因在于市场对中国经济的增长方式产生了较大

的质疑，美国主权债务危机等外部因素则成为市场继续下跌的催化剂。在国内地方政府债务风险日渐浮现的背景下，一方面，市场对中国经济硬着陆风险的担忧进一步上升，另一方面银行的整体资产负债状况也被蒙上阴影，银行股在弱势中反弹举步维艰就是一个例证。综合来看，通胀仍是最值得关注的因素，只要调控政策不放松，市场就缺乏趋势性的机会。通胀不会大幅回落决定了紧缩政策不会发生明显转向，与货币政策相比，财政政策可能会出现一定力度的放松，支持方向可能是新能源、节能环保、民生等领域，这些板块个股可以在下跌时寻找介入时机。

就市场的结构特征而言，中小板和创业板个股受到资金的青睐，大盘股则乏人问津。鉴于总体资金紧张的局面仍难以改变，短期中小市值个股的机会相对较多，可作为近期的主要操作标的，特别是有政策扶持及业绩增长明确的上市公司。同时，流通市值不大、市盈率不高、调整充分的小盘股也值得中线关注。

常用技术分析指标数值表(2011年8月22日)

国开证券北京中关村南大街(中电信息大厦)营业部提供

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA(5)	↓2563.82	↑2840.66	↓11418.40
MA(10)	↓2569.58	↑2848.58	↓11490.32
MA(20)	↓2621.58	↑2897.86	↓11695.53
MA(30)	↓2674.65	↑2958.99	↓11916.39
MA(50)	↓2698.83	↑2981.37	↓11933.15
MA(100)	↓2702.86	↑2980.79	↓11879.67
MA(200)	↓2788.77	↑3067.71	↓12083.79
MA(20)	↓2814.64	↑3099.69	↓12212.27
MA(50)	↓2816.84	↑3115.54	↓12240.37
BIAS(6)	↓-2.27	↓-2.65	↓-3.17
BIAS(12)	↓-2.13	↓-2.47	↓-3.31
DIF(12,26)			