

最近一段时间,很多投资者都用“白菜价”来形容银行股。根据半年报,上市银行上半年净利润合计4654.53亿元,占全部上市公司净利润总和的四成以上,然而其估值却不断下降。银行股的利空消息是否已经出尽?银行股是否已经具备了投资价值?本期《中证面对面》邀请了大成国际资产管理有限公司基金经理蔡飞鸣和招商证券金融行业研究董事罗毅就此展开讨论。

银行股长期投资价值凸显

□本报记者 杜雅文

估值已是历史低位

主持人:银行股从A股历史纵向比其他行业相比,应该来说是最便宜的。从历史数据来看,基本上也是低点。2005年市场非常不好,当时银行股动态市盈率也在10倍左右,而且2005年银行的净利润增速在20%左右。今年银行向比较来看,A股的银行股估值又是什么水平?

罗毅:目前A股银行的估值水平跟其他行业相比,应该来说是最便宜的。从历史数据来看,基本上也是低点。2005年市场非常不好,当时银行股动态市盈率也在10倍左右,而且2005年银行的净利润增速在20%左右。今年银行向比较来看,A股的银行股估值又是什么水平?

从全球市场来看,新兴市场如印度的民营银行估值水平一直以来比较高,PB基本上都在2倍以上,新兴市场的国有银行估值水平一般在1至1.5倍之间,成熟市场则因为刚经历完金融风暴,估值水平比较低,A股银行股相比它们有溢价。

蔡飞鸣:H股里的中资银行股标的虽然跟A股有点不一样,但估值水平跟A股也是接近的,整个H股银行股的市净率也到了2008年金融危机时候的水平。如汇丰控股现在港股的市净率大概是1.05倍左右,最近准备要出售建行股份的美国银行市净率大约为0.4倍,富国银行这样相对稳健的银行现在市净率仅1.08倍。如果在同一个行业比较,A股银行股相对国外的银行还略有溢价。从历史状态来看,A股银行股的确到了

比较低水平。

主持人:实际上银行股的低迷已经持续了很长一段时间,市场上一直是叫好不叫座”。香港市场上,前段时间美国银行也宣布要减持建行股权。这种“看多做空”分歧存在的原因是什么?

罗毅:银行股的利润增速一直不错,但股价走势在2007年以后都不尽如人意,这主要与整体流动性相关。银行股的利润占比和市值占比在整个A股市场中最大,基本上超过30%,按这个比例算实际上银行股的走势很大程度上就代表着市场的走势。从2010年到目前都是比较明显的流动性收缩阶段,这种大背景下,银行股的走势是可以理解的,因为整个市场流动性不足。

蔡飞鸣:综合来看,我觉得银行股在过去一段时间可能是受到国家相对紧缩的货币政策的影响。在海外也有很多关于金融和经济的不明朗因素,影响着全球的证券市场。随着近期巴塞尔协议三出台,对全球银行资本充足率有了新的更高要求,在这种背景下,海外大银行陆续减持手中的盈利资产,以改善资产负债表。例如此次准备出售建行将近5%股权的美国银行,因2008年金融危机的影响其目前的财务状况不是太好,美国银行减持建设银行,并非意味着它不看好建行。

市场反应过度悲观

主持人:数据显示,很长一段时间银行H股的价格表现好于A股,但最近一段时间发生了变化,一些银行出现了

A/H股的溢价现象,请问这是否意味着海内外投资者出现分歧?

蔡飞鸣:银行板块A股和H股的折溢价现象是在不断更替的过程中。在2006年年末到2010年年中,持续三年多的时间A股的银行股一直都是相对溢价的,去年年中到2011年6月份,H股的银行股则相对溢价,7月和8月份A股银行股又开始有一定的溢价,幅度也不算太大,整体在3%至4%之间。最近一段时间出现反复的主要原因还是跟全球金融形势的急剧变化有关。随着欧债危机进一步升级,标普下调美国主权评级等系列事件之后,8月份全球主要外围股市都创下了2008年金融危机以来最大的单月跌幅,由于香港市场受海外因素的影响比较大,所以整体上出现了一轮抛售潮,至于未来的变化还比较难判断,因为目前全球金融形势还是比较复杂。

主持人:目前投资者不看好银行股的主要原因之一是担心资产质量恶化,地方融资平台的影响到底有多大?

罗毅:市场对这些问题反应过度悲观了。最新数据显示,现在有10.7万亿地方融资平台的总规模,国际评级机构穆迪认为将有30%的不良率,事实上这个数字被严重高估。今年地方财政收入应该能超5万亿,可以支持目前的还本付息。此外,银行从2009年开始,已经在压缩地方债务的比例。未来即使从最悲观的角度出发,假设有20%即大概2万亿规模不良贷款,银行现在也已经提取了充足的拨备以抵御

风险。

从目前的地方财政状况、银行提取的拨备及未来银行利润增长这几方面综合考虑,我们觉得目前地方融资平台的质量和风险恶化程度是完全可控的。最悲观情景下对于银行的利润增长可能也就是10个点的影响,对应于目前银行估值水平还是非常具有吸引力的。

主持人:目前,部分开发商采用发售信托产品的方式来融资,一些产品已经出现了兑付风险,这个是否值得我们警惕?

蔡飞鸣:我觉得按揭贷款出现违约的可能性不大。从目前中央的调控思路来讲,房价大幅下跌是大家都不愿意看到的结果,所以在适当的时候调控政策会有转变的可能。从房地产开发商来讲,现在一些中大型房地产商现金相对充裕,这跟2008年相比有本质区别。近期房地产调控政策出现了一定效果,一些地方的楼盘开始降价,房价下降之后销量保持了一定水平,所以资金链的循环暂时问题不是太大。从未来讲,宏观调控政策虽然目前不会改变方向,但紧缩的力度会随着实际经济形势的变化而有所调整。

罗毅:每次房地产调控大家都对银行资产质量产生比较大的担忧,目前房地产面临的压力比2008年还要小得多,而2008年楼市大跌并未对银行资产质量造成太大影响。另外,银行自2009年以来一直对房地产开发贷款限制的比较死,选取的也是资质好的开发商和好的项目。从短期看,房地

产调控并不会对银行的资产质量构成很大的影响,从长期来看,经济也不会允许房地产下跌到让银行承受很大的不良贷款损失,对这个问题不用过度悲观。

主持人:影响银行股表现的一个问题是再融资。随着监管部门对资本金要求趋严,银行的再融资问题会如何发展?

罗毅:从《商业银行资本管理办法》征求意见稿来看,根据我们最新的测算,基本上未来五年银行业是四千亿左右的资本缺口,每年大约800至1000亿规模,对于资本市场来说压力并不大。有些银行经历了前期的高幅增长后,内部积累就基本可以满足未来发展需求。随着中国银行业的发展,必然还需要一些再融资,但再融资之后可能中国的银行业会进入良性的增长轨道,目前的估值水平也会有着明显的修复需求。

具备长期投资价值

主持人:最近,中央银行要将商业银行的保证金存款纳入存准的缴存范围,这一消息引起了广泛关注,因为它不仅涉及到银行的经营,还包括流动性进一步收紧的趋势。请问两位如何看待?

蔡飞鸣:我们从目前保证金存款占比的比例,测算出该政策对四大行今年净利润的影响都是比较低的,负面影响不足1%,但可能对股份制商业银行的影响较多,从1%至4%不等。总体评判这次政策短期而言对中小商业银行利润的影响稍大一点。现在市场

都有一个预期,即8月CPI水平会维持在相对高位,但不会再创新高,短期货币政策调整的可能性还是不大的,但我们要密切关注目前海外经济形势的变化。

罗毅:在物价上涨压力很大,既想平衡经济增长,又想控制通胀的情况下,就采取了扩大存款准备金缴存范围的方案,会对流动性构成很大压力,但该政策对中小银行分为六个阶段执行,对大银行分为三个阶段执行,每个阶段回收1600亿左右的流动性规模。短期对大银行的影响会稍大一点,但大银行的表外业务占比比较低,综合来讲,实际上对中小银行的影响大,对大银行的影响会小一些。

8月4日我们写了一篇文章,即《银行股进入绝对收益区间》。相信从银行股的基本面来看,它的利润高速增长能够维持,基本面也没有市场想的那么悲观,但最核心决定银行股走势的,还是在于流动性环境的变化。短期来看,如果说流动性进一步趋紧,经济增长速度下滑非常快,银行股绝对收益的空间是比较窄的,但如果出现流动性逆转,银行股的绝对收益空间就会比较大。从长期来看,只要你对中国经济有信心,银行股目前的股价是非常具备投资价值的。

详情请见股事会
http://home.cs.com.cn

■ 新股定位 | New Stock

新莱应材(300260)

均值区间: 29.14元—31.99元
极限区间: 24.44元—33.28元

公司简介:公司一直从事以304、316L等高纯不锈钢为母材的高洁净应用材料之研发、生产与销售,主营产品为真空室(腔体)、泵、阀、法兰、管道和管件等,包括68个系列,9,000多个规格的产品,产品主要应用于电子洁净、生物医药和食品等需要制程污染控制的领域,涉及半导体、光电、光伏、航空航天、生物科技、制药、精细化工、食品饮料等行业。

海通证券:33.28元

预测公司2011—2013年的每股收益分别为1.00元、1.33元和1.74元,按

2011年25—28倍的PE区间给予询价区间25.00—28.00元,按2012年25倍的市盈率给予上市后目标价33.28元。

安信证券:24.44元—31.02元

由于国内大多数企业的产品无法达到相应的技术要求,目前国内近90%的市场由外资品牌占据。预计2011—

股票简称	股票代码	总股本	本次公开发行股份
新莱应材	300260	6670万股	1670万股
发行价	发行市盈率	中签率	网下询价对象
27.00元	46.63倍	0.335%	网下向询价对象
主营业务	高纯不锈钢为母材的高洁		

2013年公司实现EPS分别为0.94元、1.29元、1.80元,价格区间为24.44—31.02元。

光大证券:29.70元—31.68元
公司在腔体管件成套精加工方面拥有核心工艺技术。2011—2013年EPS分别为0.99元、1.25元、1.7元,三年盈利复合增长38%。参考同业,给予2011年估值24—28倍,建议申购价23.7—27.7元。上市后给予估值30—32倍,合理价格区间为29.7—31.68元。

首日上市交易股份	每股净资产	上市日期
1340万股	3.98元	9月6日
发行方式		保荐机构
对象配售和网上定价发行相结合		长江证券
净应用材料的研发、生产和销售		

为杜邦、梯瓦等的战略合作伙伴。公司具备较强的技术和客户资源优势。

国泰君安:17.28元—19.98元
公司农药中间体产能已略显不足,年产200吨BPP项目有助于公司缓解农药中间体产能紧张状况,并且在当前气候转暖病虫害越来越严重的形势下,前景较好。预测公司2011—2013年摊薄后EPS分别为0.54元、0.79元、0.91元。

分	首日上市交易股份	每股净资产	上市日期
	1820万股	1.94元	9月6日
发行方式			保荐机构
对象配售和网上定价发行相结合			东方证券
精细化学品的研发、制造和销售			

雅本化学(300261)	均值区间: 19.52元—22.09元 极限区间: 17.28元—23.87元
公司简介:公司是一家国内领先的医药及医药中间体和精细化学品的定制生产商。业务范围涵盖了自主开发和制造、合同开发和制造、技术服务外包等。公司始终致力于高端医药化学技术的研发,目前在手性技术、含氮杂环衍生物领域内的研究成果已达到国际先进水平或国内领先水平。	科技、九九久等可比上市公司进行比较,公司上市后合理价值区间为20.52—23.87元。
华泰证券:20.52元—23.87元	通过募投的医药中间体项目,公司加强与现有国际医药公司如罗氏、梯瓦的合作关系的同时,积极拓展新客户领域。随着公司产能扩张加速,业绩将进入快速成长期,选取联化科技、永太

机构最新股票买入评级						
代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	目标价位
000527	美的电器	国泰君安	方馨	2011—9—5	增持	22.00
300124	汇川技术	东方证券	曾朵红	2011—9—5	买入	95.00
000157	中联重科	招商证券	刘荣	2011—9—5	强烈推荐	13.00至15.00
002251	步步高	长江证券	童兰	2011—9—5	推荐	26.4
600754	锦江股份	海通证券	林周勇	2011—9—5	买入	23.00
600519	贵州茅台	国信证券	黄茂	2011—9—5	推荐	252.00至277.00
600050	中国联通	东方证券	周军	2011—9—5	买入	8.18
600754	锦江股份	中信证券	赵雪芹	2011—9—5	买入	25.00
600835	上海机电	银河证券	邹润芳	2011—9—4	推荐	12.29
002206	海利得	光大证券	程磊	2011—9—4	买入	18.00
300145	南方泵业	长江证券	刘元瑞	2011—9—4	推荐	17.48
300124	汇川技术	华创证券	李大军	2011—9—4	强推	78.91
600268	国电南自	海通证券	牛品	2011—9—2	买入	11.84
601169	北京银行	银河证券	叶云燕	2011—9—2	推荐	9.52
600280	南京中商	广发证券	欧亚菲	2011—9—2	买入	37.00
002251	步步高	中信建投	张新红	2011—9—2	买入	35.00
002082	栋梁新材	民生证券	巨国贤	2011—9—2	强烈推荐	12.8

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。

■ 窝轮点金 | Warrant

中海油认沽证有望延续升势

□香港智远投资咨询

受到欧债危机阴霾不散以及美国就业状况恶化等因素拖累,港股周一再遭重挫。恒生指数失守5天、10天及20天等多条重要平均线,并且重返保利加通道中轨下方的下跌通道中,技术走势走坏。

中资银行股全线下挫,工行、交行跌幅超过4%,建行、招行跌幅超过3%。随着银行股股价的持续大跌,银行股的总体平均市盈率已经回落到6.46倍,创了内地银行股板块的历史新低。即便内

■ 专家在线 | Online

梦洁家纺 (002397) 扩张步伐逐渐加快

海通证券研究员发表报告指出,梦洁家纺主要从事以床上用品为主的家用纺织品的研发、设计、生产和销售,“梦洁”品牌是公司的主品牌,其销售收入占比在80%以上。截至2011年6月30日,公司在全国建立了2200个销售终端,其中直营网点约440个,加盟网点约1760个。公司的品牌结构在家纺行业上市公司中最为优秀,同时看好公司对区域市场精耕细作的能力。未来,公司加快了扩张步伐,从行业空间和公司自身发展策略综合考虑,预计公司业绩在未来3年仍处于高速增长阶段, 预计2011—2013EPS分别为0.95元、1.36元、1.89元,给予2012年28倍PE,6个月目标价38.08元,给予“买入”评级。

天立环保 (300156) 环保炉窑进入景气周期

华泰联合证券研究员发表报告指出,淘汰落后产能升级,环保炉窑进入景气周期。随着“十二五”节能减排力度加大,电石、铁合金行业落后产能淘汰升级。电石行业落后产能淘汰进入高潮期。2011年已经开始大力度淘汰16500KVA电石炉,电石炉行业将于今年开始迎来第二波需求集中释放期。铁合金产业结构调整之路真正开始。进军油页岩,开辟新的利润增长点。预计公司2011—2013年EPS分别为0.91元、1.32元、1.93元,首次给予“买入”评级。

南都电源 (300068) 产能正在逐步释放

安信证券研究员发表报告指出,公司签署意向拟收购华宇电源51%股权,及五峰电源80%股权。其中华宇电源主要业务为电动自行车电池极板生产和蓄电池生产,五峰电源主要业务为电动自行车蓄电池批发,拥有销售渠道和网络。华宇电源通过了安徽省环保厅的验收,目前正常生产,具有年产1440万套极板及800万只电池的生产能力,产能正在逐步投放。电动车电池目前是铅酸电池中盈利最强的品种,南都电源收购成功后也成为A股中唯一进入电动车电池领域的上市公司(天能动力和超威动力均在港股上市)。维持买入-A的评级,按照2011年30倍的目标PE上调6个月的目标价至23.7元。

中视传媒 (600088) 利润率有望见底回升

第一创业证券研究员发表报告指出,广告业务利润率有望见底回升,由于广告代理的成本是一年一定,因此每年的代理成本变动使得广告业务的毛利率大幅波动。经过转型后公司自身业务具有很强的增长弹性。6月底公司有货币资金11.34亿元,为新业务的投资提供了充足的财务资源。而作为中央电视台下的唯一上市公司,未来将有机会受益于文化大发展政策对国有传媒企业改制的推动,机会溢价将长期存在。维持“强烈推荐”评级。

特变电工 (600089) 光伏电站放量传利好

安信证券研究员发表报告指出,电抗器占到30%—40%的市场份额,淮南—上海工程预计贡献EPS0.02元。公司正在大举扩张光伏产业链,预计2014年中期公司多晶硅产能能达到1.5万吨,硅片、组件、逆变器等产品相应放大。特变电工有别于其他公司,一直将光伏电站建设的重心放在国内,在多年的光伏电站建设过程中,公司与发电集团积累了深厚的合作关系,同时也积累了丰富的光伏电站建设经验。在国内光伏电站放量的背景下,光伏电站建设公司中最看好特变电工。预测在2011—2013年归属于母公司净利润中,光伏占到12.6%、22.5%、30.5%。预测特变电工2011—2013年EPS分别为0.58元、0.81元、1.04元,目标价位14.6元,给予“买入-B”的投资评级。

上海机场 (600009) 免税收入步入提成阶段

瑞银证券研究员发表报告指出,占商业租赁收入60%以上的免税收入已步入提成阶段,驱动2011上半年商业租赁收入在高基数下同比增长28%,预计2011年将保持25%高速增长;预计,2011—2012年底,公司将通过商业流程改造及空置面积利用增加商业面积约6000、3000平米,将分别于2012、2013年创造收益,2012—2013年商业租赁收入有望保持20%以上增速。首次覆盖给予“买入”评级,目标价17.82元。