

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股历史纵向比较以及与其他行业横向比较来看，估值处于什么水平？如果从全球市场横向比较来看，A股的银行股估值又是什

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。今年银行的盈利增速大部分都超过30%，但市盈率却创了历史新高。

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有一定溢价。从历史状态来看，A股银行股的确到了

比较低的水平。

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年末到2010年中，持续三年多的时间A股的银行股一直是相对溢价的，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市场的影响比较大，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10.7万亿美元融资平台的总规模，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2万亿元规模不良贷款，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，我们认为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）》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元左右的资本缺口，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，中央银行将商业银行的保证金存款纳入准备金的缴存范围，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。短期对大银行的表外业务占比比较低，中小银行的表外业务占比比较高，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)

均价区间：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—

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。

股票简称	股票代码	总股本	本次公开发行股份	首日上市交易股份	每股净资产	上市日期
新莱应材	300260	6670万股	1670万股	1340万股	3.98元	9月6日
发行价	发行市盈率	中签率		发行方式	保荐机构	
27.00元	46.63倍	0.335%		网下向询价对象配售和网上定价发行相结合	长江证券	
主营业务				高纯不锈钢为母材的高洁净应用材料的研发、生产和销售		

雅本化学(300261)

均价区间：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药品定制生产商。业务范围涵盖了自主研发和制造、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生物技术的研发，目前在手性技术、含氟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。

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，业绩将进入快速增长期，选取联化科技、永太

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。

海通证券：20.75元—22.41元

公司在发展过程中逐渐形成了以定制生产为主、自产自销为辅的经营模式，在全球转移生产的趋势下，公司凭借其技术优势，逐步成

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。

股票简称	股票代码	总股本	本次公开发行股份	首日上市交易股份	每股净资产	上市日期
雅本化学	300261	9070万股	2270万股	1820万股	1.94元	9月6日
发行价	发行市盈率	中签率		发行方式	保荐机构	
22.00元	51.76倍	0.324%		网下向询价对象配售和网上定价发行相结合	东方证券	
主营业务				医药及医药中间体和精细化药品的研发、制造和销售		

医药及医药中间体和精细化药品的研发、制造和销售

■ 离轮点金 | Warrant

中海油认沽证有望延续升势

□香港智远投资咨询

银股股价已经跌至“白菜价”，仍遭机构抛售。仅仅在上周，就有美银减持建行、社保基金减持工行等消息出来。此外，从9月5日起，央行要求将商业银行的承兑汇票、信用证和保函等三类保证金存款纳入到存款准备金的缴存范围，并实行分批上缴。尽管央行还为银行设定了一定的过渡期，但此次银行体系累计需上缴的存款准备金约9000亿元的庞大数据，也足以令中资银行出现资金短缺的风险。

受蓬莱19—3油田全面停产影响，中海油每天的净产量将减少约6.2万桶，当

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。铁合金产业链调整之路真正开始。进军钢页岩，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。经过转型后公司主营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资金来源。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