

评级：中性（维持）

金融行业

行业研究

第一创业研究所

分析师：黄秋菡

电话：0755-25832906

邮件：huangqiuhuan@fcsc.cn

银行、保险、证券基本面变动情况对比

——基于流动性释放下的视角

报告要点：

- **流动性释放下行业景气度比较 证券>保险>银行** 证券行业直接受益于流动性造成的市场交易活跃以及股票价格回升，成为股市苏醒的最直接受益者；保险业面临的是股票收益上升和新增债券利率下降，短期内利大于弊；银行是流动性释放重要的制造者，但贷款增长必然带来议价能力下降和坏账增加两重负面影响，而不良贷款一旦形成，便会长期反映在资产负债表，银行或将面临新一轮的“去坏账期”，行业景气度仍在下滑。总的来说，在金融三个子行业中，我们最看好证券业，其次是保险，对银行则是相对悲观。
- **银行 一场豪赌 两点疑惑 静待底牌掀开的时刻** 流动性复苏的过程可以看作银行资金流出的过程，依靠贷款拉升经济、同时也保证银行利润的逻辑，被“以量补价”的收入等式演绎的很巧妙。但理所当然的逻辑背后，却又两点疑惑需要解答：息差到底收窄多少？逆周期扩张，坏账是涨是跌？由于降息预期的减弱，银行息差触底的呼声很高，但贷款巨额放量，银行议价能力必然得不到保证，优质客户“坐地还价”，投往铁路、公路、电站等国家大项目的贷款，并没有多少利润空间；而央行允许房贷利率最多降至7折，让银行陷入“囚徒困境”的博弈，最后共识依然是银行妥协，多数房贷客户都拿到了最优惠利率。根据价差的收窄幅度测算，生息资产需要保证30%的增长，才可能维持08年的净利息收入，这个难度并不小。除此之外，在经济下行，四季度GDP只有6.8%的时候投放超过2万亿贷款，未来坏账上升是可以预期的，四季度的不良余额已经显示了这方面的苗头。按照模拟测算，不良率上升1%，资产增加30%也不能弥补利润的下降。因此，如果今年经济不能迅速恢复，新增贷款中不良率会大大高于去年，而这些损失迟早需要银行买单。对银行来说，“以量补价”只是一场逆周期的豪赌，虽然银行可以在会计上做部分应对措施，但这并不能改变基本面，待到底牌揭晓时，才知谁赢谁输。
- **保险 流动性扩张 债券利率下跌 股票收益上涨 短期利大于弊** 08年保险最大的经营困难是大面积的股票投资亏损，而09年的压力则来自于债券收益率的低迷，惊喜或在股票投资。由于保险公司的债券多数是长期固定利率的国债，当期的利率反映的是过去几年收益率的加权平均值，短期内的降息主要影响新增债券收益率，对整体回报率影响并不大。而股票受益于资金的充裕而上涨，对09年保险业绩形成直接支撑。因此，当前的流动性释放对保险公司是长期弊大于利，短期利大于弊，因而短期内价格的走强是利好兑现的过程。而决定保险公司长期价格则需要价值评估，通过对三大保险公司内含价值的评估，国寿估值没有任何优势，存在回调压力；而太保经过前期的上涨，基本进入了合理估值空间；只有平安由于前期利空因素最多导致估值低估最严重，随着不确定性逐渐消除，价值回归将是必然，结合平安在保险领域的业务优势和在零售银行领域可能获得的客户资源优势，股价还将获得持续支撑。
- **证券 这场流动性盛宴的最大受益者 看好中信证券** 当银行孤注一掷豪赌经济回转，保险寄希望短期股票投资获益时，券商则全是利好，是本轮流动性盛宴最大的受益者。股票日均成交量在1000亿以上，经纪业务得到保证；股指大幅走强，自营获得盈利空间。有了这两大业务支柱，即使不考虑投行和资管业务，券商也能在1季报交出一份完美的答卷，这与其他行业担忧1季报利润下滑形成鲜明对比，整个行业景气度迅速回升，而行业龙头中信证券更是受益最大，加之自身业务并不存在短板，且有望在创新业务获得超额利润，业绩较之银行和保险更加确定，目前正是买入的最好机会。



目 录

1、银行：“以量补价”是一场逆周期的豪赌	3
1.1、议价能力下降 有多少价差需要量补?	3
1.2、信贷成本必将上涨 坏账又需多少量补?	5
1.3、银行 等待流动性赌局的揭晓	6
2、保险：债券稳中有降 股票或有惊喜	8
2.1、低息+流动性释放 新增债券收益率难以乐观	8
2.2、股票指数回升 保险公司间接收益	9
2.3、短期利大于弊 寿险估值仍是股价判断基础	9
3、券商：流动性行情的最大受益者	11
3.1、成交放量 业绩有保证	11
3.2、股指上扬 自营获利 期待完美的 1 季报	12
3.3、看好行业龙头 买入中信证券	12

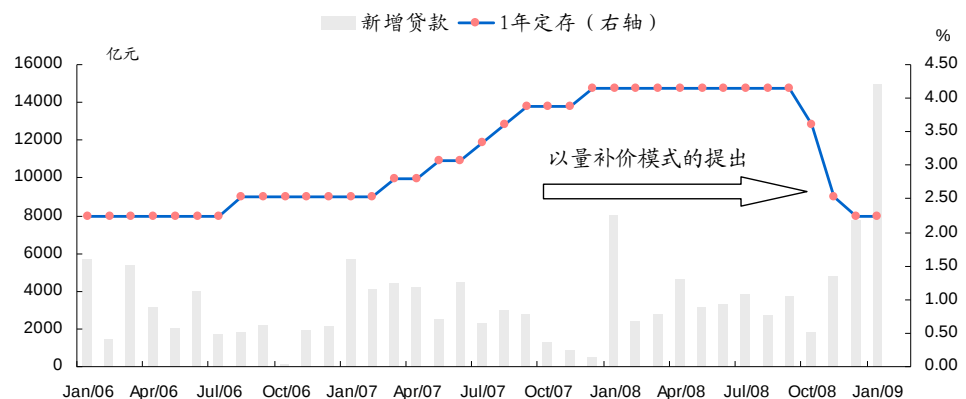


1、银行：“以量补价”是一场逆周期的豪赌

1.1、议价能力下降 有多少价差需要量补？

银行利息收入增长来自于净息差扩大和生息资产规模扩张，当进入降息周期，净息差不可避免的收窄，以提高生息资产规模达到收入增长的“以量补价”模式成为行业主流。从收入等式来看，净利息收入=生息资产*净息差，此消彼长，收入增长并不大碍。随着货币政策放松，特别是近两个月的巨额贷款投放，市场重新调整了对银行收入的看法，逐渐认可了此种收入增长模式。但息差的收窄到底多大？贷款放量能否弥补净息差降幅却是值得商榷。

图 1、降息和巨额贷款投放引发以量补价模式的提出

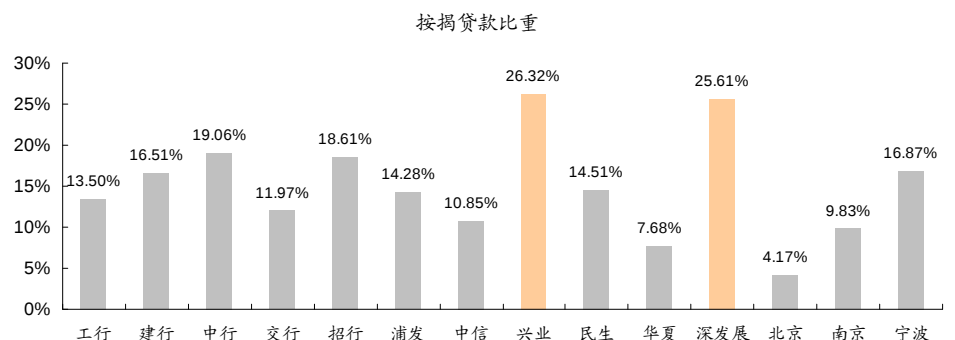


资料来源：中国人民银行 第一创业研究所

7 折房贷利率在囚徒困境的博弈中达成共识

央行的 7 折房贷利率下限规定只是一个指导性文件，但银行间通过转按揭等手段，竞相以优惠利率争夺客户，房贷利率出现了“不得不降”，加之降息带来的长期贷款利率下调，这部分优质资产的收益率出现“折上折”的局面。虽然这部分贷款的违约率低，期限长，但利息收入降低却是难免。

图 2、按揭贷款占比高的银行 房贷利息收入下降幅度大



资料来源：公司 08 年中期数据 第一创业研究所

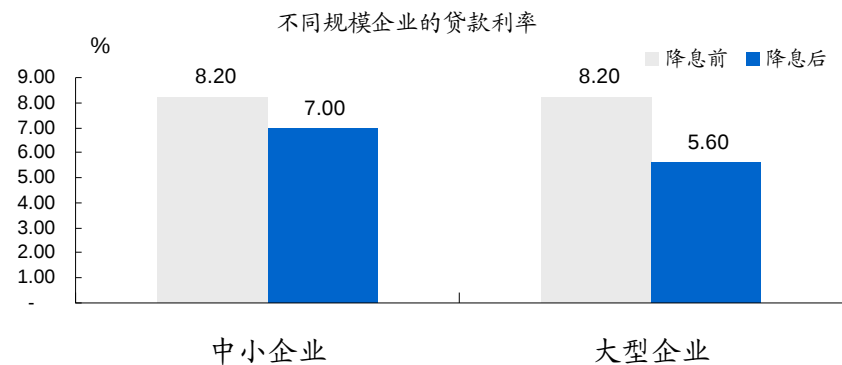


优质客户“坐地还价” 谨防量升价跌

一般来说，贷款利率的定价逻辑为：市场资金供给匮乏，银行议价能力强，反之则弱；贷款企业实力越强，定价越低，反之则高。

那么，在流动性大量释放的今天，银行还能保持原有的定价利率吗？答案一定是否定的。同时，在国家经济刺激方案中受益的企业，特别是基础设施建设的企业，多数都非常有实力，往往采用招标方式，利率压得很低，而即使这样，银行也得挤破了头去竞争，收益率可想而知。

图 3、大型企业议价能力强 降息导致实际贷款利率下降幅度更大



资料来源：第一创业研究所

“价差”需要生息资产增长 30%以上

在议价能力下降、7折房贷利率等诸多因素影响下，净息差收窄 85 个基点，要保证净利息收入不下降，生息资产至少要增长 30%以上。

表 1、要保证净利息收入不下降 生息资产需要增长 30%以上

影响因子	变动				备注
Step 1					
降息对银行存贷利差的影响					
%	调整前	调整后	变动幅度	变动比例	
存贷利差	5.56	4.18	-1.38	-24.81	
贷款利率	7.99	5.58	-2.41	-30.16	贷款利率下降241基点
企业贷款利率	8.20	6.00	-2.20	-26.83	企业贷款议价能力下降
占比	70.00	70.00	-	-	
个人贷款利率	7.50	4.60	-2.90	-38.67	考虑到房贷7折因素
占比	30.00	30.00	-	-	
存款利率	2.43	1.40	-1.03	-42.41	
定期存款	4.14	2.25	-1.89	-45.65	定期存款利率下降189基点
活期存款	0.72	0.36	-0.36	-50.00	活期存款利率下降36基点
定期存款占比	50.00	55.00	5.00	10.00	定期存款占比增加5%
Step 2					
存贷利差变动对净息差的影响					
%	调整前	调整后	变动幅度	变动比例	
净息差	3.58	2.73	-0.85	-23.86	净息差下降85基点
贷款占生息资产比重	50.00	50.00	-	-	
存款占计息负债比重	85.00	85.00	-	-	
其他资产收益率	4.50	3.00	-1.50	-33.33	其他资产收益率下降150基点
其他负债成本率	4.00	2.50	-1.50	-37.50	其他负债收益率下降150基点
Step 3					
生息资产规模增长					
	当前	调整后	变动幅度	变动比例	
生息资产	10,000.00	13,000.00	3,000.00	30.00	生息资产规模增加30%
Step 4					
营业收入变动					
	调整前	调整后	变动幅度	变动比例	
营业收入	412.95	409.31	-3.64	-0.88	营业收入下降0.88%
净利息收入	357.95	354.31	-3.64	-1.02	净利息收入下降1.02%
占比%	86.68	86.56			
非利息收入	55.00	55.00	-	-	非利息收入不变
占比%	13.32	13.44			

资料来源：第一创业研究所

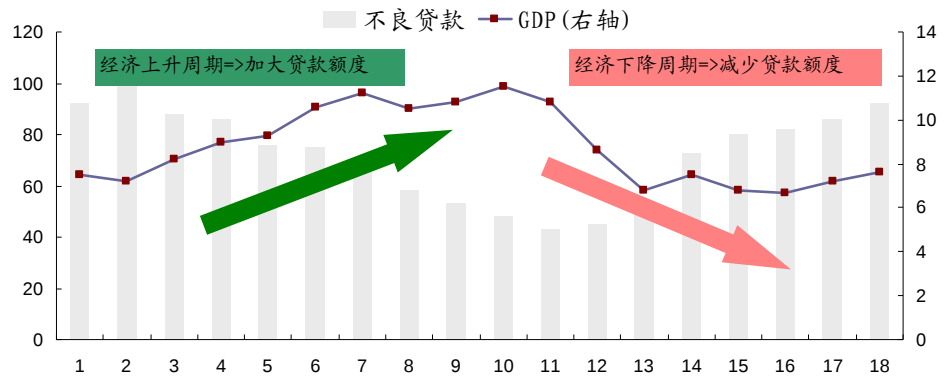


1.2、信贷成本上涨 坏账又需多少量补？

逆周期放贷 以量补价是违背经济周期的赌博

我们在年度策略里面阐述到，经济上升周期，银行应当加大贷款额度，业绩高峰出现在经济见顶+利率见顶；而在经济下行周期，贷款质量下降无法回避，银行合理的策略是惜贷自保。这两种策略本质上都是遵守经济规律的“顺势而为”：经济好的时候扩张，经济差的时候收缩。

图 4、经济下降周期 银行合理策略是降低贷款额度

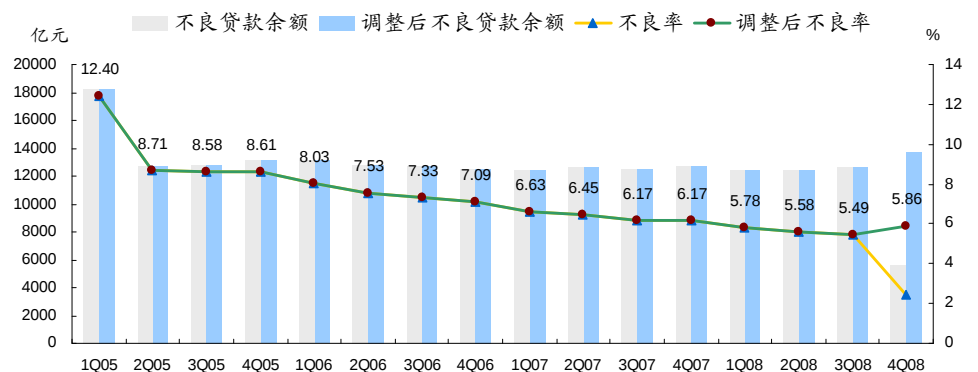


资料来源：Wind 第一创业研究所

但现在的情况是：国家需要经济增长，银行大量放贷，寄希望于贷款拉动经济恢复，企业盈利增强，既实现利息收入增长，又保证贷款质量不下降。这种逻辑看起来很合理，但本质是放大风险的赌博，因为可能性更高的一种情况是：虽然利息收入得到了保证，但贷款质量却飞流直下。

从第四季度的不良贷款余额和不良率走势来看，银行系统不良贷款余额环比增加了 1122 亿，不良率由 5.49% 上升至 5.86%，是 05 年以来首次回升。一叶知秋，经济下行带来的信贷质量下降已经有所体现。

图 5、四季度银行不良贷款余额和不良率双双反弹



资料来源：银监会 第一创业研究所（注：调整后数据把农行和深发展的大额核销加回）



而根据我们此前年度策略中的测算，以贷款的行业风险进行保守估计，上市银行的不良贷款率平均上升 2-3 个百分点。虽然资产质量问题可能无法在 09 年暴露，甚至可能出现贷款余额增大从而稀释不良率的现象，但这部分贷款风险无法走出资产负债表，必将成为银行的一大困扰。

表 2、测算上市银行不良率增加 2-3 个百分点

人民币亿元 %	工行	建行	中行	交行	招行	浦发	中信	兴业	民生	华夏*	深发展*	北京*	南京*	宁波
贷款余额	42929.91	35332.04	31868.75	12717.64	7799.03	6262.08	6412.42	4465.70	6218.47	3352.12	2714.29	1793.26	363.18	462.61
不良贷款余额	1048.81	785.37	850.07	227.18	91.49	76.64	89.65	48.02	77.34	68.77	19.00	30.56	4.78	2.98
不良率	2.37	2.17	2.58	1.75	1.20	1.19	1.37	1.06	1.22	2.06	0.70	1.74	1.39	0.63
房地产开发	3747.78	3328.28	2750.27	785.95	453.12	613.68	512.99	638.15	891.73	208.17	184.03	215.19	35.59	22.39
占比 (1H08)	8.73	9.42	8.63	6.18	5.81	9.80	8.00	14.29	14.34	6.21	6.78	12.00	9.80	4.84
3倍不良率	7.11	6.51	7.74	5.25	3.60	3.57	4.11	3.18	3.66	6.18	2.10	5.22	4.17	1.89
制造业	7800.36	6338.57	7549.71	3318.03	1569.16	1556.13	1615.93	796.24	1764.80	1002.28	686.17	233.12	59.82	251.85
占比 (1H08)	18.17	17.94	23.69	26.09	20.12	24.85	25.20	17.83	28.38	29.90	25.28	13.00	16.47	54.44
3.5倍不良率	8.30	7.60	9.03	6.13	4.20	4.17	4.80	3.71	4.27	7.21	2.45	6.09	4.87	2.21
个人住房	5,881.87	5,841.80	6,181.29	1,487.20	1,382.14	887.48	648.27	1,162.03	888.05	256.75	630.84	134.63	33.88	74.03
占比 (1H08)	13.70	16.53	19.40	11.69	17.72	14.17	10.11	26.02	14.28	7.66	23.24	7.51	9.33	16.00
1.5倍不良率	3.56	3.26	3.87	2.63	1.80	1.79	2.06	1.59	1.83	3.09	1.05	2.61	2.09	0.95
其他贷款余额	25499.89	19823.39	15387.48	7126.46	4394.60	3204.79	3635.23	1869.29	2673.89	1884.92	1213.25	1210.31	233.89	114.35
占比 (1H08)	59.40	56.11	48.28	56.04	56.35	51.18	56.69	41.86	43.00	56.23	44.70	67.49	64.40	24.72
2倍不良率	4.74	4.34	5.16	3.50	2.40	2.38	2.74	2.12	2.44	4.12	1.40	3.48	2.78	1.26
变动后不良率	5.43	4.95	6.05	4.19	2.73	2.86	3.30	2.42	3.05	5.09	1.63	3.96	3.19	1.75
变动幅度	3.06	2.78	3.47	2.44	1.53	1.67	1.93	1.36	1.83	3.03	0.93	2.22	1.80	1.12
变动比例	129.13	128.06	134.47	139.47	127.13	139.99	140.75	128.02	149.77	147.23	133.08	127.75	129.84	178.50

资料来源：公司数据 第一创业研究所（注：华夏、北京、南京采用 08 年 6 月底数据，深发展考虑核销，其他银行为 9 月底数据）

坏账需要多少贷款才能量补？

通过一个模拟测算可以看出，假设 09 年不良率增加 1%，同时拨备覆盖率由 150%降至 120%。在这种情况下，即便是生息资产增加 30%，净利润仍会出现 25%的下降，并且，如果贷款质量无法控制在较低水平，还会出现增长越快，利润下降越多的局面。鉴于此，“量补”理论很难应对坏账增长，而收缩贷款规模从而控制信贷质量，反而可以降低利润下滑，达到“顺势而为”的目的。

表 3、量补很难通过坏账增长的检验

	现有水平	变动后	变动幅度	变动比例%	备注
生息资产	10000.00	13000.00	3000.00	30.00	规模增长30%
净息差	2.50%	2.50%	0.00%		
净利息收入	250.00	325.00	75.00	30.00	
其他收入	50.00	50.00	0.00	0.00	
总收入	300.00	375.00	75.00	25.00	
营业费用	105.00	131.25	26.25	25.00	费用率35%不变
拨备	50.00	134.40	84.40	168.80	
不良余额	200.00	390.00	190.00	95.00	
不良率	2.00%	3.00%	1.00%		不良率上升1%
减值准备	300.00	468.00	168.00	56.00	
拨备覆盖率	150.00%	120.00%	-30.00%		拨备覆盖率下降至120%
税前利润	145.00	109.35	-35.65	-24.59	
所得税	36.25	27.34	-8.91	-24.59	
净利润	108.75	82.01	-26.74	-24.59	净利润下降25%

资料来源：第一创业研究所



1.3、银行 等待流动性赌局的揭晓

要实现“以量补价”，却难以解决“量升价跌”和“坏账上升”两个问题，银行的逆周期扩张，无异于把未来几年的命运都当成赌注。这一点与 98 年之后的中国信贷投放很类似，不过上一次的结局已是众所周知，而这一次则需要时间去验证。

虽然监管者对银行 08 年的拨备覆盖率提出了更高的要求，低覆盖率的银行纷纷增加计提，致使 08 年盈利低于预期，这也为银行“以丰补歉”提供了会计空间，但是，会计手段不影响公司基本面，低位净息差和高位不良率将是银行尚未解决、却又不得不面对的难题。

在坏账问题暴露之前，09 年的 1 季报、甚至半年报都有可能看上去很美，但按照我们的预测，即使银行 09 年资产增速超过 08 年，但只要考虑了议价能力变弱和 7 折房贷因素，利息收入最多与 08 年持平，而在不良率的影响下，银行利润或将同比下降 20%。

还有另外一种更悲观的可能：09 年坏账问题没有暴露，银行业绩依然保持高速增长，贷款继续扩张，但 2010 年不良贷款集中爆发，由于 09 年贷款的高基数效应，导致银行业绩出现更大幅度的下滑，甚至不排除亏损的可能。

因此，在赌局结果揭晓之前，我们必须保持审慎，维持银行“中性”评级，行业机会更多的将是交易性机会。

表 4、预计 09 年银行股业绩普遍下滑 20%左右

证券简称	上次评级	评 级	股价(元)		每股收益 (元)			每股净资产 (元)			市盈率(x)			市净率(x)		
			2009-2-16	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
工行	谨慎买入	谨慎买入	3.97	0.33	0.26	0.37	1.77	1.99	2.21	12.15	15.21	10.60	2.24	2.00	1.80	
建行	中性	中性	4.41	0.42	0.32	0.45	2.02	2.24	2.58	10.50	13.78	9.80	2.18	1.97	1.71	
中行	中性	中性	3.37	0.25	0.19	0.28	1.86	2.02	2.25	13.53	17.90	12.16	1.81	1.66	1.50	
交行	谨慎买入	中性	6.00	0.57	0.43	0.62	2.93	3.20	3.58	10.48	13.83	9.68	2.04	1.88	1.67	
招行	买入	买入	14.81	1.63	1.44	2.01	5.92	6.98	8.10	9.10	10.27	7.38	2.50	2.12	1.83	
浦发	买入	谨慎买入	17.40	2.18	1.63	2.42	7.15	8.08	9.61	8.00	10.71	7.18	2.43	2.15	1.81	
中信	中性	中性	4.58	0.34	0.24	0.43	2.69	3.23	3.82	13.63	19.04	10.65	1.70	1.42	1.20	
兴业	买入	买入	19.51	2.18	1.74	2.58	9.88	11.66	13.52	8.93	11.18	7.55	1.97	1.67	1.44	
民生	买入	谨慎买入	5.02	0.52	0.40	0.62	3.33	4.03	4.76	9.74	12.47	8.07	1.51	1.24	1.05	
华夏	中性	谨慎买入	9.57	0.78	0.56	0.85	3.19	3.57	4.11	12.24	17.24	11.20	3.00	2.68	2.33	
深发展	买入	买入	13.61	0.22	1.09	1.70	6.91	8.29	9.95	62.38	12.45	8.01	1.97	1.64	1.37	
北京	谨慎买入	买入	11.05	0.90	0.76	1.11	5.22	5.90	7.20	12.28	14.56	9.99	2.12	1.87	1.53	
南京	买入	买入	11.11	0.78	0.61	0.90	6.23	7.35	8.67	14.30	18.11	12.35	1.78	1.51	1.28	
宁波	谨慎买入	中性	9.26	0.50	0.37	0.69	3.53	3.95	4.74	18.42	25.29	13.38	2.62	2.34	1.95	

资料来源：公司数据 第一创业研究所



2、保险：债券稳中有降 股票或有惊喜

2.1、低息+流动性释放 新增债券收益率难以乐观

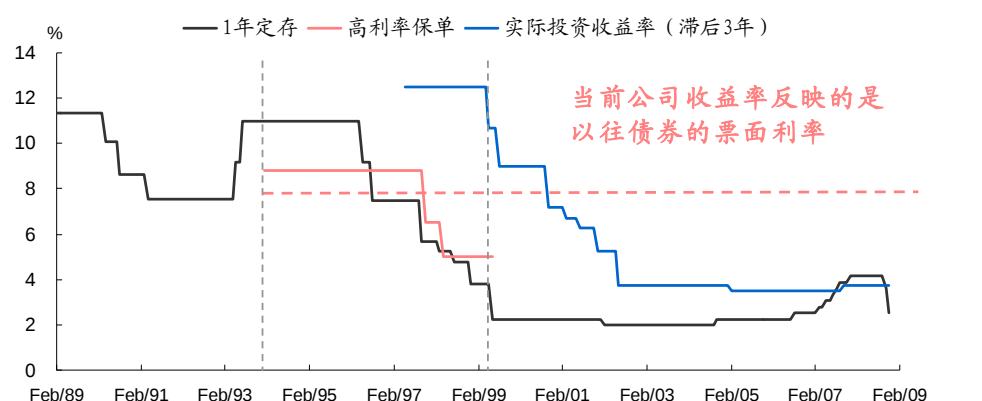
短期低息影响较小 不用过分担心利差损

保险公司的固定收益类投资主要集中在国债和定期存款。其中，定期存款除固定利率存款短期内不受影响外，浮动利率存款会随着基准利率下降而下降；而国债期限较长，且利率固定。因此，在降息初期，债券利息收入基本是稳中有降，与降息前差异并不会非常大。

短期低息会有负面影响，如果持续时间不长，对近期收益率的影响并不大，过分担心利差损也是不可取的。只有当长期持续低息，保险公司大量的低息债券无法满足高息保单利率要求，利差损才会出现。并且，从我国和日本经验来看，利差损并不能简单的归咎于降息，而是资产负债不匹配在长期低息环境中的爆发，而目前，还没有看到这种趋势。

我们不用担心还会有多少次降息，而是低息环境到底要持续多久，如果只是1、2年时间，那么保险公司业绩受到的影响还是比较轻微。从这个角度展望，09年保险的债券投资并不会太差。

图 6、持续低息是历史上利差损保单的导火索



资料来源：Wind 第一创业研究所

流动性释放拉低债券利率是不争的事实

对于流动性释放导致股市好转，债市资金流出，从而导致债券收益率回升的论断并不可信。

一是短期资金流向导致价格波动的动力不足，这种现象并不能持续多久；二是债市的主要参与者银行不能买股票，其充裕的资金迟早会流入债券市场，债券收益率仍将低位徘徊。

因此，我们还是信奉最简单的逻辑：流动性释放->债券利率下降，在市场不缺钱的大背景下，债券利率回升缺乏基础。



2.2、股票指数回升 保险公司间接受益

除了债权和银行存款外，股权投资是保险公司另外一个重要的投资渠道。以 08 年 3 季度为例，三大保险公司股权投资占股东权益的比重平均达到 22.22%，占总资产的比重为 3%。

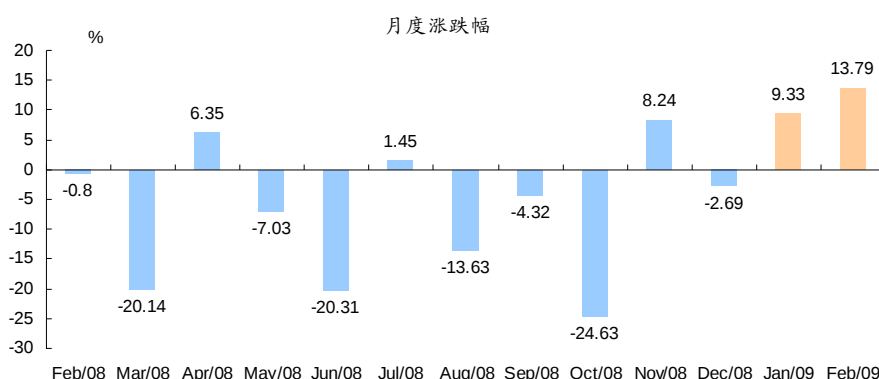
表 5、08 年 3 季度末保险公司股权投资占比

人民币亿元	国寿	平安	太保	合计
股票&股票型基金	358	138	81	577
扣除富通	358	85	81	524
股东权益	1,332	771	495	2,598
占比	26.88%	17.89%	16.40%	22.22%
扣除富通后占比	26.87%	11.08%	16.37%	20.18%
总资产	9,464	6,664	3,104	19,232
占比	3.78%	2.07%	2.61%	3.00%
扣除富通后占比	3.78%	1.28%	2.61%	2.73%

资料来源：公司数据 第一创业研究所（剔除了货币、债券型基金）

股市在 08 年的惨跌直接拉低了保险公司业绩，不过，近期股市在“不差钱”的心态下走势强劲，保险公司将间接受益。如果市场持续向好，仅凭这一点，保险公司 09 年业绩也将非常好看。

图 7、大盘指数近期上涨提高保险股权投资收益率



资料来源：Wind 第一创业研究所

2.3、短期利大于弊 寿险估值仍是股价判断基础

流动性释放 短期利大于弊

市场上流动性充裕，一方面打压债券市场影响保险公司新增债券利率，但另一方面推高了股指，让保险公司的股权投资得到丰厚回报，可谓有利有弊。

从长期来看，保险公司不能把命运寄托于股市，稳定的债券收益率才是保险安身立命之本，因此，何时结束低息，才是保险基本面反转最为重要的信号。

不过短期内，虽然流动性拉低了债券利率，但带来了股票回报的回升，相对而言，股票收益更具有“立竿见影”的效果，保险公司仍利大于弊。



估值回升 平安还有增长空间

在前期市场疲弱期间，平安、太保的股价一度跌到其估值的安全边际，而随着市场回暖，目前的市场价格已经走向合理的估值区间。但流动性对保险基本面的改善并没有想象中那么大，如果长期低息，即使本期收益率有提升，但未来的收益率受损则难以避免。

采用 DCF 修正后的内含价值评估法，结合三家公司的增长空间，得出结论：国寿价格偏高、平安和太保还具有一定上涨空间，其中，平安当前估值水平最低。

结合行业基本面，依然维持国寿和太保“中性”评级，而考虑到未来平安银行业务凭借已有的 3000 万保险客户，以银行卡为代表的零售银行业务可能获得巨大的市场空间，维持中国平安“买入”的评级。

表 6、国寿 09 年评估价值 17.52 元

人民币亿元		2009E	2009E	2009E	2008E	2007A
		正常	悲观	乐观	正常	正常
A	寿险有效业务价值	1200.00	1100.00	1300.00	1000.00	843.93
B	重估寿险有效业务价值	1200.00	1100.00	1300.00	1000.00	843.93
C	调整后净资产	1700.00	1500.00	1900.00	1400.00	1681.75
D=A+C	内含价值	2900.00	2600.00	3200.00	2400.00	2525.68
E=B+C	重估内含价值	2900.00	2600.00	3200.00	2400.00	2525.68
F	一年新业务价值	165.00	150.00	180.00	160.00	120.47
G	重估一年新业务价值	165.00	150.00	180.00	160.00	120.47
H	新业务倍数	18.00	15.00	22.00	18.00	18.00
I=G*H	新业务价值	2970.00	2250.00	3960.00	2880.00	2168.46
J=B+I	寿险业务评估价值	4170.00	3350.00	5260.00	3880.00	3012.39
K=L*M	非寿险业务评估价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
L	非寿险业务净资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
M	非寿险业务净资产倍数	1.00	0.60	1.50	1.00	1.00
N=J+K	评估价值（元）	4170.00	3350.00	5260.00	3880.00	3012.39
O	总股本（亿）	238.00	238.00	238.00	237.00	238.00
P=D/O	每股内含价值（元）	12.18	10.92	13.45	10.13	10.61
Q=E/O	每股重估内含价值（元）	12.18	10.92	13.45	10.13	10.61
R=N/O	每股评估价值（元）	17.52	14.08	22.10	16.37	12.66

资料来源：公司数据 第一创业研究所

表 7、平安评估价值 48.3 元

人民币亿元		2009E	2009E	2009E	2008E	2007A
		正常	悲观	乐观	正常	正常
A	寿险有效业务价值	600.00	550.00	650.00	500.00	432.78
B	重估寿险有效业务价值	600.00	550.00	650.00	500.00	432.78
C	调整后净资产	1000.00	800.00	1200.00	770.00	1070.32
D=A+C	内含价值	1600.00	1350.00	1850.00	1270.00	1503.10
E=B+C	重估内含价值	1600.00	1350.00	1850.00	1270.00	1503.10
F	一年新业务价值	100.00	90.00	110.00	95.00	71.87
G	重估一年新业务价值	100.00	90.00	110.00	95.00	120.47
H	新业务倍数	22.00	18.00	25.00	22.00	22.00
I=G*H	新业务价值	2200.00	1900.00	2600.00	2090.00	2650.34
J=B+I	寿险业务评估价值	2800.00	2450.00	3250.00	2590.00	3083.12
K=L*M	非寿险业务评估价值	750.00	360.00	1350.00	550.00	769.04
L	非寿险业务净资产	750.00	600.00	900.00	550.00	769.04
M	非寿险业务净资产倍数	1.00	0.60	1.50	1.00	1.00
N=J+K	评估价值（元）	3550.00	2810.00	4600.00	3140.00	3852.16
O	总股本（亿）	73.50	73.50	73.50	73.50	73.50
P=D/O	每股内含价值（元）	21.77	18.37	25.17	17.28	20.45
Q=E/O	每股重估内含价值（元）	21.77	18.37	25.17	17.28	20.45
R=N/O	每股评估价值（元）	48.30	38.23	62.59	42.72	52.41

资料来源：公司数据 第一创业研究所



表 8、太保 09 年评估价值 17.14 元

人民币亿元		2009E	2009E	2009E	2008E	2007A
		正常	悲观	乐观	正常	正常
A	寿险有效业务价值	180.00	160.00	200.00	180.00	140.15
B	重估寿险有效业务价值	180.00	160.00	200.00	180.00	140.15
C	调整后净资产	600.00	550.00	650.00	530.00	607.40
D=A+C	内含价值	780.00	710.00	850.00	710.00	747.55
E=B+C	重估内含价值	780.00	710.00	850.00	710.00	747.55
F	一年新业务价值	35.00	30.00	40.00	35.00	29.50
G	重估一年新业务价值	35.00	30.00	40.00	35.00	29.50
H	新业务倍数	20.00	16.00	24.00	20.00	20.00
I=G*H	新业务价值	700.00	480.00	960.00	700.00	590.00
J=B+I	寿险业务评估价值	880.00	640.00	1160.00	880.00	730.15
K=L*M	非寿险业务评估价值	440.00	240.00	576.00	420.00	453.93
L	非寿险业务净资产	440.00	400.00	480.00	420.00	453.93
M	非寿险业务净资产倍数	1.00	0.60	1.20	1.00	1.00
N=J+K	评估价值（元）	1320.00	880.00	1736.00	1300.00	1184.08
O	总股本（亿）	77.00	77.00	77.00	77.00	77.00
P=D/O	每股内含价值（元）	10.13	9.22	11.04	9.22	9.71
Q=E/O	每股重估内含价值（元）	10.13	9.22	11.04	9.22	9.71
R=N/O	每股评估价值（元）	17.14	11.43	22.55	16.88	15.38

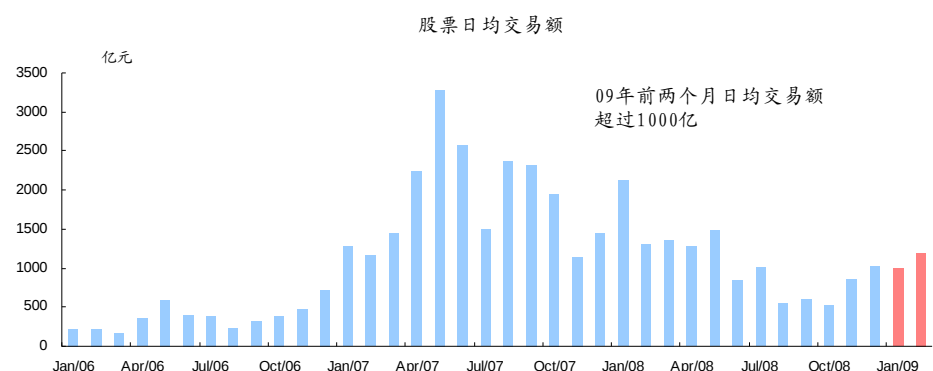
资料来源：公司数据 第一创业研究所

3、券商：流动性行情的最大受益者

3.1、成交放量 业绩有保证

市场对 09 年股票日均交易额的预期普遍在 600 亿左右，这显然过于悲观，在我们前期报告《证券业春季展望：不要在悲观中错失机会》提到，考虑到流动性复苏带来市场信心提振以及基金等机构投资者规模的壮大，预计 09 年股票日均交易额达到 1000 亿，基本与 08 年持平。而近期的交易量更是远远超出了我们的预期，经纪业务收入将非常有保证，业绩向上的可能性很大。

图 8、09 年前两月日均交易额都在 1000 亿以上



资料来源：Wind 第一创业研究所



3.2、股指上扬 自营获利 期待完美的1季报

随着市场资金量的充裕，大盘指数再次被推高，部分个股涨幅超过1倍，这对券商自营业务来说，获利的概率显著增大。如果流动性持续保持充沛，股市的交易必然会保持一个旺盛的态势，配合财政政策的刺激，一旦成交放量，指数持续走好概率将明显增大。

对于“靠天吃饭”的券商来说，经纪业务有了保证，而自营还能“锦上添花”，经历了08年的阴霾，天色已经放晴，可以预见：券商1季报必然会交出一份完美的答卷。这无疑会对股价形成强有力的支撑。

3.3、看好行业龙头 买入中信证券

受益于股市流动性的充沛，证券业的春天已经来临，上半年业绩比银行和保险更加有保证。同时，作为资本密集型行业，行业龙头拥有发达的网点布局、突出的研究能力、雄厚的资本实力、广阔的社会资源，将成为本轮流动性复苏中最大的受益者。

在这其中，作为领头羊的中信证券，经纪、投行、资管等各项业务均衡发展，较其他券商优势明显，不存在业务短板，同时还能享受创新业务带来的超额利润，投资的安全性大于中小型券商。预计09年和10年的EPS分别为1.28元和1.50元，业绩有望持续增长，维持公司“买入”评级。

表9、中信证券盈利预测

利润表（人民币百万）

600030.sh	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	30,871	18,630	19,625	22,903
手续费净收入	18,956	12,950	13,221	15,106
其中：代理买卖证券业务净收入	13,378	8,027	7,625	8,769
证券承销业务净收入	2,194	1,536	1,766	2,031
委托资产管理业务净收入	162	267	346	450
基金管理公司收入	2,343	2,108	2,319	2,551
其他手续费收入	880	1012	1164	1304
利息净收入	991	1,189	1,308	1,465
投资收益	7,576	3,788	4,242	5,303
公允价值变动净收益	3,351	670	804	965
汇兑净收益	(50)	(43)	(35)	(28)
其他业务收入	48	76	84	92
二、营业支出	11,008	8,039	7,291	8,509
营业税金及附加	1,322	838	883	1,031
业务及管理费	9,531	7,079	6,280	7,329
资产减值损失	147	112	118	137
其他业务成本	9	9	10	11
三、营业利润	19,863	10,591	12,334	14,395
营业外收支净额	41	45	48	52
四、税前利润	19,904	10,547	12,286	14,343
所得税	6,358	2,661	3,098	3,615
五、净利润	13,546	7,885	9,188	10,728
归属母公司净利润	12,389	7,305	8,504	9,922
六、总股本	3315	6630	6630	6630
七、摊薄每股收益(元)	3.74	1.10	1.28	1.50

资料来源：Wind 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120