

2009 年 03 月 15 日

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 行业优化平均市盈率 | 18.02   |
| 市场优化平均市盈率 | 20.60   |
| 国金金融指数    | 3933.69 |
| 沪深 300 指数 | 2205.42 |
| 上证指数      | 2128.85 |
| 深证成指      | 7875.74 |
| 中小板指数     | 3244.33 |


**李伟奇**

 (8621)61038291  
 liweiqi@gjzq.com.cn

**张英/陈建刚（银行）**
**茅炜（保险）/陈振志（证券）**
**联系人：朱莉**

 (8621)61038271  
 zhuli@gjzq.com.cn  
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层（200011）

## 金融行业策略月报

——投资金融股的信心再足些

**金融股能获得相对超额收益。**上期推荐至今，金融股跑赢沪深 300 指数 2.72%。我们本期依然看好的金融股的超额收益，建议投资者在投资金融股方面再具备一些信心。**金融股能获得相对超额收益的理由在于：**估值具有安全性，特别是银行股 1.82xPB 的估值水平具有安全性；1 季度业绩增长具有相对优势，我们预计银行业 1 季度业绩增长-10.4%，相对于其他大行业的亏损以及较大幅度的负增长，银行业的 1 季度业绩表现支撑估值水平的提升；鉴于保险和券商的业绩预测性差，我们不做过多评价。

**投资策略：**我们相信，1 季度业绩能否超预期将决定金融个股的表现，金融个股的走势也将因此而出现分化。因此，我们推荐的个股从几方面考虑：

- ◆ **基本面情况优于行业平均水平。对于银行股而言，**我们以一般性贷款特别是中长期贷款的环比新增作为评判业务发展优劣的标准。我们建议投资者不要过多聚焦在新增贷款总额上，而是应该聚焦在剔除票据贴现后的一般性贷款的新增上。一般性贷款新增具有优势的银行在净息差以及未来业绩表现上的压力相对小。前两个月，**大型银行中，建行、中行和交行表现突出；中型银行中，浦发和兴业表现突出。对于保险股而言，**我们更倾向于“以量补价”的策略，其中我们最看重的是个人营销渠道的新单增长。**中国平安**在这方面远高于行业水平，仍将是我们的首选；**对于券商股而言，**由于 08 年 1 季度各项业务基数过高，因此今年 1 季度业绩同比负增长的可能性仍然较大。我们认为下滑幅度较小的经纪业务占比越高，则业绩同比负增长的程度就越小。**海通证券**去年 1 季度的经纪业务占比较高，且自营业绩基数较低，因此业绩负增长的程度有望好于行业平均水平。
- ◆ **1 季度业绩增长优于行业平均水平或者超预期。**我们预测了金融股 1 季度的业绩表现，我们本期所推荐的金融个股 1 季度的业绩增长基本都优于行业平均水平。
- ◆ **估值水平合理或者低估。结合基本面以及估值水平，我们的选股思路是：**估值水平高于行业平均水平的个股中，我们需要考虑基本面情况能否支持，**浦发和南京行**依然值得推荐；估值水平低于行业平均水平的个股中，我们重点考虑个股的基本面有否超预期，对于基本面超预期的个股，我们给予重点推荐，比如**交行、兴业、中国平安和海通证券**。

**投资组合。**上期推荐的金融组合跑赢了沪深 300 以及金融股指数，其中推荐的银行组合以及保险组合均跑赢行业平均收益率，但是推荐的券商组合跑输行业。本期投资组合中，我们以精选个股为主。**银行股中，**我们维持对**浦发和南京行**的推荐，理由在于基本面以及业绩增长能见度高；**银行股组合中增加对兴业的再推荐以及交行的首次推荐，**我们认为这两个公司基本面情况发展良好但是估值水平远低于行业平均水平。**保险股中，**依然把**中国平安**作为推荐的首选；**券商股中，**我们推荐**海通证券**，理由在于我们认为海通 1 季度业绩增长负增长较小且估值处于行业平均水平之下。

上期推荐的金融组合跑赢了沪深300以及金融股指数；国金推荐银行组合以及保险组合均跑赢了行业；但是推荐的券商组合跑输了行业

|                   | 上期推荐（整月表现） |         |         | 第一周表现   |         |        | 第二周表现   |         |         | 第三周表现   |         |        | 第四周表现   |         |         |
|-------------------|------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 000300.SH 沪深300   | 2399.06    | 2205.42 | -8.07%  | 2399.06 | 2344.32 | -2.28% | 2344.32 | 2140.49 | -8.69%  | 2140.49 | 2286.58 | 6.83%  | 2286.58 | 2205.42 | -3.55%  |
| 000914.SH 沪深300金融 | 3384.03    | 3203.15 | -5.35%  | 3384.03 | 3237.30 | -4.34% | 3237.30 | 3076.54 | -4.97%  | 3076.54 | 3317.83 | 7.84%  | 3317.83 | 3203.15 | -3.46%  |
| 国金推荐金融组合          | 14.02      | 13.31   | -5.04%  | 14.02   | 13.44   | -4.13% | 13.44   | 12.81   | -4.66%  | 12.81   | 13.71   | 7.02%  | 13.71   | 13.31   | -2.91%  |
| <b>银行</b>         |            |         |         |         |         |        |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| 000001.SZ 深发展A    | 13.61      | 14.82   | 8.89%   | 13.61   | 13.63   | 0.15%  | 13.63   | 13.80   | 1.25%   | 13.80   | 14.99   | 8.62%  | 14.99   | 14.82   | -1.13%  |
| 600000.SH 浦发银行    | 17.40      | 18.19   | 4.54%   | 17.40   | 16.84   | -3.22% | 16.84   | 17.78   | 5.58%   | 17.78   | 19.43   | 9.28%  | 19.43   | 18.19   | -6.38%  |
| 601009.SH 南京银行    | 11.11      | 11.60   | 4.41%   | 11.11   | 11.06   | -0.45% | 11.06   | 11.80   | 6.69%   | 11.80   | 12.37   | 4.83%  | 12.37   | 11.60   | -6.22%  |
| 601166.SH 兴业银行    | 19.51      | 19.78   | 1.38%   | 19.51   | 18.99   | -2.67% | 18.99   | 18.47   | -2.74%  | 18.47   | 19.74   | 6.88%  | 19.74   | 19.78   | 0.20%   |
| 601988.SH 中国银行    | 3.37       | 3.38    | 0.30%   | 3.37    | 3.31    | -1.78% | 3.31    | 3.22    | -2.72%  | 3.22    | 3.58    | 11.18% | 3.58    | 3.38    | -5.99%  |
| 601998.SH 中信银行    | 4.58       | 4.54    | -0.87%  | 4.58    | 4.47    | -2.40% | 4.47    | 4.31    | -3.58%  | 4.31    | 4.52    | 4.87%  | 4.52    | 4.54    | 0.44%   |
| 601169.SH 北京银行    | 11.05      | 10.71   | -3.08%  | 11.05   | 10.83   | -1.99% | 10.83   | 10.32   | -4.71%  | 10.32   | 11.06   | 7.17%  | 11.06   | 10.71   | -3.16%  |
| 600036.SH 招商银行    | 14.81      | 14.23   | -3.92%  | 14.81   | 14.40   | -2.77% | 14.40   | 14.27   | -0.90%  | 14.27   | 15.78   | 10.58% | 15.78   | 14.23   | -9.82%  |
| 600015.SH 华夏银行    | 9.57       | 9.16    | -4.28%  | 9.57    | 9.15    | -4.39% | 9.15    | 9.23    | 0.87%   | 9.23    | 10.04   | 8.78%  | 10.04   | 9.16    | -8.76%  |
| 002142.SZ 宁波银行    | 9.26       | 8.77    | -5.29%  | 9.26    | 8.73    | -5.72% | 8.73    | 8.89    | 1.83%   | 8.89    | 9.41    | 5.85%  | 9.41    | 8.77    | -6.80%  |
| 601398.SH 工商银行    | 3.97       | 3.68    | -7.30%  | 3.97    | 3.83    | -3.53% | 3.83    | 3.73    | -2.61%  | 3.73    | 3.80    | 1.88%  | 3.80    | 3.68    | -3.16%  |
| 600016.SH 民生银行    | 5.02       | 4.65    | -7.37%  | 5.02    | 4.86    | -3.19% | 4.86    | 4.69    | -3.50%  | 4.69    | 4.88    | 4.05%  | 4.88    | 4.65    | -4.71%  |
| 601328.SH 交通银行    | 6.00       | 5.54    | -7.67%  | 6.00    | 5.62    | -6.33% | 5.62    | 5.38    | -4.27%  | 5.38    | 5.51    | 2.42%  | 5.51    | 5.54    | 0.54%   |
| 601939.SH 建设银行    | 4.41       | 4.07    | -7.71%  | 4.41    | 4.26    | -3.40% | 4.26    | 4.07    | -4.46%  | 4.07    | 4.22    | 3.69%  | 4.22    | 4.07    | -3.55%  |
| 银行行业平均            | 7.95       | 7.73    | -2.82%  | 7.60    | 7.36    | -3.25% | 7.36    | 7.25    | -1.40%  | 7.59    | 8.11    | 6.86%  | 8.11    | 7.73    | -4.76%  |
| 国金推荐组合表现          | 8.34       | 8.22    | -1.47%  | 8.34    | 8.10    | -2.82% | 8.10    | 8.12    | 0.23%   | 8.12    | 8.66    | 6.71%  | 8.66    | 8.22    | -5.19%  |
| <b>券商</b>         |            |         |         |         |         |        |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| 000686.SZ 东北证券    | 20.84      | 19.58   | -6.05%  | 20.84   | 22.11   | 6.09%  | 22.11   | 18.13   | -18.00% | 18.13   | 21.95   | 21.07% | 21.95   | 19.58   | -10.80% |
| 600369.SH 西南证券    | 11.71      | 10.79   | -7.86%  | 11.71   | 11.65   | -0.51% | 11.65   | 9.61    | -17.51% | 9.61    | 11.41   | 18.73% | 11.41   | 10.79   | -5.43%  |
| 600816.SH 安信信托    | 17.63      | 15.78   | -10.49% | 17.63   | 17.09   | -3.06% | 17.09   | 14.50   | -15.16% | 14.50   | 15.43   | 6.41%  | 15.43   | 15.78   | 2.27%   |
| 000728.SZ 国元证券    | 16.16      | 14.00   | -13.37% | 16.16   | 15.51   | -4.02% | 15.51   | 13.52   | -12.83% | 13.52   | 15.40   | 13.91% | 15.40   | 14.00   | -9.09%  |
| 600109.SH 国金证券    | 32.93      | 28.28   | -14.12% | 32.93   | 31.52   | -4.28% | 31.52   | 27.99   | -11.20% | 27.99   | 29.84   | 6.61%  | 29.84   | 28.28   | -5.23%  |
| 000783.SZ 长江证券    | 14.34      | 12.12   | -15.48% | 14.34   | 14.25   | -0.63% | 14.25   | 11.78   | -17.33% | 11.78   | 13.35   | 13.33% | 13.35   | 12.12   | -9.21%  |
| 601099.SH 太平洋     | 15.69      | 13.26   | -15.49% | 15.69   | 14.63   | -6.76% | 14.63   | 13.18   | -9.91%  | 13.18   | 14.06   | 6.68%  | 14.06   | 13.26   | -5.69%  |
| 600837.SH 海通证券    | 13.91      | 11.72   | -15.74% | 13.91   | 13.22   | -4.96% | 13.22   | 11.24   | -14.98% | 11.24   | 12.64   | 12.46% | 12.64   | 11.72   | -7.28%  |
| 000563.SZ 陕国投A    | 11.00      | 9.22    | -16.18% | 11.00   | 10.28   | -6.55% | 10.28   | 8.95    | -12.94% | 8.95    | 9.80    | 9.50%  | 9.80    | 9.22    | -5.92%  |
| 600030.SH 中信证券    | 25.42      | 21.30   | -16.21% | 25.42   | 24.14   | -5.04% | 24.14   | 21.37   | -11.47% | 21.37   | 22.94   | 7.35%  | 22.94   | 21.30   | -7.15%  |
| 000562.SZ 宏源证券    | 17.17      | 14.04   | -18.23% | 17.17   | 16.12   | -6.12% | 16.12   | 13.95   | -13.46% | 13.95   | 15.11   | 8.32%  | 15.11   | 14.04   | -7.08%  |
| 600643.SH 爱建股份    | 9.09       | 7.22    | -20.57% | 9.09    | 8.65    | -4.84% | 8.65    | 7.20    | -16.76% | 7.20    | 7.91    | 9.86%  | 7.91    | 7.22    | -8.72%  |
| 券商行业平均            | 19.53      | 17.00   | -12.93% | 19.53   | 19.23   | -1.51% | 18.62   | 16.83   | -9.63%  | 16.23   | 18.27   | 12.57% | 17.70   | 17.00   | -3.92%  |
| 国金推荐组合表现          | 24.07      | 20.23   | -15.96% | 24.07   | 22.98   | -4.52% | 22.98   | 20.22   | -12.03% | 20.22   | 21.84   | 8.02%  | 21.84   | 20.23   | -7.38%  |
| <b>保险</b>         |            |         |         |         |         |        |         |         |         |         |         |        |         |         |         |
| 601318.SH 中国平安    | 35.09      | 36.29   | 3.42%   | 35.09   | 33.04   | -5.84% | 33.04   | 31.95   | -3.30%  | 31.95   | 33.98   | 6.35%  | 33.98   | 36.29   | 6.80%   |
| 601601.SH 中国太保    | 15.84      | 14.41   | -9.03%  | 15.84   | 14.86   | -6.19% | 14.86   | 13.58   | -8.61%  | 13.58   | 14.15   | 4.20%  | 14.15   | 14.41   | 1.84%   |
| 601628.SH 中国人寿    | 23.39      | 20.94   | -10.47% | 23.39   | 21.99   | -5.99% | 21.99   | 20.48   | -6.87%  | 20.48   | 20.70   | 1.07%  | 20.70   | 20.94   | 1.16%   |
| 保险行业平均            | 26.69      | 26.36   | -1.24%  | 26.69   | 25.11   | -5.93% | 25.11   | 23.88   | -4.90%  | 23.88   | 25.10   | 5.11%  | 25.10   | 26.36   | 5.03%   |
| 国金推荐组合表现          | 35.09      | 36.29   | 3.42%   | 35.09   | 33.04   | -5.84% | 33.04   | 31.95   | -3.30%  | 31.95   | 33.98   | 6.35%  | 33.98   | 36.29   | 6.80%   |

来源：聚源资讯、国金证券研究所

我们预期上市银行1季度业绩增长为10.42%，总体而言，上市银行1季度增长优于其他大行业。浦发、南京、华夏、民生、深发展和宁波行实现正增长；交行、兴业、北京行、工行实现负个位数增长；建行、中行、中信和招行实现负两位数增长

|          | 浦发      | 南京     | 交行      | 兴业      | 招行      | 民生      | 建行       | 北京     | 华夏      | 中行       | 工行       | 深发展     | 中信      | 宁波     |
|----------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|----------|----------|---------|---------|--------|
|          | 1Q09E   | 1Q09E  | 1Q09E   | 1Q09E   | 1Q09E   | 1Q09E   | 1Q09E    | 1Q09E  | 1Q09E   | 1Q09E    | 1Q09E    | 1Q09E   | 1Q09E   | 1Q09E  |
| 净利息收入    | 88.05   | 7.15   | 161.50  | 69.62   | 100.60  | 71.93   | 575.74   | 28.23  | 40.10   | 404.40   | 681.18   | 31.73   | 84.53   | 7.11   |
| 佣金及手续费收入 | 4.50    | 0.51   | 21.61   | 5.65    | 17.44   | 12.10   | 94.04    | 1.25   | 1.94    | 94.76    | 101.03   | 2.84    | 7.94    | 1.41   |
| 其他非息收入   | 0.81    | 0.33   | 0.01    | 0.05    | 1.16    | 0.55    | (8.53)   | 0.63   | 0.08    | 12.73    | 5.94     | 0.39    | 1.64    | (0.12) |
| 收入总额     | 93.36   | 8.00   | 183.12  | 75.31   | 119.19  | 84.58   | 661.25   | 30.11  | 42.12   | 511.89   | 788.15   | 34.97   | 94.11   | 8.40   |
| 营业税及附加   | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00   | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00   |
| 营业费用     | (41.34) | (2.32) | (67.63) | (33.75) | (47.54) | (39.12) | (268.63) | (8.08) | (18.96) | (204.76) | (296.92) | (14.98) | (38.25) | (3.36) |
| 费用总额     | (41.34) | (2.32) | (67.63) | (33.75) | (47.54) | (39.12) | (268.63) | (8.08) | (18.96) | (204.76) | (296.92) | (14.98) | (38.25) | (3.36) |
| 拨备前利润    | 52.02   | 5.68   | 115.49  | 41.56   | 71.66   | 45.47   | 392.62   | 22.03  | 23.17   | 307.13   | 491.23   | 19.98   | 55.86   | 5.03   |
| 拨备       | (14.52) | (0.60) | (21.68) | (5.22)  | (8.89)  | (10.33) | (40.02)  | (2.30) | (11.91) | (51.14)  | (95.84)  | (5.98)  | (9.02)  | (1.02) |
| 税前利润     | 37.50   | 5.08   | 93.81   | 36.34   | 62.77   | 35.14   | 352.60   | 19.72  | 11.26   | 255.99   | 395.39   | 14.01   | 46.83   | 4.01   |
| 税收       | (7.13)  | (0.87) | (20.13) | (7.82)  | (14.83) | (10.14) | (79.78)  | (4.70) | (2.70)  | (64.75)  | (87.17)  | (2.97)  | (11.96) | (0.53) |
| 净利润      | 30.38   | 4.22   | 73.69   | 28.52   | 47.94   | 25.00   | 272.82   | 15.03  | 8.56    | 191.24   | 308.22   | 11.03   | 34.87   | 3.48   |
| 同比增长     | 8.25%   | 2.72%  | -6.53%  | -7.64%  | -24.13% | 1.73%   | -15.09%  | -5.81% | 4.16%   | -11.55%  | -6.92%   | 9.89%   | -16.78% | 3.15%  |
| EPS (元)  | 0.54    | 0.23   | 0.15    | 0.57    | 0.33    | 0.13    | 0.12     | 0.24   | 0.17    | 0.08     | 0.09     | 0.36    | 0.09    | 0.14   |
| BVS (元)  | 7.68    | 18.55  | 3.06    | 10.24   | 6.26    | 3.27    | 2.22     | 5.44   | 3.43    | 2.02     | 1.90     | 6.46    | 2.46    | 3.66   |

来源：国金证券研究所

## 内容目录

|              |   |
|--------------|---|
| 银行股投资策略..... | 4 |
| 保险股投资策略..... | 5 |
| 券商股投资策略..... | 6 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：上市金融股估值水平 .....           | 3 |
| 图表 2：上市银行新增生息资产计息负债收益情况预测..... | 4 |
| 图表 3：重点券商 09 年 1 季度业绩预测.....   | 6 |

图表1：上市金融股估值水平

| 国内银行估值水平 |           |           |      |      |       |       |      |       |      |      |        |       |
|----------|-----------|-----------|------|------|-------|-------|------|-------|------|------|--------|-------|
| 评级       | 股价        | 货币        | EPS  |      | PE    |       | BVPS |       | PB   |      | ROE(%) |       |
|          | 10-Mar-09 |           | 08E  | 09E  | 08E   | 09E   | 08E  | 09E   | 08E  | 09E  | 08E    | 09E   |
| 浦发银行     | 买入        | 18.20 CNY | 2.21 | 1.94 | 8.24  | 9.38  | 7.00 | 8.55  | 2.60 | 2.13 | 31.58  | 22.69 |
| 南京银行     | 买入        | 11.97 CNY | 0.80 | 0.84 | 14.91 | 14.26 | 5.97 | 6.56  | 2.00 | 1.82 | 13.44  | 12.79 |
| 交通银行     | 买入        | 5.34 CNY  | 0.59 | 0.58 | 9.09  | 9.16  | 3.04 | 3.44  | 1.76 | 1.55 | 19.35  | 16.93 |
| 兴业银行     | 买入        | 18.95 CNY | 2.18 | 1.99 | 8.68  | 9.50  | 9.35 | 10.85 | 2.03 | 1.75 | 23.34  | 18.39 |
| 民生银行     | 买入        | 4.74 CNY  | 0.45 | 0.47 | 10.46 | 10.09 | 3.36 | 3.88  | 1.41 | 1.22 | 13.48  | 12.12 |
| 建设银行     | 买入        | 4.06 CNY  | 0.40 | 0.41 | 10.24 | 9.85  | 2.10 | 2.45  | 1.93 | 1.66 | 18.86  | 16.85 |
| 北京银行     | 买入        | 10.65 CNY | 0.87 | 0.94 | 12.26 | 11.39 | 4.93 | 5.64  | 2.16 | 1.89 | 17.61  | 16.59 |
| 招商银行     | 买入        | 14.60 CNY | 1.29 | 1.35 | 11.33 | 10.79 | 4.94 | 5.84  | 2.95 | 2.50 | 26.05  | 23.18 |
| 工商银行     | 持有        | 3.68 CNY  | 0.36 | 0.38 | 10.24 | 9.73  | 1.85 | 2.09  | 1.99 | 1.76 | 19.45  | 18.08 |
| 华夏银行     | 持有        | 9.40 CNY  | 0.65 | 0.72 | 14.39 | 13.08 | 5.42 | 5.96  | 1.73 | 1.58 | 12.05  | 12.05 |
| 中国银行     | 持有        | 3.33 CNY  | 0.29 | 0.31 | 11.31 | 10.87 | 1.88 | 2.09  | 1.77 | 1.59 | 15.66  | 14.63 |
| 中信银行     | 持有        | 4.61 CNY  | 0.34 | 0.35 | 13.49 | 13.25 | 2.43 | 2.71  | 1.90 | 1.70 | 14.07  | 12.85 |
| 深发展      | 持有        | 14.75 CNY | 0.19 | 1.33 | 76.34 | 11.09 | 5.20 | 6.53  | 2.84 | 2.26 | 3.72   | 20.38 |
| 宁波银行     | 持有        | 8.96 CNY  | 0.52 | 0.52 | 17.21 | 17.18 | 3.57 | 3.94  | 2.51 | 2.27 | 14.57  | 13.25 |
| Average  |           |           |      |      | 11.68 | 11.43 |      |       | 2.11 | 1.83 | 17.37  | 16.48 |

  

| 国内券商估值水平（09年基于日均交易额800亿的假设） |           |           |      |      |       |       |      |      |      |      |        |       |
|-----------------------------|-----------|-----------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|--------|-------|
| 评级                          | 股价        |           | EPS  |      | PE    |       | BVPS |      | PB   |      | ROE(%) |       |
|                             | 13-Mar-09 |           | 08E  | 09E  | 08E   | 09E   | 08E  | 09E  | 08E  | 09E  | 08E    | 09E   |
| 中信证券                        | 买入        | 21.30 CNY | 1.02 | 0.95 | 20.91 | 22.42 | 8.42 | 9.13 | 2.53 | 2.33 | 14.07  | 12.04 |
| 海通证券                        | 持有        | 11.72 CNY | 0.38 | 0.35 | 31.10 | 33.49 | 4.82 | 5.08 | 2.43 | 2.31 | 8.11   | 7.28  |
| 长江证券                        | 买入        | 12.12 CNY | 0.42 | 0.36 | 28.86 | 33.67 | 2.75 | 3.02 | 4.41 | 4.01 | 15.24  | 11.92 |
| 国元证券                        | 持有        | 14.00 CNY | 0.33 | 0.32 | 42.42 | 43.75 | 3.60 | 3.88 | 3.89 | 3.61 | 9.21   | 8.52  |
| 东北证券                        | 买入        | 19.58 CNY | 0.61 | 0.64 | 32.10 | 30.59 | 3.91 | 4.44 | 5.01 | 4.41 | 15.49  | 14.44 |
| Average                     |           |           |      |      | 31.08 | 32.78 |      |      | 3.65 | 3.33 | 12.42  | 10.84 |

  

| 国内保险估值水平 |           |           |       |       |      |      |       |       |      |      |        |      |
|----------|-----------|-----------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|--------|------|
| 评级       | 股价        |           | EVPS  |       | P/EV |      | BVPS  |       | PB   |      | EPS    |      |
|          | 13-Mar-09 |           | 08E   | 09E   | 08E  | 09E  | 08E   | 09E   | 08E  | 09E  | 08E    | 09E  |
| 中国平安     | 买入        | 36.29 CNY | 17.29 | 20.24 | 2.10 | 1.79 | 10.27 | 12.08 | 3.53 | 3.01 | (0.65) | 0.95 |
| 中国太保     | 买入        | 14.41 CNY | 8.41  | 10.28 | 1.71 | 1.40 | 6.38  | 7.29  | 2.26 | 1.98 | 0.27   | 0.44 |
| 中国人寿     | 持有        | 29.94 CNY | 8.25  | 9.99  | 2.55 | 2.35 | 4.82  | 5.62  | 6.22 | 5.33 | 0.33   | 0.44 |
| Average  |           |           |       |       | 2.12 | 1.85 |       |       | 4.00 | 3.44 |        |      |

来源：Bloomberg、国金证券研究所

## 银行股投资策略

(详细内容参考我们的银行业 3 月份月报)

- 我们依然看好下月银行股的表现，理由在于：其一，银行股的 1.83xPB 的估值水平具有支撑，若银行 1 季度业绩超过市场预期，银行的估值水平有望提高，我们预测银行业 1 季度增长为-10.42%。其二，我们认为，中长期贷款的增长依然能够维持，我们不建议投资者过多关注贷款总额的增长，而应该更多的关注一般性贷款特别是中长期贷款的增长。政府基建项目正在逐步落实中，中长期贷款的新增有支撑。
- 我们认为，两类银行股有望获得超额收益：一类是增长明确的，另一类是有超预期因素的。因此，我们依然推荐规模增长与业绩确定性高的“浦发、南京”；同时因此我们建议关注低估值，基本面或业绩可能超预期的“兴业、交行”。
  - ◆ 继续推荐浦发及南京行：这两个银行的规模增长与业绩增长的确定性较高，目前估值水平仍处在合理水平。
  - ◆ 推荐兴业的理由是：(1) 估值水平较低(对应 09 年 PB/PE 分别是 1.75x/9.4x)；(2) 基本面压力逐渐改善(预计 1-2 月一般性存款、贷款增长情况较好，规模增长有望持续上升)。
  - ◆ 推荐交行的理由是：(1) 估值水平较低(对应 09 年 PB/PE 分别是 1.6x/9.0x)；(2) 预计 1-2 月信贷增长超出预期(一般性贷款增速 22.85%，1-2 月已经完成 09 年目标的 48.9%)，有望带动 1 季度业绩超出市场预期。

图表2：上市银行新增生息资产计息负债收益情况预测

| 项目        | 当月新增存款    | 当月新增债券发行 | 当月新增同业负债  | 当月新增计息负债合计 | 当月新增贷款总额  | 当月新增投资   | 当月新增存放央行  | 当月新增其他生息资产 | 当月新增生息资产  | 仅考虑新增存款的净收入 | 考虑新增生息资产、计息负债的净收入 |
|-----------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|-------------|-------------------|
| <b>1月</b> |           |          |           |            |           |          |           |            |           |             |                   |
| 工商银行      | 139,126   | 210      | 128,475   | 267,811    | 247,543   | 30,433   | (163,494) | 112,050    | 226,533   | 4,682       | 3,888             |
| 建设银行      | 419,777   | (676)    | (100,668) | 318,433    | 255,277   | (80,427) | (130,690) | 140,705    | 184,866   | 3,236       | 3,067             |
| 中银内地      | 147,833   | (60)     | 28,689    | 176,462    | 133,770   | 63,697   | (8,612)   | 21,194     | 210,050   | 1,622       | 2,622             |
| 招商银行      | 108,675   | 12       | (22,196)  | 86,491     | 100,630   | (7,311)  | 12,502    | (3,066)    | 102,755   | (19)        | 113               |
| 浦发银行      | 35,385    | 0        | 22,046    | 57,431     | 36,455    | (274)    | (3,289)   | 4,746      | 37,638    | 409         | 225               |
| 民生银行      | 55,998    | (26)     | (49,084)  | 6,888      | 19,010    | 5,481    | (63,717)  | 42,765     | 3,540     | (1,040)     | (575)             |
| 华夏银行      | 19,503    | (17)     | (19,438)  | 49         | 28,791    | (4,868)  | (39,444)  | 6,420      | (9,101)   | (10)        | (146)             |
| 深发展       | 35,943    | 1        | (4,674)   | 31,270     | 6,714     | 2,950    | (1,723)   | 10,253     | 18,194    | (666)       | (492)             |
| 交通银行      | 79,409    | 98       | (85,667)  | (6,160)    | 74,319    | 2,269    | (57,820)  | (38,612)   | (19,844)  | 513         | 557               |
| 中信银行      | 53,540    | 0        | (31,269)  | 22,272     | 92,966    | 1,793    | (71,628)  | (19,317)   | 3,815     | 568         | 192               |
| 兴业银行      | 37,055    | 146      | (26,178)  | 11,023     | 48,665    | (1,413)  | (22,166)  | (36,517)   | (11,432)  | 545         | 263               |
| 合计        | 1,132,244 | (312)    | (159,964) | 971,968    | 1,044,140 | 12,332   | (550,080) | 240,622    | 747,014   | 9,841       | 9,715             |
| <b>2月</b> |           |          |           |            |           |          |           |            |           |             |                   |
| 工商银行      | 241,953   | (201)    | 231,176   | 472,928    | 86,928    | 30,433   | 164,707   | 288,000    | 570,068   | (989)       | 1,168             |
| 建设银行      | 225,488   | 39,907   | 103,995   | 369,390    | 103,106   | (80,427) | 256,862   | 184,528    | 464,070   | 881         | 580               |
| 中银内地      | 304,694   | (164)    | 99,246    | 403,776    | 176,278   | 63,697   | 75,569    | 72,724     | 388,267   | 3,101       | 4,518             |
| 招商银行      | 35,404    | 38       | 16,013    | 51,455     | 4,280     | (7,311)  | 7,467     | 42,118     | 46,554    | (373)       | (228)             |
| 浦发银行      | 24,532    | 0        | 10,080    | 34,612     | 26,579    | (274)    | 9,838     | (171)      | 35,972    | 773         | 747               |
| 民生银行      | 28,718    | (4)      | 13,257    | 41,970     | 28,877    | 5,481    | 355       | 8,838      | 43,550    | 301         | 358               |
| 华夏银行      | (25)      | (3)      | 7,469     | 7,442      | (3,942)   | (4,868)  | (11,021)  | 7,800      | (12,032)  | (94)        | (259)             |
| 深发展       | 8,591     | 1        | 7,128     | 15,720     | 7,724     | 2,950    | 130       | 4,011      | 14,816    | (57)        | (34)              |
| 交通银行      | 162,732   | 87       | 34,311    | 197,130    | 139,545   | 2,269    | 24,499    | 25,061     | 191,374   | 2,992       | 3,115             |
| 中信银行      | 11,282    | 0        | (20,618)  | (9,336)    | 16,296    | 1,793    | 10,496    | (33,313)   | (4,727)   | 294         | 297               |
| 兴业银行      | 33,063    | (2,186)  | (7,936)   | 22,940     | 177       | (1,413)  | (5,547)   | 16,492     | 9,709     | (515)       | (288)             |
| 合计        | 1,076,432 | 37,476   | 494,120   | 1,608,029  | 585,848   | 12,332   | 533,354   | 616,088    | 1,747,622 | 6,313       | 9,973             |

来源：国金证券研究所

## 保险股投资策略

- 三月份的行业投资策略：两大核心因素的超预期仍是我们看好保险股的最大理由，而当前的估值水平也将支持行业继续有取得相对收益的机会。
  - ◆ 切实存在的保险需求是对于股价的持续促进因素。居民储蓄截至 2 月底较年初上升了 9%，这一增速是 03 年以来同期的最高值，我们认为对未来的不确定性和缺乏更好的投资渠道是居民储蓄意愿高企的主要原因，在这样的背景下，具有储蓄替代功能的长期寿险产品销售也将受益于这样的背景，因此保险需求并不需要过于担心。对于可比的三家上市公司而言，中国平安由于 1、2 月份的保费收入增速较高，三月份出现增速放缓的概率较大，而中国太保而言，虽然结构调整带来的保费增速放缓是在公司的预期之中，但负增长显然也是难以接受的，因此我们认为公司有可能抓住季末考核和开门红最后一个月做规模上的提升。
  - ◆ 目前可比上市公司的估值仍在合理区间内。三家上市公司中，除了中国人寿略微高于 2 倍内含价值，中国平安的估值水平仍在 1.7 倍而中国太保更是仅有 1.4 倍。较为合理的估值水平使得目前的股价具有较好的安全边际。而相对于其它行业而言，2008 年基本上将是上市保险公司最差的时候。接下来我们能看到的是内含价值的环比上升、净资产的环比上升、季度利润的环比上升进而是同比上升。在这样的预期下，我们认为获得保险行业获得相对收益的概率是很大的。
- 三月份个股选择：我们仍然最为看好成销售能力强的中国平安，同时，建议投资者关注中国太保估值回归带来的超额收益机会。我们对于三家公司的排序是中国平安、中国太保和中国人寿。
  - ◆ 维持中国平安作为我们的首选。公司二月份的保费收入增速再次超过了市场的预期，我们认为，良好的代理人队伍和基础较低的银代渠道是公司保费增长超预期的基础。而这一优势在短时间内都无法被同业超越。虽然万能险结算利率有所下调，下调将减轻平滑准备金释放的压力，但较同业产品仍有足够的吸引力，我们认为公司的保费收入增速仍将较同业具有明显的优势。公司“以量补价”的策略在个人营销渠道高速增长的基础上预计将取得较好的效果。
  - ◆ 建议关注最低估值的中国太保。中国太保目前是三家可比上市公司中估值最低的，1.4 倍的内含价值倍数是具有吸引力的。我们认为，公司一直无法完全得到市场认可的关键在于，“以价补量”的可见度太低。我们预计，根据公司 08 年的业务策略，在一季度后，公司的保费增长压力会逐步减轻。之后保费增长将有望出现同比正增长，而单月保费同比增长的数据将会给市场带来信心。
  - ◆ 中国人寿仍是最具防御型的品种。公司保费增长表现中规中矩，个险渠道做结构调整，银代渠道为整体规模增长做支持，这样的业务策略充分体现出其稳健的特点。由于公司估值较高，在上涨时稍显动力不足。而一旦对于利率政策的预期往较差的方向改变，那么公司债券久期较长，没有高利率保单拖累的优势又将受到市场的重视。我们认为中国人寿是防御有余而进攻不足的品种。同时，我们要提醒投资者注意的是，相对于另外两家可比上市公司而言，中国人寿在可供出售类权益资产中仍有丰厚的浮盈，对于利润表的调节空间很大。而近期对于中信证券的减持也可以看作是这样一种需求促使下而进行的。对比 08 年一季度公司 0.12 元的业绩，当 08 年三季度当可比上市公司都出现了单季亏损的情况下，公司仍能做到 0.08 元的业绩，因此我们认为在三家上市公司中，中国人寿 09 年一季度的业绩压力是最小的，而对于季报的预期可能会带来交易性的机会。

## 券商股投资策略

- 对于券商股而言，由于 08 年 1 季度业务基数过高，因此今年 1 季度业绩同比负增长的可能性仍然较大。我们认为下滑幅度较小的经纪业务占比越高，则业绩同比负增长的程度就越小。海通证券去年 1 季度的经纪业务占比较高，且自营业绩基数较低，因此业绩负增长的程度有望好于行业平均水平。
- 海通证券的基本面情况
  - ◆ 公司截止 08 年中期的净资本为 356.58 亿元，净资本规模在行业中仅次于中信证券。较强的净资本实力使公司的抗风险能力在行业中尤为突出。与此同时，公司业务的均衡程度在上市券商中也仅次于中信证券，均衡的业务结构有利于增强公司业绩的抗周期能力。
  - ◆ 公司 08 年股票基金的代理交易总额在全行业 107 家券商中排名第四，股票基金代理交易市场份额为 4.31%。此外，公司经纪业务还具有较高的运营效率，部均市场份额达到 0.04%，在上市券商中居于较高的水平。公司的自营风格稳健，从最近公布的财务数据来看，公司较大部分的金融资产配置在债券上，在自营风险可控的基础上不失市场反弹带来的获利机会。
- 海通证券的推荐逻辑
  - ◆ 由于券商行业 2008 年 1 季度的业绩基数较高，通过测算，我们认为 09 年 1 季度业绩同比略有负增长的可能性仍然较大。例如经纪业务方面，我们预计 09 年 1 季度的日均股票基金交易额为 1400-1500 亿，仍低于 08 年同期的 1600 多亿。
  - ◆ 由于今年 1 季度经纪业务、自营业务和投行业务同比均可能有不同程度的下滑，其中经纪业务同比下滑的幅度可能最小，因此去年 1 季度经纪业务占比越高的券商，其业绩同比负增长的幅度会越小。
  - ◆ 由于年初以来市场指数出现了一定程度的回升，对于自营稳健的券商而言，预计今年 1 季度自营业绩不会太悲观。因此，对于去年 1 季度自营业绩基数相对较低（甚至为负）的券商而言，业绩的增长空间将会更大。
  - ◆ 海通证券上述指标在行业中均表现出色。通过测算，海通证券 09 年 1 季度的净利润为 8.58 亿元，同比仅下滑 4.49%，在上市券商中的表现相对出色，而且公司目前 09 年 2.31 倍的 PB 水平在行业中已经具有较大的估值优势。

**图表3：重点券商 09 年 1 季度业绩预测**

| 单位：亿元   | 中信证券       | 海通证券       | 长江证券       | 国元证券       | 东北证券       |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
|         | 1Q09<br>预测 | 1Q09<br>预测 | 1Q09<br>预测 | 1Q09<br>预测 | 1Q09<br>预测 |
| 手续费收入   | 19.65      | 9.76       | 3.63       | 2.77       | 2.30       |
| 承销收入    | 1.94       | 0.05       | 0.04       | 0.04       | 0.00       |
| 资产管理收入  | 0.34       | 0.73       | 0.02       | 0.04       | 0.00       |
| 基金管理收入  | 4.70       |            |            |            |            |
| 净利息收入   | 3.41       | 1.89       | 0.27       | 0.33       | 0.22       |
| 自营收入    | 8.85       | 3.33       | 1.09       | 0.50       | 0.34       |
| 其他收入    | 1.63       | 1.04       | 0.26       | 0.18       | 0.19       |
| 业务及管理费  | 13.37      | 4.37       | 2.12       | 1.74       | 1.16       |
| 营业税金及附加 | 2.03       | 0.84       | 0.27       | 0.19       | 0.15       |
| 资产减值损失  | -0.02      | -0.07      | -0.01      | 0.00       | 0.00       |
| 其他业务支出  | 0.03       | 0.01       | 0.01       | 0.02       | 0.00       |
| 营业外净收支  | -0.07      | -0.01      | -0.01      | -0.01      | 0.00       |
| 税收      | 5.01       | 2.79       | 0.70       | 0.36       | 0.38       |
| 少数股东权益  | 1.60       | 0.27       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| 净利润     | 18.43      | 8.58       | 2.21       | 1.54       | 1.36       |
| 同比增长    | -26.91%    | -4.49%     | -34.90%    | 55.98%     | -24.20%    |
| EPS (元) | 0.28       | 0.10       | 0.13       | 0.11       | 0.23       |

自营收入=投资收益+公允价值变动净收益；净利润为归属于母公司所有者的净利润

来源：国金证券研究所

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。