

推荐（维持）

金融崛起，36倍的启示

2011年5月11日

-从南非标准银行成长之路看中国金融的发展

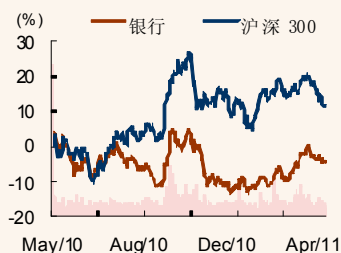
上证指数 2891

行业规模

		占比%
股票家数（只）	16	0.8
总市值（亿元）	42726	16.4
流通市值（亿元）	32268	16.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.6	-2.9	-8.2
相对表现	3.6	2.1	-16.6



相关报告

- 1、《银行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？》2011/04/06
- 2、《茶杯风波与大象之舞——管窥韩国储蓄银行挤兑危机》2011/03/07

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

肖立强（研究助理）

0755-82940734
xiaolq@cmschina.com.cn

通过坚定的业务多元化和国际化扩张战略，南非标准银行股价在最近 20 年时间里上涨了 36 倍，年均收益率高达 19.8%。通过分析公司近 20 年波澜壮阔的成长历程和非洲金融资本崛起，我们更加坚定看好中国金融企业崛起的巨大潜力与威力，从经济和金融资本崛起的历史角度看，中国金融企业未来在资本市场表现值得期待。我们强烈看好中信证券，工商银行，民生银行，中国平安等优质金融企业。

- **20 年 36 倍，高成长不仅仅是个传说。**南非标准银行在最近 20 年时间内通过坚定的战略扩张实现了资产规模、营业收入和净利润的高速增长。目前公司已成为非洲最大的金融机构，而公司股价从 1991 年初的 295 兰特，上涨至 2010 年末的 10755 兰特，上升 36 倍，涨幅远远超过南非 JSE 指数。
- **多元化并购与国际化扩张的双引擎式增长。**南非标准银行通过积极的多元化并购和国际化扩张，在坚定执行立足南非和非洲，稳步推进全球化战略的同时不断优化产品组合和收入结构。而通过利用业务领先优势对非洲大陆市场快速占领和整合，并依托南非在非洲参与贸易全球化过程中的优势快速发展国际业务，标准银行在实现资产规模迅速扩张的同时始终保持着较高的资产和资本收益率，近 20 年公司 ROA 长期保持在约 1.2%，ROE 长期保持在约 25%的水平，为股东实现了高额回报。
- **非洲经济和资本崛起下茁壮成长。**南非及非洲经济过去 20 年间的快速增长及全球化趋势下南非及非洲国际贸易的巨大发展为南非标准银行茁壮成长提供了肥沃的土壤。而南非及非洲经济的崛起客观上需要有强势金融机构参与和支持，时势造英雄。
- **中国金融企业成长潜力巨大。**中国急需将巨大的经济总量辐射到经济影响力和经济活动话语权，这一金融资本崛起的过程客观上需要强势金融企业不断发展壮大。而巨量 GDP 和经济体顺畅运行所产生的金融需求则使得金融企业有巨大市场成长空间。因此，从经济和金融资本崛起的历史角度看，中国金融企业未来在资本市场表现是非常值得期待的。
- **风险提示：**货币政策过紧带来的系统性风险

重点公司“金六股”主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
工商银行	4.51	0.48	0.59	0.68	9.40	7.64	1.8	强烈推荐-A
农业银行	2.88	0.33	0.39	0.46	8.73	7.38	1.6	强烈推荐-A
民生银行	5.81	0.66	0.88	1.08	8.80	6.60	1.4	强烈推荐-A
中信证券	12.99	1.14	0.72	0.80	11.39	18.04	1.8	强烈推荐-A
中国平安	49.27	2.26	2.65	3.23	21.80	18.59	3.2	强烈推荐-A
中国太保	22.28	1.00	1.40	1.58	22.28	15.91	2.3	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

20 年 36 倍，高成长不只是一个传说	3
双引擎式奔跑：多元化并购与国际化扩张	4
不断优化业务结构和产品组合	5
扎根南非和非洲，稳步推进全球化战略	7
高效率扩张保证公司长期优秀的盈利能力	9
非洲金融资本崛起与南非标准银行壮大	10
腾飞之力：中国金融资本的崛起与金融企业成长	11

图表目录

图 1：南非标准银行 20 年间股价上涨了 36 倍	3
图 2：近 20 年南非标准银行净利润增长情况	4
图 3：近 20 年南非标准银行规模增长情况	4
图 4：1992 年南非标准银行业务收入结构	5
图 5：1992 年南非标准银行营业收入地理分布情况	5
图 6：南非标准银行组织架构图	6
图 7：2002 年南非标准银行收入业务结构	6
图 8：2007 年南非标准银行收入业务结构	6
图 9：南非标准银行非利息收入与非利息收入占比	7
图 10：南非标准银行非利息收入结构情况	7
图 11：南非标准银行扩张历史	8
图 12：2002 年南非标准银行营业收入地理分布情况	9
图 13：2008 年南非标准银行营业收入地理分布情况	9
图 14：2009 年南非标准银行股东结构地区分布情况	9
图 15：南非标准银行 ROA、ROE 水平	10
图 16：南非标准银行近年来资产质量保持良好	10
图 17：南非近 20 年 GDP 总量	11
图 18：南非近 20 年 GDP 增速	11
图 19：南非近 20 年进出口贸易量	11
图 20：银行业历史 PEBand	15
图 21：银行业历史 PBBand	15
表 1：中国金融企业国际化扩张轨迹	12

20 年 36 倍，高成长不只是一个传说

南非标准银行是目前非洲最大的银行，其渊源最早可以追溯至 1862 年，在南非已有 149 年历史。

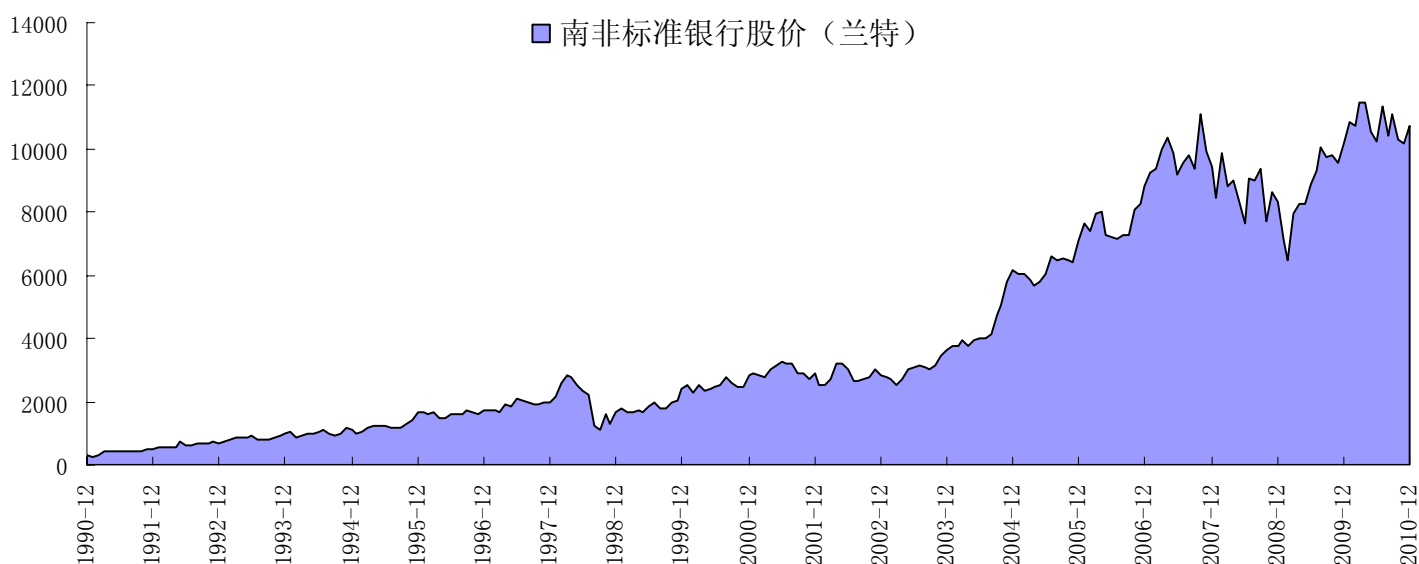
- 1862 年，南非标准银行在南非注册成立，当时作为英国标准银行南非分支机构来运营。
- 1969 年，南非标准银行集团成立，成立为南非标准银行的控股股东。当年标准银行和渣打银行合并，成立了标准渣打银行。
- 1970 年，标准银行在南非证券交易所 JSE 上市
- 1987 年渣打银行撤出南非，把持有的 39% 股份出让，南非标准银行成为完全的南非本土银行。

上世纪 90 年代开始，南非标准银行进入飞速发展的黄金时代。依托南非及非洲区域经济快速发展背景，通过坚定执行内生增长与外向收购并举扩张战略，南非标准银行迅速成长为非洲最大银行。

1992 年-2010 年，公司总资产规模从 211 亿美元增长至 1816 亿美元，贷款从 166 亿增长至 836 亿美元，净利润从 1991 年的 1.1 亿增长至 2010 年 15.3 亿美元。目前，标准银行在南非有 713 家分支机构，在非洲其他 18 个国家有超过 348 家分支机构，在欧美和亚洲的金融中心还设有近百个分支机构，雇员员工超过 5 万 3 千人，业务几乎遍布全球。

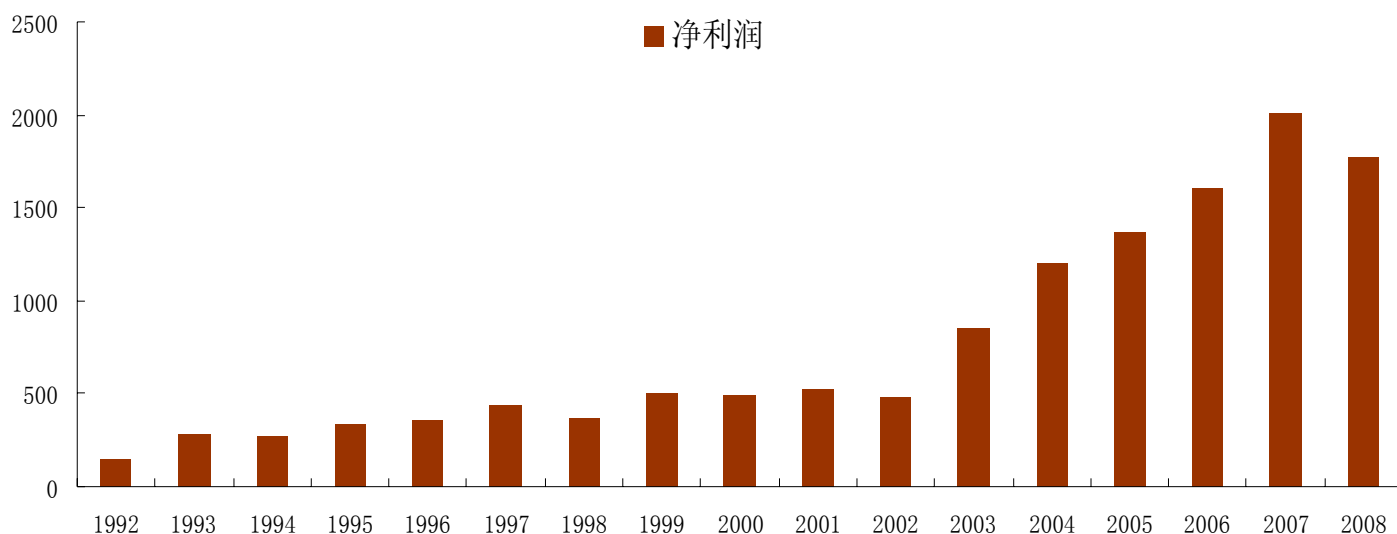
随着业务快速扩张与盈利水平提高，公司股票也受到资本市场极大的青睐，近 20 年时间，公司股价从 1991 年初的 295 兰特，上涨至 2010 年末的 10755 兰特，上升 36 倍，涨幅远远超过南非 JSE 指数。

图 1：南非标准银行 20 年间股价上涨了 36 倍



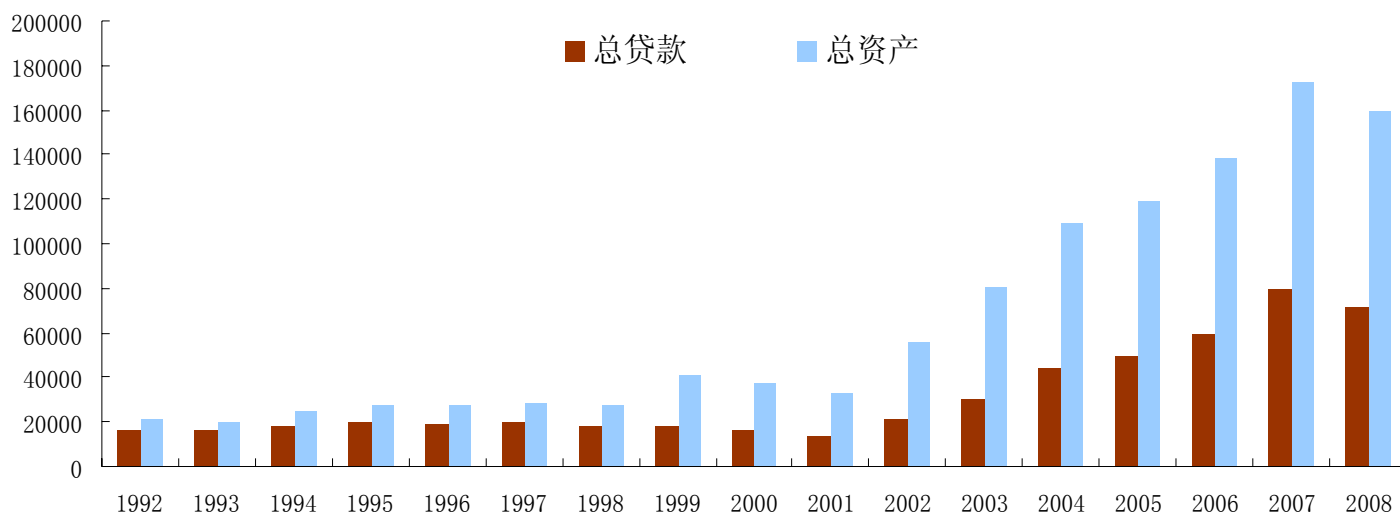
资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

图 2：近 20 年南非标准银行净利润增长情况（单位：百万美元）



资料来源：SBK annual report, 招商证券研发中心

图 3：近 20 年南非标准银行规模增长情况（单位：百万美元）



资料来源：SBK annual report, 招商证券研发中心

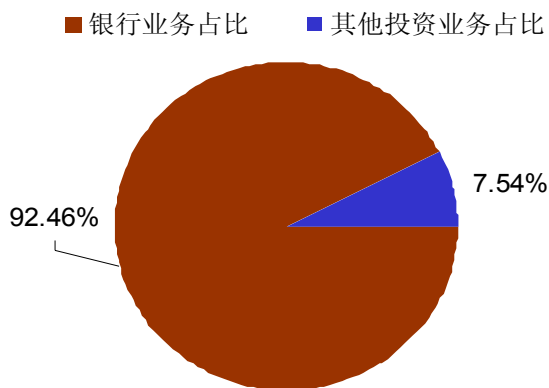
双引擎式奔跑：多元化并购与国际化扩张

从 20 世纪 90 年代开始，南非标准银行就确立了为客户提供多样化银行产品和全方位金融服务，立足南非和非洲，稳步推进全球化的战略。其最近 20 年积极的多元化并购和国际化扩张都一直紧紧围绕着这一发展战略主线。通过同时兼具多元化业务扩张和地域扩张的一系列收购举动，标准银行逐渐成长为非洲最大的金融机构。而通过业务领先优势对非洲大陆市场快速占领和整合，标准银行在实现资产规模迅速扩张的同时始终保持着较高的资产和资本收益率，为股东实现了高额的回报。

不断优化业务结构和产品组合

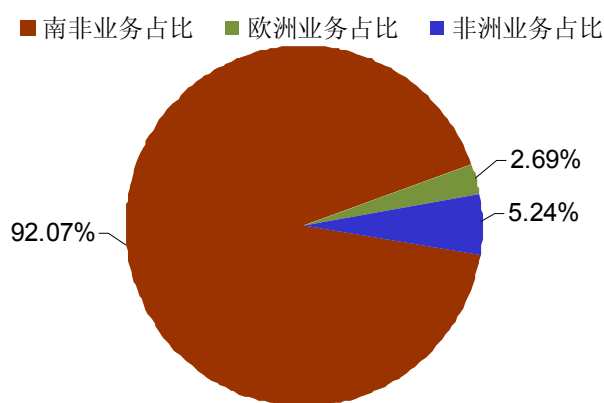
早在 1992 年之前，南非标准银行已经持有南非生命保险集团公司（Liberty group）15% 的股权，并开始积极尝试银行保险业务、投行、资金交易等非银行业务。但在 1995 年以前，公司组织框架并未针对不同的业务做严格细分，银行业务一直是标准银行营业收入的绝对主力。

图 4：1992 年南非标准银行业务收入结构



资料来源：SBK annual report, 招商证券研发中心

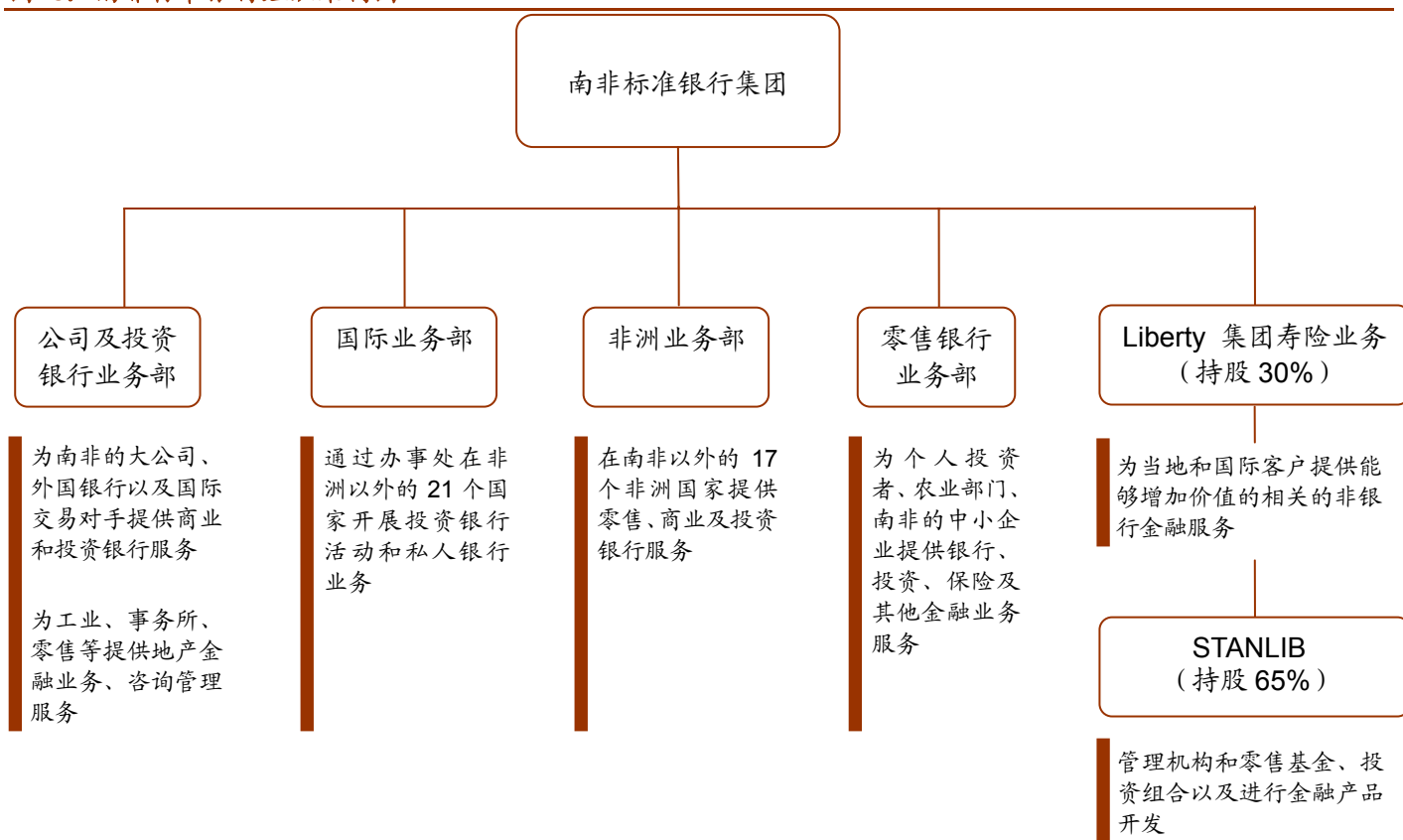
图 5：1992 年南非标准银行营业收入地理分布情况



资料来源：SBK annual report, 招商证券研发中心

1995 年，公司根据当时大型集团客户、政府机构和国外公司客户不断增长的投融资和结算业务需求，成立了标准银行公司与投资银行部（SCMB），从此，投资银行及资金业务迅猛发展。此后，根据不同的收入驱动因素和业务性质，公司不断将其管理部门细化。2002 年，公司进一步将其商业银行业务中的公司客户划分为大型客户和中小企业客户，将大型客户业务划入公司与投资部（SCMB），将中小企业业务划入零售业务部，并将其资金和资产管理业务与南非生命保险集团（Liberty）相关业务合并，合资成立 STANLIB 基金管理公司。至此，公司以公司及投资银行、个人及零售银行、财富管理业务为三大主线的业务模块基本确立。

图 6：南非标准银行组织架构图

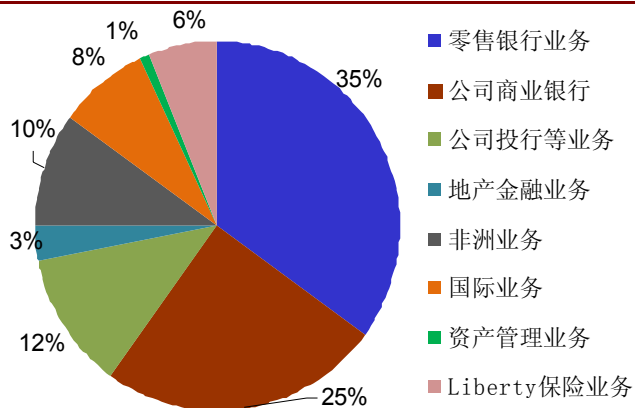


资料来源：SBK annual report，招商证券研发中心

通过将保险业务、理财业务与传统零售银行业务相结合，公司为零售客户提供全面的金融产品服务，02 年后中小企业业务的加入使得个人及零售银行部在结算交易业务和租赁业务方面取得较快发展，多年来，公司零售业务收入一直保持稳定较快增长。

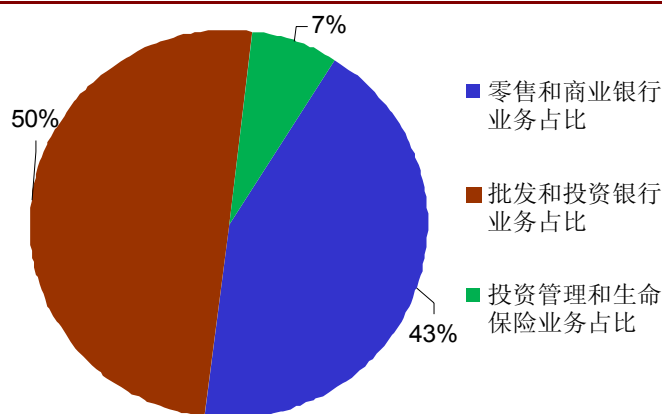
02 年以来，随着非洲经济越来越快的融入经济全球化浪潮，标准银行公司及投资银行业务及时抓住这一历史机遇，重点加大海外业务和贸易融资方面投入，获得迅速发展。2002 年，公司及投资银行部实现利润 19.3 亿南非兰特，占集团总收入 35%，而到 2007 年，公司及投行部利润达 67.7 亿南非兰特，占集团总收入比达 50%。

图 7：2002 年南非标准银行收益业务结构



资料来源：SBK annual report，招商证券研发中心

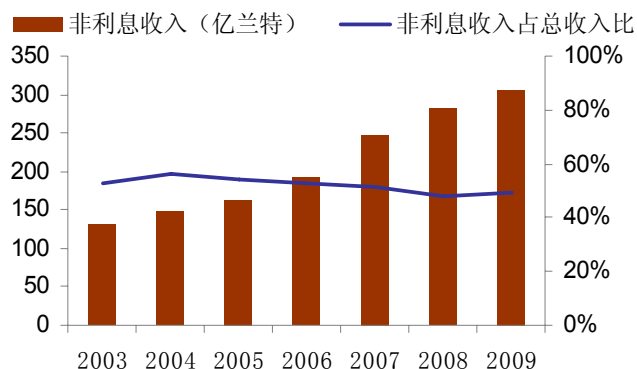
图 8：2007 年南非标准银行收益业务结构



资料来源：SBK annual report，招商证券研发中心

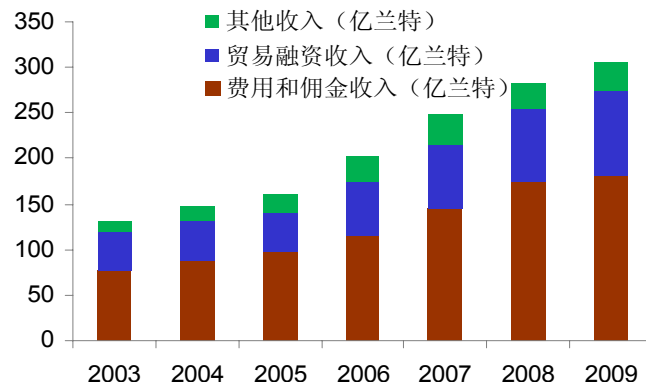
而通过在投资银行、财富管理方面积极的多元化扩张，公司非利息业务收入占总收入比重已常年保持在 50%左右的水平，这也大大降低了公司收入因为利率周期性变化而导致的营业收入波动。

图 9：南非标准银行非利息收入与非利息收入占比



资料来源：SBK annual report, 招商证券研发中心

图 10：南非标准银行非利息收入结构情况



资料来源：SBK annual report, 招商证券研发中心

扎根南非和非洲，稳步推进全球化战略

过去的二十年中，南非标准银行通过不断收购和建立新网络，实现了在地域上以南非为基础的全球化战略，通过利用领先业务及优势在非洲其他国家快速收购并整合，依托其地域优势快速在海外设点和收购，大力发展国际金融业务，在迅速扩张的同时保证了较好的盈利能力。

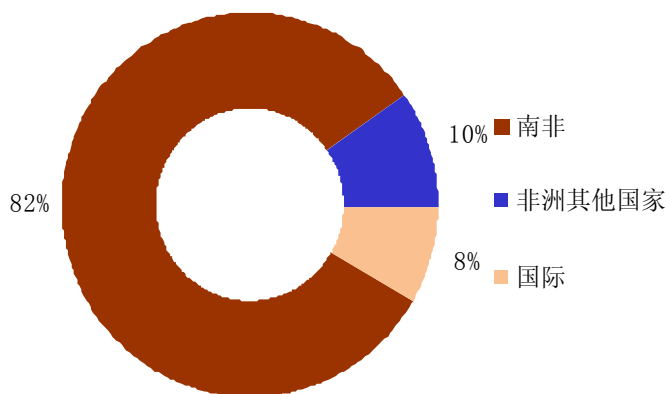
进入 90 年代，标准银行加快了国际化扩张步伐。1992 年公司在英国的银行营业牌照，并收购了非洲 10 个国家从事银行业务的相关公司，为快速占领非洲大陆市场，成立 Stanbic Africa 子公司，专门负责开发南非以外的其他非洲国家银行业务。1992 年南非本土业务收入占标准银行总收入比重达 92%，通过十年时间快速在世界其他国家和地区收购和建立网络，标准银行国际业务（贸易融资、国际结算、资金管理和外汇交易业务等）快速增长。2002 年，南非本土业务占总收入比降至 82%，而非洲其他国家业务占总收入比达 10%，非洲以外业务收入占比 8%。而到 2008 年，公司南非以外业务收入占总收入比已经达 28%，其中非洲其他国家收入占比达 10%，非洲以外国家占比达 13%，通过长期的坚持和稳步推进，公司国际化战略取得了巨大成果。

图 11: 南非标准银行扩张历史



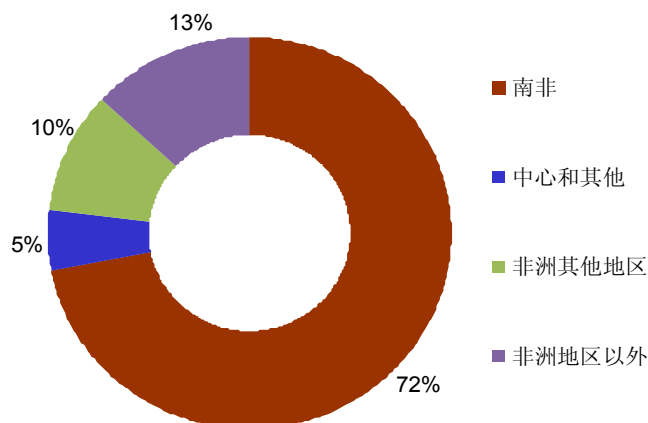
资料来源: SBK annual report, 招商证券研发中心

图 12: 2002 年南非标准银行营业收入地理分布情况



资料来源: SBK annual report, 招商证券研发中心

图 13: 2008 年南非标准银行营业收入地理分布情况

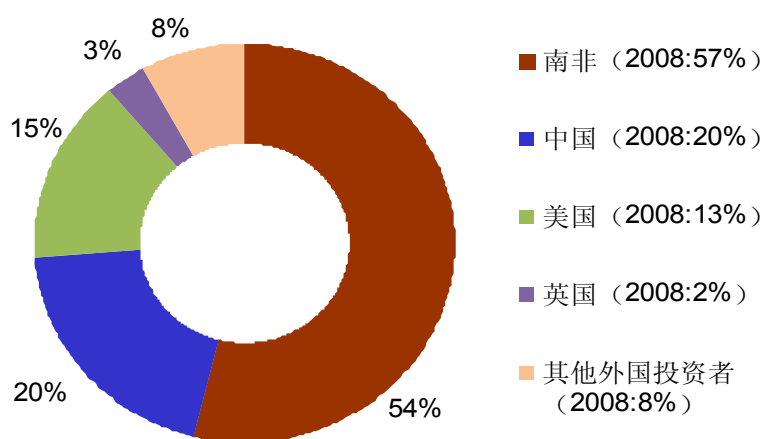


资料来源: SBK annual report, 招商证券研发中心

高效率扩张保证公司长期优秀盈利能力

2000 年以来, 南非标准银行加快了对新兴市场国家银行业务的扩张步伐, 加大对亚洲、南美洲等新兴市场国家的业务投入。在公司业务快速国际化的同时, 也积极推动股东结构国际化。特别值得注意的是 2007 年, 中国工商银行出资 54.6 亿美元, 购买南非标准银行 20% 的股权, 一举成为南非标准银行最大股东, 为中国和非洲在经济业务深入合作架起了金融桥梁。这也有利于标准银行快速与中国市场建立联系, 扩张在中国的金融业务。

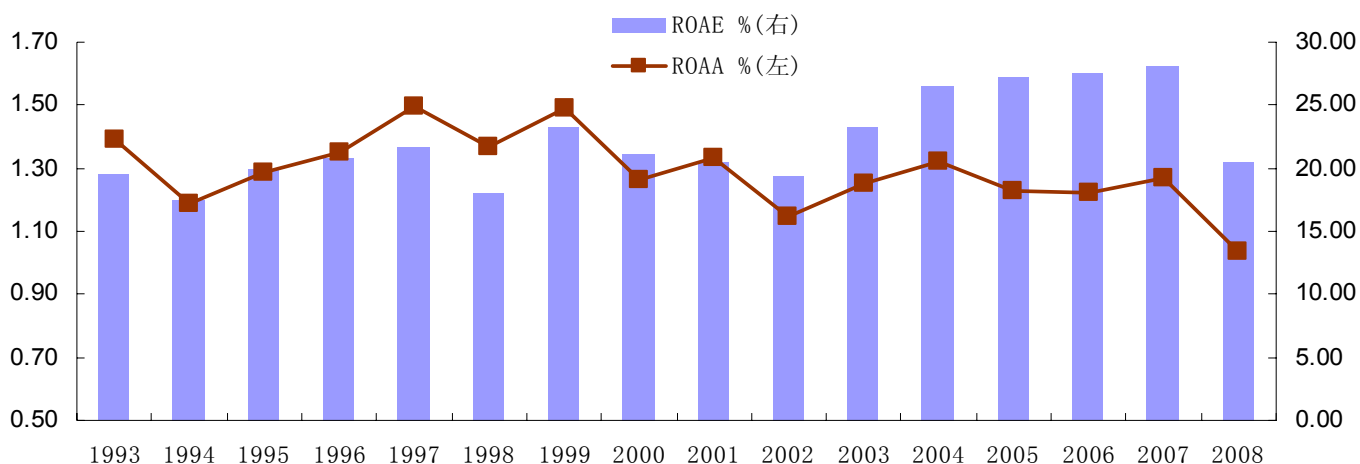
图 14: 2009 年南非标准银行股东结构地区分布情况



资料来源: SBK annual report, 招商证券研发中心

公司始终坚持在并购的同时利用自身优势快速整合的原则, 即将全面多样化的金融产品领先优势在非洲大陆国家收购和建立的网络中快速复制, 利用南非在非洲贸易全球化浪潮的优势快速在海外收购和设点发展国际业务, 这使得公司盈利能力始终保持在较高水准。近 20 年公司 ROA 水平长期保持在 1.2% 左右, ROE 水平长期保持在 25% 左右。

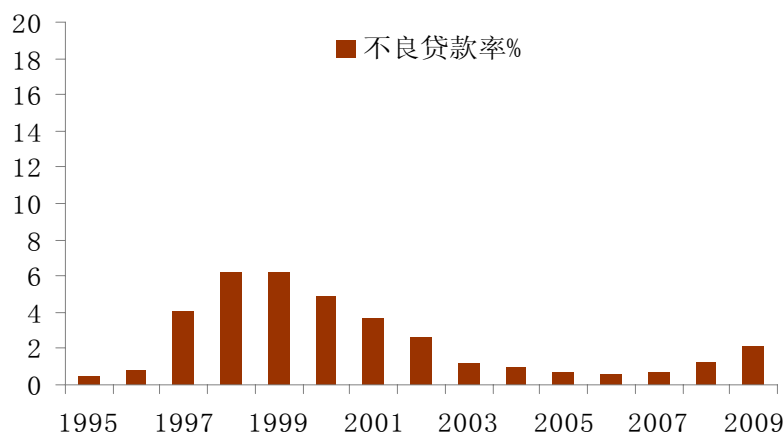
图 15: 南非标准银行 ROA、ROE 水平



资料来源: SBK annual report, 招商证券研发中心

此外, 公司长期以来积极参与南非政府“BEE”政策(提高黑人经济实力计划), 加大对优秀黑人员工的提拔和任用、并在人力资源激励和风险管理控制等方面做了大量工作, 保证公司在快速扩张的同时保持较高效率和较好的资产质量。

图 16: 南非标准银行近年来资产质量保持良好

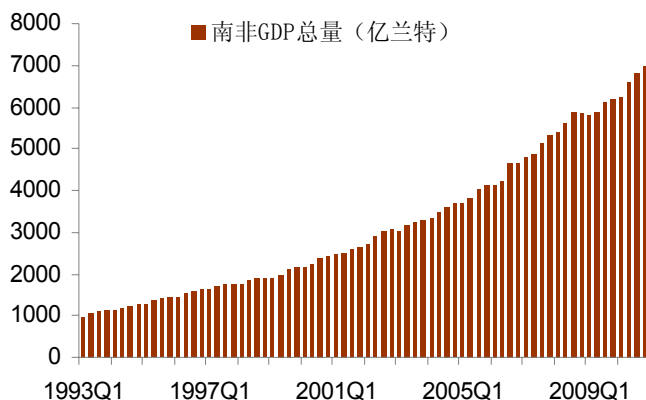


资料来源: SBK annual report, 招商证券研发中心

非洲金融资本崛起与南非标准银行壮大

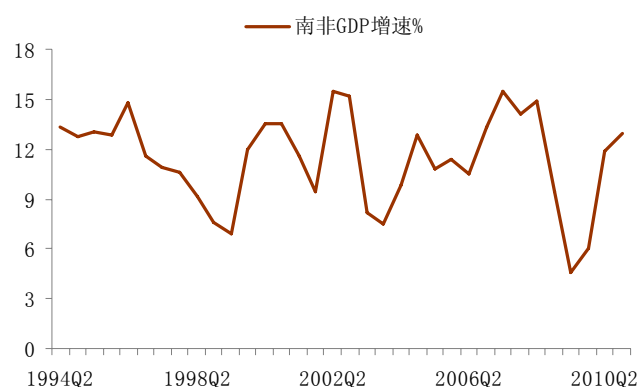
传奇的诞生离不开历史与机遇的支持。我们回顾南非标准银行近 20 年成长历程, 公司的成长壮大离不开南非及非洲经济的快速增长及全球化趋势下南非及非洲国际贸易的巨大发展。

图 17: 南非近 20 年 GDP 总量



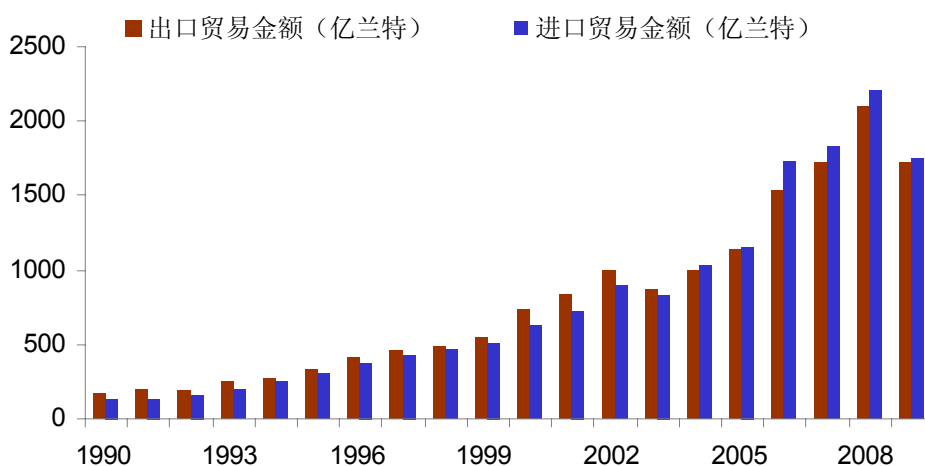
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 18: 南非近 20 年 GDP 增速



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 19: 南非近 20 年进出口贸易量



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

纵观历史,金融资本支持是一个经济体迅速发展的重要条件。而经济快速发展又为金融企业成长提供了良好的经营环境,两者相辅相成。而金融资本的崛起和对经济发挥支持作用必然需要通过实力强劲的金融机构经营与扩张以实现。时势造英雄,南非及非洲经济的增长客观上需要有优秀金融机构参与和支持。过去 20 年,正是南非及非洲经济体以投资、资源贸易为重心的快速增长,使得南非标准银行抓住历史机遇,以其领先和坚定的战略、优异经营管理水平造就了其 20 年 36 倍的传奇。而作为最新的金砖国家,南非未来经济增长潜力十足,相信标准银行未来仍将续写传奇。

腾飞之力: 中国金融资本的崛起与金融企业成长

中国金融资本崛起的必然性。2010 年,中国 GDP 总量 39.8 万亿人民币,约 6.01 万亿美元,已居世界第二位。但中国人均 GDP 仍只有约 4500 美元,无论是从人口总量角度还是从增长空间角度,我们认为未来中国 GDP 总量仍有非常巨大增长潜力。(如果人

均 GDP 未来增加至 1 万亿美元，那么中国的 GDP 总量将增长至约 14 万亿美元，未来 GDP 总量超过美国成为世界第一并不是遥不可及）。

但我们也要注意，经济总量的大小并不能代表一个国家真正实力（1840 年中国 GDP 总量世界第一），将巨大的经济总量辐射到经济影响力和经济活动话语权是增强经济实力的重要课题，而这一过程必然要求金融资本的强势崛起。只有通过金融资本运作扩大货币辐射范围和经济活动话语权，将经济影响力从量的广度转化到质的深度，才能真正实现从经济大国向经济强国的转变。

中国金融企业成长的巨大潜力。过去 10 年，中国 GDP 实现了平均每年 10.5% 的快速增长，良好的宏观经营环境使得中国银行业在规模和盈利能力方面都实现了飞速成长；2010 年，中国银行业资产规模 95.3 万亿，净利润 8891 亿，分别是 2003 年的 3.45 倍和 28.68 倍。未来 10 年，中国人均 GDP 仍有巨大提高空间，经济总量保持平稳增长仍可期。这一趋势下，中国金融企业未来成长潜力巨大。一方面，巨量 GDP 和经济体顺畅运行必然需要大量信贷资金和金融活动支持，巨大的金融需求使得金融企业未来有较大市场成长空间；另一方面，将经济总量辐射到经济影响力和经济活动话语权必然需求强势的金融企业通过经营和积极扩张加以实现，中国金融资本崛起客观上需要强势金融企业不断发展壮大。

过去的几年，我们已经看到，一些领先的中国金融企业已经开始积极的进行多元化尝试和国际化布局，工商银行 2007 年出资 54.6 亿美元收购南非标准银行 20% 股权就是这一系列活动中非常精彩的一笔。我们有理由相信，随着未来中国经济和金融资本崛起，中国金融企业必将不断增强自身实力以在全球竞争中获得自己的地位。因此，从长期角度看，中国金融企业未来在资本市场表现是非常值得期待的。

表 1：中国金融企业国际化扩张轨迹

	公司	收购/扩张事件	投资金额 (亿元人民币)	进入国家/ 地区
证券	海通证券	2009 年 12 月收购大福证券 60.48% 股权	18.67	香港
	中信证券	2010 年 4 月与东方汇理银行(Credit Agricole corporate and Investment Bank)建立战略合作关系		法国
		2011 年 3 月拟发行境外上市外资股(H)股并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市		香港
	招商证券	2007 年 2 月，招证控股(香港)出资 100 万美元改组华美公司并持有 50% 股权	129.03	香港
		2008 年 1 月招商投资(香港)收购招商大福资产管理公司 51% 股权	236.76 万元	香港
银行	工商银行	2010 年 1 月，招商投资管理(香港)收购招商大福资产管理公司剩余 49% 股权	1379.75 万元	香港
		1993 年设立中国工商银行(阿拉木图)股份公司	2.27	哈萨克斯坦
		1998 年 1 月设立工商东亚金融控股有限公司	1.24	香港
		2003 年 9 月设立中国工商银行(伦敦)有限公司	16.55	英国
		2006 年 9 月设立中国工商银行卢森堡有限公司	9.88	德国
		2007 年 9 月中国工商银行(印度尼西亚)有限公司	9.76	印度尼西亚
		2007 年 10 月收购南非标准银行 20% 股权	338	南非
		2007 年 10 月设立中国工商银行(莫斯科)股份公司	3.01	俄罗斯
		2007 年 12 月购买工银亚洲股权和认股权证	20.78	香港

中国银行	2008 年 4 月设立中国工商银行(中东)有限公司	3.5	阿联酋
	2008 年设立工银国际控股有限公司	8.64	香港
	2009 年 6 月收购加拿大东亚银行股权	4.98	加拿大
	2009 年整合设立中国工商银行(澳门)股份有限公司	77.8	澳门
	2009 年 11 月中国工商银行马来西亚有限公司	6.68	马来西亚
	2010 年 3 月要约收购泰国 ACL 银行股权	35.57	泰国
	2010 年 7 月私有化工银亚洲	221.62	香港
	2010 年 11 月设立工银金融服务有限责任公司	3.35	美国
	2011 年 1 月收购美国东亚银行股权	9.22	美国
	1980 年 9 月设立中银信用卡(国际)有限公司	3.49	香港
	1992 年 7 月设立中银集团保险有限公司	41.61	香港
	1993 年 5 月设立中银集团投资有限公司	359.5	香港
	1997 年设立中银集团信托人有限公司	1.63	香港
	1998 年 7 月设立中银国际控股有限公司	37.8	香港
	2001 年 9 月设立中银香港(控股)有限公司	370.14	香港
	2001 年 9 月设立中银香港(集团)有限公司	369.15	香港
	2004 年设立中国银行(英国)有限公司	21.26	英国
	2006 年 10 月收购中银航空租赁(私人)有限公司	76.27	香港
	2009 年设立联光投资有限公司	0.00	香港
	中国银行(香港)有限公司	312.78	香港
建设银行	南洋商业银行有限公司	5.09	香港
	集友银行有限公司	1.54	香港
	澳门大丰银行有限公司	5.53	澳门
	2006 年 12 月设立建银国际(控股)有限公司	6.04	香港
	2007 年投资昆士兰联保保险有限公司	0.19	香港
农业银行	2007 年设立新建发有限公司	3.83	香港
	2009 年设立中国建设银行(伦敦)有限公司	13.61	英国
	中国建设银行(亚洲)股份有限公司	65.5	香港
保险	2009 年 11 月设立农银国际控股有限公司	16.86	香港
	农银财务有限公司	5.9	香港
中国平安	2007 年 11 月起逐步购买富通集团 4.81% 股权	238.7	比利时
	2008 年 4 月购买富通资产管理公司 50% 股权(后因金融危机终止)	240.2	比利时
	2010 年 8 月南非健康险公司 Discovery 购入平安健康险公司 20% 的股份	2.0	南非
	2008 年 3 月财务投资: 认购美国 VISA 占新发行股票 1.4% 的股份	18.2	美国

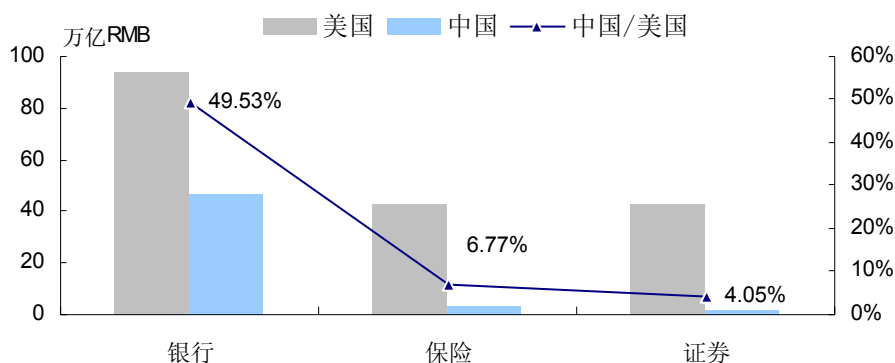
资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

南非标准银行的成长中, 投行业务的贡献功不可没。混业经营体制下, 传统存贷业务和投行业务互有所补, 相得益彰, 尤其是投行业务的多元化和创新化使其在南非整体经济和资本市场发展的大背景下实现了高速扩张。我国证券公司当前的盈利还主要集中在经纪和承销等传统业务上, 但自从去年以来各种创新措施陆续出台, 而资本市场本身的体量和完整度也趋于成熟, 支撑证券公司开展创新业务的基础形成。我们认为, 经过一年的孕育, 配合转融通、国际版、新三板等政策出台, 我国证券公司将进入新的发展阶段。

从规模上来看, 我国证券行业还具长足发展空间。美国证券公司 08 年总资产规模 4.4

万亿美元,占美国 GDP 的比重为 30%。韩国证券公司的总资产占商业银行的 13%左右,日本证券公司的净资产规模约占商业银行的净资产的 20%,证券公司的杠杆一般比银行高,则总资产的相对比例将进一步上升。而我国证券公司资产仅占银行资产的 2.9%。与美国进行横向对比,我国银行业、保险行业和证券行业的资产规模相当于美国的 50%、6.8%和 4%,证券行业的差异度最大。

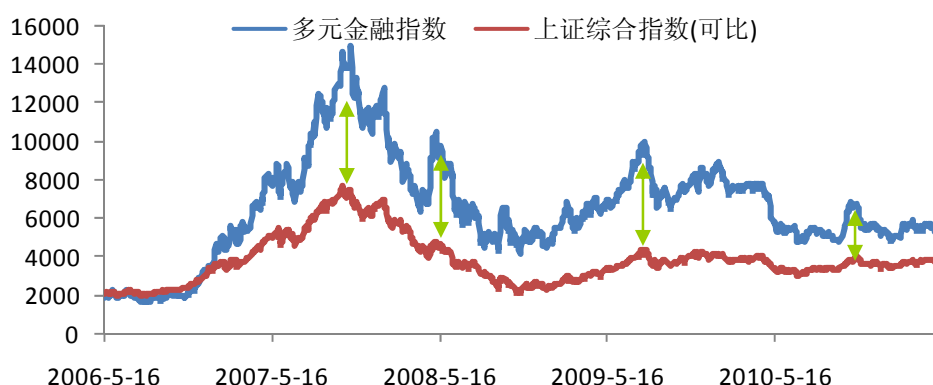
图 20: 从资产规模来看,证券行业与美国的差距最大(2007 年数据)



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

基于业绩和行情的双重依赖于股市表现,证券行业的高弹性在牛市中将带来超额受益。在 06 年至今的多次行情中,多元金融指数的涨幅约为上证指数的 2 倍左右。从基本面来看,创新业务将增加券商盈利的新来源,多元化有利于平滑波动,稳定业绩预期,而一旦行情展开,交易量的增加和股指上涨将立刻反映到公司经纪和自营业务收入的中,盈利的预期将会立刻逆转,迎来盈利和估值的双重上升行情。我们认为,当前对券商股的估值较充分反映了对费率的悲观预期,而未来在行政监管和行业盈利模式提升的作用下,费率下降空间已经大幅缩减,而创新业务带来的向上增量空间却并未反映,我们推荐能充分受益创新业务发展的中信和海通证券。

图 21: 证券股票在牛市期间大幅跑赢指数



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

而正如我们上文提到,南非标准银行的崛起与壮大某种意义上说是非洲经济与金融资本崛起的客观要求。由此来看,中国银行业未来继续成长壮大潜力巨大。一方面,从人均 GDP 增长角度来看,中国 GDP 总量未来仍有成倍的增长空间,巨量 GDP 和经济体顺畅运行必然需要大量信贷资金和金融活动支持,而巨大的金融需求使得银行未来有较大市场成长空间;另一方面,将经济总量辐射到经济影响力和经济活动话语权必然需求强

势的金融企业通过经营和积极扩张加以实现，中国金融资本崛起客观上需要强势金融企业不断发展壮大，而银行正是执行这一历史使命的最佳载体。

我们认为，大银行的投资价值已凸显。从长期来看，诸如工商银行等大型金融企业通过积极稳健的国际化扩张活动是扩大国家经济、货币影响力和话语权的优良途径。工商银行的崛起和不断壮大有其深层的历史意义。

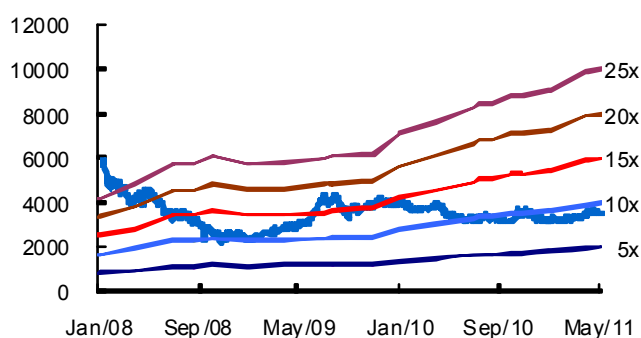
而从短期的情况来看，目前 CPI 仍处于高位，5、6 月份货币政策紧缩仍将持续，而这一背景下大型银行吸引力凸显：1) 经济资源一般不会逆政治体系配置，四大行的地位决定了在经济资源相对紧张时，会获得更强谈判地位。2) 遍布全国的几万家营业网点是其难以替代的核心竞争力，其结算与日常服务的便利性保证了其无法撼动的存款和结算业务优势。政策收紧资金紧张的行业背景下，其存款优势对息差提升作用更加凸显。3) 安全的估值、稳定的增长和分红政策使得大型银行股利收益率非常可观，工行、建行、中行分红率都近 40%，股息收益率超过 4%。我们最为推荐工商银行和农业银行。

此外，我们相信今年以来持续强烈推荐的民生银行（《民生银行深度报告—双重低估、空间巨大》2011/3/16）未来仍将有非常好的市场表现。这家专注于小微金融、定位明确的中型银行未来的增长潜力也是非常值得期待的。

结论：

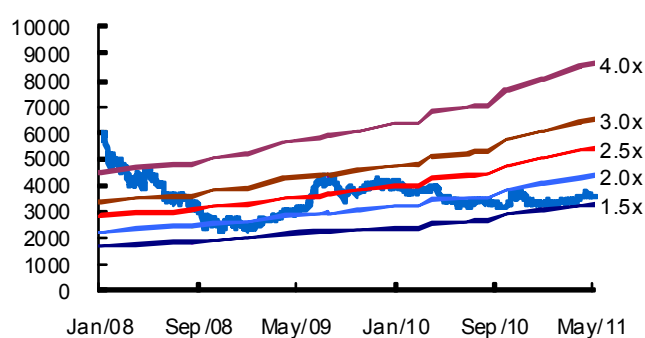
我们坚定的看好中国金融业在全球崛起的历史机遇，也相信未来金融股的表现会超越市场，获得持续的收益。虽然年初到现在，金融股已经上涨一波。（我们有《有多少底部可以重来？》的深度报告），此时在调整中加仓金融股依旧为时不晚。再次强调，大盘蓝筹会是今年持续的明星，我们隆重推出“金六股”组合：工商银行，农业银行，民生银行，中信证券，中国平安，中国太保！

图 22：银行业历史PEBand



资料来源：招商证券研发中心

图 23：银行业历史PBBand



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《银行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？》2011/04/06
- 2、《茶杯风波与大象之舞—管窥韩国储蓄银行挤兑危机》2011/03/07
- 3、《银行业 2011 年度策略：带刺的玫瑰？不良贷款压力下的银行投资》2010/11/26

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，**CFA**：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，2010年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。