



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年5月31日

金融行业

研究部

王松柏¹

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080511030003
wangsb@cicc.com.cn

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

谁能胜出?

脱媒背景下金融行业的演变

投资建议:

未来五年中国投融资体系的变革将继续深入,我们预计银行、保险、证券三个行业的增速将逐步趋同,但是子行业内机构的分化将加剧,胜出者或者具有渠道和客户优势,或者具有产品创新和金融服务能力。综合分析,我们认为中信证券、民生银行、中国平安、农业银行、安信信托将成为脱媒背景下的相对受益者,有望实现两年翻倍,成为金融业的长期投资组合。

主要理由:

投融资体系将逐步呈现出融资结构多元化、投资产品复杂化的特征。金融脱媒深化导致银行贷款在社会融资总量中的占比过去5年下降了27.3个百分点,直接融资占比提高了4.3个百分点,未来5年仍将提升8.8个百分点。同时,理财产品快速发展,相对基础金融资产的比例显著提升,未来5年的复合增速也将达到22%。银行和信托过去5年成为主要的受益者,市场份额大幅提升。

监管制度变化将给证券公司业务带来巨大发展空间。目前证券行业受到较为严格监管,目前已经开展的创新业务均受到严格限制:集合资产管理业务仍采取审批制、直接投资业务资金来源仍仅限于证券公司自有资金、融资融券业务转融通环节尚未推出且目前限制融资融券标的和设定准入门槛、股指期货业务目前也设定准入门槛。目前尚未开展的备兑权证业务、OTC股票市场扩容、股指期货业务均拥有广阔发展前景。

脱媒环境对银行的负面影响低于预期,具备渠道/客户优势和风险定价能力的银行能够胜出。在债券承销市场,商业银行占据70%左右的市场份额;同时,银行也积极转变贷款客户结构,大力发展中小企业贷款和个人贷款。此外,银行也通过积极发展表外业务部分规避了脱媒的影响,过去5年在社会融资总量中的市场份额只下降了2.9个百分点。从理财产品上看,商业银行大约销售了65%的理财产品,而且这种渠道优势将难以撼动。往前看,金融脱媒深化将导致存款稀缺性上升、贷款客户结构下移,拥有销售渠道和存款成本优势的大型银行、较强风险定价能力的中小型银行将获得较好增长。

保险公司将受益于可投资资产类别的增加,能够整合渠道和产品的保险公司拥有更大的胜算。寿险公司未来一段时间将进入渠道和产品的转型期,拥有渠道优势同时能够具备强大产品设计能力的公司会最早进入新的发展阶段。

证券业是金融脱媒和管制放松的受益者,具备先发优势和资本优势的公司更有前景。衍生金融资产和资产证券化成为金融资产扩容的最主要驱动因素,这将给证券公司带来广泛的业务发展机会。同时,监管目前采取的“扶优限劣”措施将在传统业务和创新业务两个方面进一步拉开证券公司之间的差距,大型证券公司在传统业务领域将不断挤占中小型证券公司市场份额,在创新业务领域将拥有先发优势和资本优势。

¹报告贡献人: 黄洁(huangjie@cicc.com.cn)

目录

脱媒环境下金融业竞争格局的相对变化	4
金融脱媒深化导致银行体系表外融资与直接融资面临持续发展机会	4
衍生金融资产和资产证券化将是金融资产扩容的最主要来源	4
理财产品日益成为金融机构竞争重要手段.....	7
银行业在投融资体系变革中受损程度将较为有限.....	8
保险业将受益于金融资产扩容	9
信托公司依托其无可比拟的牌照优势将获得持续规模增长.....	9
证券业是投融资体系变革的最大受益者	10
监管制度变化对金融机构发展前景产生重大影响	11
监管制度变化将给证券公司业务带来巨大发展空间	11
资本监管趋严将对商业银行产生一定负面影响	13
金融子行业增速将逐步趋同、但银行业和证券业将有结构性机会	15
商业银行增速将从 20%+降至 15%左右、拥有销售渠道和存款成本优势的大型银行、较强风险定价能力的中型银行将获得较好增长.....	15
保险公司增速将从 25%+降至 15%左右、能够有效整合产品和渠道的保险公司将获得更好发展机会	16
证券公司增速取决于创新业务推进速度、大型证券公司将在今后继续提升竞争优势	16
投融资体系大变革下的投资组合	18
中信证券（600030.CH 推荐）	18
民生银行（600016.CH 推荐）	18
中国平安（601318.CH 推荐）	18
农业银行（601288.CH 推荐）	18
安信信托（600816.CH 无评级）	18

图表目录

图表 1：社会融资总量及其构成	5
图表 2：基础金融资产（人民币存款、政府债券、企业债券、股票）规模.....	5
图表 3：基础金融资产（人民币存款、政府债券、企业债券、股票）构成.....	6
图表 4：WFE 股指期货、股指期货交易量和股票交易额	6
图表 5：按揭贷款资产和汽车贷款资产	6
图表 6：理财产品（银行理财产品、基金、集合理财产品、信托资产、保险资产）规模.....	7
图表 7：理财产品（银行理财产品、基金、集合理财产品、信托资产、保险资产）构成.....	7
图表 8：商业银行的企业债券承销市场份额	8
图表 9：商业银行贷款结构	8
图表 10：金融机构营业网点和营销人员对比	9
图表 11：理财产品销售渠道	9
图表 12：股票融资对市值增长贡献	10
图表 13：资产管理业务参与者竞争现状	11
图表 14：融资融券余额及占市价总值比重	12
图表 15：股指期货交易额及占股票交易额比重	12
图表 16：权证交易额及占股票交易额比重	13
图表 17：2010 年上市商业银行资本充足率、杠杆率比较	13
图表 18：2010 年上市保险公司偿付能力充足率、杠杆率比较	14
图表 19：2010 年上市证券公司净资本率、杠杆率比较	14
图表 20：2010 年上市商业银行营业网点数量和存款成本比较	15
图表 21：2010 年上市商业银行非按揭零售贷款占比	15
图表 22：上市保险公司业务范围比较	16
图表 23：证券行业营业收入及构成	16
图表 24：2010 年上市证券公司净资产	17
图表 25：银行/保险/证券行业总资产和收入的占比变动	17

图表 26: 证券行业估值表.....	19
图表 27: 保险行业估值表.....	19
图表 28: 银行业估值表	20

脱媒环境下金融业竞争格局的相对变化

金融脱媒深化导致银行体系表外融资与直接融资面临持续发展机会

社会融资总量过去两年经历了超常规增长，未来几年增长可能较为有限，内部结构调整将会成为主要特征。2003 年社会融资总量出现了超常规增长，但之后两年的社会融资总量徘徊在较低水平。2008 年的金融危机使社会融资总量在 2009 年再次超常规增长，我们预计社会融资总量将难有明显增长，内部结构调整将成为主要特征。

银行贷款在社会融资总量中的占比呈现持续下降的趋势。受到银行贷款监管趋严、资本市场监管逐步放松的影响，银行贷款在社会融资总量的占比从 2002 年的 95.7% 快速下降到 2010 年的 58.5%，占比下降 37.2 个百分点。如果进一步剔除零售贷款，银行贷款在社会融资总量的占比从 2002 年的 83.2% 快速下降到 2010 年的 38.3%，占比下降 44.9 个百分点。

银行体系表外融资在社会融资总量中的占比提升最明显。银行贷款监管趋严使银行体系表外融资（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）产生了明显的替代效应，银行体系表外融资在社会融资总量中的重要性迅速上升。受到银行贷款额度受限、资本充足率等监管政策的影响，导致银行贷款始终处于供给不足的状态，商业银行为此大力发展了表外融资。商业银行表外融资占社会融资总量的比重从 2002 年的 -2.6% 快速提升到 2010 年的 26.9%，占比上升了 29.5 个百分点。在今后商业银行贷款额度仍将受限、资本充足率监管的影响下，我们预计银行体系表外融资占比仍将进一步提升。

直接融资在社会融资总量中的占比持续上升。资本市场监管逐步放松使直接融资（企业债券、非金融企业股票）在过去几年呈现出爆发式增长的态势，直接融资在社会融资总量中的占比逐年上升。受益于过去几年信用体系的逐步完善和发行渠道的逐步拓宽，企业债券融资规模在 2005 年之后取得了跨越式发展；非金融企业股票融资规模受益于股权分置改革在 2006 年后实现了质的突破。直接融资在社会融资总量的占比从 2002 年的 4.6% 快速上升到 2010 年的 12.5%，占比上升了 7.9 个百分点。伴随着信用体系的继续完善，我们预计将有更多的大型企业从贷款融资方式转向债权融资方式，进而持续扩大企业债权融资规模；与此同时，尽管大型企业股权融资高峰已过，但是国家对中小型企业的不间断扶植将导致中小型企业股权融资规模不断扩大。

衍生金融资产和资产证券化将是金融资产扩容的最主要来源

基础金融资产增速将逐步下降。1999 年至 2010 年基础金融资产（人民币存款、政府债券、企业债券、股票）复合增长率高达 20.8%，这主要是受到 2006 年至 2007 年股票大幅上涨、2009 年人民币存款超常规增长的影响。今后几年，基础金融资产将难以维持 20% 以上的增长。

人民币存款在基础金融资产中的占比将基本保持稳定。过去十几年基础金融资产结构受到股票牛熊转换影响较大，2000 年至 2005 年股票走熊导致股票在基础金融资产中的占比快速下降，2006 年至 2007 年股票市场迅速走牛导致股票在基础金融资产中的占比快速上升，在今后几年股票不出现大起大落的假设下，人民币存款在基础金融资产中的占比将基本保持稳定。

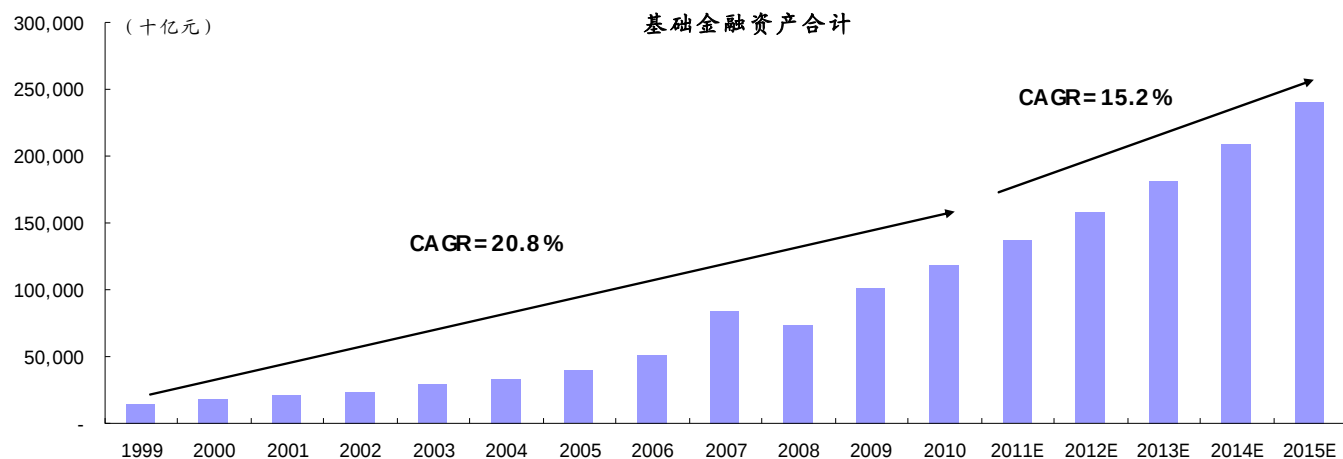
衍生金融资产和资产证券化是金融资产扩容的最主要来源。股指期货、股指期权、备兑权证是近期最有发展潜力的衍生金融资产。从国际经验看，股指期货和股指期权交易量均呈现出超过股票交易额的复合增长率。目前国内仅有一只股指期货品种，随着国内股指期货、股指期权品种的不断增多，我们预计股指期货和股指期权的交易量将保持高速增长。作为国际上重要的衍生金融资产，备兑权证也保持着较高增长速度，受到国内制度限制，目前备兑权证在国内尚未推出，一旦备兑权证制度性障碍扫除，我们预计备兑权证的规模将出现爆发式增长。资产证券化也拥有巨大发展潜力。目前国内仅在前几年小规模试点了银行系统和证券系统的资产证券化，合计规模仅有约 1000 亿元，这与国内超过 5 万亿的按揭贷款资产、超过 1000 亿的汽车贷款资产等贷款资产形成了巨大反差。

图表 1: 社会融资总量及其构成

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
结构 (%)														
银行贷款	95.7	87.7	83.6	85.8	81.8	66.2	72.4	74.7	58.5	58.3	55.9	53.9	52.4	51.2
人民币贷款	92.0	81.0	78.8	82.1	79.3	61.3	71.5	68.1	55.6	55.4	53.1	51.3	49.8	48.7
外币贷款	3.7	6.7	4.8	3.7	2.5	4.9	0.9	6.6	2.9	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
银行体系表外融资	-2.6	7.7	10.1	3.5	10.6	19.9	12.4	11.2	26.9	23.8	24.1	24.4	24.5	24.7
委托贷款	0.9	1.8	11.1	3.4	4.7	5.7	6.2	4.8	7.9	9.5	9.7	9.8	9.9	10.0
信托贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	2.9	4.6	3.1	2.7	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
银行承兑汇票	-3.5	5.9	-1.0	0.1	3.8	11.3	1.6	3.3	16.3	13.0	13.1	13.2	13.2	13.1
直接融资	4.6	3.2	4.1	8.2	5.5	12.0	13.0	12.4	12.5	15.5	17.5	19.1	20.4	21.3
企业债券	1.6	1.6	1.8	7.0	2.1	3.9	8.1	9.2	8.4	10.8	12.6	13.8	14.9	15.5
非金融企业股票	3.0	1.6	2.3	1.2	3.4	8.1	4.9	3.2	4.1	4.7	4.9	5.2	5.5	5.8
其他	2.1	1.5	2.1	2.5	2.1	1.9	2.3	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
社会融资总量	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
融资额 (十亿)														
银行贷款	1,872	3,030	2,402	2,451	3,281	3,924	4,965	10,505	8,337	8,337	8,754	9,191	9,738	10,318
人民币贷款	1,800	2,798	2,264	2,346	3,181	3,634	4,904	9,577	7,924	7,924	8,320	8,736	9,260	9,815
外币贷款	72	231	138	106	100	290	62	928	413	413	434	456	478	502
银行体系表外融资	(51)	266	290	100	425	1,180	850	1,575	3,833	3,402	3,778	4,161	4,559	4,972
委托贷款	18	62	319	97	189	338	425	675	1,126	1,351	1,513	1,664	1,831	2,014
信托贷款	-	-	-	-	84	172	315	436	385	192	221	248	278	311
银行承兑汇票	(68)	204	(29)	3	152	670	110	464	2,323	1,858	2,044	2,249	2,451	2,647
直接融资	90	111	118	234	221	711	892	1,744	1,781	2,213	2,738	3,247	3,782	4,294
企业债券	31	55	52	200	84	231	556	1,294	1,197	1,541	1,966	2,359	2,760	3,118
非金融企业股票	59	55	66	34	136	480	336	450	584	672	773	889	1,022	1,175
其他	41	52	60	71	84	113	158	253	299	340	386	440	502	573
社会融资总量	1,957	3,455	2,873	2,857	4,011	5,928	6,858	14,063	14,251	14,291	15,657	17,040	18,581	20,157

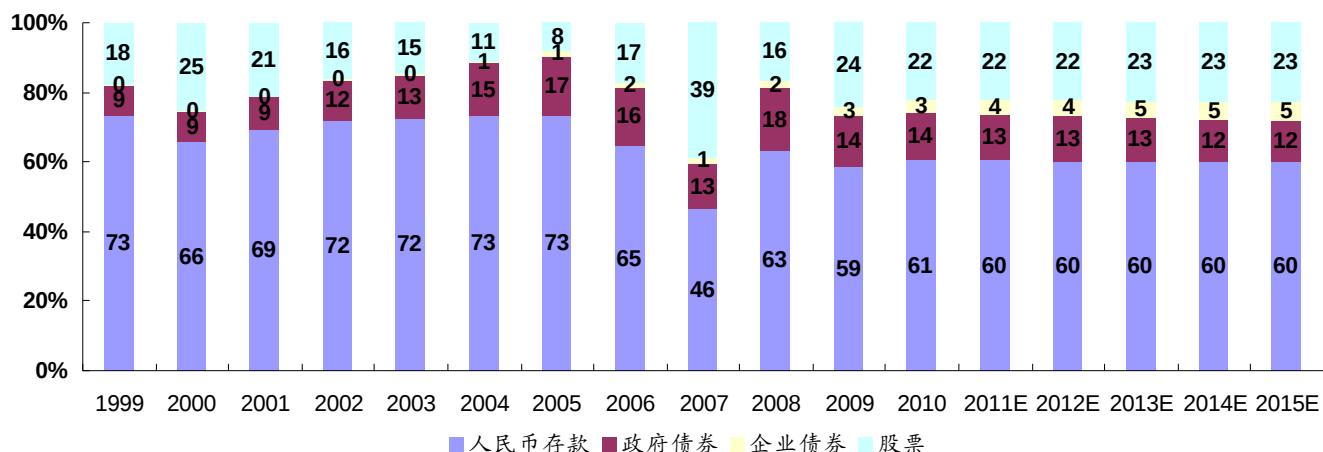
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 2: 基础金融资产 (人民币存款、政府债券、企业债券、股票) 规模



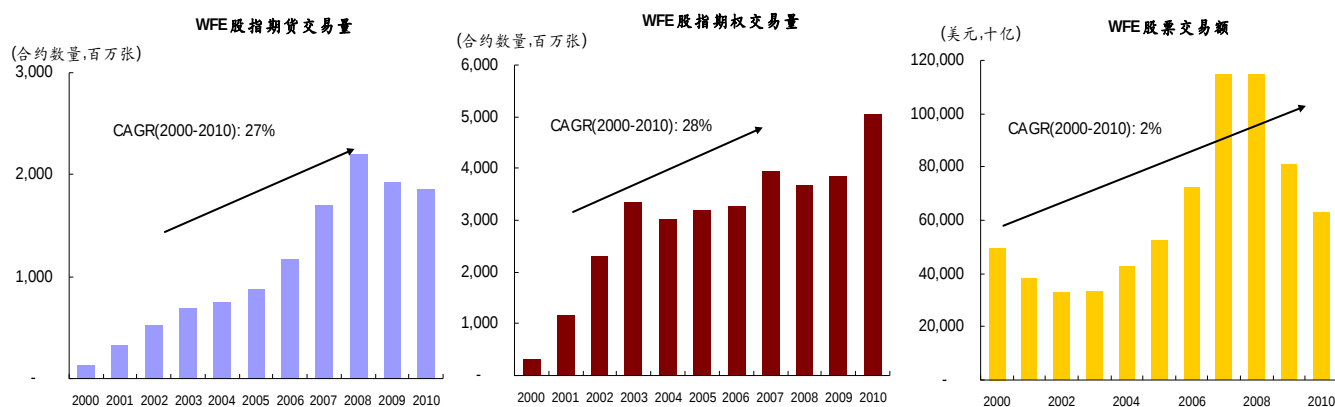
资料来源：WIND 资讯，中国人民银行，中国债券信息网，上交所，深交所，中金公司研究部

图表 3: 基础金融资产（人民币存款、政府债券、企业债券、股票）构成



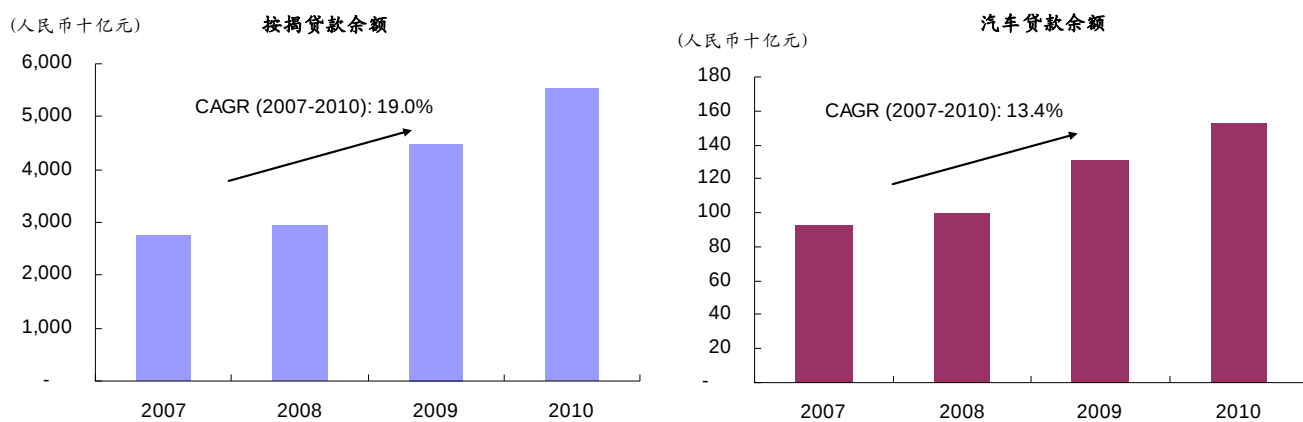
资料来源：WIND 资讯、中国人民银行、中国债券信息网、上交所、深交所、中金公司研究部

图表 4: WFE 股指期货、股指期货交易量和股票交易额



资料来源：WFE、中金公司研究部

图表 5: 按揭贷款资产和汽车贷款资产



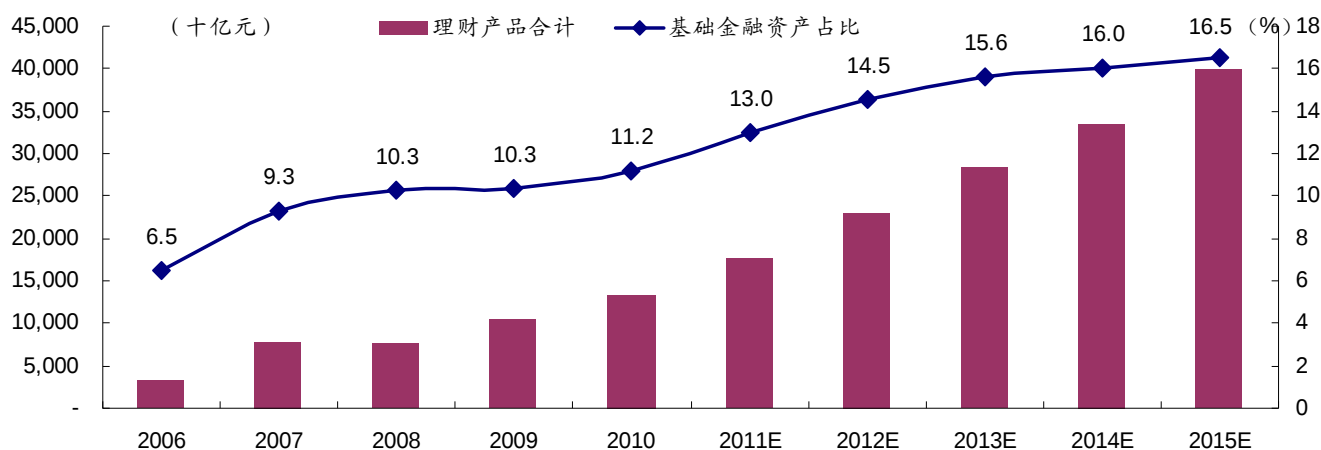
资料来源：Wind 资讯、中金公司研究部

理财产品日益成为金融机构竞争重要手段

由于销售渠道主要掌握在商业银行手中，理财产品日益成为非银行金融机构竞争的重要手段，能否提供较高收益率是理财产品成败的关键。基金公司以股票理财产品作为核心理财产品，2006年至2007年股票市场迅速走牛使基金收益率大幅提升，巨大的财富效应带来了基金产品规模出现爆发式增长。信托公司优势主要在于其灵活性，在不同时候提供给客户不同的理财产品，2006年至2010年信托资产规模持续扩大，但信托产品主流已经从股票二级市场投资转向了实业投资。商业银行以固定收益理财产品作为核心理财产品，2008年以来固定收益理财产品吸引力不断提升是商业银行理财产品规模增加的重要原因之一。

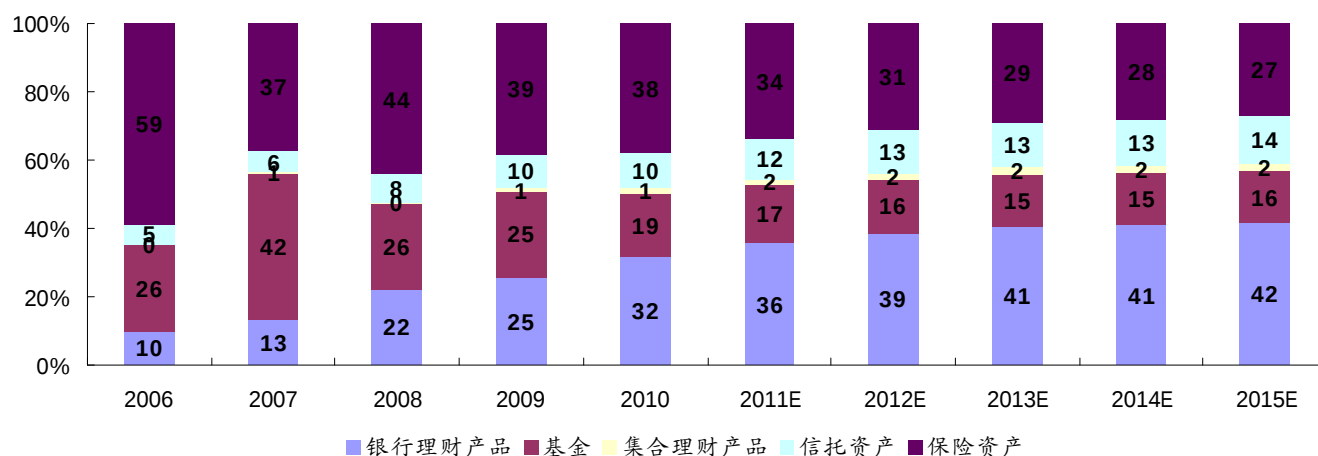
理财产品仍有巨大的发展潜力。理财产品规模从2006年的3.3万亿元大幅提升至2010年的13.3万亿元，理财产品规模与基础金融资产规模的比例也从2006年的6.5%快速提升至2010年的11.2%。随着理财产品品种不断丰富和投资者理财需求的不断发现，理财产品规模将持续保持快速增长。受到中国证监会集合理财产品监管政策逐步放松和金融衍生品种逐步增加的正面推动，我们预计集合理财产品、信托资产规模、银行理财产品有望获得更快的增长速度。

图表6：理财产品（银行理财产品、基金、集合理财产品、信托资产、保险资产）规模



资料来源：WIND 资讯、中国保监会、中国信托业协会、中金公司研究部

图表7：理财产品（银行理财产品、基金、集合理财产品、信托资产、保险资产）构成



资料来源：WIND 资讯、中国保监会、中国信托业协会、中金公司研究部

银行业在投融资体系变革中受损程度将较为有限

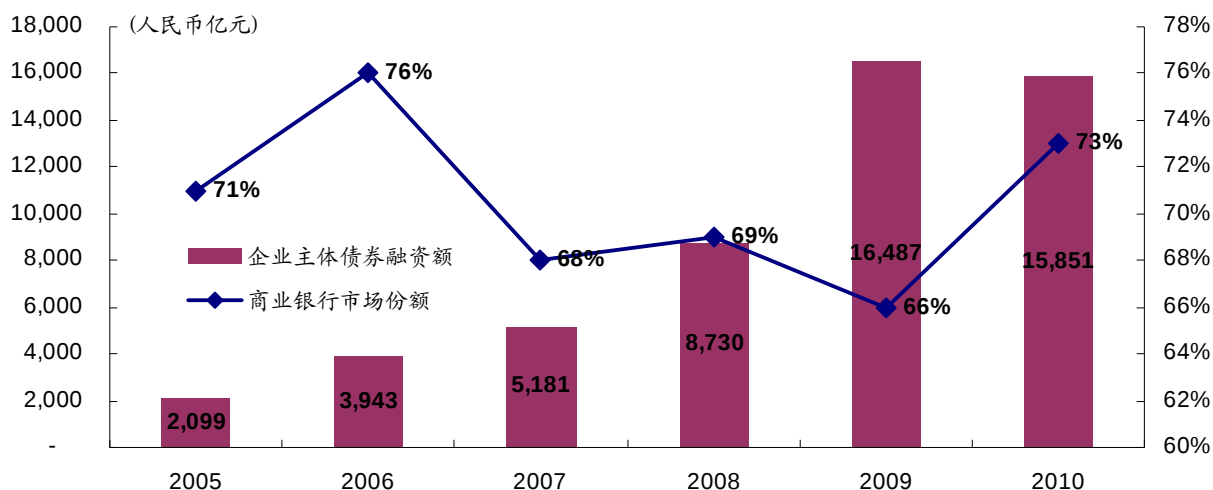
商业银行在大型企业贷款中的损失绝大多数可以通过承销债券和购买债券来弥补。尽管大型企业融资渠道将继续从银行贷款转向企业债券，但是目前商业银行在企业债券承销中的市场份额超过 65%，这意味着商业银行将赚取多数大型企业发行企业债券的承销费。与此同时，作为债券市场的最主要投资者，商业银行也通过持有大型企业发行的企业债券获取票息。

商业银行将从客户结构下移中获得银行贷款持续增长机会。目前中小型企业融资渠道仍极为有限，其融资需求仍未得到有效满足，中小型企业巨大的融资需求将给银行贷款带来持续增长机会。

居民杠杆水平的提升将继续推动银行业发展。目前居民的负债水平仍很低，商业银行雄厚的客户基础使其仍能通过发放按揭贷款、汽车贷款等个人消费贷款、信用卡贷款、以及建立消费金融公司等形式从中受益。

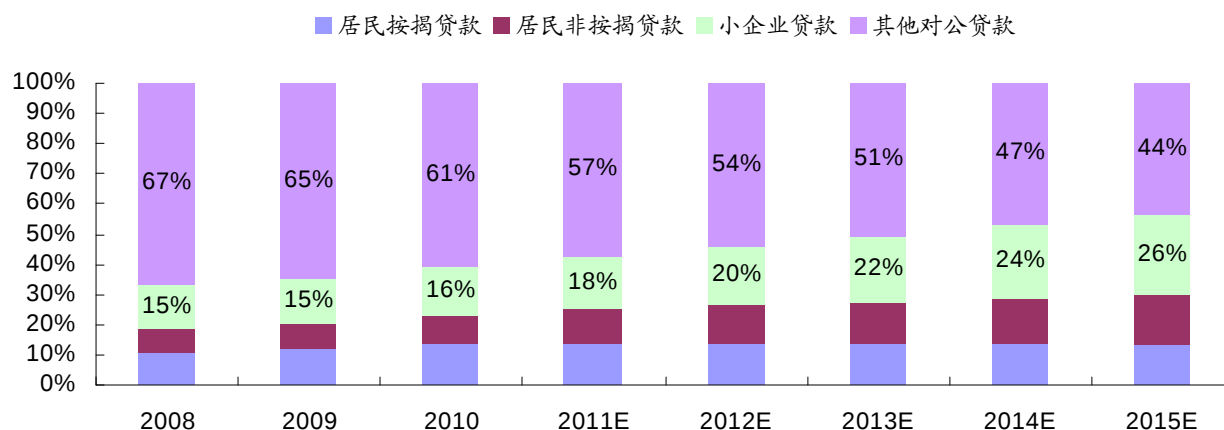
商业银行将凭借销售渠道在资产管理业务领域获得快速发展。商业银行由于历史原因在销售渠道方面拥有绝对优势。从理财产品销售渠道来看，商业银行除了销售银行理财产品之外，还销售了半数以上的基金份额、信托产品、以及寿险产品。如果按此数据简单估算，商业银行销售了 65% 的理财产品。利用在销售渠道方面的绝对优势，商业银行通过代销基金、信托产品、保单收取代销费用，甚至可以进行收益共享。

图表 8：商业银行的企业债券承销市场份额



资料来源：WIND 资讯、中国债券信息网、上交所、深交所、中金公司研究部

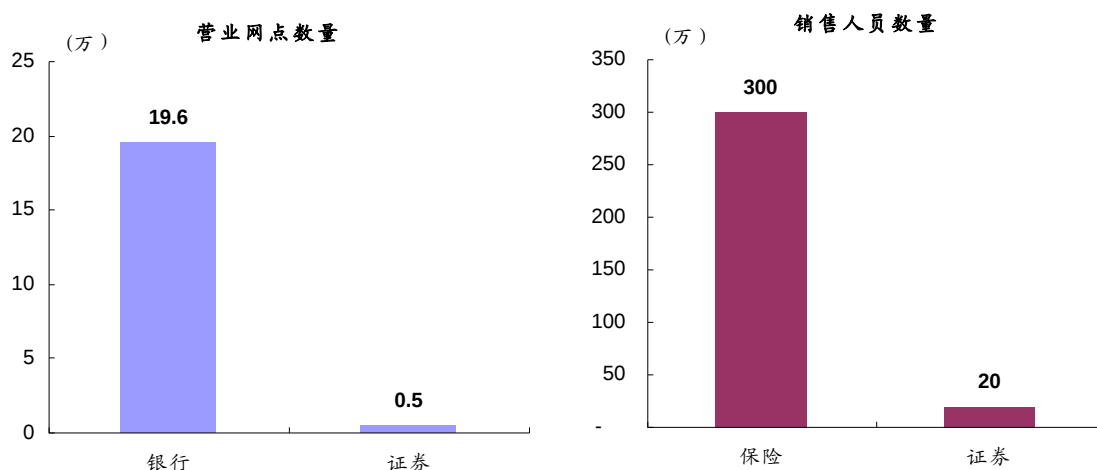
图表 9：商业银行贷款结构



资料来源：中国人民银行、中金公司研究部

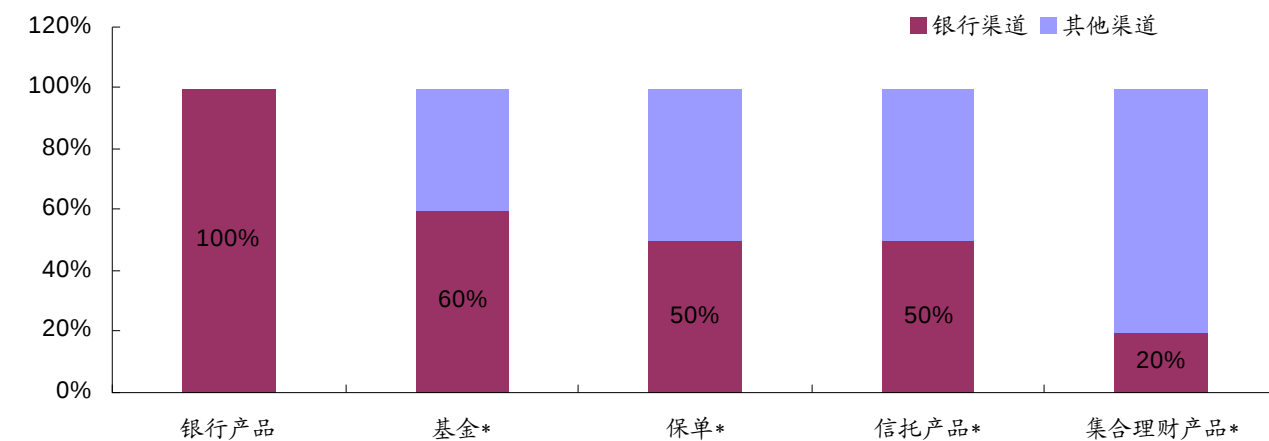
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 10: 金融机构营业网点和营销人员对比



资料来源：中国银监会、上交所、中金公司研究部

图表 11: 理财产品销售渠道



*：中金公司估算

资料来源：中金公司研究部

保险业将受益于金融资产扩容

目前企业债券在基础金融资产中的占比仍然极低、资产证券化亟待发展，企业债券规模扩容和资产证券化扩容有助于保险公司通过资产配置比例调整提升长期投资收益率，进而提升内含价值和新业务价值。

信托公司依托其无可比拟的牌照优势将获得持续规模增长

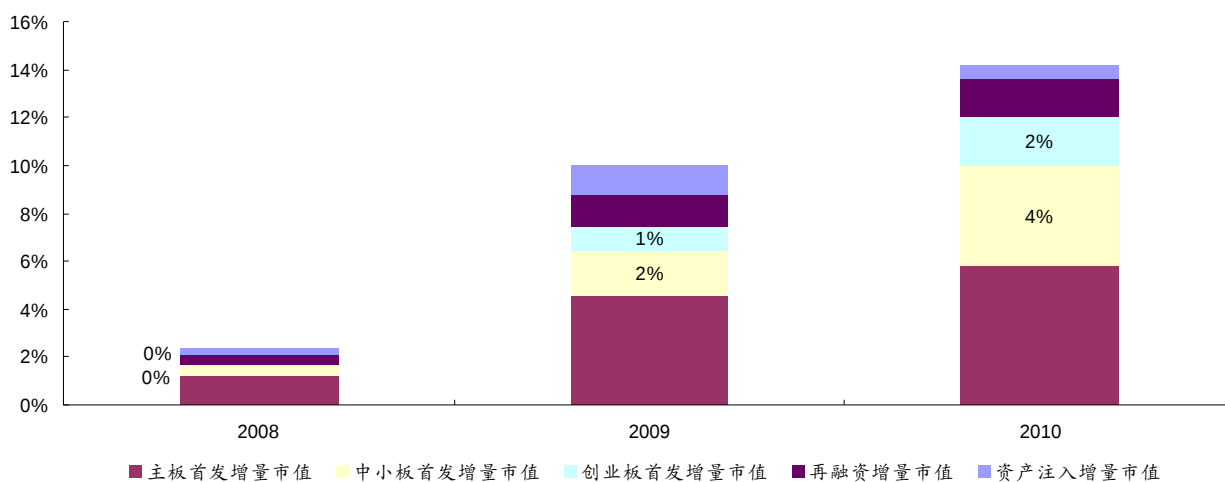
不同于其他金融机构，信托公司既可以是产品提供者，也可以是通道提供者，这使得信托公司在规模扩张上更灵活。从最早的重点发展股票二级市场信托产品，到之后的房地产信托产品和阳光私募信托产品，信托公司依托独一无二的牌照优势，始终可以紧跟投资者需求的变化，导致其规模呈现出持续增长的趋势。在短期内信托公司牌照优势仍难以撼动的前提下，信托公司可以继续通过紧跟投资者需求的变化实现规模持续增长。

证券业是投融资体系变革的最大受益者

证券公司将直接受益于直接融资在融资体系中占比的逐步上升。在企业债券承销方面，尽管证券公司将与商业银行一起分享企业债券承销市场，但证券公司仍将直接受益于企业债券融资规模的增长。在股票承销方面，随着中小板、创业板先后推出，中小型企业 在股票融资中占比越来越重要，这一趋势在 2008 年至今已经非常明显，今后新三板的扩容将进一步激发中小型企业股权融资需求。

证券公司将受益于衍生金融资产的发展。作为股指期货、股指期权的交易通道提供方，证券公司将直接从股指期货、股指期权的交易量增长中获益。作为备兑权证的产品提供方和交易通道提供方，证券公司将直接从备兑权证的发行和交易中获益。

图表 12：股票融资对市值增长贡献



资料来源：WIND 资讯、上交所、深交所、中金公司研究部

监管制度变化对金融机构发展前景产生重大影响

监管制度变化将给证券公司业务带来巨大发展空间

已经开始试点的证券公司创新业务仍有巨大的发展潜力。目前直接投资业务、融资融券业务、股指期货业务已先后试点，但是仍然受到较多的监管限制，一旦监管制度出现放松，这些业务有望呈现出快速发展趋势。

- ▶ **资产管理业务仍然采取审批制。**不同于商业银行、信托公司和保险公司的理财产品，证券公司的集理财产品仍然为审批制，这意味着在准入资格、理财品种、产品数量等诸多方面证券公司资产管理业务都受到严格的监管。最近中国证监会逐步放宽了证券公司在集合资产管理业务准入资格、集合理财产品期限等方面的限制，而中国证监会对集合资产管理业务也有望从审批制改为备案制。

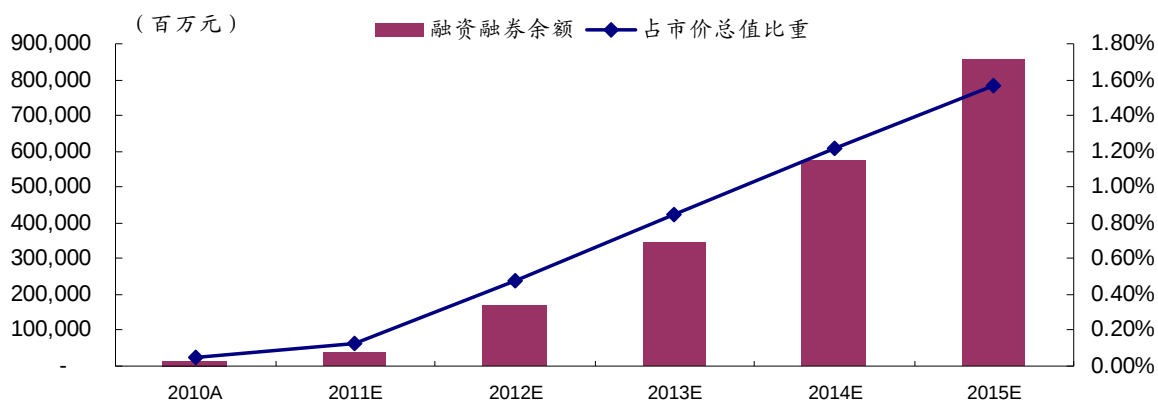
图表 13: 资产管理业务参与者竞争现状

资产管理业务参与者竞争现状							
参与者	监管机构	产品审批	业务范围	产品类型	收费方式	运作方式	最低金额
基金管理公司	中国证监会	核准制	集合资产管理 定向资产管理	股票型 债券型 货币市场型	管理费 业绩提成	客户资金	1000 元
证券公司	中国证监会	核准制	集合资产管理 定向资产管理 专项资产管理	股票型 基金型 债券型 基金型	管理费 业绩提成	客户资金 自有资金	5 万元
商业银行	中国银监会	备案制	银行资产管理	信托型 债券型 货币市场型	管理费 业绩提成	客户资金	无
信托公司	中国银监会	备案制	单一信托 集合信托	有价证券信托 不动产信托 动产信托 资金信托	管理费 业绩提成	客户资金	100 万元
保险公司	中国保监会	备案制	保险资产管理	股票型 基金型 债券型 货币市场型	管理费 业绩提成	客户资金	无

资料来源：中金公司研究部

- ▶ **直接投资业务资金来源仍仅限于证券公司自有资金。**尽管直接投资业务早在 2007 年已经开始试点，但与国际上成熟的直接投资业务采取自有资金加客户资金的运作模式有所不同，目前证券公司直接投资业务仍然只能采取自有资金的运作模式并且受到不能超过净资产 15% 的硬性限制。
- ▶ **融资融券业务转融通环节尚未推出且对目前融资融券业务进行了严格限制。**目前融资融券业务仅仅试点 1 年多，融资融券业务资格受到严格限制，获得融资融券资格的证券公司仅有 25 家。与此同时，证券公司开展融资融券业务只能使用自有资金和自有证券、投资者参与融资融券交易至少 50 万元、融资融券交易标的证券仅有 90 只等严格限制导致融资融券规模试点 1 年之后还不到 300 亿元。这与国际上融资融券余额通常达到股票市价总值余额的 1%~2%，融资融券交易额达到股票现货交易额的 10%~40% 的状况有巨大差距。

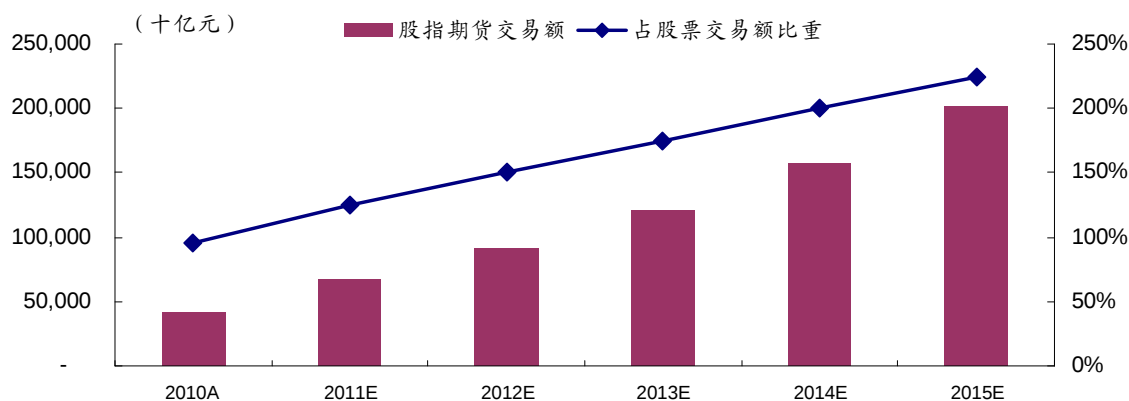
图表 14: 融资融券余额及占市价总值比重



资料来源: WIND 资讯, 中金公司研究部

- 股指期货业务受到严格限制。**股指期货业务推出仅仅 1 年左右, 目前仅有沪深 300 股指期货 1 只股指期货品种。与融资融券业务类似, 投资者参与股指期货交易至少 50 万元, 这在客观上极大限制了股指期货的交易额, 即使如此股指期货交易额仍然达到较高水平。随着股指期货限制的逐步放松和品种的不断增多, 我们预计股指期货交易额将保持高速增长。

图表 15: 股指期货交易额及占股票交易额比重

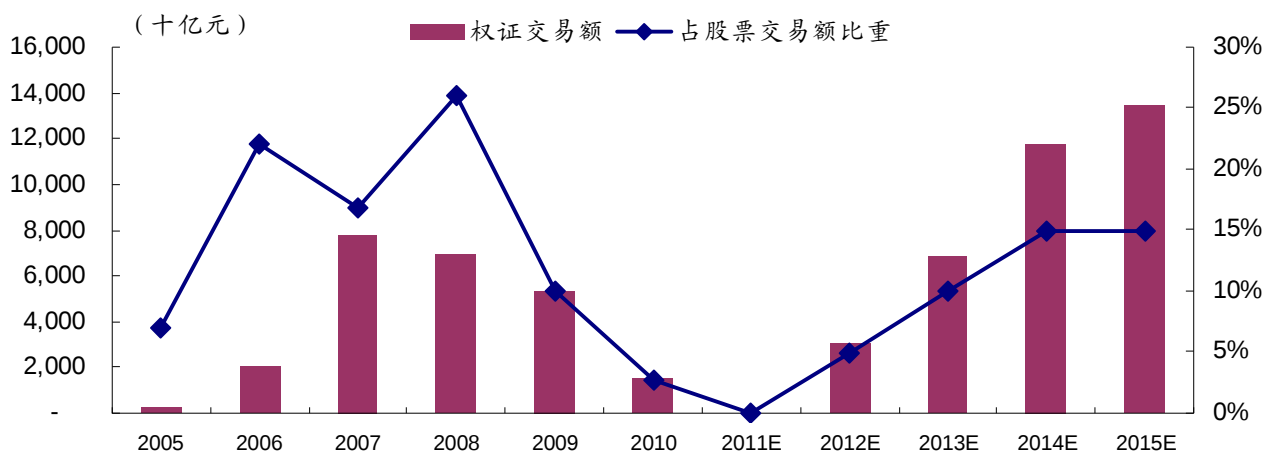


资料来源: 中金所, 中金公司研究部

尚未开始试点的证券公司创新业务拥有广阔的发展空间。目前备兑权证业务、OTC 股票交易、股指期权业务等拥有广阔发展空间的业务仍未推出, 这些业务有望给证券公司带来新的收入来源。

- 备兑权证业务一旦推出将给证券公司带来权证交易佣金和权证创设收入。**由于权证交易 T+0 的交易制度相对于股票交易 T+1 的交易制度存在明显优势, 权证在中国受到投资者极大的关注。在 2005 年股本权证推出之后, 权证交易额占股票交易额的比例最高曾达到 15% 以上; 与此同时, 创设权证业务一度使证券公司创设收益超过 50%。一旦备兑权证推出, 我们预计证券公司将从权证创设、权证交易两个环节中获得可观的收益。

图表 16: 权证交易额及占股票交易额比重



资料来源：上交所，深交所，中金公司研究部

- ▶ **OTC 股票市场设立有望使证券公司通过经纪业务、做市业务、直接投资业务等方面多重受益。**到目前为止真正意义上的 OTC 股票市场尚未建立，“新三板”扩容如果能够实现，将使中国 OTC 股票市场真正出现，证券公司将受益于 OTC 股票市场的发展。
- ▶ **股指期货交易量远高于股指期货。**作为股指期货的衍生品种，股指期货交易量拥有更大的发展潜力，股指期货一旦推出，将给证券公司带来新的收入来源。

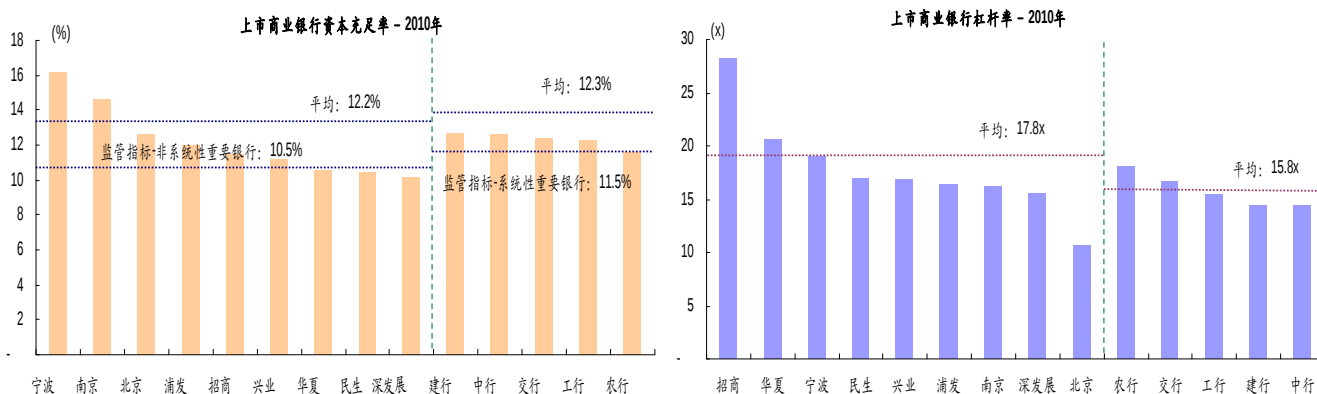
资本监管趋严将对商业银行产生一定负面影响

由于商业银行在金融体系中的重要地位，资本监管始终是商业银行监管的最主要内容之一。鉴于在国际金融危机中商业银行暴露出的风险，中国银监会进一步提高了未来商业银行资本充足率和核心资本充足率的监管指标，意味着商业银行杠杆率将进一步降低，进而对商业银行能力产生负面影响。

伴随着保险公司规模的不断扩大，资本监管也已经成为保险公司监管的最主要内容之一。由于中国保监会制定偿付能力充足率监管标准时采用了相对较高的标准，使得短期内偿付能力充足率监管标准发生改变的概率相对较低。

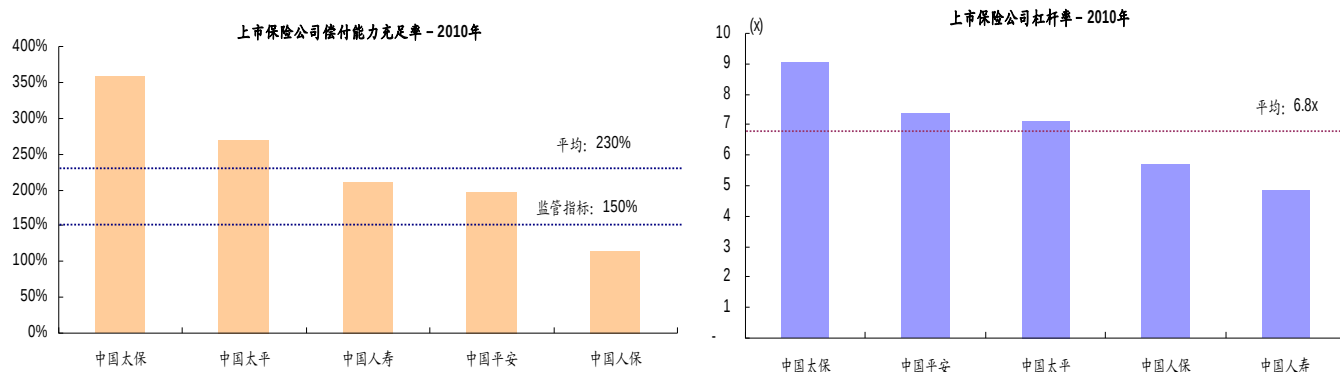
自 2007 年证券公司综合治理收官之后，资本监管成为证券公司监管的最主要内容之一。由于中国证监会在监管上的审慎态度，证券公司净资本率监管采取了严格的标准，例如业务风险极低的集合资产管理业务按照管理资产规模的 1% 计提风险准备，短期内净资本率监管标准进一步提高的概率极低。

图表 17: 2010 年上市商业银行资本充足率、杠杆率比较



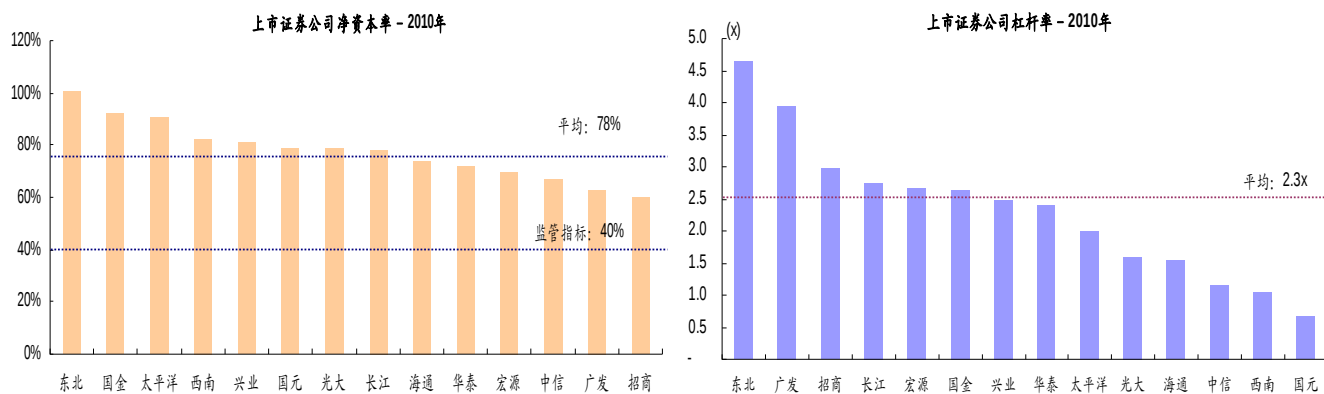
资料来源：WIND 资讯，中金公司研究部

图表 18: 2010 年上市保险公司偿付能力充足率、杠杆率比较



资料来源：WIND 资讯，中金公司研究部

图表 19: 2010 年上市证券公司净资本率、杠杆率比较



资料来源：WIND 资讯，中金公司研究部

金融子行业增速将逐步趋同、但银行业和证券业将有结构性机会

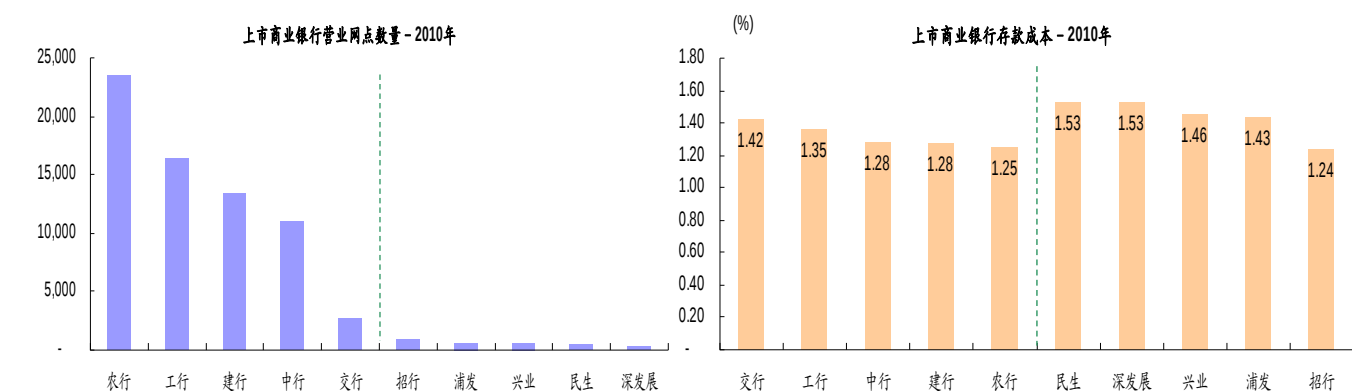
商业银行增速将从 20%+ 降至 15% 左右、拥有销售渠道和存款成本优势的大型银行、较强风险定价能力的中型银行将获得较好增长

尽管商业银行传统存贷款业务，尤其是大型企业贷款业务将受到金融脱媒的不利影响，但商业银行在企业债券承销、银行体系表外融资方面将有所斩获。与此同时，居民杠杆水平的提升和中小型企业贷款的发展使银行在未来仍能获得增量业务。总体而言，受到金融脱媒深化、资本监管趋严的负面影响，商业银行的总资产增速将从 20%+ 下降至 15% 左右，受此影响，商业银行营业收入增速也将从 20%+ 下降至 15% 左右。

作为金融企业的核心竞争力之一，商业银行在销售渠道拥有的竞争优势难以撼动，因此拥有销售渠道竞争优势的大型商业银行将继续享有销售渠道带来的红利。与此同时，金融脱媒深化将导致存款稀缺性不断上升，存款成本优势将会逐渐成为商业银行重要的竞争优势之一，大型商业银行在这一领域竞争优势有望逐步提升。综上所述，以农业银行为代表的拥有销售渠道和存款成本优势的大型商业银行竞争优势有望继续提升。

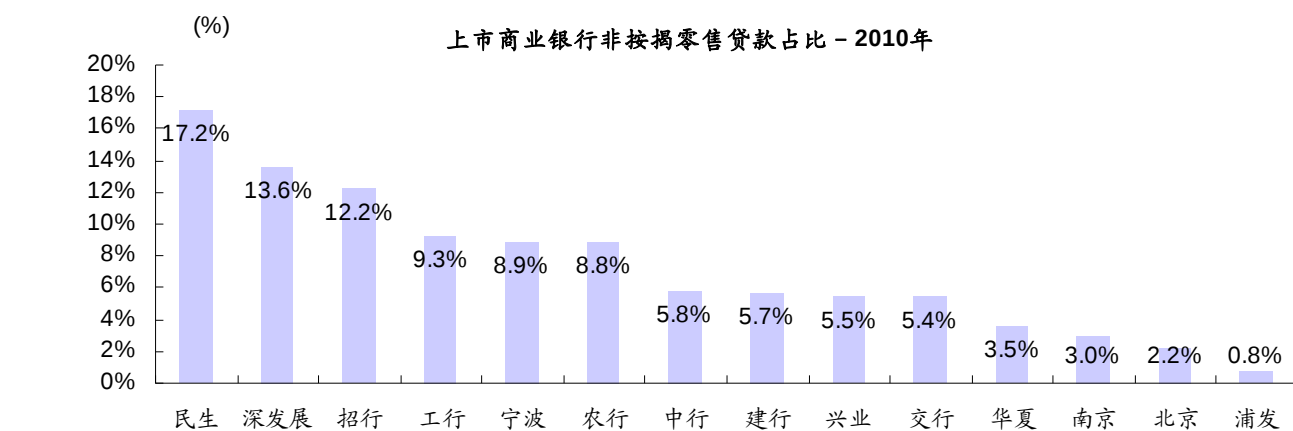
与此同时，金融脱媒深化也将导致商业银行客户结构不断下移，这会使得拥有较强风险定价能力的中型银行获得较好的发展机会，以民生银行为代表的已经在中小型企业方面积累了一定竞争优势的中型商业银行将有望在此过程中逐步胜出。

图表 20: 2010 年上市商业银行营业网点数量和存款成本比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 21: 2010 年上市商业银行非按揭零售贷款占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

保险公司增速将从 25%+ 降至 15% 左右、能够有效整合产品和渠道的保险公司将获得更好发展机会

尽管投资范围拓宽有助于提升保险公司投资收益率，但是受到长期通货膨胀率很可能高于过去 5 年、保险代理人薪酬竞争力面临长期压力的负面影响，我们预计保险公司总资产增速将从 25%+ 下降至 15% 左右，尽管其增速有望略高于商业银行，受到总资产增长率下降的影响，营业收入增速也将从 25%+ 下降至 15% 左右。

在目前保险公司的产品销售策略同质化程度越来越高的情况下，如何有效整合产品和渠道已成为保险公司能否成功的重要因素。鉴于目前银保渠道已经占据保险公司销售渠道半壁江山，能够同时拥有个险渠道和银保渠道的保险公司将拥有更大的胜算。目前中国平安已经控股平安银行和参股深发展，且平安银行和深发展的整合正在推进中，加上平安证券和平安信托，中国平安已经具备了成功的金融企业需要的两大要素：渠道和产品。

图表 22：上市保险公司业务范围比较

	中国平安	中国人寿	中国太保	中国太平	中国财险
寿险	▲	▲	▲	▲	
产险	▲		▲	▲	▲
再保险				▲	
银行	▲				
证券	▲				
信托	▲				

资料来源：中金公司研究部

证券公司增速取决于创新业务推进速度、大型证券公司将在今后继续提升竞争优势

尽管证券公司将从金融脱媒深化、衍生金融资产增加中直接受益，但是受到业务模式无法产生杠杆效应、经纪业务净手续费率逐年下滑负面影响，总资产增速将难以达到 10% 以上。如果不考虑创新业务带来的影响，营业收入增速也难以实现 10% 以上的持续增长。在目前中国证监会对创新业务态度积极的情况下，我们预计创新业务推出速度将较快，证券公司营业收入增速有望达到 15%~20%。

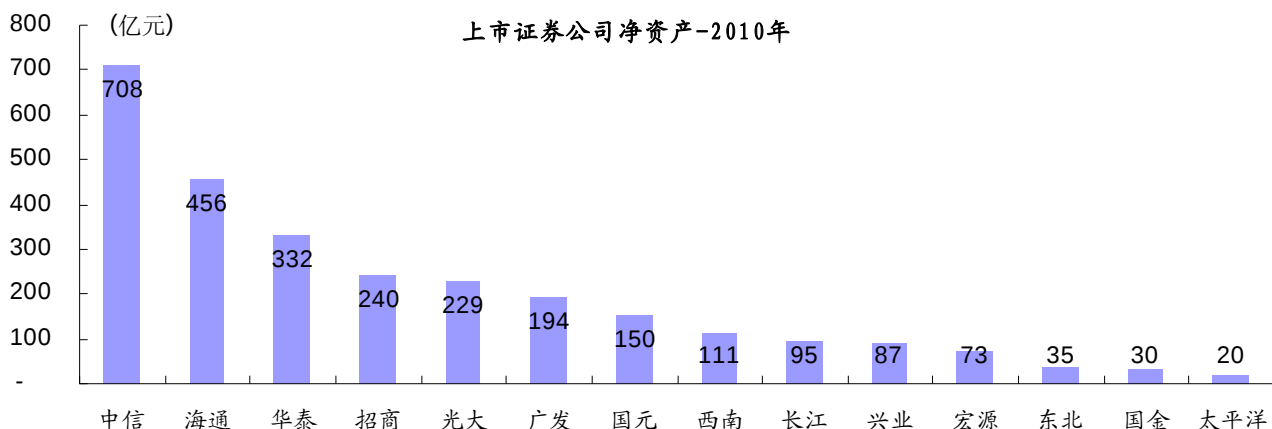
证券公司传统业务带有轻资本特征，这导致了在传统业务领域证券公司竞争优势主要体现在价格和成本方面，伴随着经纪业务净手续费率的不断下滑，大型证券公司拥有的低价格基数和低边际成本优势将在今后不断强化。与此同时，监管目前采取的“扶优限劣”措施将在传统业务和创新业务两个方面进一步拉开证券公司之间的差距，大型证券公司在传统业务领域将不断挤占中小型证券公司市场份额，在创新业务领域将获得先发优势。与此同时，证券行业的监管将业务规模与资本规模挂钩，这也进一步提升了大型证券公司的竞争优势。随着创新业务的不断推出，大型证券公司将不断获得先发优势和市场份额，以中信证券为代表的传统业务市场份额较高、证券公司评级较高、资本规模较大的大型证券公司将获得持续发展机遇。

图表 23：证券行业营业收入及构成

单位：亿元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	4-YR CAGR
证券行业营业收入											
传统业务	709	2,960	1,356	2,197	1,987	2,063	2,346	2,550	2,761	2,990	9.7%
直接投资业务	-	-	-	-	-	58	83	189	217	248	
融资融券业务	-	-	-	-	7	26	107	225	376	559	
备兑权证业务	-	-	-	-	-	-	135	208	292	322	
营业收入	709	2,960	1,356	2,197	1,993	2,147	2,670	3,172	3,646	4,119	17.7%
证券行业分业务营业收入占比											
传统业务	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	99.7%	96.1%	87.9%	80.4%	75.7%	72.6%	
直接投资业务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	3.1%	6.0%	5.9%	6.0%	
融资融券业务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	1.2%	4.0%	7.1%	10.3%	13.6%	
备兑权证业务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	6.5%	8.0%	7.8%	
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

资料来源：证券业协会，中金公司研究部

图表 24: 2010 年上市证券公司净资产



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25: 银行/保险/证券行业总资产和收入的占比变动

金融机构总资产结构

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010 CAGR	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2011- 2015 CAGR
总资产 (十亿元)													
银行	37,470	43,950	52,598	62,391	78,769	94,300	21.0%	109,897	126,214	143,884	164,027	186,991	14.2%
证券公司	212	558	1,734	1,200	2,030	1,970	37.1%	2,086	2,244	2,420	2,614	2,825	7.9%
保险公司	1,523	1,973	2,900	3,342	4,063	5,048	26.5%	6,035	7,151	8,209	9,424	10,818	15.7%
合计	39,204	46,481	57,232	66,933	84,863	101,318	21.5%	118,019	135,608	154,512	176,065	200,635	14.2%
总资产市场份额 (%)													
银行	95.6	94.6	91.9	93.2	92.8	93.1		93.1	93.1	93.1	93.2	93.2	
证券公司	0.5	1.2	3.0	1.8	2.4	1.9		1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	
保险公司	3.9	4.2	5.1	5.0	4.8	5.0		5.1	5.3	5.3	5.4	5.4	
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

金融机构总收入结构

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010 CAGR	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2011- 2015 CAGR
营业收入 (十亿元)													
银行	968	1,175	1,552	1,818	2,032	2,609	22.1%	3,253	3,874	4,447	5,107	5,870	15.9%
证券公司	25	115	284	125	205	191	13.5%	215	267	317	365	412	17.7%
保险公司	493	564	704	978	1,114	1,453	26.7%	1,755	2,097	2,412	2,774	3,190	16.1%
合计	1,485	1,855	2,540	2,922	3,350	4,253	23.1%	5,223	6,239	7,176	8,245	9,472	16.0%
营业收入市场份额 (%)													
银行	65.1	63.4	61.1	62.2	60.6	61.3		62.3	62.1	62.0	61.9	62.0	
证券公司	1.7	6.2	11.2	4.3	6.1	4.5		4.1	4.3	4.4	4.4	4.3	
保险公司	33.2	30.4	27.7	33.5	33.2	34.2		33.6	33.6	33.6	33.6	33.7	
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

资料来源：WIND 资讯，中金公司研究部

投融资体系大变革下的投资组合

中信证券（600030.CH 推荐）

中信证券在传统业务市场份额均处于行业前三名水平，作为 AA 级证券公司之一，中信证券在直接投资、融资融券、股指期货等创新业务领域已经建立了竞争优势。在去年转让了中信建投证券 53% 的股权之后，今年转让华夏基金 51% 股权的预期也已明确，公司自有资金可望进一步增加。由于创新业务普遍带有资本密集型特征，中信证券自有资金使用效率有望随着创新业务推进快速提高。与此同时，中信证券 H 股增发计划将为海外业务拓展提供有力的支撑，公司长期价值有望进一步提升。在考虑创新业务推进的前提下，公司未来净利润有望保持 25% 左右的增长。在不考虑创新业务推进带来的潜在影响的前提下，中信证券目前股价隐含的日均股票交易额不到 1400 亿元，估值在证券股中仍处于低端水平，估值优势明显，维持推荐评级。

民生银行（600016.CH 推荐）

民生银行是商业银行客户结构下沉的先行者。2009 年年初，民生银行推出了针对小微企业的商贷通贷款业务。经过两年多的运作，已经积累了超过 10 万名客户，贷款占比也快速提升至 15%，并且保持了良好的资产质量，不良贷款率仅为 0.1%。在客户结构下沉的实践中，民生银行积累了相对丰富的风险定价能力，这一能力正是中国的商业银行所匮乏的，这有利于未来其实现经风险调整后的更高收益。在金融脱媒不断深化的背景下，民生银行有望通过获得高于同业的贷款增速实现长期增长。考虑 H 股融资摊薄并假定 A 股可转债不转股，民生 A 股目前交易于 1.25x/1.05x 2011E/2012E P/B，以及 7.1x/5.6x 2011E/2012E P/E，H 股目前交易于 1.25x/1.04x 2011E/2012E P/B，以及 7.0x/5.6x 2011E/2012E P/E，维持对民生 A 股和 H 股的推荐评级。

中国平安（601318.CH 推荐）

中国平安在寿险业务和财险业务领域均处于行业第二名水平。依托在上市保险公司中产能最高的代理人队伍，我们预计中国平安新业务价值长期增长前景优于同业。通过快速发展的电话车险，中国平安将在业务快速增长的前提下保持较低的综合成本率。与此同时，依托深发展和平安银行的渠道，中国平安有望进一步提高寿险业务、财险业务、证券业务和信托业务的产品销售能力，从而在长期获得高于同业的增长速度。目前，平安 2011 年内含价值倍数 1.5 倍，一年新业务价值倍数 3.3 倍，长期投资价值明显，维持推荐评级。

农业银行（601288.CH 推荐）

农业银行在商业银行中拥有最多的网点和个人客户，数量分别达到 2.5 万个和 3.5 亿户，这使公司在上市银行中享有最低的存款成本。在金融脱媒不断深化的背景下，存款的稀缺性将不断提升，但是相比城市地区，县域地区的金融脱媒进程更为缓慢，存款资源的竞争相对较为缓和，这也使得农行有望在未来较长一段时间内保持在存款成本方面的优势。与此同时，依托其在网点和客户方面的巨大优势，农业银行在银行理财产品销售和其他金融机构理财产品代销方面的增长空间更大，非利息收入增速有望超越同业。农行 A 股目前交易于 1.41x/1.20x 2011E/2012E P/B，以及 7.1x/5.8x 2011E/2012E P/E，H 股目前交易于 1.89x/1.60x 2011E/2012E P/B，以及 9.4x/7.7x 2011E/2012E P/E，维持对农行 A 股和 H 股的推荐评级。

安信信托（600816.CH 无评级）

安信信托已经公布了国内信托资产规模最大的信托公司中信信托将借壳的方案。作为金融脱媒深化过程中的受益者，我们预计信托公司将依托其无可比拟的牌照优势获得持续规模增长。作为信托公司中的佼佼者，中信信托不仅拥有强大的股东支持，还拥有良好的激励机制和强大的研发能力。在信托资产规模不断扩大的过程中，中信信托将不断通过为客户提供收益率较高的信托产品维持其较高的定价水平，进而实现公司价值的持续增长。

图表 26: 证券行业估值表

公司名称	股价	总股本	流通股	总市值	市盈率					市净率				
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
中信证券	12.59	9,946	9,856	125	11.4	9.3	11.1	12.4	16.7	1.51	1.36	1.78	1.70	1.59
海通证券	8.91	8,228	1,523	73	22.2	16.1	19.9	19.1	17.7	1.91	1.69	1.65	1.57	1.49
广发证券*	32.50	2,507	92	81	25.9	17.4	20.2	27.2	24.0	6.76	4.98	4.20	2.47	2.32
华泰证券	12.46	5,600	785	70	44.7	15.8	20.4	19.2	18.1	6.18	4.31	2.12	1.97	1.82
招商证券	17.87	3,585	341	64	28.5	17.2	21.0	20.0	18.8	7.30	2.83	2.69	2.51	2.35
光大证券	14.06	3,418	520	48	29.8	17.0	21.8	22.3	20.6	3.86	2.14	2.12	2.05	1.95
长江证券	10.08	2,171	1,106	22	24.1	16.0	17.1	24.6	24.1	3.67	2.40	2.30	1.95	1.83
宏源证券	15.77	1,461	536	23	42.5	20.0	17.6	20.5	18.8	4.63	3.52	3.16	2.94	2.65
国元证券	11.25	1,964	785	22	31.6	21.3	23.9	25.2	23.6	3.45	1.46	1.48	1.44	1.40
东北证券*	19.19	639	194	12	27.2	13.4	23.3	28.9	26.6	4.94	4.01	3.54	2.08	1.94
西南证券	11.87	2,337	240	28	195.2	22.4	34.2	31.7	27.9	8.36	4.83	2.48	2.30	2.13
国金证券	14.06	1,000	268	14	9.3	27.2	32.1	32.4	30.4	3.25	5.43	4.66	4.08	3.60
太平洋证券	9.86	1,503	42	15	-23.0	36.6	72.7	70.3	62.9	10.74	8.30	7.57	6.83	6.16
辽宁成大*	25.81	900	844	23	24.7	17.4	20.4	21.6	19.1	4.69	3.59	3.14	1.80	1.68
吉林敖东*	34.16	573	495	20	22.7	14.3	16.7	17.6	15.6	4.04	3.13	2.69	1.53	1.42
兴业证券	15.27	2,200	263	33	110.9	25.6	42.7	43.5	40.9	7.33	5.84	4.00	3.79	3.58

公司名称	每股收益					每股净资产					净资产收益率(%)					总资产收益率(%)				
	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E	08A	09A	10A	11E	12E
中信证券	1.10	1.35	1.14	1.02	0.75	8.33	9.29	7.08	7.39	7.90	13.2	14.6	16.1	13.8	9.5	5.3	4.3	7.4	6.7	4.7
海通证券	0.40	0.55	0.45	0.47	0.50	4.66	5.28	5.40	5.66	5.97	8.6	10.5	8.3	8.2	8.4	4.4	3.8	3.2	3.1	3.2
广发证券*	1.26	1.87	1.61	1.20	1.36	4.81	6.53	7.74	13.13	14.01	26.1	28.6	20.8	9.1	9.7	5.7	4.5	4.2	3.3	3.6
华泰证券	0.28	0.79	0.61	0.65	0.69	2.02	2.89	5.87	6.34	6.86	13.8	27.3	10.4	10.2	10.1	2.4	3.8	3.0	3.3	3.4
招商证券	0.63	1.04	0.85	0.89	0.95	2.45	6.30	6.64	7.11	7.61	25.6	16.5	12.8	12.6	12.5	4.4	4.1	3.5	3.5	3.6
光大证券	0.47	0.83	0.64	0.63	0.68	3.64	6.57	6.65	6.86	7.23	13.0	12.6	9.7	9.2	9.4	4.1	4.6	3.7	3.4	3.6
长江证券	0.42	0.63	0.59	0.41	0.42	2.75	4.20	4.39	5.18	5.50	15.2	15.0	13.5	7.9	7.6	3.9	3.9	3.6	2.7	2.6
宏源证券	0.37	0.79	0.89	0.77	0.84	3.41	4.48	5.00	5.37	5.94	10.9	17.6	17.9	14.3	14.1	3.5	4.0	4.9	4.3	4.4
国元证券	0.36	0.53	0.47	0.45	0.48	3.26	7.73	7.63	7.81	8.02	10.9	6.8	6.2	5.7	5.9	4.4	3.5	3.7	3.4	3.5
东北证券*	0.71	1.43	0.82	0.66	0.72	3.88	4.78	5.42	9.23	9.89	18.2	29.9	15.2	7.2	7.3	4.5	4.9	2.7	2.3	2.4
西南证券	0.06	0.53	0.35	0.37	0.43	1.42	2.46	4.79	5.16	5.58	4.3	21.5	7.2	7.3	7.6	1.8	6.7	3.5	3.7	4.0
国金证券	1.51	0.52	0.44	0.43	0.46	4.33	2.59	3.02	3.45	3.91	34.9	19.9	14.5	12.6	11.8	10.5	4.7	4.0	3.7	3.8
太平洋证券	(0.43)	0.27	0.14	0.14	0.16	0.92	1.19	1.30	1.44	1.60	-46.8	22.7	10.4	9.7	9.8	-18.5	6.8	3.5	3.6	3.8
辽宁成大*	1.04	1.49	1.27	1.19	1.35	5.51	7.20	8.21	14.36	15.37	18.9	20.7	15.4	8.3	8.8	NA	NA	NA	NA	NA
吉林敖东*	1.50	2.38	2.05	1.94	2.19	8.45	10.91	12.69	22.39	24.04	17.8	21.8	16.1	8.7	9.1	NA	NA	NA	NA	NA
兴业证券	0.14	0.60	0.36	0.35	0.37	2.08	2.61	3.82	4.03	4.26	6.6	22.8	9.4	8.7	8.8	2.0	4.6	2.6	2.5	2.5

广发证券、东北证券为假设再融资之后

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 27: 保险行业估值表

公司	股价	总股本	流通股	每股收益	每股净资产	每股内含价值	每股新业务价值	总资产收益率
2011-05-30				11E	11E	11E	11E	11E
中国人寿H股	26.90	28,265	7,441	1.55	10.0	14.02	0.93	2.20
中国平安H股	81.50	7,644	2,858	3.22	22.1	37.40	2.76	1.50
中国太保H股	31.80	8,600	2,313	1.43	12.2	18.38	0.99	1.80
中国财险	11.16	11,142	11,142	1.01	3.8			3.69
中国人寿A股	18.85	28,265	20,824	1.31	8.5	11.92	0.79	2.20
中国平安A股	47.98	7,644	4,786	2.74	18.8	31.79	2.34	1.50
中国太保A股	21.85	8,600	6,208	1.21	10.4	15.62	0.84	1.80
公司	市值	流通市值	净资产收益率	市盈率(X)	市净率(X)	内含价值倍数	新业务价值倍数	
中国人寿H股	760,321	200,168	15.5	17.4	2.7	1.9	13.8	
中国平安H股	622,986	232,905	14.6	25.3	3.7	2.2	12.4	
中国太保H股	273,480	73,563	11.7	22.3	2.6	1.7	10.6	
中国财险	124,342	124,342	26.9	11.0	3.0			
中国人寿A股	532,790	392,524	15.5	14.3	2.2	1.6	8.7	
中国平安A股	366,759	229,652	14.6	17.5	2.6	1.5	3.3	
中国太保A股	187,910	135,651	11.7	18.0	2.1	1.4	2.5	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 28: 银行业估值表

	股价		总股本		流通股		总市值			PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速		
	(当地货币)		百万股		百万股		(当地货币, 十亿)			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR
A股																								
国有大银行																								
工商银行	4.56		349,019		262,225		1,592		1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6	
建设银行	5.00		250,011		9,594		1,250		1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3	
中国银行	3.34		279,147		195,525		932		1.60	1.60	1.75	1.86	1.09	1.14	1.16	1.21	16.5	18.0	18.1	19.1	18.7	18.6	18.7	
农业银行	2.84		324,794		15,342		922		1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0	
交通银行	5.73		56,260		29,736		322		1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	19.9	20.1	24.1	19.6	21.0	
中小股份制银行																								
招商银行	13.79		21,577		17,666		298		1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7	
民生银行	5.92		28,366		22,588		168		1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.0	
浦发银行	13.80		14,349		11,479		198		1.42	1.56	1.63	1.66	0.90	1.01	1.06	1.06	24.1	20.0	19.0	19.3	33.8	20.4	26.9	
兴业银行	13.97		10,786		10,786		151		1.51	1.65	1.49	1.56	1.13	1.16	1.05	1.04	24.5	24.4	21.3	21.0	16.4	18.7	17.6	
华夏银行	12.19		4,991		3,784		61		1.04	1.30	1.33	1.37	0.48	0.64	0.69	0.71	13.0	18.2	16.7	15.4	37.3	25.9	31.5	
深发展	17.57		3,485		3,105		61		1.46	1.42	1.57	1.52	0.95	0.96	0.99	0.95	27.3	23.3	22.1	21.7	30.5	19.1	24.7	
城市商业银行																								
北京银行	10.95		6,228		6,228		68		1.65	1.55	1.51	1.56	1.19	1.07	1.02	1.03	15.8	17.0	16.1	15.5	23.0	21.4	22.2	
南京银行	9.55		2,969		2,969		28		1.85	1.80	1.82	1.85	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.4	33.5	21.7	27.5	
宁波银行	11.77		2,884		2,474		34		1.63	1.48	1.40	1.43	1.09	1.09	0.99	0.96	15.7	18.1	17.0	17.4	24.6	17.9	21.2	
H股																								
大型银行																								
工商银行	6.38		349,019		86,794		2,227		1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6	
建设银行	7.23		250,011		240,417		1,808		1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3	
中国银行	4.25		279,147		83,622		1,186		1.60	1.60	1.75	1.86	1.09	1.14	1.16	1.21	16.5	18.0	18.1	19.1	18.7	18.6	18.7	
农业银行	4.67		324,794		30,739		1,517		1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0	
交通银行	7.90		56,260		26,524		444		1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	20.2	20.1	24.1	19.6	21.8	
中小股份制银行																								
招商银行	19.42		21,577		3,910		419		1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7	
民生银行	7.27		26,715		4,127		194		1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1	
农村商业银行																								
重庆农商行	5.66		9,300		2,513		53		1.35	1.58	1.89	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.5	18.4	39.1	22.1	30.3	
	08A	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E
A股																								
国有大银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	8.1	6.6	5.3	4.4	12.3	9.6	7.7	6.4	2.36	1.94	1.66	1.41	3.7	4.0	5.2
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	7.1	6.1	4.8	4.0	11.7	9.3	7.2	5.9	2.25	1.79	1.53	1.30	3.8	4.2	5.6
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	7.4	6.0	4.8	4.0	11.5	8.9	7.5	6.3	1.81	1.45	1.29	1.14	3.8	4.4	5.3
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	8.1	5.7	4.3	3.6	14.2	9.7	7.1	5.8	2.69	1.70	1.41	1.20	0.0	1.8	5.0
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.86	1.03	2.91	3.96	4.70	5.56	6.5	5.2	4.2	3.5	10.7	8.3	6.6	5.6	1.97	1.45	1.22	1.03	3.0	2.1	3.0
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.67	2.04	4.30	6.21	7.62	9.24	12.0	7.7	5.5	4.5	16.3	11.5	8.2	6.8	3.21	2.22	1.81	1.49	1.5	2.1	3.0
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06	3.10	3.67	4.73	5.66	8.0	5.9	4.4	3.5	13.9	9.5	7.06	5.6	1.91	1.61	1.25	1.05	0.7	1.6	2.1
浦发银行	0.87	0.92	1.34	1.79	2.15	4.75	8.59	10.22	12.10	9.5	6.7	5.0	4.1	15.0	10.3	7.7	6.4	2.91	1.61	1.35	1.04	0.7	1.2	1.9
兴业银行	1.06	1.23	1.72	2.00	2.37	5.53	8.53	10.27	12.35	8.5	2.7	4.9	3.9	11.3	8.1	7.0	5.9	2.53	1.64	1.36	1.13	1.7	1.8	2.1
华夏银行	0.45	0.55	0.87	1.20	1.51	4.41	5.18	9.17	10.50	10.2	6.8	5.3	4.2	22.2	13.9	10.2	8.1	2.76	2.35	1.33	1.16	0.8	1.2	1.5
深发展	0.18	1.44	1.80	2.35	2.80	5.87	9.62	11.70	14.15	7.9	6.6	4.7	3.9	12.2	9.7	7.5	6.3	2.99	1.83	1.50	1.24	0.0	0.0	2.0
城市商业银行																								
北京银行	0.74	0.77	0.93	1.14	1.39	5.14	5.82	8.39	9.55	8.7	7.0	6.5	5.2	14.2	11.8	9.6	7.9	2.13	1.88	1.30	1.15	1.4	1.7	2.1
南京银行	0.49	0.52	0.78	1.04	1.27	4.05	6.34	7.19	8.19	12.7	8.5	6.3	5.1	18.4	12.2	9.2	7.5	2.36	1.51	1.33	1.17	0.6	2.1	2.7
宁波银行	0.46	0.51	0.81	1.00	1.18	3.38	5.51	6.31	7.24	15.6	10.8	8.3	6.7	23.3	14.6	11.7	10.0	3.48	2.14	1.87	1.63	1.5	1.7	2.1
A股大银行平均																								
										7.4	5.9	4.7	3.9	12.1	9.2	7.2	6.0	2.22	1.67	1.42	1.22	2.9	3.3	4.8
A股中小银行平均																								
										10.2	6.6	5.2	4.3	16.5	11.1	8.3	6.8	2.81	1.94	1.43	1.21	0.9	1.2	2.2
A股城商行平均																								
										12.3	8.7	7.1	5.7	18.6	12.9	10.2	8.5	2.66	1.84	1.50	1.31	1.2	1.8	2.3
A股银行平均																								
										9.7	6.8	5.4	4.4	15.5	10.8	8.3	6.9	2.60	1.84	1.44	1.23	1.6	2.0	3.1
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.32	0.37	0.48	0.59	0.72	1.93	2.35	2.75	3.23	9.9	7.9	6.0	5.0	15.2	11.5	8.7	7.2	2.91	2.32	1.88	1.60	3.0	3.4	4.6
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.69	0.85	2.22	2.79	3.27	3.84	9.1	7.6	5.7	4.7	14.9	11.5	8.5	6.9	2.86	2.22	1.79	1.53	3.0	3.4	4.7
中国银行	0.23	0.29	0.37	0.44	0.53	1.84	2.31	2.59	2.92	8.3	6.6	4.9	4.1	12.9	9.7	7.8	6.5	2.03	1.57	1.33	1.18	3.4	4.0	5.2
农业银行	0.16	0.20	0.29	0.40	0.49	1.06	1.67	2.01	2.36	11.7	8.0	5.7	4.9	20.5	13.7	9.4	7.7	3.89	2.39	1.89	1.60	0.0	1.4	3.7
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.86	1.03	2.91	3.96	4.70	5.56	7.9	6.1	4.7	4.0	13.0	9.7	7.4	6.2	2.39	1.70	1.36	1.15	2.5	1.8	2.7
中小股份制银行																								
招商银行	0.97	0.85	1.19	1.67	2.04	4.30	6.21	7.62	9.24	14.8	9.2	6.3	5.2	20.2	13.9	9.4	7.7	3.98	2.67	2.07	1.71	1.2	1.7	2.7
民生银行	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06	3.10	3.67	4.73	5.66	8.7	6.2	4.4	3.5	15.0	10.0	7.03	5.6	2.06	1.69	1.25	1.04	0.6	1.5	2.1
农村商业银行																								
重庆农商行	0.21	0.20	0.33	0.46	0.56	1.02	2.41	2.83	3.25	18.6	11.7	7.2	5.9	24.5	14.7	10.0	8.2	4.89	2.00	1.63	1.41	0.8	0.9	3.0
H股银行平均																								
										11.1	7.8	5.5	4.6	16.9	11.7	8.4	6.9	3.03	2.05	1.60	1.37	1.8	2.0	3.5
注：我们在模型中已考虑民生（A股可转债+H股增发，但可转债不转股）、华夏（定向增发）、北京（定向增发）的再融资																								

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司为浦发银行、招商银行、工商银行、交通银行、中信银行、建设银行、农业银行、中国平安提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED