

金融产业链行业监控

-----策略行业比较基础篇（三）

报告要点

■ 长江策略行业监控体系

策略行业监控体系建立的目的是从跟踪子行业的角度辅助行业配置决策。当细化到何时、配置哪个子行业时，在周期体系所涵盖的指标之外，往往需要更及时地掌握更丰富的行业指标变化。这里，我们将分六篇报告讨论行业监控体系的建立，以最终达到及时地横向跟踪行业动态的目的。

■ 行业监控体系的核心

1) **行业细化指标的提炼与产业链跟踪。**我们将在对各行业建立在行业研究员的研究成果之上，根据各行业的特征，梳理出影响盈利的主要指标，并通过跟踪其变化，来及时把握周期不同阶段对行业影响的传导。

2) **“自下而上”由行业重点公司看行业动态。**行业重点公司的经营动态具有一定代表性，一方面，我们可以从行业研究员对重点公司的盈利预测变动中了解行业盈利水平变动；另一方面，也可以微观公司的角度更好地把握行业的结构变化，包括行业的竞争格局、行业整合状况等。从而达到“自下而上”分析公司的角度来辅助行业配置决策。

3) **从行业政策角度把握产业结构调整下的投资机会。**中国经济正处在产业结构调整的重要时期，政策对产业发展能够起到至关重要的作用。从已出台的政策上来看，对一些高能耗以及产能过盛的行业，政策限制很多；而对于新型产业，政府不断出台鼓励政策。我们尝试将各行业的政策进行汇总，以从全局的角度来掌握政策对不同行业的影响。

有两点值得说明，行业监控的逻辑更多地是建立在行业研究员的研究分析成果之上的，我们的目的更多的在于梳理；此外，筛选核心指标涵盖重点，但难免会有失全面性。

■ 金融产业链行业的分析逻辑

我们将银行、证券、房地产和保险分为金融产业链行业。作为虚拟经济的组合体，这四大行业对经济变动的敏感性较高，且受经济政策影响较大，需求中投资需求占比较高，作为国民经济的重要支柱产业，对经济的影响力和反作用力较大。由于行业业务结构差别较大，无统一的分析框架，对行业的分析是在政策、经济周期的背景下，分行业、分业务分别建立监控指标。

相关研究

《上游原材料类周期性行业监控----策略行业比较基础篇(一)》，邓二勇，2011年5月13日

《中游制造类周期性行业监控之一----策略行业比较基础篇(二)》，邓二勇，2011年5月23日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

胡瑞丽

(8621) 68751589

denggy@cjsc.com.cn

正文目录

一、长江策略行业监控体系	5
1.1 回顾：策略周期分析体系	5
1.2 策略行业监控体系：自下而上的子行业横向比较	5
1.3 策略行业监控体系的分析框架	6
二、金融产业链概述	7
三、银行行业	7
3.1 银行业分析逻辑与核心指标筛选	7
3.2 银行业重要政策信息	12
3.3 银行业重点上市公司盈利预测变化	13
3.4 银行业监控指标汇总	15
四、证券行业	15
4.1 证券盈利分析逻辑与核心指标筛选	15
4.2 证券行业重要政策信息	20
4.3 证券行业重点公司盈利预期变化	21
4.4 证券行业监控指标汇总	22
五、地产行业	22
5.1 房地产行业的分析逻辑与核心指标筛选	23
5.2 房地产行业重要政策信息	28
5.3 房地产行业重点上市公司盈利预期变化	30
5.4 房地产行业监控指标汇总	32
六、保险行业	32
6.1 保险行业的分析逻辑与核心指标筛选	32
6.2 保险行业重要政策信息	35
6.3 保险行业重点上市公司盈利预期变化	36
6.4 保险行业监控指标汇总	37
七、金融产业链核心关注指标汇总	37

图表目录

图 1: 长江策略周期分析体系	5
图 2: 长江策略行业监控体系	6
图 3: 银行间同业拆借利率	8
图 4: 升值与热钱涌入	8
图 5: 存贷比	8
图 6: 贷款结构中票据占比	9
图 7: 存款结构中活期存款占比	9
图 8: 贷款余额及同比	10
图 9: 存款余额及同比	10
图 10: 月度新增存、贷款	11
图 11: M1、M2 及同比增速	11
图 12: 工业增加值与实际利率	12
图 13: 工商银行（601398）盈利一致预期	14
图 14: 招商银行（600036）盈利一致预期	14
图 15: 宁波银行（002142）盈利一致预期	14
图 16: 日均成交额	15
图 17: 日均换手率	16
图 18: 佣金水平	16
图 19: 新开户数	16
图 20: 一级市场募集资金量	17
图 21: IPO 市盈率	17
图 22: 新增理财产品	18
图 23: 融资融券中融资余额	18
图 24 融资融券中融券余额	19
图 25 股指期货成交额	19
图 26 中信证券（600030）盈利一致预期	21
图 27 宏源证券（000562）盈利一致预期	21
图 28: 房地产行业分析逻辑	22
图 29: 房地产经营业绩与国房景气指数	23
图 30: 国房景气指数	24
图 31: 北京住宅价格指数	24
图 32: 上海住宅价格指数	24
图 33: 广州住宅价格指数	25
图 34: 深圳住宅价格指数	25
图 35: 商品房累积销售面积	25
图 37: 商品房累积成交额	26
图 38: 月度新开工面积及同比	26
图 39: 月度实际完成投资额（亿元）	27
图 40: 月度土地购置面积及同比	27
图 41: 房地产开发资金	28
图 42: 万科 A（000002）盈利一致预期	30

图 43: 保利地产 (600048) 盈利一致预期	30
图 44: 金地集团 (600383) 盈利一致预期	30
图 45: 中南建设 (000961) 盈利一致预期	31
图 46: 世茂股份 (600823) 盈利一致预期	31
图 47: 保险公司盈利模式简图	33
图 48: 各种险种保费收入占比	33
图 49: 行业保费收入	33
图 50: 汽车月销量与同比增速	34
图 51: 国债 750 日移动平均收益率	34
图 52: 10 年期债券收益率	35
图 53: 中国平安 (601318) 盈利一致预期	36
图 54: 中国人寿 (601628) 盈利一致预期	36
图 55: 中国太保 (601601) 盈利一致预期	36
表 1 近年存款准备金调整	12
表 2 近年准备金调整	13
表 3: 银行行业核心监控指标	15
表 4: 证券行业政策信息	20
表 5: 证券行业监控核心指标	22
表 6: 房地产行业调控政策	28
表 7: 行业监控核心指标	32
表 8: 保险行业核心监控指标	37
表 9: 金融产业链核心监控指标汇总	37

一、长江策略行业监控体系

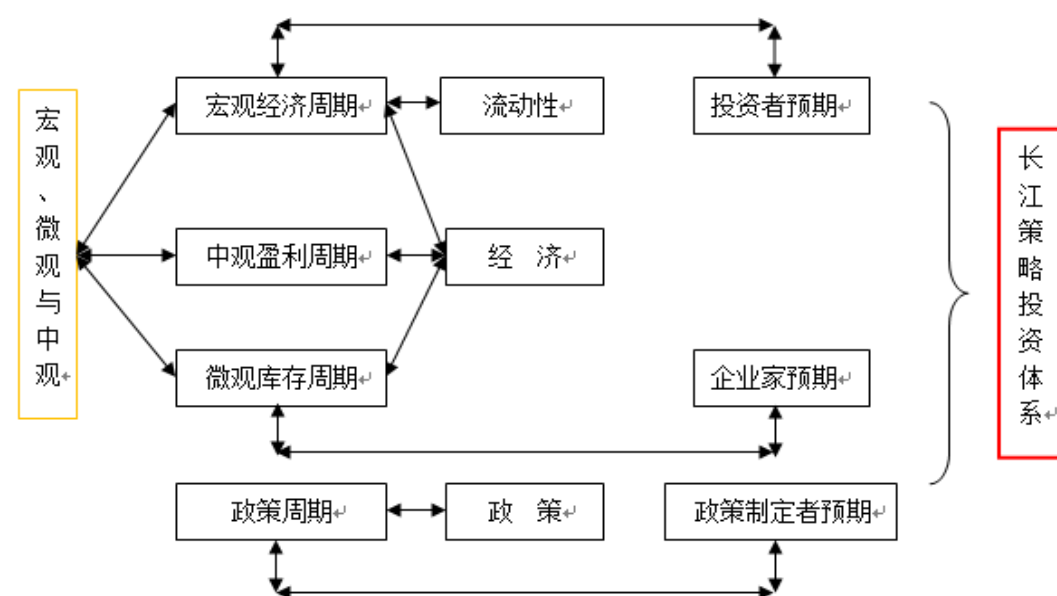
1.1 回顾：策略周期分析体系

从“周期”的角度研究中国的宏观经济与资本市场是我们策略分析体系的基本框架，其核心包括四个周期：宏观经济周期，中观盈利周期，微观库存周期，以及具有一定特殊性的政策周期。

宏观经济周期是指结合宏观经济主要指标对经济所处阶段的判断，包括衰退、复苏、繁荣、滞胀四个时期。中观盈利周期从市场盈利周期与行业盈利周期两个层次，分析盈利增长率的季度变化周期。微观库存周期将企业库存数据与生产数据结合，将其划分为主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存四个阶段。政策周期是指宏观经济政策随着经济周期波动而出现周期性松紧，在不同的财政政策与货币政策组合下，经济与市场的表现也会有所不同。

在周期研究的框架之上，我们对市场走势的大方向以及行业投资机会做出“自上而下”的总体判断。在投资策略的第一个层面“把握市场趋势”和“配置大类行业”时，基于周期研究的策略分析体系对行业配置起到指引方向的作用。

图 1：长江策略周期分析体系

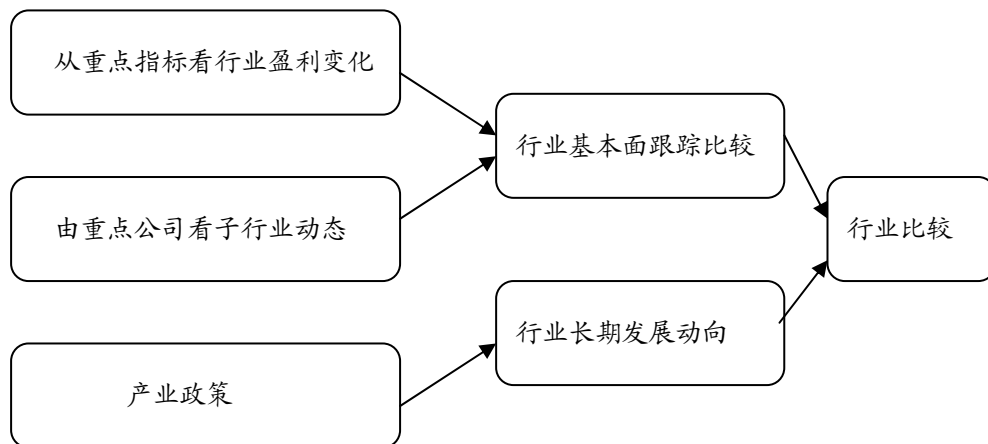


资料来源：长江证券研究部

1.2 策略行业监控体系：自下而上的子行业横向比较

策略行业监控体系建立的目的是从跟踪子行业的角度辅助行业配置决策。当细化到何时配置哪个行业或行业中更具投资价值的子行业时，在周期体系所涵盖的指标之外，往往需要更及时地掌握更丰富的行业指标变化。这里，我们将按行业的特征将各个行业划分为六组，以六篇报告的形式分别讨论行业监控体系的建立。行业监控体系的目的是及时跟踪大类行业以及子行业的最新动态，“自下而上”的为行业比较提供决策依据。具体来讲，行业监控体系主要包括以下三方面内容：

图 2：长江策略行业监控体系



资料来源：长江证券研究部

1) **行业细化指标的提炼与产业链跟踪。**周期体系内跟踪指标主要为 CPI、工业增加值、货币增速、季度库存数据、月度的 PMI 等，一些反映行业基本面变化的行业细化指标并不包含其中。这里，我们将在对各行业建立在行业研究员的研究成果之上，根据各行业的特征梳理出影响行业盈利的主要指标，以更详实的数据、更全面地反映行业基本面（在行业的投资逻辑上，上游原材料行业、中游制造业、大消费类行业各有不同）；并通过跟踪其变化，来及时把握周期不同阶段对行业影响的传导。

2) **“自下而上”由行业重点公司看行业动态。**行业重点公司的经营动态具有一定代表性，一方面，我们可以从行业研究员对重点公司的盈利预测变动中了解行业盈利水平变动；另一方面，也可以微观公司的角度更好地把握行业的结构变化，包括行业的竞争格局、行业整合状况等。从而达到“自下而上”分析公司的角度来辅助行业配置决策。

3) **从行业政策角度把握产业结构调整下的投资机会。**中国经济正处在产业结构调整的重要时期，政策对产业发展能够起到至关重要的作用。从已出台的政策上来看，对一些高能耗以及产能过剩的行业，政策限制很多；而对于新型产业，政府不断出台鼓励政策。我们尝试将各行业的政策进行汇总，以从全局的角度来掌握政策对不同行业的影响。

有两点值得说明，行业监控的逻辑更多地是建立在行业研究员的研究分析成果之上的，我们的目的更多的在于梳理；此外，筛选核心指标涵盖重点，但难免会有失全面性。

1.3 策略行业监控体系的分析框架

正如在前一部分所提到的，我们最终是希望能够达到从行业指标监控、公司跟踪以及行业政策变动来进行行业比较，并支撑行业配置决策。相关的报告有两部分：

1) **基础部分。**我们将分别梳理上游原材料类周期性行业（煤炭、有色、石油开采与冶炼）、中游制造类周期性行业（钢铁、化工、建筑建材、机械、电力设备）、金融产业链（银行、券商、保险、地产）、可选消费类行业（汽车、家电）、必需消费品（医药、食品饮料、纺织服装、商贸零售）、其它（交运、旅游酒店、农林牧渔、电子、计算机、信息设备、信息服务）的重点跟踪指标以及主要行业发展政策。

2) 定期跟踪部分。在六篇基础报告之上，我们将定期跟踪各行业的核心指标与行业政策变化，并且分析行业重点公司的盈利预测变动，以“自下而上”的定期进行行业比较来辅助配置策略。

二、金融产业链概述

我们将银行、券商、保险、地产行业划分为金融产业链。根据行业性质，这四个行业具有以下共同点：一是作为虚拟经济的组合体，这四大行业对经济变动的敏感性较高，特别是对经济周期变化反应快，被视为宏观经济的风向标；二是四个行业受经济政策影响较大，且同一政策对四大行业的影响一般为同向的；三是四大行业的需求中投资需求占比较高，与投资者行为联系紧密，是投资者投资组合的重要标的，且具有投资替代效应；四是银行、地产是国民经济的重要支柱产业，对经济的影响力和反作用力较大。由于业务结构的不同，对于金融产业链的不同行业我们的分析思路不同，没有统一的逻辑框架。

三、银行业

银行的主要业务是吸收公众存款、发放贷款，存、贷款利息差是其主要收入来源，但与市场经济的价格决定机制不同，银行的存、贷款利率主要有国家决定，各银行以基准利率为依据，根据每项业务的风险有适度调整，且银行业是国家的经济命脉，其一举一动都关系国家经济稳定，因此加强银行业监管、保持行业的稳定性尤为重要。

作为生产行业的金融支持行业，国家会根据实体经济营运情况及宏观经济周期采取相应的宏观调控措施，银行即为货币政策的传导窗口，且政策对经济调控的时滞短。

目前上市银行可以分为三类：

国有商业银行	工、农、中、建+交行
股份制商业银行	招商、华夏、兴业、浦发 等
城市商业银行	北京、宁波、南京 银行

3.1 银行业分析逻辑与核心指标筛选

对银行的分析包括盈利、风险两个方面，盈利的决定因素依然为价格和数量，对银行而言，数量为存贷款规模，价格是息差水平，而这两个指标同受市场资金流动性的影响，且流动性会直接影响银行拆借市场的收益及债权投资收益，风险主要通过资产质量的分析，归纳起来，可从四个方面对银行业监控：市场资金流动性，银行息差变化趋势，银行资产规模扩张情况，资产质量变化趋势。

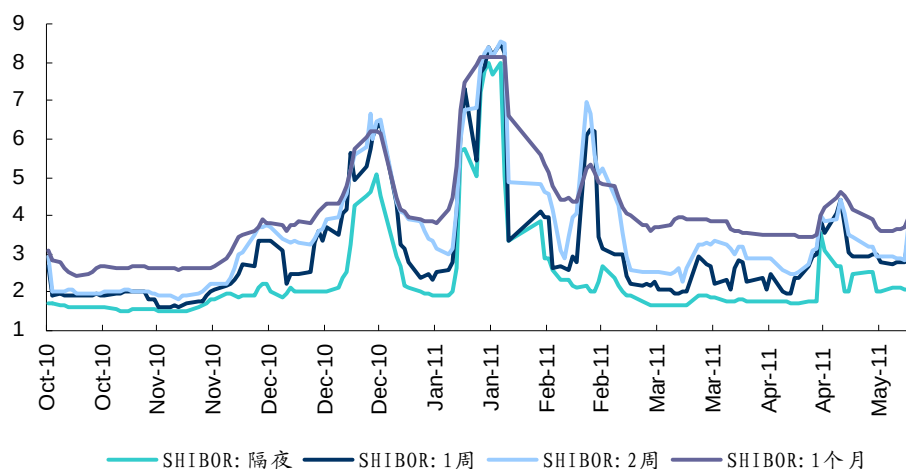
流动性主要依据拆借市场利率走势、升值预期（热钱流入状况）指标来衡量；息差主要监控存贷比，贷款议价能力（票据占款趋势），存款活期化趋势；资产规模增长主要分析存贷增速，M2 增速；资产质量方面，由于不良率数据只在公司定期公告中给出，我们通过工业增加值与实际利率对比情况来分析。

市场资金流动性——市场进攻的弹药

银行是市场流动性注入和控制的窗口，对市场流动性的关注主要是监测市场资金面，充裕的流动资金能为市场提供进攻的弹药，因此我们可以通过银行窗口关注市场流动性变化。同时商业银行的非贷款资产大部分用于购买国债、央行票据和金融债券等金融资产，进行银行间

交易，拆借利率能敏感反应市场流动性。

图 3：银行间同业拆借利率



资料来源：长江证券研究所

近来造成市场流动性充裕的重要原因之一是大量热钱涌入。我们用(即期汇率—(NDF-12月))衡量升值预期，用(月度外汇增量—FDI—贸易顺差)衡量热钱涌入量。

图 4：升值与热钱涌入



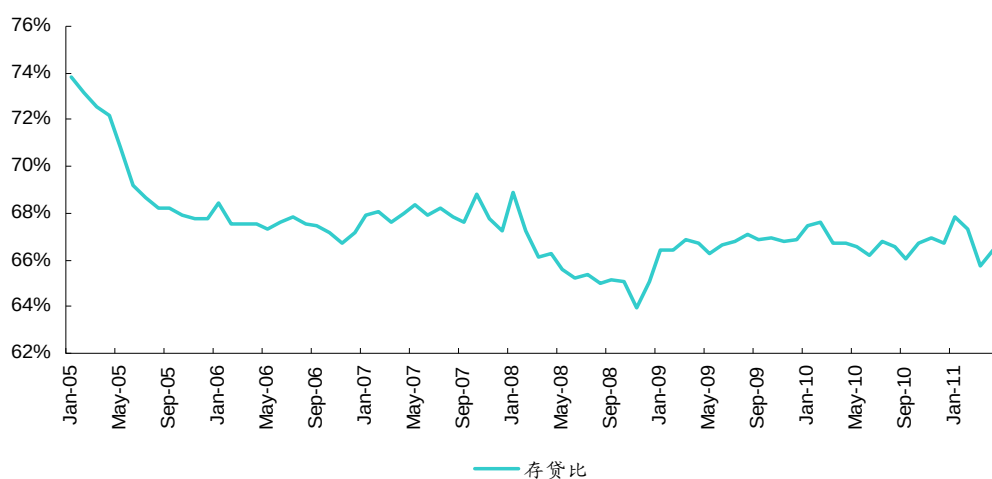
资料来源：长江证券研究所

银行产品“价格”——息差变化趋势

银行息差为银行贷款利息与存款利息的差值，影响息差的主要因素有存贷比、贷款结构、存款结构。存贷比越高，息差越大；贷款长期化和存款活期化有利于息差的扩大，我们用贷款中票据占比、活期存款占比衡量。

存贷比反映了存款中已发放贷款的占比，存贷比越高，说明存款中越多的资金已通过贷款方式发放，银行对资金的运用效率越高，获得贷款收入越高，提高息差水平。

图 5：存贷比



资料来源：长江证券研究所

贷款中按期限分，可分为票据融资、短期贷款和中长期贷款，期限越长，利率越高，因此在贷款结构中，其他因素保持不变时，贷款长期化，中长期贷款占比越高，息差越大。

图 6：贷款结构中票据占比



资料来源：长江证券研究所

存款利率反映了银行吸筹现金的成本，从期限看，存款分为活期存款、定期存款，活期存款的利率低于定期存款的利率，因此在存款结构中，其他因素保持不变时，存款活期化，活期存款占比越高，息差越大。

图 7：存款结构中活期存款占比

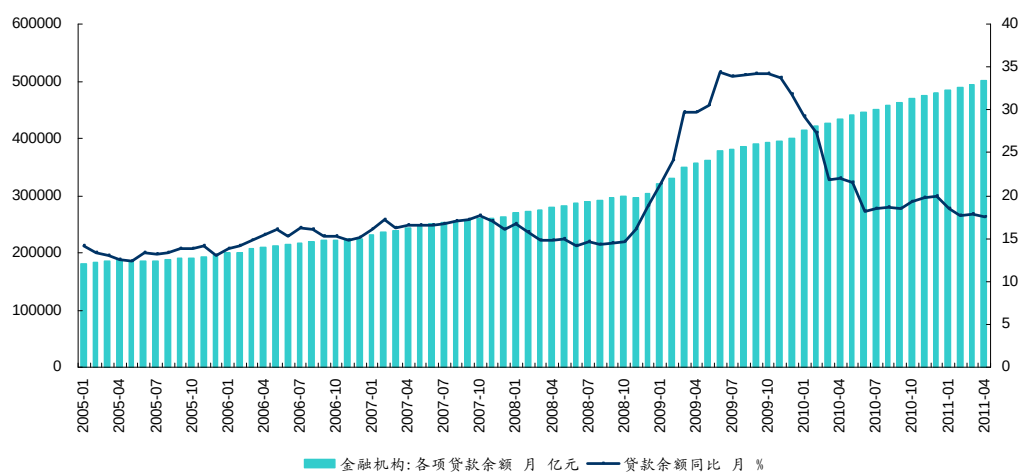


资料来源：长江证券研究所

银行产品“数量”——存、贷款规模扩张情况

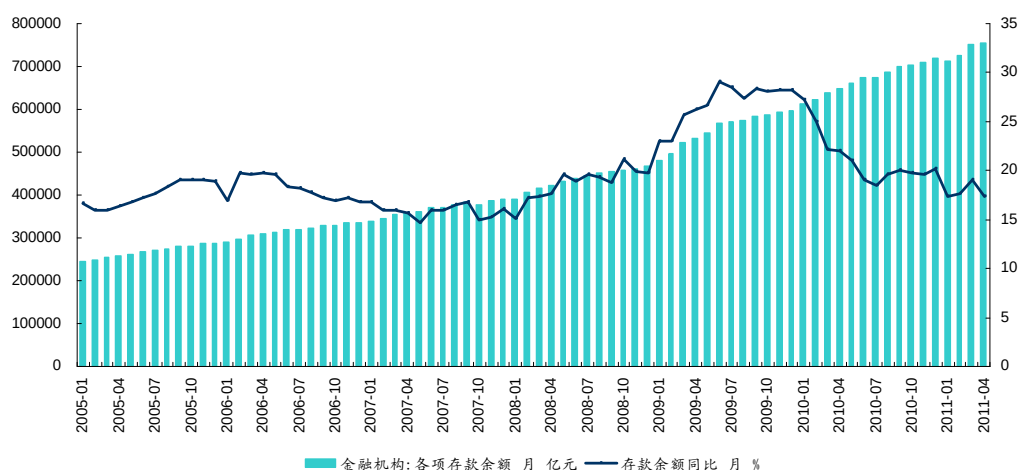
银行产品数量—资产管理规模主要是贷款和存款的增量与存量，监管部门对存贷比上限有要求，存款规模的扩大为提高可放贷数量的前提，贷款规模的扩大是增加利息收入的直接原因。

图 8：贷款余额及同比



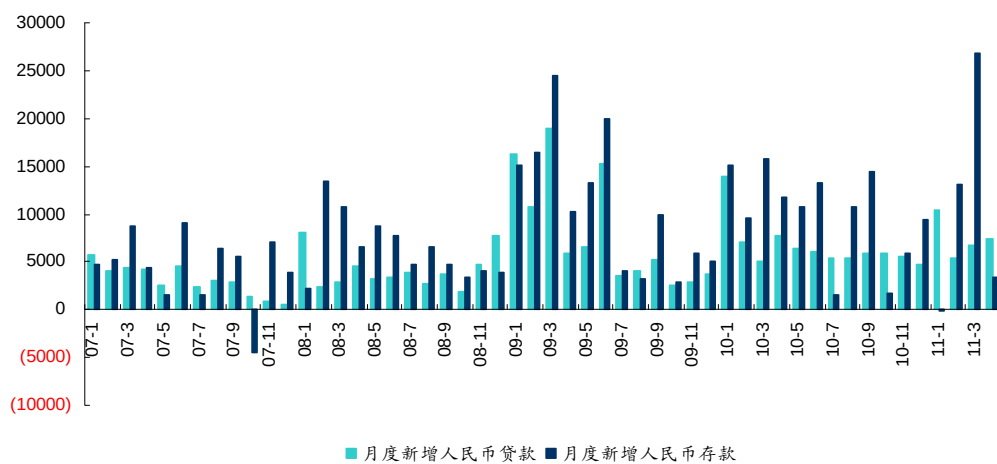
资料来源：长江证券研究所

图 9：存款余额及同比



资料来源：长江证券研究所

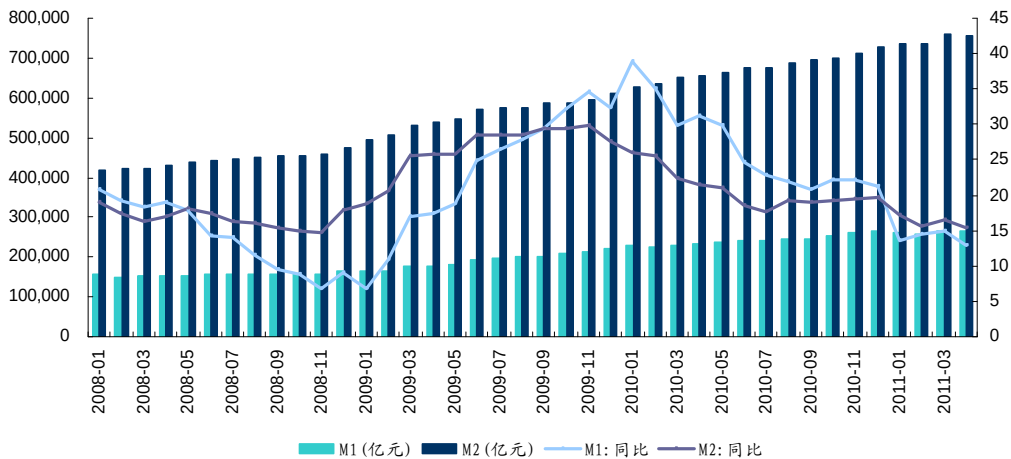
图 10: 月度新增存、贷款



资料来源：长江证券研究所

M1、M2 反映了国家的货币供应量，对银行存、贷款规模有直接影响，我们主要观测 M1、M2 的月供供应量及同比。

图 11: M1、M2 及同比增速



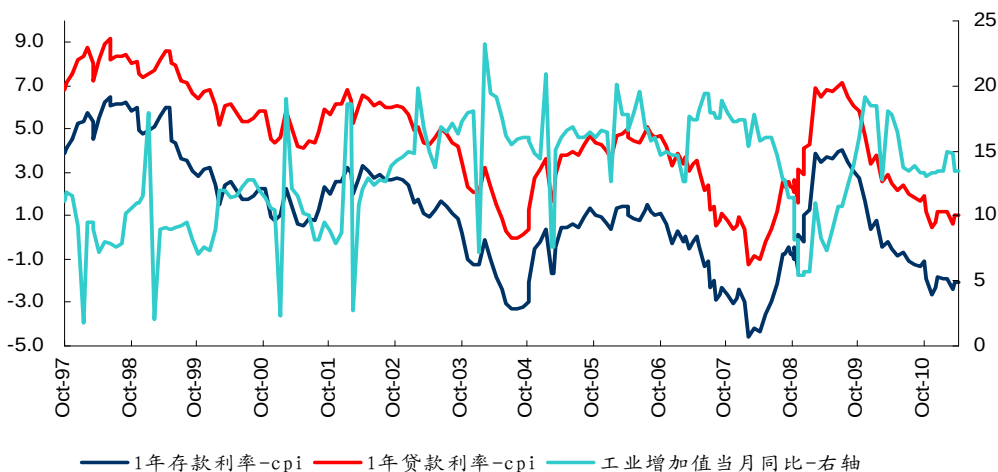
资料来源：长江证券研究所

银行风险预判——资产质量

作为高负债经营的行业，银行的风险程度直接关系银行系统的稳定，因此监管银行贷款质量尤为重要。由于银行不良率只在定期报告中公布，为了提高监控的时效性，我们通过工业增加值和实际利率水平监控。

实际利率反映了企业贷款的实际成本，实际利率越低，企业的成本压力越小，违约风险越小，工业增加值反映了企业的盈利能力，工业增加值越高，企业盈利越好，降低违约风险。

图 12：工业增加值与实际利率



资料来源：长江证券研究所

3.2 银行业重要政策信息

政策对银行的关键仍体现在盈利和风险两个方面。

盈利方面，一是存款准备金的调控，二是存、贷款基准利率的调控。

表 1 近年存款准备金调整

发布时间	大型金融机构	中小金融机构
------	--------	--------

	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2011 年 5 月 12 日	20.50%	21.00%	0.50%	17.00%	17.50%	0.50%
2011 年 4 月 17 日	20.00%	20.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%
2011 年 3 月 18 日	19.50%	20.00%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%
2011 年 2 月 18 日	19.00%	19.50%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%
2011 年 1 月 14 日	18.50%	19.00%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%
2010 年 12 月 10 日	18.00%	18.50%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%
2010 年 11 月 19 日	17.50%	18.00%	0.50%	14.00%	14.50%	0.50%
2010 年 11 月 9 日	17.00%	17.50%	0.50%	13.50%	14.00%	0.50%
2010 年 5 月 2 日	16.50%	17.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%
2010 年 2 月 12 日	16.00%	16.50%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%
2010 年 1 月 12 日	15.50%	16.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%
2008 年 12 月 22 日	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%

资料来源：长江证券研究部

表 2 近年准备金调整

数据上调时间	存款基准利率			贷款基准利率		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2011 年 4 月 6 日	3.00%	3.25%	0.25%	6.06%	6.31%	0.25%
2011 年 2 月 9 日	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%
2010 年 12 月 26 日	2.50%	2.75%	0.25%	5.56%	5.81%	0.25%
2010 年 10 月 20 日	2.25%	2.50%	0.25%	5.31%	5.56%	0.25%
2008 年 12 月 23 日	2.52%	2.25%	-0.27%	5.58%	5.31%	-0.27%
2008 年 11 月 27 日	3.60%	2.52%	-1.08%	6.66%	5.58%	-1.08%

资料来源：长江证券研究部

风险监管方面，2010 年 12 月 16 公布的《第三版巴塞尔协议》确定的银行资本和流动性监管新标准，在全面评估现行审慎监管制度有效性的基础上，提高资本充足率、杠杆率、流动性、贷款损失准备等监管标准，建立更具前瞻性的、有机统一的审慎监管制度安排，增强银行业金融机构抵御风险的能力。

3.3 银行业重点上市公司盈利预测变化

对银行上市公司，可以分为三类：国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行，分别关注工商银行、招商银行和宁波银行（北京银行 2011 年 4 月公布定向增发，预期变化较大），近期三家公司的盈利预测均不断上移。

图 13: 工商银行 (601398) 盈利一致预期



资料来源: 朝阳永续业绩预测系统

图 14: 招商银行 (600036) 盈利一致预期



资料来源: 朝阳永续业绩预测系统

图 15: 宁波银行 (002142) 盈利一致预期



资料来源：朝阳永续业绩预测系统

3.4 银行业监控指标汇总

表 3：银行业核心监控指标

行业	子行业	行业关注指标	重点公司
银行	国有商业银行	流动性：拆借利率、流入热钱 息差水平：存贷比、票据占比、活期存款占比	工行银行
	股份制商业银行	资产规模：存贷款增速、M2 增速	招商银行
	城市商业银行	贷款风险：工业增加值、实际利率 政策：准备金、利率调整，压力测试	宁波银行

资料来源：长江证券研究所

四、证券行业

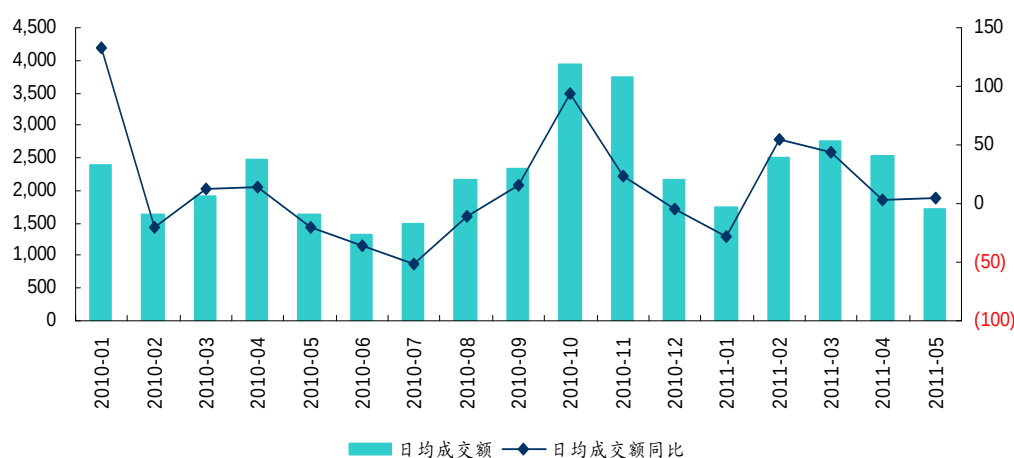
4.1 证券盈利分析逻辑与核心指标筛选

国内证券公司同质性比较大，基本业务结构为经纪业务、投行业务、资产管理业务、自营业务、利息收入及创新业务，从行业平均水平看，经纪业务的收入贡献达 50%—60%，投行业务与自营业务占比达 10%—20%，资产管理收入占比为 10%左右，目前创新业务收入占比还较小，随着证券业务转型的推进，创新业务的收入贡献会快速加大。

经纪业务

经纪业务仍为券商的主要收入来源，对整个行业而言，经纪业务收入等于市场交易量乘以佣金水平，因此活跃的市场交易和高佣金率是证券公司获得较高经纪业务收入的保障，对每家券商，市场占有率亦为重要监测指标之一。

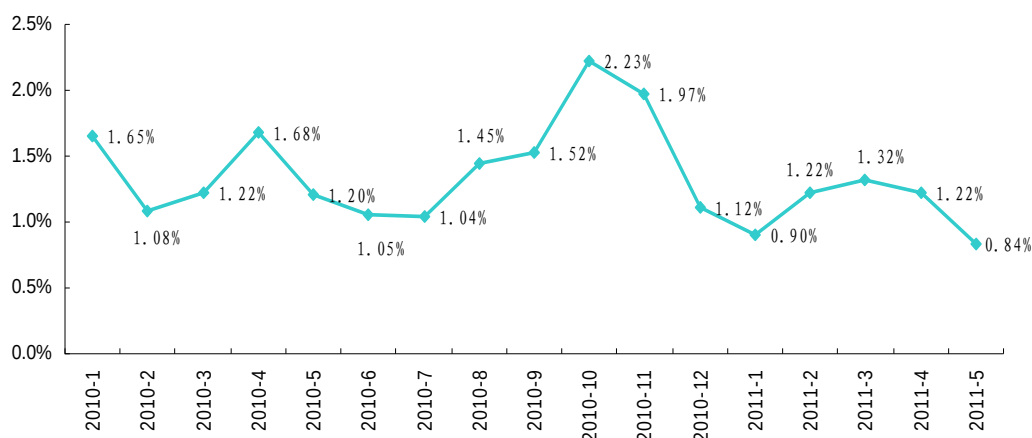
图 16：日均成交额



资料来源：长江证券研究部

日均换手率为日均交易量处于流通市值，日均换手率越高，市场越活跃。

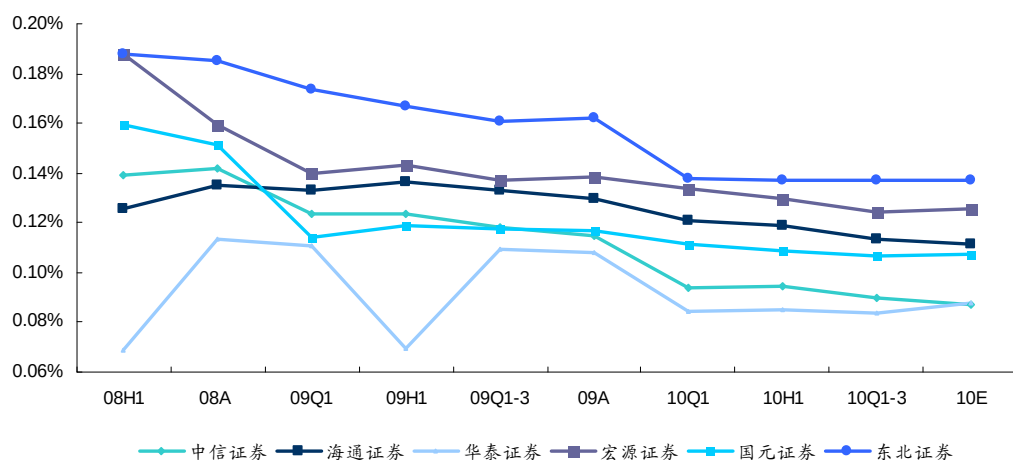
图 27: 日均换手率



资料来源：长江证券研究部

随着证券业发展，券商间为争夺市场份额，佣金战硝烟滚滚，2009 年、2010 年行业佣金水平下滑快速，为防止恶性竞争，各地证券业协会已采取多种措施规范券商佣金水平。目前市场还没有反应市场整体佣金水平的指标，我们可以监控重点券商佣金变化预测市场整体。

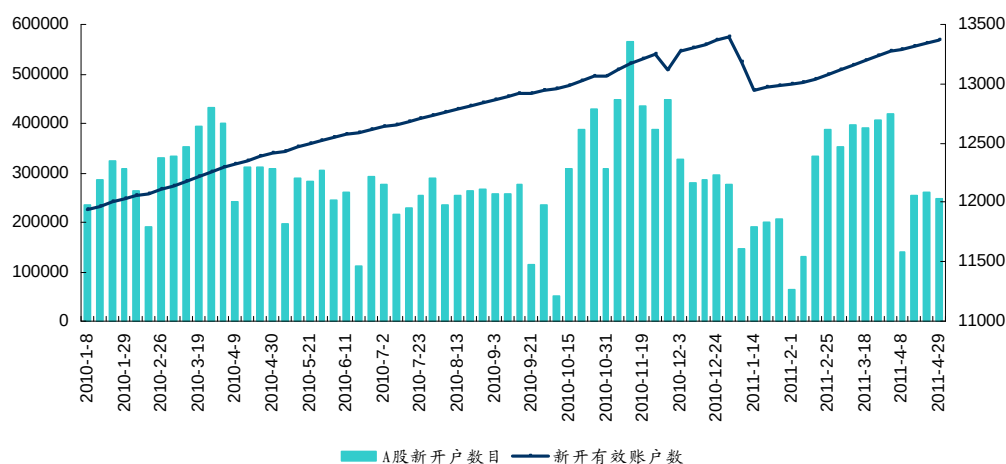
图 38: 佣金水平



资料来源：长江证券研究部

每周新开户数的多少是市场活跃度的直接反应，且根据投资者心理，新进入者都比较有热情进入市场，该指标具有一定的预期效用。

图 49: 新开户数



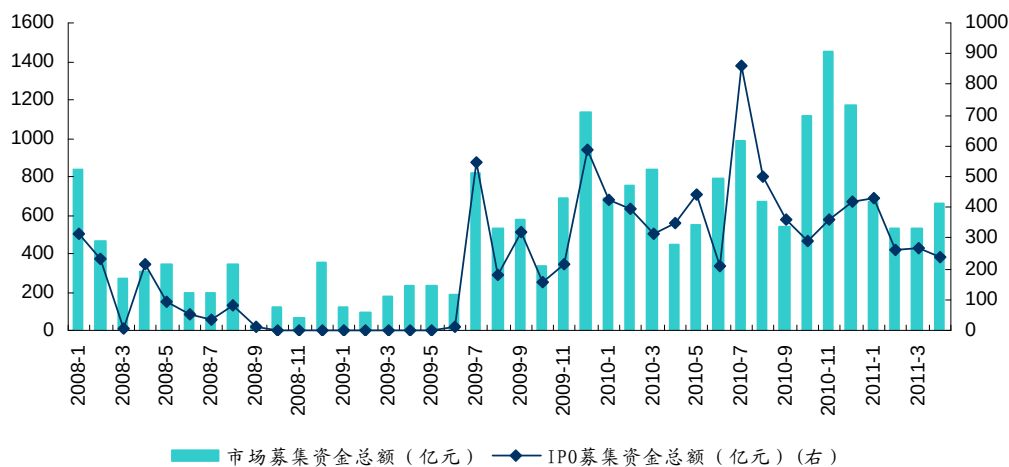
资料来源：长江证券研究部

投行业务

投行业务取决于一级市场的活跃度，其收入来源主要为 IPO，增发、配股、债权发行项目费用率较低。

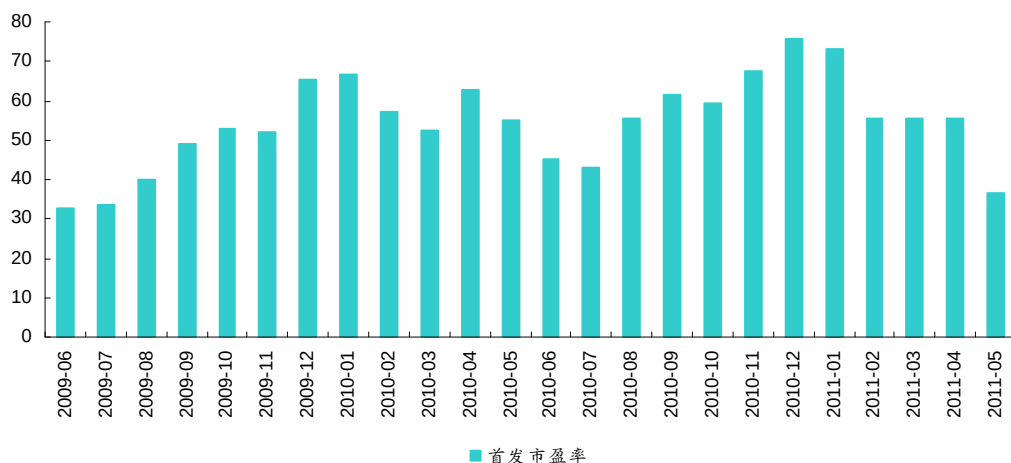
一级市场主要关注市场募集资金额及 IPO 市盈率，因为 IPO 市盈率会影响企业上市的热情。

图 20：一级市场募集资金量



资料来源：长江证券研究部

图 21：IPO 市盈率

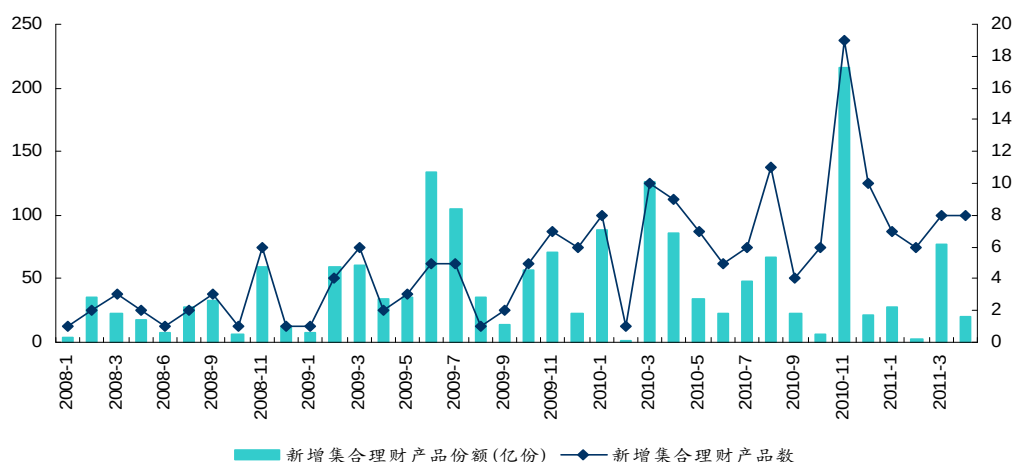


资料来源：长江证券研究部

资产管理业务

资产管理业务收入主要取决于市场券商资产管理规模，管理费相对比较稳定，主要关注市场的新增产品数目及份额。

图 22: 新增理财产品



资料来源：长江证券研究部

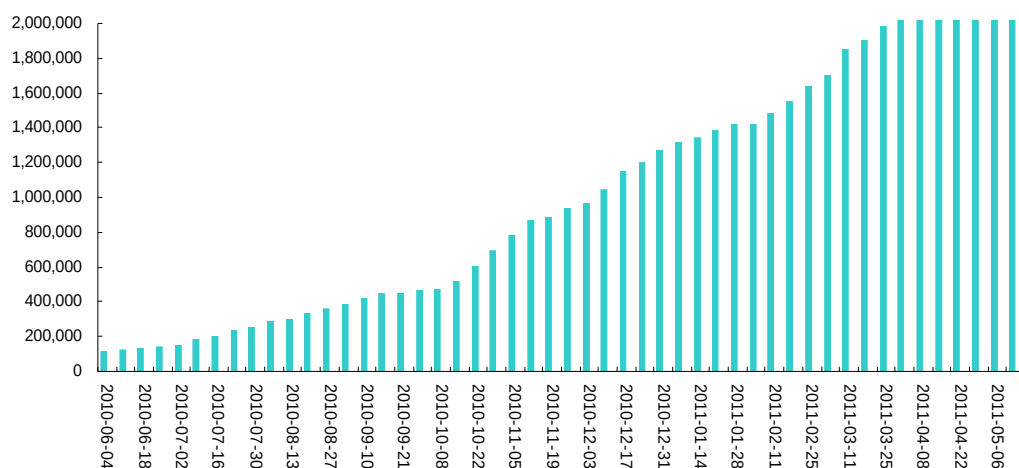
创新业务

券商创新业务包括融资融券业务、股指期货业务和直接投资业务，目前创新业务为券商贡献的利润还比较有限，随着券商业务转型步伐的加快，创新业务会逐渐成为券商新的业绩增长点，特别是对于大型券商，在创新业务发展中具有绝对优势。

融资融券业务

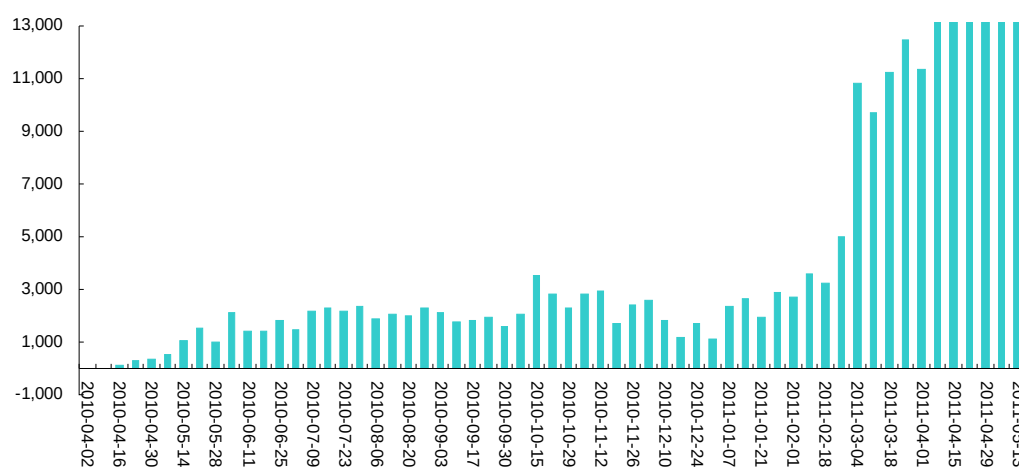
融资融券业务收入有利息收入和佣金收入两部分组成，券商融资融券借出融资利率和融券利率比较稳定，主要关注余额的变化。

图 23: 融资融券中融资余额



资料来源：长江证券研究部

图 24 融资融券中融券余额

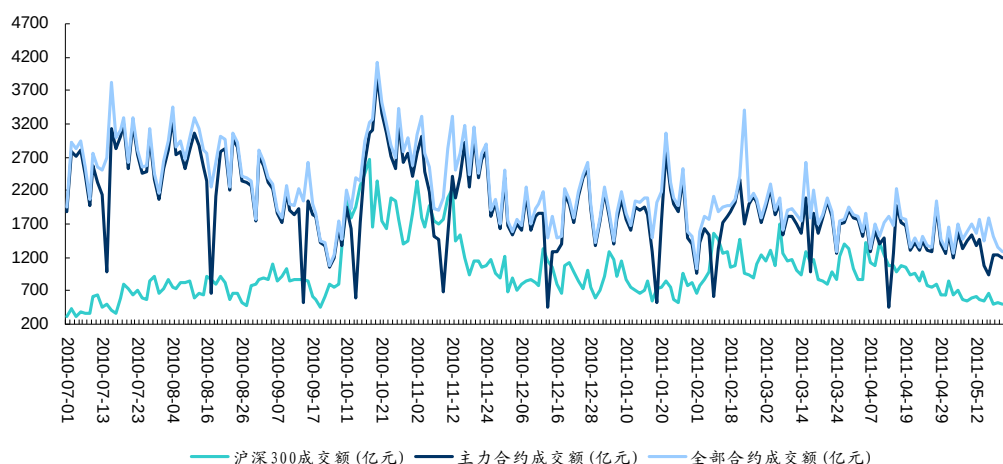


资料来源：长江证券研究部

股指期货

股指期货业务的佣金率较低，且比较稳定，对券商业务收入的影响主要取决于交易量。

图 25 股指期货成交额



资料来源：长江证券研究部

直投业务、新三板、国际板

目前已有 20 家券商设立直投公司，其中中信的金石投资、海通的开元投资及光大的光大资本规模最大，中信、海通、华泰、广发等已投资的直投项目可以在二级市场上变现，对公司利润贡献较大，但券商的直投业务投资项目还未要求及时公布。

新三板扩容、国际板的建立已经提上日程，这亮相业务均有望在今年年底推出，新三板市场至少可从三个方面提高券商贡献业绩，一是经纪业务与做市商体制下的差价收入；二是承销和管理费用收入；三是直投业务收入。

自营业务、利息收入

公司的自营业务取决于公司的自营资产规模、债券市场收益率、股票市场的收益率，利息收入取决于公司的经纪业务中客户资金存款、银行利率，公司资产规模变动较小，且投资资产配置不会及时披露，客户资金存款及银行利率比较稳定，收入比较稳定，因此可以不作为行业的及时跟踪指标。

4.2 证券行业重要政策信息

对证券行业的政策监管与指导，主要集中在经纪业务的佣金管制、相关业务的规范方面，其中对行业影响较大是对证券佣金的管理。

表 4：证券行业政策信息

日期	佣金政策
2010.10	浙江证券业协会日前对辖区内证券营业部佣金率标准进行明确，规定新增客户实际执行佣金率不低于万分之八的佣金标准。
2011.1	江苏证券业协会日前对辖区内证券营业部佣金率标准进行明确，规定新增客户实际执行佣金率不低于千分之一；新设营业部正式开业 6 个月内为佣金优惠期。
2011.1	广西证券业协会通知辖区内证券营业部佣金率从 2011 年 1 月 1 日其执行新的最低标准，最低佣金率在 0.13% 到 0.18%。

2011.1	广东证券期货业协会对 5 家个别客户佣金率远低于成本的证券营业部进行通报批评，这是中国证券业协会佣金新规实施以来，由地方证券业协会开出的首张低佣金罚单。
2011.3	广东证券期货业协会下发通知到各营业部，称已测算营业部佣金平均水平，虽未公开数据，但有消息称监管局希望券商营业部万分之六的佣金率为行业下限。
2011.3	中国证监会下发《关于新设营业部强化客户服务能力和科学制定证券交易佣金政策有关问题复函》，明确表示强化对证券新设营业部客户服务能力和科学制定佣金的监管。

4.3 证券行业重点公司盈利预期变化

证券行业的各家券商业务结构同质性较高，根据券商规模及业务分布地区，我们将证券公司氛围全国型大券商和地方型券商，且全国型的大券商也是走在业务转型的前列，而地方性券商的传统业务占比更高，我们选取中信证券和宏源证券作为监测标的，从预期走势看，中信银行的 EPS 预期，主要是因为大型券商业务结构更加多元化，在市场交投活跃度低迷时，能够平滑业务，而宏源证券 EPS 预期下降，一是市场低迷，在这二三新城市的佣金压力相对一线城市的压力更大。

图 26 中信证券（600030）盈利一致预期



资料来源：长江证券研究部

图 27 宏源证券（000562）盈利一致预期



资料来源：长江证券研究部

4.4 证券行业监控指标汇总

表 5: 证券行业监控核心指标

行业	行业关注指标	重点公司
证券	经纪业务：日交易量、日换手率、佣金水平、新开户数	中信证券
	投行业务：一级市场募集资金量、IPO 市盈率	
	资管业务：新增理财产品、资产管理规模	宏源证券
	创新业务：融资、融券余额，股指期货成交量	
	政策：佣金管理、业务规范	

资料来源：长江证券研究所

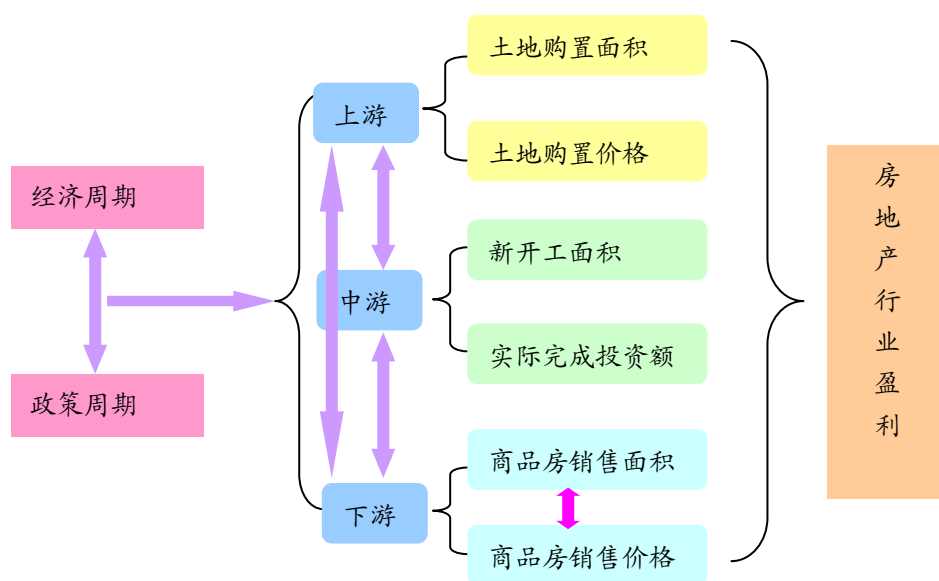
五、房地产行业

房地产业涉及十多个行业，对建材、钢铁、化工等行业具有巨大的推动作用，在推动经济增长中起到重要作用，在拉动 GDP 增长的三驾马车中，房地产既是投资热点，又是内需的重要组成部分，房地产业的发展作为 GDP 增长的巨大动力使得房地产发展与宏观经济运行几乎同步。

作为生活必需品，为保民生，房地产业也成为备受政府关注的产业，政府的土地出让速度受到国家管制，房地产的贷款、买房首付比例、企业售房政策等均受到政府管制，因此对于房地产行业的分析我们更多的基于国家政策周期框架下各项指标的分析。

对于房地产行业我们的分析逻辑为：

图 28: 房地产行业分析逻辑



资料来源：长江证券研究所

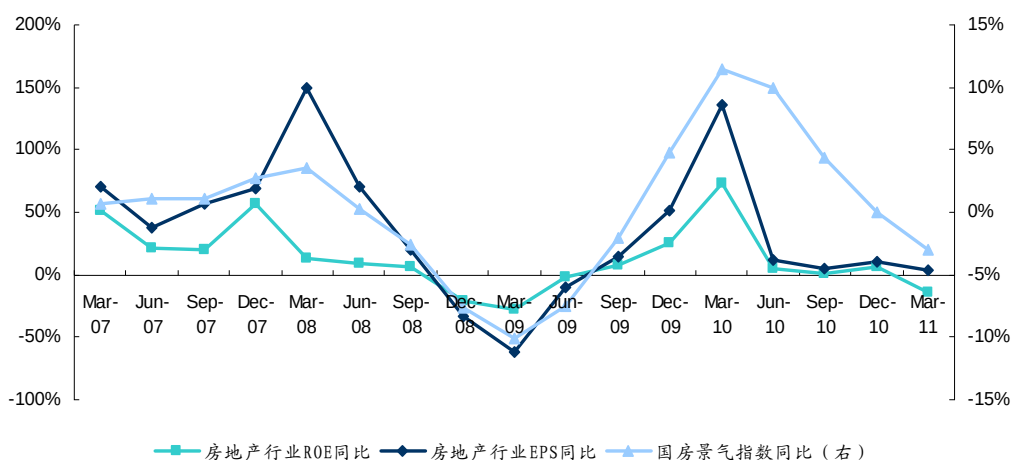
按照房地产生产进程，我们可将发地产分为上、中、下游三个层面，影响利润的直接原因是下游的商品房销售量与销售价格，且两者互相影响，经验表明对商品房销售，量高价高、量低价低的特征较为明显；中游的新开工面积、实际投资完成额与下游互相影响，中游有一定的预见性；上游的土地购置面积及购置价格与下游互相影响，对中游有一定的影响。

5.1 房地产行业的分析逻辑与核心指标筛选

行业景气指数与行业业绩高度相关

由于房地产各项指标间错综复杂的关系，我们首先验证行业综合指数——国房景气指数与行业业绩基本面的关系。

图 29：房地产经营业绩与国房景气指数



资料来源：长江证券研究所

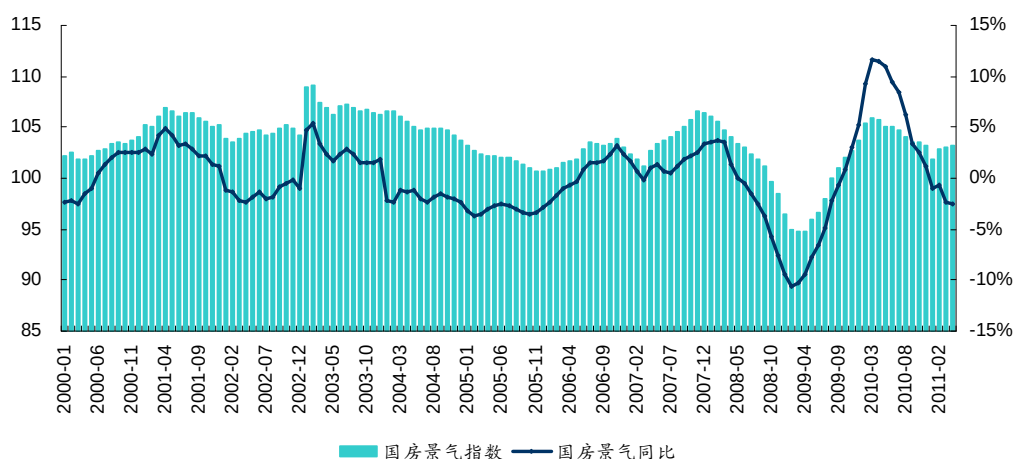
国房景气指数同比与行业 ROE、EPS 同比高度相关，我们认为国防景气指数可以作为监测

房地产的综合指标。

“国房景气指数”的计算指标有土地出让收入指数、本年完成开发土地面积指数、房地产开发投资指数、本年资金来源指数、商品房销售价格指数、新开工面积指数、房屋竣工面积指数、空置面积指数八项。

综上我们可以选取房屋销售面积、销售价格，新开工面积，实际完成投资额，土地购置面积以及房地产开发资金来源等指标来监控。

图 30：国房景气指数

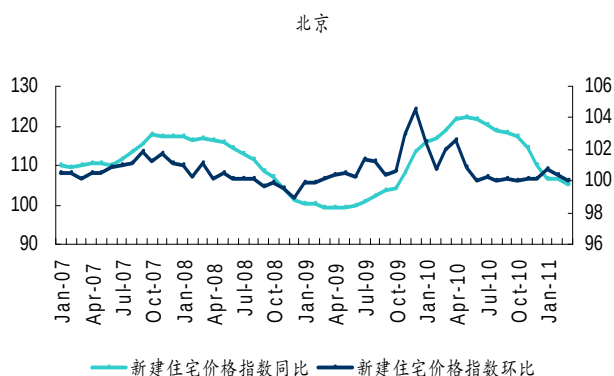


资料来源：长江证券研究所

商品房销售价格—盈利的直接源泉

截止 2010 年 112 月，全国房屋销售价格同比指数已经停止公布，我们通过监控北京、上海、广州、深圳四个城市住宅价格指数，由于每个城市的商品房价格差别较大，在具体分析每个城市房价变化时需要个别分析，通过主要城市的房价指数监控，粗略预测全国价格水平。

图 31：北京住宅价格指数



资料来源：长江证券研究部

图 32：上海住宅价格指数



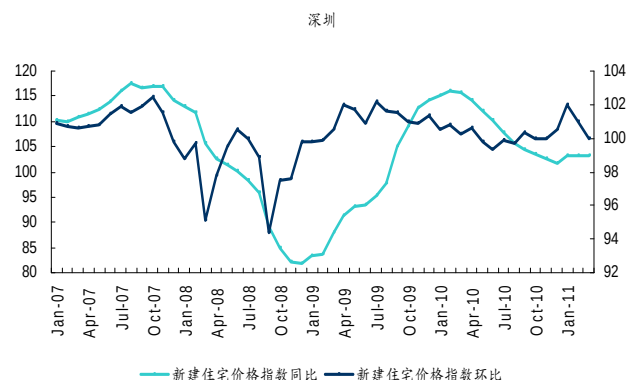
资料来源：长江证券研究部

图 33: 广州住宅价格指数



资料来源：长江证券研究部

图 34: 深圳住宅价格指数



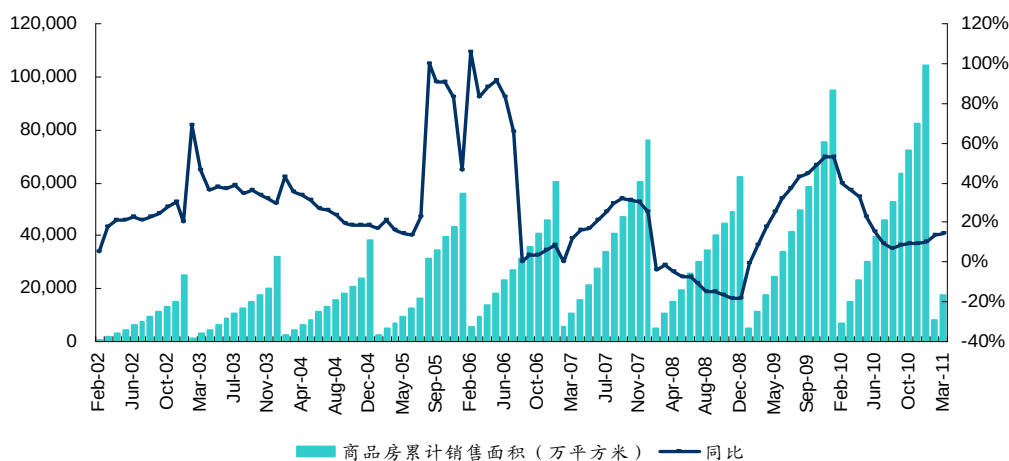
资料来源：长江证券研究部

商品房销售数量——需求面

商品房销售面积反映了消费者的需求，根据购房者心理变化，房屋销售量与销售价格联系紧密，购买者在和房价预期博弈，销售量反映了购买者对未来短期价格的判断，目前房地产市场的需求仍是非常旺盛的，销售量增加，说明投资者认为未来房价下跌空间不大，目前是房价的较低点，愿意买房，而销售量下降，说明购房者认为未来房价还有下跌空间，持币观望。

2009 年商品房累积销售面积大幅上升，2010 年在政府调控下，投资者观望情绪较重，销售面积增速明显下滑，2011 年前三个月销售面积增速有所回升，但幅度不大。观望情绪依然较重。

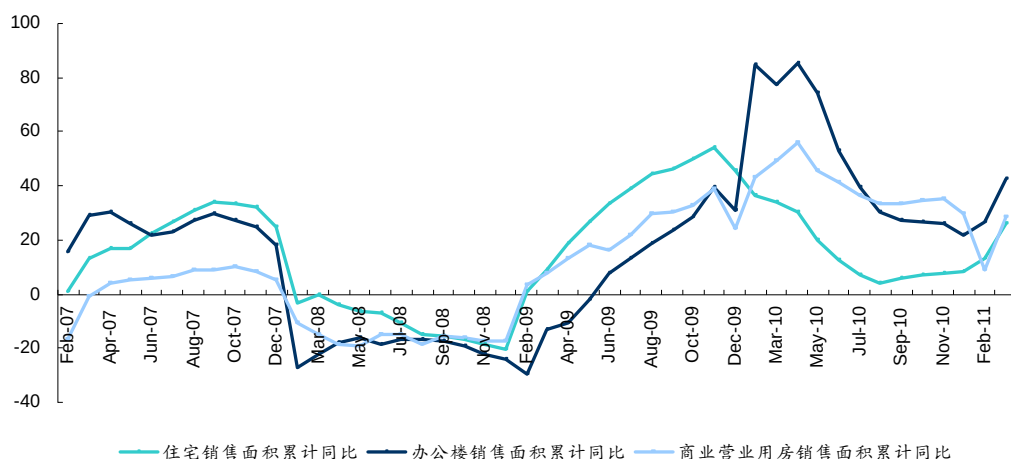
图 35: 商品房累积销售面积



资料来源：长江证券研究所

商品房中住宅销售面积累积同比、办公楼销售面积累积同比、商业营业用房销售面积累积同比分别反映了不同类型购房市场的景气度。

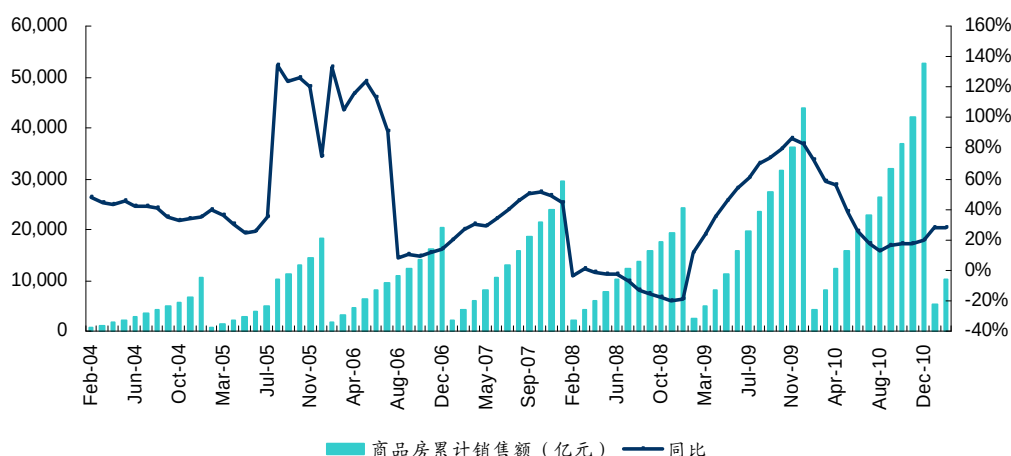
图 36: 商品房分类累积销售面积同比



资料来源：长江证券研究所

商品房累积销售额反映了商品房销售价格和销售面积两方面综合的结果。

图 37: 商品房累积成交额

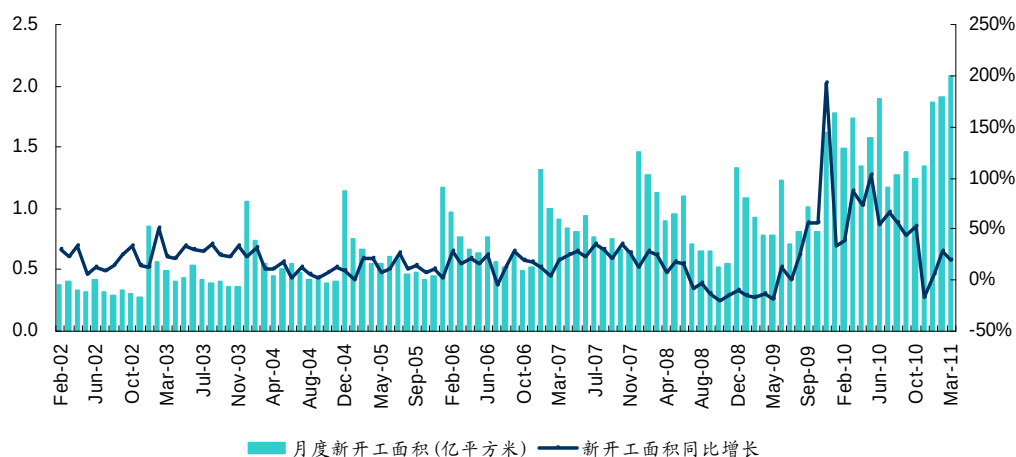


资料来源：长江证券研究所

中游市场景气度

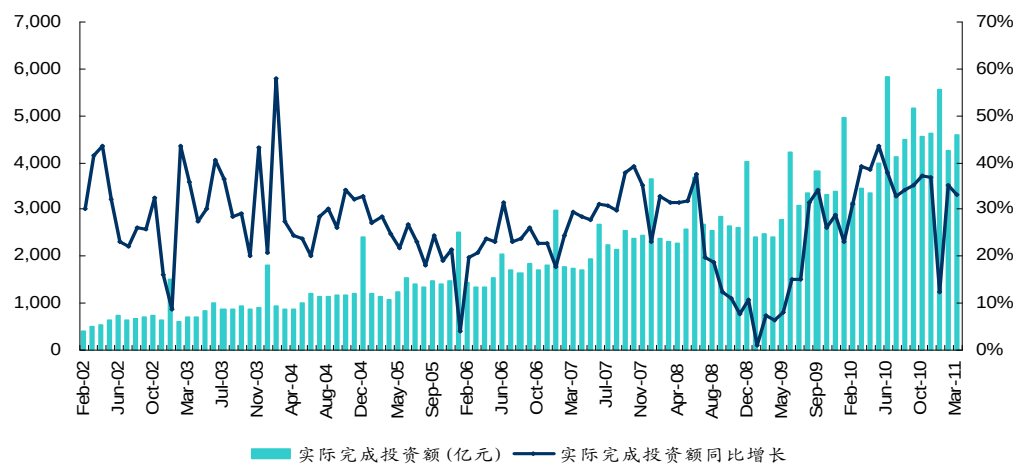
中游市场月度新开工面积及月度累积投资完成额反映了开发商对房地产市场的预期，楼盘从开盘到推出是6个月到1年，开工到推出一般是1年以上，根据中国实际情况，新开工面积及投资完成额也反映了目前的市场景气度。

图 38: 月度新开工面积及同比



资料来源：长江证券研究所

图 39: 月度实际完成投资额（亿元）

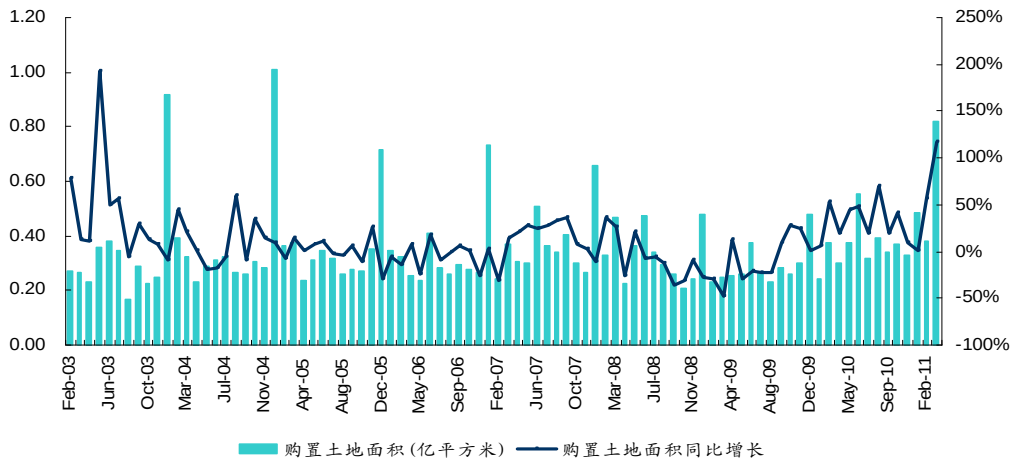


资料来源：长江证券研究所

上游土地购置面积

上游土地购置面积主要取决于地方政府出售土地的意愿及开发商的那地热情，在市场规则下，当房地产市场景气度高、房价高时，政府更愿意出售土地，在房地产市场景气度低、房价低时，政府不愿意出售土地，且土地出售价格决定了房屋建设的主要成本，因此土地出售价格高，也直接推动房价提升。

图 40: 月度土地购置面积及同比



资料来源：长江证券研究所

房地产开发资金来源

房地产从购置土地到后期一系列开发，资金是其重要保障，因此房地产开发资金是影响行业景气度的重要因素。

图 41：房地产开发资金



资料来源：长江证券研究所

5.2 房地产行业重要政策信息

对房地产的政策，可以分为行政管理开发、土地、税收、金融、外资调控、市场秩序及物业等六个方面。

表 6：房地产行业调控政策

行政管理开发		
发布时间	发布单位	主要内容
2011.1.26	国务院	温总理主持召开的国务院常务会议，提出新“国八条”政策措施，会议特

		别强调强化差别化住房信贷政策，对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，对个人购买住房不足 5 年转手交易的，统一按销售收入全额征税。
2010.9.26	国家有关部门	各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30% 及以上；对贷款购买第二套住房的家庭，严格执行首付款比例不低于 50%、贷款利率不低于基准利率 1.1 倍的规定。
土地部分		
2010.12.19	国土资源部	国土部强调，其年底前不得出让大户高档商品住宅用地；国土部还要求，各地要建立房地产交易异常情况上报制度，对招拍挂出让中溢价率超过 50%、成交总价或单价创历史新高的地块，市、县国土资源主管部门要在 2 个工作日内，分别上报国土资源部和省（区、市）国土资源主管部门。
2010.9.26	国土资源部、住房和城乡建设部	对企业因自身原因导致土地闲置一年以上的，将禁止企业及其控股股东参与土地竞买，要求严格划拨决定书和出让合同管理，各类住房建设项目应当在划拨决定书和出让合同中约定土地交付之日起一年内开工建设，自开工之日起三年内竣工
税收部分		
2011.1.27	财政部	《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，个人将购买不足 5 年的住房对外销售的，将全额征收营业税
2011.1.27	重庆市人民政府	《重庆市关于开展对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》，1 月 28 日起针对该市主城区内的独栋商品住宅、超过成交均价 2 倍的高档住房，以及外地人在该市购买的第二套住房，税率暂定作为 0.5-1.2%。
金融部分		
2011.2.9	住房和城乡建设部	从 2011 年 2 月 9 日起，当年归集的个人住房公积金存款利率上调 0.04 个百分点，上年结转的上调 0.35 个百分点。五年期以上贷款利率上调 0.20 个百分点，由 4.30% 上调至 4.50%；五年期以下上调 0.25 个百分点，由 3.75% 上调至 4.00%。开展利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的城市，贷款利率按照五年期以上个人住房公积金贷款利率上浮 10% 执行。
2010.12.25	住房和城乡建设部	从 2010 年 12 月 26 日起，上年结转的个人住房公积金存款利率上调 0.34 个百分点，由现行的 1.91% 调整为 2.25%。当年归集的个人住房公积金存款利率保持不变。

资料来源：长江证券研究所

5.3 房地产行业重点上市公司盈利预期变化

对于地产行业，我们选取全国型的大地产行业万科、保利地产、金地集团，业务主要集中在二三线城市的中南建设以及商业地产世茂股份。

从盈利预期来看，大型房地产企业和中南建设预期比较稳定，市场还处于观望态度为主，而商业地产波动相对较大。

图 42: 万科 A (000002) 盈利一致预期



资料来源：朝阳永续业绩预测系统

图 43: 保利地产 (600048) 盈利一致预期



资料来源：朝阳永续业绩预测系统

图 44: 金地集团 (600383) 盈利一致预期



资料来源: 朝阳永续业绩预测系统

图 45: 中南建设 (000961) 盈利一致预期



资料来源: 朝阳永续业绩预测系统

图 46: 世茂股份 (600823) 盈利一致预期



资料来源: 朝阳永续业绩预测系统

5.4 房地产行业监控指标汇总

表 7：行业监控核心指标

行业	综合指标	行业关注指标	重点公司
房 地 产	国 房 景 气 指 数	前提背景：政策、经济周期	万科、保利、金地
		下游：四大城市住宅价格指数、商品房销售面积	中南建设
		中游：新开工面积、实际投资完成额	世茂股份
		上游：购置土地面积	
		资金保障：房地产开发资金	

资料来源：长江证券研究所

六、保险行业

2001-2010 年之间，我国保险行业经历了一个迅猛的发展过程，2001 年至 2010 年，我国保险行业总保费收入快速增长，从 2001 年底的 2109.35 亿元增长到 2010 年底的 14700 亿元，增长近 6 倍，年复合增长率达到 21.42%。

从总保费来看，到 2009 年，我国保险市场已经是亚洲第三大保险市场，仅次于日本和韩国，现在我国也是世界第十大保险市场。

根据保险标的的不同，保险可以分为人身保险和财产保险：

人身保险	以人的寿命和身体为保险标的的保险	包括寿险、人身意外伤害险和健康险等几大主要险种
财产保险	以有形或无形财产及其相关利益为保险标的的一类实偿性保险	包括财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险、农业保险等

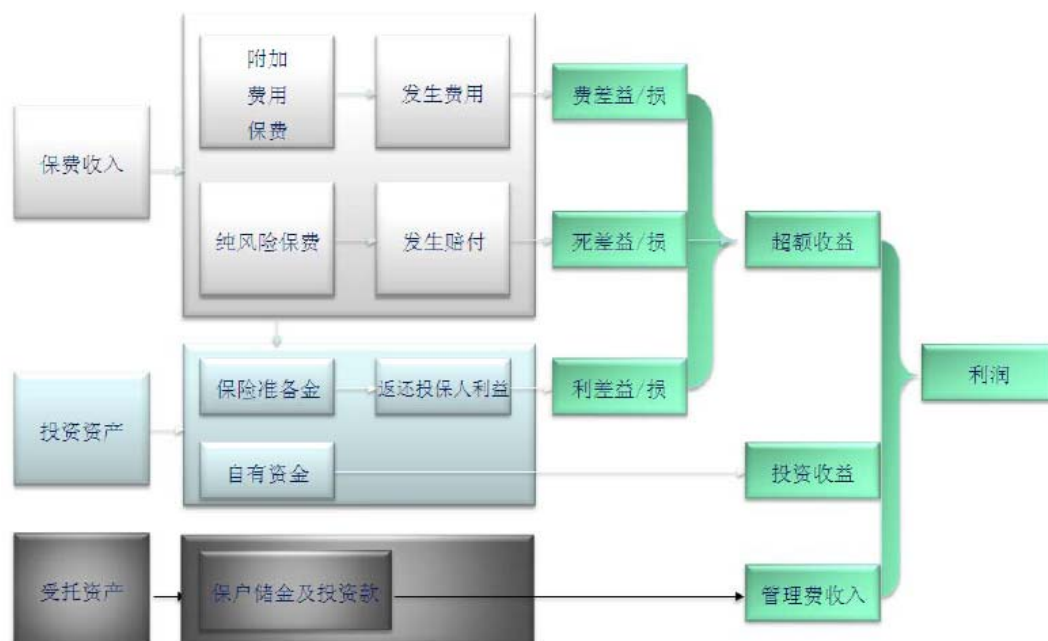
6.1 保险行业的分析逻辑与核心指标筛选

根据保险行业的盈利模式，营业收入主要为保费收入，保费收入为经营投资提供资金，投资收益为保险公司的主要收益来源。

根据保险公司的盈利模式简图，行业利润分为费差、死差、利差带来的超额收益，自有资产投资的投资收益，以及受托资产管理的管理费收入，其中利差的超额收益和自有资产的投资收益是公司利润的主要来源。

死差是因保险合同到期时，实际赔付金额与预计赔付金额之间的差异而产生的损益；费差是指保险公司实际的营运管理费用与预计的营运管理费用之间的差额；利差，是指保险公司实际的投资收益与预计的投资收益之间的差额。

图 47：保险公司盈利模式简图

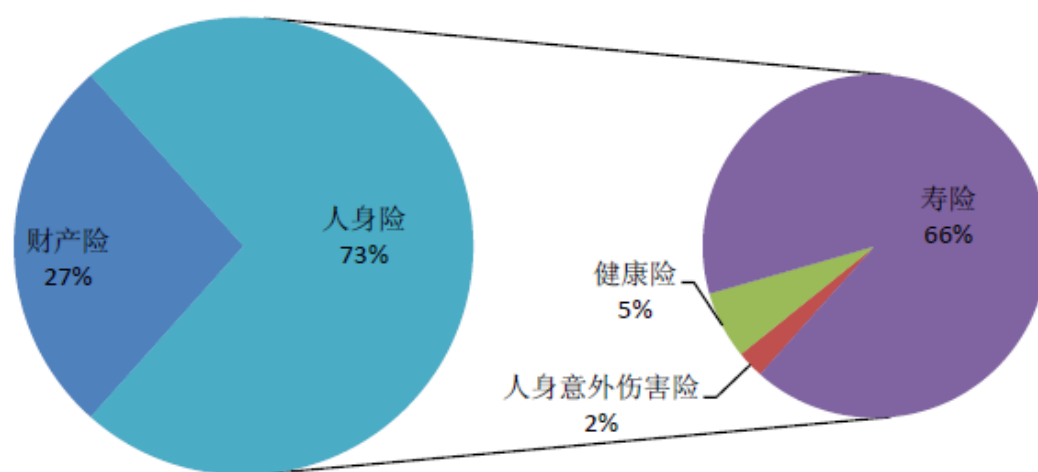


资料来源：长江证券研究所

保费收入——投资资金来源

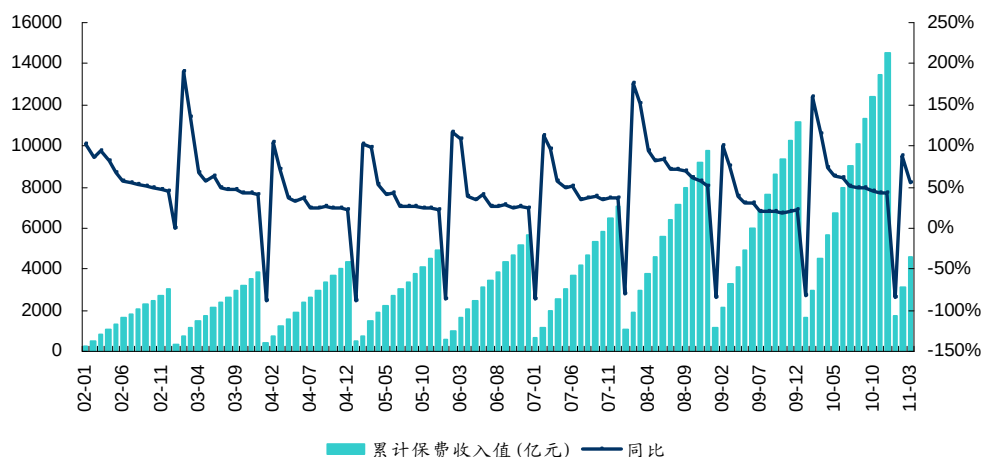
从 2010 年的保险费收入来看，在我国，人身险中的寿险保费收入是保险公司保费收入的最大来源，2010 年寿险保费收入占当年总保费 66%。

图 48：各种险种保费收入占比



资料来源：长江证券研究所

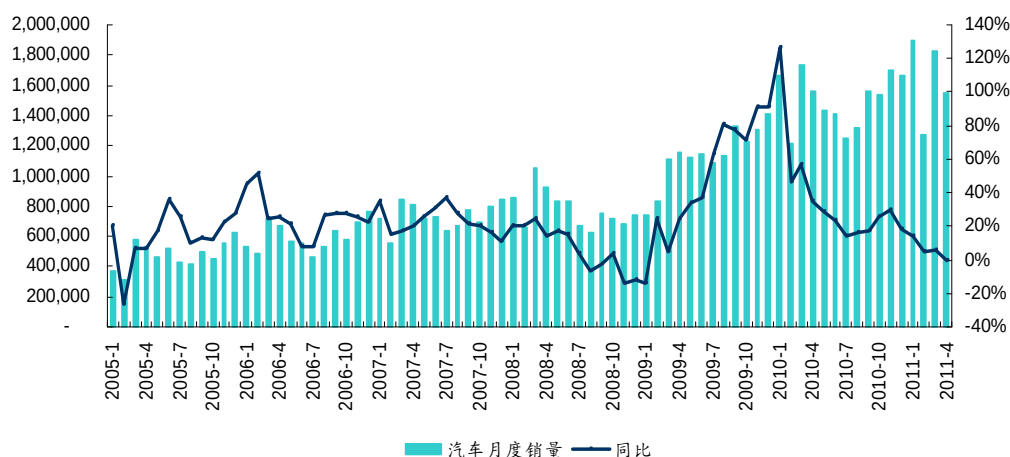
图 49：行业保费收入



资料来源：wind，长江证券研究所

对于人身保险，无法通过其他数据跟踪，而财险中主要是车险，因此我们可以根据汽车销售量来跟踪财险状况。

图 50：汽车月销量与同比增速



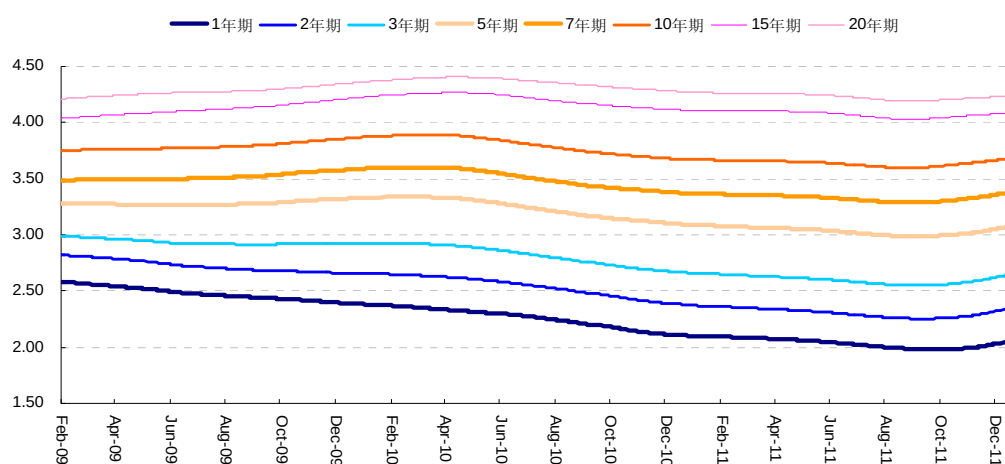
资料来源：wind，长江证券研究所

投资收益——保险行业利润主要来源

保险公司的保费收入中大部分会通过准备金提取确认为负债，利润主要来源为投资收益率，即投资于国债、企业债、银行存款、股权类资产等。

保险公司参照国债 750 日移动平均收益率对每张保单未来资金流出贴现后的现值作为目前的准备金标准，准备金是保险行业投资资产的主要组成部分。

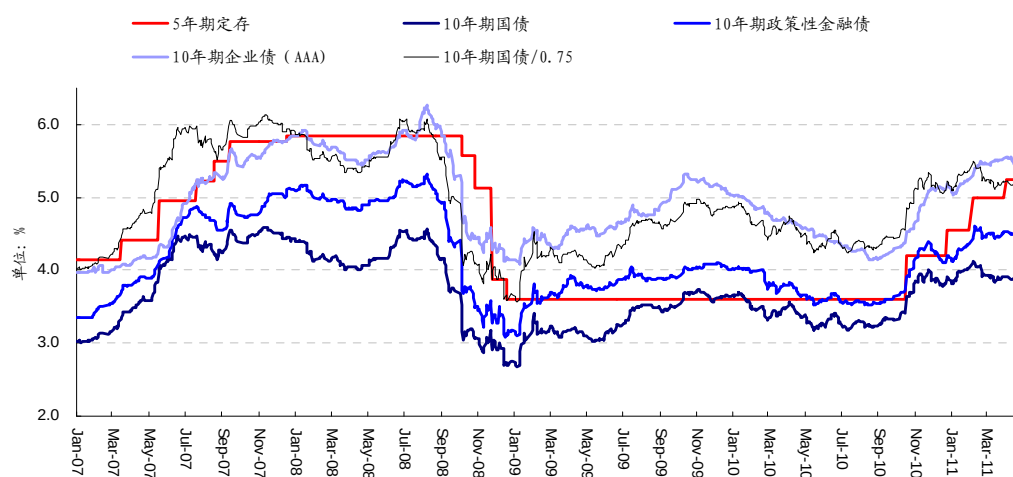
图 51：国债 750 日移动平均收益率



资料来源：wind，长江证券研究所

保险公司资产投资中，固定收益类占比为 80%左右，其中债券投资占比在 50%左右，银行存款占比在 30%左右，权益类资产投资占比为 15%左右，其他投资占比在 5%左右，行业会根据市场情况，调整不同类型投资资产的比重，可重点关注债券投资收益率。

图 52：10 年期债券收益率



资料来源：wind，长江证券研究所

对于保险行业的收益率，我们要关注大额投资资金变动情况，近期中国太保获批对保障房建设投资 50 亿元，目前还无法准确估算投资收益，对保险行业，且每家公司要做到及时动态跟踪。

6.2 保险行业重要政策信息

从保险行业政策发展方向而言，保监会正逐步强调保险行业服务规范化，控制道德风险，且逐步推进发展新兴保险业务，如农村保险业及文化产业保险业务。

保监会 2011 年 1 月 6 日提出积极培育和发展文化产业保险市场，开拓创新，大力开发服务文化产业发展的保险产品；同时要加强保险行业风险管理，2010 年 7 月保监会重点提出增强保险机构案件风险防范意识，规范案件责任追究工作，遏制各类案件及重大违法违规行为。

6.3 保险行业重点上市公司盈利预期变化

目前 A 股上市的保险公司有中国平安、中国人寿、中国太保三家，其中中国平安是以保险业务为核心，提供包括保险、银行、证券等多种金融服务的综合性金融集团，寿险市场排名第二，财险市场排名第三；中国人寿是中国最大的人寿保险公司；中国太保是综合性保险集团，寿险市场排名第三，财险市场排名第二，投资资产总额排名第三。

图 53：中国平安（601318）盈利一致预期



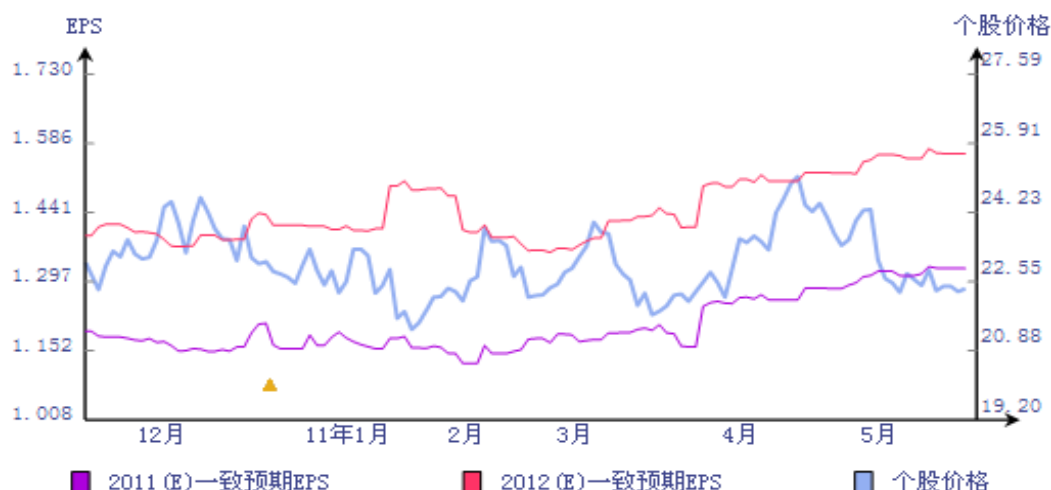
资料来源：朝阳永续业绩预测系统

图 54：中国人寿（601628）盈利一致预期



资料来源：朝阳永续业绩预测系统

图 55：中国太保（601601）盈利一致预期



资料来源：朝阳永续业绩预测系统

6.4 保险行业监控指标汇总

表 8: 保险行业核心监控指标

行业	行业关注指标	重点公司
保 险	投资规模: 保费收入、汽车销量	中国平安
	投资收益: 国债 750 日移动平均收益率、国债收益率	中国人寿
		中国太保

七、金融产业链核心关注指标汇总

金融产业链包括银行、证券、地产、保险四个行业，虚拟经济的组合体，这四大行业对经济变动的敏感性较高，特别是对经济周期变化反应快，被视为宏观经济的风向标；且受经济政策影响较大，且同一政策对四大行业的影响一般为同向的；四大行业的需求中投资需求占比较高，与投资者行为联系紧密，是投资者投资组合的重要标的，且具有投资替代效应；四大行业是银行、地产是国民经济的重要支柱产业，对经济的影响力和反作用力较大。由于业务结构的不同，对于金融产业链的不同行业我们的分析思路不同，没有统一的逻辑框架。

表 9: 金融产业链核心监控指标汇总

行业	子行业	行业关注指标	重点公司
银 行	国有商业银行	流动性：拆借利率、流入热钱	工行银行
		息差水平：存贷比、票据占比、活期存款占比	
	股份制商业银行	资产规模：存贷款增速、M2 增速	招商银行
	城市商业银行	贷款风险：工业增加值、实际利率 政策：准备金、利率调整，压力测试	宁波银行

证 券	经纪业务：日交易量、日换手率、佣金水平、新开户数 投行业务：一级市场募集资金量、IPO 市盈率 资管业务：新增理财产品、资产管理规模 创新业务：融资、融券余额，股指期货成交量 政策：佣金管理、业务规范		中信证券
			宏源证券
房 地 产	国 房 景 气 指 数	前提背景：政策、经济周期	万 科、保
		下游：四大城市住宅价格指数、商品房销售面积	利、金地
		中游：新开工面积、实际投资完成额	中南建设
		上游：购置土地面积	世茂股份
保 险	投资规模：保费收入、汽车销量 投资收益：国债 750 日移动平均收益率、国债收益率		中国平安
			中国人寿
			中国太保

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

胡瑞丽，华中科技大学金融学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究方向为主题投资与策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。