

2011-06-13

证券研究报告

行业研究 / 中期策略

非银行金融

增持/维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁文韬

(021)50106410

dingwentao@gjzq.com.cn

华莎

(021)6849 8507

huasha@mail.htlhsc.com.cn

一枝独秀不是春，百花齐放才是锦

—非银行金融中期策略报告

- **金融服务行业整体增速先低后高，发展空间仍然巨大。**从投资的角度来讲，更是黄金标的。我国金融服务业增加值对 GDP 占比在过去 15 年间呈现先低后高态势。97~05 年间由 4.6%降至 3.3%；05~10 年间则回升至 5.2%。美国等发达国家该比例基本在 8%左右，总体来看，我国金融服务行业未来仍有较大发展空间。
- **非银行金融是未来发展重点。**过去五年间，银行、保险、券商、信托、租赁行业资产规模复合增速分别为 21%、27%、54%、80%和 243%。**非银行金融板块增速集体呈现高速增长。**我们认为，在 CPI 高涨导致居民存款负利率化、居民储蓄大搬家等多方面因素影响下，非银行金融是未来金融行业发展中的重点，创新性金融模式更是重点。
- **保险、证券迎来稳定增长期。**保险行业在 99 年实施定价利率监管(2.5%上限)以来，行业经过十余年有序发展，行业进入稳定增长期。未来行业投资渠道放宽、养老金业务发展(配套税收优惠政策)是下一轮行业规模爆发增长所需要的前提条件；证券行业自 02 年实施佣金自由化，行业在 06~09 年期间迎来井喷式增长。未来随着佣金率下降，经纪业务占比下降，发展创新业务，拓展收入渠道是券商未来进一步增长的动力。
- **信托、租赁迎来黄金发展期。**参考国外成熟市场，社会融资渠道三分天下，信贷、租赁、证券（股票、基金、信托等）分别占 50%、30%、20%的比例，而我国目前则主要依托银行信贷单一渠道，众多中小企业在此过程中融资需求难以满足。信托、租赁行业未来成长空间巨大。同时，监管部门在 06~10 年期间对信托、租赁行业相继出台多项法律、法规，进一步规范行业秩序，引导行业进入有序的良性发展。
- **投资建议：**我们对非银行金融行业排序依次为信托、租赁、保险、券商。
- **信托、租赁：**行业处于黄金发展期，未来行业高成长确定性强，建议长期持有，分享行业高成长带来的收益。

保险：行业目前估值处于历史低点，股价安全性高。看好下半年评估利率上升等三大趋势性催化因素对行业基本面带来的积极改善。建议积极把握下半年业绩提升对行业股价带来的趋势性机会。

证券：考虑下半年业绩和估值的潜在提升空间以及新三板、转融通等创新业务的事件性催化因素，建议选择估值达到底部的券商进行左侧买入。

- **投资组合：**

安信信托、ST 汇通、中国太保、吉林敖东、中信证券、海通证券

目 录

前言:	5
非银行金融迎来百花齐放.....	7
金融服务行业整体增速先低后高, 非银行金融后来居上.....	7
非银行金融潜力巨大, 信托、租赁处于黄金期.....	9
行业盈利模式: 资产驱动 or 收入驱动.....	12
行业排序和行业观点.....	13
行业观点:	13
行业推荐组合.....	13
信托行业: 全金融牌照下的行业黄金发展期.....	14
回顾: 供需两旺共驱行业 6 年成长 20 倍.....	14
展望: 构建行业自身核心竞争力, 并不仅是银行信贷补充.....	16
推荐标的: 安信信托.....	17
租赁行业: 小荷才露尖尖角.....	18
回顾: 固投、渗透率增长共驱租赁余额四年成长 86 倍.....	18
展望: “所有权+产业专家”将塑造租赁行业核心竞争力.....	19
推荐标的: ST 汇通.....	21
保险行业: 看好下半年行业趋势性机会.....	23
回顾: 诸多不利因素释放导致估值低位.....	23
展望: 三大催化剂齐聚下半年.....	26
推荐标的: 中国太保.....	30
证券行业: 买在左侧等待事件性驱动.....	31
回顾: 估值已充分反映悲观预期.....	31
展望: 事件性催化剂不时出现.....	32
推荐标的: 吉林敖东、中信证券、海通证券.....	33
风险提示.....	34

图表目录

图 1:	金融服务行业整体增速先低后高	7
图 2:	中国、美国金融服务业/GDP — 中国仍然有较大发展空间	8
图 3:	中国历史社会融资结构 — 银行信贷目前仍然是融资主体	8
图 4:	金融各行业生命周期 — 信托、租赁处于行业黄金期	9
图 5:	资产驱动型金融企业 ROE 相对较低	12
图 6:	收入驱动型金融企业 ROE 相对较高	12
图 7:	各行业 PE、PB 估值 — 信托、证券收入驱动行业估值较高	12
图 8:	中国私人可投资资产增长情况	14
图 9:	全球高净值客户人数—中国增速全球第二	14
图 10:	高净值人群对投资多样性选择—信托产品需求高	15
图 11:	资产规模与资产配置—资产配置多元化	15
图 12:	信托资产增速与利率正相关	15
图 13:	信托报酬率与利率正相关	15
图 14:	银行间市场债券加权平均利率	15
图 15:	中债财富指数	15
图 16:	信托资产 6 年成长 20 倍	16
图 17:	信托净利润复合增速 60%	16
图 18:	主动型信托占比迅速上升	16
图 19:	11 年 1 季度行业资产规模再增 7.5%	16
图 20:	2006-10 年的过去四年，国内租赁余额增长了 86 倍	18
图 21:	固定资产投资额持续维持 20%以上的高增长	18
图 22:	国内租赁渗透率逐年提升	18
图 23:	远东宏信不良资产率 2007-10 年持续低于银行业	20
图 24:	寿险行业保费增速	23
图 25:	行业综合成本率持续下降	24
图 26:	行业综合成本率持续下降	24
图 27:	上市公司投资收益分析 — 投资收益低于精算假设	25
图 28:	保险公司各项估值指标 — 估值已为历史低点	25
图 29:	评估利率对公司业绩弹性大	26
图 30:	评估利率三季度起触底反弹	27
图 31:	上市保险公司单月保费和环比数据	28
图 32:	保险公司固定收益投资占比七成以上	29
图 33:	10 年末平安、太保净投资收益比重大	29
图 34:	不同于 08、09 年，2010 年估值变动加剧了股价下跌	31
图 35:	2010 年佣金率降幅创近年来新高	31
图 36:	证券行业经纪业务在收入中占比过半	31
图 37:	证券股 PE 接近历史底部	32
图 38:	证券股 PB 接近历史底部	32
图 39:	11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 明显缩小	32

表格 1: 过去五年间各金融行业资产规模增速 — 非银行金融整体保持高增速	9
表格 2: 国内信托行业发展历程	10
表格 3: 国内租赁行业发展历程	11
表格 4: 行业推荐组合	13
表格 5: 世界各国租赁渗透率（单位：%）	19
表格 6: 租赁公司业务通常聚焦于特定领域	20
表格 7: 融资融券业务对综合收益贡献增幅	33

前言：

此次中期策略报告，我们一改传统对于非银行金融的理解（保险+券商），而将非银行金融作为一个大的行业进行研究，在此次报告中，我们加入了对于信托与租赁行业的分别表述。我们之所以做出这样的改变，不只是由于非银行金融行业上市公司的增多，同时也是由于新孕育的机会。

- 根据未来的行业成长空间以及行业增速，我们将非银行金融行业目前的四个行业进行了推荐的排序：依次为信托、租赁、保险、券商。

虽然目前金融模式下，传统的银行业务仍然占据主角，但是金融服务业的发展速度已经远远超过了传统的银行业务，在过去 5 年间，从行业资产的规模增速来看，银行增速为 21%，保险为 27%，券商为 54%，信托为 80%，而租赁达到了 243% 的增速。

政府对于金融服务业发展的松绑是金融服务业近几年能够保持如此快速增长的最核心原因。即便经过了过去的快速增长，其距离成熟期仍有相当大的距离。

- 从美国的经验来看，金融服务业增加值占国内生产总值基本在 8% 左右，相比我国目前水平仍然有 50% 以上的增长空间。
- 参考国外成熟市场，社会融资渠道三分天下，信贷、租赁、证券（股票、债券、基金、信托等）分别占 50%、30%、20% 的比例，而目前国内融资主体依靠银行信贷一种模式。未来，信托、租赁、证券等其他融资模式发展潜力巨大。
- 随着国内目前 CPI 攀升和银行存款利率非市场化，负利率现象日趋严重。在此背景下，居民理财意识逐步上升，储蓄大搬家的现象日益严重。仅 11 年 4 月单月，银行当月住户存款净减少 4678 亿元。

所以在未来的 2-3 年内，非银行金融的发展应该还是会远远超过传统的金融业。考虑行业成长空间以及行业增速，我们推荐的排序为信托、租赁、保险、券商。

信托业：**1、最为灵活的业务模式**，换句话讲，在金融范畴内几乎所有的业务都可以开展。**2、创新的温床**，在中国目前金融发展中，众多的问题都需要用创新的方式来解决，融资、投资、理财等新型方式都离不开信托的参与。**3、最为广阔的空间**，目前中国的高端理财刚刚起步，同时中国的富人阶层大量的理财需求无从释放，信托是必然的选择。

租赁业：**1、历史的欠账必将偿还**，本应作为主要融资渠道之一的租赁业，在过去几年由于政府管制的原因，发展一直受到抑制，直到 2009 年其才真正开始放开，我们也看到在 2010 年众多的租赁公司的 ROE 都上提了 5%-10%，例如民生租赁，其 ROE 在 2009 年是 5% 左右，到 2010 年就上到了 13.5% 左右。**2、空间巨大**，到 2010 年年底租赁资产余额为 7000 亿元左右，相对与保险的 5 万亿、信托的 3 万亿，其发展空间巨大，更不用提银行业。目前我们租赁渗透率为 1.4% 左右，而海外市场基本都维持在 15%-30% 左右，美国基本上是维持在 25%-30%。

保险业：**1、行业的增速将回归正常**，年化行业增速将维持在 15% 左右。**2、静待行业政策的催化**，从增速上来讲，行业的再次高速发展必将等待税收对于保险的支持。

券商：**1、行业业务模式的创新将是未来盈利的新增长点**。**2、行情的转暖将改变目前由于估值下移带来的业绩与估值的双杀**。

综上所述：我们认为，虽然传统的金融服务业，保险和券商依然保持着较高的增速，但是后期之秀，信托业与租赁业的发展速度更为惊人。从投资的角度来讲，我们认为，选择一个好的行业也是投资的重要因素，因此，在这次的中期策略报告中，我们更为强调行业的特性对于投资的影响。

在推荐公司上，我们的标的分别为：

安信信托、ST 汇通、中国太保、吉林敖东、中信证券、海通证券

非银行金融迎来百花齐放

金融服务行业整体增速先低后高，非银行金融后来居上

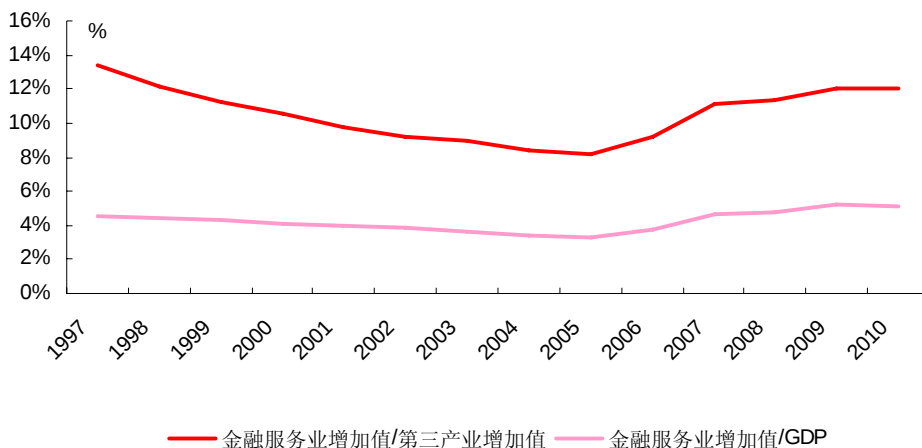
从定义上讲，金融服务业指金融服务提供者所提供的各种资金融通方面服务活动所构成的产业。它是以银行金融业为主体，其他非银行金融业(保险、证券、信托、典当等)为补充的金融服务业体系。

过去十多年间，金融服务行业在我国呈现增速先低后高的态势。我们从金融服务行业增加值占第三产业增加值和占国内生产总值两个比例来看，1997-2005年期间这两个比例均呈现下滑趋势；2006-2010年则出现上升，并回到97年水平：

一)1997-2005年：金融内部发展结构不平衡，非银行金融体系发展缓慢。整体来看，97-05年期间，金融服务行业占第三产业增加值和国内生产总值两个比例分别从13.4%和4.6%下降到8.1%和3.3%。我们认为形成这一现象的主要原因有：1)内部行业结构和区域发展结构不协调：银行资产规模一家独大，保险、证券、信托、租赁等非银行金融增速缓慢；2)金融服务各行业竞争力较弱，金融产品单一，金融机构竞争力不高；3)国内金融机构的业务创新能力不强，银行仅以存贷款业务为主，保险、券商等非银行金融机构则受限于政策约束，创新业务发展缓慢。

二)2006-2010年：金融创新逐步放开，非银行金融后来居上。从数据上来看，06-10年期间，金融服务行业占第三产业增加值和国内生产总值两个比例逐步上升，10年末分别为12%和5.2%，基本回到97年水平。我们认为这一阶段中，监管部门对金融创新业务逐步放开同时伴随非银行金融机构迅速崛起是主要原因。

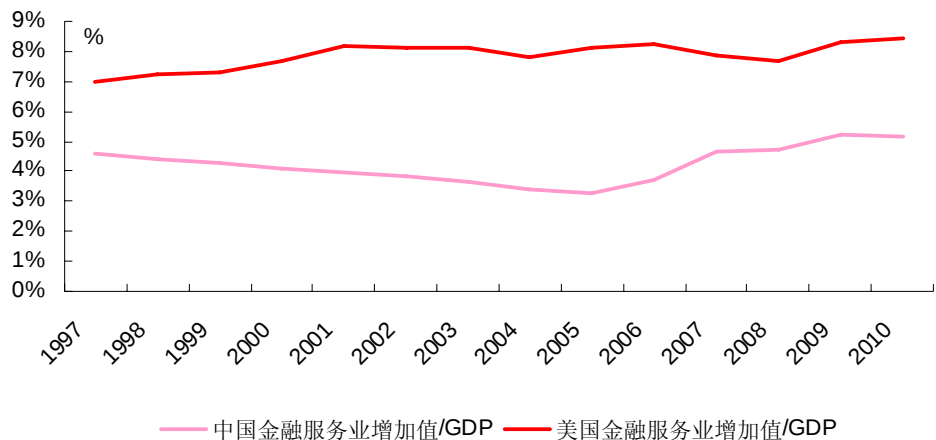
图1： 金融服务行业整体增速先低后高



资料来源：Wind、CEIC、华泰联合证券研究所

未来金融服务行业仍有巨大发展空间。从美国的经验来看，金融服务业增加值占国内生产总值基本在8%左右，相比我国目前水平仍然有50%以上的增长空间。

图 2： 中国、美国金融服务业/GDP — 中国仍然有较大发展空间

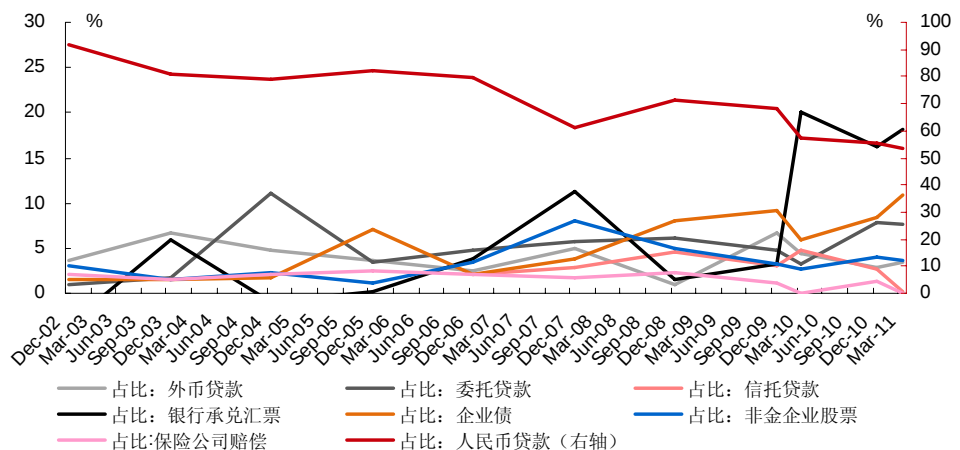


资料来源：Wind、CEIC、华泰联合证券研究所

非银行金融发展空间巨大。基于以下两点原因，我们判断，未来我国金融服务行业进一步增速主要将会依托非银行金融业的快速发展：

- 一）参考国外成熟市场，社会融资渠道三分天下，信贷、租赁、证券（股票、债券、基金、信托等）分别占 50%、30%、20%的比例，而目前国内融资主体依靠银行信贷一种模式。未来，信托、租赁、证券等其他融资模式发展潜力巨大。
- 二）随着国内目前 CPI 攀升和银行存款利率非市场化，负利率现象日趋严重。在此背景下，居民理财意识逐步上升，储蓄大搬家的现象日益严重。仅 11 年 4 月单月，银行当月住户存款净减少 4678 亿元。我们认为在银行存贷款利率未市场化之前，这一现象会持续存在，并导致资金流入非银行渠道以外的金融理财产品。

图 3： 中国历史社会融资结构 — 银行信贷目前仍然是融资主体



资料来源：Wind、CEIC、华泰联合证券研究所

非银行金融潜力巨大，信托、租赁处于黄金期

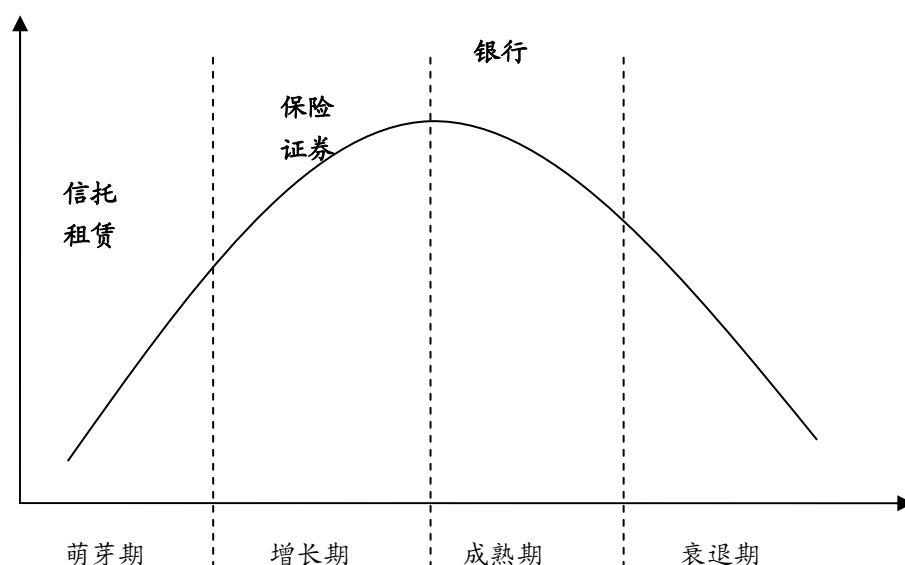
信托、租赁行业资产规模呈爆炸式增长。从行业资产规模增速来看，过去五年间，非银行金融行业资产整体增速大幅高于银行行业资产增速。进一步细化行业，我们看到保险、证券相对而言增速慢于信托、租赁行业。信托、租赁行业过去五年间行业资产复合增速分别达到 80%和 243%，行业发展处于黄金发展期。

表格 1：过去五年间各金融行业资产规模增速 — 非银行金融整体保持高增速

行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Avg
银行	19%	17%	20%	19%	26%	20%	21%
保险	28%	30%	47%	15%	22%	24%	27%
券商	-16%	124%	180%	-31%	69%	-3%	54%
信托	23%	75%	170%	36%	50%	65%	80%
租赁	n/a	n/a	200%	546%	139%	89%	243%

资料来源：信托行业协会、银监会、保监会、证监会、华泰联合证券

图 4： 金融各行业生命周期 — 信托、租赁处于行业黄金期



资料来源：华泰联合证券研究所

信托、租赁政策形式良好。政策面来看，信托、租赁正处于行业整顿后良性发展初期，预期行业将会持续良性快速发展；保险、证券行业则均在 00 年前后出台行业重要政策，经过近 10 年的发展，行业呈现稳定增长：

信托：信托行业 07 年进行了第六次行业大整顿，新两规下监管层对信托业务实施分类监管，对不合格新办法的业务进行限期清理整顿，各信托公司开始加速实业清理，信托本源业务高速发展。进入 2010 年，监管部门进一步出台净资产管理办法，使得行业发展进一步以打造信托行业核心竞争力和注重行业利润率为主，主动型信托占比大幅上升。

租赁：租赁行业则在进入 00 年后，租赁的法律、监管、会计准则等相关的四大支柱相继出台多项法律、法规，信托行业外部环境彻底改善。同时，05 年商务部修改审批门槛，06 年银行入股租赁公司，在金融租赁、外资租赁、内资租赁三分天下的格局之下，租赁行业迎来快速发展期。

保险：1999 年保监会出台 90 号文，规定保险产品定价利率不得高于 2.5%。行业原先依靠价格战的混乱模式告一段落，行业回归理性发展。伴随人寿、平安、太保 07 年相继在 A 股上市，行业在当年迎来增长黄金期。（07 年行业资产增速达 47%）

证券：2002 年实现行业佣金自由化，证券行业市场化进程在金融行业中处于领先地位。伴随佣金率下滑，经纪业务占比近年来逐步下降。未来，各券商依托自身优势进行差异化服务，发展除经纪业务以外各项业务收入，提升公司自身综合竞争力成为各大券商主要目标。

表格 2：国内信托行业发展历程

时间	背景	整顿内容	影响和观点
第一次清理整顿 (1982 年)	自由发展阶段的信托业出现很大的盲目性，扩大了基础设施建设规模并对信贷收支平衡形成一定冲击	国务院于 1982 年 4 月下达《关于整顿信贷投资机构 and 加强更新改造资金管理的通知》，规定除国务院批准和授权单位批准的信托公司外，各地区、部门均不得办理信托业务，已办理的限期清理。	行业清理
第二次清理整顿 (1985 年)	1984 年农业丰收，经济发展过热，并造成货币投放和信贷规模双重失控，其中信托业务主要进行信贷业务，并大量投向固定资产领域，助长了固定资产规模膨胀	1985 年 8 月，国务院和中国人民银行相继发出紧急通知，要求银行停止办理信托贷款和信托业务，已办业务加以清理；1986 年，中国人民银行颁布了《金融信托投资机构管理暂行规定》，对信托业的资金来源加以限制	《规定》是改革开放后，我国第一次在法律上确定了信托业在金融体系中的地位，确立了中国人民银行对信托机构的管理和领导地位
第三次清理整顿 (1988 年)	经济过热下资金需求过大，信托业迅速膨胀，在有限的管理下不断过大固定资产投资规模，影响国家宏观调控	1988 年 8 月，中央肃清金融环境，开始全面清理撤并各级人民银行越权批设的信托公司；取消利率上浮的规定，使信托机构失去与银行竞争的利率优势。	经过 1 年多的清理，1990 年 8 月全国信托投资公司已有 1988 年的 700 多减少至 339 家
第四次清理整顿 (1993 年)	信托业再次大发展后，监管滞后下信托公司出现盲目甚至变相违规拆借资金、炒作房产和股票	1993 年人民银行停止了银行向各类非银行金融机构的资金拆借；1995 年 5 月，国务院批准《中国人民银行关于中国工商银行等四家银行与所属信托投资公司脱钩的意见》，要求银行不得从事银行业务以外的其他业务	到 96 年底，脱钩、撤并了 168 家商业银行独资或控股的信托公司，信托公司再次缩减至 244 家；但前四次的清理只是对信托业的不断“修补”过程，并未从根本上改变信托业的功能错位问题
第五次清理整顿 (1999 年)	不断的清理整顿大幅缩窄信托公司的合法资金来源，许多公司发生资不抵债、违规经营现象，经营危机和风险受到高度重视	1999 年 3 月，下发《国务院办公厅转发中国人民银行整顿信托投资公司方案的通知》，严格制定信托公司成立条件，彻底分类处置各类信托公司，分别采取关闭、注资、重组等方法解决信托公司面临的各类历史遗留问题。出台“一法两规”进行强制性制度规范	带来信托业的历史转折：第一次从法律层面上真正构建了信托制度整体的价值功能；宣告了新的信托体制的诞生；促进信托功能回归的前提下将信托公司定位于以收取手续费或佣金为目的的，以受托人身份接受信托财产和处理信托财产的非银行金融机构。

第六次清理整顿 (2007 年)	信托业务定位仍不够清晰, 运用 方式贷款比例较大、自营业务规 模较大	2007 年 3 月出台新两规, 银监会发布通知, 监管层将对信托业实施分类监管, 对不合新 办法的业务限期清理, 更换金融牌照开展新 业务必须达到新办法的标准, 否则进入过渡 期。	带来了信托业的高速发展: 各信托公司开 始轰轰烈烈的实业清理, 力争尽快回归 “信托”本源, 获得新牌照。
---------------------	--	---	---

表格 3: 国内租赁行业发展历程

阶段	年份	发展历程
起源阶段 (1981-1984)	1981	改革开放初期, 外汇紧缺, 为引入外资, 在荣毅仁倡导下, 国内第一家租赁公司——中外合资的东方租赁有限公司成立。
	1984	环球租赁和外贸租赁成立, 81-84 年间租赁公司数量不多, 经验缺乏, 各方面条件都不具备, 只做一些尝试性业务。
发展阶段 (1985-1988)	1985	由于进口汽车需要批文, 而对外经贸部有深厚渊源的东方租赁和外贸租赁可以获得汽车进口批文, 因此租赁公司名为租赁, 实际上是在变相高价卖批文。
	1986-87	融资租赁的队伍迅速扩大, 中国人民银行也注意到融资租赁的动向, 开始介入融资租赁公司的管理和审批, 国有的融资租赁公司开始陆续申报非银行金融机构, 银行和信托投资公司也开始经营融资租赁业务。
	1988	88 年租赁额发展到第一顶峰, 下半年因经济过热国家进入紧缩银根, 租赁的渗透率开始首次下滑。
动荡阶段 (1989-1999)	1989	89 年因政治动乱国外停止给内资企业贷款, 租赁额下滑。
	1990-92	90 年~92 年租赁额逐步上升, 特别是 92 年邓小平视察深圳后, 中国进入又一个过热期, 租赁额和租赁渗透率均创历史新高。融资租赁行业在泡沫的冲击下, 开始扭曲。合资租赁公司主要为所谓国内 500 强大型企业提供服务, 但租赁主要采用回租 (贷款为主要特征) 方式。内资租赁公司则把精力转向房地产和高息揽存业务, 租赁额迅速回落。
	1993	国家的会计体制进行重大改革, 许多租赁的税收优惠政策被取消加速了租赁行业的萎缩。
	1996	国家税制又给租赁行业在技术改造项目开了加速折旧的口子, 租赁业暂时制止了下滑的趋势。
	1997	国外的一些 IT 产业的厂商悄然进入中国的融资租赁队伍。他们带来了全新的租赁理念和经营模式。租赁物件开始向 IT 设备转移, 国内的租赁公司也开始向电信行业进军。
	1999	由于泡沫的后期影响, 到 99 年时中国的融资租赁业几乎陷于停滞状态, 租赁的渗透率回到了 84 年以前的水平 (0.26%), 而此时美国租赁的市场渗透率已是 30%。99 年 6 月, 为了解决租赁行业的发展问题, 中国人民银行召集国内租赁行业的专家、学者以及美国、日本和韩国的租赁专家聚在承德研讨租赁的困境、发展和出路。
复苏阶段 (2000-至今)	2000	99 年之后不到两年的时间, 租赁的法律、监管、会计准则等相关的四大支柱, 都出台了相应的法律、法规, 租赁的外部环境得到彻底地改善。租赁公司的融资功能开始向中介和资产管理功能方向发展, 现代租赁的特征在中国逐步显现。租赁公司也开始大分化、大改组, 不务正业或资产不良的公司被淘汰。
	2001	2001 年是租赁公司的重组年, 行业经过洗牌后将迎接创新租赁新的时代。
	2003	2003 年因为民营控股金融租赁公司的圈钱行为暴露, 融资租赁再次陷入低谷。
	2004	商务部批准第一批内资试点企业。
	2005	2005 年商务部修改了审批门槛, 中外合资融资租赁又成为主力军。
	2006	2006 年银行准备入股金融租赁公司, 两个不同机构的融资租赁公司都在扩大自己的队伍, 中国租赁的第三次起飞即将开始。

资料来源: 中国租赁联盟, 华泰联合证券研究所

行业盈利模式：资产驱动 or 收入驱动

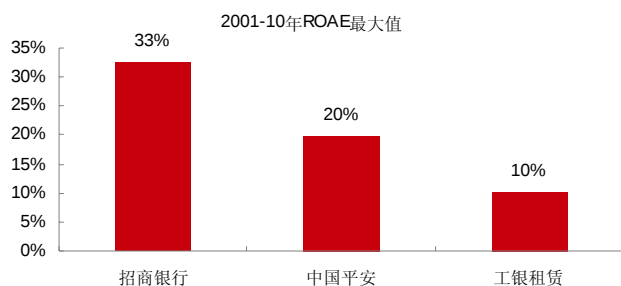
从盈利模式来看，传统金融行业可以分为两种类型：

- 1、资产驱动型：银行、保险、传统租赁、典当
- 2、收入驱动型：证券、基金、期货、信托（2010 年出台净资本新规之前）

资产驱动型的金融行业的特点在于：1）ROA 存在上限；2）财务杠杆存在上限。该模式决定了其 ROE 存在上限，而 ROE 上限又决定了该类公司的长期净利润增速，进而决定了其估值水平会存在一定的约束。

收入驱动型的金融行业的特点在于：收入基本不受资本约束。该模式决定了其 ROE 不存在上限，即长期净利润增速有望达到相对更高的水平，估值也可以享有更多的溢价。

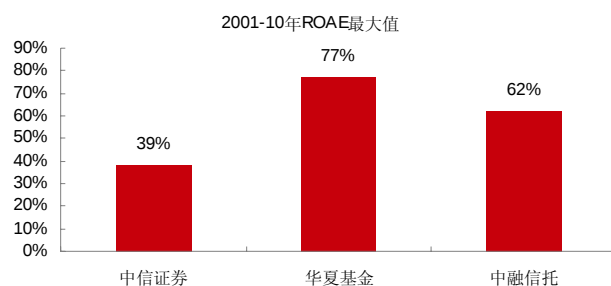
图 5： 资产驱动型金融企业 ROE 相对较低



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

注：工银租赁数据取自2009-10年，

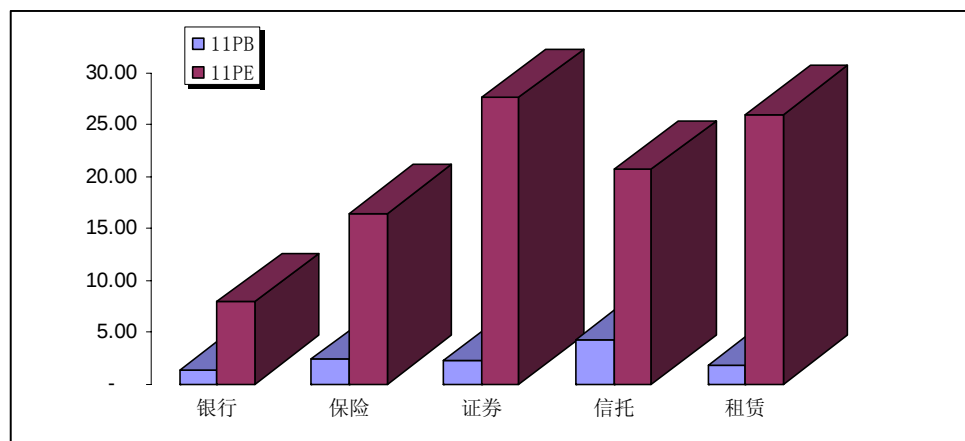
图 6： 收入驱动型金融企业 ROE 相对较高



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

注：华夏基金、中融信托数据取自2007-10年。

图 7： 各行业 PE、PB 估值 — 信托、证券收入驱动行业估值较高



资料来源：公司年报，Wind、华泰联合证券研究所，

注：租赁行业估值按ST 汇通渤海租赁借壳后测算

行业排序和行业观点

基于非银行金融行业未来巨大增长空间，我们看好非银行金融板块。而在非银行金融板块内部，我们的行业排序依次为：信托、租赁、保险、证券

行业观点：

- **信托：**供需双轴驱动引领行业高速发展，行业迎来黄金发展期。伴随信托在非资本市场主动投资领域核心竞争力的打造，其并不仅是银行信贷的简单补充。看好行业长期发展。
- **租赁：**固投高增、渗透率提升共驱租赁余额过去四年增长 86 倍，考虑到固投高增仍将持续，渗透率仍处于低位，租赁行业仍将处于景气周期。对照成熟市场融资渠道，信贷、租赁、证券三足鼎立，国内租赁行业潜力巨大。建议长期持有，分享行业高成长。
- **保险：**上半年行业保费和投资双轴均表现疲软，行业缺乏催化。看好下半年以评估利率上升为首的三大催化因素对行业带来的趋势性机会。
- **证券：**综合考虑 2011 年业绩和估值的潜在提升空间，我们认为右侧投资较难把握，建议左侧买入，选择估值达到历史底部的券商，并等待新三板、转融通等事件性驱动的投资机会出现。

行业推荐组合

我们对非银行金融板块整体推荐组合为：安信信托、ST 汇通、中国太保、吉林敖东、中信证券、海通证券

表格 4：行业推荐组合

公司	代码	行业	推荐逻辑
安信信托	600816	信托	中信信托借壳，行业龙头，享受行业高速增长
ST 汇通	000415	租赁	渤海租赁借壳，背靠海航，集团优势明显
中国太保	601601	保险	价值增长稳健，评估利率弹性最大
吉林敖东	000623	券商	广发业绩提供估值安全性，人工肝带来额外预期
中信证券	600030	券商	估值安全性高，转型买方业务提升长期 ROE
海通证券	600837	券商	估值安全性高，11 年综合收益增长势头良好

资料来源：华泰联合证券研究所，

信托行业：全金融牌照下的行业黄金发展期

回顾：供需两旺共驱行业 6 年成长 20 倍

07 年行业第六次整顿，引领行业健康发展

82 年至今，信托行业共经历过 6 次大规模行业整顿。主要原因是由于信托成立初期本身定位的原因。信托业在我国的恢复是在完全没有制度供给的条件下起步的，信托机构初始基本定位于融资型金融机构而不是财富管理机构，以吸收存款为主要的资金来源，以发放贷款为主要的资金运用方式，在功能上具有强烈的银行色彩。国家把信托业作为“改革的试验田”，许多新的金融业务交由信托机构先开办，形成集银行、工商企业、证券功能于一体的“全能金融机构”。

随着金融改革的不断深入和金融市场化的推进，传统银行所受信贷约束显著减弱、证券公司的资本和专业实力不断壮大等，原信托行业的功能逐渐弱化，市场份额被严重侵蚀。

07 年的第六次整顿正是重新明确了信托行业在目前金融体制下的意义，引导信托行业朝本源业务发展，对信托公司的实业进行整顿清理，打造信托行业自身综合竞争力。

国内资金供需市场呈哑铃状

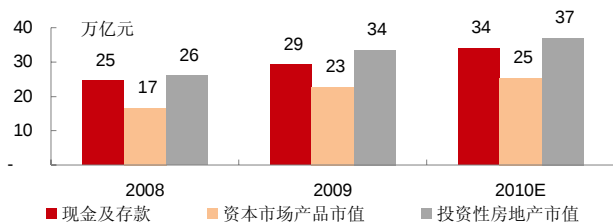
我们认为目前国内资金供需市场呈现明显哑铃状态势，即：两头大（资金供、需方）；中间小（中介）。而信托作为这一中介渠道，拥有除保险外的全金融牌照，能够很好的搭起两者之间的桥梁，在此背景下无疑将会得到迅速的发展。

资金供给方：高净值人群理财巨大需求

一方面，伴随中国经济近十年来的高速发展，人们不断创造收入，并进行再投资活动，随着股票、房产等各类资产价格的上升产生新的收入，于此不断循环带来巨大的财富效应。而财富效应带来的最直接反应就是居民财富和高净值人群得以高速增长，2009 年，中国高净值人群已达 47.7 万人，目前已成为全球第四大财富人士来源地。同时，31%左右的高净值人群增速和较大的人口基数更意味着未来高净值人群的快速增长。

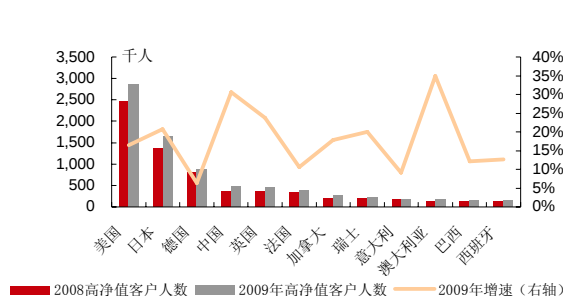
另一方面，由于国内银行业存贷款利率仍然未做到市场化，存款利率长期低于实际 CPI，投资者寻求高收益率投资品种，居民储蓄大搬家显现日益严重。与此同时，在房地产严控、股市对投资者自身要求较高的背景下，信托产品无疑成为资金最好的去处。

图 8： 中国私人可投资资产增长情况



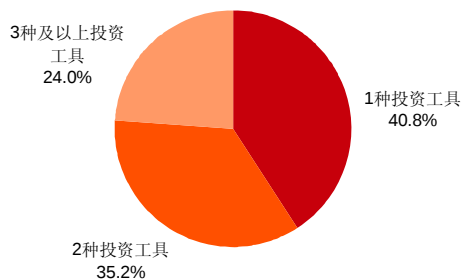
资料来源：《2010 中国私人财富白皮书》，华泰联合证券研究所

图 9： 全球高净值客户人数—中国增速全球第二



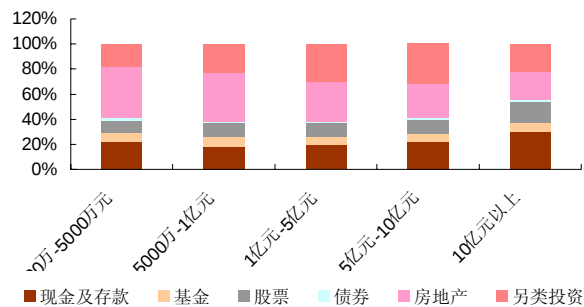
资料来源：《全球财富报告》，华泰联合证券研究所

图 10: 高净值人群对投资多样性选择—信托产品需求高



资料来源:《2010 中国私人财富白皮书》, 华泰联合证券研究所

图 11: 资产规模与资产配置—资产配置多元化



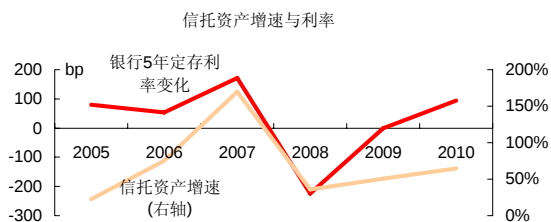
资料来源:《2010 中国私人财富白皮书》, 华泰联合证券研究所

资金需求方: 资金需求巨大

从历史数量来看, 信托资产、信托报酬率均受益于紧货币环境。而目前阶段的紧缩环境使得资金拆借利率上升, 信托行业相应利润率提高。

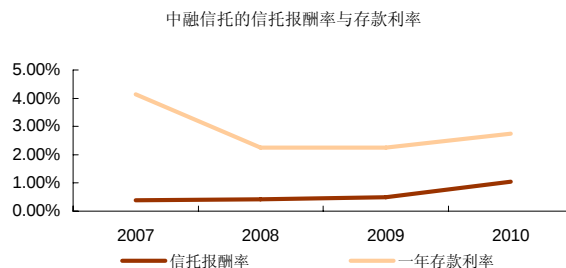
在 07-09 年间, 由于信托银信合作项目大部分作为银行信贷的通道业务, 其规模很大程度上与当年银行信贷政策相关。因此这几年来信托资产规模与市场货币环境有着高度相关性。

图 12: 信托资产增速与利率正相关



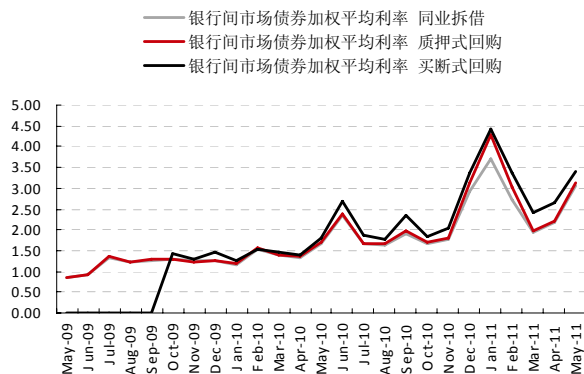
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 13: 信托报酬率与利率正相关



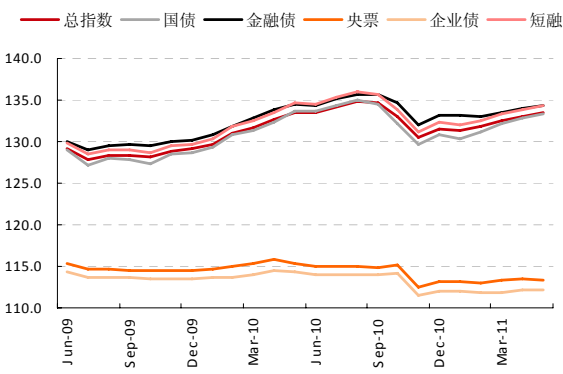
资料来源: wind, 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 14: 银行间市场债券加权平均利率



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 15: 中债财富指数

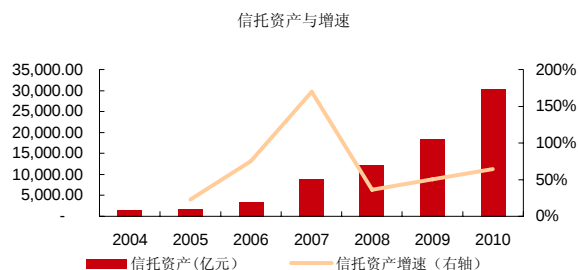


资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

供需两旺共驱行业 6 年成长 20 倍

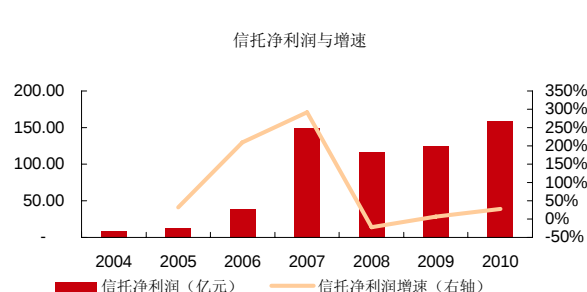
在供需两旺的背景下，信托行业 04 年信托资产 1.56 万亿元，10 年达到 3.05 万亿元，过去 6 年间行业信托资产复合增速高达 64%。同时，行业利润也从 04 年 9.32 亿元迅速上升至 10 年 158.76 亿元，行业利润复合增速高达 60%。

图 16: 信托资产 6 年增长 20 倍



资料来源：信托行业协会，华泰联合证券研究所

图 17: 信托净利润复合增速 60%



资料来源：信托行业协会，华泰联合证券研究所

展望：构建行业自身核心竞争力，并不仅是银行信贷补充

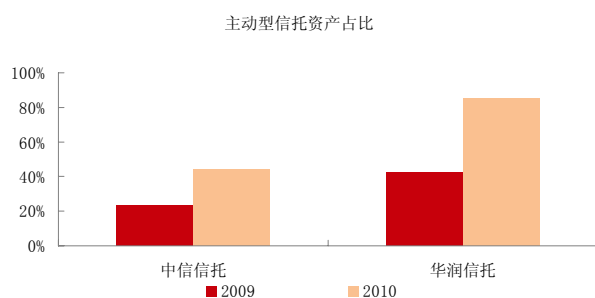
净资本管理办法进一步催进行业健康发展

2010 年 9 月银监会出台《信托公司净资本管理办法》，首次提出对信托行业进行净资本监管。使得信托公司不能够继续无限扩大信托业务规模而不注重业务质量，进一步推动行业健康发展，并且在发展规模的同时对业务质量也提出了相应的要求。

主动型占比迅速上升，打造信托行业核心竞争力

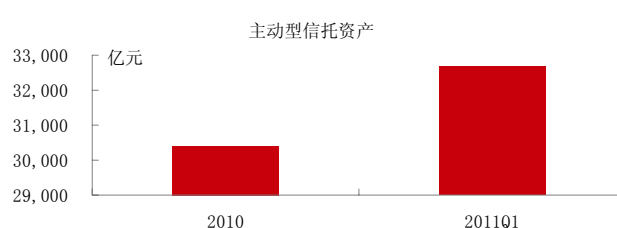
受净资本管理办法影响，可以明显看到信托公司主动型信托业务占比迅速上升。相比被动型业务，我们认为主动型信托产品更加能够发挥信托公司在资本市场和非资本市场的主动投资能力。

图 18: 主动型信托占比迅速上升



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 19: 11 年 1 季度行业资产规模再增 7.5%



资料来源：信托行业协会，华泰联合证券研究所

从融资类业务向投资类业务转变

未来来看，从单纯的融资类业务不能够有效体现信托公司本身的竞争力，更多会沦为银行信贷的替代品。因此，我们认为未来投资业务必定将成为信托公司打造自身核心竞争力的

主要手段。

目前来看，信托公司在股权投资、PE 投资、艺术品投资等投资领域的创新与发展已经愈加成熟，相信未来行业投资类信托产品占比也将逐步上升。

推荐标的：安信信托

中信信托基于其国内龙头地位的信托公司，伴随信托行业的高速成长近年来取得高速增长。其借壳安信信托的方案也已经于 08 年取得了监管部门的有条件过会。因此，安信信托（600816）今年复牌以来成为市场重点关注的信托公司投资标的。

安信信托推荐要点：

1. 高成长中的行业龙头

就信托资产规模来看，中信信托过去四年连续排名行业第一，09 年末信托资产 2068 亿，超过行业第二的英大信托约 600 亿元，行业龙头地位巩固。而公司过去 6 年的信托资产复合增速更是超过行业平均水平。保守预计 2011 年净利润 16.6 亿元，信托业务净利润同比增长 38%，2011EPS0.94 元。

2. 估值安全性高

我们按照信托业务 20 倍 PE 以及泰康人寿(8.8%股权)7 倍的新业务价值测算，公司保守估值为 22.2 元。目前股价对应 PE 不足 20 倍，对于在过去 6 年复合增速 60%，未来 2-3 年保守估计 30%增长的信托行业，我们认为目前估值非常安全。

3. 业绩存在超预期可能

中信信托 10 年末 3300 亿信托资产而利润仅 11 亿，信托报酬率相比 09 年有所下降，但同时主动型信托占比由 09 年 23%大幅攀升至 45%。我们认为公司费用及拨备快速上升（10 年末拨备 13 亿元）是 10 年利润未伴随主动型信托占比同时大幅提升的主要原因。我们认为伴随 11 年主动型信托占比进一步上升，公司业绩超预期可能性较大。

4. 参股公司上市催化

中信信托主要参股公司有：1）参股 8.8%泰康人寿股权；2）参股 20%广发银行股权。

其中泰康人寿股权是由公司固有资产持有，所有权完全归属中信信托；广发银行则是公司信托产品持有。目前这两块业务均以最保守计量方式计算（泰康按照未上市前股权转让价格、广发则未单独计算价值）。

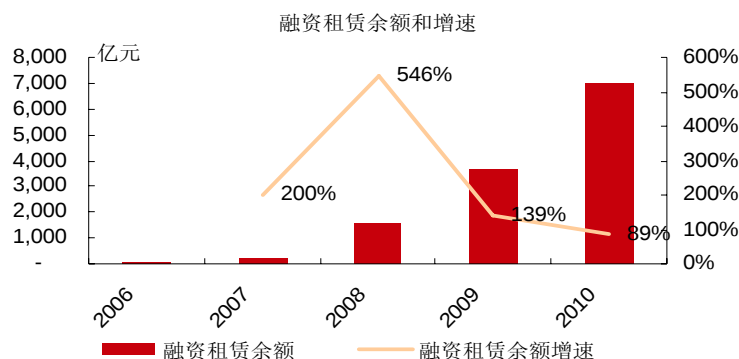
未来，泰康保险和广发银行均存在上市可能，或将对公司股价形成进一步催化。

租赁行业：小荷才露尖尖角

回顾：固投、渗透率增长共驱租赁余额四年成长 86 倍

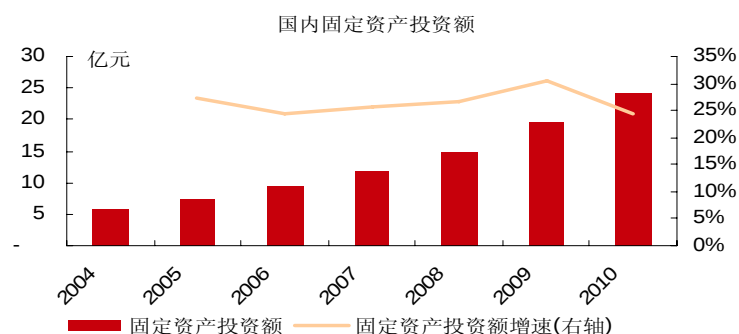
回顾 2006-10 过去四年，国内租赁余额增长了 86 倍，主要源于固定资产投资高增长和租赁渗透率提升的双轮驱动。（租赁交易额=固定资产投资额*租赁渗透率）

图 20： 2006-10 年的过去四年，国内租赁余额增长了 86 倍



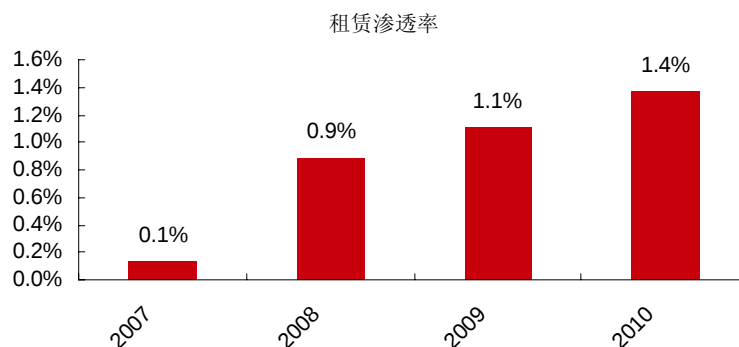
资料来源：中国租赁联盟，华泰联合证券研究所

图 21： 固定资产投资额持续维持 20%以上的高增长



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 22： 国内租赁渗透率逐年提升



资料来源：中国租赁联盟，Wind，华泰联合证券研究所

参考海外市场，多数国家的租赁渗透率都在 10% 左右，高者如美国甚至可以达到 30%。

表格 5：世界各国租赁渗透率（单位：%）

	美国	日本	德国	韩国	英国	法国	意大利	巴西	加拿大	澳大利亚	瑞典
1981	20.1	4.1	2.8	-	13.3	7.3	6.2	-	4.7	22.2	8.5
1982	21.6	4.8	3.0	-	13.0	8.5	6.8	-	3.3	23.1	9.0
1983	22.0	5.9	2.5	3.0	12.6	6.2	8.4	-	5.3	29.0	20.0
1984	22.7	7.1	2.0	5.0	15.2	4.0	9.9	-	6.1	30.5	12.5
1985	27.1	7.8	4.0	6.0	19.4	4.5	11.5	-	8.4	35.8	14.5
1986	28.7	8.2	8.7	7.1	18.3	5.2	18.0	-	9.3	26.0	16.5
1987	31.5	8.9	14.0	11.4	17.5	12.0	12.0	-	10.0	26.1	15.1
1988	32.3	9.2	15.2	12.5	20.2	16.9	12.5	4.0	10.3	30.3	27.0
1989	34.3	10.3	17.8	10.9	23.5	19.7	14.7	1.0	9.3	31.6	20.0
1990	32.0	9.0	15.7	16.1	20.3	17.3	21.3	1.0	9.3	25.8	15.4
1991	32.0	7.7	14.0	21.5	23.0	16.8	15.8	4.0	10.4	18.6	22.3
1992	32.0	7.5	16.6	20.2	18.6	14.6	11.5	8.0	11.0	20.3	26.3
1993	29.4	8.1	15.9	23.0	19.0	13.1	10.8	10.0	12.8	22.1	20.0
1994	28.7	8.9	15.8	26.2	15.8	13.0	13.1	20.0	14.0	21.8	20.0
1995	28.1	9.4	16.9	30.0	17.9	15.2	16.8	20.5	15.9	22.3	27.0
1996	30.9	9.5	18.0	26.5	24.0	15.2	16.8	18.1	16.1	20.0	28.0
1997	30.9	8.9	19.3	28.3	19.2	12.4	10.9	20.7	15.7	25.0	28.0
1998	30.9	9.2	19.7	13.1	15.0	17.0	12.3	20.7	22.0	25.0	20.0
1999	30.0	9.5	14.8	2.8	15.9	15.7	12.4	12.5	22.0	25.4	17.5
2000	31.7	9.1	14.8	2.4	13.8	9.2	12.3	11.4	22.5	20.0	12.9
2001	31.0	9.2	13.5	1.6	14.4	13.7	10.4	7.6	22.0	9.2	20.0
2004	29.2	8.7	15.7	5.6	9.4	9.0	11.4	7.4	23.3	20.0	12.7

资料来源：中国租赁联盟，华泰联合证券研究所

国内租赁渗透率相比海外处于较低水平，主要与国内租赁行业进入到规范化发展阶段历时较短有关。直到 1999 年之后的两年里，国内陆续完成法律、监管、会计、税收的租赁行业四大支柱建设之后，才算真正迈入到规范化发展的道路上来。

展望未来，考虑到固定资产投资高增长仍将持续、渗透率提升空间巨大，国内租赁行业市场容量仍将处于快速扩张阶段。

展望：“所有权+产业专家”将塑造租赁行业核心竞争力

相比其他金融行业，租赁行业具有以下两大优势：

1) 先天的竞争优势：项目所有权在握

该优势帮助租赁行业很大程度上缓和了从事间接融资类业务的金融企业的共同难题——不良，进而就能成为银行提供信贷的防火墙，由此解决了租赁行业融资来源问题。

2) 后天的竞争优势：产业专家

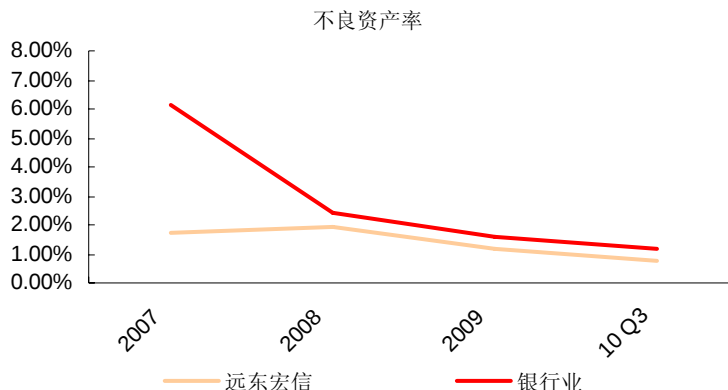
通过不断的业务积累和经验沉淀，租赁公司可以成为业务聚焦领域的产业专家，进行上下游的业务延伸，增加收入的同时，还增强了客户粘性。

所有权在握控制不良率，并解决了融资来源问题

对于从事间接融资的金融企业而言，由于财务杠杆的存在，使得资产不良率成为首要的风控指标。不同于银行信贷业务中银行仅仅拥有项目抵押权，在租赁业务中，租赁公司拥有着融资项目的所有权，同时融资项目起租时往往会向承租人先收取一定比例的保证金，这样一旦客户违约，租赁公司就拥有着任意处置项目资产的主动权。

在美国，一般租赁项目的租金逾期三个月就归为不良，即便在此较为严苛的条件下，其不良率也仅在 0.75% 以内。国内情况同样如此，我们以远东宏信为例，其不良率过去几年间持续低于国内银行业水平。

图 23： 远东宏信不良资产率 2007-10 年持续低于银行业



资料来源：Wind，招股书，华泰联合证券研究所

正是基于租赁公司拥有该控制不良的先天优势，银行也乐于与租赁公司合作。对于银行而言，贷款利息照收，同时不良问题还增加了租赁公司这一层防火墙。以渤海租赁为例，其最大的一单融资租赁项目为空客 A320 飞机厂房租赁项目，项目总融资额为 36.3 亿元，渤海租赁的资金来源为自有资金 2.3 亿元、银行借款 34 亿元，单个项目的财务杠杆就高达 15.78x，其核心原因就在于银行同样从中获益。基于双赢结果，由此顺利解决了租赁行业的融资来源问题。

产业专家角色协助增收，并增强了客户粘性

通常来说，租赁公司的业务一般会聚焦于几个特定的细分领域。

表格 6：租赁公司业务通常聚焦于特定领域

公司名称	业务聚焦
远东宏信	医疗、教育、基建、航运、印刷、工业装备
渤海租赁	市政、电力、交运、新能源/清洁能源

长江租赁	航空
大新华租赁	船舶

资料来源: Wind, 招股书, 华泰联合证券研究所

通过在聚焦领域的业务积累和经验沉淀, 租赁公司逐渐成长为行业专家, 并在该特定产业的上下游积累到丰富的客户资源, 这时, 租赁公司便可介入其中获取采购咨询、管理咨询、贸易咨询等咨询与服务收入。

以远东宏信为例, 传统的融资租赁业务仅占其收入的 5 成, 剩余 5 成均来自于咨询及服务收入。在其聚焦领域之一的医疗行业, 当医院有融资购买设备的需求时, 远东宏信将会对医院从融资方案、设备采购、厂房设置等各方面对医院提供服务, 而不仅仅是简单的提供设备融资租赁服务。同时, 公司在医疗行业内聘有多位行业专家 (如原医院院长), 可对医院新设备提供专家引入, 内部激励等一系列的附加服务。对于医院而言, 由于远东宏信在业内具有丰富经验, 在设备采购议价能力、行业经验等多方面均占有优势, 医院不仅乐于为该增值类服务支付费用, 同时在后续的设备更新、维护等问题上将对公司更加依赖。

推荐标的: ST 汇通

基于国内租赁行业目前仍处于景气上行周期, 而渤海租赁作为行业内第二大公司以及 A 股唯一租赁公司标的, 重组完成之后预计将会获得投资者的广泛关注。

ST 汇通推荐要点:

1、安全边际较高

渤海租赁大股东海航实业拟以近乎现金认购股权的方式将渤海租赁注入 ST 汇通, 考虑到海航实业接收 ST 汇通原有全部资产负债所给予的溢价以及同时承担汇通的或有负债, 海航实业购买 ST 汇通股权的实际成本接近 10 元/股, 目前股价 12.96 元, 对应 2011 年 PB 只有 1.75x, 估值非常安全。

2、未来两年高增长

在不考虑公司未来任何融资、以及后续资产整合的情况下, 预计 2010-12 年公司重组后的净利润将达到 5.1 亿元、6.6 亿元, 折合每股 0.52 元、0.68 元, 2011-12 年的盈利增速分别为 88%和 29%。如果公司在未来发生经营方向上的变更, 不排除业绩还有超预期的可能。

3、行业定价权的先机已占——未来盈利新增长点

融资租赁行业除了简单的借款放贷之外还可以通过做财务安排, 先接下一些大项目, 再将项目进行打包出售赚取稳定的中间收入。在这种模式下, 对于资本金的诉求将成为关键, 公司定位于未来要成为行业内有话语权的公司, 因此我们预计, 公司在未来的几年内可能都有融资的需求。

4、再融资对于投资角度的多重利好

如果公司进行再融资, 当前股东的每股权益将获得进一步增厚, PB 估值将更加安全。渤海租赁资本实力增强后将进一步提升其议价能力。

5、合理估值：17~19 元/股，对应 2012 年 25~28 倍 PE

综合考虑公司盈利的高成长性、A 股租赁类公司的稀缺性，我们认为，公司合理估值为 17~19 元/股，对应 2012 年 25~28 倍 PE，维持“买入”评级。

保险行业：看好下半年行业趋势性机会

回顾：诸多不利因素释放导致估值低位

寿险行业：银保销售受阻；个险竞争加剧

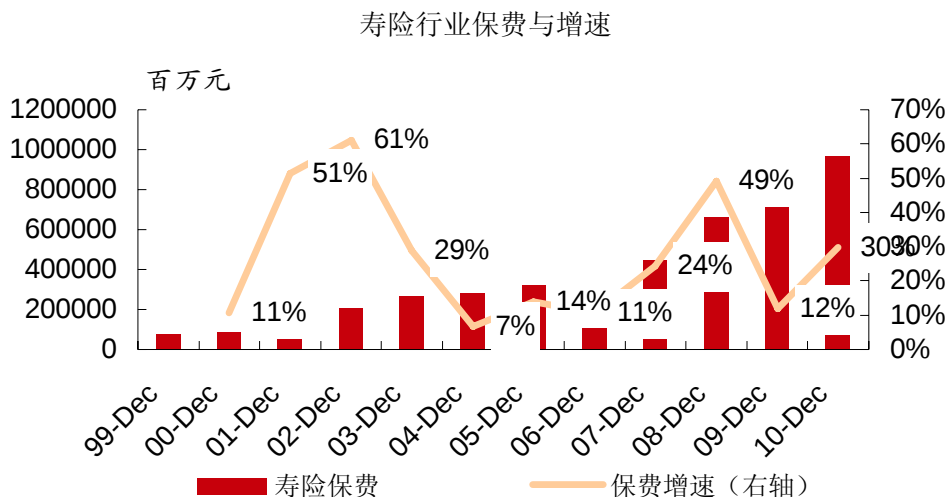
10 年行业寿险规模保费超 1 万亿，同比高速增长 28.9%。其中人寿、太保、平安分别上涨 12.9%、36.1%和 20.2%。在此过程中银保趸交业务的高速发展是行业 10 年保费高速增长的主要原因。

但是，值得注意的是，10 年行业保费呈现先扬后抑，自四季度起，保费同比连续下滑，并持续至 11 年 1 季度。我们认为多重原因下导致银保销售受阻是行业保费下滑的主要原因：

- 1) 银监会发文禁止保险公司银行驻点销售，银保渠道销售受阻
- 2) 央行多次加息，银行 5 年定存利率已高于银保产品演示利率和万能结算利率，银保产品吸引力下降
- 3) 在银监会对银行存款比考核要求下，银行吸收存款压力较大，对同质性较强的银保产品销售意愿下降

考虑到以上三点因素短期内仍难以改变，我们认为银保销售下滑仍将是上半年行业主旋律。

图 24： 寿险行业保费增速



资料来源：保监会网站、华泰联合证券研究所

与此对应，进入 11 年以来，行业个险渠道竞争激烈，预计太保、人寿 1 季度个险新单增速均在 30% 以上。全年来看，个险新单基数较低且积极寻求业务结构转型的太保或将在 11 年个险渠道取得较快增长。而个险渠道传统强势的平安则由于 10 年个险基数较高、万能险对升息敏感性较大以及渠道竞争激烈程度加大三方面原因，11 年个险新单增速或将有

所下滑。

财险行业：行业景气持续

行业综合成本率自 08 年以来持续下降，10 年再创新低。我们仍然行业监管力度加强以及行业联网理赔系统上线是行业这轮景气周期开始的主要原因。

据预测，11 年 1 季度行业综合成本率约为 95%，同比 10 年再下降 2%。目前阶段，行业监管力度仍然在继续加强，理赔系统进一步上线。我们认为行业景气周期年内仍可持续。

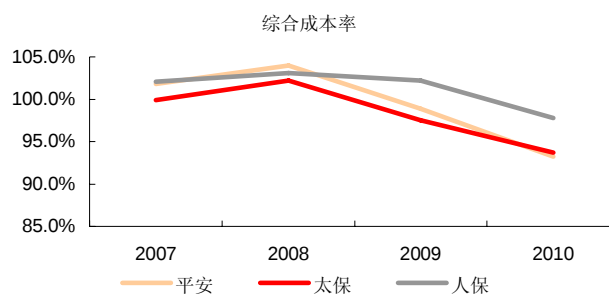
在此过程中，中国太保由于财险业务占比最高，受益最大。

图 25： 行业综合成本率持续下降

		2007	2008	2009	2010
理赔率	平安	61.1%	68.1%	57.0%	55.4%
	太保	59.7%	64.9%	61.0%	57.4%
	人保	68.3%	74.7%	69.2%	67.4%
费用率	平安	40.7%	35.9%	41.9%	37.8%
	太保	40.2%	37.3%	36.5%	35.8%
	人保	33.8%	28.4%	33.0%	30.4%
综合成本率	平安	101.8%	104.0%	98.9%	93.2%
	太保	99.9%	102.2%	97.5%	93.7%
	人保	102.1%	103.1%	102.2%	97.8%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 26： 行业综合成本率持续下降



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

投资：权益拖累，投资低于假设

受权益市场 10 年以来疲软表现拖累，行业投资收益率低于其精算假设。

在考虑浮亏后，三家公司 10 年以及 11 年 1 季度(年化后)投资收益率差距很小。10 年太保略好于平安、人保；11 年 1 季度平安则略微占优。

权益仓位上看，10 年末人保仓位较高，太保次之，平安最低。不过通过 11 年 1 季度业绩表现来看，我们认为平安 11 年以来有较大规模加仓，预计 1 季度末平安权益仓位约 14%。

考虑到二季度以来权益市场的低迷表现，我们认为行业二季度投资收益率仍然不容乐观。

图 27： 上市公司投资收益分析 — 投资收益低于精算假设

百万元	时点	中国人寿	中国平安	中国太保
投资资产	09年末	1,172,093	589,713	366,018
投资资产	10年末	1,336,161	762,953	433,385
权益投资	10年末	195,890	74,288	49,836
权益占比	10年末	14.7%	9.7%	11.5%
净投资收益率	10年度	n/a	4.2%	4.3%
总投资收益率	10年度	5.1%	4.9%	5.3%
投资收益	10年度	68,280	32,782	21,067
公允价值变动收益	10年度	168	-137	193
其他综合类损益	10年度	-16,216	-3,005	-3,193
总投资收益(含浮盈)	10年度	52,232	29,640	18,067
总投资收益率(含浮盈)	10年度	4.16%	4.38%	4.52%
投资收益	11Q1	17,171	7,618	5,472
公允价值变动收益	11Q1	332	-271	-37
其他综合类损益	11Q1	-3,161	1,051	-946
总投资收益(含浮盈)	11Q1	14,342	8,398	4,489
总投资收益率(含浮盈)	11Q1	4.36%	4.48%	4.21%

注：总投资收益率(含浮盈)=总投资收益/平均投资资产

资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

缺乏催化导致行业上半年整体走势疲软，估值处于历史底部

受保费和投资两方面因素影响，行业上半年表现疲软，今年以来行业指数下超过 10%。受此影响，目前行业平均 P/EV 和 VNBX 仅为 1.5 倍和 8 倍，估值已处于历史底部。

图 28： 保险公司各项估值指标 — 估值已为历史低点

证券简称 价格	EV			1YrVNB			P/EV			VNBX			ROE		
	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E
中国平安 49.21	21.14	26.29	31.59	1.61	2.03	2.33	2.3	1.9	1.6	17.5	11.3	7.6	13.85%	16.07%	17.60%
中国人寿 19.71	10.09	10.55	12.81	0.63	0.70	0.82	2.0	1.9	1.5	15.3	13.1	8.4	15.6%	16.1%	15.6%
中国太保 22.41	11.60	12.80	15.61	0.59	0.71	0.89	1.9	1.8	1.4	18.3	13.5	7.6	10.5%	12.2%	13.0%

证券简称 价格	EPS			BVPS			P/E			P/B		
	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E
中国平安 49.21	1.89	2.25	2.84	11.57	14.84	17.68	26.0	21.9	17.3	4.3	3.3	2.8
中国人寿 19.71	1.16	1.19	1.37	7.47	7.38	8.75	16.9	16.6	14.4	2.6	2.7	2.3
中国太保 22.41	0.87	1.00	1.17	8.80	9.34	10.51	25.8	22.5	19.2	2.5	2.4	2.1

资料来源：Wind、华泰联合证券研究所，

展望：三大催化剂齐聚下半年

相对板块上半年疲软的走势，我们强烈看好下半年保险股的表现，特别是中报公布附近，行业上半年利空出尽后，下半年三大催化因素对行业基本面形成强力支撑：

- 1) 评估利率上调，导致净利润、净资产增加额上升；
- 3) 寿险保费增速触底反弹；
- 2) 协议存款利息收入逐步释放，固定资产投资收益上升；

评估利率：行业最大催化因素；三季度起开始反弹

新准则下由于保险公司传统险准备金评估利率直接采用 750 日国债移动平均收益率曲线，因此评估利率的变动将会直接影响到保险公司准备金负债，从而对当期利润和净资产产生影响。

根据三家上市公司年报推算，评估利率每变动 1bp，对人寿、平安、太保当前利润影响分别约为 1.4%、2.0%和 3.7%。

图 29： 评估利率对公司业绩弹性大

2010	折现率变动	对税前利润影响	税前利润	评估利率对利润弹性
中国人寿	+50BP	26,858	41,008	1.4%
	-50BP	-31,084	41,008	1.4%
中国平安	+10BP	4,384	22,347	2.0%
	-10BP	-4,660	22,347	2.0%
中国太保	+25BP	9,970	5,037	3.7%
	-25BP	-10,674	5,037	3.7%

资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

受央行去年以来连续加息影响，我们预测 750 日平均收益率曲线将会于 11 年年中逐步止跌企稳，四季度加速上升，十年期收益率曲线将会上升约 8bp(2010 年全年下降约 18bp)

评估利率上升将会导致准备金下降，当期净资产和净利润双双上升。我们认为评估利率下半年上升将成为行业最大催化因素。

图 30： 评估利率三季度起触底反弹

750日国债收益率	数据区间	1Yr	3Yr	5Yr	10Yr	20Yr	30Yr
09Q4	07/1-09/12	2.36%	2.90%	3.29%	3.77%	4.15%	4.26%
10Q2	07/7-10/6	2.26%	2.82%	3.23%	3.73%	4.17%	4.27%
10Q3	07/10-10/9	2.17%	2.72%	3.13%	3.64%	4.11%	4.21%
10Q4	08/1-10/12	2.10%	2.65%	3.06%	3.58%	4.06%	4.17%
11Q1	08/4-11/3	2.08%	2.61%	3.03%	3.57%	4.05%	4.16%
11Q2	08/7-11/6	2.05%	2.58%	3.01%	3.56%	4.04%	4.15%
11Q3	08/10-11/9	2.03%	2.56%	3.00%	3.56%	4.04%	4.14%
11Q4	09/1-11/12	2.13%	2.68%	3.11%	3.66%	4.11%	4.21%

变化	数据区间	1Yr	3Yr	5Yr	10Yr	20Yr	30Yr
09Q4	07/1-09/12	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
10Q2	07/7-10/6	-0.10%	-0.08%	-0.07%	-0.04%	0.02%	0.02%
10Q3	07/10-10/9	-0.09%	-0.10%	-0.10%	-0.09%	-0.06%	-0.06%
10Q4	08/1-10/12	-0.08%	-0.08%	-0.07%	-0.06%	-0.05%	-0.04%
11Q1	08/4-11/3	-0.02%	-0.04%	-0.03%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
11Q2	08/7-11/6	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.01%	0.00%	0.00%
11Q3	08/10-11/9	-0.03%	-0.02%	-0.01%	0.00%	-0.01%	-0.01%
11Q4	09/1-11/12	0.10%	0.12%	0.11%	0.10%	0.07%	0.07%

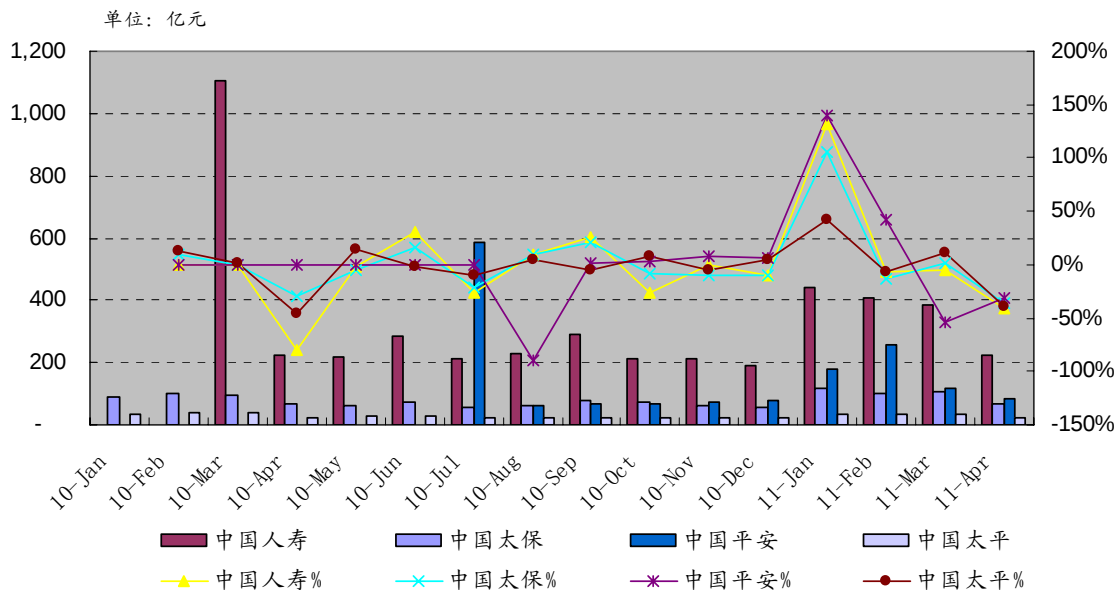
资料来源：Chinabond、华泰联合证券研究所，

保费：保费收入有望企稳反弹

我们认为下半年行业保费将有望企稳反弹。主要理由如下：

5. 同比来看，10年上半年保费增速较高，因此在11年上半年行业保费受银保渠道限制后保费增速下滑时同比数据表现较差。而下半年由于基数的原因，保费增速表现出稳定小幅增长的可能性更大。
6. 环比来看，自去年银监会90号文出台，银保销售受限制以来近半年时间，银保保费已经大幅下滑。不过银监会并不是完全叫停银保渠道销售，而仅仅是严控保险代理人在银行驻点销售的行为。据了解，保险公司在近半年来加强对银行员工培训，银行员工保险销售能力逐步上升，预计银保保费下半年或将止住跌势。
7. 个险方面来看，我们认为上半年主要是平安个险新单增速放缓，太保和人寿个险新单增速仍然较为客观。我们认为其主要原因是平安万能险销售大幅下降。这是由于央行今年以来多次加息，银行5年定存利率已高于市场上大多数万能险结算利率。而万能险由于结算利率透明度较高，上半年保费销售严重。目前为止，平安万能险占比已经大幅下降，继续下滑空间有限。太保、人寿则主要以分红险为主，在此前提下，我们认为下半年行业个险新单销售情况稳健增长是大概率事件。

图 31： 上市保险公司单月保费和环比数据



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

投资收益：固定投资收益持续上升

保险公司投资收益主要分为权益投资和固定收益投资两部分。权益投资部门主要取决于保险公司投资策略以及大盘走势，对此我们暂不做预测。

但是对于固定收益部分，由于央行半年以来多次加息，据了解上半年保险行业大额协议存款利率大幅攀升，公司协议存款利率平均达到 5.5%~6%，个别银行甚至利率高达 6.2%。

我们认为这部分协议存款在上半年由于期限较短，还难以反应在保险公司财务报表之中。但是下半年随着期限拉长，协议存款的高利率必定将会对下半年保险行业投资收益起到拉升作用，并且将会在 11 年 3、4 季度甚至 12 年持续提升。

图 32： 保险公司固定收益投资占比七成以上

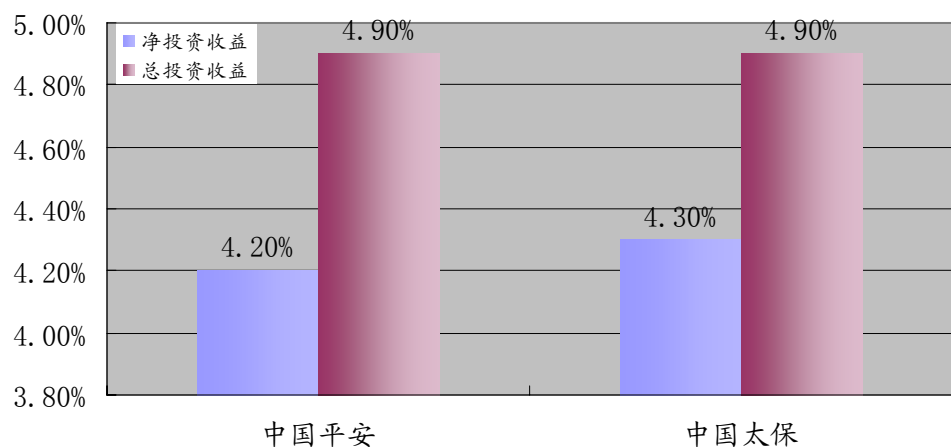
中国人寿	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10
货币	3%	4%	3%	4%
定存	20%	24%	29%	33%
债券	52%	61%	50%	46%
基金	8%	4%	7%	7%
股票	15%	4%	9%	7%
其他	2%	3%	2%	3%

中国平安	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10
货币	27%	10%	12%	11%
定存	7%	18%	16%	17%
债券	40%	62%	60%	59%
基金	3%	3%	3%	3%
股票	21%	5%	8%	7%
其他	1%	2%	2%	2%

中国太保	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10
货币	8%	6%	8%	4%
定存	21%	29%	24%	25%
债券	44%	57%	50%	54%
基金	11%	3%	5%	6%
股票	12%	2%	7%	6%
其他	4%	3%	6%	6%

资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 33： 10 年末平安、太保净投资收益比重大



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

推荐标的：中国太保

我们基于以下三点理由，在保险板块中今年首推中国太保：

1) 业绩对评估利率弹性最高，下半年评估利率上升受益最大

我们看好下半年保险行业走势最主要逻辑是评估利率趋势性上升带动行业业绩上升。而年报披露数据显示，太保在所有公司当中，业绩对评估利率的敏感性最大，因此在下半年利率上升的趋势下受益最大。

2) 个险新单高速增长，新业务价值增速最快

太保 10 年主要发力于银保业务，个险基数较低。而今年在银保渠道受限的背景下，太保积极发展个险业务，个险新单保费增速迅速，预计全年保费增速、利润增速与新业务价值增速均在 20% 以上，新业务价值增速预计在上市保险公司中最快。

3) 财险业务占比最高，财险利润贡献近五成

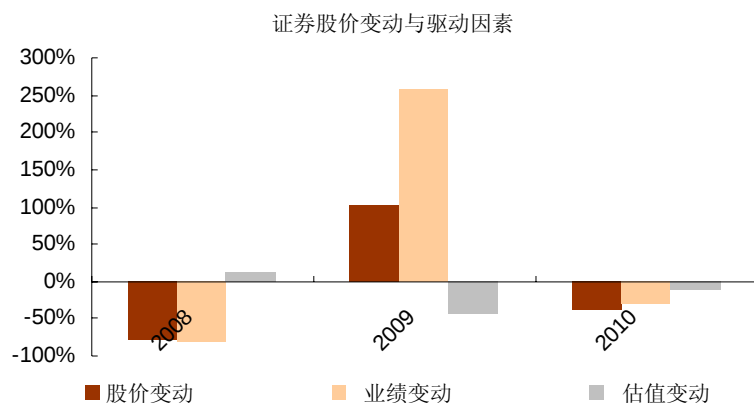
保监会今年仍然保持对车险市场的严格监管，同时车险联网理赔数据库平台进一步推广，因此我们认为财险市场今年仍然能够保持利润的高增速。而太保由财险起家，财险业务占比在上市保险公司中最高，因此财险业务转好对太保弹性最大。

证券行业：买在左侧等待事件性驱动

回顾：估值已充分反映悲观预期

回顾 08-10 年的证券股股价变动，其核心驱动因素为业绩变动，估值变动的影响相对较小，甚至大多时候是扮演平抑而非加剧股价波动的因素；但在 2010 年，却出现了相反的情况，估值变动加剧了股价的下跌。

图 34： 不同于 08、09 年，2010 年估值变动加剧了股价下跌

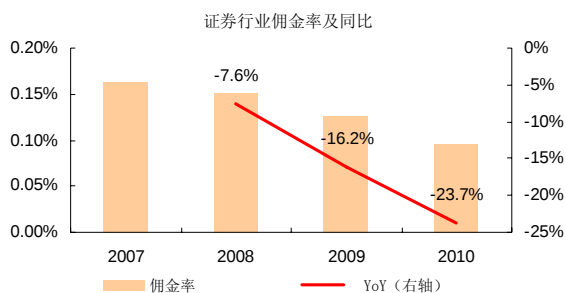


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

注：股价变动取 SW 证券 III 指数口径，业绩变动取综合收益口径，估值变动取综合收益的 PE 口径。

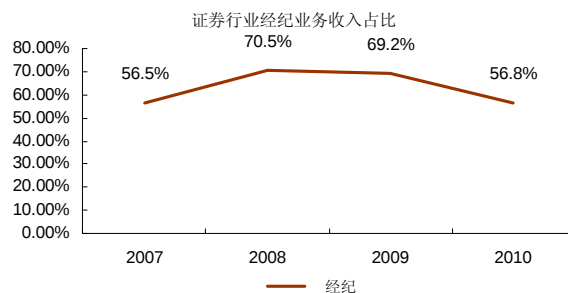
2010 年证券行业估值变动相比 08、09 年出现异常表现的主要原因在于 2010 年佣金率跌幅创历史新高，导致投资者下调行业的净利润增速预期所致。

图 35： 2010 年佣金率降幅创近年来新高



资料来源：证券业协会，Wind，华泰联合证券研究所

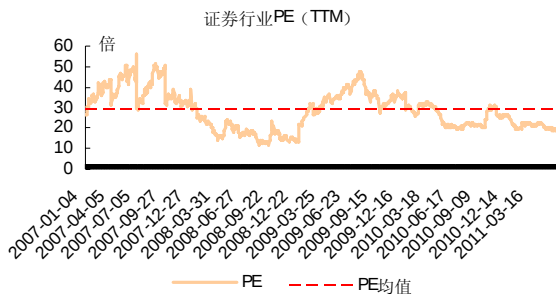
图 36： 证券行业经纪业务在收入中占比过半



资料来源：证券业协会，华泰联合证券研究所

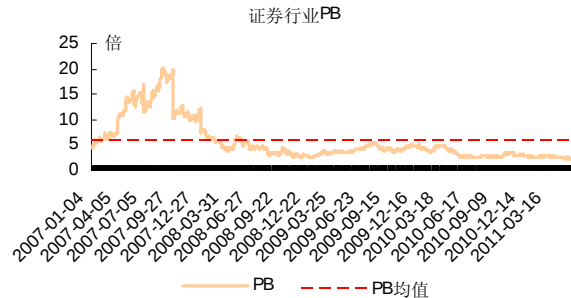
而这些悲观预期目前已经在证券股的估值中得到充分反映。

图 37: 证券股 PE 接近历史底部



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 38: 证券股 PB 接近历史底部



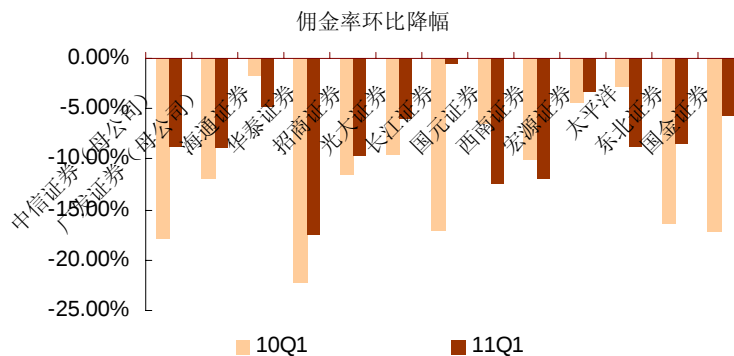
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

展望: 事件性催化剂不时出现

展望 2011 年下半年, 一方面, 经纪业务佣金率降幅将继续呈趋缓态势; 另一方面, 新三板扩容、转融通以及通胀下行后触发的股指反弹等事件性催化剂均有望不时出现。我们建议选择估值到达历史底部的券商, 左侧买入等待催化。

11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 呈明显趋缓态势, 预计该趋势仍将持续, 主要源于年初启动的佣金管理以及 11 年营业部增速趋缓。

图 39: 11Q1 佣金率环比降幅已较 10Q1 明显缩小



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

注: 由于会计处理因素, 历年的一季度佣金率环比降幅都会比其他三个季度大很多。

新三板扩容启动将为券商带来挂牌收入、交易佣金和做市商收入。预计初期贡献证券行业净利润增长在 10% 以内, 但是考虑未来新三板将成为多层次资本市场结构中数量最大的塔基部分, 可挖掘潜力巨大。

对于融资融券业务而言, 转融通着力于增加供给, 标的券扩容着力于增加需求, 供需的双边扩容将快速提高融资融券的市场容量。除此之外, 由于引入的资、券比例不平衡, 前者占比通常达到 8 成以上, 由此将对股指构成正面利好, 带动经纪、自营业务也将从中获益。

表格 7：融资融券业务对综合收益贡献增幅

	2010	2011	2012
第一批试点 (2010. 3. 19)			
中信证券（股权处置后）	0.4%	1.7%	4.0%
光大证券	1.0%	4.4%	9.9%
海通证券	1.0%	4.4%	9.9%
广发证券	0.8%	3.3%	7.4%
第二批试点 (2010. 6. 9)			
招商证券	0.6%	3.5%	8.6%
华泰证券	0.8%	4.6%	11.4%
第三批试点 (2010. 10. 29)			
长江证券	0.3%	3.0%	7.9%
国元证券	0.3%	3.4%	9.1%
兴业证券	0.4%	4.5%	11.9%
宏源证券	0.2%	2.7%	7.1%
西南证券	0.3%	3.2%	8.5%
合计	0.6%	3.2%	7.7%

资料来源：华泰联合证券研究所

推荐标的：吉林敖东、中信证券、海通证券

1) 吉林敖东推荐要点：

A.目前的估值非常安全，仅仅依靠公司目前四大主业（不含人工肝、酵素业务），合理估值已达到 40.07 元/股，已足以支撑公司目前的股价。

B.从吉林敖东股价中扣除主业价值后，人工肝、酵素业务属于纯送的礼包。根据我们医药组测算，人工肝项目如果获批，预计在完成市场推广之后可以为吉林敖东贡献 18.84 元的每股价值。

2) 中信证券推荐要点：

A.2007-10 年 PB 底部为 1.74x，目前仅为 1.73 倍，估值非常安全；一旦股指反弹，其业绩弹性将充分释放。综合其防御性和进攻性来看，风险收益比吸引力显著。

B.转型买方业务提升长期 ROE 即长期净利润增速，相比同业的估值折价存在较强的修复动力。

3) 海通证券推荐要点：

A.2007-10 年 PB 底部为 1.57x，目前仅为 1.60 倍，估值非常安全；一旦股指反弹，其业绩弹性将充分释放。综合其防御性和进攻性来看，风险收益比吸引力显著。

B.截止目前为止，海通证券依然是上市券商中 2011 年综合收益增幅最大的公司，前 5 月母公司综合收益年化后同比高增 76%。

风险提示

经济形势恶化以及企业自身风控不严导致资产质量受损，出现坏账是非银行金融行业均面临的一大风险。

权益市场大跌导致投资受损从而影响当期业绩是非银行金融行业，特别是保险和证券行业面临的另一个风险。

团队成员介绍:

李聪:

英国 Cass 商学院精算学硕士。2010 年 1 月加入华泰联合证券。

此前任职于长江证券，从事保险、证券行业研究。

普华永道精算部，担任高级精算顾问，曾参与并负责过国内数家保险公司的 IPO 审计以及给予精算咨询服务。同时也参与众多国外和地区保险公司的精算审计以及精算咨询服务，涉及香港、台湾及澳大利亚等。

2009 年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第二名。

2010 年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。

丁文韬:

上海财经大学精算学士。2011 年 3 月加入华泰联合证券。

此前任职于国金证券，从事非银行金融行业研究。

普华永道精算部，担任高级精算顾问，为国内外多家保险集团提供精算审计、咨询以及兼并收购中的尽职调查服务。

太平洋安泰人寿精算部，任职于精算部，从事保险公司精算准备金评估、内涵价值计算、产品设计等工作。

张黎:

浙江大学 MBA。2008 年 3 月加入华泰联合证券。

此前任职于中国人保，三年财险工作经验。

2010 年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。

华莎:

西安交通大学经济学硕士。

2010 年加入华泰联合证券 担任非银行金融方向助理研究员

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn