

推荐（维持）

流动性不平均下的民间融资盛宴

2011年8月1日

2011资金的玲珑棋局第一卷

上证指数 2702

行业规模

		占比%
股票家数（只）	16	0.8
总市值（亿元）	38980	15.4
流通市值（亿元）	29716	15.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.1	-1.3	-12.7
相对表现	-2.2	0.8	-16.0



相关报告

- 1、《银行业 2011 年中期投资策略-银行的美好时代》2011/06/10
- 2、《金融崛起，36 倍的启示——从南非标准银行成长之路看中国金融的未来》2011/05/18

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

肖立强（研究助理）

0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn

资金的逐利本性和银行授信可得性的不平等，使得在国家收紧货币的总量调控下不同经济领域的流动性不平均加剧，导致局部资金紧缺和资金泛滥现象并存。负利率和信贷额度的紧张促使 2011 年民间融资迎来发展盛宴，但银行融资主体地位不会动摇，相信金融股的风险收益率达到一临界点后会吸引资金持续流入，积极关注“金六股”：中信，广发，太保、招行，民生，工行。

- **不差钱？很差钱！** 目前中国 M2 存量达 78 万亿，然而天量货币下却出现流动性不足与流动性泛滥并存的现象。一方面，农产品、艺术品、中药材等的天价炒作轮番上阵；另一方面，中小企业融资难、银行揽存大战、民间利率飙升愈演愈烈。我们认为产生这些现象的主要原因是货币收紧的政策调控下不同经济领域流动性不平均加剧。
- **民间融资暗流涌动。** 长期的负利率（持续 17 个月）、投资渠道相对缺乏为民间融资提供大量的资金来源，而其运作模式的多样灵活和货币紧缩下经济流动性不平均加剧，使得民间借贷需求大增，“供需”两旺下，民间融资正成燎原之势增长，我们保守估计，目前全国民间融资总额有 7 万亿，与银行业存款总额之比约 8%。
- **民间借贷快速发展是把“双刃剑”。** 民间融资的快速发展在弥补正规金融机构对实体经济领域的融资空白方面有积极促进作用，但由于其资金流向难以监控，部分资金或是参与资源或商品价格的投机炒作，或是变向流进资金回报率较高的房地产行业，弱化了国家宏观调控效力，加大经济结构失衡。而随着民间借贷利率日益高启，其对实体经济的盘剥和自身积聚的风险都不容忽视。
- **金融崛起会有时，继续关注“金六股”。** 我们认为目前市场对银行等金融股的基本面判断过于悲观，相信当流动性不平均达到某个临界点，低估值、业绩优的金融大盘股会吸引资金持续流入，进而带动股市行情的启动。建议继续关注我们的“金六股”组合：中信，广发，太保、招行，民生，工行。

风险提示： 货币政策收紧程度超出预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
民生银行	5.44	0.66	0.91	1.12	8.27	6.01	1.3	强烈推荐-A
工商银行	4.25	0.47	0.59	0.69	8.98	7.20	1.7	强烈推荐-A
农业银行	2.68	0.29	0.40	0.47	9.17	6.69	1.5	强烈推荐-A
招商银行	12.35	1.3	1.64	2.03	10.04	7.53	1.9	强烈推荐-A
浦发银行	9.40	1.34	1.38	1.68	7.03	6.79	1.4	强烈推荐-A
深发展 A	17.34	1.80	2.77	3.45	9.62	6.26	2.5	强烈推荐-A
宁波银行	10.77	0.81	1.12	1.44	13.38	9.63	1.8	审慎推荐-A
兴业银行	13.36	3.09	2.19	2.69	4.32	6.09	1.5	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、如何看待“天价炒作”与“钱荒”并存怪象？	3
1、从资金的逐利性看流动性不平均	4
2、从银行授信的不平等看流动性不平均	4
3、货币政策的收紧加剧了流动性不平均和结构性失衡	5
二、民间融资，在流动性不平均中如鱼得水	5
因时而变：负利率与政策紧缩下的暗流涌动	5
聚沙成塔：民间融资勃兴或成燎原之势	6
天使还是恶魔：民间资金是雪中送炭还是火上烧油？	7
三、何去何从？流动性不平均下的金融股投资机会	8
渠道为王：银行的融资主体地位难以撼动	8
短期看，银行股价问题是结构性问题	9
金融崛起会有时，继续关注金六股	10

图表目录

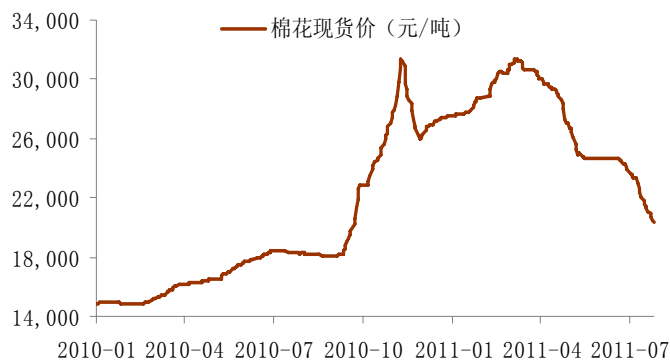
图 1：近年来农产品价格大幅波动（棉花）	3
图 2：近年来农产品价格大幅波动（小麦）	3
图 3：近年来农产品价格大幅波动（大豆）	3
图 4：黄金等贵金属价格大幅走高	3
图 5：11 年以来货币市场利率的脉冲式走高	4
图 6：中国的实际利率为负的时间已持续 17 个月	6
图 7：近两年小额贷款公司贷款增长迅速	7
图 8：新成立的小额贷款公司如雨后春笋	7
图 9：上市银行机构网点数量	8
图 10：银行业历史 PEBand	10
图 11：银行业历史 PBBand	10
表 1：2002 年以来社会融资总量结构表	8
表 2：各上市银行综合化经营情况一览	9
表 3：银行业盈利估值表	11

一、如何看待“天价炒作”与“钱荒”并存怪象？

货币知多少？截至 2011 年 6 月末，中国广义货币存量 M2 达 78 万亿，M2/GDP（10 年末）已达到创纪录的 183%。天量货币被普遍与通货膨胀和资产价格的暴涨相联系，这也是央行于 10 年调整货币政策基调的主要原因。而进入 2011 年，两类自相矛盾的现象却层出不穷，并在通胀的背景下愈发突显。

“不差钱”，天价炒作层出不穷：流动性有多泛滥？从近年来从媒体报导中可见一斑，从“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”到黄金白银、艺术品拍卖、玛瑙翡翠、纪念币、中药材、白、黄酒囤积等等，疯狂的炒作轮番上阵，充裕资金似乎无处不在。

图 1：近年来农产品价格大幅波动（棉花）



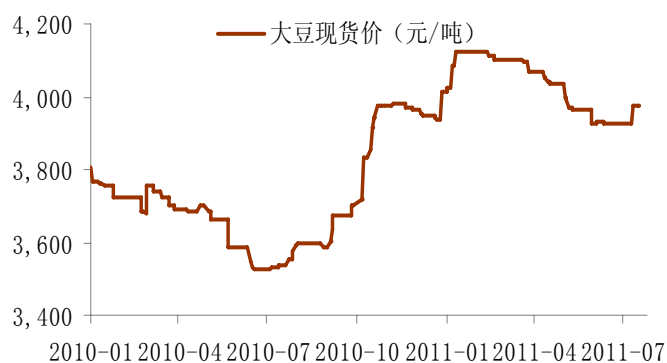
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 2：近年来农产品价格大幅波动（小麦）



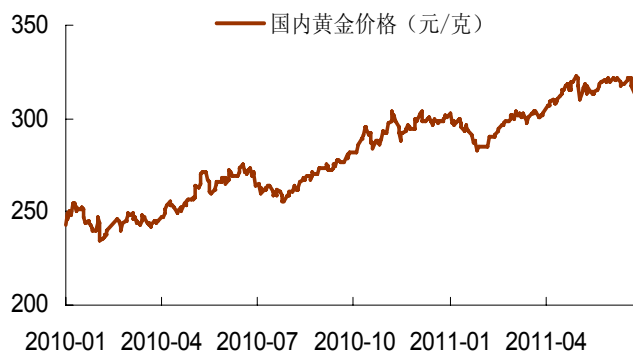
资料来源：wind，招商证券研发中心

图 3：近年来农产品价格大幅波动（大豆）



资料来源：wind，招商证券研发中心

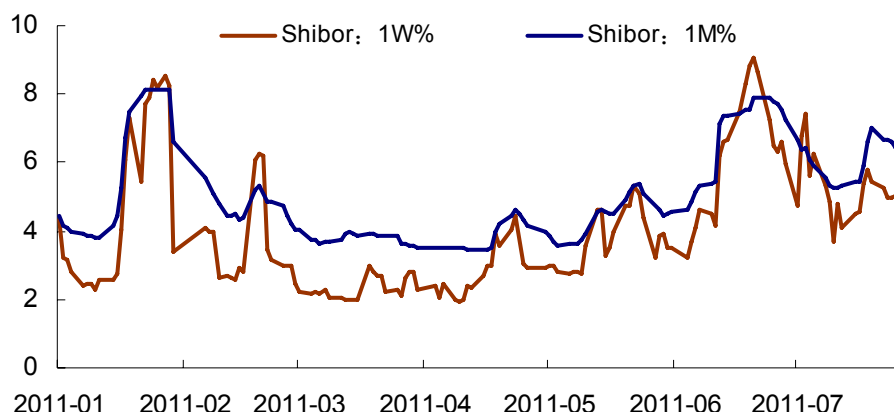
图 4：黄金等贵金属价格大幅走高



资料来源：wind，招商证券研发中心

“很差钱”，钱荒处处可见：流动性有多紧缺？从中小企业融资艰难、不断飚升的民间资金利率、货币市场利率的脉冲式走高、银行揽存大战等无不表明了今年资金的紧张异常。

图 5：11 年以来货币市场利率的脉冲式走高



资料来源：wind，招商证券研发中心

我们认为，流动性不平均是天量货币下流动性泛滥与紧缺现象并存的主要原因。而通过对资金逐利性和银行授信客体的结构性差异分析，有助于我们对资金流向有更清晰的认识和预判。

1、从资金的逐利性看流动性不平均

从中国近 5 年来平均 19.8% 的货币（M2）增速和巨额的货币存量来看，经济体中的货币是比较充足的。06 年以来房价的暴涨、股市的暴涨暴跌、资源品、农产品等价格的涨跌、可以说是过剩流动性进进出出的生动体现。

我们知道资金总是逐利的，但更本质而言，资金流向是对风险收益预期的综合考量。即资金会从收益低的地方流向收益高的地方，在收益均等时则从风险高的地方流向风险低的地方。对于高流动性的资金（游资）而言，收益更是其流向的重要吸引力。

一方面刚性需求大的领域最易吸引资金流入，比如住房市场，因为资金流入后引起的价格上涨有坚实的需求和预期支撑，其获利机会大；而大量资金流入后其充裕的流动性也使得其获利了结的安全性有保障。因此，逐利的本性促使过剩的资金流向流动性本来就充足的领域，流动性紧缺的领域往往因预期收益低、风险较高而依旧流动性不足，这就加大了流动性分布的不平均。

另一方面，高流动性资金往往有抱团取暖的特性。对艺术品、收藏品等的炒作更能说明这一点，因为这些领域都是富裕阶层资金扎堆的地方，其安全性相对较高、博得高收益的机率大。

因此，我们认为不同领域的风险回报预期差异造成了流动性不平均，而资金的逐利性和羊群效应则使得流动性不平均被循环放大，即流动性越是充足的领域吸引越多资金流入，而流动性越是缺失的领域因风险加大反而使资金更加远离。

2、从银行授信的不平等看流动性不平均

“锦上添花易，雪中送炭难”是人们对银行授信行为普遍印象。往往有舆论批评银行积

极向国有企业、大企业授信，而对广大中小企业授信不足，导致中小企业融资非常困难。

但银行授信的不平等并非不合理。一方面，如央企等国有企业的经营规模往往较大，其贷款规模大，经营的安全性较高，且常常有政府资源的支持。相对于中小企业频繁的小数额贷款而言，“垒大户”既节约人力成本和各项费用，贷款安全性又高，银行当然会积极开展业务。另一方面，中小企业特别是竞争能力相对低下的小企业贷款需求量大、周转又快，银行开展中小企业业务需要投入的资源多、管理难度大但收益不一定立竿见影。此外，由于大量中小企业财务不透明，经营风险大，银行在对贷款风险终身负责的考核机制下对中小企业贷款业务自然慎之又慎。

因此，在经济主体的经营实力及体制环境等差异下，银行盈利性、安全性的经营原则下必然出现授信的不平等，而对中国这样一个以银行间接融资为主导的经济体而言，不同经济主体信贷可得性的不平等必然造成不同经济领域的流动性不平均。

3、货币政策的收紧加剧了流动性不平均和结构性失衡

针对前两年货币增速过快，流动性过剩和 CPI 高启的问题，10 年以来央行进行了严厉的货币紧缩，5 次加息，12 次提高存款准备金率（回收资金约 4.5 万亿），对银行的新增信贷额度也进行了严格控制。然而货币政策的收紧主要是针对总量上调控，由于资金的逐利性和银行授信的不平等，却使得经济体的流动性不平均加剧，结构性失衡更加突显。

比如民营企业、中小企业本来就是经济体中流动性不足的领域，货币的收紧使得中小企业获得贷款难度加大，其经营风险也增加，导致常规渠道的资金进一步远离，流动性不平均加剧，部分中小企业不得不转向更高利率的民间融资以暂时维持生计。又比如，在平均约 7% 的贷款利率下，部分毛利率低、盈利水平低的制造业财务成本过高，贷款需求萎缩。而真正能承担如此高利率的往往是房地产等高毛利率行业，于是贷款会自然流向房地产业。虽然银监会已经对房地产行业贷款严格控制，但资金仍然可从信托、委托贷款、民间借贷等多种形式投向地产项目。于是我们看到距 2010 年 4 月国家严厉房地产调控政策出台已 15 个月，房价依然能保持坚挺。

因此，我们认为流动性不平均加剧是理解货币政策收紧后 11 年资金流向的关键，而也正是资金的逐利性和银行授信的不平等使得今年以来民间借贷、银行理财产品发行行情异常火爆。而对通胀下政策收紧、风险加剧的担忧也使得股市对资金的吸引力相对不足，上半年指数的欲涨还跌似乎也印证了这一点。（根据 Wind 统计，2011 年至今（7 月 29 日），A 股市场资金累计净流出约 7000 亿）。

二、民间融资，在流动性不平均中如鱼得水

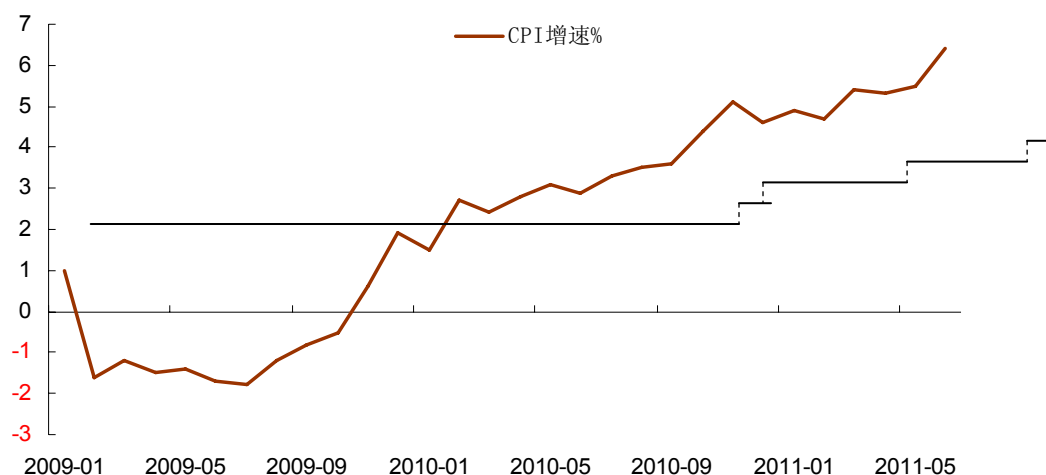
因时而变：负利率与政策紧缩下的暗流涌动

早在上世纪 90 年代，民间融资就已广泛存在。但由于长期以来缺乏明确规范和引导民间融资的法律法规（关于民间融资的相关法规条款主要分布在《合同法》《担保法》《高利贷法》《民法通则》《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》等，分散且界定模糊），

其与非法集资、高利贷等行为的界定都非常模糊，可以说其长期处于社会融资领域的灰色地带。

紧缩的宏观调控基调为 2011 年民间融资快速发展提供了肥沃的土壤。一方面，在货币紧缩下经济的流动性不平均加剧，大量中小企业以及受行政限制的房地产企业资金需求不能通过银行渠道满足，进而转向资金供应相对灵活的民间借贷。另一方面，随着 CPI 持续高启，长期的负利率和投资渠道的匮乏使得大量居民为对抗通胀风险纷纷将存款转向民间借贷机构以获取相对更高的收益，供需两旺，资金中介自然如鱼得水。

图 6：中国的实际利率为负的时间已持续 17 个月(直线为一年期定期存款基准利率)



资料来源：wind，招商证券研发中心

此外，今年以来的一个现象是，在银监会对银行的中小企业贷款政策激励和引导下，中小企业贷款增长迅速，而部分大企业获得贷款的数量相对减少。但这些大企业凭借其谈判力把资金收紧的压力转移给上下游小企业，从而使得许多小企业周转的资金异常紧张，这部分时间较短的周转资金需求一般也都通过短期利率较高但放款迅速灵活的民间融资得到满足。

聚沙成塔：民间融资勃兴或成燎原之势

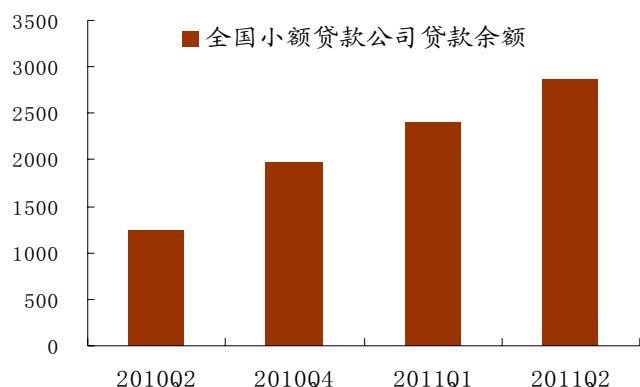
民间融资形式多样，资金来去的处理方式较为灵活，根据资金聚集方式，大致有以下几种运作模式。

一般模式：民间借贷公司通过个人社会关系，发动身边亲朋好友，以月息 1 分到 2 分的利率吸收资金，并一圈圈扩散。或者在各个邻近区域选择一位核心人物（有一定财力和权威），在其周围以相对储蓄更高的利率吸收资金。然后再将吸来的资金以 3 到 5 分的月息放贷。

擦边球模式：虽然目前担保公司、小额贷款公司、典当行等都不允许吸收存款，但由于利润丰厚诱人，手上又掌握着大量的资金需求方信息，大部分此类机构都存在不同程度的民间借贷行为。特别是许多担保公司往往是由企业集团出资设立，这些企业集团资金调节能力强，和银行之间也保持着较好联系，往往通过担保公司、小贷公司等名义打擦

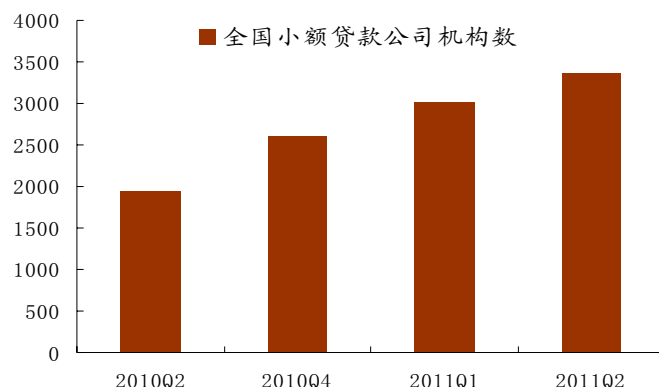
边球赚取丰厚利润。

图 7: 近两年小额贷款公司贷款增长迅速



资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 8: 新成立的小额贷款公司如雨后春笋



资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

外资模式: 这种方式主要发生在国际贸易较为发达的地区。其实质是海外热钱通过虚假贸易或“对敲”等方式, 进入国内进行民间放贷。由于海外资金融资成本相对较低, 大量外资无不觊觎着民间放贷的高额回报。

其他模式: 除了上述三种主要模式外, 从事民间借贷的还有各种标会、行业协会、有闲置资金的资源贸易企业放贷等花样繁多的形式, 只要有高收益, 资金可以无孔不入。

在货币政策收紧的背景下, 民间融资正以燎原之势在全国各地勃兴。其密集兴旺之地从前些年江浙、东南沿海地区扩展到山西、内蒙古等资源丰富、经济高速发展的内陆地区, 涉及主体也从制造业领域扩展至商贸流通甚至普通家庭。而流动性不平均的加剧则使得民间融资利率不断高启, 信息和渠道的不对称则促使大量新型资金中介大量成立。

由于行动的隐蔽性和数据统计的可得性, 民间融资规模难有精确统计数据, 但据媒体报道人行广东省分行监控 2011 年上半年广东民间融资余额约在 4500 亿元左右, 我们可保守估计全国民间融资规模约 6-7 万亿左右, 占人民币存款总额约 8%。

天使还是恶魔: 民间资金是雪中送炭还是火上烧油?

民间融资的快速发展是把双刃剑, 其在弥补正规金融机构对实体经济领域的融资空白方面有积极促进作用, 但随着民间借贷利率的日益高启, 其资金流向及可能造成的风险问题也不容小视。

一方面, 现在民间借贷年化利率基本都高达 30%以上, 可以推测, 部分需要此类贷款的企业只能是将资金用于周转应急, 实体经济被盘剥力度可见一斑; 另一方面, 部分资金肯定没有进入实体经济, 而是参与资源或者一些商品价格的炒作, 或者是变向流进资金回报率较高的房地产行业, 有些更是流入了非法领域, 影响正常经济秩序。

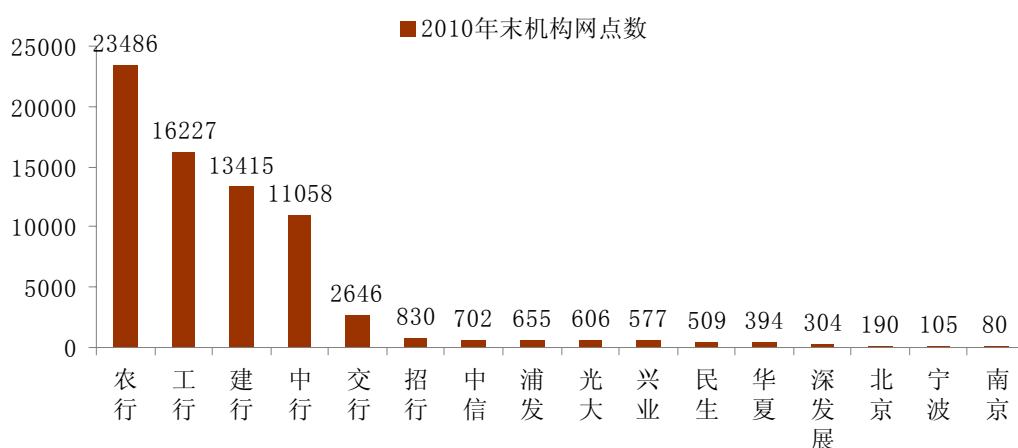
由于经济体的流动性不平均和资金逐利的本性, 加上民间资金的流向难以监控, 这在一定程度上削弱了国家宏观调控的效力, 同时加大了经济不同领域的结构性失衡, 而其自身发展壮大过程中的风险因素也不容小视。

三、何去何从？流动性不平均下的金融股投资机会

渠道为王：银行的融资主体地位难以撼动

尽管我们看到近年来新型金融机构不断兴起，民间融资快速发展壮大，而 2011 年以来信贷额度的收紧也使银行贷款占社会融资总量份额有所减少，但可以较为确定的是，凭借长期以来建立的成千上万个营业网点和强大坚实的客户基础，凭借其无法比拟的信息优势、结算优势，银行融资主体地位是难以撼动的。

图 9：上市银行机构网点数量



资料来源：公司报告，招商证券研发中心

而从央行公布的社会融资总量数据来看，2011 年上半年，银行贷款新增 4.17 万亿元，贷款占融资总量比例为 53.7%，但如果加上和银行相关的承兑汇票、委托贷款、信托贷款等，则通过银行渠道的社会融资仍占全部融资总额的 85%。

表 1：2002 年以来社会融资总量结构表

	2011H1	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
社会融资总量(100%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
人民币贷款%	53.7	55.6	68.1	71.5	61.3	79.3	82.1	78.8	81.0	92.0
外币贷款（折合人民币）%	4.3	2.9	6.6	0.9	4.9	2.5	3.7	4.8	6.7	3.7
委托贷款%	9.1	7.9	4.8	6.2	5.7	4.7	3.4	11.1	1.8	0.9
信托贷款%	1.2	2.7	3.1	4.6	2.9	2.1				
银行承兑汇票%	17.1	16.3	3.3	1.6	11.3	3.8	0.1	-1.0	5.9	-3.5
企业债券%	8.5	8.4	9.2	8.1	3.9	2.1	7.0	1.8	1.6	1.6
非金融企业股票%	3.4	4.1	3.2	4.9	8.1	3.4	1.2	2.3	1.6	3.0
保险公司赔偿%		1.3	1.2	2.2	1.8	2.1	2.5	2.1	1.5	2.1
保险公司投资性房地产%	2.7	0.1	0.1	0.1	0.1					
其他%		0.7	0.5							

资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

虽然目前在 CPI 高启的背景下,利率双轨制使得银行体系之外的资金如民间融资增长迅速,但相对于银行的资产规模和授信渠道而言,民间融资对银行正常经营影响是非常轻微的。

此外,为应对未来出现的金融“脱媒”挑战,上市银行基本都在积极进行综合化经营的探索。从现在来看,一些银行金融控股集团已经俨然成型,全能化经营的尝试也使得银行在未来金融业务竞争中保持主体地位。

表 2: 各上市银行综合化经营情况一览

保险			基金		信托		投行		金融租赁	
公司	持股		公司	持股	公司	持股	公司	持股	公司	持股
工商银行	金盛人寿	60%	工银瑞信	55%			工银国际	100%	工银金融租赁	100%
建设银行	建信人寿	51%	建信基金	65%	建信信托	67%	建银国际	100%	建信租赁	75.1%
中国银行	中银保险	100%	中银基金	83.5%	中银信托	76.43%	中银国际控股	100%	中银航空租赁	100%
农业银行	嘉禾人寿	51%	农银汇理	51.7%			农银国际	100%	农银金融租赁	100%
交通银行	交银保险 交银康联	100% 62.5%	交银施罗德	65%	交银国信	85%	交银国际	100%	交银租赁	100%
招商银行	永隆保险	100%	招商基金	33.4%			招银国际	100%	招银金融租赁	100%
兴业银行					联华信托	56.08%			兴业金融租赁	100%
深发展 A	永安财险	4.0%							民生金融租赁	81.3%
民生银行			民生加银	60%					光大金融租赁	81.3%
中信银行							中信国金	70.3%		
光大银行										
北京银行	中荷人寿	50%							江苏金融租赁	31.5%
浦发银行			浦银安盛	51%						
南京银行										

资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

短期看, 银行股价问题是结构性问题

目前银行股估值持续徘徊于历史低位既有短期因素(前两年信贷高速增长之后,不良贷款(融资平台类不良贷款)的出现,也有长期担忧(利率市场化与金融“脱媒”)。但可以说,如果单从这些因素对银行盈利影响的角度看,个位数 PE 和接近 1 倍 PB 的估值已经足以消化所有这些不确定因素。

我们认为,有两大因素导致近期银行股价表现相对低迷,一是某些结构性的问题造成市场对银行整体经营前景过度悲观(比如媒体关于个别融资平台贷款的负面报导过于频繁导致人们忽视了真正会违约的贷款只是平台贷款的小部分,实际对银行整体经营影响非常有限),二是股市流动性紧缺导致配置金融等大盘股的资金相对不足(某种程度上也可以说是股市中配置各行业的流动性不平均)。

金融崛起会有时，继续关注金六股

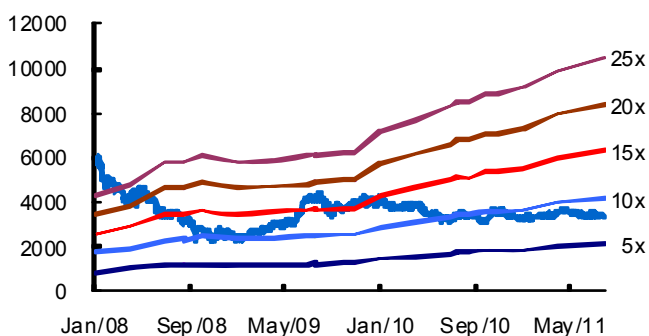
正是基于对流动性不平均的认识，我们认为就目前天量的货币存量而言，社会上并不缺乏资金，而是不平均的资金流向使得在流动性在各投资领域分配不均。而具体到 2011 年的情况则是，货币紧缩和房价调控的背景使得股市吸引力相对不足、房地产投资受限，于是在负利率压力下有投资性需求的资金大量涌入民间融资和银行理财产品。11 年上半年民间融资余额约 7 万亿，理财产品存量余额约 3.6 万亿，但这些资金都是未来推动股市上涨的潜在动力。

我们认为当有投资性需求的资金在各领域流向分布不平均达到某个临界点时，资金的流向或将发生趋势性改变。而使得流动性重回股市的触发因素有：1、日益高启的民间利率已使得部分实体经济(特别是中小企业)不堪重负，违约风险加大，而民间借贷过快增长也使得其风险加速积聚并爆发局部问题；2、银行理财产品在严格整顿后回报率吸引力相对下降；3、在欧元区大手笔整治债务危机，美国针对高失业率而变相进行量化宽松政策的国际环境下，中国对持续紧缩货币政策开始的结构性微调。4、CPI 上涨动力减弱带来股市回报预期好转，股市对资金吸引力逐渐增加。

试想只要有 10% 资金从民间融资和理财产品领域撤出并流向股市，将给整个市场带来 1 万亿的资金流入，推动市场上涨的行情值得期待。

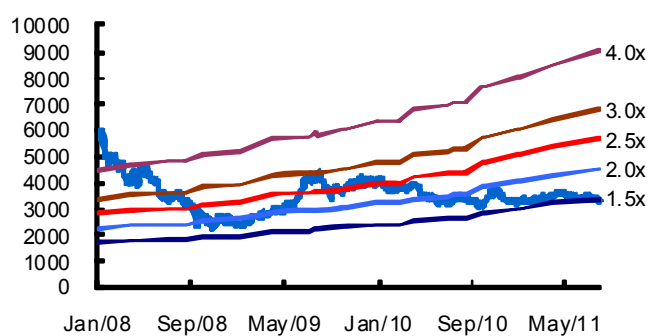
届时估值便宜、业绩良好且流动性高的金融大盘股将会是快速进入股市资金的首选，而融资融券快速增长也将助力金融股的崛起，我们也坚定看好中国金融业在全球资本角力过程中崛起的历史机遇，相信未来金融股未来将有良好表现，继续关注“金六股”组合：，中信证券，广发证券，中国太保、招商银行，民生银行，工商银行！

图 10：银行行业历史 PEBand



资料来源:招商证券研发中心

图 11：银行行业历史 PBBand



资料来源:招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《银行行业 2011 年中期投资策略-银行的美好时代》2011/06/10
- 2、《金融崛起，36 倍的启示——从南非标准银行成长之路看中国金融的未来》2011/05/18
- 3、《银行行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？》2011/04/06
- 4、《茶杯风波与大象之舞——管窥韩国储蓄银行挤兑危机》2011/03/07
- 5、《银行行业 2011 年度策略：带刺的玫瑰？不良贷款压力下的银行投资》2010/11/26

表 3: 银行业盈利估值表

证券代码	证券简称	评级	总股本 (亿)	EPS (元)				BVPS (元)			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	3490	0.39	0.47	0.59	0.69	2.02	2.35	2.66	3.08
601288.SH	农业银行	强烈推荐-A	3248	0.25	0.29	0.40	0.47	1.32	1.67	1.84	2.11
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	2791	0.31	0.39	0.48	0.56	2.15	2.42	2.76	3.04
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	2500	0.63	0.54	0.71	0.83	2.39	2.80	3.07	3.49
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	563	0.61	0.73	0.90	1.07	3.36	3.98	4.43	5.06
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	468	0.37	0.55	0.69	0.85	2.74	3.19	3.63	4.22
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	267	0.63	0.66	0.91	1.12	3.99	3.94	4.40	5.18
600036.SH	招商银行	强烈推荐-A	216	0.95	1.23	1.64	2.03	4.85	6.21	7.16	8.43
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	404	0.23	0.32	0.48	0.60	1.44	2.01	2.13	2.48
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	187	1.62	1.34	1.38	1.68	7.70	8.57	7.71	8.98
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	108	2.66	3.09	2.19	2.69	11.92	15.35	9.90	11.76
600015.SH	华夏银行	强烈推荐-A	68	0.75	1.20	1.21	1.54	6.06	7.11	8.90	9.98
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	51	1.62	1.80	2.77	3.45	6.59	9.62	11.62	14.07
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	62	0.90	1.09	1.32	1.59	6.03	6.84	8.12	9.26
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	29	0.58	0.81	1.12	1.44	3.90	5.51	6.04	6.92
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	30	0.84	0.78	1.06	1.31	6.62	6.39	6.87	7.69
证券代码	证券简称	评级	股价	P/E(X)				P/B(X)			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	4.25	11.04	8.98	7.20	6.13	2.11	1.81	1.60	1.38
601288.SH	农业银行	强烈推荐-A	2.68	10.72	9.17	6.69	5.69	2.03	1.61	1.46	1.27
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	3.08	9.94	7.84	6.47	5.49	1.43	1.27	1.12	1.01
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	4.71	7.48	8.73	6.61	5.64	1.97	1.68	1.53	1.35
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	4.81	7.84	6.59	5.37	4.51	1.43	1.21	1.09	0.95
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	4.69	12.78	8.51	6.77	5.53	1.71	1.47	1.29	1.11
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	5.44	8.63	8.27	6.01	4.86	1.36	1.38	1.24	1.05
600036.SH	招商银行	强烈推荐-A	12.35	12.95	10.04	7.53	6.08	2.54	1.99	1.72	1.46
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	3.26	14.26	10.30	6.81	5.39	2.27	1.62	1.53	1.31
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	9.40	5.80	7.03	6.79	5.59	1.22	1.10	1.22	1.05
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	13.36	5.03	4.32	6.09	4.96	1.12	0.87	1.35	1.14
600015.SH	华夏银行	强烈推荐-A	10.30	13.73	8.58	8.52	6.71	1.70	1.45	1.16	1.03
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	17.34	10.70	9.62	6.26	5.03	2.63	1.80	1.49	1.23
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	9.74	10.77	8.91	7.35	6.13	1.61	1.42	1.20	1.05
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	10.77	18.45	13.38	9.63	7.50	2.76	1.96	1.78	1.56
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	8.79	10.46	11.29	8.33	6.73	1.33	1.38	1.28	1.14
	大型银行平均			9.79	8.68	6.74	5.74	1.89	1.59	1.43	1.25
	股份制银行平均			10.19	8.14	6.68	5.41	1.78	1.43	1.34	1.15
	城商行平均			13.23	11.19	8.44	6.78	1.90	1.59	1.42	1.25
	上市银行平均			10.66	8.85	7.03	5.75	1.83	1.50	1.38	1.19

资料来源:公司报告、招商证券研发中心

分析师承诺

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

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

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

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

投资评级定义

公司短期评级

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

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

公司长期评级

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

行业投资评级

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

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

重要声明

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

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