

推荐 (维持)

流动性拐点明显，M1上升空间巨大

2011年11月13日

11月银行业观察报告

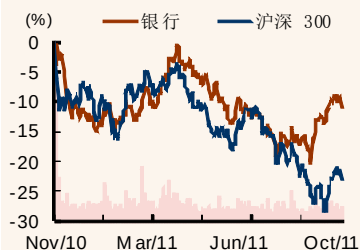
上证指数 2481

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	16	0.8
总市值 (亿元)	38695	16.7
流通市值 (亿元)	29817	16.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.6	-5.9	-10.4
相对表现	1.0	8.5	12.4



相关报告

- 1、《招商证券-息差继续上行，攻防转换或提前到来-银行业 9 月观察报告》2011/9/20
- 2、《招商证券-没那么悲观，部分银行已处于绝对收益区间——银行业 8 月观察报告》2011/8/14
- 3、《招商证券-坚定进攻的选择——银行业 7 月观察报告》2011/7/5

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

研究助理:

肖立强 0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn

邹添杰 0755-82953739
zoutj@cmschina.com.cn

从金融机构信贷收支表情况看，今年以来理财产品大量发行并将部分居民和企业存款转换为同业资金是存款大幅波动的主要原因。10 月 M1、M2 同比增速较 9 月份继续小幅下滑，但从数量来看，环比 9 月份已明显增加，未来上升空间巨大。

11 月关注：M1 增速能在个位数维持多久？

存款大幅波动？从信贷收支表中找答案。从金融机构信贷收支表看今年的资金来源各项数据可以发现，表中各项存款及储蓄存款的月度变化与其他项月度变化呈明显的跷跷板效应。在储蓄存款环比大幅减少的 4 月、7 月，其他项数额都大幅增加。我们认为这一变化的传导机制如下：负利率背景下，居民和企业将存款用于购买理财产品，而理财产品的资产池中有很大部分是投放于银行同业市场，于是存款转化为同业往来资金。同时，由于同业存款不计入 M2 的统计，这就使得 M2 增速较往年情况有一定程度低估。

M1 增速能在个位数维持多久？当 M1 增速降至个位数时，企业资金异常紧张，经济活力已较为低迷，且通胀也将不是问题。从历史数据看，M1 在个位数的时间不会超过 5 个月（最长一次为 08 年 10 月-09 年 2 月），我们认为目前 M1 增速越低，预示着未来上升空间越大。

流动性回升空间巨大。11 月以来流动性已有明显改善，我们认为后续仍有较大回升空间，主要原因有：（1）M1、M2 较 9 月份环比已明显增加；（2）政策微调明显，四季度新增贷款额度相对较为宽松，预计 11、12 月份有 6000 亿以上规模；（3）年末财政存款释放将改善银行资金面并促进 M2 增长。坚持前期观点，认为流动性拐点已经到来，四季度银行体系流动性释放将超过 1.5 万亿，预计明年一季度 M1 增速或将回升至 15-16% 左右，银行仍有上升动力，**继续推荐高弹性个股：民生、深发展、兴业、工行。**

风险因素：宏观经济过快下滑的系统性风险。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
民生银行	6.05	0.66	1.00	1.27	9.19	6.02	1.4	强烈推荐-A
工商银行	4.29	0.47	0.60	0.70	9.07	7.14	1.6	强烈推荐-A
浦发银行	11.88	1.34	1.41	1.69	8.89	8.42	1.5	强烈推荐-A
深发展 A	16.57	1.80	2.03	2.25	9.19	8.16	1.2	强烈推荐-A
农业银行	2.65	0.29	0.42	0.50	9.07	6.37	1.4	强烈推荐-A
兴业银行	12.94	3.09	2.35	2.92	4.19	5.50	1.3	强烈推荐-A
宁波银行	9.84	0.81	1.14	1.47	12.22	8.63	1.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

存款大幅波动或成常态，流动性拐点明显	3
货币信贷总量：10月新增信贷增加是微调的持续	4
流动性及信贷结构：企业中长期贷增加，货币市场宽松	6

图表目录

图 1: M1、M2 总量、GDP 总量	4
图 2: M1、M2 同比增速	5
图 3: CPI、PPI 同比增速	5
图 4: 外贸顺差与月度新增外汇占款	5
图 5: 2010 年以来存款准备金率调整	5
图 6: 2009 年以来货币乘数变化情况	5
图 7: 人民币存贷款增速	6
图 8: 月度新增贷款数量	6
图 9: 人民币存贷款余额	6
图 10: 银行业存贷比	6
图 11: 2002 年以来社会融资总量结构图	7
图 12: 月度新增贷款结构	8
图 13: 月度新增存款结构	8
图 14: 住户贷款占比	8
图 15: 短期贷款余额占比、长期贷款余额占比	8
图 16: 票据融资贷款余额	9
图 17: 上海银行间同业拆借利率：0/N、1W	9
图 18: 银行间质押式回购利率：0/N、1W	9
图 19: 长三角直贴利率和转贴利率	10
图 20: 11 月每周公开市场操作分布	10
图 21: 公开市场操作图	10
图 22: 银行业历史PEBand	12
图 23: 银行业历史PBBand	12
表 1: 存款与同业资金的跷跷板效应明显	3
表 2: 从历史数据看，除非遇到特殊情况（08 年金融危机）M1 增速处于个位数的时间不长	3
表 3: 10 月份 M1、M2 环比增加明显	3
表 4: 后两个月贷款增速情况预测	4
表 5: 预计四季度银行体系将释放 1.5 万亿资金	4
表 6: 2002 年以来社会融资总量结构表	7
表 7: 10 月份社会融资总量规模简测	7
表 8: 存款准备金历次调整一览表	10
表 9: 基准利率调整表	11

存款大幅波动或成常态，流动性拐点明显

从金融机构信贷收支表看今年的资金来源各项数据可以发现，表中各项存款及储蓄存款的月度变化与其他项月度变化呈明显的跷跷板效应。我们认为这一变化的传导机制如下：负利率背景下，居民和企业将存款用于购买理财产品，而理财产品的资产池中有很大部分是投放于银行同业市场，于是存款转化为同业往来资金。同时，由于同业存款不计入M2的统计，这就使得M2增速较往年情况有一定程度低估。

表 1：存款与同业资金的跷跷板效应明显

	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09
各项存款	712828	726018	752838	756262	767339	786433	779732	786798	794100
较上月变化		13190	26821	3424	11077	19094	(6701)	7066	7303
储蓄存款	314979	317494	327346	322327	323692	332542	326025	326874	333918
较上月变化		2515	9853	(5019)	1365	8850	(6517)	849	7044
其他项	31334	36651	24477	30865	31048	22891	37258	40743	41460
较上月变化		5317	(12174)	6388	183	(8156)	14367	3485	717

资料来源：人民银行，招商证券研发中心

11月以来流动性已有明显改善，我们认为后续仍有较大回升空间，主要原因有：（1）M1、M2较9月份环比已明显增加；（2）政策微调明显，四季度新增贷款额度相对较为宽松，预计11、12月份有6000亿以上规模；（3）年末财政存款释放将改善银行资金面并促进M2增长。坚持前期观点，认为流动性拐点已经到来，四季度银行体系流动性释放将超过1.5万亿，预计明年一季度M1增速或将回升至15-16%左右，银行仍有上升动力。

表 2：从历史数据看，除非遇到特殊情况（08年金融危机）M1增速处于个位数的时间不长

	1998.06	1999.01	2002.01	2005.03	2008.10	2008.11	2008.12	2009.01	2009.02
M1 增速	8.70%	9.60%	9.50%	9.90%	9.43%	8.85%	6.80%	9.06%	6.68%
当月 CPI	-1.30%	-1.20%	-1.00%	2.70%	4.60%	4.00%	2.40%	1.20%	1.00%
M1 在个位数时间	1 个月	1 个月	1 个月	1 个月			5 个月		

资料来源：人民银行，招商证券研发中心

表 3：10 月份 M1、M2 环比增加明显

	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10
M1 总额	270546	273394	267193	276600
M2 总额	772924	780852	787406	816800
M1 较上月环比变化		2848	-6201	9407
M2 较上月环比变化		7929	6554	29394

资料来源：人民银行，招商证券研发中心

表 4: 后两个月贷款增速情况预测

	后两月新增贷款情形 1	贷款增速	后两月新增贷款情形 2	贷款增速	后两月新增贷款情形 3	贷款增速	后两月新增贷款情形 4	贷款增速
2011-10	5868	15.8%	5868	15.8%	5868	15.8%	5868	15.8%
2011-11	5500	15.4%	6000	15.5%	6500	15.6%	6500	15.6%
2011-12	5500	15.4%	6000	15.6%	6500	15.8%	7000	15.9%
全年新增信贷	73780		74780		75780		76280	

资料来源: 人民银行, 招商证券研发中心

表 5: 预计四季度银行体系将释放 1.5 万亿资金

	新增外汇占款	财政存款释放	公开市场净投放/回笼	存款准备金上缴	净变化
2011Q1	11241	4527	5240	9884	11123
2011Q2	9645	6290	9180	16362	8752
2011Q3	8438	1889	3920	6080	8166
2011Q4E	6500	10000	4000	5500	15000

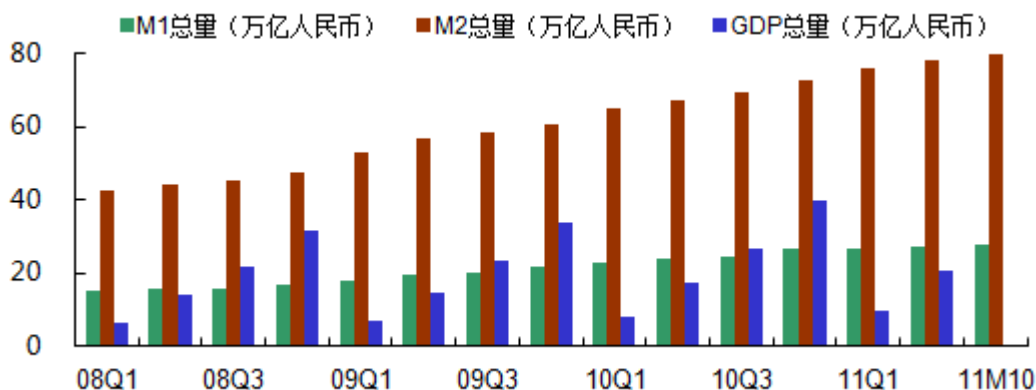
资料来源: 人民银行, 招商证券研发中心测算

货币信贷总量: 10 月新增信贷增加是微调的持续

CPI 年内继续回落可期, 信贷定向宽松防止经济快速下滑。10 月通胀得到较好控制, CPI 当月同比上涨 5.5%, 1-10 月同比上涨 5.6%; 环比上涨 0.1%, 涨幅较 9 月回落 0.4 个百分点。随着翘尾因素的减弱和新涨价因素的回落, CPI 在年内继续回落可期。PPI 同比上涨 5.0%, 较 9 月份回落 1.5 个百分点, 已连续 3 个月回落。随着通胀水平回落, 经济有所放缓, 信贷将维持定向宽松, 政策保持预调微调。

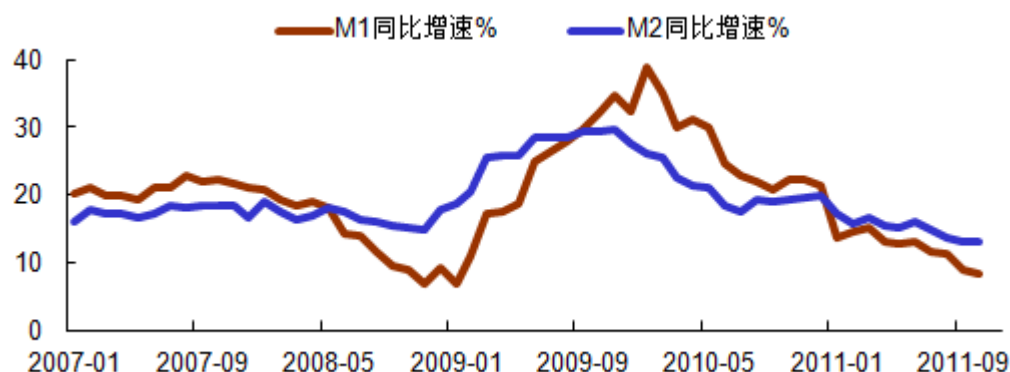
自 2010 年以来大幅收缩流动性 (12 次提高存款准备金率、5 次加息、扩大存款准备金缴存基数) 的政策效果在持续体现中, 11 年二季度货币乘数已降至 3.84, 三季度货币乘数将继续下降。另一方面, 持续紧缩的货币政策也为未来 M1 增速的反弹创造了空间, 届时流动性增加推动经济增速回升将带来股市估值和盈利预期的提升。

图 1: M1、M2 总量、GDP 总量



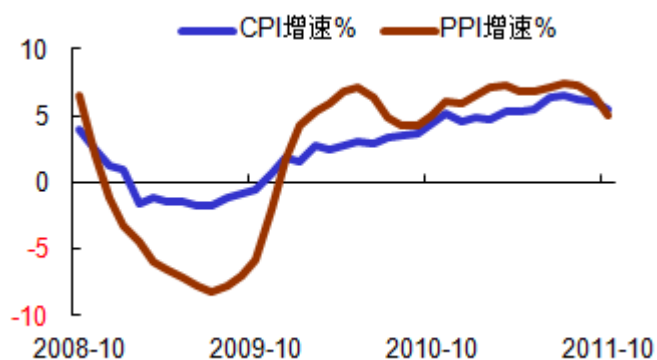
资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 2: M1、M2 同比增速



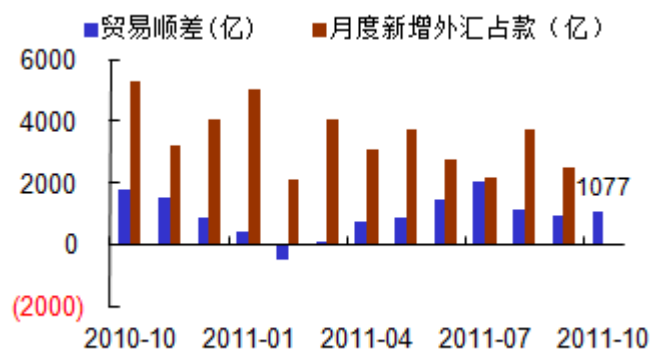
资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 3: CPI、PPI 同比增速



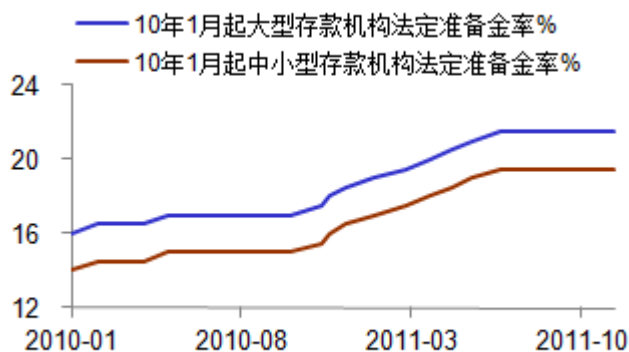
资料来源: 国家统计局, 招商证券研发中心

图 4: 外贸顺差与月度新增外汇占款



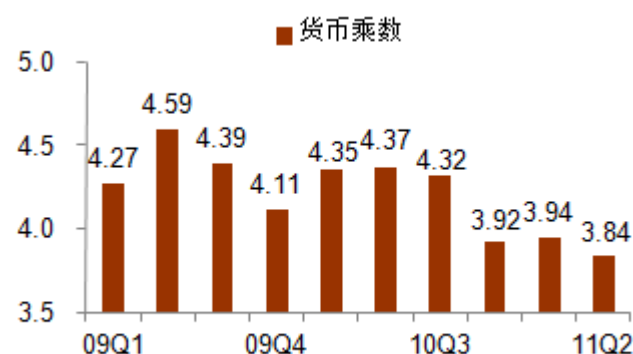
资料来源: 外汇管理局, 招商证券研发中心

图 5: 2010 年以来存款准备金率调整



资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 6: 2009 年以来货币乘数变化情况



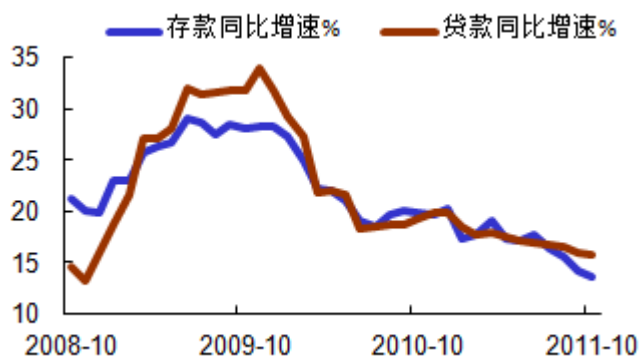
资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

信贷定向宽松力度加大, 新增贷款量超市场预期。10 月份新增人民币贷款 5868 亿元, 人民币贷款余额同比增 15.8%, 已连续 7 个月回落, 较上月下降 0.1 个百分点, 回落幅度收窄。通胀下行趋势下, 保增长、促就业成为重要的民生问题, 10 月以来信贷对中小企业的支持力度提高, 金融、财政等优惠措施对银行加大小微企业业务形成较好激励。随着小微企业金融债的陆续核准发行, 定向宽松的力道有望进一步加大, 货币投放量将保持较为宽松的水平。1-10 月新增人民币贷款 62780 亿元, 同比少增 6008 亿元。

存款增长乏力。10 月份人民币存款流出 2010 亿元，同比少增 3618 亿元，10 月人民币存款余额同比增 13.6%，较上月回落 0.6 个百分点，连续 4 个月回落，存款增长依然乏力。由于三季度末银行存款中有部分是冲存贷比考核需要的短期资金，进入 10 月之后资金有较大幅度的流出。同时，在负利率的环境下，银行存款由于收益率缺乏吸引力而使得增速放缓，监管层对保证金存款等业务的规范监管也限制了银行的存款创造能力。相较于 7 月份的资金流出 6687 亿元的压力，目前的紧张局面有一定程度的缓解。

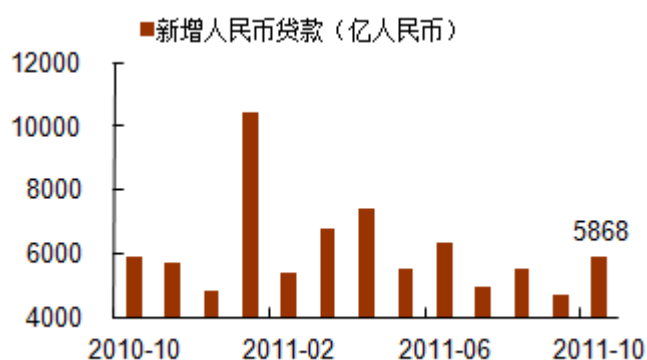
截至 10 月末，人民币存款余额 79.21 万亿元、贷款余额 53.50 万亿元。由于存款减少，贷款增长，银行业存贷比较上月回升 0.9 个百分点至 67.5%。

图 7：人民币存贷款增速



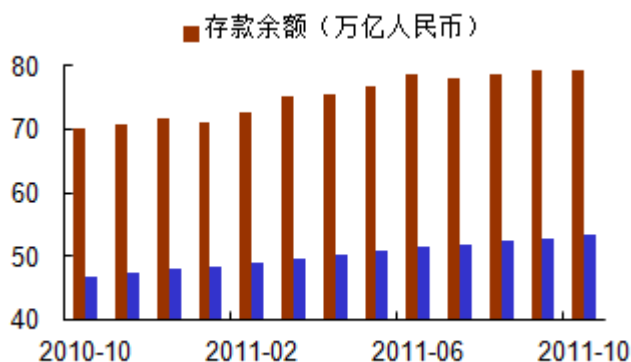
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 8：月度新增贷款数量



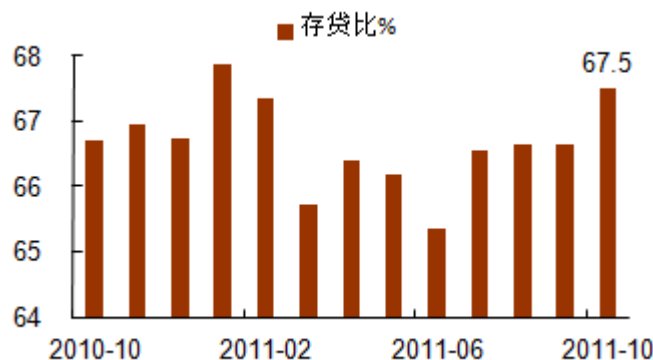
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 9：人民币存贷款余额



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 10：银行业存贷比



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

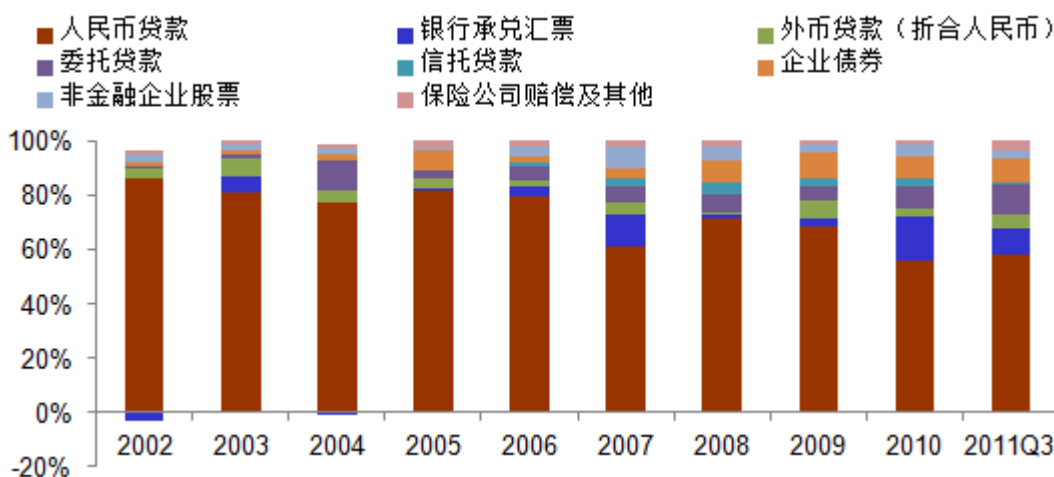
流动性及信贷结构：企业中长期贷增加，货币市场宽松

预计 10 月份社会融资规模约为 1.13 万亿元，预计全年可达 13.5 万亿。央行从 2011 年开始公布社会融资总量指标。我们认为，相对于之前大家普遍关注每年新增信贷总额指标，社会融资总量为衡量实体经济流动性提供了更好的参照，同时也表明政府推动融资结构多元化的决心。

10月新增人民币贷款 5868 亿元，同比多增 175 亿元。新增外币贷款 65 亿美元（按月末折合 411 亿元人民币），同比多增 7 亿美元。本月债券融资井喷，共 2165.5 亿元，同比多增 1045 亿元，较 9 月份大幅增加 882 亿元。其中，企业债融资 520 亿，同比少增 29.5 亿元；发行中票 838 亿元，同比多增 591 亿元；发行短融 807.5 亿元，同比多增 584 亿元。

今年前三季度间接融资占比上升，监管层对银行承兑票据、信托贷款等的规范使得直接融资占比下降。10 月以来，信贷定向宽松的局面得以维持，表外业务规范力度不减，预计 4 季度依然是间接融资占比维持相对的高位，直接融资占比份额相对前三季度稳定。因此，我们用前三季度社会融资总量中各科目的占比来预测 4 季度各个未披露科目的发生额，虽然精确度值得考量，但是合理预测的融资规模具有一定的参考价值（上半年社会融资规模为 7.76 万亿，我们预测为 7.84 万亿）。我们预测 10 月份的社会融资规模约为 1.13 万亿元，预计全年的社会融资规模约为 13.5 万亿元。

图 11：2002 年以来社会融资总量结构图



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

表 6：2002 年以来社会融资总量结构表

	2011Q3	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%	58.0	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）%	4.9	2.9	6.6	0.9	4.9	2.5	3.7	4.8	6.7	3.7
委托贷款%	10.9	7.9	4.8	6.2	5.7	4.7	3.4	11.1	1.8	0.9
信托贷款%	0.9	2.7	3.1	4.6	2.9	2.1				
银行承兑汇票%	10.0	16.3	3.3	1.6	11.3	3.8	0.1	-1.0	5.9	-3.5
企业债券%	8.6	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%	3.6	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%	3.1	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

表 7：10 月份社会融资总量规模简测

单位：亿元	人民币 贷款	外币 贷款	企业 债券	非金融企业 股票	银行承兑 汇票	委托 贷款	信托 贷款	保险公司赔偿 及其他	合计
2011-Q1	22400	1474	4551	1558	7611	3204	91	1011	41900

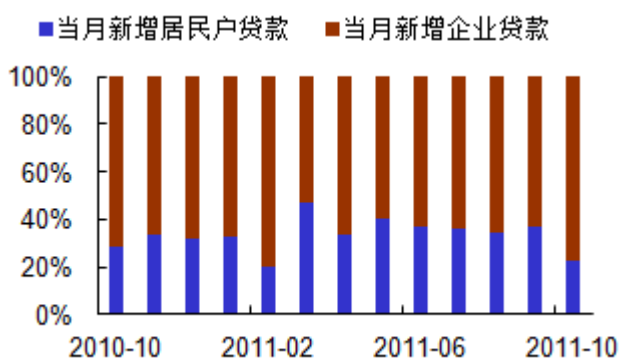
2011-Q1 占比	53.5%	3.5%	10.9%	3.7%	18.2%	7.6%	0.2%	2.4%	100%
2011-H1	41700	3361	6588	2677	13300	7028	913	2033	77600
2011-H1 占比	53.7%	4.3%	8.5%	3.4%	17.1%	9.1%	1.2%	2.7%	100%
2011-Q3	56800	4770	8397	3515	9825	10700	848	3145	98000
2011-Q3 占比	58.0%	4.9%	8.6%	3.6%	10.0%	10.9%	0.9%	3.1%	100%
2011-10E	5868	411	2166	364	1012	1103	91	314	11328

资料来源：中国人民银行，保监会，Wind，招商证券研发中心（黄色部分为预测数据）

中长期贷款跃升，票据融资贷款余额继续减少。10月份新增贷款5868亿元，其中，住户部门新增贷款1307亿元，占总新增贷款额22.27%，较上月回升14.96个百分点，住户部门新增贷款较上月减少443亿元；企业及其他部门新增贷款4548亿元，占新增贷款额的77.51%，较上月大幅上升14.9个百分点，新增贷款较上月大幅增加1607亿元。10月份新增短期贷款3186亿元，占新增贷款额的53.14%，较9月大幅回落14.65个百分点；中长期贷款增加3346亿元，占新增贷款额的57.02%，较上月上升22.38个百分点。10月票据融资继续大幅减少701亿元，主要受银行承兑汇票上缴保证金存款以及银行调整信贷结构增加中长期贷款的影响。中长期贷款增加显示投资活动增加，对经济的回落起到一定的缓冲。在信贷定向宽松下，银行加快了资产结构调整。

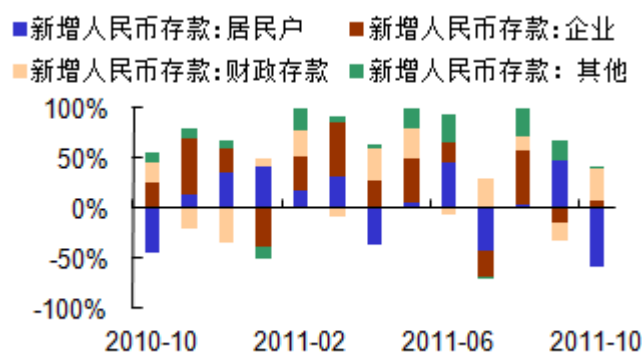
10月份人民币存款减少2010亿元，其中住户存款大幅减少7272亿元，企业存款增加860亿元，财政存款季节性增加4190亿元。

图 12：月度新增贷款结构



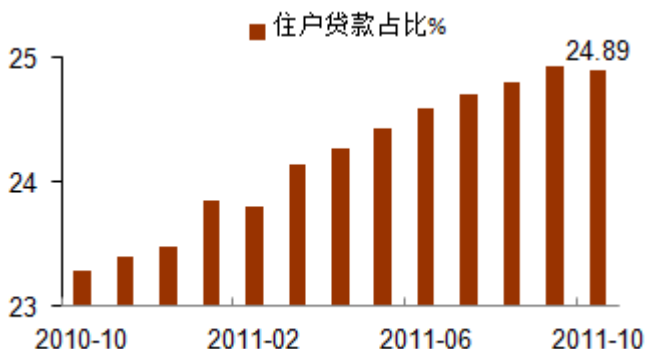
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 13：月度新增存款结构



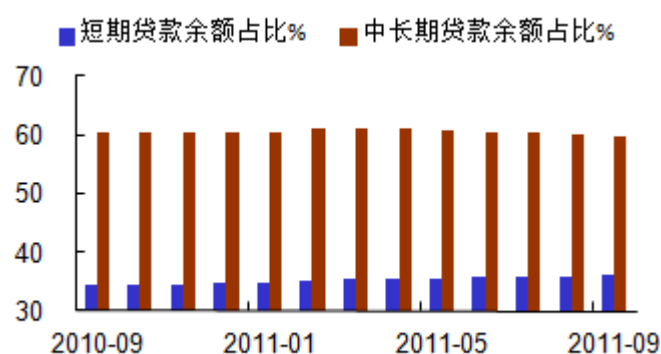
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 14：住户贷款占比



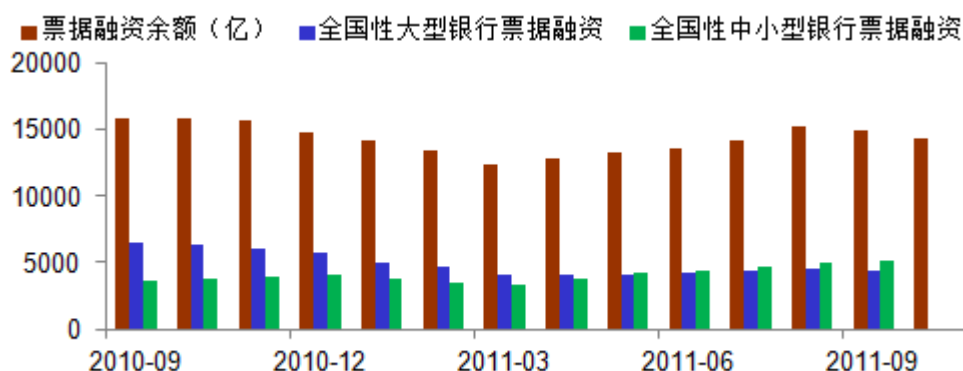
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 15：短期贷款余额占比、中长期贷款余额占比



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 16: 票据融资贷款余额



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

Shibor 短期利率月末冲高后快速回落，再现宽松。10 月末货币市场利率冲高，考核时点过后，利率快速回落。截止 11 月 11 日，Shibor O/N 回落至 2.8233%，Shibor 1W 利率下降至 3.50%，货币市场相当宽松。近期欧债危机充满不确定性，同时临近年末资金需求量加大，央行加大了对公开市场资金投放。

10 月份央票和国债正回购到期资金量与 9 月份基本持平，为 4870 亿元，其中央票和正回购分别到期 1880、2990 亿元；央行回笼资金 3980 亿元，其中发行央票和正回购分别回笼 880、3100 亿元，净投放 8900 亿元，继续实现月度净投放。

10 月份 3 年期央票下降 1BP 至 3.96%，11 月初 1 年期央票发行利率下降 1BP，央行加大市场投放力度，引发市场对货币政策宽松的预期。虽然利率下行幅度较小，但是另一方面可以看出机构资金充裕，配置票据需求旺盛。

未来公开市场到期资金量减少。其中，11 月份到期量 3250 亿元，目前已回笼 530 亿元；12 月到期资金量为 550 亿元。鉴于目前资金面较为宽松，央行可能将大部分将到期的资金量展期到后续月份，平滑各月份的资金到期量。若资金利率飙升，央行可能通过逆回购操作注入流动性，不排除其他定向宽松的货币政策的出台。

图 17: 上海银行间同业拆借利率: 0/N、1W



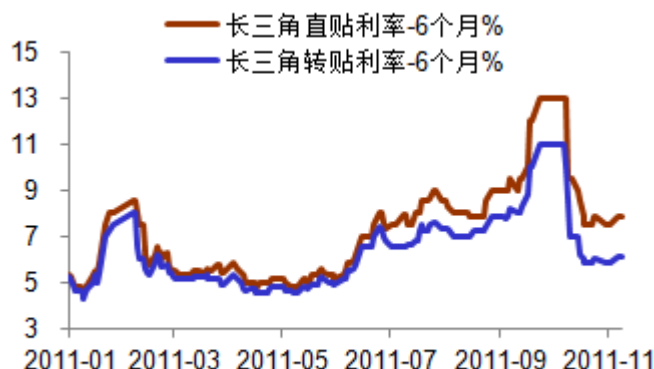
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 18: 银行间质押式回购利率: 0/N、1W



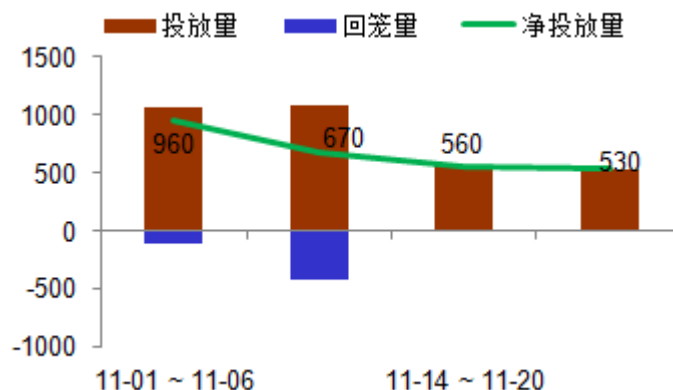
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 19: 长三角直贴利率和转贴利率



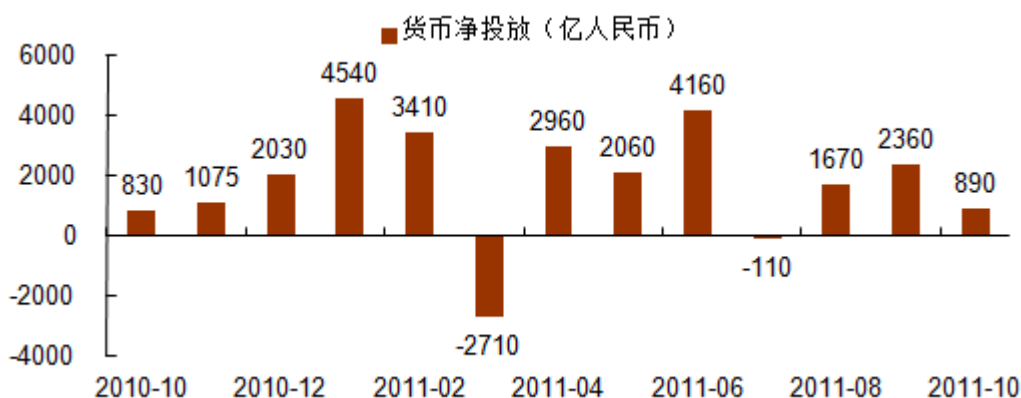
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 20: 11 月每周公开市场操作分布



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 21: 公开市场操作图



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

表 8: 存款准备金历次调整一览表

次数	时间	调整前	调整后	调整幅度 (%)	备注
10	2011-06-20	五大银行 21% 其他达标银行 19%	五大银行 21.5% 其他达标银行 19.5%	0.5 0.5	
9	2011-05-18	五大银行 20.5% 其他达标银行 18.5%	五大银行 21% 其他达标银行 19%	0.5 0.5	
8	2011-04-21	五大银行 20% 其他达标银行 18%	五大银行 20.5% 其他达标银行 18.5%	0.5 0.5	
7	2011-03-25	五大银行 19.5% 其他达标银行 17.5%	五大银行 20% 其他达标银行 18%	0.5 0.5	四大行、民生、招行差准率到期
6	2011-02-24	四大银行 19.5% (交行 19%, 民生、招行 17.5%) 其他达标银行 17%	四大银行 20% (交行 19.5%, 民生、招行 18%) 其他达标银行 17.5%	0.5 0.5	交行、光大执行差别准备金到期
5	2011-01-20	五大银行 19% (民生、招行、光大 17%) 其他达标银行 16.5%	五大银行 19.5% (民生、招行、光大 17.5%) 其他达标银行 17%	0.5 0.5	
4	2010-12-20	五大银行 18.5% (民生、招行、光大 16.5%) 其他达标银行 16%	五大银行 19% (民生、招行、光大 17%) 其他达标银行 16.5%	0.5 0.5	

3	2010-11-29	五大银行 18% (民生、招行、光大 16%) 其他达标银行 15.5%	五大银行 18.5% (民生、招行、光大 16.5%) 其他达标银行 16%	0.5	
2	2010-11-16	四大银行 17.5% (民生、招行 15.5%) 其他达标银行 15%	五大银行 18% (民生、招行、光大 16%) 其他达标银行 15.5%	0.5	交行、光大执行差别准备金 2 个月
1	2010-10-15	四大银行 17% 其他达标银行 15%	四大银行 17.5% (民生、招行 15.5%) 其他达标银行 15%	0.5	四大行、民生、招行差别准备金率
				0	

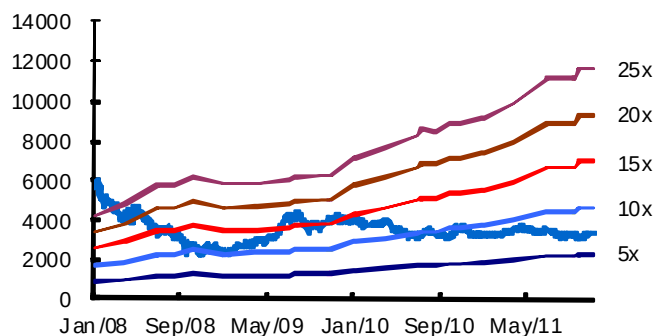
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

表 9：基准利率调整表

次数	时间	存款基准利率		贷款基准利率	
		调整后利率(%)	调整幅度(%)	调整后利率(%)	调整幅度(%)
8	2011-07-07	3.50	0.25	6.56	0.25
7	2011-04-06	3.25	0.25	6.31	0.25
6	2011-02-09	3.00	0.25	6.06	0.25
5	2010-12-26	2.75	0.25	5.81	0.25
4	2010-10-21	2.50	0.25	5.56	0.25
3	2008-12-23	2.25	(0.27)	5.31	(0.27)
2	2008-11-27	2.52	(1.08)	5.58	(1.08)
1	2008-10-30	3.60	(0.27)	6.66	(0.27)

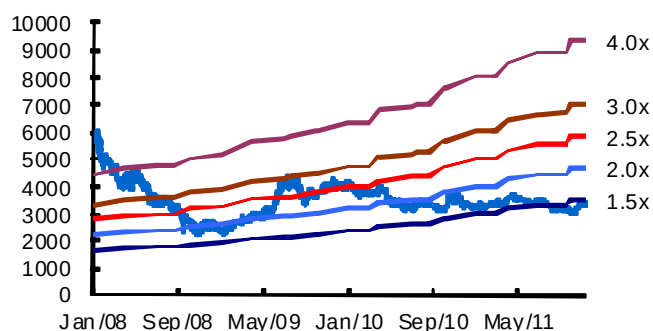
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

图 22: 银行业历史PEBand



资料来源: 招商证券研发中心

图 23: 银行业历史PBBand



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《招商证券-息差继续上行, 攻防转换或提前到来-银行业 9 月观察报告》2011/9/20
- 2、《招商证券-没那么悲观, 部分银行已处于绝对收益区间-银行业 8 月观察报告》2011/8/14
- 3、《招商证券-坚定进攻的选择-银行业 7 月观察报告》2011/7/6
- 4、《招商证券-东风渐近, 先下手为强——银行业 6 月观察报》2011/6/21
- 5、《招商证券-角力、拐点与大行的魅力——银行业 5 月观察报》2011/5/15
- 6、《招商证券-季报之后, 何去何从? ——银行业 4 月观察报》2011/4/21
- 7、《招商证券-存款为王, 息差分化, 零售崛起! ——银行业 3 月观察报》2011/3/15
- 8、《招商证券-息差超预期! 估值创新低? ——银行业 2 月观察报》2011/2/16

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。

邹添杰，中山大学金融学硕士，数学与应用数学、会计学双学士，2011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。