



**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

2012年9月10日

银行

研究部

**毛军华<sup>1</sup>**

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

**唐圣波, 北美精算师**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080512020001  
shengbo.tang@cicc.com.cn

**罗景 CFA**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511060001  
luojing@cicc.com.cn

**黄洁**

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080512080004  
huangjie@cicc.com.cn

## 寻找股价与现实的差距

### 宏观经济弱复苏下的金融行业投资策略

#### 投资提示:

未来我们将面临经济弱复苏的宏观环境,这对金融行业投资具有两重含义:实体经济将逐渐复苏,复苏的力度较弱。股价的变动来自预期与现实的差异,经济复苏意味着市场将修正硬着陆的预期,这有助于恢复投资者对银行业资产质量的担心;复苏程度较弱,意味着货币政策将进一步宽松,这将推动寿险保费增速好于市场预期。未来3个月我们A股的投资组合包括中国人寿、华夏银行、交通银行、中信证券;H股的投资组合包括中国人寿、中国太平、重庆农商行、交通银行、中信证券和远东宏信。

#### 关注要点:

宏观经济弱复苏有助于寿险公司保费收入增速的企稳回升,有助于净资产和内涵价值的提升。宏观经济弱复苏意味着利率水平维持在低位,中金宏观组预计2012年存款利率将下降25个基点,存款准备金率将下降2-3个百分点,这将带来银行理财产品等收益率的下降,从而降低保单购买者的机会成本,有助于保费增速小幅回升。同时,宏观经济弱复苏将带来信用债价格的上涨,从而提升净资产和内涵价值。

宏观经济弱复苏有助于缓解资本市场对资产质量的过度担忧,从而推动银行估值水平的回升。经济弱复苏意味着基准利率的下调和贷款议价能力的进一步削弱,这将带来净息差下降的压力。我们已经在模型中纳入年底前继续对称降息25个基点的假设,预计2013年上市银行平均净息差将下降22bp至2.32%。目前市场对资产质量的预期过度悲观,经济的复苏有助于缓解市场的担忧,从而推动估值水平的提升。

宏观经济弱复苏有助于增强投资者对股票市场的信心,从而推动业务量的增长。由于投资者对中国经济缺乏信心,3季度以来日均交易量从上半年的1495下降到1382亿元,如果市场活跃程度增加,日均交易量每增加200亿元,这将增加主要券商盈利7%~10%。

从行业政策来看,银行业会好于预期,而市场对寿险行业和证券行业预期较为充分。税延型养老产品、商业保险机构承办大病医疗保险、投资渠道放宽已经被市场充分认知,证券行业创新型业务推进力度也基本符合市场预期。而投资者对利率市场化的预期已经较为悲观,且资本监管政策将进入放松周期,好于市场预期。

#### 估值:

A股银行和H股银行目前交易在0.98倍和0.92倍2012年市净率,A股寿险和H股寿险公司2012年内涵价值倍数为1.50倍和1.28倍,A股证券公司和H股证券公司2012年市净率分别2.02倍和1.31倍。

**风险:** 经济企稳回升的时间点和幅度低于预期

1 报告贡献人: 季宇(jiyu@cicc.com.cn) 刘潇(liuxiao@cicc.com.cn)

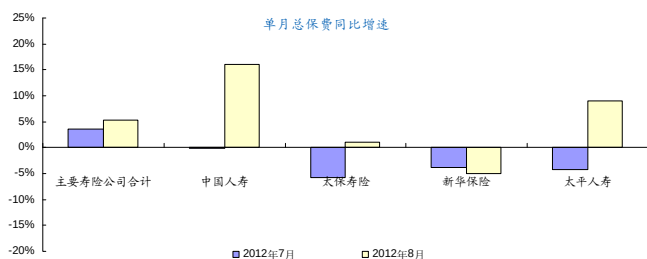
经济弱复苏将使利率水平维持低位，有助于提升投资型保险产品的吸引力。经济复苏的缓慢意味着央行的货币政策将保持适度宽松，我们宏观组预计2012年存款利率将下降25bps，这将带动其他金融产品收益率的下降（图表1），从而降低保单销售的机会成本，从而有助于保费收入增速的恢复（图表2）。

图表1：银行理财产品发行利率逐渐下降

| 人民币理财产品收益率 (预期收益率, %, 年化后) |        |        |        |        |        |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                            | 2012-1 | 2012-2 | 2012-3 | 2012-4 | 2012-5 | 2012-6 | 2012-7 | 2012-8 |
| 1个月以下                      | 3.67   | 3.7    | 3.78   | 3.81   | 3.73   | 3.66   | 3.64   | 3.48   |
| 1-3个月                      | 5.1    | 4.9    | 4.8    | 4.66   | 4.5    | 4.39   | 4.25   | 4.11   |
| 3-6个月                      | 5.36   | 5.19   | 5.06   | 4.95   | 4.81   | 4.66   | 4.52   | 4.38   |
| 6个月-1年                     | 5.57   | 5.56   | 5.34   | 5.36   | 5.14   | 5.05   | 4.93   | 4.67   |
| 1年以上                       | 6.6    | 7.43   | 6.77   | 6.85   | 6.11   | 6.03   | 5.81   | 5.47   |
| 加权平均                       | 5.18   | 5.12   | 4.99   | 4.86   | 4.69   | 4.59   | 4.47   | 4.32   |
| 简单平均                       | 5.26   | 5.36   | 5.15   | 5.13   | 4.86   | 4.76   | 4.63   | 4.42   |

资料来源：公司数据，中金研究部

图表2：寿险保费同比增速



资料来源：公司数据，中金研究部

经济弱复苏有助于信用利差的缩窄，有助于净资产和内涵价值的提升。货币政策的适度宽松特别是存款准备金率的下调有可能进一步压低市场利率，同时经济复苏有助于缩小信用利差，这将推动债券价格的上升，从而提升净资产和内涵价值（图表3）。

图表3：债券价格的上升推动净资产增加

| 人民币, 百万元       | 中国人寿    |          | 中国太保   |          |
|----------------|---------|----------|--------|----------|
|                | 1H12    | 占期初净资产比重 | 1H12   | 占期初净资产比重 |
| 期初归属母公司净资产     | 191,530 | 100.0%   | 76,796 | 100.0%   |
| 净利润            | 9,635   | 5.0%     | 2,638  | 3.4%     |
| 其他综合损益         | 18,823  | 9.8%     | 5,324  | 6.9%     |
| 资本变动前净资产       | 219,988 | 114.9%   | 84,758 | 110.4%   |
| 注资             | -       | 0.0%     | -      | 0.0%     |
| 利润分配           | -6,501  | -3.4%    | -3,010 | -3.9%    |
| 其他             | -14     | 0.0%     | -      | 0.0%     |
| 期末归属母公司净资产     | 213,473 | 111.5%   | 81,748 | 106.4%   |
| 资本变动前ROE-NAV变化 | 28,458  | 14.9%    | 7,962  | 10.4%    |

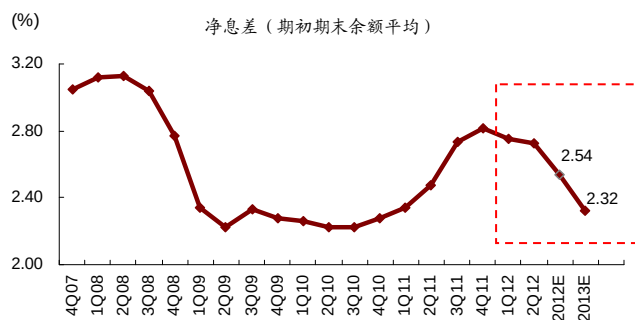
  

| 人民币, 百万元       | 新华保险   |          | 中国太平   |          |
|----------------|--------|----------|--------|----------|
|                | 1H12   | 占期初净资产比重 | 1H12   | 占期初净资产比重 |
| 期初归属母公司净资产     | 31,306 | 100.0%   | 11,590 | 100.0%   |
| 净利润            | 1,904  | 6.1%     | 537    | 4.6%     |
| 其他综合损益         | 1,946  | 6.2%     | 836    | 7.2%     |
| 资本变动前净资产       | 35,156 | 112.3%   | 12,962 | 111.8%   |
| 注资             | -      | 0.0%     | 1      | 0.0%     |
| 利润分配           | -281   | -0.9%    | 3      | 0.0%     |
| 其他             | 59     | 0.2%     | -      | 0.0%     |
| 期末归属母公司净资产     | 34,934 | 111.6%   | 12,966 | 111.9%   |
| 资本变动前ROE-NAV变化 | 3,850  | 12.3%    | 1,372  | 11.8%    |

资料来源：公司数据，中金研究部

经济弱复苏将进一步带来银行净息差的压力。经济复苏程度较弱意味着实体经济回报率不会明显上升，这就迫使银行业降低议价能力，支持实体经济。我们已经在模型中纳入年底前继续对称降息25个基点的假设，预计2013年上市银行平均净息差将下降22bp至2.32%（图表4）。

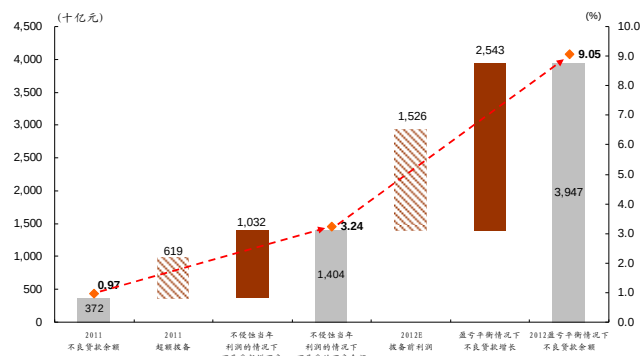
图表4：上市银行净息差进入下行通道



资料来源：公司数据，中金研究部

但是，经济复苏会降低投资者对资产质量的担忧，有助于估值水平的回升。根据我们的测算，上市银行的不良率只有上升到9.05%时，才会侵蚀银行业的净资产（图表5）。由于经济企稳时点晚于预期，市场对中国经济进而对资产质量愈发悲观。如果复苏的迹象能更加明显，这将缓解对资产质量的担心，从而推动估值水平的回升。我们的研究表明，银行股的股价通常领先或者同步于GDP增速的回升。

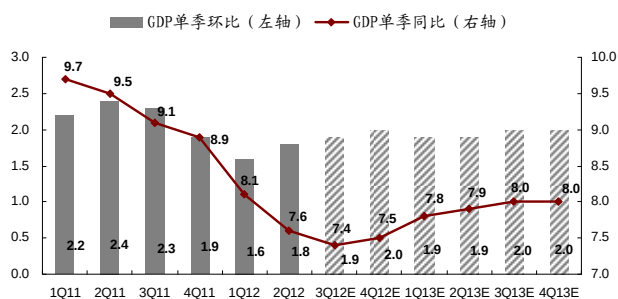
图表5：上市银行不良率上升到9.05%时才会侵蚀净资产



资料来源：公司数据，中金研究部

经济复苏迹象会增强投资者信心，有助于交易的活跃。七八月份的日均股票交易额分别仅为 1135 亿和 1042 亿，接近券商盈亏平衡点，年初至今股票日均交易额为 1382 亿元，低于我们之前预期的 1600 亿元，我们下调 2012/2013 年全年日均股票交易额至 1400/1610 亿元。如果股市交易量每增加 200 亿元，那么对净利润的影响为 7~10%（图表 9）。

图表6：中金宏观组预测 GDP 同比增速将在 4 季度开始回升



资料来源：公司数据，中金研究部

图表 7: 2013 年年初对称降息 25 个基点将影响银行净息差约 4.1bps

| 上市银行                                                        | 工行      | 建行      | 农行      | 中行      | 交行      | 中信      | 浦发    | 民生      | 兴业    | 华夏    | 深发展   | 北京    | 宁波    | 南京    | 农商行   | 加权平均     |
|-------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 2013 年年初降息，一年期定期存款和一年期贷款利率下调 25bp，活期利率不变，其他各档次存贷款基准利率据此相应调整 |         |         |         |         |         |         |       |         |       |       |       |       |       |       |       |          |
| 对 2013 年的影响                                                 |         |         |         |         |         |         |       |         |       |       |       |       |       |       |       |          |
| 加权存款利率变动（基点）                                                | -5.7    | -6.4    | -6.9    | -7.6    | -7.0    | -8.3    | -9.1  | -8.3    | -7.8  | -8.6  | -10.5 | -6.8  | -5.8  | -7.4  | -6.1  | -7.7     |
| 加权贷款利率变动（基点）                                                | -16.4   | -15.4   | -16.7   | -15.6   | -17.0   | -18.9   | -15.2 | -19.7   | -18.9 | -12.8 | -18.5 | -21.3 | -15.7 | -11.5 | -20.1 | -16.9    |
| 债券收益率上升（基点）                                                 | -4.1    | -3.6    | -5.1    | -5.6    | -4.9    | -7.2    | -4.2  | -6.3    | -6.0  | -3.2  | -8.6  | -4.6  | -4.9  | -2.7  | -4.6  | -5.1     |
| NIM 变化（基点）                                                  | -4.9    | -3.7    | -3.6    | -3.8    | -5.4    | -4.6    | -1.9  | -5.5    | -4.2  | -0.5  | -3.3  | -5.7  | -4.6  | -0.5  | -5.4  | -4.1     |
| 净利润增加（百万元）                                                  | (6,867) | (4,178) | (3,812) | (3,421) | (2,259) | (1,139) | (455) | (1,116) | (939) | (59)  | (370) | (530) | (111) | (14)  | (181) | (27,451) |
| 相当于原预测的 %                                                   | -2.6%   | -2.0%   | -2.2%   | -2.2%   | -3.3%   | -2.9%   | -1.3% | -2.8%   | -2.7% | -0.4% | -2.5% | -4.3% | -2.6% | -0.3% | -2.9% | -2.4%    |

资料来源：公司数据，中金研究部

图表 8: 2013 年年初非对称降息 25 个基点将影响银行净息差约 9.5bps

| 上市银行                                                | 工行       | 建行      | 农行      | 中行      | 交行      | 中信      | 浦发      | 民生      | 兴业      | 华夏    | 深发展     | 北京    | 宁波    | 南京    | 农商行   | 加权平均     |
|-----------------------------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 2013 年年初降息，一年期贷款利率下调 25bp，存款利率不变，其他各档次存贷款基准利率据此相应调整 |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |         |       |       |       |       |          |
| 对 2013 年的影响                                         |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |         |       |       |       |       |          |
| 加权存款利率变动（基点）                                        | -        | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -     | -       | -     | -     | -     | -     | -        |
| 加权贷款利率变动（基点）                                        | -16.4    | -15.4   | -16.7   | -15.6   | -17.0   | -18.9   | -15.2   | -19.7   | -18.9   | -12.8 | -18.5   | -21.3 | -15.7 | -11.5 | -20.1 | -16.9    |
| 债券收益率上升（基点）                                         | -4.1     | -3.6    | -5.1    | -5.6    | -4.9    | -7.2    | -4.2    | -6.3    | -6.0    | -3.2  | -8.6    | -4.6  | -4.9  | -2.7  | -4.6  | -5.1     |
| NIM 变化（基点）                                          | -9.3     | -8.9    | -9.1    | -9.7    | -10.5   | -10.7   | -8.1    | -11.7   | -8.6    | -6.6  | -10.5   | -10.0 | -8.6  | -5.1  | -9.9  | -9.5     |
| 净利润增加（百万元）                                          | (13,054) | (9,911) | (9,708) | (8,864) | (4,373) | (2,628) | (1,983) | (2,350) | (1,894) | (781) | (1,188) | (929) | (210) | (146) | (328) | (62,625) |
| 相当于原预测的 %                                           | -5.0%    | -4.8%   | -5.6%   | -5.7%   | -6.5%   | -6.6%   | -5.6%   | -5.9%   | -5.5%   | -5.9% | -8.1%   | -7.5% | -4.8% | -3.3% | -5.2% | -5.5%    |

资料来源：公司数据，中金研究部

图表 9: 日均交易量对券商盈利的弹性

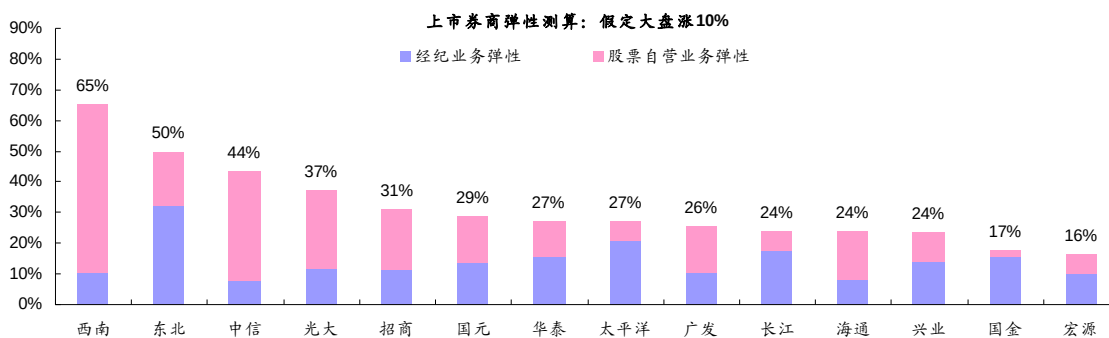
| 12 年日均股票<br>交易额 (亿元) | Base | 每股收益 |      |      |      |      | 每股净资产 |      |      |      |      | 净资产收益率, % |      |      |      |      | 每股收益弹性, % |      |      |      |      |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|
|                      |      | -400 | -200 | Base | +200 | +400 | -400  | -200 | Base | +200 | +400 | -400      | -200 | Base | +200 | +400 | -400      | -200 | Base | +200 | +400 |
| 中信证券                 | 1400 | 0.38 | 0.41 | 0.44 | 0.46 | 0.49 | 7.81  | 7.84 | 7.86 | 7.89 | 7.92 | 4.8       | 5.2  | 5.5  | 5.9  | 6.2  | (13)      | (7)  | -    | 7    | 13   |
| 中信证券-H 股             | 1400 | 0.47 | 0.50 | 0.54 | 0.57 | 0.61 | 9.63  | 9.67 | 9.70 | 9.74 | 9.77 | 4.8       | 5.2  | 5.5  | 5.9  | 6.2  | (13)      | (7)  | -    | 7    | 13   |
| 海通证券                 | 1400 | 0.33 | 0.35 | 0.38 | 0.40 | 0.43 | 6.12  | 6.14 | 6.17 | 6.19 | 6.22 | 5.3       | 5.7  | 6.1  | 6.5  | 6.9  | (13)      | (7)  | -    | 7    | 13   |
| 海通证券-H 股             | 1400 | 0.40 | 0.43 | 0.46 | 0.50 | 0.53 | 7.54  | 7.57 | 7.61 | 7.64 | 7.67 | 5.3       | 5.7  | 6.1  | 6.5  | 6.9  | (13)      | (7)  | -    | 7    | 13   |
| 华泰证券                 | 1400 | 0.27 | 0.32 | 0.36 | 0.41 | 0.46 | 6.05  | 6.10 | 6.15 | 6.19 | 6.24 | 4.5       | 5.2  | 5.9  | 6.6  | 7.3  | (26)      | (13) | -    | 13   | 26   |
| 广发证券                 | 1400 | 0.37 | 0.41 | 0.45 | 0.49 | 0.52 | 5.34  | 5.37 | 5.41 | 5.45 | 5.49 | 6.9       | 7.6  | 8.3  | 8.9  | 9.6  | (17)      | (9)  | -    | 9    | 17   |
| 招商证券                 | 1400 | 0.31 | 0.35 | 0.39 | 0.43 | 0.47 | 5.45  | 5.49 | 5.53 | 5.57 | 5.61 | 5.6       | 6.3  | 7.0  | 7.7  | 8.4  | (21)      | (10) | -    | 10   | 21   |
| 光大证券                 | 1400 | 0.34 | 0.38 | 0.42 | 0.46 | 0.50 | 6.36  | 6.40 | 6.44 | 6.48 | 6.52 | 5.3       | 5.9  | 6.5  | 7.0  | 7.6  | (19)      | (10) | -    | 10   | 19   |
| 国元证券                 | 1400 | 0.21 | 0.24 | 0.27 | 0.31 | 0.34 | 7.65  | 7.68 | 7.71 | 7.74 | 7.77 | 2.8       | 3.2  | 3.6  | 4.0  | 4.4  | (23)      | (12) | -    | 12   | 23   |
| 长江证券                 | 1400 | 0.21 | 0.25 | 0.29 | 0.34 | 0.38 | 4.96  | 5.00 | 5.05 | 5.09 | 5.13 | 4.2       | 5.0  | 5.8  | 6.6  | 7.4  | (29)      | (15) | -    | 15   | 29   |
| 宏源证券                 | 1400 | 0.41 | 0.46 | 0.50 | 0.54 | 0.58 | 7.39  | 7.44 | 7.48 | 7.52 | 7.56 | 5.6       | 6.1  | 6.7  | 7.2  | 7.7  | (17)      | (9)  | -    | 9    | 17   |
| 西南证券                 | 1400 | 0.16 | 0.18 | 0.19 | 0.21 | 0.23 | 4.42  | 4.44 | 4.46 | 4.47 | 4.49 | 3.6       | 4.0  | 4.3  | 4.7  | 5.1  | (17)      | (9)  | -    | 9    | 17   |
| 兴业证券                 | 1400 | 0.19 | 0.22 | 0.25 | 0.29 | 0.32 | 3.92  | 3.95 | 3.98 | 4.02 | 4.05 | 4.8       | 5.6  | 6.4  | 7.1  | 7.9  | (26)      | (13) | -    | 13   | 26   |
| 东北证券                 | 1400 | 0.08 | 0.13 | 0.18 | 0.23 | 0.27 | 7.28  | 7.33 | 7.37 | 7.42 | 7.47 | 1.1       | 1.8  | 2.4  | 3.0  | 3.7  | (54)      | (27) | -    | 27   | 54   |
| 国金证券                 | 1400 | 0.20 | 0.23 | 0.27 | 0.30 | 0.34 | 4.95  | 4.98 | 5.02 | 5.05 | 5.09 | 4.0       | 4.7  | 5.4  | 6.0  | 6.6  | (26)      | (13) | -    | 13   | 26   |
| 太平洋证券                | 1400 | 0.04 | 0.06 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 1.29  | 1.30 | 1.31 | 1.33 | 1.34 | 3.4       | 4.3  | 5.1  | 5.9  | 6.8  | (35)      | (17) | -    | 17   | 35   |

| 12 年日均股票<br>交易额 (亿元) | Base | 目前股价对应市盈率 |       |      |      |      | 目前股价对应市净率 |      |      |      |      | 部分加总每股价值 |       |       |       |       | 每股价值弹性, % |      |      |      |      |
|----------------------|------|-----------|-------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|------|------|------|
|                      |      | -400      | -200  | Base | +200 | +400 | -400      | -200 | Base | +200 | +400 | -400     | -200  | Base  | +200  | +400  | -400      | -200 | Base | +200 | +400 |
| 中信证券                 | 1400 | 30.4      | 28.2  | 26.4 | 24.7 | 23.3 | 1.5       | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 1.4  | 13.79    | 14.08 | 14.36 | 14.65 | 14.94 | (4)       | (2)  | -    | 2    | 4    |
| 中信证券-H 股             | 1400 | 28.9      | 26.8  | 25.1 | 23.5 | 22.2 | 1.4       | 1.4  | 1.4  | 1.4  | 1.4  | 17.01    | 17.36 | 17.72 | 18.07 | 18.43 | (4)       | (2)  | -    | 2    | 4    |
| 海通证券                 | 1400 | 28.5      | 26.4  | 24.7 | 23.1 | 21.7 | 1.5       | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 9.62     | 9.87  | 10.12 | 10.38 | 10.63 | (5)       | (2)  | -    | 2    | 5    |
| 海通证券-H 股             | 1400 | 22.5      | 20.9  | 19.5 | 18.3 | 17.2 | 1.2       | 1.2  | 1.2  | 1.2  | 1.2  | 11.87    | 12.18 | 12.49 | 12.80 | 13.11 | (5)       | (2)  | -    | 2    | 5    |
| 华泰证券                 | 1400 | 34.7      | 29.6  | 25.8 | 22.9 | 20.5 | 1.5       | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 8.91     | 9.38  | 9.84  | 10.31 | 10.78 | (9)       | (5)  | -    | 5    | 9    |
| 广发证券                 | 1400 | 31.1      | 28.2  | 25.8 | 23.7 | 22.0 | 2.2       | 2.1  | 2.1  | 2.1  | 2.1  | 8.52     | 8.91  | 9.29  | 9.68  | 10.06 | (8)       | (4)  | -    | 4    | 8    |
| 招商证券                 | 1400 | 34.1      | 30.1  | 27.0 | 24.5 | 22.4 | 1.9       | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 9.24     | 9.64  | 10.04 | 10.44 | 10.85 | (8)       | (4)  | -    | 4    | 8    |
| 光大证券                 | 1400 | 36.6      | 32.6  | 29.5 | 26.9 | 24.7 | 1.9       | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 1.9  | 10.56    | 10.97 | 11.37 | 11.77 | 12.18 | (7)       | (4)  | -    | 4    | 7    |
| 国元证券                 | 1400 | 54.1      | 47.0  | 41.6 | 37.3 | 33.8 | 1.5       | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 1.5  | 9.33     | 9.64  | 9.96  | 10.28 | 10.60 | (6)       | (3)  | -    | 3    | 6    |
| 长江证券                 | 1400 | 41.0      | 34.0  | 29.0 | 25.3 | 22.4 | 1.7       | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 7.50     | 7.93  | 8.36  | 8.79  | 9.22  | (10)      | (5)  | -    | 5    | 10   |
| 宏源证券                 | 1400 | 44.8      | 40.6  | 37.2 | 34.3 | 31.8 | 2.5       | 2.5  | 2.5  | 2.5  | 2.5  | 11.58    | 12.00 | 12.43 | 12.85 | 13.28 | (7)       | (3)  | -    | 3    | 7    |
| 西南证券                 | 1400 | 56.9      | 51.5  | 47.1 | 43.3 | 40.1 | 2.1       | 2.1  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 6.00     | 6.17  | 6.34  | 6.51  | 6.67  | (5)       | (3)  | -    | 3    | 5    |
| 兴业证券                 | 1400 | 49.7      | 42.3  | 36.9 | 32.7 | 29.4 | 2.4       | 2.4  | 2.3  | 2.3  | 2.3  | 6.94     | 7.27  | 7.59  | 7.92  | 8.25  | (9)       | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 东北证券                 | 1400 | 202       | 127.4 | 93.1 | 73.4 | 60.5 | 2.3       | 2.3  | 2.2  | 2.2  | 2.2  | 9.89     | 10.37 | 10.85 | 11.32 | 11.80 | (9)       | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 国金证券                 | 1400 | 66.4      | 56.5  | 49.2 | 43.5 | 39.1 | 2.7       | 2.7  | 2.6  | 2.6  | 2.6  | 7.41     | 7.76  | 8.11  | 8.45  | 8.80  | (9)       | (4)  | -    | 4    | 9    |
| 太平洋证券                | 1400 | 134.0     | 105.7 | 87.3 | 74.4 | 64.8 | 4.5       | 4.5  | 4.5  | 4.4  | 4.4  | 1.83     | 1.94  | 2.06  | 2.18  | 2.29  | (11)      | (6)  | -    | 6    | 11   |

资料来源: Wind 资讯, 公司数据, 中金研究部

图表 10: 大盘上涨 10% 对券商的弹性



资料来源: Wind 资讯, 公司数据, 中金研究部

图表 81: 可比估值表-银行

|          | 股价    | 总股本     | 流通股     | 总市值      | 流通市值     | 自由流通市值   | PPoP ROA |       |      | ROAA |      |      | ROAE |      |      | 利润增速 |      |            |     |     |
|----------|-------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|-----|-----|
|          | 当地货币  | 百万股     | 百万股     | 当地货币, 十亿 | 当地货币, 十亿 | 当地货币, 十亿 | 11A      | 12E   | 13E  | 11A  | 12E  | 13E  | 11A  | 12E  | 13E  | 12E  | 13E  | 11~13 CAGR |     |     |
| A股       |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 国有大银行    |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 工商银行     | 3.80  | 349,321 | 349,321 | 1,327    | 1,327    | 58       | 2.08     | 2.02  | 1.85 | 1.44 | 1.39 | 1.27 | 23.4 | 22.3 | 20.1 | 10.7 | 3.8  | 7.2        |     |     |
| 建设银行     | 4.01  | 250,011 | 250,011 | 1,003    | 1,003    | 38       | 2.21     | 2.13  | 1.92 | 1.47 | 1.43 | 1.27 | 22.3 | 21.4 | 18.9 | 11.1 | 1.0  | 5.9        |     |     |
| 中国银行     | 2.74  | 279,147 | 279,147 | 765      | 765      | 19       | 1.68     | 1.67  | 1.56 | 1.17 | 1.10 | 1.04 | 18.2 | 17.5 | 16.5 | 8.0  | 4.9  | 6.4        |     |     |
| 农业银行     | 2.49  | 324,794 | 56,309  | 809      | 140      | 51       | 2.02     | 1.95  | 1.81 | 1.11 | 1.14 | 1.07 | 20.5 | 20.1 | 18.5 | 17.1 | 6.5  | 11.7       |     |     |
| 交通银行     | 4.33  | 74,263  | 67,721  | 322      | 293      | 71       | 1.83     | 1.82  | 1.55 | 1.19 | 1.17 | 1.05 | 20.5 | 17.7 | 14.6 | 13.6 | 2.5  | 7.9        |     |     |
| 中小股份制银行  |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 招商银行     | 10.16 | 21,577  | 21,577  | 219      | 219      | 120      | 2.11     | 2.08  | 1.85 | 1.39 | 1.38 | 1.21 | 24.2 | 21.1 | 16.9 | 16.3 | 0.8  | 8.2        |     |     |
| 中信银行     | 3.82  | 46,787  | 44,649  | 179      | 171      | 11       | 2.01     | 1.87  | 1.69 | 1.27 | 1.20 | 1.07 | 20.3 | 18.2 | 16.0 | 13.6 | 0.7  | 6.9        |     |     |
| 民生银行     | 5.83  | 28,365  | 28,365  | 165      | 165      | 121      | 2.25     | 2.16  | 1.99 | 1.40 | 1.37 | 1.26 | 23.8 | 22.0 | 19.2 | 17.0 | 5.2  | 11.0       |     |     |
| 浦发银行     | 7.60  | 18,653  | 14,923  | 142      | 113      | 87       | 1.77     | 1.68  | 1.53 | 1.12 | 1.09 | 0.98 | 20.1 | 19.2 | 17.0 | 14.3 | 3.0  | 8.5        |     |     |
| 兴业银行     | 12.35 | 10,786  | 10,786  | 133      | 133      | 105      | 1.71     | 1.68  | 1.59 | 1.20 | 1.13 | 1.06 | 24.6 | 20.7 | 17.5 | 15.0 | 7.8  | 11.4       |     |     |
| 华夏银行     | 8.57  | 6,850   | 4,991   | 59       | 43       | 35       | 1.50     | 1.37  | 1.23 | 0.81 | 0.80 | 0.74 | 18.5 | 15.9 | 15.2 | 17.9 | 9.0  | 13.4       |     |     |
| 平安银行     | 14.21 | 5,123   | 3,105   | 73       | 44       | 44       | 1.46     | 1.36  | 1.27 | 0.99 | 0.93 | 0.83 | 18.8 | 14.9 | 12.6 | 35.7 | 1.3  | 17.2       |     |     |
| 城市商业银行   |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 北京银行     | 7.31  | 8,800   | 7,473   | 64       | 55       | 38       | 1.63     | 1.48  | 1.29 | 1.06 | 1.00 | 0.85 | 19.2 | 17.5 | 14.2 | 17.5 | 0.0  | 8.4        |     |     |
| 南京银行     | 7.97  | 2,969   | 2,969   | 24       | 24       | 18       | 1.85     | 1.72  | 1.60 | 1.29 | 1.23 | 1.13 | 15.9 | 16.1 | 15.4 | 15.9 | 8.0  | 11.9       |     |     |
| 宁波银行     | 9.57  | 2,884   | 2,484   | 28       | 24       | 13       | 1.71     | 1.84  | 1.64 | 1.24 | 1.31 | 1.16 | 18.8 | 18.4 | 16.5 | 14.8 | 3.8  | 9.2        |     |     |
| H股       |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 大型银行     |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 工商银行     | 4.35  | 349,321 | 349,321 | 1,520    | 1,520    | 315      | 2.08     | 2.02  | 1.85 | 1.44 | 1.39 | 1.27 | 23.4 | 22.3 | 20.1 | 10.7 | 3.8  | 7.2        |     |     |
| 建设银行     | 5.18  | 250,011 | 250,011 | 1,295    | 1,295    | 333      | 2.21     | 2.13  | 1.92 | 1.47 | 1.43 | 1.27 | 22.3 | 21.4 | 18.9 | 11.1 | 1.0  | 5.9        |     |     |
| 中国银行     | 2.87  | 279,147 | 279,147 | 801      | 801      | 196      | 1.68     | 1.67  | 1.56 | 1.17 | 1.10 | 1.04 | 18.2 | 17.5 | 16.5 | 8.0  | 4.9  | 6.4        |     |     |
| 农业银行     | 2.84  | 324,794 | 56,309  | 922      | 160      | 72       | 2.02     | 1.95  | 1.81 | 1.11 | 1.14 | 1.07 | 20.5 | 20.1 | 18.5 | 17.1 | 6.5  | 11.7       |     |     |
| 交通银行     | 5.18  | 74,263  | 67,721  | 385      | 351      | 34       | 1.83     | 1.82  | 1.55 | 1.19 | 1.17 | 1.05 | 20.2 | 17.7 | 14.6 | 13.6 | 2.5  | 7.9        |     |     |
| 中小股份制银行  |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 中信银行     | 3.64  | 46,787  | 44,649  | 170      | 163      | 29       | 2.01     | 1.87  | 1.69 | 1.27 | 1.20 | 1.07 | 20.3 | 18.2 | 16.0 | 13.6 | 0.7  | 6.9        |     |     |
| 民生银行     | 6.13  | 28,365  | 28,365  | 174      | 174      | 23       | 2.25     | 2.16  | 1.99 | 1.40 | 1.37 | 1.26 | 23.8 | 22.0 | 19.2 | 17.0 | 5.2  | 11.0       |     |     |
| 农村商业银行   |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 重庆农商行    | 2.96  | 9,300   | 2,513   | 28       | 7        | 7        | 2.01     | 1.90  | 1.76 | 1.35 | 1.34 | 1.22 | 16.8 | 16.9 | 16.1 | 19.3 | 7.2  | 13.0       |     |     |
|          | 09A   | 10A     | 11A     | 12E      | 13E      | 11A      | 12E      | 13E   | 11A  | 12E  | 13E  | 11A  | 12E  | 13E  | 11A  | 12E  | 13E  | 10A        | 11A | 12E |
| A股       |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 国有大银行    |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 工商银行     | 0.37  | 0.48    | 0.60    | 0.66     | 0.69     | 2.74     | 3.19     | 3.65  | 4.4  | 4.0  | 3.8  | 6.4  | 5.7  | 5.5  | 1.39 | 1.19 | 1.04 | 4.8        | 5.3 | 6.1 |
| 建设银行     | 0.43  | 0.54    | 0.68    | 0.75     | 0.76     | 3.24     | 3.76     | 4.26  | 3.9  | 3.6  | 3.5  | 5.9  | 5.3  | 5.3  | 1.24 | 1.07 | 0.94 | 5.3        | 5.9 | 6.6 |
| 中国银行     | 0.29  | 0.37    | 0.44    | 0.48     | 0.50     | 2.59     | 2.90     | 3.22  | 4.1  | 3.6  | 3.5  | 6.2  | 5.7  | 5.4  | 1.06 | 0.94 | 0.85 | 5.3        | 5.7 | 6.1 |
| 农业银行     | 0.20  | 0.29    | 0.38    | 0.44     | 0.47     | 2.00     | 2.38     | 2.69  | 3.7  | 3.3  | 3.1  | 6.6  | 5.7  | 5.3  | 1.24 | 1.05 | 0.92 | 2.0        | 5.3 | 6.2 |
| 交通银行     | 0.41  | 0.53    | 0.68    | 0.78     | 0.80     | 3.66     | 5.12     | 5.76  | 4.1  | 3.6  | 3.5  | 6.3  | 5.6  | 5.4  | 1.18 | 0.85 | 0.75 | 2.8        | 2.3 | 3.6 |
| 中小股份制银行  |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 中信银行     | 0.31  | 0.46    | 0.66    | 0.75     | 0.75     | 3.73     | 4.33     | 4.94  | 3.7  | 3.3  | 3.2  | 5.8  | 5.1  | 5.1  | 1.02 | 0.88 | 0.77 | 0.0        | 5.2 | 3.9 |
| 民生银行     | 0.43  | 0.62    | 1.00    | 1.17     | 1.23     | 4.57     | 5.76     | 6.76  | 3.6  | 3.2  | 3.0  | 5.8  | 5.0  | 4.7  | 1.28 | 1.01 | 0.86 | 1.6        | 4.9 | 4.0 |
| 浦发银行     | 0.71  | 1.03    | 1.46    | 1.68     | 1.73     | 8.02     | 9.39     | 10.87 | 3.3  | 2.9  | 2.8  | 5.2  | 4.5  | 4.4  | 0.95 | 0.81 | 0.70 | 1.6        | 3.9 | 3.3 |
| 兴业银行     | 1.03  | 1.44    | 1.99    | 2.29     | 2.47     | 9.03     | 13.06    | 15.19 | 4.4  | 3.6  | 3.3  | 6.2  | 5.4  | 5.0  | 1.37 | 0.95 | 0.81 | 1.7        | 2.5 | 2.8 |
| 华夏银行     | 0.55  | 0.87    | 1.35    | 1.59     | 1.73     | 9.33     | 10.67    | 12.16 | 3.4  | 3.1  | 3.0  | 6.4  | 5.4  | 5.0  | 0.92 | 0.80 | 0.70 | 1.7        | 2.9 | 2.8 |
| 平安银行     | 0.80  | 0.99    | 1.65    | 1.97     | 2.00     | 11.61    | 16.51    | 18.21 | 5.9  | 5.0  | 4.7  | 8.6  | 7.2  | 7.1  | 1.22 | 0.86 | 0.78 | 0.0        | 0.0 | 2.1 |
| 城市商业银行   |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 北京银行     | 0.64  | 0.77    | 1.02    | 1.19     | 1.19     | 5.73     | 7.91     | 8.87  | 3.3  | 3.4  | 4.0  | 7.2  | 6.1  | 6.1  | 1.28 | 0.92 | 0.82 | 2.1        | 4.6 | 3.3 |
| 南京银行     | 0.52  | 0.78    | 1.09    | 1.26     | 1.36     | 7.29     | 8.25     | 9.30  | 5.1  | 4.5  | 4.1  | 7.3  | 6.3  | 5.8  | 1.09 | 0.97 | 0.86 | 2.5        | 3.8 | 4.0 |
| 宁波银行     | 0.51  | 0.81    | 1.13    | 1.30     | 1.34     | 6.49     | 7.58     | 8.67  | 6.2  | 5.3  | 5.0  | 8.5  | 7.4  | 7.1  | 1.47 | 1.26 | 1.10 | 2.1        | 2.1 | 2.7 |
| A股大银行平均  |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| A股中小银行平均 |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| A股城商行平均  |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| A股银行平均   |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| H股       |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 大型银行     |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 工商银行     | 0.37  | 0.48    | 0.60    | 0.66     | 0.69     | 2.74     | 3.19     | 3.65  | 4.1  | 3.7  | 3.5  | 5.9  | 5.4  | 5.2  | 1.29 | 1.12 | 0.98 | 5.0        | 5.7 | 6.5 |
| 建设银行     | 0.43  | 0.54    | 0.68    | 0.75     | 0.76     | 3.24     | 3.76     | 4.26  | 4.1  | 3.8  | 3.7  | 6.2  | 5.6  | 5.6  | 1.30 | 1.13 | 1.00 | 4.8        | 5.6 | 6.2 |
| 中国银行     | 0.29  | 0.37    | 0.44    | 0.48     | 0.50     | 2.59     | 2.90     | 3.22  | 3.5  | 3.1  | 3.0  | 5.2  | 4.9  | 4.7  | 0.90 | 0.81 | 0.73 | 6.0        | 6.7 | 7.2 |
| 农业银行     | 0.20  | 0.29    | 0.38    | 0.44     | 0.47     | 2.00     | 2.38     | 2.69  | 3.4  | 3.1  | 2.9  | 6.1  | 5.3  | 5.0  | 1.15 | 0.98 | 0.86 | 2.2        | 5.4 | 6.6 |
| 交通银行     | 0.41  | 0.53    | 0.68    | 0.78     | 0.80     | 3.66     | 5.12     | 5.76  | 4.0  | 3.5  | 3.4  | 6.2  | 5.5  | 5.3  | 1.15 | 0.83 | 0.74 | 2.7        | 2.4 | 3.7 |
| 中小股份制银行  |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 中信银行     | 0.31  | 0.46    | 0.66    | 0.75     | 0.75     | 3.73     | 4.33     | 4.94  | 2.8  | 2.6  | 2.5  | 4.5  | 4.0  | 4.0  | 0.79 | 0.69 | 0.60 | 0.0        | 6.8 | 5.0 |
| 民生银行     | 0.43  | 0.62    | 1.00    | 1.17     | 1.23     | 4.57     | 5.76     | 6.76  | 3.1  | 2.7  | 2.6  | 5.0  | 4.3  | 4.1  | 1.09 | 0.87 | 0.74 | 1.8        | 5.8 | 4.7 |
| 农村商业银行   |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |
| 重庆农商行    | 0.20  | 0.33    | 0.46    | 0.54     | 0.58     | 3.01     | 3.42     | 3.84  | 3.5  | 3.1  | 2.9  | 5.3  | 4.5  | 4.2  | 0.80 | 0.71 | 0.63 | 1.7        | 5.8 | 6.7 |
| H股银行平均   |       |         |         |          |          |          |          |       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |            |     |     |

图表 92: 可比公司估值-保险

| 公司     | 股价      | 目标价    | 上涨空间   | 每股收益   |      |      |      | 每股净资产  |       |       |       | 集团每股内含价值 |       |       |       | 每股新业务价值  |      |      |      | 新业务价值倍数    |      |       |       |
|--------|---------|--------|--------|--------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|----------|------|------|------|------------|------|-------|-------|
|        |         |        |        | 10A    | 11A  | 12E  | 13E  | 10A    | 11A   | 12E   | 13E   | 10A      | 11A   | 12E   | 13E   | 10A      | 11A  | 12E  | 13E  | 10A        | 11A  | 12E   | 13E   |
| 中国人寿H股 | 21.80   | 26.61  | 22%    | 1.40   | 0.79 | 0.87 | 1.18 | 8.69   | 8.26  | 9.38  | 10.59 | 12.41    | 12.64 | 14.37 | 16.14 | 0.83     | 0.87 | 0.88 | 0.95 | 11.4       | 10.5 | 8.4   | 5.9   |
| 中国太保H股 | 23.00   | 31.21  | 36%    | 1.17   | 1.18 | 1.12 | 1.47 | 10.98  | 10.89 | 12.39 | 13.96 | 15.06    | 16.10 | 18.62 | 20.81 | 0.83     | 0.95 | 1.05 | 1.16 | 9.5        | 7.2  | 4.2   | 1.9   |
| 中国太平   | 10.88   | 17.80  | 64%    | 1.32   | 0.29 | 0.61 | 0.92 | 7.47   | 6.71  | 7.62  | 8.84  | 9.25     | 10.03 | 12.06 | 14.55 | 0.54     | 0.66 | 0.67 | 0.75 | 3.0        | 1.3  | (1.8) | (4.9) |
| 新华保险H股 | 22.30   | 34.50  | 55%    | 2.20   | 1.10 | 1.46 | 1.47 | 6.44   | 12.25 | 13.70 | 15.02 | 27.53    | 19.17 | 22.35 | 25.46 | 4.65     | 1.71 | 1.77 | 1.86 | (1.1)      | 1.8  | (0.0) | (1.7) |
| 中国人寿A股 | 18.90   | 21.56  | 14%    | 1.19   | 0.65 | 0.70 | 0.95 | 7.38   | 6.78  | 7.60  | 8.58  | 10.55    | 10.36 | 11.64 | 13.08 | 0.70     | 0.71 | 0.72 | 0.77 | 11.9       | 11.9 | 10.2  | 7.6   |
| 中国太保A股 | 20.80   | 25.28  | 22%    | 1.00   | 0.97 | 0.91 | 1.19 | 9.34   | 8.93  | 10.04 | 11.31 | 12.80    | 13.21 | 15.08 | 16.85 | 0.71     | 0.78 | 0.85 | 0.94 | 11.3       | 9.7  | 6.7   | 4.2   |
| 新华保险A股 | 27.84   | 28.00  | 1%     | 1.87   | 0.90 | 1.18 | 1.19 | 5.47   | 10.04 | 11.09 | 12.17 | 23.40    | 15.72 | 18.11 | 20.62 | 3.95     | 1.40 | 1.43 | 1.50 | 1.1        | 8.7  | 6.8   | 4.8   |
| 公司     | 市值      | A/H股溢价 | 总股本    | 净资产收益率 |      |      |      | 市盈率(X) |       |       |       | 市净率(X)   |       |       |       | 集团内含价值倍数 |      |      |      | 寿险业务内含价值倍数 |      |       |       |
| 中国人寿H股 | 643,394 |        | 28,265 | 16.0   | 9.2  | 9.8  | 11.8 | 15.6   | 27.6  | 25.1  | 18.5  | 2.5      | 2.6   | 2.3   | 2.1   | 1.8      | 1.7  | 1.5  | 1.4  | 1.8        | 1.7  | 1.5   | 1.4   |
| 中国太保H股 | 213,079 |        | 8,600  | 11.0   | 10.6 | 9.6  | 11.1 | 19.6   | 19.5  | 20.5  | 15.7  | 2.1      | 2.1   | 1.9   | 1.6   | 1.5      | 1.4  | 1.2  | 1.1  | 1.8        | 1.7  | 1.4   | 1.2   |
| 中国太平   | 18,535  |        | 1,704  | 19.5   | 4.1  | 8.6  | 11.2 | 8.2    | 37.4  | 17.7  | 11.8  | 1.5      | 1.6   | 1.4   | 1.2   | 1.2      | 1.1  | 0.9  | 0.7  | (0.1)      | 1.2  | 1.2   | 0.9   |
| 新华保险H股 | 94,044  |        | 3,117  | 34.2   | 8.9  | 10.7 | 9.8  | 10.1   | 20.4  | 15.2  | 15.2  | 3.5      | 1.8   | 1.6   | 1.5   | 0.8      | 1.2  | 1.0  | 0.9  | 0.8        | 1.2  | 1.0   | 0.9   |
| 中国人寿A股 | 526,246 | 7.0%   | 28,265 | 16.0   | 9.2  | 9.8  | 11.8 | 15.9   | 29.1  | 26.9  | 19.8  | 2.6      | 2.8   | 2.5   | 2.2   | 1.8      | 1.8  | 1.6  | 1.4  | 1.8        | 1.8  | 1.6   | 1.4   |
| 中国太保A股 | 174,282 | 11.6%  | 8,600  | 11.0   | 10.6 | 9.6  | 11.1 | 20.9   | 21.5  | 22.9  | 17.5  | 2.2      | 2.3   | 2.1   | 1.8   | 1.6      | 1.6  | 1.4  | 1.2  | 2.0        | 1.9  | 1.6   | 1.3   |
| 新华保险A股 | 76,920  | 54.1%  | 3,171  | 34.2   | 14.8 | 11.2 | 10.2 | 14.9   | 31.0  | 23.5  | 23.4  | 5.1      | 2.8   | 2.5   | 2.3   | 1.2      | 1.8  | 1.5  | 1.3  | 1.2        | 1.8  | 1.5   | 1.3   |

资料来源: 公司数据, 中金研究部, 截止 2012 年 9 月 7 日收盘价

图表 1310: 可比公司估值-证券

| 公司名称      | 股价    | 总股本    | 流通股   | 总市值  | 自由流通市值 | 市盈率  |       |      |      |      | 市净率  |      |      |      |      | EPS增速 |     |     |
|-----------|-------|--------|-------|------|--------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-----|-----|
|           | (元)   | (百万股)  | (百万)  | (十亿) | (十亿)   | 10A  | 11A   | 12E  | 13E  | 14E  | 10A  | 11A  | 12E  | 13E  | 14E  | 12E   | 13E | 14E |
| 中信证券      | 11.48 | 11,017 | 9,815 | 126  | 81     | 10.1 | 10.1  | 26.4 | 19.8 | 15.4 | 1.62 | 1.46 | 1.46 | 1.38 | 1.30 | 11%   | 34% | 29% |
| 中信证券-H股   | 13.46 | 11,017 | 1,178 | 148  | 16     | 10.1 | 9.6   | 25.1 | 18.8 | 14.6 | 1.62 | 1.39 | 1.39 | 1.32 | 1.23 | 11%   | 34% | 29% |
| 海通证券      | 9.28  | 9,585  | 8,092 | 89   | 71     | 20.7 | 24.6  | 24.7 | 19.6 | 15.9 | 1.72 | 1.70 | 1.51 | 1.43 | 1.34 | 0%    | 25% | 23% |
| 海通证券-H股   | 9.04  | 9,585  | 1,493 | 87   | 10     | 17.2 | 19.4  | 19.5 | 15.5 | 12.6 | 1.42 | 1.34 | 1.19 | 1.13 | 1.06 | 0%    | 25% | 23% |
| 华泰证券      | 9.37  | 5,600  | 2,085 | 52   | 17     | 15.3 | 29.6  | 25.8 | 21.9 | 19.2 | 1.60 | 1.58 | 1.52 | 1.45 | 1.37 | 15%   | 18% | 14% |
| 广发证券      | 11.53 | 5,919  | 2,455 | 68   | 28     | 14.4 | 33.1  | 25.8 | 21.9 | 18.3 | 2.98 | 2.16 | 2.13 | 2.00 | 1.87 | 28%   | 17% | 20% |
| 招商证券      | 10.48 | 4,661  | 2,494 | 49   | 21     | 15.1 | 24.6  | 27.0 | 21.0 | 17.3 | 2.04 | 1.98 | 1.89 | 1.77 | 1.65 | -9%   | 28% | 21% |
| 光大证券      | 12.26 | 3,418  | 3,418 | 42   | 14     | 19.0 | 27.1  | 29.5 | 24.0 | 20.1 | 1.84 | 1.95 | 1.90 | 1.82 | 1.73 | -8%   | 23% | 19% |
| 国元证券      | 11.42 | 1,964  | 1,964 | 22   | 9      | 24.2 | 39.9  | 41.6 | 36.2 | 31.5 | 1.50 | 1.52 | 1.48 | 1.44 | 1.40 | -4%   | 15% | 15% |
| 长江证券      | 8.53  | 2,371  | 2,371 | 20   | 13     | 14.4 | 46.5  | 29.0 | 25.7 | 22.3 | 1.94 | 1.76 | 1.69 | 1.62 | 1.55 | 60%   | 13% | 15% |
| 宏源证券      | 18.54 | 1,986  | 1,461 | 37   | 9      | 20.7 | 42.0  | 37.2 | 32.6 | 28.1 | 3.71 | 3.80 | 2.48 | 2.36 | 2.22 | 13%   | 14% | 16% |
| 西南证券      | 9.12  | 2,323  | 1,642 | 21   | 10     | 26.2 | 80.6  | 47.1 | 39.4 | 34.3 | 1.90 | 2.14 | 2.05 | 1.98 | 1.91 | 71%   | 19% | 15% |
| 兴业证券      | 9.36  | 2,200  | 1,548 | 21   | 13     | 26.2 | 37.0  | 36.9 | 30.7 | 26.7 | 2.45 | 2.44 | 2.35 | 2.24 | 2.12 | 0%    | 20% | 15% |
| 东北证券      | 16.55 | 979    | 639   | 16   | 4      | 20.1 | -69.8 | 93.1 | 69.4 | 61.6 | 3.05 | 3.43 | 2.24 | 2.18 | 2.11 | n.a.  | 34% | 13% |
| 国金证券      | 13.20 | 1,000  | 1,000 | 13   | 4      | 30.1 | 57.0  | 49.2 | 39.4 | 33.9 | 4.37 | 4.07 | 2.63 | 2.49 | 2.35 | 16%   | 25% | 16% |
| 太平洋证券     | 5.86  | 1,654  | 1,654 | 10   | 4      | 47.6 | 61.8  | 87.3 | 77.5 | 67.4 | 4.95 | 4.58 | 4.46 | 4.22 | 3.97 | -29%  | 13% | 15% |
| 平均值(市值加权) |       |        |       |      |        | 17.6 | 29.4  | 32.1 | 26.1 | 21.9 | 2.42 | 2.33 | 2.02 | 1.93 | 1.82 | 11%   | 24% | 20% |
| 大型券商平均值   |       |        |       |      |        | 15.1 | 22.5  | 26.2 | 20.9 | 17.1 | 1.92 | 1.74 | 1.68 | 1.59 | 1.49 | 8%    | 26% | 23% |
| 中小型券商平均值  |       |        |       |      |        | 24.2 | 50.0  | 47.7 | 39.9 | 34.7 | 2.84 | 2.86 | 2.27 | 2.18 | 2.07 | 19%   | 18% | 15% |

| 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(%) |      |     |     |     |
|-----------|------|--------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-----------|------|------|-----|------|-----------|------|-----|-----|-----|
|           | 10A  | 11A    | 12E  | 13E  | 14E  | 10A   | 11A  | 12E  | 13E   | 14E   | 10A       | 11A  | 12E  | 13E | 14E  | 10A       | 11A  | 12E | 13E | 14E |
| 中信证券      | 1.14 | 1.14   | 0.44 | 0.58 | 0.75 | 7.08  | 7.86 | 7.86 | 8.29  | 8.84  | 17.1      | 16.0 | 5.5  | 7.2 | 8.7  | 6.7       | 8.4  | 3.1 | 3.8 | 4.4 |
| 中信证券-H股   | 1.34 | 1.41   | 0.54 | 0.72 | 0.92 | 8.32  | 9.69 | 9.70 | 10.23 | 10.90 | 17.1      | 16.0 | 5.5  | 7.2 | 8.7  | 6.7       | 8.4  | 3.1 | 3.8 | 4.4 |
| 海通证券      | 0.45 | 0.38   | 0.38 | 0.47 | 0.58 | 5.40  | 5.47 | 6.17 | 6.51  | 6.92  | 8.4       | 6.9  | 6.9  | 7.5 | 8.7  | 3.3       | 3.1  | 3.3 | 3.5 | 3.8 |
| 海通证券-H股   | 0.53 | 0.47   | 0.46 | 0.58 | 0.72 | 6.35  | 6.75 | 7.61 | 8.03  | 8.54  | 8.4       | 6.9  | 6.9  | 7.5 | 8.7  | 3.3       | 3.1  | 3.3 | 3.5 | 3.8 |
| 华泰证券      | 0.61 | 0.32   | 0.36 | 0.43 | 0.49 | 5.87  | 5.93 | 6.15 | 6.47  | 6.82  | 14.6      | 5.4  | 6.0  | 6.8 | 7.3  | 3.3       | 1.8  | 2.4 | 2.8 | 2.9 |
| 广发证券      | 0.80 | 0.35   | 0.45 | 0.53 | 0.63 | 3.87  | 5.34 | 5.41 | 5.76  | 6.18  | 22.5      | 8.1  | 8.3  | 9.4 | 10.5 | 4.2       | 2.4  | 3.3 | 3.6 | 3.8 |
| 招商证券      | 0.69 | 0.43   | 0.39 | 0.50 | 0.60 | 5.14  | 5.29 | 5.53 | 5.91  | 6.37  | 13.9      | 8.2  | 7.2  | 8.7 | 9.8  | 3.3       | 2.4  | 2.5 | 2.9 | 3.2 |
| 光大证券      | 0.64 | 0.45   | 0.42 | 0.51 | 0.61 | 6.65  | 6.28 | 6.44 | 6.74  | 7.09  | 9.7       | 7.0  | 6.5  | 7.7 | 8.8  | 3.7       | 3.1  | 3.2 | 3.5 | 3.8 |
| 国元证券      | 0.47 | 0.29   | 0.27 | 0.32 | 0.36 | 7.63  | 7.53 | 7.71 | 7.92  | 8.15  | 6.1       | 3.8  | 3.6  | 4.0 | 4.5  | 3.4       | 2.4  | 2.4 | 2.6 | 2.9 |
| 长江证券      | 0.59 | 0.18   | 0.29 | 0.33 | 0.38 | 4.39  | 4.85 | 5.05 | 5.26  | 5.51  | 13.8      | 4.1  | 5.9  | 6.4 | 7.1  | 3.6       | 1.4  | 2.4 | 2.6 | 2.9 |
| 宏源证券      | 0.89 | 0.44   | 0.50 | 0.57 | 0.66 | 5.00  | 4.87 | 7.48 | 7.87  | 8.33  | 18.9      | 9.0  | 9.0  | 7.4 | 8.1  | 4.7       | 2.7  | 3.9 | 3.6 | 3.8 |
| 西南证券      | 0.35 | 0.11   | 0.19 | 0.23 | 0.27 | 4.79  | 4.26 | 4.46 | 4.61  | 4.78  | 10.2      | 2.5  | 4.4  | 5.1 | 5.7  | 4.3       | 1.3  | 2.5 | 2.9 | 3.1 |
| 兴业证券      | 0.36 | 0.25   | 0.25 | 0.30 | 0.35 | 3.82  | 3.83 | 3.98 | 4.19  | 4.42  | 11.7      | 6.6  | 6.5  | 7.5 | 8.1  | 3.3       | 2.6  | 3.1 | 3.5 | 3.9 |
| 东北证券      | 0.82 | (0.24) | 0.18 | 0.24 | 0.27 | 5.42  | 4.83 | 7.37 | 7.59  | 7.84  | 16.2      | -4.6 | -3.4 | 3.2 | 3.5  | 2.8       | -0.9 | 1.3 | 1.5 | 1.6 |
| 国金证券      | 0.44 | 0.23   | 0.27 | 0.34 | 0.39 | 3.02  | 3.24 | 5.02 | 5.30  | 5.62  | 15.6      | 7.4  | 7.1  | 6.5 | 7.1  | 4.0       | 2.3  | 3.3 | 3.5 | 3.9 |
| 太平洋证券     | 0.12 | 0.09   | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 1.18  | 1.28 | 1.31 | 1.39  | 1.48  | 10.9      | 7.7  | 5.2  | 5.6 | 6.1  | 3.4       | 2.9  | 2.3 | 2.5 | 2.8 |
| 平均值(市值加权) |      |        |      |      |      |       |      |      |       |       | 14.4      | 8.4  | 6.4  | 7.3 | 8.3  | 4.3       | 3.6  | 3.0 | 3.3 | 3.6 |

资料来源: 公司数据, 中金研究部, 截止 2012 年 9 月 7 日收盘价



---

## 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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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  
上海市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

北京市建国门外大街甲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

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 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

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 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

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼3层  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



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