

# GDR专题报告之一：以华泰证券为鉴， GDR发行全流程投资机会剖析

2019年11月04日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

首席分析师 刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050001

## 投资摘要：

沪伦通落地是资本市场对外开放的里程碑事件，为境内外投资者提供了全新的投资模式。沪伦通作为加强中英金融合作，推进我国资本市场国际化的一项重要举措，是我国金融对外开放大环境下的必然选择，进一步丰富了市场上的投资品种，为投资者提供了更多选择。

华泰证券打响GDR发行第一枪。作为沪伦通试点初期首家登陆伦交所的A股上市公司，华泰证券自2018年9月25日首次提出GDR发行方案，至2019年6月20日GDR在伦交所上市，总共历时9个月。此次GDR发行不仅增强了公司的国际影响力，拓宽资金募集渠道，获取欧洲低成本资金，亦有望为公司引入中长期战略投资者，使公司的核心竞争力进一步提升。

华泰证券GDR发行全流程穿越牛熊，A股股价在特定时间段走出独立行情。通过对细分时间区间华泰A股股价和申万证券指数、上证50指数进行统计分析，短中期投资机会浮出水面。在发行特定阶段进行相应操作，有望取得可观的超额收益。

“趁热打铁”，中国太保将成为首家发行GDR的A股上市险企。2019年9月23日中国太保首次提出GDR发行议案，将于11月初提交股东大会审议。中国太保作为一家资本雄厚的优质险企，此次GDR发行将加快公司的全球布局。借鉴华泰证券发行的成功经验，公司发行流程有望缩短，2020年一季度末即有望登陆伦交所。

“举一反三”，以华泰证券GDR发行为鉴，合理预测未来A股上市金融企业GDR发行过程中的投资机会。中国太保和华泰证券同样作为非银头部标的，且近年A股保险公司投资端为股价贡献更高弹性，保险公司的β有升高的趋势，和证券板块走势更具相似性。分析华泰证券发行GDR全流程的股价变化对于中国太保而言已具备一定的参考价值。据此，本文将发掘在中国太保发行GDR的全流程中，公司A股的投资机会。

**风险提示：**经济快速下行的风险、市场表现低于预期的风险、中美贸易争端加剧等黑天鹅事件的风险、金融监管严于预期的风险、流动性差于预期的风险，保险公司价值转型不及预期的风险。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
华泰证券	0.61	0.83	0.89	0.97	28.95	21.27	19.88	18.24	1.43	推荐
中国太保	1.99	2.75	2.93	3.11	17.75	12.83	12.04	11.36	2.00	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 沪伦通正式落地，华泰证券打响走出国门第一枪.....	4
2. 华泰证券 GDR 发行流程及其股价走势分析.....	4
2.1 华泰证券股价与上证 50 指数的相关性探讨.....	5
2.2 华泰证券股价与证券行业指数的相关性探讨.....	6
2.3 证券行业指数与上证 50 指数的相关性探讨.....	8
2.4 华泰 GDR 成功发行后，无风险套利机会显现.....	9
3. 中国太保发行 GDR，投资机会能否重现？.....	13
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16
4. 相关报告汇总.....	17

## 表格目录

表 1：华泰证券 GDR 发行全流程回顾.....	4
表 2：华泰证券发行 GDR 前后公司与证券行业指数及上证 50 指数涨跌幅.....	13
表 3：华泰证券发行 GDR 前后公司与证券行业指数及上证 50 指数相对涨跌幅.....	14

## 插图目录

图 1：华泰证券 GDR 发行关键时间点前后短期股价走势.....	5
图 2：华泰证券发行 GDR 前期（熊市阶段）股价与上证 50 指数的相关性测算（2018.01-2018.9）.....	5
图 3：华泰证券发行 GDR 期间（熊市阶段）股价与上证 50 指数的相关性测算（2018.09-2018.12）.....	6
图 4：华泰证券发行 GDR 期间（市场反弹）股价与上证 50 指数的相关性测算（2019.01-2019.06）.....	6
图 5：华泰证券发行 GDR 前（熊市阶段）股价与证券行业指数的相关性测算（2018.01-2018.9）.....	7
图 6：华泰证券发行 GDR 期间（熊市阶段）股价与证券行业指数的相关性测算（2018.09-2018.12）.....	7
图 7：华泰证券发行 GDR 期间（市场反弹）股价与证券行业指数的相关性测算（2019.01-2019.06）.....	8
图 8：华泰证券发行 GDR 前（熊市阶段）证券行业指数与上证 50 指数的相关性测算（2018.01-2018.9）.....	8
图 9：华泰证券发行 GDR 期间（熊市阶段）证券行业指数与上证 50 指数的相关性测算（2018.09-2018.12）.....	9
图 10：华泰证券发行 GDR 期间（市场回暖）证券行业指数与上证 50 指数的相关性测算（2019.01-2019.06）.....	9
图 11：GDR 设立与兑回机制.....	10
图 12：GDR 兑回机制总结.....	11
图 13：GDR 发行至今美元兑人民币汇率（中间价）.....	11
图 14：GDR 开放兑回后股价与华泰证券 A 股股价变动趋势.....	12
图 15：GDR 开放兑换前后港股、A 股以及 GDR 价格走势.....	13

---

图 16：中国太保 2019 年与保险行业指数的相关性测算（2019.1-2019.10） .....	15
图 17：中国太保 2019 年与上证 50 指数的相关性测算（2019.1-2019.10） .....	15

## 1. 沪伦通正式落地，华泰证券打响走出国门第一枪

为贯彻习近平主席在十九大上提出的“推动形成全面开放新格局”的战略要求，促进中国资本市场双向开放，沪伦通经历四年的筹备于伦敦当地时间 2019 年 6 月 17 日正式落地，为中国企业走向国际化开辟了新的道路。

沪伦通落地后，华泰证券立即打响了 GDR 发行的第一枪。此次 GDR 发行将有助于增加公司在财富管理、机构服务、自营投资三大主营业务的资金投入，资本和海外业务资源的补充亦可以助力其国际业务外延式增长，是公司在引入阿里等具有国际背景的战略投资者后增加国际影响力、推进美欧业务布局的又一重磅措施。

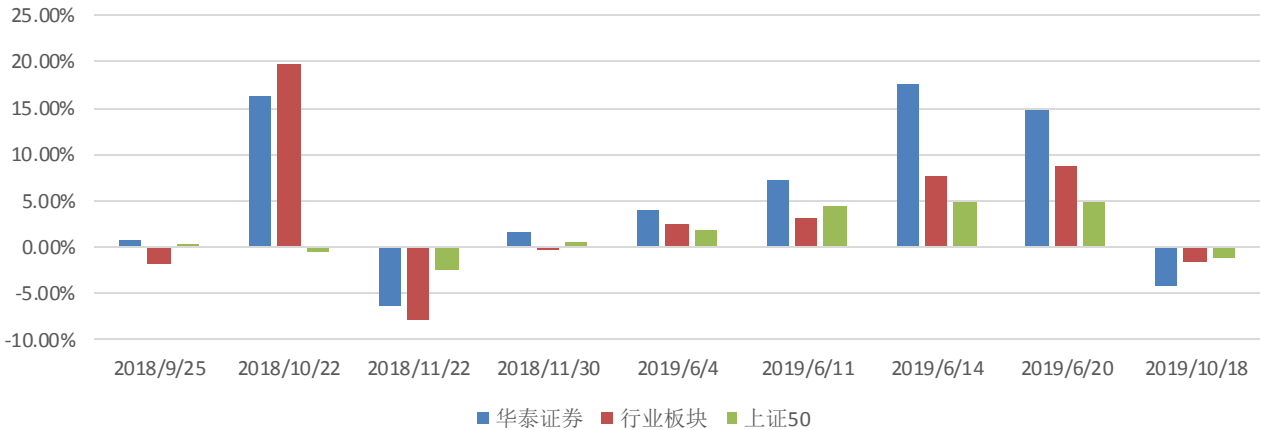
## 2. 华泰证券 GDR 发行流程及其股价走势分析

自 2018 年 9 月 25 日华泰证券首次提出 GDR 发行议案，至 2019 年 6 月 20 日华泰 GDR 在伦敦证券交易所正式上市交易，整个申请过程耗时约 9 个月，此期间华泰证券股价上涨约 48.83%，与申万证券行业指数和上证 50 指数的相对涨幅分别为 9.43%和 30.51%。其中，2018 年 10 月 22 日华泰证券 GDR 发行议案在其股东大会通过的前后合计十个交易日，公司股价相对上证 50 指数涨幅高达 17%。此外，自 2019 年 6 月 14 日 GDR 发行价格公布至 6 月 20 日正式发行，四个交易日内华泰证券股价大幅跑赢证券行业板块。由此可以初步判断，GDR 的发行从短期和中期角度均对 A 股股价构成利好，在发行特定阶段存在较为明确的投资机会。

表 1：华泰证券 GDR 发行全流程回顾

时间	事件
2018.09.25	董事会同意关于公司发行 GDR 并在伦敦证券交易所上市的议案。
2018.10.22	股东大会通过华泰证券发行 GDR 议案
2018.11.22	华泰证券正式向证监会提交该议案的申请材料
2018.11.30	证监会批准华泰证券 GDR 发行事宜
2019.06.04	华泰证券再次向伦交所披露“正式意涵”
2019.06.11	其招股说明书在英国金融市场行为监管局获批
2019.06.14	华泰证券公布 GDR 发行价格
2019.06.20	GDR 正式在伦敦交易所上市
2019.10.18	GDR 兑回起始日

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 1：华泰证券 GDR 发行关键时间点前后短期股价走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

 标注：2018/09/25 董事会同意公司 GDR 发行议案  
 2018/11/30 获得证监会回复  
 2019/06/14 GDR 发行价格的公告

 2018/10/22 股东大会同意 GDR 发行事宜  
 2019/06/04 向伦交所披露“正式意愿”  
 2019/06/20 GDR 正式发行

 2018/11/22 向证监会提交材料  
 2019/06/11 招股说明书在英国金融市场获批  
 2019/10/18 GDR 兑回开启

## 2.1 华泰证券股价与上证 50 指数的相关性探讨

华泰发行 GDR 的全过程经历了我国股市 2018 年的快速下行和 2019 年的持续回暖。相较于震荡市，在单边市场行情中通过统计手段测算特定事件对股价的影响更具说服力。经测算，2018 年前三季度、2018 年第四季度（华泰发行周期开始）和 2019 年上半年这三个时间段内华泰证券股价与上证 50 指数皆呈现正相关。但在华泰证券提出 GDR 发行议案后，在市场加速下跌中公司股价弹性（基于上证 50 指数）下降，市场反弹时弹性快速上升，从一定程度上说明华泰证券 GDR 的发行削弱了市场下跌对公司股价的负向影响，增强市场反弹对公司股价的正向影响。

**图 2：华泰证券发行 GDR 前期（熊市阶段）股价与上证 50 指数的相关性测算（2018.01-2018.9）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	163
Model	.041188134	1	.041188134	F(1, 161)	=	159.09
Residual	.041681717	161	.000258893	Prob > F	=	0.0000
Total	.082869852	162	.000511542	R-squared	=	0.4970
				Adj R-squared	=	0.4939
				Root MSE	=	.01609

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
var2	1.244314	.0986515	12.61	0.000	1.049496 1.439132
_cons	.0004117	.0012635	0.33	0.745	-.0020835 .0029068

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表上证 50 指数

图 3：华泰证券发行 GDR 期间（熊市阶段）股价与上证 50 指数的相关性测算（2018.09-2018.12）

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	79
Model	.027949737	1	.027949737	F(1, 77)	=	114.22
Residual	.01884147	77	.000244694	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5973
				Adj R-squared	=	0.5921
Total	.046791207	78	.000599887	Root MSE	=	.01564

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.200379	.112316	10.69	0.000	.9767296	1.424029
_cons	.0019816	.0017625	1.12	0.264	-.001528	.0054911

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表上证 50 指数

图 4：华泰证券发行 GDR 期间（市场反弹）股价与上证 50 指数的相关性测算（2019.01-2019.06）

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	112
Model	.065884206	1	.065884206	F(1, 110)	=	194.23
Residual	.037312778	110	.000339207	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.6384
				Adj R-squared	=	0.6351
Total	.103196984	111	.000929703	Root MSE	=	.01842

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.585774	.1137845	13.94	0.000	1.360279	1.811268
_cons	-.0004185	.0017607	-0.24	0.813	-.0039079	.0030708

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表上证 50 指数

## 2.2 华泰证券股价与证券行业指数的相关性探讨

对比证券行业，2018 年前三季度、2018 年第四季度和 2019 年上半年三个时间段内公司股价与行业指数均呈现正相关性。华泰证券首次提出 GDR 发行议案时，公司股价和行业的相对涨幅约为 2.6%。2018 年 11 月 30 日 GDR 发行事宜获证监会批准，公司股价和行业的相对涨幅约为 1.94%。此外，公司股价弹性（基于证券指数）在 GDR 发行周期开始时（熊市阶段）明显下降，市场反弹时弹性有所回升，亦从一定程度说明华泰证券 GDR 的发行削弱了行业指数下滑对公司股价的负面影响，增强了行业指数回升对公司股价的正向影响。

**图 5：华泰证券发行 GDR 前（熊市阶段）股价与证券行业指数的相关性测算（2018.01-2018.9）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	172
Model	.07116945	1	.07116945	F(1, 170)	=	868.38
Residual	.013932638	170	.000081957	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.8363
				Adj R-squared	=	0.8353
Total	.085102088	171	.000497673	Root MSE	=	.00905

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.208643	.0410151	29.47	0.000	1.127679	1.289607
_cons	.0012897	.0006943	1.86	0.065	-.0000808	.0026602

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表证券行业指数

**图 6：华泰证券发行 GDR 期间（熊市阶段）股价与证券行业指数的相关性测算（2018.09-2018.12）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	79
Model	.038628506	1	.038628506	F(1, 77)	=	364.39
Residual	.008162701	77	.000106009	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.8256
				Adj R-squared	=	0.8233
Total	.046791207	78	.000599887	Root MSE	=	.0103

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	.9535707	.049954	19.09	0.000	.8540995	1.053042
_cons	.0007173	.0011585	0.62	0.538	-.0015895	.0030242

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表证券行业指数

图 7：华泰证券发行 GDR 期间（市场反弹）股价与证券行业指数的相关性测算（2019.01-2019.06）

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	118
Model	.094275438	1	.094275438	F(1, 116)	=	880.32
Residual	.012422654	116	.000107092	Prob > F	=	0.0000
Total	.106698091	117	.000911949	R-squared	=	0.8836
				Adj R-squared	=	0.8826
				Root MSE	=	.01035

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.007624	.0339608	29.67	0.000	.9403608	1.074888
_cons	-.0000805	.0009589	-0.08	0.933	-.0019798	.0018188

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表证券行业指数。

### 2.3 证券行业指数与上证 50 指数的相关性探讨

通过对比分析证券行业指数与上证 50 指数在 2018 年前三季度、第四季度以及 2019 年上半年的走势，可以发现在 2018 年市场行情持续低迷的情况下，证券板块弹性（基于上证 50 指数）明显上升，从侧面验证了华泰 GDR 发行增强了其股价的抗跌性。此外，2019 年市场行情回暖，无论从业绩还是估值角度均对证券行业产生积极影响。中小券商业绩大幅改善，估值也快速修复，弹性大于头部券商，在此背景下华泰证券在今年上半年依旧没有跑输证券行业，这也为 GDR 发行提振华泰证券股价提供了有力佐证。

图 8：华泰证券发行 GDR 前（熊市阶段）证券行业指数与上证 50 指数的相关性测算（2018.01-2018.9）

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	163
Model	.024924727	1	.024924727	F(1, 161)	=	179.64
Residual	.022337971	161	.000138745	Prob > F	=	0.0000
Total	.047262698	162	.000291745	R-squared	=	0.5274
				Adj R-squared	=	0.5244
				Root MSE	=	.01178

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	.967964	.0722192	13.40	0.000	.8253449	1.110583
_cons	-.0009189	.000925	-0.99	0.322	-.0027455	.0009078

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表证券行业指数，Var2 代表上证 50 指数



**图 9：华泰证券发行 GDR 期间（熊市阶段）证券行业指数与上证 50 指数的相关性测算（2018.09-2018.12）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	79
Model	.023003653	1	.023003653	F(1, 77)	=	90.94
Residual	.019478068	77	.000252962	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5415
				Adj R-squared	=	0.5355
Total	.042481721	78	.000544637	Root MSE	=	.0159

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.089	.1141977	9.54	0.000	.8616038	1.316397
_cons	.0011826	.001792	0.66	0.511	-.0023857	.004751

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表证券行业指数，Var2 代表上证 50 指数

**图 10：华泰证券发行 GDR 期间（市场回暖）证券行业指数与上证 50 指数的相关性测算（2019.01-2019.06）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	181
Model	.064190509	1	.064190509	F(1, 179)	=	252.35
Residual	.045532748	179	.000254373	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5850
				Adj R-squared	=	0.5827
Total	.109723257	180	.000609574	Root MSE	=	.01595

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.40809	.0886401	15.89	0.000	1.233176	1.583004
_cons	-.0001158	.0011924	-0.10	0.923	-.0024687	.0022371

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表证券行业指数，Var2 代表上证 50 指数

## 2.4 华泰 GDR 成功发行后，无风险套利机会显现

华泰证券 GDR 于 2019 年 6 月 20 日在伦交所上市发行，总计 75,013,636 份，以 1:10 比例，对应 A 股 75,013,636 股，为稳定价格 GDR 超额配售 7,501,364 份，对应 A 股 7,501,364 股。根据沪伦通跨境转换机制，国际合格投资者既可以通过国际订单市场买卖 GDR，同时可以于 GDR 兑回限制期期满后，通过英国跨境转换机构进行 GDR 与 A 股的转换，兑换限制期为 120 天。因此，华泰证券 GDR 于今年 10 月 18 日才能兑回 A 股，10 月 21 日相应股份才能进入境内市场流通交易。

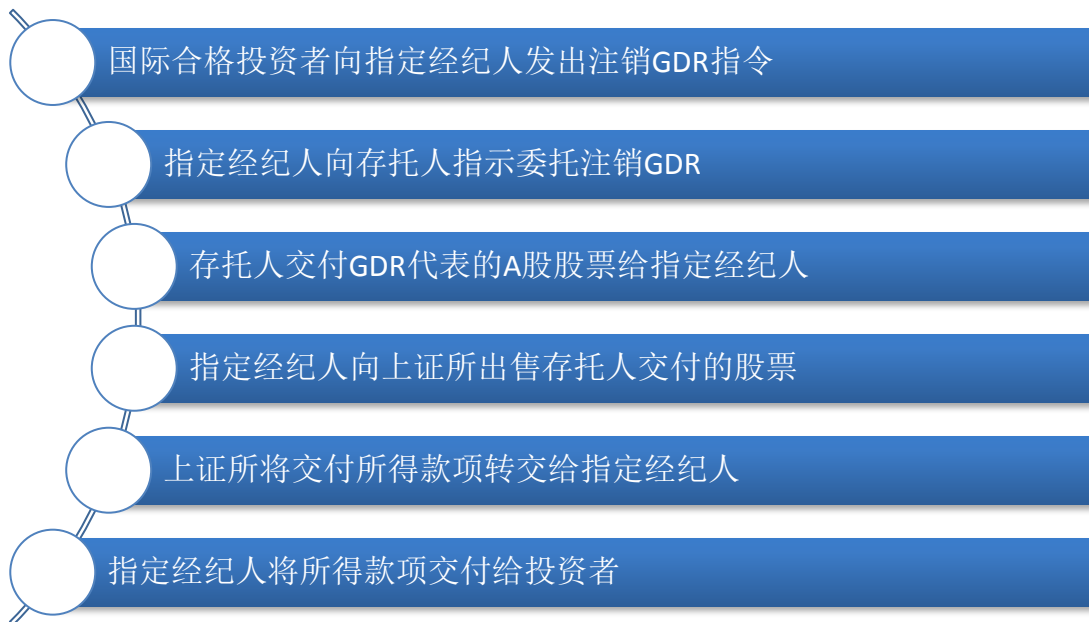
图 11：GDR 设立与兑回机制

GDR 的跨境转换和赎回限制信息的安排	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GDR 的跨境转换除了通过国际订单簿交易 GDR 以外，合格的国际投资者还可以在 GDR 之间进行跨境转换以及指定经纪人的 A 股。</li> <li>• 跨境转换包括将 A 股转换为 GDR 和将 GDR 转换为 A 股。指定经纪人应通过专门的证券账户，与中国清算所及清算所有限公司进行跨境转换。</li> <li>• 指定经纪人应聘请上海证券交易所会员在国内市场上交易 A 股，并要求保存人创建或赎回 GDR。尤其是：             <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 设立：按照投资者的指示，指定经纪人可以委托上海证券交易所会员购买 A 股并交付给存托机构，并指示存托机构向投资者发行和交付相应的 GDR。由此创建的 GDR 可以在伦敦证券交易所的主板上交易。</li> <li>(2) 赎回：按照投资者的指示，指定经纪人可以指示保存人注销 GDR，而保存人应将 GDR 的标的 A 股交付给指定经纪人。指定经纪人可以委聘上海证券交易所会员出售此类 A 股，并将所得款项交付给投资者。</li> <li>(3) 赎回限制信息根据国内相关监管要求，GDR 的锁定期为 2019 年 6 月 20 日（伦敦时间）至 2019 年 10 月 17 日（伦敦时间）。在此期间，GDR 不得转换为 A 股。</li> </ul> </li> </ul>
---------------------	---

资料来源：伦敦证券交易所，东兴证券研究所

该机制一方面有助于市场提前充分消化 GDR 兑回对 A 股股价造成的影响，使投资者做好预期管理。同时，适度的限制期避免了时间成本的过分累加，降低不确定性，防止 GDR 发行价格过量波动甚至发行失败。此外，GDR 转换机制的推出在为不同市场投资者提供跨境交易渠道的同时，为敏锐的投资者提供了无风险套利的契机。

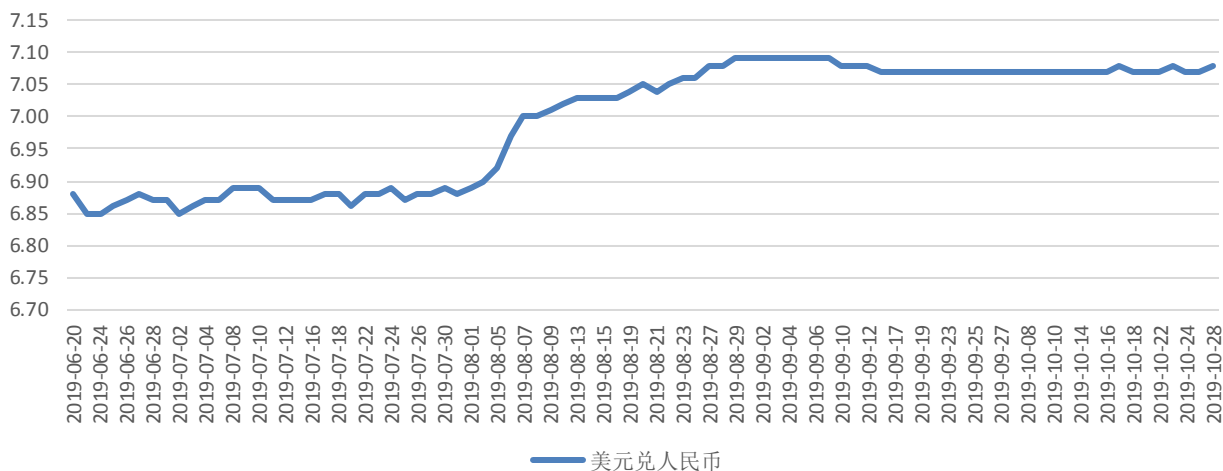
图 12：GDR 兑回机制总结



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

此次 GDR 兑回过程中，市场有两种主流套利方式。其一，投资者择机买入华泰证券 GDR，直至限制期满之后兑回 A 股。其二，投资者融券卖出华泰证券 A 股，同时买入 GDR，届时双边平仓。兑换期前后持有同币种的投资者可以有效避免汇率波动产生的成本，而对于兑换期前后持有不同币种的投资者必须面对套利期间汇率波动所带来的成本。融券卖出的投资者亦将面临着一定的融券成本，目前融券利率约为 10% 至 11%。据测算，自华泰 GDR 发行日至兑换限制期满之间的汇兑成本，资金成本以及汇率波动成本等套利成本合计约为 5%。

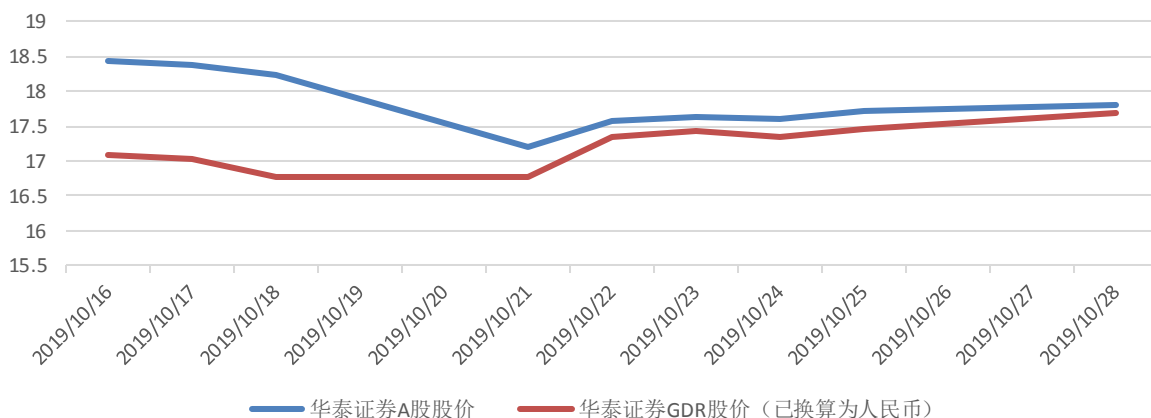
图 13：GDR 发行至今美元兑人民币汇率（中间价）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

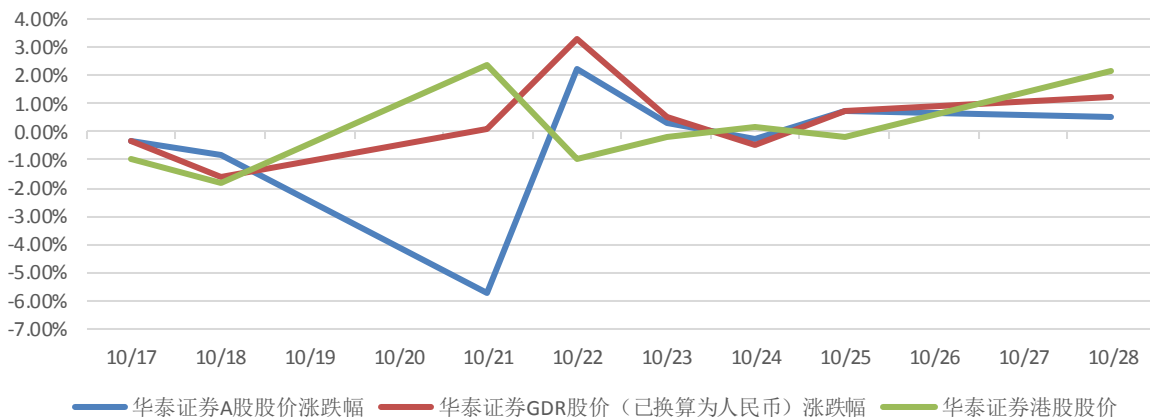
2019年6月21日，华泰证券A股收盘价23.3元，GDR以24.35美元收盘，当日美元对人民币汇率中间价为6.85，华泰证券A股相比GDR溢价约40%。由此推测，当GDR发行价格显著低于A股股价时，为抹平AG间价差，在开放兑回期限前，GDR价格上涨，A股价格下跌是大概率事件，且A股存在涨跌幅限制，无法在一个交易日内消除无风险套利机会，因此在120天兑换限制期内，华泰证券A股股价表现弱于证券行业和其他头部券商。特别是在10月21日华泰证券GDR开放兑回A股的首个交易日（10月18日因中英时差原因而未能在A股进行无风险套利操作），华泰证券A股下跌5.7%，随后两个交易日两者价差持续收窄。直至10月28日，华泰证券GDR每股价格按照当日汇率约为人民币17.68元，同日华泰证券A股收盘价17.81元。显然此时市场已经基本消化了套利空间，预计兑回规模逐日收缩。

图 14：GDR 开放兑回后股价与华泰证券 A 股股价变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

同时我们在观察H股、A股以及GDR在开放兑回日前后的单日涨跌幅时可以看到，A股与H股的走势有明显的负相关性。我们认为，在市场普遍预期开放兑回后华泰证券A股股价将大幅下跌，考虑到H股较A股折价严重，且部分投资者无购入GDR的渠道并需保有华泰的仓位，因此可以增持华泰港股以对冲风险，同时可以融券卖出公司A股以增加收益，随后待公司A股下跌到位后进行反向操作兑现浮盈。

**图 15：GDR 开放兑换前后港股、A 股以及 GDR 价格走势**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3. 中国太保发行 GDR，投资机会能否重现？

今年 9 月 23 日，中国太保发行 GDR 的议案获董事会通过，等待即将到来的股东大会审议。继华泰证券 GDR 正式在伦敦证券交易所发行后，中国太保取得接力棒，通过发行 GDR 推进公司国际化进程。预期在首家公司成功发行后，整个 GDR 发行过程将更加高效，相关制度准备更加完善，因此可以预期中国太保 GDR 发行周期将缩短，发行上市时间约在 2020 年一季度末或二季度初。华泰发行 GDR 全周期中有部分时段股价波动性较大，存在多个较为明确的投资机会，分析华泰证券 A 股走势将对未来一段时期投资中国太保提供指引。

**表 2：华泰证券发行 GDR 前后公司与证券行业指数及上证 50 指数涨跌幅**

	华泰证券	证券行业	上证 50
华泰发行 GDR 前 (2018.01-2018.09)	-16.93%	-27.40%	-14.50%
发行 GDR 中&市场单边下跌 (2018.09-2018.12)	8.22%	0.24%	-7.80%
发行 GDR 中&市场回暖 (2019.01-2019.06)	37.53%	39.07%	28.33%
华泰 GDR 发行全过程 (2018.09-2019.06)	48.83%	39.40%	18.32%
GDR 上市后 (2019.06-2019.10)	-22.26%	-7.63%	0.32%

	中国太保	保险行业	上证 50
中国太保发行前 (2019.01-2019.09)	30.26%	53.65%	29.39%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3：华泰证券发行 GDR 前后公司与证券行业指数及上证 50 指数相对涨跌幅

	华泰证券-证券行业	华泰证券-上证 50
华泰发行 GDR 前 (2018.01-2018.09)	10.47%	-2.43%
发行 GDR 中&市场单边下跌 (2018.09-2018.12)	7.98%	16.02%
发行 GDR 中&市场回暖 (2019.01-2019.06)	-1.54%	9.20%
华泰 GDR 发行整个时期 (2018.09-2019.06)	9.43%	30.51%
华泰发行 GDR 之后 (2019.06-2019.10)	-14.63%	-22.58%

	中国太保-保险行业	中国太保-上证 50
中国太保发行前 (2019.01-2019.09)	-23.39%	0.87%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2018 年前三季度华泰证券 A 股股价与证券行业指数、上证 50 指数的相对涨跌幅分别为 10.47%、-2.43%。2018 年第四季度华泰 A 股股价与证券行业指数、上证 50 指数的相对涨跌幅分别为 7.98%、16.02%。除了如 2018 年四季度这种相对收益较为明显的中期投资机会外，我们发现华泰证券股价在首次提出发行 GDR 和 GDR 在伦交所上市前后，公司股价与证券指数和上证 50 指数相相比有可观的相对收益，具备短期投资机会。此外，华泰证券 GDR 发行之后至开放兑回之间，公司股价与证券指数及上证 50 指数的相对涨幅分别为-14.63%与-22.58%，存在融券卖出机会。不过即使公司股价走势较弱，但较 GDR 价格仍有明显溢价，因此在开放兑回首日 A 股股价急跌，套利空间迅速被市场消化。

反观中国太保，自今年年初至 9 月 23 日公司正式提出在伦敦交易所发行 GDR 期间，公司与保险行业指数、上证 50 指数的相对涨幅分别为-23.39%、0.87%。由于保险行业指数中中国平安的权重约占 70%，且中国平安股价涨幅较大，以及受中国太保代理人红利消失，寿险转型效果不及预期对公司的短期负面影响持续发酵等自身负面因素扰动，中国太保今年前三季度涨幅低于保险行业指数涨幅。但据测算，年初至今中国太保股价与保险行业指数、上证 50 指数仍呈现显著正相关性。

**图 16：中国太保 2019 年与保险行业指数的相关性测算（2019.1-2019.10）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	181
Model	.05783802	1	.05783802	F(1, 179)	=	464.97
Residual	.022265929	179	.000124391	Prob > F	=	0.0000
Total	.080103949	180	.000445022	R-squared	=	0.7220
				Adj R-squared	=	0.7205
				Root MSE	=	.01115

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	.9616743	.044598	21.56	0.000	.8736689	1.04968
_cons	-.0008717	.0008361	-1.04	0.299	-.0025216	.0007782

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表保险行业。

**图 17：中国太保 2019 年与上证 50 指数的相关性测算（2019.1-2019.10）**

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	181
Model	.051015034	1	.051015034	F(1, 179)	=	313.92
Residual	.029088915	179	.000162508	Prob > F	=	0.0000
Total	.080103949	180	.000445022	R-squared	=	0.6369
				Adj R-squared	=	0.6348
				Root MSE	=	.01275

var1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
var2	1.25529	.0708488	17.72	0.000	1.115484	1.395096
_cons	-.0003368	.000953	-0.35	0.724	-.0022174	.0015439

资料来源：Wind，东兴证券研究所

标注：Var1 代表华泰证券股价，Var2 代表保险行业。

有华泰证券 GDR 发行的成功经验可以借鉴，此次中国太保 GDR 发行时间周期大概率将会缩短，预计 2019 年 11 月 8 日将通过股东大会，年底前将会获得证监会核准。届时，投资中国太保 A 股有望获得显著的短期超额收益。此外，公司自提出发行 GDR 方案至在证监会获批间有望出现中期投资机会（如开门红表现超预期将放大投资收益），之后在 GDR 发行前后也有可能出现短期投资机会。如果届时 GDR 发行价格较中国太保 A 股价格存在折价，则可买入 GDR 持有至限制期满再兑回；或融券卖出 A 股，买入 GDR 待开放兑回时平仓。不过相较于华泰证券 GDR，太保 GDR 兑回期无风险套利空间料将压缩。

## 4. 投资建议

在发行 GDR 过程中，重要的时间节点前后 A 股股价可能会因投资者情绪变化、交易机会或无风险套利机会出现而发生较大波动，但以发行全周期的时间维度 (>6 个月) 分析，公司基本面的变化仍将是股价走势的主导因素。在华泰证券 GDR 开放兑回 2 个交易日后，A 股股价已趋于平稳，无风险套利空间几被抹平。预计中国太保或其他将发行 GDR 的非银上市公司股价走势和华泰证券有相似之处，预计短中期均有收获相对收益的机会。

华泰证券：随着财富管理领域“入局者”的增加，亦考虑到财富管理业务的易复制性和相对较低的门槛，公司财富管理业务整体优势正在缩小；同时投行部门人才流失对项目储备和业务资源造成一定负面影响，此两大因素短期对公司股价形成压制。但从中长期看，公司整体战略仍具前瞻性，业务转型发力较早，拥有优质的客户资源、相对完善的业务体系和较为丰富的经验。未来公司的业务广度和深度都将不断拓展，国际影响力料将不断提升，品牌价值亦将凸显。随着行业马太效应的加剧，公司估值中枢有望缓慢抬升。当前公司估值仅 1.35x19PB，已属低估。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 75.36 亿元、80.64 亿元和 87.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.83 元、0.89 元和 0.97 元，维持“推荐”评级。

中国太保：虽然公司经历转型阵痛，但中长期投资逻辑并未破坏，预计随着代理人提质增效效果体现，2020 年负债端大概率边际改善，寿险新单有望“量升质增”，财险的转型也将带动保费收入和综合成本率“一升一降”。我们仍然坚定看好公司的经营前景，当前公司估值不足 0.9x19PEV，已属低估。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 249.3 亿、265.7 亿和 281.5 亿，对应 EPS 分别为 2.75 元、2.93 元和 3.11 元，维持“推荐”评级。

## 5. 风险提示

经济快速下行的风险、市场表现低于预期的风险、中美贸易争端加剧等黑天鹅事件的风险、金融监管严于预期的风险、流动性差于预期的风险，保险公司价值转型不及预期的风险。



## 4. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	中国平安 (601318)：受保单结构优化、投资端提振和降税红利催化，平安中报大超预期	2019-08-16
公司	中信证券 (600030)：自营类投资表现优异，推动中期业绩稳健增长	2019-08-23
公司	国泰君安 (601211)：中报报喜归功于自营类业务发力和机构业务转型红利释放	2019-08-23
公司	中国人寿 (601628)：产品、人力结构持续优化，“革故鼎新”初见成效	2019-08-26
公司	中国太保 (601601)：转型调整不改价值本色，厚积薄发静待涅槃重生	2019-08-26
公司	新华保险 (601336)：转型压力拖累价值增长	2019-08-30
公司	海通证券 (600837)：全球化布局红利显现	2019-09-02
公司	华泰证券 (601688)：财富管理红利释放，投资收益优于预期	2019-09-02
公司	中国太保 (601601)：发行 GDR 获董事会通过，国际化再下一城	2019-09-24
公司	中国人寿 (601628)：三季报再超预期，坚定推荐	2019-10-21
公司	中国平安 (601318)：转型逻辑持续验证，价值属性提升——2019 年三季报点评	2019-10-25
公司	中国人寿 (601628)：转型逻辑陆续兑现，赛道变更指日可待——2019 年公司三季报点评	2019-10-30
公司	华泰证券 (601688)：GDR 短期股价波动影响消退，关注成长性和配置价值——2019 年公司三季报点评	2019-10-30
公司	中信证券 (600030)：市场回暖叠加科创板红利推升公司业绩——2019 年公司三季报点评	2019-10-31
公司	海通证券 (600837)：业务全面开花，业绩大幅增长——2019 年公司三季报点评	2019-10-31
公司	国泰君安 (601211)：财富管理和机构业务转型成效显著——2019 年公司三季报点评	2019-10-31
行业	非银行金融行业报告：上市险企 7 月保费数据点评	2019-08-23
行业	非银行金融：多重红利叠加 行业迎来发展机遇期——2019 年证券行业中期综述	2019-09-12
行业	上市险企 8 月保费数据点评	2019-09-17
行业	健全制度体系，全面提升证券公司经营能力——证监会资本市场“深化改革 12 条”解读	2019-09-19

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 非银首席分析师：刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，四年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。