

非银金融行业2019年投资策略 保险开门红催化，券商政策加码

证券分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

研究助理：朱洁羽

联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

二零一九年十一月十三日



■ 保险：开门红预计超预期，关注估值切换

■ 券商：关注资本市场改革红利，龙头具备配置价值

- **保险：**1) **负债端：**低基数+银行理财收益率下行利好保险产品销售，预计开门红将超预期；2) **投资端：**长端利率企稳有望显著提振估值；3) **财险：**车险费改初见成效，供给侧改革强化龙头效应；4) **估值：**寿险基本面仍处于调整阶段，短期内，预计2020年开门红将超预期+长端利率小幅回升释放利润，保险股或迎“估值切换”行情；长期考虑需求端空间广阔，依然值得看好。个股层面，重点推荐中国平安（代理人质态优异推动寿险领先同业，围绕科技金融构建核心竞争力）、中国财险（业绩改善+估值处于阶段性底部）。
- **券商：**政策呵护释放积极信号，资本市场改革背景下龙头将深度受益。1) 逐步放开外资持股比例限制，随对外开放深化，A股估值体系或将重构。2) 行业兼并收购趋势明显，中小券商并购整合快速提升实力。3) 9月证监会正式提出“深改12条”，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展，此外，注册制进一步推进，再融资、新三板政策支持背景下，券商有望深度受益。展望2020年，各业务释放潜力，看好龙头盈利能力提升。**建议关注**中信证券（最受益行业集中度提升的龙头）、海通证券（估值较低且业绩弹性大的）、中金公司（财富管理转型领先且最受益于券商国际化及科创板）、东方财富（最具成长性的零售证券龙头，转型财富管理有望打开空间）。
- **风险提示：**1) 保险新单大幅下滑；2) 股市进一步调整；3) 监管趋严。

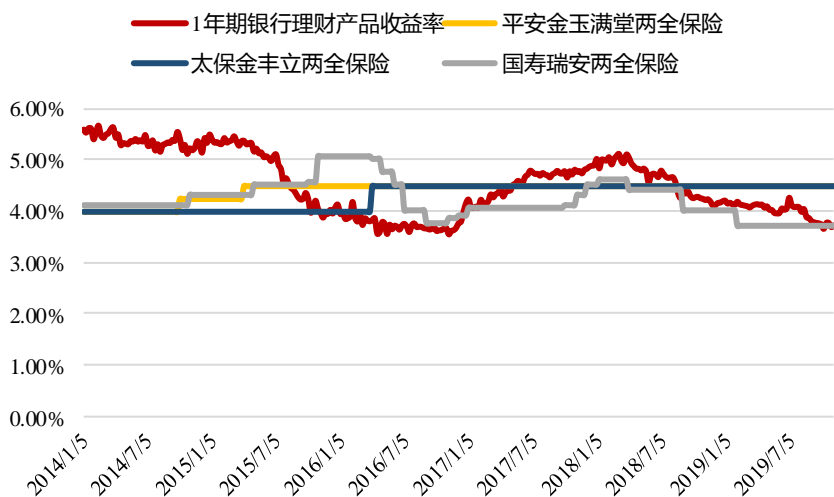
第一章

保险：开门红预计超预期，关注估值切换

1.1 寿险：负债端—预计开门红将超预期，NBV增长出现分化

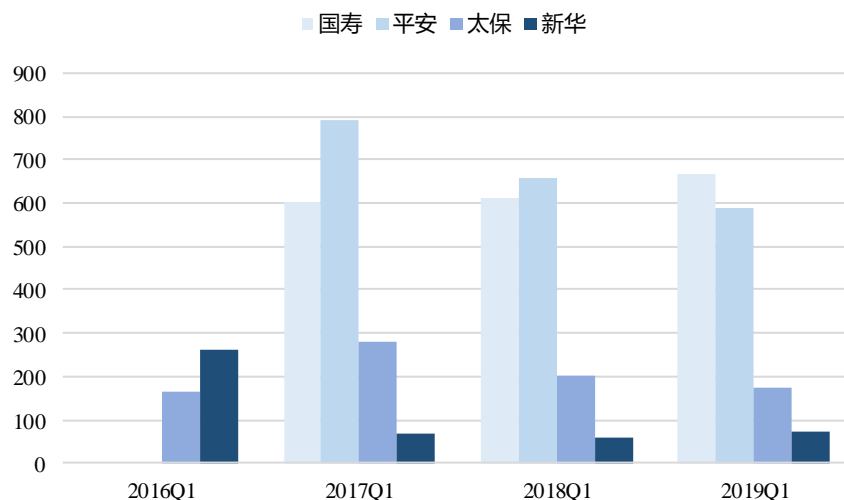
- **银行理财收益率下降，年金险相对吸引力提升：**银行理财产品收益率大幅下降（1年期银行理财收益率低于4%，万能险结算利率在4.5%左右）、信托等资管产品的风险显著上升，有助于提升保险产品相对吸引力，利好开门红销售；同时，对银行而言有利于提高中间收入，银保渠道更有动力销售年金险。
- **2020年开门红保费增长有望改善：**除银行理财收益率下行因素利好外，从产品方面来看，部分年金险产品的期限缩短、万能险账户的结算利率高于5%，产品吸引力增强；各公司开门红节奏好于去年，国寿、新华的开门红启动时间提前，叠加2018-2019年行业处于转型期，使得2020年基数较低（2019年各公司开门红新单保费较2017年的高点下滑25%以上），预计开门红保费增长将改善。

图：银行理财收益率与万能险结算利率比较



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图：近年来一季度寿险新单保费规模（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

● 1.1 寿险：负债端—预计开门红将超预期，NBV增长出现分化

- **开门红策略分化：**国寿、新华较去年提前开启开门红，产品吸引力较强（国寿万能账户结算利率高达5.3%，缴费期限、保险期限更短；新华继续销售4.025%年金产品）+人力规模持续增长，预计将对2020年开门红产生积极影响；平安、太保更加注重质量增长，会更好平衡四季度和开门红业绩，维持淡化开门红的策略。

表：2020年各公司开门红主力产品比

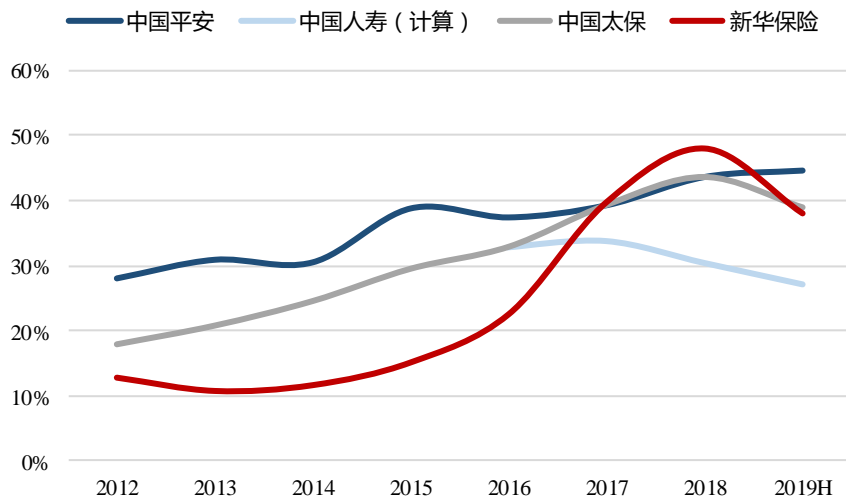
	国寿	平安	太保		新华
启动时间	10月20日开启预收，首爆日为11月8日	首爆日为12月12日	预计11月底启动，首爆日为12月1日		12月初
主打产品	鑫享至尊	金瑞人生	鑫享福	鑫满意	惠添富年金
产品类型	3.5%定价传统年金	3.5%定价传统险	3.5%定价传统年金	分红年金	4.025%定价传统年金
投保年龄	28天-68周岁	0-65岁	0-64岁	0-58岁至	0-60岁
保障期限	10年	15年	15年	60/65/70/75/80/85/90/95/100岁	15/20年
缴费期	3/5年，主推3年期	3/5/10年	主推3/5年	3/5/10年	主推3/5年
保险责任	第5年末开始每年返还年交保费的60%（3年交）或100%（5年交），期满按基本保额返还满期金	第5、6年末分别返还年交保费的60%（3/5年交）或100%（10年交），第7年末开始每年返还保额的30%，期满按基本保额（3/5年交）或2倍基本保额（10年交）返还满期金	第5、6年末分别返还年交保费的55%（3年交）或100%（5年交），第7年末开始每年返还年交保费的27%（3年交）或36%（5年交），期满按基本保额返还满期金	第5、6年末分别返还年交保费的50%（3年交）或100%（5/10年交），第7年末开始每年返还基本保额，期满按所交保费返还祝寿金	第5年末返还年交保费的45%（3年交）或50%（5年交），第6年末开始每年返还年交保费的9%（3年交）或13%（5年交），期满按基本保额返还满期金
策略	普通年金+万能	主力销售保障类，辅助年金类	普通年金+万能		年金险与健康险并举
较2019年	缴费期限、保险期限更短，预收时间提前	维持淡化“开门红”、全年保费均衡增长策略	更注重产品和客户的分层		加强保障型产品销售

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1 寿险：负债端—预计开门红将超预期，NBV增长出现分化

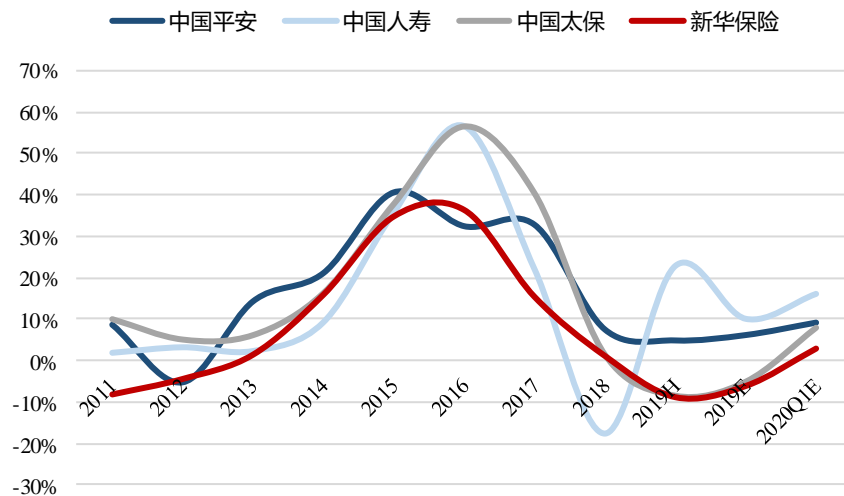
- **战略选择不同，新业务价值率表现分化：**上半年四家寿险公司的新业务价值率出现分化，平安和国寿价值率有所提升（平安同比+5.7pct.，国寿同比+5.7pct.），太保和新华价值率出现不同程度的下降（太保同比-2.4pct.，新华同比-12.5pct.）。价值率分化的根本原因是各公司的战略选择有所不同，平安和太保坚定转型（由规模驱动向产能驱动），其中太保为缓解新单压力小幅牺牲价值率；国寿量价齐升，主要系业务结构显著优化及基数较低；新华战略发生了较为激进的变化，规模有所提升但价值率显著下滑。
- **长期关注新业务价值率，看好中国平安：**新单规模与价值率之间的博弈导致了新业务价值的增长出现分化。鉴于对开门红保费规模的乐观预计，我们预计各家公司2020年NBV增速都将得到改善；长期来看，看好转型效果较好、新业务价值率稳定提升的中国平安。

图：上市寿险公司新业务价值率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：上市寿险公司NBV增速

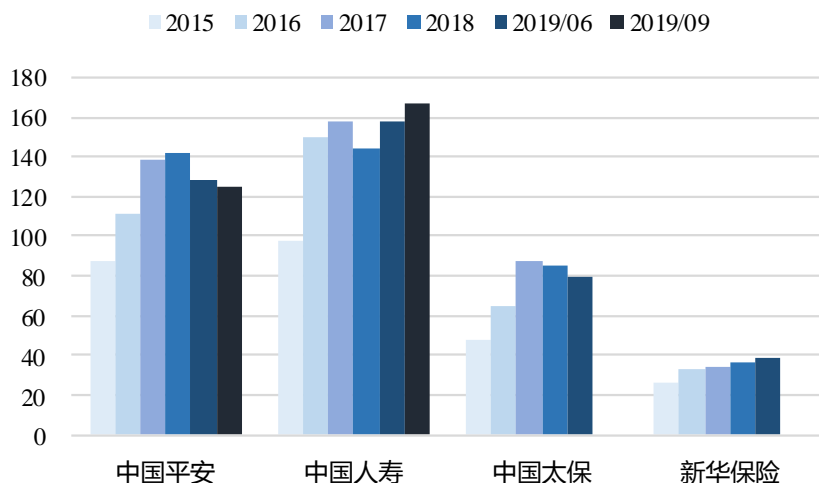


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1 寿险：负债端——“优质增量”升级销售队伍，看好保障型业务潜力

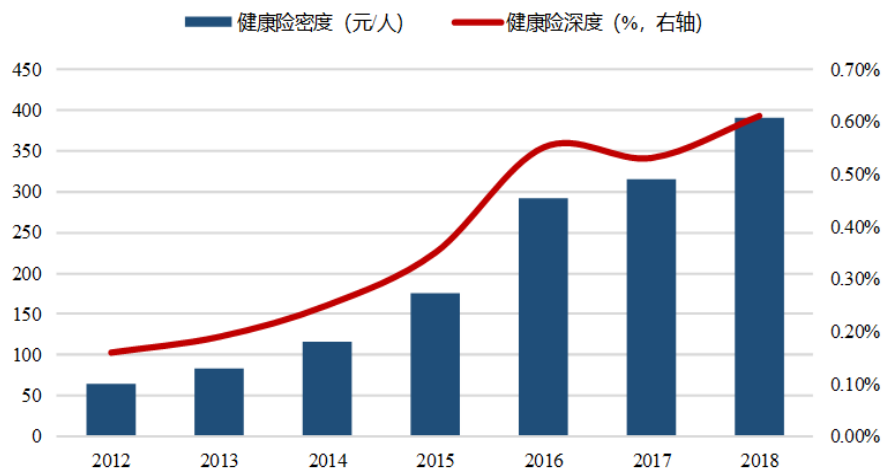
- 代理人队伍继续调整，看好长期产能提升：2018年以来多数寿险公司代理人数量均下滑（仅国寿、新华逆势增长），源于保险公司主动“清虚”，淘汰低产能代理人。目前，寿险销售队伍仍处于调整阶段，人力增长乏力影响新单增速，但随着各家公司主动转型提升代理人质态，以“优质增量”升级队伍结构，看好未来以产能提升驱动保费增长。
- 保障型业务仍有增长空间：近年来我国健康险原保费收入快速增长，但占人身险保费比例仍较低，2019年9月为22%。截至2018年底，健康险密度390元/人、保险深度为0.61%，均较2012年大幅提高（保险密度64元/人、深度0.16%），但相比较成熟市场仍有较大提升空间（美国2013年健康险密度即达到16800元/人、德国2013年健康险密度为3071元/人）。

图：寿险公司代理人队伍数量（万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：我国健康险密度及深度

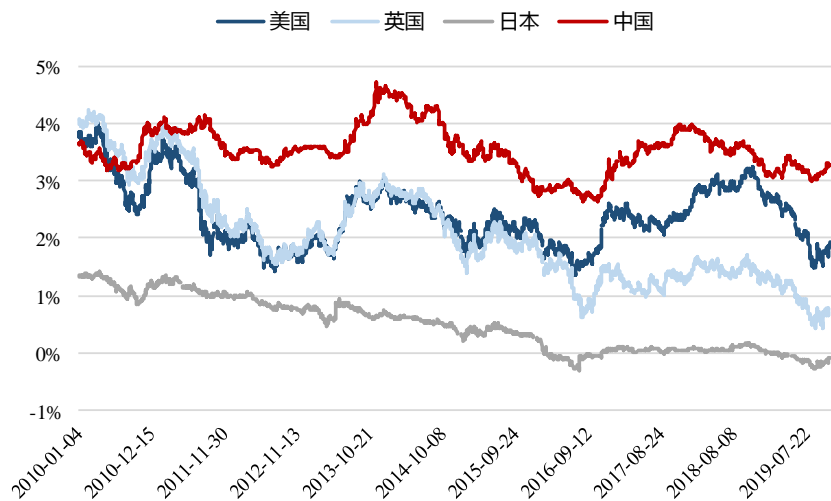


数据来源：中保协《中国商业健康保险报告》，东吴证券研究所

1.2 寿险：资产端—长端利率企稳，有望显著提振估值

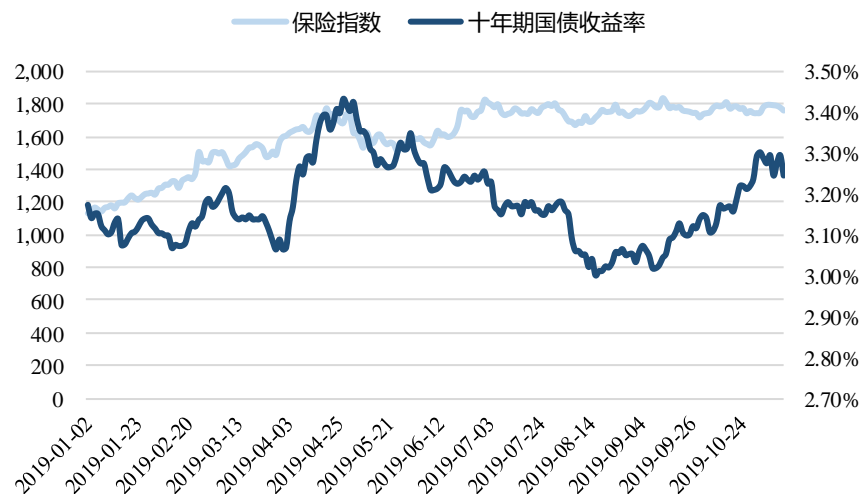
- 目前保险股估值已体现长期利率向下的悲观预期：长期来看，比较国外成熟市场，利率下行将是未来趋势，750日移动平均下行意味着寿险公司面临折现率下降、准备金计提上升压力，对保险股估值带来负面影响（目前保险股估值偏低，已考虑此因素）。
- 短期CPI向上支撑利率企稳，有望显著提振估值：三季度以来，十年期国债收益率显著回升，但保险股走势方面向上趋势并不明显，与国债收益率走势出现显著背离。短期来看，长端国债收益率震荡企稳，受CPI上涨超预期（10月上涨3.8%）、短期内经济预期好转等因素影响，预计2020年国债利率仍将维持高位，将有力支撑保险估值。

图：我国与国外成熟市场长端利率走势比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：保险股走势vs国债收益率

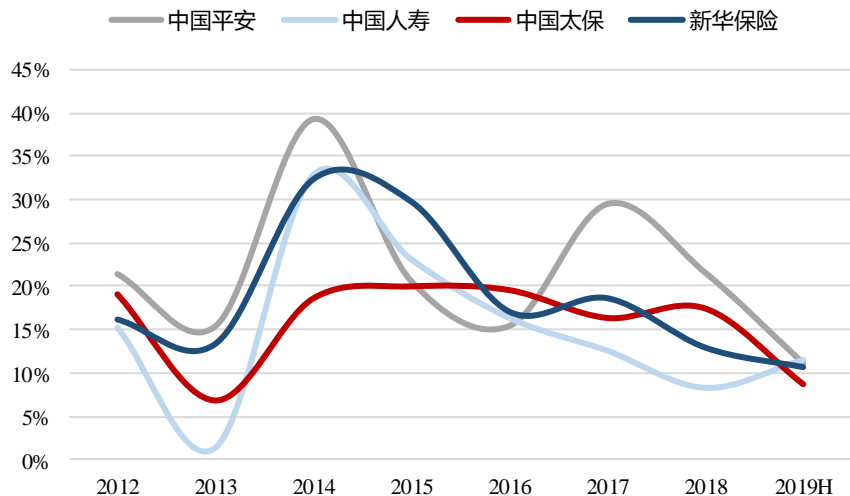


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 寿险：估值低位，预计将迎估值切换行情

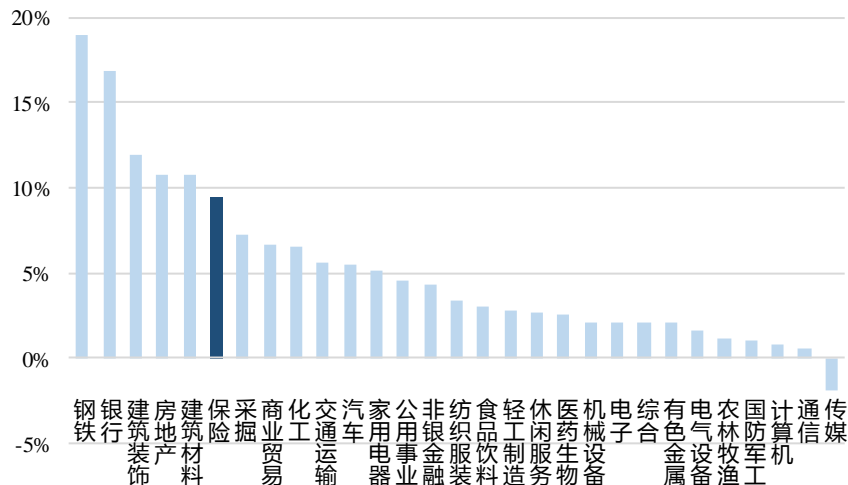
- **EV稳定增长保障估值提升：**长期来看，上市寿险公司内含价值保持平稳高速增长，2019H平均增速为10.4%，EV增长的高度稳定性保障估值稳健提升；短期来看，2019年险企投资端表现良好带来投资回报正偏差支撑EV高增长，以及开门红新单增长改善带来NBV增速改善，预计2020年EV增速仍将维持在较高水平。
- **四季度将迎估值切换行情：**从全行业的角度来看，保险的估值基准EV每年稳定高增15%~20%，显著高于其他行业（估值基准大多为净利润、波动性大）；比较各行业ROE/PB（保险为ROEV/PEV），保险居A股行业第六位，估值切换确定性高，预计四季度将迎估值切换行情。

图：上市险企EV增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：各行业ROE/PB



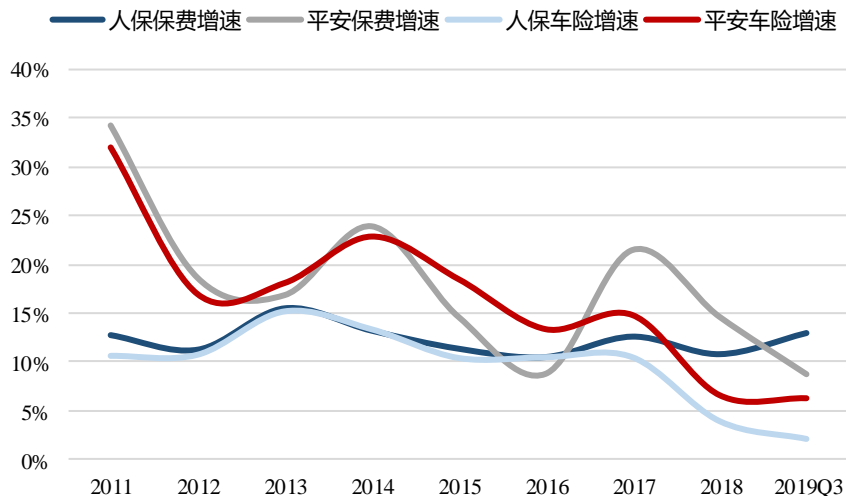
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：保险为ROEV/PEV

1.4 财险：产险保费增速仍承压，综合成本率有望逐步优化

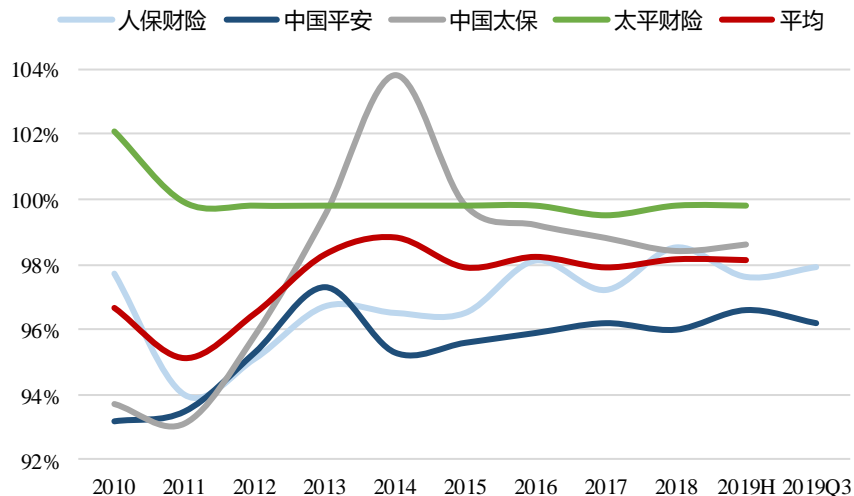
- **车险降速拖累财产险保费增速：**2019年来，受新车销量增速下滑及费改后车险件均保费下降影响，行业车险保费持续下滑，拖累产险保费增速（2019前三季度产险公司累计保费9768亿元，同比+11%）。国内财产险第一大险种仍为车险（2019年9月车险原保费占比61%），预计2020年产险保费增长仍承压。
- **费改深化+费用管控，综合成本率有望稳定：**车险费改持续推进，市场竞争激烈致使短期内财产险公司普遍加大费用投入以维持市占率，导致综合成本率攀升；2019年以来监管层重点整治费用投放乱象+三季度开始已赚保费形成率因素逐步消除，综合成本率有所改善，预计随着费改持续深化，长期将提高赔付率、降低费用率，综合成本率有望保持稳定。

图：财险、车险保费增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：上市险企综合成本率

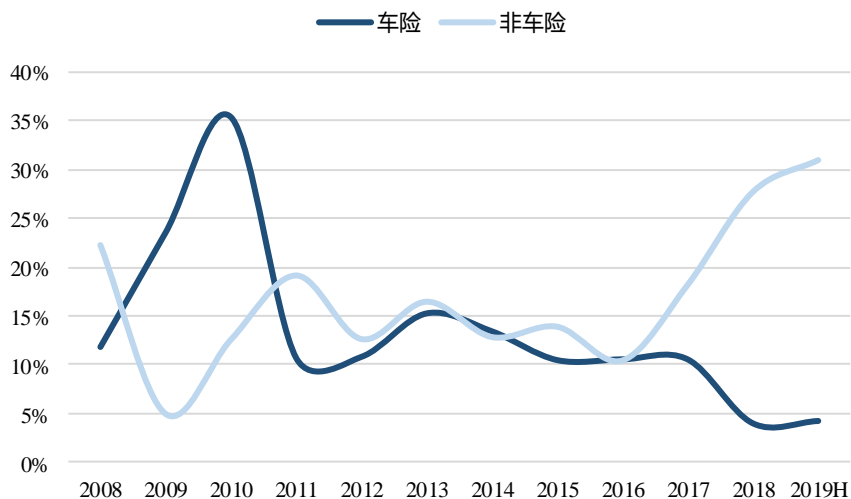


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4 财险：农险政策利好+车险费改强化龙头效应，关注中国财险

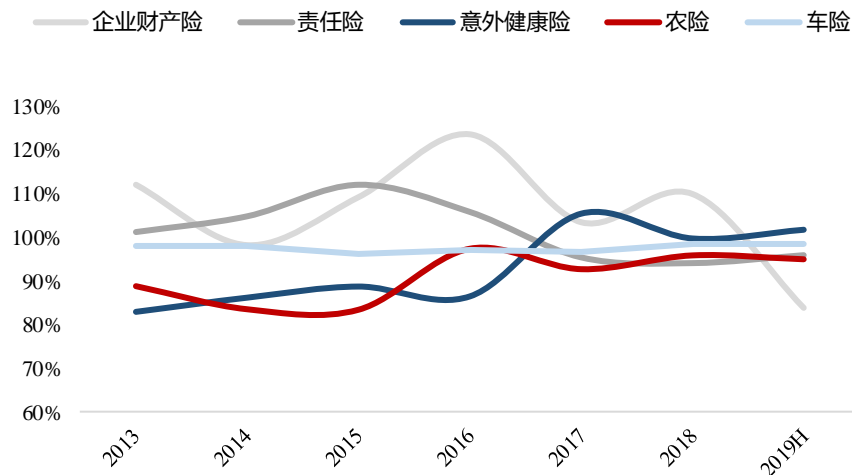
- **农险发展迎来政策利好：**10月，农业险指导意见出台，提出到2022年农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到500元/人。在新指导意见下，各地有望陆续出台农业险支持政策，预计农险龙头中国财险将显著受益。
- **中国财险非车险持续强劲增长，农险盈利能力强：**近年来，公司战略重视非车险，非车业务发展较快，2019H非车险保费增速（31.0%）显著高于车险（4.1%）；非车险中，农险优势最为显著（2018年公司农险市占率46.2%），2013~2019H平均综合成本率90.8%，承保利润率较高，预计在有利政策推动下成为增长新引擎。

图：中国财险车险/非车险保费增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：中国财险分险种综合成本率

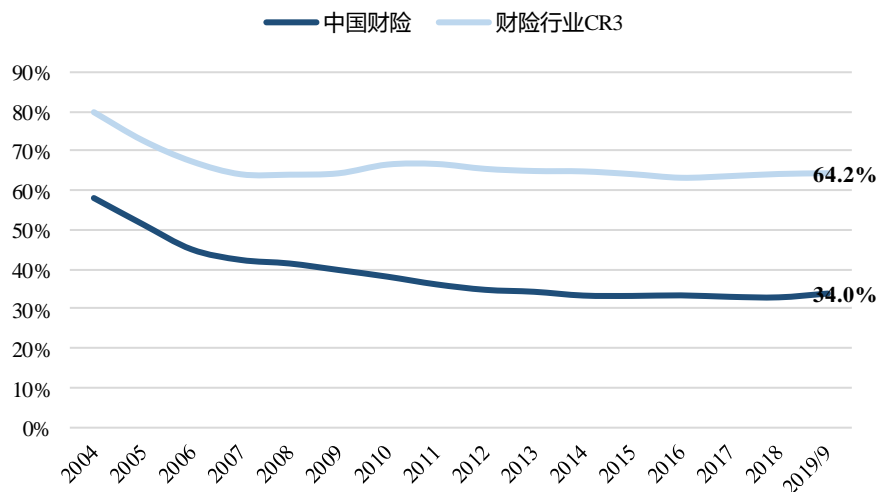


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4 财险：农险政策利好+车险费改强化龙头效应，关注中国财险

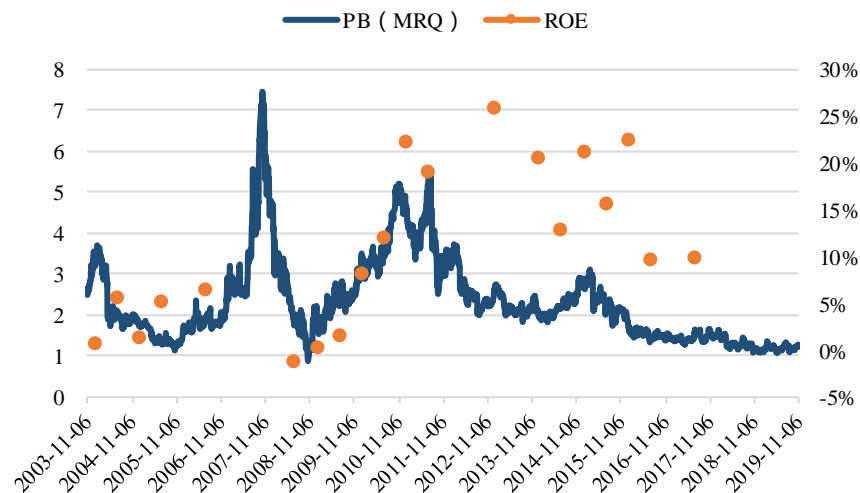
- 供给侧改革强化龙头效应，行业集中度已有所提升：随着车险费改深化加剧市场竞争，中小公司在费改压力下或将逐步退出车险市场（承保利润率很薄，必须形成规模效应），而龙头公司凭借对产业链的深度把控及数据、定价、服务等优势，预计市占率仍将提升。
- 中国财险业绩改善+估值处于阶段性底部，目前是较好的左侧配置机会：基本面角度而言，2019Q3中国财险费用率已降至29.8%（较年初下滑9.2%），随着三季度开始已赚保费形成率较低的影响逐步消除，叠加减税政策释放利好，预计中国财险2020年的盈利能力有望改善。估值角度而言，目前中国财险PB估值（MRQ）为1.22倍，处于历史阶段性底部，具备安全边际，建议重视中国财险的左侧配置机会。

图：截至2019/09，中国财险市场份额及财险行业



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图：2003年上市至今中国财险PB估值（MRQ）及对



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.5 盈利预测、估值及投资建议

表：上市保险公司利润表摘要

单位：百万元/人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国平安					
归属于母公司股东净利润	89,088	107,404	151,747	168,337	207,813
新业务价值	67,357	72,294	76,038	84,283	101,235
内含价值	825,173	1,002,456	1,233,783	1,480,268	1,791,080
归属于母公司股东净利润增速	42.8%	20.6%	41.3%	10.9%	23.5%
新业务价值增速	32.6%	7.3%	5.2%	10.8%	20.1%
内含价值增速	29.4%	21.5%	23.1%	20.0%	21.0%
中国太保					
归属于母公司股东净利润	14,662	18,019	28,536	29,864	33,264
新业务价值	26,723	27,120	25,409	27,111	30,161
内含价值	286,169	336,141	390,728	454,662	526,913
归属于母公司股东净利润增速	21.6%	22.9%	58.4%	4.7%	11.4%
新业务价值增速	40.3%	1.5%	-6.3%	6.7%	11.3%
内含价值增速	16.4%	17.5%	16.2%	16.4%	15.9%
中国人寿					
归属于母公司股东净利润	32,253	11,395	62,960	53,086	57,455
新业务价值	60,116	49,511	58,966	67,325	78,635
内含价值	734,172	795,052	950,823	1,096,160	1,263,262
归属于母公司股东净利润增速	68.6%	-64.7%	452.5%	-15.7%	8.2%
新业务价值增速	21.9%	-17.6%	19.1%	14.2%	16.8%
内含价值增速	12.6%	8.3%	19.6%	15.3%	15.2%
新华保险					
归属于母公司股东净利润	5,383	7,922	10,969	15,107	18,362
新业务价值	12,062	12,210	14,314	16,377	19,420
内含价值	153,474	173,153	204,292	238,951	278,973
归属于母公司股东净利润增速	8.9%	47.2%	38.5%	37.7%	21.5%
新业务价值增速	15.4%	1.2%	17.2%	14.4%	18.6%
内含价值增速	18.6%	12.8%	18.0%	17.0%	16.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

● 1.5 盈利预测、估值及投资建议

- **投资建议：**短期内，预计2020年寿险开门红将超预期+长端利率小幅回升释放利润，保险股或迎“估值切换”行情。估值角度，考虑EV仍将稳增长，目前整体估值较低（A股平均0.98x2019PEV，H股平均0.63x2019PEV），预计调整空间较小。个股层面，重点推荐中国平安（代理人质态优异推动寿险领先同业，围绕科技金融构建核心竞争力），中国财险（业绩改善+估值处于阶段性底部）。

表：上市保险公司盈利预测及估值

公司名称	股价	EVPS				P/EV			
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
中国人寿A	34.60	25.97	28.13	33.64	38.78	1.33	1.23	1.03	0.89
中国平安A	88.00	45.14	54.84	67.49	80.98	1.95	1.60	1.30	1.09
中国太保A	35.57	31.58	37.09	43.12	50.17	1.13	0.96	0.82	0.71
新华保险A	47.38	49.20	55.51	65.45	76.12	0.96	0.85	0.72	0.62
A股平均						1.34	1.16	0.97	0.83
中国人寿H	20.75	25.97	28.13	33.64	38.78	0.69	0.64	0.54	0.46
中国平安H	91.45	45.14	54.84	67.49	80.98	1.776	1.45	1.18	0.98
中国太保H	29.45	31.58	37.09	43.12	50.17	0.81	0.69	0.59	0.51
新华保险H	32.30	49.20	55.51	65.45	76.12	0.57	0.51	0.43	0.37
中国太平H	18.60	34.89	39.95	47.45	56.22	0.53	0.47	0.39	0.38
H股平均						0.87	0.82	0.63	0.54

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2019年11月13日收盘价）

第二章

券商：关注资本市场改革红利，龙头具备配置价值

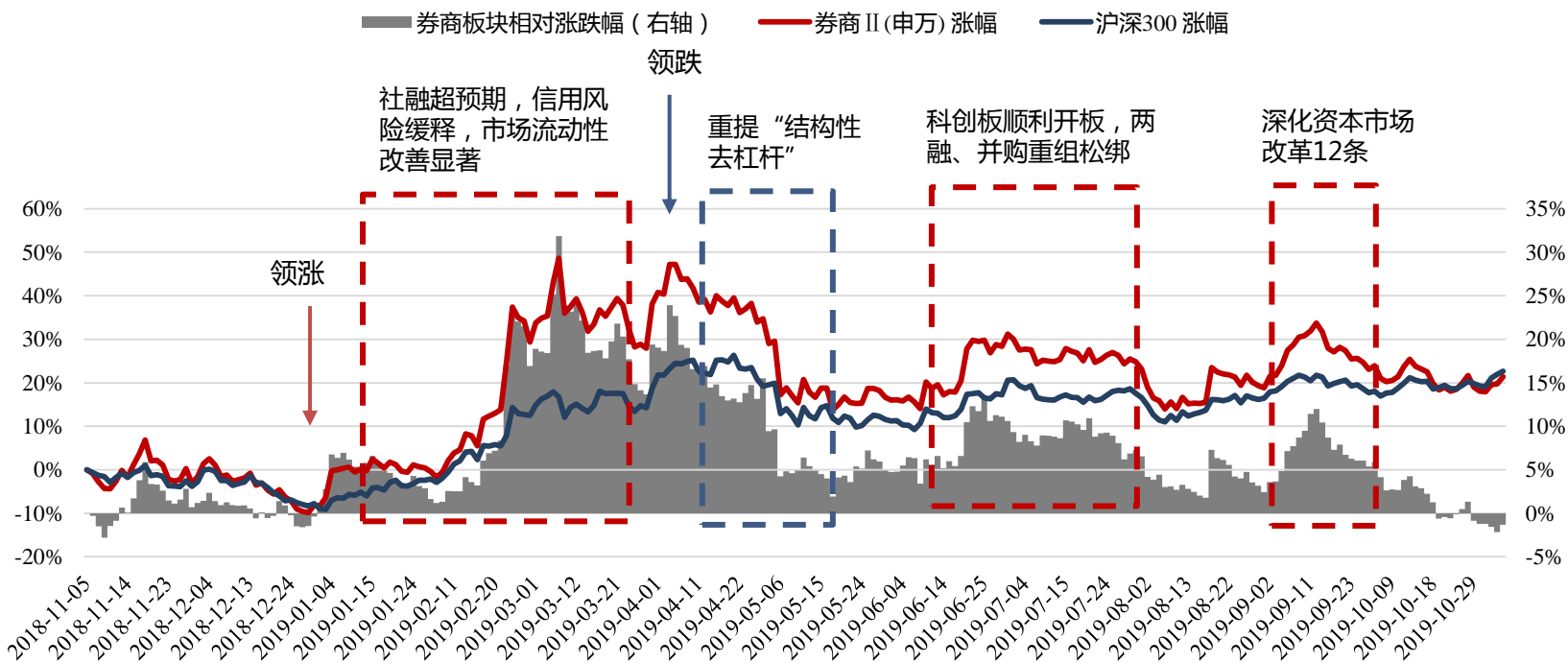
- **投资建议：关注资本市场改革红利，龙头具备配置价值**

- **板块表现优于大盘，市场回暖投资驱动业绩增长。** 1) 券商板块对政策具有较高敏感性，今年以来整体政策向好，复盘全年走势，政策利好推动下券商板块明显跑赢大盘。2) 2019年前三季度业绩较2018年同期大幅好转，源于市场上行以及交易活跃度提升，自营投资驱动券商盈利和经纪业务改善。3) 行业杠杆率稳中提升，ROE显著回升，考虑政策导向及对标海外，ROE未来仍有提升空间。
- **政策呵护释放积极信号，资本市场改革正向引导。** 1) 逐步放开外资持股比例限制，短期激活市场长期正向引导。随对外开放深化，A股估值体系或将重构。2) 行业兼并收购趋势明显，中小券商并购整合快速提升实力，试图从头部化趋势中突围，头部券商通过并购稳固地位，抵御外资券商冲击。3) 9月证监会正式提出“深改12条”，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展，政策支持背景下，券商有望深度受益。
- **展望2020年，各业务释放潜力，看好龙头盈利能力提升。** 1)佣金率持续下滑，经纪业务收入弹性增长有限；2) 科创板持续推进龙头受益，再融资、并购重组获得政策支持贡献投行收入增量；3) 资管行业规模有望回升，主动管理转型龙头优势突出；4) 股票质押风险可控两融回暖，龙头券商受益政策积极提升信用业务自主性；5) 股市回暖提升自营投资收益，龙头表现稳健，整体交易策略丰富化，科创板跟投拓宽投资收益。
- **投资建议：政策催化行业估值，大券商具备配置价值。** 1) 中信证券作为券商龙头，最受益行业集中度提升，领先的投资交易能力贡献增量盈利；2)海通证券资产管理转型推进迅速，国际业务稳步发展，估值较低且业绩弹性大；3)中金公司财富管理转型领先同业，最受益券商国际化及科创板；4) 东方财富作为最具成长性的零售证券龙头，业绩维持高增长，获取基金管理牌照后进军财富管理市场。
- **风险提示：1) 股市进一步调整；2) 监管趋严。**

2.1 2019行情复盘：整体表现优于大盘，政策敏感性高

- 随市场波动，整体表现优于大盘：截至2019年11月5日，券商板块年涨幅21%，最高涨幅达49%，整体表现优于大盘，相对沪深300指数最高涨幅达32%，近期受市场扰动有所回调；
- 市场嗅觉敏锐，政策敏感度高：1) 券商板块具有市场指数领先的特性，具体表现为领涨领跌，是市场重要的风向标；2) 券商板块对政策具有较高敏感性，今年以来整体政策向好，科创板超预期推进，两融、并购重组等松绑，高层多次表态资本市场充满韧性，推出“深改12条”等，复盘全年走势，政策利好推动下券商板块明显跑赢大盘。

图：近一年券商板块指数表现（截至2019年11月5日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1 2019行情复盘：中小券商潜力大，头部券商更为稳健

- 个股层面，年初至今中信建投涨幅最大（截至2019年11月5日），整体而言中小券商弹性更大，头部大型券商更为稳健（其中海通证券在大券商中估值相对低且业绩优异，全年亦表现出不错的弹性）。

表：2019年券商板块个股涨幅排名（截至11月5日）

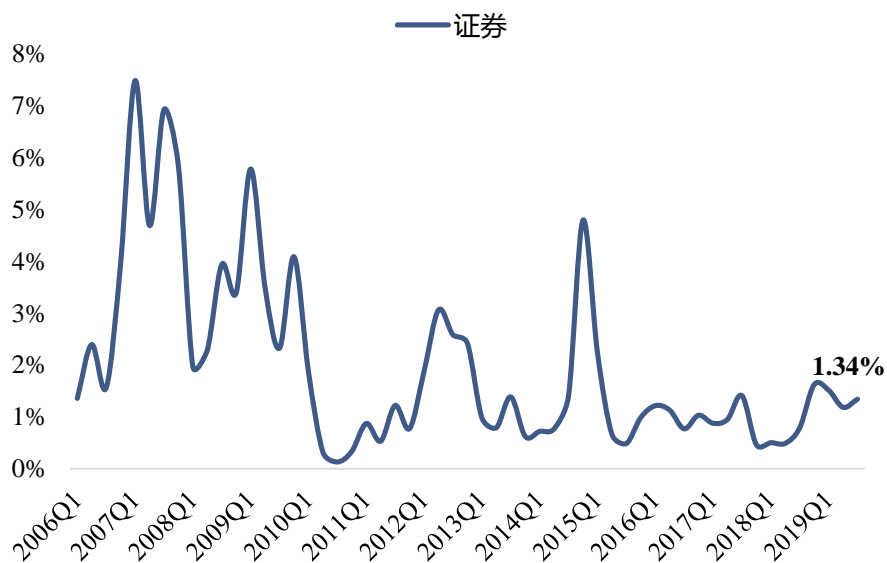
排序	年初至今 2019.1.1-2019.11.05		大幅上涨阶段 2019.1.1-2019.4.30		平稳上行阶段 2019.6.20-11.05	
	1	中信建投	170%	中信建投	168%	东方财富
2	华创阳安	78%	华创阳安	76%	中信建投	15%
3	华鑫股份	71%	哈投股份	75%	海通证券	13%
4	海通证券	69%	中国银河	69%	锦龙股份	9%
5	中国银河	68%	东吴证券	68%	招商证券	8%
6	哈投股份	56%	太平洋	61%	光大证券	8%
7	东方财富	52%	海通证券	59%	国泰君安	8%
8	锦龙股份	52%	东北证券	57%	广发证券	7%
9	国信证券	49%	华鑫股份	57%	中信证券	7%
10	中信证券	43%	财通证券	56%	南京证券	7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（已剔除2019年上市新股华林证券、红塔证券）

2.1 2019行情复盘：基金持仓处于低位，龙头券商受青睐

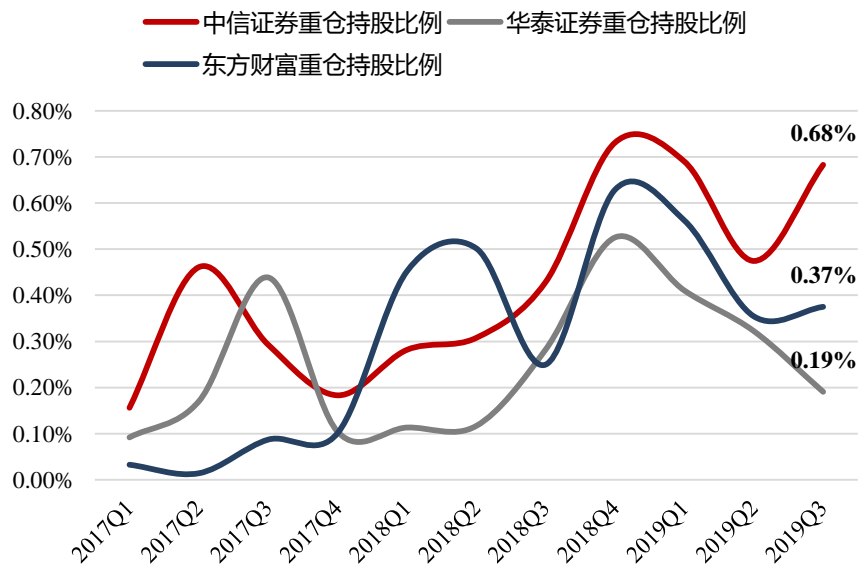
- 基金持仓券商板块处于相对低位，2019Q3小幅加仓。从整个券商板块来看，机构重仓持有比例处于历史较低水平。2019Q3较2019H1加仓0.16%至1.34%，持仓比例较2018年底下滑0.26%。
- 龙头券商显著超配，中信加仓明显。从券商板块个股来看，2019Q3机构进一步加仓龙头股，较2019H1加仓中信+0.21%（超配0.29%）、东方财富+0.02%（超配0.21%），另外机构减仓华泰0.13%（低配0.03%）。

图：基金重仓配置比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：个股持仓变化

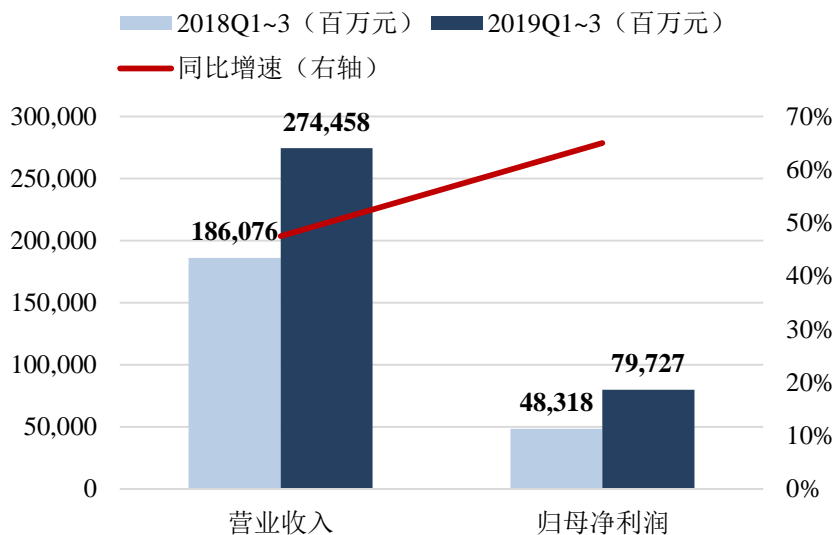


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1 2019年Q1~3业绩概述：市场回暖，投资驱动业绩增长

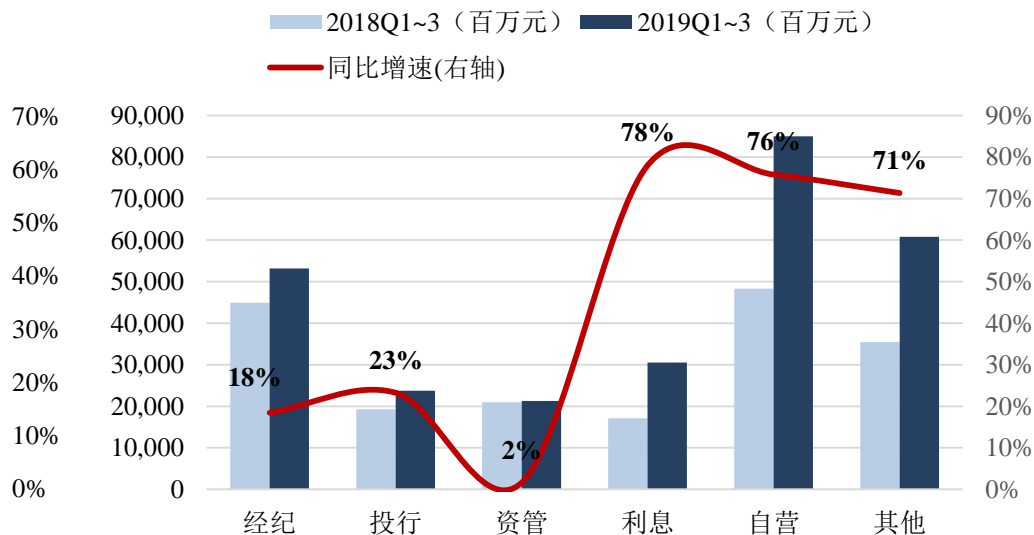
- 前三季度市场行情回暖，投资驱动证券行业盈利大幅上扬。36家上市券商2019Q1~3合计实现营业收入同比+48%至2745亿元（行业同比+38%），归母净利润同比+65%至797亿元（行业+88%）。2019年前三季度业绩较2018年同期大幅好转，源于市场上行，交易活跃度提升（沪深300较年初上涨28%，市场股基日均成交额同比+36%），自营投资驱动券商盈利（2019Q1~3自营投资收入同比+76%）和经纪业务改善（同比+18%）。

图：上市券商2019Q1~3业绩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：上市券商2019Q1~3收入结构

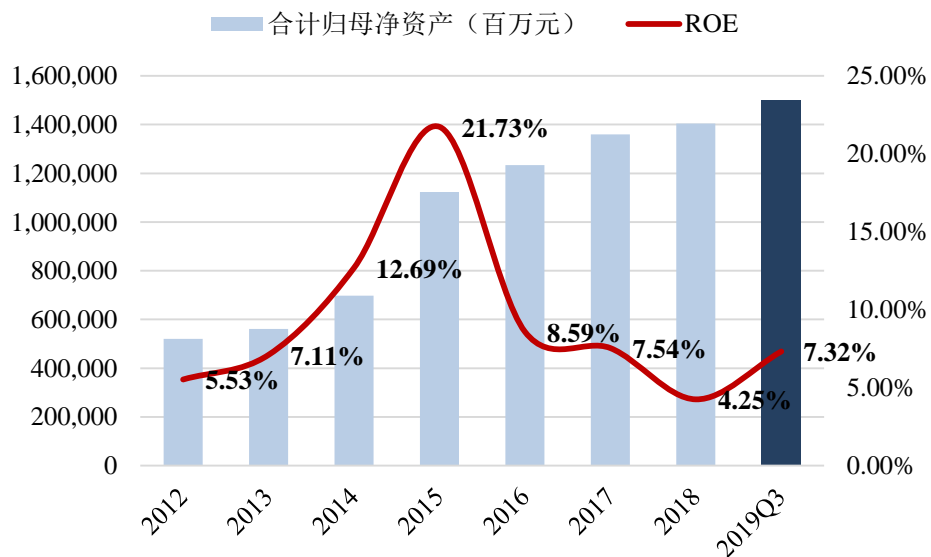


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1 2019年Q1~3业绩概述：杠杆率稳重提升，ROE显著回升

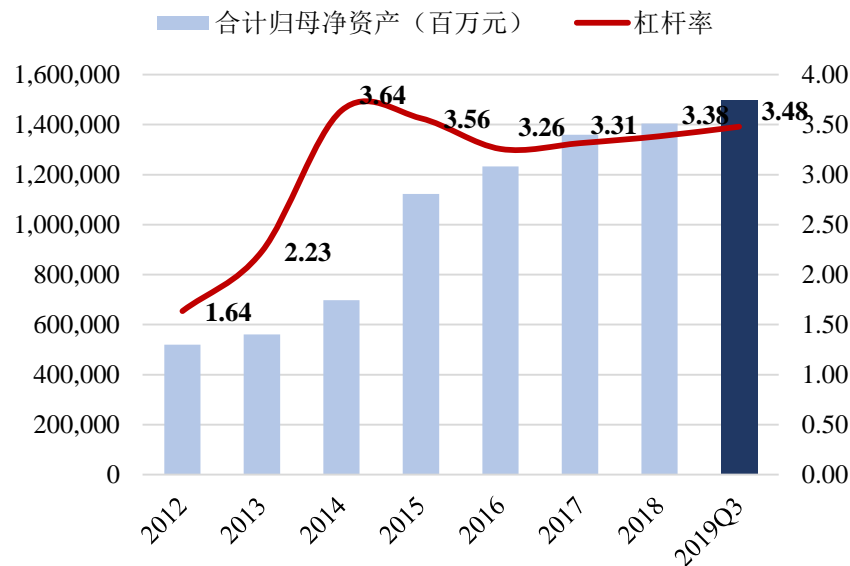
- 政策推动，杠杆率稳中上升。自2016年以来，上市券商杠杆率稳步上升，截至2019Q3达3.48，系监管层通过降低转融费率、扩大短期融资融券额度和许可发行金融债，为优秀券商提供丰富而低成本的融资渠道。此外，券商有望通过募资进一步提升市场竞争力。
- ROE显著回升，仍存在提升空间。36家上市券商年化ROE回升至7.32%（2018仅4.25%），对标海外，近三年高盛平均ROE9.2%，国内龙头中信证券平均ROE7.9%，另外叠加行业杠杆率上升趋势，证券行业ROE仍存在较大提升空间。

图：上市券商2019Q3归母净资产及年化ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：上市券商2019Q3杠杆率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2 行业趋势：政策呵护释放积极信号，深改正向引导券商受益

- 政策呵护释放积极信号，资本市场深化改革正向引导。2019年以来，推动资本市场改革的政策不断出台，资本市场重要性提升，优化券商发展环境。9月10日，证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会，正式提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务“深改12条”，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展，政策支持背景下，券商有望深度受益。

表：2019 以来重要政策事件梳理

时间	事件
7/20	推出了 11 条金融业进一步对外开放的政策措施
8/8	整体下调转融资费率80BP
8/9	证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准》向社会公开征求意见
8/9	修订两融细则，扩大两融标的范围
9/10	证监会提出“全面深改12条”
9/16	取消QFII、RQFII投资额度限制
10/11	明确取消券商、基金公司外资持股比例时间表
10/18	并购重组新规落地
10/25	全面深化新三板改革
11/8	期权新品种上市；上市公司再融资放松；新三板深改细节出炉

数据来源：证监会、国务院等，东吴证券研究所

表：深改12条

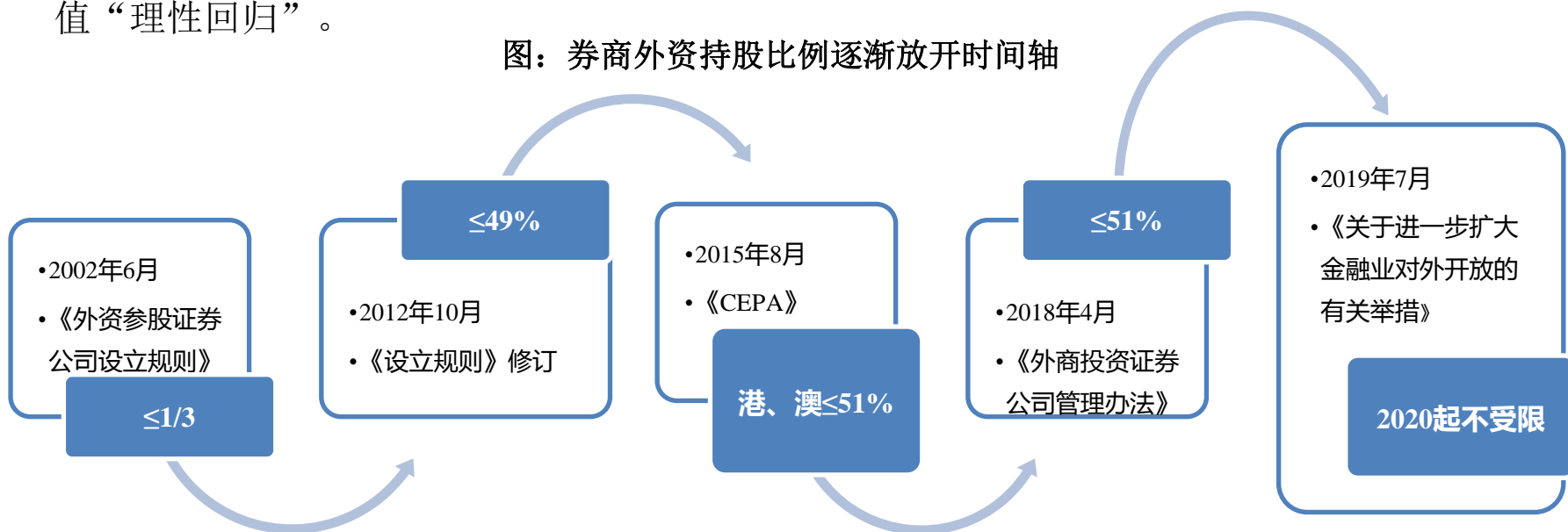
序号	内容	序号	内容
1	充分发挥 科创板 的试验田作用	7	切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域 风险
2	大力推动 上市公司 提高质量	8	进一步加大 法治 供给
3	补齐 多层次资本市场 体系的短板	9	加强 投资者保护
4	狠抓 中介机构 能力建设	10	提升 稽查执法 效能
5	加快推进资本市场 高水平开放	11	大力推进 简政放权
6	推动更多 中长期资金入市	12	加快提升 科技监管 能力

数据来源：证监会，东吴证券研究所

2.2 行业趋势：对外开放激发市场活力，长期引导行业积极发展

- 逐步放开外资持股比例限制，短期激活市场长期正向引导。2019年10月证监会发言人在例行新闻发布会上进一步确定取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制时间表。外资持股比例的放开有利于吸引更多境外资本进入我国资本市场，进一步激发我国资本市场的活力。11月进博会开幕，习总书记发言倡议共建开放合作、开放创新、开放共享的世界经济。对于券商而言，短期内外资券商规模有限，尚未融入中国市场形成竞争优势，长期而言外资券商的国际化先进经验有助于引导证券行业业务转型，积极发展。
- 对外开放深化，A股估值体系或将重构。除了与港股市场原有的沪深港通，6月沪伦通正式启动，华泰证券成功发行第一单GDR，标志着我国资本市场融入全球的局面展开，A股市场估值体系将与国际市场接轨，其中成熟市场中券商估值明显低于A股，或将带动A股市场估值“理性回归”。

图：券商外资持股比例逐渐放开时间轴



● 2.2 行业趋势：行业兼并收购趋势明显，提升实力抵御冲击

- 中小券商并购整合快速提升实力，试图从头部化趋势中突围。“金融供给侧改革”背景下，面对低迷的外部市场，传统中小券商呈现出业务单一、缺乏竞争力、易亏损等弱势，对转移风险有迫切需求，并购整合将成为快速有效的方式。
- 头部券商通过并购稳固地位，抵御外资券商冲击。随外资不断放开，海外成熟投行的进入将对行业造成一定冲击，国内大券商靠内生增长难以跨越当前的增长瓶颈，将面临不进则退的困境，兼并重组将成为公司各方面提升的有效手段，行业集中度有望进一步提升。

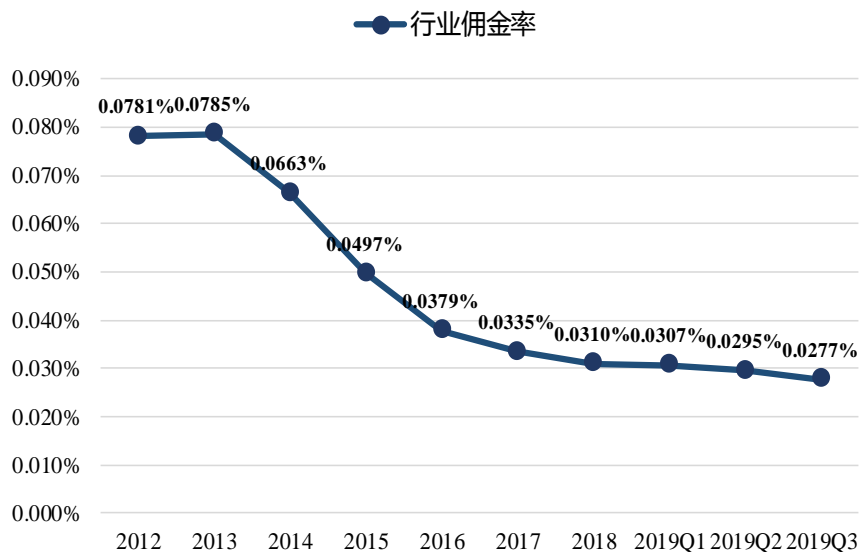
表：2009~2019年券商行业并购重组事件整理

时间	事件	金额	并购方式	整合效果
2019.11.5	华创证券收购太平洋证券5.87%股份	尚未公布	现金收购	区位互补，形成业务关联
2019.5.28	天风证券收购恒泰证券29.99%股份	不超过45亿	现金收购	优化资源配置，对公司资产进行补充调整
2018.12.24	中信证券并购广州证券	不超过134.6亿元	换股合并	提高经纪业务市场份额，布局粤港澳大湾区经济圈
2016.11.4	中金公司并购中投证券	167亿	换股合并	夯实客户基础，为财富管理转型奠定基础
2014.12.17	东方财富收购宝华世纪证券	1.3亿港元	现金合并	拓展海外业务，延伸公司业务范围，拓展市场覆盖面
2014.7.25	申银万国并购宏源证券	400亿元左右	换股合并	整合北京、新疆、上海以及香港4个地区的资源和优势，吸纳银行、保险、信托和租赁等金融业务资源
2014.4.22	国泰君安收购上海证券	35.71亿元	现金合并	实现IPO
2014.1.16	广州证券并购天源证券	6亿元	现金合并	迅速扩大网点和规模，实现区位优势互补
2014.1.10	方正证券重组民族证券	132.02亿元	换股合并	区位互补，进一步扩大方正证券的经营网络
2012.7.20	中信证券并购里昂证券	8.4亿元	现金合并	实现海外布局
2009.11.25	海通证券收购香港大福证券	18.2亿港元	现金合并	实现海外布局

2.3 经纪业务：佣金率持续下滑，业绩弹性增长有限

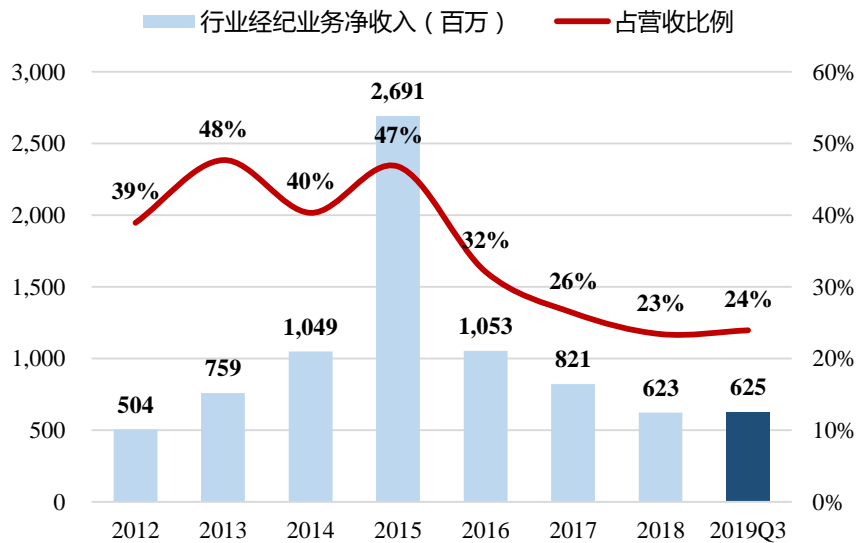
- 龙头券商弹性不及中小券商，佣金率持续下滑。36家上市券商经纪业务收入同比+18%至532亿元，增幅低于行业（+26%），系交易活跃度提升带动经纪业务增长，（2019Q1~3市场股基日均成交额同比+36%至5917亿元），而散户主导交易增量，致使龙头券商弹性不及中小券商。此外，行业竞争加剧致佣金率持续下滑，截至2019Q3下滑至0.0277%。
- 价格战仍持续，经纪业务增长弹性有限。证券行业经纪业务收入占比持续下滑，经纪业务受市场行情影响较大，展望2020年，交易量水平预计与2019年持平，考虑佣金率提升困难，经纪业务的业绩弹性增长有限。

图：行业佣金率持续下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：行业营收占比高位不在

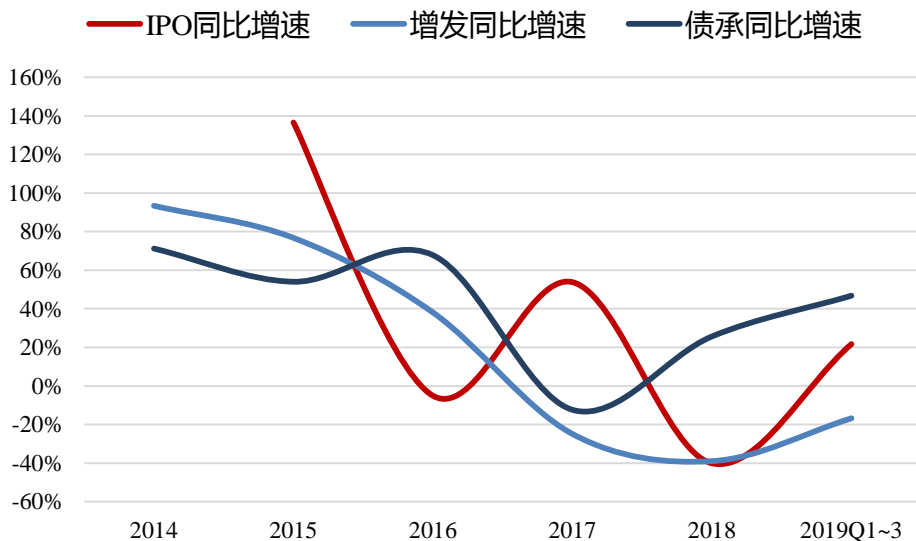


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3 投行业务：IPO好转+债承提升支撑业绩，科创板推进龙头受益

- **IPO显著好转，集中度保持高位。**截至2019Q3，36家上市券商投行业务收入+23%至237亿元，系科创板带动IPO规模同比+22%至1401亿元，较年中显著好转（2019H1增速为-35%），另外债承业务规模同比+47%至54240亿元，冲减了再融资规模下滑的影响，支撑行业投行业务收入实现同比增长。投行业务集中度略有下滑保持高位，上市券商CR5达47%，龙头地位稳固。
- **注册制、科创板重塑投行格局，龙头受益：**科创板持续推进，截至11月8日，开板3个多月实际挂牌企业51家、申报企业175家，平均募资12.6亿，平均发行费率7.0%，作为国家重点发展项目，预计2020将达到上市高峰，预计募资金额1930亿，将给券商带来135亿增量收入。龙头券商科创板项目丰富，预计行业集中度将继续提升。

图：2019Q3IPO好转、再融资承压，债承规模大幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：龙头券商科创板项目丰富

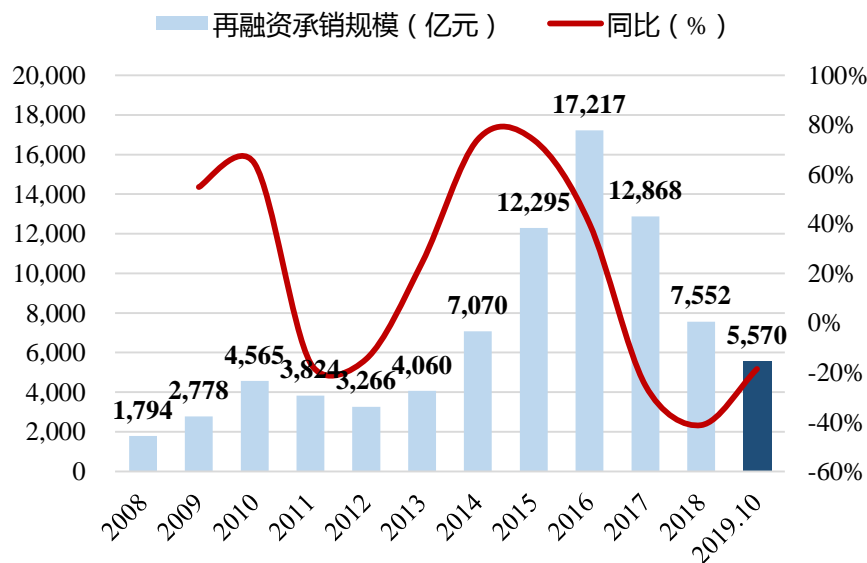
保荐机构	公司家数	保荐机构	公司家数
中金公司	17	国金证券	4
中信建投	16	东兴证券	4
华泰联合	16	安信证券	4
中信证券	13	中天国富	3
国泰君安	9	天风证券	3
招商证券	9	申万宏源	3
国信证券	8	中泰证券	3
民生证券	7	兴业证券	3
广发证券	7	中德证券	2
光大证券	7	中国民族	2
海通证券	7	中国银河	2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3 投行业务：再融资、并购重组政策支持，贡献增量提振业绩

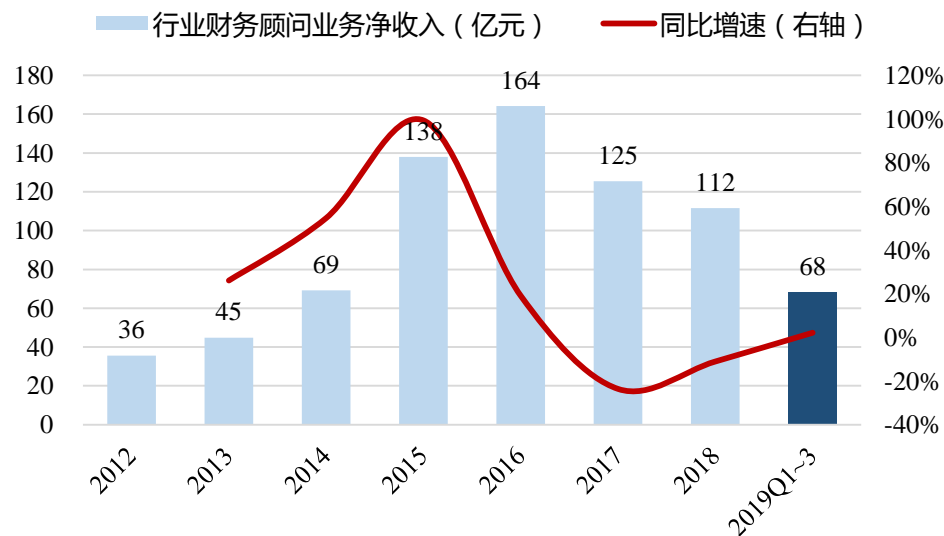
- **再融资政策支持，有望带来业绩增量。**7月5日，证监会发布《再融资业务若干问题解答》，预计再融资政策有望迎来变革。市场上再融资规模自2016年达到17217亿的峰值后连续回落，2018年出现松绑迹象后降幅拐点出现，至2019年10月降幅回落至-19%，预计未来再融资市场有望进一步活跃，带来投行业绩增量。
- **并购重组新规落地，国企改革催生需求。**10月18日，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，对多条规则进行修改，理顺重组上市功能。结合目前国有企业改革继续深化推进的力度，预计下一阶段的国有上市公司并购重组会加快推进，迎来新一轮国有企业并购重组高潮，利好券商财务顾问业务发展。

图：2008-2019.10 再融资规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：行业财务顾问业务净收入及同比增速

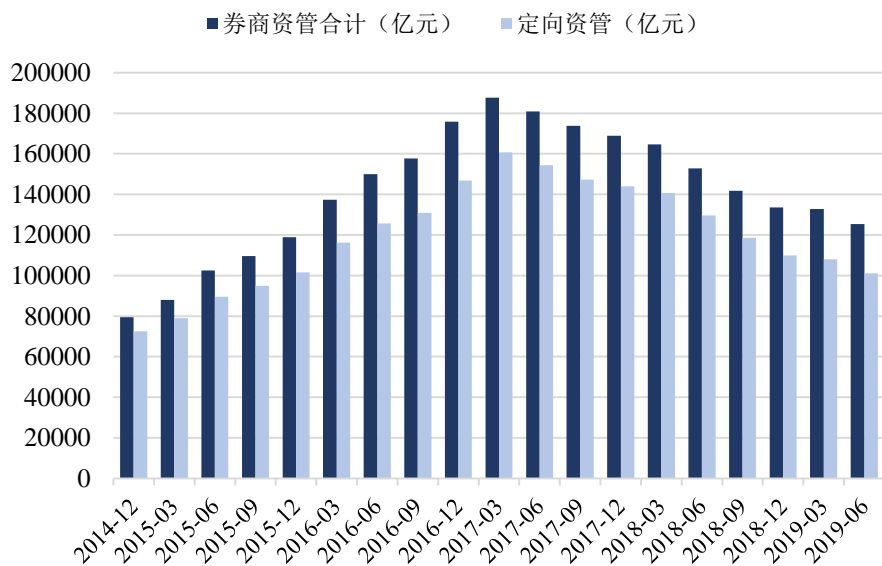


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.3 资管业务：行业规模有望回升，主动管理转型龙头优势突出

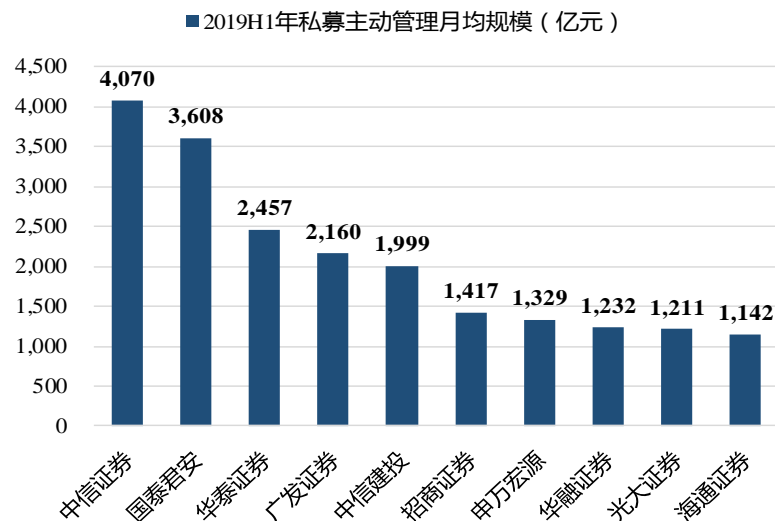
- **通道平稳压缩，行业规模有望触底回升。**2016年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，与此同时，监管要求大集合在整改阶段不得新增，严监管压力下，截至2019H1，行业整体规模较年初下降6.2%至12.5万亿，其中定向资管规模占比较2018年末的82.3%下降1.7pct至80.6%，考虑大集合公募化获批及财富管理有序推进，未来行业规模有望触底回升。
- **主动管理分化业绩，龙头深度受益。**上市券商在2019Q1~3已实现资管业务收入同比正增长（+2%），优于行业水平（-6%），龙头券商受益于优于行业水平的主动管理规模，业绩表现更为突出（中信+14%、海通+15%、华泰+19%）。我们认为龙头券商基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型进度领先同业，预计未来主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

图：券商资管规模进一步收缩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2019H1券商主动型资产管理规模TOP 10

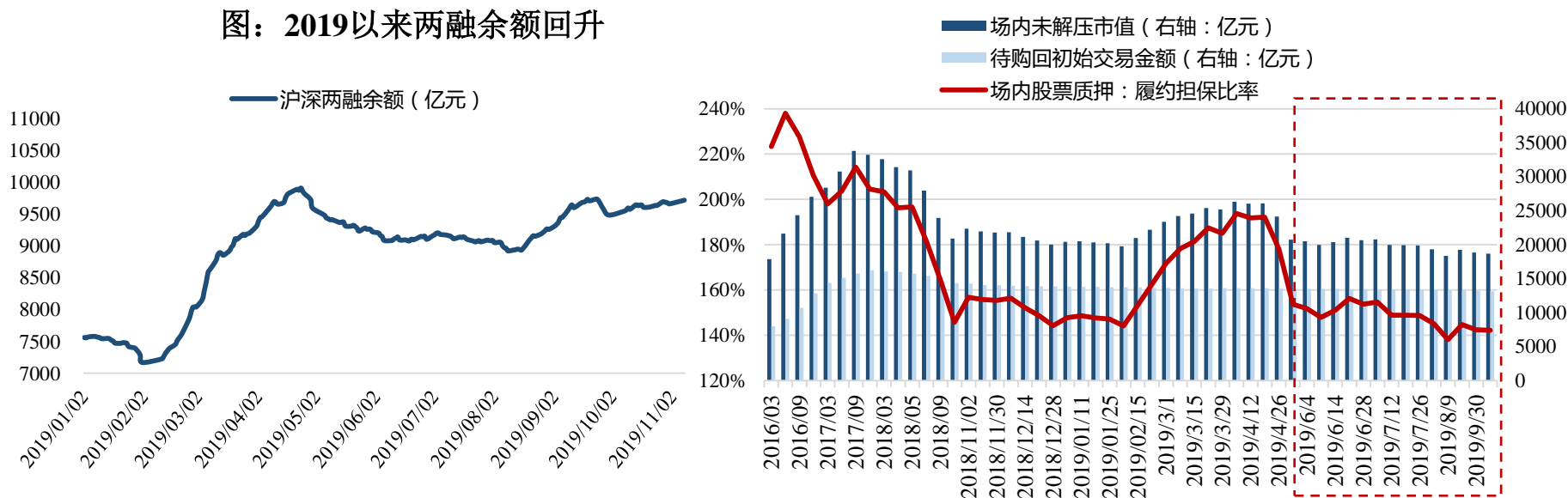


数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

2.3 信用业务：风险可控两融回暖，政策积极提升自主性

- **股票质押风险可控，两融业务回暖。**1) 截至2019年11月初场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至13119万亿元（较年初下滑5.3%），叠加市场回暖因素，业务整体风险可控。2) 上半年以来两融业务回升显著，后随市场行情回落（8月两融交易机制优化，小幅回升），截至11月初，两融余额较年初+27.8%至9669亿元。
- **政策积极拓宽业务，券商自主性提升。**8月证监会下调转融资费率80BP，两融交易机制大幅度优化，取消了两融交易最低维持担保比例统一限制（不得低于130%），扩大担保物范围，标的扩容（950只增加至1600只）。政策释放积极信号，促进合规资金参与市场投资，与此同时，监管取消监管、自律的强制要求，预计拥有更强自主风险管理能力的券商将获益于自主性和灵活性的提升。

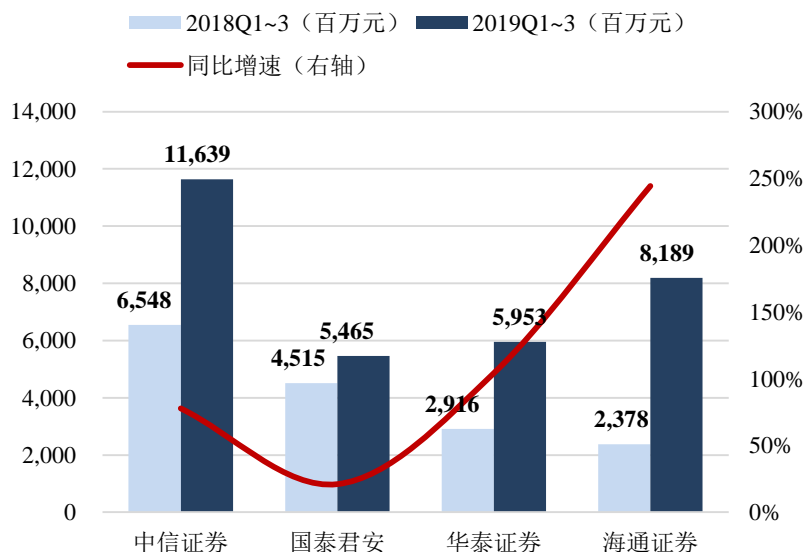
图：股票质押规模收缩，风险可控



2.3 自营业务：股市回暖提升投资收益，丰富交易策略带来稳定收益

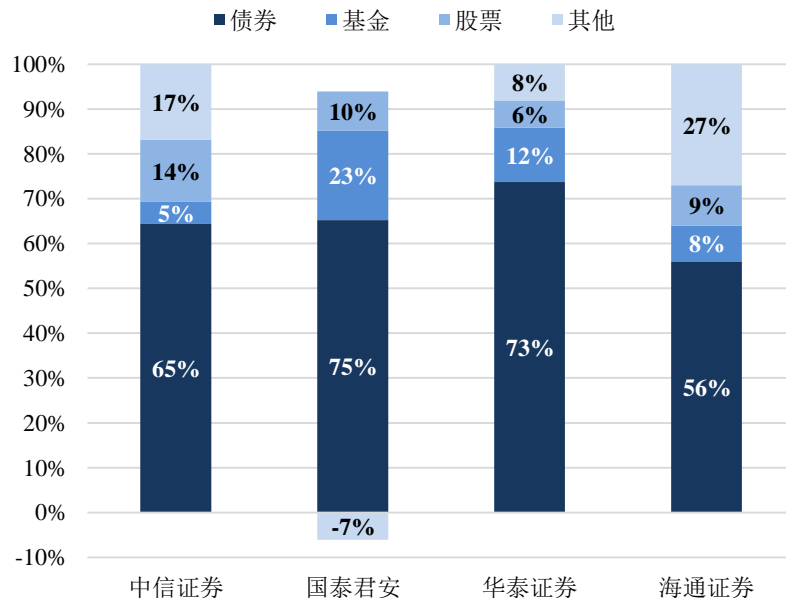
- 股市回暖致投资收益大幅增长，龙头稳健，中小券商弹性更大。2019年前三季度A股市场回暖（沪深300累计上涨28%），大幅拉升投资收益（36家上市券商同比+76%）。龙头券商灵活运用金融工具和衍生品进行风险管理，FICC业务规模增长，表现相对稳健（中信+78%、国君+21%、华泰+104%、海通+244%）。中小券商仍以方向性投资为主，受市场环境影响较大，自营投资收入表现出更显著的弹性（中原证券+145%，华安+135%，长江+126%。）
- 交易策略丰富化，科创板跟投拓宽投资收益。判断未来券商将进一步丰富交易策略以实现投资收益的稳定增长，另外科创板跟投制度的要求（2%-5%，锁定期24个月），将重构券商长期股权投资业务格局，有望带来增量拓宽投资收益。

2019Q1~3 龙头券商投资收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019/06龙头券商的投资资产配置结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

● 2.4 盈利预测、估值及投资建议

- **盈利预测：**我们预计中性假设下，证券行业2020年营业收入、净利润分别增长4.1%、2.2%，ROE为5.8%，净利润增长主要源于资本市场改革驱动、对外开放利好等因素，同时净资产规模增至2.2万亿元。

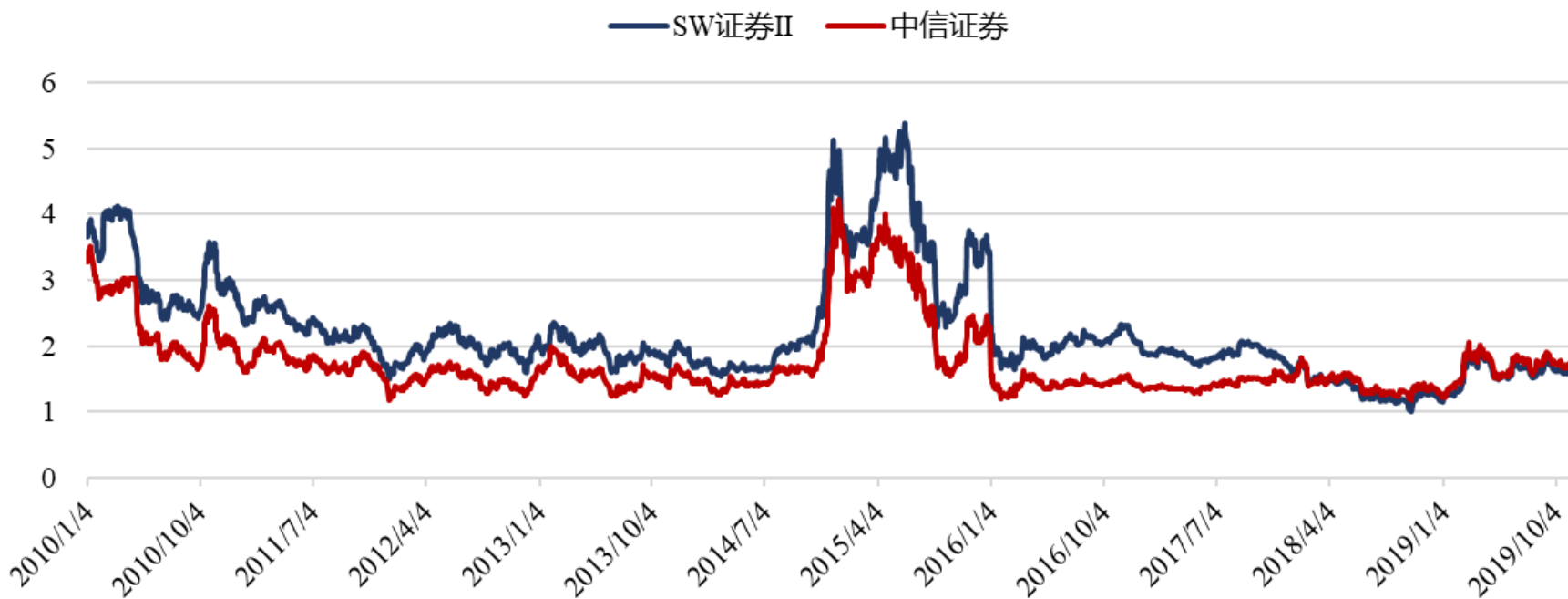
2020年证券行业盈利预测及核心假设

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E (悲观)	2020E (中性)	2020E (乐观)
日均股票+基金成交额	5011	4139	5711	5500	6000	6500
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	821	623	834	698	834	936
IPO募资总额	2301	1375	1949	2000	2100	2200
定增募资总额	12705	7752	6685	6800	7200	7600
券商债券承销金额	45216	56820	71451	75024	82526	94905
承销与保荐业务净收入	384	258	333	264	283	310
财务顾问业务净收入	125	112	91	86	104	109
资产管理规模	172600	133569	125332	115305	126891	130898
资产管理业务净收入	310	275	254	229	252	269
融资融券余额	10263	7557	9709	9500	10000	11000
利息净收入	348	215	463	356	419	488
证券投资收益（含公允价值变动）	861	800	1172	1113	1347	1406
营业收入	3113	2663	3483	3079	3626	3956
净利润	1130	666	1241	1047	1269	1424
净利润率	36.3%	25.0%	35.6%	34.0%	35.0%	36.0%
净利润增速	-8.5%	-41.0%	86.3%	-15.7%	2.2%	14.7%
净资产	18500	18900	21100	22228	22362	22454
ROE	6.5%	3.6%	6.2%	4.8%	5.8%	6.5%

2.4 盈利预测、估值及投资建议

- 政策催化行业估值提升：2019年市场流动性显著改善，监管不断释放积极信号，判断2020年证券行业将深度受益于流动性改善带来的风险偏好提升以及资本市场深化改革红利，各项业务释放潜力，提振业绩。当前时点，SW证券II整体估值约为1.6倍静态PB，行业龙头中信证券为1.7倍静态PB，产生明显估值溢价，未来看好综合实力领先且表现稳健的龙头券商估值进一步抬升。

SW证券II及中信证券历史估值水平（市净率）



2.4 盈利预测、估值及投资建议

- 投资建议：重点推荐中信证券、海通证券、中金公司、东方财富。1) 中信证券作为券商龙头，最受益行业集中度提升，领先的投资交易能力贡献增量盈利；2) 海通证券资产管理转型推进迅速，国际业务稳步发展，估值较低且业绩弹性大；3) 中金公司业绩增速领先传统券商，最受益券商国际化及科创板；4) 东方财富作为最具成长性的零售证券龙头，业绩维持高增长，获取基金管理牌照后进军财富管理市场。

重点推荐标的盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中信证券					
营业收入	43,292	37,221	46,331	48,129	48,088
归属于母公司股东净利润	11,433	9,390	14,414	14,718	13,850
归属于母公司股东净资产	149,799	153,141	165,641	174,719	185,055
归属于母公司股东净利润增速	13.92%	-14.02%	24.48%	3.88%	-0.09%
P/B (A)	1.81	1.77	1.64	1.55	1.47
P/B (H)	14.24	17.34	11.29	11.06	11.75
海通证券					
营业收入	28,222	23,765	32,638	35,853	37,991
归属于母公司股东净利润	8,618	5,211	9,998	11,488	12,017
归属于母公司股东净资产	117,755	117,859	127,616	135,633	135,676
归属于母公司股东净利润增速	7.15%	-39.54%	91.86%	14.90%	4.60%
P/B (A)	1.39	1.39	1.28	1.21	1.21
P/B (H)	0.83	0.83	0.76	0.72	0.72
中金公司					
收入及其他收益总额	15,260	18,540	21,653	24,140	25,400
归属于母公司股东净利润	2,766	3,492	4,786	5,860	6,168
归属于母公司股东净资产	36,707	42,184	46,251	51,233	56,475
归属于母公司股东净利润增速	51.97%	26.24%	37.04%	22.46%	5.25%
P/B (H)	1.56	1.36	1.24	1.12	1.01
东方财富					
营业总收入	2,547	3,123	4,448	6,183	6,657
归属于母公司股东净利润	637	959	2,001	2,937	3,315
归属于母公司股东净利润增速	-10.77%	50.52%	108.72%	46.79%	12.85%
P/E	158.90	105.56	50.58	34.46	30.53

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2019年11月08日收盘价）

● 风险提示

- 1) **保险新单大幅下滑**：2020年寿险开门红不及预期，如果保费增长不及预期，会影响保险公司盈利、NBV增长、EV增长等基本面指标的预期；
- 2) **股市进一步调整**：股市波动将对券商、保险的投资端造成冲击，同时进一步提升股权质押风险；
- 3) **监管趋严**：政策放开将刺激市场活跃度，若监管趋严，部分业务将受限从而影响业绩。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园