

非银2020年二季度策略

——不畏浮云遮望眼，关注金融股的长期价值

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

二零二零年四月一日

● **核心要点：政策推动券商长期阿尔法提升，保险建议关注中国财险** 

- **券商：**1) 资本市场改革有序推进，产业政策放松引导券商转型发展，推动行业长期阿尔法提升。2) 政策支持+疫情影响有限，中短期贝塔属性凸显。券商板块对政策具有较高敏感性，今年以来整体政策向好，市场流动性充足。行业受疫情影响有限，驱动券商盈利增长。3) 个股层面，建议关注最具成长性+一季度有望超预期的零售证券龙头【**东方财富**】，业绩增长确定、中期有核心变化且低估值的**国元证券**，最受益行业集中度提升的龙头券商【**中信证券**】、【**华泰证券**】、【**中金公司**】。
- **保险：**1) 疫情影响下负债端短期承压，长期利于社会保障意识提升，保障性需求有望在疫情后出现报复性反弹。2) 利率下行周期，准备金及资产再配置均会有一定负面压力，但当前股价已经充分反映此悲观预期。另外，财险负债久期远小于寿险，对利率敏感度较低，因此从利率维度出发，财险优于寿险。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。个股层面，建议关注【**中国平安**】、【**中国太保**】、【**中国人寿**】。重点推荐短期承保有望回暖+长期高股息低估值的【**中国财险**】。
- **风险提示：**1) 股市进一步调整；2) 监管趋严；3) 国内外疫情控制不及预期；4) 保险代理人不及预期；5) 宏观经济下行。

券商：政策积极向好，看好行业长期阿尔法



■ 政策积极向好，看好行业长期阿尔法

■ 中期受疫情影响有限，贝塔属性凸显

■ 投资建议：关注弹性及价值龙头标的

■ 风险提示

1.1 行业趋势：政策放松引导业务松绑，驱动行业阿尔法收益

- 再融资新规进一步放松，新证券法推进市场改革，并表监管试点政策引导释放积极信号。2020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。

表：2020年以来重要政策事件梳理

时间	监管部门	事件
2020/1/23	证监会	证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于2020年6月1日正式施行。调整完善的内容主要有以下几方面：一是鼓励价值投资，引入长期增量资金。对证券公司投资政策性金融债、指数基金、成分股等适度“松绑”，推动资本市场引入长期增量资金。二是有针对性强化资本约束，防范突出风险点。三是结合市场发展实践，提升指标体系完备性。四是满足差异化发展需求，择优释放资本空间。
2020/2/14	证监会	证监会发布“再融资新规”，此次修改显著放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求，具体包括对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等方面的放松。
2020/2/28	证监会	证监会有关部门负责人就并购重组项目的配套融资部分如何与再融资新规衔接答记者问，允许上市公司履行内部决策程序后，对配套融资部分做适当调整。
2020/3/1	证监会等	新《证券法》正式实施，上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度，已暂停上市的公司债券分别按照上交所和深交所《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》相关规定执行；证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，公司债券公开发行实行注册制。
2020/3/6	证监会	《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》公开征求意见。
2020/3/6	证监会	证监会对证券公司缴纳证券投资者保护基金的比例进行调整。
2020/3/13	证监会	证监会宣布，自4月1日起取消证券公司外资股比限制，符合条件的境外投资者可根据法律法规、证监会有关规定和相关服务指南的要求，依法提交设立证券公司或变更公司实际控制人申请。
2020/3/20	证监会	证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》，明确战略投资者具体界定要求及流程。
2020/3/27	证监会	经行业互评和外部专家评审，决定将中金公司、招商证券、中信证券、华泰证券、中信建投、国泰君安6家证券公司纳入首批并表监管试点范围；将逐步允许参与试点机构试行更为灵活的风控指标体系，初期对试点机构母公司风险资本准备计算系数由0.7调降至0.5，表内外资产总额计算系数由1降至0.7。

数据来源：证监会、国务院等，东吴证券研究所

1.1 行业趋势：政策放松引导业务松绑，驱动行业阿尔法收益

- **政策引导释放积极信号，新证券法落地开启资本市场新篇章。**2020年3月1日，新证券法正式实施，注册制加速推进，强化投资者保护水平，提高违法成本，重塑资本市场监管体系，将保障资本市场长期健康平稳发展。公开发行公司债券实行注册制，资本市场改革有序进行。积极的产业政策与流动性政策叠加背景下，券商有望深度受益。
- **政策变革范围对应多种业务领域，利好券商转型发展，进一步提升券商重要性，积极推动券商阿尔法：**1) 科创板——国家层面支持科技创新企业，贯彻新发展理念，为深化供给侧结构性改革的重要举措，有助于规范科创板证券发行、再融资行为。2) 再融资——进一步提升券商重要性，促进资本市场改革，激发市场活力并为注册制做重要铺垫。3) 两融制度优化——降低融资成本，提升两融交易市场活跃度。4) 基金投顾——促进券商财富管理业务模式转型，基金投顾业务的开展将为券商带来增量收入。

表：多业务板块重要政策梳理

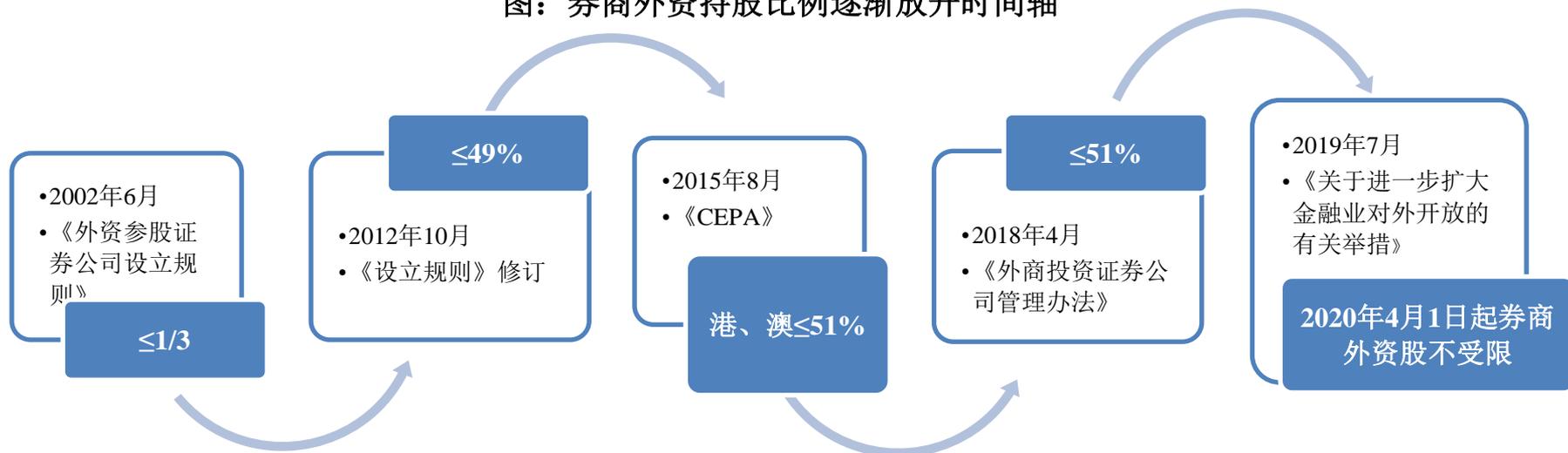
关键词	时间	事件
科创板	2019年1月30日	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》
	2019年11月8日	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见
再融资	2019年11月8日	修改再融资规则，公开征求意见
	2020年2月14日	再融资新规发布
两融优化	2019年8月9日	《融资融券交易实施细则》
基金投顾	2019年10月	《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》
	2020年3月	包括华泰证券、中国银河在内的多家券商公告获得基金投资顾问试点资格

数据来源：证监会、公司公告，东吴证券研究所

1.2 行业趋势：市场环境促进衍生品发展，驱动行业阿尔法收益

- 逐步放开外资持股比例限制，短期激活市场长期正向引导。2020年3月14日证监会明确，自2020年4月1日起取消证券公司外资股比例限制。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。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。
- 并表监管试点落地，行业杠杆上限有望提升，衍生品将迎来新发展，进一步驱动券商阿尔法。2017年监管环境升级，大幅提高衍生品准入门槛，进一步促进了市场集中度的提升，此后，衍生品种类不断扩充，监管趋于市场化转变。2020年3月证监会宣布6家头部公司的并表监管试点，允许试行更灵活的风控指标体系，头部券商资本运作空间更大，新监管环境给场外衍生品带来发展机遇，或成为券商差异化竞争的重要业务，贡献阿尔法收益。

图：券商外资持股比例逐渐放开时间轴



1.3 行业趋势：并购增资配股增强资本实力，驱动行业阿尔法收益

- **并购整合快速提升实力，行业集中度有望提升。**在金融供给侧改革和外资放开的背景下，券商对于转移风险、提升竞争力和跨越增长瓶颈具有迫切需求，而并购整合将成为扩大传统业务、加大新业务投入、增强公司综合实力的有效方式。
- **配股增资增强资本实力，进一步做大做强。**多家券商通过增资、配股、发行可转债券、公司债券等方式募集资金，增加公司资本金，扩大业务规模。募资主要用于为子公司增资优化布局、扩大信用和自营业务、加大资本中介业务投入等。预计未来券商将利用资本市场改革机会，进一步扩大业务布局，做大做强。

表：2014~2019年券商行业并购重组事件整理

时间	事件	金额	并购方式
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
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
2018.12.24	中信证券并购广州证券	不超过134.6亿元	换股合并
2016.11.4	中金公司并购中投证券	167亿	换股合并
2014.12.17	东方财富收购宝华世纪证券	1.3亿港元	现金合并
2014.7.25	申银万国并购宏源证券	400亿元左右	换股合并
2014.4.22	国泰君安收购上海证券	35.71亿元	现金合并
2014.1.16	广州证券并购天源证券	6亿元	现金合并
2014.1.10	方正证券重组民族证券	132.02亿元	换股合并

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：2019~2020年券商配股增资事件整理

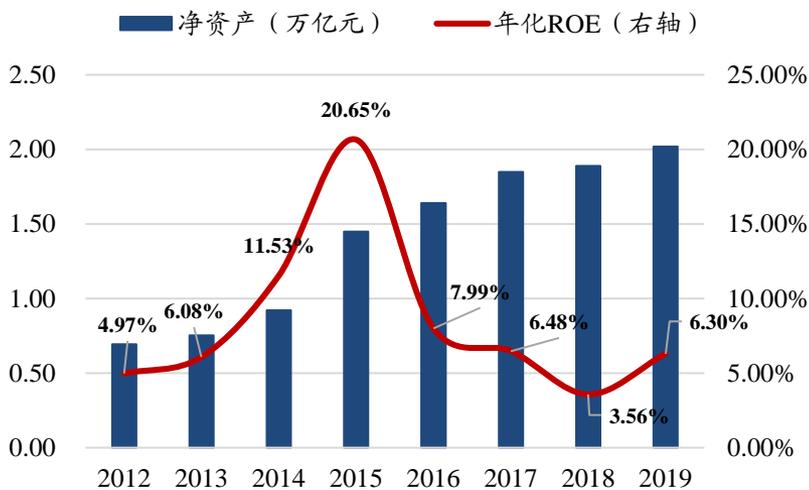
时间	券商名称	内容	总额
2020.3.10	东吴证券	配股	不超过65亿元
2020.3.6	天风证券	配股	不超过80亿元
2020.3.12	华安证券	可转债	28亿元
2020.3.3	国信证券	定向增发	150亿元
2020.1.14	国海证券	配股	39.94亿元
2020.1.21	第一创业	定向增发	60亿元
2020.1.20	中信证券	定向增发	130亿元
2020.1.10	中信证券	定向增发	134.6亿元
2019.12.27	西南证券	定向增发	70亿元
2019.12.19	中原证券	定向增发	55亿元
2019.11.9	华林证券	可转债	20亿元
2019.10.15	国元证券	配股	55亿元
2019.10.10	南京证券	定向增发	60亿元
2019.5.21	财通证券	可转债	38亿元
2019.3.16	浙商证券	可转债	10.85亿元
2019.3.13	招商证券	配股	128.05亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4 行业趋势：杠杆率稳中有升，ROE显著回升

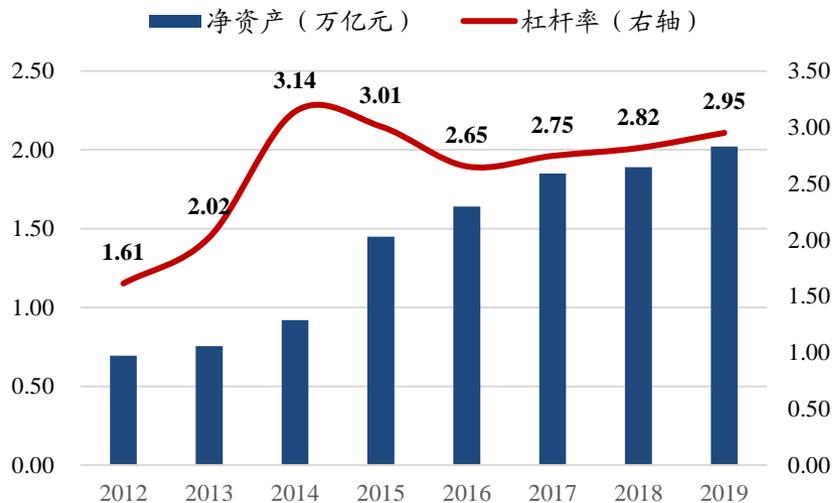
- **政策推动，行业杠杆率稳中上升。**自2016年以来，券商行业杠杆率稳步上升，2020年3月并表监管试点落地，有望提高行业的杠杆上限。截至2019年达2.95，系监管层通过降低转融通费率、扩大短期融资融券额度和许可发行金融债，为优秀券商提供丰富而低成本的融资渠道。此外，券商有望通过募资进一步提升市场竞争力。
- **ROE显著回升，仍存在提升空间。**券商行业年化ROE回升至6.30%（2018为3.56%），对标海外，近三年高盛平均ROE9.2%，国内龙头中信证券平均ROE7.9%，另外叠加行业杠杆率上升趋势，证券行业ROE仍存在较大提升空间。

图：券商行业2012-2019净资产及年化ROE



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图：券商行业2012-2019杠杆率（剔除客户交易金结算）

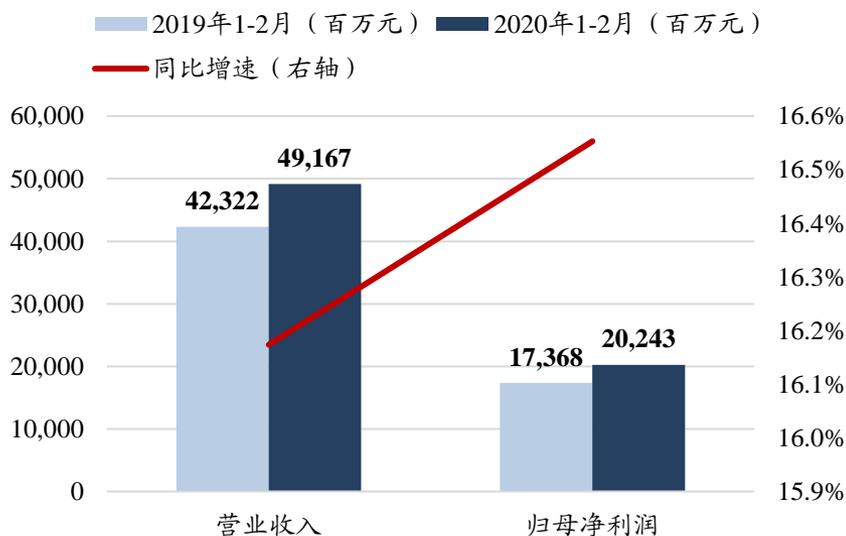


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.1 2020年1-2月业绩概述：交易活跃，业绩同比保持增长

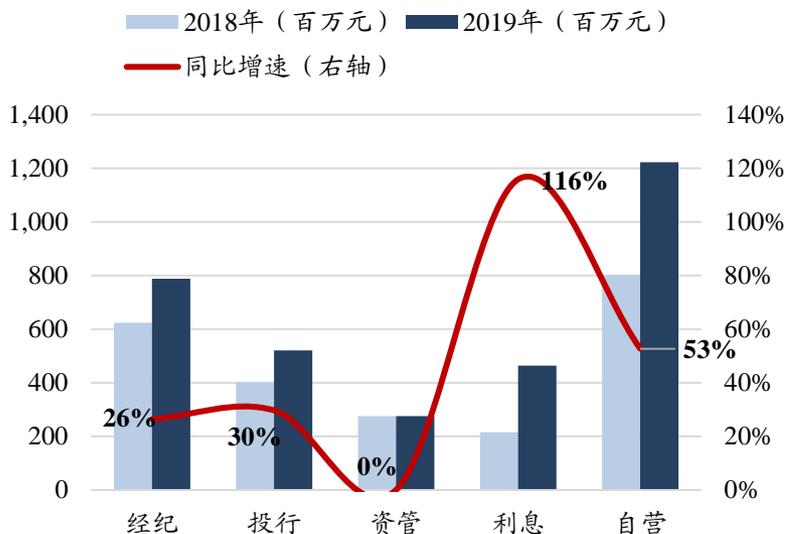
- 受疫情影响有限，业绩同比保持增长。39家上市券商（不包括红塔和国盛）2020年1-2月合计实现营业收入同比+16%至492亿元，归母净利润同比+17%至202亿元。2020年前两个月业绩较2019年同期好转，源于交易活跃度显著提升，新冠肺炎疫情影响有限（沪深300较年初下跌10%，市场股基日均成交额同比+48%）。

图：上市券商2020年1-2月业绩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：证券行业2018-2019年收入结构

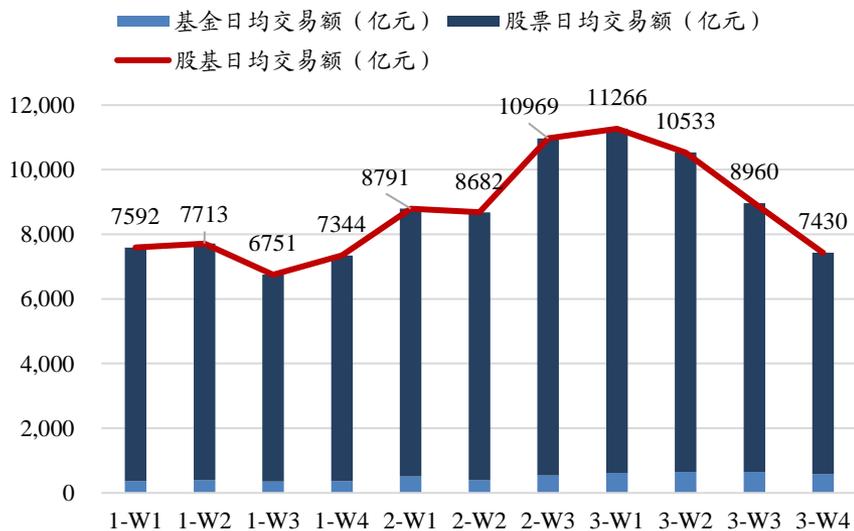


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.2 经纪业务：中期交投活跃度提升，促进经纪业务发展

- 近期市场交投活跃度提升，经纪业务中期利好。2020年以来，受利好政策影响，市场交投活跃度出现明显提升。3月连续三周日均股基交易额破万亿。2020年一季度 股基日均交易额同比+47%至9127亿元。市场活跃促进券商经纪业务向好，中期整体乐观，经纪业务占比较高公司更显著受益，其中东方财富市场占有率预计持续提升，交易活跃背景下直接受益，一季度有望超预期。

图：2020年以来交投活跃度显著提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：经纪业务占比较高公司

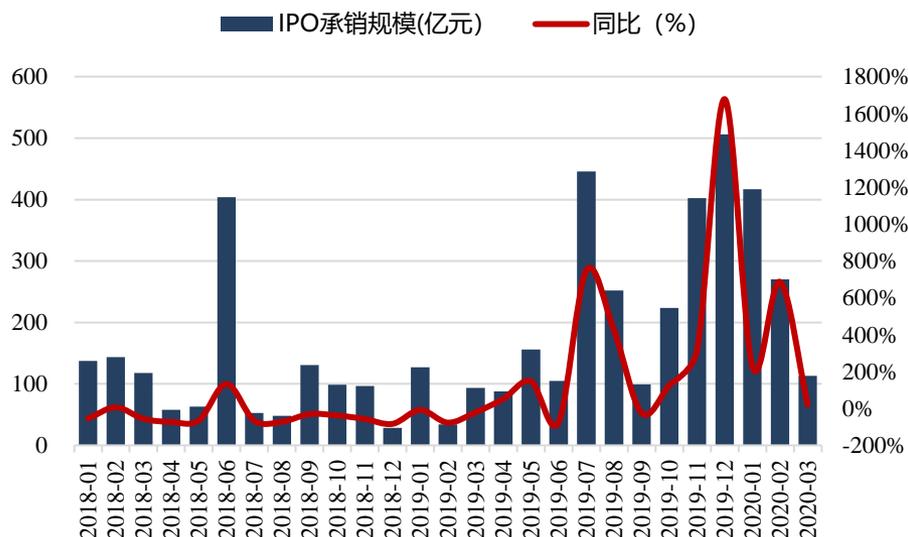
券商名称	2017	2018	2019Q3	平均
方正证券	41%	41%	46%	58%
中国银河	38%	38%	34%	52%
国信证券	34%	34%	34%	49%
华林证券	18%	18%	30%	37%
国金证券	26%	26%	30%	40%
长江证券	38%	38%	30%	49%
华西证券	30%	30%	29%	56%
浙商证券	27%	27%	28%	42%
中原证券	31%	31%	28%	44%
南京证券	30%	30%	28%	48%
东吴证券	26%	26%	28%	36%
招商证券	28%	28%	27%	42%
华安证券	33%	33%	26%	55%
申万宏源	25%	25%	26%	44%

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

- 科创板推进IPO市场整体好转，龙头券商受益。2019年科创板开板，行业IPO规模同比+84%至2532亿元，截至2020年3月31日，IPO承销规模同比+214%至800亿元。受益于科创板IPO项目迅速增长，券商在短期内储备充足项目。科创板储备项目中，前7家券商占比超过50%，龙头券商受益更为明显。
- 再融资政策落地，有望带来业绩增量。2月14日，证监会正式发布再融资新规，包括定增价格降低，锁定期缩短，批文有效期延长，创业板发行条件放宽等多个方面。再融资新规叠加并购重组管理办法，政策组合将使上市公司有更大的融资和股价操作空间，预计将使2020年IPO和再融资总规模突破2万亿，为券商带来大幅业务增长，对龙头券商更为利好。

图：行业股权融资规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：再融资规模及同比增速

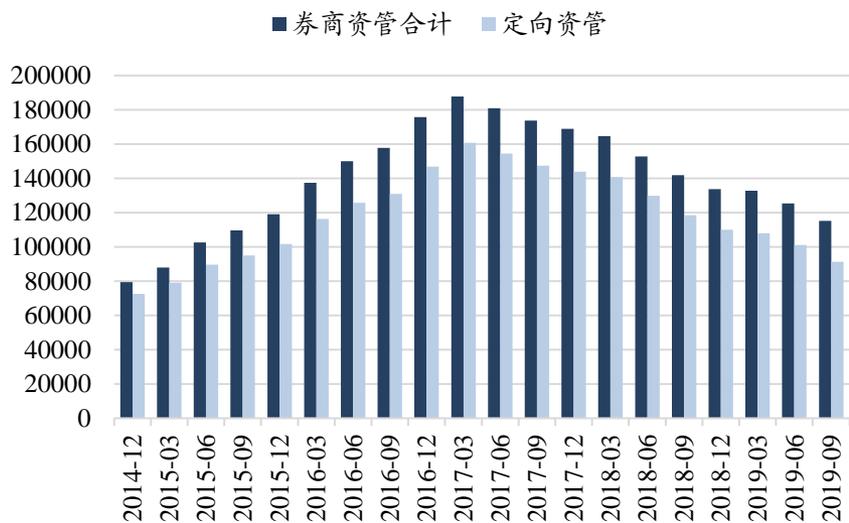


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4 资管业务：通道平稳压缩，主动管理转型龙头优势突出

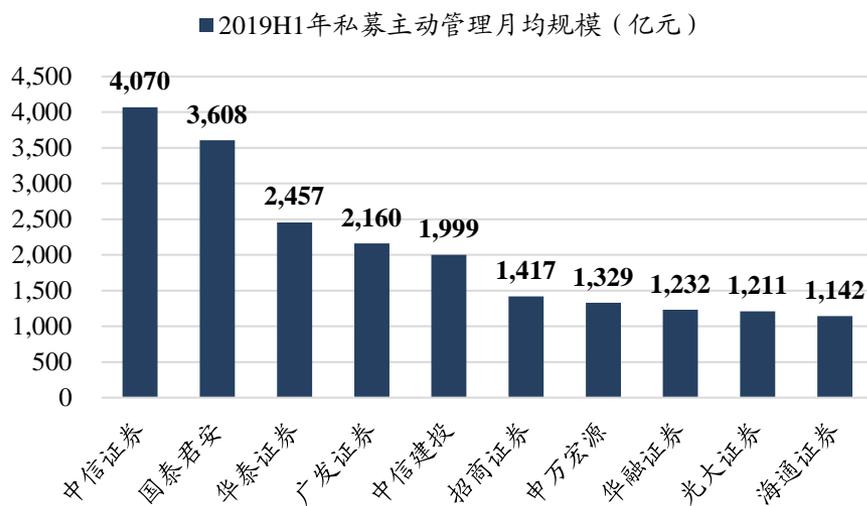
- **通道平稳压缩，资管新规或将延期减弱冲击。**2016年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，严监管压力下行业规模逐渐下滑，截至2019Q3，行业整体规模较年初-13.8%至11.5万亿，其中定向资管规模占比较2018年末的82.3%下降3.1pct至79.2%，通道规模平稳压缩。2020年2月7日，央行表示正在评估是否将资管新规过渡期延长一年，监管或迎边际放松。
- **主动管理分化业绩，龙头深度受益。**上市券商在2019Q1~3已实现资管业务收入同比正增长（+2%），优于行业水平（-6%），龙头券商受益于优于行业水平的主动管理规模，业绩表现更为突出（中信+14%、海通+15%、华泰+19%）。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（亿元）



数据来源：基金业协会，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

2.5 信用业务：风险可控两融回暖，中期活跃度提高

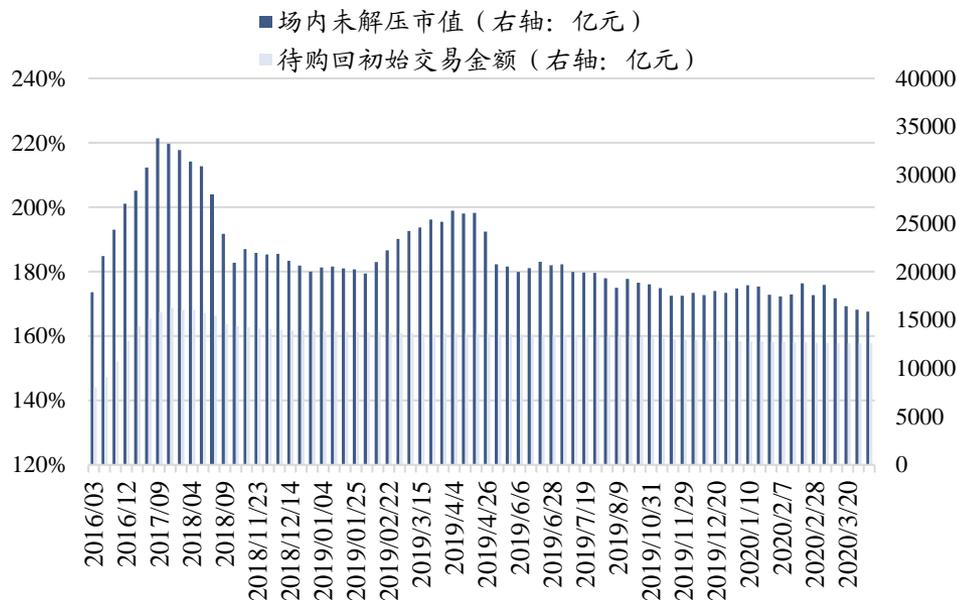
- 两融余额提高，市场风险偏好同比提高。2019年8月两融新规正式实施，取消了两融交易最低维持担保比例统一限制（不得低于130%），扩大担保物范围，标的扩容（950只增加至1600只），交易机制大幅度优化，激发市场活力。2020年以来两融余额上升，近期随市场回落，截至3月31日，较年初+3.9%至10651亿元。
- 股票质押业务收缩规模，风险可控。截至2020年3月31日，场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至12614亿元（较年初下滑1.78%），叠加市场回暖因素，业务整体风险可控。

图：近期两融余额随市场回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：股票质押规模收缩



数据来源：Choice，东吴证券研究所

2.6 自营业务：降息利好债市、稳定股市，券商自营收益有望提升

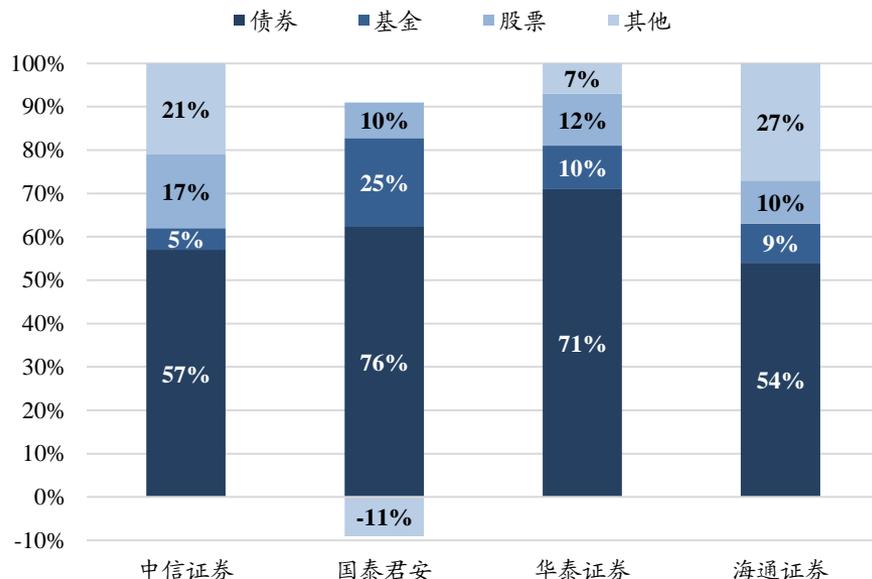
- **央行连续降息利好债市，提升券商自营收入。**2月以来央行连续降息，截至2020年3月31日10年期国债收益率较年初下行55bp至2.59%，利好债券市场。大型券商自营资产配置更加稳健（中信、国君、华泰、海通债券资产占比均在50%以上），降息周期下债券收益增长将直接提升自营收入。
- **权益市场波动，中小券商波动放大。**上证综指于年后开盘首日下跌近8%，随后在宽松的流动性政策支持下震荡回升；考虑到近期全球疫情扩散加速及降息潮，或可期待进一步降息降准以稳定股市。中小券商仍以方向性投资为主，受市场环境影响较大，预计自营投资收益将随市场波动而呈现更大的波动。

近期央行连续降息

时间	措施
2月3日	7天期、14天逆回购利率分别下调10bp至2.40%、2.55%。
2月17日	MLF利率下调10bp至3.15%。
2月20日	一年期LPR利率下调10bp至4.05%，五年期LPR利率下调5bp至4.75%。
3月30日	7天期逆回购利率下行20bp至2.20%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019年龙头券商的投资资产配置结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

● 3. 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15.6%、18.4%，ROE为7.0%，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	2019	2020E（悲观）	2020E（中性）	2020E（乐观）
日均股票+基金成交额	5011	4139	5597	6500	8000	9500
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	821	623	788	825	1054	1275
IPO募资总额	2301	1375	2532	2600	2800	3000
定增募资总额	12705	7752	6932	9012	11091	13171
券商债券承销金额	45216	56820	76121	79927	87920	101108
承销与保荐业务净收入	384	258	377	391	438	499
财务顾问业务净收入	125	112	105	100	121	126
资产管理规模	172600	133569	125332	115305	126891	130898
资产管理业务净收入	310	275	275	253	277	295
融资融券余额	10263	7557	10193	10000	12000	14000
利息净收入	348	215	464	469	521	575
证券投资收益（含公允价值变动）	861	800	1222	1161	1344	1405
营业收入	3113	2663	3605	3532	4166	4692
净利润	1130	666	1231	1201	1458	1689
净利润率	36.3%	25.0%	34.1%	34.0%	35.0%	36.0%
净利润增速	-8.5%	-41.0%	84.8%	-2.4%	18.4%	37.2%
净资产	18500	18900	20200	21434	21575	21713
ROE	6.5%	3.6%	6.3%	5.8%	7.0%	8.1%

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

3. 盈利预测、估值及投资建议

- 长期政策催化行业估值提升，中短期贝塔属性凸显：长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期ROE中枢提升，券商 α 明显提升；从短期 β 角度和行业比较来看，券商的 β 属性较为明显，目前券商板块正处于长期 α 和短期 β 共振的区间，板块性机会值得关注。

SW证券II及中信证券历史估值水平（市净率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 盈利预测、估值及投资建议

- **投资建议：**建议关注东方财富、中信证券、华泰证券、中金公司。1) 东方财富作为最具成长性且一季度有望超预期的零售证券龙头，获取基金管理牌照后进军财富管理市场；2) 国元证券业绩增长比较确定，中期有核心变化，估值处于低位；3) 偏长期来看，中信证券、华泰证券、中金公司作为券商龙头，最受益行业集中度提升，竞争优势较强。
- **风险提示：**1) 股市进一步调整；2) 监管趋严；3) 国内外疫情控制不及预期；4) 宏观经济下行。

重点推荐标的盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
东方财富					
营业收入	2,547	3,123	4,181	5,816	7,417
归属于母公司股东净利润	637	959	1,844	2,741	3,627
归属于母公司股东净利润增速	-10.77%	50.52%	92.31%	48.65%	32.33%
P/E	178.33	114.64	59.44	39.15	29.72
中信证券					
营业收入	43,292	37,221	43,140	48,067	51,092
归属于母公司股东净利润	11,433	9,390	12,229	15,703	17,724
归属于母公司股东净资产	149,799	153,141	161,625	171,974	183,427
归属于母公司股东净利润增速	10.30%	-17.87%	30.23%	28.41%	12.87%
P/B (A)	1.79	1.75	1.66	1.67	1.56
华泰证券					
营业收入	21,109	16,108	24,863	28,643	32,083
归属于母公司股东净利润	9,277	5,033	9,002	10,364	11,794
归属于母公司股东净资产	87,336	103,394	122,537	131,246	140,261
归属于母公司股东净利润增速	47.94%	-45.75%	78.86%	15.14%	13.80%
P/B (A)	1.41	1.27	1.22	1.19	1.12
中金公司					
营业收入	11,980	13,340	22,783	21,017	29,346
归属于母公司股东净利润	2,709	3,435	4,239	5,452	6,646
归属于母公司股东净资产	36,707	42,184	48,294	50,021	56,618
归属于母公司股东净利润增速	51.98%	26.24%	21.38%	28.62%	21.89%
P/B (H)	1.36	1.25	1.13	1.10	0.97

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2020年3月31日收盘价，中金公司均为Wind一致预期）

保险：短期负债端承压，建议关注中国财险



- 疫情影响：负债端短期承压，长期推动转型
- 利率下行：长期关注大类资产配置
- 投资建议：关注中国财险
- 风险提示

1.1 疫情对销售的短期影响：开门红承压

- **代理人线下展业受阻，产品销售下滑：**因新冠疫情的影响，导致各地方采取隔离措施，导致代理人无法与客户线下互动交流，复杂性产品的销售受到明显影响。如平安寿险个人新业务2月份单月68亿，在低基数下（19年春节假期在2月份）降幅度高达28.9%，其他上市同业根据草根调研同样呈现不同程度的下滑。
- **复工的推迟、经济的下滑，大额保单销售承压：**全国各地复工的推迟导致居民收入预期下滑，对于未来的现金规划会更加谨慎，而保险消费低频且非刚需，尤其经济的下滑对中小企业主的冲击最大，而此部分群体是大额年金险保单的核心客户。

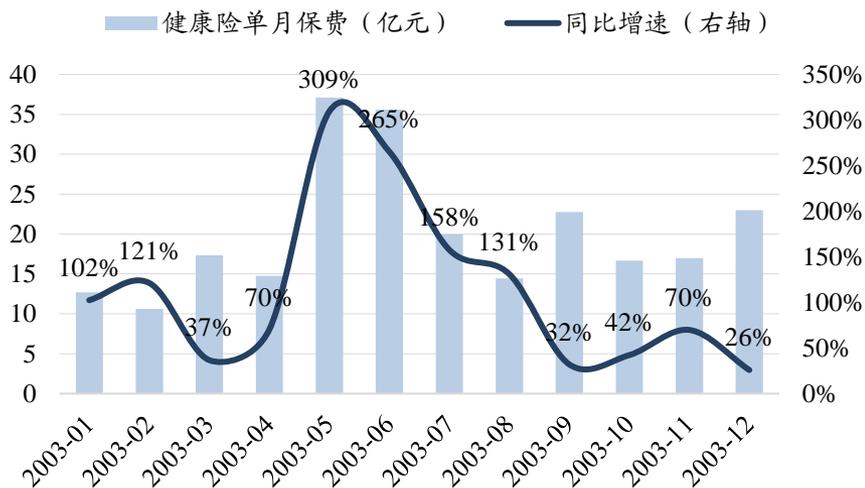
平安个人业务新单保费

平安寿险及健康险个人业务新单保费					
亿元	累计	累计同比	单月	单月同比	
2019-07	944	-7.4%	98	4.0%	
2019-08	1036	-7.3%	92	-6.0%	
2019-09	1139	-7.0%	103	-4.9%	
2019-10	1,223	-7.3%	84	-10.1%	
2019-11	1,299	-8.0%	77	-18.9%	
2019-12	1,481	-3.6%	181	47.7%	
2020-01	265	-14.9%	265	-14.9%	
2020-02	334	-18.2%	68	-28.9%	

1.2 疫情对销售的长期影响：提升保险意识

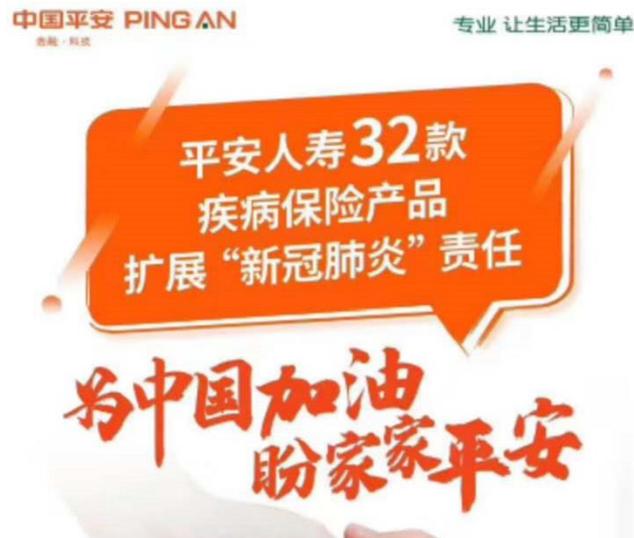
- **疫情促进居民保险意识提升：**突发疫情导致居民对风险有了进一步的认识，重新审视家庭抵抗风险的能力，进而加大对保险产品，尤其是健康险产品的需求。2003年非典后健康险保费增速突飞猛进，疫情稳定后单月保费翻倍增长。
- **保险公司的正面引导：**疫情期间，各家保险公司积极采取各项措施，通过“扩大现有产品保障责任”、“免费赠予专项保险”、“抗疫大咖讲座”等活动，加大保险业作为社会稳定器的正面宣传，提升居民对保险产品的认可度，拓展受众客户。

SARS前后健康险保费规模及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

平安疾病险产品扩展“新冠肺炎”责任



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

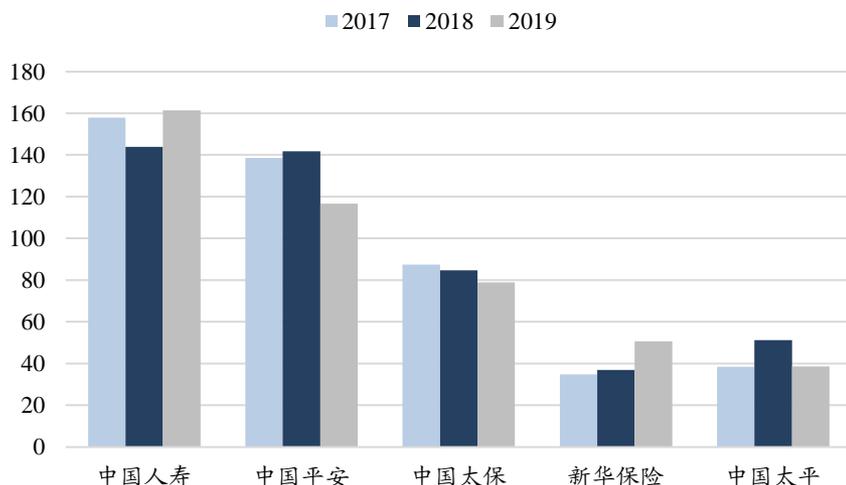
● 1.3 疫情对渠道的短期影响：收入下滑、增员打开

- **保费下滑导致收入下降：**新单保费下降，同时疫情期间难以销售长期限险种，以获客类产品为主，佣金率也明显下降，“量价”齐降，导致队伍的收入下降。
- **失业人数上升，增员入口提升：**一方面，疫情对中小企业冲击较大，尤其是服务行业待就业人数激增，代理人入口确有扩容。另一方面，监管机构引导保险公司降低绩效要求，且不可清虚，代理人出口确有收窄。据草根调研发现，3月份上市保险公司代理人队伍环比、同比均有不同程度的提升。
- **倒逼保险公司加大线上经营：**线下经营和展业均受阻，目前招募、培训、管理、展业均通过线上进行，一方面倒逼保险公司加强科技布局，另外倒逼代理人调整行为习惯，加强线上培训和客户经营，推动行业进阶式发展。

1.4 渠道长期：个险由“人情销售”转为“专业销售”

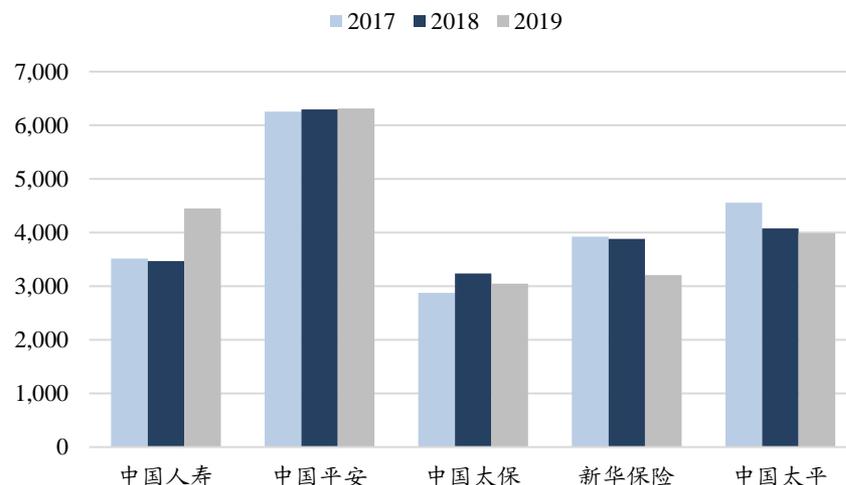
- 个险：拉人头模式一去不复返
- 队伍收入停滞不前，规模增长乏力。2017-2019年平安/国寿/太保/新华/太平队伍收入增速分别为0.5%/10%/2.9%/-10%/-6.4%，队伍规模增速分别为-8%/1%/-5%/21%/0.2%。代理人收入停滞，而社平工资逐年递增、其他行业收入提升，行业代理人规模增长乏力已是不争的事实。
- 居民对保险产品的认识变化。中高端客户群体对代理人的素质要求更高；而中低端客户由于互联网对保险产品的认知也在逐渐提升；且互联网保险及中小险企竞争加剧后对同业产品攻击成为普遍现象，代理人专业能力在当前行业变化中至关重要。

2017~2019年上市险企代理人规模（万人）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2017~2019年上市险企代理人收入（元）

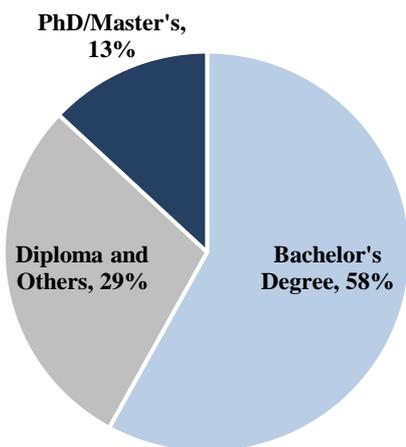


数据来源：银保监会，东吴证券研究所

1.4 渠道长期：个险由“人情销售”转为“专业销售”

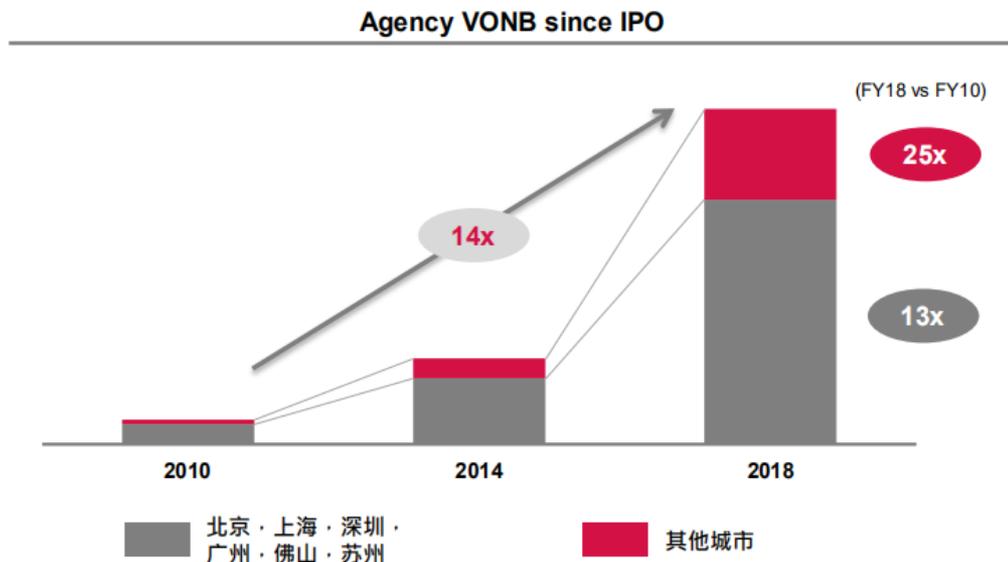
- 个险：提升质量势在必行
- 提升招募门槛。过去拉人头模式下，增员来者不拒，队伍整体素质参差不齐，未来保险公司打造专业化销售队伍必须提升招募门槛，加大入口的管控。借鉴友邦经验，在招募方面可从学历（学习能力）、年龄（客户共鸣）、过往收入（能力证明）等方面严格要求。友邦中国2010-2018年个险渠道NBV增长14倍。

友邦代理人中学士学位以上超过70%



数据来源：公司公开资料，东吴证券研究所

友邦上市后新契约价值增长

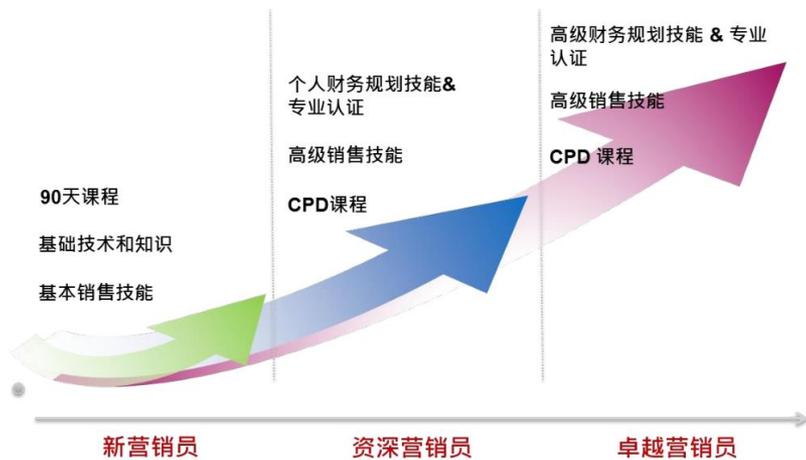


数据来源：公司公开资料，东吴证券研究所

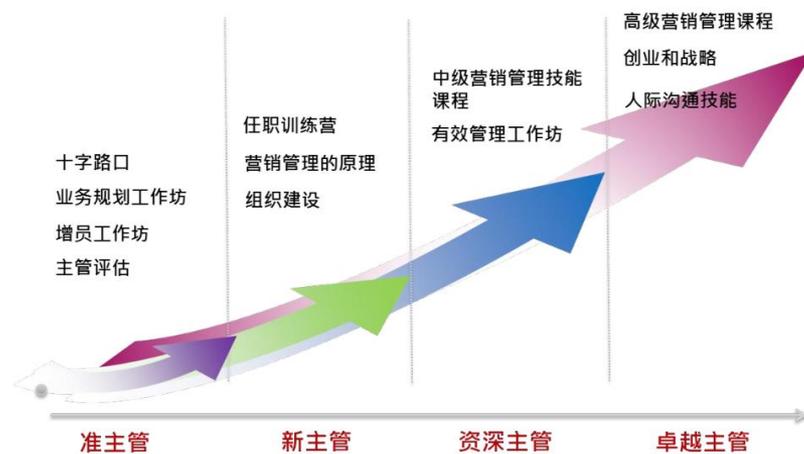
1.4 渠道长期：个险由“人情销售”转为“专业销售”

- 个险：提升质量势在必行
- 加大专业化培训。代理人自身的素质、客户的差异、不同成长阶段所需要的培训差异，同时培训内容不应仅局限于行销和管理等内容，保险公司需建立完善的、差异化的、多方位的培训体系，针对不同阶段的代理人提供不同专业的培训，提升队伍的整体素质。如友邦中国针对营销员、主管不同阶段均有不同的专业培训和课程。

友邦营销员成长路径



友邦营销主管成长路径



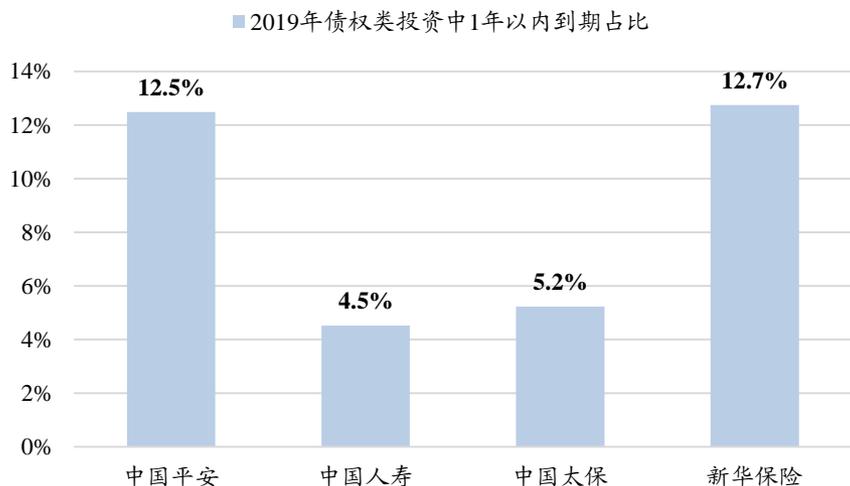
- 1.4 渠道长期：个险由“人情销售”转为“专业销售”

- 个险：提升质量势在必行
- 调整基本法，增加队伍收入。一方面，过去“人海战术”的模式下，队伍呈现金字塔模式，基本法也侧重于增员及组织利益，主管及营销员的收入差异巨大，未来转型方向需要重新调整基本法，加强新人及销售利益，提升销售积极性；另一方面，在股东、客户、渠道的“不可能三角”中适度加强渠道利益，提升队伍收入，增强职业吸引力。

2.1 利率下行：短期影响有限，财险敏感度低

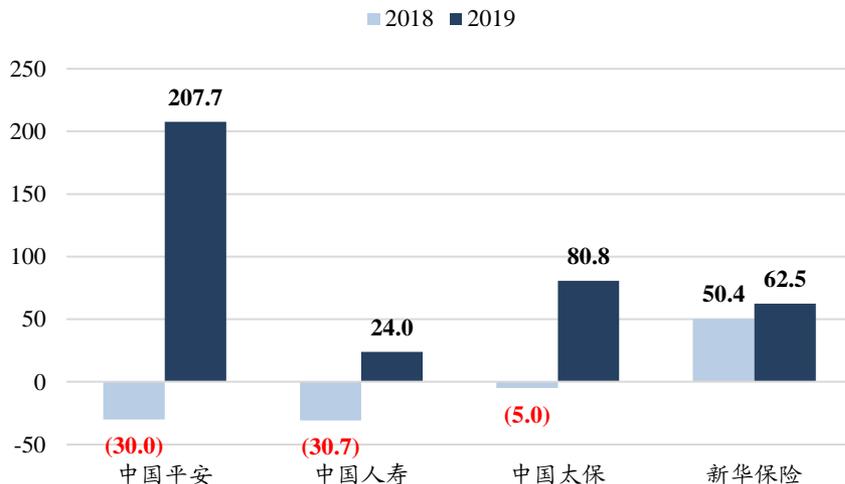
- 对利润的影响：短期关注权益市场变化
- 对投资收益率的影响：新增+到期资产占比较低，2019年债权类资产1年以内占比分别为12%/5%/5%/13%，利率下行对当期投资收益率影响有限，需要关注权益市场的波动对投资收益率的影响。如2016年，10年期国债收益率一度下探至2.6%低位，但上市险企总投资收益率分别为5.3%/4.56%/5.2%/5.1%。
- 对保险责任准备金的影响：2019年上市险企纷纷调整假设增提准备金，平安/国寿/太保/新华增提准备金分别为207.74亿/24.02亿/80.77亿/62.49亿，已适度平滑折现率变动影响，2020年750曲线下移是趋势，但综合溢价有望缓解准备金增提压力。

2019年上市险企债权投资1年以内占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2018、2019年上市险企提取保险责任准备金（亿元）

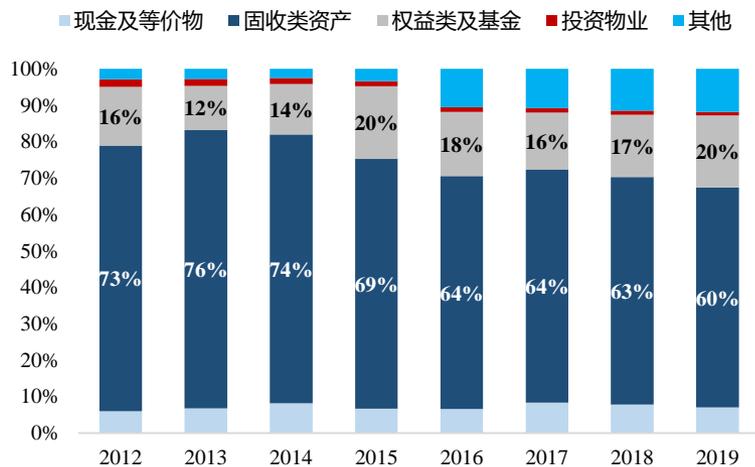


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.1 利率下行：短期影响有限，财险敏感度低

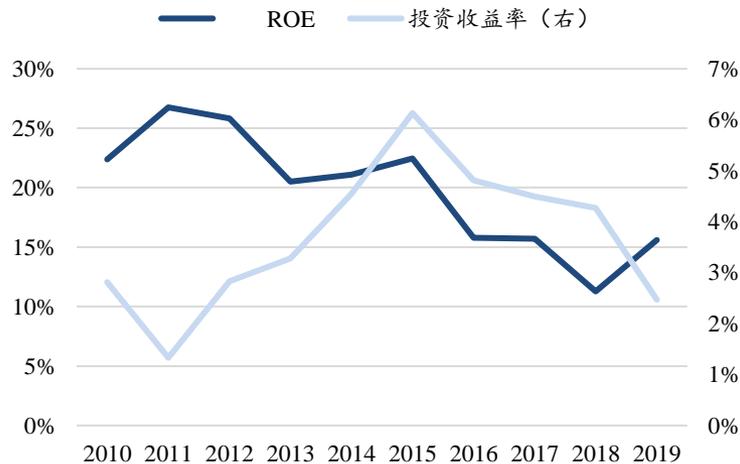
- 财险利率敏感度较低，中国财险优势凸显
- 负债端方面，财险久期短（产品期限一般为1年期及以下），且成本较低极大降低了财产险利率风险敞口，财产险对于投资回报的诉求低于寿险。当前市场普遍担忧长期低利率环境下寿险的利率风险，而财险对于利率的敏感度明显更低有望在当前险偏好下获益。
- 资产配置方面，截至2019年，中国财险现金等价物和定期存款占比20.9%，债券占比32.1%，联营及合营企业占比10.9%。
- 财险的利润主要有承保利润和投资收益，承保利润也是影响财险公司ROE的重要因素

中国财险投资资产配置结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

中国财险ROE与投资收益率

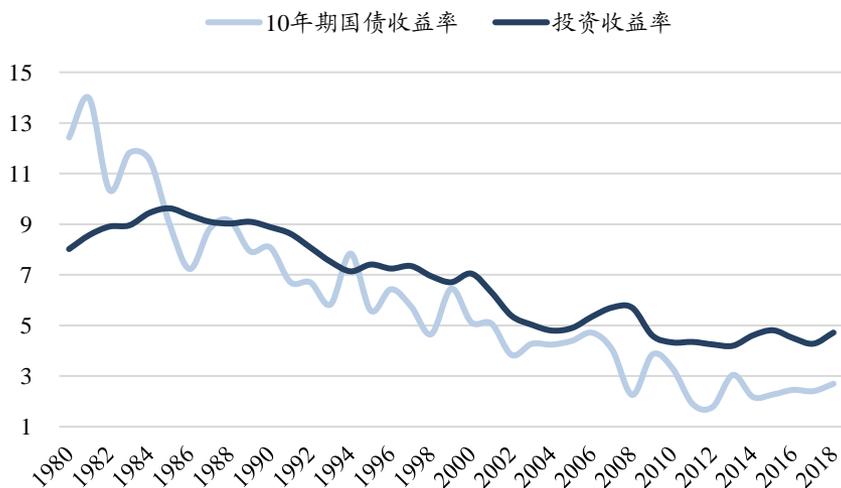


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2 利率下行：长期关注大类资产配置

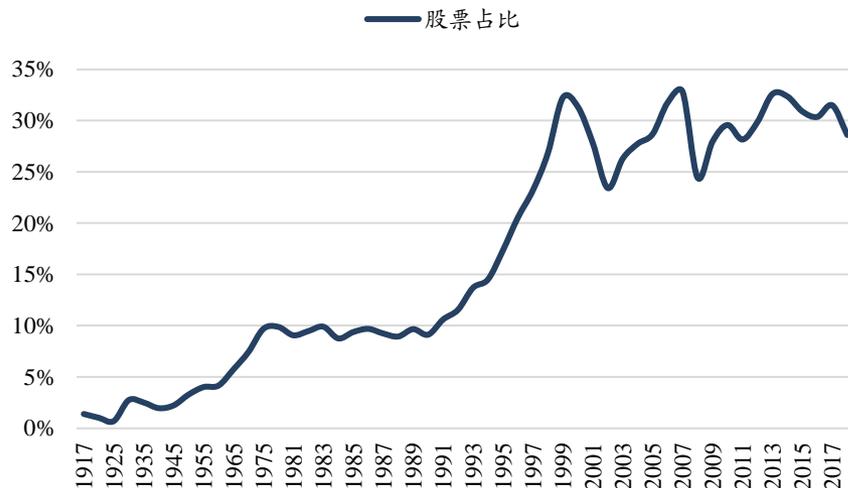
- 海外经验：积极调整资产配置，投资收益率明显高于长债利率
- 美国：调整资产结构积极应对利率下行。(1) 投资收益率维持高位：1980年美国10年期国债收益率由12.43%下滑至2018年的2.69%，但人身险行业投资收益率下滑趋势明显低于长债收益率下滑幅度，仅从8.02%下滑至4.72%，依旧保持相对较高的水平；(2) 应对措施：负债端开发新型品种，独立账户比重提升；资产端一方面加强股票配置，股票资产占比由9.9%提升至28.6%。

美国人身险业投资收益率明显高于长债利率



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

股票占比提高

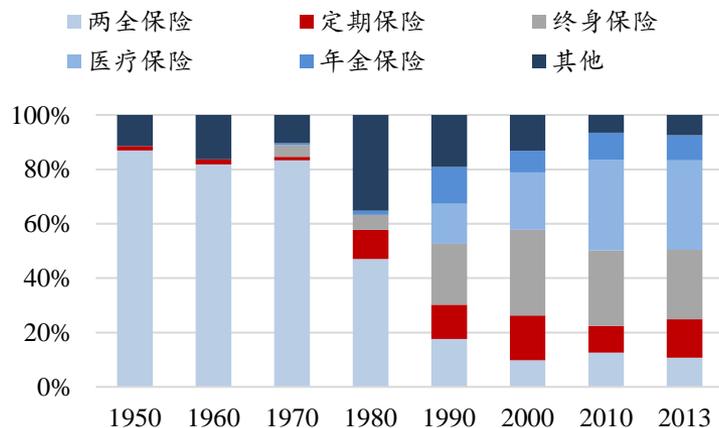


数据来源：ACLI，东吴证券研究所

2.2 利率下行：长期关注大类资产配置

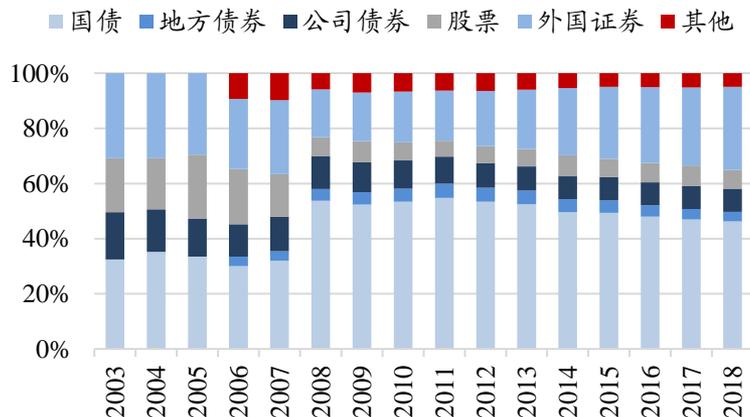
- 海外经验：积极调整资产配置，投资收益率明显高于长债利率
- 日本：负债端调整产品结构、资产端积极参与海外配置。（1）20世纪90年代开始，日本10年期国债收益率8%的高位持续下滑至如今的-0.05%，利差损一度拖累日本人身险行业；
（2）应对措施：负债端降低产品预定利率（2000-2013年新增保单预定利率为1.5%，2014-2016年新增保单预定利率仅为1%）、加大第三领域保险产品（健康险、医疗险）比重，提升死差占比；资产端加大海外资产配置，享受海外经济高速发展速度，2018年海外证券占比30%，仅次于国债占比46%。

日本人身险产品结构



数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

日本保险业资产配置结构



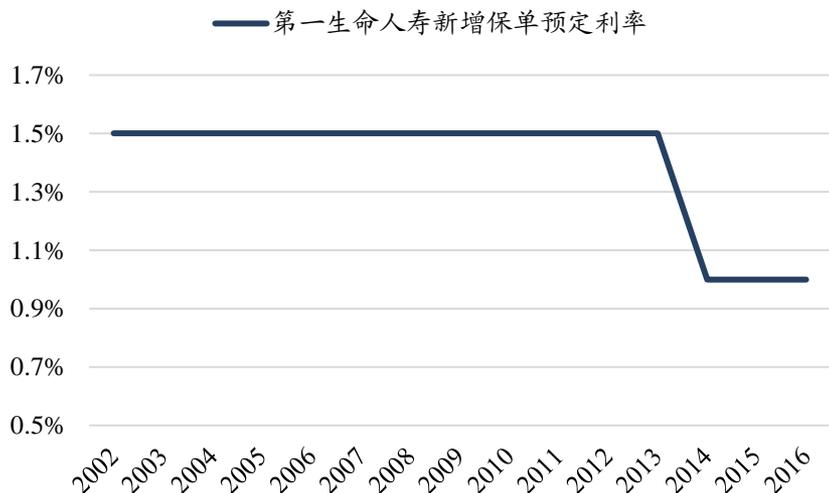
数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

● 2.2 利率下行：长期关注大类资产配置

● 我国应对措施：

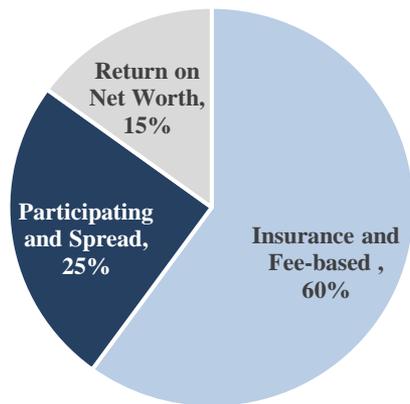
- **降低负债成本：**应对利率下行趋势，保险公司主动降低产品保证利率水平，此前监管将长期年金产品评估利率上限由4.025%下降至3.5%同样也是引导保险公司降低负债成本。据此前调研，中国平安新增负债成本仅1.5%，远低于存量的2.5%。
- **调整产品结构：**借鉴日本和友邦经验，调整产品结构，加大长期保障型产品占比，提升死费差占比，降低保险公司利率敏感度。友邦2019年利源结构中，死费差占比60%，利差占比仅25%。

第一生命人寿新增保单预定利率降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

友邦利源结构



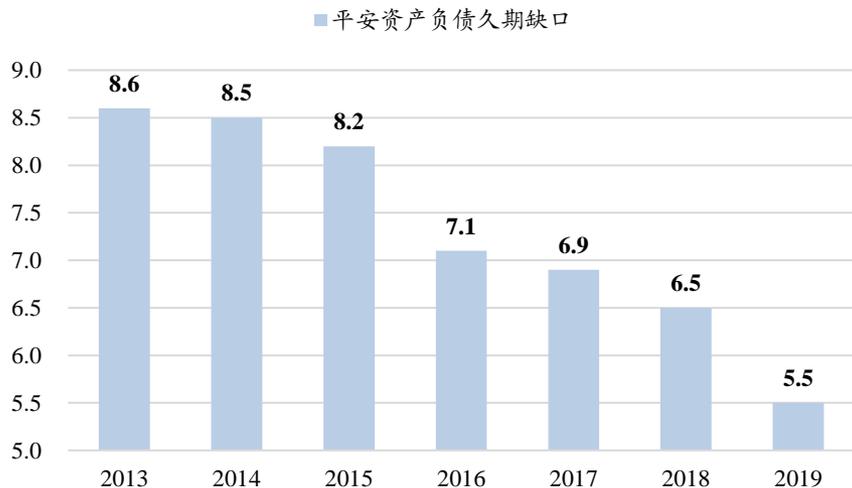
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2 利率下行：长期关注大类资产配置

我国应对措施：

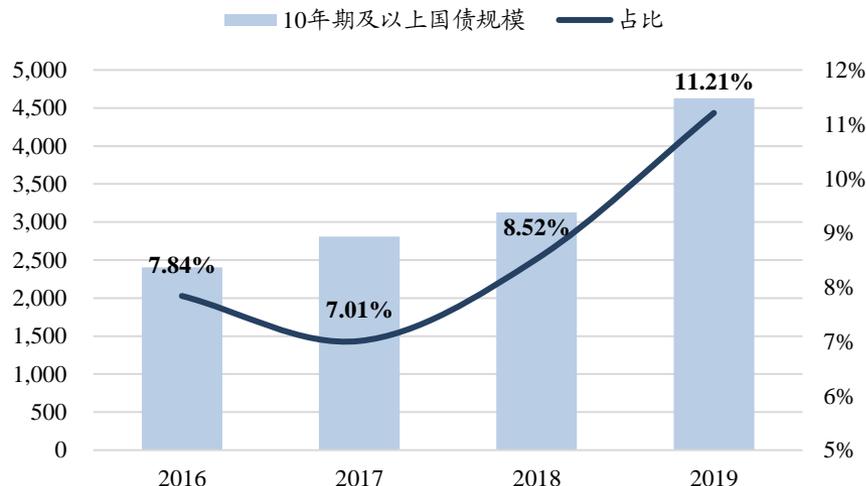
- **调整资产配置：**（1）拉长资产久期。随着长久期债券发行规模的提升（2019年10年期及以上国债发行规模4630亿，同比+48%，占比提升3.69pct至11.21%），保险公司继续加大长久期资产配置，缩短久期缺口。如平安久期缺口由2013年的8.6年缩窄至5.5年；
- （2）加大高股息标的资产配置。加大长期股权投资，精选高股息且盈利稳定的核心资产；
- （3）关注非标机会。资管新规要求资产负债期限匹配，保险资金负债久期长，可承接银行理财投资的优质非标资产；
- （4）挖掘新型投资品种。经济发展过程中，资金需求无所不在，积极关注各领域投资机会。

平安久期缺口下降



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

国债期限结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 盈利预测、估值及投资建议

盈利预测

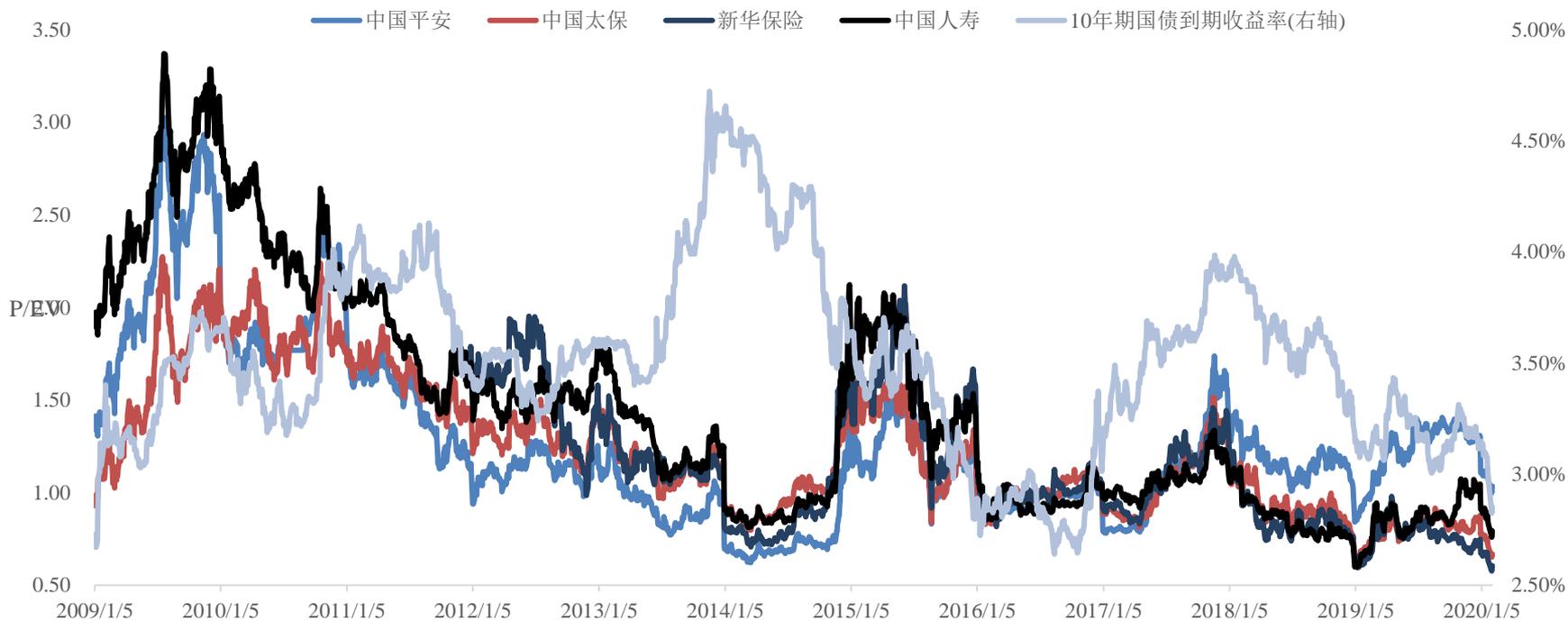
单位/百万元人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国平安						
归母净利润	89,088	107,404	149,407	167,947	206,776	258,220
归母净利润增速	42.78%	20.56%	39.11%	12.41%	23.12%	24.88%
新业务价值	67,357	72,294	75,945	78,457	87,711	100,198
内含价值	825,173	1,002,456	1,200,533	1,471,719	1,765,474	2,132,151
P/EV (A)	1.54	1.26	1.06	0.86	0.72	0.59
P/EV (H)	1.52	1.25	1.05	0.85	0.71	0.59
中国人寿						
归母净利润	32,253	11,395	58,115	59,945	63,201	70,391
归母净利润增速	68.63%	-64.67%	410.00%	3.15%	5.43%	11.38%
新业务价值	60,117	49,511	58,698	62,173	68,634	76,219
内含价值	734,172	795,051	942,087	1,079,743	1,233,272	1,406,604
P/EV (A)	1.01	0.93	0.78	0.68	0.60	0.53
P/EV (H)	0.53	0.49	0.41	0.36	0.31	0.28
中国太保						
归母净利润	14,662	18,019	27,741	29,163	32,558	37,835
归母净利润增速	21.61%	22.90%	53.95%	5.13%	11.64%	16.21%
新业务价值	26,723	27,120	24,597	25,610	28,492	32,437
内含价值	286,169	336,141	395,987	459,446	534,515	618,511
P/EV (A)	0.89	0.75	0.64	0.55	0.47	0.41
P/EV (H)	0.67	0.57	0.49	0.42	0.36	0.31
新华保险						
归母净利润	5,383	7,922	14,559	14,953	16,285	18,341
归母净利润增速	8.92%	47.17%	83.78%	2.71%	8.91%	12.62%
新业务价值	12,063	12,210	9,779	10,080	11,207	12,786
内含价值	153,474	173,153	205,043	229,325	256,942	288,579
P/EV (A)	0.81	0.72	0.61	0.54	0.48	0.43
P/EV (H)	0.45	0.40	0.34	0.30	0.27	0.24
中国财险						
归母净利润	19,807	15,485	24,282	24,506	27,428	29,748
归母净利润增速	9.92%	-21.82%	56.81%	0.92%	11.92%	8.46%
归母净资产	133,107	141,495	169,953	188,332	208,903	231,214
PB (H)	1.11	1.04	0.87	0.78	0.71	0.64

数据来源：公司年报，东吴证券研究所（截至2020年3月31日收盘价）

3. 盈利预测、估值及投资建议

- 当前上市险企PEV估值处于历史底部，反映极度悲观预期。平安/国寿/太保/新华2020年PEV分别为0.86X/0.68X/0.55X/0.54X（截至2020年3月31日收盘价），当前PEV估值反应市场对于利率长期下行趋势的悲观预期，除中国平安估值相对较高，其余均以刷新历史最低水平。

上市险企历史PEV水平



数据来源：wind，公司年报，东吴证券研究所

● 3. 盈利预测、估值及投资建议

- **NBV增速常态化下寿险估值方法：**过去伴随人力的高速增长，行业新单保费及新业务价值增速较快，市场关注保险股的未来的成长性，新业务价值增速较高标的（对应ROEV较高）给予较高的估值。但展望未来，人力重现过去高速增长的可能性较低，新业务价值有望回归常态增速，对内含价值的拉动也将逐渐下滑，ROEV也将逐步回到常态，在这种背景下，市场将会逐步关注股东回报，从股东回报的角度去配置保险股。
- **（1）营运利润（OPAT）。**营运利润剔除了短期投资波动、折现率变化导致准备金变动和非营运性一次性重大项目，营运利润相对稳定，且体现当期存量业务和新业务带来稳定的经营性结果。目前A股上市公司中中国平安和中国太保均定期披露营运利润，并考虑将分红依据由净利润转变为营运利润。随着IFRS9的逐步实施，保险公司净利润的波动将比旧会计准则更大，而营运利润剔除短期投资和会计估计变更，更为稳定，有利于保险公司保持稳健向上的分红水平。

3. 盈利预测、估值及投资建议

- (2) **股息率**。随着我国保险行业回到稳态增长阶段，保险股成长属性的逐步褪去，机构配置保险的目的将逐步以长期配置为主，股息率对于选择标的上至关重要，尤其对于港股投资者来看，股息率是保险股投资的重要指标。2019年A股保险公司业绩发布会上分红政策成为投资者关注的焦点。

分红	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国平安	4,204	3,166	3,562	5,145	6,549	9,689	13,710	31,076	31,442	37,356
新华保险	-	281	1,000	468	655	873	1,497	1,622	2,402	4,399
中国太保	3,010	3,010	3,172	3,625	4,531	9,062	6,343	7,250	9,062	10,874
中国人寿	11,306	6,501	3,957	8,479	11,306	11,871	6,784	11,306	4,522	20,633
增长率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国平安	24%	-25%	13%	44%	27%	48%	42%	127%	1%	19%
新华保险	-	-	256%	-53%	40%	33%	71%	8%	48%	83%
中国太保	17%	0%	5%	14%	25%	100%	-30%	14%	25%	20%
中国人寿	-43%	-42%	-39%	114%	33%	5%	-43%	67%	-60%	356%
分红率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国平安	24%	16%	18%	18%	17%	18%	22%	35%	29.3%	25.0%
新华保险	-	10%	34%	11%	10%	10%	30%	30%	30%	30%
中国太保	35%	36%	62%	39%	41%	51%	53%	49%	50%	39%
中国人寿	34%	35%	36%	34%	35%	34%	35%	35%	40%	35%
股息率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国平安	1.0%	0.9%	1.1%	1.6%	1.5%	0.8%	2.3%	3.2%	2.6%	2.5%
新华保险	-	0.3%	1.1%	0.6%	0.6%	0.5%	1.2%	0.9%	1.6%	2.8%
中国太保	1.4%	1.6%	1.7%	2.1%	2.3%	3.2%	2.6%	2.3%	2.8%	3.4%
中国人寿	1.6%	1.2%	0.8%	1.8%	1.9%	1.2%	1.1%	1.4%	0.6%	2.5%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

● 3. 盈利预测、估值及投资建议

- **投资建议：**
- 疫情影响下负债端短期承压，长期利于社会保障意识提升，保障性需求有望在疫情后出现报复性反弹。
- 利率下行周期，准备金及资产再配置均会有一定负面压力，但当前股价已经充分反映此悲观预期。另外，财险负债久期远小于寿险，对利率敏感度较低，因此从利率维度出发，**财险优于寿险**。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。
- 个股层面，建议关注【中国平安】、【中国太保】、【中国人寿】。重点推荐短期承保有望回暖+长期高股息低估值的【中国财险】。
- **风险提示：** 1) 自然灾害加剧造成行业承保亏损； 2) 宏观经济低迷导致产险增速不及预期； 3) 费改造成行业竞争加剧及利润下滑。

● 风险提示

- 1) **股市进一步调整**：股市波动将对券商和保险的投资端造成冲击，同时进一步提升券商股票质押风险；
- 2) **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。
- 3) **国内外疫情控制不及预期**：国内外疫情蔓延，若控制疫情情况不及预期，持续时间长，恐慌情绪可能导致资产抛售，股市下挫，保险新单销售大幅下滑，新业务价值降幅超出预期；
- 4) **保险代理人不及预期**：代理人收入下滑，主动脱落，队伍规模持续下降；
- 5) **宏观经济下行**：逆周期调节持续加码，长期国债收益率持续下行。

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