

证券研究报告—动态报告/行业快评

非银行金融

**有序放宽资本项下业务限制点
评**
超配

(维持评级)

2021 年 02 月 22 日

或是历史性突破，境内外多方机构受益

证券分析师：王鼎	0755-81981000	wangding1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110003
证券分析师：王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：戴丹苗	075581982379	daidanmiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040003

事项：

2021 年 2 月 19 日，国家外汇管理局外汇研究中心官方微信号“中国外汇”发布了一篇《叶海生：深化改革，稳步推进高水平资本项目开放》，文中多个地方引起关注，被部分投资者解读为有可能初步放开境内资本对外投资的信号。文中具体提及新的一年，外汇局将主要开展以下四个方面的工作：（1）一是制定未来资本项目开放的总体规划；（2）二是在部分区域开展跨境贸易投资高水平对外开放试点；（3）三是积极参与推动落实多双边投资/自贸协定谈判；（4）四是研究有序放宽个人资本项下业务限制。

国信非银观点：在人民币汇率有望长期企稳向上的背景下，以上工作的开展，或临历史性突破，将使得资本市场的多方参与者受益，包括境内外寿险、香港交易所以及众安在线。（1）境内寿险企业长期缺乏收益合适且期限较长的债券资产，估值长期受到压制，如果寿险企业的资金可以逐步出海获得优质的长期公司债等，即可以逐步稳定基本面，进一步保护企业及股东利益，**推荐境内寿险企业**；（2）合格境内个人投资者计划有望重启，内地居民有望进行海外投资，通过香港地区的保险产品配置港元及美元资产，利好香港地区保险行业和资本市场，我们**推荐香港交易所、友邦保险和众安在线**。

投资建议：长期来看，随着人民币汇率的企稳向上，个人及机构的资金有望出海，以及阶段性因素如随着美国财政刺激政策的高举高打，以及接受疫苗的规模或超出预期，美国的经济或临阶段性转折点，利好国内寿险企业的估值修复，我们重点推荐寿险企业**中国平安、中国人寿、新中国太保、新华保险**；同时，香港地区的离岸投保人偏好配置美元保单，**所以上政策动向有利于友邦保险等擅长美元保单销售的香港寿险企业**；

将香港交易所的目标价提升至 655 港元：考虑到境内个人投资者有望获得便利化额度，开展境外证券和保险等投资，长期将提升**香港交易所**的股票换手率。我们将港交所分为四块业务，重点分析股票业务线的估值贡献，将目前的日均交易量线性外推，评估与此相关的直接市值贡献，保守提升香港交易所的目标价至 655 港元，待后期上市企业市值进一步提升，以及换手率的进一步提升，再逐步上调目标价。

推荐众安在线：从基本面出发，我们认为众安在线可分为四个业务板块，总的起点估值有望在 1000 亿元人民币左右，即 1200 亿港元，对应 2 月 17 日的市值，但因为部分新业务的展业时间有限，需要时间来证明其发展潜力，以吸引风险偏好较低的机构投资者，确认合理估值。香港地区的寿险行业是以储蓄功能为主，主力产品为终身分红型人寿产品，为在岸和离岸客户配置美元和港元资产，所以银行渠道一直以来都有较强的优势。在此背景下，随着境内个人赴港购买证券及保险政策的逐步放开，众安在线的“银行+寿险”的战略有望获得更大的发展空间。我们对众安在线的“银行+寿险”业务抱有乐观的预期，维持 2021 年目标价 88 港元。

评论:

■ 背景：人民币利率有望长期企稳向上，促进资金双向流动的进程有望加速，投资出海或临转机

(1) 人民币汇率有望企稳向上：根据外汇市场的数据，人民币兑美元汇率自 2020 年 5 月的阶段性历史低点（7.13 附近）以来，一路升值至 2021 年 2 月的 6.46。在全球疫情的冲击下，中国经济率先企稳，人民币利率有望长期企稳向上；

(2) 内地投资人对香港新股申购趋之若鹜：自 2020 年年中以来，香港地区的股票市场变得异常火爆，通过港股通的南下资金规模创下历史记录。但港股通尚不提供 IPO 活动的新股申购渠道，但根据第三方数据，内地投资人在今年对港股 IPO 趋之若鹜，甚至会通过一些不合规的渠道使资金出境以投资境外证券，参加新股申购，加大监管压力；

(3) 资金双向流动的趋势加强，以修复香港地区的繁荣：疫情以来，香港地区的经济受挫，但随着国内资本市场对海外投资者的逐步开发，资金双向流动的趋势加强，香港地区有望借此趋势，再度迅速恢复繁荣。

在以上背景下，国内监管对境内资金投资海外的管制有望松动，个人及机构投资出海或临拐点，香港地区有望获得更大的繁荣。

■ 香港地区的保险：放开境内个人海外配置保险，对友邦保险和保诚保险等擅长于美元保单的企业更有利

香港地区的保险行业以人寿业务为主，市场份额非常集中，龙头外资保险机构例如友邦保险和保诚保险以美元保单为主，通过销售分红型的终身寿险产品，帮助投保离岸及在岸投保人配置美元资产。离岸消费者更偏好美元保单，所以中国内地个人投资者的境外投资放开，有利于友邦保险等机构。

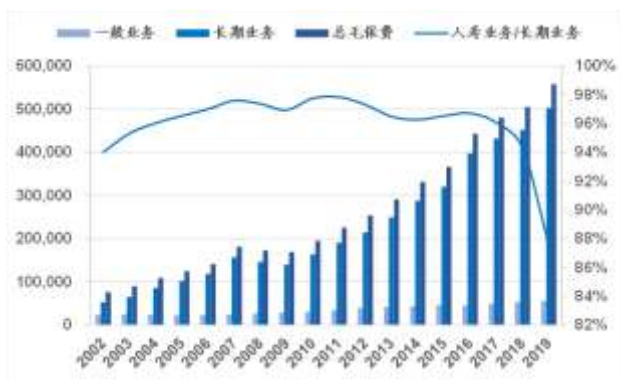
表 1：历年在岸和离岸的新单保费数据

类别	主险类别	2013 年	占比	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	占比
在岸	人寿保险基本计划	28,436	77%	31,753	40,537	56,203	43,652	47,734	60,687	60%
离岸		8,573	23%	12,159	21,126	48,122	38,281	44,092	40,035	40%
在岸	年金	2,509	87%	2,377	1,778	1,992	6,468	6,437	14,651	80%
离岸		371	13%	372	336	590	845	1,053	3,767	20%
在岸	永久健康	151	97%	166	164	237	225	232	149	81%
离岸		5	3%	11	14	18	28	42	35	19%
在岸	相连长期基本计划	3,973	59%	2,546	697	431	418	579	443	74%
离岸		2,750	41%	2,713	642	230	158	198	154	26%

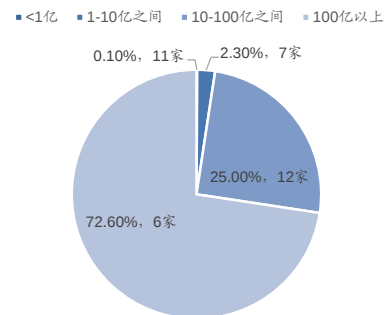
资料来源：香港保监会，国信证券经济研究所整理（单位：百万港元）

(1) 保险行业以人寿业务为主，市场份额非常集中：2019 年，香港保险业的毛保费总额（寿险+产险）为 5669 亿港元

元，其中有效长期业务的毛保费为 5,115 亿港元，由个人人寿类别为主导，其有效保单保费达 4,402 亿港元，占市场总额 86.1%。香港地区的主力产品是分红型的终身人寿产品，占比达到 85%以上，主要销售美元保单，其次是港元保单，客户不仅包括在岸客户，也包括离岸客户，例如来自中国内地和韩国等地的客户。

图 1：香港地区以人寿业务为主


资料来源：香港保监局，国信证券经济研究所整理

图 2：人寿新单保费中的前六家市场份额为 73%


资料来源：香港保监局，国信证券经济研究所整理

就个人人寿及年金新单而言，在 2019 年，总共有 36 家寿险企业承保，其中有 6 家的保费收入达到 100 亿港元以上，市场份额为 73%。各家企业在渠道和产品方面有一定的差异，保诚保险和友邦保险拥有较强的代理人队伍，擅长对离岸客户的服务，主要销售美元保单，终身分红寿险和终身分红重疾险，而中资寿险机构则较为擅长港元保单。

表 2：历年人寿业务龙头的市场份额占比 2016 年-2019 年

2019 年		2018 年		2017 年		2016 年	
中国人寿	20%	友邦	17%	友邦	18%	中国人寿	30%
汇丰人寿	14%	保诚保险	17%	中国人寿	18%	保诚保险	17%
保诚保险	13%	汇丰人寿	16%	保诚保险	18%	友邦	15%
友邦	13%	中国人寿	14%	汇丰人寿	13%	中银集团人寿	8%
中银集团人寿	11%	中银集团人寿	9%	中银集团人寿	9%	恒生保险	3%
太平人寿	5%	太平人寿	4%	恒生保险	4%	宏利	3%
宏利	4%	恒生保险	4%	宏利	4%	安盛	3%

资料来源：香港保监局，国信证券经济研究所整理

（2）预计放开个人投资计划，对友邦保险和保诚保险等擅长卖美元保单的企业更有利：友邦保险和保诚保险主要销售美元保单，中资寿险企业更多销售港元保单。离岸及在岸客户如果从全球配置的角度来购置，对美元保单都有需求，避免港元与美元脱钩的风险，但在岸客户对港元保单有一定的需求，避免汇率波动的风险。

表 3：友邦保险历年发出新单的货币结构

		2013 年	占比	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	占比
港元	趸交	942	13%	1151	961	587	1217	1300	751	5%
	年度化	835	18%	789	893	652	552	540	590	4%
人民币	趸交	0	0%	234	9	3	47	5	4	0%
	年度化	47	1%	34	0	0	0	0	0	0%
美元	趸交	6065	87%	12091	9512	13505	17149	17509	13902	95%
	年度化	3750	81%	4500	7389	16138	15557	16913	15137	96%

资料来源：香港保监局，国信证券经济研究所整理（单位：千港元）

表 4：保诚保险发出新单的货币结构

		2013 年	占比	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	占比
港元	趸交	2,317	60%	961	587	490	412	348	69	2%
	年度化	2,690	49%	2,332	1,763	1,281	1,697	1,499	653	4%
人民币	趸交	64	2%	1,251	201	53	17	14	27	1%
	年度化	0	0%	0	312	90	39	41	69	0%
美元	趸交	1,456	38%	3,078	5,662	11,425	5,393	3,216	2,922	97%
	年度化	2,839	51%	5,376	11,651	17,545	14,997	15,862	14,766	95%

资料来源：香港保监会，国信证券经济研究所整理（单位：千港元）

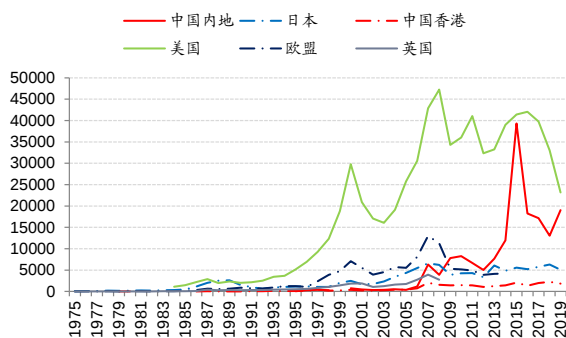
表 5：中国人寿（香港）发出新单的货币结构

		2013 年	占比	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	占比
港元	趸交	450	29%	1,950	256	1,035	8			
	年度化	7,364	73%	8,993	12,233	19,871	13,587	12,221	20,613	84%
人民币	趸交	678	43%	801	99	58	33			
	年度化	81	1%	75	27	27	2	22	252	1%
美元	趸交	446	28%	626	625	2,536	958			
	年度化	2,611	26%	2,343	2,949	12,533	3,118	2,039	3,683	15%

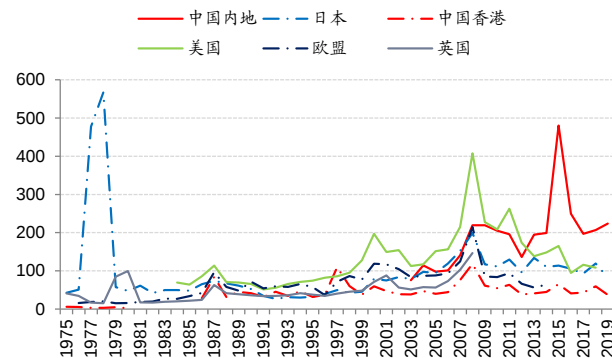
资料来源：香港保监会，国信证券经济研究所整理（单位：千港元）

■ 提升香港交易所目标价至 655 港元：港股 A 股化，将提升香港交易所的股票换手率，提升港交所盈利能力

历年以来，香港交易所的股票换手率都是远远低于中国内地以及美国的股票交易所，甚至低于日本的股票交易所，证明港股的股票换手率有较高的上升空间。

图 3：各国及地区历年上市公司总交易量


资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理（单位：十亿美元）

图 4：各国及地区历年上市公司股票换手率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（单位：%）

我们将香港交易所分为四块业务，即股票业务线、衍生品业务线、商品业务线以及科技和公司项目。因为香港交易所的收费科目非常多，涉及非常多的小细节，所以我们根据主要的收入科目来估值。

估值逻辑：港交所的盈利模式固定，分红稳定，1 港元的收入，扣去 75% 的费用率，再分红 90%，即 1 港元收入对应的分红为 0.675 港元。根据以往的历史估值数据，我们正常假设 1 港元分红除以 0.02 即对应 50 港元的市值。那么 1 港元的收入则对应 34 港元的估值。我们通过计算港交所股票业务线每年增长的收入规模，来计算港交所对应的市值增长空间。

目标价 655 港元：截止于 2019 年，根据四块业务的收入贡献，股票业务线贡献的市值为 3332 亿港元，其余业务线贡献的市值合计为 1757 亿港元，总计 5089 亿港元，其中股票业务线的交易费及系统使用费贡献 714 亿港元，结算贡献 1074 亿港元，共计 1788 亿港元。此两项科目的收入规模与股票交易量直接相关。

根据目前的日均交易量数据，港交所股票交易量在 2020 年和 2021 年（截至目前）的同比增速大概为 47% 和 91%（假设换手率可以持续，未考虑新上市公司带来的市值增长），截止于 2021 年，以上两项科目可额外贡献 3233 亿港元。即对应 2021 年，如果只算股票业务线的估值贡献，港交所估值应当为 8322 亿港元，所以我们保守将目标价提升至 655 港元。

■ 投资建议：重点推荐寿险标的、香港交易所以及众安在线

境内寿险股价或临拐点：我们在一月策略中回顾了境内寿险历年的估值表现，发现寿险大涨无非两种情景，但核心皆是经济预期的大幅改善，究其原因，寿险保单就是投保人与股东对赌的协议，对赌未来保单的投资回报率能否超过保底利率。目前，美国的经济或出现疫情以来的拐点，修复有望加速，十年期国债利率近日来跳升，10年期-2年期国债的利率之差超过2017年的阶段性历史高位。我们认为接下来中国经济和美国经济或会加强修复的速度，争相吸引全球资金，在此背景下，境内寿险的估值又是低点，所以国内寿险目前的投资性价比非常之高。

提升香港交易所的目标价至655港元：正如我们在上文中详细计算的，香港交易所最受市场瞩目的股票业务线，有望持续贡献市值。股票业务线的收入主要来源于股票交易量，而股票交易量=股票市值*换手率，在股票市值和换手率皆有望大幅提升的趋势下，我们仅仅线性外推，将目前的目标价定位655港元。之后，我们再根据具体的上市企业数量及市值规模，以及换手率的预期，逐渐上调港交所的目标价。

众安在线：从基本面出发，我们认为众安在线的起点估值应该在1000亿人民币左右，即1200亿港元，但因为部分新业务的展业时间有限，部分业务需要时间来证明其发展潜力，以吸引风险偏好较低的机构投资者，以进一步确定合理估值。截至2月17日，集团市值刚好达到1000亿人民币。我们把众安在线分四块，内地的互联网财险、科技输出、互联网医院和香港地区的银行和寿险，估值切分可为600亿、100亿、150亿、150亿元人民币。随着大湾区金融业的蓬勃发展，我们对众安在线的“银行+寿险”业务抱有乐观的预期，维持2021年目标价88港元。

香港地区的寿险行业是以储蓄功能为主，主力产品为终身分红型人寿产品，为在岸和离岸客户配置美元和港元资产，所以银行渠道一直以来都有较强的优势。在此背景下，并随着境内个人赴港购买证券及保险政策的逐步放开，众安在线的“银行+寿险”将获得更大的发展空间。

表6：各渠道个人人寿业务新单保费及占比——期交保费

	代理（不包括银行）	银行	经纪	直接	其他	总额
2019年	37,743,230	58,846,811	23,101,072	1,563,017	16,661	121,270,791
占比	31%	49%	19%	1%	0%	100%
2019年	20,836,955	11,623,540	16,440,958	2,156,031	498	51,057,982
占比	41%	23%	32%	4%	0%	100%

资料来源：香港保监会，国信证券经济研究所整理（单位：千港元）

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	股价 (元/港元)	EV 预测		PEV	
				2020E	2021E	2020E	2021E
601318	中国平安	买入	84.20	73	84	1.16	1.01
601628	中国人寿	买入	35.30	40	46	0.88	0.77
601601	中国太保	买入	42.31	49	56	0.86	0.75
601336	新华保险	买入	53.00	72	82	0.74	0.64
1299.HK	友邦保险	买入	101.50	50	57	2.04	1.77
6060.HK	众安在线	买入	66.05	0.35	0.54	188.71	122.31
0388.HK	香港交易所	买入	567.00	8.90	11.10	63.71	51.08

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测（股价日期：2021年2月21日）

风险提示

（1）中美两国的经济情况出现超预期的情况，人民币利率波动加大；（2）美国经济修复弱于预期；（3）港股换手率超预期下滑。

相关研究报告:

《证券行业 2 月投资策略: IPO 业务放缓, 两融规模扩大》 ——2021-02-05

《保险行业 1 月投资策略: 寿险什么时候会大涨》 ——2021-01-25

《交易所专题一: 论退市制度的逻辑》 ——2021-01-13

《关于刑法修正案打击证券期货犯罪点评: 证券市场基础制度持续优化》 ——2020-12-29

《保险会计政策点评: 示例分析: 聚焦保单, 利于估值》 ——2020-12-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032