



开源证券

## 估值见底，关注转型

### 非银金融行业2021中期投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名 吕晨雨（联系人）

证书编号：S0790120100011

邮箱：lvchenyu@kysec.cn

姓名 龚思匀（联系人）

证书编号：S0790120110033

邮箱：gongsiyun@kysec.cn

2021年5月9日

## 证券行业

2020年9月开始券商持续跑输大盘，交易端四大原因是主要边际催化因素，背后本质原因是估值与ROE不匹配，目前头部券商估值已回到匹配位置，ROE/PB比率升至8.39%，与头部银行接近，券商左侧布局时点到来。中长期看，直接融资扩容趋势不改，机构化趋势延续，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，轻资本业务扩张有望驱动ROE持续上行，头部券商表现将更强。预计上市券商2021-2023年净利润分别+13.3%/+21.1%/+18.2%，ROE分别为8.33%/9.05%/9.68%，维持行业“看好”评级。三条主线选择受益标的：（1）继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；（2）资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券、东方证券有所受益；（3）低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H股)有所受益。

风险提示：政策落地不及预期；市场竞争不断加剧，券商财富管理市占率增长不及预期。

## 保险行业

保险股当前静态P/EV估值处于历史低点，负债端复苏进展不及预期及对后续复苏态势无法判断或为估值下降原因。保险公司均已着手转型升级代理人队伍，未来将通过提升代理人队伍质态及其专业能力切入中高端客户圈层，实现客户触达效率及需求发掘效率的提升。全年视角看，资产端利差同比扩张趋势较为确定，负债端复苏进展将决定保险股估值修复幅度，随着需求改善及代理人转型见效保险负债端有望进入改善周期。负债端长期增长动能或随各家公司代理人队伍转型深化启动，保险行业当前处于长、短向好周期起点，推荐寿险改革聚焦渠道、产品、经营升级且处于改革全国推广期的中国平安，受益标的友邦保险。

截至2021年4月30日，沪深300指数累计收益-1.7%，保险指数-16.3%，保险指数跑输沪深300 14.6%。年初保险股涨幅主要受2021年上市险企开门红较早、新旧重疾定义切换带来的负债端表现超预期带动，但进入2021M2、M3，疫情迟滞影响、代理人同比承压、重疾险需求集中释放影响导致负债端表现不及预期，保险股出现估值下杀。

风险提示：经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；上市保险公司转型受阻

# 目录

## CONTENTS

1

证券行业：左侧布局时点已至，财富管理转型正当时

2

保险行业：供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展

3

受益标的估值表

4

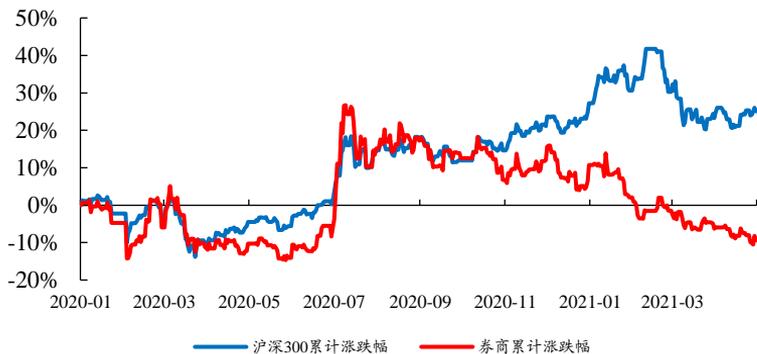
风险提示

# 1.1 历史复盘：券商跑输大盘，业绩保持增长

## 券商板块跑输大盘，两类公司表现相对较好

- 截至4月30日，沪深300指数累计-1.7%，证券累计-18.2%，从阶段性表现来看，证券行业整体持续超跌，截至目前跑输指数17个点。2021年1月以来，A股出现结构性行情，部分行业超额收益较高，券商走势低迷；2月中旬起，美债收益率快速提升，国内社融增速不及预期，货币政策的不确定性导致A股市场行情持续走低。
- 从个股层面上看，财富管理业务占优以及头部公司表现较好，兴业证券具有资产端优势，同时财富管理转型较强，东方财富占据互联网财富管理优质赛道，两家公司具有超额收益。此外，头部券商整体跌幅较小，表现相对较好。

图1：券商板块跑输大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据统计时间截至2021年4月30日收盘。

表1：两类公司表现相对较好

公司	截至4月30日涨跌幅 (%)	相对沪深300超额收益率 (%)	相对券商指数超额收益 (%)
兴业证券	4.72	6.41	22.91
东方财富	4.00	5.68	22.18
国泰君安	-5.53	-3.85	12.65
广发证券	-8.78	-7.10	9.40
太平洋	-9.07	-7.38	9.11
方正证券	-11.19	-9.50	7.00
华泰证券	-11.60	-9.92	6.58
长江证券	-13.81	-12.12	4.37
海通证券	-13.92	-12.23	4.26
国元证券	-14.29	-12.60	3.90
沪深300	-1.68		
券商	-18.18		

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 历史复盘：券商跑输大盘，业绩保持增长

## 板块估值以及头部券商平均估值均处于历史低位

- 当前板块PB1.54，PE18倍，低于2013年以来的历史中枢，与2018年初估值类似，六家头部券商（中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、招商证券）平均PB仅为1.28倍，PE14倍，处于估值底部，价格较低。

图2：当前板块PB处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：当前板块PE处于估值底部



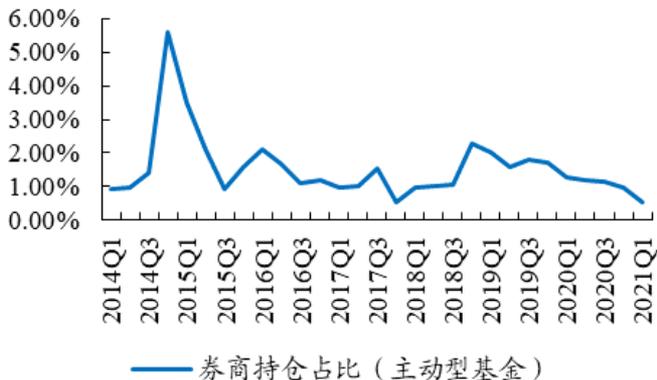
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 历史复盘：券商跑输大盘，业绩保持增长

## 主动型基金持续减配券商股，持仓比重将至历史低点

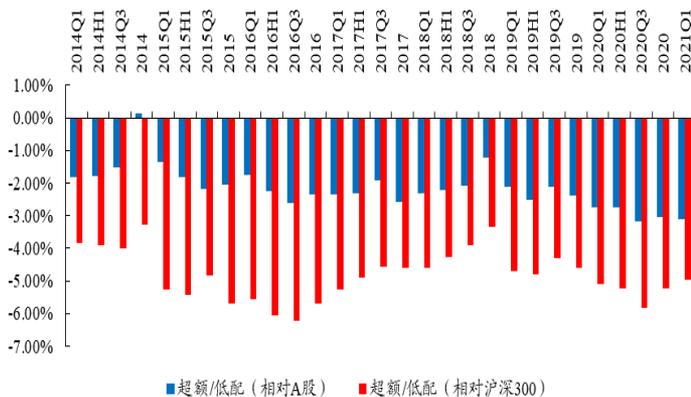
- 截至2021Q1，主动型基金前十大重仓股中券商板块占比仅为0.54%，环比下降0.43个百分点，相对A股低配3.1%，处于2014年以来的最低点。从个股来看，东方财富占比较高，2021Q1占比0.37%，但环比-30bp，中信证券和华泰证券占比均为0.06%，环比分别-10bp/+2bp。

图4：2021年Q1主动型基金券商重仓占比降至新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：券商板块被持续减配



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 历史复盘：券商跑输大盘，业绩保持增长

## 券商2020年和2021年Q1业绩保持增长，各项业务全面增长

- 2020年和2021Q1 40家上市券商合计净利润分别为1456/422亿元，同比分别+34%/+27%，年化ROE分别为8.4%/8.9%，同比分别+19.8%/+9.3%。
- 券商各项业务全面增长，投行业务收入在2020年和2021Q1均保持30%以上增速，资管业务收入分别+23.8%/+34.7%，利息净收入同比分别+26.7%/+23.2%。

表2：2020年和2021Q1券商业绩持续增长

40家上市券商合计	2020年			2021Q1		
	金额(亿元)	YOY	收入占比	金额(亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	1140	53.7%	25.9%	314	14.6%	28.1%
投行业务	580.44	39.4%	13.2%	120.56	34.2%	10.8%
资管业务	389.17	23.8%	8.8%	114.51	34.7%	10.3%
投资业务	1,578	15.4%	35.8%	352	15.8%	31.5%
利息净收入	533.93	26.7%	12.1%	143.83	23.2%	12.9%
其他业务净收入	182.18	1.7%	4.1%	71.50	31.2%	6.4%
调整后营业收入	4,404	28.0%	100%	1,116	20.8%	100%
其他业务收入	965	17.5%		324	63.2%	
营业收入合计	5,187	27.0%		1,368	28.2%	
营业税金及附加	31.17	29.6%	1%	7.99	12.4%	1%
管理费用	2102.74	19.2%	48%	547.76	28.9%	49%
信用减值及其他资产减值损失	340	64.2%	7.7%	15	-72.2%	1.3%
其他业务成本	783.03	21.9%	18%	252.04	75.3%	23%
营业支出	3256.67	23.5%	74%	822.80	30.6%	74%
营业利润	1,930	33.5%	44%	545	24.7%	49%
净利润	1504.89	34.5%	34%	437.09	29.9%	39%
归母净利润	1455.66	34.0%	33%	422.32	27.3%	38%

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 历史复盘：券商跑输大盘，业绩保持增长

## 2021Q1头部券商业绩增速远超上市券商平均

- 2021Q1头部券商（中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券、广发证券、中金公司）业绩高速增长，整体净利润同比+45%，远超上市券商27%的平均增速，其中国泰君安和海通证券同比增速分别为141.6%/58.5%，头部券商2021Q1ROE站上10%。

表3：2021Q1头部券商业绩增速远超行业平均

40家上市券商	2019年			2020年			2021Q1		
	归母净利润(亿元)	YOY	ROE	归母净利润(亿元)	YOY	ROE	归母净利润(亿元)	YOY	ROE(年化)
上市券商合计	1086.66	69.8%	6.97%	1455.66	34.0%	8.35%	422.32	27.3%	8.95%
头部券商平均	584.51	51.6%	7.91%	744.60	27.4%	9.03%	235.32	45.1%	10.60%
中信证券	122.3	30.2%	7.77%	149.0	21.9%	8.68%	51.6	26.7%	11.24%
国泰君安	86.4	28.8%	6.62%	111.2	28.8%	8.09%	44.1	141.6%	12.66%
海通证券	95.2	82.7%	7.81%	108.8	14.2%	7.78%	36.2	58.5%	9.34%
华泰证券	90.0	78.9%	7.97%	108.2	20.2%	8.60%	33.1	14.6%	10.14%
招商证券	72.8	64.6%	8.79%	94.9	30.3%	9.95%	26.1	45.3%	9.79%
广发证券	75.4	75.3%	8.55%	100.4	33.2%	10.60%	25.4	22.7%	10.24%
申万宏源	57.4	37.9%	7.52%	77.7	35.4%	9.05%	24.3	22.3%	10.87%
中国银河	52.3	81.1%	7.64%	72.4	38.5%	9.52%	19.9	13.2%	9.38%
中金公司	42.4	21.4%	9.37%	72.1	70.0%	12.02%	18.8	46.9%	10.23%
中信建投	55.0	78.2%	10.56%	95.1	72.8%	15.30%	17.2	-11.7%	10.05%
国信证券	49.1	43.4%	9.04%	66.2	34.7%	9.65%	16.8	18.3%	8.25%
兴业证券	17.6	1202.2%	5.27%	40.0	127.1%	11.09%	12.0	340.6%	12.49%
东方证券	24.4	97.8%	4.61%	27.2	11.8%	4.77%	11.8	44.7%	7.74%
方正证券	10.1	52.4%	2.64%	11.0	8.8%	2.81%	8.9	134.5%	8.89%
长江证券	16.7	547.7%	6.11%	20.9	25.2%	7.31%	7.0	64.5%	9.54%

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.2 直接融资趋势不改，行业ROE有望保持上行

## 直接融资趋势不改，养老金及财富管理相关政策有望出台

- 两会政府报告中提及稳步推进注册制改革,完善常态化退市机制,加强债券市场建设,更好发挥多层次资本市场作用,拓展市场主体融资渠道。2021年以来,退市新规落地、深交所主板与中小板合并、IPO审核趋严,均为全面注册制的推行打下基础,未来直接融资趋势不改,政策利好有望驱动行业ROE保持上行。
- 2021年人社部提出建立账户制、国家财政税收支持、资金市场化投资运营的个人养老金制度,政府报告中提出发展多层次、多支柱养老保险体系,规范发展第三支柱商业养老保险,并将于9月前出台相关政策,预计未来个人养老金政策有望出台。IPO严控质量,全面注册制落地还需要一定时间。同时,财富管理不断发展,未来财富管理相关利好政策有望出台。

表4: 政策利好有望不断落地

时间	政策	内容	预期政策
2020/10/21	中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清在2020年金融街论坛上的主题演讲	一方面抓现有业务规范,就是要正本清源,统一养老金融产品标准,清理名不符实产品。另一方面是开展业务创新试点,大力发展真正具备养老功能的专业养老产品,包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金,等等。我们将选择条件较好的金融机构和专营机构先行参与,坚持从我国实际出发,借鉴国际正反两方面经验,探索养老金融改革发展的新路子。	放宽养老金等中长期资金投入
2020/11/20	中保协发布《中国养老金第三支柱研究报告》	2021-2024年以“打造基础、实现突破、提高吸引力”为重点目标,聚焦账户体系建设、养老金企业的专项政策的落地; 2025-2027年以“持续扩大覆盖广度和深度”为阶段使命,以税收制度作为杠杆撬动更大民众群体参与; 2028-2030年着重实现养老金市场的“全面腾飞”,使养老金成为民众标配和习惯。	个人养老金相关制度
2021/2/26	国务院新闻发布会	人社部提出建立账户制、国家财政税收支持、资金市场化投资运营的个人养老金制度	个人养老金相关制度
2021/3/13	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	稳步推进注册制改革,完善常态化退市机制,加强债券市场建设,更好发挥多层次资本市场作用,拓展市场主体融资渠道	全面注册制
2021/3/20	易会满在中国发展高层论坛圆桌会上发表演讲	发展多层次、多支柱养老保险体系,规范发展第三支柱商业养老保险 投资者购买基金的比例快速提升是很好的趋势性变化,要适应财富管理新趋势新要求,缩小供需质量缺口	个人养老金相关制度 财富管理供给端相关政策

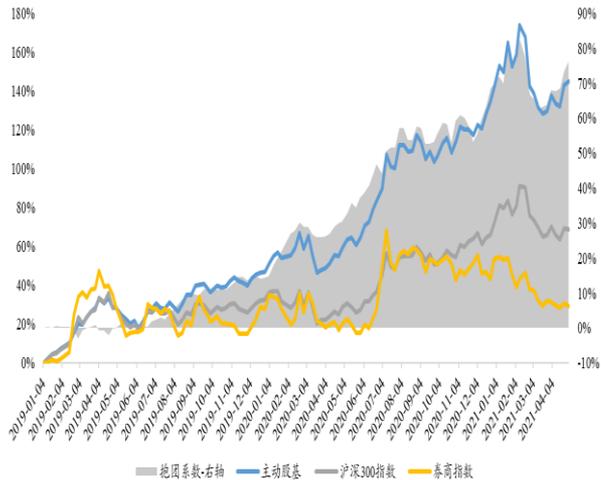
资料来源:证监会、银保监会、开源证券研究所

# 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

## 原因一：机构化趋势加剧

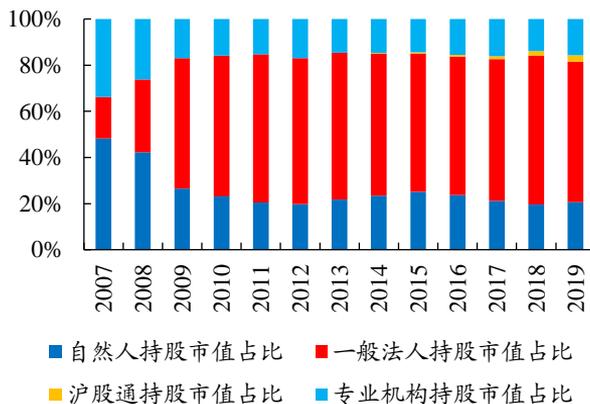
- 2020年9月起，随着居民资产快速入市，主动股基快速崛起，抱团系数快速拉升，三大原因导致机构不断减配券商，机构化趋势加剧下，券商指数整体低迷。
- (1) 机构资金更追逐确定性和成长性。小机构及散户倾向于博弈和板块轮动
- (2) 券商选股难度较高。上市券商数量增加，同时证券行业中涨幅较高的公司通常具备较强的主题性，选股难度较高
- (3) 行情波动较大。券商以脉冲式行情为主，波动较大影响持股体验。

图6：2020年9月起抱团系数快速增长，券商指数整体低迷



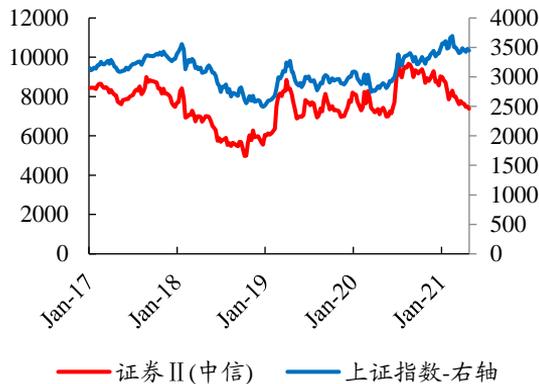
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：自然持股市值占比不断下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：券商脉冲式行情为主，整体波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

### 原因二：2021Q1中证金减持券商

- 自2018年起，中证金开始减持券商，2020Q1，中证金退出中信证券前十大股东，对华泰证券、招商证券、海通证券及兴业证券减持较多，中证金不断减持下，券商股价持续低迷。

表5：2021Q1中证金减持券商

中证金持股数量 (亿股)	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021Q1	Q1减持 股份数
中信证券	3.50	3.45	5.94	3.62	3.62	3.62	退出前十	
华泰证券	2.12	1.68	2.88	2.47	2.47	2.47	1.53	0.94
国泰君安	-	-	3.76	2.61	2.61	2.61	2.61	-
海通证券	2.12	1.68	2.88	2.47	2.47	2.47	1.53	0.94
招商证券	1.67	1.43	2.26	2.00	2.00	2.60	1.71	0.90
广发证券	2.24	1.88	2.26	2.28	2.28	2.28	2.28	-
兴业证券	-	0.87	3.28	1.98	1.98	1.98	1.65	0.33
东吴证券	0.61	0.73	1.47	0.90	0.90	1.14	1.06	0.08

数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

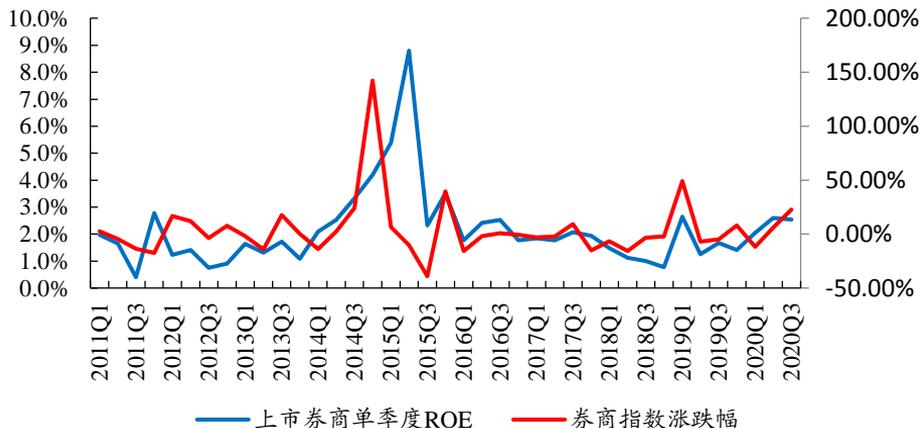
## 原因三：行业盈利弹性下降， $\beta$ 属性降低

- 受券商结构调整、股票方向性自营敞口额度下降、减值扰动等影响，券商行业弹性下降。同时，证券行业不再披露月报，证券行业整体看涨期权价值减弱。

## 原因四：频繁再融资带来股价下跌

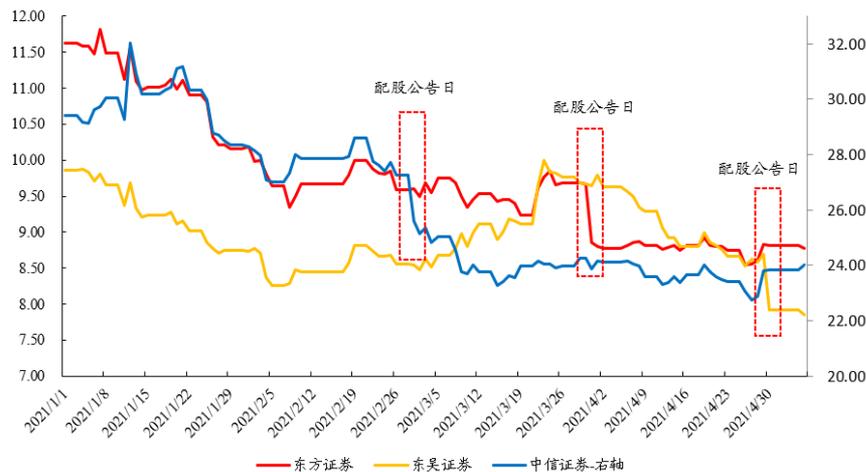
- 频繁再融资带来股价下跌。2020年以来，共11家券商进行增发，6家券商实施配股，券商再融资后摊薄每股收益，带来股价下跌。

图9：券商行业弹性有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公告配股后券商股价明显下跌



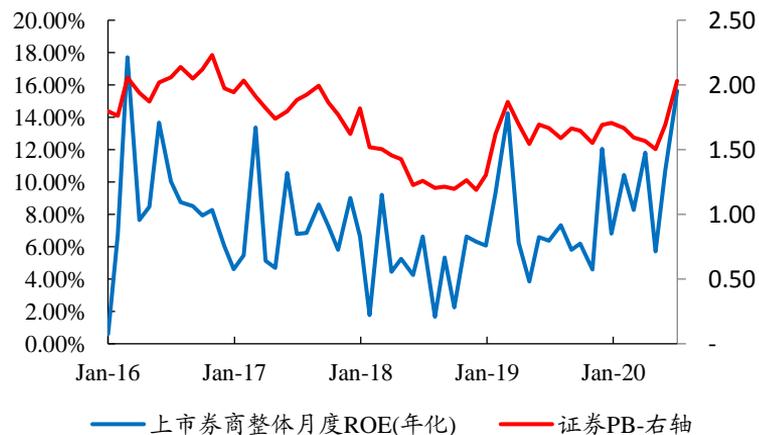
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

### 本质原因：券商ROE与估值不匹配

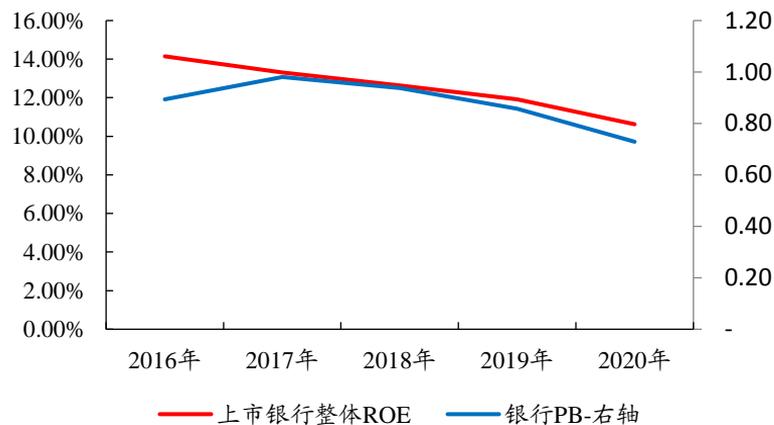
- 相比银行，券商估值过高。2016-2020年7月，上市券商ROE/PB约4.38%，头部券商（中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、广发证券）平均ROE/PB约5.14%；2016-2020年，上市银行ROE/PB约14.25%，头部银行（招商银行、平安银行、宁波银行、杭州银行）平均ROE/PB约10.71%，银行每单位净资产对应必要回报率高于券商，券商整体估值过高。券商曾经因强 $\beta$ 属性、高ROE上限带来的高估值在机构化、看涨期权价值下降以及频繁再融资下逐渐不合理。

图11：2016-2020上市券商平均ROE/PB约4.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2016-2020上市银行平均ROE/PB约14.25%



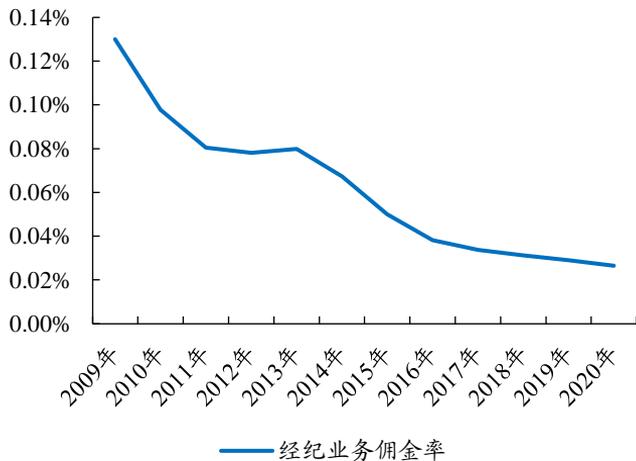
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

### 基本面因素：ROE增长受限

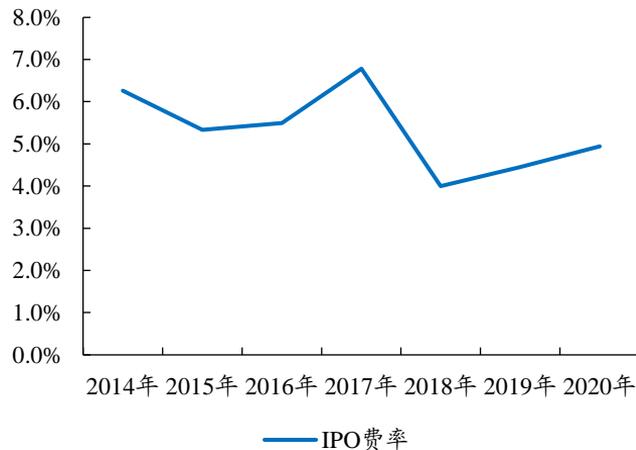
- 行业竞争激烈，投行和经纪价格不断降低。行业竞争不断加剧，同时经纪和投行业务同质化相对严重，整体价格不断下行，从2009-2020年，证券行业经纪业务佣金率从0.13%下降至0.03%，IPO费率不断下行，从2014年的6.3%下降至2020年的4.9%，经纪和投行业务费率不断下行，致使行业盈利增速放缓。

图13：行业佣金率呈下行趋势



数据来源：中证协、开源证券研究所

图14：2014年以来IPO费率整体呈下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

### 基本面因素：ROE增长受限

- 排名压力下券商不断融资，摊薄ROE水平。行业各项评级均以净资本和规模作为参考指标之一，而评级排名又与各类业务资格挂钩，因此评级压力下，券商不断融资补充净资本，频繁融资将摊薄ROE水平，因此券商整体盈利增速有所放缓。2020年以来，共11家券商进行增发，6家券商实施配股，股权融资下，券商综合实力不断增强，但盈利水平将受到影响。

表6: 券商频繁融资

公司名称	类型	发行日期	实际募资总额(亿元)
中原证券	增发	2020-07-16	36.45
南京证券	增发	2020-10-15	43.75
西南证券	增发	2020-07-13	49.00
南华期货	增发	2021-03-02	3.65
西部证券	增发	2020-12-16	75.00
海通证券	增发	2020-07-17	200.00
国信证券	增发	2020-07-17	150.00
第一创业	增发	2020-07-01	42.00
中信建投	增发	2020-12-08	38.84
中信证券	增发	2020-01-10	134.60
天风证券	增发	2021-04-19	81.79
国元证券	配股	2020-10-30	53.96
招商证券	配股	2020-07-31	126.83
山西证券	配股	2020-07-10	37.57
东吴证券	配股	2020-04-02	58.51
天风证券	配股	2020-03-31	53.25
国海证券	配股	2020-01-23	39.43

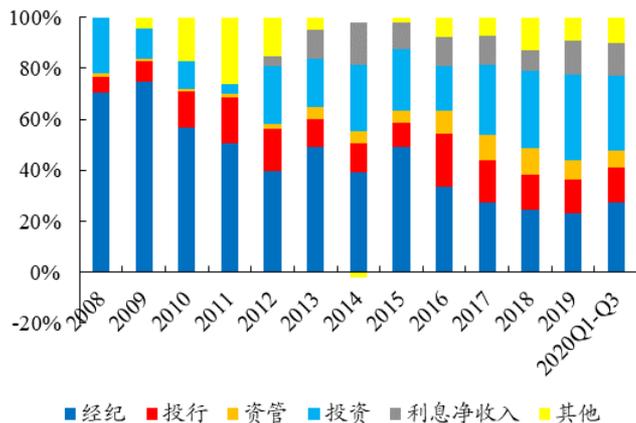
资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

### 基本面因素：ROE增长受限

- 重资本模式下，估值承受一定压力。随着牌照红利逐渐消失，券商业务模式从经纪、投行等轻资本业务向投资、资本中介等重资本业务模式转变。投资业务收入成为行业主要收入来源。重资本模式下，对券商资本金要求加大，同时减值和投资波动对券商盈利影响加大，券商估值承受一定压力。

图15：行业业务结构向重资本业务转变



数据来源：中证协、开源证券研究所

图16：减值对券商盈利扰动影响加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：预计占净利润比重=信用减值及其他资产减值损失\*75%（扣除所得税）/上市券商净利润

## 1.3 基本面及交易端导致行业超跌

### 头部券商估值回到匹配位置，左侧布局时点已至

- **头部券商估值回到匹配位置。** 券商整体估值下行，但目前仍高于银行整体估值，6家头部券商5月7日PB/ROE约8.39%，今年头部券商平均ROE有望达10%，券商整体资产质量高于银行，目前头部券商估值已回到匹配位置。
- **左侧布局时点已至，财富管理和机构业务将成未来边际改善因素。** 目前来看，券商板块主要边际变化是估值下移，估值与ROE进入重新匹配阶段，迎来左侧布局时点，但未来股价增长仍需一定催化，未来直接融资占比提升、机构化及弹性下降带来券商盈利稳定性提高，利于行业ROE上行，相应，财富管理和机构业务将成为未来行业主要边际改善因素。

表7：头部券商估值回到匹配位置

2021Q1	40家上市券商	6家头部券商	上市银行	4家头部银行
年化ROE	8.95%	10.63%	12.08%	15.08%
2021.5.7 PB	1.74	1.27	0.87	1.87
ROE/PB	5.15%	8.39%	13.96%	8.07%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

### 供给端：佣金下行驱动券商转型，财富管理业务模式更优

- **佣金下行驱动券商转型。**行业佣金率整体呈下行趋势，随着佣金率不断下行，券商经纪业务收入将有所下降。在行业佣金率加速下降趋势下，券商牌照红利逐渐消失，从通道业务向财富管理转型已成大势所趋。
- **从交易型收入向AUM模式收费转变，业绩稳定性更强。**传统经纪业务模式下，券商代理买卖证券业务收入=股票成交额\*佣金率，随着券商牌照红利不断消失，佣金率不断下行，股票成交额受市场波动影响较大，造成盈利高波动性。财富管理模式下，券商财富管理收入=AUM\*费率，券商收费模式有所转变，AUM相对股票成交额更加稳定，业绩稳定性更强。

图17：行业佣金率持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：国泰君安AUM稳定增长



数据来源：国泰君安公司公告、开源证券研究所

## 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

### 供给端：佣金下行驱动券商转型，财富管理业务模式更优

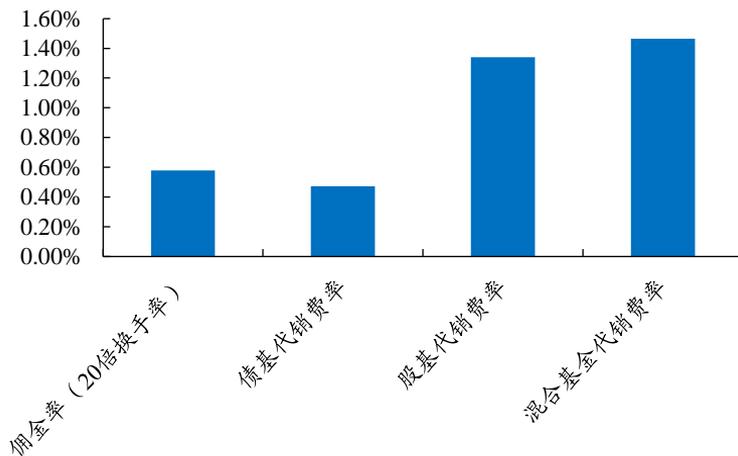
- 权益类基金代销费率显著高于佣金率。除现金类产品外，券商代销金融产品包括基金、信托及私募产品等，其中券商以代销权益类产品为主。2016-2017年个人投资者换手率在15-20倍之间，假设未来个人投资者换手率为20倍，2019年券商佣金率约为0.58%，远低于权益类基金产品代销费率。

表8：头部券商估值回到匹配位置

2019年平均费率	债券基金	股票基金	混合基金	费用归属
认购费率	0.48%	0.64%	1.16%	渠道
申购费率	0.58%	1.33%	1.45%	渠道
管理费率	0.23%	1.47%	1.39%	基金公司 与渠道分成
销售服务费率	0.24%	0.34%	0.48%	渠道
券商收取费率（不考虑赎回）	0.47%	1.34%	1.47%	-

数据来源：基金业协会、开源证券研究所

图19：头部券商估值回到匹配位置



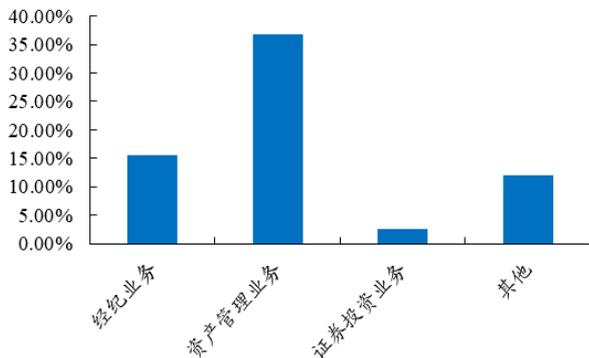
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

### 供给端：财富管理驱动ROE上行

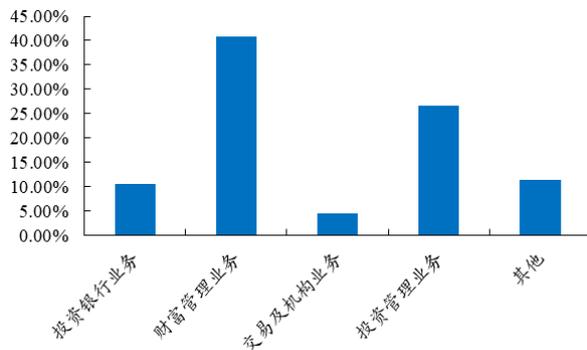
- **财富管理驱动ROE上行。**我们按照杜邦分析法将券商ROE分拆为权益乘数（杠杆率）、净利率和营业收入/总资产三个指标，我们进一步将券商业务收入分为手续费收入和资金型收入两部分，单独抽出资金型业务，将券商ROE拆分为权益乘数、净利率、净息差（资金型业务收入/总资产）、手续费收入占比（营业收入/资金型业务收入）四部分，手续费收入占比越高，ROE将越高。
- **财富管理业务ROE高于其他业务。**从业务分部数据看，财富管理业务ROE高于其他业务ROE，中信证券2020年资产管理和经纪业务分部ROE最高，资管业务ROE高达37%；广发证券财富管理业务ROE最高，为41%。

图20：2020年中信证券资产管理业务ROE较高



数据来源：中信证券公司公告、开源证券研究所

图21：2020年广发证券财富管理业务ROE最高



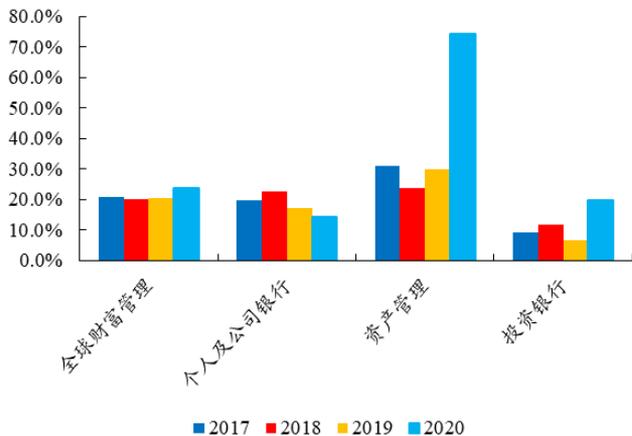
数据来源：广发证券公司公告、开源证券研究所

## 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

### 供给端：财富管理驱动ROE上行

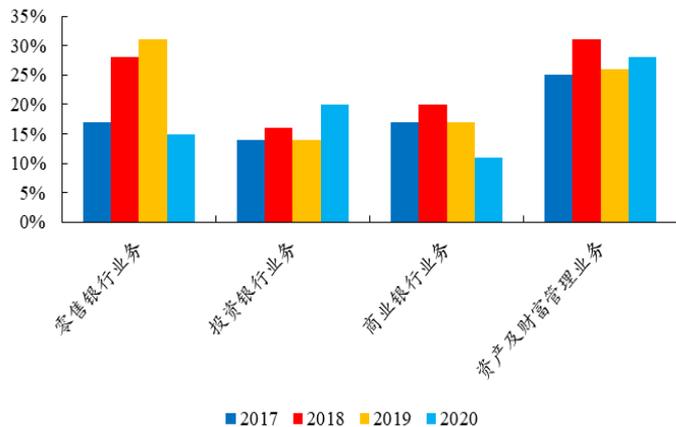
- **瑞银集团**：瑞银集团主要业务包括全球财富管理、个人及公司银行、资产管理、投资银行业务。从各业务ROE情况看，2019年资产管理和全球财富管理业务ROE分别为29.7%/20.5%，远高于个人及公司银行和投资银行业务ROE。
- **摩根大通**：资产及财富管理业务ROE始终保持较高水平，2017至2020年资产及财富管理业务ROE显著高于投资银行及商业银行业务。

图22：瑞银集团资产管理及财富管理ROE高于其他业务



数据来源：瑞银集团公司公告、开源证券研究所

图23：摩根大通资产及财富管理业务ROE始终保持较高水平



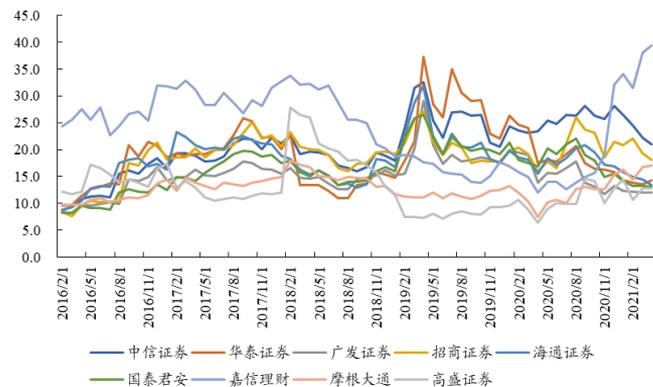
数据来源：摩根大通公司公告、开源证券研究所

## 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

### 供给端：财富管理业务占比较高更易获得高估值

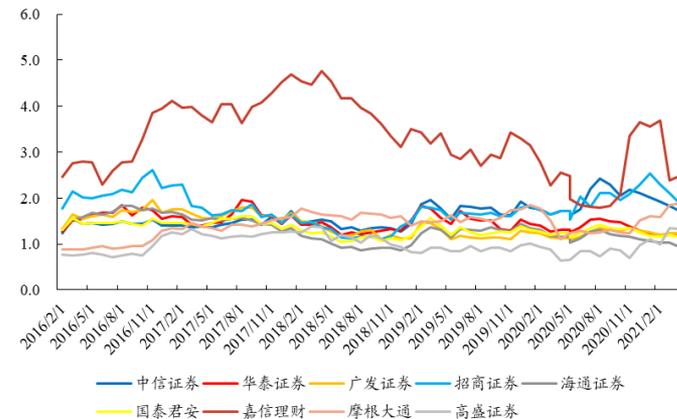
- **嘉信理财PB估值高于国内头部券商。** 嘉信理财是美国头部互联网券商及财富管理公司，公司主营业务包括经纪业务、资产管理与财富管理业务、利息净收入。公司主要业务对标内资券商经纪、财富管理及资产管理业务。净利息收入是第一大收入来源，占比在60%左右；财富管理收入为公司第二大收入来源，2019年占比达到30%。从2016年至今，公司PB中位数为3.4，高于其他券商整体估值，轻资本型业务更易带来估值溢价。

图24：嘉信理财PE估值高于其他券商



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：嘉信理财PB估值高于其他券商



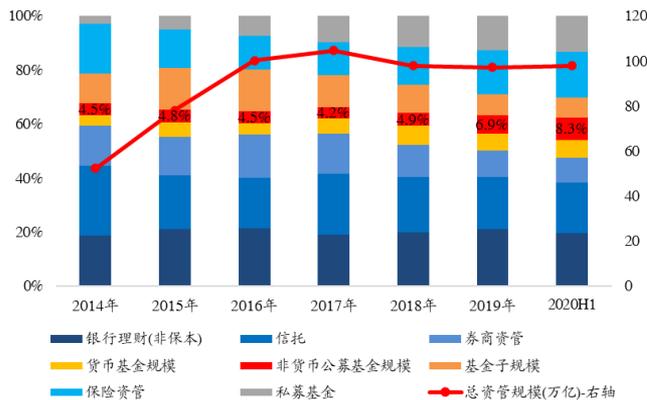
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

## 需求端：财富管理需求大幅提升

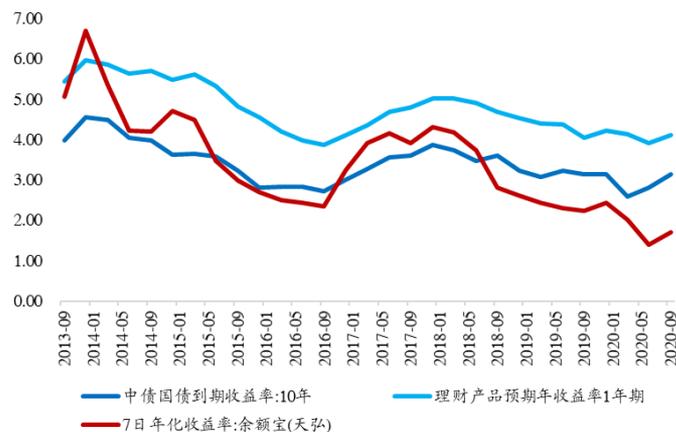
- 房地产配置或已见顶。
- 资管新规打破刚兑，原有高收益产品供给下降，无风险利率回落。
- 注册制为代表的资本市场深改政策落地，权益市场吸引力不断提升。
- A股上市股票数量增加，沪深港通下港股也成可投资标的。

图26：资管新规下银行理财、信托和券商资管持续压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：固收型产品收益率持续承压(%)



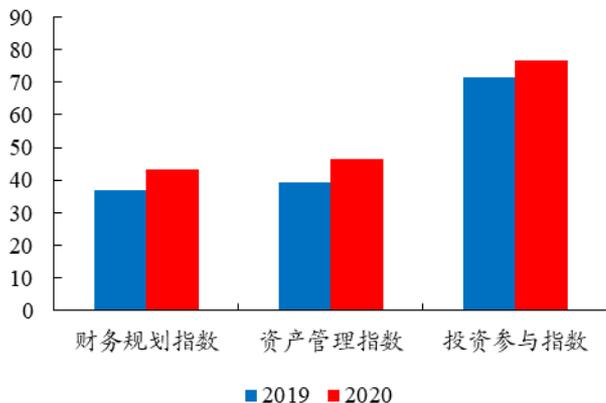
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

## 需求端：财富管理需求大幅提升

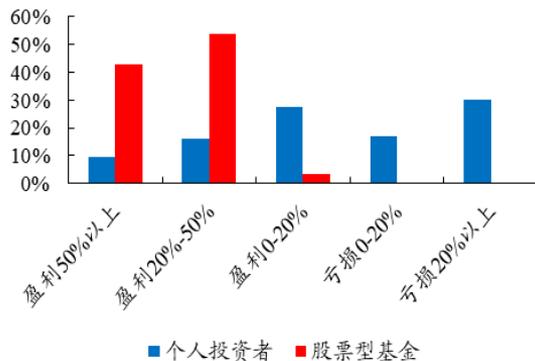
- 新富人群财富管理意愿提升，对金融产品青睐度提升。
- 股市分化下个人投资者能力有限，居民理财需求增加。
- 高净值人群机构理财需求增加。

图28：2020年中国新富人群财务规划指数提升



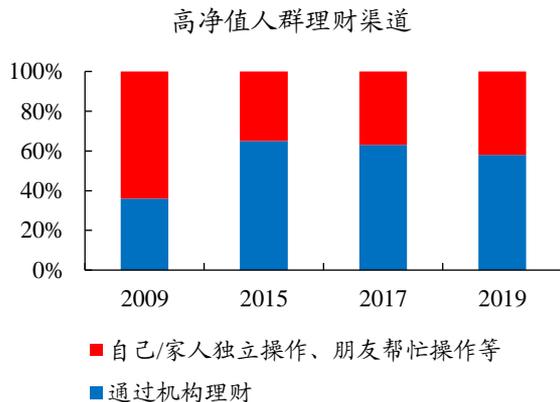
数据来源：《中国私人财富报告》、开源证券研究所

图29：2019年股票型基金整体表现优于个人投资者



数据来源：基金业协会、开源证券研究所

图30：高净值人群通过机构理财占比显著提升



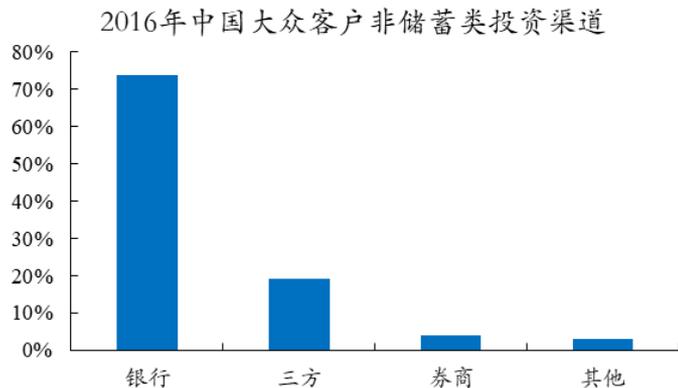
数据来源：《中国私人财富报告》、开源证券研究所

# 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

## 竞争格局：银行占据主导优势

- 根据艾瑞咨询数据，2016年中国大众客户非储蓄类投资渠道中，银行占74%，三方占19%，券商占4%。从单个机构AUM市场份额来看，头部银行AUM市场份额较高。

图31：2016年银行为主要投资渠道



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

表9：2020年头部银行整体AUM市占率较高

单位：亿元	2015AUM	AUM占全市场比重	2018AUM	AUM占全市场比重	2020AUM	AUM占全市场比重	口径
招商银行	47,496	4.34%	68,021	4.53%	89,418	4.46%	零售客户总资产
平安银行	6,600	0.60%	14,168	0.94%	26,248	1.31%	
邮储银行					112,500	5.61%	
工商银行	115,900	10.60%	135,100	8.99%	160,000	7.98%	
建设银行					130,000	6.48%	
农业银行	90,819	8.31%			130,040	6.48%	
宁波银行			3,540	0.24%	5,340	0.27%	
交通银行					38,956	1.94%	
银行小计					692,502	34.52%	
蚂蚁财富			27,093	1.80%	47,134	2.35%	AUM
东方财富	1,000	0.09%	1,100	0.07%	4700	0.23%	
同花顺					330	0.02%	
诺亚财富	867	0.08%	1,692	0.11%	1528	0.08%	
三方小计					53,692	2.68%	客户托管资产规模
中信证券	39,000	3.57%	41,000	2.73%	85,000	4.24%	
中金公司					25,783	1.29%	
华泰证券					39,200	1.95%	
招商证券					13,700	0.68%	
券商小计					163,683	8.16%	总投资资产
中国平安	17,316	1.58%	27,946	1.86%	37,406	1.86%	
中国太保	8,545	0.78%	12,332	0.82%	16,480	0.82%	
新华保险	6,357	0.58%	6,998	0.47%	9,657	0.48%	
中国人寿	22,878	2.09%	31,057	2.07%	40,964	2.04%	
中国人保	7,428	0.68%	8,955	0.60%	10,889	0.54%	
保险小计	62,524	5.72%	87,288	5.81%	115,396	5.75%	

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）蚂蚁集团2020年为估计数，东方财富为估计数；（2）全市场AUM含储蓄

# 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

## 券商财富管理转型：头部券商占优

- **客户：**头部券商整体用户数较多。华泰证券用户数超1700万，中国银河、中信证券、国泰君安用户数均超1000万，中小券商与头部及零售业务较强的券商用户数差距较大。
- **产品：**有基金及资管子公司的券商产品体系更加完善。目前兴业证券、东方证券、广发证券等券商有资管子公司并参控股公募基金，相对其他券商更具优势。

表10：头部券商用户数较多

公司名称	2020末用户数（万户）
中国银河	1300
华泰证券	1700
中信证券	1090
广发证券	超780
国泰君安	1432（2020H1）
方正证券	超1200
东方证券	184
天风证券	84

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表11：部分有资管子公司或参（控）股基金公司的券商自有产品体系更完善

券商	资管子公司	控股公募基金	参股公募基金
西南证券			银华基金
第一创业		创金合信基金	银华基金
兴业证券	兴证资管	兴证全球基金	南方基金
东方证券	东证资管		汇添富基金、长城基金
东北证券	东证资管	东方基金	银华基金
广发证券	广发资管	广发基金	易方达基金
招商证券	招商资管		博时基金、招商基金
中信证券		华夏基金	
申万宏源			申万菱信基金、富国基金
华泰证券	华泰资管		华泰柏瑞基金、南方基金
海通证券	海通资管	海富通基金	富国基金
长江证券	长江资管		长信基金
光大证券	光大资管	光大保德信基金	大成基金
财通证券	财通资管	财通基金	
中泰证券	中泰资管		万家基金
国泰君安	国泰君安资管		华安基金
浙商证券	浙商资管		浙商基金
方正证券		方正富邦基金	
银河证券	银河金汇资管		

资料来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 财富管理转型：供需端发力，头部券商占优

### 券商财富管理转型：头部券商占优

- **服务**：头部券商智能投顾更有优势，基金投顾加码，推出效果显著。
- **金融科技**：头部券商金融科技投入加大，同时与互联网公司开展合作，在金融科技方面持续推进。

表12：券商信息技术投入明显提升

单位：亿元	2018		2019	
	信息技术投入金额	占营业收入比重	信息技术投入金额	占营业收入比重
国泰君安	7.04	3.1%	12.39	5.9%
华泰证券	4.81	3.0%	12.02	6.8%
中信证券	5.80	1.6%	11.39	4.2%
海通证券	4.60	1.9%	8.54	5.4%
广发证券	4.85	3.2%	8.34	5.5%
中金公司	4.28	3.3%	7.78	7.1%
平安证券	4.60	5.4%	7.70	11.0%
国信证券	3.79	3.8%	7.52	6.1%
招商证券	3.60	3.2%	7.42	5.0%
中信建投	3.99	3.7%	6.40	5.0%
合计	47	2.8%	89	5.8%

数据来源：中证协、开源证券研究所

## 盈利预测

表13: 中性假设下, 预计上市券商2021年净利润同比+13.3%

40家上市券商整体 (单位: 亿元)	2019年	2020年	2021Q1	2021年 E	2022年 E	2022年 E
经纪业务收入	742	1140	314	1,092	1,198	1,298
YOY	19.4%	53.7%	14.6%	-4.2%	9.7%	8.3%
日均股基成交额	5,580	9,042	10,169	8,590	9,363	10,206
YOY	35.5%	62.0%	11.4%	-5.0%	9.0%	9.0%
投行业务收入	416.39	580.44	120.56	669	791	944
YOY	23.4%	39.4%	34.2%	15.3%	18.2%	19.4%
资产管理收入	314.41	389.17	114.51	471	598	756
YOY	3.0%	23.8%	34.7%	20.9%	27.1%	26.4%
大投资业务收入	1,367	1,578	352	1,628	2,100	2,573
YOY	89.1%	15.4%	15.8%	3.2%	28.9%	22.6%
自营投资收益率	5.20%	5.06%	1.02%	4.31%	4.63%	4.66%
利息净收入	421.55	533.93	143.83	546	491	429
YOY	15.1%	26.7%	23.2%	2.3%	-10.1%	-12.7%
<b>营业收入 (调整后)</b>	<b>3,440</b>	<b>4,404</b>	<b>1,116</b>	<b>4,616</b>	<b>5,408</b>	<b>6,254</b>
YOY	36.8%	28.0%	20.8%	4.8%	17.2%	15.6%
管理费	1763.44	2102.74	547.76	2,170	2,461	2,783
信用减值及其他资产减值损失	207	340	15	231	270	313
<b>归母净利润</b>	<b>1086.66</b>	<b>1455.66</b>	<b>422.32</b>	<b>1,649</b>	<b>1,998</b>	<b>2,361</b>
YOY	69.8%	34.0%	27.3%	13.3%	21.1%	18.2%
净利率 (调整后)	31.6%	33.1%	37.8%	35.7%	36.9%	37.8%
归母股东权益	16,196	18,663	19,092	20,946	23,202	25,594
YOY	8.2%	15.2%	17.7%	12.2%	10.8%	10.3%
股权融资合计	261	950	100	1,000	700	600
<b>ROE</b>	<b>6.97%</b>	<b>8.35%</b>	<b>8.95%</b>	<b>8.33%</b>	<b>9.05%</b>	<b>9.68%</b>
权益乘数 (扣除客户保证金)	3.63	3.83	3.92	3.79	4.01	4.29

数据来源: Wind、开源证券研究所

**投资建议：**左侧布局时点已至，直接融资趋势不改，ROE有望持续上行，维持行业“看好”评级。

- 目前头部券商估值已回到匹配位置，ROE/PB比率升至8.39%，与头部银行接近，券商左侧布局时点到来。中长期看，直接融资扩容趋势不改，机构化趋势延续，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，轻资本业务扩张有望驱动ROE持续上行，头部券商表现将更强。目前行业估值低于历史中枢，头部券商估值已到底部，维持行业“看好”评级。
- **三条主线选择受益标的。**第一条主线：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；第二条主线标的：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券和东方证券有所受益；第三条主线：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H股)有所受益。

图32：目前券商板块PE估值低于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

证券行业：左侧布局时点已至，财富管理转型正当时

2

保险行业：供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展

3

受益标的估值表

4

风险提示

## 2.1 复盘：高开拉高预期，低走拖累股价

### 高开带动预期，年初表现较好，低走拖累后续表现

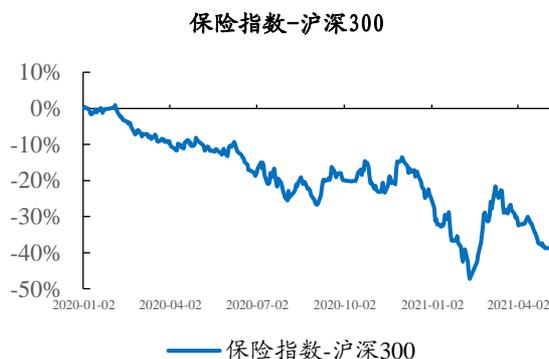
- 2021年截至4月30日，沪深300累计收益率-1.7%，保险指数-16.3%，保险指数跑输沪深300 14.6%。2020年1月1日至2021年4月30日，沪深300累计收益+23.4%，保险指数-15.3%，保险指数跑输沪深300 -38.7%，差距较年初扩大14.4%。年初涨幅主要受2021年上市险企开门红较早、新旧重疾定义切换带来的负债端表现高预期带动，但进入2021M2、M3，疫情迟滞影响、代理人同比承压、重疾险需求集中释放影响导致负债端表现不及预期，保险股出现估值下杀。

图33：2021前4月保险股明显跑输沪深300



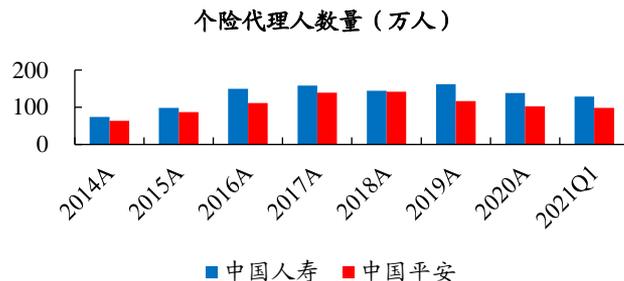
数据来源：Wind、开源证券研究所  
注：数据截至2021年4月30日收盘。

图34：保险指数2021前4月跑输差距逐渐扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所  
注：数据截至2021年4月30日收盘。

图35：中国人寿、中国平安代理人数量逐渐下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.1 复盘：高开拉高预期，低走拖累股价

### 2021年前4月保险个股略有分化，但整体表现承压

- 2021年前4月保险股涨跌幅分别为：中国人寿-13.9%、中国平安-16.6%、中国太保-14.3%、新华保险-16.1%、中国人保-7.8%，整体表现承压。

图36：中国平安2021Q1寿险个人新业务保费同比逐月下行

累计收益率：2020年至今



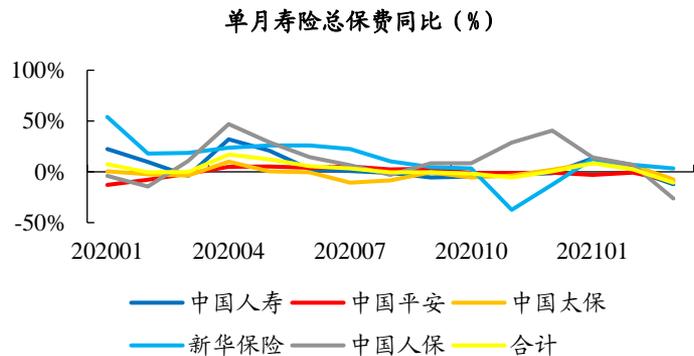
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 2021Q1高开低走，短期内疫情迟滞影响及需求集中释放拖累复苏

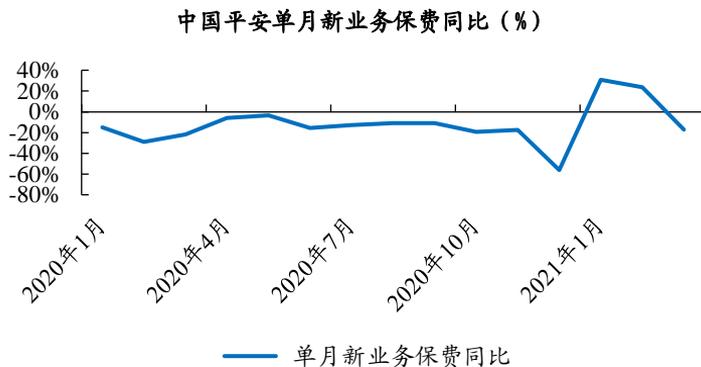
- 2021前4月保险股涨跌幅分别为：中国人寿-13.9%、中国平安-16.6%、中国太保-14.3%、新华保险-16.1%、中国人保-7.8%，整体表现承压。2021Q1上市险企保费呈现高开低走态势，2021M1保费受险企提前备战开门红及新旧重疾险定义切换释放短期需求实现高增，而受疫情迟滞影响及重疾险需求短期集中释放拖累，2021M2、M3保费同比增速放缓。

图37：上市险企单月寿险保费同比2021Q1呈现高开低走态势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图38：中国平安2021Q1寿险个人新业务保费同比逐月下行



数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 2021Q1高开低走，短期内疫情迟滞影响及需求集中释放拖累复苏

- 2021前4月保险股涨跌幅分别为：中国人寿-13.9%、中国平安-16.6%、中国太保-14.3%、新华保险-16.1%、中国人保-7.8%，整体表现承压。2021Q1上市险企保费呈现高开低走态势，2021M1保费受险企提前备战开门红及新旧重疾险定义切换释放短期需求实现高增，而受疫情迟滞影响及重疾险需求短期集中释放拖累，2021M2、M3保费同比增速放缓。

图39：2021M1重疾险搜索指数明显提升，新旧重疾定义切换后出现下降



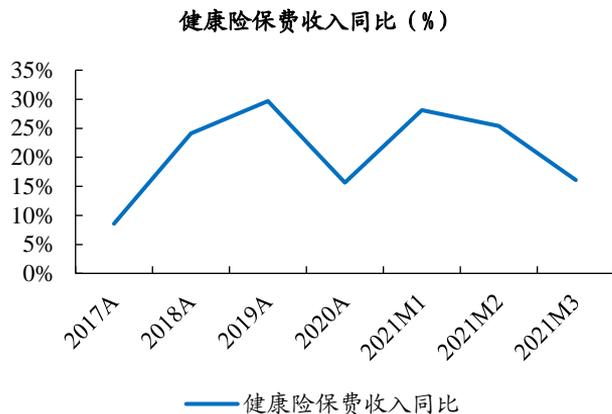
资料来源：百度指数

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 2021Q1高开低走，短期内疫情迟滞影响及需求集中释放拖累复苏

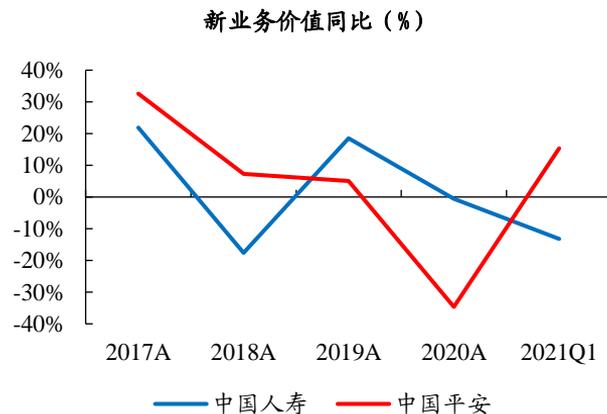
- 2021前4月保险股涨跌幅分别为：中国人寿-13.9%、中国平安-16.6%、中国太保-14.3%、新华保险-16.1%、中国人保-7.8%，整体表现承压。2021Q1上市险企保费呈现高开低走态势，2021M1保费受险企提前备战开门红及新旧重疾险定义切换释放短期需求实现高增，而受疫情迟滞影响及重疾险需求短期集中释放拖累，2021M2、M3保费同比增速放缓。

图40：2021Q1健康险保费收入同比呈高开低走态势



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图41：2021Q1中国人寿、中国平安NBV表现分化



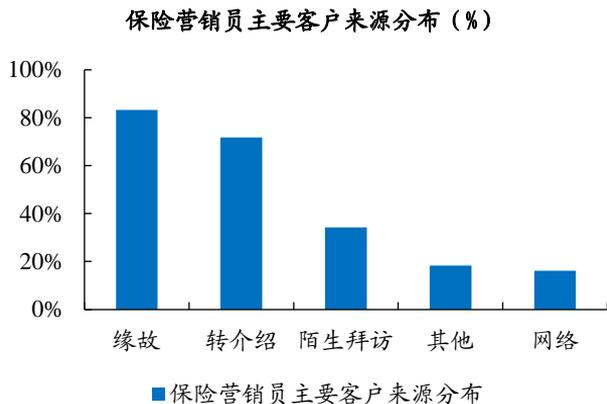
数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 代理人渠道供给结构性错位，难以切入中高端客户市场

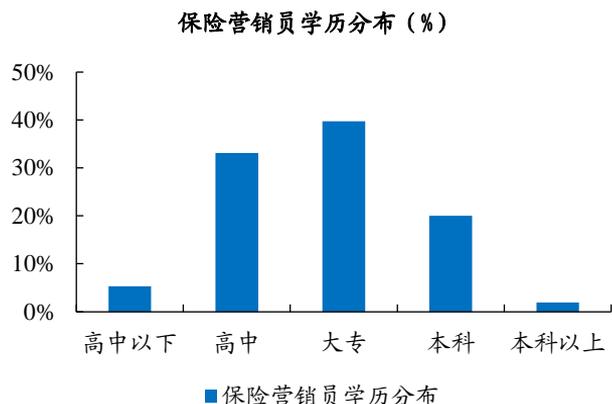
- 根据《2018年中国保险中介市场生态白皮书》披露，83.2%的保险营销员客户来自于缘故、71.8%的保险营销员客户来自于转介绍，代理人渠道营销较为依赖代理人自身所在圈层。代理人数量的增加提升了保险公司可触达客户的规模，但由于高速增长代理人队伍质量参差不齐，难以增员高质量代理人以切入中高端客户市场，导致出现代理人渠道供给的结构性错位问题。

图42：保险营销员主要客户来源于缘故及转介绍



数据来源：《2018年中国保险中介市场生态白皮书》、  
开源证券研究所

图43：多数保险营销员学历为本科以下



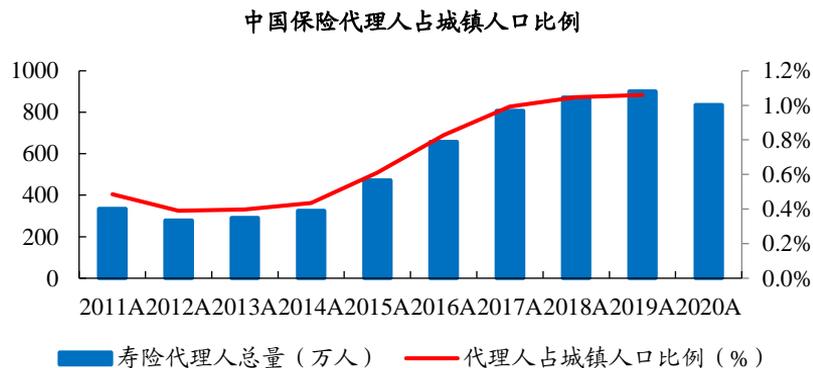
数据来源：《2018年中国保险中介市场生态白皮书》、  
开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 代理人渠道供给结构性错位，难以切入中高端客户市场

- 根据《2018年中国保险中介市场生态白皮书》披露，83.2%的保险营销员客户来自于缘故、71.8%的保险营销员客户来自于转介绍，代理人渠道营销较为依赖代理人自身所在圈层。代理人数量的增加提升了保险公司可触达客户的规模，但由于高速增长代理人队伍质量参差不齐，难以增员高质量代理人以切入中高端客户市场，导致出现代理人渠道供给的结构性错位问题。

图44：我国保险代理人超800万人，占城镇人口比例超1.0%



数据来源：银保监会、Wind、开源证券研究所

图45：人身险保费自2017年同比增速逐渐放缓



数据来源：银保监会、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 保险产品低频属性影响客户感知，“产品+服务”升级仍在路上

- 储蓄型产品或保障型产品，均因风险是低频率事件而导致其缴费次数高于给付均次数的现象，造成客户感知不佳：缴费次数多，给付次数少或给付时间较远且给付金额小。

图46：保险可转移低频高损相应风险



资料来源：开源证券研究所

表14：多数保险产品预期给付次数低于缴费次数，造成客户感知不佳

险种大类	险种类型	缴费期限（主要）	给付次数（通常）
寿险	定期寿险	趸缴、期缴	1
	两全寿险	趸缴、期缴	1
	终身寿险	趸缴、期缴	1
年金险	养老金产品	趸缴、期缴	多次小额
	非养老金产品	趸缴、期缴	多次小额
健康险	短期医疗险	趸缴、月缴	费用补偿
	长期医疗险	月缴、年缴	费用补偿
	短期疾病保险	趸缴	重疾1次，中、轻症多次
	长期疾病保险	趸缴、期缴	重疾1次，中、轻症多次

资料来源：中国保险业协会、开源证券研究所

注：上表缴费期限及给付次数仅作概念展示，不排除存在缴费期限及给付次数不同于上表的产品

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 渠道+产品升级聚焦解决行业长期问题

- 渠道方面，各上市险企自2018年以来，均较关注代理人渠道升级，关注队伍质态提升，提升代理人自身质量及其专业能力，打造“三高团队”，从而切入中高端市场并提升代理人产能及留存，解决代理人供给的结构性错位问题。
- 产品方面，上市险企布局健康及养老产业，通过产品、服务融合，为客户提供高频健康管理服务或养老照护服务，提升保险产品感知度，改善客户对于低频给付的认知，打造差异化竞争优势的同时，为公司创造新获客渠道及盈利点。

图47：中国平安寿险改革聚焦渠道、产品、经营三方面



资料来源：中国平安公司公告

图48：中国太保自2018年起推动队伍升级



资料来源：中国太保公司公告

表15：多数上市险企均在健康及养老产业进行布局

保险公司	健康服务	养老服务
中国人寿	蛮牛健康	国寿社区
中国平安	平安好医生	平安臻颐年
中国太保	太保蓝本	太保家园
新华保险	健管中心+康复医院	新华家园

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 监管规范行业行为，长期利好行业发展

- 银保监会自2018年成立后，对保险行业形成贴身监管局面，不断规范、引导保险行业发展，短期施压负债端，长期看保护消费者、代理人、保险公司三方利益，利于保险行业长期健康发展。

表16：银保监会发文规范保险行业行为，长期利好行业发展

时间	政策名称	监管方向
2018年5月4日	中国银行保险监督管理委员会办公厅关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知	产品设计
2019年8月30日	中国银保监会办公厅关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知	准备金评估
2020年4月1日	《关于长期医疗保险产品费率调整有关问题的通知》	产品设计
2020年8月1日	《关于保险公司发展独立个人保险代理人有关事项的通知（征求意见稿）》	代理人管理
2020年11月23日	中国银保监会发布《保险代理人监管规定》	代理人管理
2020年12月14日	中国银保监会发布《互联网保险业务监管办法》	互联网保险
2020年12月29日	中国银保监会发布《关于发展独立个人保险代理人有关事项的通知》	代理人管理
2021年1月6日	银保监会人身险部向各人身险公司下发《关于进一步规范互联网人身保险业务有关事项的通知（征求意见稿）》	互联网保险
2021年1月11日	中国银保监会发布《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	短期健康保险业务
2021年1月20日	中国银保监会人身险部关于印发人身保险产品“负面清单”（2021版）的通知	产品设计
2021年1月22日	银保监会下发《保险销售指引（征求意见稿）》	销售行为
2021年3月22日	银保监会摸底人身险佣金制度 研究修订制度助力营销体制改革 《关于提供佣金制度有关材料的函》	代理人管理、营销体制
2021年4月1日	中国银保监会消费者权益保护局关于2020年第四季度保险消费投诉情况的通报	投诉情况通报
2021年4月7日	《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见（征求意见稿）》	产品设计
2021年4月8日	中国银保监会办公厅关于深入开展人身保险市场乱象治理专项工作的通知	产品设计、营销体制、内部治理
2021年4月13日	中国银保监会向各险企下发《意外伤害保险业务监管办法（征求意见稿）》	产品设计
2021年4月13日	银保监会向各人身险公司下发《关于调研人身保险销售管理有关情况的函》	销售行为
2021年4月22日	银保监会人身险部向各人身险公司发布《关于短期健康险续保表述备案事项的通知》	短期健康险续保表述规范

资料来源：银保监会、财联社、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 疫苗接种加速国内疫情缓解，重疾需求有望触底回升

- 随着疫苗接种进展不断推进，居民对于未来疫情所带来的不确定性担忧较少，用于消费的资金或有所增加。同时，重疾险需求或随着新重疾险产品上市触底回升。

### 寿险行业当前处于长、短期新周期起点

- 长期看，寿险经历2018-2020年3年负债端增长底部后，各家上市险企均意图通过提升代理人质量及专业能力切入中高端客户圈层，实现效率回升，当前看，代理人队伍转型已愈3年，长期供给结构改善趋势确定，处于负债端发展新周期起点。短期看，疫情影响随着新冠疫苗接种不断消退，重疾险需求集中释放影响或已触底，随着需求改善及代理人转型见效，负债端有望进入改善周期。

图49：中国每日接种疫苗数量领先其他国家



资料来源：Wind

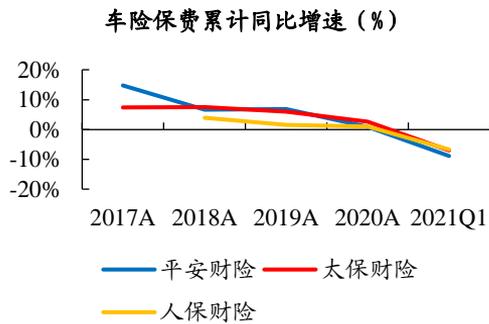
注：数据截至2021年5月6日；我国累计报告新冠疫苗接种剂次数据来源于国家卫生健康委员会官方网站。

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 车险综改压力延续，2021车险利空或将出尽

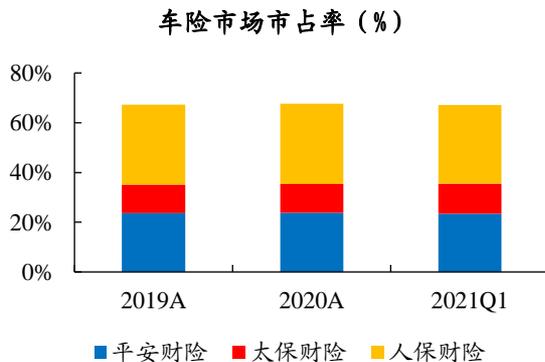
- 车险综改2020年9月19日正式实施后，车均保费下降约20%，车均保费下降是导致车险保费收入同比承压的主要原因。预计车险综改压力将继续延续，但考虑到2021年10月车均保费降低影响将受基数统一而消退，保费同比增长将更多反映车险业务发展情况，若无其他重大事件，2021年车险利空或将出尽，大型险企受益于其享有定价权，市场份额或进一步提升。

图50：2021Q1车险同比全面承压



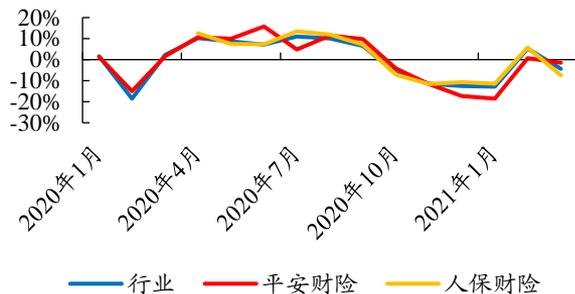
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图51：头部险企市占率暂未出现明显提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图52：2021Q1单月车险保费同比明显承压



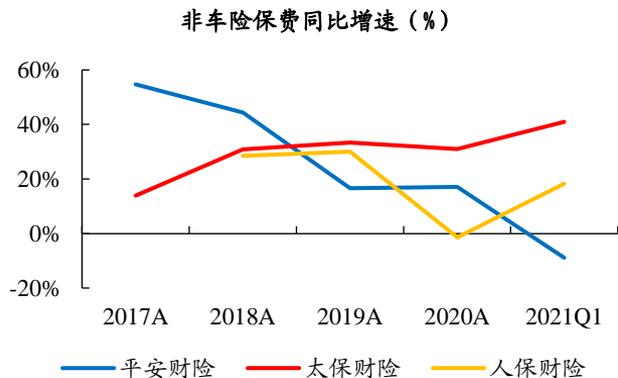
数据来源：银保监会、各公司公告、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 非车险业务快速增长，缓解车险压力，未来或成双支柱模式

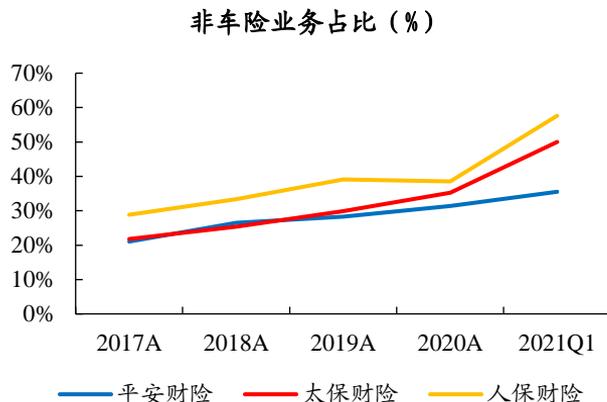
- 上市险企非车险业务受农险、责任险、意外与健康险带动，连年同比增长，缓解车险综改压力。非车险业务快速发展，未来或为财险公司重要利润来源，成为财险公司发展第二支柱，与车险业务共同打造双支柱模式。

图53：2021Q1多数险企非车险业务同比高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图54：上市险企非车险业务占比持续提升



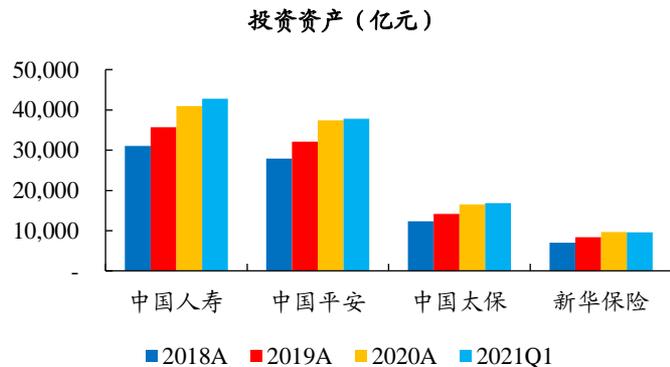
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.2 2021中期展望：维持弱复苏态势，关注寿险转型进展

### 10年期国债收益率围绕3.2%附近波动，全年利差同比扩张趋势确认

- 上市险企投资资产规模稳步增长，10年期国债收益率围绕3.2%波动，全年视角看，险企2021年再投资利率扩张趋势较为确定，利于资产端利差扩张和估值修复。

图55：主要上市险企投资资产规模稳步提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图56：10年期国债收益率围绕3.2%波动，较2020年同期回升明显



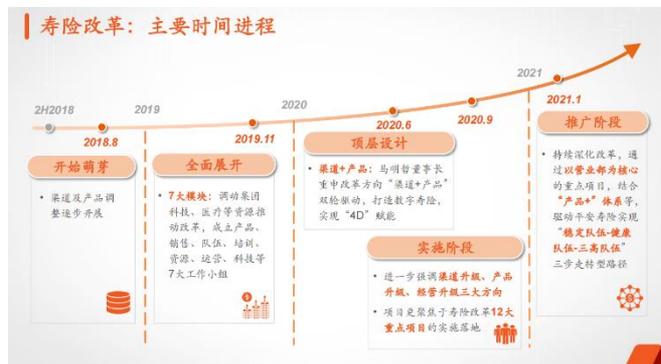
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 投资结论

寿险当前处于行业长、短周期起点，长期问题持续改善，短期问题预计下半年缓解

- 自2018年来转型升级已达3年，我们认为，当前处于行业向好长周期的起点。短期看，疫情对需求的压制影响仍在，重疾需求受到短期集中释放透支影响逐渐转弱，预计随着疫苗接种进展及重疾险需求恢复，下半年负债端压力将逐步缓解，当前时点处于疫情及需求修复短周期起点。

图57：中国平安寿险改革已进入全国推广阶段



资料来源：中国平安公司公告

图58：中国太保通过AMS评价体系及新基本法推动队伍升级



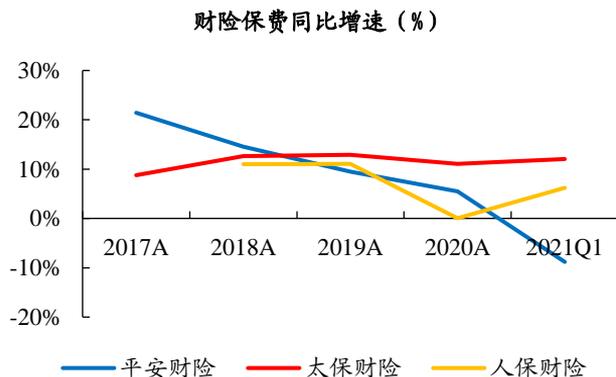
资料来源：中国太保公司公告

## 2.3 投资结论

### 财险业务受非车险业务增长提振，车险利空或于2021出清

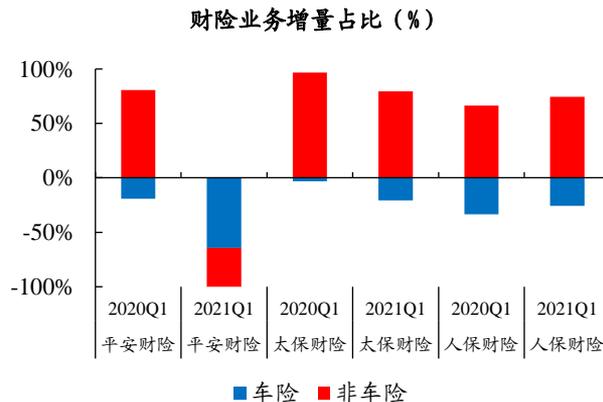
- 2021Q1财险保费增速分别为：太保财险+12.0%、人保财险+6.2%、平安财险-8.8%，非车险对财险增长贡献较大，增量产比多数超100%，且人保财险、太保财险2021Q1非车险业务占比均超50%，分别为57.6%、50.0%，成为财险业务重要支柱。车险综改影响将延续，车均保费降低影响预计将持续至2021M10，若无其他重大变化，因车险综改于2020年9月实施，2021M10后的车险保费数据将更准确地反映业务增长情况。

图59：太保财险、人保财险2021Q1保持同比正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图60：上市险企2021Q1财险业务增量主要为非车险



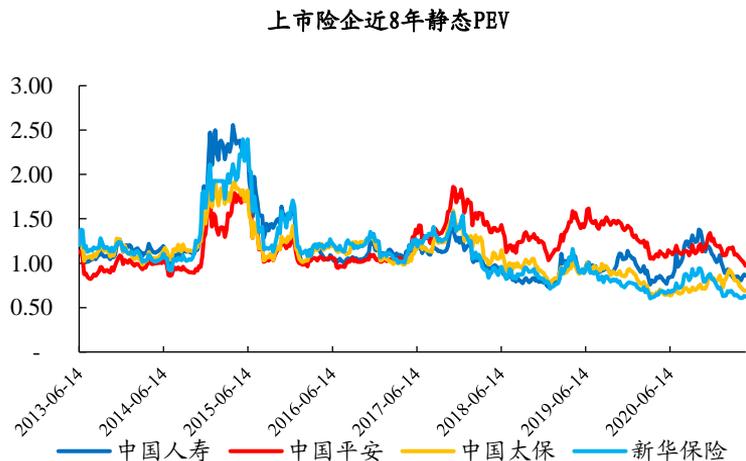
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 投资结论

### 估值处于历史低点，关注短期需求修复及长期队伍质态提升

- 保险股当前静态P/EV估值处于历史低点，负债端复苏进展不及预期及对后续复苏态势无法判断或为估值下降原因。
- 全年视角看，资产端利差同比扩张趋势较为确定，负债端复苏进展将决定保险股估值修复幅度，随着需求改善及代理人转型见效，保险负债端有望进入改善周期。负债端长期增长动能或随各家公司代理人队伍转型深化启动，保险行业当前处于长、短向好周期起点，推荐寿险改革聚焦渠道、产品、经营升级且处于改革全国推广期的中国平安，受益标的友邦保险。

图61：保险股静态P/EV估值处于历史中枢下方



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

表17：当前保险股估值处于历史低点

上市险企	当前PEV	EVPS (人民币元)	近5年历史中位数	当前所处 历史分位数	P/EV 2021E
中国人寿	0.86	37.93	1.03	20%	0.76
中国平安	0.96	72.65	1.23	2%	0.86
中国太保	0.68	47.74	0.97	7%	0.62
新华保险	0.62	77.13	0.91	2%	0.53

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：上述公司除中国平安、中国太保外，数据来源于Wind一致性预期；上表对应股价为2021年5月7日收盘价。

# 目录

## CONTENTS

- 1 证券行业：左侧布局时点已至，财富管理转型正当时
- 2 保险行业：供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展
- 3 受益标的估值表
- 4 风险提示

表18: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS/EVPS				P/E / P/EV		评级
		2021/05/07	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E		
300059.SZ	东方财富	30.19	0.58	0.80	1.07	52.16	37.74	买入	
3908.HK	中金公司	18.84	1.60	1.81	2.17	11.79	10.39	未评级	
601377.SH	兴业证券	9.00	0.60	0.71	0.83	15.06	12.66	未评级	
600030.SH	中信证券	23.44	1.16	1.44	1.67	20.21	16.31	未评级	
601211.SH	国泰君安	16.58	1.20	1.48	1.67	13.82	11.24	未评级	
600958.SH	东方证券	8.76	0.38	0.59	0.72	23.05	14.95	未评级	
000776.SZ	广发证券	14.77	1.32	1.56	1.76	11.19	9.47	未评级	
601318.SH	中国平安	70.10	72.65	82.34	93.80	0.96	0.85	买入	
1299.HK	友邦保险	84.50	35.28	38.38	42.22	2.40	2.20	未评级	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注:

- (1) 除东方财富、中国平安外, 上述公司EPS数据取自Wind一致性预期;
- (2) 中金公司H股价格为港币, 2021年5月7日汇率(1港币=0.83人民币);
- (3) 友邦保险股价及EV数据已换算为人民币, 汇率采用2020年12月31日(2020A)及2021年5月7日(当前、2021E、2022E)汇率;
- (4) 上表股价为2021年5月7日收盘价。

# 目录

## CONTENTS

- 1 证券行业：左侧布局时点已至，财富管理转型正当时
- 2 保险行业：供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展
- 3 受益标的估值表
- 4 风险提示

- 政策落地不及预期；市场竞争不断加剧，券商财富管理市占率增长不及预期。
- 经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；上市保险公司转型受阻。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券