

非银2021年中期策略

—券商长期价值显著，保险静待春暖花开

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

二零二一年五月二十三日

● **核心要点：政策推动券商长期阿尔法提升，静待保险价值增长回暖** 

- **券商：**1) 2020年及2021年1季度受益于市场交投活跃活跃，券商各业务全面向好推动业绩同比大增，龙头券商保持稳健。2) 券商板块当前估值处于历史相对底部，配置价值显著；资本中介将推动ROE中枢抬升，券商估值将迎来修复；关注投行业务产业链、衍生品业务和财富管理发展。3) 个股层面，推荐最具成长性的零售券商龙头【东方财富】，推荐核心业务领域具有明显竞争优势的头部公司【中信证券】、【华泰证券】和【中金公司】。
- **保险：**1) 财险方面，21年Q3后车险综改将进入完整年度，届时行业竞争格局全面得到优化，车险保费增速有望边际改善，龙头险企深度受益；2) 寿险方面，行业短期因开门红步入尾声+新重疾险产品仍处于消化期，负债端有所承压。但长期来看，重疾险仍有较大市场，行业资产和负债两端也将迎来趋势性改善，期待Q2需求回暖+代理人产能释放驱动负债端改善；3) 随利率企稳回升，准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业将保持稳健增长；4) 当前估值低位，配置价值显著。个股层面，推荐经历短期阵痛后有望迎来明显拐点，其产品结构和渠道价值优秀代表之一的【中国财险】、【中国太保】。
- **多元：**经济形势逐步企稳，推荐金融主业租赁业务资产规模、坏账率及利息差水平进入边际向上通道，实业有望逐步资本化推动价值重估的租赁龙头【远东宏信】。
- **风险提示：**1) 股市进一步调整；2) 行业监管趋严；3) 国内外疫情控制不及预期；4) 寿险新单保费持续下滑；5) 长端利率短期下行；6) 保险代理人不及预期；7) 宏观经济下行影响租赁业需求。

*如无特殊说明，本文相关数据的货币单位均为人民币

券商：估值处于相对低位，看好行业长期阿尔法



■ 回顾：投资驱动券商业绩增长，ROE显著回升

■ 展望：估值处于低位，看好行业长期阿尔法

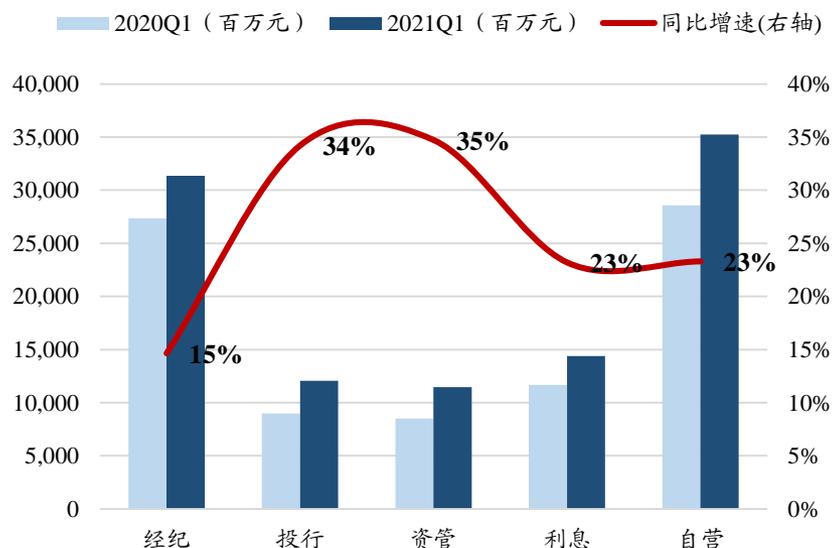
■ 投资建议：推荐价值及特色龙头标的

■ 风险提示

1.1 业绩概述：投资驱动券商业绩增长，ROE显著回升

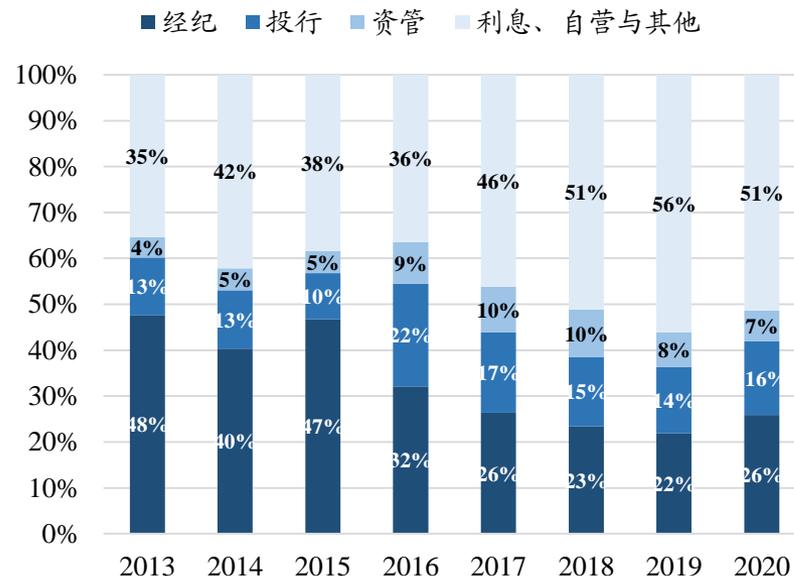
- 一季度业绩维持增长，投行+资管驱动收入提升。40家上市券商2020年合计实现营业收入同比增长28%至1367.9亿元，归母净利润同比增长27%至422.3亿元，2021年一季度业绩较2020年同期略有提升，源于交易活跃度显著提升，（沪深300较年初上涨24.38%，市场股基日均成交额同比+18%），40家上市券商经纪、投行、资管、利息、自营投资收入同比+15%、+34%、+35%、+23%、+23%，其中投行、资管为驱动业绩增长的最主要因素。

图：上市券商2020Q1、2021Q1分业务收入增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：证券行业2013~2020年收入结构

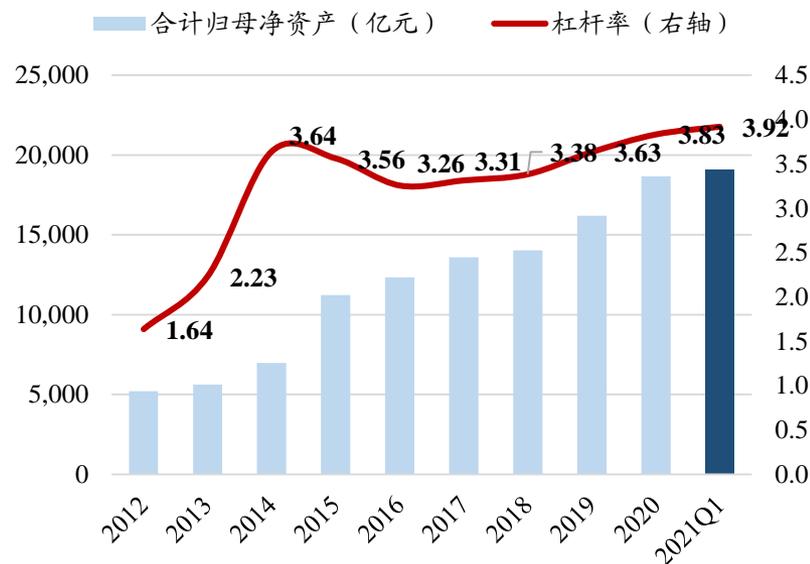


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

1.1 业绩概述：投资驱动券商业绩增长，ROE显著回升

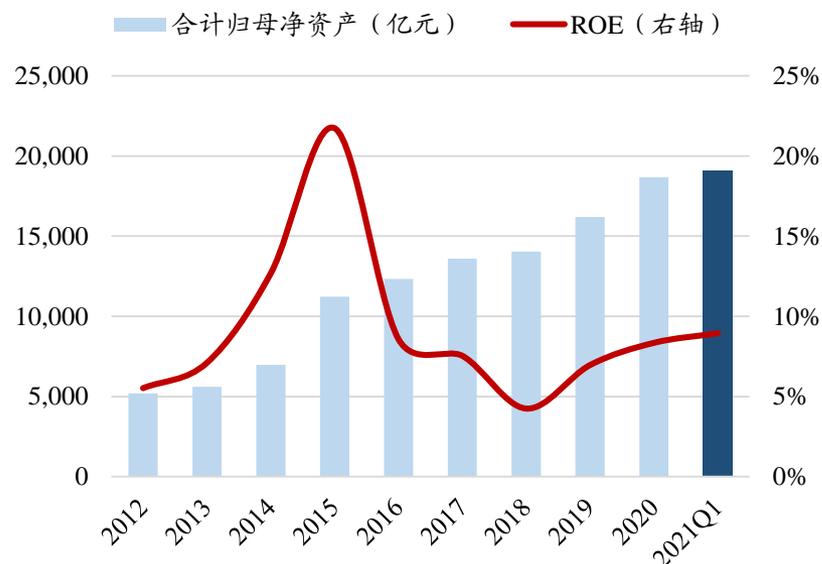
- **政策推动，行业杠杆率稳中上升。**自2016年以来，券商行业杠杆率稳步上升，2020年3月并表监管试点落地，有望提高行业的杠杆上限。2021年Q1上市券商杠杆率继续回升至3.92，系监管层通过降低转融通费率、扩大短期融资融券额度和许可发行金融债，为优秀券商提供丰富而低成本的融资渠道。此外，券商有望通过募资进一步提升市场竞争力。
- **2021年Q1上市券商的ROE显著回升，龙头券商保持稳健。**2020年市场回暖带动ROE显著回升，40家上市券商年化ROE上升至8.35%（2021Q1：8.95%）。龙头券商的盈利稳健显著优于中小券商，且凭借强劲的资金运用能力、严格的风险管理和灵活的交易策略获得相对更高的ROE，2021年Q1中信证券归母净利润表现稳居行业龙头地位。

图：上市券商杠杆率逐步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：上市券商净资产及ROE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，ROE显著回升

【东吴非银】上市券商2021年一季度报概览

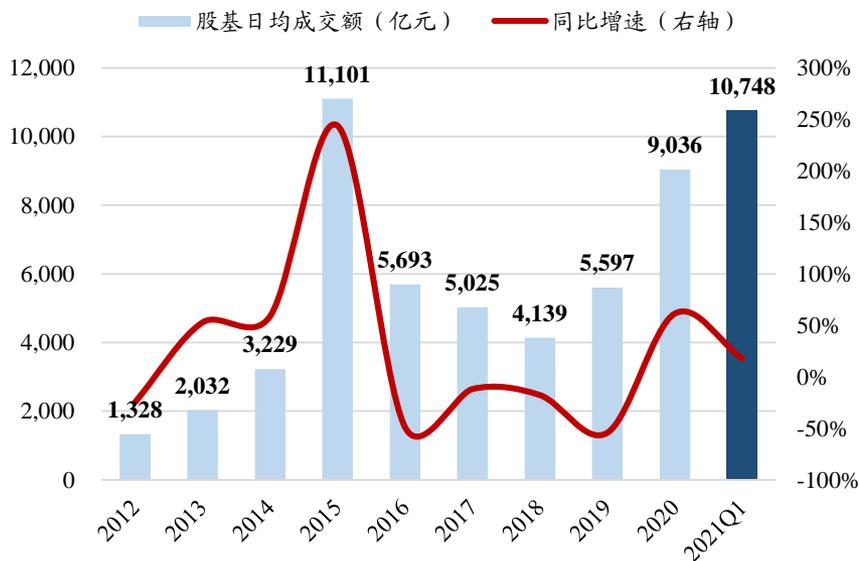
单位： 百万元	上市券商	总市值 (亿元)	归母净资产 (亿元)	参考PB	营业收入 (百万元)	分业务增速					归母净利润 (百万元)	2021Q1 归母净利润 同比增速
						经纪	投行	资管	利息	投资		
1	中信证券	3,002	1,797	1.67	16397	31%	79%	72%	241%	-32%	5165	27%
2	中信建投	2,050	617	3.32	4804	28%	10%	42%	-11%	-36%	1722	-12%
3	中金公司	1,808	566	3.19	5933	39%	9%	106%	-9%	30%	1876	47%
4	招商证券	1,524	1,067	1.43	5962	14%	55%	14%	-20%	78%	2613	45%
5	国泰君安	1,594	1,352	1.03	10943	2%	27%	22%	-1%	5035%	4411	142%
6	华泰证券	1,548	1,271	1.06	8788	18%	146%	-17%	112%	42%	3309	15%
7	海通证券	1,285	1,544	0.83	11192	6%	77%	30%	43%	129%	3618	58%
8	中万宏源	1,088	873	1.25	8651	1%	83%	10%	-29%	44%	2431	22%
9	广发证券	1,038	962	1.08	8321	14%	-56%	91%	32%	48%	2541	23%
10	国信证券	1,041	794	1.31	4252	5%	76%	-7%	-28%	-27%	1685	18%
11	中国银河	801	744	1.08	7580	12%	-22%	-17%	30%	-18%	1985	13%
12	方正证券	735	399	1.84	2049	5%	-46%	-7%	21%	35%	889	135%
13	中泰证券	771	330	2.34	2449	5%	25%	4%	-4%	-17%	666	-11%
14	光大证券	645	525	1.23	3327	20%	-7%	-31%	81%	-148%	697	-37%
15	兴业证券	555	369	1.51	5505	32%	-4%	42%	77%	259%	1195	341%
16	东方证券	573	605	0.95	5193	49%	55%	87%	72%	-50%	1176	45%
17	红塔证券	467	139	3.35	1658	-7%	112%	2%	-62%	-47%	234	-52%
18	中银证券	415	150	2.78	726	12%	-33%	-20%	15%	-85%	261	-20%
19	浙商证券	491	188	2.62	3261	31%	125%	0%	13%	-42%	421	32%
20	天风证券	410	181	2.27	677	-2%	-10%	-34%	85%	9%	89	11%
21	长江证券	406	289	1.40	1966	27%	120%	-22%	21%	155%	701	65%
22	西部证券	379	184	2.06	1255	6%	-58%	-16%	-5%	16%	261	3%
23	国金证券	370	221	1.68	1513	16%	-15%	33%	27%	21%	477	0%
24	南京证券	332	114	2.91	493	-3%	-53%	-27%	8%	-80%	177	-23%
25	财通证券	392	223	1.76	1331	11%	78%	0%	36%	-223%	447	131%
26	国元证券	340	252	1.35	922	2%	424%	-5%	8%	-95%	334	18%
27	华林证券	325	58	5.58	362	13%	-6%	-35%	42%	0%	184	11%
28	长城证券	310	178	1.74	1417	7%	83%	-53%	-26%	-69%	304	-18%
29	东吴证券	321	276	1.16	1736	25%	12%	3%	355%	-9%	424	14%
30	西南证券	312	248	1.26	750	-9%	12%	-36%	1%	78%	246	22%
31	东兴证券	294	209	1.40	886	-11%	-19%	-42%	28%	190%	250	-19%
32	国联证券	312	105	2.98	471	-2%	38%	17%	-35%	-10%	157	-31%
33	第一创业	282	137	2.07	364	-4%	-18%	29%	-159%	-145%	14	-94%
34	太平洋	241	105	2.31	127	-7%	-75%	-32%	-387%	-117%	5	-95%
35	华西证券	251	209	1.20	956	15%	125%	-19%	-18%	-40%	321	-14%
36	山西证券	247	168	1.47	521	-18%	15%	-1%	-100%	-54%	135	-38%
37	国海证券	229	187	1.23	1069	12%	-54%	-33%	-101%	-10%	174	-42%
38	华安证券	223	143	1.56	616	-6%	53%	49%	-26%	-78%	178	-44%
39	东北证券	198	163	1.21	1297	13%	10%	-27%	88%	-44%	338	1%
40	中原证券	180	134	1.34	1076	-3%	1793%	-20%	1711%	43%	121	-280%
合计40家					136793	15%	34%	35%	23%	14%	42232	27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2021年5月21日，中金公司市值为港元，其余数值均为人民币）

1.2 经纪业务竞争加剧致佣金率下滑，交易活跃度提升推动收入增长

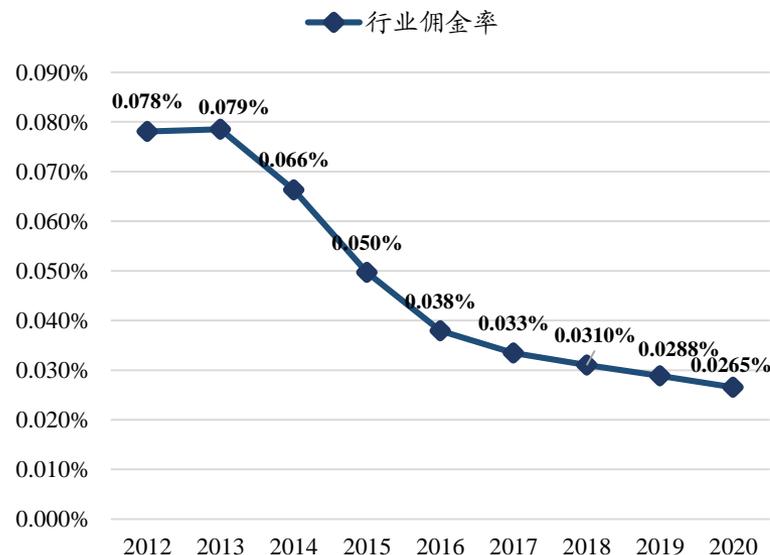
- 交易活跃带动经纪业务增长，佣金率下滑拉低增速。2020年，市场股基日均成交额同比+61%至9036亿元，全行业代理买卖证券净收入同比+47.4%至1161.1亿元（40家上市券商经纪业务收入同比+53.7%至1140亿元）。2021Q1行业经纪业务收入随市场交易活跃有所回升。2021Q1市场股基日均成交额同比+18%至10748亿元，40家上市券商经纪业务收入同比+14.6%至313.6亿元，经纪业务收入增速低于交易量增速，我们预计随市场回暖，券商竞争加剧带来佣金率下行，由此拉低经纪业务收入增速，但随市场交易量逐步平稳，佣金率下行空间有限。市场活跃促进券商经纪业务向好，中期整体乐观，经纪业务占比较高公司更显著受益。

图：2021Q1股基日均交易额增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：行业佣金率不断下滑

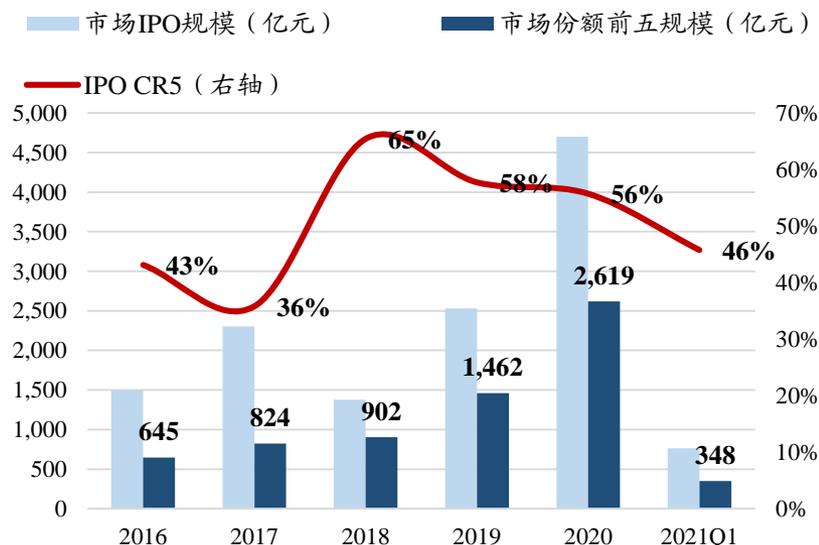


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 投行业务持续回暖，注册制改革推进龙头券商将深度受益

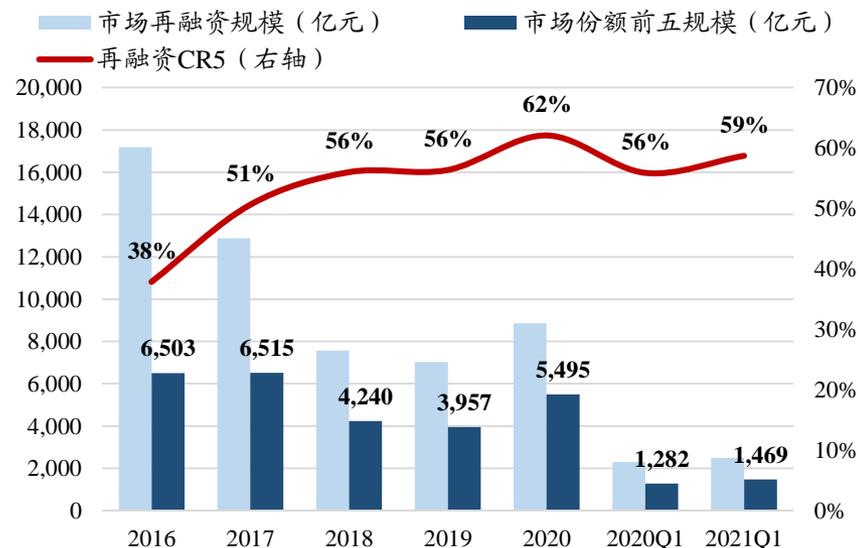
- 注册制改革推进IPO市场整体好转，龙头券商受益。2020年券商IPO募资金额同比大幅上升86%至4700亿元（其中科创板IPO募资额达2226亿元，占IPO发行规模的47.4%），再融资金额同比上升28%至8854亿元。2020年IPO规模CR5为56%（2021Q1：46%），2020年及2021Q1再融资规模CR5超过50%；龙头券商凭借其出色的投行业务能力及充足的项目储备数量将进一步稳固行业地位。
- 资本市场改革持续深化，有望带来券商投行业绩增量。随2021年疫情得到有效控制、再融资新规落地及全面注册制改革持续推进，市场活跃度有望进一步提升，券商作为资本市场直接融资中的重要一环，将深度受益于行业政策红利。

图：IPO承销规模CR5高于40%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：再融资承销规模CR5持续上升

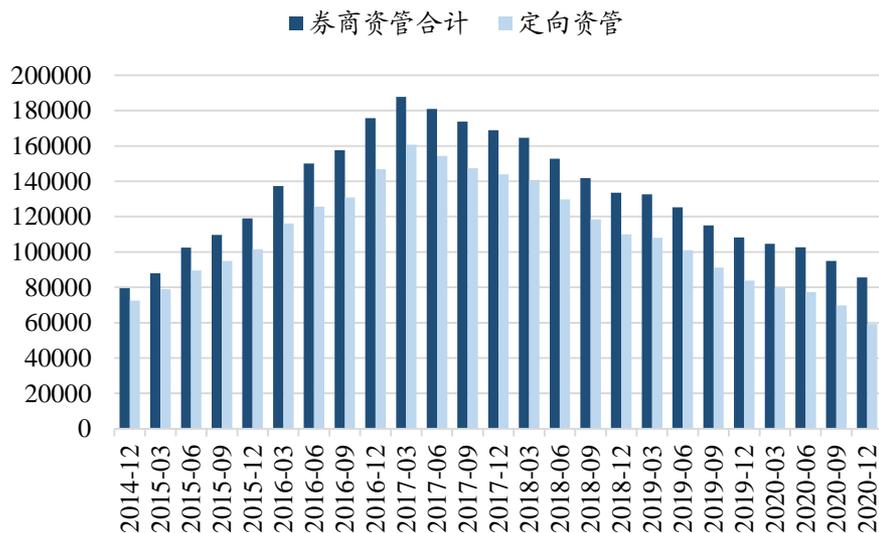


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4 资管业务：通道平稳压缩，主动管理转型龙头优势突出

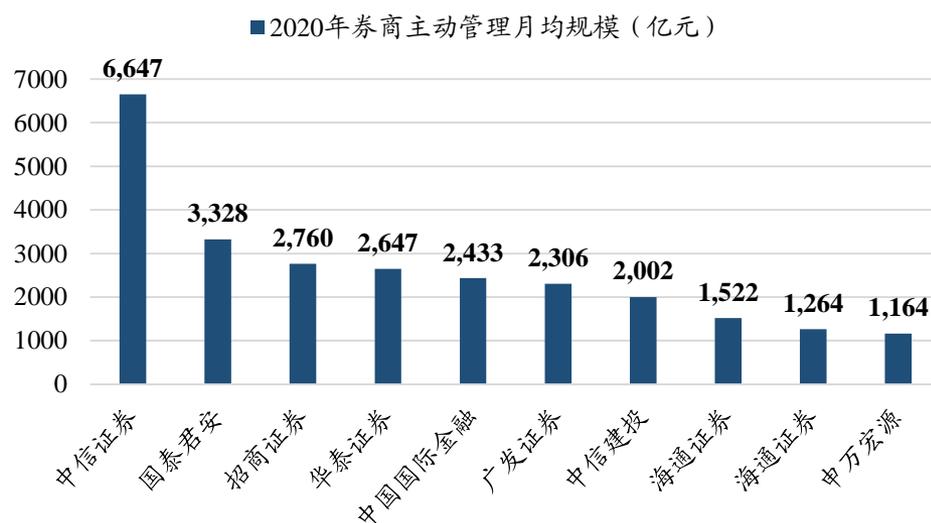
- **通道平稳压缩，资管新规效果显著。**2016年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，监管压力下行业规模逐渐下滑，截至2020年，行业整体规模较年初-18.3%至8.55万亿，其中定向资管规模占比较2019年末的77%下降8pct至69%，通道规模平稳压缩。
- **主动管理分化业绩，龙头深度受益。**上市券商在2021Q1已实现资管业务收入同比正增长(+35.6%)，龙头券商受益于优于行业水平的主动管理规模，业绩表现更为突出(中信+72%、广发+91%、海通+30%)。我们认为龙头券商基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型进度领先同业，预计未来主动资产管理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：2020年券商主动型资产管理规模TOP10



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

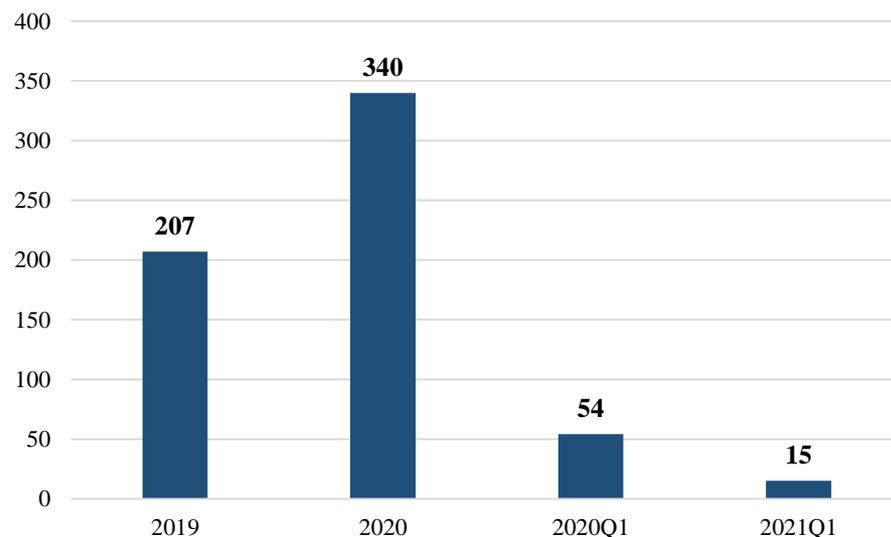
1.5 信用业务：两融市场大幅回暖，信用业务占比总体扩张

- **两融余额提高，市场风险偏好同比提高。**2020年市场明显好转，年末两融余额同比+58.84%至16190亿，2021年初仍呈上升态势，后续因市场回落影响规模转降，截至3月末两融较年初增长2.21%至16548亿，我们判断，考虑当前市场环境及投资者预期，随着资本市场的优化改革，两融将扭转下跌态势保持稳定。
- **股票质押业务收缩规模，风险可控。**截至2020年12月末，场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至12326亿元（同比-3.75%），上市券商出于审慎原则考虑，纷纷充分计提减值准备（2020年上市券商合计减值大幅提升至340亿元，同比+64%），业务整体风险可控。

图：近期两融余额随市场上升



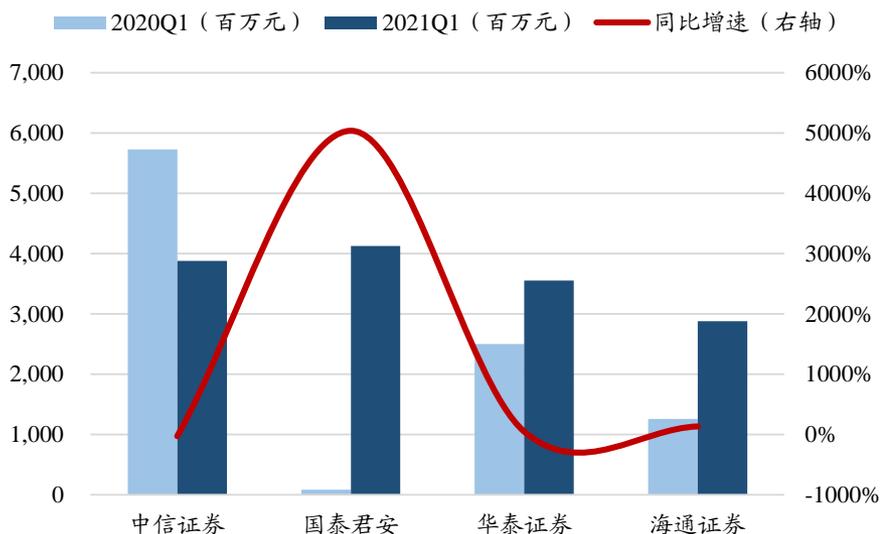
图：2019~2021Q1上市券商合计减值（亿元）



1.6 自营业务：股市波动影响投资收益，我们预计券商将增配债券

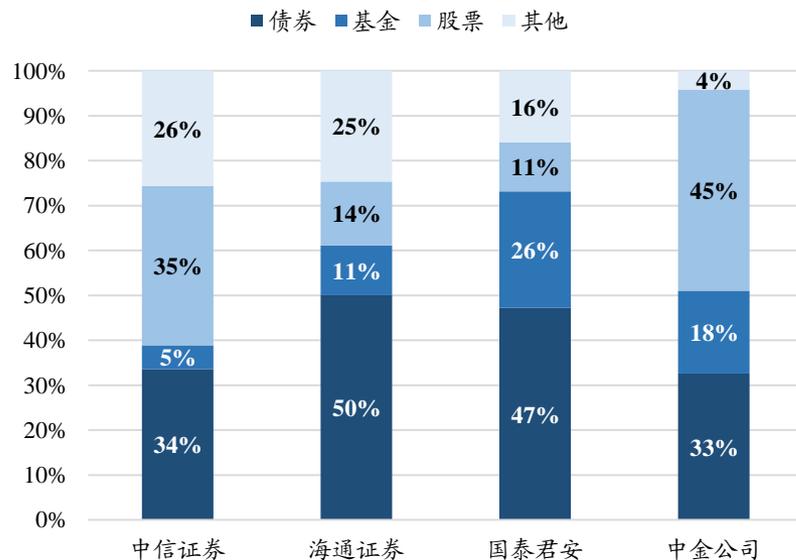
- 股市震荡加大投资收益波动，加剧券商业绩分化，我们预计券商将加大债券配置。2020年市场活跃度提升，日均股基交易额大幅回升，同比+61.5%至9036亿元，上证综指涨约13.87%，股市回升驱动上市券商自营投资收益（剔除联营/合营企业投资，包含公允价值变动损益）同比小幅增加14%，权益资产持仓较高的券商获得显著盈利。2021年一季度市场受疫情影响持续低迷，上证综指大幅跳水，季末较年初下跌0.75%，权益资产持仓较高的券商投资收益承压，多数券商加码固定收益类资产配置。随着一系列资本市场制度变革的推进，权益类市场将迎来更多的配置机会，龙头券商如中信证券、国泰君安等加大衍生金融工具投资，以灵活对冲风险，平滑整体收益。2020年中信证券衍生金融工具资产较年初增长174.2%至201.6亿元。

图：2021Q1龙头券商自营投资收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2020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

2.1 行业趋势：估值处于历史相对底部，配置价值显著

- 证券行业估值处于历史相对底部，配置价值显著。** 证券公司由于业绩波动较大通常采用PB估值，行业在2015年牛市期间达到4-5xPB，随着市场走低，行业经纪业务打价格战，佣金率不断下滑，叠加券商自营收入占比不断增加，行业估值也不断走低（2015年6月估值下滑至3.1倍PB）。2018年市场快速下行股票质押风险爆发，市场担忧券商资产质量风险导致行业估值触底（1xPB左右），随着纾困基金的成立及流动性环境的改善，行业估值逐步回升，截至2021年5月21日（全行业约1.67xPB，剔除近两年上市的券商，行业估值约1.4~1.5xPB）已接近行业底部，叠加股票质押风险基本解除，券商配置价值凸显。



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2021年5月21日）

2.2 行业趋势：资本市场改革不断推进，政策驱动券商业务前景广阔

- 政策变革范围对应多种业务领域，利好券商转型发展，积极推动券商阿尔法。近几年，随着注册制改革和衍生品、财富管理相关政策紧锣密鼓地出台，券商相关业务将迎来更多发展机遇和发展空间。

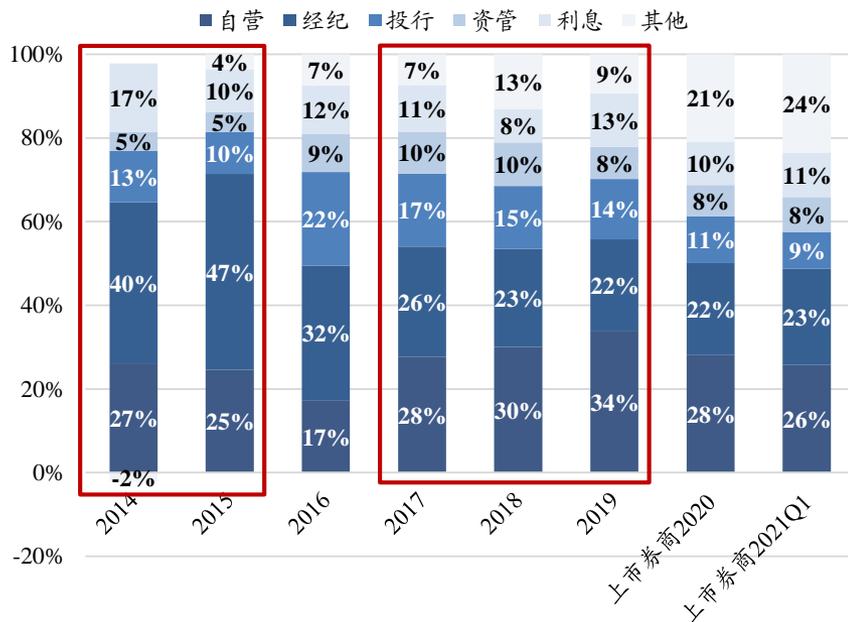
表：注册制、衍生品、财富管理相关政策梳理

关键词	提及时间	提及单位	提及事件	内容
注册制	2016/3/1	中共中央	《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定》	积极稳妥推进注册制改革
	2019/1/30	证监会	《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》	从上交所科创板入手，稳步试点注册制
	2020/3/1	国务院	《中华人民共和国证券法》	以全面推行注册制为证券发行的基本定位，不再规定核准制，取消发审委。
	2020/6/12	证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	科创板的基础上，扩大注册制试点
	2020/10/9	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	全面推行、分步实施证券发行注册制
	2021/3/5	国务院总理李克强	《政府工作报告》	稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制。
	2021/3/20	证监会主席易会满	中国发展高层论坛圆桌会	稳步推进股票发行注册制改革，坚定注册制改革方向不动摇，继续坚持稳中求进，坚持系统观念，扎实做好科创板、创业板注册制试点评估，完善注册制全流程全链条的监管监督机制。
衍生品	2019/7/20	央行	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	提前取消证券公司、基金管理公司和期货公司投资外资股限制
	2020/1/20	国资委	《关于切实加强金融衍生品业务管理有关事项的通知》	从六个方面督促中央企业切实加强金融衍生品业务管理
	2020/3/1	国务院	《中华人民共和国证券法》	进一步健全完善证券期货法规体系
	2020/9/25	证监会、央行、外管局	《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	扩大QFII、RQFII的投资范围
	2020/12/28	证监会	中国资本市场建立三十周年座谈会	积极稳妥发展金融衍生品市场和场外市场
	2021/1/28	证监会	2021年系统工作会议	完善商品及金融期货期权产品体系，推动期货立法
	2021/3/5	证监会	《2021年度立法工作计划》	2021年继续配合全国人大有关部门做好制定期货法等立法工作；配合国务院有关部门做好期货行政法规的制定、修改工作；配合有关司法机关做好相关证券期货领域司法解释立法工作。
财富管理	2018/4/1	央行、银保监会、证监会、外管局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	资管新规通过匹配期限、限制通道等角度从破刚兑、限非标与降杠杆三方面规范资产管理业务，以此控风险，更好地服务实体经济，标志着资管行业正式迎来统一监管新时代。
	2020/3/1	国务院	《中华人民共和国证券法》	授权国务院规定资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法
	2020/8/1	央行	《优化资管新规过渡期安排，引导资管业务平稳转型》	延长资管新规过渡期
	2020/12/22	证监会	党委会和党委(扩大)会	着力加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需。
	2021/5/15	证监会副主席阎庆民	5.15全国投资者保护宣传日	压实中介机构责任，推动各类资产管理机构努力提升专业能力与合规管理水平，更好发挥资本市场财富管理功能。

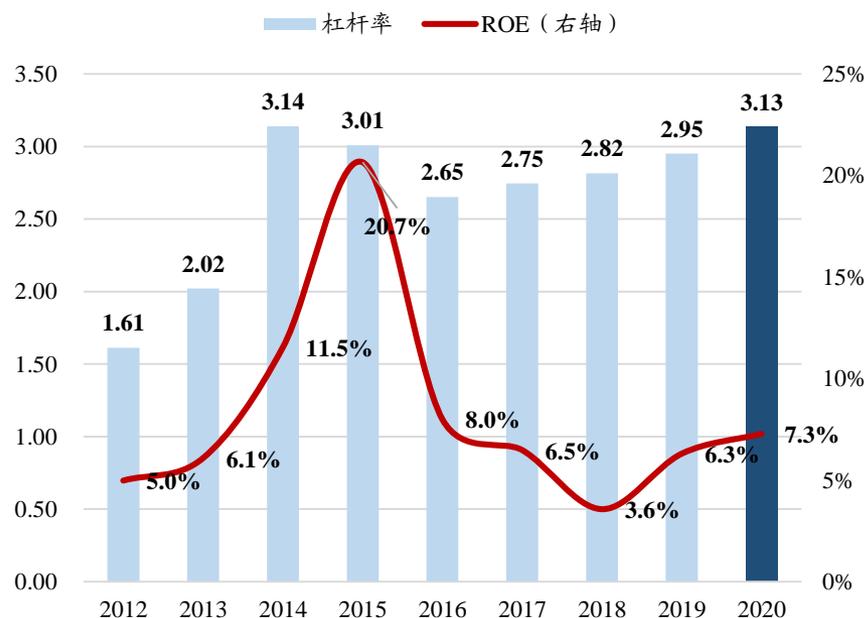
2.3 行业趋势：资本中介推动ROE中枢抬升，券商估值将迎来修复

- 券商的业务结构经历三次明显变化，目前处于重资本向资本中介跃进的过程，1) 第一个阶段券商的核心盈利来源是中介业务，轻资产业务带动ROE的提升（2015年ROE达20.7%）推动券商整体估值保持较高水平（2014~2016约为2.3xPB）。2) 第二个阶段券商重资本业务维持高占比，在提升券商经营杠杆的同时，也拉低了行业ROA水平（2017年ROE降至3.6%），使其估值不断下降（2017~2019年约为1.54xPB）。3) 目前券商资本中介业务开始发力，ROE中枢逐步提升，同时注册制改革使中介业务规模占比提升，因此未来券商整体的估值中枢有可能持续抬升。

图：券商业务出现明显结构性变化



图：券商行业杠杆率和ROE



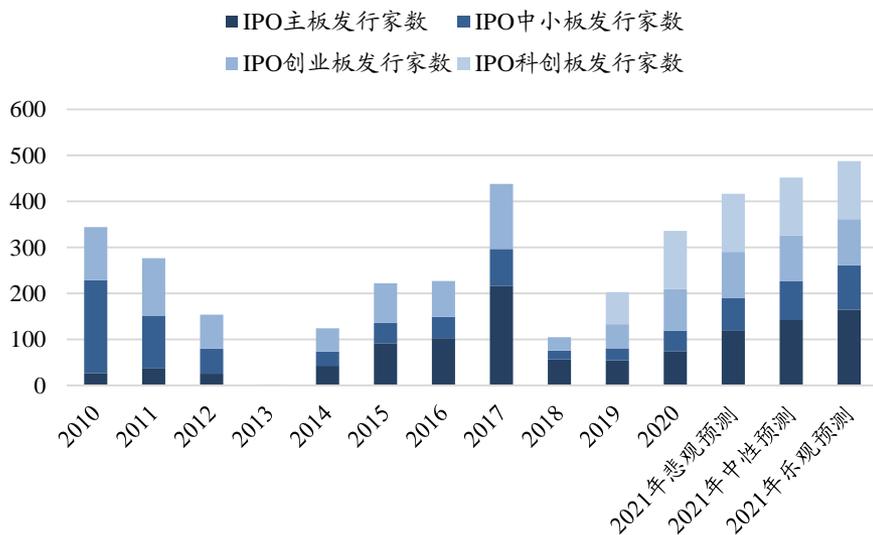
数据来源：证券业协会、wind，东吴证券研究所（2020年与2021年Q1数据协会未完全披露，故改为上市券商数据）

数据来源：wind东吴证券研究所

2.4 行业趋势：注册制改革稳步推进，券商投行业务“静待花开”

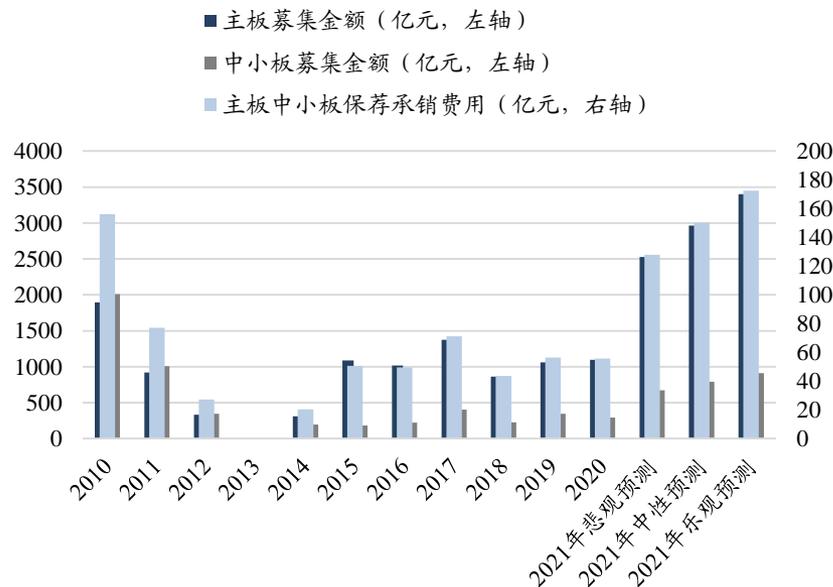
- 顶层不断发声，短期监管节奏反复，不改长期全面推行逻辑。从2016年中共中央提出积极稳妥推行注册制；到科创板与创业板注册制的成功试点；以及2020年下半年以来各监管机构和政府机构不断提出稳步推行注册制，注册制全面化时代进入倒计时。近期监管态度体现了严格落实法制化的导向，坚定注册制改革方向不动摇但同时也将严格把控审核。
- 注册制提高股票的发行效率，券商的保荐承销相关收入得到提升。我们预测2021年券商关于主板和中小板的保荐承销收入会出现大幅增加。悲观下主板和中小板首发承销收入为128亿元，同比+128%、中性下主板和中小板首发承销收入150亿元，同比+167%、乐观下主板和中小板首发承销收入为172亿元，同比+207%。

图：2021年券商保荐承销发行家数预测



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2021年主板和中小板承销规模及保荐费用预测

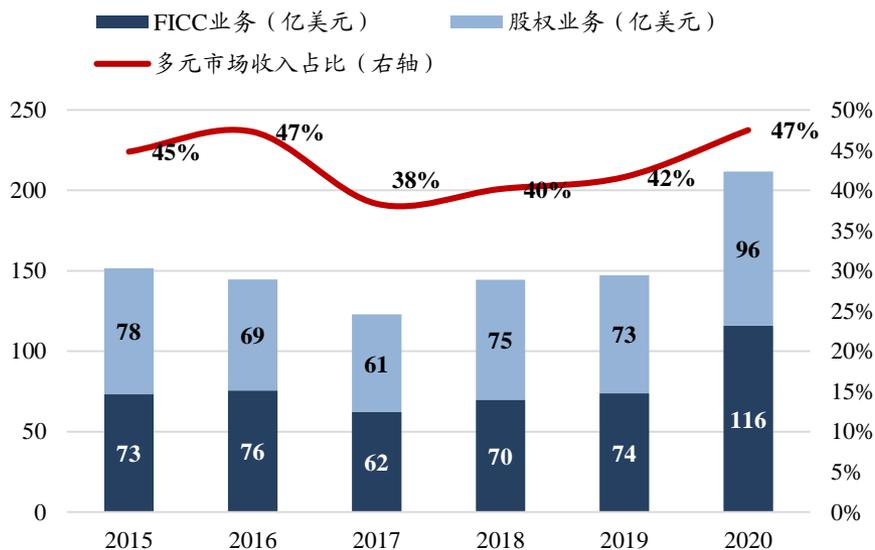


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5 行业趋势：对标海外，衍生品或成为国内券商新业绩增长点

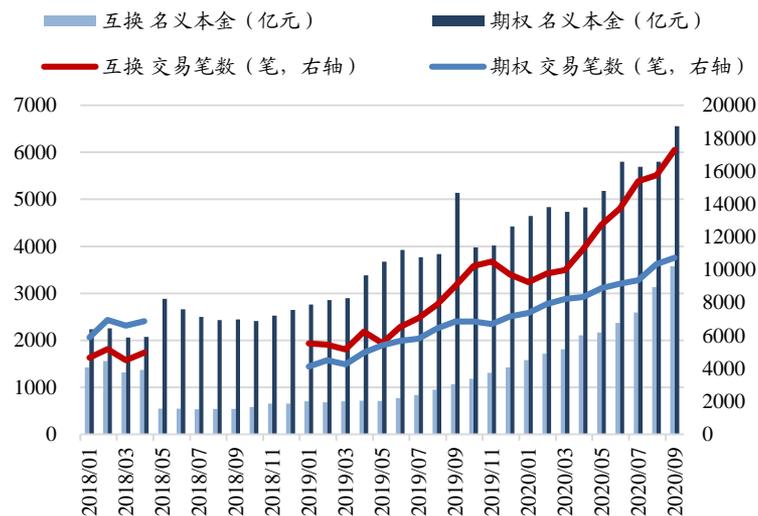
- 高盛集团不再依赖传统佣金费用，做市业务作为新兴业务贡献主要收入。截至2020年，高盛集团内多元市场业务占营业净收入的47%，是高盛集团业务最大的贡献者；其中FICC业务实现营收同比+57%（116亿美元），占总收入26%；股权业务实现营收约96亿美元，同比+33%，主要是由于现金产品和衍生产品的交易活跃度增加使得客户执行的净收入显著增加。
- 国内衍生品业务将迎来新发展，进一步驱动券商阿尔法。衍生品业务是指作为做市商以及投资者参与金融衍生品市场的业务。由于衍生品天然的高杠杆属性及其避险属性，有助于稳定证券公司ROE。场外期权业务考验券商的风险定价能力、资本实力和销售能力，同时前期投入较大。期权业务的市场集中度往往较高，大型综合券商在期权业务的投入方面以及平台实力上更有优势

图：高盛集团多元市场业务收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：场外互换和期权规模逐年抬升

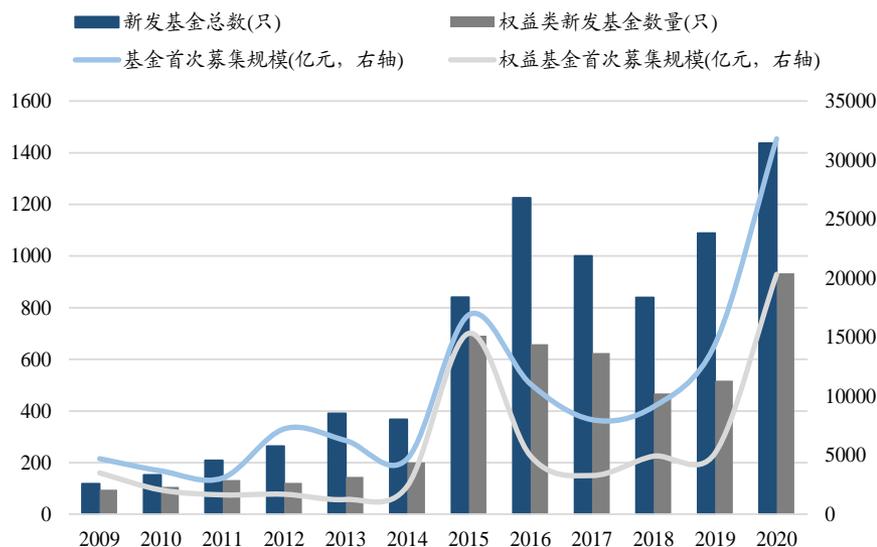


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.6 行业趋势：权益基金迎黄金发展机遇，产业链公司将深度收益

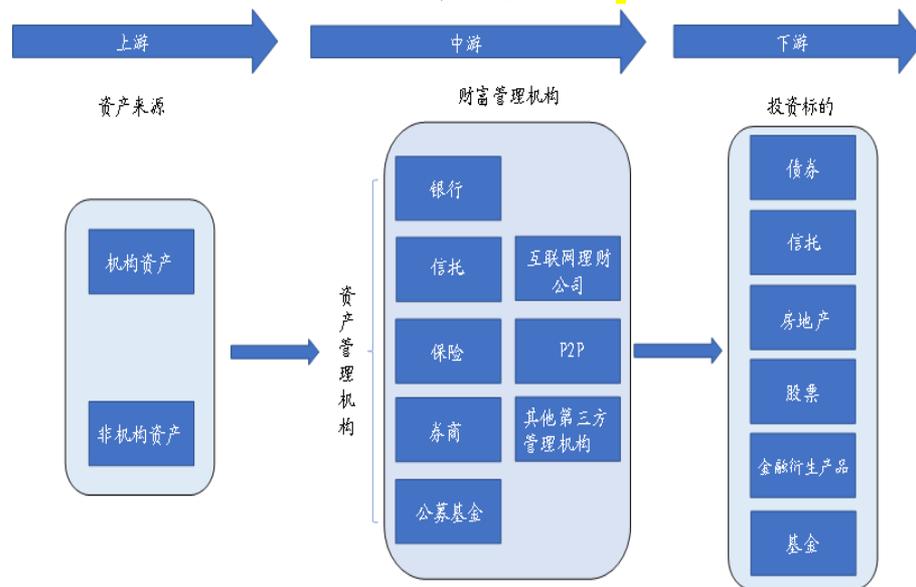
- 当前资本市场进入黄金发展时期，权益类基金的规模和资本市场体量有望持续增长。我国新发基金近年来持续火爆，截至2020年，我国新发基金数量1437只，首次募集规模3.18万亿元，同比增长120.5%，其中权益类基金表现亮眼，新发数量达933只，首次募集规模达2.03万亿元，同比增长291.53%，占有所有类型基金首次募集规模的63.94%。
- 权益市场升温，公募基金发展恰逢其时，产业链上下公司将从中受益。产业链中包括主要赚取资产管理费、表现费的资产管理公司，赚取基金代销收入、管理费等收入的财富管理业务相关公司，以及赚取交易佣金的交易所、券商等。1) 资产管理公司，推荐【惠理集团】；2) 财富管理综合平台，推荐【东方财富】；3) 交易所，推荐【香港交易所】；4) 券商，建议推荐【中信证券】、关注【东方证券】。

图：2009~2020年我国新发基金及募集规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：财富管理产业链



数据来源：Wind，东吴证券研究所

● 3.1 盈利预测、估值及投资建议

- **盈利预测：**我们预计，在中性假设下证券行业2021年净利润同比增长20%，ROE为7.9%；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2021年净资产规模增至2.47万亿元。

表：2021年证券行业盈利预测及核心假设（亿人民币）

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021E（悲观）	2021E（中性）	2021E（乐观）
日均股票+基金成交额	5011	4139	5597	9036	8500	9000	10000
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	821	623	788	1161	1101	1166	1296
IPO募资总额	2301	1375	2532	4700	5313	5813	6426
定增募资总额	12705	7752	6932	8854	9740	14419	17746
券商债券承销金额	45216	56820	76121	100490	115563	144454	187791
承销与保荐业务净收入	384	258	377	568	634	727	852
财务顾问业务净收入	125	112	105	110	88	105	127
资产管理规模	168843	133569	108309	85531	98360	102637	106913
资产管理业务净收入	310	275	275	300	294	301	308
融资融券余额	10263	7557	10193	15500	16500	17000	18000
利息净收入	348	215	229	630	655	691	779
证券投资收益（含公允价值变动）	861	800	1222	1283	1475	1539	1603
营业收入	3113	2663	3605	4485	4693	5109	5605
净利润	1130	666	1231	1538	1736	1890	2074
净利润率	36.30%	25.00%	34.10%	35.00%	37.00%	37.00%	37.00%
净利润增速	-8.50%	-41.00%	84.80%	27.98%	10.21%	20.00%	31.64%
净资产	18500	18900	20200	21623	24642	24734	24844
ROE	6.50%	3.60%	6.30%	7.36%	7.27%	7.90%	8.65%

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

3.2 盈利预测、估值及投资建议

- 长期政策催化行业估值提升，当前板块估值仍处于相对低位，具有显著配置价值：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，当前行业估值仍处于低位，具有显著配置价值。

图：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（截至2021年5月21日）

● 3.3 盈利预测、估值及投资建议

- **投资建议：**推荐最具成长性的零售券商龙头【东方财富】，推荐核心业务领域具有明显竞争优势的头部公司【中信证券】、【华泰证券】和【中金公司】
- **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。

表：重点推荐标的盈利预测及估值

代码	券商	股价	总市值	P/B				P/E				评级
		(元)	(亿元)	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
600030.SH	中信证券	24.61	3002	1.75	1.45	1.38	1.31	21.35	17.72	14.69	12.17	买入
300059.SZ	东方财富	34.49	2971	9.20	8.50	7.81	7.41	62.17	44.33	35.11	29.67	买入
601688.SH	华泰证券	16.14	1348	1.14	1.03	0.95	0.87	13.54	11.29	9.23	7.69	买入
3908.hk	中金公司	19.82	2183	1.11	1.02	0.93	0.84	11.03	9.51	8.03	6.75	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：中金公司股价与市值均为港元，市值按照截至2021年5月21日，估值数据按照1港元=0.8297元人民币汇率计算）

保险：财险承保端好于预期，寿险负债端短期承压

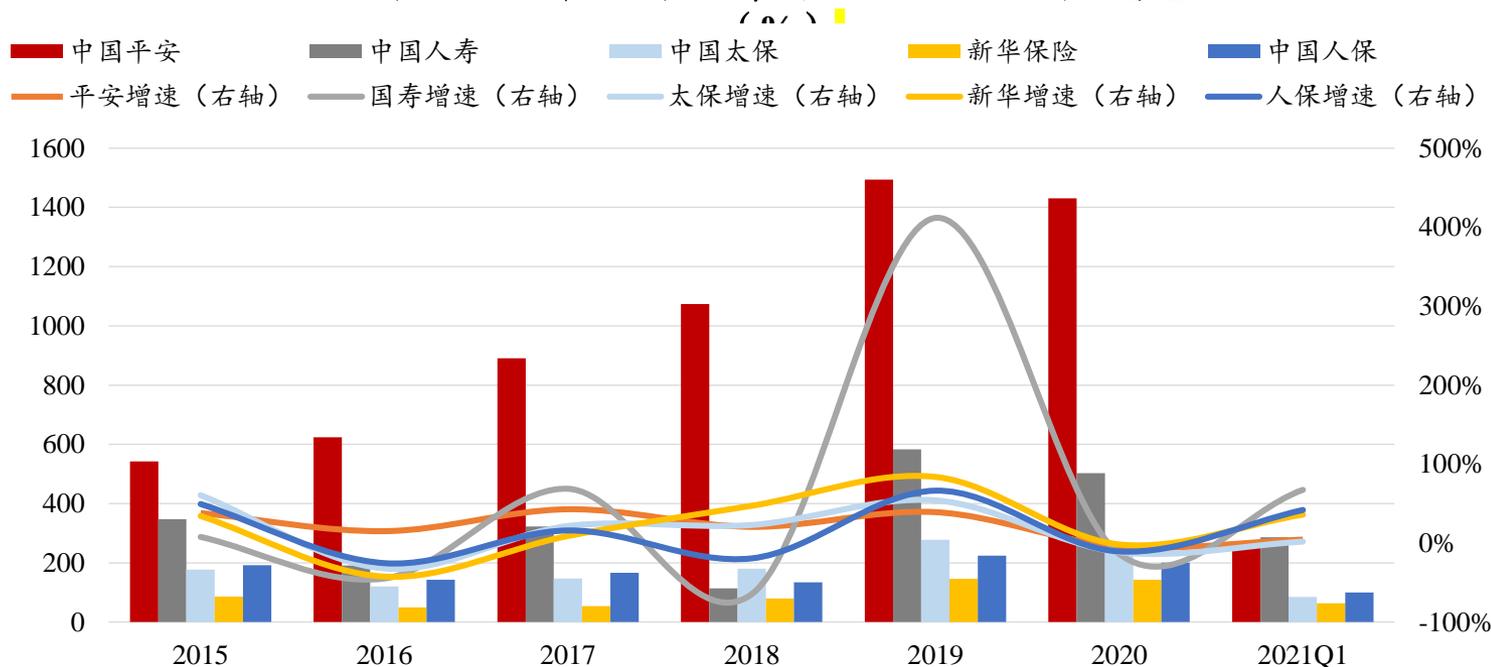


- 回顾：财险承保端好于预期，寿险负债端逐步修复
- 展望：静待负债端回暖，守候车险综改优化竞争格局
- 投资建议：推荐价值险企中国财险、中国太保
- 风险提示

1.1 业绩概览：Q1归母净利润边际改善，逐步恢复至疫情前水平

- 20年归母净利润整体承压，21年一季度边际改善。20年上市险企归母净利润均呈现负增长，合计归母净利润同比-7.4%，主要系疫情冲击负债端、险企上调准备金计提、及税优政策调整等多重影响所致。2021Q1，上市险企合计实现归母净利润806.98亿元，同比+27.6%，逐步恢复至疫情前2019年的水平，其中中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润272.23、285.89、85.47、63.05、100.34亿元，同比增速分别为+4.5%、+67.3%、+1.9%、+36.0%、+42.1%，主要系一季度投资收益大幅提升拉动及负债端逐渐回暖所致。

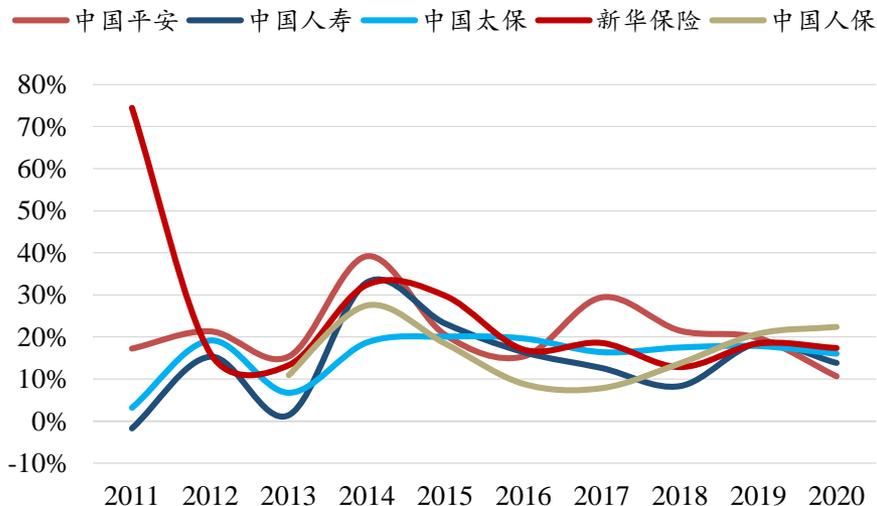
图：A股上市险企归母净利润（亿元）、同比增速



1.2 业绩概览：疫情不改内含价值韧性，内含价值健康增长

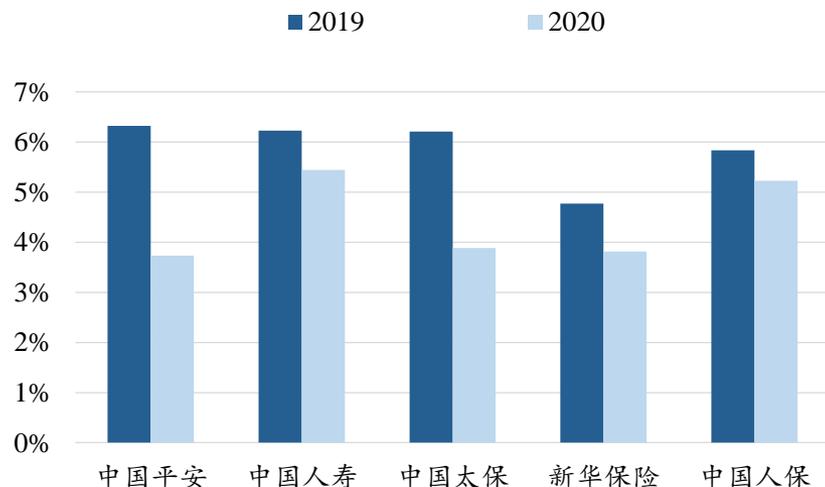
- 受疫情影响，上市险企内含价值增速虽有所放缓，仍保持了相对平稳的增长。2020年A股上市险企合计实现内含价值32174.20亿元，同比+13.3%，其中平安、国寿、太保、新华、人保分别实现内含价值同比增速分别为+10.6%、+13.8%、+16.0%、+17.3%、+22.4%。除人保外的四大险企增速较19年分别放缓了9.1、4.7、1.8、1.1pct，主要原因为行业处于渠道转型瓶颈期叠加疫情冲击，新业务价值同比减少，从而导致对内含价值的贡献下降。

图：2011~2020A股上市险企内含价值增速 (%)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2019VS2020A股上市险企NBV占内含价值比重 (%)

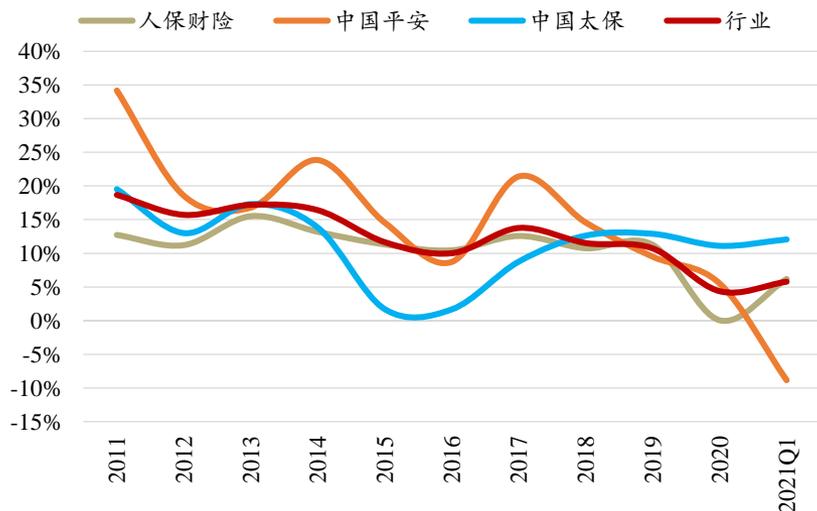


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3 财险概览：车险增速放缓，非车险驱动产险保费增长

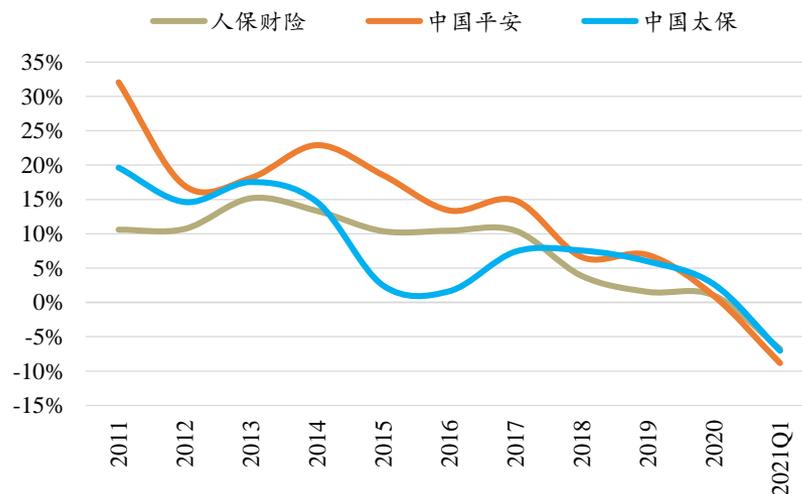
- 车险综改叠加疫情影响，车险保费增速放缓。2020年太保财险、平安财险、中国财险（人保）保费同比分别+11.10%、+5.51%、+0.07%，其中三家险企2020年车险保费增速较往年均有所放缓，太保财险、平安财险、中国财险车险保费同比分别+2.63%、+0.94%、+1.04%，主要原因为受疫情影响，新车销量放缓，及车险综改导致的车均保费大幅下降，车险保费短期承压。
- 21Q1车险保费增速继续下行，占产险比重有所下降。21Q1太保财险、平安财险、中国财险保费同比分别+12.05%、-8.84%、+6.20%，其中三家上市险企车险保费同比均为负增长，车险占产险比重均有下滑。21Q1太保财险、平安财险、中国财险车险保费同比分别-7.04%、-8.83%、-6.74%；占产险比重分别为49.99%、64.43%、42.42%，较年初均有下降。

图：2011~2021Q1上市财险公司/行业财险保费增速（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2011~2021Q1上市财险公司车险保费增速（%）

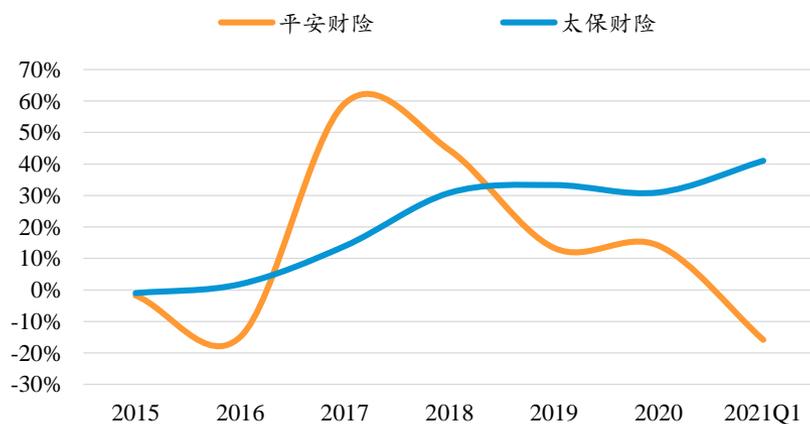


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

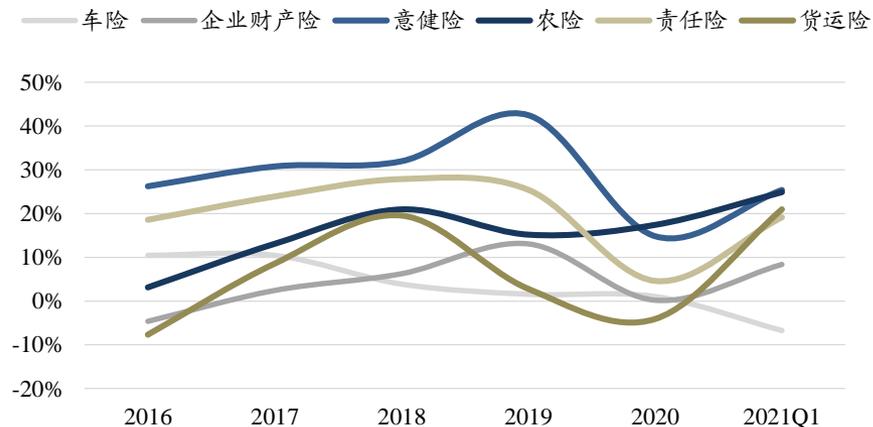
1.4 财险概览：车险增速放缓，非车险驱动产险保费增长

- **非车险大幅增长，带动财险保费增长：**2020年太保财险、平安财险非车险保费收入分别高增30.9%、14.0%。细分来看，上市险企的健康险（太保YoY+72.7%/平安YoY+32.1%/中国财险YoY+14.8%）、责任险（太保YoY+44.1%/平安YoY+27.8%/中国财险YoY+4.6%）、农业险（太保YoY+44.8%/中国财险YoY+16.2%）均实现了较好增长，对冲了车险保费增速放缓的影响，从而带动财险总保费向上增长。
- **21Q1险企非车险保费增速分化，健康险、农险、责任险持续高增：**21Q1保财险、平安财险非车险保费同比分别+41.0%、-15.8%。此外，除去中国财险主动压缩信用保证险规模，导致其信保险同比-80.4%，其他险种同比均实现正增长：企财险+8.4%、意健险+25.4%、农险+24.9%、责任险+19.1%、货运险+21.0%、其他险种+12.6%。

图：2011~2021Q1平安财险、太保财险非车险保费增速（%）



图：2016~2021Q1中国财险非车险各险种保费增速（%）



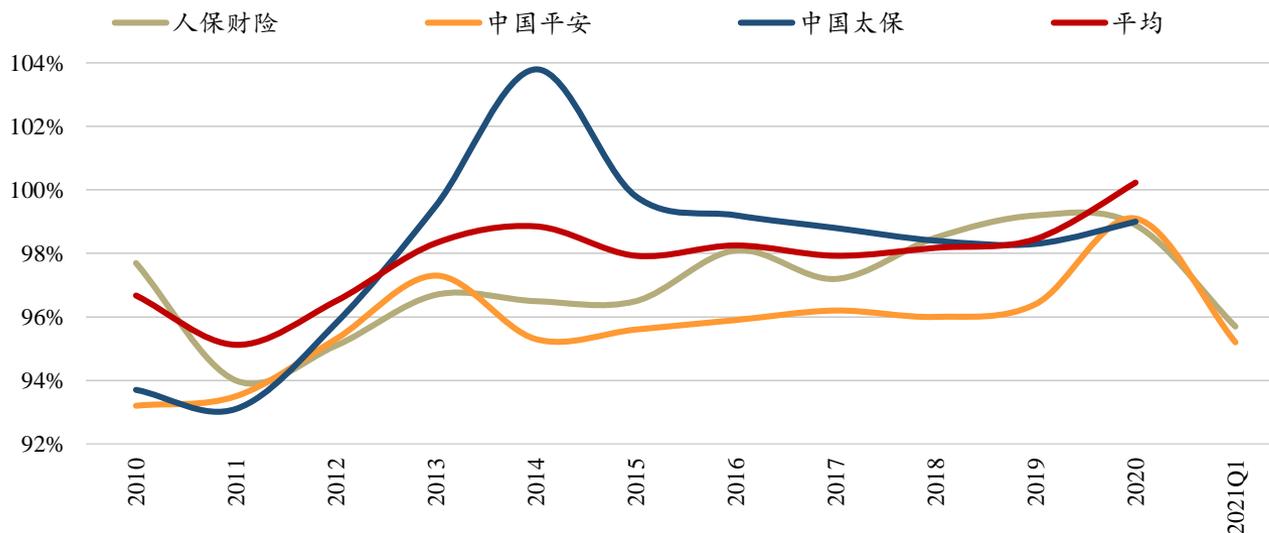
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.5 财险概览：整体费用率下滑，综合成本率分化

- **赔付率上升+费用率下降，综合成本率分化。** 20年太保财险、平安财险、中国财险综合成本率分别为99.0%（+0.7pct）、99.1%（+2.7pct）、98.9%（-0.3pct），赔付率分别为61.4%（+1.2pct）、60.5%（+2.8pct）、66.2%（同比持平），费用率分别为37.6%（-0.5pct）、38.6%（-0.5pct）、32.7%（-0.3pct）。上市险企均出现赔付率上升、费用率下降趋势，主要为疫情影响下部分业务赔付压力提升，且保险公司主动压缩费用成本所致。
- **成本控制能力提升，综合成本率下行。** 21Q1平安财险、人保财险综合成本率分别为95.2%、95.7%，较去年同期分别-1.3pct、-1.4pct。综合成本率均有所下降。人保财险全面落实“卓越保险战略”，顺应车险综改，优化业务结构和资源配置，Q1赔付率70.3%（+4.0pct）、费用率25.4%（-5.4pct）。

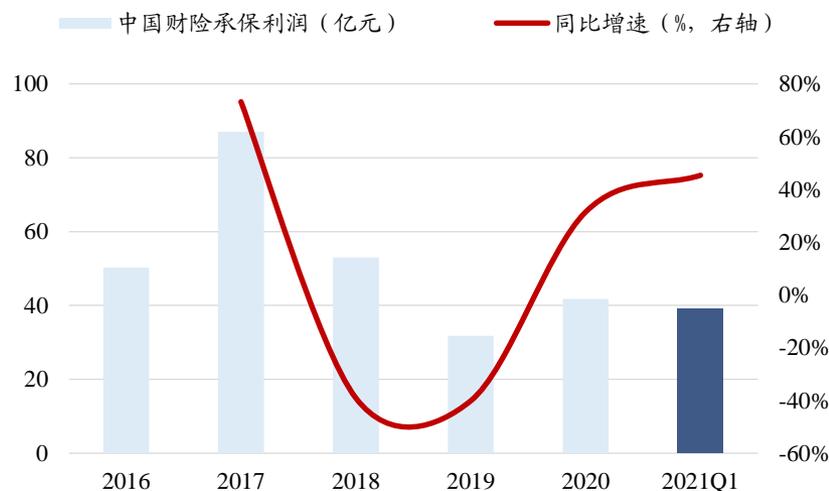
图：2010~2021Q1上市险企综合成本率（%）



1.6 财险概览：综改影响好于预期，头部险企承保利润仍处上升期

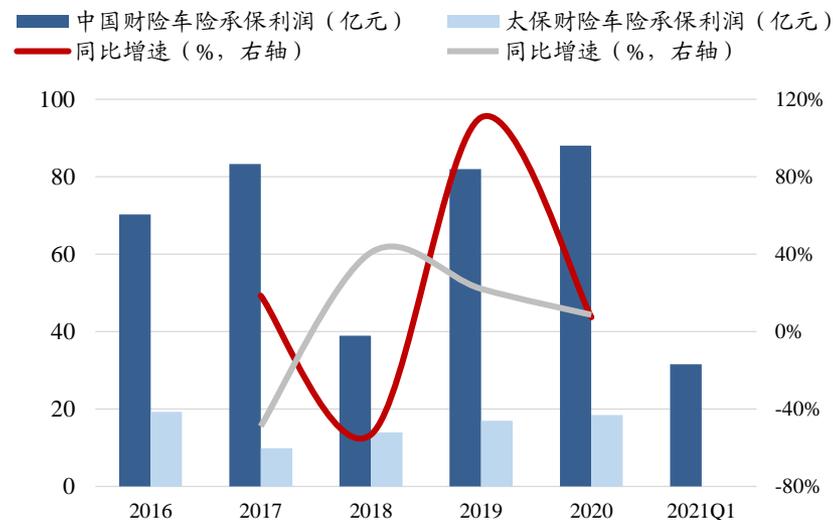
- 车险综改对于车险的冲击好于市场预期，头部险企车险承保利润不降反升。2020年中国财险的承保利润为41.77亿元（同比+31.48%），中国财险、太保财险车险部分的承保利润分别为88.09亿元（同比+7.4%）、18.49亿元（同比+8.7%），在车险综改压制车险保费增长背景下，头部险企不断优化业务结构，并凭借优越的成本控制能力，仍能实现车险承保利润的正增长，超市场预期。

图：2016~2021Q1中国财险承保利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2016~2021Q1中国财险、太保财险车险承保利润

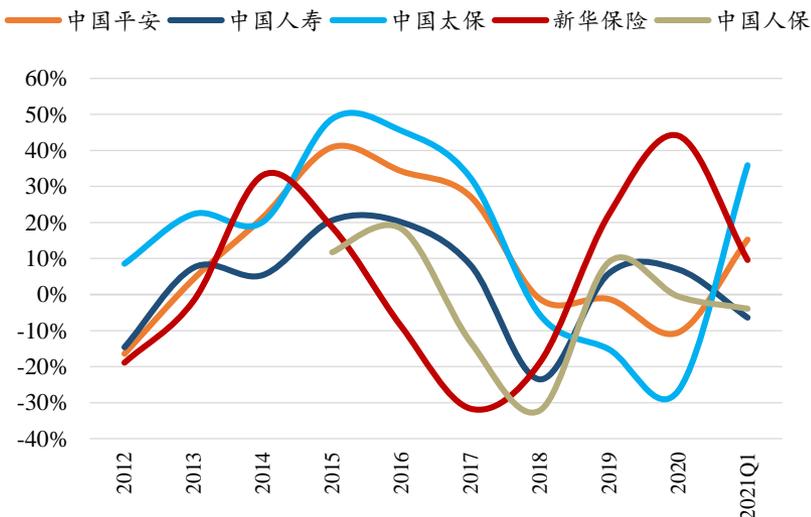


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

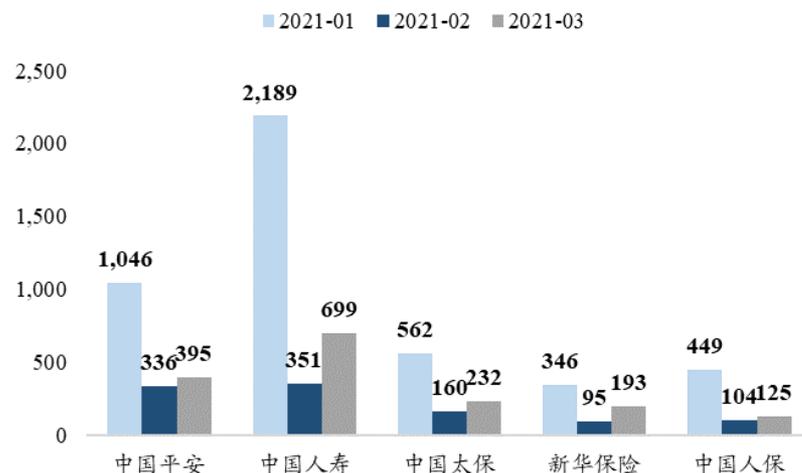
1.7 寿险概览：改革进行时叠加疫情挑战，新单保费增速分化

- 2021Q1上市险企总保费高开低走，新单保费低调复苏。**2021年1-2月上市险企寿险总保费因开门红的高景气及新老重疾产品定义切换带来的短期销售刺激，呈现较高增长与良好的修复态势，同比增速分别为新华(+11.5%)>国寿(+11.4%)>太保(+8.2%)>平安(-2.5%)。因开门红步入尾声叠加市场对于新重疾产品的上线仍处于消化期，3月保费自然脱力，3月单月同比增速分别为新华(+3.3%)>太保(-7.5%)>平安(-9.3%)>国寿(-12.4%)。整体来看，2021Q1平安、国寿、太保、新华寿险总保费收入分别为1776.00、3238.92、954.17、633.92亿元，同比增速较1-2月有所放缓，分别为新华(+8.8%)>国寿(+5.2%)>太保(+3.9%)>平安(-4.1%)，其中新单保费收入为585.07、1024.49、163.36（个险）、241.57亿元，同比+15.3%、-6.4%、+35.9%、+9.6%，复苏态势已现。

图：2012~2021Q1上市险企新单保费增速（%）



图：2021年1~3月上市保险公司单月保费（亿元）



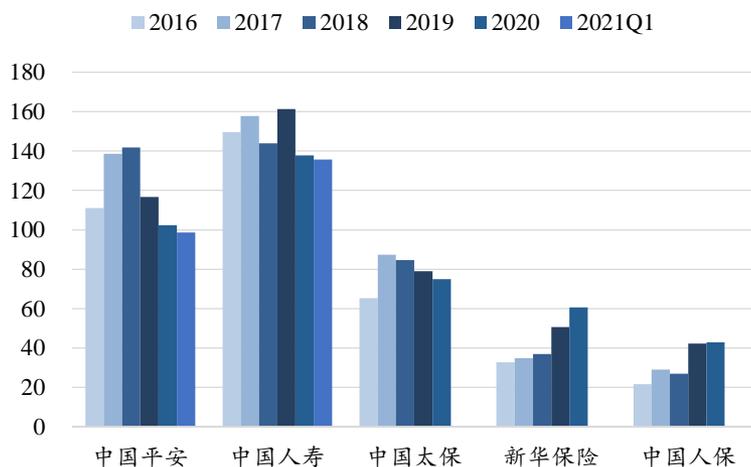
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.8 寿险概览：渠道转型瓶颈期，代理人规模有所缩减

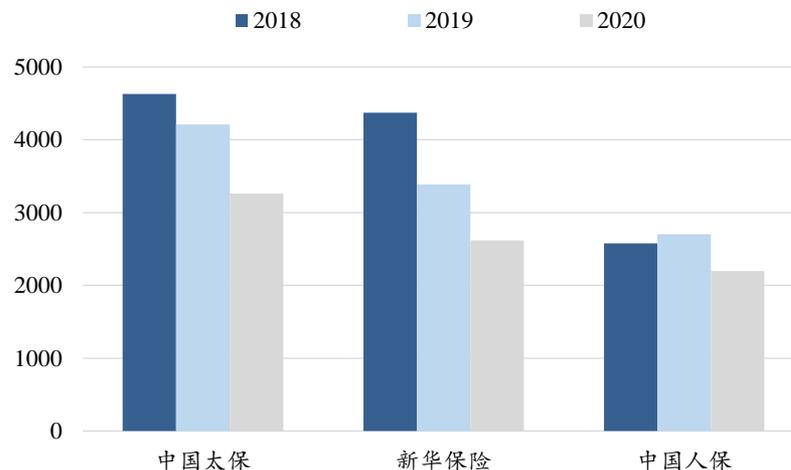
- **人力规模持续缩减，各大险企聚焦代理人队伍的质态提升。**由于疫情影响代理人线下展业及险企主动清虚提质，代理人流出增加。另外，由于新消费经济催生的新就业岗位对保险代理人的冲击较大，险企增员难度逐步加大。20年平安、国寿、太保、新华、人保人力规模分别为102.38、137.80、74.90、60.60、42.99万人，仅有新华（+19.5%）与人保（+1.6%）实现了同比正增长，而平安、国寿、太保代理人增速同比分别下滑-12.3、-14.6、-5.2pct。
- **人均产能继续走低，渠道转型仍需时间。**受疫情影响，代理人产能整体下降。20年太保、新华、人保代理人人均产能分别为3259、2617、2197元/月，同比减少22.6%、22.7%、18.8%。我们预计随着疫情好转及各大险企全力支持一线队伍发展的情况下，未来人均产能有望得到加速释放，期待新增人力产能释放驱动新单增长。

图：2016~2021Q1上市险企代理人规模（万人）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2018~2020险企代理人人均产能（元/月）

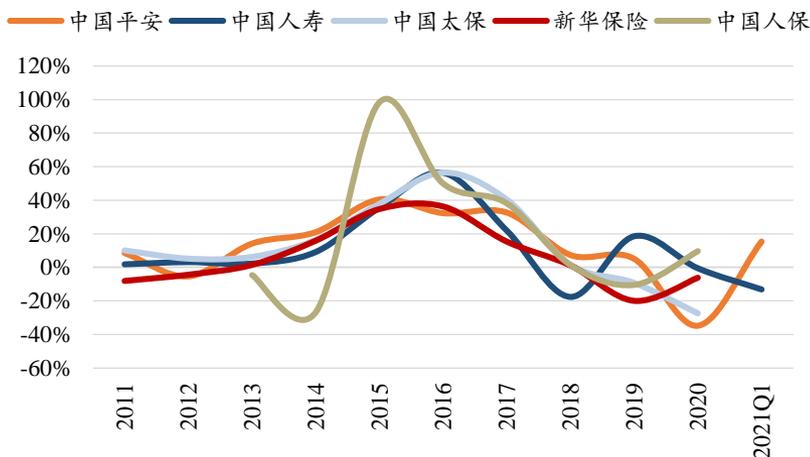


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.9 寿险概览：新单规模、NBV Margin双双下降，拉低新业务价值

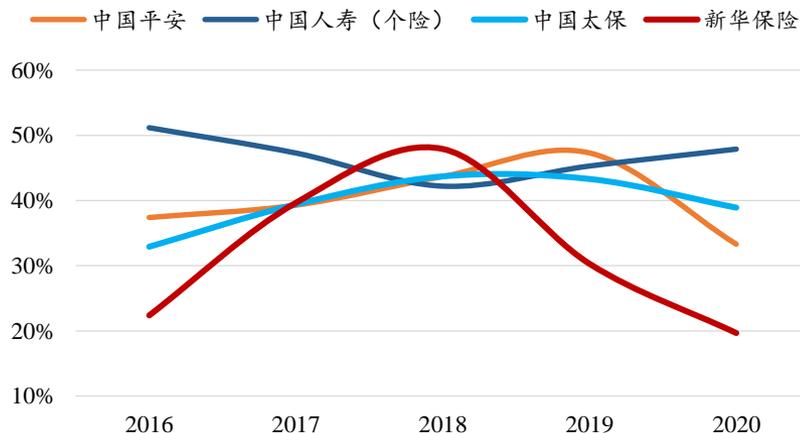
- 疫情冲击险企新业务价值率。因疫情期间各公司主要通过线上方式开展业务，较为复杂的保障型产品（价值率较高）销售受到明显影响，导致价值率下滑，20年平安、国寿、太保、新华、人保新业务价值率分别为33.3%、47.9%（个险）、38.9%、19.7%，同比变动-14.0、-1.5、-4.4、-10.6pct。
- 新单规模缩减与价值率下滑双重影响下，部分险企新业务价值减少。20年平安、国寿、太保、新华、人保分别实现新业务价值495.75、583.73、178.41、91.82、61.32亿元，NBV同比增速分别为-34.7%、-0.6%、-27.5%、-6.1%、+9.7%，其中国寿、新华NBV同比增速降幅窄于市场预期，主要系国寿积极布局开门红奠定较高新单基础及新华银保渠道的强势扩张对冲疫情不利影响所致。21Q1，国寿NBV增速同比-13.2%，主要原因为19年高基数效应叠加Q1后期新单增长乏力（新单同比-6.4%）。平安实现新业务价值189.80亿元，NBV同比增速为+15.4%。

图：2011~2021Q1上市保险公司新业务价值增速（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2016~2020四大险企新业务价值率（%）

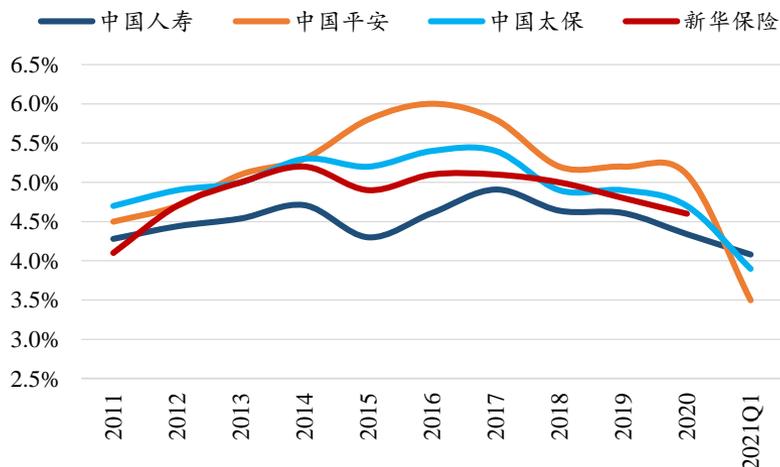


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.10 投资端概览：权益向好资本市场上行，推动投资收益率提升

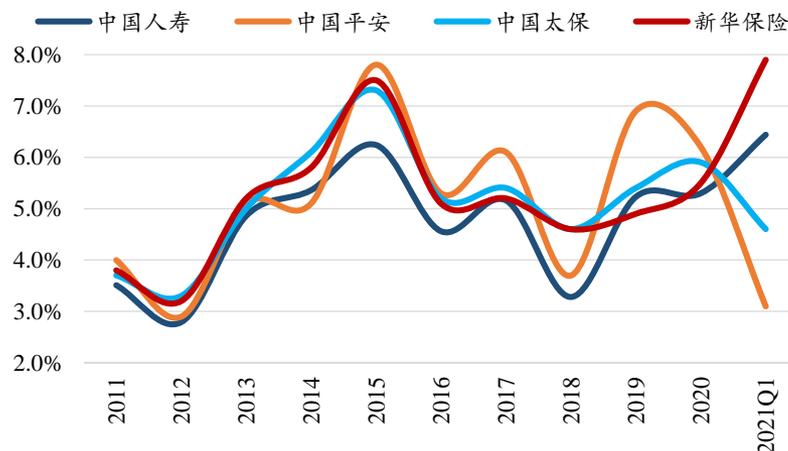
- 受益于资本市场上行，2020年权益市场整体向好，推动上市险企总投资收益率整体向上。2020年平安、国寿、太保、人保、新华总投资收益率分别为6.20%（同比-0.7pct）、5.30%（同比+0.07pct）、5.90%（同比+0.5pct）、5.80%（同比+0.4pct）、5.50%（同比+0.6pct）。
- 21Q1权益市场继续发力，上市险企总投资收益率同比有所上升。21Q1平安、国寿、太保、人保、新华总投资收益率分别为3.10%（同比-0.3pct）、6.44%（同比+1.31pct）、4.60%（同比+0.1pct）、5.80%（同比+1.1pct）、7.90%（同比+2.8pct），平安、国寿、太保、人保、新华账面总投资收益分别为138.84亿元（同比+474.4%）、632.00亿元（同比+45.9%）、273.03亿元（同比+37.1%）、149.65亿元（同比+37.2%）、108.46亿元（同比+75.2%）。除中国平安受去年同期超低基数影响导致高增外，其余上市险企投资收益均实现平稳增长。

图：2011~2021Q1上市险企净投资收益率（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2011~2021Q1上市险企总投资收益率（%）

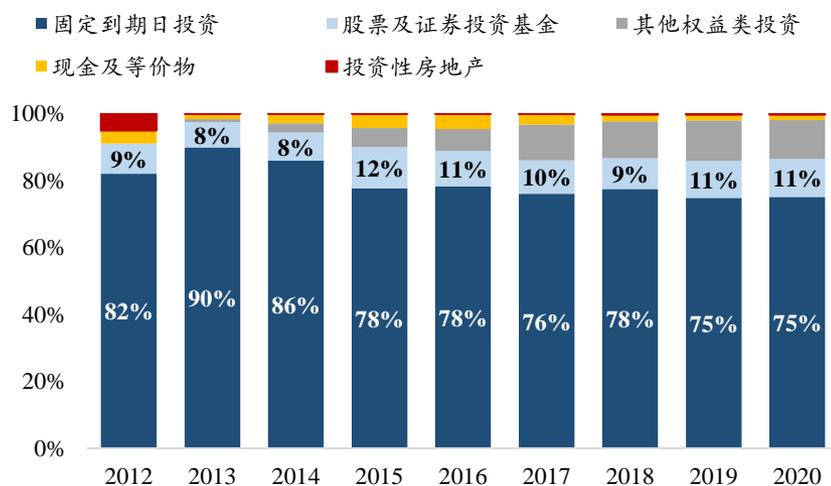


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

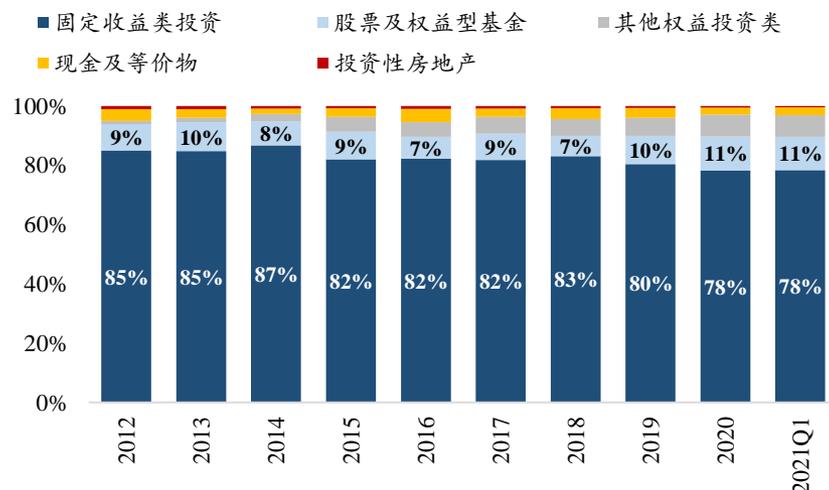
1.11 投资端概览：利率下行影响净投资收益率，权益类配置占比提升

- 2020年上市险企净投资收益率均有所下滑，主要原因为2020年受疫情冲击长端利率，十年期国债收益率一度下探至2.48%。虽然利率随经济修复而逐渐恢复，全年净投资收益率仍整体下行。2020年平安、国寿、太保、人保、新华净投资收益率分别为5.10%（同比-0.1pct）、4.34%（同比-0.27pct）、4.70%（同比-0.2pct）、5.00%（同比-0.3pct）、4.60%（同比-0.2pct）。
- 在以固收为主的配置原则下，随着权益市场向好趋势，各家险企逐步加配权益类投资。2020年平安、国寿、太保、人保、新华核心权益比重分别为10.22%（同比-0.53pct）、11.34%（同比+0.29pct）、11.37%（同比+1.84pct）、13.04%（同比+1.71pct）、14.62%（同比+2.45pct）。除平安受制于部分重仓资产的重跌，其余各家核心权益比重均有提升。

图：2012~2020中国人寿投资资产配置



图：2012~2021Q1中国太保投资资产配置



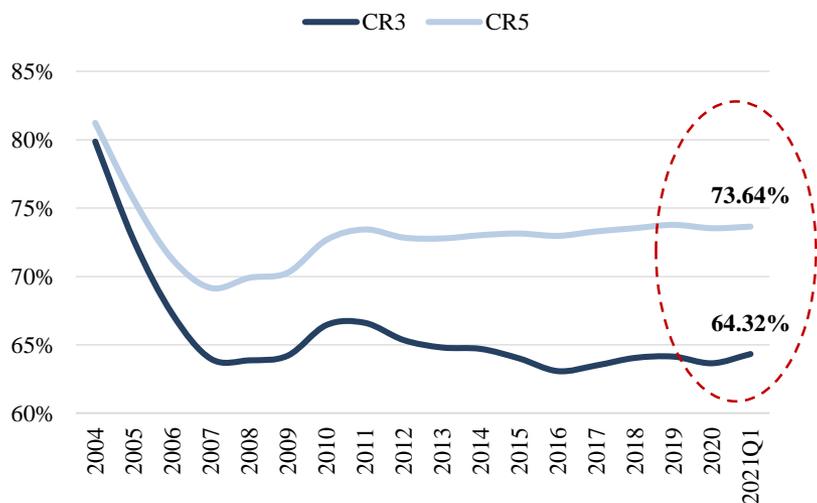
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.1 展望：车险综改后行业竞争格局全面优化，大型险企深度受益

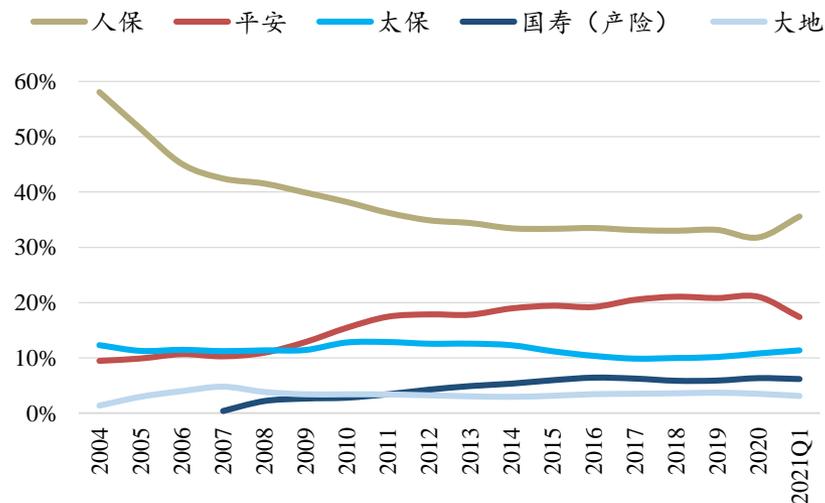
- 大型上市险企市占率提升，车险综改趋势下将长期受益竞争格局优化。21Q1财险行业CR3、CR5均有提升，较2020年末分别+0.67pct至64.32%、+0.12pct至73.64%，原因为车险综改影响下大型财险公司所具备的规模及渠道优势显著，小型公司在综改背景下加速出清。其中太保财险、平安财险、中国财险市场份额分别为11.37%、17.37%、35.59%，较2020年末分别+0.57pct、-3.67pct、+3.79pct。长期来看，随着综改尘埃落定，行业竞争格局将全面得到优化，部分中小财险公司或将退出车险市场，而龙头险企将深度受益，进一步强化规模、渠道、品牌优势，打造竞争壁垒，从而继续提高市场份额。

图：2004~2021Q1财险行业CR3和CR5



数据来源：银保监会，公司公告，东吴证券研究所

图：2004~2021Q1财险行业CR5市场份额

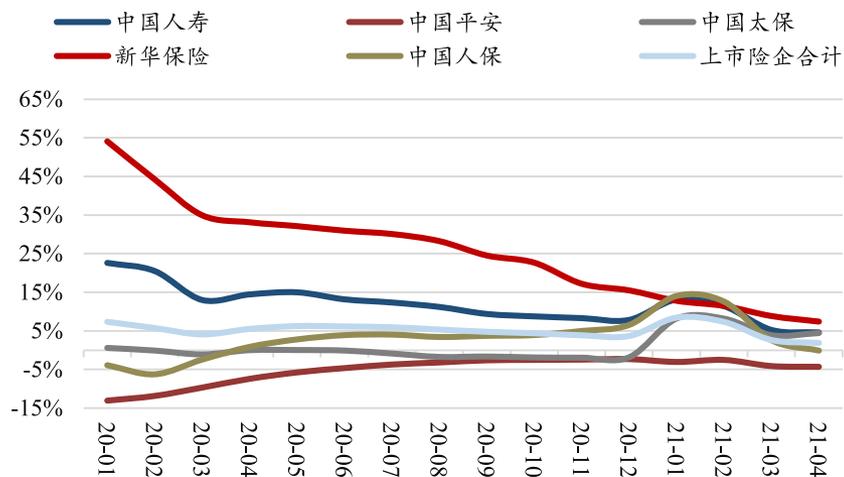


数据来源：银保监会，公司公告，东吴证券研究所

2.2 展望：寿险负债端仍有压力，静候资负两端趋势性改善

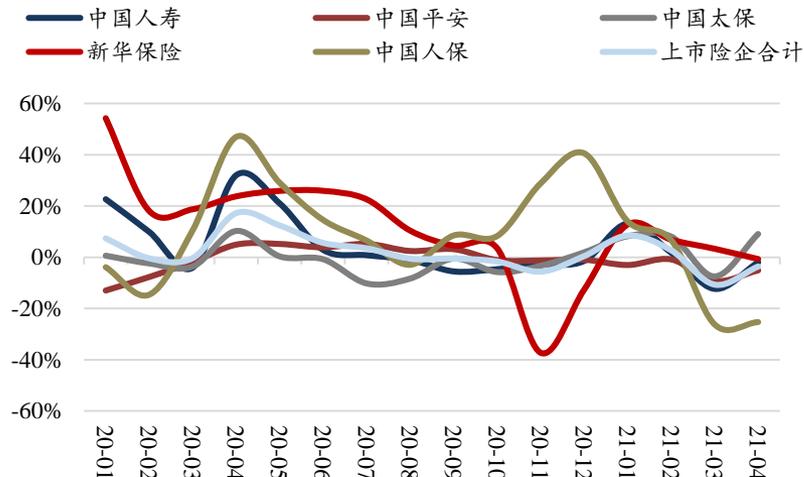
- 受疫情冲击，上市险企2020年全年负债端新单保费和价值增长均受压制，业绩承压，但从21Q1保费数据来看，负债端较去年有所改善，逐步回暖。今年3月以来在开门红步入尾声、新重疾产品进入消化期、代理人缺口持续扩大等多重因素影响下，新单保费增长乏力，行业负债端再次面临压力。
- 当前各险企一方面聚焦高素质代理人的培训与招募，加大人员配备经费的投入；另一方面，险企开展一系列业务推广活动并采取多产品策略弥补重疾险缺口，在同质化背景下，进一步打造差异化销售，增强产品竞争力，我们预计Q2代理人产能有望得到释放，并且产品的创新也将驱动需求回暖，期待负债端低调复苏。长期来看，需求端居民保险保障意识将有所提升，行业整体增长趋势（尤其是保障型产品需求增长趋势）没有发生实质性变化，仍然看好行业长期增长路径和空间。

图：21年1-4月上市险企寿险累计原保费同比+1.9%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：21年4月上市险企寿险单月保费同比-3.6%

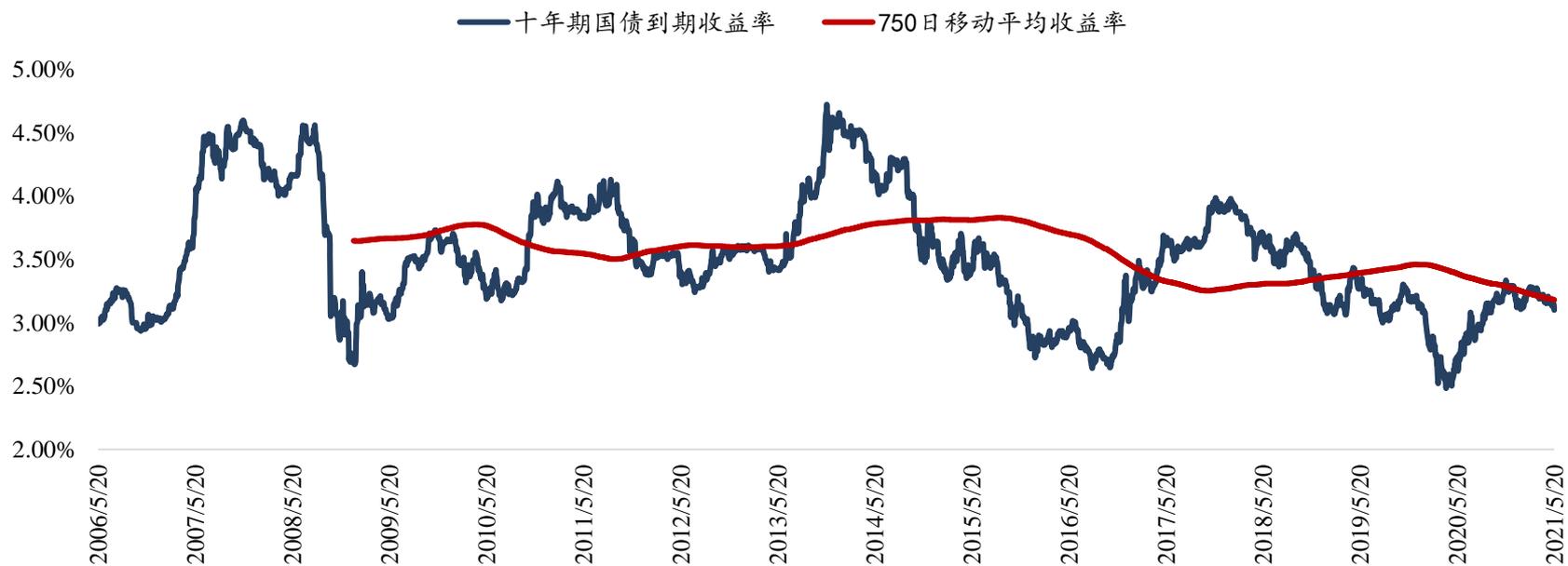


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3 展望：投资端利率企稳向好，权益市场整体上行

- 长端利率企稳向好，行业资产配置压力暂缓。1) 疫情期间长端利率下探至2.48%，而2021Q1随着经济数据的整体向好，长端利率逐步上行至3.61%，显著缓解低利率的担忧并给保险公司固收资产增配带来较好的机会。2) 权益市场来看，自21Q1以来沪深300、上证综指、深证成指已累计上涨0.77%、0.86%、3.80%，提升上市险企权益资产收益率。

图：750日国债到期收益率（截至2021年5月20日）

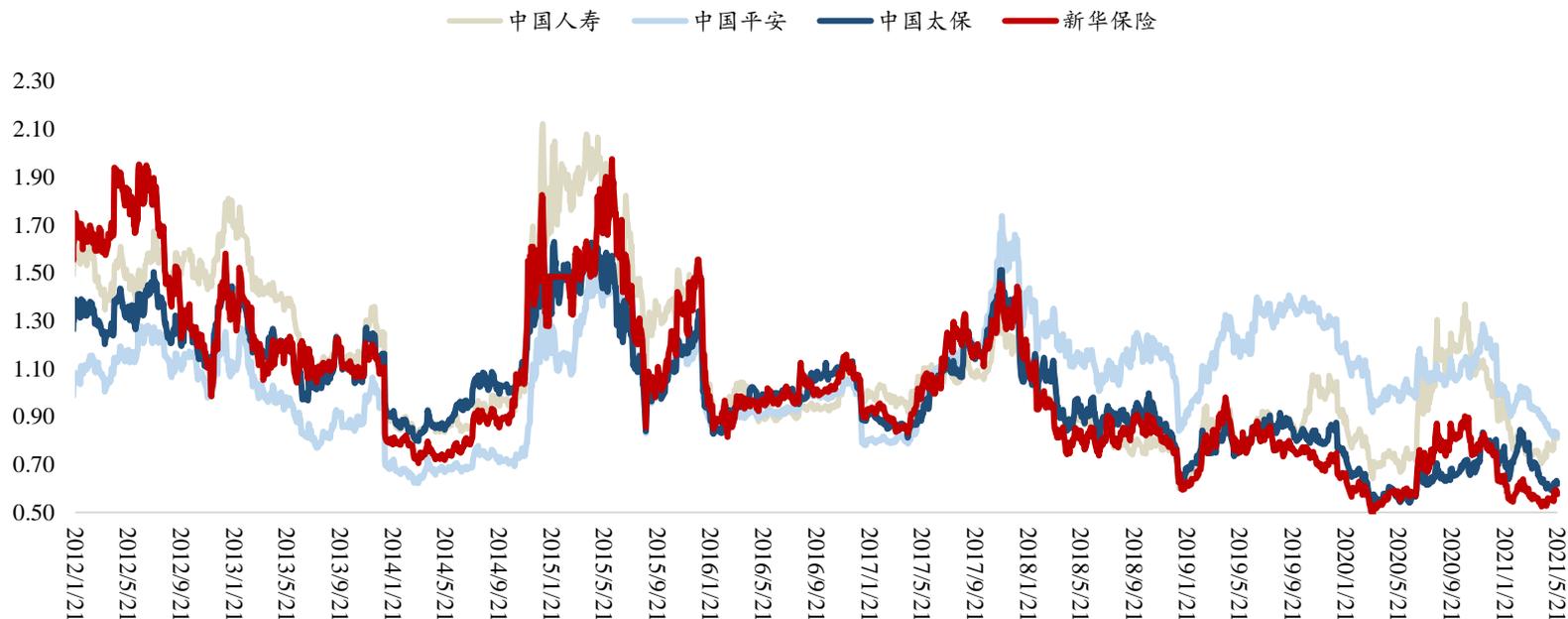


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1 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，配置价值显著。当前上市险企估值仍处于历史相对低位，平安/国寿/太保/新华2021年PEV分别为0.82X/0.81X/0.62X/0.58X（截至2021年5月21日收盘），太保自一季度以来基本面改善明显，配置价值显著。

图：上市险企历史PEV水平（截至2021年5月21日收盘）



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

● 3.2 盈利预测、估值及投资建议

● 投资建议:

- 1) 财险: 车险综改虽短期对车险保费有所冲击, 但远好于市场预期。21年三季度后车险综改将进入完整年度, 届时行业竞争格局全面得到优化, 车险保费增速有望边际改善, 龙头险企深度受益。
- 2) 寿险: 行业短期因开门红步入尾声+新重疾险产品仍处于消化期, 负债端有所承压。但长期来看, 随着重疾险仍有较大市场, 行业资产和负债两端也将迎来趋势性改善, 期待Q2需求回暖+代理人产能释放驱动负债端改善。
- 3) 随利率企稳回升, 行业面临趋势性改善, 准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业仍将保持稳健增长。
- 4) 当前估值低位, 配置价值显著。个股层面, 推荐【中国财险】、【中国太保】。长期来看, 随着综改尘埃落定, 行业竞争格局得到优化, 龙头险企将深度受益, 我们认为行业龙头中国财险将进一步扩大其领先优势, 提升市占率, 而中国太保寿险价值改革成果正在逐步兑现, 21Q1以来基本面改善明显, 且公司新一轮寿险改革“长航行动”保驾护航公司长期发展, 有望助推公司业绩高增。

3.3 盈利预测、估值及投资建议

表：上市险企估值表（截至2021年5月21日收盘）

公司名称	股价	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
		EVPS					1Yr VNB				
中国人寿		33.33	37.93	42.54	47.92	54.20	2.08	2.07	1.92	2.12	2.34
中国平安		65.67	72.65	84.94	94.79	104.95	4.15	2.71	3.14	3.74	4.41
中国太保		41.16	47.74	54.43	62.54	71.74	2.56	1.85	2.07	2.37	2.72
新华保险		65.73	77.13	86.84	97.65	109.73	3.13	2.94	3.32	3.76	4.33
		P/EV					VNBX				
中国人寿 A	34.41	1.03	0.91	0.81	0.72	0.63	16.57	16.66	17.93	16.20	14.68
中国平安 A	70.05	1.07	0.96	0.82	0.74	0.67	16.86	25.83	22.31	18.72	15.89
中国太保 A	33.63	0.82	0.70	0.62	0.54	0.47	13.15	18.13	16.28	14.20	12.34
新华保险 A	49.96	0.76	0.65	0.58	0.51	0.46	15.94	16.97	15.07	13.30	11.54
平均		0.92	0.81	0.71	0.63	0.56	15.63	19.40	17.90	15.60	13.61
中国人寿 H	15.98	0.40	0.35	0.31	0.28	0.24	6.38	6.42	6.91	6.24	5.66
中国平安 H	81.40	1.03	0.93	0.80	0.71	0.64	16.26	24.90	21.51	18.04	15.32
中国太保 H	28.65	0.58	0.50	0.44	0.38	0.33	9.30	12.82	11.51	10.03	8.72
新华保险 H	29.25	0.37	0.31	0.28	0.25	0.22	7.74	8.25	7.32	6.46	5.61
平均		0.53	0.48	0.46	0.40	0.36	8.56	10.99	11.81	10.19	8.83
		EPS					BVPS				
中国人寿		2.06	1.78	1.97	2.27	2.69	14.29	15.92	17.59	19.52	21.79
中国平安		8.17	8.72	9.43	11.02	13.03	36.82	41.71	49.76	57.29	66.00
中国太保		2.88	2.56	2.78	3.05	3.42	18.55	22.37	24.05	25.82	27.83
新华保险		4.67	4.58	4.99	5.75	7.21	27.07	32.59	36.45	40.97	46.74
		P/E					P/B				
中国人寿 A	34.41	16.69	19.35	17.47	15.14	12.79	2.41	2.16	1.96	1.76	1.58
中国平安 A	70.05	8.57	8.04	7.43	6.36	5.37	1.90	1.68	1.41	1.22	1.06
中国太保 A	33.63	11.66	13.16	12.08	11.03	9.82	1.81	1.50	1.40	1.30	1.21
新华保险 A	49.96	10.70	10.90	10.01	8.69	6.93	1.85	1.53	1.37	1.22	1.07
平均		11.91	12.86	11.75	10.30	8.73	1.99	1.72	1.53	1.38	1.23
中国人寿 H	15.98	6.43	7.46	6.73	5.83	4.93	0.93	0.83	0.75	0.68	0.61
中国平安 H	81.40	8.26	7.75	7.16	6.13	5.18	1.83	1.62	1.36	1.18	1.02
中国太保 H	28.65	8.24	9.30	8.54	7.79	6.94	1.28	1.06	0.99	0.92	0.85
新华保险 H	29.25	5.20	5.30	4.86	4.22	3.37	0.90	0.74	0.67	0.59	0.52
平均		6.32	6.52	6.82	5.99	5.10	1.13	0.99	0.94	0.84	0.75
		EPS					BVPS				
中国人保		0.51	0.45	0.46	0.49	0.53	4.14	4.57	5.01	5.45	5.95
中国财险		1.09	0.94	0.95	0.99	1.05	7.64	8.43	9.10	9.84	10.68
		P/E					P/B				
中国人保 A	6.08	12.00	13.40	13.09	12.41	11.38	1.47	1.33	1.21	1.12	1.02
中国财险 H	7.57	5.75	6.69	6.58	6.33	5.97	0.82	0.75	0.69	0.64	0.59
中国人民保险集团 H	2.76	4.52	5.05	4.93	4.67	4.29	0.55	0.50	0.46	0.42	0.39

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：A股公司股价统一为人民币，港股（H股）公司股价统一为港元；估值数据统一按照1港元=0.8297元人民币汇率计算 40

● 3.4 风险提示

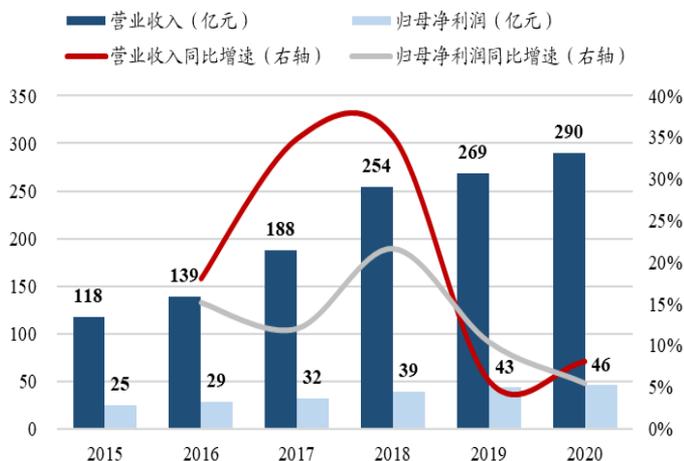
- 1) 寿险新单保费持续下滑：如果保障型保单后续销售不力，将影响寿险业务成长预期及NBV、EV增速预期；
- 2) 长端利率超预期下行：长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率；
- 3) 股市波动导致投资收益减少：股市波动会对保险公司净利润及EV增长造成负面冲击；
- 4) 国内外疫情控制不及预期：国内外疫情蔓延，若控制疫情情况不及预期，持续时间长，恐慌情绪可能导致资产抛售，股市下挫，保险新单销售大幅下滑，新业务价值降幅超出预期；
- 5) 保险代理人增员不及预期：代理人收入下滑，主动脱落，队伍规模持续下降。

多元：推荐租赁行业龙头【远东宏信】

1.1 经济逐步回升，租赁行业龙头发展稳健

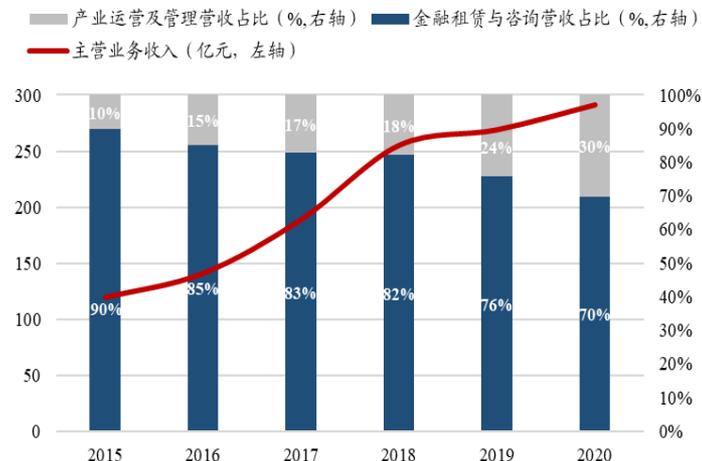
- 顺周期背景下，金融主业借势而上，盈利能力进一步增强。2020年随着疫情后经济的逐步企稳，公司金融主业租赁业务进入了边际向上的通道，细分来看：1) 资产端生息资产规模稳健增长，利率回升推动利息收入向上拓展。2020年公司生息资产规模为2354.14亿元，同比上升15.9%，处于业内领先水平；凭借2020年下半年以来利率的逐步回升及公司新型服务业务的快速扩张，作为金融业务主要利源的总利息收入同比增长4.3pct至165.21亿元，依托于公司稳定的客户群覆盖策略及新型服务较高的收益定价，2020年公司利息收入平均收益率同比增长5bps至7.48%，继续维持较高水平。
- “金融+产业”双轮驱动，业绩大幅增长。公司秉承“金融+产业”双轮驱动的经营理念，有效对冲疫情影响，在顺周期背景下继续借势而上，2021Q1公司实现营业收入同比增长超30%，归母净利润同比提升近30%。业务结构继续呈现多元化态势，非传统业务收入占比超30%。

图：2015-2020远东宏信收入与净利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2015-2020远东宏信收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2 负债成本率下行，净息差/利差向上发展

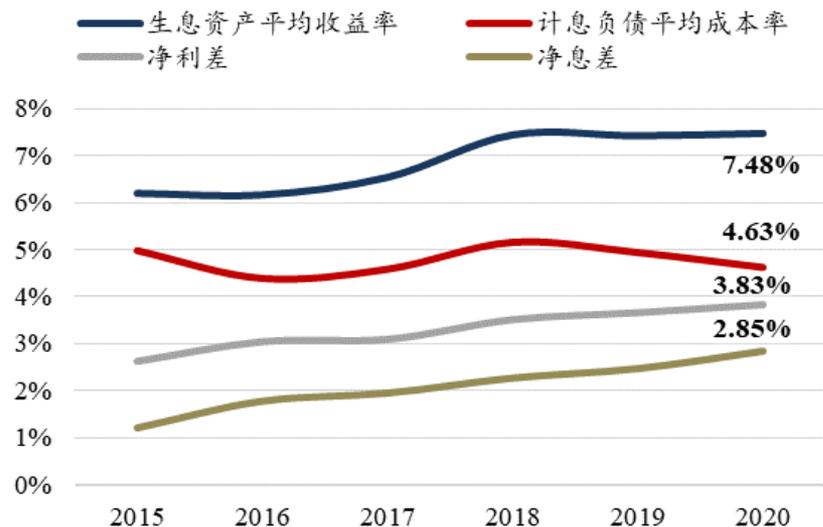
- 融资结构多元叠加宽松货币政策影响，负债端成本率下降明显。受益于2020年前期宽松货币政策下的低利率融资环境、公司通畅的海内外筹资优势及多元化的直接融资与间接融资渠道，2020年公司计息负债平均成本率由2019年4.95%下降32bps至4.63%。
- 净息差、净利差双双向上。在生息资产平均收益率上升及计息负债平均成本率下行的共同作用下，2020年公司金融及咨询分部净息差为2.85%，同比上升0.37pct；净利息收入84.52亿元，同比增长8.3%；净利息收益率3.83%，同比上升0.17pct。

图：2015~2020公司生息资产规模



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2015~2020公司平均收益/成本率、净息差/利差

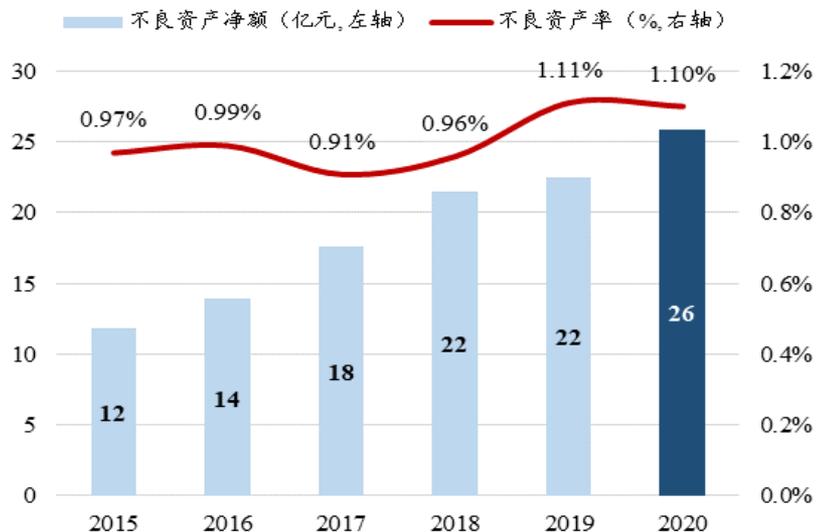


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3 风险管控能力持续提升，资产质量进一步改善

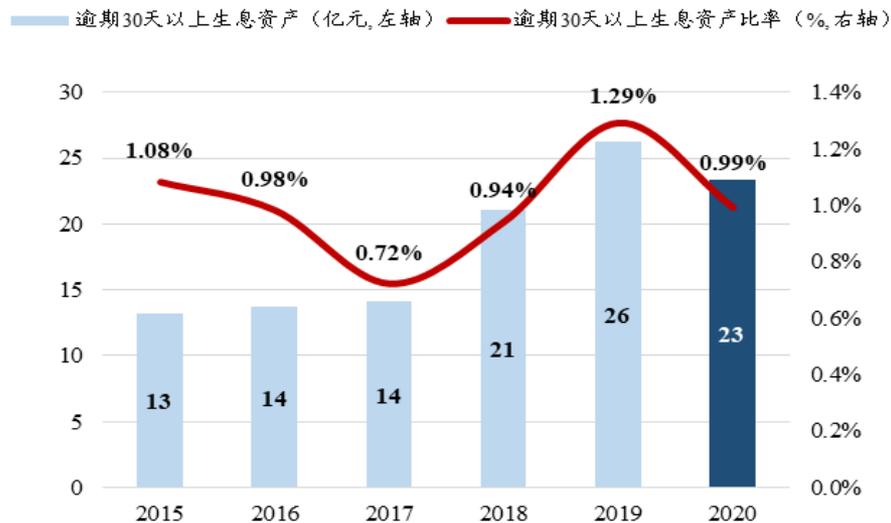
- 优异风险管控能力，资产质量进一步改善。2020年公司加大对资产的审慎管理力度，严控资产质量，随着经济的复苏，资产质量有所提升。2020年公司不良资产率为1.10%，同比下降0.01pct；逾期30天以上生息资产比率为0.99%，同比大幅收窄0.3pct；同期，公司的拨备覆盖率为252.2%，较2019年提升6.09pct。

图：2015~2020公司不良资产净额及不良资产率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2015~2020公司逾期30天以上资产及比率

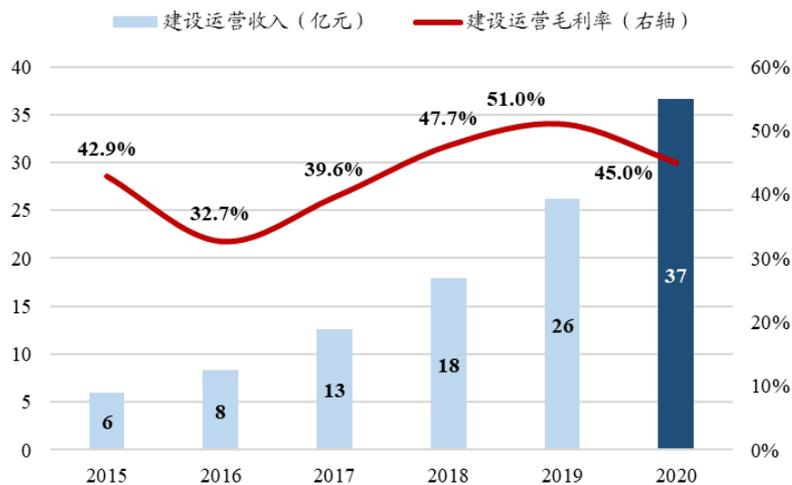


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.1 “金融+产业”双轮布局，发展前景广阔

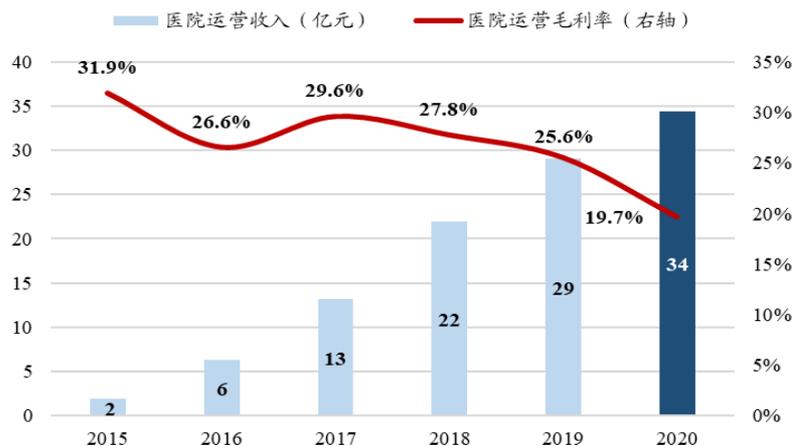
- 复合化产业运营战略成效显著，三大实业稳步发展。1) 宏信建发业绩增长能力持续可靠，龙头地位稳固。2020年宏信建发（工程机械设备租赁与运营）营收大幅增长39.7%至36.64亿元，毛利同比增长23.2%至16.48亿元，主要系国内市场的高景气度与疫情好转后复工复产所释放的强烈需求所致。2020年宏信建发总资产达156.63亿元，设备保有量持续增加至5.5万台左右，行业龙头地位稳健。
- 2) 受疫情影响，医院、教育板块业绩略有下滑。2020年公司医院板块实现营业收入34.47亿元，同比增长18.4%，毛利因公司在疫情影响下主动加大对医护员工的防护投入，同比下降8.5pct至6.79亿元。因疫情导致教育机构无法按计划开学，同期公司教育板块在校学生人数有所下降，截至2020年中期共2111人。我们预计随着疫情的好转，医院运营将逐步恢复，未来将凭借规模效应带动毛利回升，而教育板块公司则全面布局K12，致力于打造中西融合的精英教育，未来前景可期。

图：2015~2020公司宏信建发营收及毛利率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2015~2020公司医院产业营收及毛利率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1 具有长期回报价值和高安全边际

顺周期下公司金融咨询主业将迎来盈利拐点，公司三大实业未来有望逐步资本化，推动公司价值持续重估。“金融+产业”模式下，公司金融主业助力产业发展，实现资本孵化，而产业业务同时反哺金融，协同效应利于持续发展，看好长期发展前景，我们维持2021-2023年归母净利润预测51.62/59.06/67.97亿元，对应2021-23年EPS1.30/1.48/1.71元。截至2021年5月21日，公司市值对应21-23年A股PE估值5.31/4.64/4.03倍，维持“买入”评级。

表：远东宏信盈利预测表（百万元人民币）

合并资产负债表					合并利润表						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3990	11877	11996	12356	12727	营业总收入	26856	29042	31751	35957	40402
按公允价值计入损益的金融	313	3166	3198	3293	3392	金融服务	15842	16522	17747	19355	20652
衍生金融资产	659	220	222	229	235	咨询服务	4574	3836	3453	3712	4009
贷款及应收账款	98741	122921	125379	129141	133015	产业运营	6521	8811	10710	13035	15862
预付款项及其他应收款	2716	2904	2962	3051	3142	营业总成本	-19712	-21534	-23156	-26124	-29084
存货	404	397	405	417	430	营业成本	-12525	-14076	-14794	-16240	-18011
其他流动资产	5985	3693	3920	2556	1123	管理费用	-3641	-4076	-4604	-5214	-5858
流动资产合计	112807	145178	148082	151043	154064	财务费用	-461	-617	-699	-791	-889
有使用权资产	3423	2059	2100	2184	2272	资产减值损失	-1982	-2599	-2759	-2924	-3070
资产	4130	6177	6300	6552	6814	公允价值变动收益					
贷款及应收款项	102380	106476	108606	112950	117468	加：投资收益	-268	-129	-65	-39	19
固定资产	11583	16872	17209	17897	18613	对联营企业和合营企	192	468	491	516	541
预付款项及其他应收款	11581	8580	8751	9101	9466	业的投资收益					
无形资产	34	49	50	52	54	其他收益	928	1632	1654	1733	1820
商誉	2322	2032	2073	2156	2242	营业利润	7145	7508	8595	9834	11317
递延所得税资产	4181	5143	5246	5456	5674	利润总额	7145	7508	8595	9834	11317
其他非流动资产	8129	7361	7508	7808	8120	减：所得税费用	-2317	-2475	-2922	-3343	-3848
非流动资产合计	147763	154749	157844	164157	170724	净利润	4828	5033	5673	6490	7469
资产总计	260571	299927	305925	315201	324788	归属于母公司股东的	4338	4576	5162	5906	6797
短期借款	87745	103931	107049	109190	111374	净利润					
其他流动负债	5996	10180	10282	10590	10908	少数股东损益	-21	2	-11	-5	-10
长期借款	74651	98361	100328	103338	106438						
预计负债	41991	31528	32006	32966	33955						
递延所得税负债	237	244	249	256	264						
其他非流动负债	8416	7492	7641	7871	8107						
负债合计	219036	254660	257556	264212	271046						
实收资本（或股本）	10281	10397	10397	10397	10397						
归属于母公司所有者权益	30128	34119	36458	38432	40507						
少数股东权益	1546	2670	2750	2832	2917						
股东权益合计	41535	45267	48370	50989	53742						
负债及股东权益总计	260571	299927	305925	315201	324788						

重要财务与估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	5.82%	8.14%	9.33%	13.25%	12.36%
归母净利润增速	10.44%	5.49%	12.82%	14.41%	15.09%
归母净资产增速	8.65%	13.25%	6.85%	5.41%	5.40%
每股收益（EPS）	1.14	1.20	1.30	1.48	1.71
每股净资产（BVPS）	7.61	8.58	9.17	9.66	10.18
净资产收益率（ROE）	14.99%	14.24%	14.63%	15.77%	17.22%
P/E	6.05	5.75	5.31	4.64	4.03
P/B	0.91	0.80	0.75	0.71	0.68

数据来源：Wind（取2021年5月21日收盘价，汇率为1港币=0.8297人民币），公司年报，东吴证券研究所

● 3.2 风险提示

- 1) 国内经济发展下行影响租赁业市场需求：实体经济下行带来各产业尤其是机械制造、化工产品等周期型产业的运营设备需求下降，公司租赁业务难以扩张；
- 2) 金融监管趋严影响行业发展：监管趋严限制公司未来发展杠杆规模；
- 3) 疫情控制不及预期：疫情持续会带来实体经济承压，承租人偿债能力的下降，影响公司租赁业务回款率，资产风险上升。

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