

证券研究报告

2021年07月19日

行业报告 | 行业投资策略

非银金融

非银研究框架

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 舒思勤 SAC执业证书编号：S1110521070002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 摘要

全面降准与社融增速超预期，股票、基金市场景气度有望持续提升，边际利好券商大财富管理业务发展。深度参与财富管理产业链的头部机构优势显著，建议关注第三方基金销售龙头东方财富、持股头部公募基金（易方达基金、广发基金）的广发证券、A/H 估值差异明显的中金公司 H。

长期来看，中国的保险业持续向好的基本面没有改变，保障缺口依然巨大。中期来看，寿险行业“去产能”还要经历1-2年时间，即持续到明年年底，2023年开始或有改善。不合格的代理人将被淘汰，我们预计届时行业代理人数量将为2017-2018年数量的50%-60%。对友邦和太保而言，我们预计走出低谷的时间将更短，明年2月或将开始走出低谷。未上市的保险公司承压加剧，长期利好友邦、太保、平安。

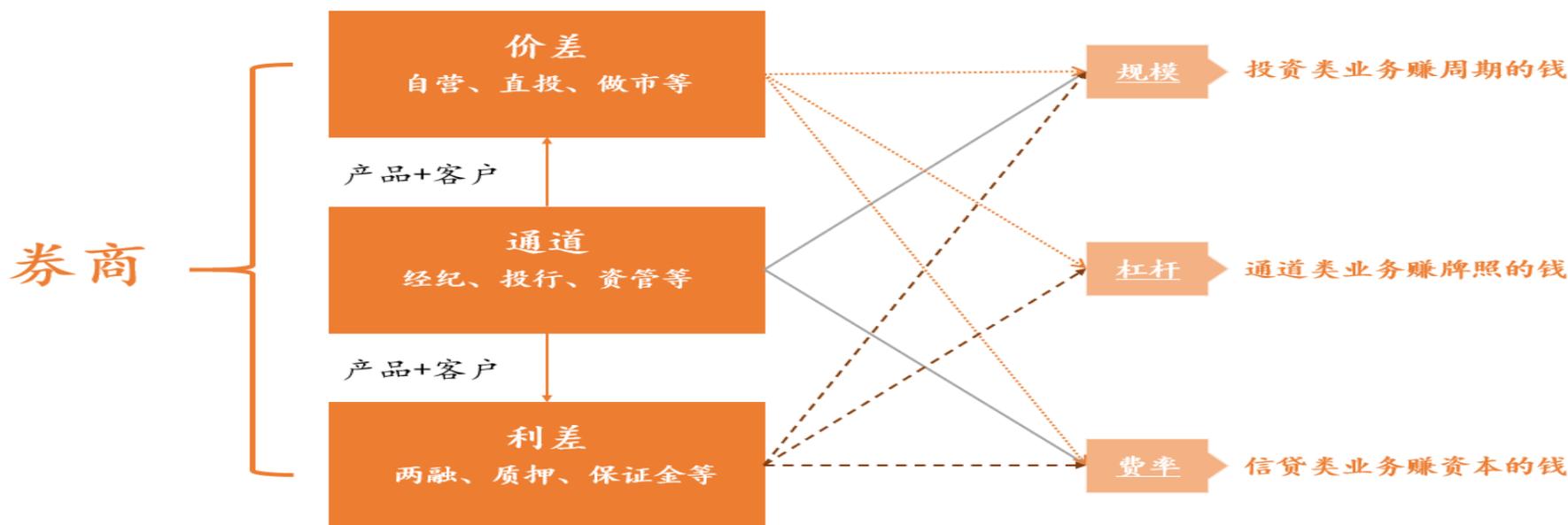
**风险提示：**资本市场大幅波动；非银股的 $\beta$ 属性较强，受市场波动的影响较大；保险公司负债端改善慢于预期。

# Part 1 券商研究框架

# 1.1. 券商业务框架与研究框架

- 证券公司是专门从事**有价证券**买卖的法人企业。狭义的证券公司是指**证券经营公司**，是经**主管机关**批准并到有关**工商行政管理局**领取**营业执照**后专门经营**证券业务**的机构。它具有**证券交易所**的**会员资格**，可以**承销发行**、**自营买卖**或**自营兼代理买卖**证券。普通投资人的**证券投资**都要通过**证券公司**来开展。
- 证券公司的本质是**资本市场的中介机构**，**资本市场**不仅是“**股票市场**”，“**债券市场**”、“**商品市场**”和“**衍生品市场**”同样适用于此。

图1：证券行业分析框架总览



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

以研究能力为核心驱动综合业务发展：通过强大的研究实力，发挥定价能力，打通资金与资产两端，形成完整的业务闭环

## 财富管理业务

- 不断提升主动资产管理能力
- 力求满足不同类型客户的财富管理需求

## 机构业务

- 坚持以金融服务实体经济和中小企业
- 为客户提供股权、债权融资，并购重组等“一站式”投行服务

经纪业务	资产管理	私募基金	期货业务	自营业务	研究业务	股权融资	债权融资	海外业务
投资咨询	集合/定向资管	PE/VC	期货经纪	权益类自营	产业/上市公司调研	IPO/定向增发/配股	公司债券	证券期货交易
金融产品代销	ABS	政府引导基金	期货咨询	债券交易	定制研究咨询	科创板上市	金融债券	证券咨询
融资融券	CMBS	创业投资基金	风险管理	人民币利率互换	研究成果路演	重大资产重组	绿色债券	资产管理

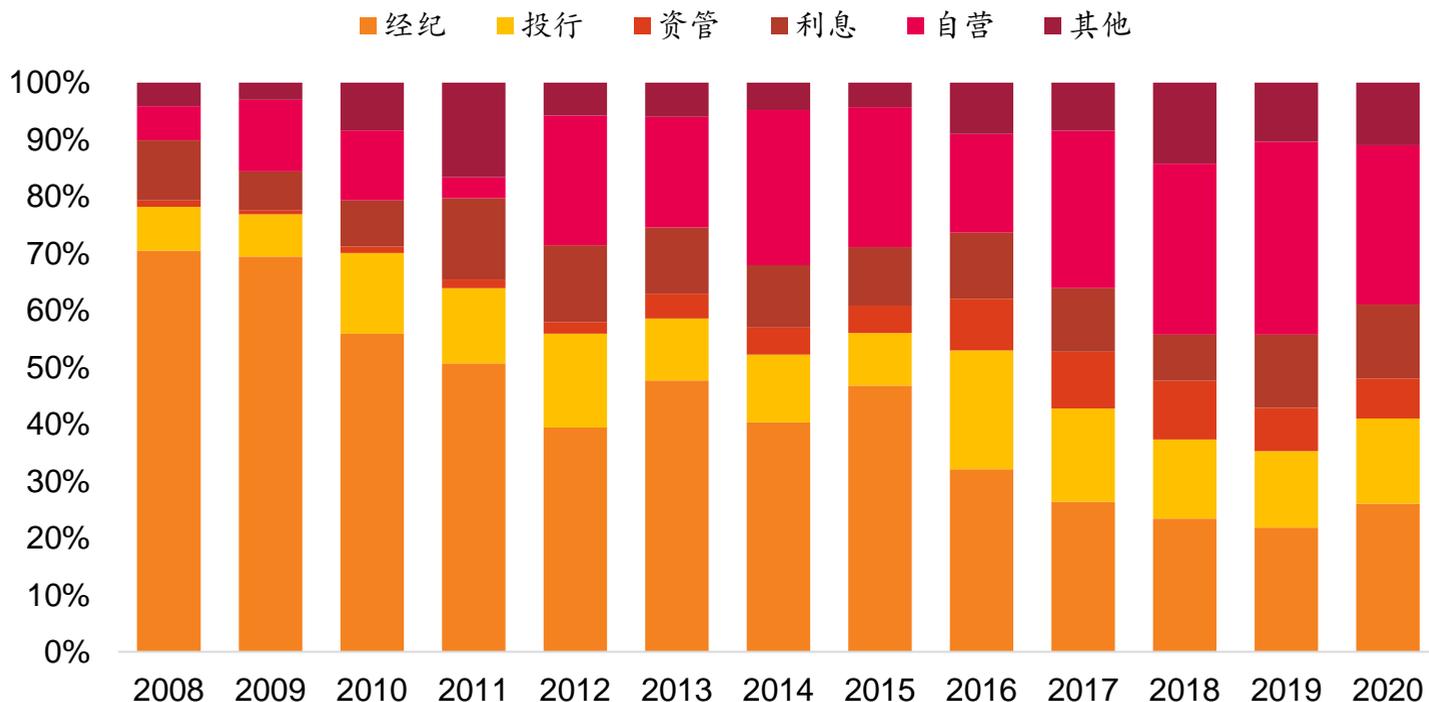
市场股基交易额	资产规模	管理规模	市场交易额	资本金	人才团队	项目储备	项目储备	牌照
市场份额	资管结构	投行实力	市场份额	牌照	激励机制	承销费率	承销能力	人才团队
佣金率	管理费率	人才团队	佣金率	投资收益率	业务赋能	团队人数	定价能力	客户基础

# 1.1. 券商业务框架与研究框架

(1) 行业收入结构趋向多元化，自营投资和经纪业务占比最高。

- 业务模式：从单一的通道类业务走向包括资本中介、直投等在内的完整业务线。
- 盈利模式：从传统的佣金费用走向利差收入、投资收益和管理费等多元盈利方式。

图2：中国证券行业收入结构



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

(2) 证券行业盈利能力和抗风险能力有所提升，周期性特征仍然明显。

- 2020年，证券行业实现营业收入4485亿元，同比+24%；净利润1575亿元，同比+28%。期末，净资产2.31万亿元，较19年底+14%，ROE为6.82%。财富管理成为最大亮点：实现经纪业务收入1161亿元，同比增长47%；实现代理销售金融产品净收入134亿元，同比增长149%，创下历史新高。资产管理业务收入299.6亿元，同比增长9%，增速开始回升。

图3：证券行业经营业绩

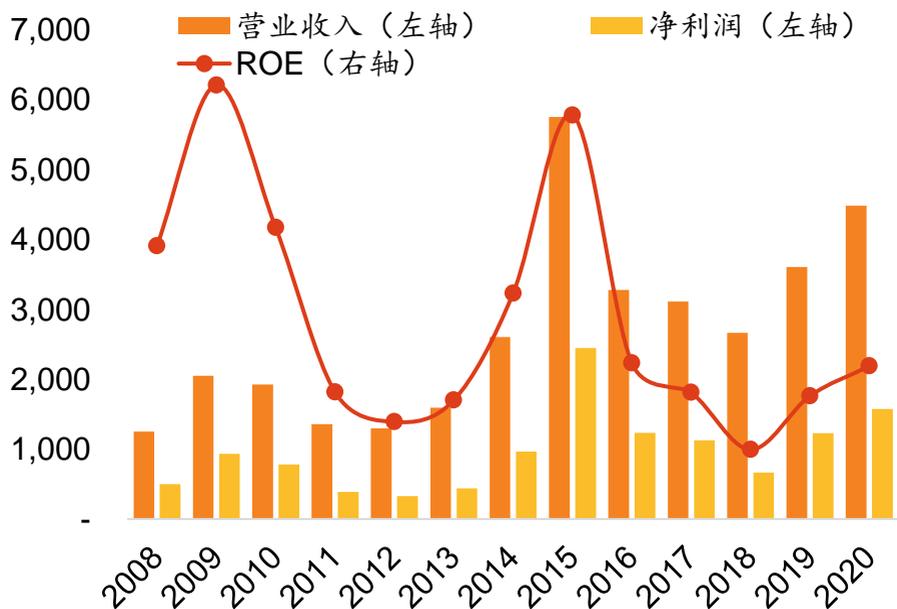
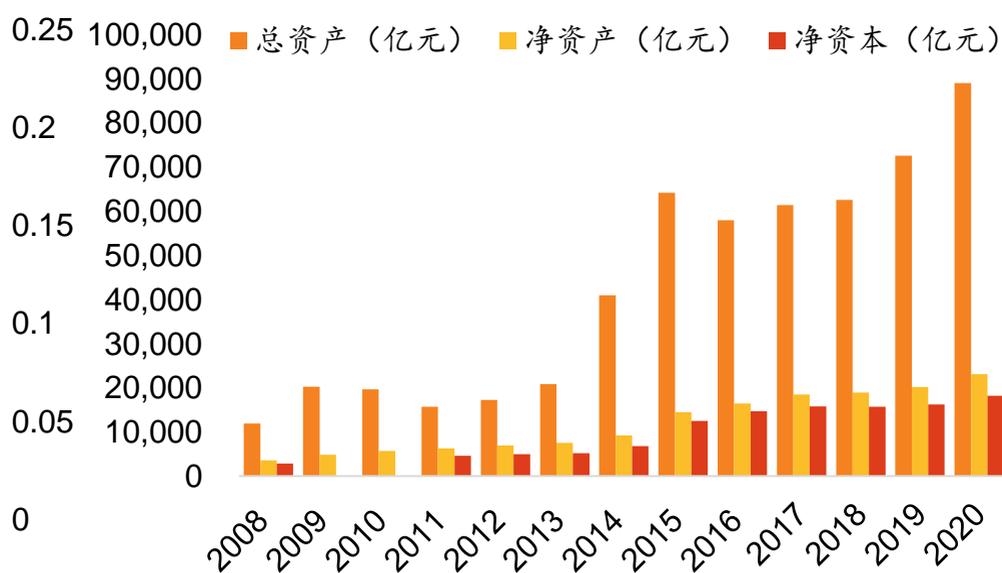


图4：证券行业资产规模



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

## ➤ 经纪业务：业绩弹性趋弱，但仍是零售客户积累的基础

- (1) 核心盈利模式：投资者通过证券公司买卖股票、基金，券商从中收取佣金手续费。
- (2) 决定代理买卖证券业务收入的核心因素：股基交易额、佣金率。
- (3) 业务特征：股基交易额与股市走势显著正相关，券商经纪业务收入因此也具有明显的周期性，2020年日均股基交易额为9072亿元, YOY+62%。佣金率在激烈的价格战竞争中呈现出不断下降的趋势，当前为万分之2.6。

图5：股基交易额与股指走势

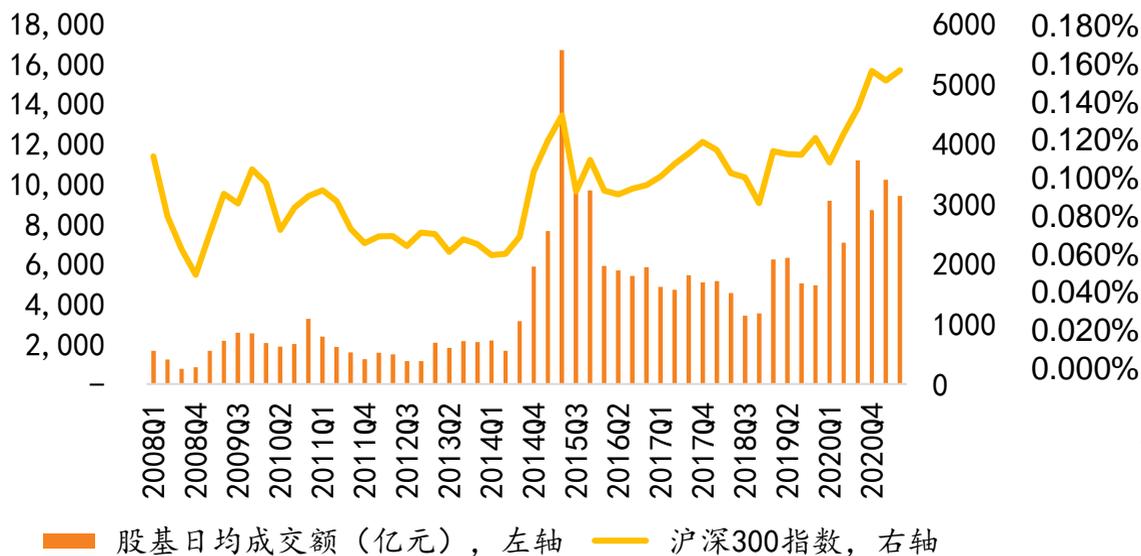
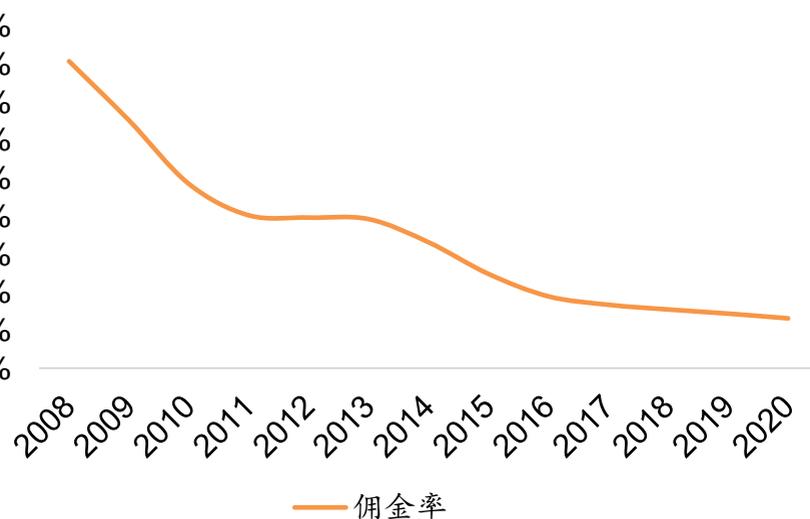


图6：证券行业经纪业务佣金率



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

➤ 投行业务：机构业务客户流量入口，风控未来将决定业务发展下限

(1) 核心盈利模式：券商通过承销保荐赚取佣金收入，通过并购重组赚取财务顾问费用。

(2) 承销保荐业务关注指标：承销规模、承销费率，短期内业绩变量关注项目储备，中长期看费率提升。

图7：股权承销规模（2008年至2020年）

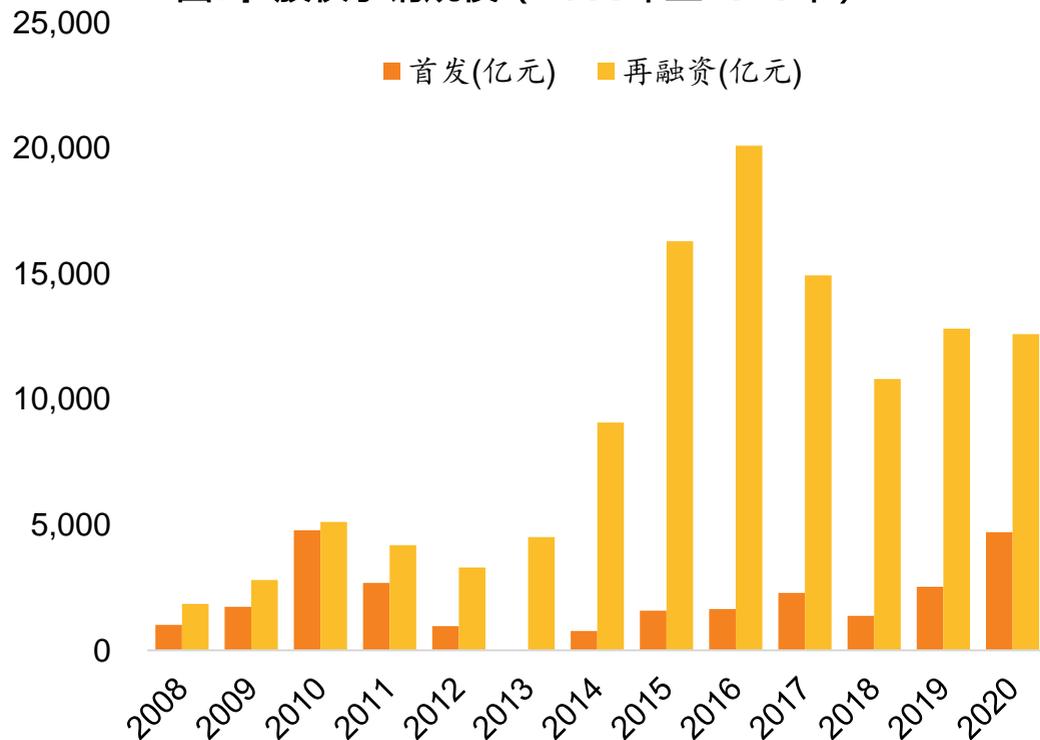
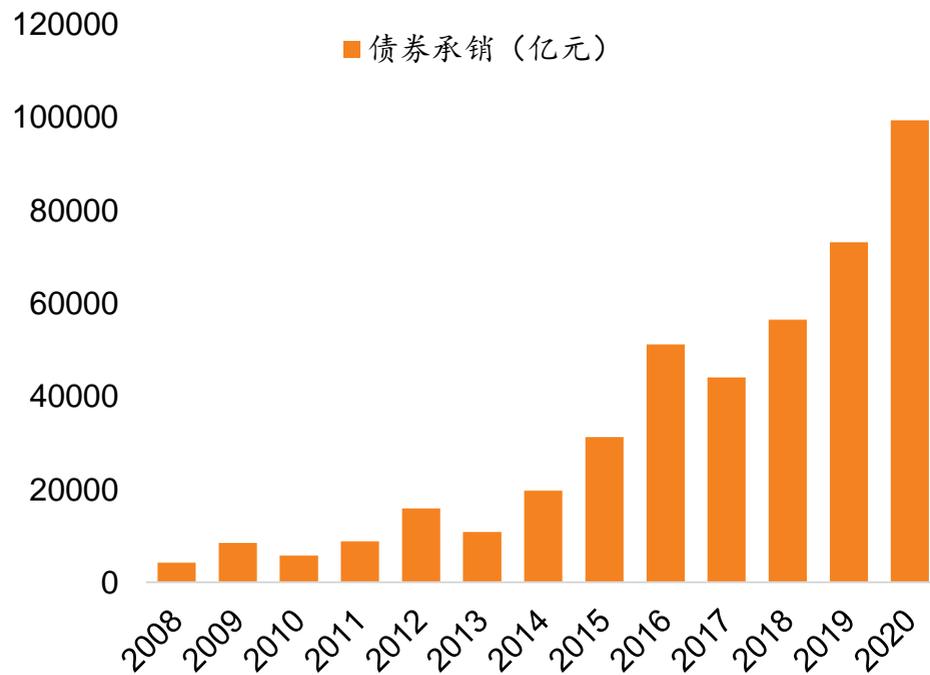


图8：债券承销规模（2008年至2020年）



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

➤ 投行业务：机构业务客户流量入口，风控未来将决定业务发展下限

(3) 监管政策变化是影响股权融资业务的重要因素。

表1：2018年11月以来投行业务松绑政策

时间	部门/主角	政策/事件
2018-11-01	证监会	《上市公司重大资产重组管理办法》修订
2019-01-23	中央全面深化改革委员会	《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》《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》
2019-10-18	证监会	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》
2019-10-25	证监会	启动全面深化新三板改革
2019-12-28	全国人大常委会	《中华人民共和国证券法（修订草案）》
2020-02-14	证监会	再融资新规出台，发行条件大大放松
2020-04-27	中央全面深化改革委员会	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》

# 1.1. 券商业务框架与研究框架

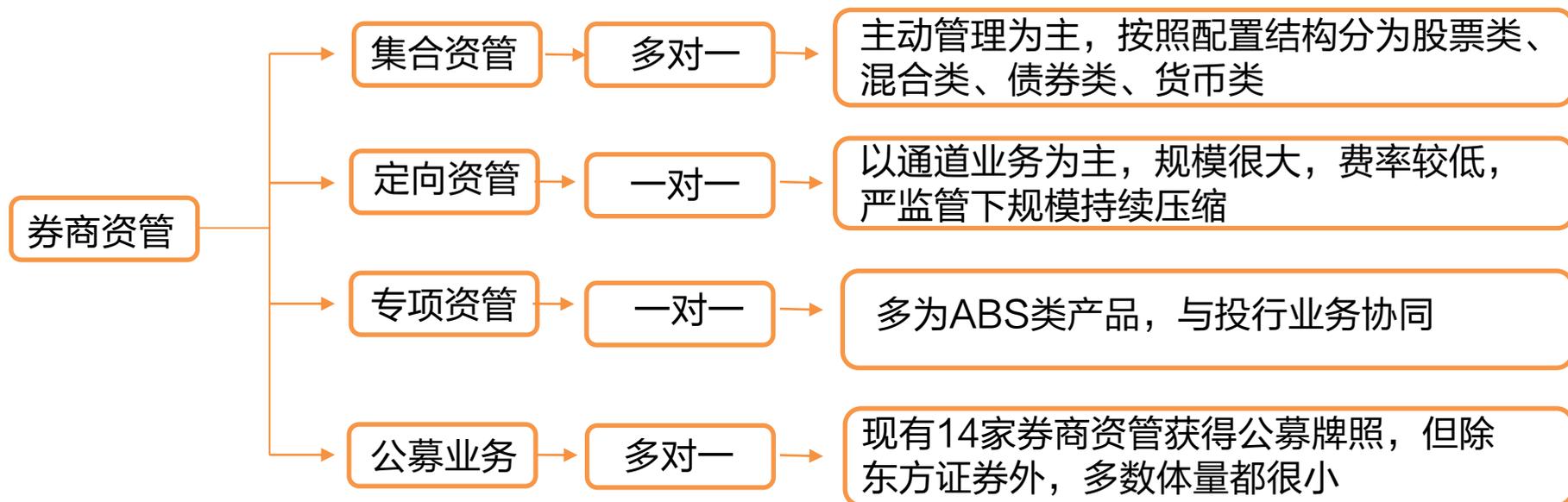
➤ 资管业务：严监管影响边际减弱，轻装上阵承担产品创设功能

(1) 核心盈利模式：券商通过代理客户管理资产，赚取管理费和超额收益。

(2) 资管业务分类：集合资管、定向资管、专项资管以及公募业务。

(3) 集合资管业务的资产配置结构决定管理费率，通常是股票型>混合型>债券型>货币型。  
集合资管产品的设计允许券商获取超额收益，这使得该业务具备一定的业绩弹性。

图9：券商资管产品类型



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

➤ 资管业务：竞争激烈，投资能力是立身之本

（4）来自于券商资管、公募基金、私募股权投资基金、另类投资子公司业绩成为券商业绩稳定器。

图10：资产管理业务利润成为券商业绩稳定器

单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2017A	2018A	2019A	2020A
东方证券	12.47	19.72	11.07	20.79	34.6%	154.0%	44.7%	76.36%
广发证券	29.05	18.84	25.72	40.27	32.0%	40.7%	31.7%	40.11%
招商证券	18.74	14.91	20.12	22.89	32.3%	33.5%	27.5%	24.11%
华泰证券	22.82	17.32	36.14	46.72	24.3%	33.6%	39.9%	43.17%
海通证券	29.73	5.80	23.84	38.38	30.1%	10.1%	22.6%	35.29%
中信证券	39.67	20.38	38.27	53.64	33.1%	20.6%	30.3%	35.99%
中信建投	0.00	4.14	3.89	17.04	-	13.3%	7.0%	17.92%
国泰君安	14.31	7.96	10.49	13.61	13.6%	11.3%	11.6%	12.24%

# 1.1. 券商业务框架与研究框架

## ➤ 信用业务：周期性明显，负债端未来将决定盈利能力

- (1) 核心盈利模式：本质上为通过加杠杆赚取息差。
- (2) 业务类型：融资融券、股票质押、约定购回、保证金存款，以两融和股质为主。
- (3) 业务特征：两融属于顺周期业务，费率约为7%-8%，融券是未来增长点。股票质押具有一定的逆周期特征，随着股价下跌，质押物会发生贬值，因此隐含了一定的信用风险，费率约为6.5%-7.5%。

图11：市场两融规模与股指走势

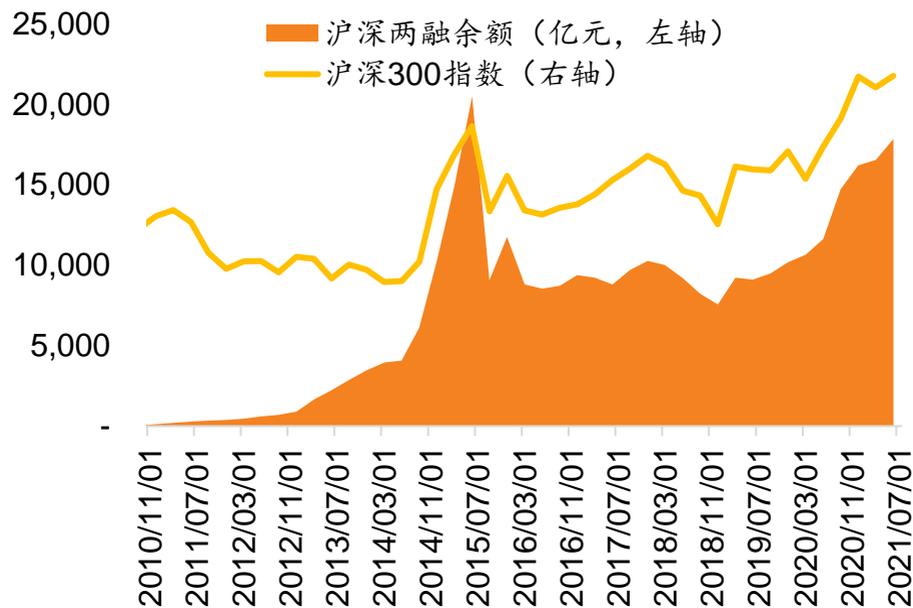
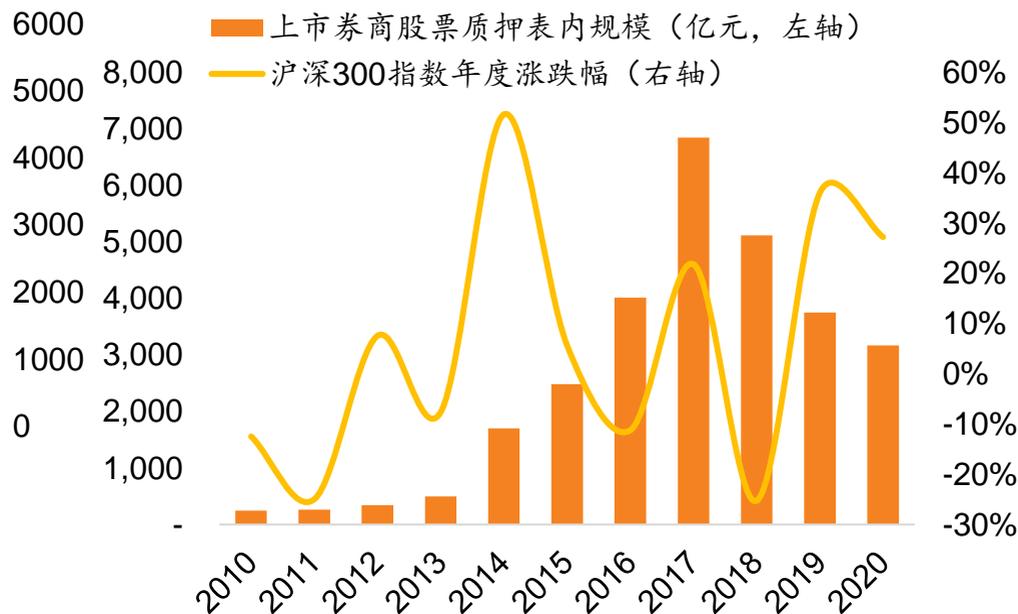


图12：上市券商股票质押表内规模

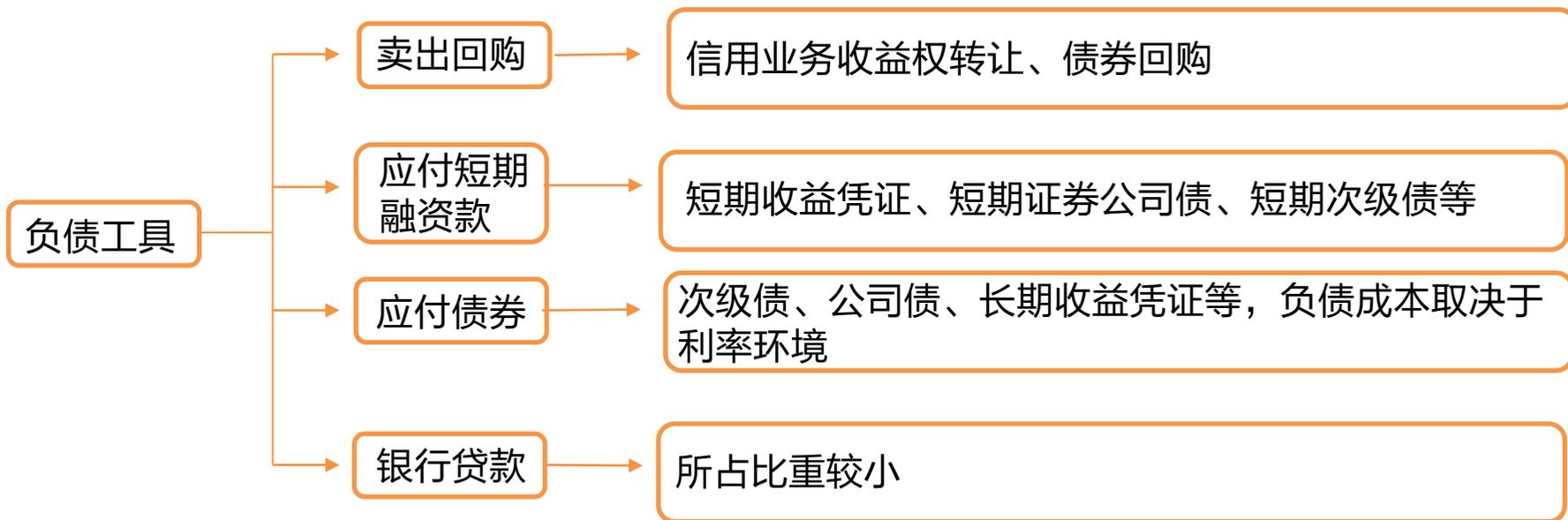


# 1.1. 券商业务框架与研究框架

➤ 信用业务：周期性明显，负债端未来将决定盈利能力

(4) 相对于大型券商，中小券商抗风险能力弱，负债成本高。从负债工具来看，信用业务利息收入与利息支出在报表上并不完全对应。券商常见的负债工具包括卖出回购、应付短期融资款、应付债券、银行贷款等。

图13：券商主要负债工具



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

➤ 自营投资业务：资本金决定收益上限，风险管理水平决定投资下限

(1) 核心盈利模式：券商运用自有资金进行股票和债券等金融工具投资，赚取投资收益，属于重资本业务。券商自营投资收益率与资本市场走势密切相关，周期性较强。

(2) 从资产配置结构看：券商自营投资资产以固收类产品为主。2020年40家上市券商自营权益类资产/净资产的平均值为23.93%，自营固收类资产/净资产的平均值为185.32%。

图14：证券行业自营投资收入

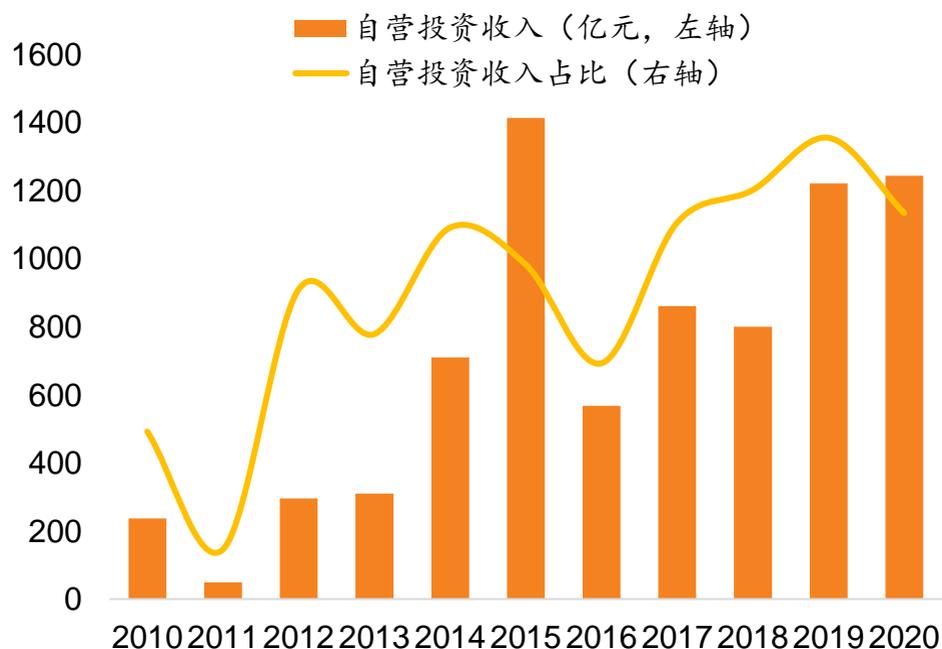
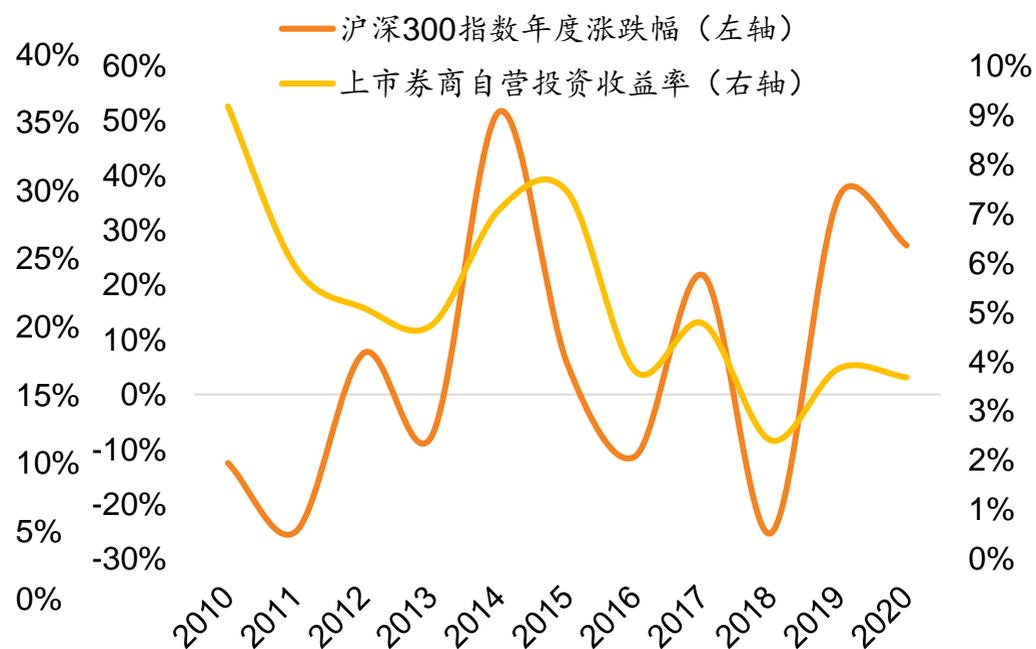


图15：上市券商自营收益率与股指走势



# 1.1. 券商业务框架与研究框架

## 1、证券公司利润表

表2：证券公司营业收入明细

营业总收入	解释
手续费及佣金净收入	轻资产业务收入=规模*费率
其中：经纪业务手续费净收入	对应经纪业务，一般包括证券经纪业务和期货经纪业务（占比小），证券经纪业务包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务（占比小）
投资银行业务手续费净收入	对应投行业务，包括证券承销业务、证券保荐业务、财务顾问业务
资产管理业务手续费净收入	对应券商资管业务收入+控股公募基金并表收入，在附注中显示为资产管理业务净收入和基金管理业务净收入
其他（该项目在附注中披露）	主要为投资咨询业务收入（对应券商研究业务），以及其他业务
利息净收入	主体为信用中介业务收入
其中：利息收入	包括信用中介业务中的融资融券利息收入、买入返售利息收入（包括股票质押回购和约定购回），此外还包括货币资金及结算备付金、其他债券投资、拆出资金利息收入
利息支出	与利息收入不一一对应，包括应付债券、卖出回购、应付短期融资券、拆入资金、短期借款、代理买卖证券款、长期借款
投资收益	包括金融工具投资收益、处置长期股权投资的投资收益、权益法确认的收益，后两者占比小
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	在计算自营金融资产投资收益时予以扣除
公允价值变动收益	包括交易性金融资产、交易性金融负债、衍生金融工具，交易性金融负债主要是收益凭证。注意：投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动损益，一般被近似认为是企业的自营投资收益
汇兑收益	海外公司的汇兑损益，占比小
资产处置收益	-
其他收益	-
其他业务收入	部分涵盖大宗商品相关的收入，但利润率极低，不被券商重视

# 1.1. 券商业务框架与研究框架

## 2、证券公司利润表与资产负债表对应关系

表3：证券公司利润表与资产负债表对应关系

营业总收入	资产负债表对应科目
手续费及佣金净收入	-
其中：经纪业务手续费净收入	资产：货币资金-客户资金，结算备付金-客户备付金。（客户证券账户中的非券商自有资金）负债：代理买卖证券款
投资银行业务手续费净收入	代理承销证券款
资产管理业务手续费净收入	典型的表外业务，在资产负债表中不体现
利息净收入	货币资金、融出资金、买入返售金融资产、其他债券投资、各类负债
其中：利息收入	-
利息支出	-
投资收益	交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资（求和后近似为券商自营投资金融资产规模，与自营投资收益相除可得出自营业务投资收益率）
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-
公允价值变动收益	交易性金融资产、债权投资、其他债券投资、其他权益工具投资
汇兑收益	-
资产处置收益	-
其他收益	-
其他业务收入	-

## 1.2. 证券行业驱动因素——市场趋势+监管政策

第一轮监管周期：2004-2006年——第一轮发展周期：2006年行业转盈，结束2002-2005年四年亏损，2007年行业ROE达38%。

第二轮监管周期：2008-2011年——第二轮发展周期：2015年上半券商指数破万点，2015全年行业ROE达21%。

第三轮监管周期：2015.7-2018.10——第三轮发展周期：目前全行业ROE处于上升通道中。



## 1.2. 证券行业驱动因素——市场趋势+监管政策

➤ 复盘券商股历史走势，我们认为市场趋势和监管政策是决定券商股股价的核心因素。

1) 市场趋势方面，券商特有的商业模式导致其行业景气度与资本市场相关性极强，经纪业务、两融业务和自营投资业务的景气均取决于市场指数表现，市场波动将直接影响券商的盈利表现，从而影响券商股的股价表现，这也是券商股周期属性的重要来源。

2) 监管政策方面，券商本质上是资本市场中介机构，其业务的发展无法绕开资本市场融资和投资两大基础功能，监管政策通过影响市场投融资环境间接影响券商业务开展，传导至其盈利能力从而导致券商股价波动。

3) ROA年化约2%。理论上经纪、投行、资管等牌照业务无需消耗资本金，这些业务决定行业ROA的下限；信用业务、投资业务的开展依赖于资本规模，这些业务能够放大ROA的弹性。

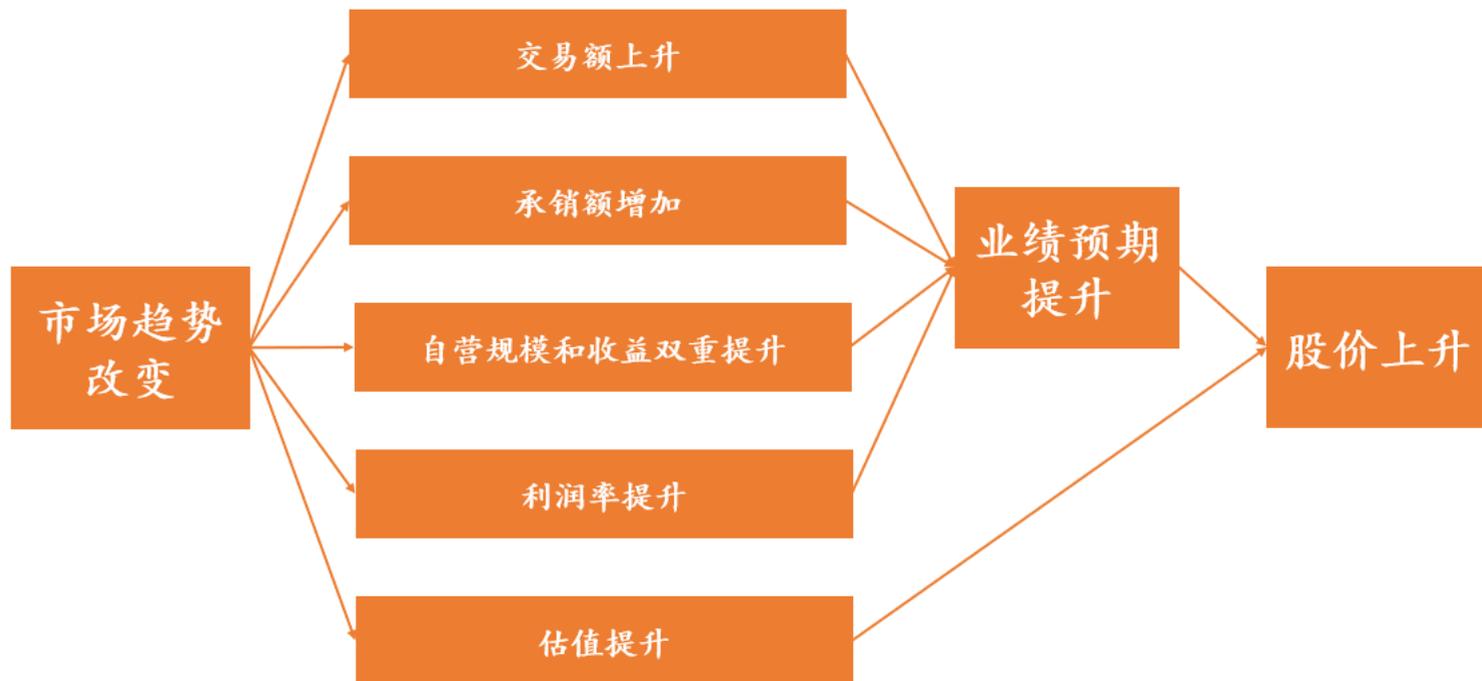
4) 行业杠杆率约3倍。加杠杆主要是依靠两大类业务：信用业务，主要是两融和股票质押等；持续扩大的投资业务，尤其是非方向性的投资业务。

5) 根据杜邦公式， $ROE=ROA \times \text{权益乘数}$ ，杠杠的提升是提升行业未来盈利能力的核心，也是区分不同券商估值中枢的核心指标。

## 1.2. 证券行业驱动因素——市场趋势+监管政策

- 市场趋势改变是证券行业的“戴维斯双击”：交易额、承销额、自营收益、利润率、估值均提升。

图16：市场趋势改变券商的盈利与估值



## 1.3.重点证券公司历史数据

- 海外投行、本土商业银行、互联网头部机构均在试水国内证券业务，传统证券公司的竞争优势主要是包括六大维度。

表4：券商的竞争优势包括六大维度（高盛经验）

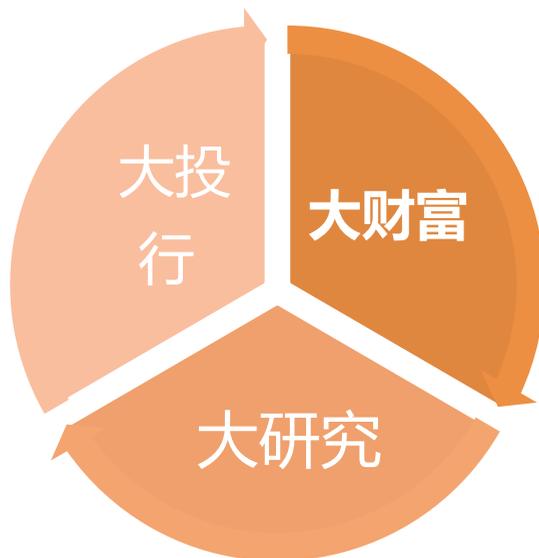
	内涵	定性或定量指标
合伙人文化	包括管理体系和薪酬文化，体现对人才价值的尊重	员工平均薪酬、核心高管薪酬、股权激励计划
顶层委员会体系	顶层委员会模式（“执行委员会+专业委员会”）有助于券商形成牌照协同的跨部门协调机制，实现以客户为中心的管理模式	是否建立顶层委员会体系、是否重新以客户为中心划分业务体系
有竞争力的业务体系	机构客户服务（FICC业务；PB业务）、投资管理业务（大公募牌照业务）、投资与借贷业务（大自营的约束放开与杠杆提升）均大有可为	业务行业排名、市场份额、资金实力、业务资质等
中后台管理能力	风险管理+科技水平	分类评价情况、信息技术投入、信息技术投入占营业收入的比例等
国际化战略	未来能够在国际化战略方面有所建树的本土券商，将有望获得较大的业务增量。	境外子公司证券业务收入占营业收入比例
客户管理体系	本土券商如果能够将客户覆盖体系与CRM体系有效结合，那么现存客户就可产生相当可观的增量业务。	明确统一管理架构、建立全面客户信息系统、明确对公司的贡献度

# 1.3.重点证券公司历史数据

证券公司的战略方向：抓住资本市场新一轮窗口期，持续向行业头部迈进，将公司打造成为一家精英化、市场化、专业化、国际化的一流投资银行。

## 建设一流投资银行，服务实体经济发展

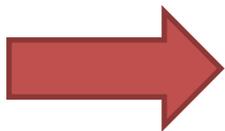
- 四大战略：区域战略+行业战略+集团战略+创新战略；
- 两大能力：定价能力+销售能力
- 研究协同：抓住产业联盟和生态投资两条主线。



## 加快向财富管理战略转型，打造完整的财富管理闭环生态

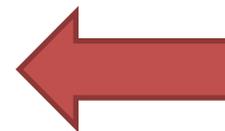
- C端：提供交易服务/投顾服务/资产配置服务；
- B端：提供交易/托管/研究/杠杆/风险管理等业务；
- 研究协同：抓住超级流量平台合作和研究内容转化两条主线。

一体化跨业务线联动



## 打通资金与资产两端，形成完整的业务闭环

- 以研究驱动机构业务，成为机构业务的发动机；
- 以深度产业链研究为核心，打造优质资产、资金、资源的整合聚合、撮合生态平台。



金融科技赋能

## 1.3.重点证券公司历史数据

- 中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券5家公司归母股东权益超过千亿元。

表5：中资券商的归母股东权益情况（亿元）

单位：亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中信证券	704	866	865	877	991	1391	1427	1498	1531	1616	1817
国泰君安	260	274	317	341	420	953	1000	1231	1235	1375	1373
海通证券	445	450	587	615	684	1077	1101	1178	1179	1261	1534
华泰证券	329	332	342	357	413	808	844	873	1034	1225	1291
广发证券	194	316	330	347	396	775	785	849	850	912	982
招商证券	240	247	258	272	415	484	598	792	807	850	1057
申万宏源	152	159	172	184	215	502	523	552	694	832	884
中国银河	145	160	174	252	290	569	580	645	660	709	812
国信证券	174	178	192	206	328	499	484	521	525	562	809
东方证券	102	144	148	156	184	350	405	530	517	540	602
光大证券	227	215	222	228	258	405	472	486	472	474	524
中信建投	94	105	119	131	167	301	411	438	476	566	677
中金公司	62	62	65	69	80	164	184	367	422	483	716
方正证券	86	142	144	155	303	350	354	374	378	386	396

## 1.3.重点证券公司历史数据

➤ 中信证券归母净利润保持绝对优势，华泰证券、中信建投正迎头赶上。

表6：中资券商的归母净利润（亿元）

单位：亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中信证券	113.1	125.8	42.4	52.4	113.4	198.0	103.7	114.3	93.9	122.3	149.0
国泰君安	40.3	27.1	24.9	28.8	67.6	157.0	98.4	98.8	67.1	86.4	111.2
海通证券	36.9	31.0	30.2	40.4	77.1	158.4	80.4	86.2	52.1	95.2	108.8
华泰证券	34.3	17.8	16.2	22.1	44.9	107.0	62.7	92.8	50.3	90.0	108.2
广发证券	40.3	20.6	21.9	28.1	50.2	132.0	80.3	86.0	43.0	75.4	100.4
招商证券	32.3	20.1	16.5	22.3	38.5	109.1	54.0	57.9	44.2	72.8	89.2
申万宏源	29.3	16.7	14.1	18.7	34.3	121.5	54.1	46.0	41.6	57.4	77.6
中国银河	28.2	15.8	14.2	21.4	37.7	98.4	51.5	39.8	28.9	52.3	72.4
国信证券	31.1	18.2	18.5	21.1	49.3	139.5	45.6	45.7	34.2	49.1	66.2
东方证券	13.2	9.1	6.1	10.1	23.4	73.3	23.1	35.5	12.3	24.4	27.2
光大证券	22.0	15.4	10.0	2.1	20.7	76.5	30.1	30.2	1.0	5.7	23.3
中信建投	21.6	12.1	13.4	17.9	34.1	86.4	52.6	40.2	30.9	55.0	95.1
方正证券	12.5	2.6	5.6	11.1	18.0	40.6	25.7	14.5	6.6	10.1	11.0
兴业证券	7.9	4.4	4.8	6.7	17.8	41.7	20.5	22.8	1.4	17.6	40.0

## 1.3.重点证券公司历史数据

➤ 中信建投ROE水平处于行业盈利，兴业证券、招商证券、国信证券次之。

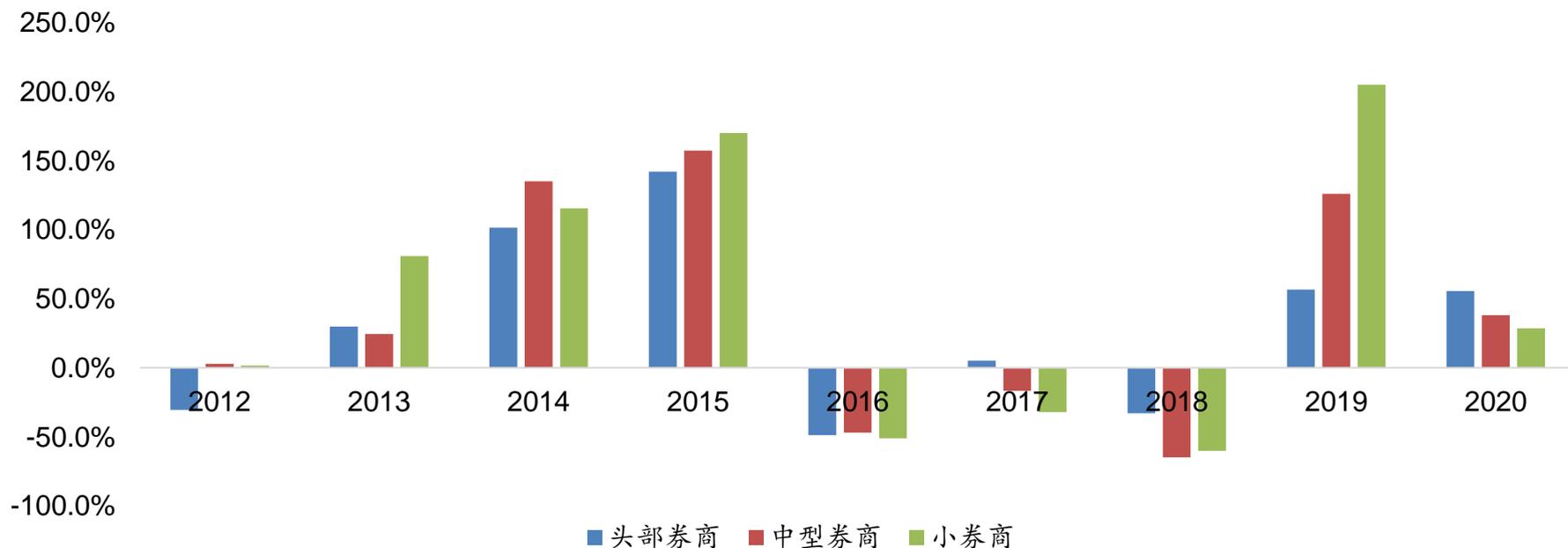
表7：中资券商的净资产收益率（%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中信证券	16.1%	14.5%	4.9%	6.0%	11.4%	14.2%	7.3%	7.6%	6.1%	7.6%	8.43%
国泰君安	15.5%	9.9%	7.8%	8.5%	16.1%	16.5%	9.8%	8.0%	5.4%	6.3%	8.54%
海通证券	8.3%	6.9%	5.1%	6.6%	11.3%	14.7%	7.3%	7.3%	4.4%	7.6%	7.88%
华泰证券	10.4%	5.4%	4.7%	6.2%	10.9%	13.2%	7.4%	10.6%	4.9%	7.3%	8.61%
广发证券	20.8%	6.5%	6.6%	8.1%	12.7%	17.0%	10.2%	10.1%	5.1%	8.3%	10.60%
招商证券	13.5%	8.1%	6.4%	8.2%	9.3%	22.6%	9.0%	7.3%	5.5%	8.6%	10.85%
申万宏源	19.3%	10.5%	8.2%	10.1%	15.9%	24.2%	10.3%	8.3%	6.0%	6.9%	9.05%
中国银河	19.4%	9.9%	8.1%	8.5%	13.0%	17.3%	8.9%	6.2%	4.4%	7.4%	9.84%
国信证券	17.9%	10.3%	9.6%	10.2%	15.0%	28.0%	9.4%	8.8%	6.5%	8.7%	10.61%
东方证券	12.9%	6.3%	4.1%	6.5%	12.8%	21.0%	5.7%	6.7%	2.4%	4.5%	4.85%
光大证券	9.7%	7.2%	4.5%	0.9%	8.0%	18.9%	6.4%	6.2%	0.2%	1.2%	4.74%
中信建投	22.9%	11.5%	11.2%	13.7%	20.4%	28.7%	12.8%	9.2%	6.5%	9.7%	18.18%
方正证券	20.1%	4.1%	8.6%	16.1%	22.5%	24.7%	13.9%	4.0%	1.6%	2.1%	2.81%
兴业证券	9.1%	3.1%	3.3%	4.4%	5.9%	11.9%	5.8%	6.1%	0.4%	4.6%	11.07%

# 1.3.重点证券公司历史数据

➤ 证券公司业绩分化明显，头部券商利润增速明显高于其他券商。

图17：不同类型证券公司业绩增速情况（2012-2020）



备注：头部券商指归母股东权益大于500亿元（包括500亿元）的上市券商，中型券商指归母股东权益200-500亿元的上市券商，小券商指归母股东权益小于200亿元的上市券商。

## 1.4. 证券行业业务增量来自于哪？

- 1) 证券行业的业绩增长大概率将依靠于机构业务，包括衍生品、私募股权投资、融券、投行业务等。机构业务发展的驱动力为利好政策、投资者机构化和资本市场国际化等。
- 2) 机构业务的亮点是总量扩大。2021年，我们预计投资收益的收入占比将由31%提升至35%，衍生品和私募股权投资则是券商自营业务的重要扩张方向之一。
- 3) 零售业务的亮点是结构优化。2021年零售业务大概率不会贡献业绩增量，但是关键制度改变或将带来交易量的提升（单次“T+0”等），基金投顾或将加速券商财富管理业务转型。重点关注数字化转型（东方财富）、租用第三方网络平台（招商证券）等公司市场份额提升带来业绩超预期增长。
- 4) 行业盈利驱动的转变意味着综合金融服务能力的重要性提升。我们判断发展机构业务需要较强的资产负债表管理能力（信用债违约事件预计将使得不同券商的杠杆率差距进一步拉大）、适应业务发展的组织架构（机构投资者需求多样化，跨部门协同要求高）、专业的人才队伍以及强大的IT系统等。
- 5) 证券行业盈利水平预计将持续攀升。我们预计2021年行业利润为1878亿元，同比增长19%，预计行业ROE为7.4%。我们判断证券行业的投资机会或将来自于：1) 机构业务具有竞争优势的券商；2) 零售业务受益于结构优化的券商。我们建议关注第三方基金销售龙头东方财富、持股头部公募基金（易方达基金、广发基金）的广发证券、A/H估值差异明显的中金公司H。

## Part 2 保险研究框架

## 2.1. 保险行业的逻辑框架（定性）

### ➤ 保险公司的业务逻辑：

- （1）保险产品定价（即产品的费率拟定）
- （2）获取保费（同时提取“保险责任准备金”）
- （3）产生费用（包括内勤费用、外勤费用）
- （4）产生赔付（即给客户的利益）
- （5）投资收益（即保险资金运用）

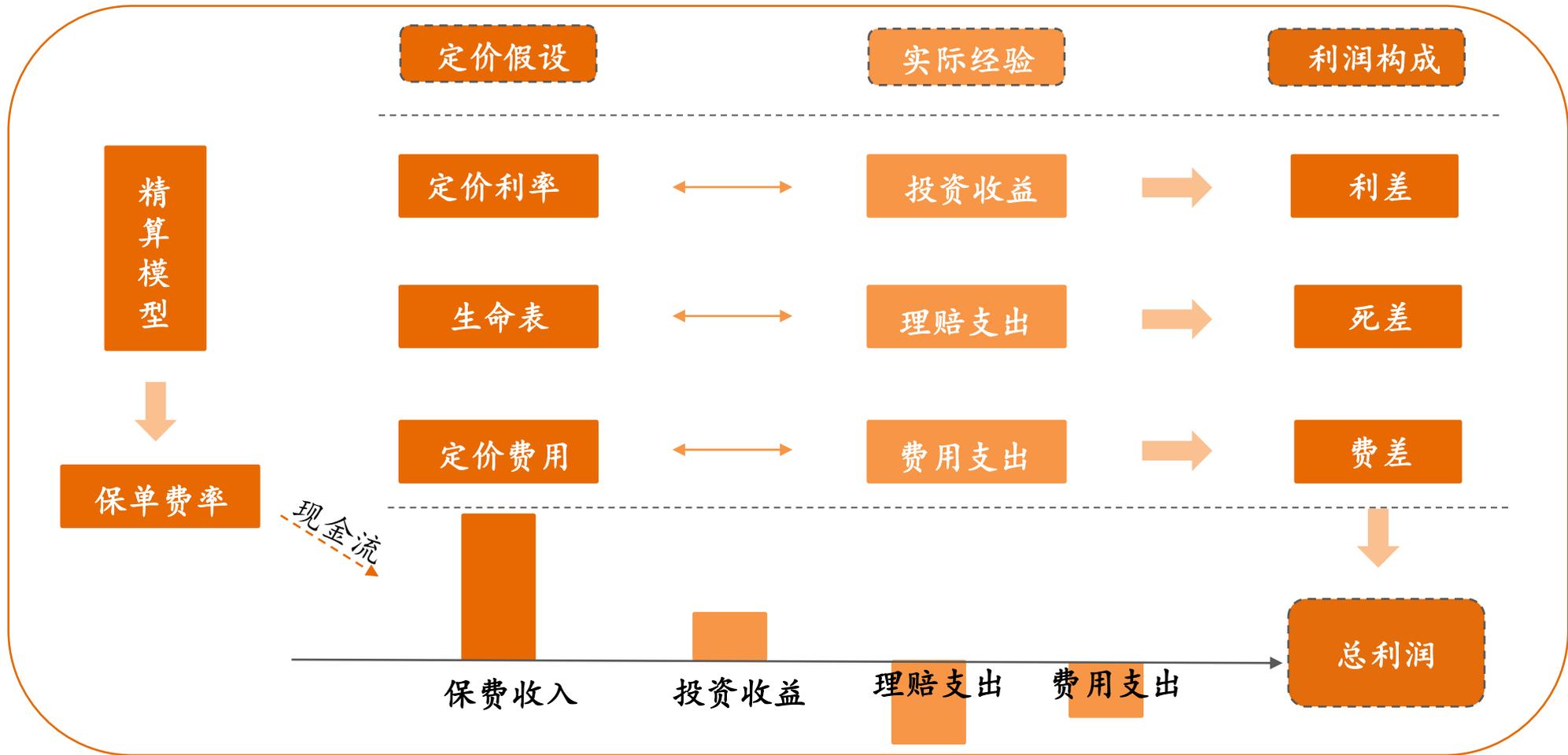
◆ 税前利润 = (2) + (5) - (3) - (4)

### ◆ 保险公司的利润来源：

- A、**销售能力**，即销售“低负债成本”的复杂保单的能力  $\longleftrightarrow$  **新业务价值（NBV）**
- B、**投资能力**，即获取超额投资收益的能力  $\longleftrightarrow$  **投资收益率；利率、股市**
- C、**运营能力**，即费用管控与赔付管控的能力  $\longleftrightarrow$  **营运偏差；费用率、赔付率**

# 2.1. 保险行业的逻辑框架（定性）

图18：保险公司盈利模式



## 2.1.寿险行业的逻辑框架

- 一个重要的会计政策：“不能确认首日利得”。即，在保单销售的第一天，新保单不允许为保险公司产生利润。因此保险公司需要多提准备金，名为“剩余边际”。
- 一个重要的经营指标：“营运利润”。即扣除了短期投资波动、折现率变动影响之后的净利润（稳定性利润）。

◆ 营运利润 = 剩余边际摊销 + 净资产投资收益 + 息差收入 + 营运偏差及其他。

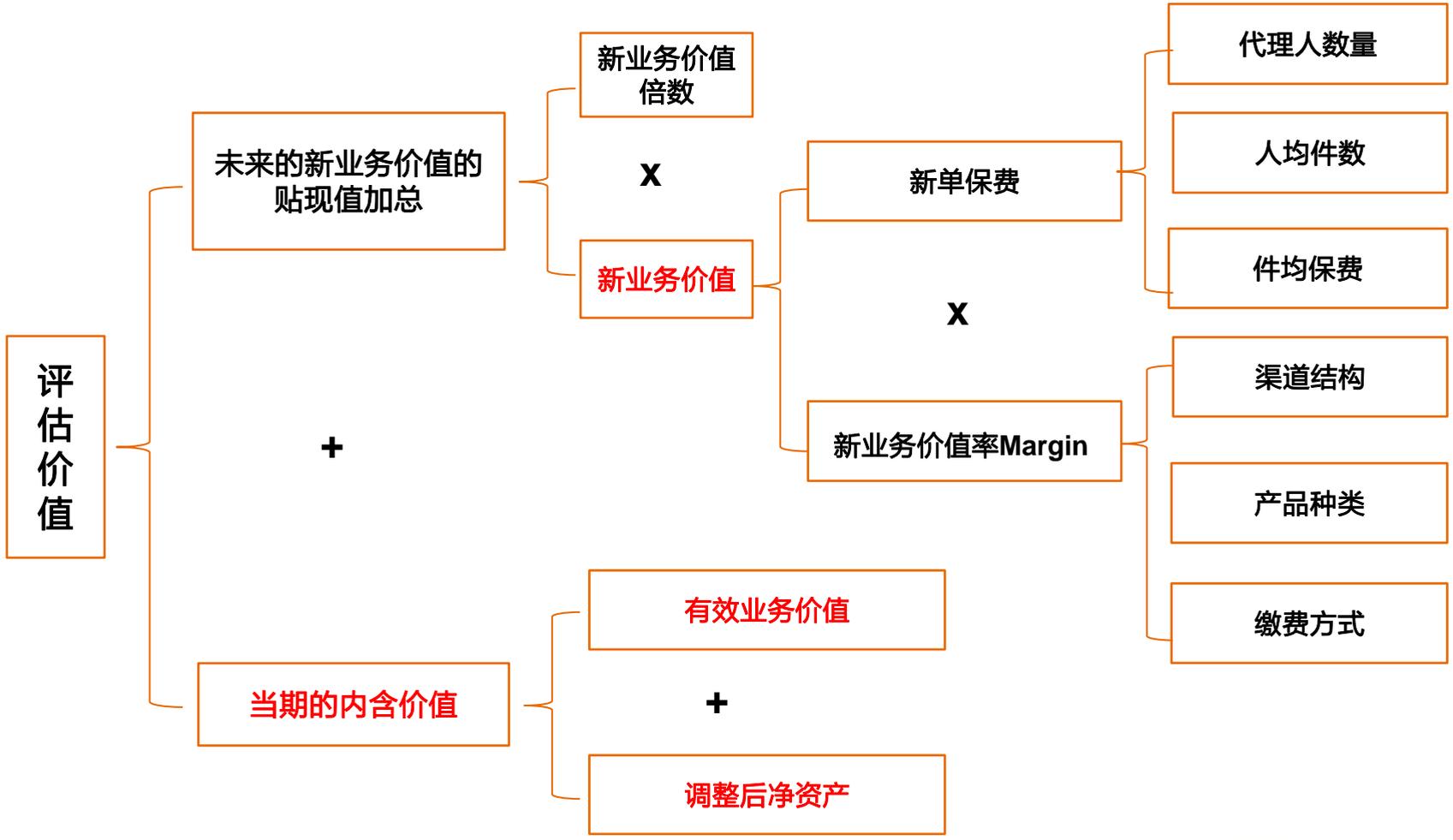
营运利润的稳定性较强，且与分红相挂钩，因此保险股的股息能够平稳增长，从而适用DDM估值方法。

目前应用营运利润（OPAT）的保险公司包括友邦保险、中国平安、中国太保。

# 2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

保险公司的存量价值：内含价值是保单未来可分配利润的贴现值。

◆内含价值EV = 有效业务价值VIF + 净资产（调整后）



## 2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

### 一、聚焦内含价值EV的可信度

有效业务价值VIF的本质是保险公司基于精算假设和DCF方法计算出来的“存量保单值多少钱”，因此有“可信度”问题。

- 精算假设是“黑箱”。所披露的精算假设主要包括：**1) 5%的长期投资收益率假设；2) 11%的风险贴现率假设。**
- EV折价的核心来源：**市场预期的长期投资收益率 < 5%的假设。**
- “市场预期的长期投资收益率”的核心影响变量：**市场预期的长端利率的未来趋势。**
- ◆ 因此，“市场预期的长端利率的未来趋势”是保险股PEV估值的核心影响因素。长端利率的短期走势会影响其长期预期

## 2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

### 二、聚焦内含价值EV的成长性

增量EV =

（1）期初EV的预期回报 + （2）新业务价值NBV + （3）营运偏差 + （4）投资偏差 + （5）市场价值调整 + （6）精算假设估计变更。

- 其中，稳定性部分包括（1）、（2）、（4）；强波动性部分包括（3）、（5）、（6）。  
（1）、（2）、（3）反映“成长性”，（4）、（5）反映“周期性”。
- （2）：**销售能力**，即销售“低负债成本”的复杂保单的能力。
- （4）+（5）：**投资能力**，即获取超额投资收益的能力。
- （3）：**运营能力**，即费用管控与赔付管控的能力。

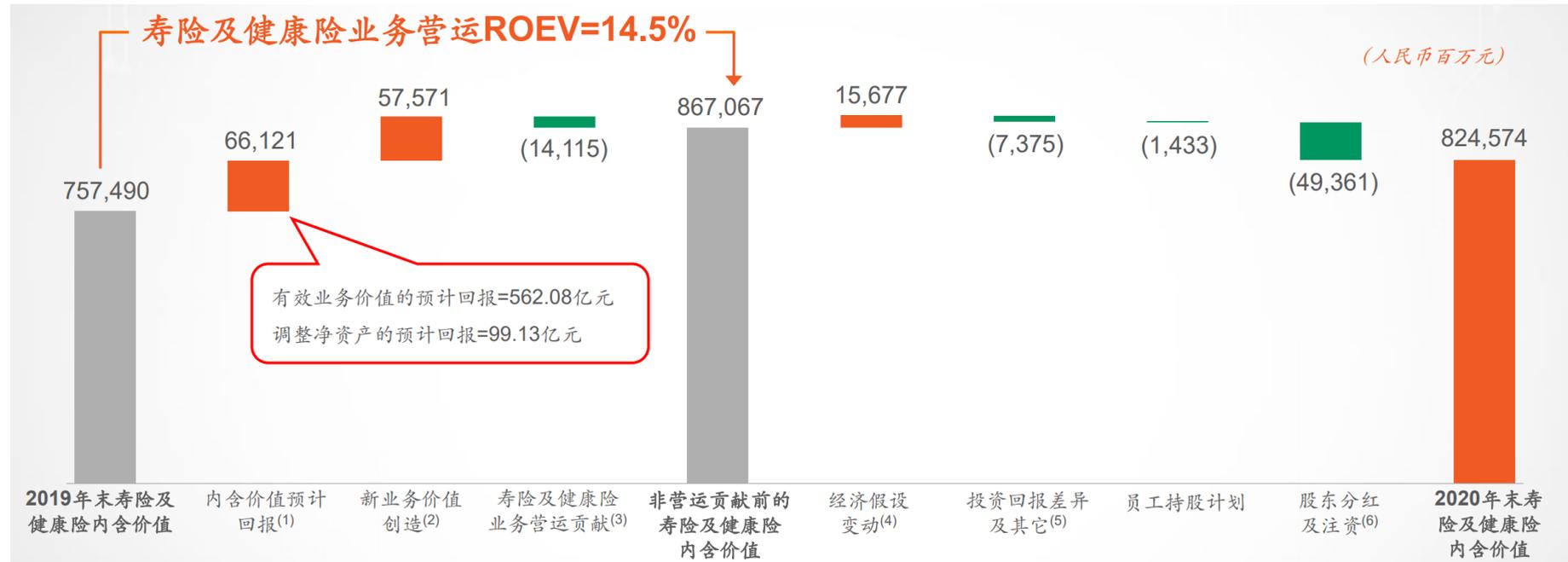
# 2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

## 二、聚焦内含价值EV的成长性

增量EV =

- (1) 期初EV的预期回报 + (2) 新业务价值NBV + (3) 营运偏差 + (4) 投资偏差 +
- (5) 市场价值调整 + (6) 精算假设估计变更。

图19：平安人寿的2020年EV变动图



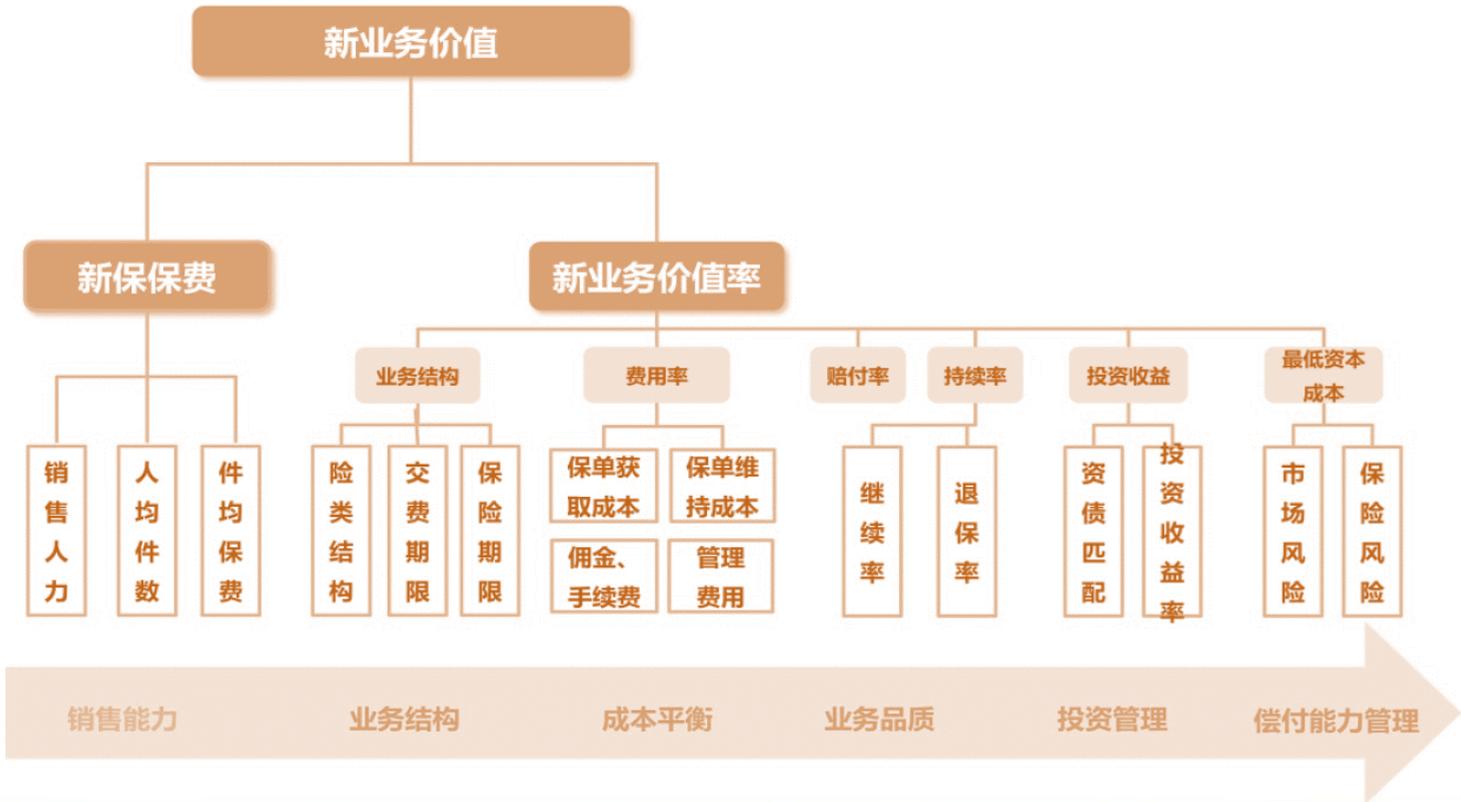
资料来源：中国平安2020年业绩发布会报告，天风证券研究所

# 2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

## 二、聚焦内含价值EV的成长性

寿险公司最重要的内部考核指标：新业务价值NBV。

◆ “NBV的未来长期复合增速”是影响EV成长性（ROEV）的最核心指标。



# 2.1.寿险行业的分析框架一（EV框架）

➤ 2011-2020年，平安、国寿、太保、新华的NBV年均复合增速分别为12.8%、12.5%、11.5%、8.6%。平安 > 国寿 > 太保 > 新华。

图20：保险公司的ROEV

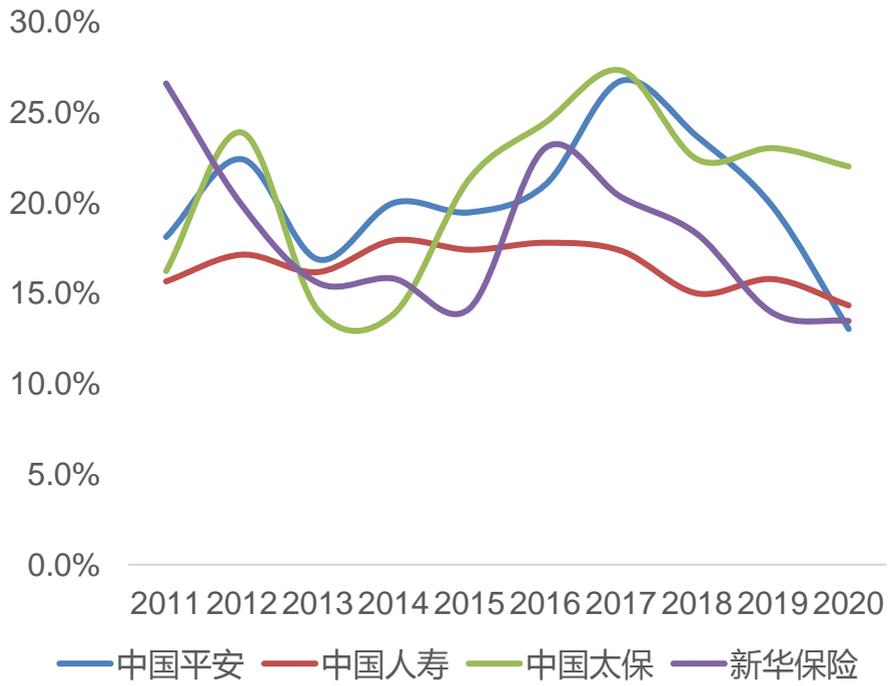
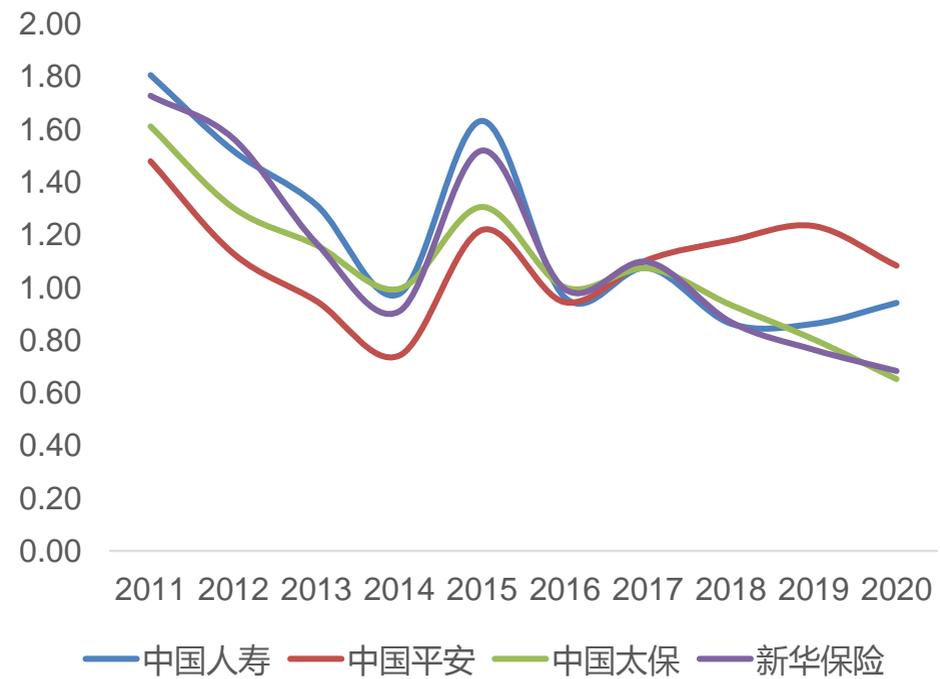


图21：保险股A股的动态PEV（倍）



资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所

## 2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

定义：投资资产规模为A、资产端的投资收益率为I、负债规模为L、负债成本为R、股东权益规模为E。

理论基础：税前利润 = 净资产 × 投资收益率 + 负债对应的投资资产 × (投资收益率 - 负债成本) ”

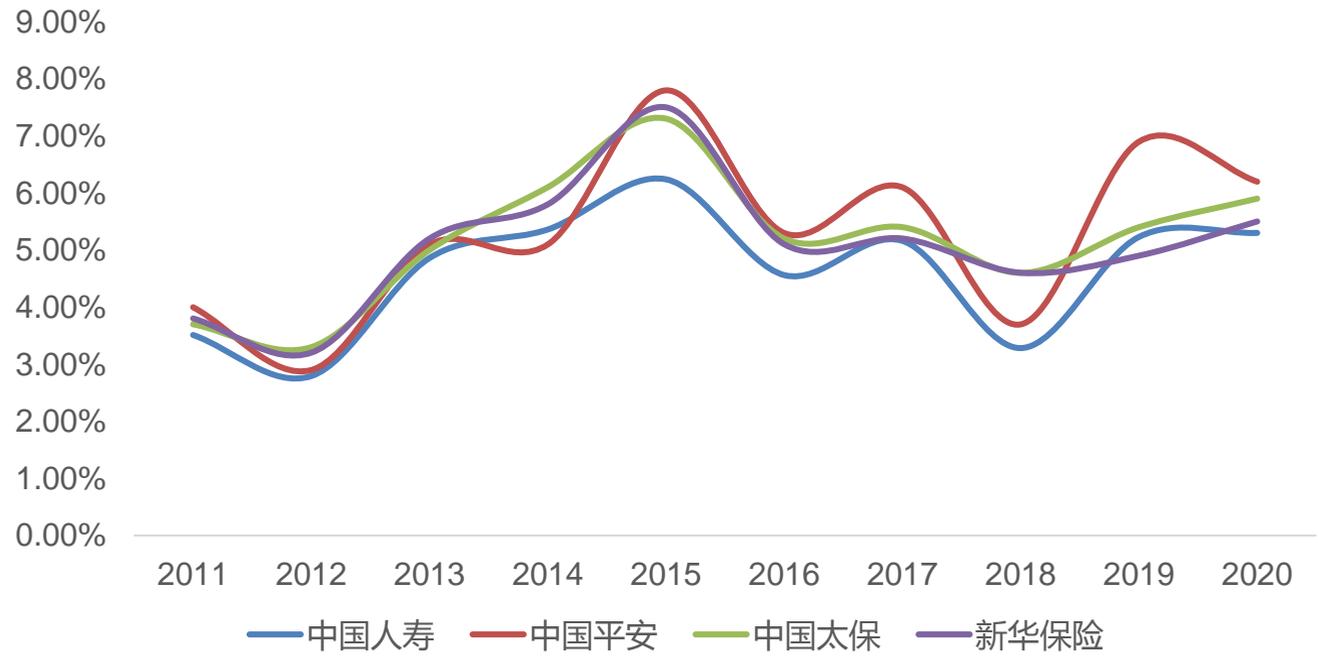
推导得出，税前ROE =  $I + (A/E - 1) \times (I - R)$ 。

- 投资收益率 I：投资能力。
- 负债成本 R：销售能力 + 运营能力，即产品定价、保单结构、费用水平、赔付水平。
- 杠杆倍数 A/E：销售能力。

## 2.1. 寿险行业的分析框架二（ROE框架）

- 2011-2020年，平安、国寿、太保、新华的年均总投资收益率分别为5.31%、4.63%、5.19%、5.08%。另外，平安、太保的投资收益率的稳定性明显更强。

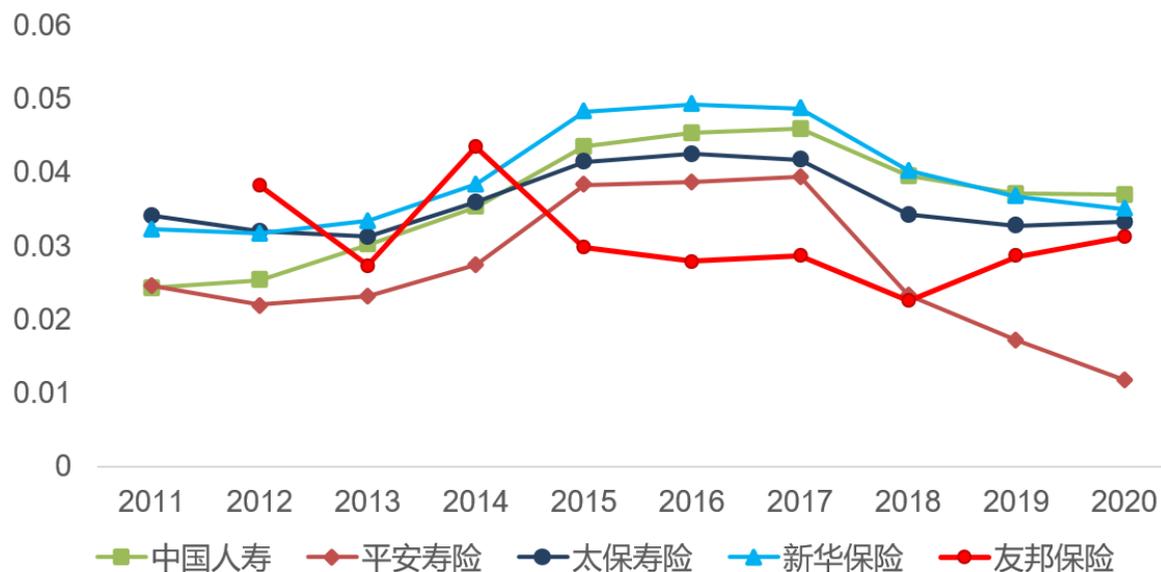
图22：保险公司的总投资收益率



## 2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

- 2009-2020年，平安、国寿、太保、新华、友邦的负债成本均值分别为2.7%、3.5%、3.6%、3.9%、3.2%。2020年负债成本（3年平均）分别为1.2%、3.7%、3.3%、3.5%、3.1%。
- 2011-2015年，上市保险公司的负债成本持续上行并于2015年达到顶峰。2016年后，负债成本开始明显向下，并将持续。

图23：保险公司的负债成本



# 2.1.寿险行业的分析框架二（ROE框架）

➤ ROE趋势与PB趋势的方向趋同。

图24：保险公司的ROE

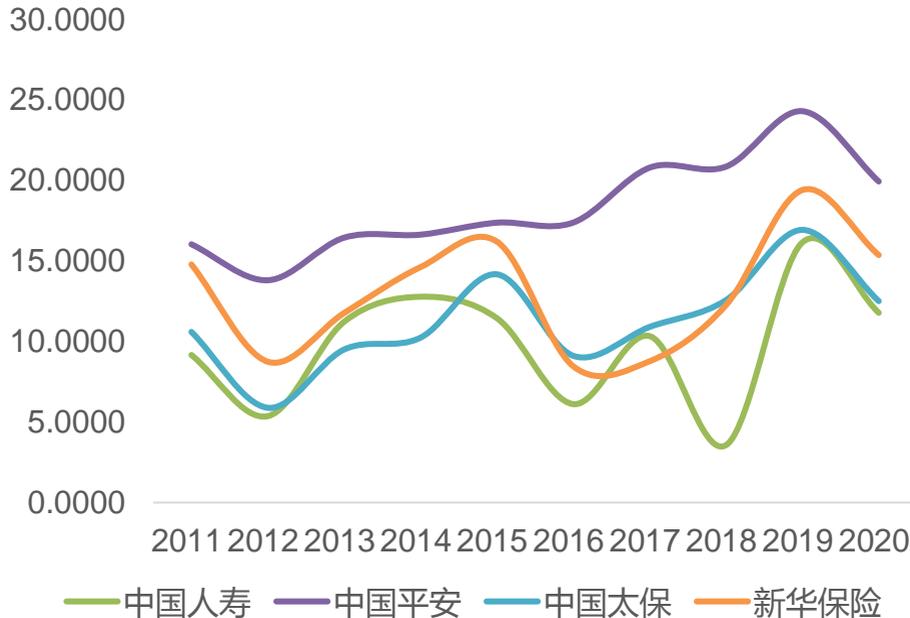
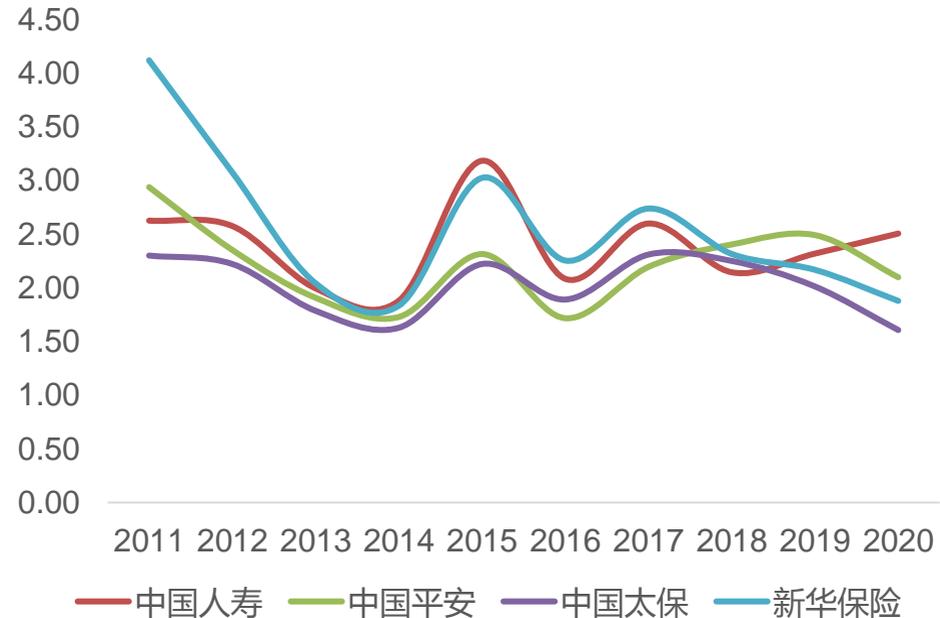


图25：保险股A股的动态PB（倍）

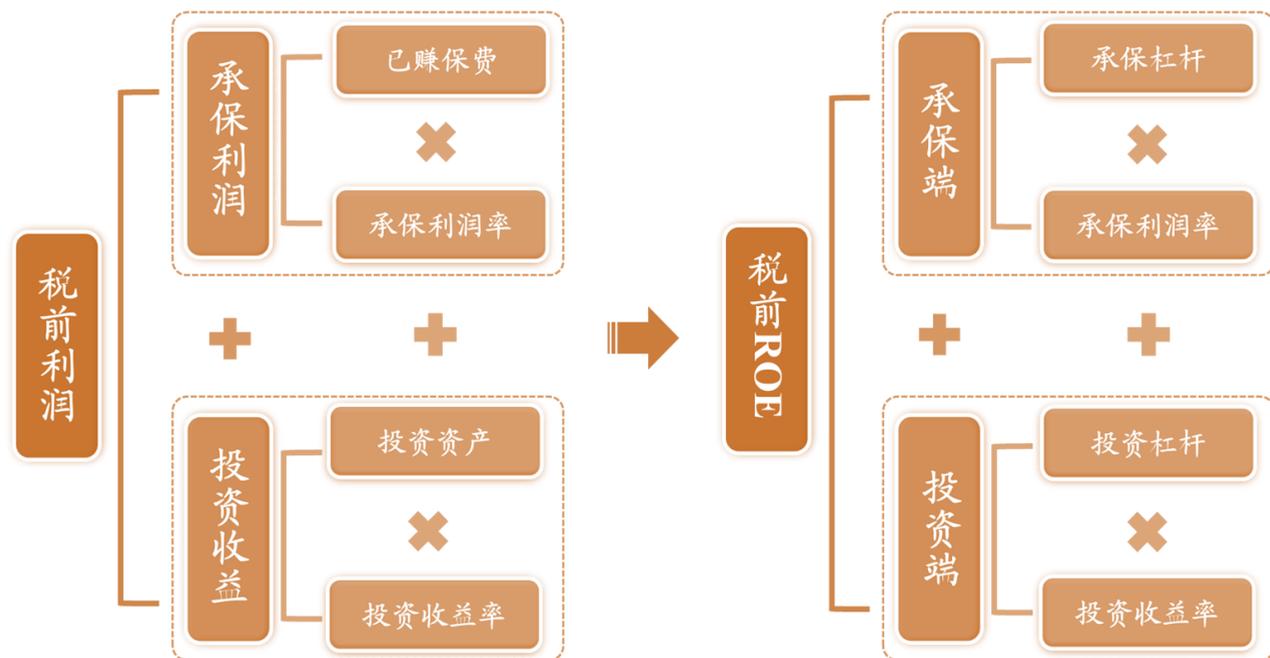


资料来源：公司财报，wind，天风证券研究所

## 2.1.产险公司研究框架

- 承保利润和投资收益是财险公司盈利的两大驱动力。其中：1) 承保利润=已赚保费-赔付支出-费用支出，即已赚保费\*（1-综合成本率）；2) 投资收益=投资资产规模\*投资资产收益率。
- 财险税前ROE=承保利润率\*（已赚保费/净资产）+投资收益率\*（投资资产/净资产），即：财险税前ROE=承保利润率\*承保杠杆+投资资产收益率\*投资杠杆。

图26：产险公司盈利模式



## 2.2. 保险股复盘（因素1：利率）

➤ 利好保险股的利率环境：加息周期前期、降息周期末期。

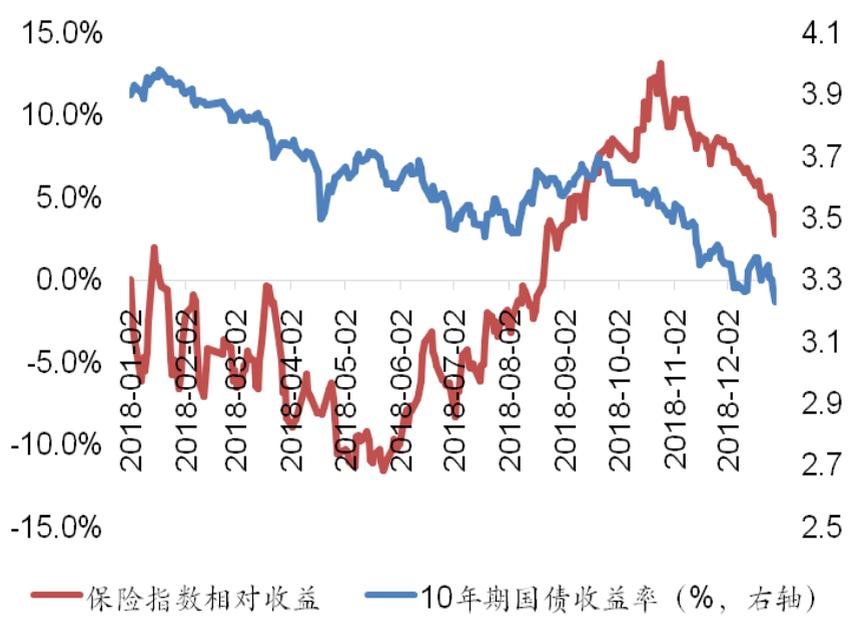
**本质原因：负债久期长于资产久期，负债端成本随利率的调整速度慢于资产端收益。**

➤ 1) 处于震荡期时，利率对保险股基本无影响。2) 利率对保险股的影响存在滞后性：10年期国债收益率突破并站上关键点位。3) 估值低位时，利率下行的影响会“钝化”。

图27：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



图28：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



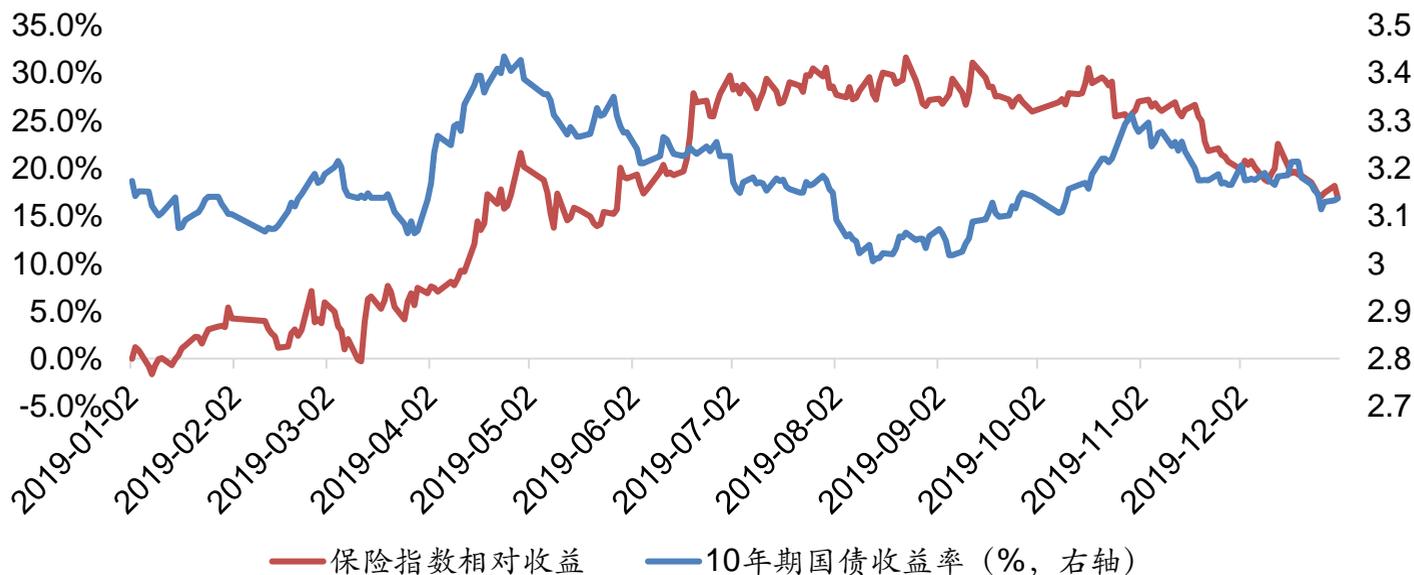
## 2.2. 保险股复盘（因素1：利率）

➤ 利好保险股的利率环境：加息周期前期、降息周期末期。

**本质原因：负债久期长于资产久期，负债端成本随利率的调整速度慢于资产端收益。**

➤ 1) 处于震荡期时，利率对保险股基本无影响。2) 利率对保险股的影响存在滞后性：10年期国债收益率突破并站上关键点位。3) 估值低位时，利率下行的影响会“钝化”。

图29：保险指数的相对收益与10年期国债收益率



## 2.2. 保险股复盘（因素2：新业务价值NBV）

➤ 近三年来，“股价表现排名”与“NBV增速排名”基本趋同。

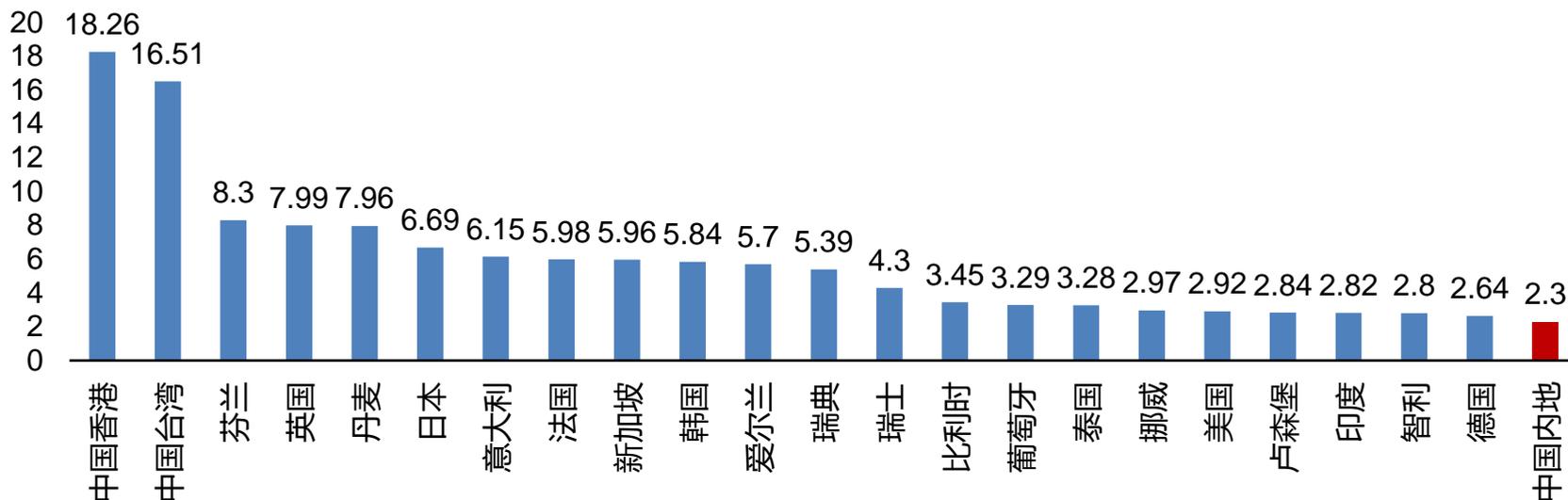
图30：NBV增速与股价表现

	年度相对收益(%)				NBV同比增速			
	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险
2009	11.19	-25.28	37.15		38.22%	27.21%	36.95%	
2010	15.42	-18.36	3.09		31.36%	12.00%	22.00%	
2011	-12.91	9.67	10.32	30.42	8.48%	1.81%	10.07%	-8.04%
2012	25.17	15.46	11.50	-2.64	-5.39%	3.14%	5.15%	-4.31%
2013	0.97	-20.99	-8.20	-12.96	14.13%	2.24%	6.22%	1.53%
2014	30.48	79.03	26.63	66.44	20.94%	9.17%	16.35%	15.96%
2015	-8.02	-21.80	-14.67	0.31	40.39%	35.59%	37.79%	34.79%
2016	11.35	-1.87	11.20	-4.28	32.24%	56.40%	56.46%	36.36%
2017	79.68	5.75	30.35	39.84	32.58%	21.91%	40.34%	15.44%
2018	7.83	-6.61	-4.37	-13.81	7.33%	-17.64%	1.49%	1.23%
2019	19.78	35.97	0.60	-17.95	5.05%	18.56%	-9.30%	-19.91%
2020	-22.56	-15.05	-21.49	-6.33	-34.72%	-0.55%	-27.47%	-10.50%

## 2.3.行业发展展望:长期视角——人身险行业的空间有多大? 传统指标

- 2019年中国内地寿险深度为2.3%，显著低于全球平均水平。2.3%的寿险深度仅相当于美国1985年、欧洲1992年、日本70年代的水平。
- 国际经验显示，“人均GDP1万美元”是发达国家寿险业发展进入到快车道的一个标志性节点。2019年我国人均GDP首次突破1万美元。
- 但传统的“寿险深度”（即“寿险保费/GDP”）存在着较大的局限性，因此我们对其进行了改良。

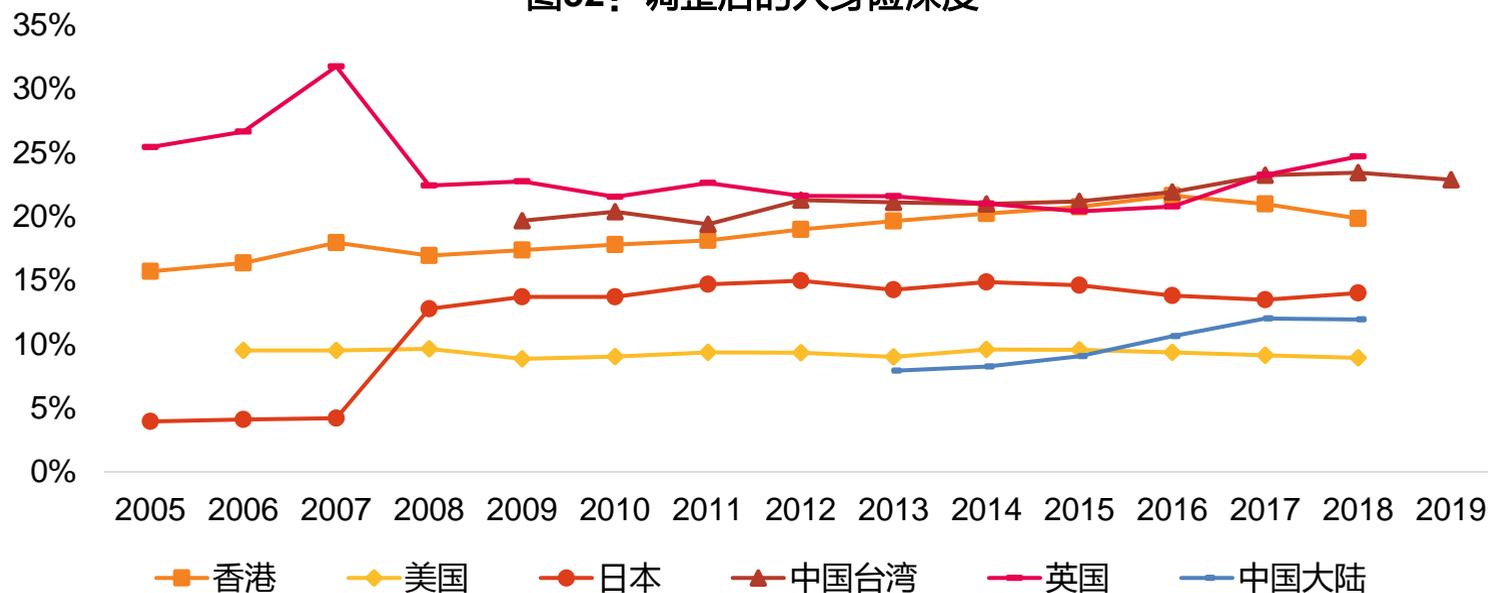
图31：2019年全球寿险深度（单位：%）



## 2.3.行业发展展望:长期视角——人身险行业的空间有多大? 创新指标

- 我们引入了“调整后的人身险深度”，能更准确地衡量人身险行业的渗透率。
- 调整后的人身险深度 = (人身险保费 + 社保自付金额) / 居民可支配收入。1) 加入“社保自付金额”能更全面地体现出不同社保体系下的居民的人身险支出水平。2) 用“居民可支配收入”代替GDP，更能匹配人身险 to C 的“消费 + 理财”特征。
- “调整后的人身险深度”（2018年）：英国（25%）>中国台湾（23%）>中国香港（20%）>日本（14%）> 中国内地（12%）>美国（9%）。

图32：调整后的人身险深度



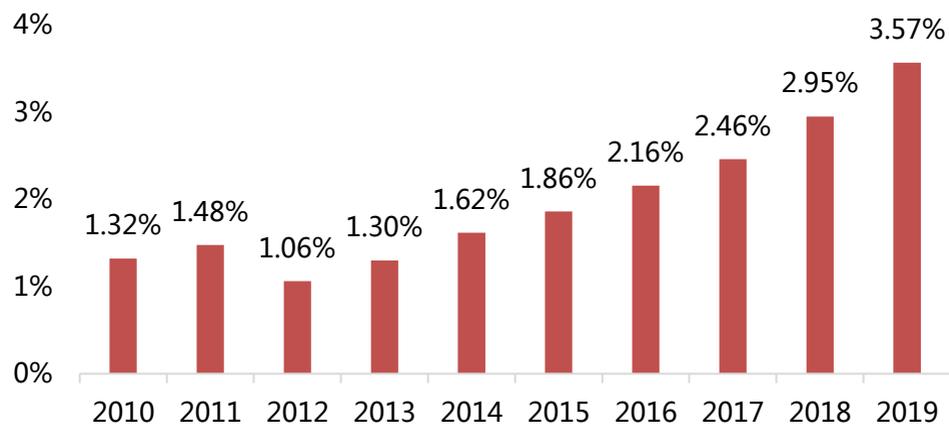
## 2.3.行业发展展望:长期视角——居民健康保障缺口较大

- 个人卫生费用负担重的困局有待商业健康险来破解。社会基本医疗保险，往往对重大疾病的保障力度相对有限，对于恶性肿瘤等高费用疾病，由于先进药品和治疗方式纳入医保往往存在一定的时滞，患者的个人支付压力依然存在。根据《2019年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，全国职工医疗保险的住院医保实际报销比例为75.6%，个人支付24.4%；而城乡居民的住院医保实际报销比例仅为59.7%，个人自付占比40.3%。
- 我国商业健康险赔付支出占卫生总费用的比例，2011年以来快速上升，2019年达到3.57%，但与成熟市场相比，仍然处于较低水平。

图33：卫生费用构成

指标	2018	2019
卫生总费用（亿元）	59121.9	65195.9
政府卫生支出	16399.1	17428.5
社会卫生支出	25810.8	29278.0
个人卫生现金支出	16912.0	18489.5
卫生总费用构成（%）	100.00	100.00
政府卫生支出	27.74	26.73
社会卫生支出	43.66	44.91
个人卫生现金支出	28.61	28.36
卫生总费用占GDP（%）	6.43	6.58
人均卫生费用（元）	4237.0	4656.7

图34：商业健康险赔付支出占卫生总费用比例



## 2.3.行业发展展望:长期视角——居民保障保障缺口较大

- 人口老龄化加速，养老需求旺盛。“七普”数据显示，60岁以上的人口从10年以前的13.3%提高到了18.7%，65岁以上的人口从8.9%提高到了今天的13.5%。
- 未来趋势：老龄化将加速，根据全国政协委员郑秉文第四届金麒麟保险高峰论坛的发言，预计60岁的将从18.7%上升到2030年的23.6%，2040年的31.9%，2050年的37.2%。65岁的将从13.5%上升到2030年的17%，2040年的25%，2050年的28%。
- 1962-1970年的生育高峰出生大概2亿多人口，如果按照平均工作年龄60岁来计算，从明年开始到2030年，将有2亿多人口进入到退休状态，进入到养老状态。

图35：中国老年人口占比

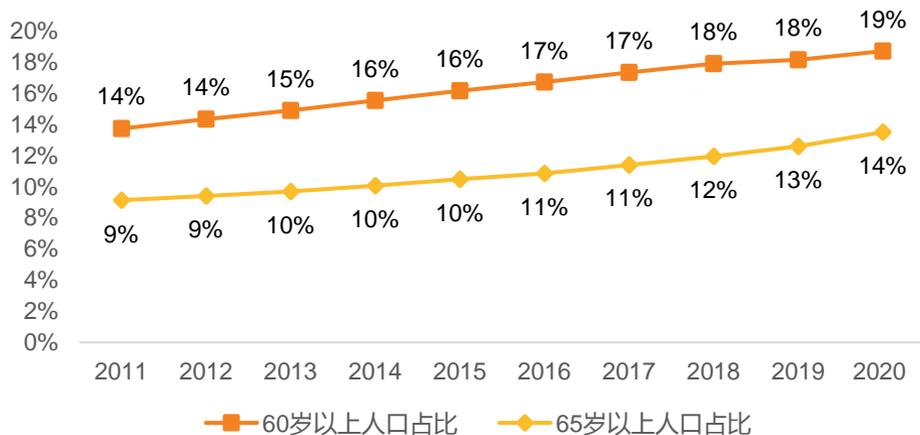
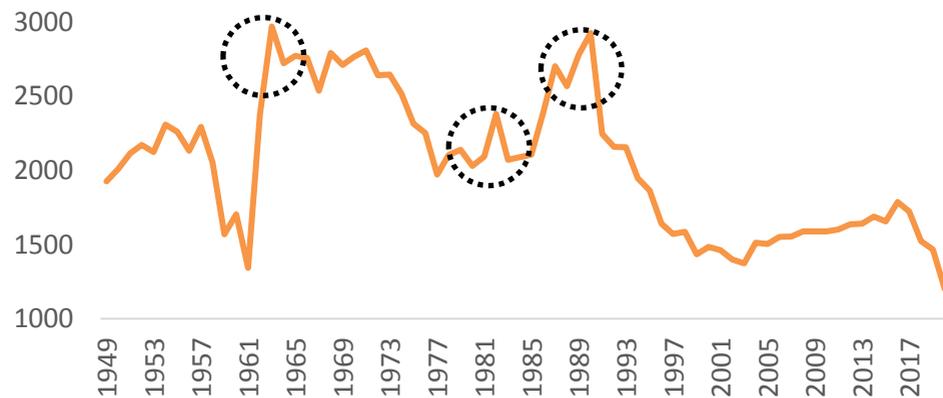


图36：1949-2020中国出生人口(单位：万人)



## 2.3.行业发展展望:中期视角一人身险行业进入“去产能”调整期

- 人身险行业进入“去产能”调整期，“去产能”的定义：
  1. 不符合监管规范的销售行为和组织行为（增员、团队发展行为）在加速出清。
  2. 不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能在加速出清。很多客户购买第一张保单的体验并不好，或者当时服务的代理人已脱落。因此要挖掘存量客户第二张甚至多张保单的需求，难度较高，需要更高的专业度和更优质的服务。
- 居民长期的保障缺口很大，需要具备“先进产能”才可以挖掘这些需求。先进产能包括高素质的代理人，优质、全面的服务。
- 未来行业市场份额会向“先进产能”建设成功的公司集中，长期来看，“去产能”利好于优秀的公司，将会迎来比较大的估值修复。建设先进产能即向友邦学习+向泰康学习。
  1. 向友邦学习：打造战斗力强的绩优队伍。
  2. 向泰康学习：全产业链布局。

## 2.3.行业发展展望:中期视角—未来优秀的公司市场份额会提升

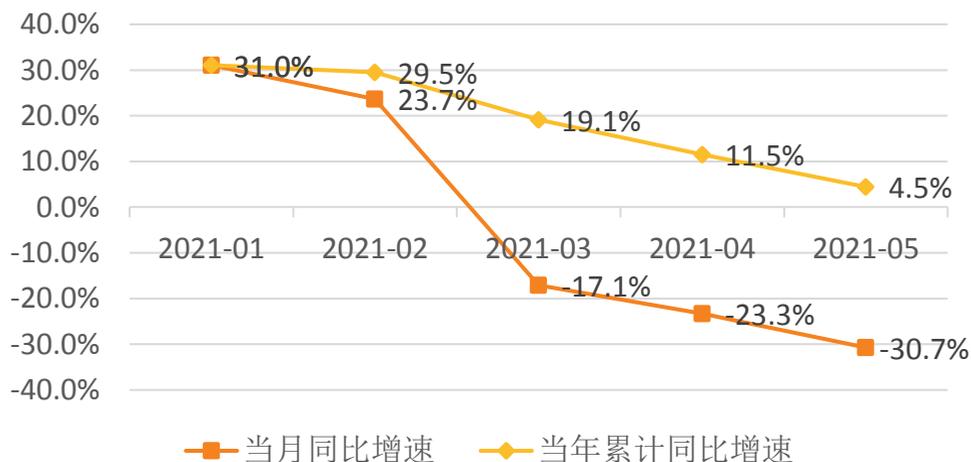
图37：保险公司服务产业链布局

	健康生态布局	养老生态布局	服务+产品的融合
太保	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>布局互联网医疗</b>：中国太保和上海瑞金医院、红衫中国共同打造广慈太保互联网医院，推出首款产品“太医管家”，满足全家人的一站式个性化医疗健康需求，打通“医、药、险”闭环生态。</li> <li><b>布局实体医疗</b>：1) 推进与三级甲等实体医院的线下合作，打通保险支付与客户医院的就诊体验；2) 规划建设康复医院</li> <li><b>设立产业投资基金</b>：成立了太保私募基金管理有限公司，并以管理人和GP身份发起设立太保大健康产业股权投资基金；作为LP与红杉共同发起设立健康产业股权投资基金。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全国7城落地8个养老社区项目，形成太保家园“颐养、乐养、康养”三位一体的全龄覆盖的服务体系，今年将开业2家</li> </ul>	<p><b>太保蓝本服务体系</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>普惠版：重疾“三专”、120急救补贴、视频医生卡、陪诊服务（后两项邀请好友解锁）</li> <li>专业版：“三专”、120急救补贴、视频医生、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等</li> <li>尊享版：增加高端医疗服务</li> </ul> <p><b>年金险+养老社区入住资格</b></p>
平安	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>平安好医生（互联网医疗服务平台）</b>：在线诊疗、120家互联网医院、“医、药、险”生态闭环</li> <li><b>平安智慧医疗</b>：通过提供公共卫生管理、临床辅助决策、智能影像、慢病管理等方案服务监管部门、赋能医疗机构</li> <li><b>收购方正集团</b>，将拥有线下医疗资源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”</li> <li>探索搭建居家养老服务平台</li> </ul>	<p><b>臻享run服务体系</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>乐享run：日常健康管理、小病门诊协助、大病住院安排、重疾专案管理</li> <li>尊享run：增加运动达标奖励、音视频问诊</li> <li>尊享run plus：增加私人教练、私人营养师、特色体检、陪诊、术后护理等服务</li> </ul> <p><b>年金险+养老社区入住资格</b></p>
友邦中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>自建医疗团队，对接医疗资源</li> <li>和微医合作，提供在线问诊等服务</li> </ul>	/	<p>高端医疗险+高端医疗服务、重疾险+愈从容服务、健康险+健康友行健康管理服务</p>
泰康	<ul style="list-style-type: none"> <li>线下医疗资源：布泰康仙林鼓楼医院、泰康同济（武汉）医院、泰康西南医学中心、泰康前海国际医院、泰康宁波国际医院五大医学中心，战略控股了拜博口腔，投资了知名的神经专科连锁医疗集团三博脑科医院及冬雷脑科医院</li> <li>线上医疗资源：互联网保险企业泰康在线宣布与互联网医疗平台“好大夫在线”达成合作。双方联合打造的医、患、药、险服务体系。</li> </ul>	<p>CCRC养老社区+康复医院目前布局22个核心城市；7地养老社区已经开业，今年内预计还会有4家开业</p>	<p><b>泰康就医绿通服务</b></p> <p><b>年金险+养老社区入住资格</b></p>

## 2.3.行业发展展望:短期视角—3月以来新单保费及NBV下滑

- 1-2月新单保费同比增速整体实现高增长，受益于开门红积极策略、重疾险停售。但3月开始，新单保费增速大幅下滑。
- 根本上的原因为：传统的“增员渠道”营销模式已经进入了深度的调整，产品与服务的供给与客户需求不匹配。短期来看还有以下催化：1) 前期的重疾炒停客观上造成了行业性的一轮客户集中消耗。2) 疫情让原本有配置欲望的客户减少了消费性需求，增加了预防性储蓄性需求。3) 经济的不确定性增大，居民出来创业的意愿降低，保险销售算作创业的一种；4) 监管政策对销售行为的监管趋严。

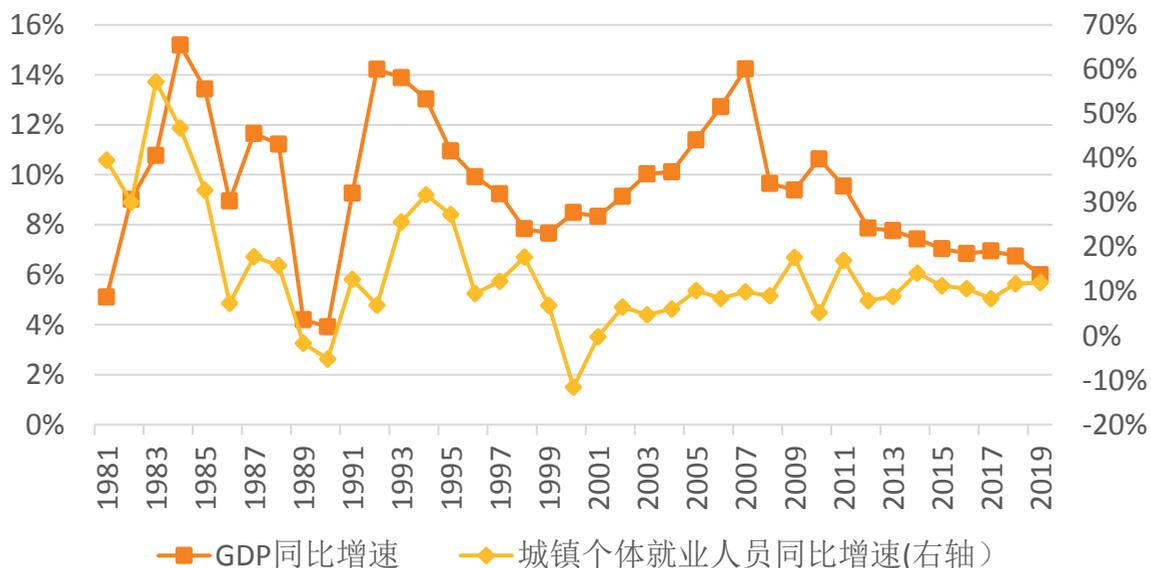
图38：平安寿险个人业务新单保费



## 2.3.行业发展展望:短期视角—3月以来新单保费及NBV下滑

- 从历年数据来看，城镇个体就业人员同比增速与GDP同比增速有一定的相关性。
- 经济向好有助于增强居民信心，才有更多的人愿意出来创业（个体就业），即选择不稳定工作。保险销售是其中的一种，优质增员理应在经济向上的时候更好。

图39：GDP同比增速与城镇个体就业人员同比增速



## 2.3.行业发展展望:短期视角—3月以来新单保费及NBV下滑

- 保单销售跟宏观经济高度相关。1) 保险作为可选消费，受益于经济向好、居民收入预期提升。2) 后疫情时代，“预防性储蓄”的需求加强，所以目前储蓄型保险产品需求好于消费性保险产品。3) 资管新规、非标融资收紧、信用风险上升的大环境下，资产管理行业的资金正在流向两大方向：公募基金与私募基金（权益类净值化产品）；保险资管（不受“打破刚兑”的影响）。

图40：居民季度累计储蓄率

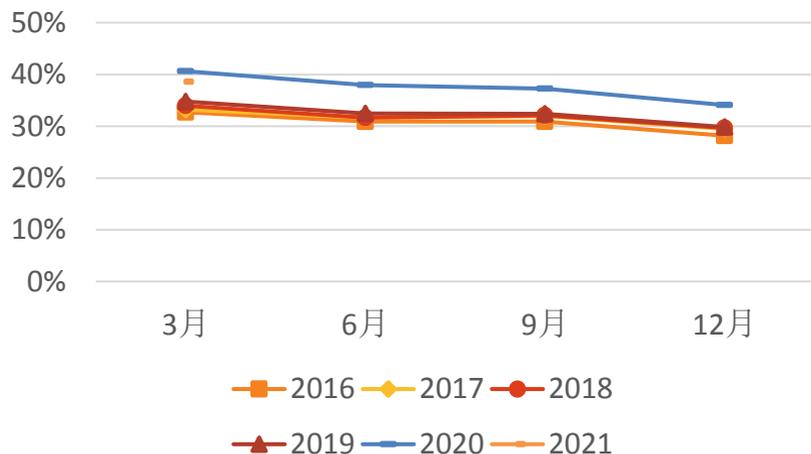
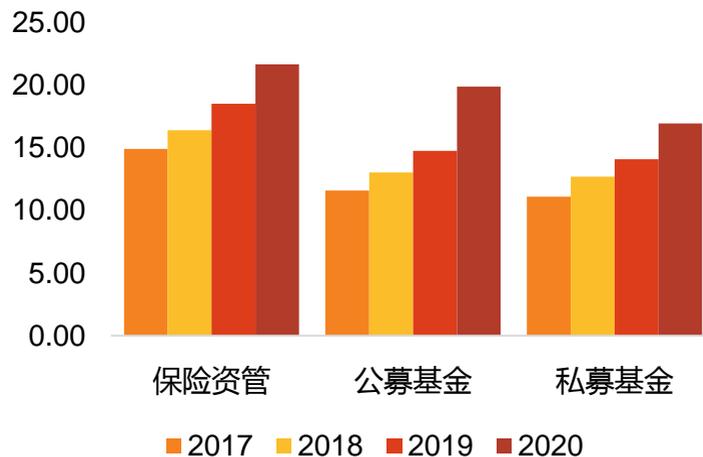


图41：规模提升的资产管理子行业（万亿元）



## 2.3.行业发展展望:短期视角—3月以来新单保费及NBV下滑

### ➤ 销售行为监管趋严

- ❑ 治理销售误导、虚假人力、套取费用等行业旧疾。
- ✓ 2021年4月8日《关于深入开展人身保险市场乱象治理专项工作的通知》直指人身险销售误导、虚假材料、套取费用等典型市场问题。围绕销售行为（虚假宣传、捆绑销售、误导消费者等）、人员管理（虚增人力）、数据真实性（虚列费用、虚挂人头套取资金）、内部控制等方面。
- ✓ “双录”全国推进的进程加快。银保监会6月发布《保险销售行为可回溯管理办法（征求意见稿）》，与此前对于60岁以上投保人需要录音录像相比，取消了60岁以上的年龄限制，保险机构销售人员在面对面销售相关人身险产品时，都要进行“双录”。
- ✓ 一季度保险消费投诉激增130%，大型保险公司受退保和投诉困扰（自保件退保），保险销售管理办法酝酿年内推出。
- ❑ 摸底代理人佣金设计，代理人制度建设或迎新规。3月22日，银保监会向人身险公司印发《关于提供佣金制度有关材料的函》，对人身险行业的佣金制度进行摸底调查。调查主要内容包括：营销队伍组织架构情况、营销员佣金分配机制、代理人渠道近十年相关指标情况、代理人渠道当前存在的主要问题、对改革人身保险业佣金制度的意见建议（比如减少营销队伍层级、调控间接佣金占比、跟单披露佣金率、建立佣金递延发放制度、建立营销员分级制度等）等。
- ❑ 鼓励保险公司建立独立代理人制度。2021年1月1日起实施《保险代理人监管规定》，《规定》提出了“独立个人保险代理人”的概念。

## 2.3.行业发展展望:后续预期

- 我们判断，寿险行业“去产能”还要经历1-2年时间，即持续到明年年底，2023年开始或有改善。不合格的代理人将被淘汰，我们预计届时行业代理人数量将为2017-2018年数量的50%-60%。
- 对友邦和太保而言，我们预计走出低谷的时间将更短，明年2月或将开始走出低谷。
- 未上市的保险公司承压加剧，长期利好友邦、太保、平安。

# 2.4上市公司对比：内含价值及ROEV

- 2011-2020年，平安集团、太保集团、平安寿险、太保寿险、中国人寿，新华保险的EV复合增长分别为21%、17%、21%、19%、16%、19%；ROEV均值为20%、21%、25%、21%、16%、18%，平安、太保优于其他公司。2020年受投资负偏差及NBV贡献下降影响，平安集团的EV增长下滑至11%。
- 2018年来，受NBV同比增速放缓影响，EV同比增速及ROEV的中枢下移。

图42: EV同比增速对比

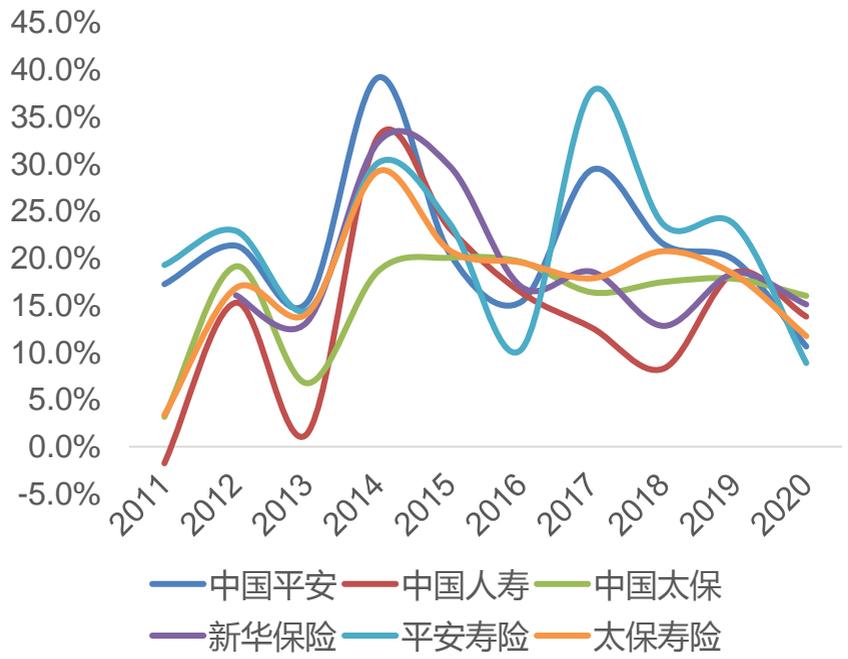
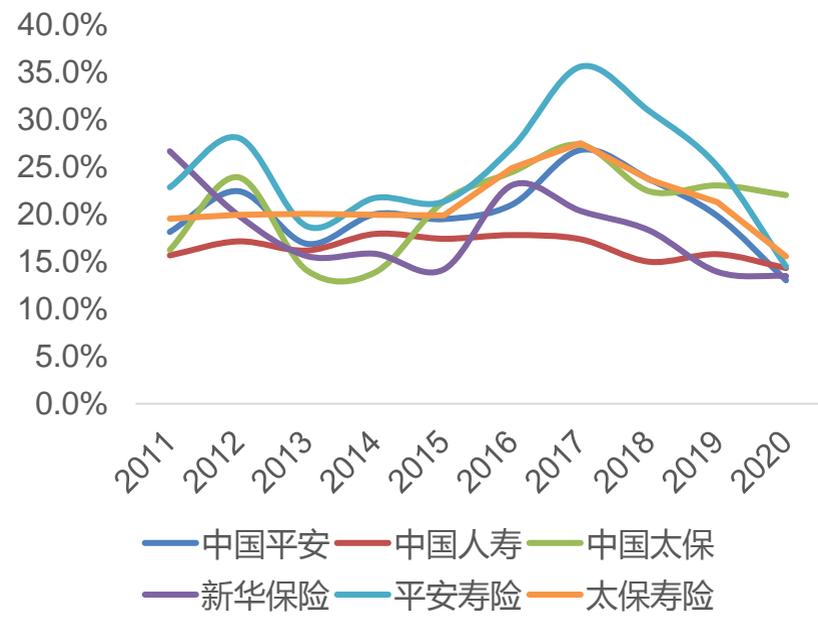


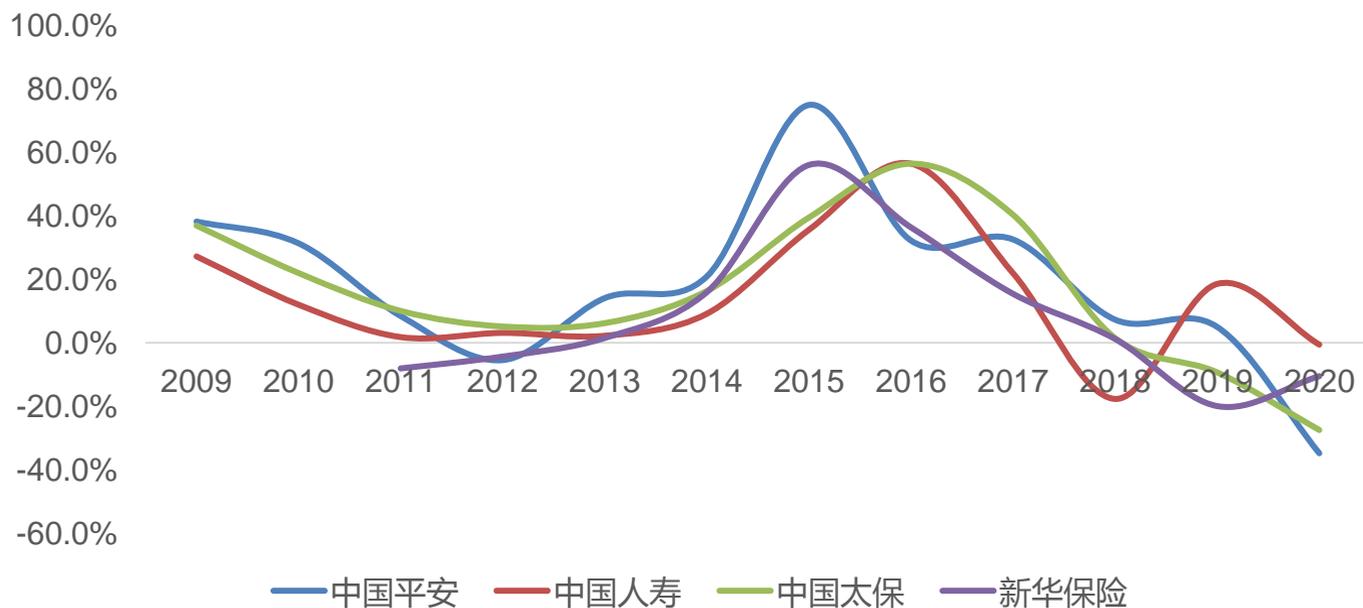
图43: ROEV对比



## 2.4上市公司对比：内含价值及NBV

- 2011-2020年，平安寿险、太保寿险、中国人寿、新华保险的NBV复合增长分别为13%、11%、13%、9%。平安、太保优于其他公司。
- 2020年受疫情影响，保险公司NBV增速大幅下滑，平安寿险、太保寿险、中国人寿、新华保险的NBV分别同比-35%、-27%、-1%、-11%。
- 2018年来NBV同比增速放缓主要受新单保费增速放缓影响。

图44：NBV同比增速对比



## 2.4上市公司对比：新单保费及NBV margin

- 长期保障型产品占比提升使得各公司价值率持续提升，但维持高margin难度较大。
- 2018年开始新单保费同比增速放缓主要受134号文监管（影响年金险销售）以及“增员驱动”模式趋弱的影响。

图45：NBV margin对比

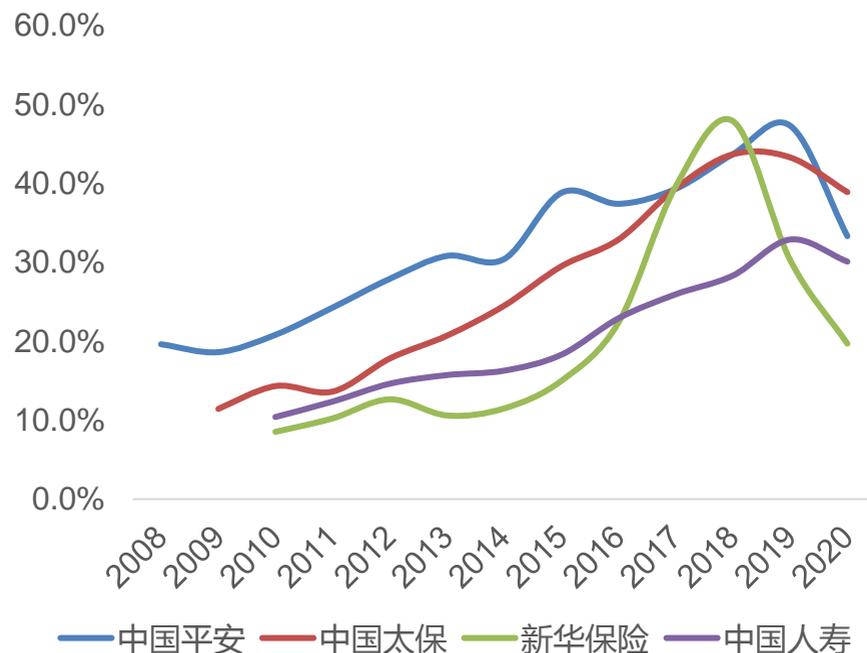
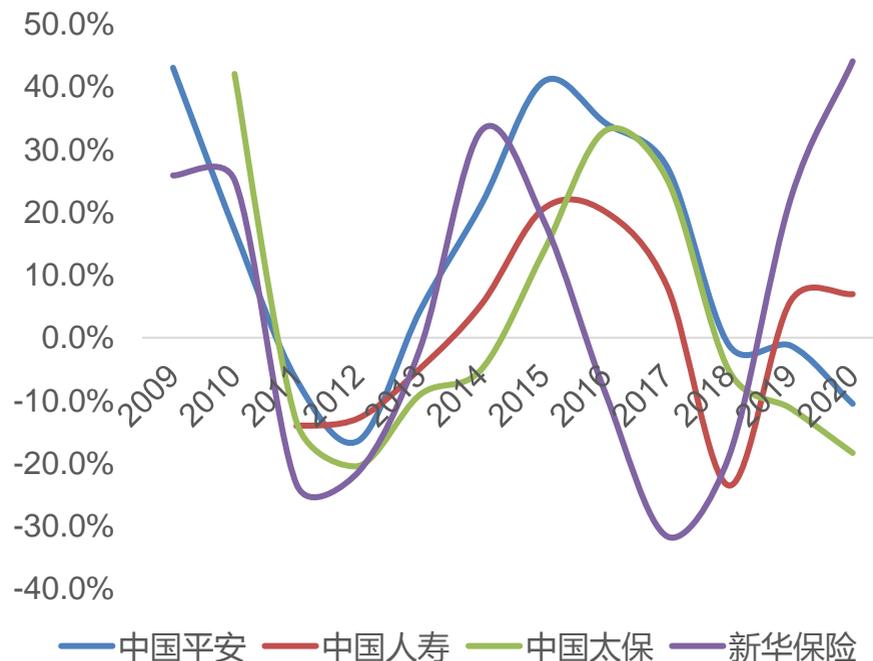


图46：新单保费同比增速对比



## 2.4上市公司对比：代理人规模及产能

- 自2015年代理人资格考试取消以来，代理人规模快速扩张拉动新单保费增长。2018年开始，平安、太保代理人处于调整阶段，脱落>增员使得代理人规模下滑。
- “大增大脱”的人海战术已难以为继，人口红利消失，寿险公司的代理人规模或难以重现类似2015-2017年的高速增长。大型公司的业务增长由代理人规模驱动正向质量驱动转变，即优质增员、结构优化、存量提升。目前平安代理人的产能高于其他公司。

图47：代理人规模对比（万）

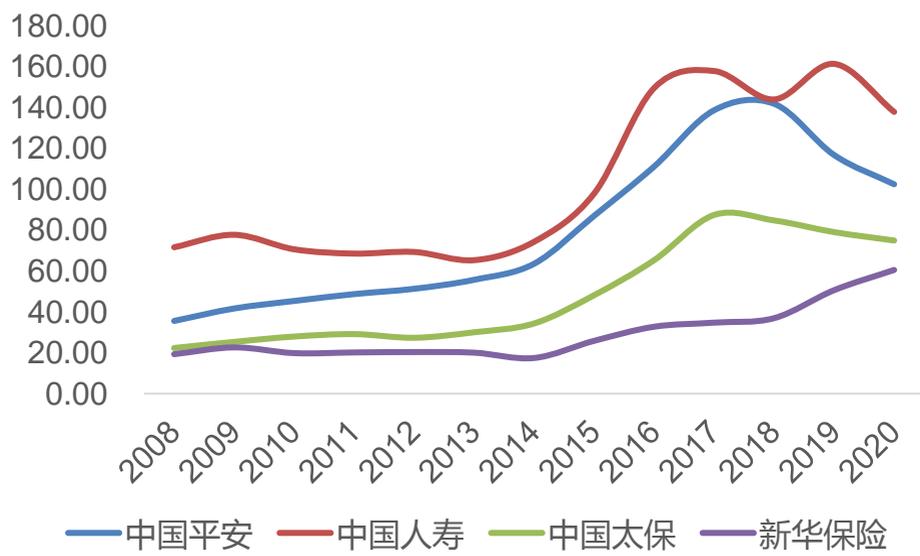
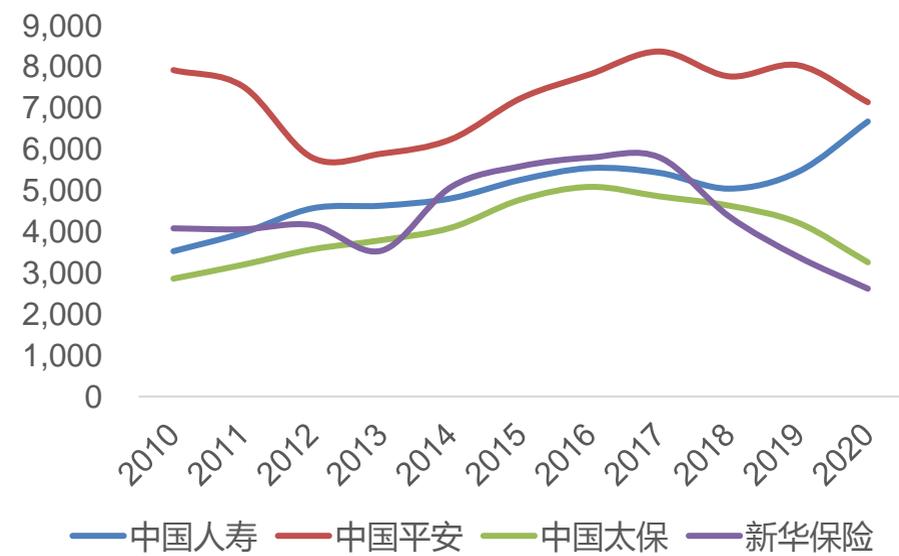


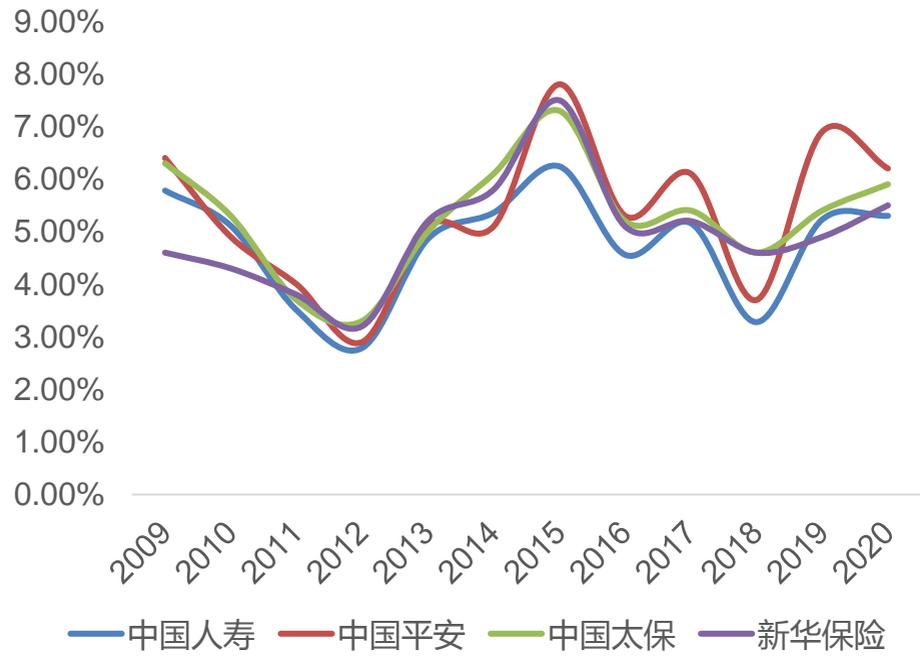
图48：代理人产能对比（人均首年保费/元）



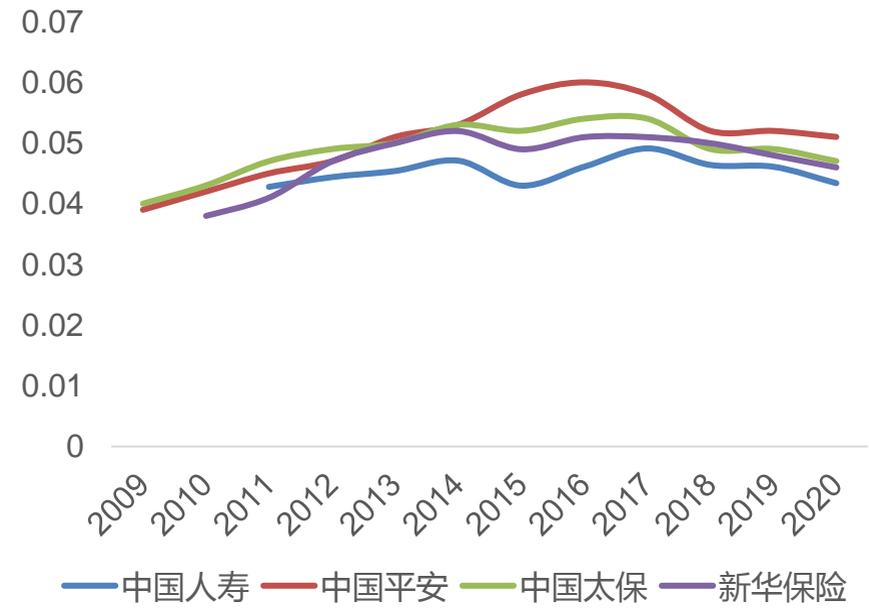
# 2.4上市公司对比：投资收益率

上市公司总投资收益率与权益市场涨跌相关性较高，净投资收益率稳定性强；平安2015年来净投资收益率优于其他公司。

图：总投资收益率对比



图：净投资收益率对比



## 风险提示：

- 1) 资本市场大幅波动：非银股的  $\beta$  属性较强，受市场波动的影响较大。
- 2) 长端利率下行超预期：如果长端利率超预期快速下行，则保险公司再投资资产将面临配置压力，且负债端的准备金计提超预期，将抑制保险公司估值。
- 3) 保险公司负债端改善慢于预期：如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下