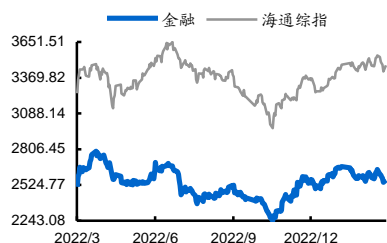


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《周报：2 月社融数据超预期，期限错配  
硅谷银行破产》2023.03.13

《硅谷金融集团流动性危机简评——  
MBS 市场为关键》2023.03.12

《2 月社融数据点评：居民短期贷款回暖，  
社融信贷再超预期》2023.03.12

分析师：涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@haitong.com

证书:S0850510120001

分析师：孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师：林加力

Tel:(021)23154395

Email:lj12245@haitong.com

证书:S0850518120003

分析师：谢盐

Tel:(021)23219436

Email:xiey@haitong.com

证书:S0850511010019

## “中特估值”探究系列 3—大金融产业链

投资要点：

- **国有大行 VS 海外银行：基础更好，估值更低。**我们可以发现，国有大行通过中国特色社会主义特色经营的方式，积极承担一定的社会责任，从而使得经济体能够长期健康发展，进而使得银行有可持续经营的环境，实现了和实体经济的共赢。尽管国有大行维持牺牲了一定的市场化程度作为代价，但从最后结果来看，国有大行净资产更扎实，ROE 水平更稳定，成本收入比更低，更合规，并且其利润增速也超过了疫情前的利润增速，再加上较低的估值，我们认为国有大行的估值有望大幅改善。
- **保险行业以央国企为主，看好优质国资险企获得更充分估值溢价。**1) A 股保险行业不论是从数量还是市值来看，央国企背景保险公司都占据绝对优势地位。2) 2020 年以来险企估值持续走低主要受短期压力影响，以国寿为代表的负债端优势企业已经在 A 股实现估值提升，但在港股市场上却未能充分反馈。3) 对比海外险企，国资险企的较高的 ROE 水平可以支撑更高的估值，同时基于中国保险市场未来增长潜力，国资险企的真实价值仍未得到完全体现。4) 保险行业当前已处于逐步复苏阶段，长端利率上行和销售环境转暖有望带来估值上修，同时在行业未来增长的关键领域，国资险企具备自身优势与主观能动性，优质的国资险企理应获得更充分的估值溢价。
- **头部券商存在价值低估，行业差异化竞争下百花齐放。**2014 年以来境内券商 ROE 水平与美国相近，高于日本，但国内国企/央企券商的估值却低于美国传统投行及日本券商，同时也低于国内互联网金融公司及民企中小券商。我们认为券商 ROE 与估值水平相关性较强，较高的 ROE 并没有给国内头部央企、国企券商带来估值溢价，可能是由于国内投资者选股更偏好成长及主题性的机会，而头部券商由于业务综合性较强，各项业务均有不错表现，反而难以体现其核心优势。考虑到行业景气度较高，多层次资本市场建设进一步打开券商盈利空间，头部券商的马太效应依然很强，估值有进一步提升的空间。同时差异化竞争下百花齐放，特色优质中小券商及成长性较强的互金公司仍能享有  $\alpha$ 。
- **中国特色的房地产估值体系，更多的是要关注企业发展、股东回报和社会效应三者之间的均衡关系。**1) 从传统公司估值角度，重构中国特色房地产行业的估值。我们认为不能简单将房地产当前业绩与估值完全挂钩，而应该更多关注房地产企业业务发展的未来可持续性和与时代发展的可共生性。满足以上要求的企业长期看会获得更好的资金和土地渠道，从而在持续经营上具有突出优势。该类房地产企业理应获得更高的市场估值。2) 租赁制度红利下，租赁资产价值不应该被忽视。我们认为，近年来租赁政策红利不断加大，对从事各类型轻重长租类的房企将产生不同程度的利好。市场目前并没有在估值中给该类型业务更高估值水平。造成以上问题的原因是如果完全按照利润贡献看，以上业务的利润回报周期较长。但是，伴随目前相关配套政策的出台，以及长租业务对于社会居住市场多元性发展的积极意义，我们认为被低估的长租类资产价值应该要重新认知。3) 房地产新模式下，多元化发展方向值得重视。我们认为，房地产行业发展新模式的提出是在看到自身发展特点的基础上走适合自身道路的创新要求。开发商产业链多元化是其中方向之一。商业、文旅、物流地产、跨产业经营会成为更多企业方向选择。具备获取更多资源能力的开发商，在多元化转型中将具备更强适应能力和生存空间。相关公司在未来发展中将具备更好估值能力。

- **风险提示：金融风险系统性爆发；国企改革低于预期。**

## 目 录

1. 中国特色的银行行业的估值研究 .....	5
2. 中国特色的保险行业估值研究 .....	8
2.1 A股保险行业主要以央国企为主 .....	8
2.2 近年来保险股估值承压，板块内部明显分化 .....	8
2.3 海外对比：国资险企的真实价值仍未完全体现 .....	11
2.4 板块估值修复向上，优势险企理应兼有 $\alpha$ 和 $\beta$ .....	12
2.4.1 长端利率向上叠加负债端改善，估值回升指日可待 .....	12
2.4.2 改革转型成效逐步显现，重塑行业长期增长动能 .....	13
3. 中国特色的券商行业估值研究 .....	14
3.1 头部券商存在价值低估 .....	14
3.2 券商估值体系的演变 .....	16
3.2.1 由 P/E 估值到 P/B 估值 .....	16
3.2.2 $\beta$ 属性弱化， $\alpha$ 属性凸显 .....	17
3.3 行业发展空间大，差异化竞争百花齐放 .....	17
4. 中国特色的房地产行业估值研究 .....	18
4.1 从传统公司估值角度，重构中国特色房地产行业的估值 .....	18
4.2 租赁制度红利下，租赁资产价值不应该被忽视 .....	20
4.3 房地产新模式下，多元化发展方向值得重视 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图目录

图 1	2021 年无形资产以及商誉占总资产的比例.....	5
图 2	2021 年无形资产以及商誉占净资产的比例.....	6
图 3	四大行与海外知名银行 ROE（摊薄）对比（%）.....	6
图 4	不同国家和地区的银行的成本收入比（%）.....	7
图 5	四大行和海外知名银行的 PB 对比（倍）.....	8
图 6	A 股保险行业估值（PEV）水平持续走低.....	9
图 7	2022 年下半年以来中国人寿 PEV 估值水平明显高于同业（倍）.....	9
图 8	寿险公司 2009-2021 年新业务价值增速.....	10
图 9	H 股央企保险公司估值（PEV）较友邦、平安折价明显.....	10
图 10	财险公司 PB 估值在不断降低（倍）.....	11
图 11	2021-2022 年十年期国债到期收益率走势（%）.....	13
图 12	2022 年前三季度上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速.....	13
图 13	40 家上市券商总市值（按企业性质，亿元）.....	14
图 14	各类型上市券商家数（家）.....	14
图 15	2013-2021 年境内券商杠杆率及 ROE 对比.....	15
图 16	2013-2017 年美国 FINRA 注册经纪商杠杆率及 ROE.....	15
图 17	境内外头部券商/投行 2014-2021 年 ROE.....	16
图 18	境内券商佣金率及经纪收入变化.....	16
图 19	券商业务转型调整.....	17
图 20	房地产投资的主要估值方法.....	19
图 21	房地产持续经营公司的估值方法.....	20
图 22	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》.....	21
图 23	处理好房地产业的“四大关系”到建立多层次住房体系.....	22
图 24	行业增速瓶颈迫使开发商产业链多元化.....	23

## 表目录

表 1	2013-2021 四大行与海外知名银行的利润增速对比 (%)	7
表 2	A 股上市险企主要以央国企为主	8
表 3	美国和欧洲市场险企估值方法对比	11
表 4	近十年国资险企与海外险企 ROE 水平对比	12
表 5	近十年国资险企与海外险企 PB 水平对比	12
表 6	境内券商估值水平 (倍)	15
表 7	国外上市投行/资管公司/互联网金融公司估值	15
表 8	近期关于房地产租赁制度建设的相关会议和文件	20
表 9	十七大-二十大会议有关地产相关的内容	22

## 1. 中国特色的银行行业的估值研究

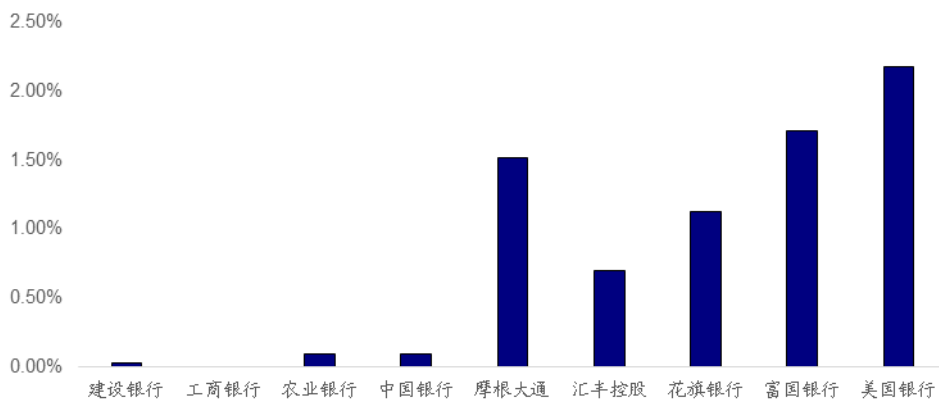
我们认为，国有大行 VS 海外银行：基础更好，估值更低。

国有大行在承担社会责任中受益于实体经济的发展。2022 年 12 月，6 家国有大行的信贷投放余额约为 925000 亿元，占有金融机构贷款余额的比例约为 43%，是主要组成部分，因此国有大行免不了要承担一定的社会责任。我们认为国有大行虽然承担了一部分的社会责任，但这并不代表国有大行在无止境的让利实体经济。我们认为大行承担部分社会责任和助力实体经济的长期发展是相辅相成的。以疫情为例，2020-2022 年有许多的企业因为疫情的原因受到较大的冲击，国有大行通过延期还本付息等方式支持实体经济，尽管短期银行的利益受到一定的损失，但从长期来看，这有助于更多有活力的企业渡过难关。而从近年来的利润增速来看，国有大行在疫情后的利润增速反而比疫情前的利润增速要更高了，这更加证明了承担一定的社会责任并不意味着银行的效益下降。

而许多投资者还是认为国有银行和海外银行相比，不够市场化，但我们认为中国特色社会主义运营下的国有大行反而和海外知名银行相比有许多优点：

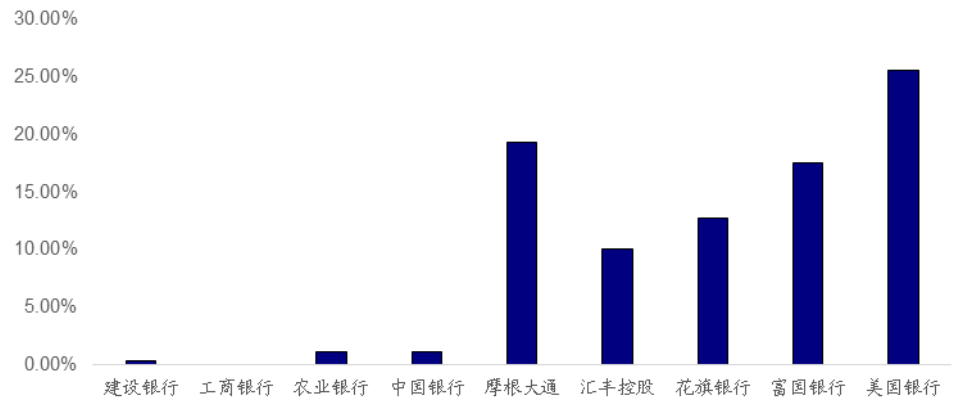
国有大行和海外知名银行相比净资产更加扎实。外资银行的发展过程中出现了较多的并购现象，因此其产生了不小的商誉。而国有银行在经营的过程中，更多的是以自身发展来促进规模提升，净资产更为扎实。2021 年四大行的无形资产以及商誉占总资产的比例最高仅仅为中国银行的 0.1%，占净资产的比例为农业银行的 1.15%。而海外的代表性的 5 家银行中，占比最低的汇丰控股，其商誉和无形资产占总资产的比例也高达 0.7%，占净资产的比例为 10.06%，远远高于国有大行。而美国银行其无形资产和商誉的占净资产的比例更是超过 26%。除此之外，我国针对房地产的会计准则也和美国不同，这也导致了净资产的差异。我国针对房地产资产的会计准则更多的将其计入固定资产，不考虑公允价值带来的变动，而海外则会考虑房地产公允价值的变动。考虑到这些年来我国房地产的上行趋势，银行持有的房地产实际价值都大幅超过了账面价值，但没有在会计上得到体现，因此中资银行的实际账面净资产要高于会计上的净资产数据。综上结合商誉以及会计准则的不同，我们认为国有大行的净资产和海外代表性银行相比是更扎实的。

图1 2021 年无形资产以及商誉占总资产的比例



资料来源：Wind，海通证券研究所

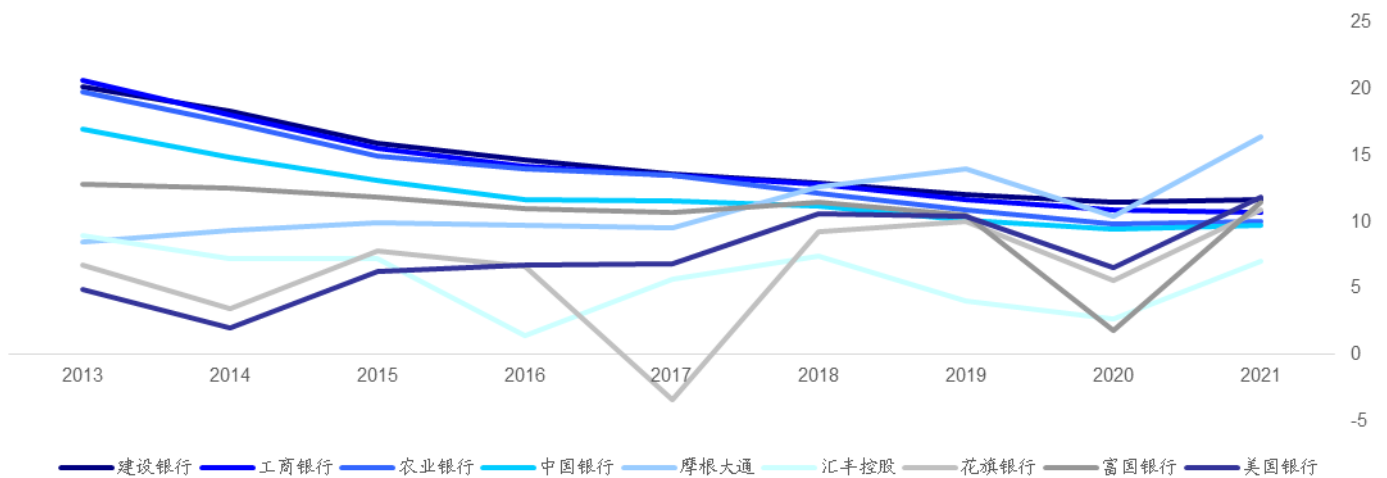
图2 2021 年无形资产以及商誉占净资产的比例



资料来源：Wind，海通证券研究所

国有大行的 ROE 水平相对较高，且更稳定，同时国有大行的净利润增速也更加稳定。国有大行的 ROE 的稳定性要大幅好于海外银行，且整体的 ROE 水平是要高于海外银行的，除此之外，“资本新规”征求意见稿的使得我国银行杠杆倍数有望继续提升，使得 ROE 进一步提高。海外一些银行的 ROA/ROE 于 2018 年显著改善，主要受到三个因素的影响。首先，4Q17 税法改革造成了低基数；其次，时任美国总统特朗普放松对所有资产规模低于 2500 亿美元的银行的监管，使美国银行业业务发展加快；最后，美联储重启加息周期，使得海外银行的 ROE 得到了提升。考虑到加息周期的不可持续性，我们认为海外银行的高 ROE 不可持续。除此之外，从利润增速角度来看，四大行的稳定性也好于海外知名银行，四大行绝大部分时间利润均保持着正增长，而海外银行利润的波动性普遍较大。

图3 四大行与海外知名银行 ROE（摊薄）对比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所



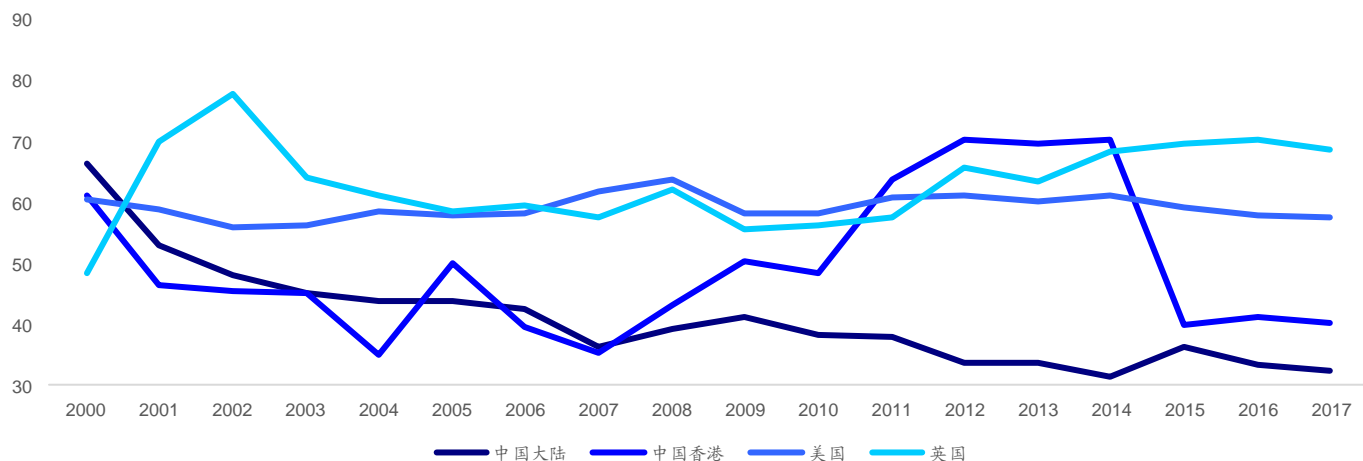
表 1 2013-2021 四大行与海外知名银行的利润增速对比 (%)

	建设银行	工商银行	农业银行	中国银行	摩根大通	汇丰控股	花旗银行	富国银行	美国银行
2021	11.61	10.27	11.7	12.28	65.92	166.15	98.71	538.08	78.71
2020	1.62	1.18	1.8	2.92	-20.04	-29.18	-43.06	-83.26	-34.76
2019	4.74	4.89	4.59	4.06	12.19	-46.22	7.51	-12.7	-2.55
2018	5.11	4.06	5.09	4.45	32.87	27.13	365.45	0.95	54.38
2017	4.67	2.8	4.9	4.76	-1.18	335.58	-145.59	1.12	2.3
2016	1.45	0.4	1.86	-3.67	1.19	-81.67	-13.51	-4.18	12.55
2015	0.14	0.48	0.62	0.74	12.4	-1.21	135.87	-0.71	187.83
2014	6.14	5.01	7.9	8.08	21.67	-15.53	-46.46	5.39	-57.72
2013	11.12	10.11	14.63	12.36	-15.79	15.52	81.32	15.78	172.95

资料来源：WIND，海通证券研究所

**我国银行的成本收入比更低。**我国大陆银行的成本收入比和英美的银行以及中国香港的银行相比有明显的优势。2017 年我国银行的成本收入比仅仅为 32.2%，而美国的成本收入比则在 57.42%。我们认为造成这些现象的原因是多方面的，首先我国的人力成本要低于欧美国家，其次是金融科技的迅速发展，这就大幅提升了银行的运营效率，从而降低了成本。

图 4 不同国家和地区的银行的成本收入比 (%)

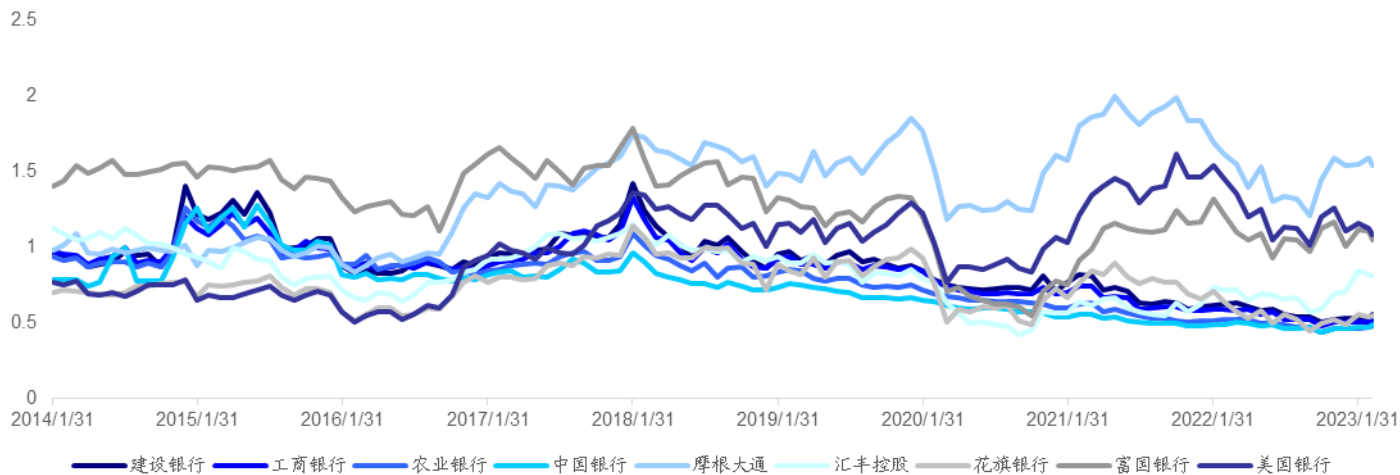


资料来源：Wind，海通证券研究所

**国有大行在合规方面更为优秀。**我们认为我国银行业严守合规，专注于服务实体经济，因此大额罚款相对较少。

**国有大行估值和海外银行相比明显偏低。**2023 年初，我国四大行的估值都在 0.5 倍 pb 左右，和海外银行相比差距明显，摩根大通的市净率当下为 1.5 倍 pb 左右，富国和美国银行的估值也在 1 倍 pb 附近，汇丰控股的 pb 则在 0.8 倍 pb 左右，而在次贷危机中股价跌幅较大的花旗银行的估值在 0.5 倍 pb 左右。这意味着四大行的估值和花旗银行的估值相近。考虑到国有大行净资产更扎实，ROE 水平更稳定，成本收入比更低，更合规等因素，我们认为这个估值是明显偏低的。

图5 四大行和海外知名银行的 PB 对比（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述我们可以发现，国有大行通过中国特色社会主义特色经营的方式，积极承担一定的社会责任，从而使得经济体能够长期健康发展，进而使得银行有可持续经营的环境，实现了和实体经济的共赢。尽管国有大行为此牺牲了一定的市场化程度作为代价，但从最后结果来看，国有大行净资产更扎实，ROE 水平更稳定，成本收入比更低，更合规，并且其利润增速也超过了疫情前的利润增速，再加上极低较低的估值，我们认为国有大行的估值有望大幅改善。

## 2. 中国特色的保险行业估值研究

### 2.1 A 股保险行业主要以央国企为主

目前在 A 股保险行业，央国企占据了主要地位。1) A 股保险行业现有五家上市公司，按上市时间排序，分别为：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险和中国人保。从公司数量来看，除中国平安外，其余四家均具备央国企背景。2) 从市值来看，截止至 2023 年 3 月 8 日，央国企背景保险公司占保险行业总市值高达 65%，属于绝对优势地位。

表 2 A 股上市险企主要以央国企为主

公司	上市时间	公司性质	市值（亿元）
中国人寿	2007/01/09	央企	9811
中国平安	2007/03/01	混合所有制企业	8409
中国太保	2007/12/25	地方国企	2510
新华保险	2011/12/16	国企	931
中国人保	2018/11/16	央企	2282

资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截止至 2023/3/8

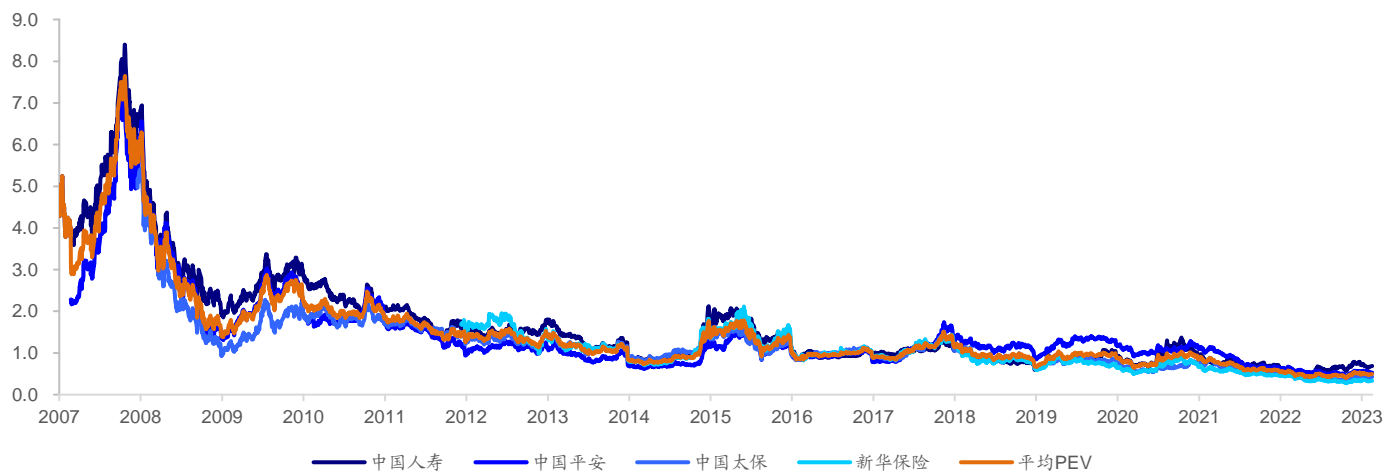
### 2.2 近年来保险股估值承压，板块内部明显分化

近年来险企估值持续走低，主要是行业增长短期承压所致。自保险股上市以来，估值历史高点出现于 2007 年末，主要受牛市行情推动，此后逐步回调。2020 年以来，保险股估值整体呈现持续走低态势，主要是由于行业增长出现了短期瓶颈，其原因是多方面的，具体来看：1) 从外部环境来看，2020 年新冠疫情爆发，宏观经济增长受到冲击，也对保险行业产生了显著负面影响，一方面由于防控要求代理人线下展业受限，另一方面由于居民预期收入下降，保险消费需求受到压制。并且，受到长端利率的连续下降，对险企投资端也构成了明显压力，对于利差损的担忧也影响了板块整体估值水平。2) 从行业内部来看，传统的依托“人海战术”+重疾险带动新单保费和 NBV 增长模式已不可



持续，一方面代理人规模在 2019 年左右达到顶峰，此后持续下降，另一方面重疾险产品市场渗透率已经接近天花板，保险行业已经进入改革转型期。

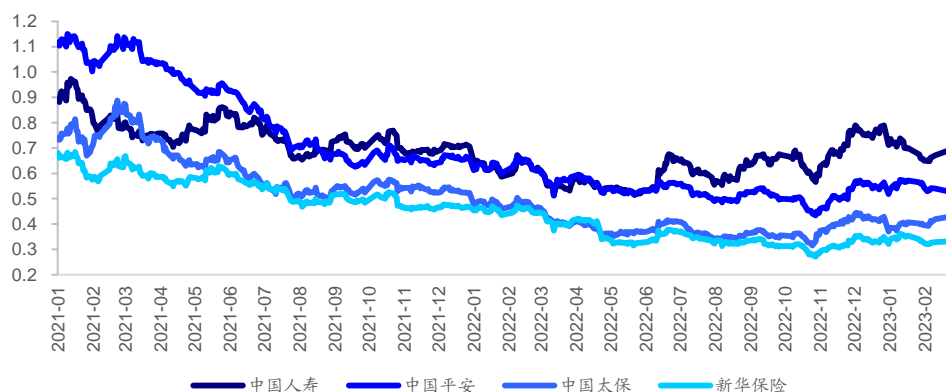
图6 A 股保险行业估值（PEV）水平持续走低



资料来源：Wind，海通证券研究所

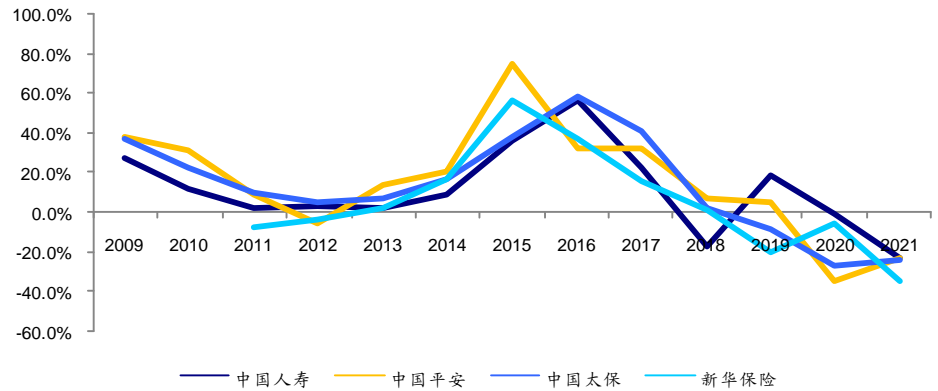
从个股估值表现上看，中国人寿已经高于同业。自 2022 年上半年以来，中国人寿股价表现强势，估值水平也逐步反超中国平安，与同业公司拉开差距。通常，险企的估值主要受到负债端与资产端的影响，而负债端是造成个股估值差异的主要影响因素。1) 利差是保险公司利润的重要来源，而险企投资主要以固收类产品为主，所以长端利率的走势对保险股估值有着直接影响。但资产端的影响往往是作用于整个保险行业，并不会只影响特定险企的估值。2) 造成险企估值差异化的主要因素是公司负债端的区别。在 2018 年之前，平安的新业务价值增速基本领先行业，这导致在个股层面，平安的估值比其他三家险企更高。而 2019 年以来中国人寿负债端表现持续优于同业，NBV 降幅均为上市险企中最小，显著的业绩优势也推动了公司估值的回升。

图7 2022 年下半年以来中国人寿 PEV 估值水平明显高于同业（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所。

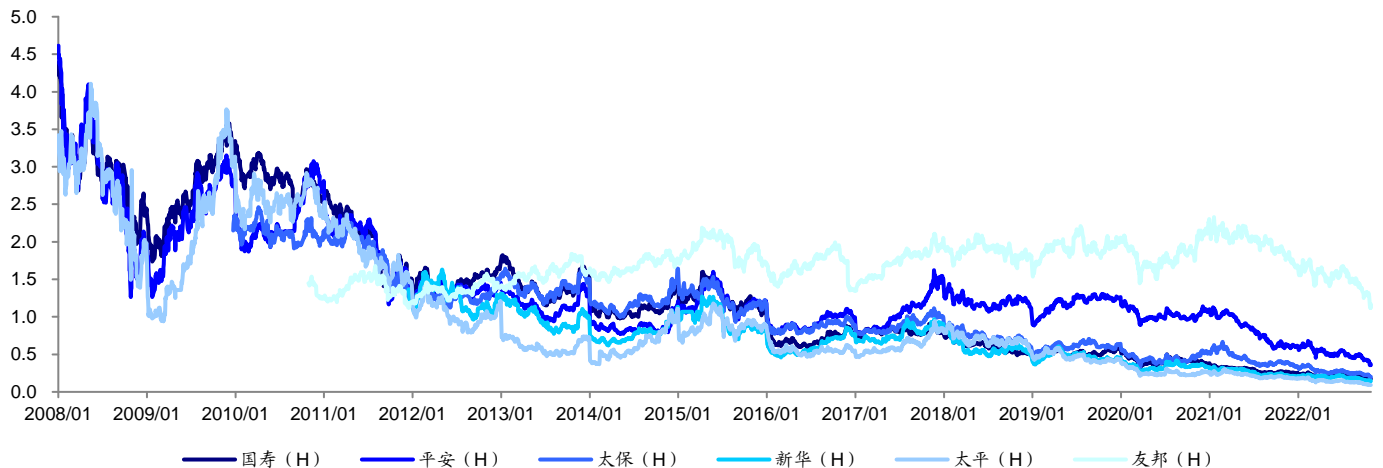
图8 寿险公司 2009-2021 年新业务价值增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所。

港股市场上, 国资险企较友邦、平安折价明显。由于港股市场上保险股标的数量更多, 且资金风格更加接近海外市场, 因此是观察外资对保险股投资偏好的良好切口。从数据上可以明显看到, 2018 年以来友邦和平安的估值水平明显高于各国资险企。其中友邦由于其业务特点突出, 估值溢价已经保持多年, 我们暂不过多分析。更值得关注是, 中国平安由于其公司性质更受港股市场青睐, 在 A 股估值已被国寿超越的情况下, H 股估值依旧保持领先, 可以看出在外资市场上, 投资者对国资险企的投资价值判断, 在一定程度上与基本面因素有所背离, 导致估值折价明显。

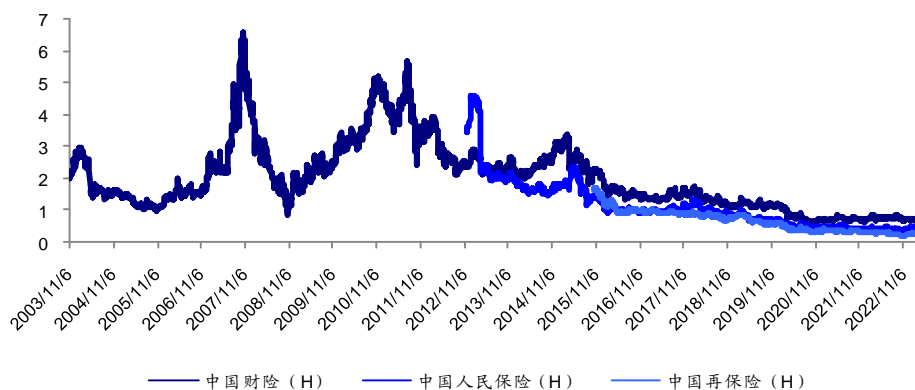
图9 H 股央国企保险公司估值 (PEV) 较友邦、平安折价明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所

用 PB 方法估值的中国财险、中国人民保险和中国再保险估值也在不断走低。1) 中国财险估值曾在 2007 年达到过最高值 6.6x, 随后因为次贷危机等因素影响导致估值下行, 虽然 2010-2011 年估值有过短暂回升但之后又继续走低。中国人民保险和中国再保险自上市后其估值就不断走低。2) 目前中国财险估值在 0.7x PB 以下, 中国人保估值在 0.5x PB 以下。我们认为, 中国人保近年来估值整体下降, 主要是由于以往业务结构以车险为主, 而伴随中国汽车市场增速放缓, 以及疫情和车险综改政策等短期因素的出现, 也影响了市场对公司未来成长空间的判断。但伴随车险综改满一年, 我们也可以看到公司估值出现了阶段性反弹。

图10 财险公司 PB 估值在不断降低（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所。

## 2.3 海外对比：国资险企的真实价值仍未完全体现

险企常用的估值方法包括内含价值法（PEV）、市净率法（PB）和市盈率法（PE）等。通常来讲，寿险公司多采用 PEV 估值法，财险公司多采用 PB 估值法，以服务收入为主的保险公司（例如健康险服务提供商）多采用 PE 估值法。

因保险公司具有其行业特殊性，不同地区采用不同会计准则以及细分行业的差别将对其采用的估值方法造成极大的影响。例如：1）在美国市场，由于险企采用 GAAP 会计准则，美国险企的保单利润在签订保险合同的当期即可释放，故美国传统型险企多采取 PB 估值法，健康险公司多采用 PE 估值法。2）在欧洲市场，由于险企多采用 IFRS 会计准则，首年保单利润需要到保单后期才能被释放，因此保险估值已由传统估值方法过渡至市场一致内含价值体系（MCEV），该方法采用了不同的折现率，以处理承保利润和投资收益带来的现金流。德国、瑞士、英国等地的保险公司采用 PEV 进行估值。但考虑数据获得性，以及不同区域间的横线可比性，本文统一选取 PB 估值方法进行分析。

表 3 美国和欧洲市场险企估值方法对比

地区	估值方式	原因
美国	PE 估值法（健康险服务类险企）、PB 估值法（传统险企）	美国采用 GAAP 会计准则，美国险企的保单利润在签订保险合同的当期释放
欧洲	PEV 估值法	欧洲地区多采用 IFRS 会计准则，首年保单利润需在保单后期才能释放

资料来源：海通证券研究所

在 PB 估值方法下，企业 ROE 是影响估值水平的重要因素，尽管由于会计政策等因素干扰，导致险企财务数据跨地区间对比并不完全匹配，但我们认为 ROE 水平的对比仍然具有一定的参考价值。从近 10 年平均 ROE 水平来看，国资险企整体略领先于海外险企，其中新华和人保增速靠前，而国寿、太保亦高于大部分海外险企。2019 年以来国资险企的 ROE 水平领先优势更为显著。而从 PB 估值水平上来看，国资险企近十年平均估值明显高于海外险企，但自 2020 年以来伴随国资险企估值下降，与海外险企的差距逐渐缩小。

我们认为，基于更高的 ROE 水平，国资险企享有更高的估值是具备支撑性的，但这并不意味着国资险企的真实价值已经完全体现。1）从负债端来看，与已步入成熟阶段的海外市场不同，国内保险市场仍处于发展阶段，保险深度和保险密度仍然较低，人均保障水平还不充足，保费增长潜力依然较大。2）从资产端来看，国内长端利率水平仍然明显高于欧美发达国家，伴随保险公司资金运用能力不断提升，国内险企在赚取利差方面仍有余力。3）2021 年以来由于行业环境短期承压，国资险企估值明显折价，但是 ROE 水平降幅窄于估值降幅，因此进入向上周期后，估值具备较大修复空间。因此，我们认为，从整体上看国资险企的现有估值水平仍未能充分体现公司真实价值。

表 4 近十年国资险企与海外险企 ROE 水平对比

ROE (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	平均
中国人寿	5.4	11.2	12.8	11.4	6.1	10.3	3.6	16.1	11.8	11.0	10.0
中国太保	5.9	9.5	10.2	14.2	9.1	10.9	12.6	16.9	12.5	12.1	11.4
新华保险	8.7	11.8	14.6	16.2	8.5	8.8	12.3	19.4	15.4	14.2	13.0
中国人保	14.1	11.9	15.6	18.5	11.9	12.7	9.3	13.3	10.4	10.3	12.8
友邦保险	12.6	11.0	12.4	8.9	12.9	15.9	7.8	13.8	9.6	12.0	11.7
大都会人寿	2.1	5.3	9.4	7.6	1.2	6.4	9.2	9.9	7.7	9.2	6.8
AIG	3.4	9.2	7.3	2.2	-1.0	-8.6	0.0	5.5	-9.0	14.2	2.3
安盛集团	8.1	8.4	8.5	9.0	8.4	8.9	3.2	5.8	4.5	10.2	7.5
安联集团	10.5	11.6	11.2	10.7	10.6	10.2	11.8	11.7	8.8	8.2	10.5
保诚集团	22.6	13.5	20.7	20.8	13.9	15.5	18.1	3.7	10.5	-10.8	12.8

资料来源：wind，海通证券研究所

表 5 近十年国资险企与海外险企 PB 水平对比

PB (倍)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	平均
中国人寿	2.9	1.8	3.7	2.7	2.3	2.7	1.8	2.6	2.6	1.8	2.5
中国太保	2.5	1.7	2.6	2.1	1.9	2.8	1.8	2.0	1.8	1.2	2.0
新华保险	2.6	1.8	3.3	3.0	2.3	3.4	2.0	1.9	1.9	1.2	2.3
中国人保							1.6	1.9	1.5	1.0	1.5
友邦保险	2.0	2.2	2.4	2.3	1.9	2.7	2.6	2.5	2.6	2.1	2.3
大都会人寿	0.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8
AIG	0.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7
安盛集团				0.9	0.8	0.8	0.7	1.0	0.7	0.9	0.8
安联集团	0.9	1.2	1.0	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
保诚集团	5.1	7.9	6.5	3.0	2.6	3.3	2.2	2.0	2.5	3.0	3.8

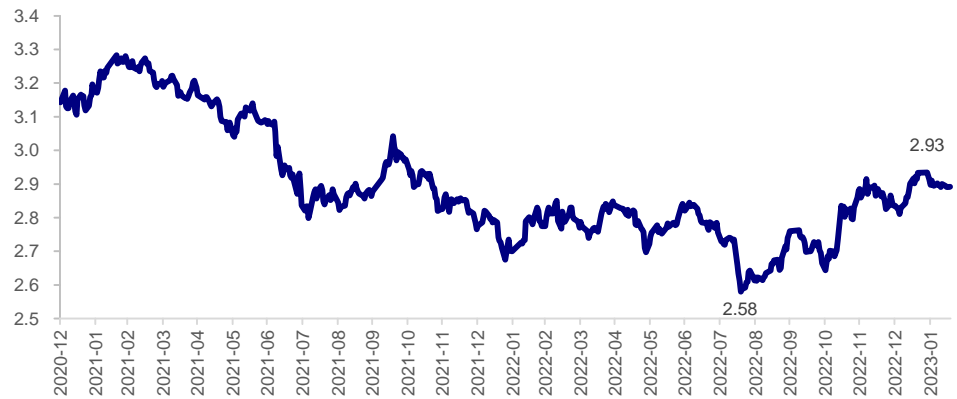
资料来源：wind，海通证券研究所

## 2.4 板块估值修复向上，优势险企理应兼有 $\alpha$ 和 $\beta$

### 2.4.1 长端利率向上叠加负债端改善，估值回升指日可待

长端利率回升有望带动行业估值修复向上。11 月中旬以来，防疫措施调整+稳增长政策密集出台，长端利率明显回升，基金和理财赎回负反馈进一步催动债市调整，目前长端利率徘徊于 2.9% 上下。我们认为，长端利率的上行可以有助于缓解险企新增固收资产投资收益压力，降低市场对于利差损担忧，从而推动险企估值向内含价值回归。并且历史复盘来看，自 2016 年以来保险指数走势与长端利率的相关性逐渐加强，因此我们判断利率上行将是保险股估值修复的重要契机。

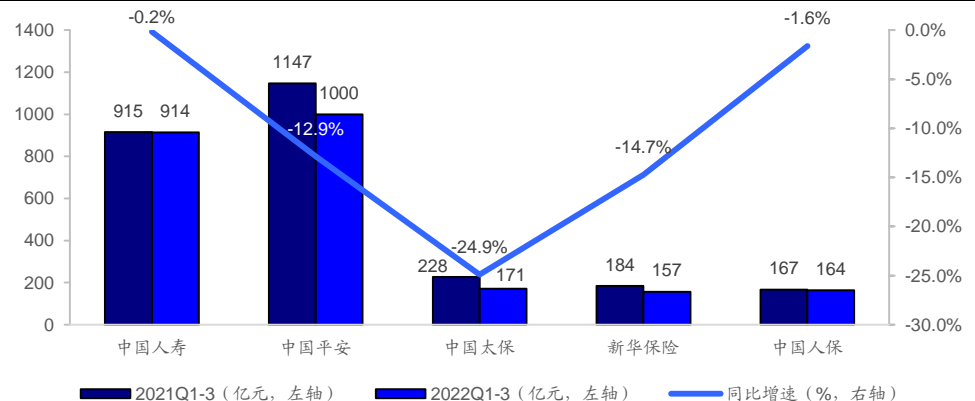
图11 2021-2022年十年期国债到期收益率走势(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

负债端新单保费增速延续改善, 宏观经济转暖有望带来消费需求复苏。2022年Q2以来, 随着以增额终身寿险为代表的长期储蓄类业务热销, 各险企新单保费处于持续缓步改善中。从具体数据上看: 1) 中国人寿前三季度首年期交保费基本与同期持平, 领跑行业负债端。2) 太保寿险个险新单期缴全年同比-19.5%, Q1-Q4 单季增速分别为-43.9%、-9.7%、+48.2%和+35.3%, Q4 仍保持较高增速, 预计主要由于2021年同期基数较低。3) 平安寿险个人业务新单全年同比-10.4%, Q1-Q4 单季度同比增速分别为-15.7%、-3.2%、-10.2%、-5.2%, Q4 降幅较Q3收窄5pct。我们认为, 伴随社会生活回归常态, 宏观经济转暖背景下, 居民预期收入水平逐步提升, 有望带来保险消费需求的复苏, 带动新单保费延续改善趋势。

图12 2022年前三季度上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速



资料来源: 上市保险公司 2021、2022 年三季报, 海通证券研究所。

注: 中国平安采用首年保费口径, 中国太保采用个险首年期交保费口径。

## 2.4.2 改革转型成效逐步显现, 重塑行业长期增长动能

我们认为, 伴随各险企改革转型逐步取得成效, 渠道分销能力进一步加强, 业务结构得到进一步优化, 未来行业将回到正常增长周期。

**持续推动代理人队伍高质量发展, 部分险企人均产能已有提升。**以中国太保为例, 公司代理人渠道持续推进职业营销改革, 着力打造“月计划、周经营、日拜访”的常态化销售、常态化招募的工作模式, 2022Q3 单季新保保费、新保期缴保费均实现同比正增长; 强化“芯”基本法推动, 推进绩优组织建设, 优化招募系统流程, 完善训练体系, 队伍质态进一步优化, 月均核心人力占比、核心人力月人均首年保险业务收入、核心人力月人均首年佣金收入均同比提升; 业务品质显著改善, 个人寿险客户 13 个月保单继续率 88.0%, 同比提升 7.5 个百分点。

**积极布局大康养领域, 抢滩个人养老金市场。**1) 我们认为, 伴随居民对健康管理和养老服务诉求的提升, 对相关保险产品及服务的需求也将不断增长。目前部分保险公



司已通过打通保险、体检、康复、养老、药品、医院等产业链条，建立“健康管理+医疗服务+保险”的一站式健康生态系统，以增强客户感知度和客户粘性。2）2022年11月个人养老金制度正式试点实施，截至2022年底个人养老金参加人数1954万人，总缴费金额142亿元。截至3月2日，个人养老金保险产品名单已由首批6家公司7款产品扩容至12家公司20款产品。我们认为，未来保险公司有望凭借针对性的产品设计+养老社区等增值服务建立独特竞争优势，在养老金市场上分享增长红利。

**我们认为，在保险行业发展新阶段，央企背景保险公司具备显著价值与天然优势。**

1）由于寿险保单往往年限较长，寿险公司的经营存续性能够影响市场的稳定，在行业监管不断规范的背景下，国资险企由于其稳健的经营风格、正确的价值导向和强大的资本，能够对整个行业的稳定性起到非常积极的作用，有利于整个行业的发展。2）央企背景保险公司本身肩负社会责任，通过保险产品与服务助力社会生活改善，也符合当下ESG潮流的大趋势。以惠民保为例，大中型保险机构依托于自身的规模优势和渠道优势，成为了“惠民保”业务承保的主力机构，中国人寿和人保财险是参与承保产品最多的两家公司。3）目前国内险企正在积极布局康养产业，抢滩个人养老金市场，而这类业务作为长期保障、基础服务，消费者更加看重险企的品牌实力，而国资背景的保险企业在这方面拥有天然优势，更易获得客户信赖。

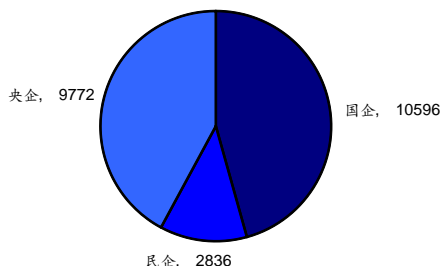
综合以上，我们认为，当前保险行业已处于持续复苏的新阶段，同时在大康养布局、ESG主题等方面国资险企具有天然优势与积极的主观能动性，这将有助于在长期经营中增强企业盈利能力和综合实力。因此，优质的国资险企在当下理应兼有 $\alpha$ 与 $\beta$ ，获得资本市场给予的充分溢价。

### 3. 中国特色的券商行业估值研究

#### 3.1 头部券商存在价值低估

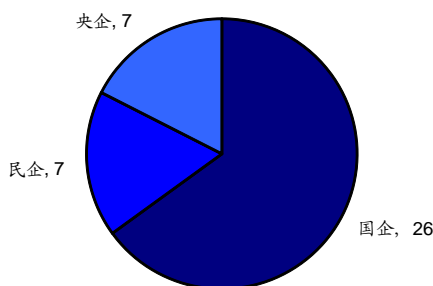
中国境内券商以国企和央企为主，民营企业多为小券商及互联网券商。在40家上市券商中，33家为国企或央企，仅7家为民营企业，而4家上市的互联网金融（东方财富、同花顺、指南针、财富趋势）均为民营企业。从市值上来看，央企券商市值较高，多为头部券商，按2023年3月6日的收盘价计算，平均市值为1396亿元，远高于国企及民营券商。

图13 40家上市券商总市值（按企业性质，亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所 注：数据截至2023年3月6日

图14 各类型上市券商家数（家）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**央企及国企券商估值低于民营券商及互联网金融公司。**按2023年3月6日的收盘价计算，7家央企平均估值分别为1.06x 2023E PB，33家国企平均估值分别为0.79x 2023E PB，低于民企券商的1.7x 2023E PB。由于互联网金融券商具有高成长性，更适合使用PE估值法，从PE估值来看，民营互联网金融企业的估值也高于其他传统券商。



**表 6 境内券商估值水平（倍）**

	2022E PE	2023E PE	2022E PB	2023E PB
国企券商	30.42	18.62	0.82	0.79
民企券商	22.95	28.96	1.74	1.70
央企券商	17.33	14.05	1.14	1.06
互联网金融	52.96	31.75	4.32	5.99
平均	30.91	23.35	2.00	2.38

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所 注：按 2023 年 3 月 6 日收盘价

对比国内外上市投行、金融服务类公司，我们认为主要呈现以下几个特征：

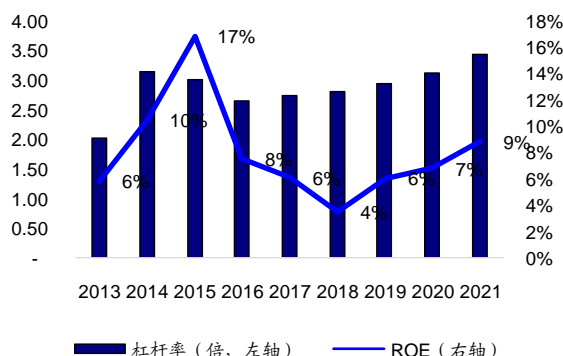
**表 7 国外上市投行/资管公司/互联网金融公司估值**

国家/地区	公司类型	市值合计 (US\$ mn)	P/E (x)				P/B (x)			
			FY21	Y22	FY23E	FY24E	FY21	FY22	FY23E	FY24E
美国	投资银行平均	1180228	8.1	11.3	7.3	10.5	1.7	1.6	1.3	1.2
	资产管理公司平均	366073	9.7	6.7	14.2	12.1	3.4	14.8	2.8	2.4
	互联网金融平均	204710	89.7	10.6	18.3	14.7	1.8	3.1	2.0	1.7
日本	银行/券商	232508	11.8	10.6	10.0	5.8	0.9	0.9	0.8	0.8
欧洲	银行/投行	188040	5.4	6.7	3.9	7.8	0.6	0.6	0.5	0.5
	平均		25.0	9.2	10.7	7.1	1.7	4.2	1.5	1.3

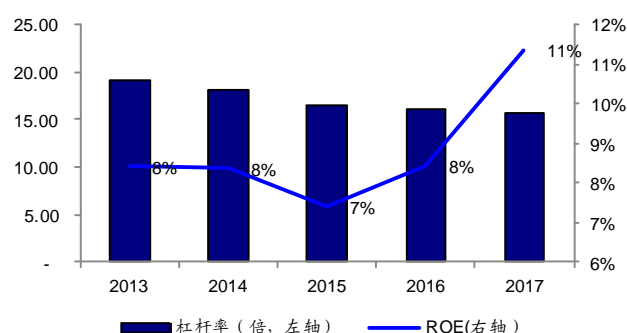
资料来源：Wind 一致预期，BBG 一致预期，海通证券研究所

1) 国内央企、国企券商价值存在一定低估，尤其是头部综合性券商。国内央企及国企券商估值低于美国传统投资银行，与日本券商相近，高于欧洲银行/投行。从业务及发展周期来看，国内券商与美国投行、日本券商非常相近，而券商 ROE 与估值水平之间存在较大相关性，因此我们从 ROE 角度来看，国内央企、国企券商价值存在一定低估。

从 ROE 的绝对值来看，境内券商 ROE 的平均水平并没有落后于美国与日本券商。2014-2021 年间境内券商平均 ROE 为 8.3%，2013-2017 年美国 FINRA 经纪商平均 ROE 亦为 9%，日本 2014-2021 年平均 ROE 6.95%。境内券商的 ROE 呈现时间上的明显分化。在牛市中券商的 ROE 高达 17%（2015 年），在其他时间 ROE 基本在 6% 左右，波动较大。而相比美国和日本市场，ROE 波动较小。从具体的公司来看，2014-2021 年中信证券平均 ROE 为 10%，中信建投平均 ROE 为 16%，中金平均 ROE 为 12%，高盛平均 ROE 为 10%，摩根史丹利平均 ROE 为 10%，野村证券平均 ROE 为 6%，大和证券平均 ROE 为 8%。较高的 ROE 并没有给国内头部央企、国企券商带来估值溢价，我们认为可能是由于国内投资者选股更偏好成长及主题性的机会，而头部券商由于业务综合性较强，各项业务均有不错表现，反而难以体现其核心优势。

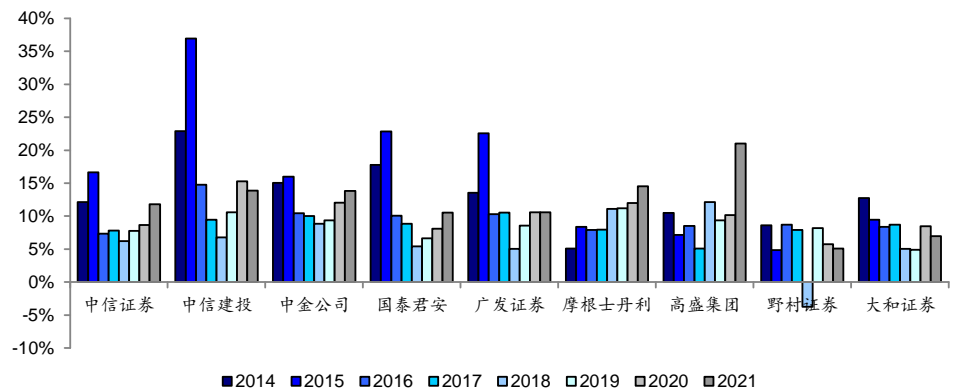
**图15 2013-2021 年境内券商杠杆率及 ROE 对比**


资料来源：中国证券业协会，海通证券研究所

**图16 2013-2017 年美国 FINRA 注册经纪商杠杆率及 ROE**


资料来源：SIFMA，海通证券研究所 注：SIFMA 仅披露 pretax-ROE，我们假设税率 25%，估算得到税后 ROE

图17 境内外头部券商/投行 2014-2021 年 ROE



资料来源：Wind，海通证券研究所

2) 小券商及成长性强的企业有更高溢价。国内小券商尤其是民营资本的小券商更具有成长预期，同时较小的市值更受中小投资者的青睐，往往具有更高的弹性及溢价。而互联网金融类公司由于具有更高的成长性，估值上也高于传统券商。

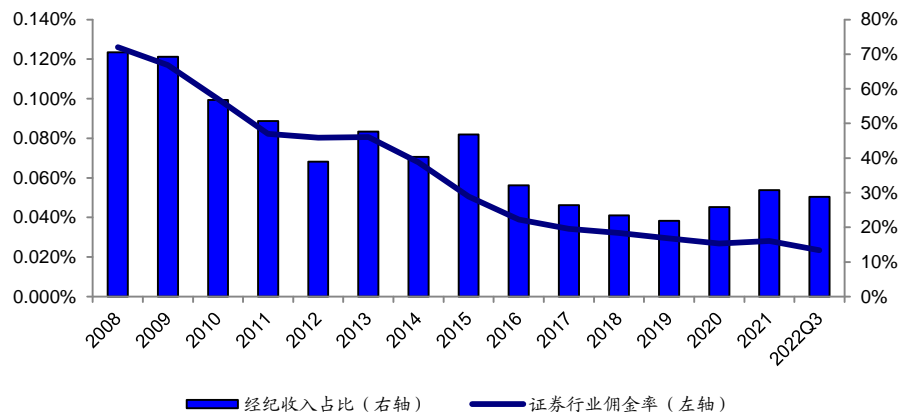
### 3.2 券商估值体系的演变

#### 3.2.1 由 P/E 估值到 P/B 估值

经历了 30 余年的发展，券商逐步形成特有的经营模式，估值方法也由 P/E 转向 P/B 估值。我国第一家券商深圳特区证券公司设立于 1987 年，券商作为资本市场的重要参与者，通过运用市场化的筛选机制、资本市场的并购重组、引入战略投资者、整体上市等方式，在过去三十多年来取得了长足的发展。2012 年的创新大会一方面开启了券商业务转型与创新的高潮，也同时带动了行业估值体系由 P/E 向 P/B 的转变。

1) 2012 年前的牌照垄断期，以 P/E 为核心的估值体系：业务以经纪业务主导，佣金率居于高位。2012 年以前券商业务模式单一，以赚取高额通道费为主要业务模式，经纪业务收入占比极高，2008-2011 年平均收入占比达 62%，平均佣金率约千分之一。在此阶段券商业务主要是轻资产业务，凭借牌照优势亦能获取极高的 ROE，2006、2007 年 ROE 超过 20%，2008-2010 年 ROE 超过 10%。由于这个阶段券商的 ROE 主要依靠 ROA 驱动，因此我们更多的使用 P/E 估值法。

图18 境内券商佣金率及经纪收入变化



资料来源：中国证券业协会，Wind，海通证券研究所

2) 2012 年创新大会后，逐步切换向 P/B 估值体系：通道业务利润率压缩，券商经营模式越来越依赖资产负债表的运营。随着金融牌照放开、行业壁垒逐渐缩小、业内竞争加剧，境内券商业务模式缺乏亮点、同质化严重等问题开始显现，券商利润率逐渐

被挤压。竞争加剧在经纪业务佣金率上体现的尤为明显，2013年后，随着佣金宝的推出、佣金战的全面打响，券商佣金率进入“万3时代”。2012年的创新大会，成为券商转型与创新的关键转折点。

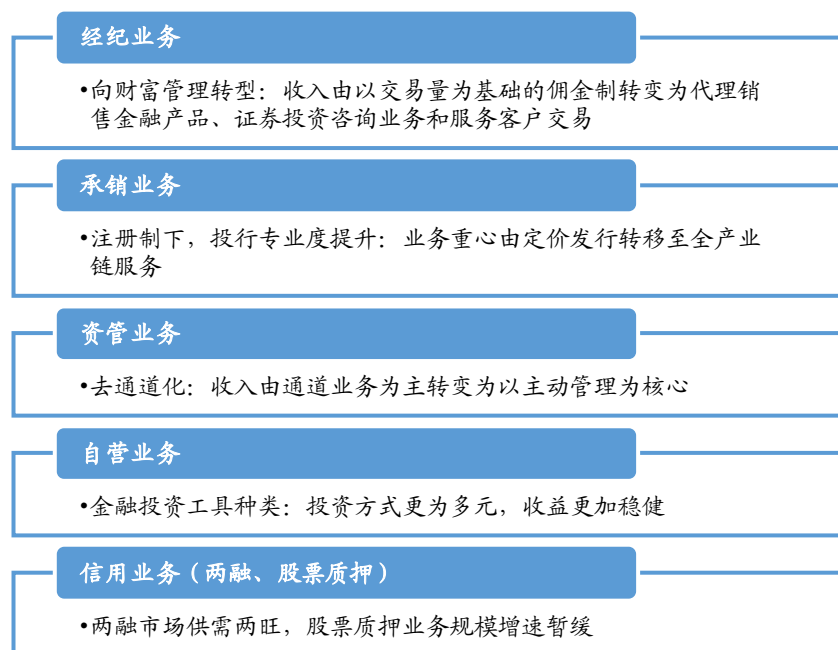
2012年召开的券商创新工作会议是我国证券业一系列重要创新尝试的开始，在行业大力创新的背景下，投融资业务、资本中介、资产管理、柜台市场等新业务从无到有，券商由原本的以通道业务为主的“靠天吃饭”向全面金融产品供应商转变。此外，多层次资本市场的改革也推动了衍生品、做市、投行全产业链等业务的发展，券商的经营模式越来越依赖资产负债表的运营。在这样的背景下，原有的P/E估值体系已无法完全反应券商股的价值，行业逐步向P/B估值体系切换。

### 3.2.2 $\beta$ 属性弱化， $\alpha$ 属性凸显

近年来券商股的表现与市场交易量、两融余额等市场因子的相关性明显减弱。2020年，券商行业净利润同比增长28%，同期市场交易量增长63.38%，两市融资融券余额增长58.84%，券商业绩表现不及大盘。2021年，市场交易量和两市融资融券余额继续维持高位，良好的市场环境带动券商行业净利润同比增长30%，但行业整体表现仍偏弱，仅在下半年财富管理主题的催化下出现个股行情。我们认为背后的原因在于传统业务转型升级使券商业绩对市场环境敏感度降低。随着各项传统业务升级调整，包括经纪业务向财富管理转型（收入由以交易量为基础的佣金制转变为代理销售金融产品、证券投资咨询业务和服务客户交易），投行业务专业化程度提升（业务重心由定价发行转移至全产业链服务），资管业务“去通道”化（收入由通道业务为主转变为以主动管理为核心），自营业务更强调非方向性配置。传统业务转型后，券商业绩与市场直接联动减弱，业绩表现更加平稳，因此券商行业贝塔属性逐渐弱化。

转型速度领先的公司、具有成长性的公司表现更好， $\alpha$ 属性逐步凸显。2021年下半年，在由财富管理主题催化下带动的行情中，涨幅靠前的四家券商为东方财富、兴业证券、东方证券、广发证券。东方、广发、兴业整体财富管理业务收入（代销金融产品业务收入）对经纪业务整体收入贡献率超过10%，同时旗下参控股基金对公司贡献度较高。具有成长性、主题性的券商享有更高的估值溢价。

图19 券商业务转型调整



资料来源：海通证券研究所

## 3.3 行业发展空间大，差异化竞争百花齐放

行业景气度较高，多层次资本市场建设进一步打开券商盈利空间。注册制改革开始

以来，证券市场快速扩容，券商业务从多维度得到提升。投行业务方面，2019 年科创板开板、2020 年创业板注册制试点、2021 年北交所开市、2023 年全面注册制等政策推出，券商投行 IPO 业务直接受益，市场扩容后再融资等的需求也进一步提升；投资交易业务方面，注册制拓宽了券商直投的退出渠道，围绕企业可提供全生命周期服务；经纪及资本业务方面，市场扩容驱动交易额中枢上行，两融规模快速提升。日均股基交易额中枢由 2019 年的 5000 亿元提升至万亿元；两融余额从科创板开市时的 0.9 万亿提升至 1.59 万亿。多层次资本市场建设进一步打开券商盈利空间，2018-2021 年券商营业收入复合增速为 23%，净利润复合增速为 49%，行业景气度较高。

**模式分化寻求差异化竞争，百花齐放。**我们认为，当前证券行业已经逐渐走出过去同质化的商业模式，孕育大型券商和中小特色券商分层竞争的新格局。大券商依靠自身资产基础、股东背景、客户基础等在机构类业务一直保持较高市占，在零售端也在积极转型、不断丰富业务结构做强做大（如中金公司、中信证券、华泰证券等）。此外监管也积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式投资证券公司，国内龙头券商有望进一步做强做大，向海外成熟市场靠拢，打造航母级头部券商。而精细化经营或将成为中小券商的突围方向（如兴业证券、第一创业、长城证券），通过发展自身优势、深挖垂直业务、走精细化经营路线，实现弯道超车。而互联网券商凭借互联网大发展的契机，以财经平台等作为流量入口，通过券商、基金代销、投顾等业务完成变现的商业模式也可圈可点（如湘财证券等）。

## 4. 中国特色的房地产行业估值研究

### 4.1 从传统公司估值角度，重构中国特色房地产行业的估值

我们认为，从传统公司估值角度，需要区分持续经营的公司和破产公司的差别。一般而言，对于破产企业更多地采取企业清偿价值方法，即针对已经处于财务困境或者已经或将要破产的企业，主要考虑出售公司资产的可能价格。

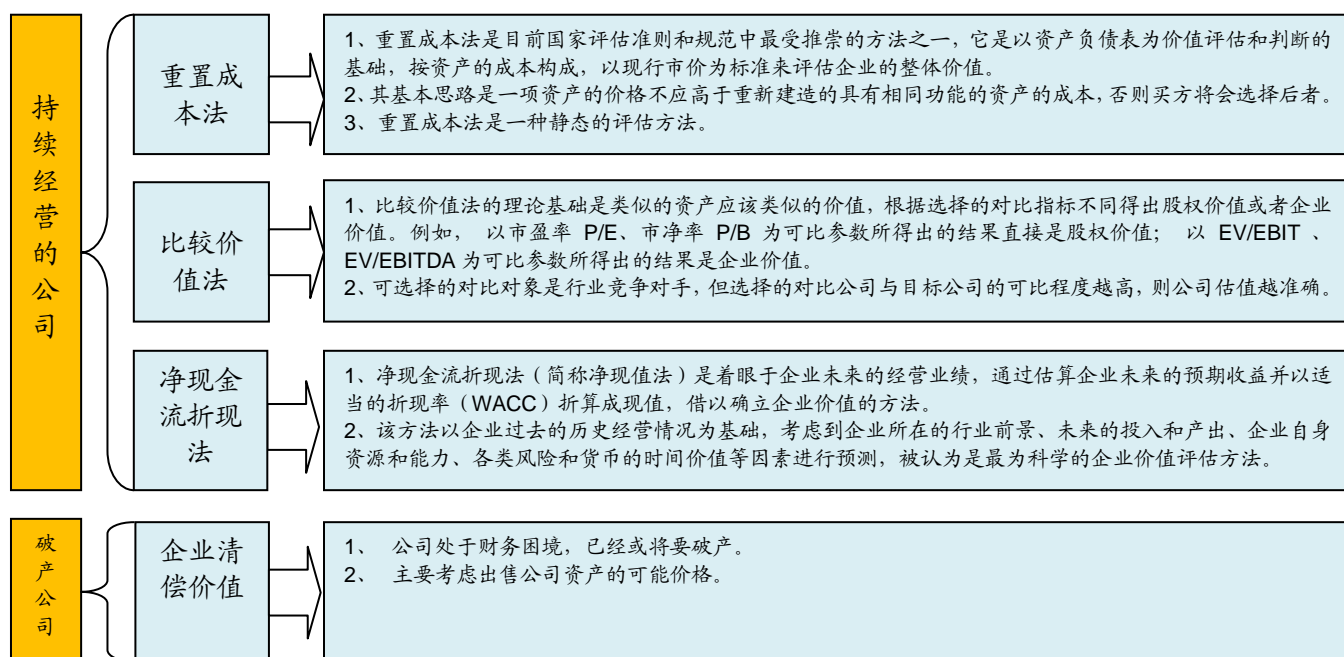
而对于正常经营的企业，由于各企业情况不尽相同，复杂程度不一，因此决定企业整体价值的因素较多，但是无论买方还是卖方，都是基于对企业现有资产获利能力的认同，也就是说，人们更关注的不仅仅是企业现有的资产状况，更多的是基于现有资产的未来利润。因此企业整体价值的评估不应是某几项资产简单的相加，而是一种对企业资产综合体的整体性、动态的价值评估。实践中，公司估值的常见方法有重置成本法、比较价值法和净现金流折现法。

事实上，我们认为，中国特色的房地产估值体系，更多的是要关注企业发展、股东回报和社会效应三者之间的均衡关系。企业应该积极探索适合中国房地产行业发展的新模式，把经济效益、社会效益和环境平衡充分结合，逐步成为行业发展新标杆，从而应当享受更高的市场估值。

在现实的价值衡量标准中，我们认为海外市场可以作为中国发展的借鉴，但由于经济结构的自身差异，完全生搬硬套海外逻辑并不适用于目前中国自身情况。尤其我国目前房地产总体量明显远大过全球历史经验，社会结构也存在较大差异，在房地产调控和发展问题上，中国房地产应该努力探索适合自己的发展之路。



图20 房地产投资的主要估值方法



资料来源：海通证券研究所

进一步从传统的绝对估值方法看，净资产值估值法（NAV）是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法，其基本方法是通过对房地产公司项目进行现金流折现后计算出其净资产值，然后折算出每股净资产值，与股票价格相比较。我们对房地产公司进行NAV（净资产值估值法）价值计算，基于以下两方面原因：

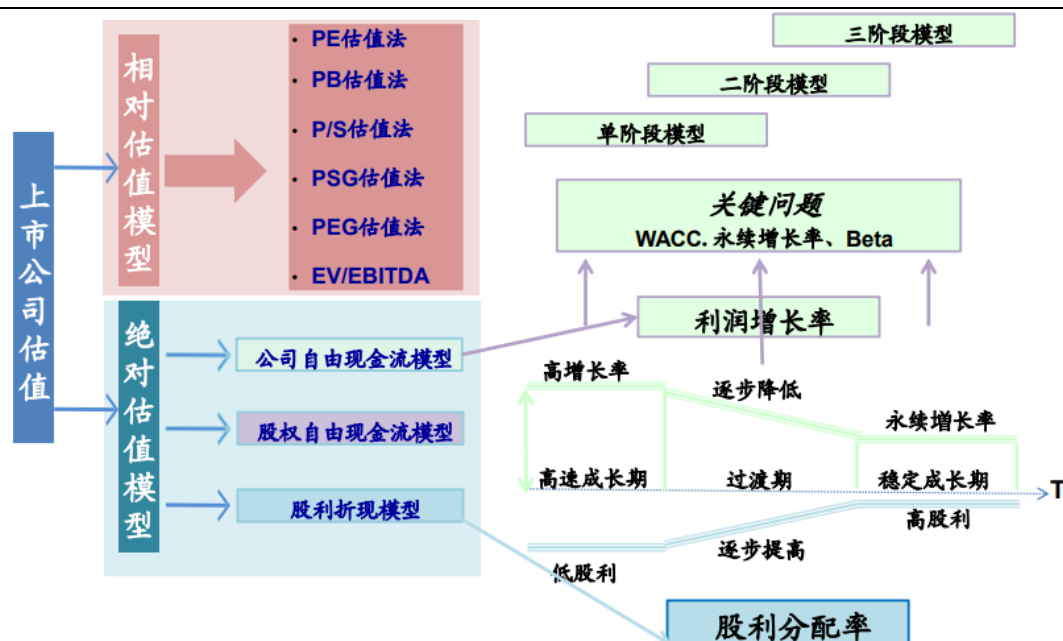
1、房地产公司的最大特点是项目为基础，项目开发的周期较长导致房地产公司短时期业绩波动较大，以项目为基础的业绩并不具有连续性，历史业绩与未来收益之间也并没有十分必然的联系，因此通常所用市盈率等方法对公司的未来价值的判断有所欠缺。

2、由于土地作为房地产开发类公司最重要的原材料，土地储备量和储备成本将是决定公司未来盈利情况的重要因素，而按普通的估值方法，土地储备的价值和在建项目的价值没有被完全反映出来，通过净资产值的计算能够把在建项目价值和土地价值通过现金流折现方式体现出来。从这个角度来说，NAV估值在一个未来预期较好的市场状态下更有意义。

净资产值的估值逻辑是对企业所拥有的在建物业、土地及投资型物业资产按照各项目开发销售流程进行现金流模拟然后按一定折现率折现，最后按公司所占各项目权益计算出项目汇总价值，再减掉（加上）公司的净负债（净现金），然后得到公司的净资产值（NAV）。

从以上两个角度看，我们认为不能简单将房地产当前业绩与估值完全挂钩，而应该更多关注房地产企业业务发展的未来可持续性和与时代发展的可共生性。满足以上要求的企业长期看会获得更好的资金和土地渠道，从而在持续经营上具有突出优势。该类房地产企业理应获得更高的市场估值。

图21 房地产持续经营公司的估值方法



资料来源：海通证券研究所

## 4.2 租赁制度红利下，租赁资产价值不应该被忽视

2015年以来，管理层不断出台政策推动租赁市场发展，构建多元供给体系。

根据中国政府网援引新华社，2021年6月18日召开的国务院常务会议确定加快发展保障性租赁住房的政策，缓解新市民青年人等群体住房困难。

我们认为，该次会议要求“落实城市政府主体责任，鼓励市场力量参与，加强金融支持，增加租金低于市场水平的小户型保障性租赁住房供给”。我们预计在后续土地出让过程中，重点城市在搭配租赁性住宅用地比例方面会进一步出台措施。此外，地方国企参与保障性租赁住房力度有望加大。

表8 近期关于房地产租赁制度建设的相关会议和文件

时间	政府会议和主管部门	相关指导思想和文件
2015年	中央经济工作会议	要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。
2016年	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2017年	住房城乡建设部	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》
2019年	财政部、国家税务总局	《关于公共租赁住房税收优惠政策的公告》
2021年6月	18日召开的国务院常务会议确定加快发展保障性租赁住房的政策，缓解新市民青年人等群体住房困难	为保障城镇化进程中进城务工人员、新就业大学生等新市民、青年人基本住房需求，会议确定，一是落实城市政府主体责任，鼓励市场力量参与，加强金融支持，增加租金低于市场水平的小户型保障性租赁住房供给。二是人口净流入的大城市等，可利用集体经营性建设用地、企事业单位自有土地建设保障性租赁住房，允许将闲置和低效利用的商业办公用房、厂房等改建为保障性租赁住房。三是从10月1日起，住房租赁企业向个人出租住房适用简易计税方法，按照5%征收率减按1.5%缴纳增值税；对企事业单位等向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房，减按4%税率征收房产税。
2023年	人民银行、银保监会	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网站、共产党员网、人民银行官网、海通证券研究所

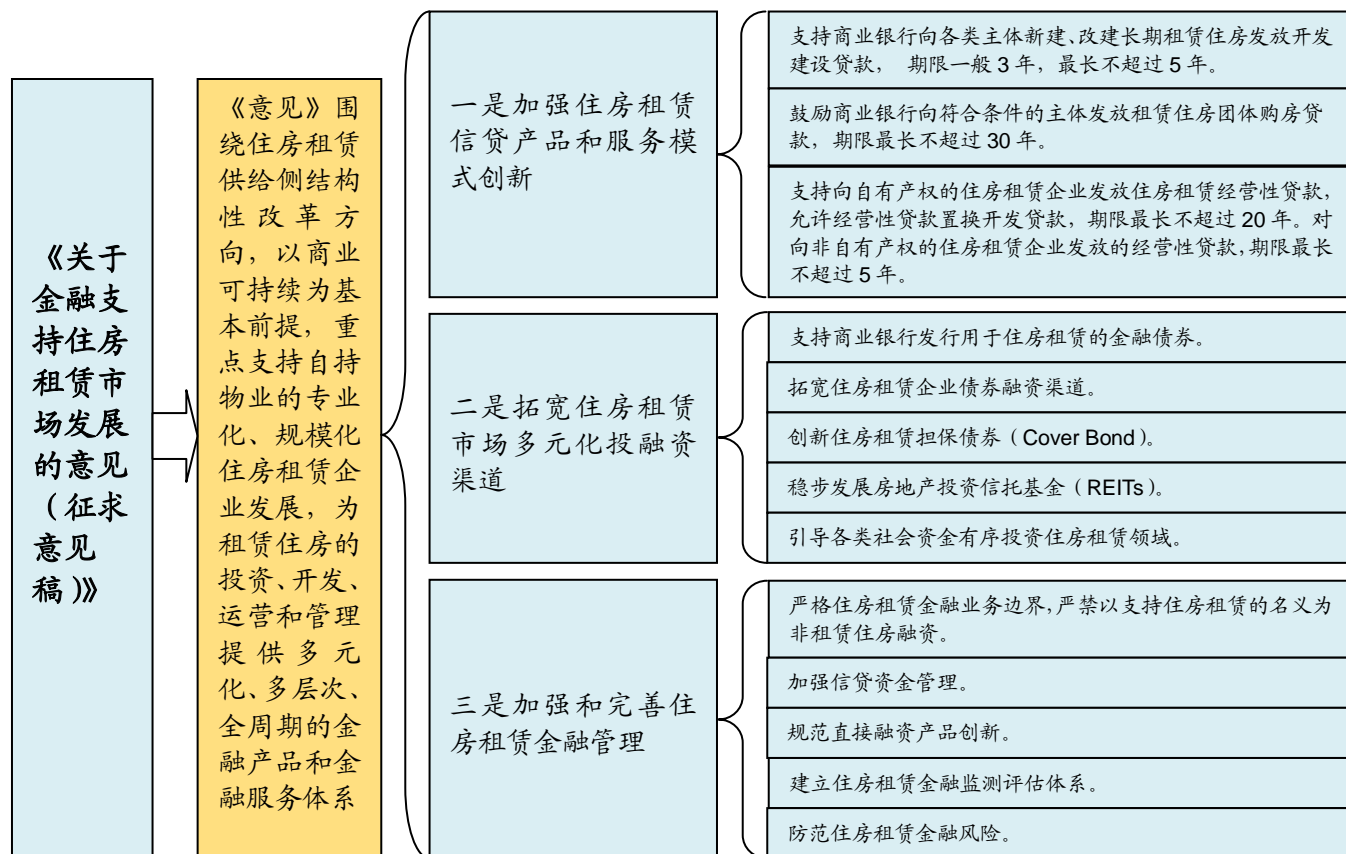
2023年2月24日，人民银行、银保监会起草了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》。我们认为，该《意见》围绕住房租赁供给侧结构性改革方向，以商业可持续为基本前提，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。



我们认为，上述政策对从事各类轻、重长租业务的地产企业将产生不同程度利好。政策同时也对房地产企业综合开发能力提出更大要求。

市场目前并没有在估值中给该类型业务更高估值水平。造成以上问题的原因是如果完全按照利润贡献看，以上业务的利润回报周期较长。但是，伴随目前相关配套政策的出台，以及长租业务对于社会居住市场多元性发展的积极意义，我们认为被低估的长租类资产价值应该要重新认知。

图22 《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》



资料来源：中国人民银行官网、海通证券研究所

### 4.3 房地产新模式下，多元化发展方向值得重视

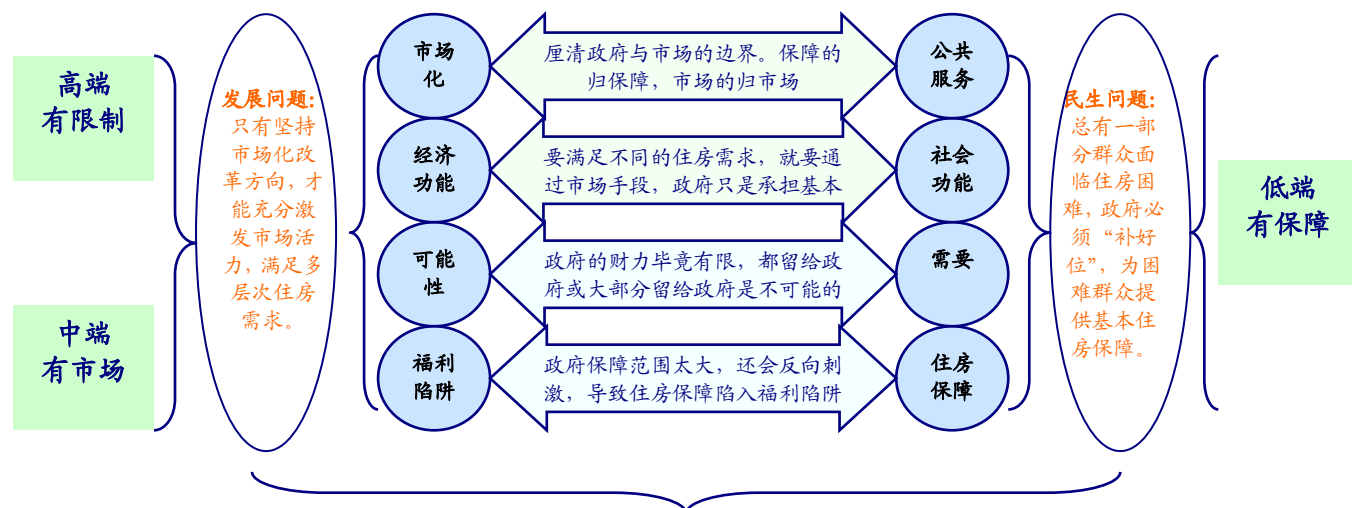
我们认为，在一系列监管手段打破信用刚兑预期，让市场认知潜在杠杆风险后，监管重新有序推动行业回归本源是趋势。未来我国房地产行业“道路”问题已经不断清晰。

2013年10月29日，中共中央政治局就加快推进住房保障体系和供应体系建设进行第十次集体学习。习近平总书记指出，“住房既是民生问题也是发展问题”；“只有坚持市场化改革方向，才能充分激发市场活力，满足多层次住房需求。同时，总有一部分群众由于劳动技能不适应、就业不充分、收入水平低等原因而面临住房困难，政府必须‘补好位’，为困难群众提供基本住房保障”。

具体而言，习近平总书记强调“要处理好政府提供公共服务和市场化的关系、住房发展的经济功能和社会功能的关系、需要和可能的关系、住房保障和防止福利陷阱的关系”。

对于上述发展问题的解决方法，我们认为，发展问题需要坚持市场化改革方向，才能充分激发市场活力，满足多层次住房需求。而民生问题需要政府“补好位”，为困难群众提供基本住房保障。总之，就是要构建以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系。要做到“高端有限制、中端有市场、低端有保障”。

图23 处理好房地产业的“四大关系”到建立多层次住房体系



资料来源: 新华网、海通证券研究所

我们认为,总结十八大至二十大,关于房地产制度定位等“道路”问题阐述中,我们大致可以看到信息端基本强调两大方向:

1) 反复重申“房住不炒”强化居住属性,有利刚需和改善性需求释放。

2) 强调“租购并举”保供给,积极化解风险;有利“市场+保障”协调发展,并推动房企走多元化发展道路,探索房地产行业新发展模式。

表 9 十七大-二十大会议有关地产相关的内容

会议日期	会议	会议结论	住房制度定位	保障房制度	民生和区域发展
2012.11.8	十八大	社会矛盾明显增多,教育、就业、社会保障、医疗、住房、生态环境、食品药品安全、安全生产、社会治安、执法司法等关系群众切身利益的问题较多,部分群众生活比较困难	建立市场配置和政府保障相结合的住房制度,加强保障性住房建设和管理,满足困难家庭基本需求	社会保障全民覆盖,人人享有基本医疗卫生服务,住房保障体系基本形成,社会和谐稳定	要多谋民生之利,多解民生之忧,解决好人民最关心最直接最现实的利益问题,在学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居上持续取得新进展,努力让人民过上更好生活
2017.10.18	十九大	民生领域还有不少短板,脱贫攻坚任务艰巨,城乡区域发展和收入分配差距依然较大,群众在就业、教育、医疗、居住、养老等方面面临不少难题	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让全体人民住有所居。	覆盖城乡居民的社会保障体系基本建立,人民健康和医疗卫生水平大幅提高,保障性住房建设稳步推进	必须多谋民生之利、多解民生之忧,在发展中补齐民生短板、促进社会公平正义,在幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶上不断取得新进展,深入开展脱贫攻坚,保证全体人民在共建共享发展中有更多获得感,不断促进人的全面发展、全体人民共同富裕
2022.10.16	二十大		坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度		深入实施区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略、新型城镇化战略,优化重大生产力布局,构建优势互补、高质量发展的区域布局国土空间体系

资料来源: 人民网、新华网、中国网、海通证券研究所

新发展模式的提出,我们认为也是在看到自身发展特点的基础上对未来走适合自身道路的创新要求。我们认为,未来我国房企加强构建地产相关多元化,将有利于整个行业的长期健康发展,也有利于自身估值的不断提升,并同时解决社会的发展问题和民生问题,从而平衡行业发展与国家整体经济的协同。

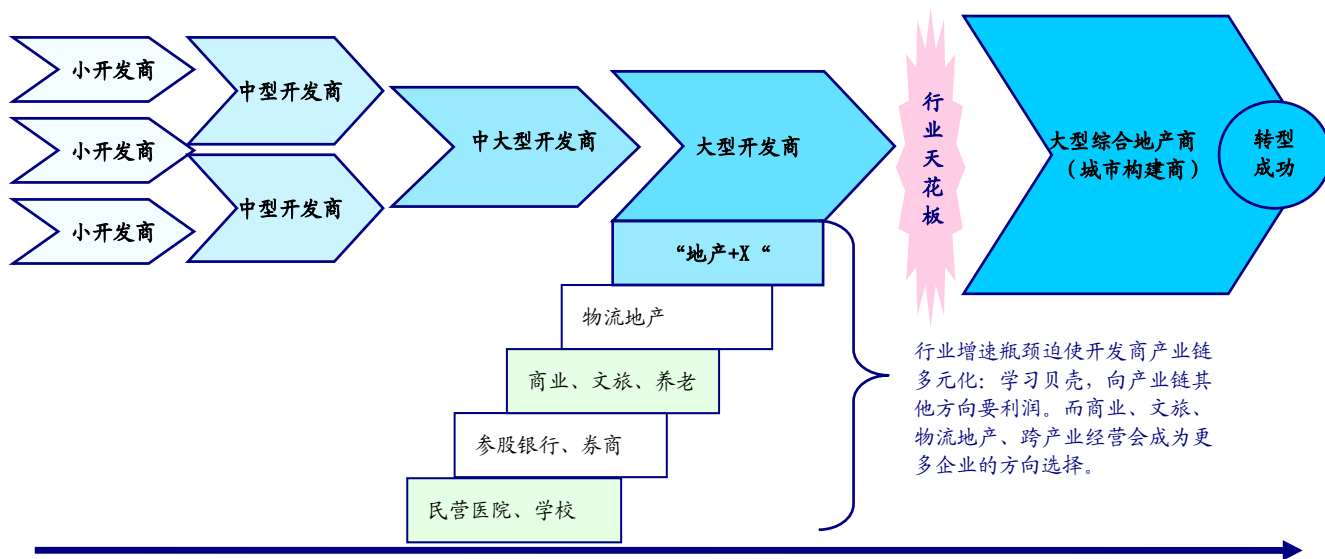
我们认为,未来行业增速瓶颈将迫使开发商产业链多元化:向产业链其他方向要利润。我们认为,商业、文旅、物流地产、跨产业经营会成为更多企业方向选择。

具备获取更多资源能力的开发商,在多元化转型中将具备更强适应能力和生存空间。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

相关公司在未来发展中将具备更好估值能力。

图24 行业增速瓶颈迫使开发商产业链多元化



资料来源：海通证券研究所

## 5. 风险提示

风险提示：金融风险系统性爆发；国企改革低于预期。

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 房地产行业  
孙婷 非银行金融行业、银行行业  
林加力 银行行业  
谢盐 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华侨城 A,保利物业,碧桂园,碧桂园服务,华润置地,中国国贸,新湖中宝,金科股份,卓越商企服务,建发股份,天健集团,融创服务,万物云,旭辉控股集团,保利发展,锦和商管,华发股份,金地集团,招商蛇口,龙湖集团,中国海外发展,东方雨虹,美的置业,远洋服务,越秀服务,张江高科,万科 A,中国金茂,华润万象生活,陆家嘴

### 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@haitong.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com  
李 俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com  
王宇晴 wyq14704@haitong.com  
侯 欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

### 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23212230 ylp9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com  
曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

### 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
联系人  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com  
魏 玮(021)23219645 ww14694@haitong.com  
江 涛(021)23219819 jt13892@haitong.com  
舒子宸 szc14816@haitong.com  
张 弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

### 固定收益研究团队

姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com  
藏 多(021)23212041 zd14683@haitong.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com  
高 上(021)23154132 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zpx12149@haitong.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
杨 锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com  
刘 颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com  
李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪 尧 jy14213@haitong.com

### 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com  
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
联系人  
周 航(021)23219671 zh13348@haitong.com  
彭 婷(010)68067998 pp13606@haitong.com  
肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com

### 汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@haitong.com  
房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com  
张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

### 公用事业

傅逸帆(021)23154398 fyf11758@haitong.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
联系人  
余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com  
阎 石 ys14098@haitong.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高 瑞(021)23219415 gy12362@haitong.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
联系人  
张冰清 021-23154126 zbzq14692@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com

### 互联网及传媒

毛云瓴(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
联系人  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

### 有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com  
陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

### 电子行业

李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com  
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com  
华晋书 02123219748 hjs14155@haitong.com  
张晓飞 zxf15282@haitong.com  
联系人  
文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com  
薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com

### 煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com  
联系人  
朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com

### 电力设备及新能源行业

房 青(021)23219692 fangq@haitong.com  
徐柏乔(021)23219171 xqb6583@haitong.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
联系人  
姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com  
柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com  
马菁菁 mjj14734@haitong.com  
吴志鹏 wzp15273@haitong.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com  
 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com  
 联系人  
 李 博 lb14830@haitong.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com  
 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com  
 联系人  
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com  
 杨昊翊 yhy15080@haitong.com

**通信行业**

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com  
 联系人  
 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com  
 徐 卓 xz14706@haitong.com

**非银行金融行业**

何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com  
 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com  
 联系人  
 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com  
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com  
 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com  
 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com  
 罗月江(010)56760091 lj12399@haitong.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com  
 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com  
 联系人  
 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com  
 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com

**机械行业**

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com  
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com  
 联系人  
 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

**建筑工程行业**

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com  
 联系人  
 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com  
 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

**农林牧渔行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com  
 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com

**食品饮料行业**

张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com  
 颜慧菁 yhj12866@haitong.com  
 联系人  
 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com

**军工行业**

张恒晖 zhx10170@haitong.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com  
 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com

**银行行业**

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com  
 联系人  
 董栋梁(021)23219356 ddl13206@haitong.com  
 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com  
 王玮婕(021)23219768 wjy13985@haitong.com

**家电行业**

李于仪(021)23219244 chenzy@haitong.com  
 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com  
 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com

**造纸轻工行业**

郭庆龙 gq13820@haitong.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
 高翮然 gpr14257@haitong.com  
 王文杰 wwj14034@haitong.com  
 联系人  
 吕科佳 lkj14091@haitong.com

**环保行业**

戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@haitong.com  
 巩柏舍 gbh11537@haitong.com  
 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
 季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
 马晓男 mxn11376@haitong.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
 谭德康 tdk13548@haitong.com  
 王玮宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
 张歆钰 zxy14733@haitong.com  
 周之斌 zzb14815@haitong.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
 董晓梅 dxm10457@haitong.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
 张钧博 zjb13446@haitong.com  
 高 瑞 gr13547@haitong.com  
 上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
 姚 坦 yt14718@haitong.com



海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com