

非银金融行业2020年中期策略报告

莫疑春归无觅处，静待花开会有时

张经纬

非银金融行业分析师

SAC执业证书编号：S1450518060002



1.券商篇

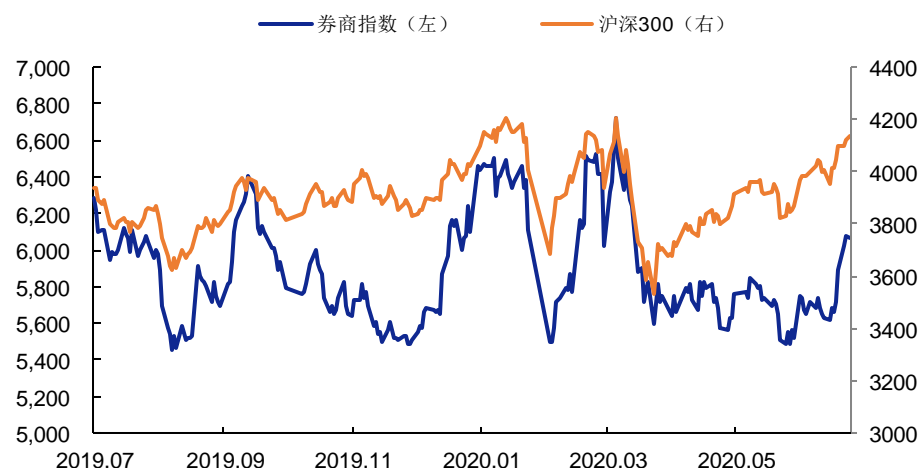
政策和业绩改善与券商估值下降存在背离



1.1. 股价回顾：上半年券商指数与基准指数出现明显背离

- **表现回顾：**近八个季度里，券商有绝对收益的季度是三个，2020年前两季度券商股相对于沪深300和创业板均没有体现出相对收益，一度出现明显背离。
- **解读：**券商股波动相对较大且投资机会出现的时机相对较短，体现出市场对于券商股多采取“追涨杀跌”的短期投资策略，本质是投资者将券商股视为博弈“大盘向上”的期权工具。

2019-2020年券商股与沪深300走势图

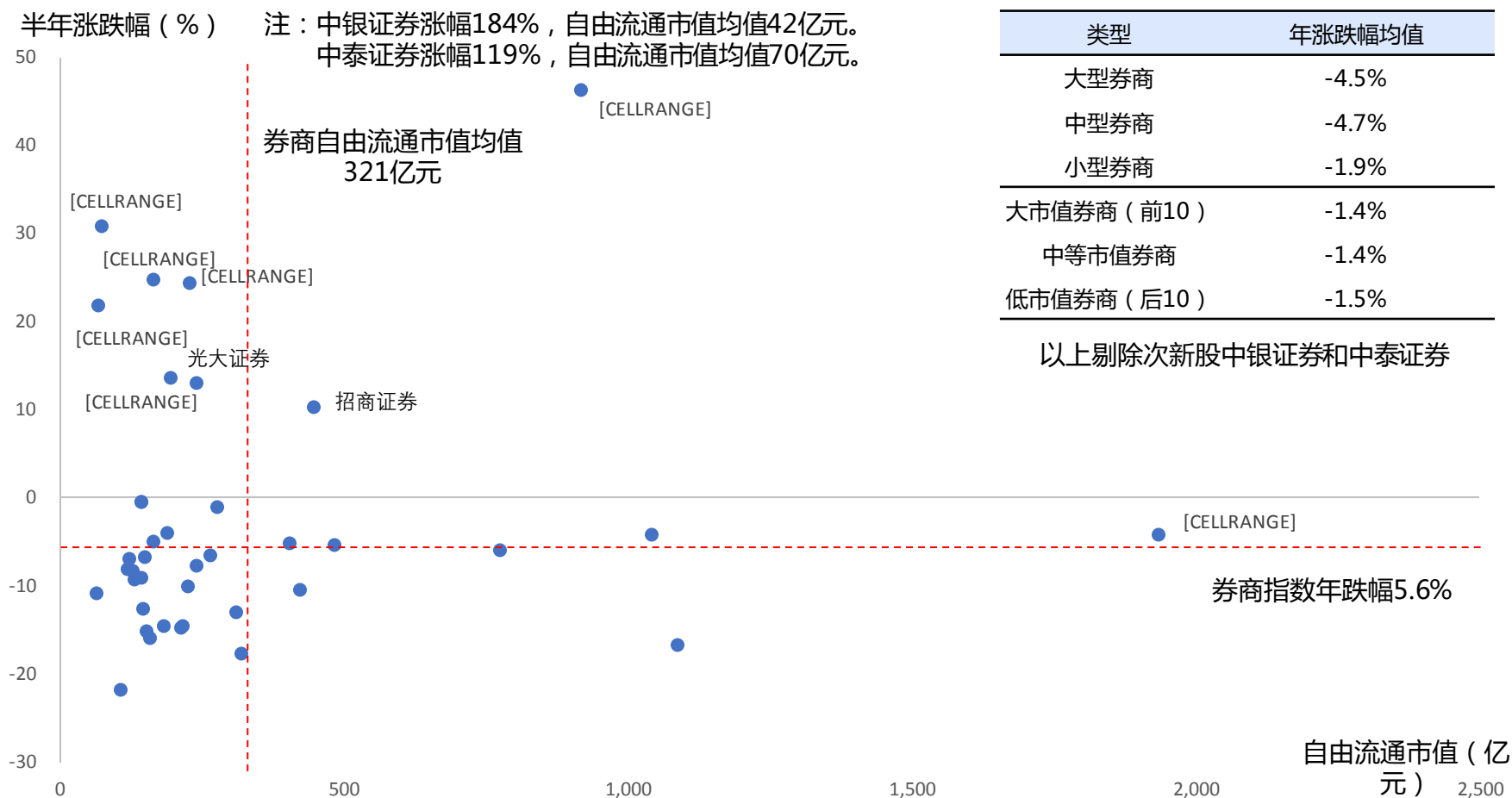


2018Q3-2020Q2券商股绝对收益和相对收益

指数	2018Q3	2018Q4	2018年表现	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019年表现	2020Q1	2020Q2	2020年表现
券商(申万II)绝对收益	-4.1%	-1.6%	-26.1%	50.3%	-7.1%	-5.7%	11.0%	46.3%	-11.9%	6.3%	-5.6%
相对沪深300相对收益	-2.0%	10.9%	-0.8%	21.6%	-5.9%	-5.4%	3.7%	10.2%	-1.9%	-4.8%	-6.7%
相对创业板相对收益	8.1%	9.8%	2.5%	14.8%	3.7%	-13.4%	0.8%	1.4%	-15.7%	-21.0%	-38.1%

1.2. 股价回顾：特色低市值券商+龙头券商表现相对较好

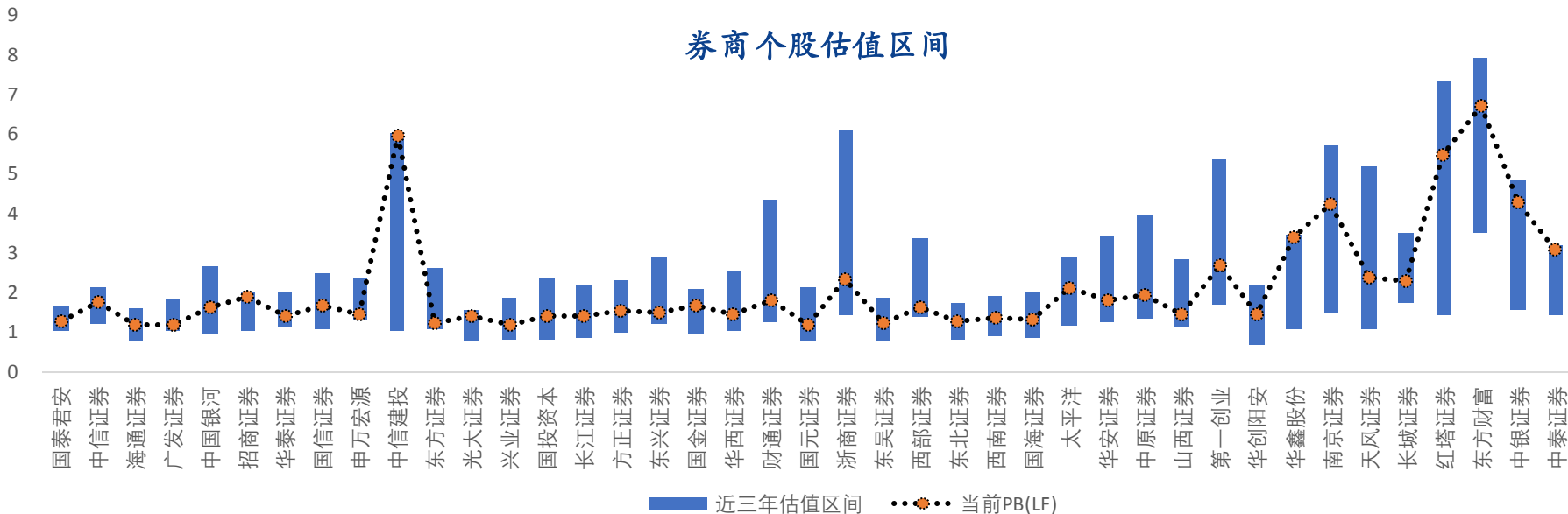
2020年券商股涨跌幅与A股自由流通市值散点图



“慧博资讯” 专业的投资研究大数据分享平台

- 资料来源：Wind，安信证券研究中心；更新至2020.6.24

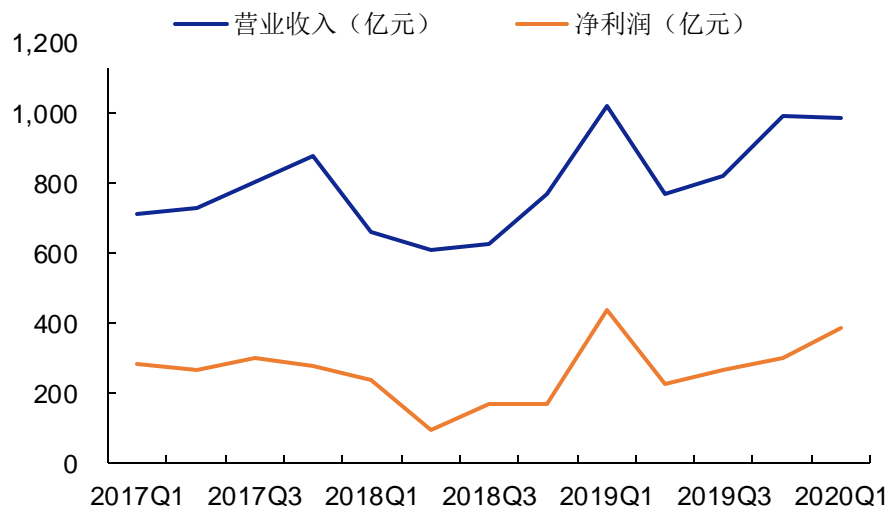
券商个股估值区间



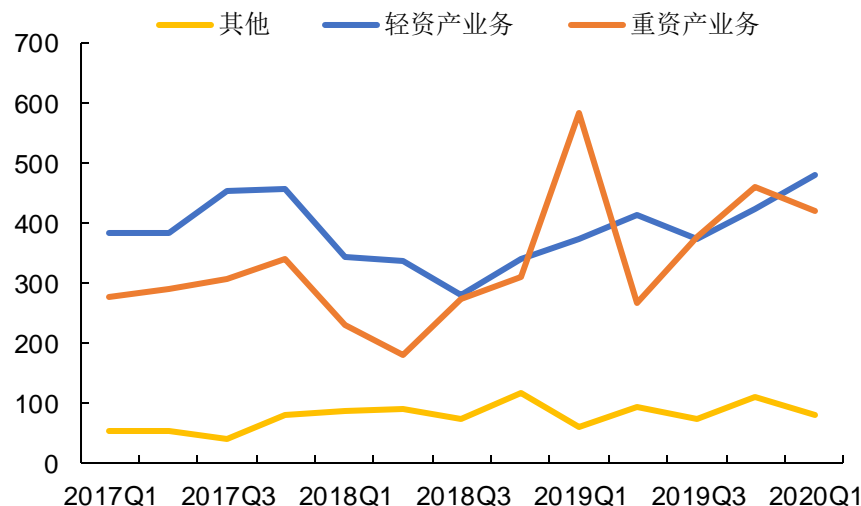
2.1. 基本面分析：盈利环比改善的现实似乎被忽视

- 我们从季度业绩表现的视角发现：券商营业收入和净利润的季度表现处于环比上升的趋势之中，但股价表现与业绩改善的趋势之间存在背离。
- 基本面与股价的背离反映市场更倾向于对券商股“未来业绩成长预期”做评估，但忽略了券商业绩正在逐步改善的事实。这种“基本面改善”和“估值下降”的背离令券商股具备左侧布局的价值。

券商单季净利润连续三个季度出现回升
(单季表现, 亿元)



轻资产业务收入趋于回升，重资产业务决定弹性
(单季表现, 亿元)



2.2. 基本面分析：低利率+业务转型环境下杠杆率逐步提升

- **券商杠杆率处于牛市前期水平。**融资成本和经营环境改善推动券商杠杆率处于上升趋势中，2020Q1券商单季杠杆率（2.99倍）为近三年最高水平，介于2014年四季度（2.83倍）和2015年一季度（3.27倍）之间，当前券商融资成本下行和政策放松给券商加杠杆提供空间。
- **净利润率改善看行情和转型。**券商净利润率较2018年大幅回升，其变化取决于市场行情、业务转型成效和资产减值计提比例。市场行情变化是净利润波动的主要原因，资产减值计提比例随股权质押业务的妥善处置而不断改善，而业务转型处于“正在进行时”，需持续观察转型成效。
- **周转率趋势性下降系业务重资产化。**资产周转率回升到2017年的水平，但相比2014-2015年0.03-0.04次的周转水平还有明显差距。随着券商增资扩表且业务结构愈加重资产化，周转率长期仍趋于下行。
- **盈利能力驱动力判断：**提升杠杆率是低利率环境下券商提升盈利能力的重要方式，利润率表现取决于行情变化和业务转型成效，周转率短期随市波动而长期趋于下行。

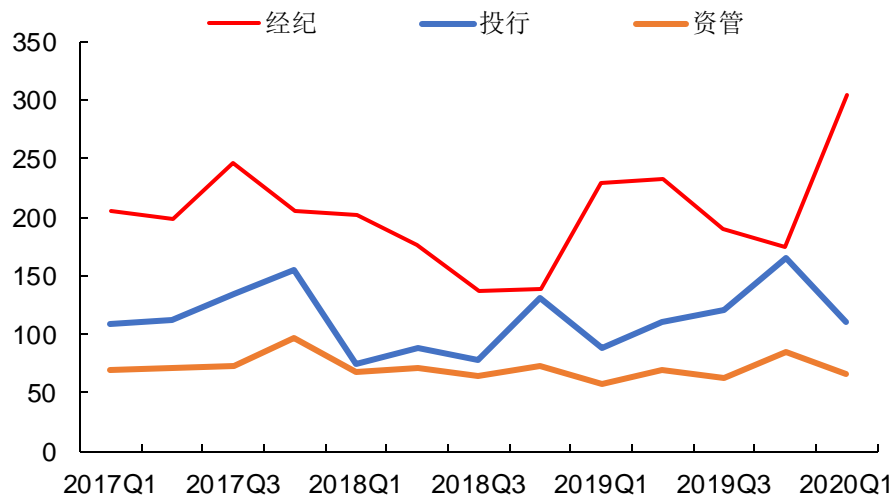
券商行业单季杜邦分析式

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
单季ROE	1.69%	1.54%	1.69%	1.53%	1.26%	0.50%	0.90%	0.90%	2.30%	1.16%	1.34%	1.50%	1.89%
杠杆率	2.61	2.59	2.66	2.73	2.76	2.81	2.80	2.79	2.84	2.89	2.90	2.92	2.99
单季ROA	0.65%	0.60%	0.64%	0.56%	0.46%	0.18%	0.32%	0.32%	0.81%	0.40%	0.46%	0.51%	0.63%
净利润率	40.0%	36.9%	37.3%	31.8%	35.7%	15.3%	26.8%	22.0%	43.2%	29.4%	32.1%	30.2%	39.5%
资产周转率	0.016	0.016	0.017	0.018	0.013	0.012	0.012	0.015	0.019	0.014	0.014	0.017	0.016

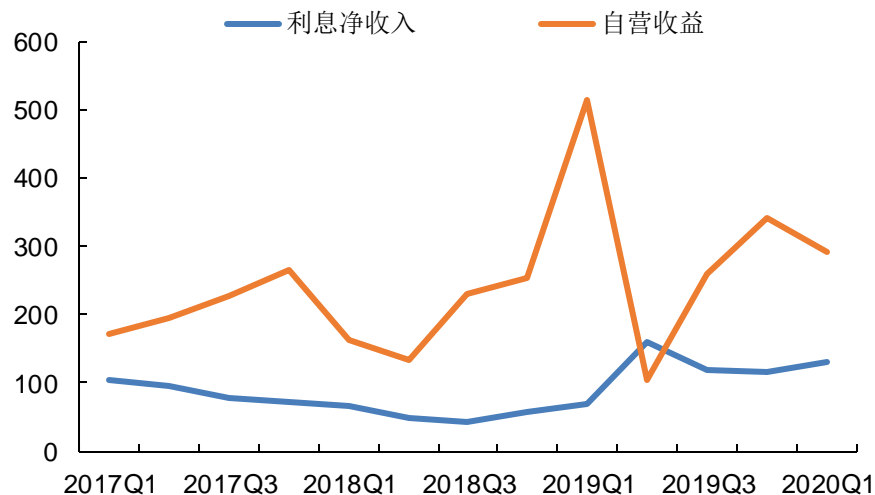
2.3. 基本面分析：券商新周期下的各业务展望

- **经纪业务**：成交额持续回升看“情绪”+“T+0”+“增量资金流入”，转型延缓费率下行。
- **投行业务**：投行规模回升趋势受疫情冲击，政策红利对中小投行项目相对利好。
- **资管业务**：当前仍处于“去通道”的转型期，总体表现平稳。
- **信用交易**：关键在两融规模及利差，其中规模的核心是需求，融资成本已经下降。
- **自营投资**：券商业绩弹性的主要来源，关注金融衍生品业务对头部券商的价值。

经纪、投行收入回暖，资管平稳
(单季表现，亿元)



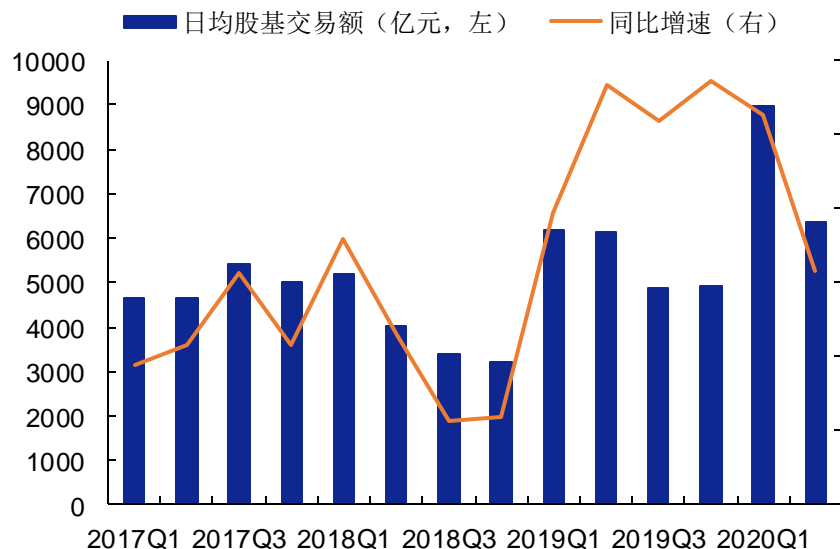
利息净收入受益于成本改善，自营决定弹性
(单季表现，亿元)



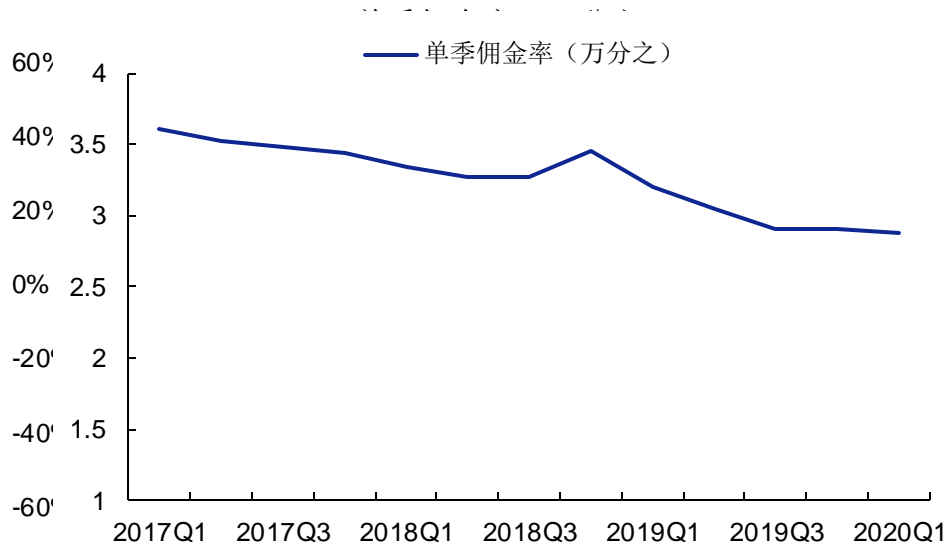
3.1.1. 经纪业务：交易量处于高位，T+0预期激活市场

- 2020年前两季度股基交易量显著增长。2020年前两季度日均股基交易额达7900亿元，同比增长24%。与前几年相比，处于高位。
- 若T+0交易政策出台将利好机构客户基础好的头部券商和互联网券商。考虑到当前A股投资者结构和投资风格，我们认为在牛市行情下T+0对于A股成交额上升的推动性比原制度更强，但券商降佣压力也更大，对券商经纪业务的实际影响仍需根据实际成交额和公司降佣力度来判断。个人投资者和量化交易投资者相对受益于T+0，因此综合来看相对利好于机构客户基础较好的头部券商和已采取低佣金策略的互联网券商。

市场交易量整体回暖



市场佣金率下降速度总体平缓



3.1.2. 经纪业务：经纪业务转型渐有成效

- **趋势：**低佣冲量的互联网经纪模式（交易互联网、产品服务标准化），高佣金的财富管理模式（买方化、定制化、协同化）。
- **互联网经纪模式。**由于互联网券商本身的成本和流量优势，佣金率下行对其边际影响较小，其交易量的增长幅度将超过降佣幅度。
- **财富管理模式。**头部券商用户基数大，借助品牌效应低佣会吸引更多潜在投资者，财富管理转型以及拓展买方投顾业务，将延缓佣金率下行速度。其中基金投顾业务试点第三批向券商开放，总体来看券商获批数量最多达7家，但券商在客户数量和质量以及渠道上处于相对劣势，发挥自身投资能力未来发展空间大。

基金投顾业务试点机构范围扩大

各类试点金融机构发展基金投顾业务的资源禀赋比较

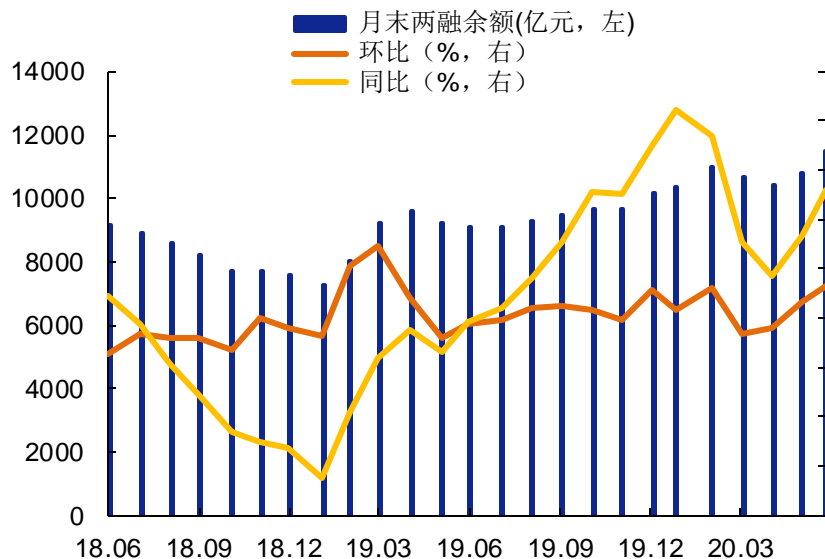
项目	互联网销售平台	券商	公募基金	银行
客户数量	较多	少	较多	多
客户质量	一般投资多	高净值客户相对少	一般投资者多	客户数量多，涵盖各种客户类型
渠道	线上渠道强，但线下弱	渠道能力中等	自有渠道弱	自有渠道强
客户服务能力	可以提供便捷的功能，但难以提供深度服务	相比银行营销能力弱，但投顾的投资咨询经验丰富	缺乏一般客户的服务经验，营销人员数量不足	具有强大的营销能力和丰富的客户服务经验
投资能力	自身投资能力较弱，需要自建团队或引入第三方投顾。	权益类产品投资能力相对更强，一线投顾能力强	投资能力较强	擅长固定收益、货币类投资；网点一线员工投资能力相对较弱
产品种类	一般配置其他公司产品，丰富	以权益为主，正在拓展产品线	丰富	以类固收、类货币、大类资产配置为主
产品风险/复杂度	多样、总体中等偏低	偏高	多样、总体中等偏低	偏低

批次	类型	机构名称
第一批 (2019.10.25)	公募基金	南方基金
		嘉实基金
		易方达基金
		中欧基金
		华夏基金
第二批 (2019.12.13)	基金销售平台	腾安基金
		盈米基金
		蚂蚁基金
第三批 (2020.3)	银行	工商银行
		招商银行
		平安银行
		国泰君安
	券商	华泰证券
		申万宏源
		中信建投
		银河证券
		中金公司
		国联证券

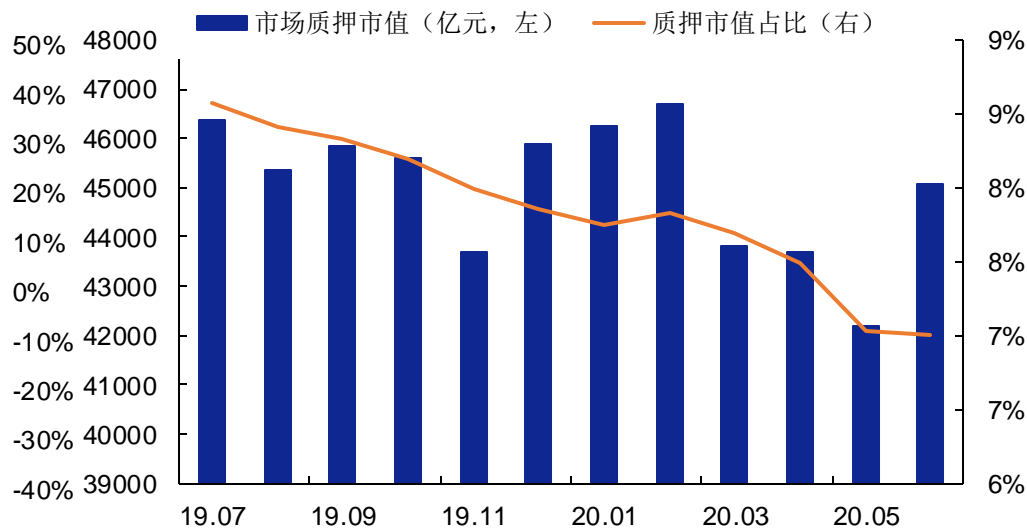
3.2. 信用交易：两融迎政策支持，股权质押风险改善

- **两融业务规模提升。**科创板开板后，全市场融券余额占比有明显提升，创业板注册制试点、标的扩容、取消最低维持担保比例限制以及允许券商公开发行业次级债等因素可期待券商两融业务规模上涨。券商两融业务资金扩充，一旦市场行情转好，两融需求增加，券商两融业务规模将继续提升。在经纪业务佣金率下滑的趋势下，建议关注券商两融利差和规模扩大的空间。截至2020.6.23，两融余额升至11469亿元，同比+26%。
- **股权质押市场风险改善。**股权质押市值占A股比重下降至7%，风险持续改善。

两融余额未来有望提升



股权质押市值占A股比重下降



3.3.1. 投行业务：创业板注册制+新三板改革带来中小投行项目增量，边际利好中小投行

- 注册制大趋势下，头部券商项目家数、规模的领先优势预计将继续扩大，但预计未来至少三年内，精品投行将受益于中小企业投行项目增量。
- 创业板注册制改革下，中小企业将迎来上市潮，为中小精品投行带来机遇。虽然头部券商在创业板优势依然明显，但中小券商凭借其区域优势，为地区性中小企业提供特色化的服务，将成为创业板、精选层的主力军。民生、国信、国金项目储备较为靠前，国元、国金、东兴、东莞等中小券商的项目储备量对公司业绩改善意义重大。
- 新三板转板制度出炉。精选层挂牌满一年，且符合上市条件的新三板企业，将可直接申请赴上交所科创板，或深交所创业板上市。

创业板注册制受理情况（截至6.24）

保荐机构	项目数
国金证券	7
中信建投	7
长江证券	4
东莞证券	4
华泰联合证券	4
民生证券	3
其他	21
合计	50

上市券商投行收入占比

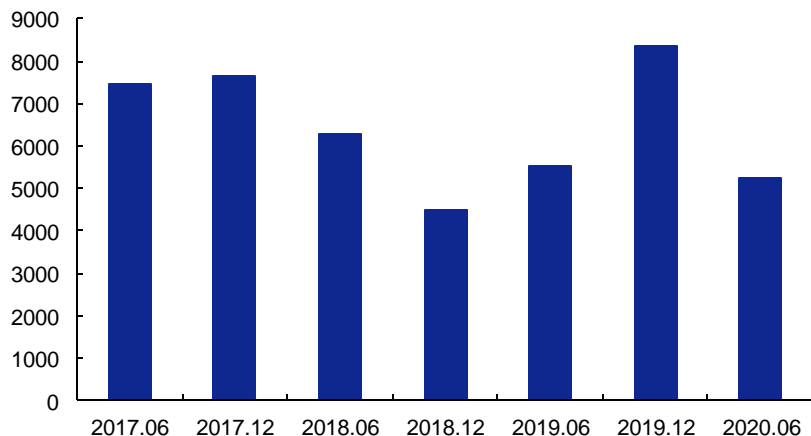
证券简称	近三年投行收入占比	证券简称	近三年投行收入占比
中信建投	28.3%	中泰证券	10.8%
国金证券	23.9%	南京证券	10.6%
东兴证券	21.8%	中信证券	10.1%
华林证券	21.1%	中银证券	9.8%
天风证券	18.8%	华泰证券	9.6%
第一创业	16.7%	国泰君安	9.6%
长城证券	16.4%	兴业证券	9.3%
西南证券	15.2%	广发证券	9.1%
东吴证券	15.0%	山西证券	8.8%
国海证券	13.0%	东方证券	8.8%
光大证券	13.0%	中原证券	7.8%
国信证券	12.9%	浙商证券	7.8%
国元证券	12.6%	财通证券	7.0%
招商证券	12.6%	方正证券	6.7%
长江证券	12.4%	申万宏源	6.5%
西部证券	12.4%	华安证券	5.2%
海通证券	11.6%	东北证券	4.5%
太平洋	11.4%	红塔证券	4.4%
华西证券	11.2%	中国银河	4.1%

资料来源：深交所，Wind，安信证券研究中心

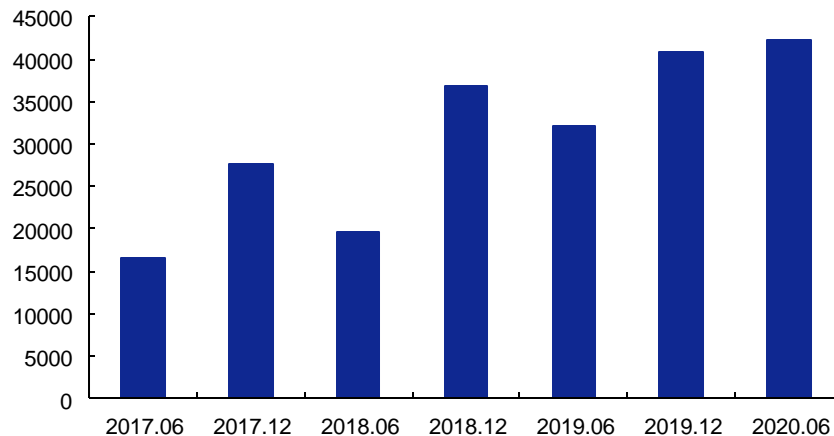
3.3.2. 投行业务：再融资和债券承销规模稳步提高

- **再融资规模有望回升。**今年以来，再融资规模5232亿元，同比减少5%。2月14日再融资新规落地，增加发行对象数量，降低发行条件、发开减持限制等，刺激再融资规模稳步增加；5月15日证监会主席易会满表示将继续贯彻注册制理念，将再融资审核重点聚焦到关键发行条件上，适时发布再融资审核指引，增强市场预期性；推进再融资分类审核，对优质上市公司定向增发进一步优化流程，提高效率。
- **债券承销规模显著增长,头部“马太效应”明显。**今年以来已有100家券商参与债券承销业务，债券承销总额达4.23万亿元，与去年同期债券承销总额3.17万亿元相比，同比增长33%，平均单只债券承销额达到3.1亿元。排名前十券商合计承销债券2.44万亿元，占市场份额的57.7%，比去年同期低了4.8个百分点，其中中信和中信建投双双突破5000亿规模。结构上看，公司债最火热，承销规模达1.59万亿元，占比38%。预期下半年债券承销规模将会进一步扩大，成为券商投行业务业绩增长的主要驱动力。

2017-2020.6再融资规模（亿元）



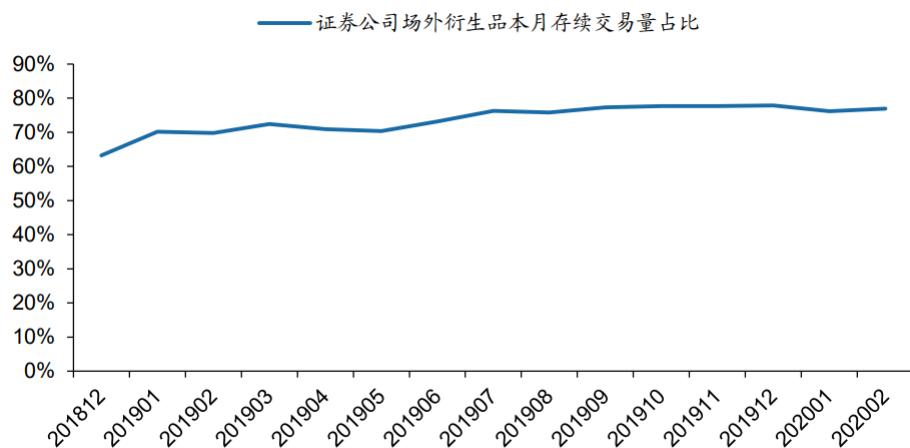
2017-2020.6债券承销规模（亿元）



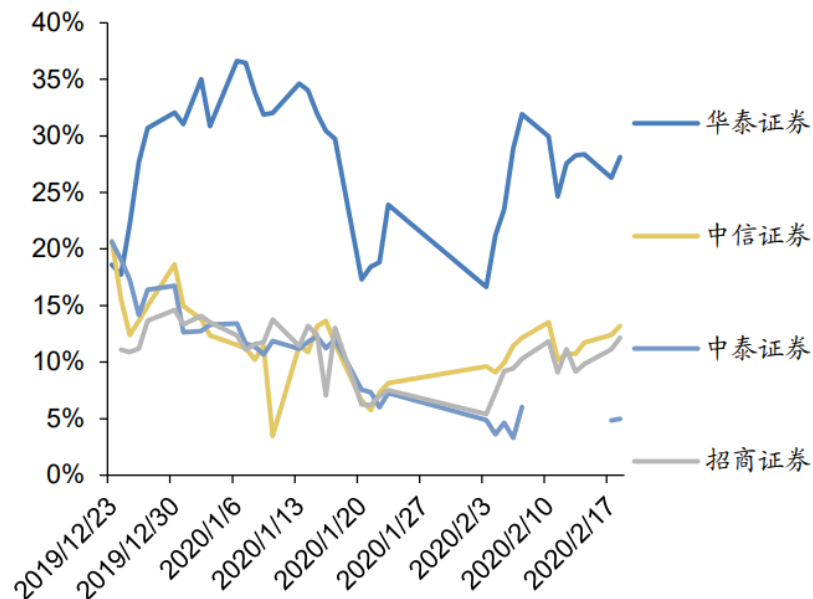
3.4. 自营业务：权益投资改善成为利润弹性主要来源

- **业务模式和投资方向的分化。**券商业绩弹性主要来源于传统的重资产业务，尤其是自营业务。近些年受不同市场价格波动和处于稳定的考虑，券商自营业务增量部分倾向于投资于债券市场，中小券商配置策略相对灵活而头部券商追求稳定或转型交易投行。
- **交易投行模式成为头部券商的首选转型方向。**交易投行模式在合理对冲的前提下收益较为稳定，不易受市场价格方向性波动的影响。其中权益衍生品业务ROE和集中度较高，龙头优势明显——根据协会数据，无论是场内还是场外衍生品业务，市场集中度均在80%以上，上交所沪深300ETF期权交易前5名券商占比处于40%以上。

一季度末TOP5证券公司场外衍生品存续交易量占比



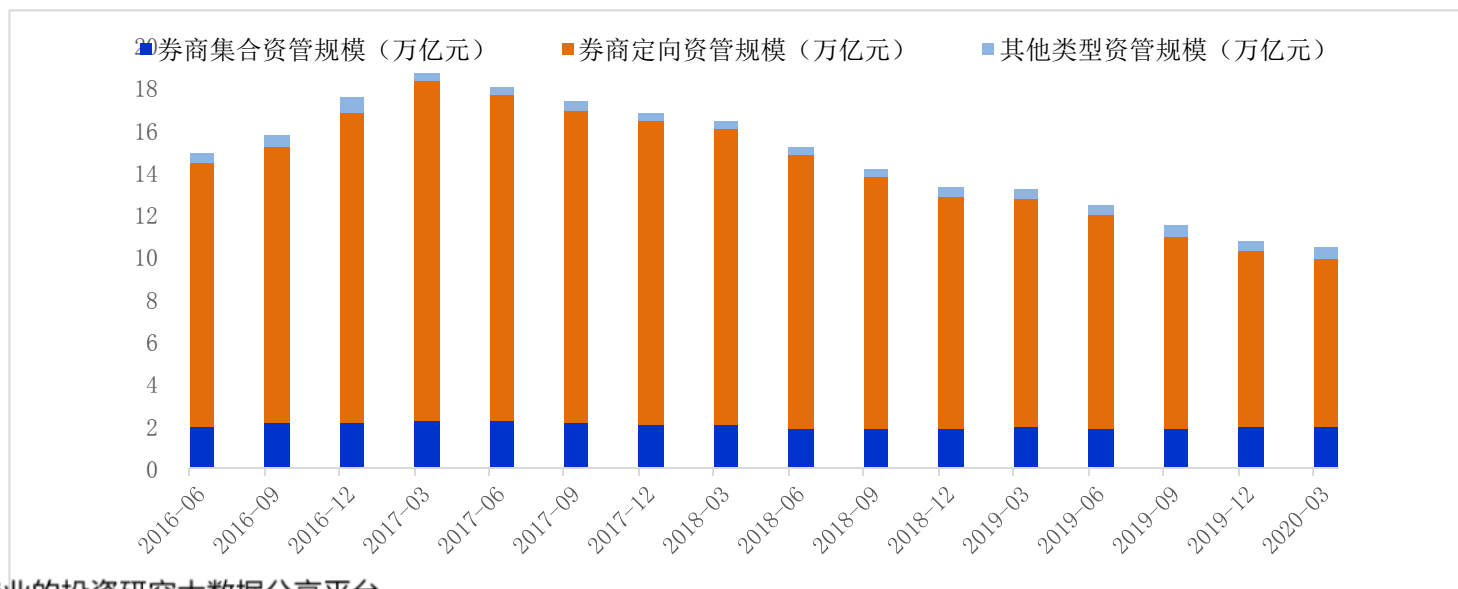
上交所沪深300ETF期权交易占比



3.5.1 资管业务：规模仍趋于下降，主动转型大势所趋

- 资管规模的降幅在缩小。2020Q1券商资管规模降至10.5万亿元，较年初下降2.7%。其中占比最大的定向资管规模较年初下降至8万亿元。我们认为资管新规细则出台后，监管对于去通道的态度有所缓和，未来2-3年券商定向资管规模压缩幅度可能缩小，经营压力略有减轻。部分头部券商大集合产品公募化取得一定进展，但短期难阻资管净值下降的趋势。
- 券商模式分化，出现“主动管理模式”、“公募化转型”和“资管+另类+实业”三种发展模式。

资管规模降幅缩小但仍存压力



3.5.2. 资管业务：公募REITs带来新空间

- 我国基础设施规模庞大，约有几十万亿的体量，市场发展充满想象空间，参照美国公募REITs市场占GDP规模的比例，中国公募REITs市场未来可达6万亿元。公募REITs巨大的规模将为券商资管提供新业务空间。1) 预计首批将聚焦优质项目，优先支持重点区域的重点产业；2) 首批现金流稳定的优质资产将带来较低的分红收益率；
- 具有存量资产ABS产品设计、管理和营销经验的券商将具有先发优势。直接持有公募牌照的华泰证券、渤海汇金以及通过控股的公募基金间接持有公募牌照的中信证券、招商证券，公募REITs试点这些券商必定是最有希望成功发行公募REITs产品。特别是计划管理人、承销商双料第一的中信证券，将拥有巨大的先发优势。

海外REITs成交额及市值

	美国	日本	新加坡	中国香港
交易所总市值 /日均成交额	~43万亿美元/ 3200亿美元	~574万亿日元/ 3万亿日元	~9378亿新元/ 12.58亿新元	~383,620亿港币/ 1,133亿港币
REITs板块市值/占比	1.1万亿美金 / 3%	~12万亿日元 / 2%	1119亿新元 / 10%	约2,080亿港币 / 0.7%
REITs板块日均成交额 /占比	101亿美元 / 3%	3600亿日元 / 3%	约3.4亿新元 / 27%	约8.08亿港币 / 0.7%
REITs数量	240	63	43	13
综合年化回报（2010~2019）	9.00%	12.0%	10.8%	11.5%
股息率	4%	3.5%~4%	3.7%~4.3%	5%~7%
日本、新加坡、中国香港三地REITs合计：2,924亿美元，仅为美国1/5				

4. 政策变化：政策红利在不断释放

2012-2013与2018.10以来证券业政策比较

	2012-2013改革	2018.10-2019改革	2020年政策（含意见稿）	未来展望
经纪业务及相关	降低手续费率	券商收取佣金不得低于经纪业务服务成本	拟推出“单次T+0”交易	机构投资者佣金率有下行压力；投顾业务成为证券公司财富管理转型破局关键
	放开营业部地域限制和推动组织创新	基金投顾业务试点	券商开启基金投顾试点	
	代销金融产品范围扩大	放行券商交易系统外接	期权交易限额放开	
	证券账户支付功能开通	推出多品类期货、期权产品	创业板交易新规	
	允许非现场开户	获PB业务资格券商扩容		
	允许券商开展托管业务			
投行业务及相关	中小企业私募债推出	科创板和沪伦通落地	研究创业板注册制方案	注册制向创业板、主板开启试点，退市制度优化，并购重组放开
	新三板扩容	推进注册制改革	再融资新规出炉	
	新股发行和退市制度改革	再融资政策放松	新三板改革	
	资产证券化业务由试点转为常规	并购重组市场化改革		
	非金融企业债券承销资格放松	优化退市制度		
信用交易业务及相关	转融通业务推出及两融标的的扩容	两融标的的扩容，取消硬性保证金比例限制，转融费率降低等	降息降准，降低市场融资成本	融券规模扩大，股权质押窗口指导放松
	质押式业务放开，约定购回业务扩容	实施股权质押纾困政策		
自营业务及相关	自营投资范围放开	拟推出新金融衍生品工具	正式推出沪深300股指期货	金融衍生品进一步丰富
	允许设立直投、另类子公司和相关产业、并购直投资基金	要求必须以2~5%的比例跟投科创板项目		
资产管理业务及相关	加快产品创新，放松定向资管限制	放松资管新规，推进大集合产品公募化	公募Reits试点	券商资管对接投顾业务
跨境业务	增加QFII，RQFII和QDII额度；推出跨境ETF	取消外资投资额度限制，尝试推出CDR、沪伦通，扩大券商境外衍生品、外汇业务试点等	放松QFII额度	CDR落地、沪伦通东向业务落地
风险监管制度	净资本和风险资本计算标准放松	净资本和风险资本计算标准放松	并表管理试点，降低风险系数	-
融资	负债经营渠道放宽	头部券商获流动性支持	推动优质金融资产整合	融资成本降低，券商之间并购更为市场化，外资带来“鲶鱼效应”
	券商设立和审批机制放开	外资持股比例和经营范围限制放松	允许公开募集次级债	
	支持证券公司上市和重组	券商股东资格规范	外资券商牌照获批	
员工激励	允许开展员工持股计划	鼓励实施股权激励计划	头部券商推出股权激励计划	薪酬更为市场化

4.2. 政策变化：混业经营趋势在路上

- 混业经营可能在未来实现，但混业竞争已是值得注意的事实，银行系券商能起到一定“鲶鱼效应”，但要冲击头部券商地位还言之尚早。
- 从制度上看，混业经营仍存在制度上的局限，预计未来较长一段时间仍将是“分业经营、混业管理”的状态；在混业经营未实现之前，其区别于其他券商最核心的竞争力“低负债成本”并不能实现。
- 从业务角度看，券商在经纪、两融、权益类投行等方面具有牌照优势，可在一定程度上与银行形成互补，但同时也是初创银行系券商所必须面临的行业壁垒。
- 从中银国际证券的经营情况来看，我们认为初创的银行系券商的优势和劣势分别体现在：
 - 优势在于偏好固收类投资的机构客户资源、大企业资源丰厚，因此在通道类、固收类资管业务、类贷款的股权质押业务方面相对有优势。
 - 劣势在于重资产业务并不能享受到银行低成本资金优势（受监管限制），人才激励和风控体系偏银行风格，对人才吸引力相对不足；母子公司可能存在利益冲突。

中银国际证券核心指标行业排名

类型	项目（单位：名次）	2016年	2017年	2018年
财务指标 排名	净资产	44	42	38
	营业收入	35	30	28
	净利润	35	24	20
	ROE	25	7	11
	成本管理能力	18	6	8
	净资本	37	37	36
	权益乘数 （扣除客户保证金）	49	43	48
	代理买卖证券业务收入 （含席位租赁）	35	36	36
	客户资产管理业务收入	22	17	11
	投资银行业务收入	35	34	46
业务 排名	融资类业务收入	30	24	22
	其中：两融业务收入	25	25	30
	股权质押收入	39	22	17
	证券投资业务收入	60	50	54

5.1. 券商盈利预测

券商盈利预测

单位：亿元	历史 2019A	预测					
		乐观		中性		悲观	
		2020E	YoY	2020E	YoY	2020E	YoY
一、经纪业务净收入	788	1093	39%	920	17%	732	-7%
日均交易额	5600	8000	54%	6500	25%	5000	-4%
佣金率	0.029%	0.028%	-10%	0.029%	-7%	0.030%	-3%
二、利息净收入	464	633	36%	595	28%	500	8%
两融余额	10193	13500	32%	12000	18%	10000	-2%
表内股票质押待回购余额	8800	7500	-15%	7000	-20%	6000	-32%
三、自营收益	1221.6	1800	47%	1575	29%	1350	11%
自营资产规模	40607	45000	11%	45000	11%	45000	11%
综合收益率	3.0%	4.0%	33%	3.5%	16%	3.0%	0%
四、资管业务净收入	275	296	8%	296	8%	245	-11%
定向资产管理规模	91189	72951	-20%	72951	-20%	63832	-30%
集合资产管理规模	18970	19919	5%	19919	5%	18022	-5%
专项资产管理规模	4934	5920	20%	5920	20%	5427	10%
五、投行业务净收入	377	615	63%	533	41%	418	11%
IPO承销额	2532	3500	38%	3000	18%	2500	-1%
再融资承销额	12791	20000	56%	18000	41%	15000	17%
债券承销额	10492	15000	43%	13500	29%	12000	14%
六、其他业务收入	479	550	15%	520	8%	500	4%
收入合计	3605	4987	38%	4438	23%	3744	4%
净利润率	34%	35%	-	35%	-	32%	-
利润合计	1231	1745	42%	1553	26%	1198	-3%
ROE	6.1%	8.2%	-	7.3%	-	5.9%	-

5.2. 投资建议

- **投资建议：**2020年下半年看多券商股（预测有绝对收益和相对收益），配置龙头、精选个股、左侧布局。上半年券商股估值与沪深300和创业板指出现走势背离，与持续改善的业绩出现背离，但证券行业持续出现政策利好且改革日渐深化，这种背离本身不符合价值规律。疫情后的中国经济处于复苏阶段，短期市场信心回升下券商贝塔属性凸显，券商单季利润持续改善给予配置的理由。中长期来看政策层面利好券商业务创新和存量业务转型，券商ROE有望持续提升。
- **核心观点：**
 - **从行业基本面角度：**2018年底以来证券业政策红利频出，券商单季盈利指标正在逐步改善，但估值表现与基本面产生背离，这种“基本面改善”和“估值低迷”的背离令券商股具备配置的价值。券商正在发生的边际改善是：业务增量空间打开、融资利率下降、减值风险降低；未来券商可关注三大转型方向是：金融衍生品、买方投顾和注册制投行。
 - **从公司基本面角度：**券商分化日益明显，头部券商向国际投行模式转型，凭借融资成本优势和布局创新业务带动盈利能力不断回升，其中杠杆率提升可能是主要驱动力；中小券商继续探寻特色化路线，更具业绩弹性，一般行情下关注行业精品投行，大涨行情下关注权益自营弹性较大的中小券商。
- **推荐个股：**行业投行能力领先的龙头券商（中信证券/华泰证券）
投行能力相对突出的精品投行（关注：国金证券）
受益于T+0政策的互联网模式券商（关注：东方财富）
关注低流通市值的券商次新股。
- **风险提示：**
疫情防控不及预期
经济复苏低于预期
政策变化风险

2.保险篇

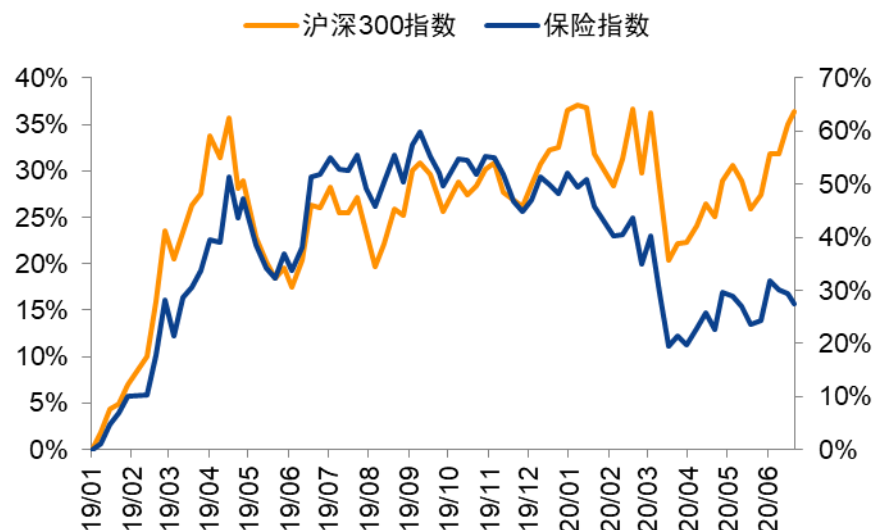
短期负债端承压，长期成长性不改



6.1. 股价回顾：上半年保险板块跑输大盘

- 表现回顾：2020年以来保险股股价表现不佳，年初至今保险股下跌15%（中国平安-13%/中国人寿-19%/中国太保-24%/新华保险-8%/中国人保-14%），相较于沪深300指数（+1%），跑输17%。
- 解读：保险股今年整体表现跑输大盘，主要原因：1) 受疫情影响，线下新单展业无法正常开展，新单保费大幅下滑，负债端承压。2) 长期利率下行、权重股承压导致资产端收益乏力。

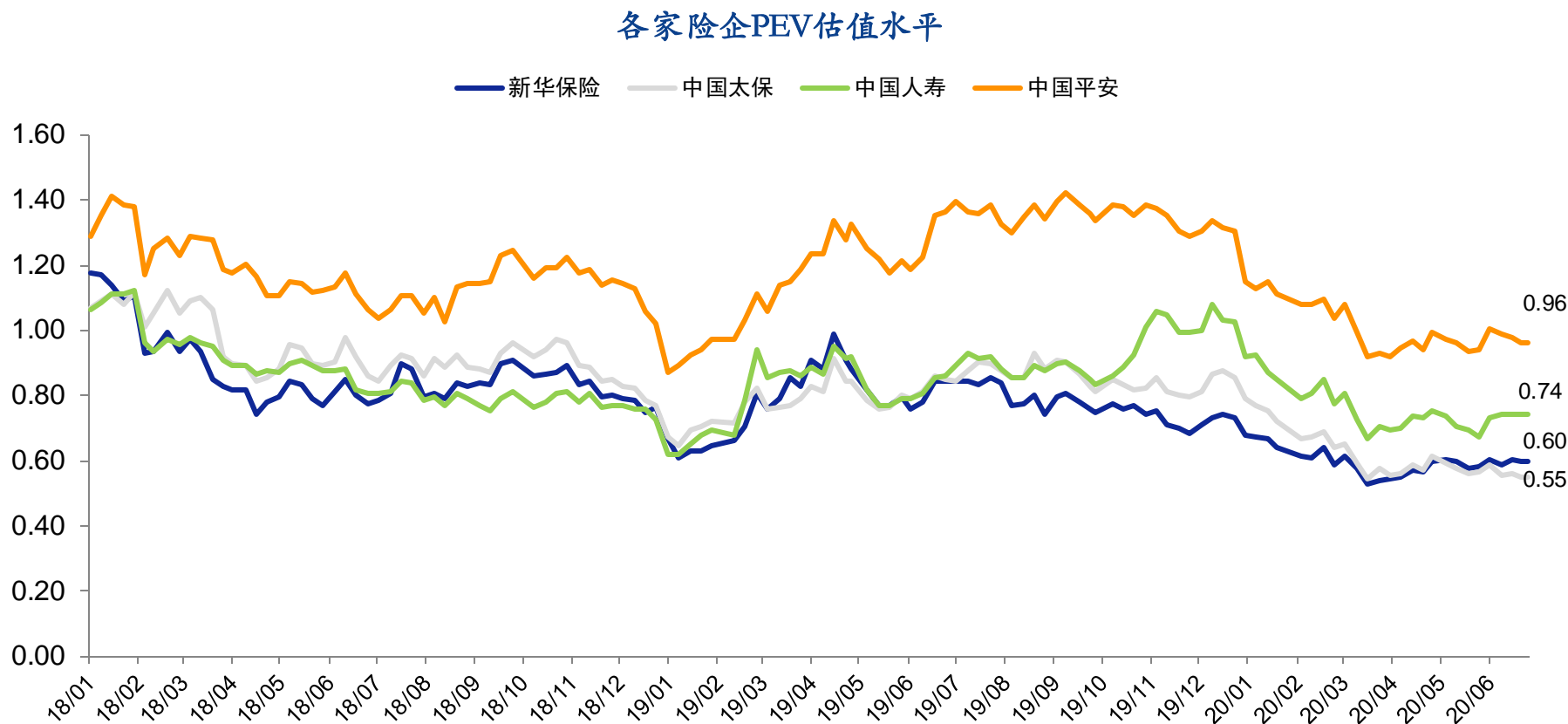
2019-2020年保险股与沪深300走势图



指数	2018Q3	2018Q4	2018年表现	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019年表现	2020Q1	2020Q2	2020年表现
保险指数绝对收益	18%	-17%	-21%	34%	19%	-1%	-1%	46%	-20%	6%	-16%
相对沪深300相对收益	19%	-5%	4%	4%	17%	0%	-8%	13%	-11%	-7%	-17%
相对创业板相对收益	27%	-6%	7%	-2%	26%	-8%	-10%	6%	-25%	-22%	-49%

6.1. 股价回顾：估值水平处于历史低位

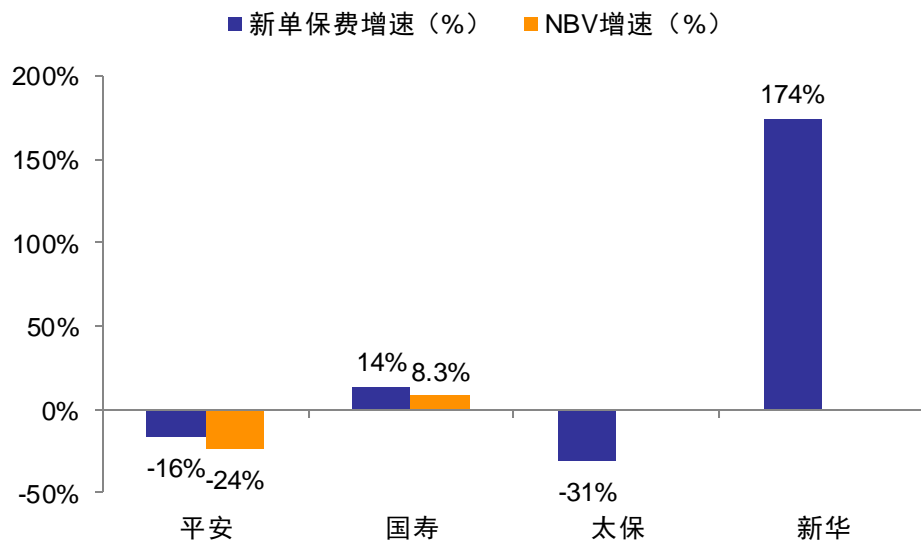
- 平安、国寿、新华、太保股价对应2020年P/EV分别为0.96倍、0.75倍、0.55倍、0.6倍,已经基本反映市场悲观预期,均处于历史低位。



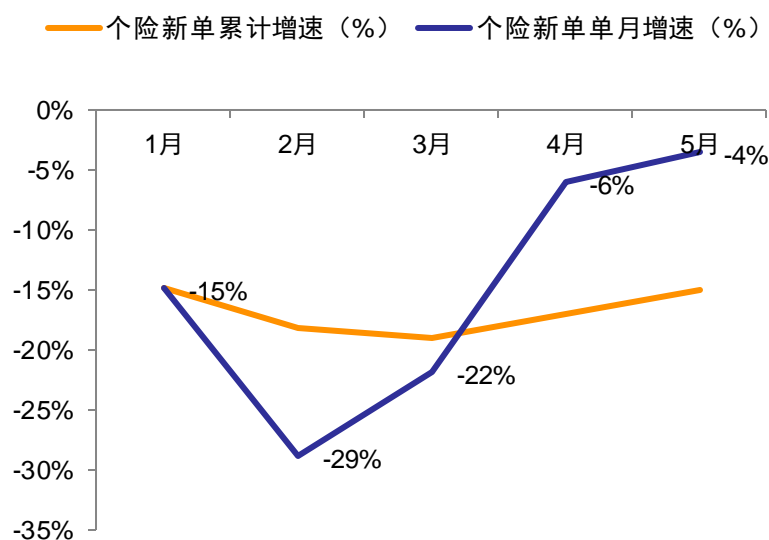
6.2. 负债端：疫情影响显著，NBV保持逐步修复

- 疫情影响显著，NBV表现有所分化。受疫情影响，代理人线下展业受到较大影响，其中平安、太保Q1个险新单销售同比下滑16%、31%，加之一季度高价值率产品销售受阻，平安Q1NBV增速为-24%。国寿与新华由于做大人力规模、提前启动开门红以及投放银保趸缴规模，因此新单同比增长16.5%和174%，从而国寿NBV实现+8.3%。
- 新单呈现弱复苏态势。以平安为例，从新单增速来看，受疫情影响以及同期基数因素，2、3月份新单同比下滑29%、22%，新单下滑显著。而4、5月份新单单月同比增速缩窄至-6%、-4%，新单呈现弱复苏态势。这一方面受居民可支配收入缩紧，大额支出意愿减弱，另一方面受疫情反复，代理人线下展业受限，潜在投保人因防疫降低投保接触意愿。

险企NBV及新单增速 (%)



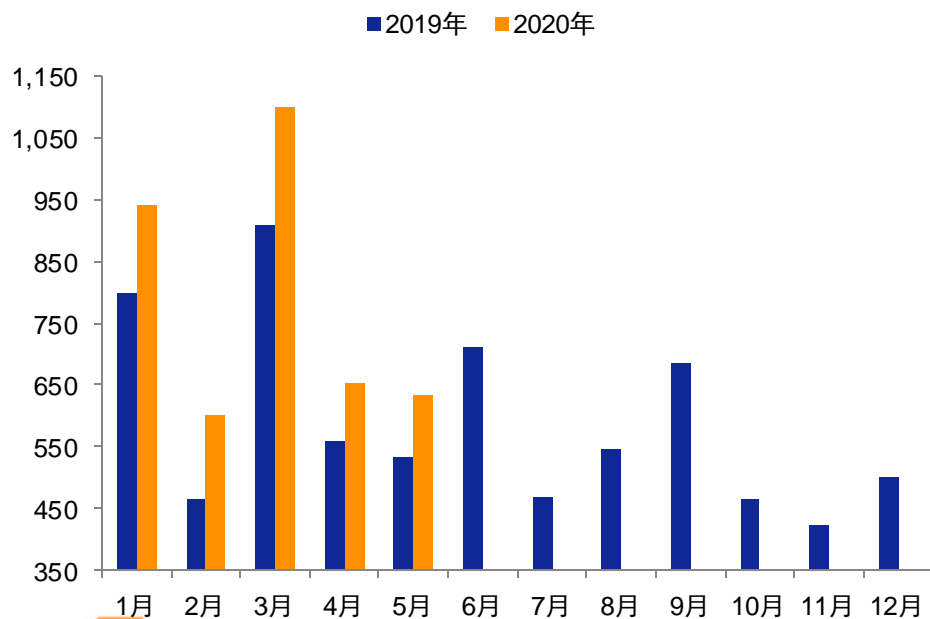
平安新单单月及累计增速 (%)



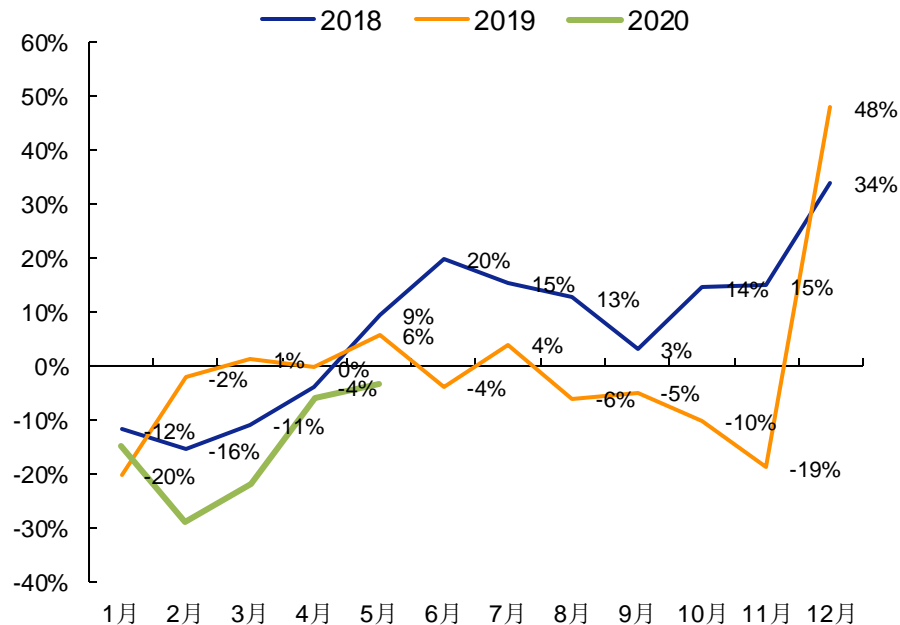
6.2. 负债端：健康险保持高增，行业整体逐步修复

- 从行业保费来看，5月五家上市险企共实现寿险保费收入1018亿，同比增长12%，继续实现两位数增长。前5月份保费增速：新华保险(32%)>中国人寿(15%)>太保寿险(0.04%)>人保寿险(-6%)>平安寿险(-7%)。
- 疫情提升健康意识，健康险保费保持高增速。其中，健康险保费保持20%增速，前5月份健康险保费3927亿元，同比增长20%。从2013到2019年，除2017年结构性调整外，健康保险年保费增速均保持两位数高速增长。

健康险单月保费



平安单月新单增速 (%)

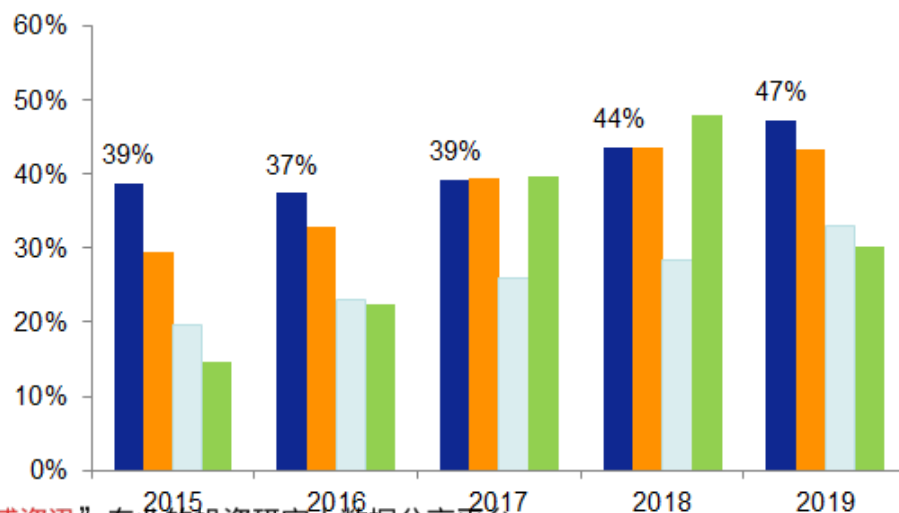


6.2. 负债端：NBVM下滑，价值率提升面临压力

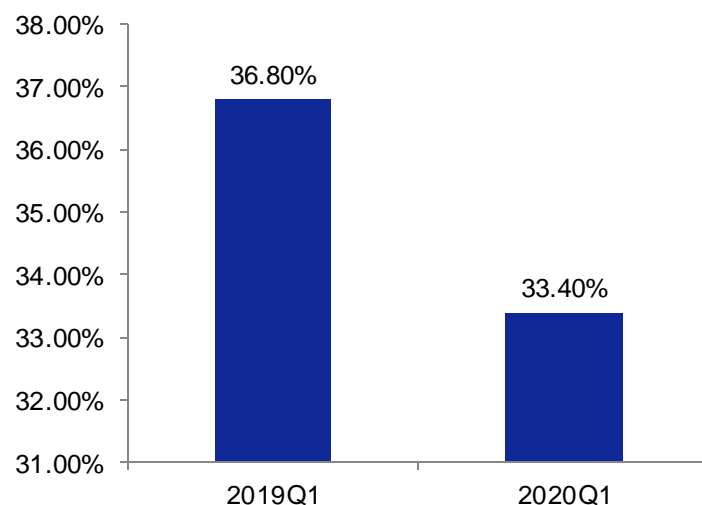
- 保障型产品销售承压，NBVM下滑。受线下展业受阻，对于产品销售结构也产生影响，平安Q1新业务价值率同比下滑3.4个pct。除了防控疫情而导致近距离接触减少，疫情影响一定程度影响保险公司培训、早会、动员会等有效管理代理人的手段，有效推动力不足，保障型产品销售有所承压，也导致整体NBVM的下滑。
- 行业整体竞争加剧，NBVM提升面临瓶颈。过去几年，受134号文影响以及居民保障意识提升，险企加大个险渠道转型，推动产品结构改善，进而提升新业务价值率。NBVM的提升也成为了推动NBV增长的主要驱动力。随着市场价格战日益激烈，加之疫情影响犹在，如平安等险企的NBVM提升逐步面临一定的瓶颈。

险企NBVM (%)

■ 中国平安 ■ 中国太保 ■ 中国人寿 ■ 新华保险



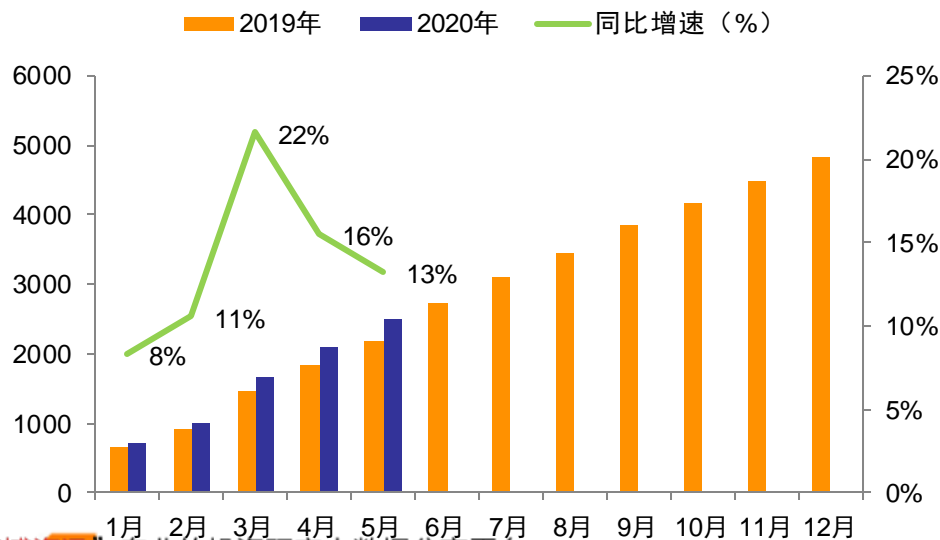
中国平安NBVM (%)



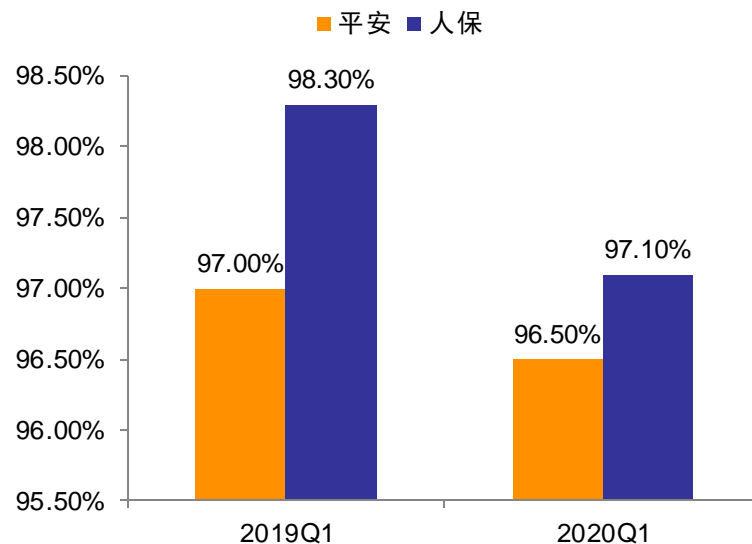
6.2. 负债端：财险保费复苏显著，非车险保持高增长

- 车险迎来复苏，非车险保费维持高增长。今年前5月，产险公司原保险保费收入4961亿元，同比增长15%。其中平安财、人保财、太保财同比增长9.6%、3.5%、12%。其中，车险经历一季度低估，4、5月份呈现显著回升态势，一定程度受益于新车销售量在4月和5月恢复增长，车险保费前5个月同比增长2%。而非车险业务整体维持两位数以上增长，其中农险、责任险保持高增长，而受经济增速下滑导致违约率提升以及监管趋严，保证险规模增速显著下滑。
- 截止Q1，平安财、人保财综合成本率分别下滑0.5 pct、1.2pct.，其中主要受益于疫情影响，外出锐减导致车险赔付率下滑，推动综合成本率下滑。

非车险保费及增速 (%)



险企综合成本率 (%)



6.3.资产端：利差损引发市场担忧，长端利率企稳修复估值水平

- **利率企稳回升，推动估值水平回升。**今年一季度，受长端利率快速下行叠加权益市场波动，导致市场对于利差损担忧加剧，也是另一大导致险企大幅下跌的主要原因之一。随着4月份以来，长端利率逐步回升2.8%，利差损担忧有所减弱。考虑到央行后续货币政策边际宽松空间有限，长端利率短期快速下行压力可能性较小。
- 据测算，当长期收益率下调 50BP，中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿内含价值分别需下调 4.7%、6.8%、7.6%、8.6%。其中，中国平安2019 年分红险、万能险、传统寿险、长期健康险、意外及短期健康险、年金、投连险规模保费占比分别为 29.3%、16.7%、19.5%、17.5%、9.1%、0.2%，整体利率敏感性低于国内同业险企。

十年期国债收益率（%）



各家险企对于50BP投资收益减少的敏感性

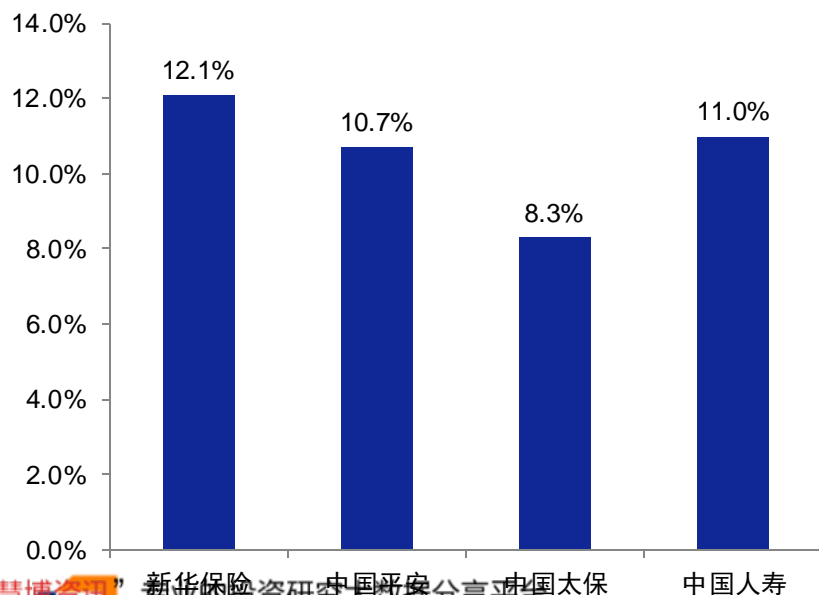
	有效业务价值变动	新业务价值变动
中国太保	-15.50%	-13%
新华保险	-18.20%	-11.40%
中国人寿	-17.50%	-15.10%

	内含价值变动	新业务价值变动
中国平安	-7.70%	-9.40%
友邦保险	-0.50%	-4.70%

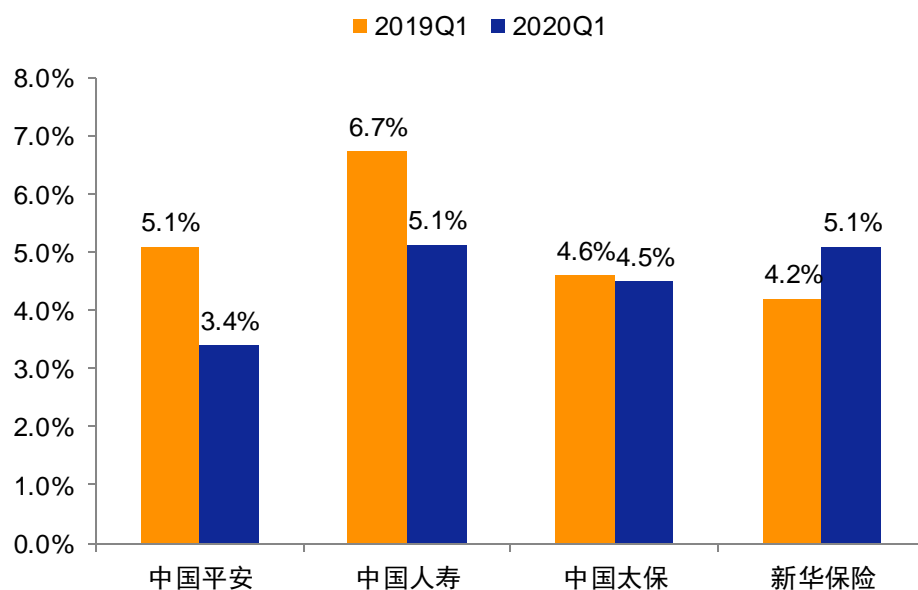
6.3.资产端：险企投资收益表现平平

- 险企总投资收益率整体有所下滑。截止今年1季度，受疫情影响，加之金融、地产等权重板块表现偏弱，险企总投资收益率较去年有所下滑，平安、国寿、太保、新华分别-1.7pct、1.6pct、-0.1pct、+0.9pct。

险企股基占比 (%)

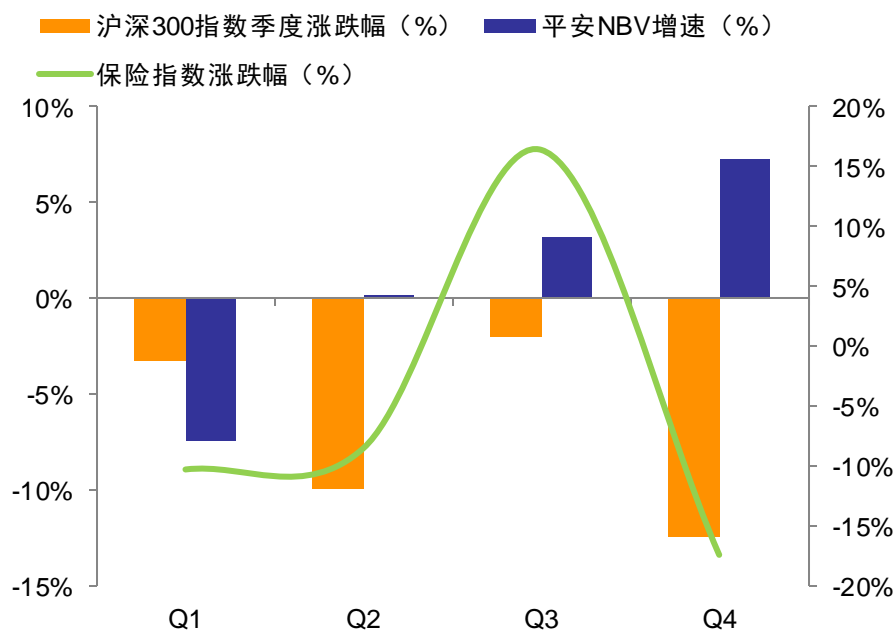
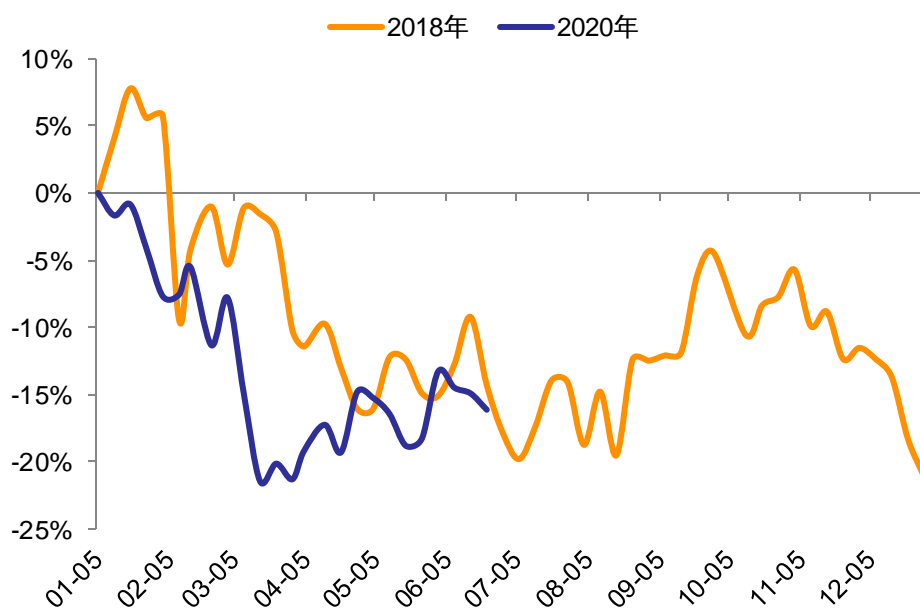


险企总投资收益率 (%)



7.1.展望：下半年负债端延续复苏态势，资产端表现成为关键

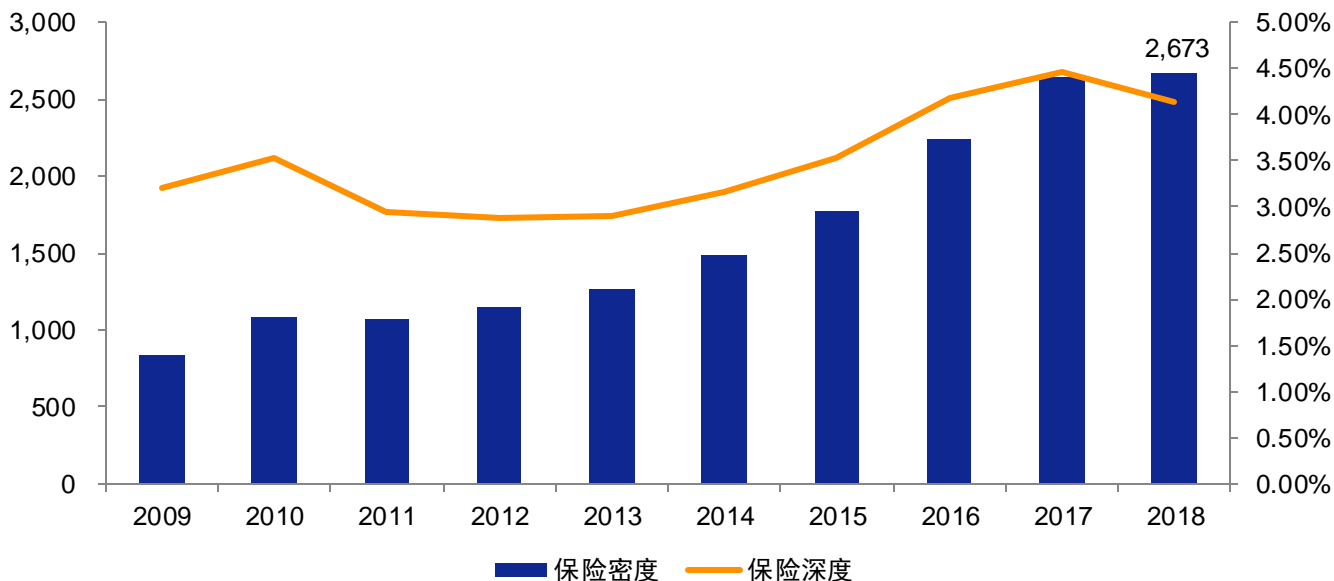
- 我们认为2020年保险行业整体基本面和所面临市场环境相似。
- 相同之处在于：1) 上半年负债端承压，2018年受134号影响导致新单锐减，2020年受疫情影响，线下展业受阻，新单锐减。2) Q1资本市场下跌，也是导致险企下跌的原因之一。
- 不同之处在于：1) 2020年Q2长端利率企稳和市场回暖，推动保险板块估值回升。2) 2018年Q3市场相对平稳，险企NBV受益于新单增速、结构改善，推动板块估值快速提升。
- 展望下半年：1) 新单增速弱复苏，价值率提升较弱，负债端呈现弱复苏，不及2018年3季度负债端环境。2) 权益表现成为左右板块走势关键，2018Q4权益市场大跌带动保险板块走弱。



7.2.展望：保障意识提升，健康险增长空间巨大

- **保障消费意识觉醒，人口基数较大**；90后保民的投保件数和保费贡献量均呈逐年上升趋势。目前，美国健康险密度就已达到4096美元/人，在2019年，我国的保险密度约为376美元，虽与1980年相比增加了5600余倍，但保险密度仍远低于发达国家，保守估计发展空间仍有6倍以上，主要原因在于我国人口基数大，且保险发展起步晚、程度低。
- **我国健康险行业增长空间巨大**。根据BCG公司测算，2023年我国中产和富裕家庭数量将达到1亿户，若按照重疾险件均保费4500元/人，医疗险件均500元/人来计，每户主力人数2位来算，未来3年复合保费增速为34.6%。

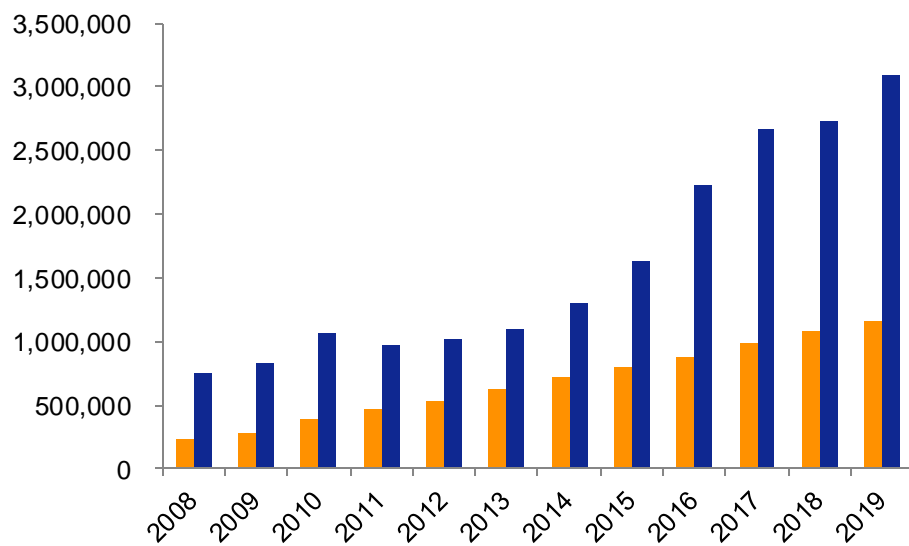
我国保险行业深度（%）与保险密度（元）



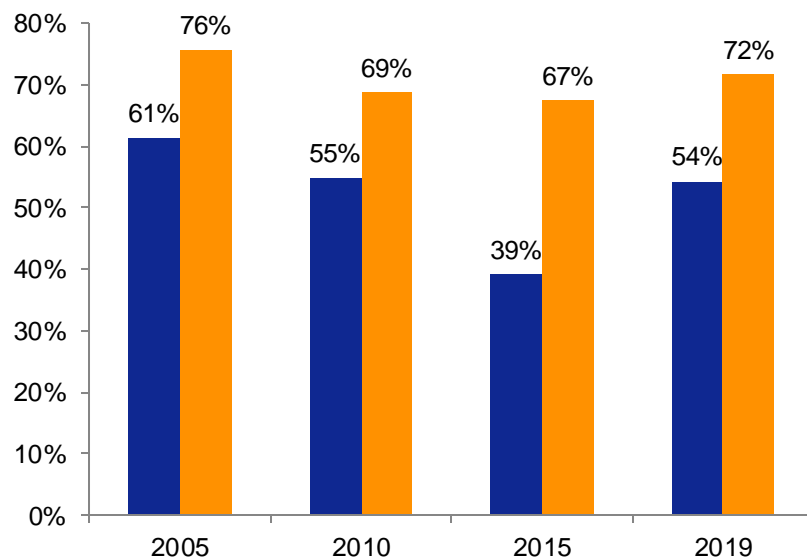
7.2.展望：竞争格局有利于龙头险企集中度提升

- 行业寡头格局，高门槛牌照价值。传统寿险公司盈利周期较长往往需要7年-8年才能盈利，而财险公司更是只有少数头部公司能够实现承保盈利。
- 保险市场行业集中度提升，精细化运营日益重要，龙头优势逐步凸显。在银保监会严监管环境之下，中小保险公司难以实现弯道超车，个险渠道的门槛使得大型保险公司占据显著优势，市场集中度有望保持稳步提升。因此，大型保险公司比拼精细化运营的情况之下，龙头险企凭借成熟的代理人体系、优质的代理人队伍、科技赋能金融等优势，市场竞争优势将日益凸显。

保险行业原保费收入（亿元）



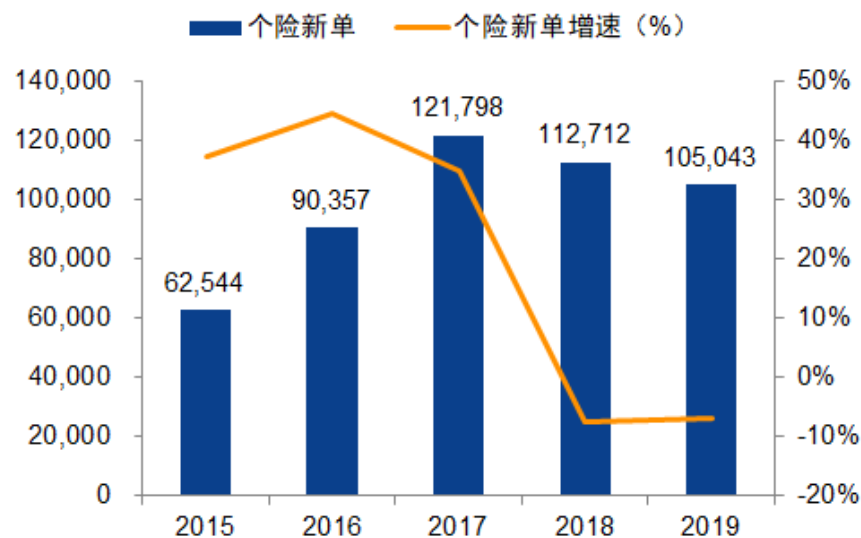
保险行业集中度（%）



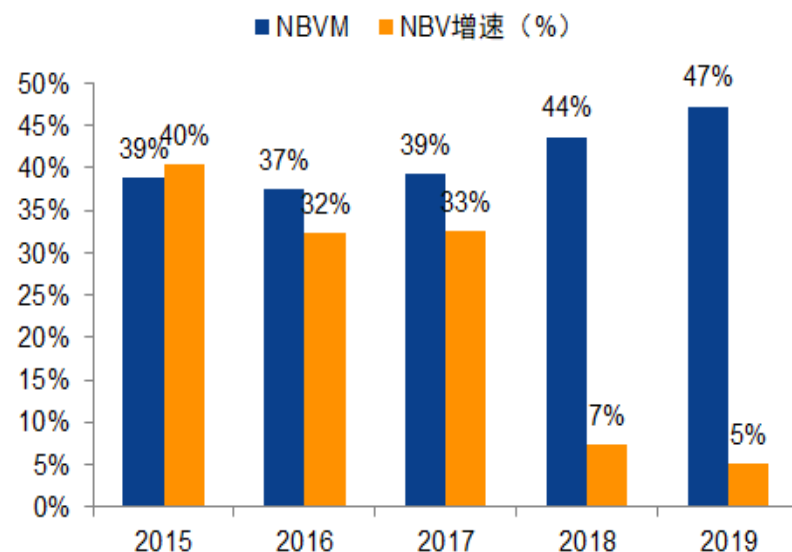
7.2.展望：短期面临转型压力，利好于长期发展

- 面临新单下滑的增速压力。自2017年10月银保监会“134号”文实施以来，监管层提倡“保险姓保、回归保障”，险企不得发行5年以下快返型的理财型保险产品，险企不断聚焦价值转型，加大对于保障型产品销售力度，短期行业面临新单增速压力。
- 淡化开门红，坚定价值转型。相较于同业，平安深化价值转型更为坚决，淡化开门红、淘汰落后人力、优化产品结构,因此，2018年-2019年新单增速同比下滑7.5%和6.8%。

中国平安个险新单（百万元）及增速（%）



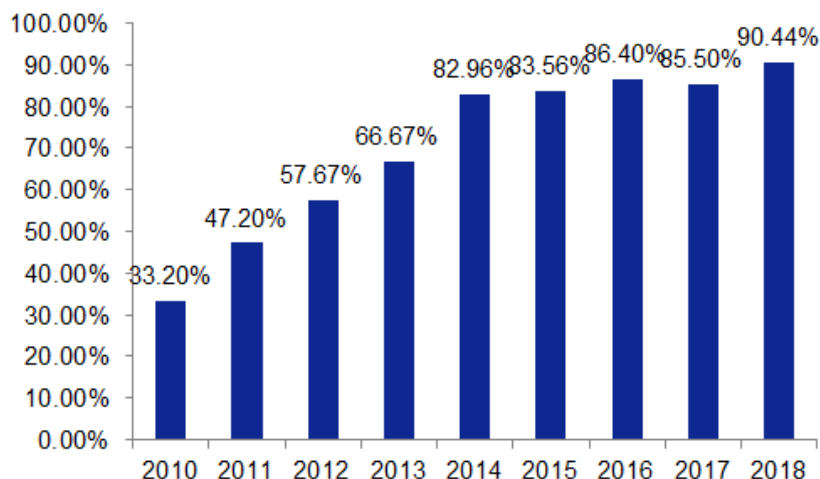
中国平安NBVM及增速



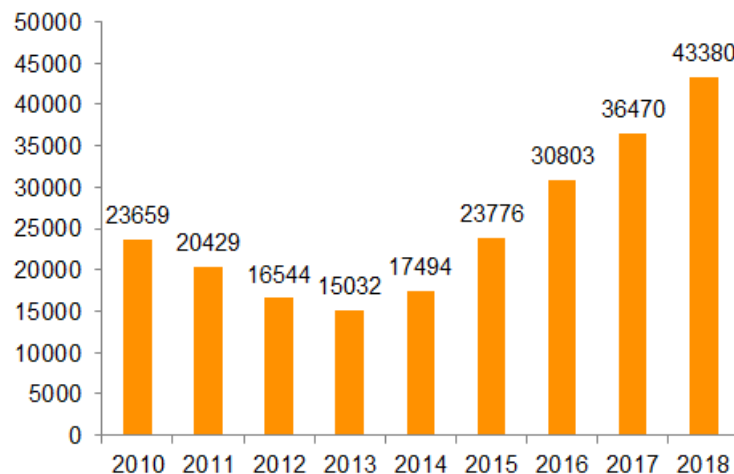
7.3.展望：友邦深耕高端市场，转型终成正果

- 友邦中国历经代理人脱落，精细化运营代理人体系。友邦中国曾在进入中国市场初期，业务一度面临增长停滞。2011年，友邦中国提出“Agency 2.0”计划和保障产品转型，精细化运营代理人体系，优化整体代理人素质，代理人一度压缩至1.5万人。
- 友邦中国历经代理人脱落，精细化运营代理人体系。随着2013年代理人素质显著提升，友邦按照严要求拓展队伍，并将客户体验放在第一位，聚焦保障、医疗、健康产品。在代理人稳步增长的同时，保费在10-18年年化增长16%,NBV同期年化增长39%。

友邦中国新业务价值率（%）



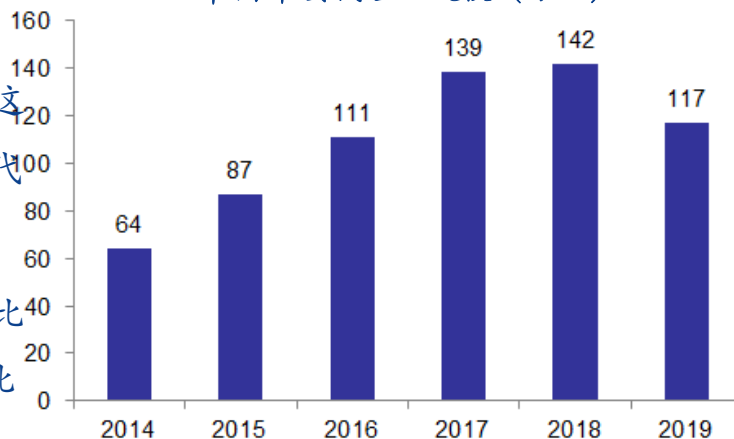
友邦中国代理人数量（人）



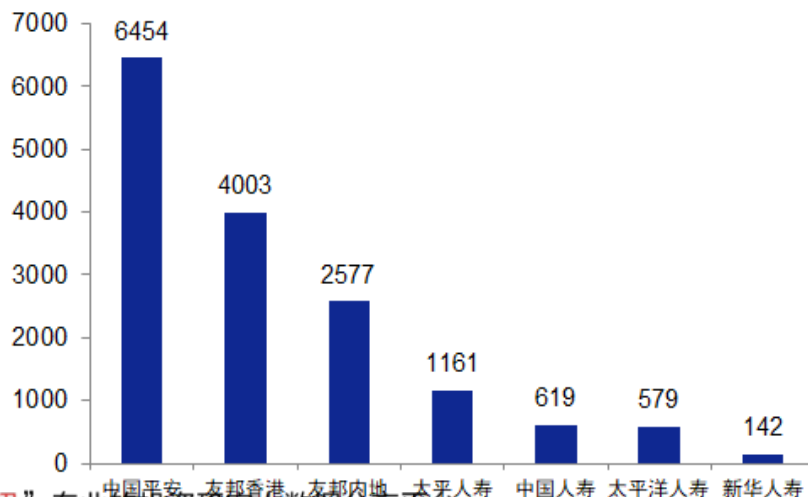
7.3.展望：看好平安中长期投资价值

- **优质的代理人队伍。**代理人队伍是平安寿险最为重点的核心，优质代理人与平台利益从某种程度已经深度捆绑，因此低产能代理人流失对于平安影响较为有限，这一套成熟代理人增员、培训、展业体系可以使得平安代理人队伍有着强大繁殖壮大的根基。
- **客户质量和基础好于同业。**平安中产以上客户群体占比达到73%。平安在一线城市群体有着显著竞争力，在上广深地区显著高于同业。

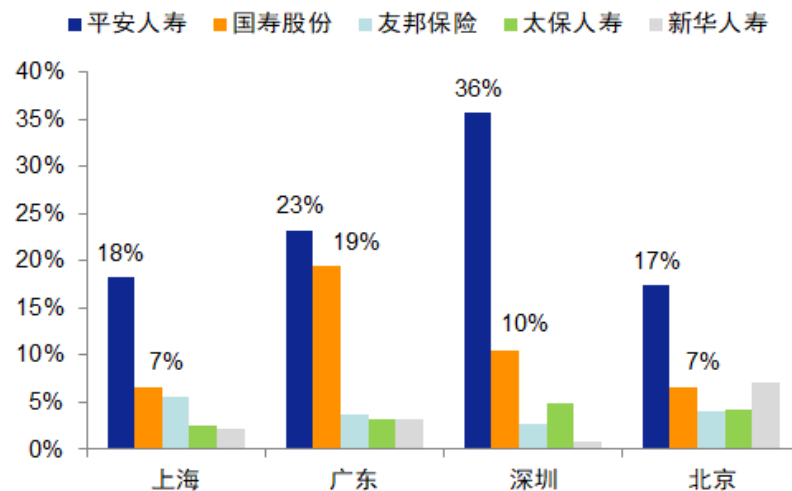
中国平安代理人规模（万人）



险企MDRT数量



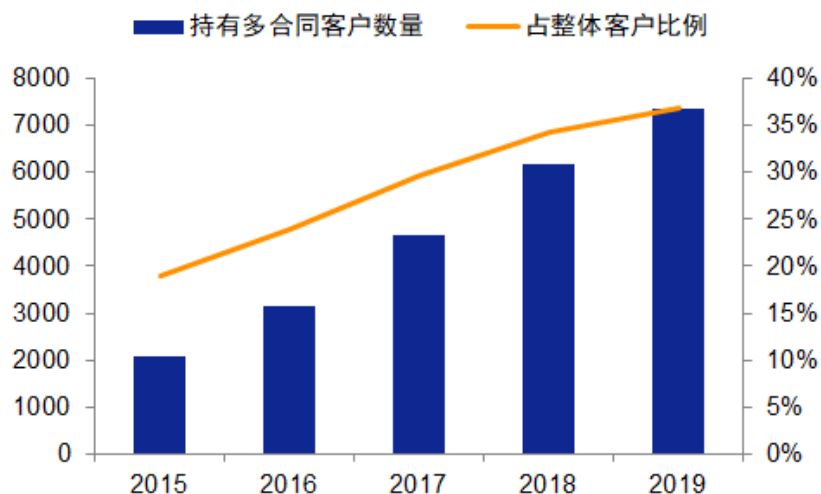
各家险企保费市占率（%）



7.3.展望：看好平安中长期投资价值

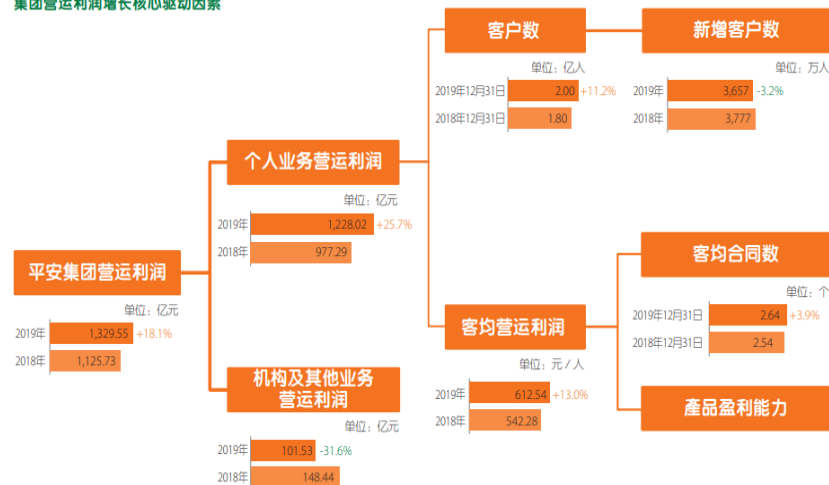
- 核心竞争力在于不同业务条线间客户的大规模迁徙，推动业务交叉销售与协同。通过客户迁徙，不仅节约了获客成本，还更好挖掘用户价值。事实证明，通过持续推进集团内部的客户迁徙，公司可以提升客户合同数和用户价值。而业务合同和服务的数量不断增加，客户的留存率将持续改善，客户价值也不断提高。
- 客户合同稳步提升，推动客户粘性。2019年公司客均合同数达2.64个，同比增长近9%，随着产品和服务的增加，客户的留存率在不断提高，单客持有合同达到10件左右的客户，平均留存年限达到9

平安集团多合同客户数量（万人）和比例（%）



平安集团营运利润驱动因素

集团营运利润增长核心驱动因素



8.1. 投资建议

- **投资建议：**2020年下半年保险股短期承压，预测相对收益较弱。保险板块弹性主要来自于资产端改善，建议可以重点布局年底窗口期。我们认为当前疫情反复对于险企负债端影响犹在，新单销售呈现弱复苏，推动估值大幅修复难度较大。建议重点布局年底窗口，主要基于明年开门红低基数以及疫情影响消除，新单同比有望显著改善。中长期来看健康险成长行业空间广阔，龙头集中度有望提升，看好优质的龙头险企。
- **核心观点：**
 - **从行业基本面角度：**短期负债端承压，月度呈现边际修复，中长期看好整体保险行业保费增速恢复以及龙头集中度提升。
 - **从公司基本面角度：**各险企业经营分化日益明显，其中新华依靠银保渠道做大规模，下半年发力健康险，带动价值率回升推动业务边际改善。国寿个险渠道转型效果显著，业务保持高增长，全年NBV增长领先同业。平安短期NBV增速有所承压，看好寿险改革持续深化，提升代理人素质，推动中长期战略转型升级。
- **推荐个股：**寿险改革深化、NBV增速回升、外资资金青睐（中国平安）；负债端有望显著改善、健康险销售回升（关注：新华保险）；基本面好于同业、寿险改革卓有成效、利率敏感性较强（中国人寿）
- **风险提示：**
疫情防控不及预期
新单复苏低于预期
政策变化风险

8.2.风险提示

- 宏观风险：宏观经济下滑对上市公司业绩将产生负面影响；
- 市场风险：市场价格的大幅震荡将对上市公司投资业务产生负面影响；
- 政策风险：相关新政策的落地有可能会限制上市公司部分现有业务的开展；
- 信用风险：上市公司可能会面临违约等事件的发生；
- 流动性风险：上市公司可能会面临流动性方面的问题；
- 经营风险：市场竞争激烈，上市公司可能会由于经营不善的问题，业绩出现下滑。

分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人

潘艳 上海区域销售负责人 18930060852 panyan@essence.com.cn
侯海霞 上海区域销售总监 13391113930 houhx@essence.com.cn
朱贤 上海区域销售总监 13901836709 zhuxian@essence.com.cn
李栋 上海区域高级销售副总监 13917882257 lidong1@essence.com.cn
刘恭懿 上海区域销售副总监 13916816630 liugy@essence.com.cn
孙红 上海区域销售副总监 18221132911 sunhong1@essence.com.cn
苏梦 上海区域销售经理 13162829753 sumeng@essence.com.cn
秦紫涵 上海区域销售经理 15801869965 qinzh1@essence.com.cn
陈盈怡 上海区域销售经理 13817674050 chenyy6@essence.com.cn
王银银 上海区域销售经理 18217126875 wangyy4@essence.com.cn

北京联系人

李倩 北京基金组主管 18500075828 liqian1@essence.com.cn
张莹 北京区域销售负责人 13901255777 zhangying1@essence.com.cn
夏坤 北京基金组销售副总监 15210845461 xiakun@essence.com.cn
温鹏 北京区域销售副总监 13811978042 wenpeng@essence.com.cn
曹琰 北京基金组销售经理 15810388900 caoyan1@essence.com.cn
姜东亚 北京区域销售副总监 13911268326 jiangdy@essence.com.cn
张杨 北京区域销售副总监 15801879050 zhangyang4@essence.com.cn
刘晓萱 北京区域销售副总监 18511841987 liuxx1@essence.com.cn
王帅 北京区域销售经理 13581778515 wangshuai1@essence.com.cn

深圳联系人

胡珍 深圳基金组高级销售副总监 13631620111 huzhen@essence.com.cn
范洪群 深圳基金组销售副总监 18926033448 fanhq@essence.com.cn
黎欢 深圳基金组销售经理 15820484816 lihuan@essence.com.cn
聂欣 深圳基金组销售经理 13540211209 niexin1@essence.com.cn
巢莫雯 深圳基金组销售经理 18682080397 chaomw@essence.com.cn
杨萍 深圳基金组销售经理 0755-82544825 yangping1@essence.com.cn
黄秋琪 深圳基金组销售经理 13699750501 huangqq@essence.com.cn