东兴证券 DONGXING SECURITIES

金融地产行业：蛰伏已久，蓄势待发

——2021 年行业策略

2020 年 12 月 16 日

看好/维持

金融地产 | 行业报告

银行：基本面拐点，拥抱特色银行

宏观环境展望：经济复苏有韧性，货币政策趋于常态化。年中以来企业经营情况较快恢复，经济改善预期不断加强，我们认为继续施行宽松货币政策的必要性下降。根据三季度货币政策执行报告，明年货币政策的重点在于稳杠杆，预计货币政策将回归常态，呈现温和边际收紧的态势。预计价格大概率维持平稳，降息、降准的概率较小，LPR 报价或将保持平稳。货币政策将更侧重结构性调整，注重直达实体货币政策工具的使用；央行公开市场操作将更加灵活，以维持市场流动性处于合理充裕或紧平衡状态。

行业经营展望：宏观环境更趋利好，银行业绩有较强支撑。从规模、息差、资产质量分别来看：（1）随着经济的持续修复，明年货币政策将逐渐回归常态化；银行信贷和资产规模增速较 2020 年会有所回落。（2）2021 年净息差有望在一季度重定价扰动后企稳走阔。（3）资产质量：今年上市银行加大不良确认、核销、处置力度，夯实资产质量；并充分计提拨备，风险抵御能力更强，未来不良压力不大。大部分企业恢复经营、正常还款，预计延期还本付息的小微贷款不良生成压力可控。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
招商银行	3.68	3.72	3.92	12.05	11.92	11.32	1.81	强烈推荐
平安银行	1.45	1.43	1.55	12.99	13.25	12.15	1.27	强烈推荐
宁波银行	2.44	2.40	2.68	14.4	14.6	13.1	2.10	强烈推荐
杭州银行	1.29	1.21	1.36	11.48	12.24	10.89	1.40	强烈推荐
中信证券	0.95	1.26	1.47	27.78	20.77	17.91	1.86	推荐
中国平安	8.17	7.30	8.72	10.29	11.51	9.65	2.15	推荐
中国太保	2.88	2.75	3.24	11.75	12.32	10.44	1.57	推荐
万科 A	3.47	4.06	4.84	8.33	7.12	5.98	1.63	强烈推荐
保利地产	2.35	2.77	3.38	6.90	5.85	4.80	1.32	强烈推荐
金地集团	2.23	2.23	2.77	6.32	6.32	5.09	1.18	强烈推荐
中南建设	1.12	2.27	3.19	8.21	4.05	2.88	1.40	强烈推荐
滨江集团	0.52	0.57	0.66	9.33	8.51	7.35	0.88	强烈推荐
碧桂园服务	0.62	0.90	1.26	64.56	44.22	31.70	18.42	强烈推荐
宝龙商业	0.44	0.51	0.69	44.3	38.0	28.1	7.52	推荐

数据来源：东兴证券研究所

各子行业评级：

银行：看好

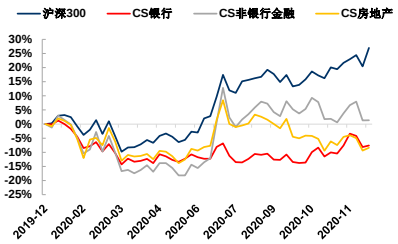
证券：看好

保险：看好

房地产开发：看好

物业管理：看好

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐
010-66554046 linjl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519070002

分析师：刘嘉玮
010-66554043 liujw_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519050001

研究助理：田馨宇
010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070044

研究助理：曹钧鹏
010-66554065 caojp@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070038

研究助理：陈刚
010-66554028 chen_gang@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119080008

行业投资建议：零售特色银行、区位优势中小银行或持续领跑。（1）疫情冲击不影响银行零售转型方向，看好零售银行发展前景。当前我国经济增长动能已逐渐从投资向消费过渡，零售业务盈利稳定性高、风险收益更高、资本消耗更少、中收贡献更多，成为商业银行在经济转型、产业升级过程中的重要战略选择。从今年信贷投放来看，一季度零售贷款投放受到一定影响，但此后已逐步恢复，银行零售转型的整体方向没有变。预计零售信贷仍将维持中高增速，贡献盈利占比持续提升；零售银行将持续享受估值溢价。**（2）看好经济发达地区、具有特色业务模式的中小银行。**中小银行差异化定位于服务区域内中小微企业，享受定向降准、资本补充等政策支持。同时，资产管理更加积极，深耕当地、贷款定价优势突出；资产质量更加扎实，不良压力较小。当前国内中小银行间分化较大，我们认为具有特色业务模式、优秀风险定价能力和资产质量的银行更具长期竞争力。同时，考虑到中小银行异地扩张受限，经济发达区域银行纵向发展空间更大。例如宁波银行、杭州银行、常熟银行。

投资组合：推荐业务特色鲜明股份行“招商银行、平安银行”，立足地区经济优势的中小银行“宁波银行、杭州银行”。

风险提示：经济失速下行带来资产质量严重恶化；政策预期外变动。

非银：业务结构调整中拥抱新机遇

年内板块表现略弱于大盘、券商优于保险，板块内个股表现分化，中小券商位居前列。

证券板块：金融供给侧改革与资本市场对外开放为明年政策双主线，证券公司特别是头部券商在行业地位持续上升的同时，将继续收获政策红利，业务空间进一步打开，中长期看业绩和估值中枢有望持续提升。

分业务来看，年内交投活跃推动**经纪业务**收入高速增长，但收入贡献中期仍将缓慢下降，财富管理转型已初显成效并将不断深化，基金投顾或开启转型新时代；受益于创业板落地与科创板持续贡献，年内**投行业务** IPO 规模创历史新高，我们预计在市场的全面注册制预期下，投行业务空间将被进一步打开，业绩增长具备极高的确定性，将成为券商业务结构中最具 α 特征的板块；**资管业务**年内产品结构调整放缓，业务收入回归正增长，我们认为资管业务虽然仍将呈现“量缩质增”态势，但盈利情况存在一定不确定性；**信用业务**出现分化，其中两融业务年内实现高增长，特别是融券业务受益于机制改善实现高歌猛进，未来在高度市场化业务新机制逐步推广到全市场各存量板块时，势必将带来更大业务增量，股质年内规模继续得到压降，叠加各券商风控意识强化，明年两大风险要素“市场&信用”或将进一步释放，业务规模有望企稳回升；**自营业务**“股增债减”依然为配置的主旋律，近年来衍生品业务发展提速，我们预计随着新管理办法出台，券商场外衍生品市场将进入新的发展阶段，自营业务盈利空间和稳定性都有望持续上升。

保险板块：人身险年内受疫情影响较大，高价值成长受限，新业务价值增长承压，趸交、银保渠道等低价值赛道恢复正增长；年内代理人规模呈现先升后降趋势，当前各险企代理人清虚已较为深化，预计 21 年负债端将深蹲起跳；年内生命表和疾病表调整或将压降产品价格，但价值率变化趋势存在不确定性，核心仍在产品精算定价能力。**产险方面**，车险受综合费改影响致利润承压，非车占比提升大势所趋，业务多元化发展趋势已成，；农险受益于政策支持和商业化趋势逐步形成，成为产险最大增长极；信用保证险规模收缩趋势大概率将持续。在利率长期下行趋势下，**投资端**增配权益资产和长期股权投资大概率将成为 21 年的主旋律，非标投资占比或将缓慢上升，而债券投资占比或将持续下降；新会计准则临近实施，标的选择方面将更偏向产生稳定现金流的品种。

投资建议：证券公司推荐中信证券；保险公司推荐中国平安、中国太保。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

房地产开发：承上启下之年，周转为王

2020 年行业基本面自疫情后迅速恢复，维持了短期的高景气，我们预计在 2021 年将会持续，**预计销售面积 yoy+0.2%，销售金额 yoy+5.2%，开发投资 yoy+6.0%，**虽较 2020 年有所下滑，但不足导致需求端的政策宽松。

十四五规划建议明确提出城市、农业、生态三大功能区和支持人口进一步向中心城市和城市群集聚，未来区域分化将加剧，城

市户籍人口迁移将产生大量需求，**行业总需求被空中加油，布局京津冀、长三角、珠三角、成渝等城市群的房企将会受益。**

“三道红线”全面监测表内和表外融资，行业供给侧调控规则更加明确可预期，同时**困扰行业的资产价格风险得到控制。**供给侧调控和需求侧调控一起构成了完整的调控体系，**政策调控将常态化存在，行业政策工具属性下降。**

行业未来的长期发展会是平稳的，中间的波动或主要来自库存周期，当前可售库存处于低位且缓慢提升。

微观层面，高周转成为房企经营的首选商业模式。NAV 估值体系下，利润率仍然重要，利润率提升主要关注三个方面，分别是多渠道多方法拿地降低地货比；改善有息负债结构降低平均债务成本；严格控制销售金额口径下的销售管理费用率。

推荐：保利地产、万科 A、金地集团、中南建设、滨江集团。

风险提示：经济复苏不及预期、行业盈利能力下行超出预期、房企超预期出现流动性风险

物业管理：三条主线，优选龙头

2020 年，物管公司争相通过上市助力自身发展，板块呈现百舸争流的局面。具有强大地产关联方的龙头物管公司，整体而言会更受市场的青睐。我们认为，短期而言关联方带来的盈利优势依然会持续。**但从长期来看，市场化的扩张与经营能力将会愈发重要。随着行业的发展，对规模的诉求将会逐渐让位于对综合服务能力的诉求。**

物管上市公司拥有大量的现金储备，也有做大规模和提升增值服务能力的诉求，未来几年收并购与业务整合仍然会是行业的重要趋势。**我们认为，直接并购物管企业并不是一个可持续的扩张方式。相较于横向的规模型并购，我们更加看好产业链上的纵向并购。**通过并购提升综合服务能力，扩展能力边界，提升增值服务能力，并进一步向城市服务领域扩张，正是目前具有一定规模的头部物管企业尝试的方向。

关于住宅物业管理，我们认为，我们一直以来所强调的住宅物管“短期求规模，长期拼服务”的基本逻辑依然没有变。短期来看，管理规模的提升不仅能提升公司的行业地位与品牌影响力，也有利于公司进一步探索社区增值服务和城市服务等新的盈利增长点。长期来看，具有良好品牌价值和优质服务整合能力的企业才能持续获得客户认可，才能在机构物业和城市服务等新领域的拓展中获得长期竞争优势，在未来存量市场的竞争长跑中获得胜出。

对于商业物业运营，我们认为，运营良好的商业物业具有很强的正外部性，可以带活一个城市区域，深受地方政府的欢迎。**因此，商业物业应该更加注重运营的质量而非数量的扩张，**拥有强大的招商运营团队的商业物业运营商，反过来还可以帮助关联地产商通过商业勾地获取廉价的优质的土地，实现良性循环。

我们推荐三条投资主线：（1）关联地产公司具有强大的物业交付能力与品牌实力，基于庞大的住宅物业管理规模与优质的品牌口碑积极扩展物业服务的规模与边界，在社区增值服务与城市服务领域的探索均有所建树的头部住宅物管公司。（2）通过优质的服务树立行业领先的品牌价值，具有强大的市场化拓展能力与增值服务能力的企业。（3）具有优质的商业物业运营能力以及稳定的母公司商业物业交付能力的商业物业运营企业。推荐关注碧桂园服务、宝龙商业等三条主线中的领先企业。

风险提示：物业费收缴不及预期，提价受阻，增值服务与城市服务拓展不及预期，房地产销售遇冷，行业后续规模增长不及预期，区域差异风险等。

目 录

1. 银行回顾 2020 年：让利实体预期悲观，板块全年跑输市场 9
2. 银行展望 2021 年：货币政策趋于常态化，宏观环境更为利好 12
2.1 宏观环境展望：经济复苏有韧性，货币政策趋于常态化 12
2.2 行业展望：宏观环境更趋利好，银行业绩有较强支撑 13
3. 银行投资建议：零售特色银行、区位优势中小银行或持续领跑 19
3.1 疫情冲击不影响银行零售转型方向 19
3.2 看好经济发达地区、具有特色业务模式的中小银行 20
4. 银行投资组合 22
4.1 业务特色鲜明股份行 22
4.2 立足地区经济优势的中小银行 23
5. 非银 2020 行情回顾：β、结构性机会频现 24
6. 证券板块复盘与展望：注册制下投行主旋律+多业务发展协奏 25
6.1 金融供给侧改革与资本市场对外开放双主线共振，行业升级提速 25
6.1.1 金融供给侧改革持续深化，头部券商率先受益 25
6.1.2 外资涌入为行业转型升级按下“加速键” 27
6.2 经纪业务：市场与政策红利推动业务量质双升 27
6.3 投行业务：年内 IPO 规模创历史新高，全面注册制预期下业绩增长确定性最强 29
6.4 资管业务：规模收缩幅度放缓，主动管理转型下收入实现正增长 30
6.5 信用业务：两融持续放量，股质风险集中压降临近尾声 30
6.6 自营业务：收入占比维持高位，加配泛权益类资产或为中期趋势 31
7. 保险板块复盘与展望：寿险深蹲起跳，财险向多元化发展 33
7.1 寿险：受疫情冲击较大，重心从价值向规模倾斜 33
7.1.1 年金险战略地位凸显，银保渠道回归“流量担当” 34
7.1.2 后代理人红利时代，增质提效&科技赋能成为主旋律 34
7.1.3 新重疾险定义推出，产品销售迎来挑战 35
7.2 财产险：“后车险时代”来临，产险开启多元化发展 35
7.2.1 财险增速放缓，非车业务崛起 35
7.2.2 车险综合费改影响深远，行业马太效应更加显著 37
7.3 投资端：收益率略有下滑，配置结构向权益类倾斜 38
7.3.1 疫情影响下全球资产价格承压，险企投资收益率下行 38
7.3.2 长期利率下行趋势下，险企资产配置比例呈现股增债减趋势 38
7.3.3 IFRS9 全面实施在即，险企投资端面临调整 39
8. 非银投资建议：坚定推荐龙头券商与高价值险企 40
8.1 中信证券——“资本化”与“创新力”助推公司巩固行业龙头地位 41
8.2 中国平安——压制 20 年估值的两大要素情况反转，21 年弹性可期 41
8.3 中国太保——寿、产险双轮驱动，全面转型发力在即 42
9. 房地产开发基本面回顾及展望 44
9.1 疫情后行业基本面呈现极大韧性 44
9.2 2021 年基本面展望：销售同比+5%，投资同比+6% 47

10. 房地产:城市化思路改变，人口将进一步向城市群集聚.....49
10.1 十四五建议明确提出发挥中心城市和城市群带动作用.....49
10.2 出于提升发展质量的原因而改变城市化发展思路.....50
10.3 要素自由流动是要素集聚的必要条件.....53
10.4 城市化进程并未结束，需求空中加油.....53
11. 房地产“三条红线”下行业多重风险得到控制.....54
11.1 行业风险点明确存在，且监管层有充分认识.....54
11.2 “三道红线”完善供给侧调控.....55
11.3 对利润率的追求更加重要，高周转胜出.....56
12. 物业回顾 2020：百舸争流、龙头领跑.....58
13. 物业展望 2021：整合加速，边界扩张.....63
14. 房地产总结&投资建议.....65
15. 风险提示.....66
相关报告汇总.....67

插图目录

图 1： 2020 年初至今银行板块跑输市场（截至 12 月 1 日）.....9
图 2： 年内北上资金流出银行板块 22.1 亿元（截至 12 月 1 日）.....9
图 3： 各类上市银行今年来股价走势分化（截至 12 月 1 日）.....11
图 4： 上半年上市银行归母净利润大幅下降.....11
图 5： 1Q20-3Q20 各类银行拨备前净利润累计增速.....11
图 6： 1Q20-3Q20 各类银行归母净利润累计增速.....11
图 7： 2020 年行业净息差整体收窄.....11
图 8： 2020 年行业不良率整体上行.....11
图 9： 今年银行板块个股涨跌幅分化较大（截至 12 月 1 日）.....12
图 10： GDP 增速逐渐会升至接近疫情前水平.....12
图 11： 工业企业利润增速逐渐改善.....12
图 12： 固定资产、制造业投资完成额增速逐步回升.....13
图 13： 社会消费品零售总额逐步改善.....13
图 14： 官方制造业 PMI、财新 PMI 进一步恢复.....13
图 15： 2020 年实体经济部门杠杆率上升较快.....13
图 16： 2020 年银行总资产和信贷扩张速度提升.....14
图 17： 1Q20 之后上市银行零售贷款占比逐季提升.....14
图 18： 3Q20 上市银行单季度息差环比上升.....14
图 19： 3Q20 一般贷款加权平均利率环比回升.....14
图 20： LPR 报价已连续 7 个月持平，预计明年有望保持平稳.....15
图 21： 银行主动增加零售贷款配置应对利率市场环境变化.....15
图 22： 建行、中行、工行、农行、邮储、招行个人按揭贷款占比相对更高.....15
图 23： 10 月末，结构性存款较 4 月高点已压降 4.2 万亿.....16
图 24： 当前同业存单利率已回升至适度水平.....16

图 25： 受国有大行加大不良确认力度的拖累，三季度末上市银行不良率有所上升 17
图 26： 从披露关注类贷款数据的上市行来看，1H20 以来各子板块关注率环比均有所下降 17
图 27： 1H20 老 16 家上市行年化不良生成率升至 1.42% 17
图 28： 今年上半年上市银行贷款减值损失同比增约 53% 17
图 29： 二季度招商银行零售贷款不良率回落 18
图 30： 二季度起招商银行零售贷款关注率逐季下降 18
图 31： 2019、1H20 新增贷款以零售按揭、基建相关行业为主（五大行+前五股份行） 18
图 32： 近年基建相关行业贷款占对公贷款比重提升较快 18
图 33： 当前一般贷款利率水平已降至近年来低位，实体 ROIC 较快恢复，企业还本付息压力不大，资产质量有望维持平稳 19
图 34： 疫情扰动下，短期经济增长引擎切换至投资 20
图 35： 商业银行零售贷款增长逐步恢复，占比持续提升 20
图 36： 1H20 建行、农行、招行、平安的零售业务利润贡献超 50% 20
图 37： 城、农商行贷款收益率更高，贷款定价优势突出 21
图 38： 城、农商行不良贷款率更低，资产质量更扎实 21
图 39： 宁波、南京、杭州、常熟银行不良贷款率较低 21
图 40： 宁波、贵阳、南京、常熟银行 ROA 较高 21
图 41： 截至 12 月 1 日券商板块走势情况（单位：%） 24
图 42： 截至 12 月 1 日保险板块走势情况（单位：%） 24
图 43： 截至 2020 年 12 月 1 日券商、保险板块个股走势（单位：%） 24
图 44： 2017/10-2020/10 社会融资结构 25
图 45： 2017/10-2020/10 市场 IPO 首发募资金额 25
图 46： 2015-2020Q3 高盛收入结构拆分（单位：亿美元） 26
图 47： 2015-2020Q3 我国证券业收入情况（单位：亿元） 26
图 48： 2019-20201201 北向资金情况 27
图 49： 2015-2020Q3 全部 AB 股日均成交规模情况 28
图 50： 2015-2020Q3 证券行业经纪业务收入情况 28
图 51： 2020H 41 家可比上市券商代销金融产品收入占经纪业务收入比重情况 28
图 52： 2015-2020Q3 市场股权融资规模情况 29
图 53： 2015-2020Q3 证券公司承销与保荐收入情况 29
图 54： 2015-2020Q3 市场 IPO 及增发规模情况 29
图 55： 2015-2020Q3 证券公司股权承销集中度情况 29
图 56： 2015-2020Q3 行业受托管理资金规模情况 30
图 57： 2015-2020Q3 行业资管业务收入情况 30
图 58： 2015-2020/12/1 市场两融及股票质押规模情况 31
图 59： 2015-2020Q3 证券行业利息收入情况 31
图 60： 2015-2020Q3 证券公司自营投资收益情况 31
图 61： 2015-2020Q3 证券公司自营投资收益占比情况 31
图 62： 2015-2020H 上市券商自营资产配置情况 32
图 63： 2019/9-2020/9 月末市场场外衍生品初始名义本金 32
图 64： 2015-2020Q3 寿险业务原保费收入情况 33

图 65： 2015-2020Q3 上市寿险公司新业务价值情况.....33
图 66： 2019H-2020H 部分上市寿险公司新业务价值率情况.....33
图 67： 2019H-2020H 部分上市寿险公司趸交保费规模.....33
图 68： 2020 年 1-9 月银保渠道新单规模保费单月同比增速.....34
图 69： 2020 年前三季度上市险企银保渠道保费增速.....34
图 70： 2015-2020H 上市寿险公司代理人规模情况.....34
图 71： 2008-2020Q3 财产险收入结构.....35
图 72： 2015-2020Q3 农险保费收入在非车险中占比.....36
图 73： 2015-2020Q3 农险保费收入情况.....36
图 74： 2015-2020H 三家上市财险公司赔付情况.....37
图 75： 2015-2020H 三家上市财险公司费用率情况.....37
图 76： 2020 年道琼斯指数和恒生指数走势.....38
图 77： 2015-2020H 行业平均&中国平安平均投资收益率.....38
图 78： 2020H 上市保险公司大类资产配置情况.....38
图 79： IFRS9 实施前后平安不同债券评级投资规模占比.....39
图 80： IFRS9 实施前后平安债券投资结构变化情况.....39
图 81： 2018-2022E 年中信证券营业收入及预测.....41
图 82： 2018-2022E 年中信证券归母净利润及预测.....41
图 83： 2018-2022E 年中国平安营业收入及预测.....42
图 84： 2018-2022E 年中国平安归母净利润及预测.....42
图 85： 2018-2022E 年中国太保营业收入及预测.....43
图 86： 2018-2022E 年中国太保归母净利润及预测.....43
图 87： 销售、投资、新开工在疫情后迅速反弹.....44
图 88： 面积口径下，东部地区销售最具韧性.....44
图 89： 东部地区房价增长最快.....44
图 90： 自 2017 年以来土地购置费支撑开发投资.....45
图 91： 施工强度和施工面积反弹均较弱.....45
图 92： 土地市场上半年较热下半年降温.....46
图 93： 房企购地意愿自 2019 年以来下滑明显.....46
图 94： 到位资金有望再创新高.....46
图 95： 融资和销售回款共同支撑到位资金.....46
图 96： 新增房地产贷款占人民币贷款比重已经压降到 2014-2015 年时的水平.....46
图 97： 行业处于低库存且加库存的进程中.....47
图 98： LPR 自 2020 年 4 月后维持不动.....47
图 99： 房贷利率下行后企稳.....47
图 100： 下半年房企积极推货但未见去化率显著下行.....47
图 101： 开发投资分拆.....49
图 102： 新开工累计同比+百城宅地均价同比可视为土地购置费前置指标.....49
图 103： 建国后城市化思路的历次变化.....50
图 104： 全国地质环境承载能力差别较大.....51
图 105： 南北方经济分化明显.....51

图 106： 全国地质环境承载能力差别较大 51
图 107： 南北方经济分化明显 51
图 108： 房地产供给端政策 56
图 109： 房地产需求端政策 56
图 110： 高频的需求端调控降低了行业基本面波动 56
图 111： 高周转即压缩从拿地到开盘时间 57
图 112： AH 股物业公司在管面积排名（亿元 HKD） 59
图 113： AH 股物业公司市值排名（亿元 HKD） 60
图 114： 物管公司市值与在管面积 60
图 115： 物管公司市值与关联地产公司销售面积 60
图 116： AH 股物业公司年涨跌幅排名（%） 61
图 117： AH 股物业公司动态 PE（TTM） 61
图 118： 按关联方分组的物业公司 2020 年涨跌幅 61
图 119： 按关联方销量分组的物业公司 2020 年涨跌幅 61
图 120： 按关联方分组的物管公司 2019 年盈利情况 62
图 121： 按关联方销量分组的物管公司 2019 年盈利情况 62

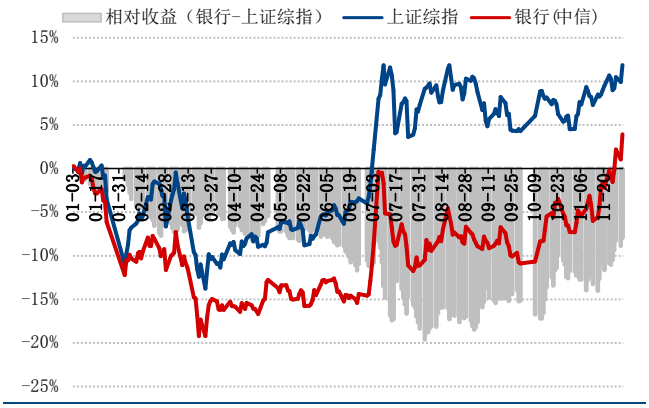
表格目录

表 1： 为应对疫情冲击，我国采取积极的财政、货币政策引导金融机构让利实体经济 9
表 2： 受按揭贷款重定价影响，银行息差下行幅度测算（假设按揭贷款均在 2021 年 1 月 1 日重定价，贷款利率下降 15BP） 16
表 3： 2020-2021 年销售预测 48
表 4： 2020-2021 年开发投资预测 49
表 5： 19 大以来中央重要会议对城市化发展的表述 50
表 6： 中央层面近年有关要素自由流动的政策 53
表 7： 部分重要领导研究或专著中对金融风险或地产风险的描述 54
表 8： 央行对“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”相关表态 55
表 9： A+H 股已上市的 35 家物管公司概况 58
表 10： 2020 年部分物业上市公司配股融资概况 63
表 11： 2020 年部分物业上市公司收并购概况 64

1. 银行回顾 2020 年：让利实体预期悲观，板块全年跑输市场

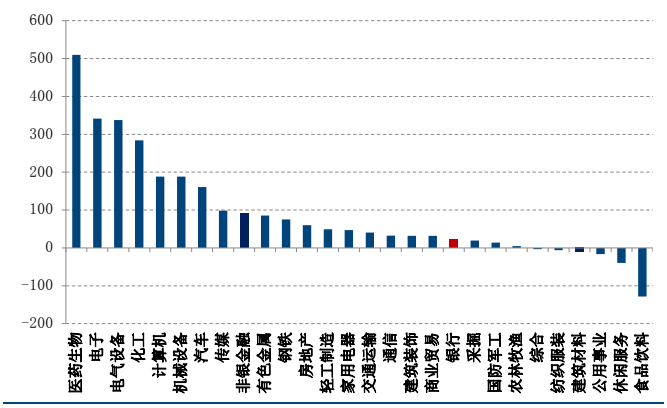
受疫情影响，一季度宏观经济面临较大下行压力，我国采取了积极的货币政策和财政政策应对疫情冲击，银行息差和资产质量面临较大下行压力。政策引导银行让利实体经济，加大了银行业绩的不确定性。年初至 12 月 1 日，中信银行业指数上涨 3.9%，跑输上证综指 8.0pct；北上资金净流入银行板块 22.1 亿元。

图1：2020 年初至今银行板块跑输市场（截至 12 月 1 日）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：年内北上资金流出银行板块 22.1 亿元（截至 12 月 1 日）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

全年银行股走势大致可分为五个阶段。阶段一（1 月 2 日至 3 月 23 日）：受国内外新冠疫情相继爆发的影响，一季度经济增长预期恶化。市场整体风险偏好下降，对银行信贷投放规模、息差、资产质量预期悲观，中信银行指数下跌 19.2%，跑输上证综指 5.4pct。**阶段二**（3 月 24 日-6 月 30 日）：在流动性驱动下，二季度市场逐步回升；中信银行指数上涨 3.2%，跑输上证综指 6.5pct。**阶段三**（7 月 1 日-7 月 9 日）：7 月上旬，经济复苏预期逐渐加强，情绪修复带动市场迅速上行；中信银行指数上涨 14.9%，跑输上证综指 0.7pct。**阶段四**（7 月 10 日至 9 月 30 日）：7 月中旬以来，受流动性边际收紧和海外不确定性的影响，市场波动加大。同时，监管指导银行做实不良、加大拨备计提力度，市场对银行的悲观预期有所放大。期间中信银行指数下跌 9.4%，跑输上涨综指 2.6pct。**阶段五（10 月 9 日至今）：**随着三季报披露，银行基本面企稳向好的预期逐渐统一，带动市场情绪修复；此外，四季度基金换仓、保收益的需求更强，银行板块兼具低估值和业绩改善的特征，相对收益性价比突出。期间中信银行指数上涨 16.6%，跑赢上证综指 9.4pct。

表1：为应对疫情冲击，我国采取积极的财政、货币政策引导金融机构让利实体经济

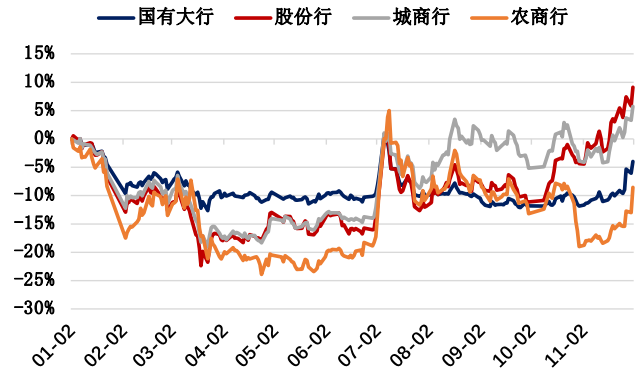
分类	时间	调整情况
存款准备金率	1 月 6 日	下调金融机构存款准备金率 0.5pct（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
	3 月 16 日	实施普惠金融定向降准，对普惠金融领域贷款占比考核达标银行给予 0.5pct 或 1.5pct 的存款准备金率优惠，并对此次考核中得到 0.5pct 存款准备金率优惠的股份制商业银行额外降准 1pct。
	4 月 3 日	决定下调农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行存款准备金率 1pct，分 4 月 15 日和 5 月 15 日两次实施。同时，决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从

		0.72%下调至 0.35%。
LPR	2 月 20 日	1 年期 LPR 为 4.05%，环比下调 10BP；5 年期以上 LPR 为 4.75%。环比下调 5BP
	4 月 20 日	1 年期 LPR 为 3.85%，环比下调 20BP，5 年期以上 LPR 为 4.65%，环比下调 10BP
MLF 操作利率	2 月 17 日	中国人民银行开展了中期借贷便利（MLF）操作，操作金额为 2000 亿元，利率为 3.15%，较上期下降 10BP。
	4 月 15 日	中国人民银行开展了中期借贷便利（MLF）操作，操作金额为 1000 亿元，利率为 2.95%，较上期下降 20BP。
TMLF 操作利率	1 月 23 日	开展定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额为 2405 亿元，利率为 3.15%。
	4 月 24 日	开展定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额为 561 亿元，利率为 2.95%，较上期下降 20BP。
再贷款、再贴现	1 月 31 日	央行发布《关于发放专项再贷款支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情有关事项的通知》，向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金，支持抗疫保供。
	2 月 26 日	央行发布《关于加大再贷款、再贴现支持力度促进有序复工复产的通知》，增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 25BP 至 2.5%，为企业有序复工复产提供低成本、普惠性的资金支持。
	2 月 28 日	央行发布《关于运用支农再贷款专用额度支持扩大生猪养殖信贷投放的通知》，安排支农再贷款专用额度 200 亿元，支持扩大生猪养殖信贷投放。
	6 月 29 日	央行决定，从 2020 年 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率。其中，下调支农再贷款、支小再贷款利率 0.25pct。（3 个月、6 个月和 1 年期支农支小再贷款利率分别调至 1.95%、2.15%和 2.25%。下调再贴现利率 0.25pct 至 2%。下调金融稳定再贷款利率 0.5pct。调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。
SLF 操作利率	4 月 10 日	央行下调常备借贷便利（SLF）利率。隔夜利率由 3.35%下调至 3.05%、7 天利率由 3.50%下调至 3.20%、1 个月利率由 3.85%下调至 3.55%。
创设新型货币政策工具	6 月 1 日	发布《中国人民银行关于普惠小微企业贷款延期支持工具有关事宜的通知》，创设普惠小微企业贷款延期支持工具。发布《中国人民银行关于普惠小微企业信用贷款支持计划有关事宜的通知》，创设普惠小微企业信用贷款支持计划。

资料来源：人民银行，东兴证券研究所

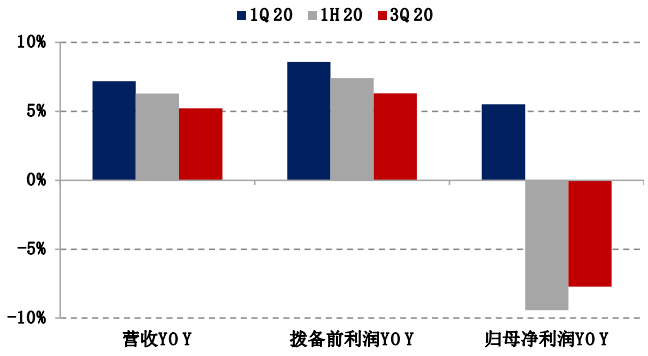
板块内分化加剧，股份行、城商行表现更优。年初至今，股份行、城商行、国有大行、农商行分别+9.12%、+5.75%、-3.98%、-8.54%；股份行和城商行表现相对较好。疫情发生后，为了降低中小微企业融资成本，政策给予中小银行诸多支持，包括定向降准、再贷款、小微信用贷款优惠等。上半年流动性环境宽松，同业负债成本下行明显，同业负债占比较高的中小银行受益。受益于以上支持政策和宽松流动性环境，城商行上半年业绩表现较好；并在半年报披露前后走出较好行情。股份行三季报盈利改善明显，在确定性业绩和稳健资产质量驱动下，11 月股价开始向上。而国有大行由于承担了更多让利实体的任务，整体表现一般。农商行股价波动性较大，主要是反映了市场对农商行规模增速放缓、区域资产质量恶化和非息收入下滑的悲观预期。

图3：各类上市银行今年来股价走势分化（截至 12 月 1 日）



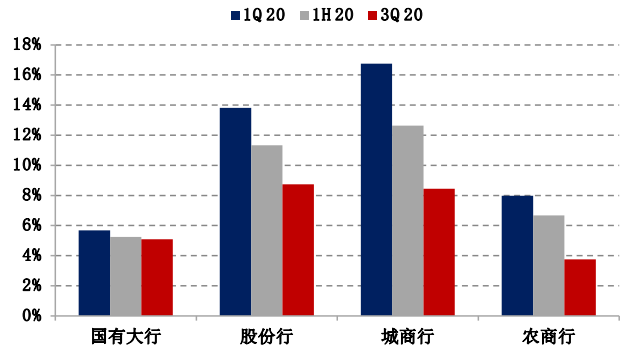
资料来源：公司财报，东兴证券研究所，不含厦门银行

图4：上半年上市银行归母净利润大幅下降



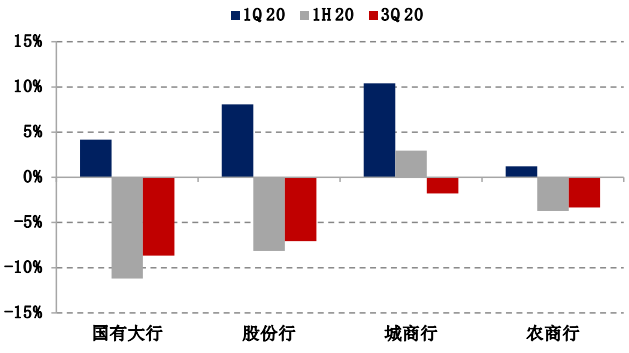
资料来源：公司财报，东兴证券研究所，不含厦门银行

图5：1Q20-3Q20 各类银行拨备前净利润累计增速



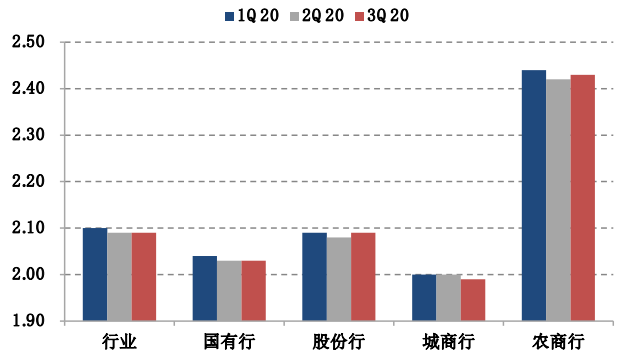
资料来源：公司财报，东兴证券研究所，不含厦门银行

图6：1Q20-3Q20 各类银行归母净利润累计增速



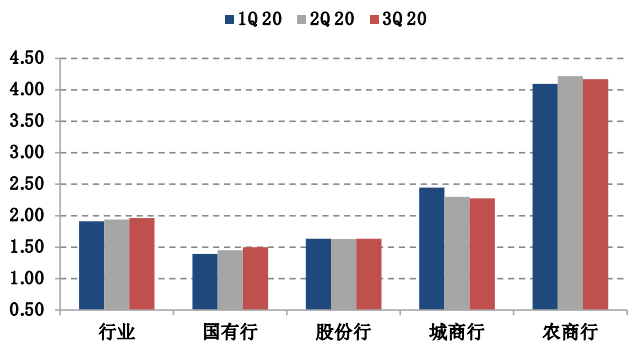
资料来源：公司财报，东兴证券研究所，不含厦门银行

图7：2020 年行业净息差整体收窄



资料来源：公司财报，东兴证券研究所，不含厦门银行

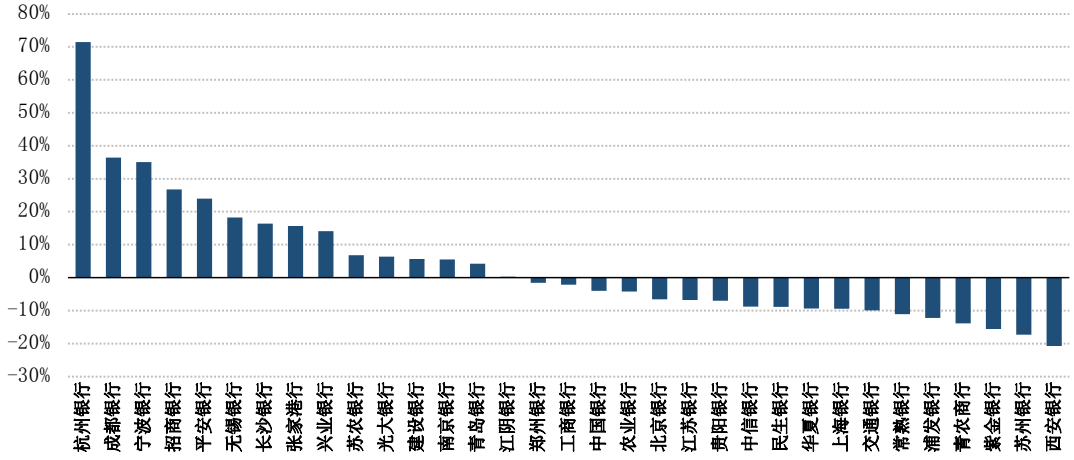
图8：2020 年行业不良率整体上行



资料来源：公司财报，东兴证券研究所，不含厦门银行

个股涨跌幅分化较大。个股表现来看，年初以来 36 家上市银行中有 15 家实现正收益，个股表现分化较大。排名靠前的为杭州银行、成都银行、宁波银行、招商银行、平安银行，年初至 12 月 1 日分别上涨 71.45%、36.44%、35.05%、26.75%、23.98%。

图9：今年银行板块个股涨跌幅分化较大（截至 12 月 1 日）



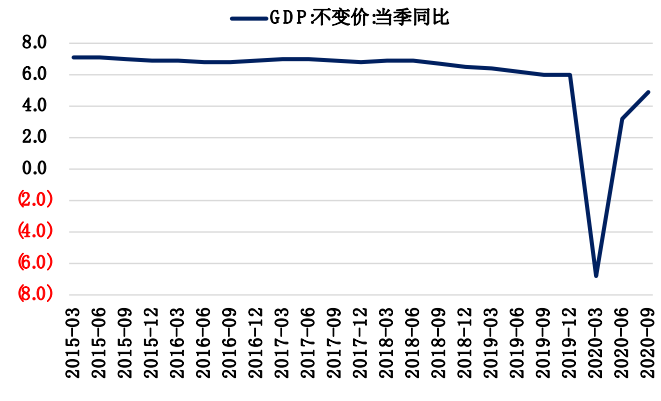
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 银行展望 2021 年：货币政策趋于常态化，宏观环境更为利好

2.1 宏观环境展望：经济复苏有韧性，货币政策趋于常态化

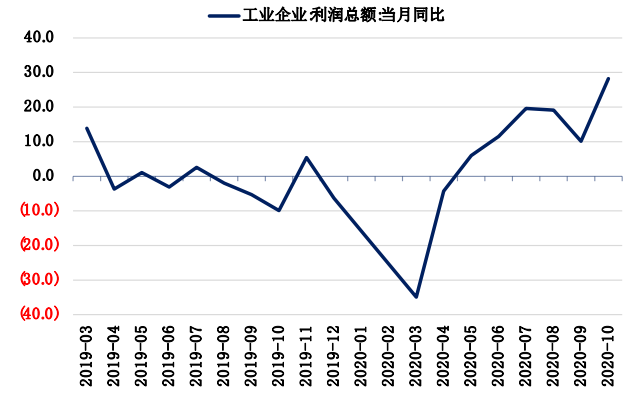
当前经济复苏具有较强韧性，宽松货币政策将有序退出。年中以来企业经营情况较快恢复，经济改善预期不断加强。各项经济数据来看，工业企业利润同比增速 5 月开始由负转正，此后维持在 10%以上。制造业投资改善明显，制造业投资累计增速已由 2 月的-31.5%恢复至 10 月的-5.3%；社零总额累计同比增速由 2 月的-20.5%恢复至 10 月的-5.9%；官方 PMI 和财新 PMI 持续向好。当前经济复苏保持较强韧性，我们认为继续施行宽松货币政策的必要性下降。

图10：GDP 增速逐渐会升至接近疫情前水平



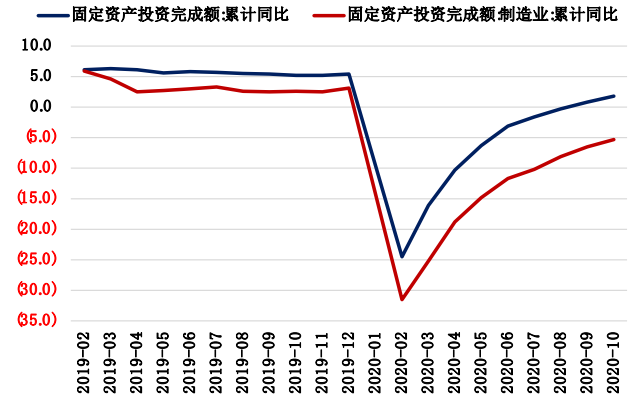
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图11：工业企业利润增速逐渐改善



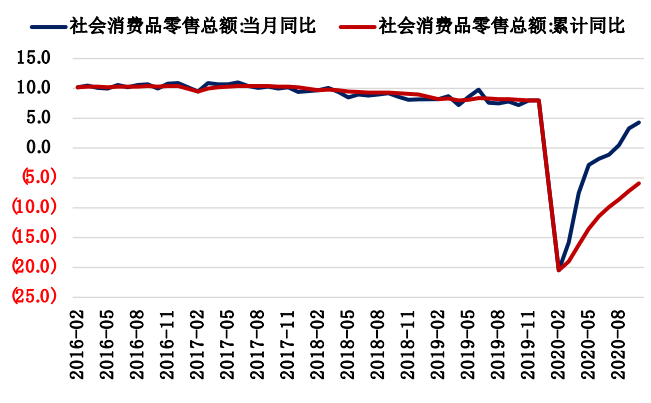
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图12：固定资产、制造业投资完成额增速逐步回升



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

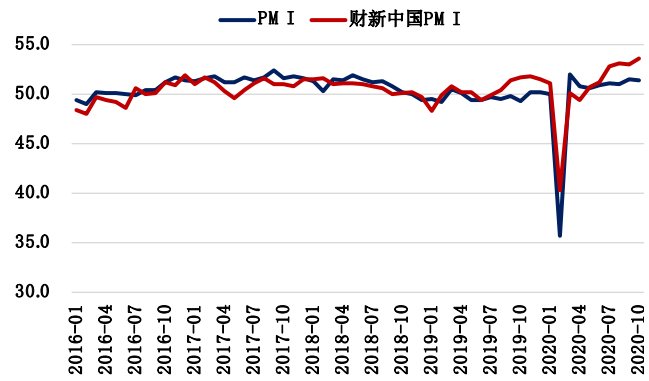
图13：社会消费品零售总额逐步改善



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

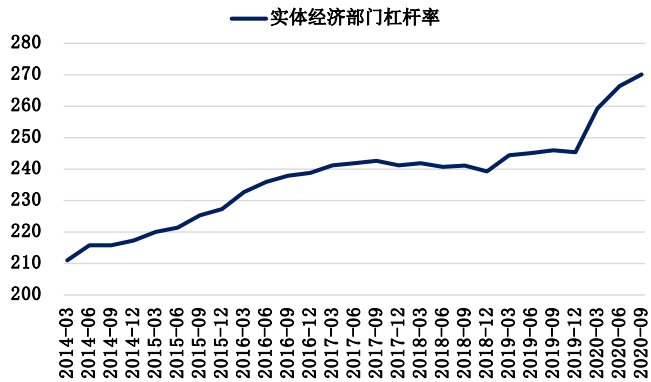
预计在稳杠杆目标下，货币政策将逐步回归常态化。在宽货币、宽信用环境下，今年宏观经济杠杆率提升较快。根据三季度货币政策执行报告，明年货币政策的重点在于稳杠杆，预计货币政策将回归常态，呈现温和边际收紧的态势。预计价格大概率维持平稳，降息、降准的概率较小，LPR 报价或将保持平稳。货币政策会更侧重结构性调整，注重直达实体货币政策工具的使用；央行公开市场操作将更加灵活，以维持市场流动性处于合理充裕或紧平衡状态。

图14：官方制造业 PMI、财新 PMI 进一步恢复



资料来源：wind，东兴证券研究所

图15：2020 年实体经济部门杠杆率上升较快



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 行业展望：宏观环境更趋利好，银行业绩有较强支撑

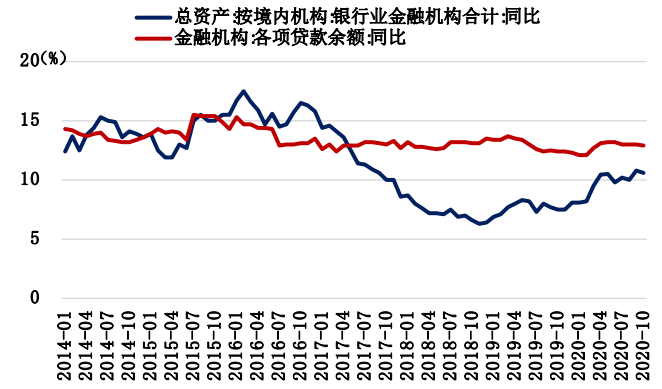
展望 2021 年，银行将保持稳健经营，全年业绩改善有较强支撑。从规模、息差、资产质量分别来看：1）随着经济的持续修复，明年货币政策将逐渐回归常态化；银行信贷和资产规模增速较 2020 年会有所回落。2）2021 年净息差有望在一季度重定价扰动后企稳走阔。3）资产质量：今年上市银行加大不良确认、核销、处置力度，夯实资产质量；并充分计提拨备，风险抵御能力更强，未来不良压力不大。大部分企业恢复经营、正常还款，预计延期还本付息的小微贷款不良生成压力可控。

资产规模与结构：规模增速将较 2020 年略降，结构上向零售、小微倾斜

2021 年贷款增速将小幅回落。截至 10 月末，银行业金融机构总资产同比增 10.6%，金融机构各项贷款同比

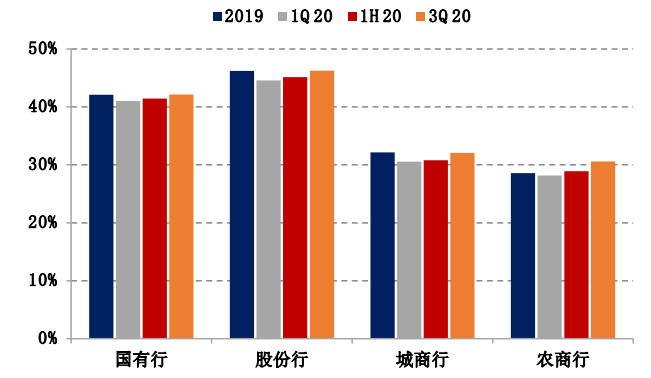
增 12.9%，增速较 2019 年末分别提高了 2.5pct、0.6pct。我们判断，随着经济持续修复，明年货币政策将逐渐回归常态化，银行信贷增速和总资产增速较 2020 年会有所回落，预计贷款增速将降至 12%左右，总资产增速降至 10%左右。结构方面，一季度零售贷款投放受疫情影响有所放缓，但此后逐季恢复，银行零售转型的整体方向没有改变。预计 2021 年银行会继续提高信贷资产占比，特别是零售贷款等高收益贷款占比，以应对利率市场环境变化。

图16：2020 年银行总资产和信贷扩张速度提升



资料来源：人民银行，东兴证券研究所

图17：1Q20 之后上市银行零售贷款占比逐季提升

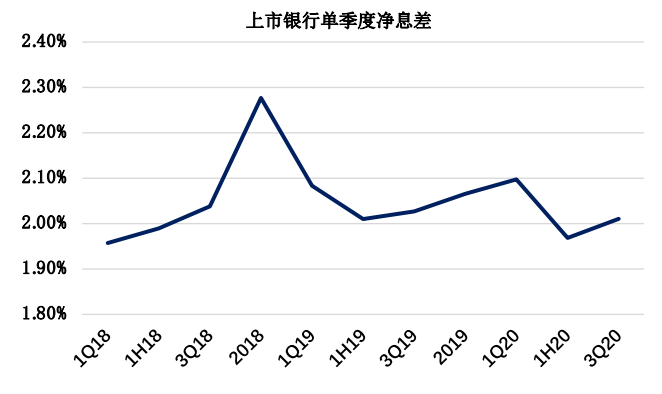


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

净息差：2021 年息差有望在一季度后企稳走阔

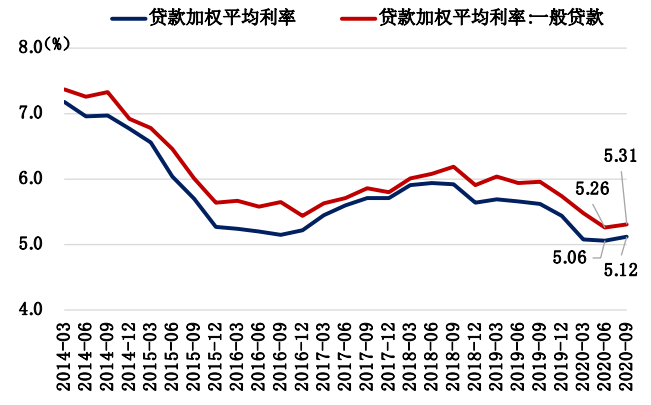
2020 年上半年息差收窄，三季度息差开始环比回升。在政策引导金融机构让利实体，贷款利率较快下行的背景下，2020 年上半年银行净息差同比收窄。银行经营层面，主要是通过“以量补价”的策略对冲息差下行对业绩增长的负面影响。随着经济的持续复苏，3Q20 上市银行单季净息差开始环比回升。主要原因是：一方面，LPR 报价连续数月持平，资产端收益率下行幅度逐步收窄；另一方面，是得益于银行压降结构性存款、优化负债结构，负债端成本下行幅度大于资产端。

图18：3Q20 上市银行单季度息差环比上升



资料来源：公司财报，东兴证券研究所，26 家上市银行

图19：3Q20 一般贷款加权平均利率环比回升



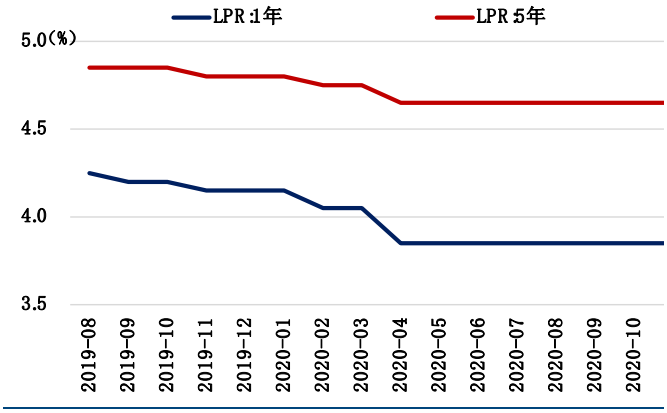
资料来源：人民银行，东兴证券研究所

我们预计 2021 年净息差有望在一季度后企稳走阔：

资产端：2021 年资产收益率水平有望在一季度重定价扰动后企稳上行。我们认为明年货币政策回归常态化并

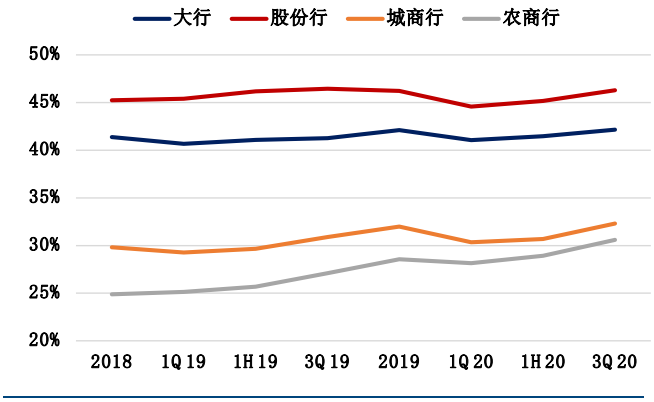
不意味着收紧，政策支持实体经济、引导企业融资成本下降的方向不会改变；预计价格大概率维持平稳，LPR 报价或将保持平稳。考虑到明年年初银行面临贷款重定价压力（主要是个人按揭贷款），1Q20 或是年内息差的低点；其中按揭贷款占比较高的银行（大行和招行）重定价压力更大。假设按揭贷款均在明年 1 月 1 日重定价，贷款利率下降 15BP；大行和招行息差约下降 2-3bp。但实际操作过程中，银行会引导客户分散重定价日至贷款发放日对应日，预计对息差的实际影响较小。随着后续实体经济融资需求的修复，新发放贷款利率有望边际改善。同时，银行方面也倾向于主动增加高收益的零售信贷配置、优化资产结构，以提高资产端收益率水平。2021 年资产收益率水平有望在一季度之后企稳走阔。

图20：LPR 报价已连续 7 个月持平，预计明年有望保持平稳



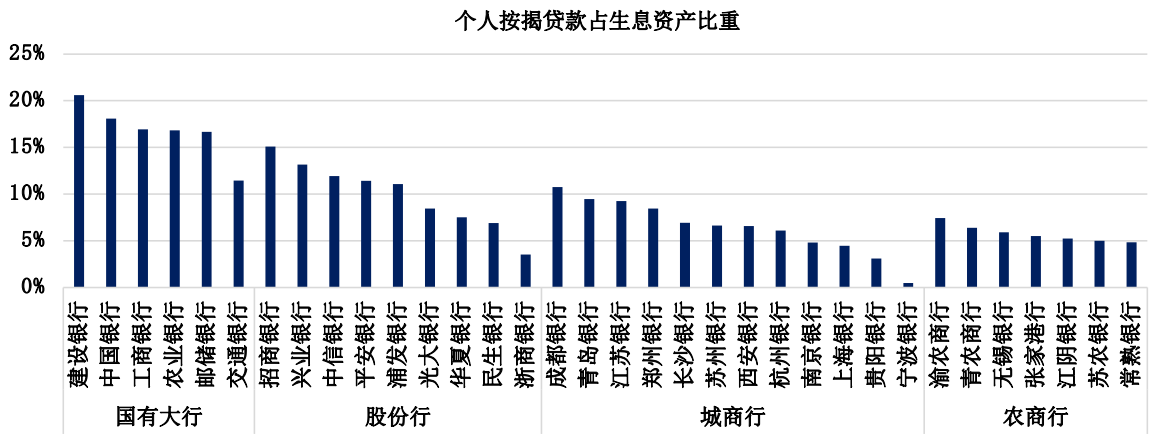
资料来源：公司财报，东兴证券研究所，26 家上市银行

图21：银行主动增加零售贷款配置应对利率市场环境变化



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图22： 建行、中行、工行、农行、邮储、招行个人按揭贷款占比相对更高



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表2：受按揭贷款重定价影响，银行息差下行幅度测算（假设按揭贷款均在 2021 年 1 月 1 日重定价，贷款利率下降 15BP）

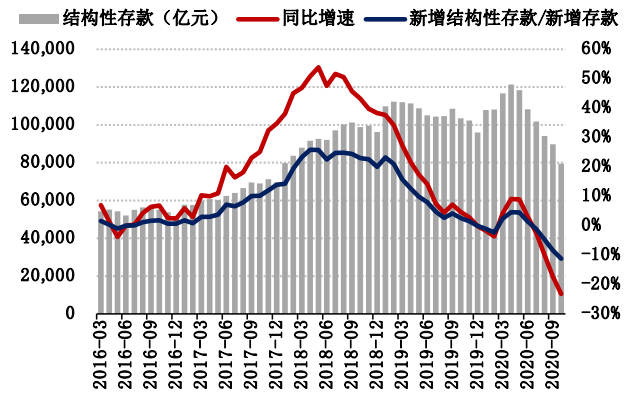
子板块	银行	个人按揭贷款占生息资产比重	重定价导致息差下降幅度	子板块	银行	个人按揭贷款占生息资产比重	重定价导致息差下降幅度
国有大行	建设银行	20.59%	3.09	城商行	江苏银行	9.24%	1.39
	中国银行	18.07%	2.71		郑州银行	8.46%	1.27
	工商银行	16.92%	2.54		长沙银行	6.92%	1.04
	农业银行	16.83%	2.53		苏州银行	6.62%	0.99
	邮储银行	16.67%	2.50		西安银行	6.58%	0.99
	交通银行	11.45%	1.72		杭州银行	6.09%	0.91
股份行	招商银行	15.08%	2.26		南京银行	4.82%	0.72
	兴业银行	13.17%	1.98		上海银行	4.46%	0.67
	中信银行	11.93%	1.79		贵阳银行	3.10%	0.46
	平安银行	11.41%	1.71		宁波银行	0.46%	0.07
	浦发银行	11.08%	1.66	农商行	渝农商行	7.44%	1.12
	光大银行	8.44%	1.27		青农商行	6.39%	0.96
	华夏银行	7.51%	1.13		无锡银行	5.91%	0.89
	民生银行	6.90%	1.03		张家港行	5.51%	0.83
	浙商银行	3.52%	0.53		江阴银行	5.24%	0.79
城商行	成都银行	10.75%	1.61		苏农银行	5.00%	0.75
	青岛银行	9.46%	1.42		常熟银行	4.82%	0.72

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

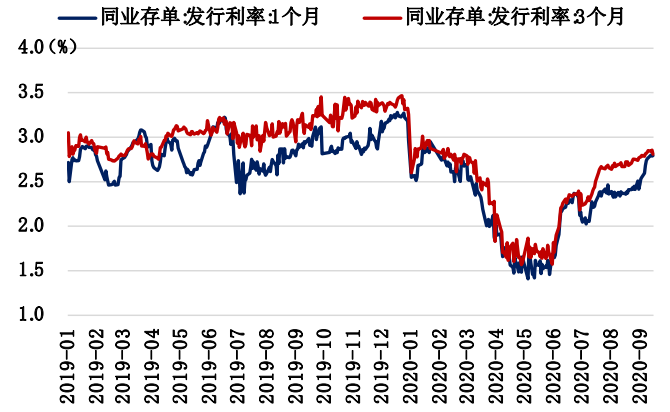
负债端：负债成本有望维持平稳或小幅下行。考虑到 2021 年货币政策回归常态化，M2 派生将同步下降，LPR 大概率维持不变。我们判断明年银行揽储压力仍然不小，核心存款成本较为刚性；同业负债利率也将基本维持平稳。银行方面或将继续加强主动负债管理，通过压降高息存款、优化负债结构降低负债成本。整体负债成本有望维持平稳或小幅下行。

图23：10 月末，结构性存款较 4 月高点已压降 4.2 万亿

图24：当前同业存单利率已回升至适度水平



资料来源：人民银行，东兴证券研究所

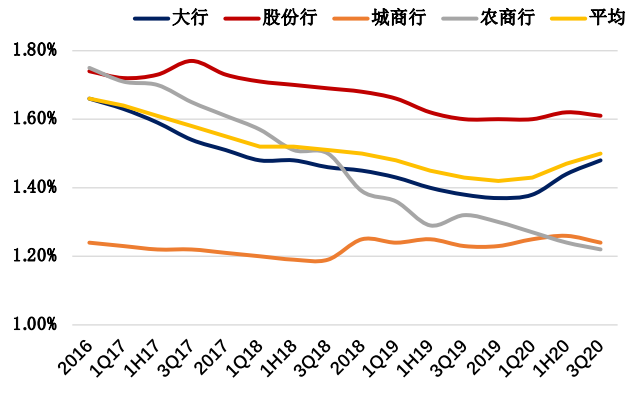


资料来源：wind，东兴证券研究所

资产质量：上市银行总体不良压力不大

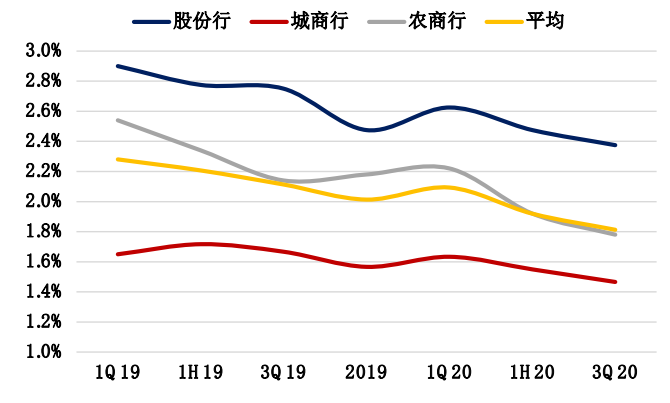
2020 年上市银行加大不良确认力度，夯实资产质量。今年以来，上市银行不良率有所上升（前三季度+8BP），但关注贷款率下降（前三季度-2BP）。我们认为不良率上升除了是受疫情影响，更多是银行加大不良确认力度所致。细分来看，国有大行不良率上升相对更快。

图25：受国有大行加大不良确认力度的拖累，三季度末上市银行不良率有所上升



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

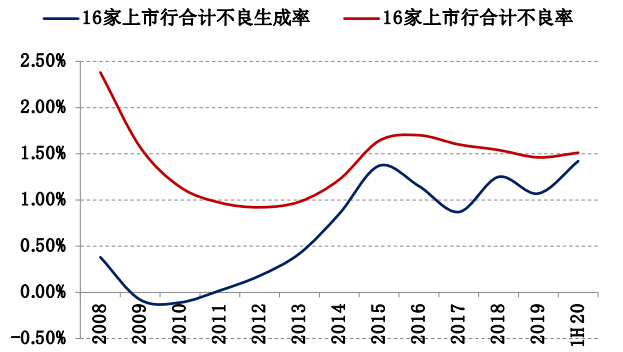
图26：从披露关注类贷款数据的上市行来看，1H20 以来各子板块关注率环比均有所下降



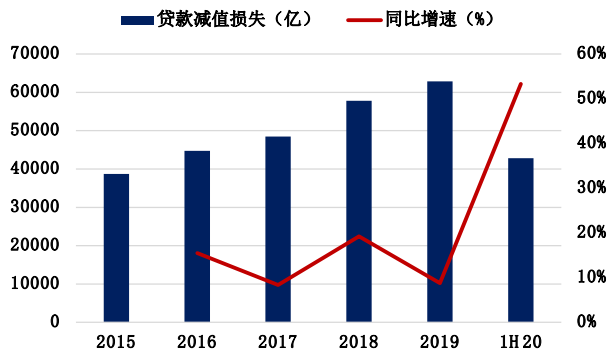
资料来源：公司财报，东兴证券研究所，仅含 3Q20 披露关注贷款率的上市行

图27：1H20 老 16 家上市行年化不良生成率升至 1.42%

图28：今年上半年上市银行贷款减值损失同比增约 53%



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

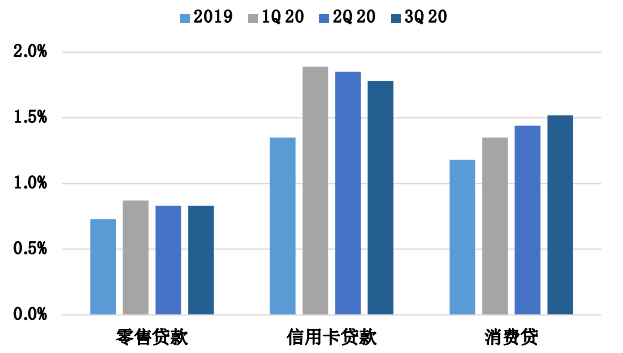


资料来源：公司财报，东兴证券研究所，老16家上市银行

我们判断2021年上市银行总体不良压力不大。考虑到银行的不良暴露较实体经济有所滞后，以及部分延期还本付息贷款的影响，预计未来一段时间银行实际不良生成率仍将处于较高水平。但今年上市银行已经加大了不良确认、核销、处置力度，并充分计提拨备；资产质量指标的真实性大幅提升，风险抵御能力增强。从资产质量前瞻性指标来看，上市银行未来不良压力不大。

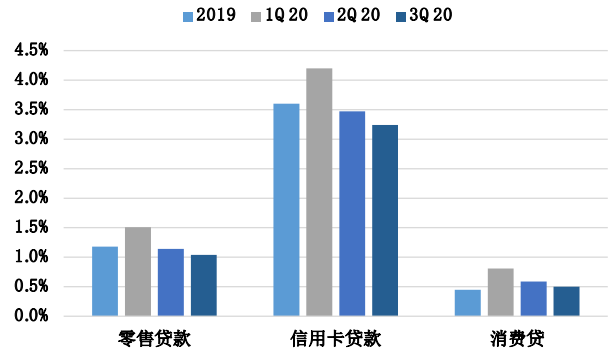
（1）零售贷款不良高点已过，未来资产质量压力较小。年初受疫情影响，居民还款意愿出现短期下降，零售风险（主要来自消费贷、信用卡）有所暴露。以招行为例，1Q20零售贷款不良率、关注率环比分别上升14BP、33BP。随着二季度疫情得到缓解，居民生活恢复正常，同时催收产能恢复至疫情前水平；信用卡不良率逐步回落，消费贷不良持续暴露，但关注率开始逐季下降，未来不良压力将逐步缓解。根据调研反馈情况，零售贷款不良生产的高点或已过去，四季度零售资产质量将进一步改善。

图29：二季度招商银行零售贷款不良率回落



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

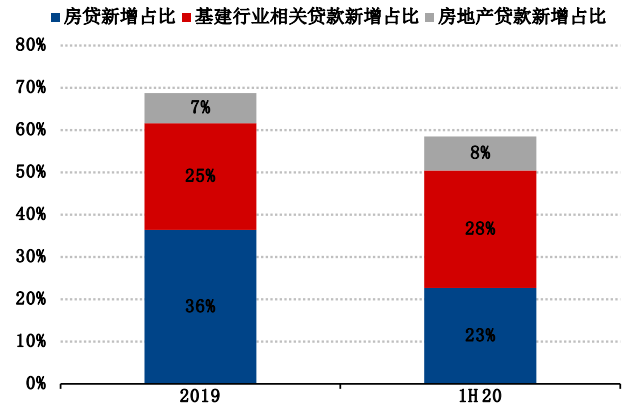
图30：二季度起招商银行零售贷款关注率逐季下降



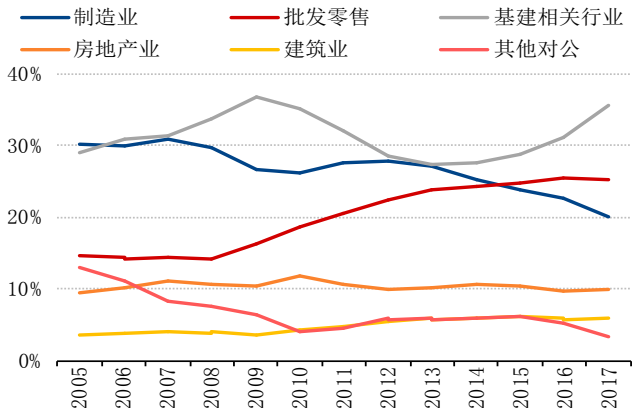
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

（2）对公贷款结构持续优化，资产质量整体可控。近几年银行贷款结构得到持续优化，存量风险逐步出清。基建相关的低风险行业贷款占比提升，而制造业、批发零售等不良易高发行业贷款占比有所下降。叠加近年信贷投放更趋谨慎，增量贷款以个人按揭贷款、企业中长期贷款为主（2019年零售按揭贷款新增约占36%、基建相关贷款新增约占25%；1H20分别约占23%、28%），资产质量整体可控。

图31：2019、1H20新增贷款以零售按揭、基建相关行业为主（五大行+前五股份行） **图32：近年基建相关行业贷款占对公贷款比重提升较快**



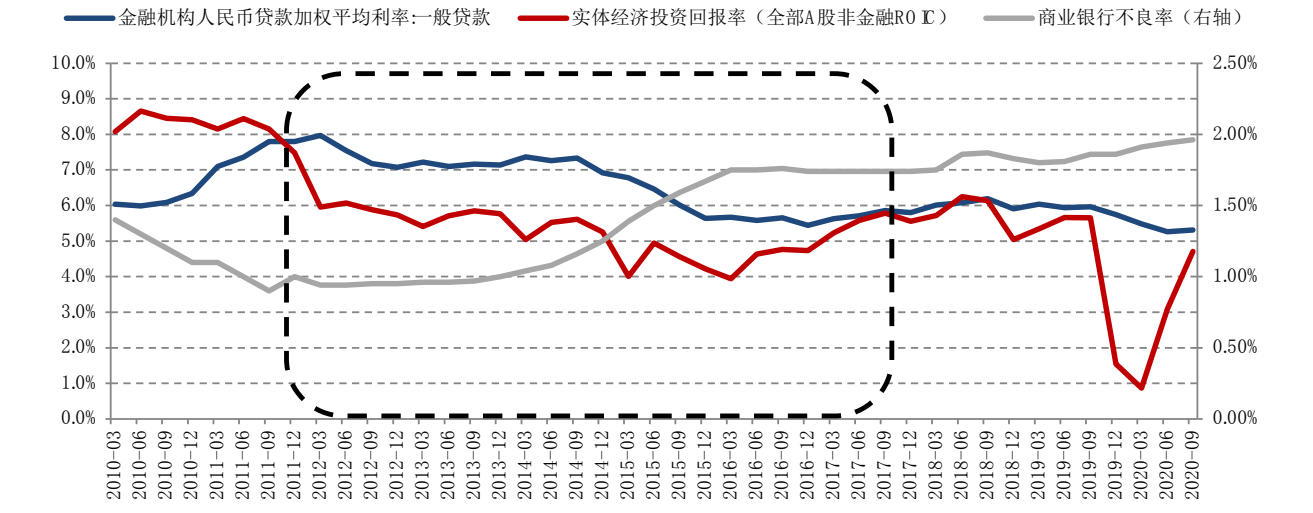
资料来源：公司财报，东兴证券研究所



资料来源：银保监会，东兴证券研究所

（3）大部分企业恢复经营、正常还款，小微贷款不良生成压力可控。为了支持受疫情影响经营困难的中小微企业，央行等部委要求银行根据企业申请进行延期还本付息，最长可延至 2021 年 3 月 31 日。据央行三季度货币政策执行报告，截至 9 月末商业银行已累计对 4.7 万亿贷款本息实施延期，占银行业总贷款的 2.8%；上市银行延期贷款占比或低于行业平均。根据调研反馈，银行对小微企业延期还本付息的标准较为严格，且当前大部分企业已经开始恢复经营、正常还款，预计到 2021 年 3 月变为不良的比例较低，整体不良生成压力较为可控。

图33：当前一般贷款利率水平已降至近年来低位，实体 ROIC 较快恢复，企业还本付息压力不大，资产质量有望维持平稳



资料来源：Wind，东兴证券研究所

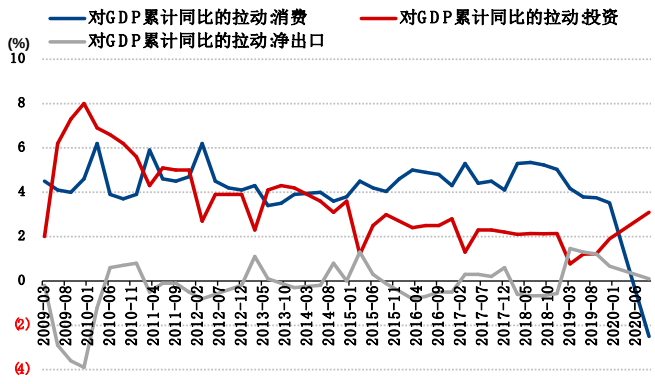
3. 银行投资建议：零售特色银行、区位优势中小银行或持续领跑

3.1 疫情冲击不影响银行零售转型方向

继续看好零售银行的发展前景。当前我国经济增长动能已逐渐从投资向消费过渡，2014 年起消费对 GDP 增长

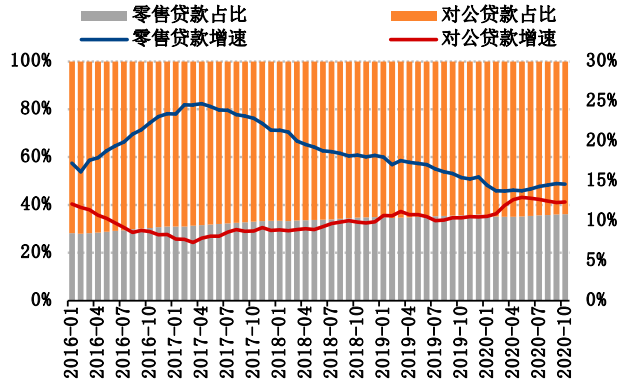
的拉动作用开始超越投资。今年年初受疫情影响，居民消费下滑严重；投资对经济增长的拉动作用相对增强。从银行信贷投放来看，一季度零售贷款投放受到一定影响，但此后已逐渐恢复，银行零售转型的整体方向没有变。零售业务盈利稳定性高、风险收益更高、资本消耗更少、中收贡献更多。同时也是商业银行在国内经济转型、产业升级过程中的重要战略选择，重要性日益凸显。

图34：疫情扰动下，短期经济增长引擎切换至投资



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

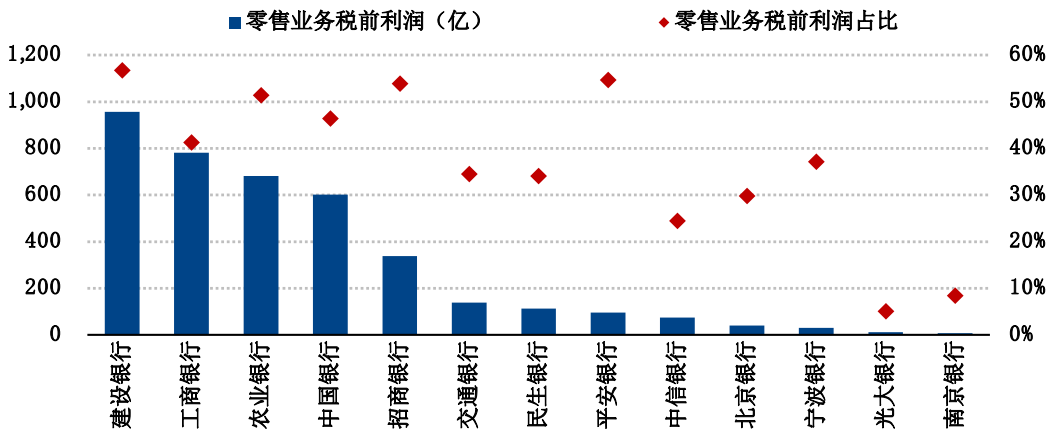
图35：商业银行零售贷款增长逐步恢复，占比持续提升



资料来源：人民银行，东兴证券研究所

2020 年上半年，主要上市银行（老 16 家上市银行，除浦发、兴业、华夏银行未公布分部门数据）实现税前利润约 8571 亿，其中零售业务税前利润约 3872 亿。零售业务贡献收入和税前利润占比分别为 42%和 45%。**预计零售信贷将维持中高增速，贡献盈利占比持续提升，相较同业业务和对公业务，将持续享受估值溢价。**

图36：1H20 建行、农行、招行、平安的零售业务利润贡献超 50%



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

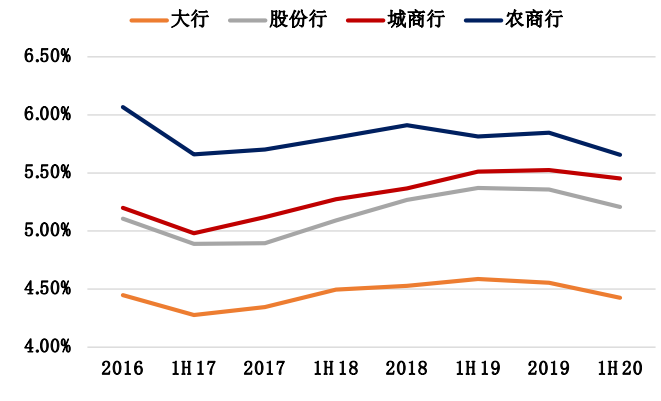
3.2 看好经济发达地区、具有特色业务模式的中小银行

中小银行具有差异化定位，政策引导业务回归区域内中小微企业。大型银行在负债、信贷规模等方面具有天然优势，更倾向于做大做全，走综合化金融模式。而中小银行的定位就是区域性银行，侧重于服务区域内中小微企业和居民，二者在客户结构上有较大差异。前些年，部分中小银行在扩表驱动下，通过同业业务、投资业务大肆扩张，逐渐脱离实体，并积累了大量金融风险。后续随着监管趋严，同业资产、债券投资占比降低，贷款占比有所提高。监管也曾多次强调中小银行要回归实体，并通过定向降准、支持中小银行补充资本

等方式引导中小银行为小微企业提供信贷支持。

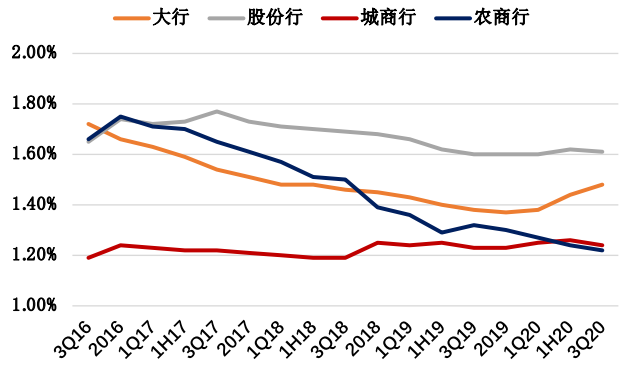
中小银行异地扩张受限，经济发达区域银行纵向发展空间更大。据最新的《商业银行法（修改建议稿）》，新增差异化监管和专业化发展要求，对城商行和农商行异地经营设限。预计未来区域中小行规模扩张更多在于网点、客户的下沉，因此经济发达地区的城、农商行的纵向发展空间更大，例如长三角地区等民营经济发达的区域性银行。

图37：城、农商行贷款收益率更高，贷款定价优势突出



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图38：城、农商行不良贷款率更低，资产质量更扎实



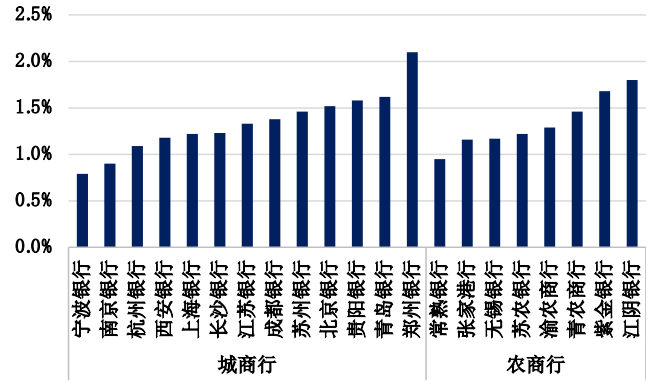
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

中小银行资产管理更加积极，深耕当地、贷款定价优势突出；资产质量更加扎实，不良压力较小。中小银行深耕当地、渠道下沉，员工往往会深入所在区域，对当地企业信用情况更加了解，能够获取更多企业“软信息”，并有效地匹配客户需求。长期合作之下，中小银行与地方小微企业建立起牢固的银企关系，其他银行难以介入，因此这类“关系型”贷款的定价优势更加突出。同时，中小银行资产管理更加积极，我们预计明年息差企稳走阔带动业绩增长的弹性更大。同时，上市中小银行的信贷资产质量整体好于大行、股份行，资产质量更加扎实，不良压力较小，拨备计提压力小。

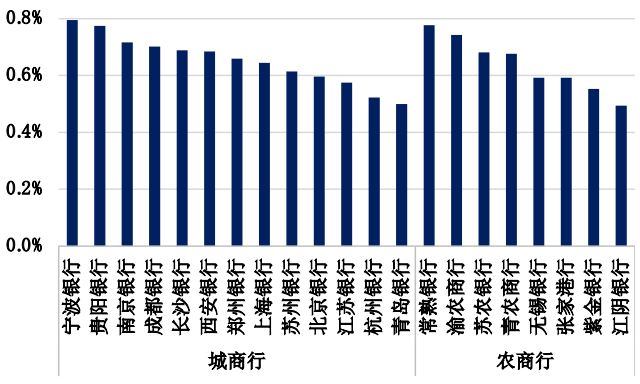
中小银行分化较大，业务特色鲜明的中小银行竞争力更强。截至 6 月末，国内已有城商行 135 家，农商行 1500 家；中小银行之间分化正不断加大。部分区域中小银行治理机制陈旧，对地方政府、国企的依赖度较高，信贷投放以国企、基建项目为主，与大型银行的同质化现象严重。长远来看，这类粗放式的扩张不具备可持续性，精耕细作的“内生式”增长才是方向。我们认为具有特色业务模式、优秀风险定价能力和资产质量的银行更具长期竞争力，例如宁波银行、杭州银行、常熟银行。

图39：宁波、南京、杭州、常熟银行不良贷款率较低

图40：宁波、贵阳、南京、常熟银行 ROA 较高



资料来源：公司财报，东兴证券研究所，截至 9 月末



资料来源：公司财报，东兴证券研究所，截至 9 月末

4. 银行投资组合

4.1 业务特色鲜明股份行

招商银行：零售业务不断突破，金融科技投入加码

零售业务标签鲜明，护城河优势显著。招行于 2004 年开始零售转型，大力发展零售业务；2009 年实施以“降低资本消耗、提高股本回报率、控制成本费用”为核心的内涵型发展；2013 年开始以“一体两翼”（零售为体，对公和同业为翼）为策略打造“轻型银行”。截至 2020 年 9 月末，零售客户数达 1.55 亿户，较年初增 15.17%；零售 AUM 达 8.63 万亿。上半年零售业务营收占比同比提高 1.1pct 至 42.2%。线上、线下业务不断融合，零售护城河有望扩大；金融科技加持下，零售业务优势持续巩固。

金融科技投入加码，赋能零售数字化转型。2017 年金融科技银行转型以来，招行不断加大金融科技投入；2019 年金融科技投入 93.61 亿元，同比增 43.97%，占营收比重 3.72%，高于可比同业；今年起将金融科技创新基金比例由上年度营收的 1%提升至 1.5%。招行金融科技优势将在优化客户体验、提高客户粘性、深化风险控制、提高服务效率等方面发挥重要作用，进一步赋能零售数字化转型。

零售业务持续发力，风控审慎、资产质量平稳，受经济波动影响相对较小。我们预计 2020、2021 年净利润增速为 1.1%、5.3%，对应 BVPS 分别为 26.63、30.55 元/股。考虑公司零售业务护城河优势和金融科技投入加码，给予公司 1.8 倍 2020 年 PB 目标估值，对应股价 47.93 元，维持“强烈推荐”评级。

平安银行：零售转型持续升级，盈利能力稳步提升

依托集团渠道、客户优势，共享科技输出成果。依托集团客户资源优势，平安银行综拓渠道客源引流效用凸显。集团五大生态圈有效拉动了银行零售业务，助力公司提高客户粘性。同时，公司与集团共享科技输出，数字化经营与科技赋能成效显著。

零售业务保持较强韧性，私行业务增长空间仍大。在零售转型战略的坚定推进下，平安银行零售业务成效显著，成果进一步巩固；3Q20 零售贷款占比增至 59.7%。零售 AUM 2.49 万亿，较上年末增长 25.5%。私行业务加速扩张。9 月末，私行达标客户 5.53 万户，较 19 年末增 26.3%；私行达标客户 AUM 超万亿，较 19 年末增 43%。在综合化、专业化、科技化能力的全面提升下，私行财富业务未来仍有加大增长空间。

对公业务持续做精做强，业务协同将有效降低成本。2017 年公司提出“对公做精”理念，在精选行业、精耕客户、精配产品、精控风险四个方面发力。主动退出过剩行业和高风险客户，重点发展轻资产、轻资本对公业务。未来平安银行对公业务有望补足短板，实现精细化发展；整合集团内外资源，发挥综合金融优势。

看好零售转型空间，业绩释放能力进一步增强。在零售转型成效巩固之际，公司持续发力基础零售、私行和财富管理、消费金融业务，同时风险管控维持审慎。依托平安集团客户及流量入口，充分拥抱 Fintech 大趋势，有望成为智能化零售银行龙头。预计 2020、2021 年净利润增速为-1.9%、9.0%，对应 BVPS 分别为 15.29、16.85 元/股。考虑公司金融科技优势以及对公零售战略全面开花，给予 1.5 倍 2020 年 PB，对应目标价 22.93 元/股，维持“强烈推荐”评级。

4.2 立足地区经济优势的中小银行

宁波银行：公司治理机制优势显著，坚持差异化的发展战略

立足长三角地区，经济基础雄厚、金融需求旺盛，公司充分受益于区域经济高速发展。公司已逐渐形成以长三角为主体，珠三角、环渤海为两翼的“一体两翼”格局。目前公司超 90%业务集中于长三角地区，1H20 浙江、江苏地区贷款占比分别为 64.68%、22.66%。宁波市为海港城市，地区民营经济非常发达、金融需求旺盛，公司充分受益于地区经济的高速发展。

坚持差异化的发展战略，精耕中小微与消费贷。公司业务开展聚焦“大银行做不了，小银行做不好”的差异化策略，精耕中小企业与个人消费贷款。宁波银行较早设立零售公司利润中心，实现小微业务的专营模式。目前小微业务已形成丰富的产品体系，包括金色池塘、快审快贷、税务贷等。个人业务方面，全面布局消费贷，主要投放于宁波地区，信用消费市场较为发达。宁波银行零售贷款收益率明显高于同业。

公司治理机制优势显著。宁波银行股权结构多元化，较早形成了国资、外资和民企互相制衡的股权结构。公司管理层稳定，保证了战略实施的一致性和连续性；高管股权激励有助于提高管理层经营主动性。此外，公司持续优化员工激励与考核机制，员工整体专业素质优秀，有助于公司各项战略的高效落地。

资产负债结构优化，3Q20 息差逆势走阔，资产质量持续优异。我们预计公司 2020、2021 年净利润增速分别为 5.1%、11.6%。考虑到区域优势、市场化经营机制以及独特的中小企业主办行、个人中高端客群定位将持续为公司带来广阔收入增长空间；且公司风控能力持续突出，不良率保持低位，风险抵补能力充足。给予公司 2.4 倍 2020 年 PB 目标估值，对应股价 41.87 元，维持“强烈推荐”评级。

杭州银行：区位优势带来高成长性，经营管理能力持续提升

立足浙江省、深耕杭州，地理区位条件优越。杭州银行立足浙江省，经济基础雄厚、金融需求旺盛；公司充分受益于地区经济高速发展。截至 2020 年 6 月末，公司有分支机构 218 家，其中杭州地区 102 家，其他浙江省内地区 52 家，实现浙江省内机构全覆盖，以及长三角、珠三角、环渤海等发达经济圈的战略布局。上半年公司在浙江省内新增贷款占比为 68.74%，贡献营收、净利润的 77.57%、76.39%。

股东背景多元化，经营管理能力持续提升。杭州银行具有多元化的股东结构。4 月定增完成后，第一大股东、战略投资者澳洲联邦银行持股 15.57%，杭州市政府及国资企业（杭州市财政局、财开集团、杭汽轮）持股 23.32%，红狮集团持股 11.81%，中国人寿（央企险资）持股 4.80%。公司主要股东涵盖地方政府、国资、外资、民间资本，多元化股东结构有助于市场化公司治理体系的健全。

大力推进零售战略转型，专注科技文创金融服务。近几年，杭州银行将大零售作为战略转型重点方向，快速

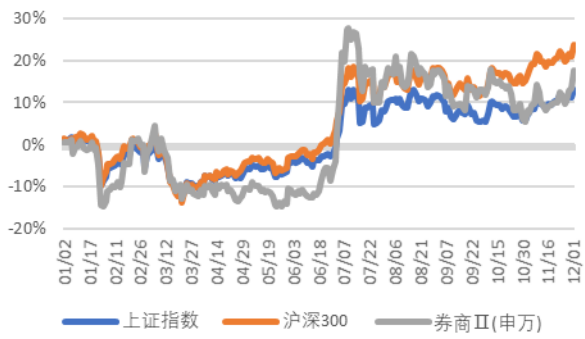
布局零售业务平台。截至 2019 年末，零售贷款占比增至 38.34%，位列上市城商行第二。零售信贷主要投放于中高端客户消费贷和按揭贷款，资产质量较优。2019 年，零售金融条线贷款不良率 0.10%，业务可持续性、稳健性较强。科技文创金融服务是公司差异化特色业务，布局较早。目前构建了“6+1”的产品体系，树立了良好的口碑，品牌影响力不断扩大。2019 年末科技文创企业客户达 8591 户，同比增 51%，占对公客户总数的 18%；贷款余额 226.49 亿元，同比增 19%，占对公贷款的 10%。

预计 2020、2021 年净利润同比增长 8.9%、12.8%，对应 BVPS 分别为 10.87、12.19 元。杭州银行立足浙江，区位优势足，近几年资产负债结构改善以及信用风险缓释带来业绩弹性，资本补充以及管理能力改善有望提升 ROE 水平，给予 1.4 倍 2020 年 PB，对应目标价 15.22 元/股，维持“强烈推荐”评级。

5. 非银 2020 行情回顾：β、结构性机会频现

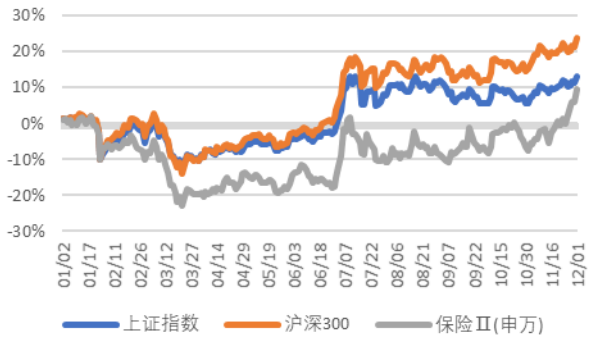
2020 年，受新冠疫情冲击叠加宏观经济增速放缓影响，权益市场走出先跌后涨的 V 字震荡行情，非银金融板块因具备较强的 β 属性，走势与大盘高度正向关，但整体表现略弱于大盘。截至 12 月 1 日，上证指数较年初上涨了 13.17%、沪深 300 指数上涨 23.69%、上证 50 指数上涨 15.74%，申万非银金融行业指数上行 11.31%、其中申万二级券商指数上涨 17.43%、保险指数上涨 8.97%。

图41：截至 12 月 1 日券商板块走势情况（单位：%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

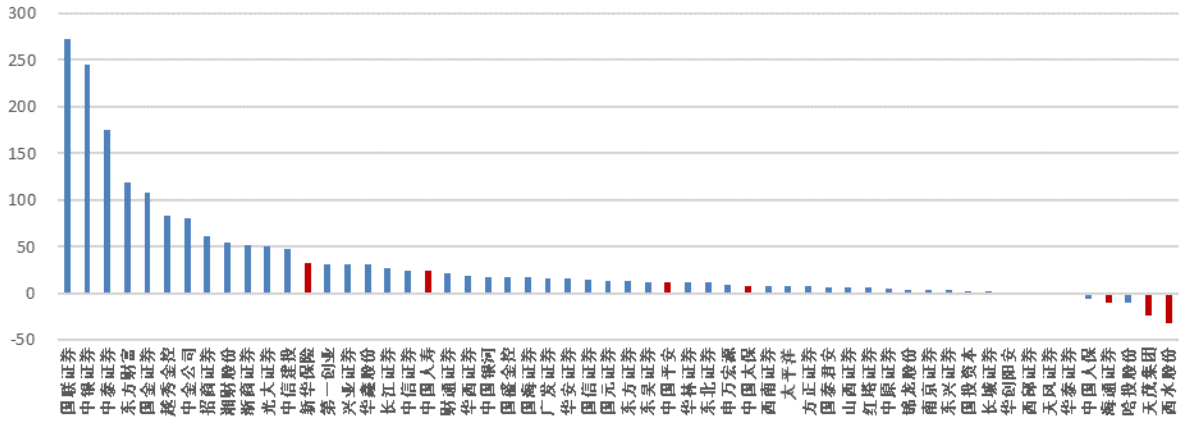
图42：截至 12 月 1 日保险板块走势情况（单位：%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

从个股表现来看，券商多优于保险，中小券商位居涨幅榜前列。板块内个股表现出现一定程度分化，涨幅排名靠前的中银证券、中泰证券、中金公司和湘财证券均为新上市券商，国联证券和国金证券则得益于合并事件驱动；保险公司中新华保险、中国人寿两家寿险公司年内股价上涨，主要得益于相对优异的负债端表现和投资端的高弹性。

图43：截至 2020 年 12 月 1 日券商、保险板块个股走势（单位：%）



*资料来源：Wind，东兴证券研究所 *其中标红的为保险个股*

6. 证券板块复盘与展望：注册制下投行主旋律+多业务发展协奏

6.1 金融供给侧改革与资本市场对外开放双主线共振，行业升级提速

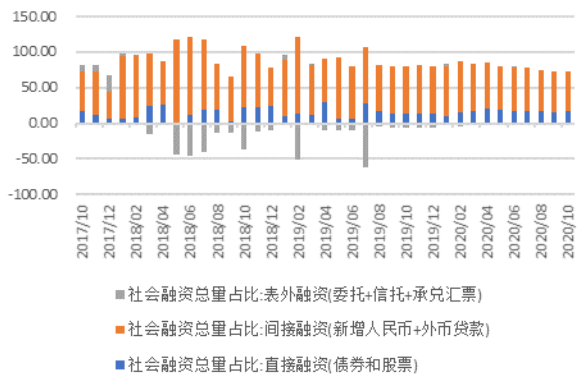
证券行业经营情况与资本市场密切相关，且对政策敏感度高，年初以来为抵御疫情冲击，我国财政政策更加积极，货币政策稳健宽松，两者合力提振资本市场，进而带动证券行业业绩快速增长，估值也升至阶段性高点。随着诸多改革措施逐步落地，证券公司作为资本市场和实体经济的桥梁和纽带，在行业地位持续上升的同时，有望继续收获政策红利，业务空间也将进一步打开，中长期看业绩和估值中枢有望持续提升。

6.1.1 金融供给侧改革持续深化，头部券商率先受益

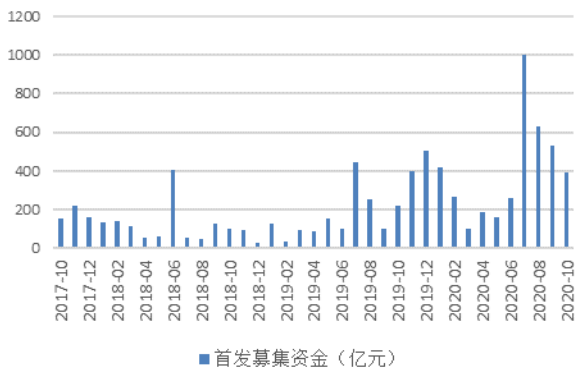
我国金融市场经历三十余年的高速发展，在取得诸多卓越成就的同时，发展不均衡的问题也逐渐突出。多年来，我国融资结构长期失衡，直接融资占比较低且发展不充分，中小微企业普遍存在融资难、融资贵的问题。金融供给侧改革则是针对这一症结，以大力发展直接融资为途径，以提升金融服务实体能力为目标，直击我国实体经济融资痛点。

图44：2017/10-2020/10 社会融资结构

图45：2017/10-2020/10 市场 IPO 首发募资金额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

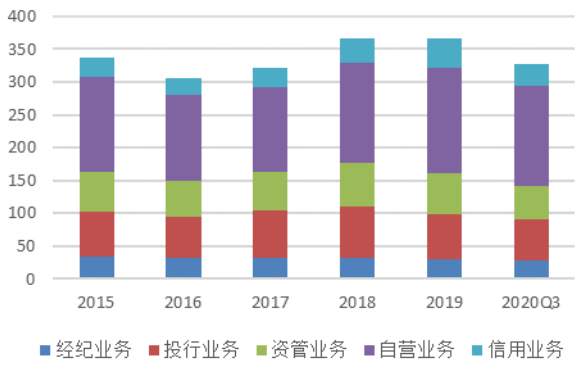


资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

注册制试点是我国金融供给侧改革的关键一步，是我国资本市场重要的基础制度改革。注册制下，监管机构将选择权交给市场，提升资本运作效率，打开实体企业上市融资渠道。科创板与创业板注册试点先后落地并取得突出的成效，高新技术企业的融资需求得到高度满足。随着改革的持续推进，资本市场的不断成熟，全面注册制正渐行渐近。

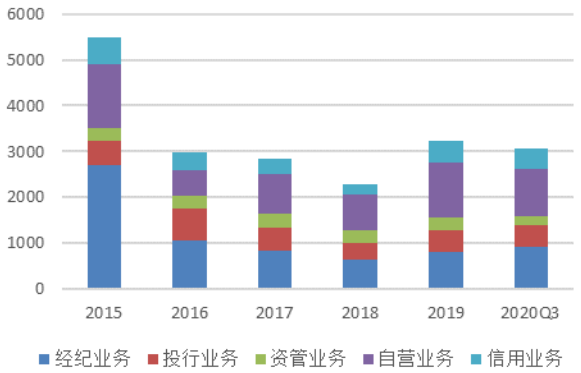
证券行业在金融供给侧改革中担任至关重要的角色，特别是在构建多层次金融市场和支持实体企业直接融资方面，证券公司以其在企业融资结构中的重要地位，将持续享受政策红利带来的业务增量。但在地位提升、业务机会不断涌现的同时，行业也面临着市场带来的挑战。2019 年 12 月，证监会提出做大做优做强航母级头部券商、构建资本市场四梁八柱，我们预计这是监管部门未来一段时间对行业的总体展望，更是在当前市场环境下行业亟待做出的改革与调整方向：一方面，面对外资券商竞争，我国证券公司急需做大做强来应对“鲶鱼”的全方位冲击；另一方面，在资本市场不断升级完善的过程中，支持资本实力强、风控能力佳的优质券商创新提质是下一阶段的最优选择。

图46：2015-2020Q3 高盛收入结构拆分（单位：亿美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图47：2015-2020Q3 我国证券业收入情况（单位：亿元）



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

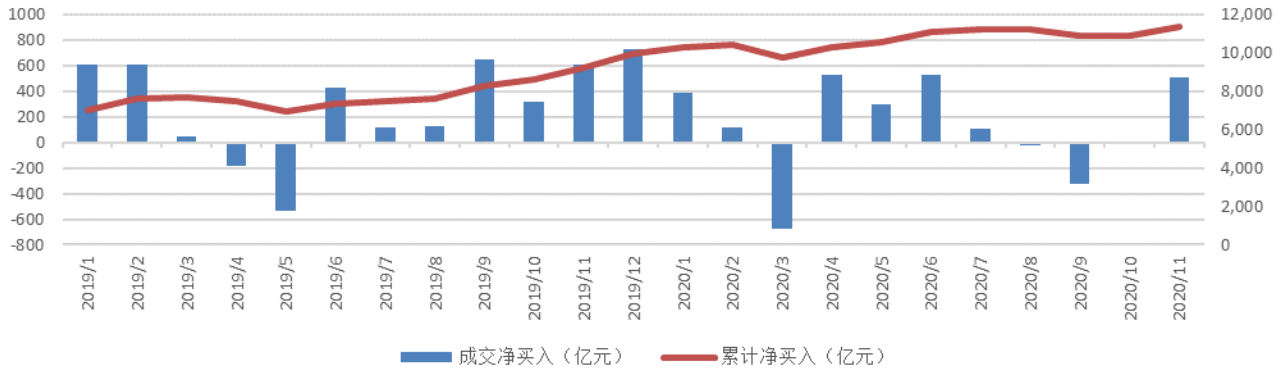
从政策导向看，在鼓励行业内部整合、业务加杠杆实现做大的同时，监管机构积极引导头部券商充分发挥资本效能，在严格风控、确保合规的前提下将业务发展重心适当向创新型业务迁移。近年来，多项创新业务已在头部券商率先试点，并已逐步成为其重要的收入来源，如场外期权业务、基金投顾业务等，头部券商的业务结构得到了有效优化。虽然与外资投行相比，目前我国证券公司的盈利模式仍较为依赖手续费及佣金收入，

但随着重资本业务体系的完善和产品结构的丰富，将有一批中资券商具备和外资同行“掰手腕”的能力，真正实现做强行业，做强资本市场的战略目标。头部券商作为上述变革的主要实施者和受益者，积聚行业资源，成长空间逐步打开，中长期投资价值凸显。

6.1.2 外资涌入为行业转型升级按下“加速键”

作为全球率先有效弱化疫情影响的国家，我国资本市场的吸引力凸显。随着今年5月《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》的发布，外资投资A股的热情持续高涨。QFII加码和MSCI、富时罗素等指数基金扩容之下，今年以来北向资金流入额继续保持高速增长，截至12月1日，累计净买入额为11614.63亿元，相较去年年末增长16.91%，增速处于历史较高水平。

图48：2019-20201201 北向资金情况



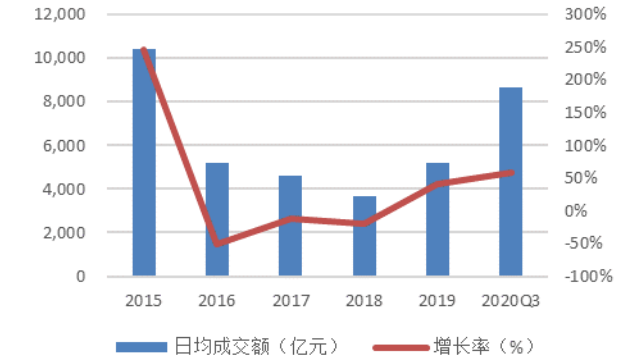
资料来源：Wind，东兴证券研究所

在外资不断涌入，为A股市场带来充沛流动性的同时，金融业的开放更是打开了外资投行直接参与境内证券业务的窗口。2020年是全面取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的元年，对于证券行业而言，外资券商在机构业务和资产管理业务方面经验丰富，投资业务和资本中介类业务的结构和风险管理能力亦优于内资券商，对外开放的提速毋庸置疑会带来更大的外部竞争压力。但从长期看外资券商的进入将为国内资本市场注入竞争活力，“鲶鱼效应”有望倒逼我国证券公司加速转型经营模式、经营和资本运用效率均有望得到提升。更重要的是，外资券商的进入将推动我国资本市场法律法规的完善，是制度建设的重要契机。“顶层工程”完成后，我国资本市场的运行模式和对全球资金的吸引力将持续提升，形成有效的正反馈机制，进而提升证券行业景气度，打开行业扩张空间。

6.2 经纪业务：市场与政策红利推动业务量质双升

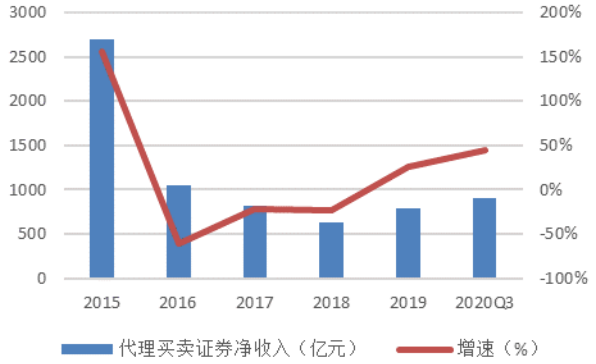
年内股票交易规模创新高，经纪业务收入水涨船高。受益于疫情后宽松的市场流动性和超预期的经济复苏态势，投资者信心得到大幅提升。前三季度市场活跃度较去年同期有较大幅度改善，经纪业务收入明显提升。2020年前三季度，股票日均成交额达8632.00亿元，同比增长58.56%，创下2015年以来新高；行业134家证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）900.08亿元，同比增长43.94%。

图49：2015-2020Q3 全部 AB 股日均成交规模情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图50：2015-2020Q3 证券行业经纪业务收入情况



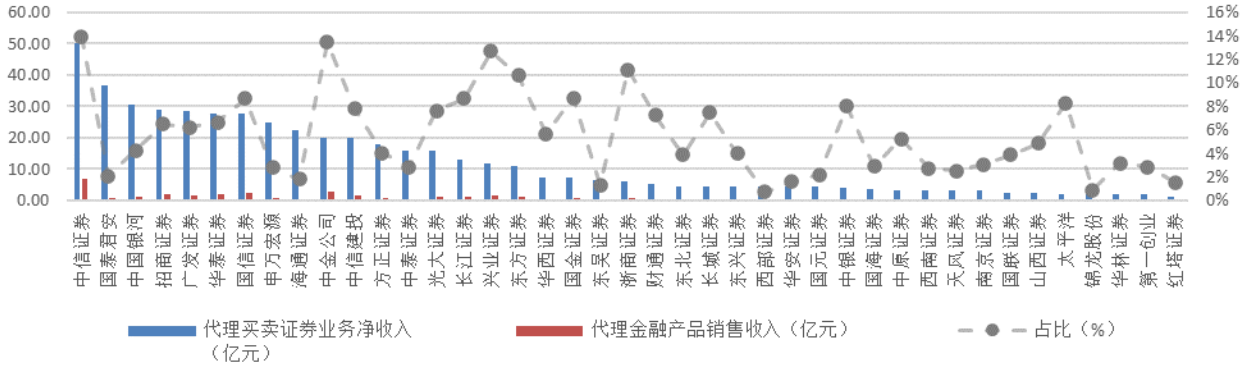
资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

券商财富管理转型如火如荼，收入贡献初显锋芒。随着各家证券公司积极布局财富管理转型，以代销金融产品为代表的具有附加值的服务项目为券商经纪业务注入活力。前三季度数据可比的 41 家上市券商合计代销金融产品收入 33.03 亿元，较去年同期增长 105.57%，占经纪业务手续费净收入的比例达 6.64%，较去年同期提升 2.68 个百分点。

基金投顾试点落地开启财富管理转型新时代，收入模式多元化打开盈利想象空间。随着 2020 年 2 月银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券等 7 家券商成为首批券商基金投顾试点，截至 2020 年 10 月底，7 家试点券商中已有 6 家开始展业，券商财富管理业务迈向“买方投顾”时代。发展代销金融产品业务是探索财富管理转型的初级阶段，传统代销业务虽满足了客户多样化的产品需求，但券商仍未脱离通道角色，仅能赚取产品销售佣金。而转型后的高级阶段“买方投顾”则是以客户需求为中心，券商承担代理买卖证券、代销金融产品、基金投顾等多重责任，角色多样化带来高附加值，为交易佣金率持续下降的经纪业务带来新的盈利增长点。

今年全市场经纪业务佣金率继续缓慢下行，据测算年内行业平均佣金率约为万分之 2.7。我们预计，伴随着财富管理转型推进，产品代销、基金投顾等高附加值服务铺开后，整体佣金率下滑趋势将得到有效缓解；而在外资和养老金等增量资金持续进场的趋势中，A 股市场交易量将继续保持较高水平。

图51：2020H 41 家可比上市券商代销金融产品收入占经纪业务收入比重情况

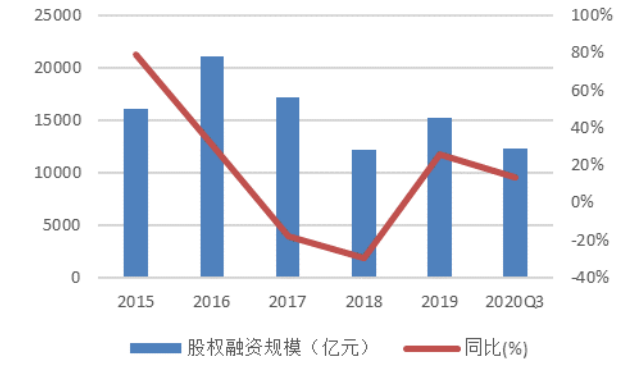


资料来源：Wind，东兴证券研究所

6.3 投行业务：年内 IPO 规模创历史新高，全面注册制预期下业绩增长确定性最强

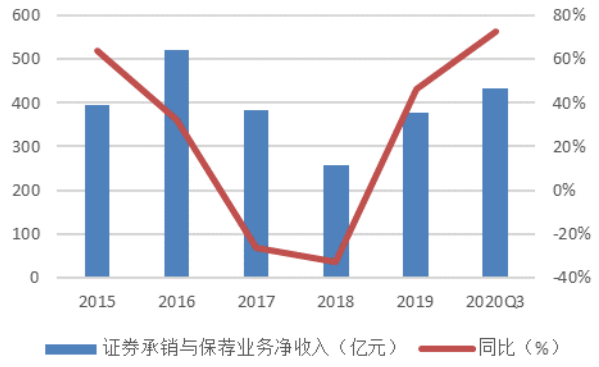
创业板注册制落地，科创板持续贡献，前三季度投行业务实现高速增长。前三季度，市场股权融资规模 12245.32 亿元，同比增长 13.58%；其中 IPO 首发募集资金 3557.38 亿元，创历史新高，较去年同期增长 154.79%。再融资政策松绑推动业务规模高速增长，前三季度实现募集资金 5970.63 亿元，同比增长 12.92%。全市场债券发行提速，券商债券承销规模 7.29 万亿元，同比增长 34.11%。并购重组交易总规模为 6711.81 亿元，较去年同期微降 5.96%。根据协会数据，前三季度证券行业承销与保荐业务收入 431.58 亿元，同比增长 72.85%；财务顾问业务收入 32.07 亿元，同比下降 35.37%。

图52：2015-2020Q3 市场股权融资规模情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

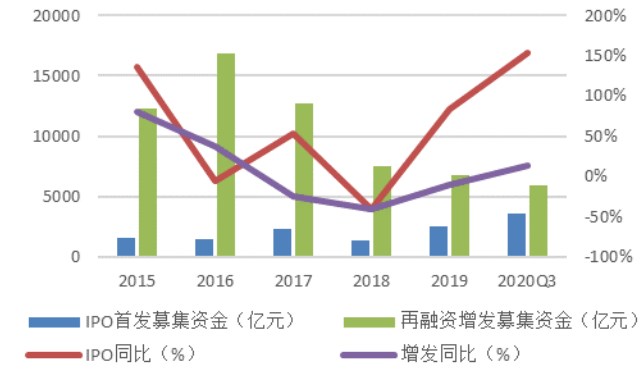
图53：2015-2020Q3 证券公司承销与保荐收入情况



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

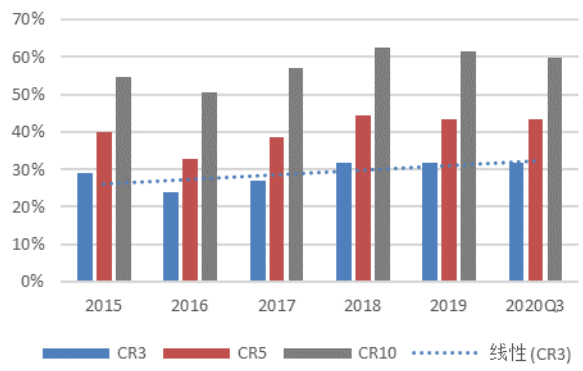
继科创板注册制的增量改革取得成功后，创业板注册制试点于今年 6 月正式落地。注册制下，科创板和创业板适当放开了发行门槛、细化了上市条件、提高了发行效率，极大的打开了投行业务的市场空间。2020 年前三季度，科创板受理 249 家 IPO 申请，其中已发行 36 家，拟募集资金规模达 513.16 亿元；创业板受理 390 家，其中已发行 48 家，拟募集资金规模达 442.46 亿元。**预计在市场的全面注册制预期下，投行业务空间将被进一步打开，业绩增长具备极高的确定性，将成为券商业务结构中最具 α 特征的板块。**

图54：2015-2020Q3 市场 IPO 及增发规模情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图55：2015-2020Q3 证券公司股权承销集中度情况



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

在业务规模增长的同时，注册制也使投行权责同步扩大。在高度市场化的发行机制下，券商从单纯的承销保荐功能向同时担负询价定价、发行承销和销售责任转化，中长期深度参与企业的成长全过程，这种职责的转变要求投行在定价能力、项目筛选和销售能力三个方向进行变革。当前，行业投行业务综合实力差异显著，**头部券商拥有外部资源、团队及人才储备、内部协同机制、客群积累等多重优势，因此其将在承揽投行项目上获得更多的业务机会和更大的定价话语权，中期行业集中度有望进一步提升，“马太效应”愈发显著。**

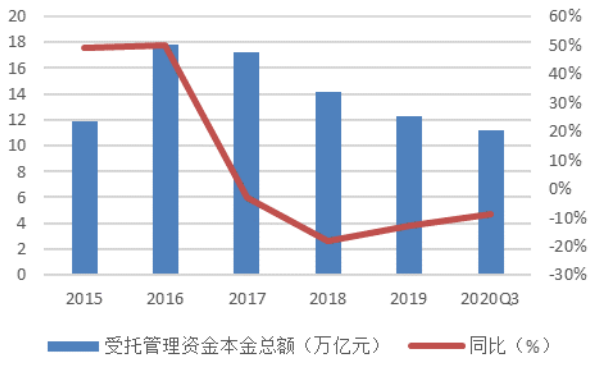
我们认为，在市场的全面注册制预期下，2021 年证券公司投行业务增长趋势最为确定。2020 年 IPO 审核速度大幅提升，科创板+创业板“双管齐下”助力科技创新企业直接融资，大幅增厚股权投行业绩。除 IPO 以外，改革周年之际新三板精选层首批挂牌公司即将迎来转板，当前已有 37 家挂牌公司有望在 21 年实现转板，为投行业务贡献增量。

6.4 资管业务：规模收缩幅度放缓，主动管理转型下收入实现正增长

随着资管新规过渡期延长，产品结构调整节奏放缓，全行业资管规模同比降幅收窄，主动管理发力，业务收入回归正增长。截至 9 月 30 日，券商资管业务总规模 11.23 万亿，较上年末减少 8.62%；其中定向资管计划降幅最大，去通道效果明显；私募主动管理规模前 20 的券商月均规模上升至 1682.76 亿元，较去年末增长 15.64%，主动管理转型见到成效。而随着 21 年的到来，资管新规过渡期末临近，新一轮的去通道和主动管理转型或将加速推进，资管业务虽然仍将呈现“量缩质增”态势，但盈利情况存在一定不确定性。

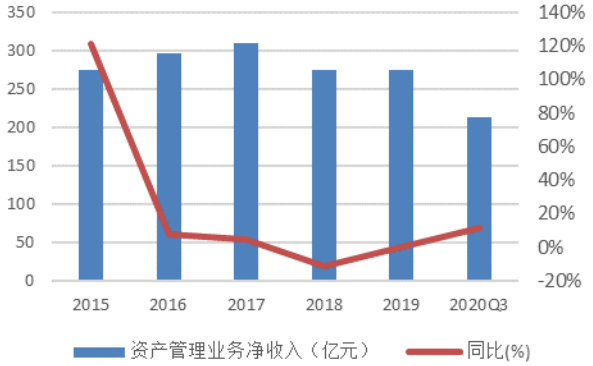
此外，2020 年 7 月 31 日《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法(征求意见稿)》发布，公募基金牌照放开正式进入实施阶段，《办法》中放宽“一参一控”限制，拓宽券商参与公募基金渠道等制度变化，均将加快券商现有大集合资管计划向公募基金转型的步伐。头部券商将凭借有效的业务协同，实现经纪、投行、资管联动，未来泛资管业务收入有望进一步提升。**随着过渡期的临近，我们预计 2020 年行业将加速资管业务转型、出清存量通道产品，行业整体业务规模将继续下滑，但随着主动管理比例的上升，收入变动和规模变动或无明显相关性。**

图56：2015-2020Q3 行业受托管理资金规模情况



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

图57：2015-2020Q3 行业资管业务收入情况

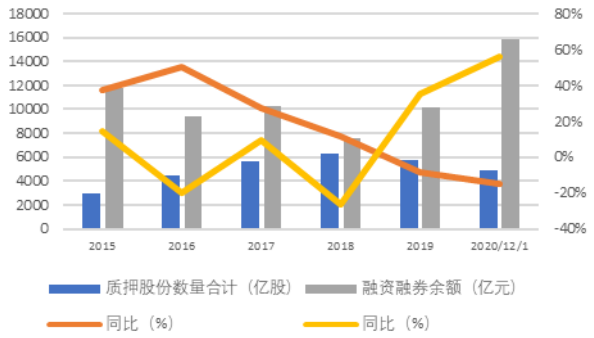


资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

6.5 信用业务：两融持续放量，股质风险集中压降临近尾声

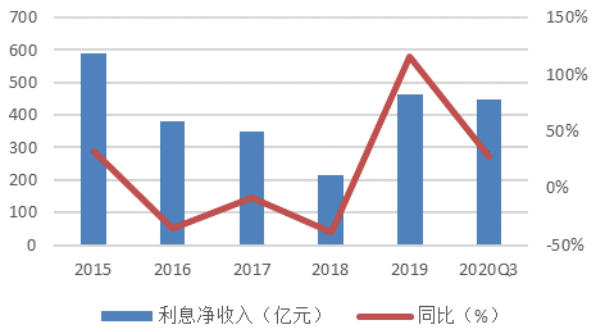
年内两融、股质规模一升一降，信用业务收入增长提速。根据行业协会数据，前三季度证券行业利息净收入 445.60 亿元，较去年同期增长 28.27%；截至 2020 年 12 月 1 日市场融资融券余额为 15,737.24 亿元，较 2019 年末大幅增长 54.39%；当日市场股票质押余量为 4953.57 亿股，较 2019 年末下降 14.69%。

图58：2015-2020/12/1 市场两融及股票质押规模情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图59：2015-2020Q3 证券行业利息收入情况



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

市场与交易机制全面改善，多方受益下两融业务高歌猛进。两融标的在经历 2019 年 8 月的扩容后，科创板、创业板股票自上市首日起即可成为两融标的，大幅扩展两融业务的市场空间；允许规模较为稳定的四类公募基金参与转融券出借，为市场带来更为丰富的券源供给；除此以外，出借人分红持有期拉长、科创板和创业板试用市场化定价和实时交易制度等，都极大的推动融券业务高速增长。截至 2020 年 12 月 1 日，沪深两市融资融券余额达到 15819.70 亿元，较上年末增长 55.20%；其中融资余额 14,629.90 亿元，较上年末增长 45.50%；融券余额 1,189.80 亿元，较上年末大幅增长 763.43%。

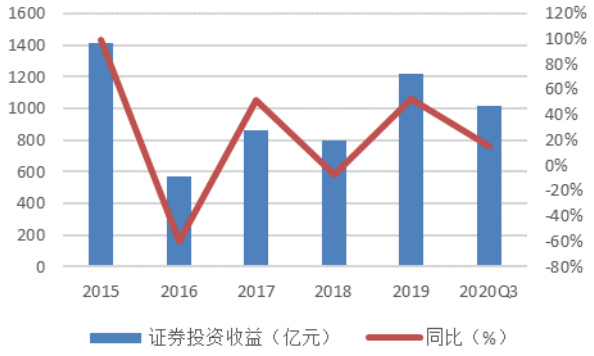
尽管近年来我国融券业务规模呈现持续增长态势，但与成熟的资本市场相比仍有较大差距。当前，注册制改革下的科创板与创业板两融从规模到结构均已接近成熟市场，**预计未来在高度市场化业务新机制逐步推广到全市场各存量板块时，势必将带来更大业务增量。**与两融业务相比，当前股票质押业务囿于高风险，多数券商仍在主动压降规模。我们预计，随着疫情影响的逐步消除和经济环境的持续向好，**21 年股票质押最大的两大风险要素“市场&信用”或将进一步释放，业务规模有望企稳回升。**

6.6 自营业务：收入占比维持高位，加配泛权益类资产或为中期趋势

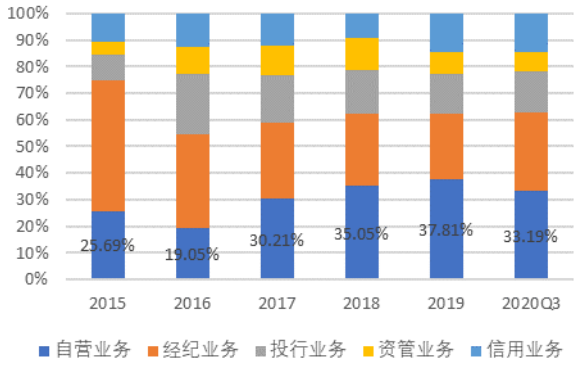
券商自营业务收入主要取决于股债市场的表现。虽然 2020 年一季度市场受疫情影响短期承压，但随着国内疫情的有效控制和政策面的红利释放，二季度起权益市场逐步企稳向好，上市公司估值快速修复；固定收益市场也在二季度迎来拐点。前三季度行业实现证券投资收益共计 1013.63 亿元，同比增长 15.35%。

图60：2015-2020Q3 证券公司自营投资收益情况

图61：2015-2020Q3 证券公司自营投资收益占比情况



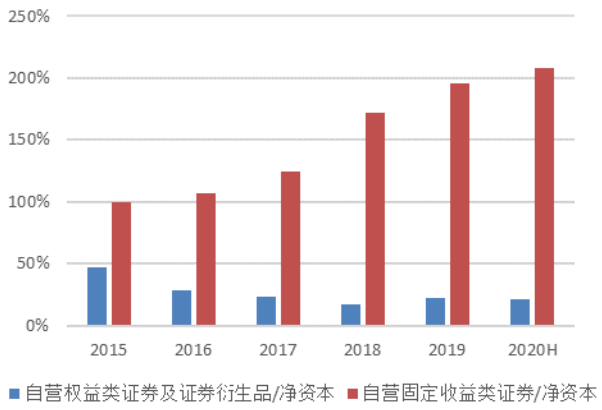
资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

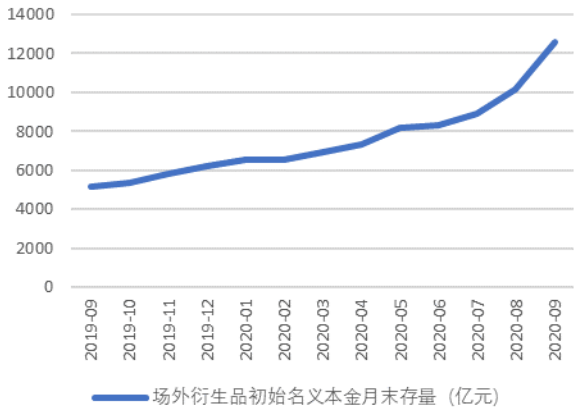
“股增债减”依然为券商自营资产配置的主旋律。一方面，多重因素影响下我国权益市场的吸引力不断提升，中长期价值投资资金进场后股价波动性也有望持续下降；另一方面，监管政策弹性增加，权益衍生品等创新业务的准入门槛降低，业务的参与者增加，同时注册制下跟投机制给予券商更多获得资本利得的可能，券商权益类投资选择范围增大，未来有更大动力参与权益投资。

图62：2015-2020H 上市券商自营资产配置情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图63：2019/9-2020/9 月末市场场外衍生品初始名义本金



资料来源：中国证监会，东兴证券研究所

2019 年起，衍生品业务发展开始提速，衍生品通过期货、期权、互换等工具实现 Alpha 策略投资、套期保值，以赚取投资收益或转移风险，改变传统方向性投资中券商自营业务靠天吃饭的现状。2020 年衍生品市场保持高速增长，截至 2020 年 8 月末，场外衍生品市场存续初始名义本金规模 1.01 万亿元，较年初增长 62.84%；全年累计新增 2.66 万亿元，同比增长 1.64 万亿元。收益互换存续初始名义本金规模 3584.59 亿元，较年初增加 126.35%；全年累计新增 1.21 万亿元，同比多增 9674.84 亿元。不过从整体规模上看，国内衍生品业务和欧美同行相比仍处于发展初期，上升空间极大。**随着新场外期权业务管理办法于今年 9 月出台，交易商数量扩大和个股标的扩容极大地打开了证券公司参与场外期权业务的天花板，券商场外衍生品市场将进入新的发展阶段，自营业务盈利空间和稳定性都有望持续上升。**

预计 2021 年在资本市场供给侧改革红利和对外开放加速的大环境下，内外部中长期价值投资资金持续进场，市场流动性和交易活跃度不断提升；而债券市场大概率保持平稳。**券商自营业务收入有望持续攀升，收入贡**

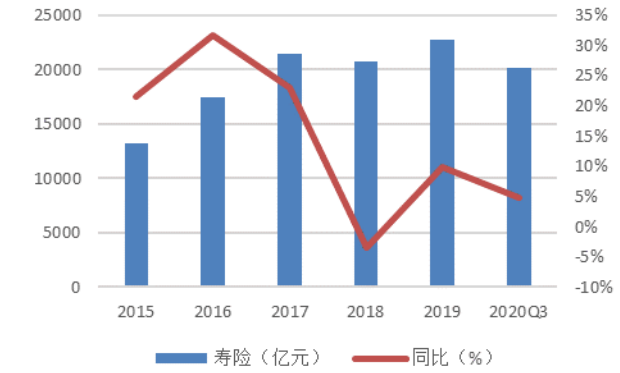
献继续稳坐头名。在配置结构上，行业将主动向量化、非方向性投资、衍生品业务等方向发力，有效对冲业务风险，降低投资收益波动。

7. 保险板块复盘与展望：寿险深蹲起跳，财险向多元化发展

7.1 寿险：受疫情冲击较大，重心从价值向规模倾斜

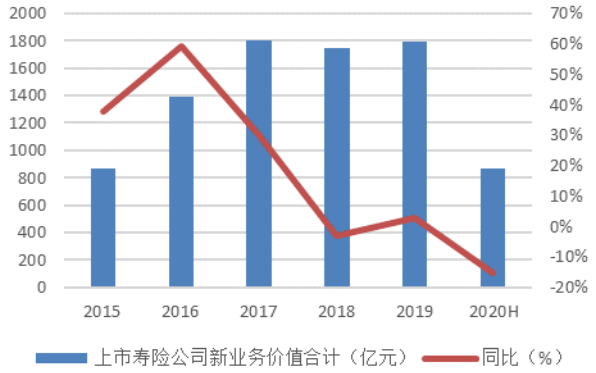
受新冠疫情冲击，年内寿险业务收入增速放缓。上半年累计实现原保险保费收入 2.72 万亿元，同比增长 6.46%，而去年同期增速则高达 14.16%。其中中国平安、中国太保、新华保险和中国太平四家上市险企前九个月寿险保费收入分别为 3775.86、1861.76、1314.21 和 1196.70 亿元。

图64：2015-2020Q3 寿险业务原保费收入情况



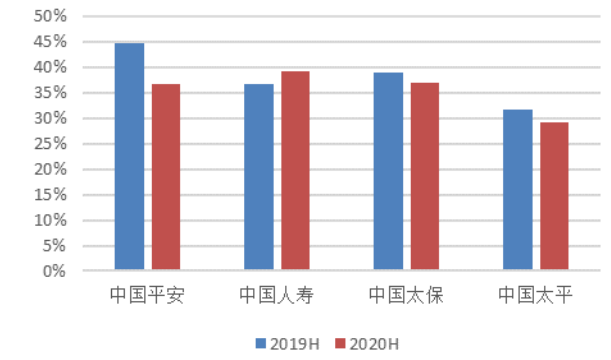
资料来源：银保监会，东兴证券研究所

图65：2015-2020Q3 上市寿险公司新业务价值情况



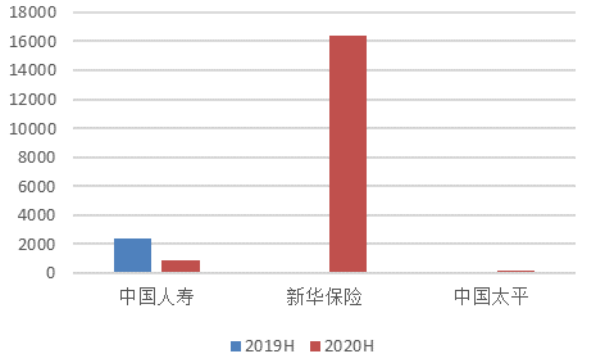
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图66：2019H-2020H 部分上市寿险公司新业务价值率情况



资料来源：银保监会，东兴证券研究所

图67：2019H-2020H 部分上市寿险公司趸交保费规模



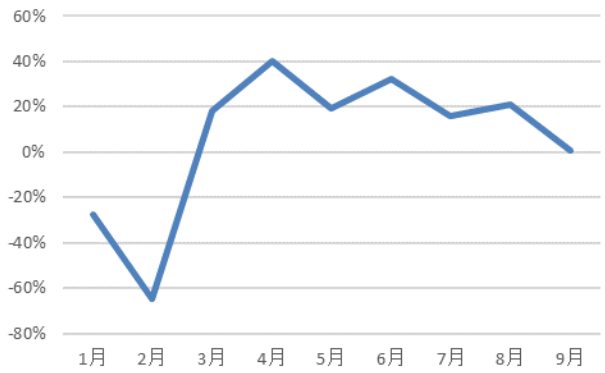
资料来源：Wind，东兴证券研究所

高价值期缴保单增长动力不足，新业务价值承压。在疫情阴霾影响下，2020 年保险公司线下大规模展业活动受限，代理人线下获客渠道受阻，导致以代理人渠道为主战场的高价值业务新单大幅减少，年内新业务价值增速并未达到预期；而趸交产品作为线上销售的主要产品，疫情期间获客能力相对较强，年内规模有所回升。在后代理人红利时代，高价值产品的浅层需求基本得到满足，市场开拓压力增大，业务收入增速大概率进入低速增长时期。

7.1.1 年金险战略地位凸显，银保渠道回归“流量担当”

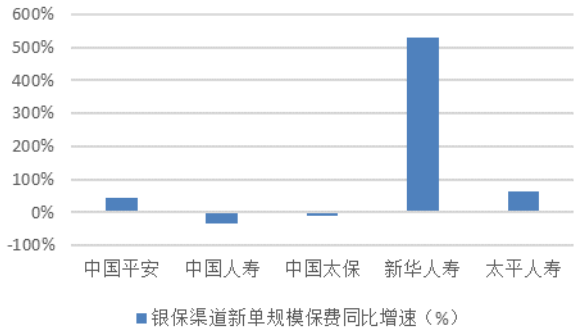
银保渠道复苏，新单规模保费收入增速提升。受新冠疫情影响，代理人线下展业极度受限，而银保渠道受影响相对较小，年内除 1-2 月新单规模保费出现了较大负增长之外，之后各月份则保持边际改善态势。上市险企中，新华保险 2020 年前三季度银保渠道实现保费收入 366.01 亿元，同比增长 101.4%，银保渠道成为拉动公司总保费增长的最重要动力。

图68：2020 年 1-9 月银保渠道新单规模保费单月同比增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图69：2020 年前三季度上市险企银保渠道保费增速



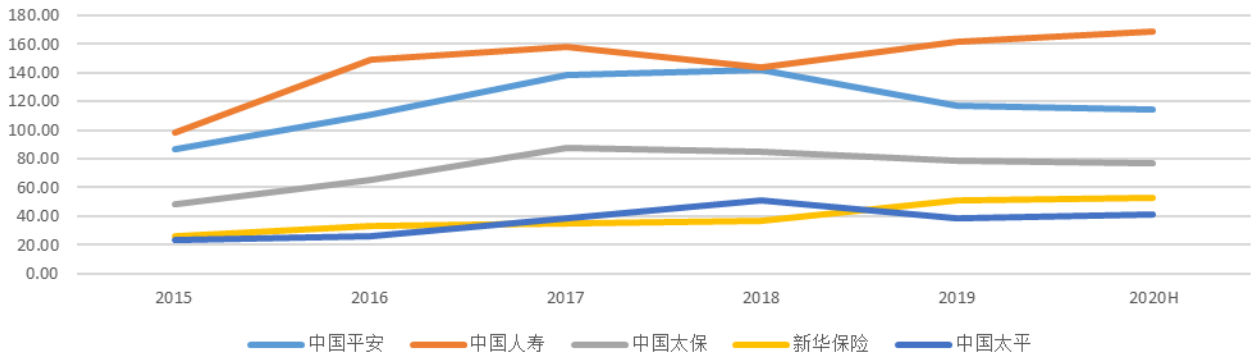
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

年金产品需求回升，银保渠道再成抢占市场发力点。在资管新规实施的背景下银行理财产品打破刚兑、开展净值化转型，而保险产品中的年金险和万能险产品作为理财型产品，需求快速提升。同时，银保业务对银行而言亦拓宽其业务范围，增加中收和获客，银行有动力利用其庞大的营销网络进行保险产品宣传，助力保险销售。预计在银行理财转型的大背景下，年金险、万能险产品的市场竞争力将持续增强，中期仍将成为险企积累客户资源，做大业务规模的重要抓手。

7.1.2 后代理人红利时代，增质提效&科技赋能成为主旋律

疫情期间代理人规模先升后降。今年疫情期间保险公司通过流程更为简化的线上增员招募了大量代理人，考核条件的适度放宽导致新增代理人的质量有所下降。同时，保险公司上半年未进行严格考核清虚，考核保级、线下培训等程序较平时也大打折扣，队伍建设受到影响。年中各家险企均将代理人考核重心回归“质”，三季度全面加大代理人考核力度，进行复训活动、大力清虚，叠加代理人增员放缓，整体规模有所下滑，但质态得到显著改善。上市公司中，中国人寿三季度末代理人规模为 158 万人，较年初下降 2%，较 6 月末下降 6.4%；平安代理人规模达 104.8 万，较年初下降了 10.2%，较 6 月末下降 8.4%。两大龙头寿险公司的代理人队伍缩编，均是三季度以来加大代理人清虚力度的结果。

图70：2015-2020H 上市寿险公司代理人规模情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

增质提效+科技赋能成代理人发展主旋律。随着代理人红利的逐渐消失，当前各主流险企在人才战略上不约而同的选择重质轻量的发展策略，不只注重增员，更注重人才培养、发展绩优人力，实现代理人的增质提效。同时，代理人的科技赋能亦是当前寿险公司渠道管理的重点任务之一。在新冠疫情的冲击下，年内代理人的线下展业受限，线上系统建设的重要性得到体现；AI 客服、大数据赋能亦是大势所趋，保险公司的信息技术建设和资源平台搭建将成为未来很长一段时间的重点发展方向。

7.1.3 新重疾险定义推出，产品销售迎来挑战

2020 年 11 月保险业协会和精算师协会发布寿险重疾险新定义和新重疾险发生率表，与此前版本相比，两表在疾病数量、特定疾病经验发生率表等方面均有重大修改，对寿险公司的产品制订和定价能力提出了新的要求。新版《定义》和《发生率表》扩展了重疾定义和保障范围，建立了分级体系，同时新增粤港澳大湾区病种合计经验发生率专属参考表，对标香港，有助于粤港澳大湾区保险业发展。

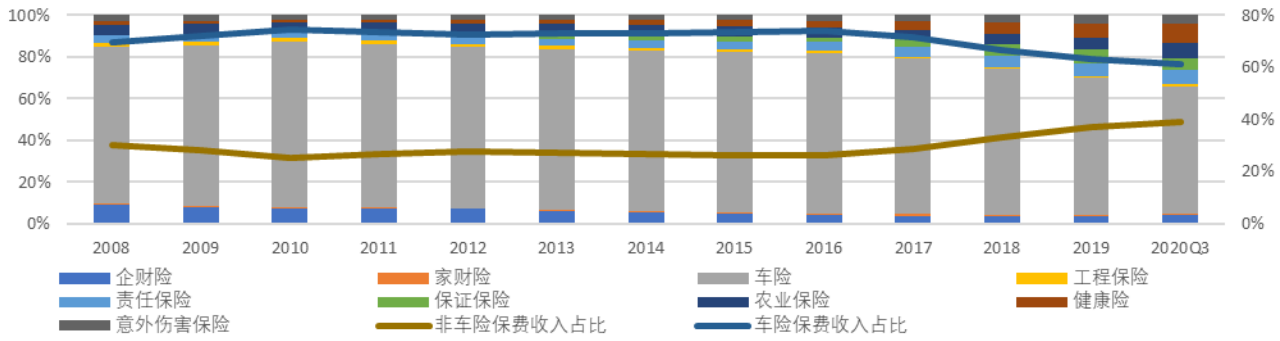
在产品定价方面，主流重疾险产品在相同保障责任的前提下，由于赔付责任的调整，重疾险产品价格会略有下降，其中定期重疾险产品部分年龄段的价格降幅会更加明显。但重疾发生率只是行业提供的一种“指导价”，各险企仍可以在此基础上根据公司整体战略、产品策略对产品定价进行调整，因此重疾发生率修订对公司的产品策略调整、产品定价、产品销售都是新的挑战。发生率修订过渡期至 2021 年 1 月 31 日，在此之前原有的重疾险仍可销售，给保险公司在开门红年金险销售结束后销售“老版重疾险”创造机会，或将进一步打开 21 开门红保费增长空间。

7.2 财产险：“后车险时代”来临，产险开启多元化发展

7.2.1 财险增速放缓，非车业务崛起

受车险拖累财产险增速放缓，政策推动行业变革。前三季度，财产险原保费收入 9222 亿元，比去年同期增长 6.51%，连续三年实现个位数增长，但增速较前期明显放缓。今年 8 月，银保监会下发《财险业未来三年高质量发展计划》奠定了财险行业未来三年发展的总基调，提出财险业要向精细化、科技化、现代化发展，转型升级主要体现在业务结构、驱动因子、功能定位等方面，推动财险业从以车险为主向车险、非车险并重发展转变，从销售驱动向产品服务驱动转型，从传统经济补偿向风险管理和增值服务升级，以此激发高质量发展的动力和活力。

图71：2008-2020Q3 财产险收入结构

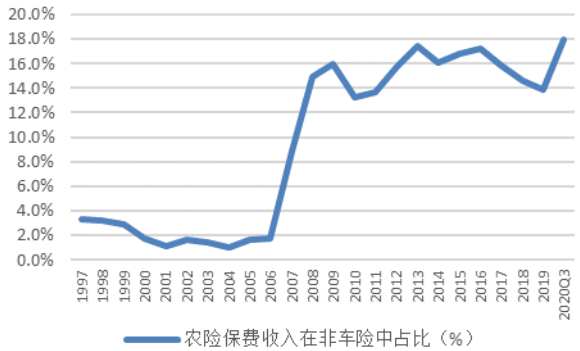


资料来源：银保监会，东兴证券研究所

车险业务增速降至个位数，非车险延续高增、占比大幅提升。从保费收入结构看，车险仍为财产险行业的主流，然而从 2017 年起车险增速便已下降至个位数，增长态势大幅放缓。与此同时，通过政策推动和险企的主动调整，非车险业务异军突起，成长为财险收入的重要贡献力量，2019 年非车险保费收入占比升至 37%，近十年提升了 12 个百分点。今年年初由于疫情影响，居民出行活动受限，机动车使用频率不及往年，车险业务收入增长进一步承压，一季度非车险保费收入占比达到新高 44%；之后随着国内疫情得以控制，社会秩序趋于正常，车险业务增速回暖。前三季度，非车险保费收入占比下降但仍保持在 39%，较去年同期有所提升。

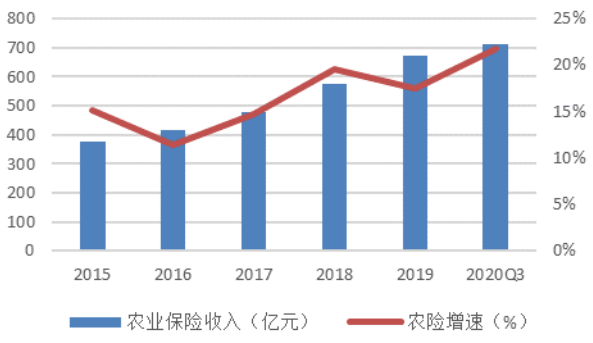
农业保险业务增长明显，规模创新高。农险保费规模 2020 年增长提速，特别是在疫情影响最严重的上半年，农险在非车险业务中占比最高达 19%。其原因一方面在于政府部门不断推动农险全覆盖，并加大双向补贴力度；另一方面，疫情之下部分城镇失业人群回到农村重新进行农业生产活动，做大了农险基数。

图72：2015-2020Q3 农险保费收入在非车险中占比



资料来源：银保监会，东兴证券研究所

图73：2015-2020Q3 农险保费收入情况



资料来源：银保监会，东兴证券研究所

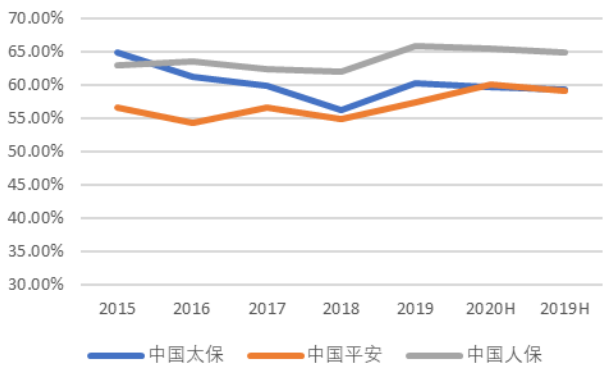
信用保证保险风险暴露，综合成本率快速上升。受疫情影响，经济下行压力加大，社会信用风险上升，信用保证险涉及的违约赔偿案件大幅增加。赔付率的快速上升拉高了财险公司的赔付成本，对财险公司承保利润构成了较大压力。从承保利润来看，三家上市财险公司上半年信用保证险均为亏损状态，其中中国人保承保亏损 29.48 亿元，综合成本率较去年年末提高了 40.6%，上升至 138.6%；平安财险亏损 35 亿元，综合成本率较去年年末上升 32.4%至 125.6%。

整体上看，车险综合费改的实施将推动产险公司对车险产品与服务进行调整，各保险公司如何平稳度过车险改革期、如何自主调整定价及费用投放都仍待观望。而随着保费收入结构的变化，险企或逐渐减少在车险业务上投入的资源，转而发展其他非车险产品。我们认为，**险企业务结构将会延续当前非车险占比上升的趋势，预计险企将加大对非车险业务的投入，农险、意健险等险种均可以通过合理利用政策与社会资源，通过与大数据技术的高度融合加快发展；信用保证险风险与收益不匹配等问题亟待解决，预计各家险企短期仍将面临成本压力，开展信用保证险业务时也会更为审慎。**

7.2.2 车险综合费改影响深远，行业马太效应更加显著

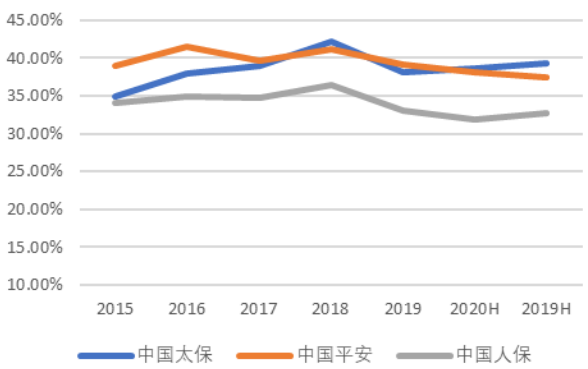
综合费改推动车险“降价、增保、提质”，赔付率上升、费用率下降成定局。在经历多省市试点后，车险综改于 7 月正式发布，本轮费改要求交强险有责总责任限额从 12.2 万元提升至 20 万元，无责任赔偿限额亦按照相同比例进行调整，交强险赔付总体责任大幅提升；放开车险产品市场化定价，将“自主定价系数”初步设定在 0.65—1.35，并计划在后续逐步实现完全放开自主定价系数范围。更重要的是，费改重新测算了商车险行业纯风险保费，将商车险产品费用率上限由 35%下调为 25%，预期赔付率由 65%提高到 75%，未来车险成本结构将向赔付率上升、费用率下降演进。

图74：2015-2020H 三家上市财险公司赔付情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图75：2015-2020H 三家上市财险公司费用率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

险企寻求车险盈利与规模的再平衡，车险业务马太效应将更加显著。2015-2018 年我国财险公司车险综合成本率分别为 99.4%、99.1%、99%、99.9%，处在承保盈亏平衡点附近。2019 年在严监管之下市场竞争环境改善，车险综合成本率小幅下降至 98.6%。2020 年初疫情致使车辆出行减少、出险率下降，上半年的车险综合成本率快速下降至 96.16%，但较低的综合成本率难以持续，随着经济活动的恢复赔付率或将快速回升。费改后保险公司为保持自身竞争力多采取较低的自主定价系数，车险业务面临件均保费下降和赔付额度上升的压力；同时，较为刚性的费用率与提升赔付率的双重压力使车险承保利润大打折扣，甚至可能出现短期承保亏损。尽管费改保护了车险消费者的权益，亦能整治车险渠道乱象，但短期内给险企带来了较大的盈利压力。因此险企需要优化经营管理能力，重新考量费用投放，合理运用自主定价系数并提升定价能力，尽快推出适应公司发展、适应新政策环境的车险新产品。在此过程中，由于龙头险企业务量远高于中小险企，能有效摊薄固定成本近而降低运营费用率，且龙头险企的品牌效应为其节约了部分宣传成本，成熟的信息系统建设也节约了线下渠道成本。因此，大型财险公司的综合竞争优势将使其能较为高效的应对本轮改革，“短痛”亦未伤筋动骨，车险业务将实现强者恒强。

7.3 投资端：收益率略有下滑，配置结构向权益类倾斜

7.3.1 疫情影响下全球资产价格承压，险企投资收益率下行

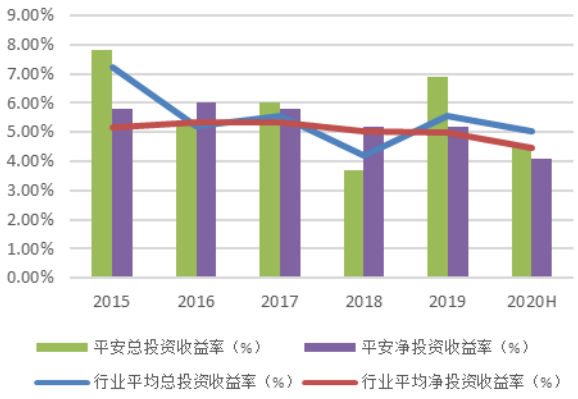
2020 年上半年，新冠疫情严重冲击全球经济，主要经济体经济增速出现明显的负增长，全球资本市场剧烈波动，国内险企海外投资的重点区域——香港市场受影响尤为严重，年内跌幅逾 10%，令险企投资收益承压。虽然随着复工复产的推进，部分经济体经济指标有所改善，股市 V 型反弹，但上市险企投资收益率较去年仍有所下降，平均年化总投资收益率为 4.8%，较去年年末下降 0.5 个百分点，平均净投资收益率为 4.5%，较去年年末下降 0.4 个百分点。

图76：2020 年道琼斯指数和恒生指数走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图77：2015-2020H 行业平均&中国平安平均投资收益率



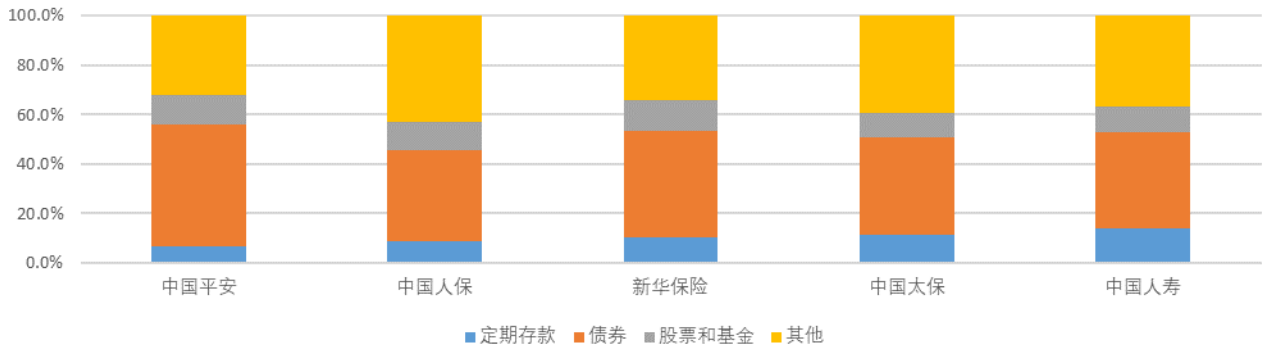
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

过去几年受益于重配香港高股息标的中国平安年初以来投资端承压严重，中期总投资收益率和净投资收益率均低于上市公司均值，进而压低公司估值。如公司重仓的汇丰控股（0005.HK），自今年年初至三季度末股价跌幅达 51.03%，但随着香港市场企稳反弹，相应标的估值回升，公司的投资收益率和估值也得到了有效修复。

7.3.2 长期利率下行趋势下，险企资产配置比例呈现股增债减趋势

截至 2020 年 6 月末，国内主要保险公司的大类资产配置结构基本保持稳定，配置策略出现一定分化。其中新华、太保、国寿的债券类投资占比均出现不同程度的下降，股票和基金类投资占比上升。而平安的债券投资占比 49.2%，较上年末提升 2.3 个百分点；股票投资占比为 8.3%，较上年末下降 0.9 个百分点。主要是因为公司继续增配国债、地方政府债以及政策性金融债等长久期、低风险债券以锁定收益率。这也反映出不同险企对疫情影响的判断的深度和广度存在一定差异。但从近两年的情况看，为应对长期利率下行，险企大多会选择降低债券类资产配置比例，特别是在经济下行压力下，减少信用债等顺周期品种的配置以分散风险。

图78：2020H 上市保险公司大类资产配置情况



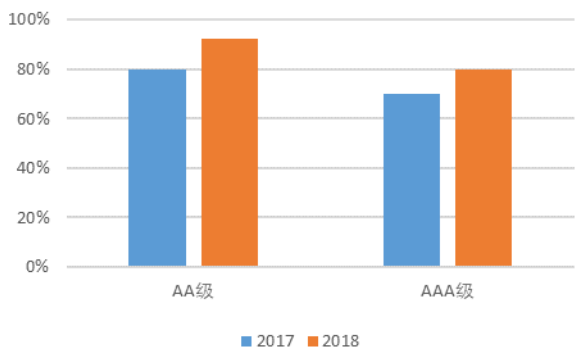
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

政策松绑也为险企增配权益类资产创造了条件。从 2019 年开始，银保监会逐步放开对保险资金投资范围的限制，鼓励保险公司在合规前提下，增加权益类资产配置比例，引导保险公司开展审慎投资和长期稳健投资。我们预计，随着资本市场环境的持续改善，未来各险企将在风险和资金流动性可控的前提下加强对优质权益资产和非标资产的配置。总体上看，未来固定收益资产仍为险企配置主流，但占比将持续缓慢下降，增配权益资产和长期股权投资大概率将成为主旋律，非标投资占比亦将缓慢上升。

7.3.3 IFRS9 全面实施在即，险企投资端面临调整

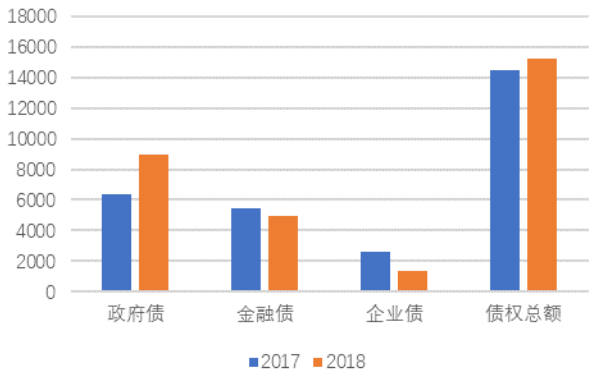
A 股上市险企中，仅中国平安于 2018 年正式实施新会计准则 IFRS9，而 A 股其他险企实施新准则最晚时间为 2022 年底。新准则下，由于不再有“可供出售”类的权益类投资，该科目下原有的金融资产改成用公允价值计量。以公允价值计量的金融资产有两类，一类是 FVTPL（Fair Value Through Profit and Loss），另一类是 FVOCI（Fair Value in Other Comprehensive Income）。如果原来可供出售金融资产科目下的资产计入 FVTPL，那么公允价值变动需要在当期确认，其变动数额会在当期利润表中直接反映，在市场剧烈波动时险企利润也会受到较大影响。而如果公司选择将可供出售金融资产科目下的资产计入 FVOCI，此时该资产的公允价值变动必须要计入其它综合收益中，只有股息分红才可以计入利润表。

图79：IFRS9 实施前后平安不同债券评级投资规模占比



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图80：IFRS9 实施前后平安债券投资结构变化情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

新准则下险企投资端面临调整压力。对于险企而言，净利润大幅波动会降低对企业价值的判断，故险企更倾向于平滑利润，实行新会计准则后有利于险企长期价值的体现，但资产计入 FVOCI 后续公允价值变动无法影响净利润，在市场波动中险企投资端的弹性也会相应下降。在当前负债端收入增速下滑的大背景下，保险标的 α 属性下降，β 属性上升，险企的估值方法也面临重构，故新会计准则下资产分类和配置策略仍存在一定的不确定性，但投资端 β 属性快速提升的趋势在短期内料难以延续。

平安 2018 年实施 IFRS9 之后，股权性资产、债权型资产和另类投资资产在投规模和投资领域都出现了重大调整。股权性资产中，蓝筹股的比重上升，同时加码长期股权投资。在债权方面，采用 IFRS9 后其投资的公司债券的信用评级不断提高，如大规模增投政府债券、降低金融债券和企业债券比重。**在 IFRS9 全面实施的背景下，未来两年上市险企也要面临资产配置结构调整的压力，或将导致短期内投资收益受到一定的负面影响，相比之下，已经实施新准则两年的中国平安投资端的比较优势凸显。**

8. 非银投资建议：坚定推荐龙头券商与高价值险企

在经济复苏以及政策&市场的共同推动下，2021 年证券行业有望实现业绩和估值双升。板块诸多标的中，自身业务特征决定了中小券商的业绩和估值弹性将继续高于行业均值。但从行业发展角度看，行业业务结构变革仍在路上，资本中介、投资这两类对资本金要求较高的业务在券商业务结构中占比提升的趋势仍将持续，衍生品等创新业务将成为头部券商发力的新方向，券商“硬实力”的重要性将得到更加深刻的体现。因此，未来证券公司资本实力、核心竞争力和监管评级等业务门槛或将不断抬高，也将继续拉开各公司的实力差距，行业的“马太效应”加速显现，头部标的有望获得更大的估值溢价。年内的债市风波尽管对部分券商造成了一定冲击，但风控能力强、资本安全垫厚和前期减值计提较为充分的券商受影响相对较小。风控能力决定券商业绩下限。

综上，证券行业具备中长期投资价值的标的仅包含几家头部券商，头部券商的估值和 ROE 有望呈现螺旋上升态势，而次新券商及部分中小券商仅具备阶段性配置价值。**我们继续坚定推荐行业绝对龙头中信证券，公司资本实力强劲、业务布局合理、投行业务质量突出将优先享受注册制红利，高主动管理比例助力券商资管公募化转型，衍生品业务深度布局有效提高杠杆水平，且中长期将持续收获政策红利，业绩增长确定性领先同业。**

保险行业方面，负债端中期增速放缓趋势已经显现，而投资端 β 属性或将持续增强。行业 α 属性弱化，β 属性增强或将成为长期趋势。寿险方面，负债端转型仍将持续，银保渠道重要性或再度上升；市场参与者增加和互联网保险的兴起将加剧产品价格战，产品新业务价值率或将缓慢下降，公司层面新业务价值率回升趋势或不明显；生命表和疾病表调整或将压降产品价格，但价值率变化趋势存在不确定性，核心仍在产品精算定价能力；产险方面，车险费改推进将继续推动产险结构调整，但车险仍为最大流量入口且为最稳定收入来源，在产险中权重下降趋势或将明显放缓并进入平稳期；农险受益于政策支持和商业化趋势逐步形成，成为产险最大增长极；信用保证险规模收缩趋势大概率将持续。投资端方面，在利率长期下行趋势下，增配权益资产和长期股权投资大概率将成为 21 年的主旋律，非标投资占比或将缓慢上升，而债券投资占比或将持续下降。但新会计准则临近实施，标的选择方面将更偏向产生稳定现金流的品种。

个股方面，**随着全球疫情影响逐步消退和险企开门红战略的调整，叠加香港市场全面反弹，深入布局港股的中国平安投资端弹性显著提升，负债端深蹲起跳；欧洲股市预期乐观带动太保 GDR 价格上行，或成为太保 A 股估值修复的催化剂。综合上述因素，平安、太保在 21 年开门红阶段更具投资价值。**考虑到其他险企会

计准则变更压力压降投资端弹性，我们首推已使用新准则两年，负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小的中国平安。

8.1 中信证券——“资本化”与“创新力”助推公司巩固行业龙头地位

做大做强航母级头部券商，公司适时扩表继续收获政策红利。当前证券行业处于供给侧改革、金融对外开放加速创新、全面注册制三大风口，行业资源不断向头部聚集，中信证券作为行业龙头正加速收获政策红利，公司在做大资产负债表方面继续走在行业前列，财务杠杆率近两年来持续放大，已接近前期高点，且核心投资类风控指标“权益/净资本”和“固定收益/净资本”均高于可比券商。

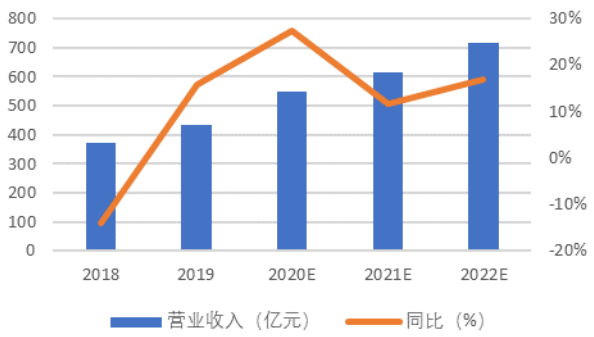
公司创新优势突出、业务布局更趋合理，应对外资投行冲击能力较强。面对大型外资机构对我国证券行业的冲击，中信证券先行布局，业务结构上逐步向国际一流投行看齐，不仅各项业务综合排名均稳居行业前列，且均衡和具有前瞻性的业务布局从一定程度上为公司降低业绩波动。券商创新业务门槛有抬高趋势，作为 A 类 AA 级券商，公司优先享受创新红利，业务模式国际化趋势显著，创新业务市占率中期或将继续提升。

全面注册制可期，“投行+直投”模式为公司贡献稳定业绩增量。公司投行业务稳居行业第一梯队，在全面注册制快速推进之下，公司凭借资本实力和业务资源优势，新项目储备充足。同时，公司利用子公司金石投资、中信证券投资开展私募股权投资和直投业务，全流程参与上市公司成长，成为公司重要的收入来源。

年内充分计提信用减值降低业务风险，业绩不确定性下降。公司三季报针对两融及股质业务计提了大量的信用减值，目前已辨明业务风险或已出清。我们认为，信用风险触发主要取决于市场及信用状况，在市场持续回暖的情况下，市场风险正逐步释放，信用风险足额计提后对业绩的后续影响减弱，近期业绩的不确定性将有所下降。

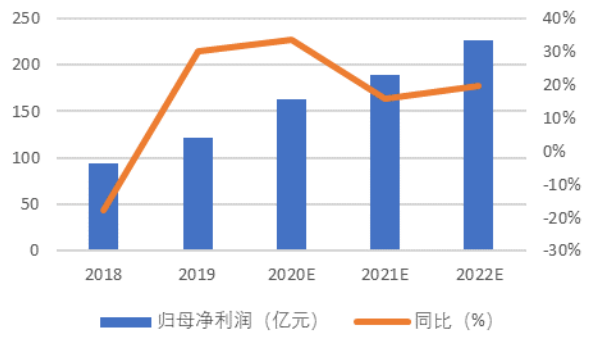
公司在大幅计提信用减值后，全年 ROE 大概率在 9-9.5%，但仍高于 2019 年 ROE 约 2pct 并高于行业可比券商。广证并表后仍稳健提升的 ROE 将使公司的业绩增长确定性更加夯实，公司的 α 和市场的 β 共振，投资价值有望持续提升，维持“推荐”评级。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 166.38 亿元、187.29 亿元和 198.71 亿元。

图81： 2018-2022E 年中信证券营业收入及预测



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图82：2018-2022E 年中信证券归母净利润及预测



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

8.2 中国平安——压制 20 年估值的两大要素情况反转，21 年弹性可期

坚定价值转型，负债端年内低基数收获来年高弹性。中国平安作为国内保险龙头，在行业马太效应中不断积蓄优势资源。公司价值业务发力较早，长期占据一线城市高净值客户市场半壁江山，年内疫情叠加转型虽造成负债端短期波动，公司新业务价值承压，但随着疫情影响减弱和 21 年开门红发力，公公司负债端有望量质双升。

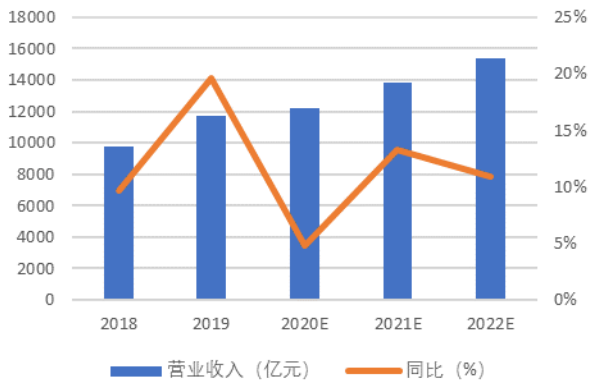
渠道改革及代理人提质成果将有效释放。公司坚决执行代理人从“规模”向“规模+质量”转型的决心，优才人力占比提升展现转型成效。但疫情影响下代理人活动率下降引发队伍士气下降后的被动减员影响负债端快速复苏。20 年下半年公司淡化数量考核，专注于客户积累和高质量代理人的招募，集中力量备战 21 年。预计伴随渠道整体改革成果和 Q4 开门红阶段增员红利显现，负债端表现有望得到根本性改变。

年内投资端受疫情拖累，全球市场回暖高弹性可期。公司长期保持的全球化风险分散投资策略在疫情之下面临考验，香港及海外市场的投资年内大多表现不佳，股息下降亦侵蚀净投资收益，三季度总、净投资收益率虽较中期有所回升，但较 19 年同期下滑明显。预计随着 21 年全球市场复苏，海外投资有望成为公司价值回升的重要贡献力量。

“金融+科技”双主线合力，抬升公司估值天花板。公司泛金融业务线涵盖金融交易、汽车社群、医疗康养等多种门类，其中陆金所和汽车之家已经实现收入利润双正，平安好医生亦实现正收入，金融壹账通和平安医保科技尽管收入仍为负但担任着重要的流量入口任务，二三级平台梯队也在搭建过程中。公司 Logo 早已调整为“金融+科技”，每年都有超过 100 亿元的科技专项投入，目前拥有近 11 万名科技从业人员，超 3000 名科学家和 26000+项专利，未来在科技领域和平台建设的空间不可限量，科技属性为集团赋能将持续推高公司估值天花板。我们预计，公司科技业务利润将自 2023 年起加速释放，为估值提供强大支撑。

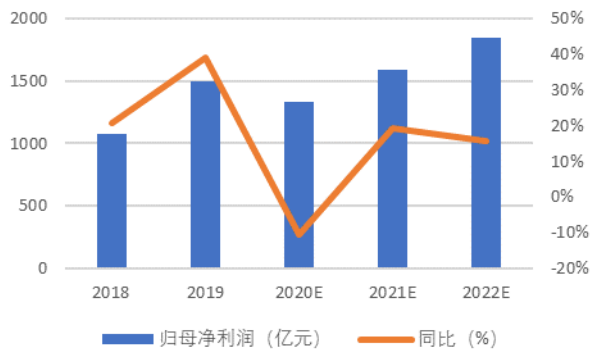
随着疫情影响减弱，经济回暖和代理人增员推进，预计 2021 年开门红公司提质扩量目标将达成，而海外市场反弹，公司投资端弹性显著提升。同时在国内险企面临 IFRS9 号准则实施压力下，公司已经使用两年新准则，使公司资产端压力小、负债和资产两端弹性大。我们预计公司 2020-2022 年 EVPS 分别为 73.03 元、85.08 元和 97.84 元，当前股价对应 20EVPS 仅 1.11x，具备中长期投资价值，维持“推荐”评级。

图83：2018-2022E 年中国平安营业收入及预测



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图84：2018-2022E 年中国平安归母净利润及预测



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

8.3 中国太保——寿、产险双轮驱动，全面转型发力在即

转型“两步走”推动太保寿险步入价值新时代。公司转型 2.0 侧重优化业务结构，通过考核规模价值并重等举措推动业务向更高质量发展。同时，公司深化“以客户为中心”的服务体系，聚焦差异化、精细化服务，

并依托康养生态圈建设延伸价值链条。此外，价值转型离不开代理人队伍赋能，在“做大核心人力、做强顶尖绩优、建设新生代队伍”战略指引下，太保寿险着重提升代理人产能及核心代理人留存率，2020 年公司增员虽因疫情影响短暂受阻，但队伍质素提升为公司发力 21 开门红提供强大支撑。

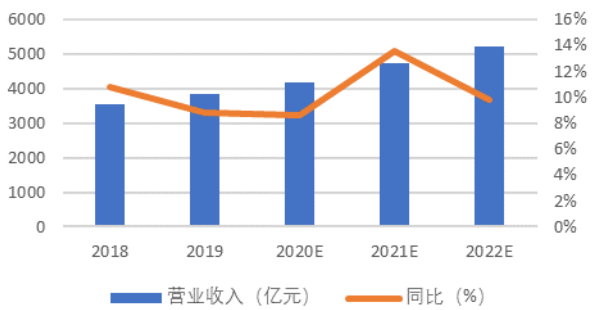
产险走向多元化，农险成为新兴增长极。在汽车销量长期低迷、数轮商车费改引发行业震荡叠加严监管之下，太保产险的传统支柱车险业务持续承压，倒逼产险加快多元化发展，非车险保费占比连年上升。在诸多非车业务中，自并表安信农险以来，公司在农险领域持续发力，近四年农险保费增速保持在 40%以上，已成为太保产险中仅次于车险的第二大业务品种，堪称非车领域当之无愧的新兴增长极。我们认为，随着商业化程度不断提升，农险保费规模有望再上新台阶，和其他险种的协同效应也将持续增强，预计未来农险将成为太保产险板块重要利润贡献点。

坚持价值投资，低利率环境中寻求新机会。太保投资端风格稳健，在投资资产规模持续提升的基础上长期保持较同业更为稳定的投资收益率，其主要归因于公司高于同业的固收类投资占比。近年来受长端利率下行影响，公司主动求变，减少债券配置比例，将投资重心向高信用等级长久期非标投资及权益类资产倾斜，以对冲固收资产再配置风险。预计随着 IFRS9 的实施，太保将更倾向于增配高分红、低价格波动的权益类资产，在进一步降低净利润波动的同时实现公司价值的稳健提升。

疫情之下，太保全业务链金融科技赋能料将提速。转型 2.0 阶段，公司将金融科技应用于销售支持、理赔及核保等业务全流程中，力争最优化客户体验，目前已取得多项突破。疫情期间，代理人线下展业，各渠道业务推进和理赔核保等后端业务均受到重大影响。公司做出快速调整，依靠“医生月卡”和智能化理赔平台等线上化服务链条为业务正常开展保驾护航。我们认为，此次突发疫情令公司运用大数据平台开展增员、培训、展业及延伸服务等智能体系建设的进程大幅提速，料将全方位助推主业二次腾飞。

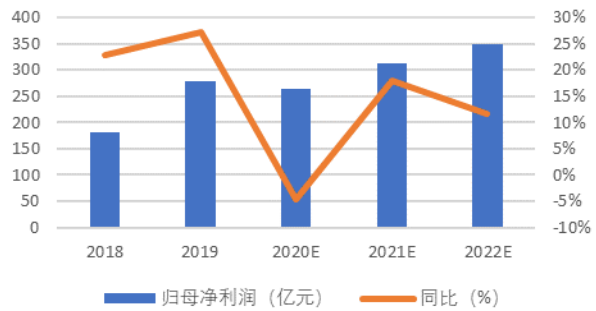
随着寿险转型的持续推进和宏观经济环境转好，公司负债端价值回归料将提速，转型成效或将在 21 年开门红阶段展现。在投资端 β 属性增强后，21 年公司在负债端和投资端“α&β 共振”之下，业绩和估值有望展现高弹性。我们看好公司在转型 2.0 战略下的发展前景，预计公司 2020-2022 年 EVPS 分别为 47.42 元、54.63 元和 62.22 元，当前股价对应 20EVPS 仅 0.67 倍，具备高投资价值，维持“推荐”评级。

图85：2018-2022E 年中国太保营业收入及预测



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图86：2018-2022E 年中国太保归母净利润及预测



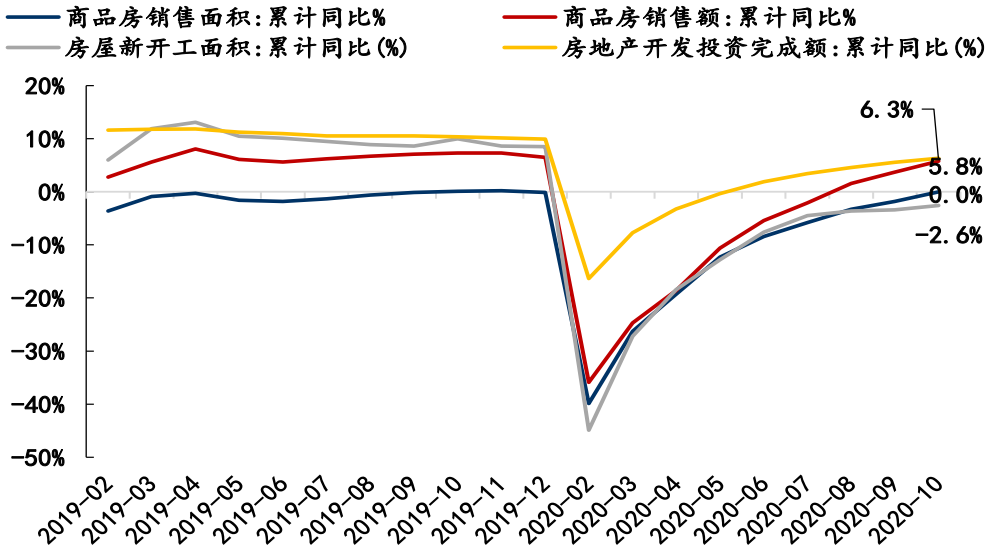
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

9. 房地产开发基本面回顾及展望

9.1 疫情后行业基本面呈现极大韧性

年初新冠疫情从供需两个方面重创了行业的基本面，疫情得到控制后行业的基本面迅速触底回升，行业景气度超过年初预期。截止 2020 年 10 月，累计口径下，商品房销售面积同比增速回正，销售金额同比增速 5.8%，房地产开发投资同比增长 6.3%，新开工面积同比负增长但也收敛到-2.6%。

图87：销售、投资、新开工在疫情后迅速反弹

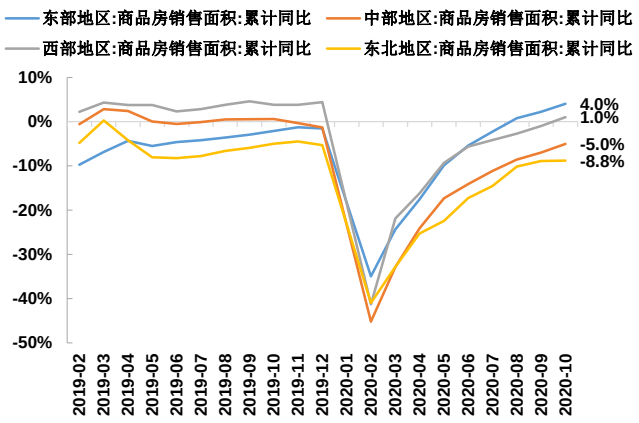


资料来源：wind，东兴证券研究所

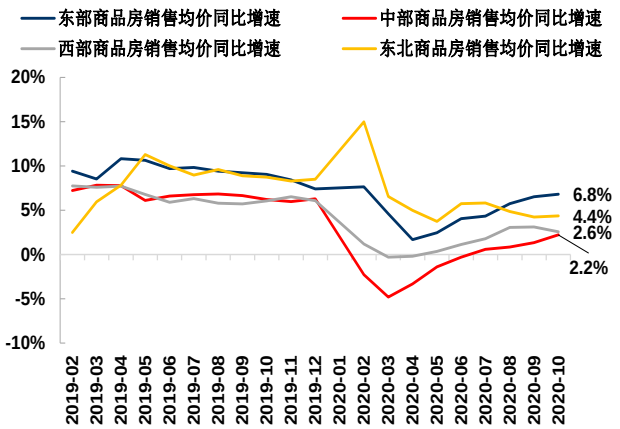
销售反弹主要得益于宽松的货币政策、较低的中期库存水平、疫情期间需求延后释放，并且长期的城市化进程尚未结束。从区域结构来看，高单价的东部地区量价恢复最好。

图88：面积口径下，东部地区销售最具韧性

图89：东部地区房价增长最快



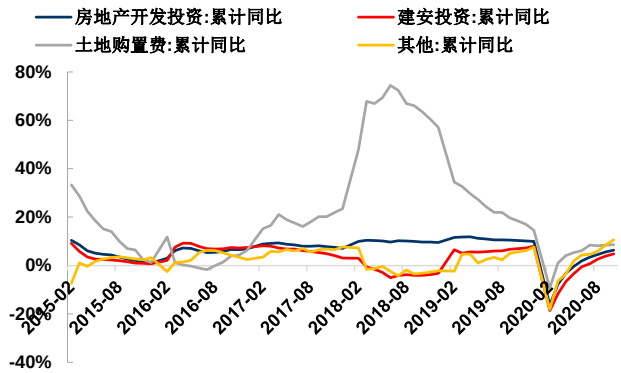
资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

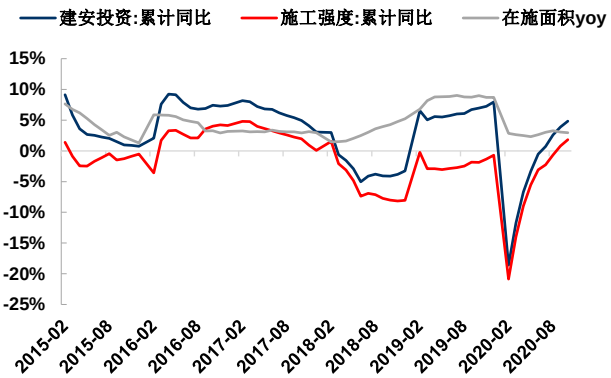
开发投资的支撑来自土地购置费，这一趋势自 2017 年初持续至今，但我们预计 2021 将发生扭转，建安投资将成为开发投资的支撑因素。进一步分拆来看，2020 年建安投资增速较低是因为施工强度和在施面积增速较弱，而净停工大量增加导致在施面积同比增长仅 3%。

图90：自 2017 年以来土地购置费支撑开发投资



资料来源：wind，东兴证券研究所

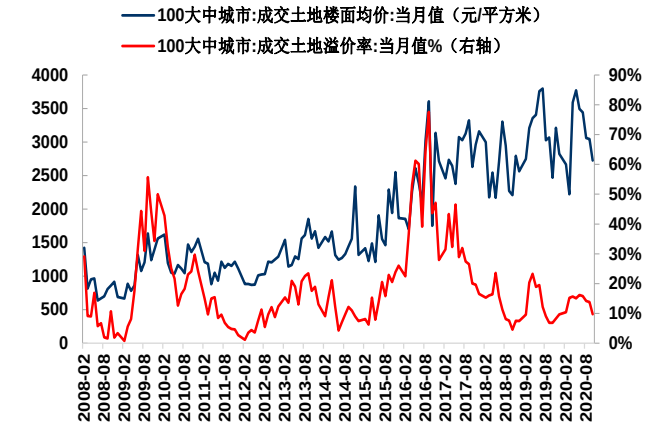
图91：施工强度和施工面积反弹均较弱



资料来源：wind，东兴证券研究所

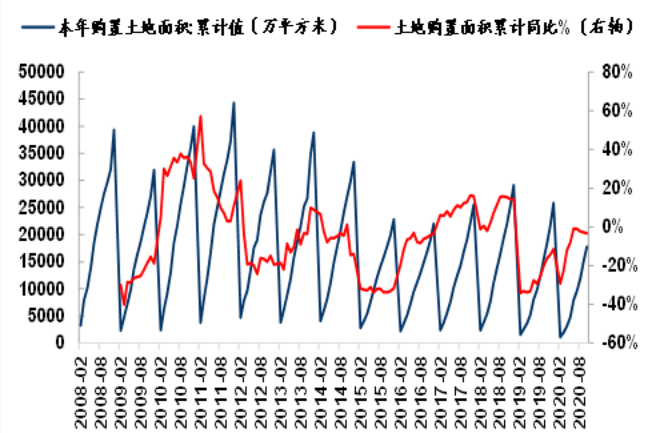
土地市场以年中为分水岭，上半年较热，下半年降温。上半年货币政策宽松，很多省市出台保护开发商运营能力的政策，如缓缴土地出让价款、放松预售款监管等等，且房企对疫情后的限购限贷政策宽松抱有希望，积极购地，地方政府也积极供地缓解财政压力。截止 6 月底全行业的土地购置面积基本恢复到去年同期水平，百城土地出让溢价率达到 16.2%，为年内高点。下半年土地市场明显转冷，百城土地溢价率下滑，房企购地也变得消极。我们认为与房企对全年经营活动的铺排、地价过高难以满足房企拿地条件和“三条红线”房企融资监管有关。

图92：土地市场上半年较热下半年降温



资料来源：wind，东兴证券研究所

图93：房企购地意愿自 2019 年以来下滑明显

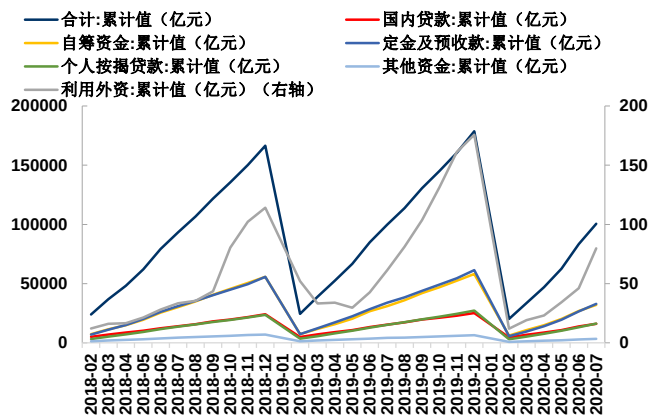


资料来源：wind，东兴证券研究所

年内开发商资金面仍然充裕，截止 10 月底到位资金累计同比增长 5.5%，主要受到融资和销售回款支撑。2018 年以来，开发商融资一直处于监管之中，包括 2018 年资管新规、2019 年对债务类融资尤其是非标的监管、2020 年的重点房企融资监管。但房企一直依赖较强的销售回款能力（体现为定金及预收款同比增长 4.3%，个人按揭贷款同比增长 9.8%）和融资能力（体现为国内贷款主要是开发贷同比增长 5.1%，自筹资金集团公司层面的各种融资同比增长 6.5%）积极补充资金，行业整体现金流无虞。我们认为背后原因是土地价值仍然明显。

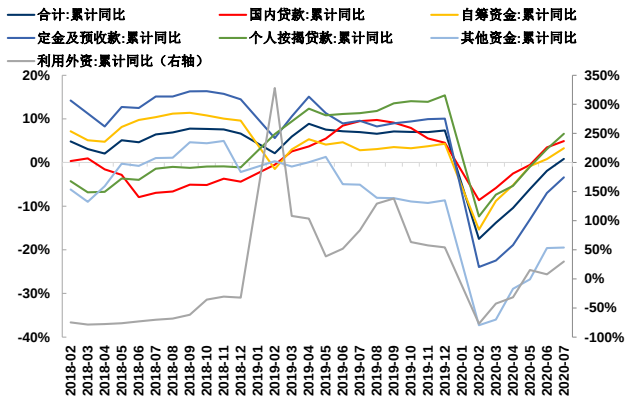
出于支持创新发展和控制房地产风险的角度，监管层着力压降房地产贷款占比，其中包括开发贷和按揭贷。当前新增房地产贷款占人民币贷款比重 27.2%，已经压降到 2014-2015 年时的水平。

图94：到位资金有望再创新高



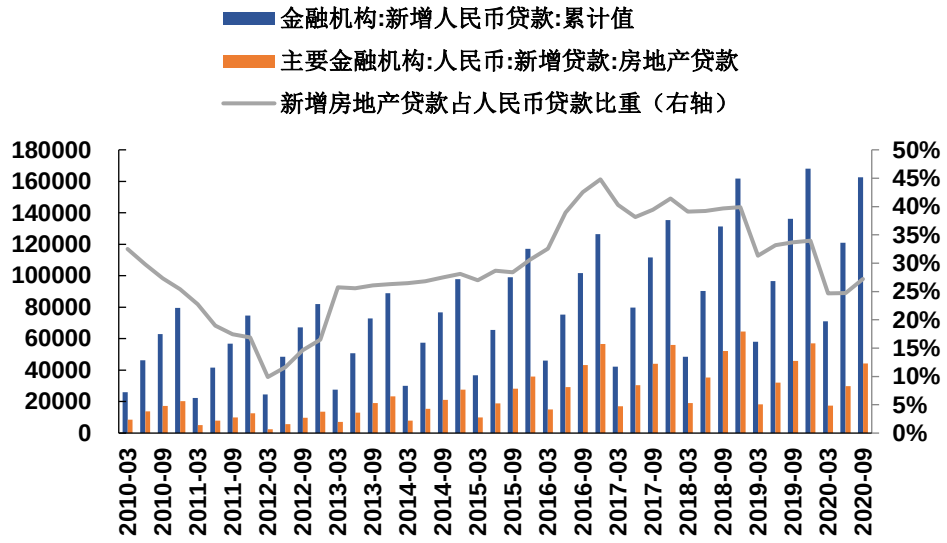
资料来源：wind，东兴证券研究所

图95：融资和销售回款共同支撑到位资金



资料来源：wind，东兴证券研究所

图96：新增房地产贷款占人民币贷款比重已经压降到 2014-2015 年时的水平



资料来源：wind，东兴证券研究所

9.2 2021 年基本面展望：销售同比+5%，投资同比+6%

销售：预计商品房销售面积同比增长 0.2%，销售金额同比增长 5.2%。分拆来看，我们预计 2021 年一线、二线和其余三四线城市销售面积增速分别为 2.0%、3%和 0%。全国的销售均价同比增长 5%，销售金额同比增长 5.2%。

支撑销售的有力因素是经济复苏、可售库存较低、房企积极推货和居民吸纳能力仍然较强；潜在不利因素是按揭利率边际上行，但目前新房二手房按揭利率仍处于历史低位。因此我们预计销售面积同比基本持平，但销售均价由于经济恢复性增长有望实现 5%的名义增长。

图97：行业处于低库存且加库存的进程中

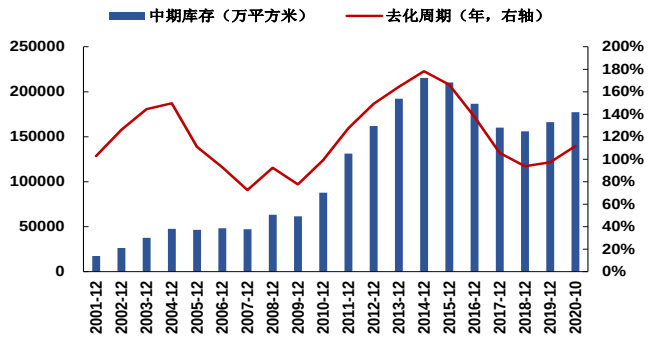
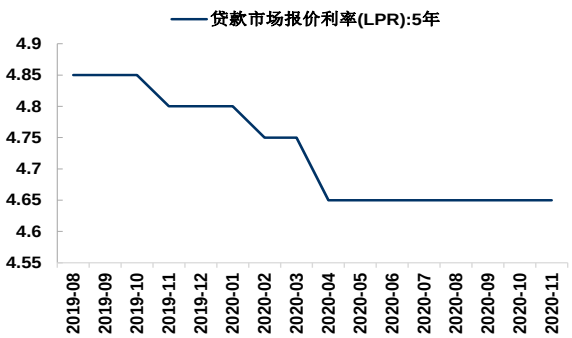


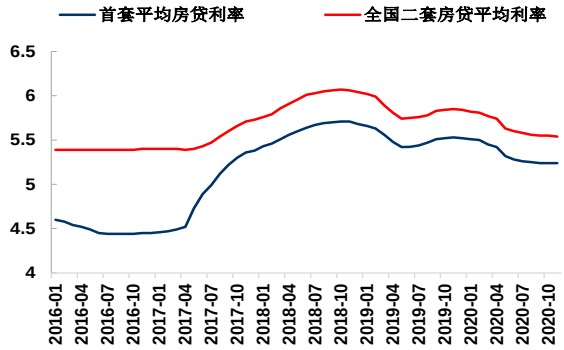
图98：LPR 自 2020 年 4 月后维持不动



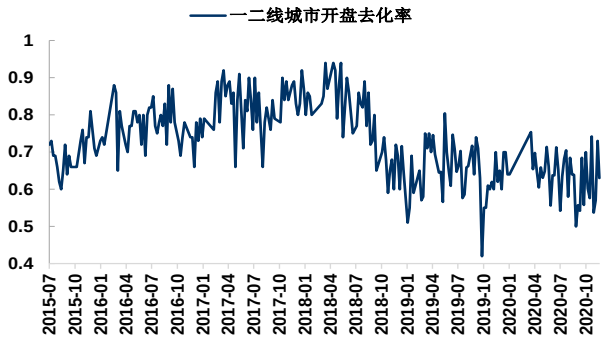
资料来源：wind，东兴证券研究所注：中期库存为经过可售比调整后的开工未售资料来源：wind，东兴证券研究所
库存

图99：房贷利率下行后企稳

图100：下半年房企积极推货但未见去化率显著下行



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：中指院，东兴证券研究所

表3：2020-2021 年销售预测

	一线城市销售面积 yoy	二线城市销售面积 yoy	三四线城市销售面积 yoy	全国销售面积 yoy	全国销售均价 yoy	全国销售金额 yoy
2020	1.8%	-10.0%	2.4%	1.8%	5.7%	7.5%
2021	2.0%	3.0%	0.0%	0.2%	5%	5.2%

资料来源：东兴证券研究所

开发投资：建安投资取代土地购置费，支撑开发投资。其中建安投资增速有望在 2021 年修复到 9.6%，土地购置费增速或将下滑到-1%，全年开发投资有望同比增长 6%。

我们分拆预测如下：

新开工面积：影响新开工的主要是开工能力和开工意愿。开工能力方面，下半年受“三条红线”影响，房企购地趋缓，2020 年前 10 月土地购置面积同比下降 3.3%，2021 年房企开工能力受到抑制。开工意愿主要受当前新房市场销售影响和房企所受融资监管，目前新房市场需求仍具韧性，新开盘去化率未见显著下行，房企仍然有动力积极开工获取经营杠杆。综合来看，预计新开工同比小幅下行。

竣工面积：竣工原本有望在 2020-2021 年迎来高增长，但新冠疫情过后地方政府出台了很多延期竣工的政策，这一节奏被打破。我们预计 2020 年累计竣工增速或将是-5%，而 2021 年这一数据将向上修复至+5%。

净停工面积：净停工面积在 2020 年陡然上升，或和延后竣工的政策有关系，我们预计 2020 年净停工或达到 10 亿平方米，但明年净停工数据有望负增长，我们给予同比下降 25%的假设。

在施面积：根据对新开工、竣工和净停工的预测，我们给出 2020 年和 2021 年在施面积增速分别为 3%和 5.4%。

施工强度：截止 2020 年 10 月施工强度同比增长 1.8%，且自年初以来，这一同比增速在持续提高，我们预计全年施工强度同比增长 2%。考虑明年或出现温和通胀，我们预计施工强度同比增长 4%。

土地购置费：(T-1)年百城宅地出让均价增速与 T 年新开工同比增速的和与 T 年土地购置费同比增速相关性较强，因此土地购置费的预测具有一定的前置指标可以参考。2020 年百城宅地出让均价同比增长趋缓，且新开工预计在 2021 年仍将维持低位，我们预计 2021 年土地购置费同比增速为-1%。

开发投资：结合建安投资、土地购置和占比较少的其他项目，我们预计 2021 年开发投资同比增长 6%左右，仍具较强韧性。

图101：开发投资分拆

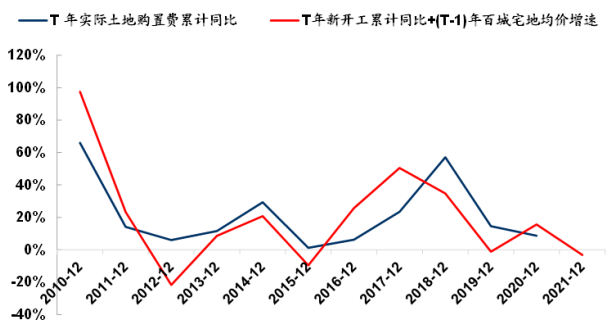
开发投资=建安投资+土地购置费+其他

建安投资=在施面积*施工强度

N在施面积=(N-1)在施面积-(N-1)竣工面积+N新开工面积-N净停工面积

资料来源：东兴证券研究所

图102：新开工累计同比+百城宅地均价同比可视为土地购置费前置指标



资料来源：wind，东兴证券研究所

表4：2020-2021 年开发投资预测

	新开工 yoy	竣工 yoy	净停工 yoy	在施面积 yoy	施工强度 yoy	建安投资 yoy	土地购置 yoy	开发投资中的其他项目 yoy	开发投资 yoy
2020	-2.00%	-5.00%	60.84%	3.00%	2.00%	5.06%	8.70%	11.00%	6.52%
2021	-3.00%	5.00%	-25.00%	5.42%	4.00%	9.64%	-1.00%	5.00%	5.96%

资料来源：东兴证券研究所

综上，整体看行业有望保持平稳运行，我们预计 2021 年销售面积有望同比增长 0.2%，销售金额同比增长 5.2%，开发投资有望同比增长 6%。出于低基数的原因，销售、新开工和投资单月同比增速都将在 Q1 见到年内高点。虽然行业长期景气度下行，但仍有望维持短期的高景气。因此需求端宽松的政策也就并没有必要出台。

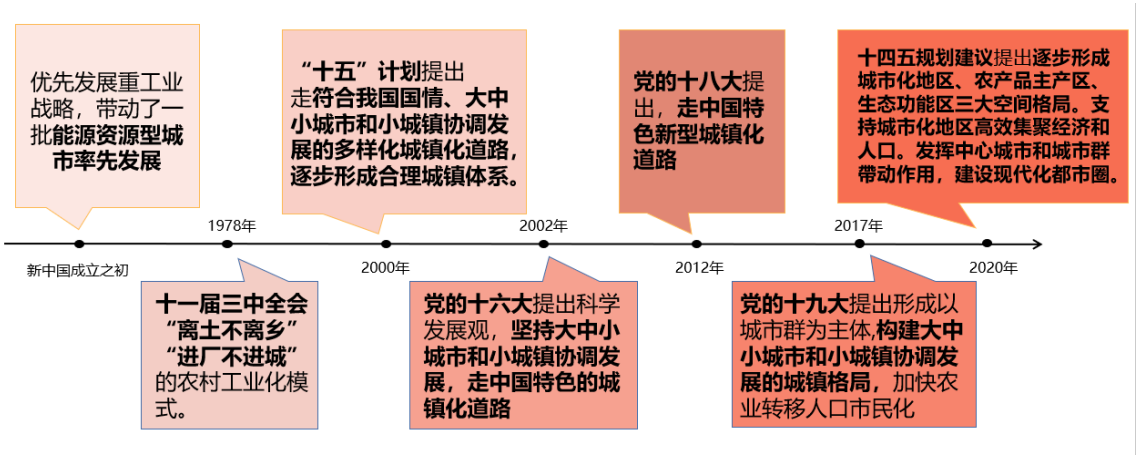
10. 房地产:城市化思路改变，人口将进一步向城市群集聚

10.1 十四五建议明确提出发挥中心城市和城市群带动作用

我国的城市化发展思路已经完成了从“地理意义的均衡”向“人口意义的均衡”的转变。“地理意义上的均衡”指的是各地区不考虑自身环境承载能力地追求均衡发展，人口和土地等要素流动受限，是地理意义上的平均主义，事实造成了国土空间布局混乱、环境被破坏、区域经济分化。“人口意义上的均衡”指的是人口进一步向城市群集聚过程中形成均衡，不同功能区的人口实际收入水平和生活质量相互匹配，前提是要素自由流动。

建国后我国城市化发展思路经历了数次重要的变化，改革开放后我国经济迅速发展，“十五”计划提出大中小城市和小城镇协调发展，2018 年 11 月国务院明确提出未来我国将建立以中心城市引领城市群发展、城市群带动区域发展新模式，推动区域板块之间融合互动发展。**2020 年 11 月十四五规划明确提出“逐步形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局;支持城市化地区高效集聚经济和人口;发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。**

图103：建国后城市化思路的历次变化



资料来源：相关文件或会议公告，东兴证券研究所

表5：19 大以来中央重要会议对城市化发展的表述

时间	部门	主要内容
2017 年 10 月	党的十九大	形成以**城市群为主体，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局**，加快农业转移人口市民化。
2018 年 3 月	十三届全国人大一次会议	塑造**区域发展新格局**：疏解北京非首都功能为重点推进**京津冀**协同发展；生态优先引领推进**长江经济带**发展；出台**粤港澳大湾区**发展纲要。
2018 年 11 月	中央经济工作会议	实施区**域协调发展战略：京津冀**协同发展；推进**长江经济带**发展；推动**中部地区**崛起；科学规划**粤港澳大湾区**建设；推进**大中小城市网络化建设。**
2018 年 11 月	中共中央国务院	未来我国**将建立以中心城市引领城市群发展、城市群带动区域发展新模式**，推动区域板块之间融合互动发展。
2019 年 3 月	十三届全国人大一次会议	深入推进新型城镇化。坚持**以中心城市引领城市群发展**
2019 年 8 月	中央财经委员会会议	**增强中心城市群经济和人口承载能力，**在发展中营造平衡。为实现区域间互助共济，要深化区域合作机制，使市场在资源配置中起决定性作用。
2019 年 10 月	十九届四中全会	提高**中心城市和城市群**综合承载和资源优化配置能力。
2020 年 2 月	国家发展和改革委员会	提出到 2022 年，我国**都市圈同城化**取得明显进展；到 2035 年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈，并要求放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。
2020 年 11 月	中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议	**构建国土空间开发保护新格局。**立足资源环境承载能力，发挥各地比较优势，**逐步形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局。** 推进以人为核心的新型城镇化。优化行政区划设置，**发挥中心城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈。推进成渝地区双城经济圈建设。**推进以县城为重要载体的城镇化建设。

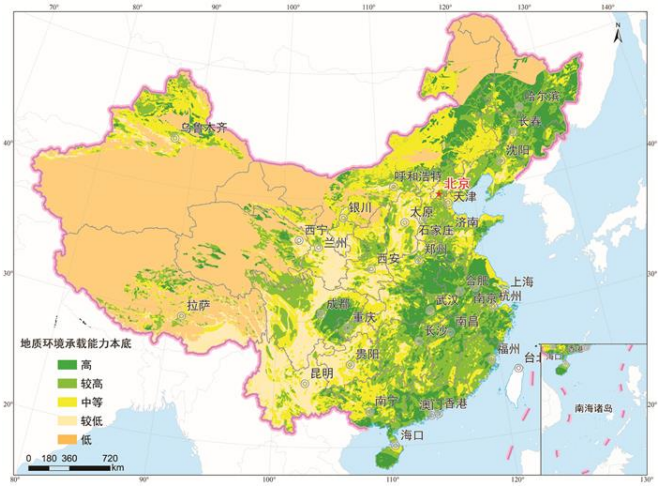
资料来源：相关部委网站，新华社，东兴证券研究所

10.2 出于提升发展质量的原因而改变城市化发展思路

为什么要做出这样的转变？我们认为是出于高质量发展的需求。高质量发展不仅包括产业的高质量发展，也包括空间的高质量发展。

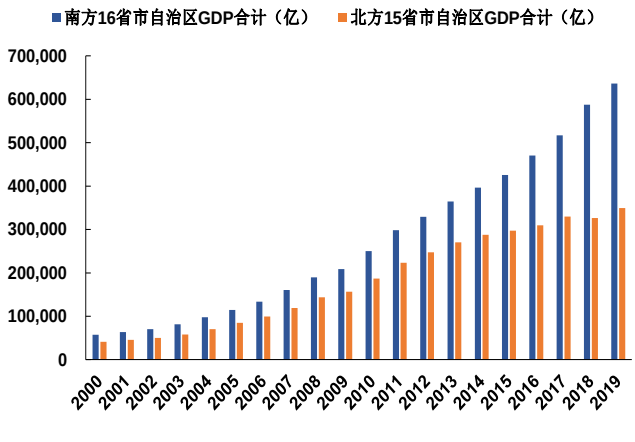
- 不同国土空间自然状况不同，根据不同空间的资源环境承载能力合理布局有利于高质量发展，政策制定也应该有一定差异化。
- 原有的东部、中部、西部、东北四大板块格局发展出现瓶颈，体现为南北区域经济分化、部分城市发展动力缺乏等问题。
- 产业和人口向优势地区集聚是客观规律和长期趋势，中心城市和城市群在产业升级、创新策源等方面的引领作用凸显。
- 发达经济体经验表明，当消费和创新成为经济发展动力后，人口会向城市群集聚。城市群内人口密度高，但创造的增加值也更高，因为在服务业中集聚会产生规模效应。

图104：全国地质环境承载能力差别较大



资料来源：孟晖等《全国地质环境承载能力评价为国土空间规划提供基础依据》2018，东兴证券研究所

图105：南北方经济分化明显

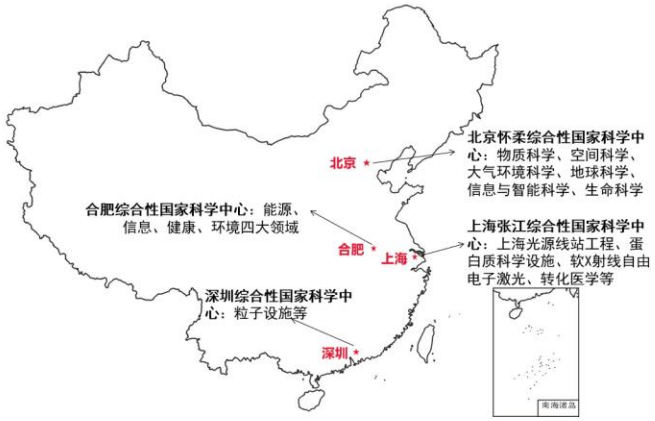


资料来源：wind，东兴证券研究所

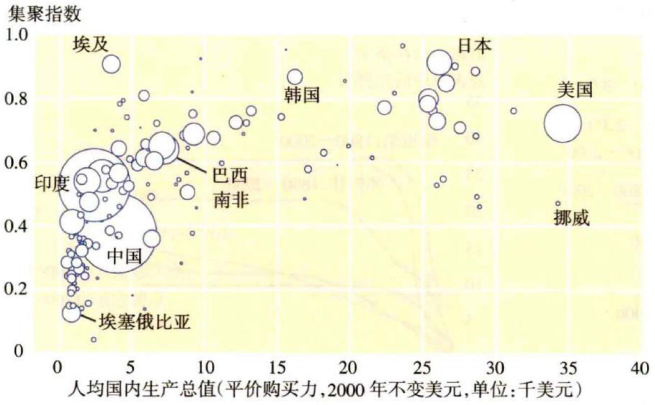
注：不包括港澳台

图106：全国地质环境承载能力差别较大

图107：南北方经济分化明显



资料来源：国务院网站，东兴证券研究所



资料来源：世界银行《2009 世界发展报告——重塑经济地理》，东兴证券研究所
注：数据采用 Nelson(2008)和世界银行（2006）数据的计算结果。圆圈大小代表该国人口规模大小。集聚指数标准：每平方公里密度为 150 人或更多，到达大城市的时间为 60 分钟或以下，居住人口超过 5 万人

10.3 要素自由流动是要素集聚的必要条件

如何实现这一转变？我们认为实现十四五建议中的形成城市化地区、农产品主产区、生态功能区三大空间格局和发挥中心城市和城市群带动作用会从以下几点推进：

- **要素全面自由流动**，全面放宽城市落户条件，建立跨区域土地指标交易机制，推动增量和存量用地合理流转
- **健全区域合作**，深化区域间基础设施、环保、产业等合作
- **充分调动生态功能区、农产品主产区加强生态环境保护、提高农业生产效率和产品质量的积极性**
- **基本公共服务均等化**，同时基本公共服务应由常住地供给

中央层面近年来提出了许多有关要素自由流动的政策，如放开落户限制和集体经营性土地入市等。地方层面也有人才政策。

表6：中央层面近年有关要素自由流动的政策

时间	部门	主要内容
2019 年 12 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》提出：**全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件。完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策**，精简积分项目，确保社会保险缴纳年限和居住年限分数占主要比例。
2020 年 1 月	《土地管理法》	**通过出让等方式取得的集体经营性建设用地使用权可以转让、互换、出资、赠与或者抵押**，但法律、行政法规另有规定或者土地所有权人、土地使用权人签订的书面合同另有约定的除外。**集体经营性建设用地的出租，集体建设用地使用权的出让及其最高年限、转让、互换、出资、赠与、抵押等，参照同类用途的国有建设用地执行。**具体办法由国务院制定。
2020 年 3 月	国务院	《关于授权和委托用地审批权的决定》提出：**将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准。试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准。**

资料来源：相关部委网站，东兴证券研究所

10.4 城市化进程并未结束，需求空中加油

我们认为虽然中国的城镇化率已经达到 60.6%，刚性需求、改善性需求和投资性需求已经部分释放，但未来由于人口向中心城市和城市群进一步集聚，还将产生大量已经具备城市户籍的人口在城市间迁移而产生的需求，我们称之为迁移性需求。同时中国住房实际使用期限短，购房者偏好新房等因素还将存在，这些因素将支持迁移人口在二手房和新房之间更多选择新房，新房需求在中长期将变得更具韧性。

11. 房地产“三条红线”下行业多重风险得到控制

11.1 行业风险点明确存在，且监管层有充分认识

市场对地产股的担心主要来自两点：第一，房价暴跌导致开发商的资产无法变现或大幅度打折变现；第二，开发商出现现金流风险，无法永续经营。这种担心体现为地产股股价大幅度低于净资产价格 NAV，相对估值也长期低迷。房地产开发行业的商业模式（土地变现+单盘叠加，需要高杠杆推升公司规模）也确实将微观企业经营风险更多转嫁为宏观的系统性金融风险，开发商无序加杠杆竞争，客观上推升了地价，而后从成本定价角度推升了房价。

但我们认为监管层对风险有充分认识，市场称之为“三道红线”的重点房地产企业资金监测和融资管理规则有利于控制风险。“三道红线”的检测指标涵盖表内融资和表外融资，因企施策，控制房企有息负债增速，也就控制了房企出现流动性风险的可能性；且有利于降低开发商无序竞争，有利于控制地价和房价过快上涨。

表7：部分重要领导研究或专著中对金融风险或地产风险的描述

相关研究、专著或政策	主要内容
刘鹤《两次全球大危机的比较研究》，中国经济出版社	金融反作用于经济，金融的健康发展可以促进经济增长，但如果金融部分存在缺陷，金融发展严重脱离实体经济，则会加大经济运行风险，甚至以爆发金融危机的形式重创实体经济。**大萧条和本次危机都发源于资产泡沫。货币信贷过度扩张导致股市、房市泡沫，金融运行脱离了实体经济，最终导致危机并蔓延至实体经济。**
习近平总书记的十九大报告	**要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战**，使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。
易纲《再论中国金融资产结构及政策含义》	要管理好房地产市场风险，建立长效机制。房产是我国居民的主要财产，且与金融资产之间存在对偶关系，房地产市场的发展、变化和波动对全社会财富的影响极大，与其他行业的关联度也最高，**保持房地产业的平稳健康发展意义重大。**在政策把握上，要坚持稳字当头，稳中求进，着力稳地价、稳房价、稳预期，加强对房地产市场融资状况的全面监测，按照“因城施策”原则，强化对房地产金融的逆周期宏观审慎管理，监测居民债务收入比和房地产贷款的集中度。在稳定需求的同时，优化土地供给，促进供求平衡，实现房地产市场平稳可持续发展
郭树清《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	**房地产泡沫是威胁金融安全的最大“灰犀牛”。**近年来，各地区各部门根据“房住不炒”和“一城一策”精神，优化金融资源配置，严防资金违规流入房地产市场。2019 年与 2016 年相比，房地产贷款增速下降 12 个百分点，新增房地产贷款占全部新增贷款的比重下降 10 个百分点。既满足房地产行业平稳发展的正常需要，又避免因资金过度集中出现更大风险。

资料来源：刘鹤《两次全球大危机的比较研究》，央行官网，新华社，东兴证券研究所

表8：央行对“重点房地产企业资金监测和融资管理规则”相关表态

时间	部门或人员	主要内容
2020-08-23	住房城乡建设部、人民银行	8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。会议指出，**人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。会议强调，市场化、规则化、透明化的融资规则，有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。**
2020-09-14	中国人民银行副行长潘功胜	央行副行长潘功胜表示，重点房地产企业资金监测和融资管理规则建立的目的在于增强房地产企业融资管理额市场化、规则化和透明化，**增强房地产企业自身的抗风险能力。**
2020-10-14	央行金融市场司副司长彭立峰	目前重点房地产企业资金监测和融资管理规则起步平稳，下一步，**央行将会同住建部和其他相关的部门跟踪评估执行结果，完善融资规则，稳步扩大适用范围。**

资料来源：央行网站，东兴证券研究所

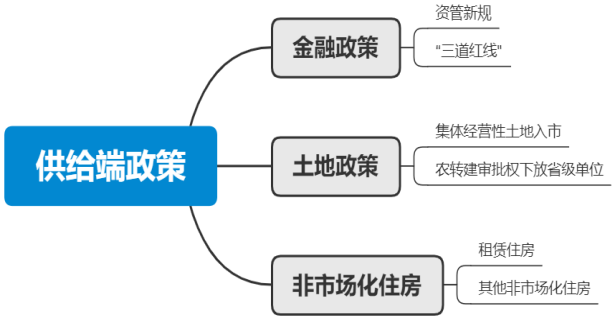
11.2 “三道红线”完善供给侧调控

我们将影响住房供给的政策称之为供给端政策，主要受众是房企；影响购房需求的政策称之为需求端政策，主要受众是消费者。

供给端政策经历了从管融资工具到管有息负债总量的转变，且更加透明和可预期。房地产融资监管有很多次，主要是控制房企使用融资工具，但房企可以通过拓展融资工具规避监管。本次的“三道红线”将表内表外的有息负债均纳入检测范围，并且鼓励房企使用风险可控的标准化融资工具替代非标类工具，债务更安全的房企给予更高的有息负债增速。监管规则更清晰透明，是行业供给侧调控的重要一环。

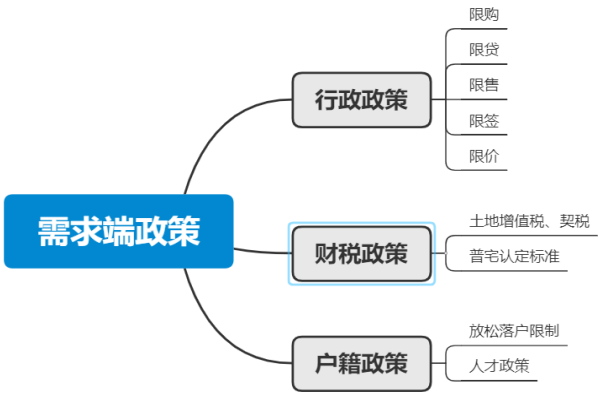
近年来需求端调控较少使用央行调整基准利率和首付比等大开大合的政策，而主要转向地方的行政政策如限购限贷限售限签限价等，并且压实地方城市政府主体责任。大开大合的传统政策导致市场对房价上涨预期迅速提升，各种需求扎堆释放，而商品房供给存在建造时滞，因此会迅速形成供需缺口，房价上涨，积累了房价泡沫风险。地方政策相对高频，且不同地区有收有放，政策力度也不同。这造成了整体行业基本面波动性下降，如销售、新开工、开发投资的波动性下降，但也同样降低了房价波动风险，客观上降低了行业整体风险。行业的周期性趋弱，进入平稳运行区间。

图108：房地产供给端政策



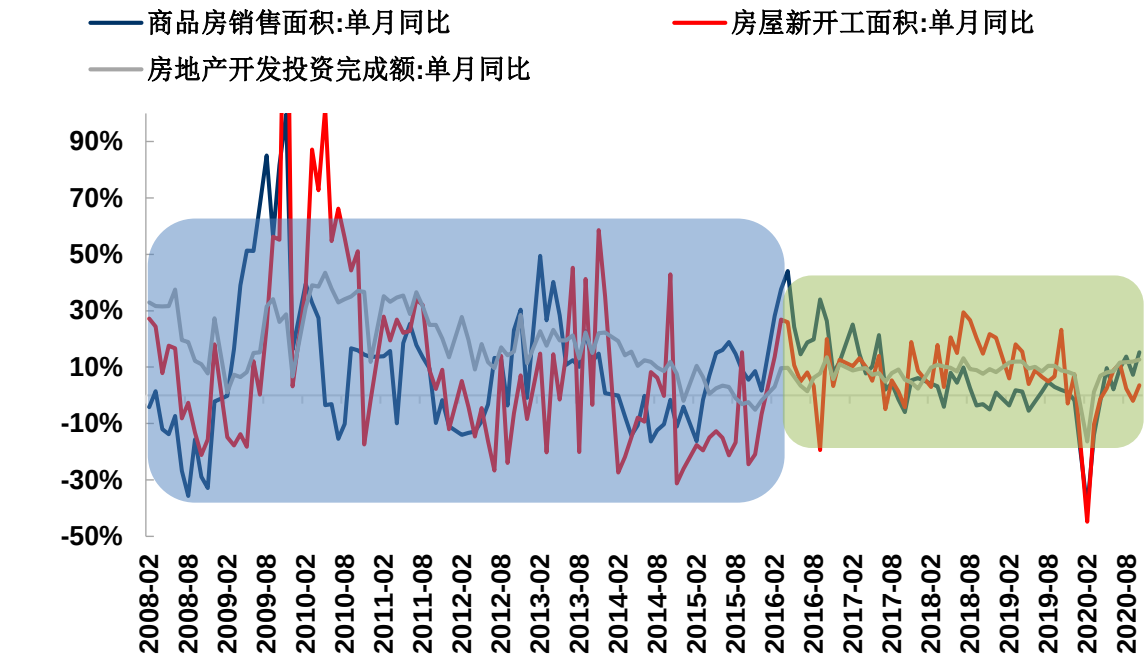
资料来源：东兴证券研究所

图109：房地产需求端政策



资料来源：东兴证券研究所

图110：高频的需求端调控降低了行业基本面波动



资料来源：wind，东兴证券研究所

11.3 对利润率的追求更加重要，高周转胜出

我们认为“三道红线”标志着行业供给侧调控规则更加明确且可预期，困扰行业的资产价格风险得到控制，这是“三道红线”最重要的影响。供给侧调控和需求侧调控一起构成了完整的调控体系，调控政策将常态化存在，同时行业的政策工具属性下降。

“三道红线”下，行业竞争格局将更加稳固，很难再有房企借用大的行业周期，依靠“便宜的钱+便宜的地”迅速提升规模实现弯道超车。负面影响是房企利润率或将继续下探，对利润率的追求仍然有很强的意义。

三道红线”的影响

- 控资产价格风险：和需求端政策一起维护行业平稳发展，降低系统性风险
- 稳行业竞争格局：行业竞争格局固化，强者恒强、弯道超车机会不再有
- 促进分拆上市：越来越多的业务分拆上市，降杠杆
- 融资结构变化：A股无股权再融资政策环境，H股无股权再融资估值环境，但不排除永续债增发增厚净资产
- 盈利能力下行：低库存之下，鼓励房企推盘回款，改善供需关系，房价上涨动力趋缓，房企毛利率将继续降低
- 商业模式高周转最优：高周转和招拍挂相结合是一种内生的增长模式，具备高周转运营能力的房企有望稳定增长

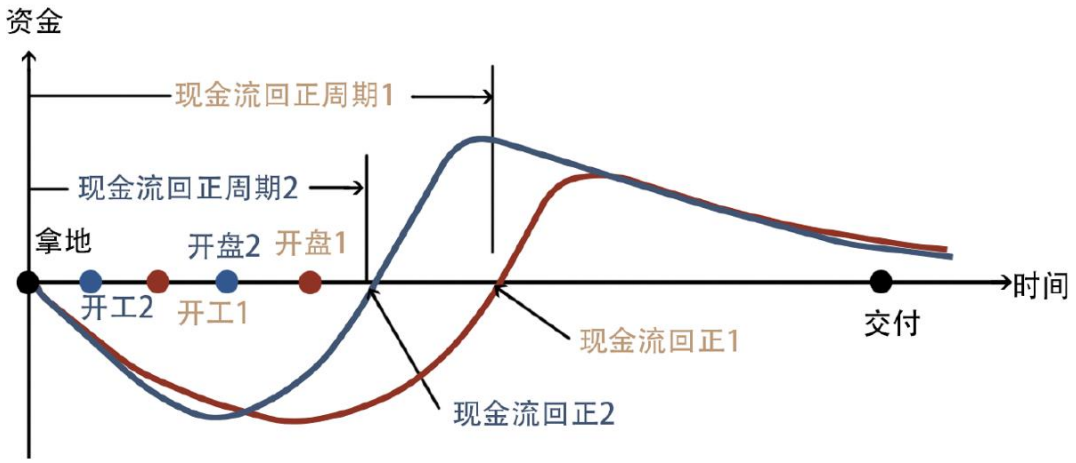
微观层面，高周转成为房企经营的首选商业模式，其次仍有三点对于利润率提升有重要意义，即

1）多渠道多方法拿地降低地货比

2）改善有息负债结构降低平均债务成本

3）严格控制销售金额口径下的销售管理费用率

图111：高周转即压缩从拿地到开盘时间



资料来源：赛普管理咨询《大运营》，东兴证券研究所

12. 物业回顾 2020：百舸争流、龙头领跑

2020 年，物管公司争相通过上市助力自身发展，板块呈现百舸争流的局面。截至 2020 年 11 月 27 日，在 A+H 股上市的内地物业企业有 35 家，其中有关联地产公司的为 29 家，没有关联地产公司的独立第三方物业公司为 6 家。2020 年是物管公司上市的高峰，截至 11 月 27 日共有 12 家上市，3 家（恒大物业、华润万象生活、佳源服务）即将上市，5 家（宋都服务、荣万家、星盛商业、远洋服务控股、建发物业）已经提交港股 A1 表格申请上市。

从上市公司的管理规模来看，龙头领跑特征明显。头部物管公司在管理面积上优势极大，并且拥有强大关联地产公司的物管公司增长势头也更为迅猛。

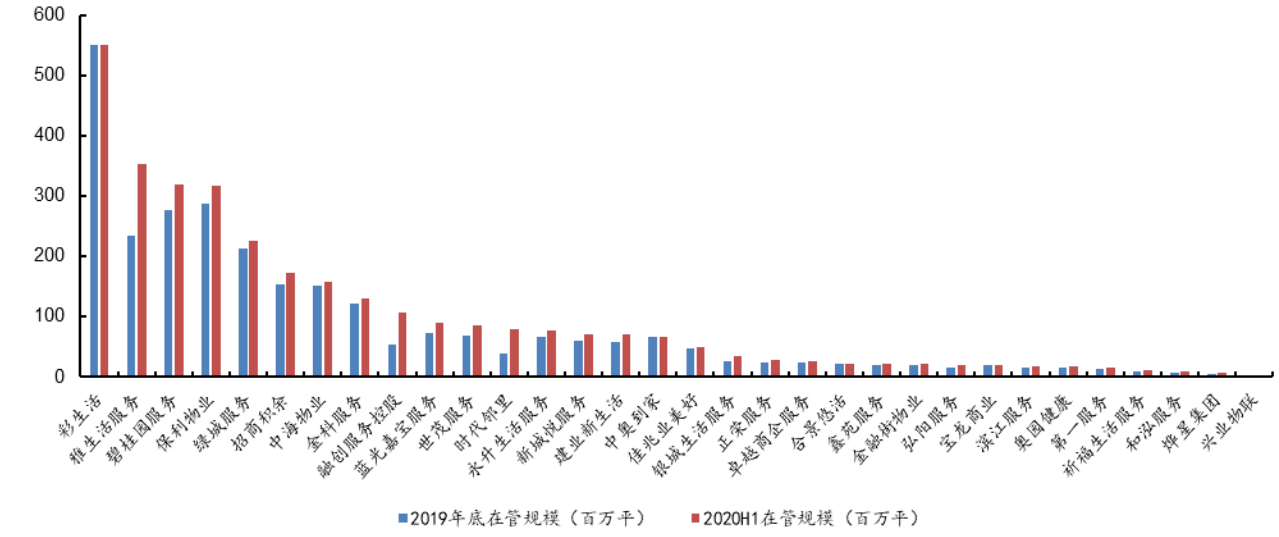
表9：A+H 股已上市的 35 家物管公司概况

上市代码	公司简称	上市时间	市值（亿港元）	关联地产公司	关联地产 17-19 三年累计销售面积（万平）
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19	1,228	碧桂园	21,890.8
3319.HK	雅生活服务	2018-02-09	444	雅居乐集团&绿地控股	11,488.8
1516.HK	融创服务控股	2020-11-19	382	融创中国	8,781.8
6049.HK	保利物业	2019-12-19	310	保利地产	7,553.4
2669.HK	中海物业	2015-10-23	167	中国海外发展	4,805.5
1755.HK	新城悦服务	2018-11-06	151	新城控股	4,734.3
9666.HK	金科服务	2020-11-17	310	金科股份	4,111.5
9983.HK	建业新生活	2020-05-15	88	建业地产	3,136.5
0873.HK	世茂服务	2020-10-30	324	世茂集团	2,849.6
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17	226	旭辉控股集团	2,748.2
2606.HK	蓝光嘉宝服务	2019-10-18	54	蓝光发展	2,642.4
3662.HK	奥园健康	2019-03-18	37	中国奥园	2,291.6
001914.SZ	招商积余	1994-09-28	295	招商蛇口	2,161.0
6958.HK	正荣服务	2020-07-10	46	正荣地产	1,958.9
2168.HK	佳兆业美好	2018-12-06	32	佳兆业集团	1,444.6
9928.HK	时代邻里	2019-12-19	74	时代中国控股	1,201.0
9916.HK	兴业物联	2020-03-09	5	正商集团	1,129.8
3913.HK	合景悠活	2020-10-30	115	合景泰富集团	1,089.9
2107.HK	第一服务	2020-10-22	12	当代置业集团	855.5
1971.HK	弘阳服务	2020-07-07	21	弘阳地产	773.2
6989.HK	卓越商企服务	2020-10-19	121	卓越集团	771.0
9909.HK	宝龙商业	2019-12-30	128	宝龙地产	761.1
1778.HK	彩生活	2014-06-30	55	花样年控股	723.3
3316.HK	滨江服务	2019-03-15	43	滨江集团	685.5
1895.HK	鑫苑服务	2019-10-11	13	鑫苑置业	633.8
1941.HK	烨星集团	2020-03-13	5	鸿坤集团	390.2

1502.HK	金融街物业	2020-07-06	26	金融街	326.8
1922.HK	银城生活服务	2019-11-06	14	银城国际控股	125.6
6093.HK	和泓服务	2019-07-12	10	和泓置地	-
1538.HK	中奥到家	2015-11-25	7	-	-
2869.HK	绿城服务	2016-07-12	287	-	-
3686.HK	祈福生活服务	2016-11-08	5	-	-
1417.HK	浦江中国	2017-12-11	8	-	-
603506.SH	南都物业	2018-02-01	34	-	-
002968.SZ	新大正	2019-12-03	60	-	-

资料来源：Wind，克而瑞，东兴证券研究所搜集整理，注：数据截至2020/11/27，销售面积来自克而瑞地产销售榜的操盘口径

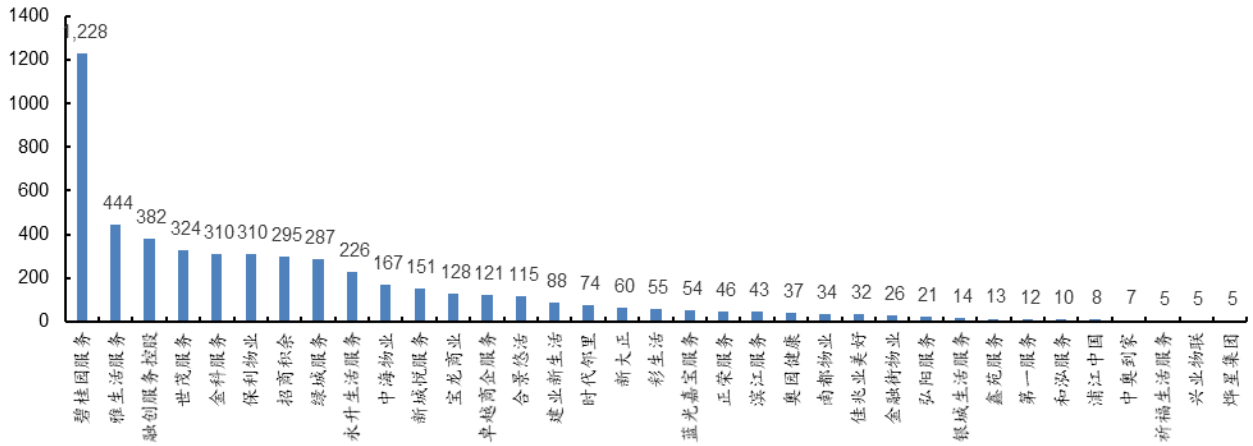
图112：AH股物业公司在管面积排名（亿元 HKD）



资料来源：Wind，东兴证券研究所，注：数据截至2020/11/27

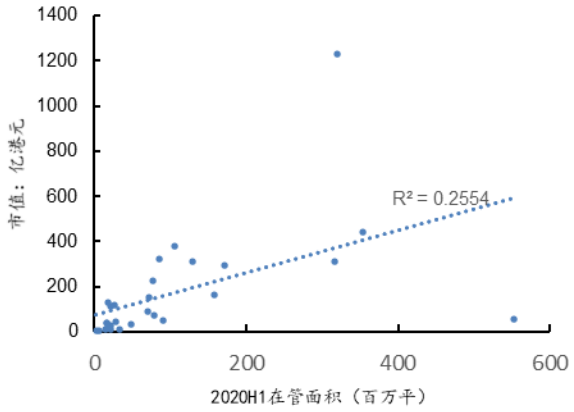
从上市公司的市值规模来看，龙头领跑的特征也非常明显。截至2020年11月27日，我们统计的35家A+H股上市物管公司总市值约5134亿港元，市值最大的碧桂园服务市值就达到了1228亿港元，市值占比达24%。市值TOP5的企业（碧桂园服务、雅生活服务、融创服务控股、世茂服务、金科服务）市值合计达2688亿港元，市值占比达52%。从物管公司市值与在管面积和关联地产公司销售面积的关系来看，物管公司市值大小与关联地产公司的销售规模相关性显著强于其与在管物业规模的相关性，物管公司市值的大小与关联地产公司的规模息息相关。

图113：AH 股物业公司市值排名（亿元 HKD）



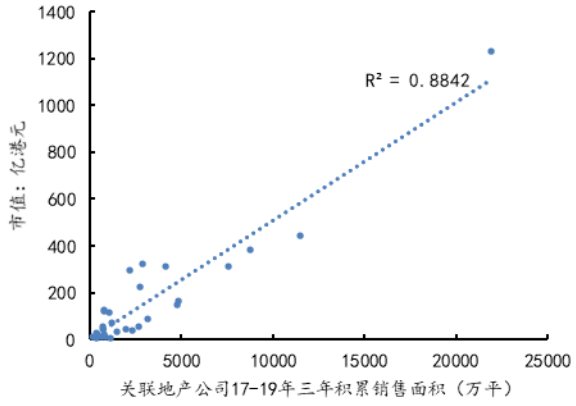
资料来源：Wind，东兴证券研究所，注：数据截至 2020/11/27

图114：物管公司市值与在管面积



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所，注：数据截至 2020/11/27

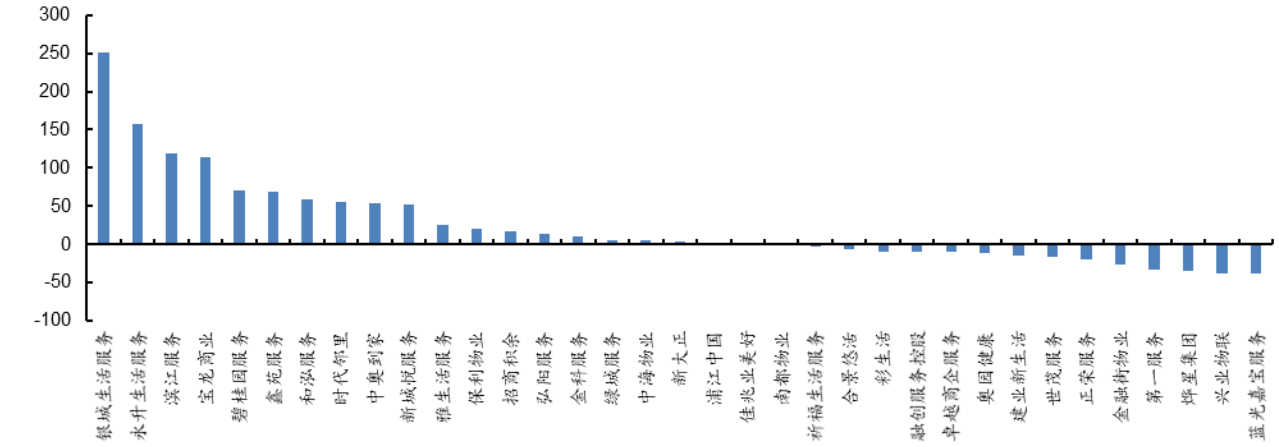
图115：物管公司市值与关联地产公司销售面积



资料来源：Wind，公司公告，克尔瑞，东兴证券研究所，注：数据截至 2020/11/27

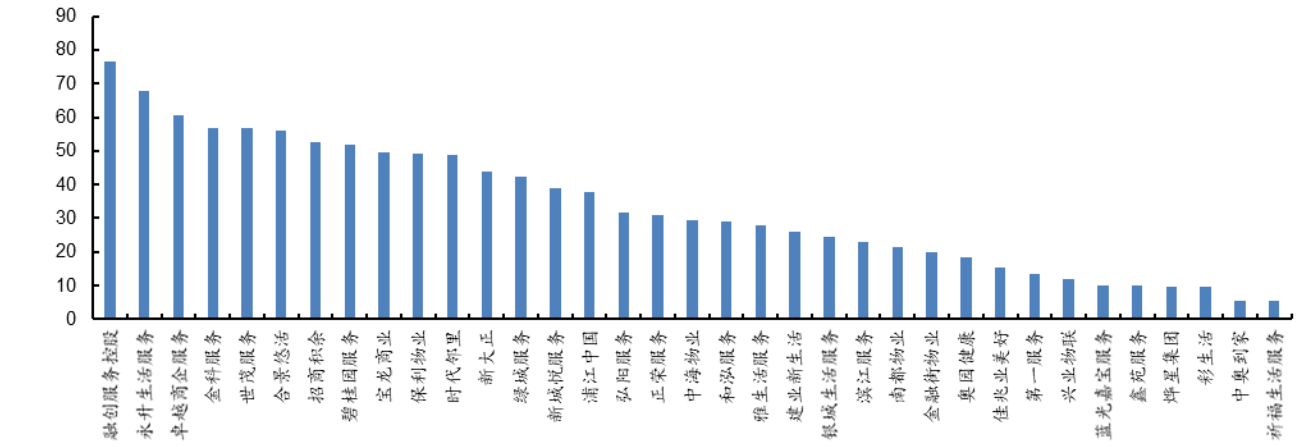
从物管板块的涨跌幅和 PE 水平来看，板块内分化十分明显。截至 2020 年 11 月 27 日，行业涨幅前 5 的公司年内涨幅均值达到了 144.1%，跌幅前 5 的公司年内跌幅均值达到了-35.0%；行业 PE（TTM）水平前 5 的公司，均值达到了 63.8 倍，而排名后 5 位的公司 PE（TTM）均值仅有 8.1 倍。由此可见，物业板块虽然在 2020 年涨幅巨大，但板块内各公司的涨幅与估值水平都存在巨大的分化。

图116：AH 股物业公司年涨跌幅排名（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所，注：数据截至 2020/11/27

图117：AH 股物业公司动态 PE（TTM）

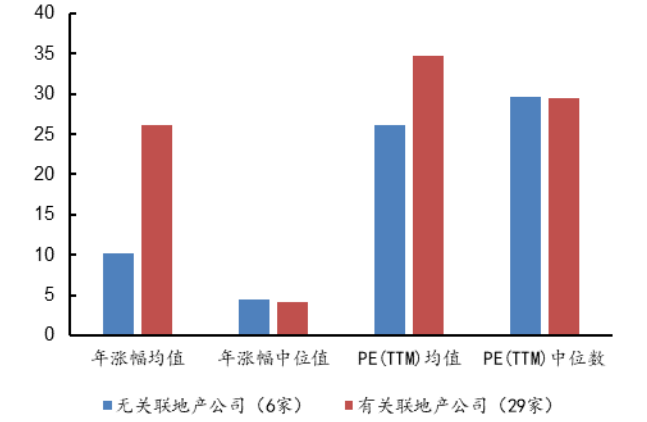


资料来源：Wind，东兴证券研究所，注：数据截至 2020/11/27

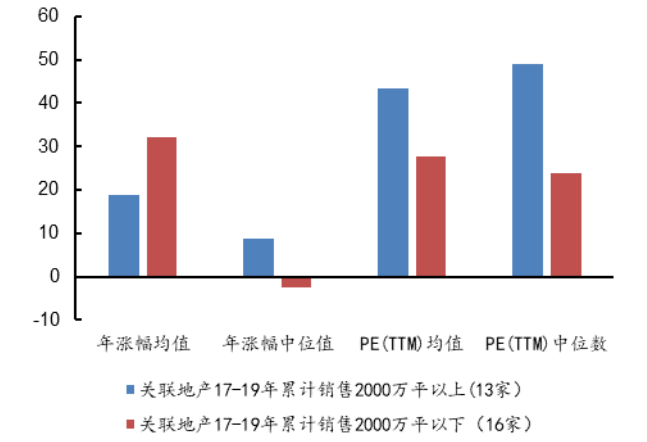
我们进一步拆解板块内各公司的涨跌幅，可以发现市场对于关联地产公司更强的物管公司显然更为看好，此类公司整体而言会拥有更高的估值水平与更大的年内涨幅。截至 2020 年 11 月 27 日，有关联地产公司的物管公司年内的股价涨幅均值与当前的 PE 水平均显著高于无关联地产公司的物管公司，市场对于有关联地产公司支持的物管公司显然更为看好。而在有关联地产公司的物管公司中，关联地产近年销售面积更高的公司当前的整体 PE 水平显著高于关联地产销售面积较低的物管公司。涨幅中位数上，也是关联地产销售面积更高的公司整体占优。

图118：按关联方分组的物业公司 2020 年涨跌幅

图119：按关联方销量分组的物业公司 2020 年涨跌幅



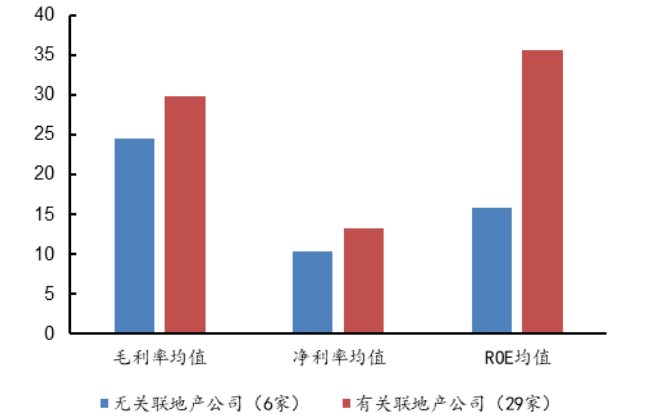
资料来源：Wind，克尔瑞，东兴证券研究所，注：数据截至2020/11/27



资料来源：Wind，克尔瑞，东兴证券研究所，注：数据截至2020/11/27

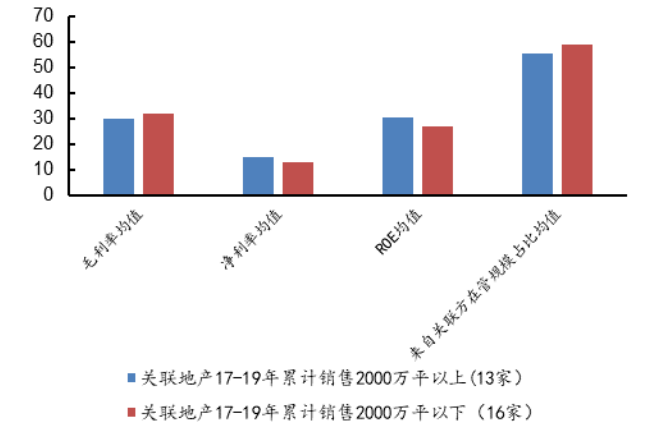
市场看好具有强大的关联地产商的物管公司，其背后的原因是此类公司不仅具有稳定而可观的管理面积来源，而且由于大规模的新盘交付，新盘的初始定价较高而管理维护费用较低，这就使得具有地产公司支持的物管公司，其整体的毛利率、净利率和 ROE 水平都显著的优于独立的物管公司。我分将具有关联地产商的物管公司进一步分组，可以发现关联方更为强大的物管公司分组，其盈利能力整体而言也会占优。我们认为，这是因为更为头部的物管公司，第三方外拓的力度也更强，其来自关联方的管理规模比例略低可能导致了这一分组的整体毛利率水平略低。但规模效应带来了较低费用率和增值服务的空间，反而有利于提升了头部公司的盈利能力，因此这类头部公司整体而言会拥有更高的净利率与 ROE 水平。

图120：按关联方分组的物管公司 2019 年盈利情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图121：按关联方销量分组的物管公司 2019 年盈利情况



资料来源：Wind，公司公告，克尔瑞，东兴证券研究所

回顾 2020 年的物管板块我们可以发现，具有强大地产关联方的龙头物管公司，整体而言会更受市场的青睐，也为股东创造了更大的价值。我们认为，此类上市公司这几年盈利能力的优势，很多是由于大量毛利高的新盘流入带来的。像绿城服务这类成熟的物业企业，缺乏母公司的交付，依靠第三方扩张，他们毛利率水平就偏低。**短期而言，**由于过去几年地产销售的持续火热，大量的新盘有待交付，所以关联方带来的盈利优势依

然会持续。而且目前行业尚处于跑马圈地时代，物管公司争相上市，行业整合正在不断加速。规模的提升不仅能提升公司的行业地位与品牌影响力，也有利于公司进一步探索社区增值服务和城市服务等新的盈利增长点。**但从长期来看，**随着存量物业项目拓展力度的加强，新交付物业占比的下降，受到物业费涨价困难、楼盘维护费用增加及人力成本提升等因素的影响，基础物业服务的整体毛利率未来可能要面临压力，市场化的扩张与经营能力将会愈发重要。**随着行业的发展，对规模的诉求将会逐渐让位于对综合服务能力的诉求，此时拥有强大的品牌力与综合服务能力的物管公司将会在争夺存量物业的时代获得更大的优势。**

13. 物业展望 2021：整合加速，边界扩张

2020 年，物管公司 IPO 数量达到高峰，配股融资与并购活动也很频繁。大量上市物管公司通过配股等手段融资，用于潜在的并购与投资。从并购的方向来看，中小型物业上市公司主要通过并购扩充在管面积。大型物业公司则通过并购在业务边界上进行探索，增强专业化服务的能力，为增值服务拓展空间。

物管上市公司争相上市和配股融资，拥有大量的现金储备，也有做大规模和提升增值服务能力的诉求，未来几年收并购与业务整合仍然会是行业的重要趋势。对于中小型上市物管企业而言，关联地产企业物业输送能力较弱，品牌能力的不足使得他们在市场化拓展中也处于相对弱势，通过并购实现规模的扩张将会是主要的并购诉求。头部的物管企业，已经拥有了规模巨大的管理面积，市场化拓展上也具有一定的品牌优势，通过并购提升增值服务能力，拓展业务边界就成为了这类头部企业并购的主要诉求。

表10：2020 年部分物业上市公司配股融资概况

公司名称	时间	配售金额	资金用途
碧桂园服务	2020-4-28	38.75 亿港元零息换股债券	用于未来潜在的并购、战略投资、营运资金及一般用途
绿城服务	2020-4-24	龙湖认购 1.55 亿股，认购价为每股 8.3833 港元，筹资净额约 13 亿港元	用作未来潜在的并购、战略投资、营运资金及一般用途
	2020-6-3	每股 10.18 港元配售 2.666 亿股，募集净额 26.93 亿港元	用作未来潜在的并购、战略投资、营运资金及一般用途
永升生活服务	2020-6-4	按照先旧后新配售 1.34 亿股，募集净额 15.64 亿港元	在未来机会出现时作业务发展或投资，以及作为营运资金与集团一般用途
佳兆业美好	2020-6-9	以每股 32.55 港元配售 1400 万新股，募集净额 4.51 亿港元	集团集资以及拓宽其股东及资本基础的机遇，还将加强本集团的财务状况，为集团提供营运资金
中奥到家	2020-6-14	按每股 0.98 港元发行 3692.8 万股予绿城服务，募资约 3600 万港元	拟用作集团的一般营运资金
和泓服务	2020-6-15	以每股 1.28 港元配售 8000 万股，募集净额约 1 亿港元	用作日后可能进行的并购及一般营运资金
时代邻里	2020-7-7	先旧后新共配售 7700 万股筹资额约 7.79 亿港元	90%用作潜在战略投资及收购机会，10%用作集团一般营运资金

鑫苑服务	2020-7-3	按每股 2.6 港元配售约 5000 万股，筹资约 1.3 亿元	用作潜在的战略投资、收购机会及集团一般营运资金

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所搜集整理

表11：2020 年部分物业上市公司收并购概况

公司名称	时间	收并购对象	收并购对象业务	涉及金额
碧桂园服务	2020-4-13	文津国际 100%股权及债券	财险、人身保险及再保险经纪业务	9252.1 万 HKD
	2020-6-17	收购合富辉煌 3.53%股权	房地产顾问代理服务	3567.6 万 HKD
	2020-7-30	分阶段收购城市纵横 100%股权	电梯广告商	15.12 亿 CNY
	2020-10-14	收购满国康节 70%股权	城乡环境卫生一体化管理运营服务	24.5 亿 CNY
	2020-10-30	收购福建东飞 60%股权	城市生活垃圾清扫、收集、运输服务	3.75 亿 CNY
永升生活服务	2020-4-8	青岛银盛泰物业 50%股权	住宅及商业物业管理服务	864.4 万 CNY
新城悦服务	2020-5-7	成都诚悦时代物业服务 61.5%股权	住宅、商业、写字楼、产业园区为主的综合性物业服务	1.05 亿 CNY
	2020-11-9	收购大连华安物业管理 60%股权	住宅物业服务和城市服务业务	6285.6 万 CNY
时代邻里	2020-3-24	收购广州浩晴物业管理 100%股权	物业管理服务	3272.3 万 CNY
	2020-5-11	收购广州市耀城物业 100%股权	主要为供电系统单位及相关政府机关提供综合性物业管理服务	1487 万 CNY
	2020-6-28	收购上海科箭物业 51%股权	工业物流地产物业管理	2.34 亿 CNY
佳兆业美好	2020-6-30	收购宁波朗通物业服务有限公司 60%股权	工业园及商业物业管理服务商	2700 万 CNY
奥园健康	2020-5-11	收购宁波宏建物业 65%股权	住宅物业及商用物业管理服务	3700 万 CNY
建业新生活	2020-9-25	收购众帮环境保洁公司 51%股权	废物处理公司，提供环境卫生清洁管理服务	1698 万 CNY
宝龙商业	2020-7-6	收购浙江星汇商业管理有限公司 60%股权	零售商业物业营运及管理	4055 万 CNY
鑫苑服务	2020-9-29	竞得重庆重型汽车集团鸿企物业 100%股权	物业管理服务	1348.2 万 CNY
蓝光嘉宝服务	2020-10-4	收购上海益镇物业管理有限公司与华欣物业管理有限公司 90%权益	物业管理服务	2.13 亿 CNY
	2020-11-30	收购上海上置物业 60%股权	物业管理服务	1.59 亿 CNY
弘阳服务	2020-9-7	收购滁州宇润物业管理 51%股权	物业管理服务	3672 万 CNY
和泓服务	2020-2-27	收购上海同进物业 70%股权	物业管理服务	2959.1 万 CNY
	2020-9-21	收购东莞宝盈物业管理 60%股权	物业管理服务	1500 万 CNY
	2020-10-10	贵州星际物业服务 51%股权	物业管理服务	2550 万 CNY
	2020-11-3	收购中正物业 51%股权	物业管理服务	1540 万 CNY
	2020-11-3	收购慧谷物业 65%股权	物业管理服务	1200 万 CNY

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所搜集整理

我们认为，直接并购物管企业虽然可以迅速的提升公司的管理面积和辐射范围，但并不是一个可持续的扩张方式。通过关联地产商的新盘交付与凭借品牌和服务能力进行市场化拓展这两种扩张方式会更具有优势。首先，物业公司的并购属于轻资产的并购，带来的主要是管理面积与管理团队，如果后续的整合能力跟不上，会耗费公司大量的时间与精力，反而会给公司带来较大的管理和经营压力。其次，市场上的优质标的始终是有限的，并购市场的短期火热导致了此类收购具有较高的溢价，考虑到整合压力带来的风险，此类并购的性价比正在不断走低。**从短期看，直接并购物管企业的方式不如来自关联地产商的新盘交付来得轻松，盈利能力也难以与其比肩；从长期来看，也不如凭借品牌和服务能力进行市场化拓展这般具有可持续性。**

相较于横向的规模型并购，我们更加看好产业链上的纵向并购。通过并购提升综合服务能力，扩展能力边界，以原本的住宅物业服务为基础，纵向的深耕全周期的社区生活增值服务，并进一步向城市服务领域扩张，正是目前具有一定规模的头部物管企业在尝试的方向。比如碧桂园服务就通过收购保险代理商、清洁公司、地产经纪和电梯广告商等，持续增强增值服务的能力；新城悦服务通过收购成都诚悦时代，提升了其商业写字楼、产业园等非住宅物业的管理能力。

物管公司普遍在寻求基础物业服务之外的盈利渠道，其中增值服务是依托于社区流量的自然延展，是目前物管公司大力探索和发展的方向。区别于基础服务的劳动密集型属性，增值服务更多的是依托物业企业的平台流量，更容易实现规模效应，且毛利率普遍高于基础物业服务。我们认为，在规模小的时候，很多社区增值服务难以开展或者说想象空间不大。比如科技设施的投入，APP 的研发，客服中心的建设等，在管理规模小、用户少的情况下，做这类尝试是很不经济的。只有做大管理规模提升管理密度后，物业公司才能发挥其平台化的优势，实现增值服务的有效拓展。现在行业其实还在一个跑马圈地的成长期，增值服务还是一个尝试的阶段，各家没有找到统一的方向。**我们认为对于住宅物业而言，目前增值服务只是锦上添花，在管面积增长带来的基础服务规模的扩张才是现阶段住宅物业管理公司的主要关注点，没有管理规模就没有大规模增值服务的平台化拓展空间。**但第三方面积扩张也很讲究管理水平和服务质量，如果不考虑管理边界与经营能力盲目进行扩张，会给盈利带来巨大压力，反而会得不偿失。

除了拓展增值服务空间，目前头部物管企业已经将触角伸向了机构物业，城市服务等领域。头部企业一般具有可观的关联方物业交付能力或者强大的第三方拓展能力，对于管理面积诉求已经开始逐渐让位于对综合服务能力的诉求。头部企业都在探索物业服务的边界，纷纷提出并践行大物管战略，市场也较为关注物业企业在机构物业，城市服务等领域的探索。我们认为，机构物业和城市服务这一块空间很大，细分领域众多，细分领域可能会有一些专业性的龙头出现，但细分领域龙头限于自身规模较小以及行业空间有限，难以形成强大的整合扩张能力。**而管理规模庞大的住宅物业公司，通过并购和合作等方式，可以补齐某些专业设施服务的短板，依靠资源整合提升服务能力，将服务触角伸向空间广阔的城市服务领域，开拓践行大物管战略。**

14. 房地产总结&投资建议

房地产开发：承上启下之年，周转为王

2020 年业基本面维持了短期的高景气，**我们预计在 2021 年将会持续，预计销售面积 yoy+0.2%，销售金额 yoy+5.2%，开发投资 yoy+6.0%，**虽较 2020 年有所下滑，但不足导致需求端的政策宽松。

十四五规划建议明确提出城市、农业、生态三大功能区和支持人口进一步向中心城市和城市群集聚，未来区域间分化将加剧，**城市户籍人口迁移将产生大量需求，**行业总需求被空中加油。**布局京津冀、长三角、珠三角、成渝等城市群的房企将会受益。**

“三道红线”全面监测表内和表外融资，行业供给侧调控规则更加明确可预期，**同时困扰行业的资产价格风险得到控制。供给侧调控和需求侧调控一起构成了完整的调控体系，政策调控将常态化存在，行业政策工具属性下降。**

行业未来的长期发展会是平稳的，中间的波动或主要来自库存周期。当前可售库存处于低位且缓慢提升。

微观层面，高周转成为房企经营的首选商业模式。NAV 估值体系下，利润率仍然重要，利润率提升主要关注三个方面，分别是多渠道多方法拿地降低地货比；改善有息负债结构降低平均债务成本；严格控制销售金额口径下的销售管理费用率。**推荐：保利地产、万科 A、金地集团、中南建设、滨江集团。**

物业管理：三条主线，行稳致远

关于住宅物业管理，我们认为，我们一直以来所强调的住宅物管“短期求规模，长期拼服务”的基本逻辑依然没有变。短期来看，管理规模的提升不仅能提升公司的行业地位与品牌影响力，也有利于公司进一步探索社区增值服务和城市服务等新的盈利增长点。长期来看，具有良好品牌价值和优质服务整合能力的企业才能持续获得客户认可，才能在机构物业和城市服务等新领域的拓展中获得长期竞争优势，在未来存量市场的竞争长跑中获得胜出。

对于商业物业运营，我们认为，商业物业运营对于物管公司的管理运营能力要求较高，需要保证商场的出租率在较高的水平。受制于商场的重资产属性，商业地产开发商的交付没办法做到像住宅那样具有爆发力。而第三方拓展往往需要对商场进行重新的动线设计与招商等，如果存在选址和设计之类的先天性问题更是难以改变，费时费力的同时还具有较大的风险。**运营良好的商业物业具有很强的正外部性，可以带活一个城市区域，深受地方政府的欢迎。因此，商业物业应该更加注重运营的质量而非数量的扩张，拥有强大的招商运营团队的商业物业运营商，反过来还可以帮助关联地产商通过商业勾地获取廉价的优质的土地，实现良性循环。**

基于以上判断，我们推荐三条投资主线：（1）关联地产公司具有强大的物业交付能力与品牌实力，基于庞大的住宅物业管理规模与优质的品牌口碑积极扩展物业服务的规模与边界，在社区增值服务与城市服务领域的探索均有所建树的头部住宅物管公司。（2）通过优质的服务树立行业领先的品牌价值，具有强大的市场化拓展能力与增值服务能力的企业。（3）具有优质的商业物业运营能力以及稳定的母公司商业物业交付能力的商业物业运营企业。推荐关注碧桂园服务、宝龙商业等三条主线中的领先企业。

15. 风险提示

银行：经济失速下行带来资产质量严重恶化；政策预期外变动。

非银：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

房地产开发：经济复苏不及预期、行业盈利能力下行超出预期、房企超预期出现流动性风险。

物业管理：物业费收缴不及预期；提价受阻；增值服务与城市服务拓展不及预期；房地产销售遇冷，行业后续规模增长不及预期；区域差异风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行行业报告：首份上市行中报落地稳定预期，看好银行低估值修复行情	2020-08-16
行业普通报告	东兴银行：宽信用步伐放缓，中长期贷款延续高增	2020-08-12
行业普通报告	银行行业跟踪：政策边际收紧，看好低估值修复行情	2020-08-10
行业普通报告	东兴银行：6 月社融延续高增，中长期信贷需求持续回暖	2020-07-16
行业普通报告	银行：社融延续高增，零售信贷复苏迹象明显	2020-05-12
行业普通报告	银行周报：货币政策延续宽松，坚持“房住不炒”	2020-05-11
行业普通报告	银行周报：业绩符合预期，看好长期配置价值	2020-05-06
行业普通报告	银行周报：1Q20 机构持仓比例为历史低位，看好长期配置价值	2020-04-27
行业深度报告	第三方支付产业：告别野蛮增长，走向精耕细作	2020-04-21
行业普通报告	银行周报：政策底线思维保经济，板块长期投资价值凸显	2020-04-19
公司普通报告	邮储银行（601658）：资产质量保持稳定，转型潜力大 20200326	2020-03-27
公司深度报告	邮储银行（601658.SH）：负债优势突出的零售大行，腾飞可期	2019-12-18
公司普通报告	兴业银行（601166）：净息差环比改善，实现单季盈利正增长	2020-10-30
公司普通报告	平安银行（000001）：单季净利润显著回升，资产质量改善超预期	2020-10-22
公司普通报告	平安银行（000001）：拨备前利润维持高增，资产质量稳健	2020-08-28
公司普通报告	招商银行（600036）：息差改善，资产质量优异	2020-11-02
公司普通报告	招商银行（600036）：零售 AUM 高速增长，资产质量平稳	2020-08-31
公司普通报告	北京银行（601169）：盈利增长符合预期，资产质量保持平稳 20200428	2020-04-29
公司普通报告	宁波银行（002142）：手续费收入高增，资产质量持续优异	2020-10-29
公司普通报告	宁波银行（002142）：营收维持高增，资产质量持续优异	2020-08-31
公司普通报告	光大银行（601818）：息差走阔带动盈利高增，“一流财富管理银行”转型潜力大	2020-03-30
公司普通报告	杭州银行（600926）： 净利润两位数高增，资产质量持续改善	2020-08-30
公司普通报告	常熟银行（601128）：盈利增速小幅上升，资产质量维持稳健	2020-10-29
公司普通报告	常熟银行（601128）：资产质量表现稳健，盈利符合预期	2020-08-23
公司普通报告	江苏银行（600919）：稳健经营做实风险抵补，拨备前利润维持平稳	2020-08-16
公司财报点评	江苏银行（600919）19 年度业绩快报点评：不良改善，拨备与 ROE 均向好	2020-01-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526