开源证券

复苏育新机，转型迎发展

非银金融行业2021年度投资策略

姓名：高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名：龚思匀（联系人）

证书编号：S0790120110033

邮箱：gongsiyun@kysec.cn

2020年12月5日

核心观点

保险行业

借势而动，负债和资产两端回暖。1）新冠疫情造成2020年保费承压，上市险企积极备战2021年开门红，经济复苏、人力企稳和转型见效有望助推全年负债端改善。2）2021年保障型产品占比有望提升，保费增速和价值率改善有望带动全年NBV增速改善。3）经济复苏延续，流动性边际趋紧，长端利率有望持续抬升，支持保险估值进一步修复。4）资负两端双轮驱动，板块估值仍然较低，看好保险板块全年投资机会，维持行业“看好”评级。受益标的：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

风险提示：开门红业务开展不及预期；宏观经济复苏受阻，长端利率超预期下行。

证券行业

注册制及创新业务驱动下，ROE有望进一步上行。信用债风险边际减弱，短期看板块跨年行情可期。全面注册制、长期资金引入等政策有望超预期落地，券商在注册制及创新业务驱动下，ROE有望持续上行，我们预计上市券商2021年整体净利润同比+18.8%，ROE有望达9.3%，经济持续复苏有望带来权益市场投资机会，维持行业“看好”评级。推荐标的：国金证券和东方财富，受益标的：兴业证券、中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安。

手续费业务占比提升，杠杆率持续上行。经纪将加速向财富管理转型，全面注册制下，股权和债券融资规模持续扩张，驱动投行业务进一步发展；资管业务上，券商向加速主动管理转型。场内衍生品品种扩容，场外衍生品持续扩张，预计未来衍生品业务将持续增长。融券机制松绑下两融规模大幅扩张，未来更多机构有望参与证券出借，融券规模持续扩张。

风险提示：政策落地不及预期；新冠肺炎疫情反复，对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。

目录
CONTENTS

1 保险行业：借势而动，负债资产两端回暖

2 证券行业：改革造良机，转型助发展

3 受益标的盈利预测及估值

4 风险提示

1.1 复盘：疫情拖累保险股跑输指数

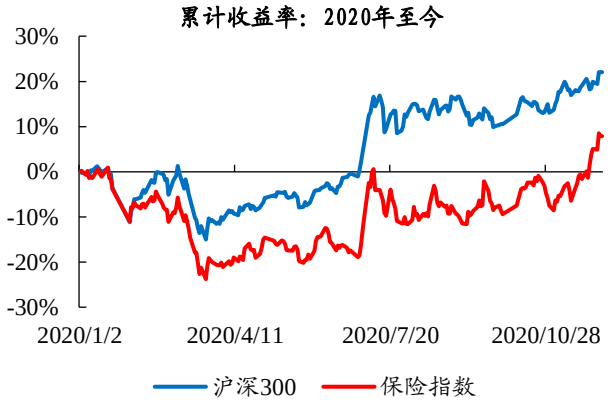
疫情阻碍线下展业，业务模式承压拖累股价表现

- 截至2020年12月2日收盘，保险指数全年累计收益率跑输沪深300指数14.16%，期间保险指数落后沪深300指数最大达26.66%。主要原因为，受疫情影响常规销售方式无法开展，险企当时尚无应对措施，造成市场对未来保费增速预期的下降。

长端利率下滑，冲击内含价值估值信仰

- 随着社会为防控疫情所造成的经济停滞，十年期国债收益率大幅下行，并于4月8日向下击穿2.50%，虽然随后出现反弹，但仍对造成市场对作为内含价值计算假设的长期投资收益率产生担忧。

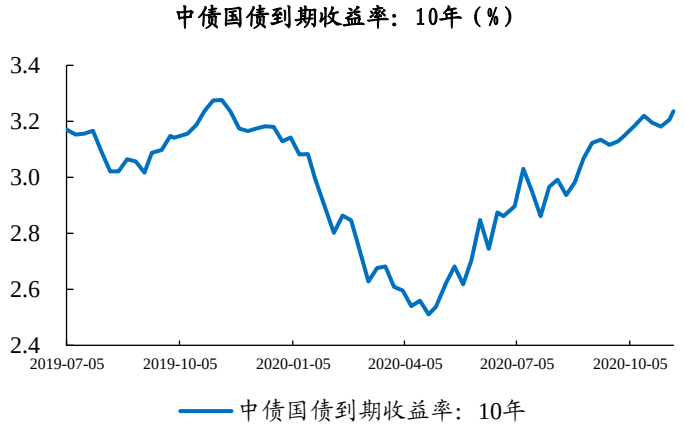
图1：保险指数2020年走势相对较弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据统计时间截至2020年12月2日收盘。

图2：2020年前4月长端利率下行迅速



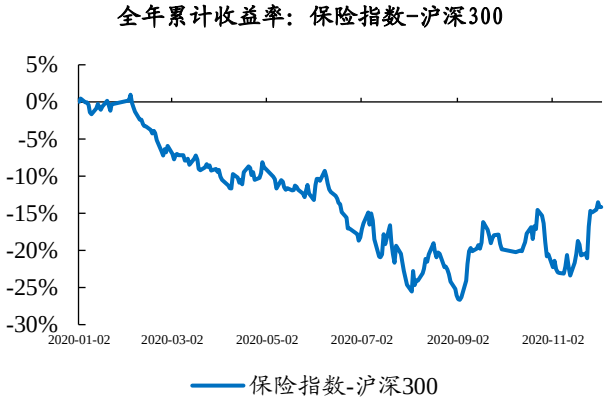
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 复盘：疫情拖累保险股跑输指数

资负两端修复，保险指数表现逐渐回暖

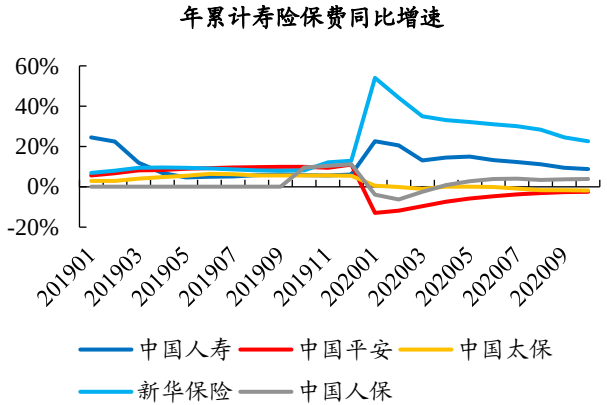
- 随着疫情防控形势不断向好，保险代理人线下展业、面见客户及产品销售说明活动逐渐恢复，负债端企稳提供信心。同时十年期国债收益率于2020年7月重新回到3%上方，资产端修复提供估值支撑。资负两端修复，推动保险股于2020年7月末表现出现回暖，与沪深300指数累计收益率差距出现收敛态势。

图3：8月之后保险指数相对收益率明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：上述数据统计时间截至2020年12月2日收盘。

图4：2020年2季度后，部分险企保费同比增速缺口逐渐修复



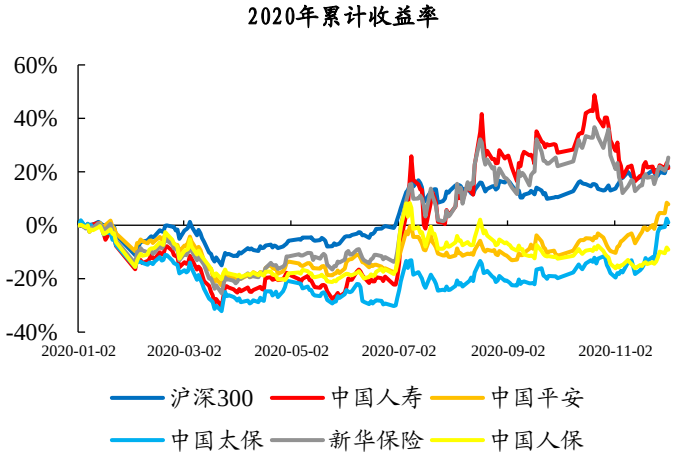
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1 复盘：疫情拖累保险股跑输指数

疫情逐步好转后，保费同比强劲公司股价表现亮眼

- 随着2020年4月8日武汉解封，国内经济不断复苏，保险股跟随市场于6月底迅速回升。其中，2020H1新业务保费同比增速分别为+14.37%和+119.20%的中国人寿与新华保险表现格外亮眼，截至2020年12月2日，新华保险、中国人寿分别跑赢沪深300指数3.33%、-0.57%。

图5：新华保险新业务保费同比亮眼助力跑赢沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：上述数据统计时间截至2020年12月2日收盘。

表1：新华保险、中国人寿新业务保费同比增速优于同业

新业务保费同比增速	2019A	2020Q1	2020H1	2020Q3
中国人寿	5.93%	16.50%	14.37%	7.80%
中国平安	-3.00%	-16.32%	-8.01%	-1.73%
中国太保	-15.22%	-31.07%	-27.52%	-26.93%
新华保险	22.27%	135.99%	119.20%	95.25%
中国人保	9.06%	-15.85%	-4.60%	-4.49%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

供给端：开门红全面提前，险企业务诉求强烈

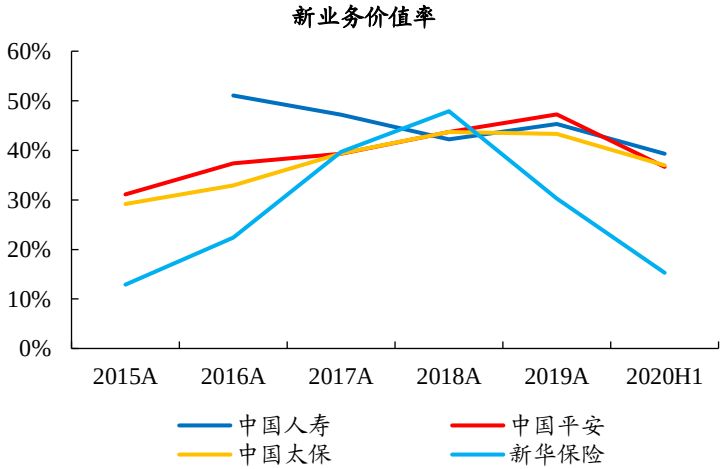
- 险企积极备战2021年开门红。
- **保障型产品销售有望回暖，有望带动新业务价值率提升。**疫情改善利于线下保障型产品销售，叠加重疾险定义切换，实现新业务价值及新业务价值率双升。

表2：2021年上市险企均提前开门红启动时间

公司	2020年开门红启动时间	2021年开门红启动时间
中国人寿	2019年10月上旬	2020年10月中旬
中国平安	2019年12月中旬	2020年11月初
中国太保	2019年12月初	2020年10月初
新华保险	2019年12月初	2020年12月初

资料来源：开源证券研究所

图6：受疫情冲击，新业务价值率提升趋势受阻



数据来源：公司公告、开源证券研究所
注：中国人寿数据为个险渠道新业务价值率。

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

供给端：开门红全面提前，险企业务诉求强烈

- 险企提前开门红启动时间，预计新业务保费表现良好。
- 复杂高价值产品销售回暖，有望带动新业务价值率提升。
- 预计上市险企2021Q1新业务价值同比增速在20%附近。

表3：预计上市险企2021Q1新业务价值同比增速表现良好

上市险企	2021Q1预估个险渠道新业务达成（单位：亿元）	新业务保费同比	2020H1新业务价值率	2021Q1预计新业务价值率	2021Q1预估个险渠道新业务价值达成（单位：亿元）	新业务价值同比
中国太保	136	+13.43%	37.00%	39.00%	53	+19.56%
中国人寿	740	+6.56%	39.30%	40.00%	296	+9.29%
中国平安	335	+19.91%	36.70%	38.00%	127	+23.15%
新华保险	84	+8.00%	15.30%	17.00%	14	+22.40%

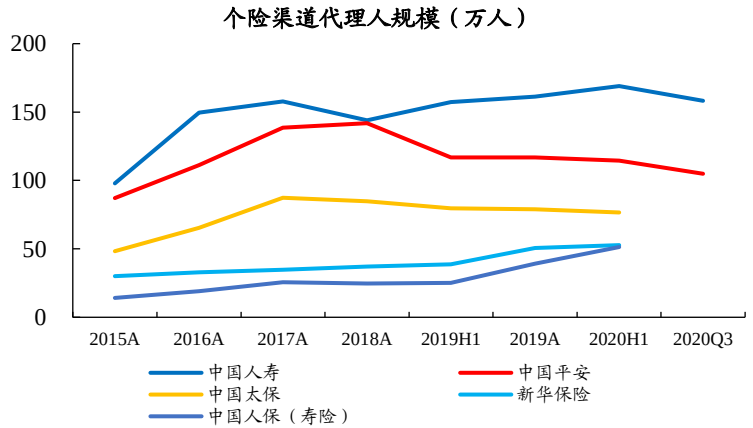
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

供给端：代理人质态逐步改善，初步进入高质量发展阶段

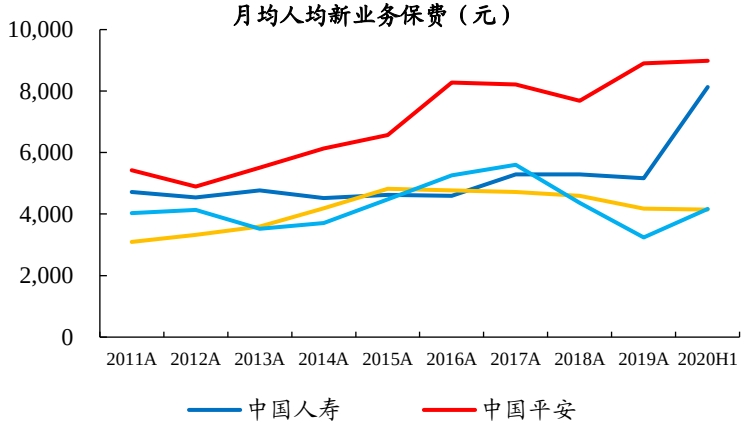
- 队伍规模上，自2017年以来的下滑态势逐步稳定，各家基盘清虚基本完成，我们预计2021年将保持微增态势。根据最新披露数据，5家上市险企总计人力规模为463.94万人，较2019年末提升3.84%。
- 人均产能方面，2020上半年月均人均产能较2019年有所改善，月均人均产能能够在疫情冲击下实现上升或缩窄降幅，侧面的反映出队伍质态提升，疫情后有望持续回升。

图7：代理人规模逐渐企稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：上市险企人均产能有所改善



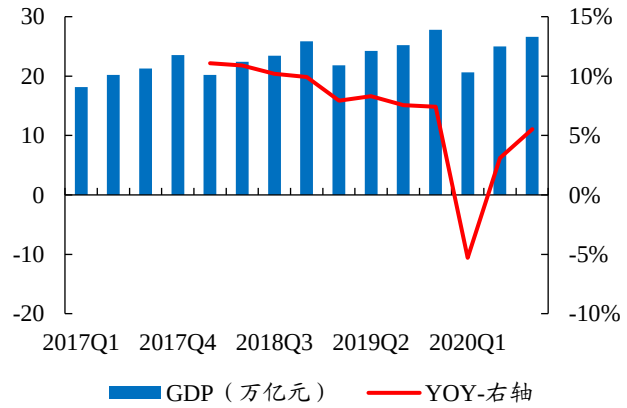
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

需求端：宏观环境趋势向好，居民可投资金充裕，可选消费复苏

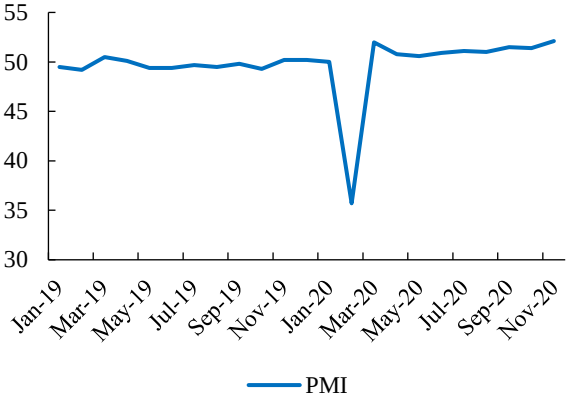
- 国内疫情得到控制，宏观经济逐步复苏，2020年GDP同比增速回升至2020Q3的+5.54%，PMI已连续9个月站在荣枯线上方，我们预计经济修复或将延续至2021年年初，全年经济增速中枢或在+8.50%至+9.00%之间。
- 高净值人群可投资资产规模稳步上升，为保险行业发展提供坚实基础。

图9：GDP同比增速回暖



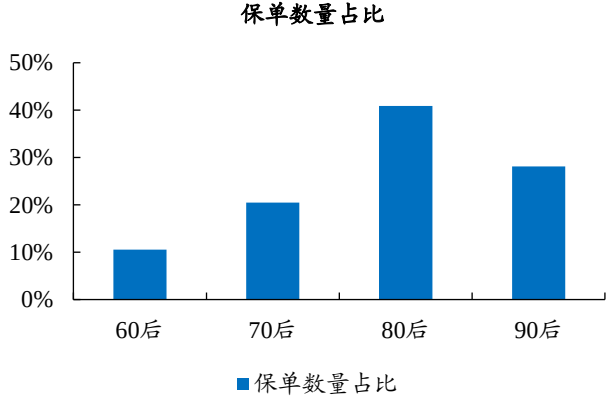
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：PMI数据连续9个月站在荣枯线上方



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：年轻人群保险需求不断崛起



数据来源：《2019七夕保险大数据报告》、开源证券研究所

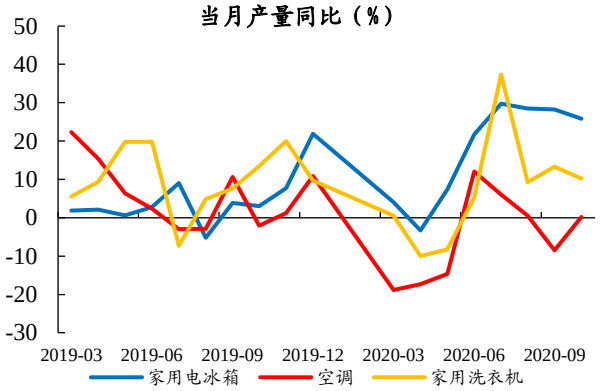
注：上述数据基于慧择网2019年用户数据。

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

需求端：保险需求有望恢复，疫情后带来发展机会

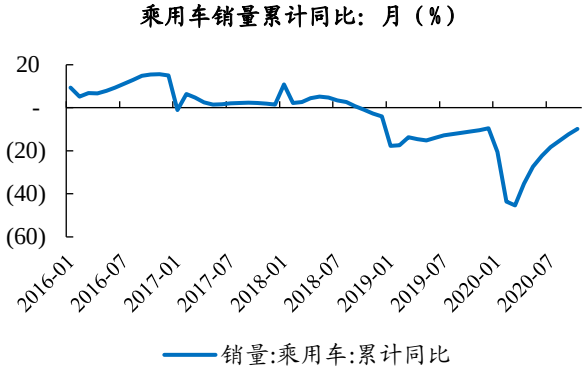
- 经济复苏下，可选消费改善明显，利于保险产品需求回升。
- 疫情后，居民保障意识提升。
- 长期看，保险渗透率仍较低，年轻人保险需求不断崛起。

图12：家电产量月度同比逐渐回升



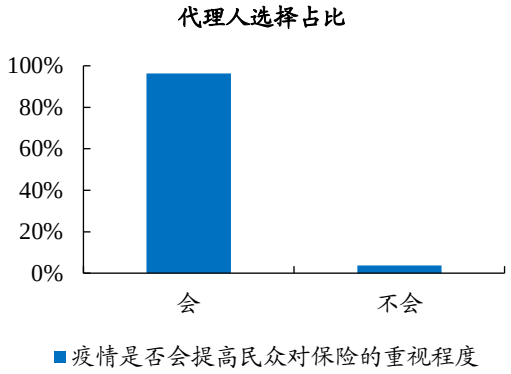
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：乘用车销量逐渐回暖



数据来源：Wind、中汽协、开源证券研究所

图14：新冠疫情促进保险需求提升



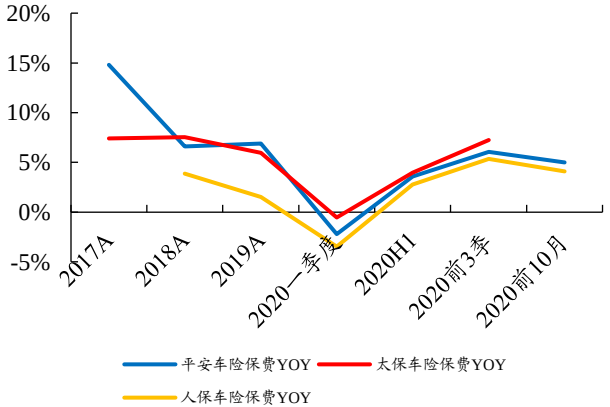
数据来源：《2020年中国保险中介市场白皮书》、开源证券研究所

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

财险：车险受费改影响，或将承压

- 银保监会披露，综改后车均保费自3700元/辆下降至2700元/辆，降幅约27%，对目前车险业务占比仍超过50%的上市险企造成一定压力，预计未来保费下行压力仍会持续。
- 经济复苏下车险业务逐步以量补价。2020年政府工作报告指出，促进汽车消费，大力解决停车难问题，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级，此外，2020年上半年各部门均陆续出台政策推动汽车消费。

图15：车险综改后，上市险企累计车险保费同比增速承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：国家积极推动汽车消费

发文部门	政策名称	相关内容
工信部	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。
国家发改委、公安部、财政部等23部门	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	落实现行中央财政新能源汽车推广应用补贴政策和基础设施建设奖补政策。
国家发改委、司法部	《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的已经》	有条件的地方对消费者购置新能源汽车给予适当支持。
财政部、税务总局工信部	《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》	自2021年1月1日至2022年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
财政部、工信部科技部、国家发改委	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%。
中共中央办公厅国务院办公厅	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	抓紧落实延长新能源车购置补贴和税收优惠、减征二手车销售增值税；创新借鉴各地优化限购、促进新车消费、加快老旧车淘汰、取消皮卡进城限制、完善汽车消费环境等做法，积极推进汽车限购向引导使用政策转变，进一步释放汽车消费空间。
国家发改委、科技部等11部门	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	鼓励金融机构积极开展汽车消费信贷等金融业务。

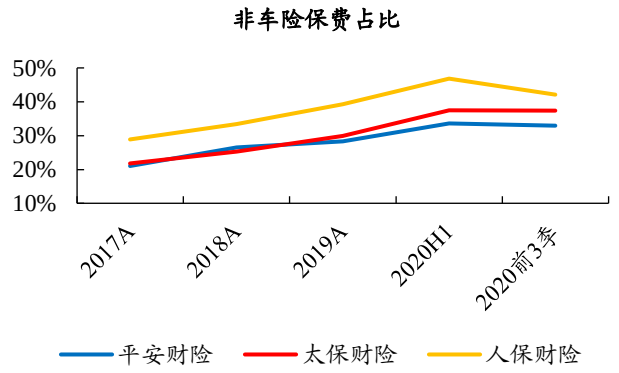
资料来源：各部门官网、开源证券研究所

1.2 负债端：供需回升助力保费改善

财险：把握新机会，快速提升非车险业务规模

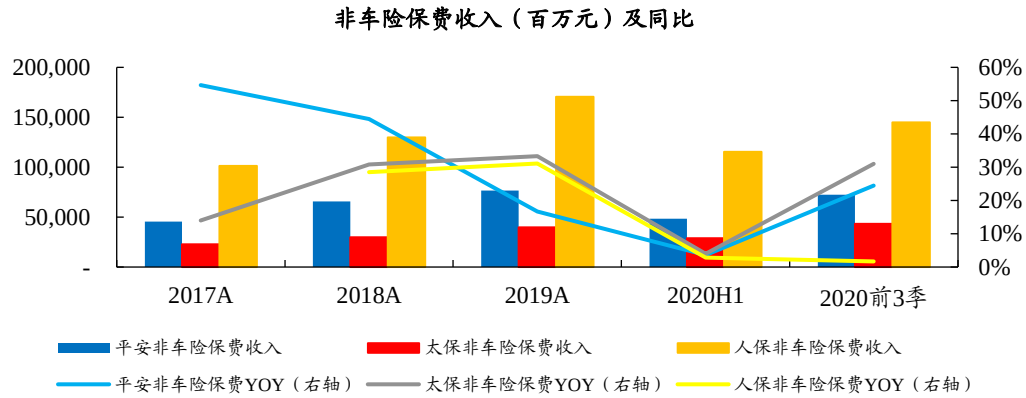
- 3家上市险企均较早布局，有意提升非车险业务占比，避免过度依赖车险业务，实现车险、非车险双轮驱动。
- 2020年前3季，3家上市险企非车险业务占比分别为人保财险42.10%、太保财险37.40%、平安财险32.99%。
- 农险、责任险及意外与健康保险发展迅速，以中国太保为例，农险2016年-2019年年化复合增长率为46.30%、责任险复合增长率为16.83%。

图16：3家上市险企非车险保费占比逐年提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：上市险企非车险保费同比增速保持高位



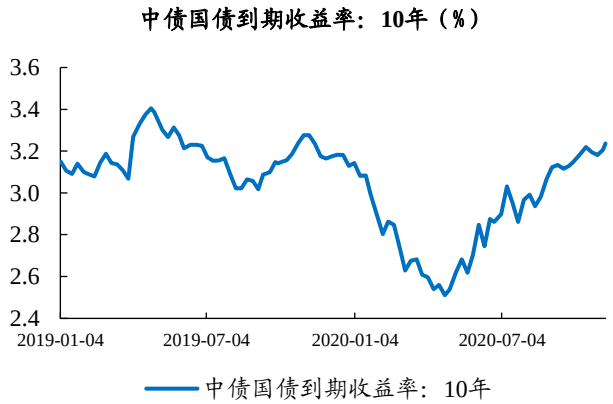
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3 资产端：宏观环境回暖，利好险资投资端

国内疫情得到有效控制，长端利率、股市随经济复苏

- 随着国内疫情的逐步控制，宏观经济复苏，流动性边际趋紧，长端利率回升至3.3%附近，长期利好上市险企资产端。
- A股行情同步回暖，为险企总投资收益率提供弹性。
- 截至11月28日，新冠疫苗已有6款投入限制级使用阶段，随着疫苗研发进展推进，全球疫情可能会得到控制。

图18：长端利率随疫情好转复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：上证指数随疫情好转明显反弹



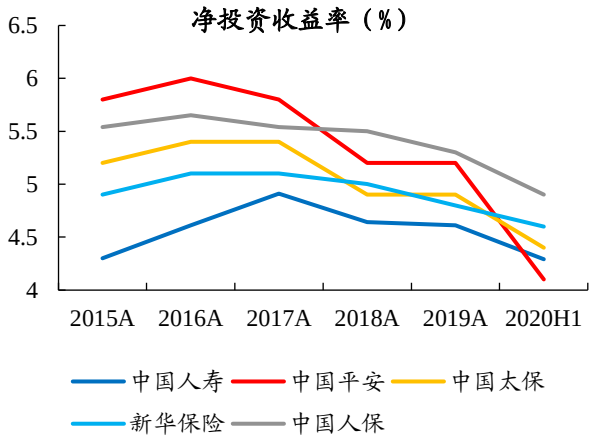
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 资产端：宏观环境回暖，利好险资投资端

宏观环境复苏有望带动投资收益率回升

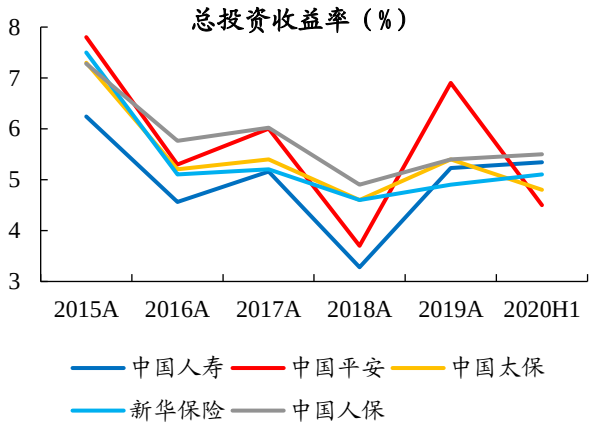
- 宏观经济复苏，长端利率企稳回升，有望带动净投资收益率提升。
- 经济复苏有望延续，权益类投资表现修复，有望提升总投资收益率。

图20：上市险企净投资收益率出现下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：总投资收益率波动性较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3 资产端：宏观环境回暖，利好险资投资端

多轮政策为险资运用打开想象空间，或增加投资收益弹性

- 2020年7月，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，根据保险公司综合偿付能力对其权益类投资比例做出限制，随后放开投资管理能力备案及财务性股权投资行业范围。
- 政策引导一方面将长期属性明显的保险资金引入权益市场及实体经济，另一方面给保险资金投资打开想象空间，提高保险资金总投资收益弹性。

表5：2020年多项政策打开险资运用想象空间

政策名称	监管事项
《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	根据上季末综合偿付能力充足率区间设定权益投资占上季末总资产比例上限
《关于优化保险机构投资管理能力监管有关事项的通知》	优化险资投资能力监管，取消投资管理能力备案，引导公司自评估、信息披露和持续监管相结合
《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》	保险机构开展财务性股权投资可以运用自有资金和期限相匹配的责任准备金，取消行业限制

资料来源：银保监会、开源证券研究所

表6：2020H1各家上市险企权益类投资距其可投资上限仍有一定空间

综合偿付能力充足率	寿险公司权益投资比例上限	权益类资产占比
行业平均	-	-
中国人寿	35%	23%
中国平安	30%	17%
中国太保	30%	16%
新华保险	35%	21%
中国人保	35%	23%

数据来源：银保监会、公司公告、开源证券研究所

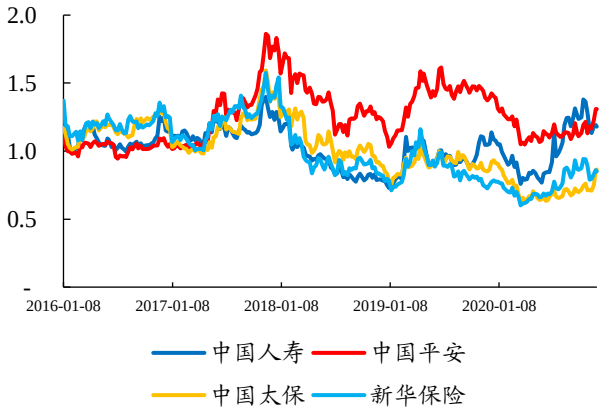
注：以上数据以上市公司披露投资资产类别为基准，长期股权投资及联营合营企业投资重分类进权益类资产

1.4 投资结论：负债资产双修复，看好保险板块机会

保险股估值尚处历史估值中枢，保费改善有望提振估值

- 中国人寿、中国平安估值位于近4年历史中枢附近，中国太保、新华保险估值处于近四年历史中枢下方。全年行情来看，中国人寿、新华保险受保费同比增速带动领跑行情，累计涨幅分别高达中国人寿21.46%、新华保险25.37%。
- 部分上市险企距其估值中枢仍有一定空间，保费改善有望修复估值。

图22：上市险企PEV估值处于近4年历史中枢附近



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：上述PEV估值为静态估值，近4年指2016年至今。

表7：上市险企距近4年估值高点仍有较大空间

上市险企	股票价格	PEV估值					
	2020/12/3	2020H1	2020E	近4年估值中枢	距中枢空间	近4年估值高点	距高点空间
中国人寿	42.13	1.17	1.09	1.04	5%	1.40	-22%
中国平安	91.87	1.34	1.24	1.23	1%	1.86	-33%
中国太保	38.98	0.87	0.82	1.01	-19%	1.59	-49%
新华保险	63.99	0.89	0.84	0.95	-12%	1.57	-47%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4 投资结论：负债资产双修复，看好保险板块机会

中国平安-引领行业发展，寿险改革有望释放威力

- 短期看，中国平安2021年开门红重视程度高于往年，启动时间前置至2020年11月初，预计达成效果良好。人力方面执行优增优选政策，队伍规模企稳回升。长期看，贯彻“渠道+产品”双轮驱动，打造数字化寿险集团。
- 中国平安本次寿险改革于2018年开始，2019年11月进入深入改革阶段，近一半项目已开展机构试点，个别项目推进全面落地，预计2020底完成改革试点，2021年全面推广，有望带来新增量。

图23：中国平安寿险改革剑指全球领先的人寿保险公司



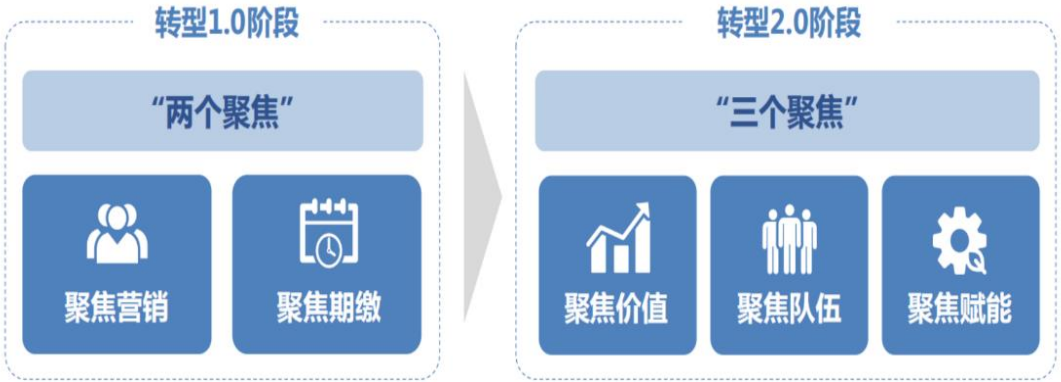
资料来源：公司公告

1.4 投资结论：负债资产双修复，看好保险板块机会

中国太保-打造全能寿险公司，边际改善推动估值修复

- 短期看，中国太保为2021年开门红启动节点最早的一家，10月初即完成启动，预计达成情况良好，同时人力规模、产能逐渐企稳并有望实现回升。
- 长期看，管理层于中期业绩发布会上披露中国太保积极推动建立市场化长期激励约束机制，覆盖产、寿险超1000名员工，鼓励“达目标、拼增量”，强调“有激励、有约束”。同时中国太保转型2.0阶段即将步入第4年，寿险队伍逐渐成型，预计保持微增态势，且队伍质态逐步提升，带动总体产能提升。

图24：太保寿险自2017年开始转型2.0阶段，聚焦价值、队伍、赋能

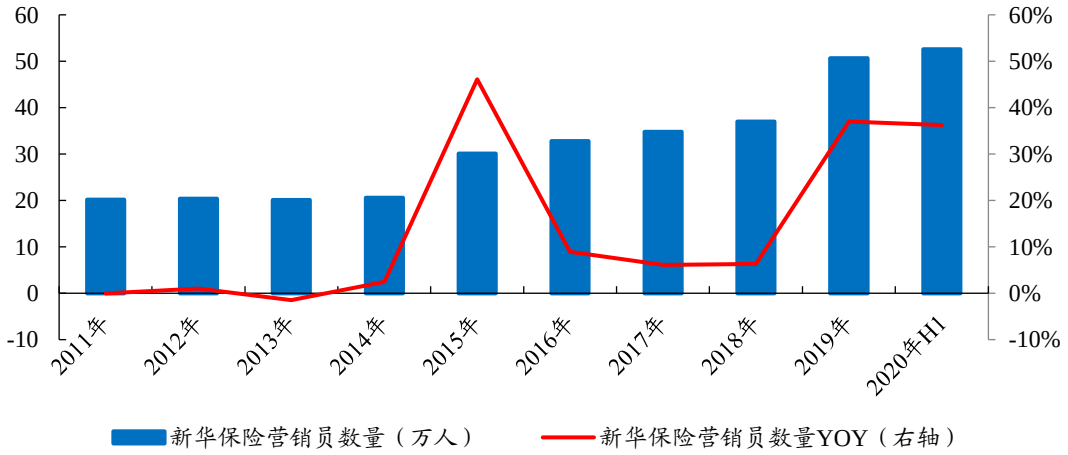


资料来源：公司公告

新华保险-量质并举，做大基盘，做大规模

- 新华保险2021年开门红启动时间预计为12月初，较2020年开门红变动不大，但人力规模提升明显，2019A为50.7万人，2020H1人力规模为52.6万人，预计目前人力规模保持在56万人左右，且疫情逐渐消退，个险代理人规模优势可充分发挥。

图25：新华保险人力大幅增长



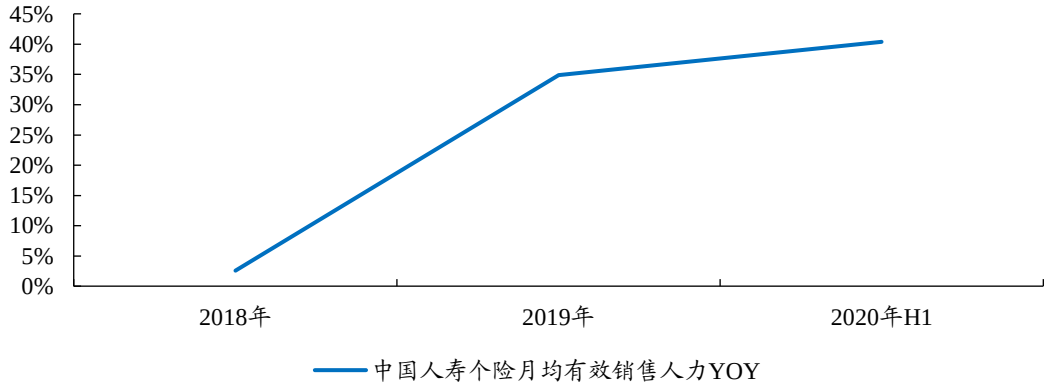
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 投资结论：负债资产双修复，看好保险板块机会

中国人寿-市场化改革作用明显，行业地位稳居前茅

- 中国人寿开门红预计已于2020年10月20日启动，预计达成情况良好，后续将转向高价值年金与保障型产品销售，队伍规模仍为行业第一，市场地位毋庸置疑。
- 长期看，“重振国寿”效果显著，个险月均有效销售人力保持高增长2020H1为+40.40%、2019A为+34.90%。鼎新工程即为引进市场化，对管理架构、激励机制、前台业务等多方面做到最大限度的市场化，最大程度释放战斗力。

图26：中国人寿个险月均有效销售人力提升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.4 投资结论：负债资产双修复，看好保险板块机会

借宏观经济复苏之势，积极备战开门红，2021年开门红保费有望改善

- 新冠疫情造成2020年保费承压，上市险企积极备战2021年开门红，经济复苏、人力企稳和转型见效有望助推全年负债端改善。
- 2021年保障型产品占比有望提升，价值率保费宏观经济复苏延续，流动性边际趋紧，长端利率有望持续抬升，支持保险估值修复。资负两端修复驱动，板块估值仍然较低，看好保险板块投资机会，维持行业“看好”评级。
- 受益标的：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

表8：预计上市险企2021E新业务价值同比增速区间为15%-20%

上市险企	2021E新业务保费（单位：亿元）	新业务保费同比	2020H1新业务价值率	2021E新业务价值率	2021E新业务价值（单位：亿元）	新业务价值同比
中国太保	657	+12.38%	37.00%	39.00%	256	+18.45%
中国人寿	2037	+7.00%	39.30%	40.00%	815	+8.91%
中国平安	1864	+15.00%	36.70%	38.00%	708	+19.07%
新华保险	628	+8.00%	15.30%	18.00%	113	+27.06%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

目录
CONTENTS

1 保险行业：借势而动，负债资产两端回暖

2 证券行业：改革造良机，转型助发展

3 受益标的盈利预测及估值

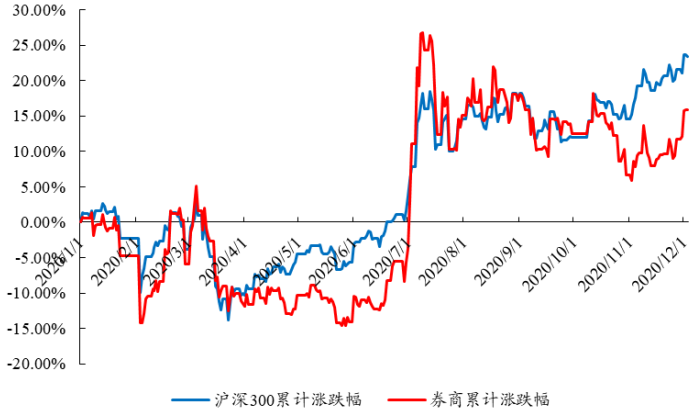
4 风险提示

2.1 2020年复盘：券商整体业绩高增

板块+个股复盘：券商具有阶段性超额收益，两类公司超额收益率较高

- 截至12月3日，券商指数累计+15.9%，跑输沪深300指数8个百分点，3季度戴维斯双击下，超额收益较高，10月以来信用债风险暴露下，券商板块有所下跌。
- 特色优势明显，业绩表现优异的公司收益率较高；合并及银证混业经营题材类公司上涨明显。

图27：券商具有阶段性超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：数据截至12月3日

表9：两类公司超额收益率较高

公司	截至12.3涨跌幅（%）	超额收益率（%）	券商指数超额收益（%）
国联证券	258.50	242.61	235.05
中银证券	247.28	231.39	223.84
中泰证券	167.83	151.94	144.38
东方财富	122.62	106.73	99.17
国金证券	102.87	86.98	79.42
中金公司	75.01	59.13	51.57
招商证券	56.31	40.43	32.87
光大证券	50.31	34.42	26.86
浙商证券	49.60	33.71	26.16
中信建投	47.84	31.96	24.40
沪深300指数	23.45		
证券指数	15.89		

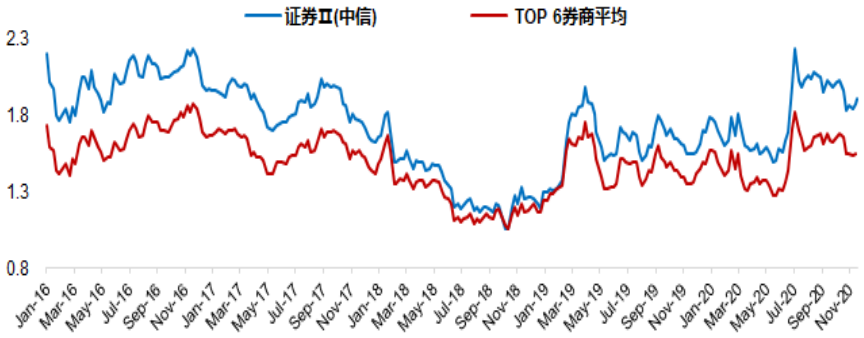
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 历史复盘：券商整体业绩高增

当前板块估值位于历史中枢，主动型基金券商持仓占比有所下滑

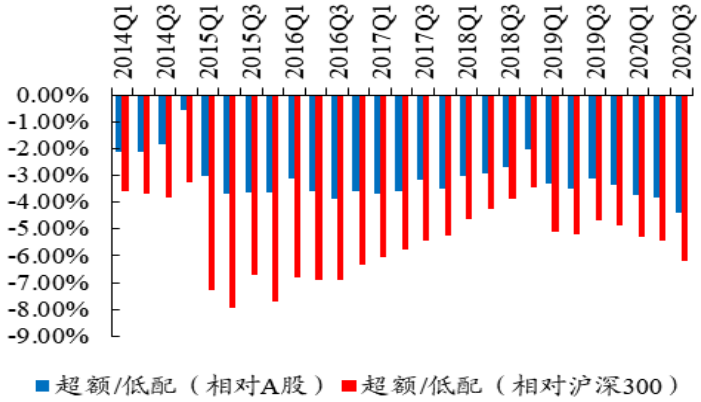
- 当前板块PB1.9，PE21倍，处于2013年以来的历史中枢，六家头部券商平均PB1.6倍，PE18倍，处于历史低位。
- 2020年主动型基金对中信证券、华泰证券等头部券商减仓明显，带来券商板块持续低配。

图28：当前板块PB位于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：券商板块持续低配



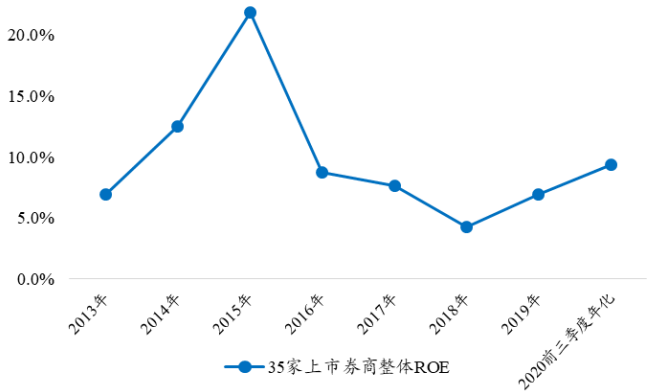
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 历史复盘：券商整体业绩高增

券商2020年前三季度业绩高增，各项业务全面增长

- 2020前三季度35家上市券商净利润同比+40.2%，年化ROE升至9.3%，较2019年增长35%。
- 注册制背景下，2020前三季度券商各项业务全面增长，投行和经纪业务收入同比分别+50.9%/+49.2%，驱动业绩持续上行。

图30：2020前三季度ROE持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：2020前三季度券商业绩持续增长

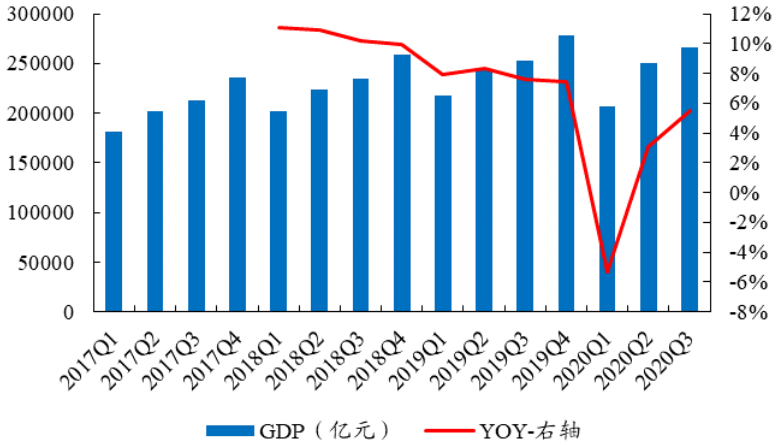
35家上市券商合计	2020前三季度		
	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	791	49.2%	26.3%
投行业务	358	50.9%	11.9%
资管业务	265	24.7%	8.8%
投资业务	1,077	19.6%	35.8%
利息净收入	386	26.0%	12.8%
其他业务净收入	132	30.0%	4.4%
调整后营业收入	**3,009**	31.5%	
其他业务收入	625	14.6%	
营业收入合计	**3,502**	28.2%	
营业税金及附加	21	31.7%	1%
管理费用	1,349	20.3%	45%
信用减值及其他资产减值损失	175	82.2%	5.8%
其他业务成本	493	11.0%	16%
营业支出	**2,038**	21.5%	
营业利润	**1,463**	38.8%	
净利润	1,148	41.0%	
归母净利润	**1,111**	40.2%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年经济有望持续修复

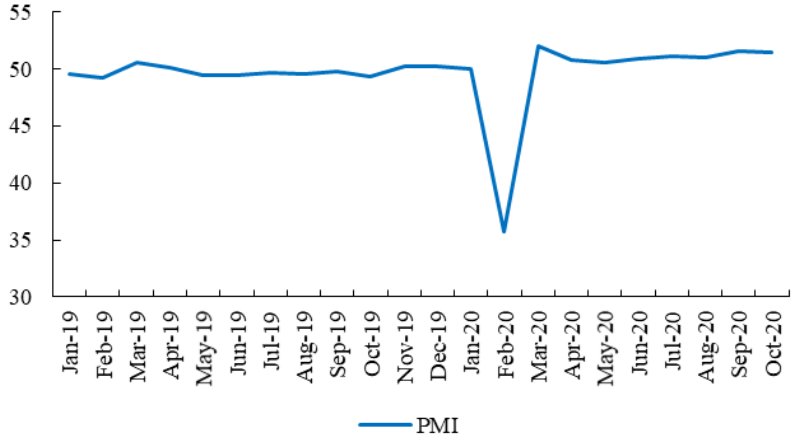
- 随着国内疫情防控力度不断加大，经济逐步回升，二季度以来GDP同比增速转正。
- 经济修复下，权益市场风险偏好随之改善，预计经济修复或将延续到2021年初，弹性或趋于下降。

图31：GDP同比增速逐步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：PMI保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 资本市场深改持续推进，居民财富加速入市

政策：资本市场深改持续推进，全面注册制有望加速落地

- 目前正处于宽松周期，以注册制为首的资本市场深改持续推进，已落地政策围绕资产端、资金端、行业松绑三方面展开。
- 监管多次定调全面注册制及提升直接融资占比，预计2021年政策将围绕全面注册制、引入中长期资金、退市制度和优化公司治理四方面展开。

表11：政策利好围绕资产端、资金端和行业松绑三方面铺开

类型	时间	政策	影响
资产端：提升上市公司质量	2020/2/14	再融资新规正式落地	吸引长期资金入市，提高直接融资比重
	2020/6/3	新三板转板制度落地	精选层挂牌满一年，且符合上市条件的新三板企业，将可直接申请赴上交所科创板，或深交所创业板上市，进一步打造多层次资本市场体系，激发市场活力
	2020/6/8	科创板针对红筹企业回归出台新规定	允许红筹企业及同股不同权回归A股，吸引优质红筹企业登陆科创板，促进科创板市场做优做大
	2020/6/12	创业板注册制正式落地	注册制正式进入存量市场
资金端：提升市场活跃度	2020/3/6	券商开启公募基金投顾试点	加速券商经纪业务向财富管理转型
	2020/4/1	取消外资股比限制并允许美国独资的服务提供者进入证券、基金管理和期货服务领域	金融业对外开放加速，吸引海外资金流入
	2020/4/17	允许公募基金投资新三板挂牌股票	改善新三板投资者结构，提升市场交易活跃度，降低中小企业融资成本
	2020/4/30	基础设施领域公募REITs试点正式启动	有效盘活存量资产，促进基础设施高质量发展

资料来源：证监会、开源证券研究所

(续)表11：政策利好围绕资产端、资金端和行业松绑三方面铺开

类型	时间	政策	影响
资金端：提升市场活跃度	2020/5/7	取消QFII/RQFII额度限制、本外币一体化管理、简化QFII/RQFII投资汇出机制等规定	进一步便利境外投资者参与国内金融市场
	2020/5/29	上交所提出研究单次“T+0”交易机制	提高交易活跃度，激发市场活力
	2020/6/19	上交所调整上证综指编制方法	提高上证综指稳定性和收益率，激发市场活力
	2020/9/25	《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》发布	降低QFII、RQFII准入门槛，扩大投资范围，允许QFII参与两融和转融通业务，助力增量资金入场
证券行业松绑	2020/1/23	券商风控指标新规正式落地	高评级券商净资本进一步释放，提升杠杆上限
	2020/3/1	新《证券法》正式实施	为证券公司实施股权激励和员工持股奠定法律基础
	2020/4/6	7家头部券商试点并表监管	有利于头部券商净资本释放，提升杠杆率上限
	2020/7/17	证监会鼓励同业并购和股权激励	利于加快行业集中度提升和治理机制完善，提升竞争力
	2020/7/31	证监会修订公募基金管理人监管办法，放宽“一参一控”，鼓励长周期考核	利于券商资管业务发展
	2020/9/25	中证协放宽一级和二级交易商资质，标的个股扩容	场外期权标的扩容，利好衍生品业务扩张

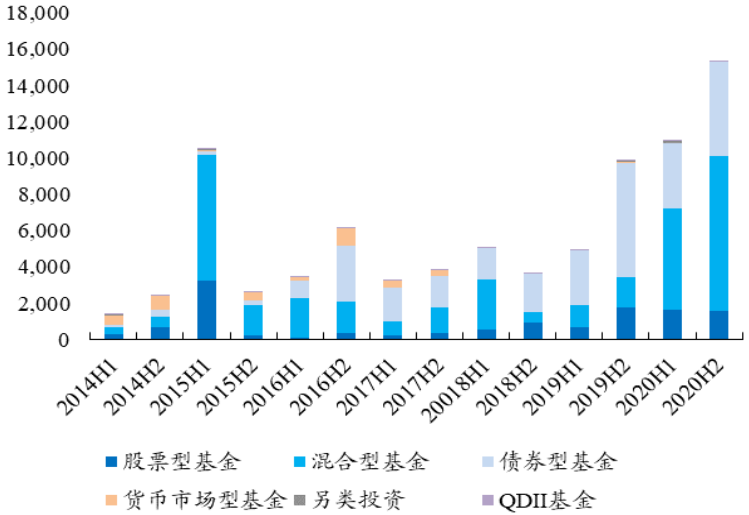
资料来源：证监会、开源证券研究所

2.2 资本市场深改持续推进，居民财富加速入市

居民财富加速入市

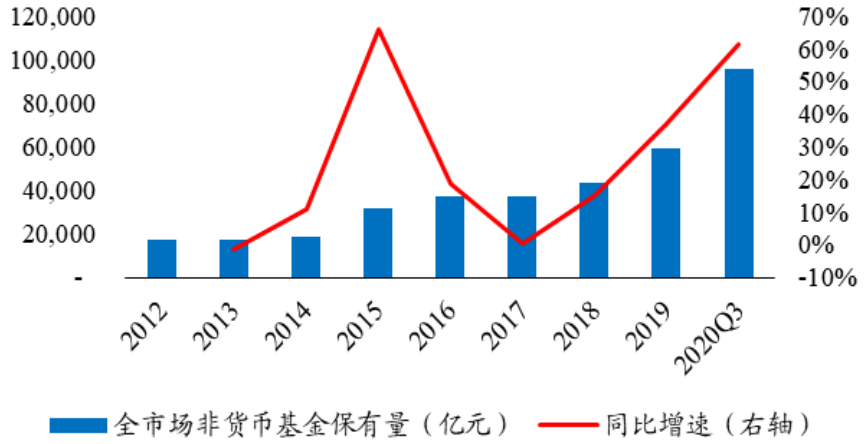
- 目前中国居民家庭资产中房地产占比60%以上，未来随着房价趋缓，加杠杆趋难，房地产配置或已见顶。
- 2020H1新发基金规模同比+122%，2020Q3末全市场非货基保有量同比+62%，居民资产配置拐点出现，未来居民资产有望不断入市，权益市场规模持续提升。

图33：新发基金规模明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：全市场非货基保有量持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 轻资本业务占比提升，杠杆率持续上升

经纪业务：向财富管理转型

- 预计2020年日均股基成交额为8980亿元，同比+61%；在换手率和指数涨跌幅均为中性假设下，预计2021年日均股票成交额将达8269亿元，同比-5%。
- 7家试点券商已开启公募基金投顾业务，传统经纪业务全面向财富管理转型，2020H1代销金融产品业务大幅增长。

表12：中性假设下，预计2021年日均股票成交额较2020年-5%

2021E日均股票成交额较2020E增幅		上证指数收盘点位		
		-10%（悲观）	0%（中性）	+10%（乐观）
		3067	3408	3749
日均换手率	1.2%（悲观）	-16%	-12%	-8%
	1.3%（中性）	-9%	-5%	0%
	1.4%（乐观）	-2%	3%	8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：2020H1代销金融产品业务收入大幅增长

2020H1金额（亿元）	经纪业务净收入（合并报表）	YOY	代销金融产品业务净收入（合并报表）	YOY	占经纪业务比重
中信证券	50.08	31.83%	6.99	122.93%	13.96%
海通证券	22.35	17.89%	0.41	76.91%	1.82%
国泰君安	36.51	15.90%	0.76	11.10%	2.07%
华泰证券	27.92	24.48%	1.85	139.01%	6.64%
广发证券	28.53	23.26%	1.78	149.94%	6.23%
招商证券	29.13	34.20%	1.89	146.30%	6.48%
6家公司合计	**194.52**	**24.91%**	**13.68**	**117.05%**	7.03%

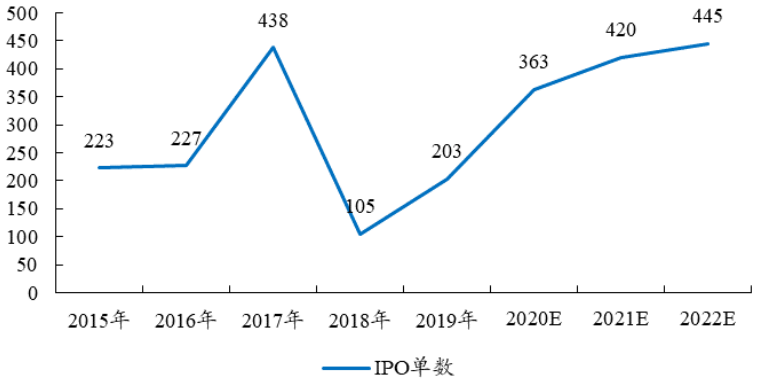
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3 轻资本业务占比提升，杠杆率持续上升

投行业务：注册制下迎来机遇

- 注册制下，IPO单数有望保持扩张，预计2020和2021年IPO单数分别为363/420单；2019年以来IPO费率呈小幅上行趋势，2020前三季度IPO整体费率约4.9%，全面注册制背景下，预计未来费率或将趋于稳定。
- 头部券商IPO储备量靠前，部分中小券商创业板项目储备居前，实现弯道超车。
- 再融资和债券承销规模保持扩张，预计2021年再融资和债承规模分别有望达6222亿元/11.8万亿。

图35：IPO单数有望保持扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：头部券商IPO储备量整体靠前

总储备量排名	券商	IPO项目总储备量	主板项目储备量	创业板项目储备量	科创板项目储备量
1	中信证券	82	12	33	32
2	中信建投	51	9	25	14
3	民生证券	47	3	27	15
4	华泰证券	43	3	22	16
5	国泰君安	41	10	12	17
5	海通证券	41	2	14	23
7	国信证券	30	-	22	6
7	招商证券	30	-	17	7
7	中金公司	30	4	11	11
10	国金证券	28	3	18	7
11	长江证券	24	4	13	7
12	安信证券	22	2	13	6
13	东兴证券	17	2	12	3
13	兴业证券	17	-	9	6
15	光大证券	15	2	9	2

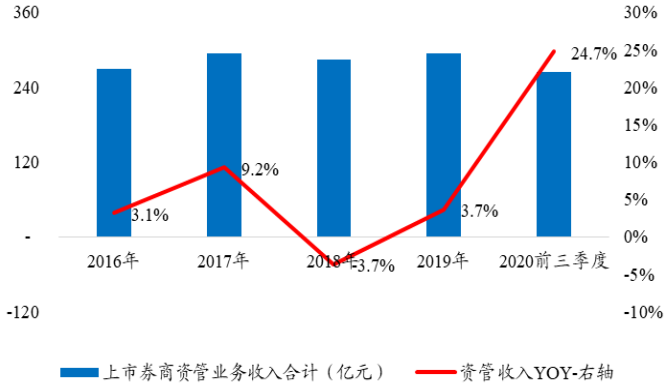
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 轻资本业务占比提升，杠杆率持续上升

资管业务：向主动管理转型

- 去通道影响减弱，2020前三季度上市券商资管业务收入265亿，同比+24.7%。
- 2020Q3主动管理规模TOP10券商月均主动管理规模为2.5万亿，较年初+18%，占比从43%提升至54%。
- 截至11月13日，全市场权益券商资管公募基金规模1377.42亿元，较年初+32%，随着“一参一控”放开，券商将不断发力公募权益市场。

图36：2020前三季度上市券商资管收入同比+24.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：券商主动管理占比不断提升

单位（亿元）	2019Q4月均规模			2020Q3月均规模			
	资管规模	主动管理规模	主动管理占比	资管规模	主动管理规模	2020Q3较2019Q4增幅	主动管理占比
中信证券	11,048	4,506	41%	11,005	6,139	36%	56%
国泰君安	7,077	4,219	60%	5,722	3,586	-15%	63%
华泰证券	5,880	2,522	43%	5,522	2,731	8%	49%
招商证券	5,795	1,814	31%	6,062	2,917	61%	48%
广发证券	2,716	1,770	65%	3,078	2,303	30%	75%
中信建投	5,237	1,695	32%	4,169	1,859	10%	45%
申万宏源	5,351	1,356	25%	4,207	1,220	-10%	29%
海通证券	2,458	1,184	48%	2,519	1,609	36%	64%
光大证券	2,177	1,171	54%	1,985	1,101	-6%	55%
中金公司	1,400	1,134	81%	2,010	1,743	54%	87%
合计	49,138	21,372	43%	46,279	25,209	18%	54%

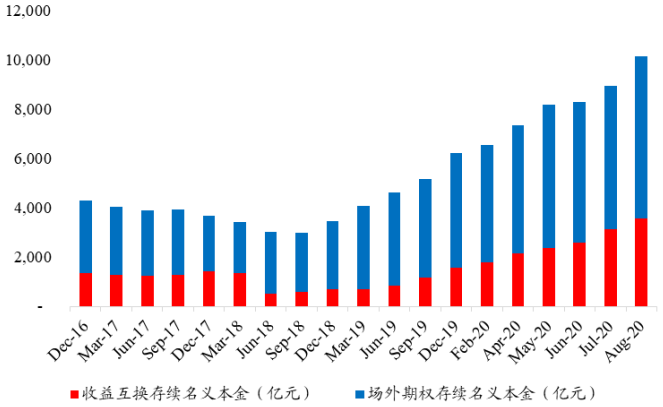
数据来源：基金业协会、开源证券研究所

2.3 轻资本业务占比提升，杠杆率持续上升

投资业务：驱动资产扩表

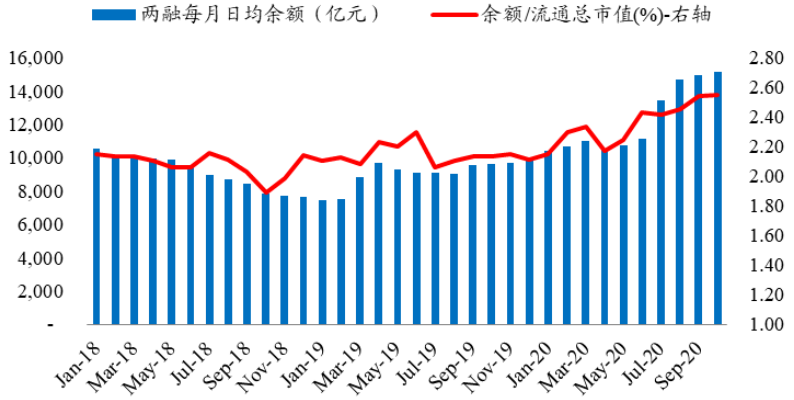
- 直投与跟投业绩大幅释放，上半年上市券商PE和另类子公司净利润分别同比+47%/+295%，未来有望成为新的利润增长点。
- 场内衍生品品种扩容，新增品种交易活跃；场外衍生品持续扩张，头部券商场外衍生品规模扩张明显，中信证券和华泰证券场外衍生品规模分别同比+136%/+103%。
- 两融机制松绑，驱动两融规模持续扩张，截至11月19日，两融余额为1.56万亿，较年初+53%，其中融券余额为1176亿，较年初增长7倍。

图37：场外衍生品规模持续扩张



数据来源：中证协、开源证券研究所

图38：两融规模持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利预测

表16：中性假设下，预计上市券商2021年净利润同比+18.8%

35家上市券商整体（单位：亿元）	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
经纪业务收入	566	676	1,034	1,003	1,067
YOY	-19.9%	19.5%	52.8%	-2.9%	6.3%
日均股基成交额	4,117	5,580	8,980	8,980	9,878
投行业务收入	294	357	501	599	720
YOY	-24.3%	21.6%	40.2%	19.5%	20.3%
资产管理收入	284	294	385	481	608
YOY	-3.7%	3.7%	30.8%	25.1%	26.4%
大投资业务收入	646	1,246	1,365	1,651	2,060
YOY	-34.7%	92.9%	9.6%	21.0%	24.8%
自营投资收益率	2.87%	5.17%	4.70%	4.65%	4.77%
利息净收入	347	407	421	399	332
YOY	11.5%	17.1%	3.4%	-5.2%	-16.7%
营业收入（调整后）	2,274	3,136	3,899	4,361	5,049
YOY	-19.0%	37.9%	24.3%	11.8%	15.8%
管理费	1,316	1,578	1,794	1,940	2,171
信用减值及其他资产减值损失	168	202	220	183	212
归母净利润	584	1,000	1,409	1,674	1,997
YOY	-40.1%	71.4%	40.9%	18.8%	19.3%
ROE	4.3%	6.9%	8.8%	9.3%	10.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

情景分析

表17：三种情景下，上市券商2021年净利润增速在+9.8%至+25.2%之间

35家上市券商整体盈利预测情景分析	2019年A	2020年E	2021年E		
			悲观	中性（基准）	乐观
核心假设：					
1.沪指收盘点位	3,050	3,350	3,400	3,600	3,800
当期沪指涨跌幅		9.80%	1.5%	7.5%	13.4%
对应自营投资收益率	5.17%	4.70%	4.30%	4.65%	4.65%
2.日均股基成交额（亿元）	5,580	8,980	8,082	8,980	9,878
YOY		61%	-10%	0%	10%
3.信用减值损失（亿元）	202	220	207	183	192
YOY		9%	-6%	-17%	-13%
4.管理费（亿元）	1,578	1,794	1,861	1,940	1,922
YOY		13.6%	3.8%	8.2%	7.1%
管理费率	50.30%	46.00%	45.0%	44.5%	43.0%
营收收入（调整后）	3,136	3,899	4,136	4,361	4,469
YOY		24.3%	6.1%	11.8%	14.6%
归母净利润	1,000	1,409	1,547	1,674	1,763
YOY		40.9%	9.8%	18.8%	25.2%
ROE	6.90%	8.8%	8.7%	9.3%	9.8%
YOY		27.3%	-1.5%	6.2%	11.6%

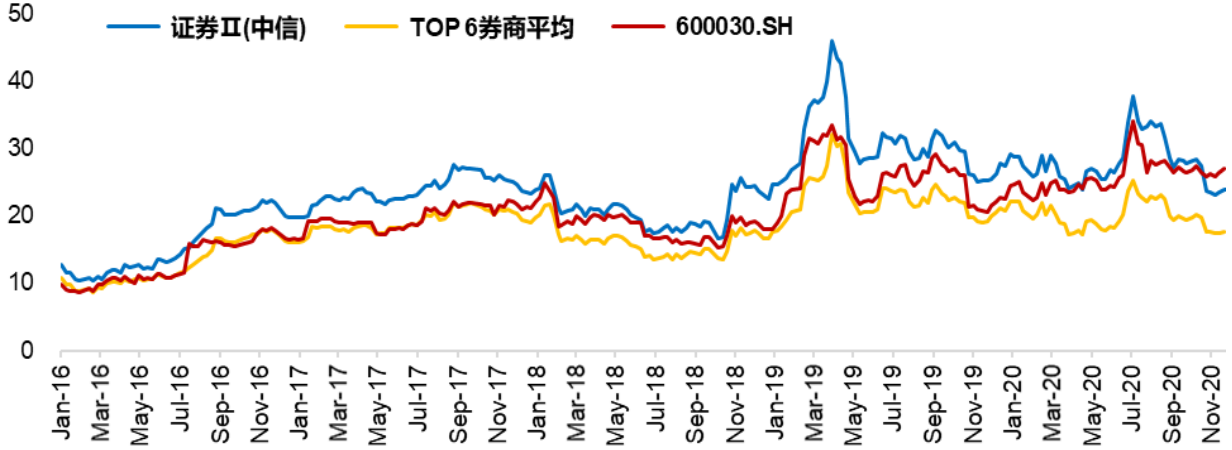
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 盈利预测及投资建议

注册制及创新业务驱动下，ROE有望持续上行，维持行业“看好”评级，两主线选股

- 信用债风险边际减弱，短期看板块跨年行情可期；政策上，全面注册制、长期资金引入等政策有望超预期落地，2021年创新业务增长有望成为业绩亮点，券商在注册制及机构化趋势发展等推动下，ROE有望持续上行，头部券商优势明显。目前头部券商PE估值低于历史中枢，经济持续复苏有望带来权益市场投资机会，给予行业“看好”评级。
- 策略一：投行及创新业务优势明显、资产扩表能力突出的头部券商——受益标的：中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安
- 策略二：差异化优势明显的中小券商——推荐标的：国金证券、东方财富，受益标的：兴业证券

图39：目前券商板块PE估值位于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录
CONTENTS

1 保险行业：借势而动，负债资产两端回暖

2 证券行业：改革造良机，转型助发展

3 受益标的盈利预测及估值

4 风险提示

表18：受益标的盈利预测及估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2020/12/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	17.73	0.43	0.56	0.68	41.29	31.51	买入
300059.SZ	东方财富	28.36	0.27	0.61	0.87	104.01	46.56	买入
601601.SH	中国太保	38.79	3.06	3.03	4.52	12.68	12.79	买入
600030.SH	中信证券	30.30	1.01	1.29	1.53	30.00	23.51	未评级
601688.SH	华泰证券	19.43	1.04	1.33	1.56	18.68	14.57	未评级
601377.SH	兴业证券	8.95	0.26	0.49	0.56	34.42	18.33	未评级
601211.SH	国泰君安	18.89	0.90	1.23	1.42	20.99	15.34	未评级
600999.SH	招商证券	23.84	0.97	1.05	1.20	24.58	22.74	未评级
601628.SH	中国人寿	41.71	2.05	1.85	2.18	20.35	22.58	未评级
601318.SH	中国平安	92.19	8.41	7.18	8.77	10.96	12.83	未评级
601336.SH	新华保险	63.35	4.67	4.45	5.44	13.57	14.25	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券、东方财富、中国太保外，上述公司盈利预测来自Wind一致性预期。

目录
CONTENTS

1 保险行业：借势而动，负债资产两端回暖

2 证券行业：改革造良机，转型助发展

3 受益标的盈利预测及估值

4 风险提示

4 风险提示

- 开门红业务开展不及预期;
- 宏观经济复苏受阻，长端利率超预期下行;
- 政策落地不及预期;
- 新冠肺炎疫情反复，对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券