# 非银2020年三季度回顾&展望

## ——守得云开见月明，关注金融股的长期价值

证券分析师：胡翔
执业证书编号：S0600516110001
联系邮箱：hux@dwzq.com.cn
研究助理：朱洁羽
联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

二零二零年十一月三日

## 核心要点：保险价值增长回暖，政策推动券商长期阿尔法提升



- **券商：1）2020前三季度券商受益于政策加持及市场活跃，各业务全面向好推动业绩同比大增，龙头券商保持稳健。2） 资本市场改革有序推进，注册制将全面推行，产业政策放松引导券商转型发展，行业并购整合大势所趋，推动行业长期阿尔法提升。**3）**个股层面，建议关注**最具成长性+业绩有望超预期的零售证券龙头**【东方财富】**；业绩增长确定，最受益行业集中度提升的龙头券商**【中信证券】**。

- **保险：**1）疫情影响下负债端短期承压，长期利于社会保障意识提升，**行业负债端自开门红后有望V型反转。**2）**随利率企稳回升，行业面临趋势性改善，**准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。3）个股层面，建议关注经历短期阵痛后有望迎来明显拐点，其产品结构和渠道价值为行业最优秀代表之一，中期变化趋势可能最为显著的**【中国平安】**。此外，建议关注国寿、太保。

- **多元：经济形势逐步企稳，建议关注金融主业租赁业务资产规模、坏账率及息差水平进入边际向上通道，实业有望逐步资本化推动价值重估的租赁龙头【远东宏信】。**

- **风险提示：**1）股市进一步调整；2）监管趋严；3）国内外疫情控制不及预期；4）保险代理人不及预期；5）宏观经济下行。

# 券商：注册制全面推行，看好行业长期阿尔法

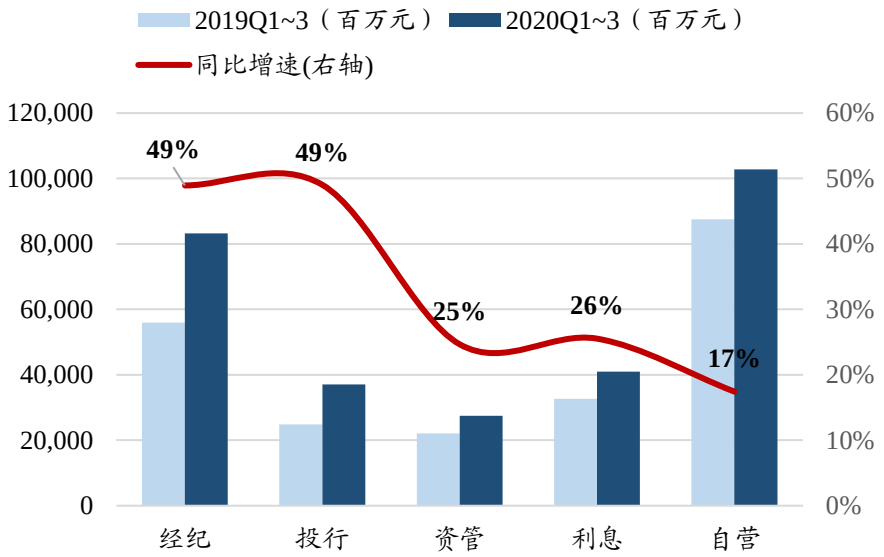



- 回顾：市场活跃，20年三季度业绩大增
- 展望：政策向好，看好行业长期阿尔法
- 投资建议：关注价值及特色龙头标的
- 风险提示

## 1.1 业绩概述：交易活跃，投资驱动业绩同比保持增长

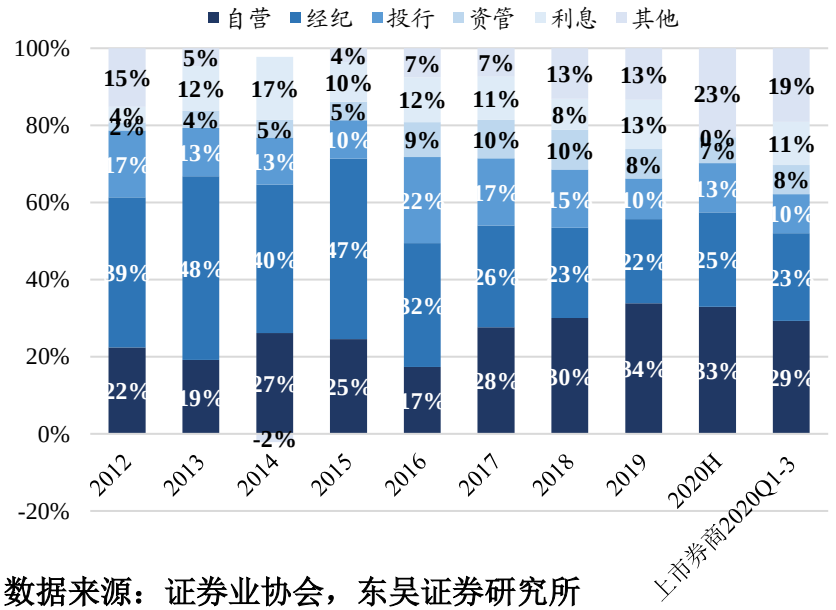
- **市场总体活跃，前三季度业绩同比保持增长。**39家上市券商2020年1-9月合计实现营业收入同比+28%至3650亿元，归母净利润同比+39.7%至1156亿元。2020年前三季度业绩较2019年同期好转，源于交易活跃度显著提升，新冠肺炎疫情影响有限（沪深300较年初上涨24.38%，市场股基日均成交额同比+40.44%），**39家上市券商经纪、投行、资管、自营投资收入同比+49%、+49%、+25%、+17%，其中经纪、自营为驱动业绩增长的最主要因素。**

**图：上市券商2019~2020Q1~3分业务收入增速**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图：证券行业2012~2020Q1~3收入结构**

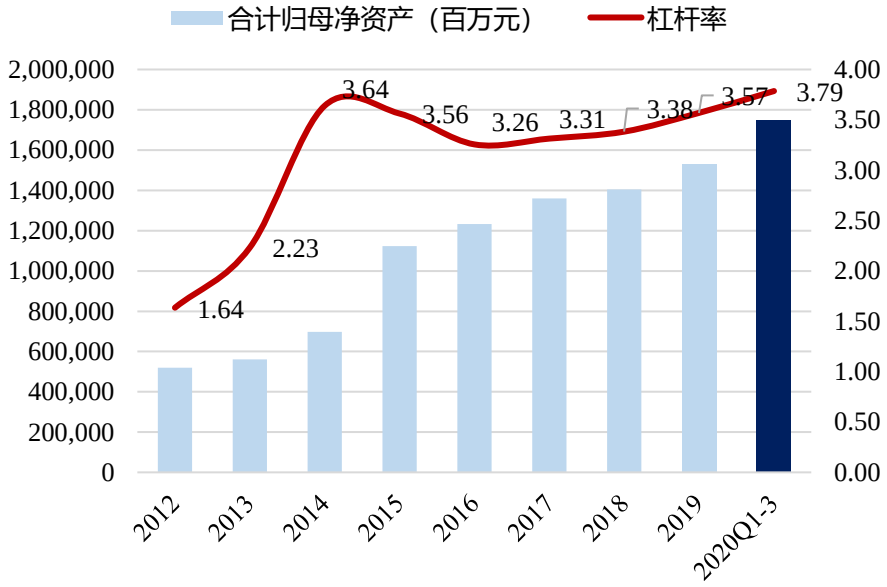



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

## 1.1 业绩概述：交易活跃，业绩同比保持增长

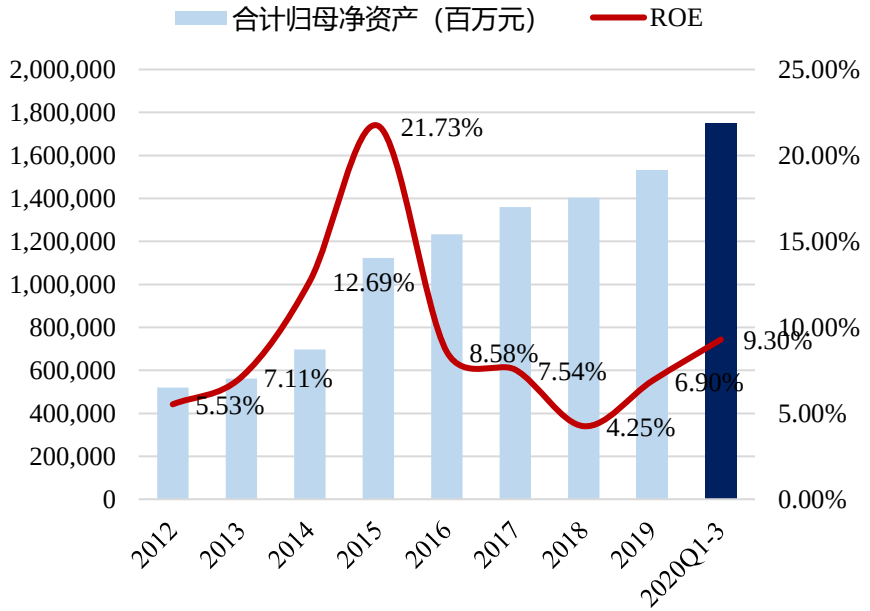
- **政策推动，行业杠杆率稳中上升。**自2016年以来，券商行业杠杆率稳步上升，2020年3月并表监管试点落地，有望提高行业的杠杆上限。上市券商杠杆率继续回升至3.79 ，系监管层通过降低转融通费率、扩大短期融资融券额度和许可发行金融债，为优秀券商提供丰富而低成本的融资渠道。此外，券商有望通过募资进一步提升市场竞争力。
- **2020年Q1~3上市券商的ROE显著回升，大券商保持稳健。**2020Q1~3市场回暖带动ROE显著回升，39家上市券商年化ROE上升至9.30%。大券商的盈利稳健显著优于中小券商，且杠杆率显著高于行业均值。龙头券商凭借强劲的资金运用能力、严格的风险管理和灵活的交易策略获得相对更高的ROE，其中中信证券稳居行业龙头地位。

**图：上市券商杠杆率逐步提升**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图：上市券商净资产及ROE**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

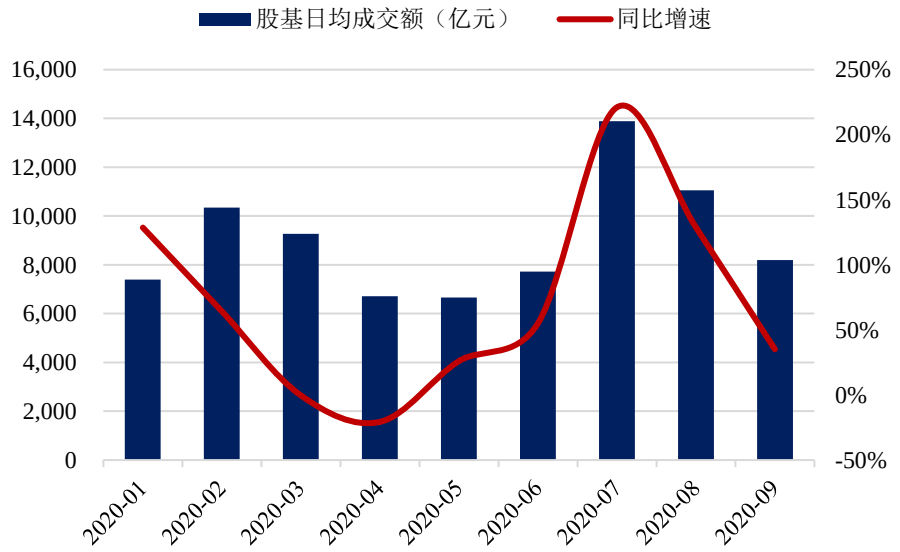
# 1.1 业绩概览：交易活跃，业绩同比保持增长

| 单位：百万元 | 上市券商 | 总市值（亿元） | 归母净资产（亿元） | 参考PB | 营业收入 | 分业务增速 | | | | | 归母净利润 | 2020Q1~3业绩增速 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 经纪 | 投行 | 资管 | 利息 | 投资 | | |
| 1 | 中信证券 | 3,319 | 1,797 | 1.85 | 41995 | 50% | 51% | 32% | 3% | 36% | 12661 | 20% |
| 2 | 中信建投 | 2,755 | 617 | 4.46 | 15859 | 61% | 56% | 20% | -9% | 104% | 7491 | 96% |
| 3 | 华泰证券 | 1,609 | 1,271 | 1.27 | 24336 | 51% | 129% | 16% | 9% | 36% | 8839 | 37% |
| 4 | 招商证券 | 1,646 | 1,067 | 1.54 | 17903 | 64% | 21% | 4% | 30% | 19% | 7271 | 51% |
| 5 | 海通证券 | 1,549 | 1,544 | 1.00 | 28254 | 42% | 51% | 47% | 5% | -2% | 8502 | 15% |
| 6 | 国泰君安 | 1,474 | 1,352 | 1.09 | 25737 | 45% | 50% | 3% | 12% | 17% | 8952 | 37% |
| 7 | 国信证券 | 1,302 | 794 | 1.64 | 14000 | 53% | 43% | 20% | 106% | 0% | 5474 | 47% |
| 8 | 申万宏源 | 1,196 | 873 | 1.37 | 21479 | 42% | 28% | 11% | 24% | 21% | 6529 | 37% |
| 9 | 广发证券 | 1,069 | 962 | 1.11 | 21412 | 52% | -33% | 65% | 33% | 20% | 8140 | 45% |
| 10 | 中泰证券 | 915 | 330 | 2.77 | 7529 | 45% | 6% | -11% | 48% | -34% | 2295 | 29% |
| 11 | 中国银河 | 932 | 744 | 1.25 | 18081 | 56% | 61% | -10% | 24% | 16% | 5651 | 46% |
| 12 | 方正证券 | 755 | 399 | 1.89 | 5725 | 46% | 42% | -34% | 12% | -61% | 1482 | 38% |
| 13 | 光大证券 | 736 | 525 | 1.40 | 10671 | 40% | 44% | 16% | 14% | -34% | 3310 | 46% |
| 14 | 东方证券 | 685 | 605 | 1.13 | 16051 | 62% | 40% | 33% | -24% | 52% | 3051 | 75% |
| 15 | 中银证券 | 636 | 150 | 4.25 | 2606 | 48% | 61% | 39% | 7% | -24% | 848 | 9% |
| 16 | 红塔证券 | 631 | 139 | 4.53 | 3371 | 31% | 81% | 68% | 36% | 54% | 924 | 74% |
| 17 | 浙商证券 | 537 | 188 | 2.86 | 7091 | 55% | 202% | 54% | 95% | 5% | 1027 | 45% |
| 18 | 兴业证券 | 536 | 369 | 1.45 | 13496 | 68% | 126% | -44% | 28% | 30% | 3029 | 73% |
| 19 | 财通证券 | 452 | 223 | 2.03 | 4653 | 43% | 116% | 22% | 370% | 11% | 1514 | 52% |
| 20 | 国金证券 | 463 | 221 | 2.09 | 4728 | 43% | 172% | 18% | 23% | 45% | 1565 | 78% |
| 21 | 第一创业 | 421 | 137 | 3.08 | 2074 | 46% | 1% | 5% | -253% | -11% | 560 | 62% |
| 22 | 长江证券 | 426 | 289 | 1.47 | 5901 | 53% | 8% | -10% | 60% | -24% | 1932 | 32% |
| 23 | 南京证券 | 418 | 114 | 3.67 | 1898 | 10% | -17% | 5% | 16% | 40% | 715 | 10% |
| 24 | 天风证券 | 391 | 181 | 2.17 | 3432 | 36% | 63% | 30% | 5% | 41% | 702 | 262% |
| 25 | 长城证券 | 386 | 178 | 2.17 | 4842 | 54% | -29% | -35% | 78% | 25% | 1155 | 55% |
| 26 | 东吴证券 | 376 | 276 | 1.36 | 5332 | 35% | 89% | -11% | 68% | 49% | 1492 | 61% |
| 27 | 华林证券 | 376 | 58 | 6.45 | 1152 | 71% | 122% | -46% | 76% | 79% | 661 | 116% |
| 28 | 国元证券 | 370 | 252 | 1.47 | 3533 | 45% | 72% | 43% | 21% | 88% | 1080 | 54% |
| 29 | 东兴证券 | 335 | 209 | 1.60 | 4114 | 38% | 44% | -19% | 51% | 17% | 1273 | 15% |
| 30 | 国联证券 | 303 | 105 | 2.89 | 1365 | 42% | 42% | 24% | -40% | 45% | 459 | -4% |
| 31 | 西南证券 | 336 | 248 | 1.36 | 2344 | 26% | -11% | -40% | 98% | -25% | 752 | 12% |
| 32 | 西部证券 | 322 | 184 | 1.75 | 3660 | 40% | 46% | -52% | 40% | -7% | 926 | 77% |
| 33 | 华西证券 | 307 | 209 | 1.46 | 3418 | 59% | 24% | 58% | -8% | 14% | 1519 | 36% |
| 34 | 华安证券 | 287 | 143 | 2.01 | 2547 | 37% | 57% | 139% | 34% | -5% | 1002 | 15% |
| 35 | 国海证券 | 284 | 187 | 1.52 | 3645 | 44% | 30% | 20% | -16% | 54% | 918 | 58% |
| 36 | 山西证券 | 269 | 168 | 1.60 | 2703 | 30% | 71% | 4% | -328% | 8% | 717 | 41% |
| 37 | 太平洋 | 254 | 105 | 2.42 | 798 | 45% | 151% | 2% | -96% | -86% | 99 | -75% |
| 38 | 东北证券 | 217 | 163 | 1.33 | 5078 | 28% | -37% | 35% | -372% | 0% | 972 | 12% |
| 39 | 中原证券 | 191 | 134 | 1.42 | 2208 | 40% | 17% | -52% | -23% | -46% | 87 | -70% |
| 合计39家 | | | | | 365023 | 49% | 49% | 25% | 26% | 17% | 115577 | 40% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **2020前三季度交投活跃度同比大幅提升，预计全年仍将保持高增速。**2020年以来，受利好政策影响（2020年4月27日创业板改革，涨跌幅放开至20%），市场交投活跃度出现明显提升。2020年前三季度股基日均交易额同比+40.4%至8176亿元。市场活跃促进券商经纪业务向好，中期整体乐观，经纪业务占比较高公司更显著受益，其中东方财富市场占有率预计持续提升，交易活跃背景下直接受益，全年业绩有望保持高增速。

图：2020年以来交投活跃度显著提升




数据来源：Wind，东吴证券研究所

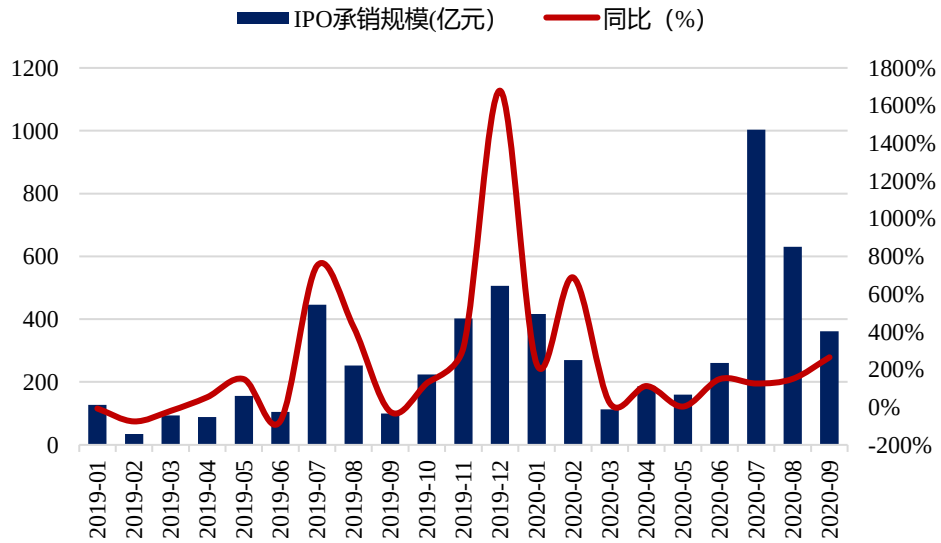
表：经纪业务占比较高公司

| 上市券商 | 2018 | 2019 | 2020Q3 | 平均 |
|---|---|---|---|---|
| 太平洋 | 76% | 19% | 46% | 47% |
| 方正证券 | 39% | 43% | 55% | 46% |
| 中国银河 | 35% | 32% | 41% | 36% |
| 长江证券 | 36% | 28% | 40% | 35% |
| 国信证券 | 32% | 31% | 38% | 34% |
| 中原证券 | 26% | 29% | 43% | 33% |
| 中泰证券 | 28% | 30% | 40% | 33% |
| 华西证券 | 30% | 25% | 38% | 31% |
| 华安证券 | 32% | 22% | 31% | 28% |
| 招商证券 | 28% | 24% | 32% | 28% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

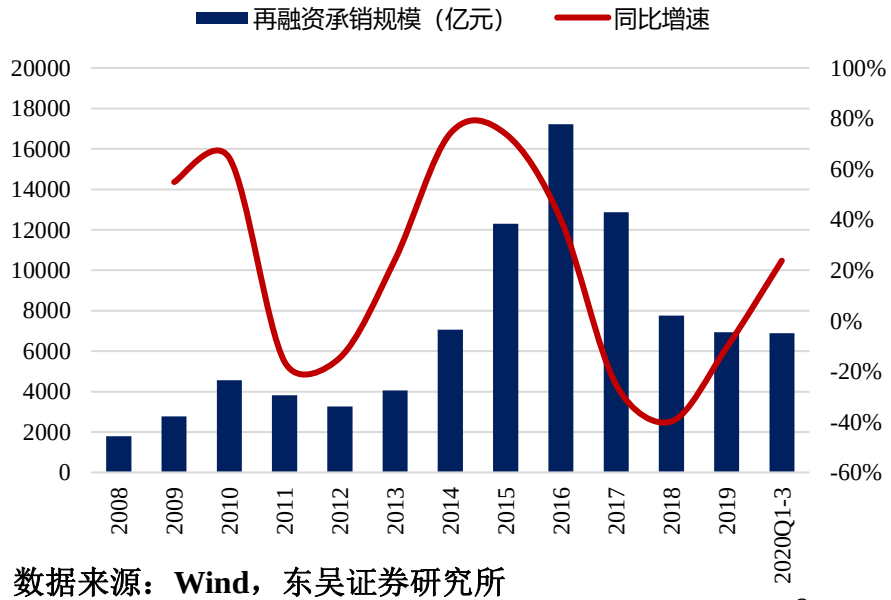
- **科创板+创业板注册制改革推进IPO市场整体好转，龙头券商受益。**2019年科创板开板+2020年X月创业板注册制改革，2020Q1~3行业IPO规模同比+142%至3401.34亿元。受益于科创板IPO项目迅速增长，券商在短期内储备充足项目。截至2020年11月3日，科创板储备项目中，前7家券商占比超过50%，龙头券商受益更为明显。
- **再融资政策落地，有望带来业绩增量。**2月14日，证监会正式发布再融资新规，包括定增价格降低，锁定期缩短，批文有效期延长，创业板发行条件放宽等多个方面。再融资新规叠加并购重组管理办法，政策组合将使上市公司有更大的融资和操作空间，预计将使2020年IPO和再融资总规模突破2万亿，为券商带来大幅业务增长，对龙头券商更为利好。

图：行业股权融资规模及同比增速




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：再融资规模及同比增速

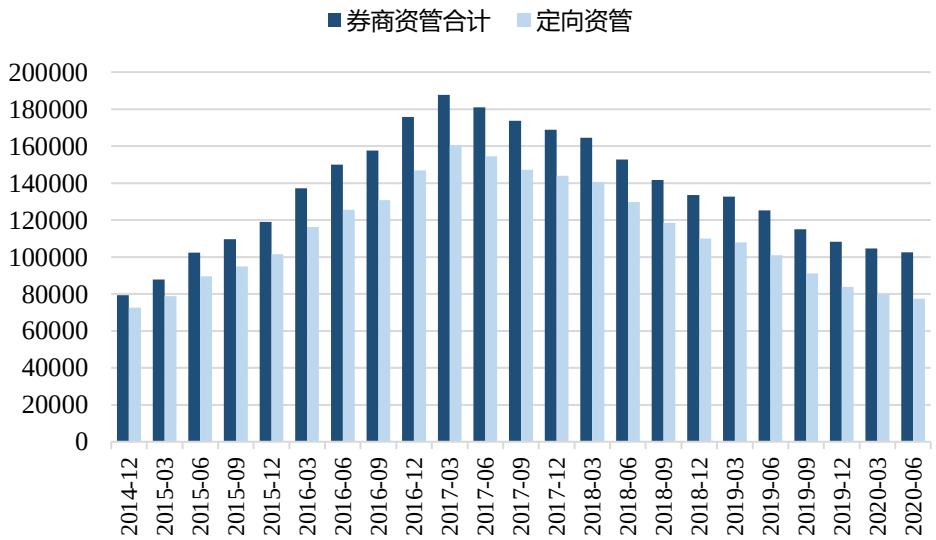



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.4 资管业务：通道平稳压缩，主动管理转型龙头优势突出

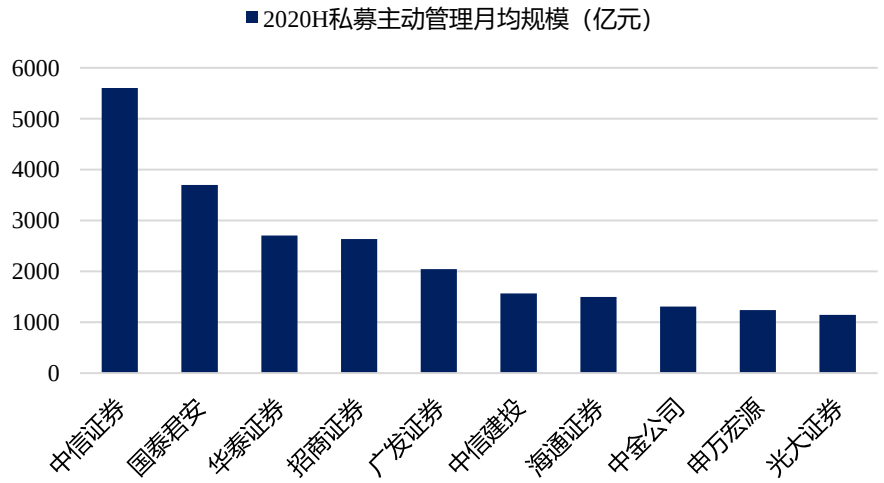
- **通道平稳压缩，资管新规效果显著。**2016年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，严监管压力下行业规模逐渐下滑，截至2020H1，行业整体规模较年初-5.2%至10.26万亿，其中定向资管规模占比较2019年末的77%下降2pct至75%，通道规模平稳压缩。
- **主动管理分化业绩，龙头深度受益。**上市券商在2002Q1~3已实现资管业务收入同比正增长（+25%），龙头券商受益于优于行业水平的主动管理规模，业绩表现更为突出（中信+32%、海通+47%、广发+65%）。我们认为龙头券商基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型进度领先同业，预计未来主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

图：券商资管规模进一步收缩（亿元）




数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

图：2020H1券商主动型资产管理规模TOP 10

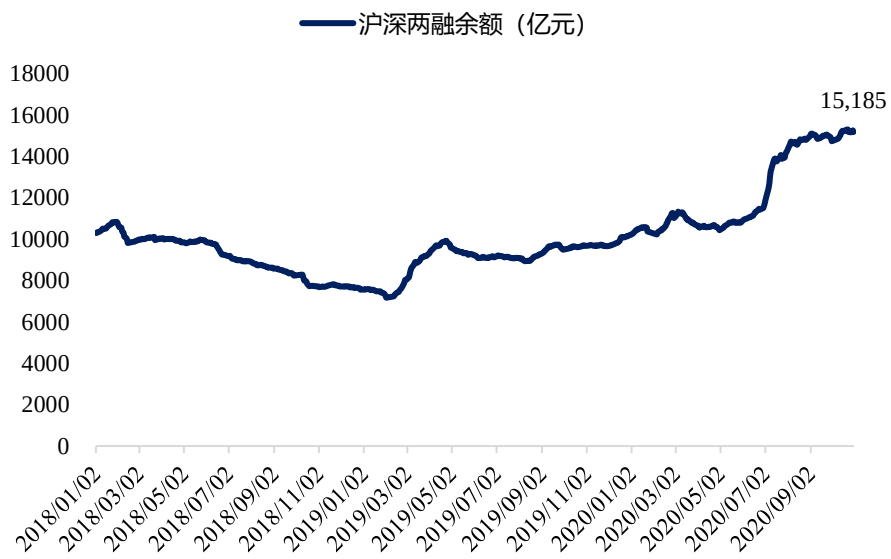



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

## 1.5 信用业务：风险可控两融回暖，中期活跃度提高

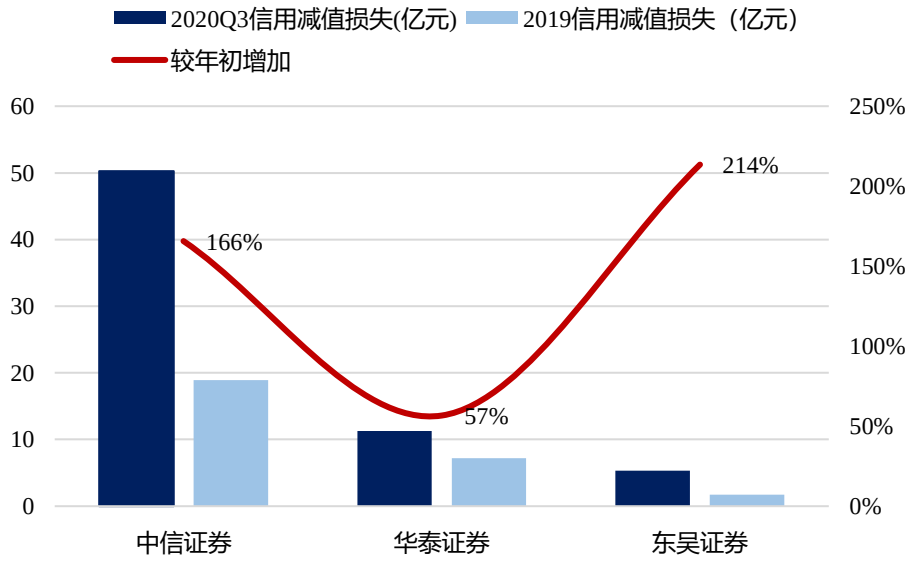
- **两融余额提高，市场风险偏好同比提高。**2019年8月两融新规正式实施，取消了两融交易最低维持担保比例统一限制（不得低于130%），扩大担保物范围，标的扩容（950只增加至1600只），交易机制大幅度优化，激发市场活力。2020年以来两融余额上升，近期随市场回落，截至10月30日，较年初+48.14%至15185亿元。
- **股票质押业务收缩规模，风险可控。**截至2020年9月30日，场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至12367.67亿元，上市券商出于审慎原则考虑，纷纷充分计提减值准备，业务整体风险可控。

图：近期两融余额随市场上升




数据来源：Wind，东吴证券研究所

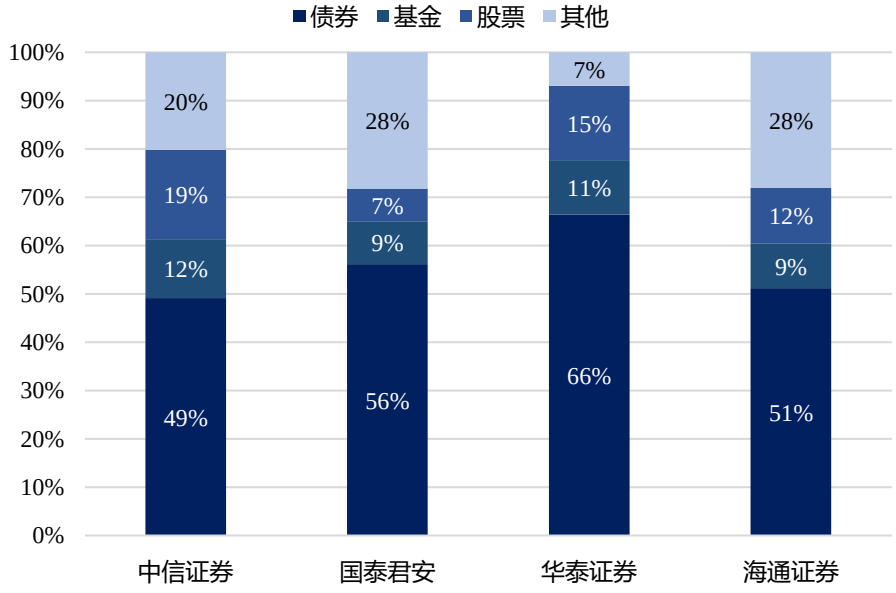
图：信用减值损失及同比增速




数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **前三季度权益市场整体向好，债券预计将迎来阶段性调整，中小券商波动放大。**截至2020年9月末，权益市场向好，上证综指、创业板指、沪深300指数分别较年初+4.95%、+42.16%、+11.31%，券商以债券类资产为主要资产配置方向，随国内疫情影响逐步出清，利率有望企稳，债券预计将迎来阶段性压力。2020前三季度券商自营投资主要贡献仍来自权益市场，大型券商自营资产配置稳健（国君、华泰、海通债券资产占比均在50%以上，中信债券资产占比49%），且运用更为灵活的投资策略和衍生金融工具对冲风险，中小券商仍以方向性投资为主，受市场环境影响较大，预计自营投资收益将随市场波动而呈现更大的波动。

**2020年H龙头券商的投资资产配置结构**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**中债企业债总全价指数年初至今走势**




数据来源：公司中报，东吴证券研究所

**再融资新规进一步放松，新证券法推进市场改革，并表监管试点政策引导释放积极信号。**2020年以来，推动资本市场改革的政策不断出台，资本市场重要性提升，优化券商发展环境。

**表：2020年以来重要政策事件梳理**

| 时间 | 监管部门 | 事件 |
|---|---|---|
| 2020/2/14 | 证监会 | 证监会发布“再融资新规”，此次修改显著放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求，具体包括对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等方面的放松。 |
| 2020/3/1 | 证监会 | 新《证券法》正式实施，上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度，已暂停上市的公司债券分别按照上交所和深交所《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》相关规定执行；证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，公司债券公开发行实行注册制。 |
| 2020/3/13 | 证监会 | 证监会宣布，自4月1日起取消证券公司外资股比限制，符合条件的境外投资者可根据法律法规、证监会有关规定和相关服务指南的要求，依法提交设立证券公司或变更公司实际控制人申请。 |
| 2020/4/9 | 国务院等 | 《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式公布，这是中央第一份关于要素市场化配置的文件，其中提到要推进资本要素市场化配置，具体包括完善股票市场基础制度，加快发展债券市场，增加有效金融服务供给，主动有序扩大金融业对外开放等四方面内容。 |
| 2020/6/12 | 证监会 | 证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》，自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。 |
| 2020/7/1 | 证监会 | 《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》发布，设定了科创板上市公司再融资基本发行条件。 |
| 2020/7/17 | 证监会 | 鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作：1）鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展；2）支持行业机构通过直接持股或者设立资产管理计划、信托计划、有限合伙企业等形式实施员工持股或者股权激励计划。 |
| 2020/10/9 | 国务院 | 《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》提出了六个方面17项重点举措：1）提高上市公司治理水平；2）推动上市公司做优做强；3）健全上市公司退出机制；4）解决上市公司突出问题例如股票质押风险；5）提高上市公司及相关主体违法违规成本；6）形成提高上市公司质量的工作合力。 |

**数据来源：证监会、国务院等，东吴证券研究所**

- **政策引导释放积极信号，注册制有望全面推行。**2020年6月12日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等多条管理办法，开启了我国资本市场注册制改革的序幕。10月31日，国务院副总理刘鹤在金融稳定发展委员会专题会议上指出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。资本市场改革有序进行，积极的产业政策与流动性政策叠加背景下，券商有望深度受益。
- **政策变革范围对应多种业务领域，利好券商转型发展，进一步提升券商重要性，积极推动券商阿尔法：**1）科创板——国家层面支持科技创新企业，贯彻新发展理念，为深化供给侧结构性改革的重要举措，有助于规范科创板证券发行、再融资行为。2）再融资——进一步提升券商重要性，促进资本市场改革，激发市场活力并为注册制做重要铺垫。3）两融制度优化——降低融资成本，提升两融交易市场活跃度。4）基金投顾——促进券商财富管理业务模式转型，基金投顾业务的开展将为券商带来增量收入。

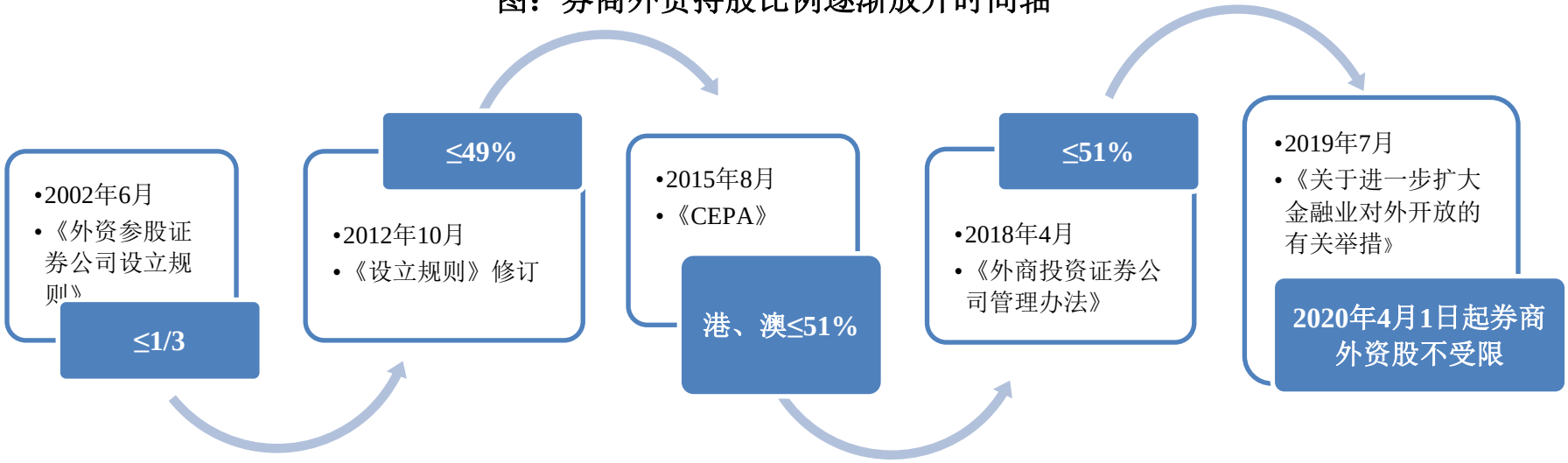
**表：多业务板块重要政策梳理**

| 关键词 | 时间 | 事件 |
|---|---|---|
| 科创板 | 2019年1月30日 | 《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》 |
| | 2019年11月8日 | 《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见 |
| 再融资 | 2019年11月8日 | 修改再融资规则，公开征求意见 |
| | 2020年2月14日 | 再融资新规发布 |
| 两融优化 | 2019年8月9日 | 《融资融券交易实施细则》 |
| 基金投顾 | 2019年10月 | 《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》 |
| | 2020年3月 | 包括华泰证券、中国银河在内的多家券商公告获得基金投资顾问试点资格 |
| 注册制改革 | 2020年4月27日 | 中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》 |
| | 2020年6月12日 | 证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等管理办法，自公布之日起施行。 |
| | 2020年7月3日 | 《深圳证券交易所创业板首次公开发行股票发行与上市指南》公布 |

**数据来源：证监会、公司公告，东吴证券研究所**

- **逐步放开外资持股比例限制，短期激活市场长期正向引导。**2020年3月14日证监会明确，自2020年4月1日起取消证券公司外资股比例限制。外资持股比例的放开有利于吸引更多境外资本进入我国资本市场，进一步激发我国资本市场的活力。对于券商而言，短期内外资券商规模有限，尚未融入中国市场形成竞争优势，长期而言外资券商的国际化先进经验有助于引导证券行业业务转型，积极发展。
- **并表监管试点落地，行业杠杆上限有望提升，衍生品将迎来新发展，进一步驱动券商阿尔法。**2017年监管环境升级，大幅提高衍生品准入门槛，进一步促进了市场集中度的提升，此后，衍生品种类不断扩充，监管趋于市场化转变。2020年3月证监会宣布6家头部公司的并表监管试点，允许试行更灵活的风控指标体系，头部券商资本运作空间更大，新监管环境给场外衍生品带来发展机遇，或成为券商差异化竞争的重要业务，贡献阿尔法收益。

**图：券商外资持股比例逐渐放开时间轴**




数据来源：国务院，东吴证券研究所

## 2.4 行业趋势：并购增资配股增强资本实力，驱动行业阿尔法收益

- **并购整合快速提升实力，行业集中度有望提升。**在金融供给侧改革和外资放开的背景下，券商对于转移风险、提升竞争力和跨越增长瓶颈具有迫切需求，而并购整合将成为扩大传统业务、加大新业务投入、增强公司综合实力的有效方式。

- **配股增资增强资本实力，进一步做大做强。**多家券商通过增资、配股、发行可转债券、公司债券等方式募集资金，增加公司资本金，扩大业务规模。募资主要用于为子公司增资优化布局、扩大信用和自营业务、加大资本中介业务投入等。预计未来券商将利用资本市场改革机会，进一步扩大业务布局，做大做强。

**表：2014~2020年券商行业并购重组事件整理**

| 时间 | 事件 | 金额 | 并购方式 |
|---|---|---|---|
| 2020.10.13 | 国联证券收购国金证券7.82%股份（已终止） | 未公布 | 支付方式待定 |
| 2019.11.5 | 华创证券收购太平洋证券5.87%股份 | 尚未公布 | 现金收购 |
| 2019.5.28 | 天风证券收购恒泰证券29.99%股份 | 不超过45亿 | 现金收购 |
| 2018.12.24 | 中信证券并购广州证券 | 不超过134.6亿元 | 换股合并 |
| 2016.11.4 | 中金公司并购中投证券 | 167亿 | 换股合并 |
| 2014.12.17 | 东方财富收购宝华世纪证券 | 1.3亿港元 | 现金合并 |
| 2014.7.25 | 申银万国并购宏源证券 | 400亿元左右 | 换股合并 |
| 2014.4.22 | 国泰君安收购上海证券 | 35.71亿元 | 现金合并 |
| 2014.1.16 | 广州证券并购天源证券 | 6亿元 | 现金合并 |
| 2014.1.10 | 方正证券重组民族证券 | 132.02亿元 | 换股合并 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**表：2019~2020年券商配股增资事件整理**

| 时间 | 券商名称 | 内容 | 总额 |
|---|---|---|---|
| 2020.6.12 | 山西证券 | 配股 | 不超过60亿元 |
| 2020.5.20 | 浙商证券 | 定向增发 | 不超过100亿元 |
| 2020.4.2 | 西部证券 | 定向增发 | 不超过75亿元 |
| 2020.3.10 | 东吴证券 | 配股 | 不超过65亿元 |
| 2020.3.6 | 天风证券 | 配股 | 不超过80亿元 |
| 2020.3.12 | 华安证券 | 可转债 | 28亿元 |
| 2020.3.3 | 国信证券 | 定向增发 | 150亿元 |
| 2020.1.14 | 国海证券 | 配股 | 39.94亿元 |
| 2020.1.21 | 第一创业 | 定向增发 | 60亿元 |
| 2020.1.20 | 中信证券 | 定向增发 | 130亿元 |
| 2020.1.10 | 中信证券 | 定向增发 | 134.6亿元 |
| 2019.12.27 | 西南证券 | 定向增发 | 70亿元 |
| 2019.12.19 | 中原证券 | 定向增发 | 55亿元 |
| 2019.11.9 | 华林证券 | 可转债 | 20亿元 |
| 2019.10.15 | 国元证券 | 配股 | 55亿元 |
| 2019.10.10 | 南京证券 | 定向增发 | 60亿元 |
| 2019.5.21 | 财通证券 | 可转债 | 38亿元 |
| 2019.3.16 | 浙商证券 | 可转债 | 10.85亿元 |
| 2019.3.13 | 招商证券 | 配股 | 128.05亿元 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **盈利预测：**我们预计中性假设下，证券行业2020年营业收入、净利润分别增长29.8%、33.1%，ROE为7.8%，净利润增长主要源于资本市场改革驱动、对外开放利好等因素，同时净资产规模增至2.2万亿元。

**2020年证券行业盈利预测及核心假设**

| 单位：亿元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E（悲观） | 2020E（中性） | 2020E（乐观） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 日均股票+基金成交额 | 5011 | 4139 | 5597 | 8500 | 9000 | 9500 |
| **代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）** | **821** | **623** | **788** | **1078** | **1186** | **1275** |
| IPO募资总额 | 2301 | 1375 | 2532 | 4800 | 5600 | 6600 |
| 定增募资总额 | 12705 | 7752 | 6932 | 9012 | 11091 | 13171 |
| 券商债券承销金额 | 45216 | 56820 | 76121 | 79927 | 87920 | 101108 |
| **承销与保荐业务净收入** | **384** | **258** | **377** | **391** | **438** | **499** |
| **财务顾问业务净收入** | **125** | **112** | **105** | 480 | 555 | 668 |
| 资产管理规模 | 172600 | 133569 | 125332 | 127838 | 141583 | 146926 |
| **资产管理业务净收入** | **310** | **275** | **275** | **304** | **334** | **354** |
| 融资融券余额 | 10263 | 7557 | 10193 | 14500 | 15500 | 16500 |
| **利息净收入** | **348** | **215** | **464** | **514** | **572** | **631** |
| **证券投资收益（含公允价值变动）** | **861** | **800** | **1222** | **1466** | **1527** | **1417** |
| **营业收入** | **3113** | **2663** | **3605** | **4277** | **4681** | **4909** |
| **净利润** | **1130** | **666** | **1231** | **1454** | **1638** | **1767** |
| 净利润率 | 36.3% | 25.0% | 34.1% | 34.0% | 35.0% | 36.0% |
| **净利润增速** | **-8.5%** | **-41.0%** | **84.8%** | **18.1%** | **33.1%** | **43.6%** |
| 净资产 | 18500 | 18900 | 20200 | 21434 | 21575 | 21713 |
| **ROE** | **6.5%** | **3.6%** | **6.3%** | **7.0%** | **7.8%** | **8.4%** |

**数据来源：证券业协会，东吴证券研究所**

- **长期政策催化行业估值提升，当前板块估值仍处于相对低位，具有显著配置价值：**长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期ROE中枢提升，券商α明显提升，当前行业估值仍处于低位，具有显著配置价值。

SW证券Ⅱ及中信证券历史估值水平（市净率）




数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **投资建议：建议关注东方财富、中信证券。**1）东方财富作为最具成长性且一季度有望超预期的零售证券龙头，获取基金管理牌照后进军财富管理市场；2）偏长期来看，中信证券作为券商龙头，最受益行业集中度提升，竞争优势较强。
- **风险提示：**1）股市进一步调整；2）监管趋严；3）国内外疫情控制不及预期；4）宏观经济下行。

**重点推荐标的盈利预测及估值**

| 单位：百万元/人民币 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **东方财富** | | | | | |
| 营业收入 | 2,547 | 3,123 | 4,232 | 8,333 | 11,048 |
| 归属于母公司股东净利润 | 637 | 959 | 1,831 | 4,814 | 6,349 |
| 归属于母公司股东净利润增速 | -10.77% | 50.52% | 91.02% | 162.90% | 31.88% |
| P/E | 328.62 | 218.32 | 114.29 | 43.47 | 32.97 |
| **中信证券** | | | | | |
| 营业收入 | 43,292 | 37,221 | 43,140 | 54,438 | 61,720 |
| 归属于母公司股东净利润 | 11,433 | 9,390 | 12,229 | 15,226 | 20,362 |
| 归属于母公司股东净资产 | 149,799 | 153,141 | 161,625 | 183,664 | 197,946 |
| 归属于母公司股东净利润增速 | 10.30% | -17.87% | 30.23% | 24.51% | 33.73% |
| P/B（A） | 2.32 | 2.27 | 2.15 | 2.02 | 1.88 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所 （备注：股价对应2020年11月3日收盘价）

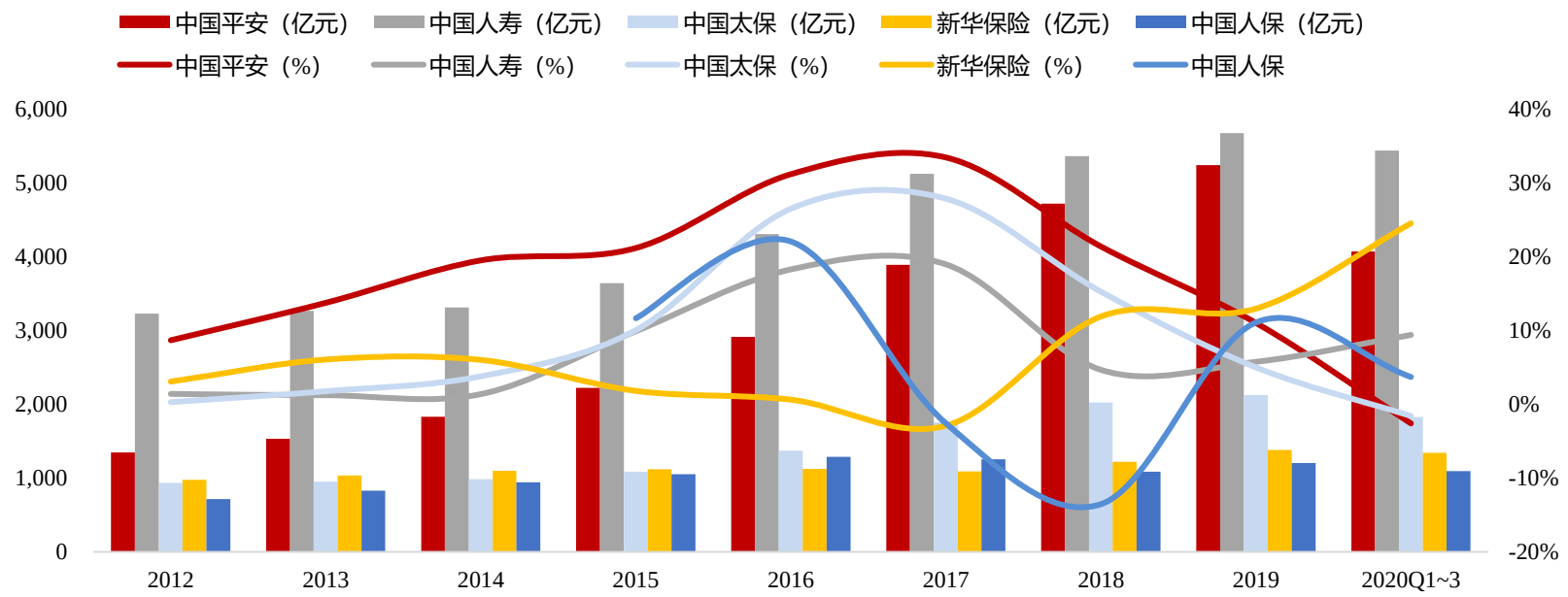
# 保险：利率企稳，负债端有望触底




- 回顾：疫情下负债端承压，长期推动转型
- 展望：利率企稳，关注中期开门红变化
- 投资建议：关注价值龙头中国平安
- 风险提示

- **上市险企的总保费增速相对保持平稳。**总保费：前三季度平安、国寿、太保、新华、人保总保费增速分别为-2.6%、+9.4%、-1.6%、+24.5%、+3.7%（2020H平安、国寿、太保、新华、人保总保费增速分别为-4.6%、+13.2%、-0.1%、+30.9%、+3.9%），整体保持相对平稳。

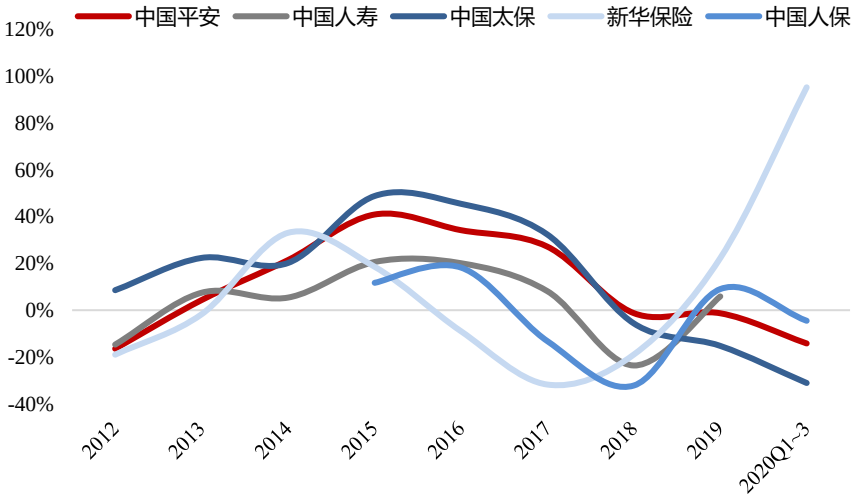
上市险企总保费及同比增速




数据来源：Wind，东吴证券研究所

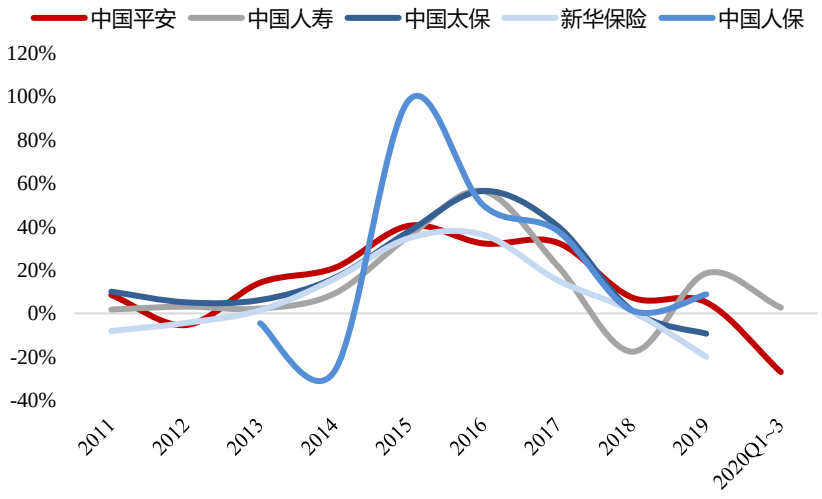
- **新单保费持续承压，整体NBV增速下滑。**疫情影响持续+2021开门红的提前准备下，国寿、平安NBV累计增速分别由2020H同比的+6.7%、-24.4%降至2.7%、-27.1%，新华预计出现明显改善，太保预计与中报持平。当前除新华外其余上市险企已进入2021开门红阶段，今年全年业绩整体仍承压，四季度增速或将继续下行。

2012~2020Q1~3上市险企新单保费增速




数据来源：Wind，东吴证券研究所

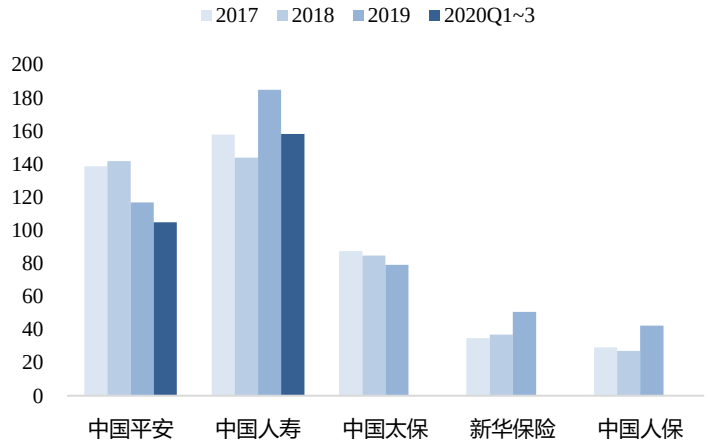
2011~2020Q3上市险企新业务价值增速




数据来源：Wind，东吴证券研究所

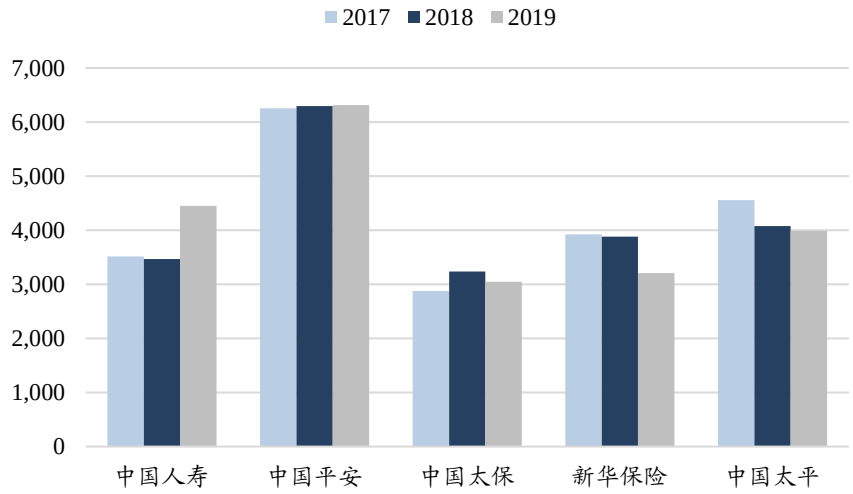
- **疫情影响下，代理人队伍增长更为乏力。**新单保费下降，同时疫情期间难以销售长期限险种，以获客类产品为主，佣金率也明显下降，“量价”齐降，导致队伍的收入下降。2017-2019年平安/国寿/太保/新华/太平队伍收入增速分别为0.5%/10%/2.9%/-10%/-6.4%，平安/国寿队伍规模增速分别为-15.79/-4.93。2020年三季度，平安代理人规模较年初下滑10.2%至105万人，人均新业务价值同比（与19年3季度人均相比）显著降低13.3%至4.09万元/年，国寿总销售人员较年初-10.1%至166万人。
- **疫情倒逼保险公司加大线上经营：**线下经营和展业均受阻，目前招募、培训、管理、展业均通过线上进行，一方面倒逼保险公司加强科技布局，另外倒逼代理人调整行为习惯，加强线上培训和客户经营，推动行业进阶式发展。

2016~2020Q1~3上市险企代理人规模（万人）




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

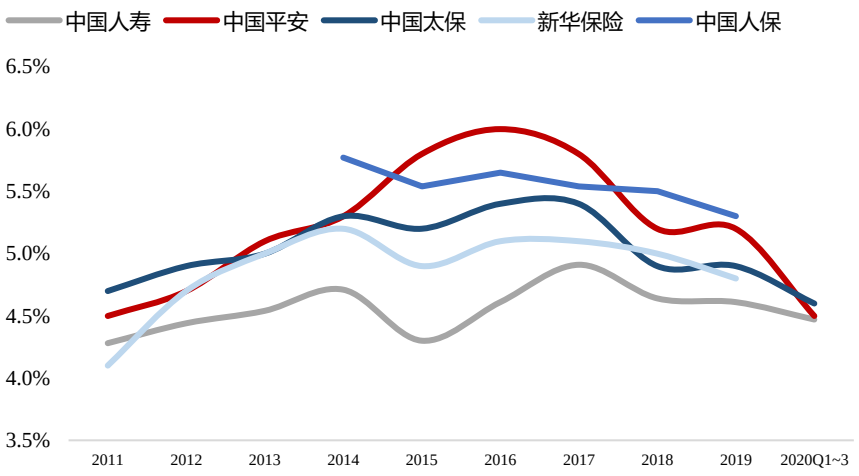
2017~2020H年上市险企代理人收入（元）




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

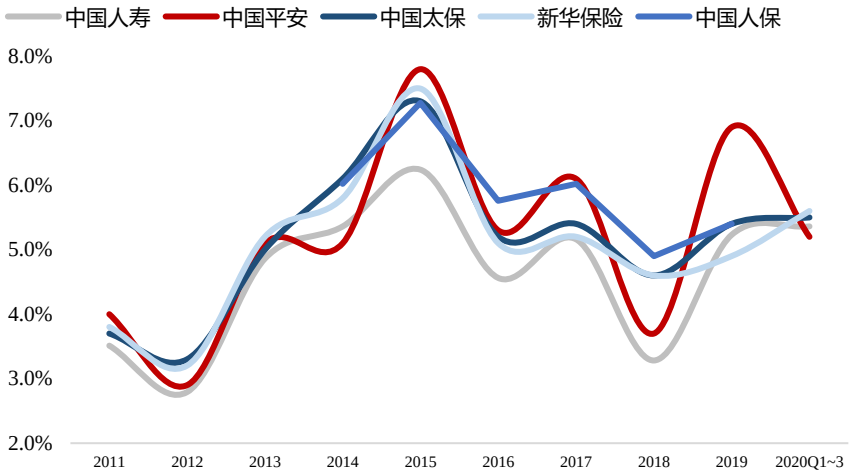
- **利率回暖+权益市场向好，上市险企的净、总投资收益率提升。**Q3利率及权益市场的回暖使得上市险企投资收益率有不同程度的提升，平安、国寿、太保前三季度净投资收益率分别为4.5%、 4.47%、4.6%，较中期分别提升0.40pt、 0.18pt、0.20pt；平安、国寿、太保、新华总投资收益率分别为5.2%、 5.36%、5.5%、5.6%，分别较中报提升0.80pt、0.02pt、0.70pt、0.50pt。

2011~2020Q1~3上市险企净投资收益率




数据来源：Wind，东吴证券研究所

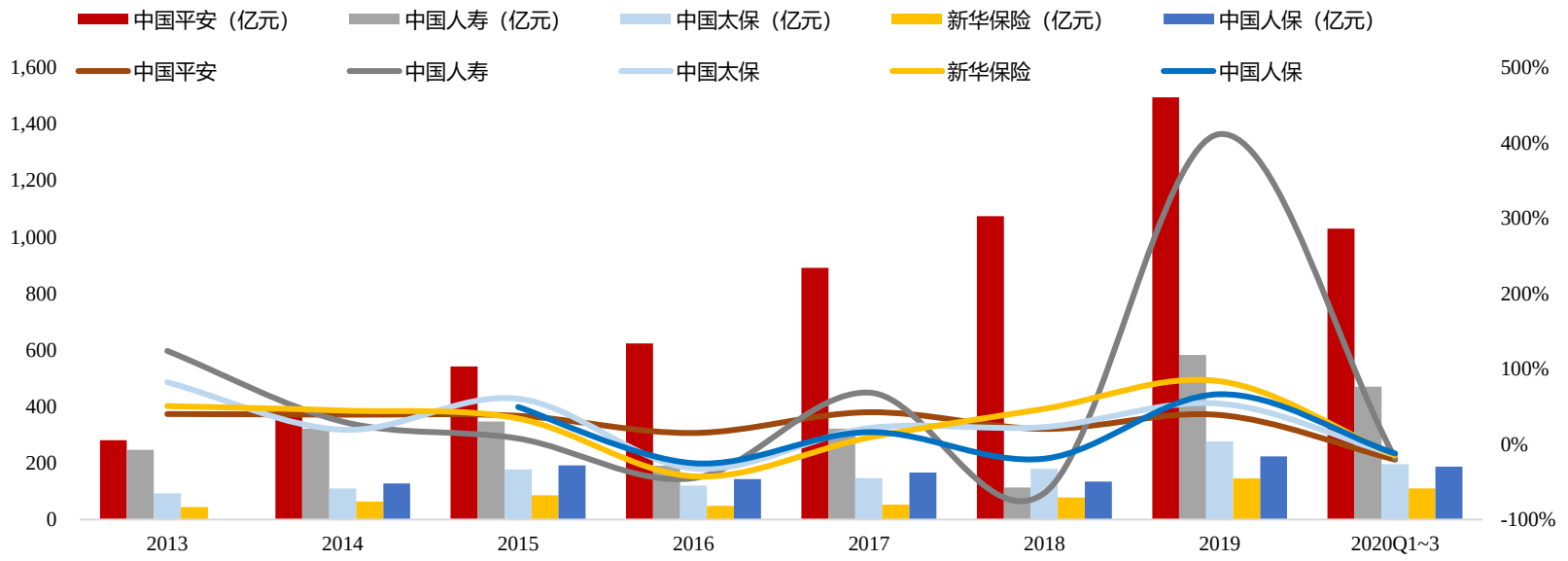
2011~2020Q1~3上市险企总投资收益率




数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **上市险企增提准备金，净利润继续承压。**2020Q1~3前三季度平安、国寿、太保、新华归母净利润增速分别为-20.5%、-18.4%、-14.3%、-14.6%，其中Q3单季度分别+7.7%、-17.7%、-19.6%、+17.5%，Q3单季度虽然投资收益有明显提升，但前期基数缺口较大，全年预计依旧承压。其中准备金折现率假设变更、重疾恶化和偿二代二期考虑，国寿分别增提寿险和长期健康险责任准备金173.8亿元、17.5亿元；新华分别增提寿险和长期健康险准备金21.0亿元、55.0亿元，太保增提准备金96.9亿元，从而直接影响净利润。

2020Q1~3上市险企归母净利润及归母净利润增速




数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **随疫情影响逐步出清，负债端有望回暖：**疫情影响下传统代理人线下业务展业受阻，人均新业务价值显著降低，预计四季度行业经营重心逐步向开门红转移，随疫情影响逐步出清，代理人团队的复工复产，行业负债端有望出现向上拐点。
- **保险公司正向引导，线上业务迎发展，疫情促进居民保险意识提升：**疫情期间，各家保险公司积极采取各项措施，加大保险业作为社会稳定器的正面宣传，提升居民对保险产品的认可度，拓展受众客户，线上业务得到较大发展。突发疫情导致居民对风险有了进一步的认识，重新审视家庭抵抗风险的能力，进而加大对保险产品，尤其是健康险产品的需求。

**平安个人业务新单保费**

| 平安寿险及健康险个人业务新单保费 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 亿元 | 累计 | 累计同比 | 单月 | 单月同比 |
| 2020-02 | 334 | -18.2% | 68 | -28.9% |
| 2020-03 | 430 | -19.1% | 96 | -21.9% |
| 2020-04 | 523 | -17.0% | 94 | -6.0% |
| 2020-05 | 628 | -15.0% | 105 | -3.5% |
| 2020-06 | 719 | -15.1% | 91 | -15.5% |
| 2020-07 | 804 | -14.8% | 85 | -12.7% |
| 2020-08 | 886 | -14.5% | 81 | -11.0% |
| 2020-09 | 978 | -14.2% | 92 | -10.9% |

**数据来源：公司公告，东吴证券研究所**

- **长端利率企稳向好，行业资产配置压力暂缓。**1）疫情期间长端利率下探至2.48%，而Q3随着经济数据的整体向好，长端利率逐步由季度初的2.85%上行至3.15%，显著缓解低利率的担忧并给保险公司固收资产增配带来较好的机会。2）权益市场来看，Q3单季度沪深300、上证综指、深证成指分别上涨8.0%、6.3%、6.0%，全年累计上涨10.5%、4.3%、21.3%，提升上市险企权益资产收益率，此外，权益配置比例得到放开，根据偿付能力水平最高可到45%，险企的自主性得到增强，但同时也会更考验其投资管理能力。

750日国债到期收益率




数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **当前上市险企PEV估值处于历史底部，其中平安配置价值最为显著**。当前上市险企估值仍处于历史相对低位，平安/国寿/太保/新华2020年PEV分别为平安/国寿/太保/新华2020年PEV分别为1.06X/1.20X/0.67X/0.85X（截至2020年11月3日收盘价），平安作为行业龙头，配置价值显著。

**上市险企历史PEV水平**




数据来源：wind，公司年报，东吴证券研究所

**投资建议：**

1）疫情影响下负债端短期承压，长期利于社会保障意识提升，行业负债端自开门红后有望V型反转。

2）随利率企稳回升，行业面临趋势性改善，准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。

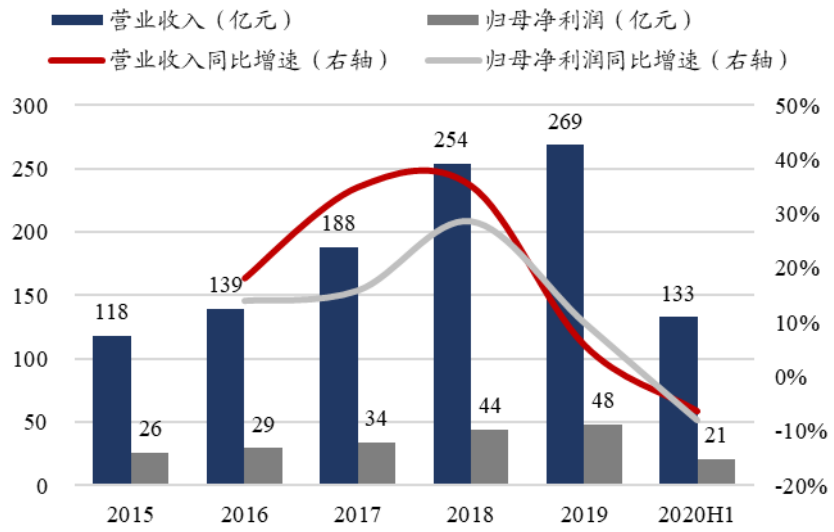
3）个股层面，建议关注**【中国平安】**，我们认为公司经历短期阵痛后有望迎来明显拐点，其产品结构和渠道价值为行业最优秀代表之一，中期变化趋势可能最为显著。预计公司2020年、2021年NBV增速分别约为-21.9%、5.1%，目前A股、H股估值分别为1.06、0.92倍2020PEV（截至2020年11月3日收盘价），维持“买入”评级。 此外，建议关注【中国人寿】、【中国太保】。

**风险提示：**1）自然灾害加剧造成行业承保亏损；2）宏观经济低迷导致产险增速不及预期；3）费改造成行业竞争加剧及利润下滑。

# 多元：关注租赁行业价值龙头【远东宏信】

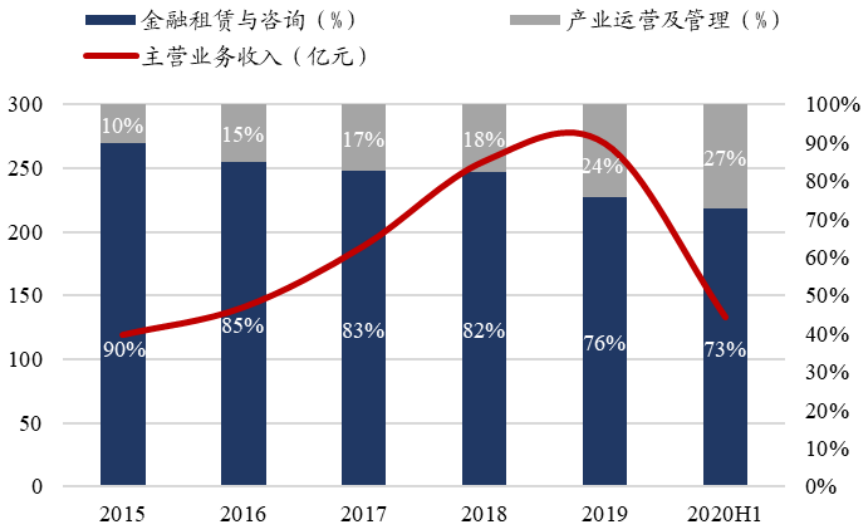
- **后疫情时代经济逐步企稳，公司金融主业租赁业务资产规模、坏账率和息差水平将进入边际向上的通道。**1）公司立足融资租赁，积极拓展医疗、教育、建设等产业业务。根据外部形势变化，及时优化经营措施，固化经营基础，整体呈现出逐季度改善态势，截至前三季度，公司收入总额恢复到去年同期水平，归属于普通股股东利润跌幅大幅收窄。2）资产质量保持稳健，前三季度生息资产总额较年初增长约10%，息差较前二季度基本持平，不良资产率较去年末下降，较2020年中持平，为0.33%。3）新型业务仍然保持2020年上半年以来的良好增长趋势。

**图：2015-2020H1远东宏信收入与净利润**




数据来源：公司年报，东吴证券研究所

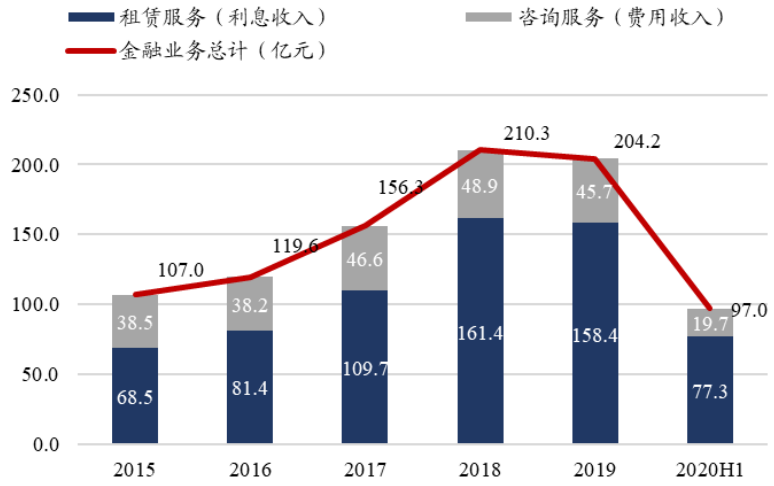
**图：2015-2020H1远东宏信收入结构**




数据来源：公司年报，东吴证券研究所

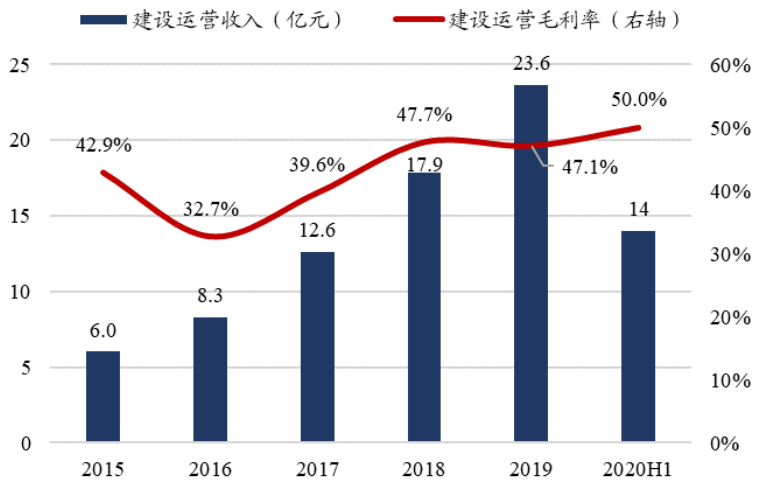
- **公司三大实业宏信建发（工程机械租赁）、医院集团和教育集团均稳步发展，三大产业均有可能逐步资本化，公司价值有望持续重估。**1) 宏信建发业绩增长能力持续可靠，龙头地位稳固，2020年前三季度设备运营收入大幅增长约30%至近24亿元，受益于设备运营服务需求景气及宏信建发优秀的运营管理和服务保障能力，其保有的运营设备数量持续增长。截至2020年三季度，高空作业车保有量超过5万台，周转材料及模架保有量超过120万吨，覆盖区域和客户持续增加，营业规模进一步扩大。2) 华东地区与城市公用行业金融业绩增幅显著，医疗仍为产业营收主力，截至2020年前三季度，健康收入同比增长约20%至约25亿元，可开放床位数（2万张）逐渐转为内生式增长，仍为营收主力。预计未来医疗业务将继续受益于政策面利好与需求端敞口增大，有望形成规模优势。3) 公司全面布局K12教育业务，致力于打造中西融合的精英教育，教育运营收入保持增长态势。

**图：2015-2020H1金融类业务收入状况**




数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**图：2015-2020H1建设营收与毛利率**




数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 3. 具有长期回报价值和高安全边际

- 公司金融+产业双轮渠道，长年保持15%左右的ROE，股息率5%左右，具有较好的长期价值回报和安全边际。我们预计2020~2022年每股收益分别为1.14元、1.30元、1.51元，每股净资产分别为7.95元、8.25元、8.57元，对应PE分别为5.80x、5.11x、4.39x，对应PB分别为0.83x、0.80x、0.77x，维持“买入”评级。
- 风险提示：1）国内经济发展下行影响需求；2）金融监管趋严；3）疫情控制不及预期。

| 合并资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 3990 | 4029 | 4150 | 4275 |
| 按公允值计入损益的金融资产 | 313 | 316 | 325 | 335 |
| 衍生金融资产 | 659 | 666 | 686 | 706 |
| 贷款及应收账款 | 98741 | 100716 | 103737 | 106849 |
| 预付款项及其他应收款 | 2716 | 2770 | 2853 | 2939 |
| 存货 | 404 | 412 | 424 | 437 |
| 其他流动资产 | 5985 | 6155 | 5189 | 4171 |
| **流动资产合计** | 112807 | 115064 | 117365 | 119712 |
| 有使用权资产 | 3423 | 3491 | 3631 | 3776 |
| 按公允值计入损益的金融资产 | 4130 | 4213 | 4381 | 4556 |
| 贷款及应收款项 | 102380 | 104427 | 108605 | 112949 |
| 固定资产 | 11583 | 11815 | 12287 | 12779 |
| 预付款项及其他应收款 | 11581 | 11812 | 12285 | 12776 |
| 无形资产 | 34 | 35 | 37 | 38 |
| 商誉 | 2322 | 2368 | 2463 | 2562 |
| 递延所得税资产 | 4181 | 4265 | 4435 | 4613 |
| 其他非流动资产 | 8129 | 8292 | 8623 | 8968 |
| **非流动资产合计** | 147763 | 150718 | 156747 | 163017 |
| **资产总计** | 260571 | 265782 | 274112 | 282729 |
| 短期借款 | 87745 | 88622 | 91281 | 94019 |
| 其他流动负债 | 5996 | 6056 | 6237 | 6424 |
| 长期借款 | 74651 | 76144 | 78429 | 80782 |
| 预计负债 | 41991 | 42657 | 43936 | 45254 |
| 递延所得税负债 | 237 | 241 | 249 | 256 |
| 其他非流动负债 | 8416 | 8584 | 8842 | 9107 |
| **负债合计** | 219036 | 222304 | 228974 | 235843 |
| 实收资本（或股本） | 10281 | 10281 | 10281 | 10281 |
| **归属于母公司所有者权益合计** | 30128 | 31538 | 32742 | 34010 |
| 少数股东权益 | 1546 | 1593 | 1640 | 1689 |
| 股东权益合计 | 41535 | 43478 | 45138 | 46886 |
| **负债及股东权益总计** | 260571 | 265782 | 274112 | 282729 |

| 合并利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 26856 | 26992 | 29654 | 32746 |
| 金融服务 | 15842 | 15536 | 16768 | 17841 |
| 咨询服务 | 4574 | 4117 | 4425 | 4779 |
| 产业运营 | 6521 | 7421 | 8550 | 10224 |
| **营业总成本** | -19712 | -19534 | -21182 | -22885 |
| 营业成本 | -12525 | -12170 | -12799 | -13834 |
| 管理费用 | -3641 | -3671 | -4033 | -4421 |
| 财务费用 | -461 | -499 | -549 | -557 |
| 资产减值损失 | -1982 | -2177 | -2308 | -2423 |
| 公允价值变动收益 | | | | |
| 加：投资收益 | -268 | -134 | -80 | 40 |
| 对联营企业和合营企业的投资收益 | 192 | 202 | 212 | 223 |
| 其他收益 | 928 | 940 | 984 | 1034 |
| **营业利润** | 7145 | 7458 | 8472 | 9861 |
| **利润总额** | 7145 | 7458 | 8472 | 9861 |
| 减：所得税费用 | -2317 | -2418 | -2747 | -3197 |
| **净利润** | 4828 | 5040 | 5725 | 6663 |
| **归属于母公司股东的净利润** | 4338 | 4536 | 5153 | 5997 |
| 少数股东损益 | -21 | -35 | -32 | -42 |

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入增长率 | 5.82% | 0.51% | 9.86% | 10.43% |
| 归母净利润增速 | 10.44% | 4.57% | 13.60% | 16.39% |
| 归母净资产增速 | 6.25% | 4.68% | 3.82% | 3.87% |
| 每股收益（EPS） | 1.09 | 1.14 | 1.30 | 1.51 |
| 每股净资产（BVPS） | 7.59 | 7.95 | 8.25 | 8.57 |
| 净资产收益率（ROE) | 14.99% | 14.71% | 16.03% | 17.97% |
| P/E | 6.07 | 5.80 | 5.11 | 4.39 |
| P/B | 0.87 | 0.83 | 0.80 | 0.77 |

**数据来源：Wind（取2020年11月3日收盘价，汇率为1港币=0.8615人民币），东吴证券研究所**

# 风险提示



- 1）**股市进一步调整：**股市波动将对券商和保险的投资端造成冲击，同时进一步提升券商股票质押风险；
- 2）**监管趋严：**政策放开将刺激市场活跃度，若监管趋严，部分业务将受限从而影响业绩。
- 3）**国内外疫情控制不及预期：**国内外疫情蔓延，若控制疫情情况不及预期，持续时间长，恐慌情绪可能导致资产抛售，股市下挫，保险新单销售大幅下滑，新业务价值降幅超出预期；
- 4）**保险代理人不及预期：**代理人收入下滑，主动脱落，队伍规模持续下降；
- 5）**宏观经济下行：**逆周期调节持续加码，长期国债收益率持续下行，影响租赁行业需求。

# 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

# 东吴证券 财富家园