开源证券

顺周期延续，看好龙头崛起

非银金融行业2020年秋季投资策略

姓名 高超（分析师）

证书编号： S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

2020年9月17日

核心观点

证券行业：

- **回顾：3季度明显跑赢，中报超预期。**权益市场风险偏好提升驱动估值修复，券商中报业绩超预期，传统和创新业务全面发力。
- **展望：ROE有望持续上行，成长属性显现。**资本市场深改不断推进，中长期资金有望持续入场，券商财富管理、投行资本化、机构业务持续发力。
- **投资观点：政策和经济双重顺周期，两主线择股。**经济复苏延续叠加资本市场深改推进，证券行业处于政策和经济双重顺周期，创新业务增长超预期带来行业ROE持续上行，成长性明显提升，维持行业“看好”评级。推荐差异化优势明显的国金证券和东方财富；受益标的：综合优势突出的头部券商华泰证券和中信证券。
- **风险提示：**海外扰动，造成券商海外业务及股票质押业务风险加大；资本市场深改进程不及预期。

保险行业：

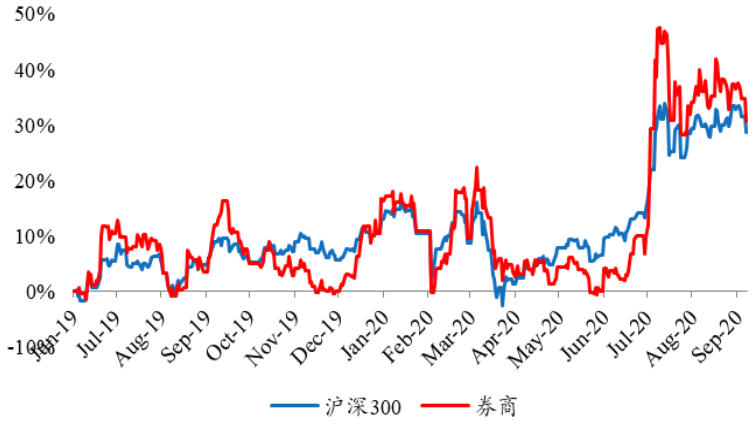
- **回顾：疫情影响业绩下滑，跑输指数。**受疫情影响，保险行业上半年展业遇到阻力，净利润同比下滑较大，板块跑输市场
- **展望：负债端迎来复苏，资产端有望持续改善。**负债端疫情好转，人力下滑见底，产能有望提升；资产端长端利率逐步恢复，权益市场存在机遇。
- **投资观点：资产和负债两端改善可期，看好保险戴维斯双击。**保险行业目前估值处于历史中枢下方，资产和负债均有望持续改善。受益标的：中国人寿、新华保险、中国平安
- **风险提示：**疫情出现反复，保险展业难度加大；长端利率超预期下行，利差损风险加大。

1.1 3季度券商跑赢市场，中报业绩超预期

板块+个股复盘：2020Q3券商板块明显跑赢指数，盈利改善明显和题材类标的涨幅领先

- 截止9月7日，券商指数3季度+18%，跑赢沪深300指数8个百分点，风格切换+权益市场风险偏好提升，3季度戴维斯双击。
- 受益于政策红利，部分券商盈利明显，收益率领先市场；受券商合并及金融混业预期影响，题材类券商上涨明显。

图1：2020年Q3券商板块跑赢市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：盈利改善明显和题材类标的涨幅领先

排序	个股名称	涨跌幅（%）（年初至2020.9.7）	相比沪深300指数超额收益率（%）	相比券商板块指数超额收益率（%）
1	中银证券	259.60	245.62	248.10
2	中泰证券	136.45	122.47	124.95
3	东方财富	87.55	73.56	76.04
4	光大证券	78.75	64.77	67.24
5	中信建投	60.45	46.47	48.95
6	国金证券	57.18	43.19	45.67
7	招商证券	39.64	25.65	28.13
8	浙商证券	37.27	23.29	25.77
9	第一创业	21.24	7.26	9.74
10	财通证券	21.16	7.18	9.66
沪深300指数		**13.98**		
券商		**11.50**		

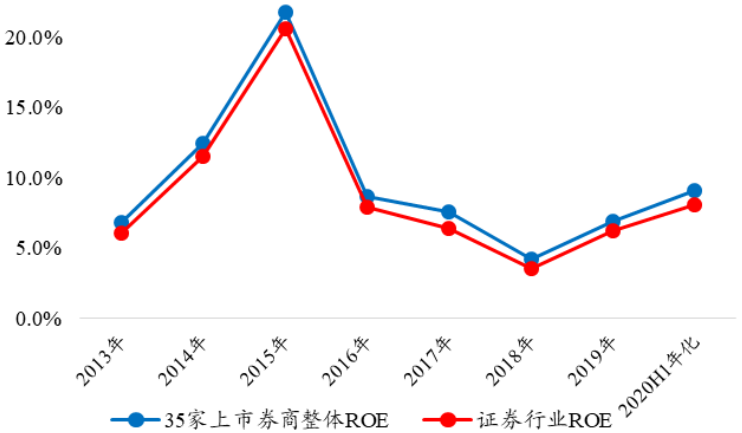
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 3季度券商跑赢市场，中报业绩超预期

中报业绩超预期，ROE持续上行

- 2020H1上市券商净利润同比+27.1%，业绩增速超预期；各业务板块收入实现全面增长，管理费率持续下降。
- 2020H1行业和上市券商年化ROE分别为8.1%/9.2%，延续上行趋势。TOP6平均年化ROE为9.9%，多家头部券商年化ROE超10%，头部公司整体优于行业平均

图2：上市券商ROE延续上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2020H1各板块业绩全面增长

35家上市券商合计	2019年			2020H1		
	金额（亿元）	YOY	收入占比	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	676	19.5%	21.6%	451	22.7%	23.9%
投行业务	357	21.6%	11.4%	183	23.4%	9.7%
资管业务	294	3.7%	9.4%	169	21.9%	8.9%
投资业务	1,246	92.9%	39.7%	752	20.6%	39.8%
利息净收入	407	17.1%	13.0%	237	15.8%	12.6%
其他业务净收入	156	13.7%	5.0%	96	33.3%	5.1%
调整后营业收入	**3,136**	37.9%		**1,888**	21.4%	
营业收入合计	**3,762**	42.0%		400	20.7%	
信用减值及其他资产减值损失	202	20.2%	6.4%	**2,193**	20.8%	
其他业务成本	626	67.0%	20.0%	13	20.2%	0.7%
营业支出	**2,429**	29.2%		835	11.6%	44.2%
营业利润	1,334	73.2%		116	99.8%	6.1%
净利润	1,032	71.6%		304	17.2%	16.1%
归母净利润	**1,000**	71.4%		**1,268**	17.8%	

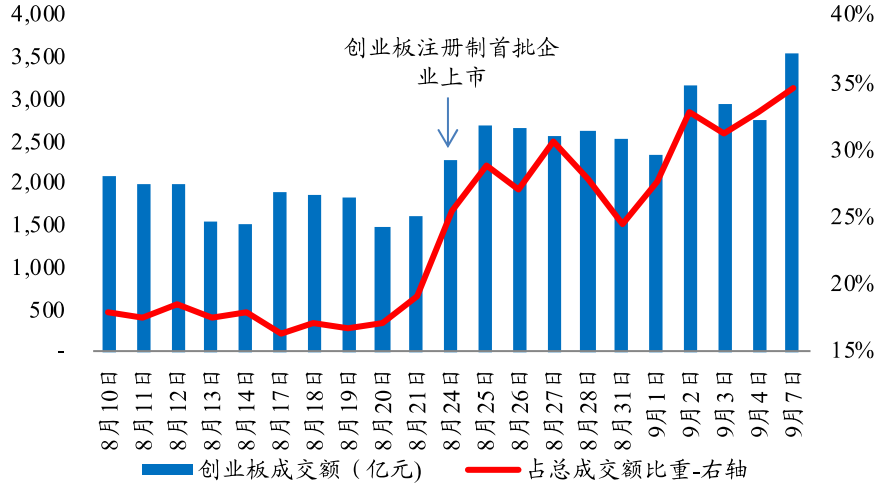
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 ROE有望持续上行，成长属性显现

资本市场深改持续推进，存量注册制改革激发创业板活跃度

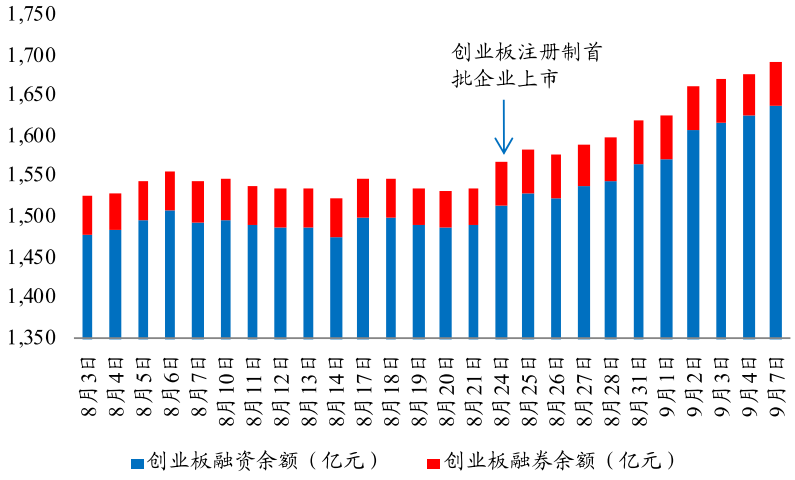
- 2020年以来，一系列政策加速落地，涉及再融资、创业板IPO、财富管理、新三板等多项业务，未来，监管将引导各类中长期资金进入资本市场。
- 创业板注册制首批企业上市后，成交额接近翻倍，占总成交额比重从此前18%左右上升至35%；两融余额提升明显，9月7日两融余额较8月初增长11%。

图3：注册制进入存量市场，创业板成交额大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：创业板两融余额明显提升



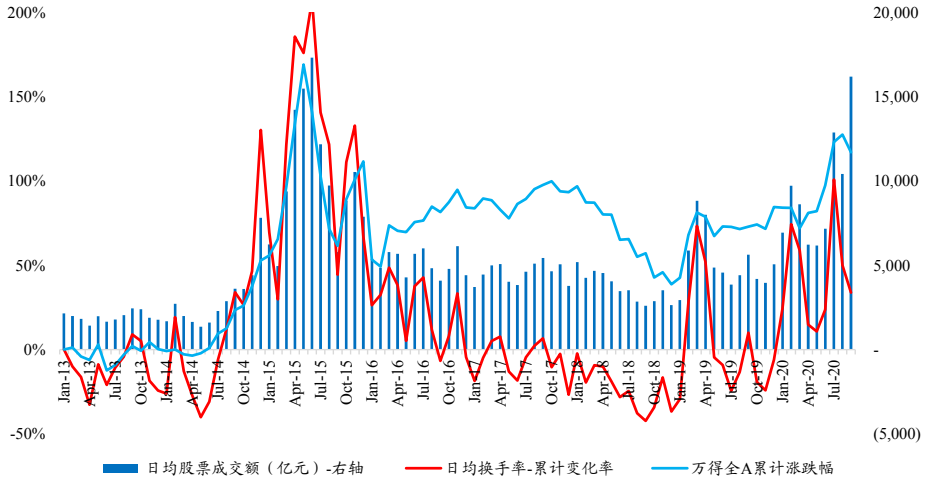
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 ROE有望持续上行，成长属性显现

手续费业务：市场成交量中枢持续提升，IPO单数持续扩张

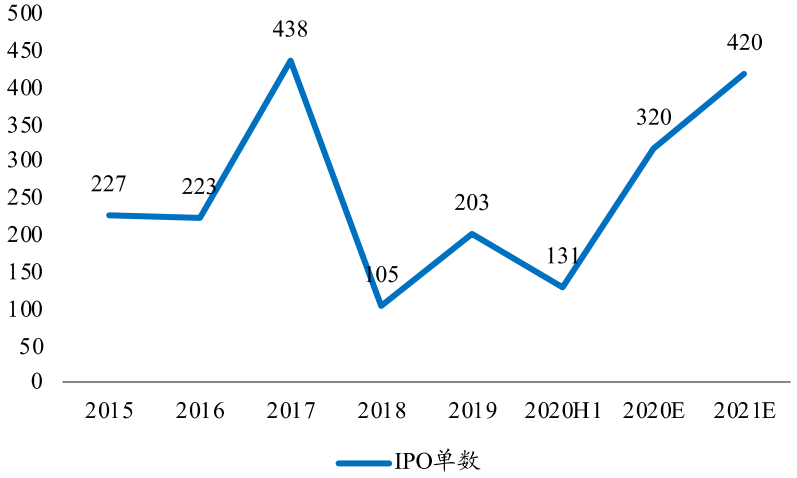
- **市场成交量持续提升：**截止9月7日，2020年日均换手率1.5%，同比+50%。假设2021年A股流通市值较2020年8月底增长10%，在日均换手率为1.4%/1.5%/1.6%三种假设下，2021年日均股票成交额分别为9143/9796/10449亿元。
- **财富管理收入大幅增长：**2020H1六家头部券商财富管理收入同比+63%，财富管理收入占经纪业务比重从2019H1的14%增长至2020H1的19%。
- **IPO单数持续扩张：**注册制下，IPO发行单数有望扩张，2020H1IPO共131单，预计2020和2021年IPO单数分别为320/420单。

图5：A股市场换手率进入上行通道，活跃度持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：IPO单数保持扩张



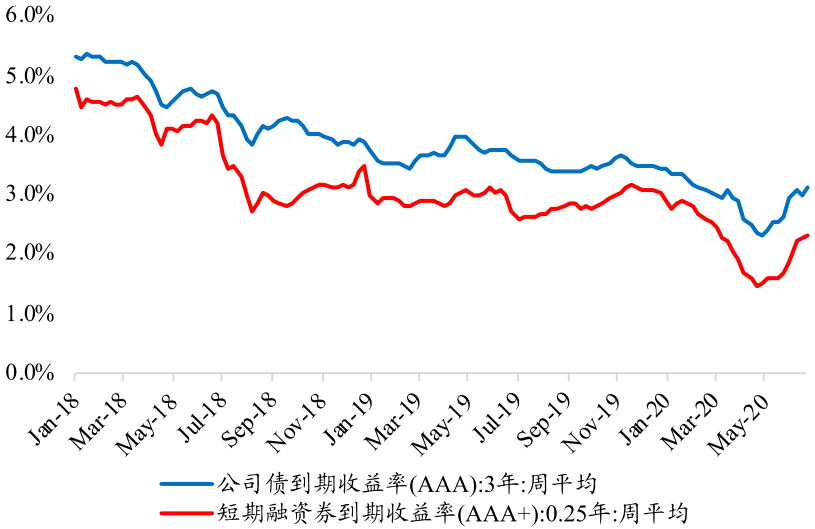
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 ROE有望持续上行，成长属性显现

资金型业务：杠杆率有望持续提升，利差将保持稳定

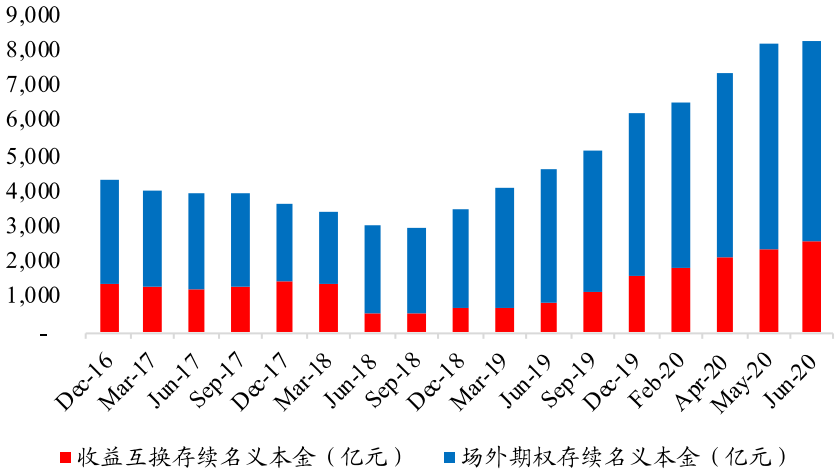
- 两融规模持续攀升，衍生品做市保持扩张，驱动杠杆率持续提升
- 成本端有所下行，收益端衍生品投资收益保持稳定，预计利差将维持3%

图7：负债成本呈下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：场外衍生品业务规模大幅增长



数据来源：证券业协会、开源证券研究所

1.2 ROE有望持续上行，成长属性显现

预计上市券商2020年全年净利润同比+49%

表3：上市券商整体盈利预测

35家上市券商整体盈利预测	2019A	2020H1	2020E	2021E	2022E
核心假设：					
1.沪指收盘点位	3,050	2,985	3,500	3,800	4,100
当期沪指涨跌幅		-2.13%	14.75%	8.57%	7.89%
2.日均股基成交额（亿元）	5,580	8,073	8,850	9,912	11,399
YOY		29.5%	58.6%	12.0%	15.0%
3.信用减值损失（亿元）	202	116	210	235	248
YOY		99.8%	4.1%	11.7%	5.5%
4.管理费（亿元）	1,578	835	1,777	1,917	2,159
管理费率	50.3%	44.2%	44.6%	42.5%	41.0%
经纪业务收入	676	451	1,015	1,119	1,235
YOY	19.5%	22.7%	50.0%	10.2%	10.4%
投行业务收入	357	183	453	588	739
YOY	21.6%	23.4%	26.8%	29.7%	25.7%
资产管理收入	294	169	332	396	481
YOY	3.7%	21.9%	12.7%	19.5%	21.3%
大投资业务收入	1,246	752	1,582	1,844	2,226
YOY	92.9%	20.6%	27.0%	16.6%	20.7%
利息净收入	407	237	401	330	317
YOY	17.1%	15.8%	-1.5%	-17.5%	-3.9%
营收收入（调整后）	3,136	1,888	3,985	4,511	5,267
YOY	37.9%	21.4%	27.1%	13.2%	16.8%
归母净利润	**1,000**	**700**	**1,489**	**1,760**	**2,136**
YOY	71.4%	27.1%	48.9%	18.2%	21.4%
ROE	**6.9%**	**9.2%**	**9.2%**	**9.6%**	**10.5%**

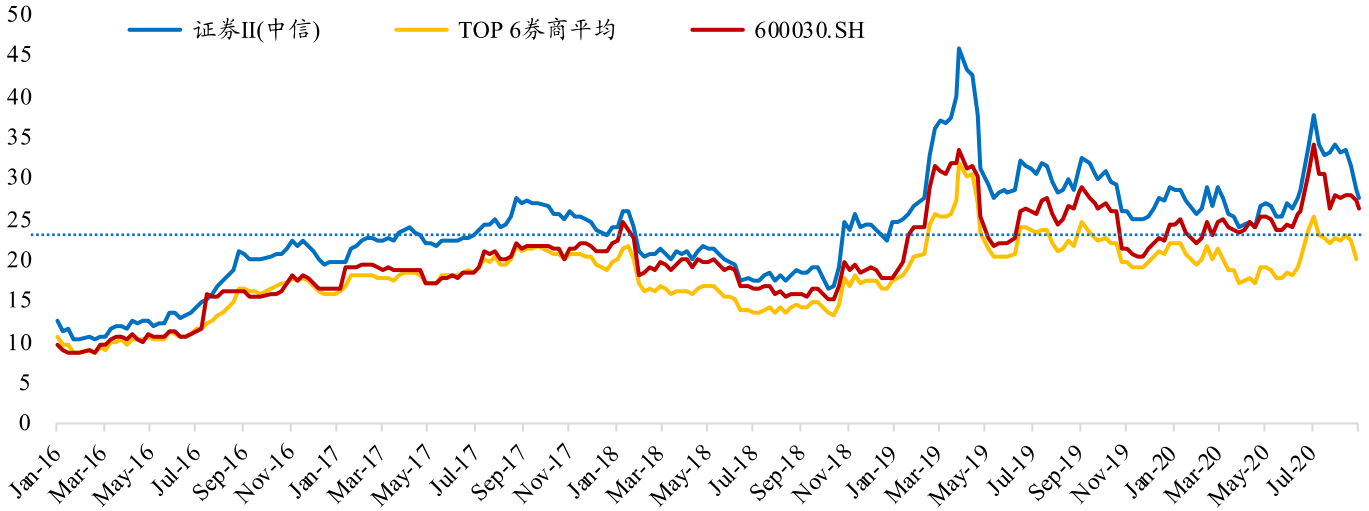
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 投资结论：政策和经济双重顺周期，两主线择股

政策和经济双重顺周期，ROE表现超预期，维持行业“看好”评级，两主线选股

- 经济复苏延续叠加资本市场深改推进，证券行业处于政策和经济双重顺周期，创新业务增长超预期带来行业ROE持续上行。目前券商板块PE估值位于2013年以来的历史中枢，考虑政策面利好和行业ROE持续上行，维持行业“看好”评级。
- 策略一：差异化优势明显的中小券商——推荐标的：东方财富、国金证券
- 策略二：综合优势明显且扩表能力突出的头部券商——受益标的：中信证券、华泰证券

图9：目前券商板块PE估值位于历史中枢水平



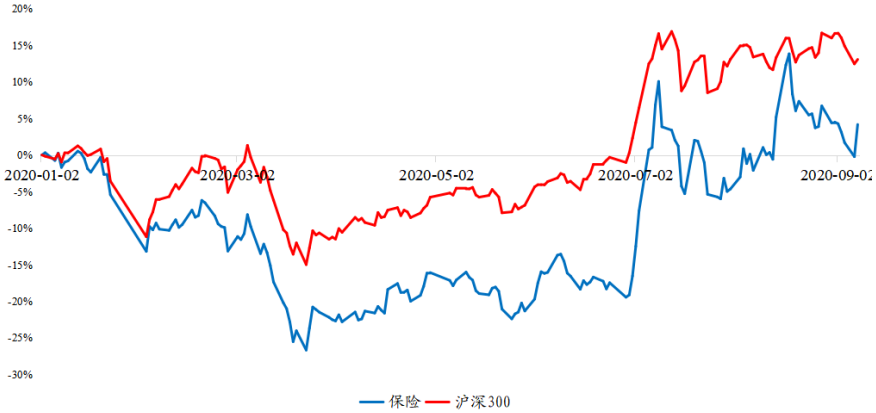
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 回顾：疫情影响下，保险板块跑输指数

2020年至今，保险板块跑输市场，疫情影响保险负债和资产两端

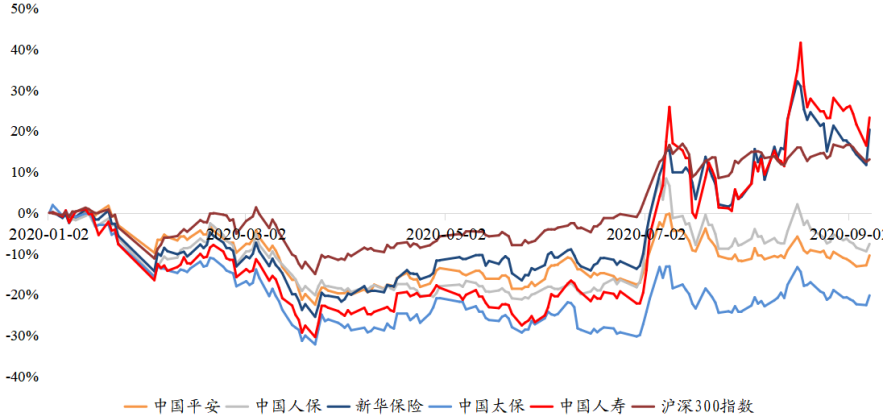
- 截至2020年9月8日保险指数涨幅4%，沪深300涨幅13%，跑输9%。
- 个股方面，中国人寿涨幅23%、新华保险20%、中国人保-8%、中国平安-10%、中国太保-20%，分别超出沪深300指数10%、7%、-21%、-23%、-33%。

图10：截至2020年9月8日保险板块跑输市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：截至2020年9月8日保险个股跑输市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 回顾：疫情影响下，保险板块跑输指数

受2020年上半年疫情影响及2019年税收政策调整拉高净利润基数影响，导致归母净利润大幅下降

- 疫情导致保险公司无法通过常规线下面见形式完成新业务展业，同时影响部分保单无法及时缴纳续期保费，影响归母净利润。
- 2019年上半年财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，准许财险、寿险税前抵扣数额分别从15%、10%提升至18%，拉高2019年上半年净利润基数；同时由于国债收益率下行，促使险企增提保险责任准备金。

表4：5家上市险企总资产规模增长7.85%，归母净资产增长4.93%，归母净利润出现大幅下滑

单位：亿元		合计	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保
总资产	2020H1	167,053	39,660	88,486	9,394	16,855	12,658
	2019A	154,897	37,267	82,229	8,790	15,283	11,328
	较年初增长	7.85%	6.42%	7.61%	6.87%	10.28%	11.75%
归母净资产	2020H1	15,981	4,159	7,020	912	1,968	1,922
	2019A	15,229	4,038	6,732	845	1,784	1,831
	较年初增长	4.93%	3.01%	4.28%	7.95%	10.30%	4.98%
归母净利润	2020H1	1,343	305	687	82	142	126
	2019H1	1,775	376	977	105	162	155
	同比	-24.36%	-18.79%	-29.68%	-22.07%	-12.01%	-18.79%
营业利润	2020H1	1,751	356	910	93	177	214
	2019H1	1,991	390	1,164	99	145	193
	同比	-12.06%	-8.49%	-21.80%	-5.99%	21.67%	10.99%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1 回顾：疫情影响下，保险板块跑输指数

保费增长分化明显：中国人寿强势拉动寿险保费正增长，新华保险异军突起

- 受到2020年上半年疫情影响，自二月以来，高价值率健康保障型产品面见难度增大，导致保费、价值达成压力增大，除中国人保外，新业务价值率均出现不同程度下滑，中国平安、新华保险受影响较严重。
- 疫情期间，中国人寿积极推动线上化展业、增员促使保费、价值双增长；中国平安正处于转型末段，保费、价值遭遇双杀；新华保险个险组织发展势头强劲、银保大力推动趸交业务，造成寿险保费收入大幅提升，新业务价值率下滑，新业务价值同比负增长；中国太保个险续期业务稳定发展，新业务保费略有下滑；中国人保基数较低，定位“大个险”模式，由银保转向个险，月均有效人力12.48万人，同比增长32.8%，拉动业务发展。

表5：中国人寿、新华保险拉动寿险保费正增长

单位：百万元	合计	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保
2020H1	1,072,937	427,367	355,070	96,879	126,389	67,232
2019H1	1,019,734	377,978	369,951	73,994	126,979	70,832
同比	5.22%	13.07%	-4.02%	30.93%	-0.46%	-5.08%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：中国人寿新业务价值维持强势，中国人保新业务价值率提升明显

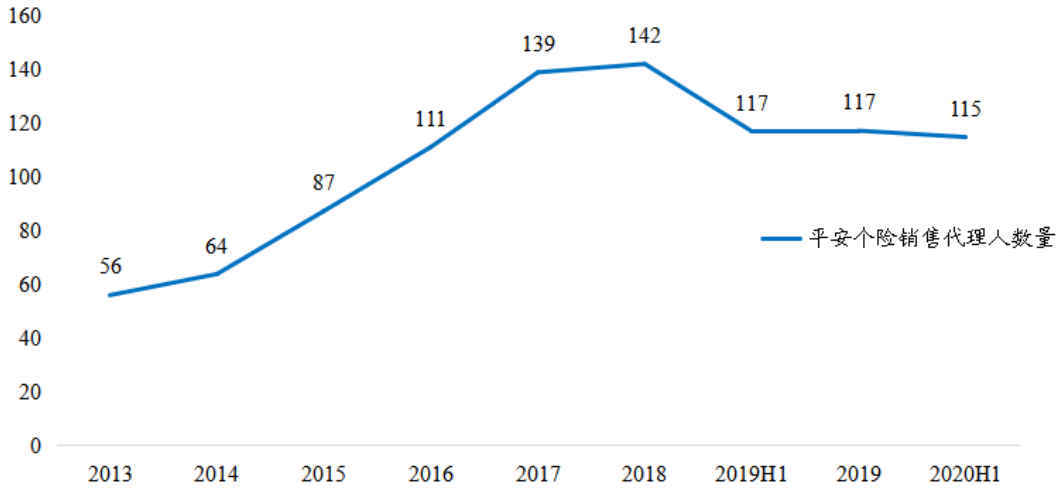
单位：亿元		合计	中国人寿	中国平安	新华保险	中国太保	中国人保
新业务价值	2020H1	88,928	36,889	31,031	5,221	11,228	4,559
	2019H1	100,195	34,569	41,052	5,890	14,927	3,757
	同比增长	-11.25%	6.71%	-24.41%	-11.36%	-24.78%	21.35%
新业务价值率	2020H1	-	39.3%	36.7%	15.3%	37.0%	-
	2019H1	-	39.7%	44.7%	27.0%	39.0%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

各家人力策略有所差异，但人力下降趋势已经见底，产能提升配合适度增员拉升新业务价值

- 中国人寿、中国太保人力将维持在较平稳的水平，主打人力产能提升，配合适度增员；中国平安转型即将迎来尾声，人力政策将以提升队伍素质为主，提升产能水平；新华保险、中国人保以规模人力上量为主，提升人均产能为辅，以量带质，拉动业务发展。
- 各家险企均拿出组织发展及队伍产能提升方案，侧重方向有所差异，但人力下滑趋势已止，新业务基本盘已经成型。

图12：中国平安个险代理人数量下降趋势已止，提升产能为主要目标

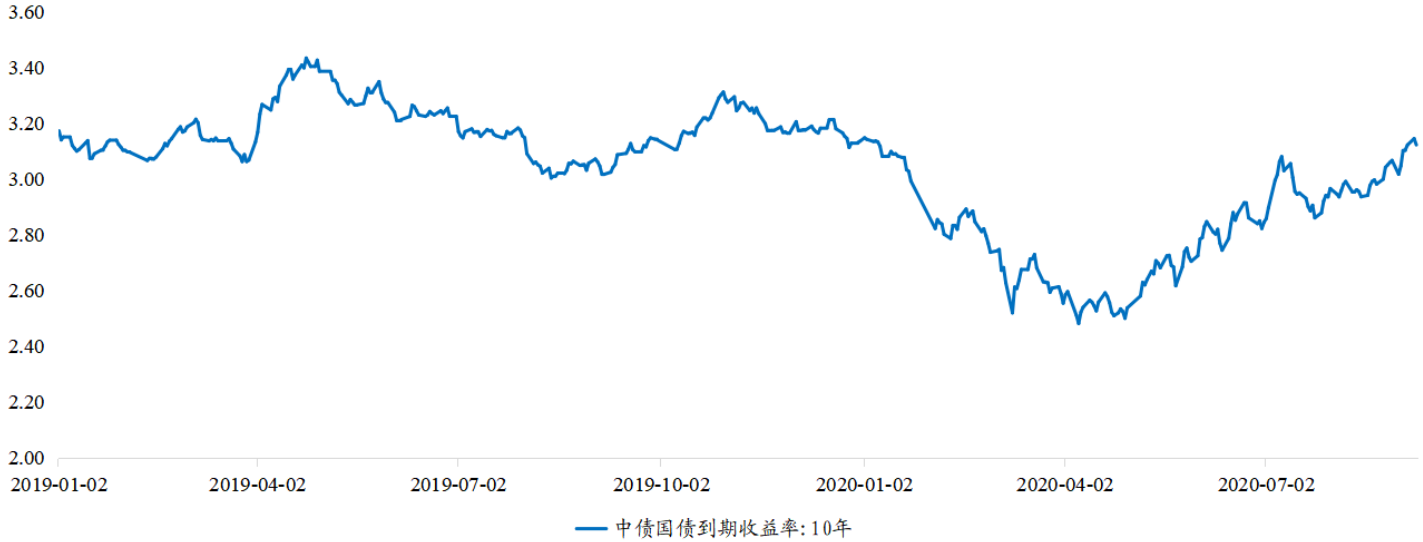


数据来源：公司公告、开源证券研究所

长端利率已逐步改善，利好险企长期属性资金

- 10年期国债收益率已由2020年4月8日最低2.4824%，回调64个BP至3.1230%，长端利率改善利好保险资金长期属性，推动内含价值估值提升。

图13：10年期国债收益率逐步改善



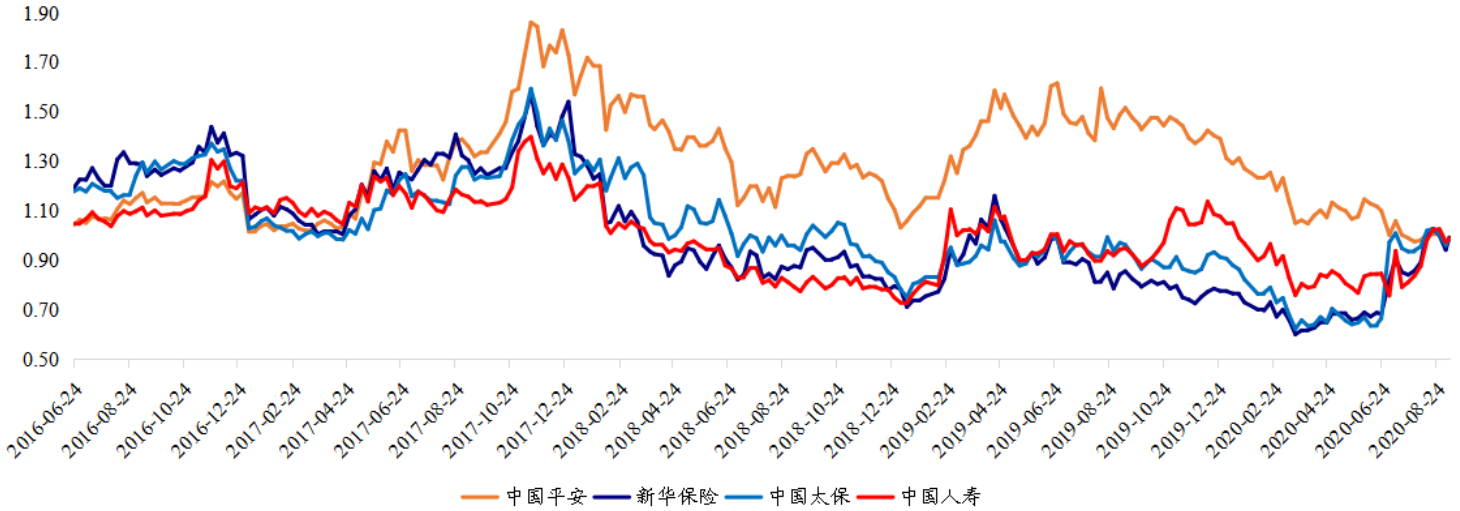
数据来源：Choice、开源证券研究所

2.3 投资结论：资产和负债双向改善，戴维斯双击可期

资产和负债两端边际改善可期，估值仍处于历史低点，看好保险板块戴维斯双击

- 中国人寿和新华保险保费增长动能较强，保持超额收益。
- 长期看好中国平安，业务结构、科技赋能和金融协同行业领先。

图14：保险股PEV处于历史中枢下方



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3 投资结论：资产和负债双向改善，戴维斯双击可期

表7：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/9/15	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	14.13	0.43	0.56	0.68	6.85	7.35	2.06	1.92	买入
300059.SZ	东方财富	23.71	0.27	0.61	0.87	3.16	3.98	7.51	5.96	买入
600030.SH	中信证券	30.22	1.01	1.29	1.48	13.34	13.83	2.27	2.18	未评级
601688.SH	华泰证券	20.43	1.04	1.29	1.47	13.50	14.47	1.51	1.41	未评级
601336.SH	新华保险	60.42	4.67	4.58	5.52	27.07	30.47	2.23	1.98	未评级
601628.SH	中国人寿	44.18	2.05	1.96	2.33	14.01	15.07	3.15	2.93	未评级
601318.SH	中国平安	79.91	8.41	7.65	9.29	36.83	41.21	2.17	1.94	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券和东方财富外，其余公司盈利预测均来自Wind一致性预期

3 风险提示

- 海外扰动，造成券商海外业务及股票质押业务风险加大；
- 资本市场深改进程不及预期。
- 疫情出现反复，保险展业难度加大；
- 长端利率超预期下行，利差损风险加大。

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R3（中风险），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C3、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C3、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