流水依旧在，花待烂漫春

非银金融行业研究报告

年度行业投资策略报告
2015.1.11 推荐

非银金融行业

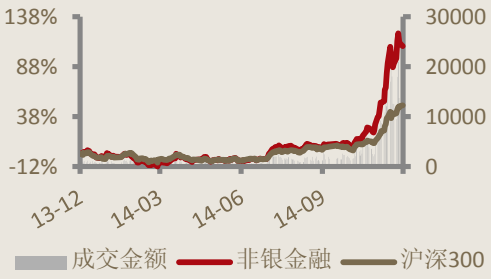
方正证券研究所证券研究报告

非银金融首席分析师：王松柏
执业证书编号：S1220514060003
E-mail：wangsongbai@foundersc.com
非银金融高级分析师：刘欣琦
执业证书编号：S1220514110002
TEL：010-68584839
E-mail：liuxinqi@foundersc.com
非银金融高级分析师：童楠
执业证书编号：S1220514070002
TEL：021-58215726
E-mail：tongnan@foundersc.com
联系人：吕秀华
TEL：010-68584885
E-mail：lvxiuhua@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	36
总股本(亿股)	1488.45
销售收入(亿元)	10686.83
利润总额(亿元)	1544.96
行业平均 PE	34.20
平均股价(元)	25.35

非银金融行业相对指数表现



相关研究

投资弹性优选平安和新华，看好券商中长期走势

请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点

流动性驱动的牛市，非银板块持续受益

由于宏观经济持续疲弱以及物价指数持续走低的原因，宏观层面流动性得以持续宽松；而在房地产疲弱、实体经济短期难有起色的情况下，增量资金正不断进入到股市之中，保证金规模的中枢已经从低点的 5500 亿上涨到 1.2 万亿；而由增量资金带来的股市上涨所形成的财富效应又使得场内加杠杆，融资融券规模达到 1 万亿，非银金融板块因此受益，券商行业的业绩以及保险的保费和投资收益率均将同比大幅增长。

证券板块：基本面和政策面双轮驱动，依然看好

券商行业自从 12 年以来收入结构已经发生较为明显的变化，传统通道业务的占比正不断下滑，资本中介业务在形成利息收入贡献的同时也通过信用交易的增长对经纪业务形成贡献；传统投行业务也从承销模式为主转为承销与并购业务并重；资管业务也从以往大集合模式逐步向定向资产管理以及资产证券化业务倾斜。按照上次牛市的日均交易量和货币供应量情况，15 年日均 4000 亿当是较大概率，按此测算，券商板块 15 年的业绩增长有望达到 43%，券商板块对应 15 年的估值在 30 倍附近估值并未泡沫化。而从政策大的走势来看，间接融资向直接融资过渡，券商板块也将显著受益，具体到明年包括注册制、资本监管松绑以及股票期权等利好政策也将强力支撑板块的估值。因此，我们依然看好券商板块 15 年的走势。个股推荐三条主线：1）行业创新政策在 15 年有望继续推进，以中信证券、海通证券为代表的大券商将更加受益，且在 H 股融资后两家券商也有望凭借在资本中介业务上的成本优势积累客户；2）牛市中券商传统业务业绩较好，给予中小型券商创新和扩张的机遇，具有创新和扩张思维的中小型券商有望进一步拉开与同一梯队同业的差距，广发证券、华泰证券、锦龙股份和国金证券值得关注；3）15 年基本面持续复苏，股东结构改善使得客户资源大幅扩张的光大证券的走势也值得期待。

保险板块：政策红利逐步释放、寿险投融资体系强化完善、估值低

2015 年我们看好寿险，原因在于政策红利的逐步释放和寿险投融资体系的强化完善。商业健康险和养老险财税优惠政策有望 2015 年陆续出台，将有效打开业务的天花板，而且商业保险的战略地位已经在“国十条”中确立为“社会保障体系的重要支柱”，后续支持政策不会让投资者失望！此外，我们预计险企 2015 年会加大权益和非标配置，行业权益主动加仓至多（剔除资本市场涨幅较大带来权益资产的增值）5pt 以内，新华保险净资产较债券市场收益率下行及较权益仓位波动的弹性最大，中国平安净资产较权益仓位波动的弹性次之。

目前保险板块仍属于估值洼地，非银同业存款暂不缴准备金化解流动性担忧，无论是资金面、政策面还是行业基本面，保险板块仍将继续、显

著受益。综合投资弹性及其他方面考虑，我们继续推荐 1) 基本面稳健、互联网战略领先、完成 H 股定增及披露员工持股预案的中国平安；2) 投资和政策弹性较大、管理层红利有望释放的新华保险。

风险提示

券商：

1. 资本市场表现疲弱将影响券商行业假设的实现，致使券商行业业绩低于预期。

2. 政策落地具有不确定性，如利好政策推进进程低于预期对行业估值造成负面影响。

保险：

1. 商业健康险和养老险财税优惠政策推进不及预期；

2. 寿险非传统险定价利率放开，资本市场表现较弱时或将放大其对寿险产品利润率的担忧；

3. “偿二代”与风险资产挂钩，可能会导致部分险企偿付能力下降。

目录

1.钱在吹，非银在飞 6
1.1 回顾：流动性驱动的非银行情 6
1.2 展望：场外进场与场内加杠杆仍将持续 7
1.2.1 大类资产重配加速场外资金进场 7
1.2.2 加杠杆天花板距离依然遥远 8
2.券商板块：15 年行情依然看好 13
2.1 基本面：牛市中传统业务与创新业务的共振 14
2.1.1 传统业务依然是牛市的弹性业务 14
2.1.2 资本中介业务在牛市中有望加速 16
2.1.3 基本面持续向上，预计明年行业利润 43%增长 17
2.2 政策面：利好政策有望支撑行业估值 19
2.2.1 注册制的推出增加投行业务收入 20
2.2.2 券商资本约束放松打开杠杆率天花板 20
2.2.3 交易制度的完善提升交易和做市收入 21
2.3 投资建议：趋势仍在但分化概率较大，个股推荐三条主线 21
2.3.1 受益创新政策、受益市场集中度提升的行业龙头 22
2.3.2 勇于转型，牛市扩张型的广发证券、华泰证券、锦龙股份和国金证券 23
2.3.3 业绩反转、股东结构改善推荐光大证券 23
2.4 券商行业估值表 23
3.保险板块：极其看好寿险 25
3.1 寿险投融资体系的强化完善 25
3.1.1 投资端受益于加杠杆的资金运作平台 25
3.1.2 融资端受益于存量资金再配置和增量资金入场 28
3.2 寿险政策红利逐步释放 31
3.2.1 个人年金十年新增资产及利润占 2013 年超两成 31
3.2.2 健康险十年保费规模保守估计超 6000 亿 33
3.3 投资建议 34

4. 风险提示：..... 35
4.1 券商行业..... 35
4.2 保险行业..... 35
5. 文中提及监管规则及下载地址..... 35

图表目录

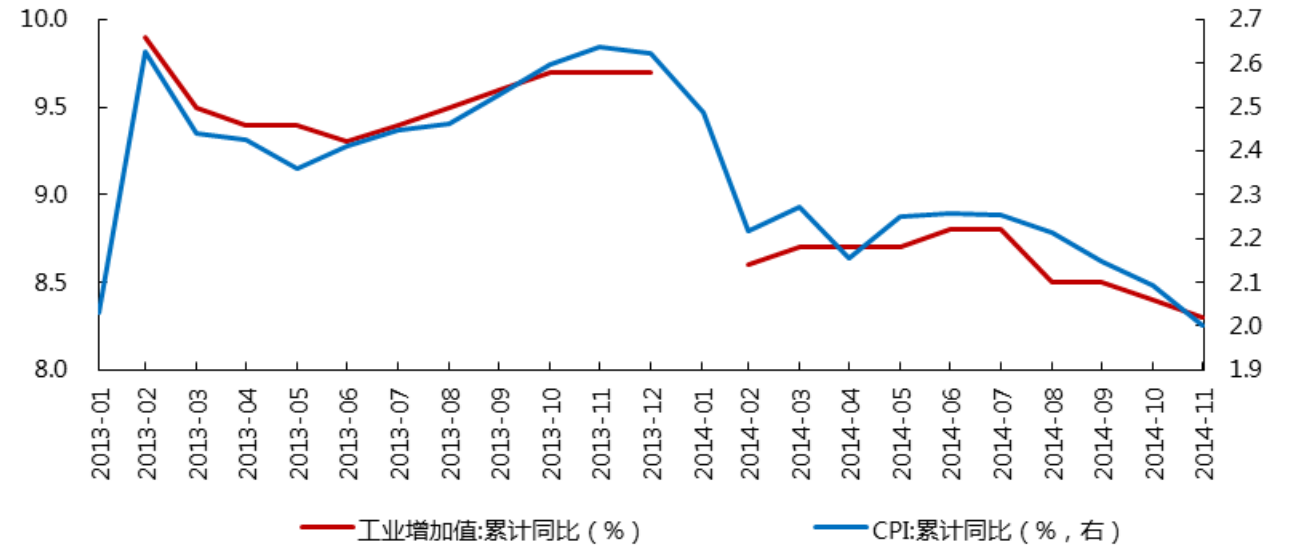
图表 1 工业增加值和物价指数 6
图表 2 7 月份以来场内流动性的三个阶段 7
图表 3 14 年券商业绩及股价表现 7
图表 4 中美两国居民权益类资产配置对比 8
图表 5 净资本率约束的两融上限测算 9
图表 6 杠杆率约束的两融上限测算 10
图表 7 风险资本准备约束的两融上限测算 10
图表 8LCR 约束下的融资融券规模上限测算 11
图表 9NSFR 约束下的融资融券规模上限测算 12
图表 10 各国融资融券规模/总市值（%） 13
图表 1114 年以来证券公司的融资情况 13
图表 12 信用交易规模及占比 14
图表 13 上市券商投行业务收入结构 15
图表 14 上市券商资产管理业务规模结构 15
图表 15 自营资产结构以及收益率 16
图表 16 股权质押业务的增量数据 17
图表 17 股权质押业务的存量数据 17
图表 18 日均交易量与货币供应量 18
图表 19 券商 15 年业绩预测关键假设 18
图表 20 券商行业 15 年业绩预测 19
图表 21 十八大以来利好券商的主要金改政策 19
图表 22 我国证券公司与海外证券公司杠杆率对比 21
图表 23 权证交易量情况 21
图表 24 中美券商收入集中度对比 22
图表 25 券商行业估值表 24
图表 26 保险资金投向占比(%) 26
图表 27 中国平安保险资金大类资产配置 26
图表 28 新华保险大类资产配置 26
图表 29 中国太保大类资产配置 27
图表 30 上市险企净资产较债券市场收益率弹性（静态以“可供出售类债券/投资资产”度量） 27
图表 31 上市险企“可供出售类权益/净资产”比值 28
图表 32 上市险企“投资资产/净资产”比值 28
图表 33 人民币理财产品平均预期收益率 29
图表 34 投资收益 Vs.保费增速（滞后一年） 29
图表 35 主要险企万能险结算利率 30
图表 36 主要寿险公司人力变动(千名) 30
图表 37 主要寿险公司人均产能变动(元/人/月) 30
图表 38 养老金替代率的不断下降将使退休人员难以维持开支 32
图表 39 税收递延养老金规模及利润测算 33
图表 40 健康险保费规模及增速 34
图表 41 保险公司估值表 34

1.钱在吹，非银在飞

1.1 回顾：流动性驱动的非银行情

由于宏观经济需求结构的调整，2014 年的中国经济表现非常疲弱，宏观数据不断走低；同时海外经济的疲弱使得大宗商品的价格步入下跌区间，国内物价水平一直处于低位。这为央行不断放松流动性提供了良好的宏观条件。

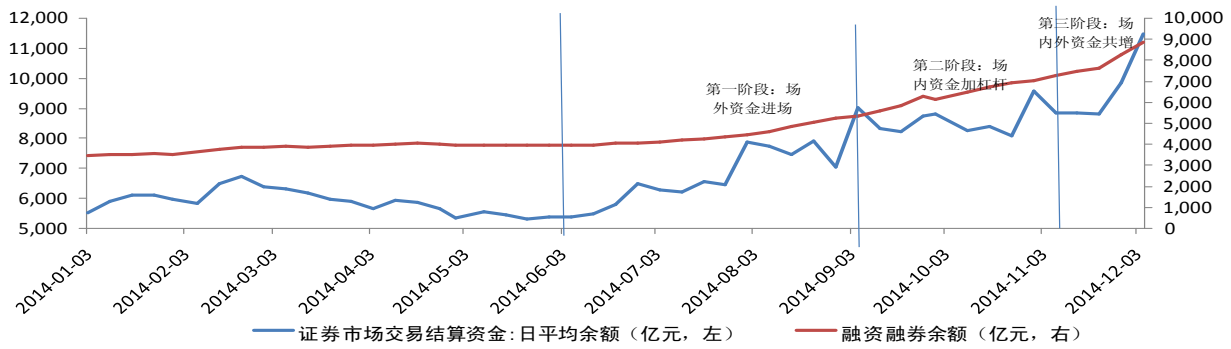
图表 1 工业增加值和物价指数



资料来源：Wind，方正证券研究所

与此同时房地产行业也正经历严冬，长期低估的股票资产变得具有吸引力，从而成为居民大类资产配置的一个重要方向，充足的流动性涌向了证券市场。从流动性的角度来看，我们把自 7 月份开始的牛市划分为三个阶段，其中第一个阶段为场外资金进场带来的保证金规模的快速增长，这段时间为 7 月初至 9 月，在这段期间中保证金规模从底部的 5500 亿左右上升到 8000 亿左右；第二阶段为场内资金的加杠杆，主要是通过融资来实现，这段期间为 9 月初至 11 月中旬（降息之前），保证金规模虽维持在 8000 亿左右的平台，但场内资金加杠杆速度较快，融资融券规模从不足 6000 亿上升到 8000 亿，成为这个阶段拉升股指的重要推手；第三阶段为 14 年 11 月 22 日央行降息之后出现的场外资金的进一步进场以及场内资金加杠杆力度的提升，这段期间为 11 月初至今，保证金规模从 8000 亿的中枢上升到目前的 1.2 万亿左右，融资融券的规模也从 8000 亿左右上升到接近 10000 亿的水平。

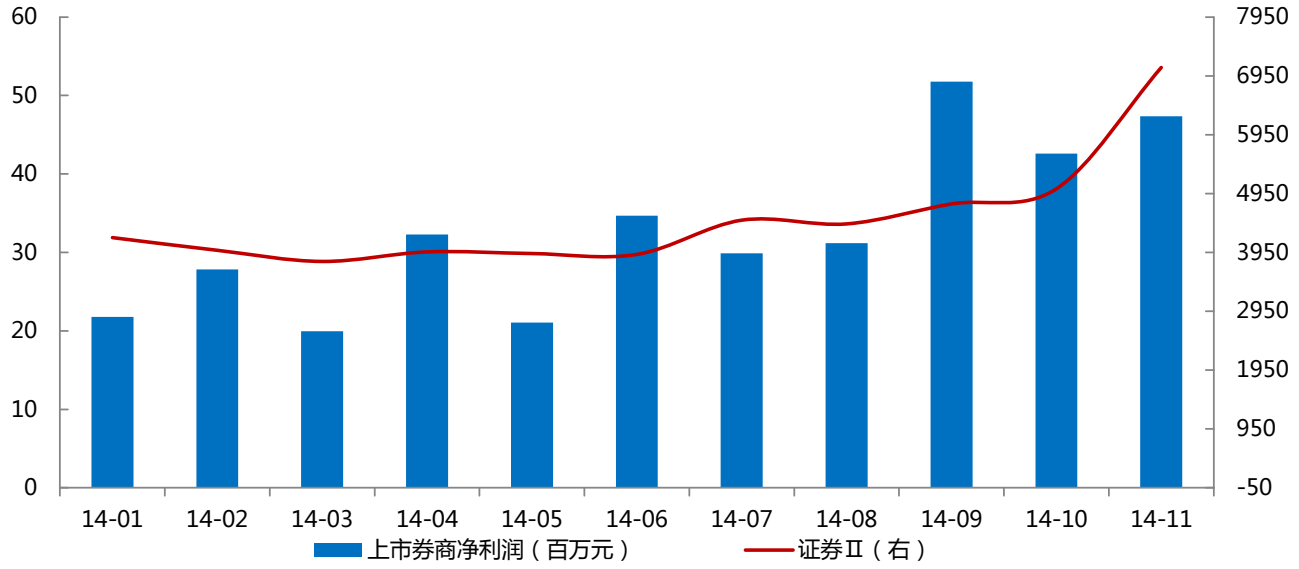
图表 2 7 月份以来场内流动性的三个阶段



资料来源：Wind，方正证券研究所

流动性的宽裕带来了交易量和融资融券为代表的加杠杆工具规模的迅速增长。在实体经济还难以见到显著复苏迹象的情况下，以券商为代表的虚拟金融却享受着由于流动性宽裕带来的净利润同比暴增，截止到 11 月上市券商净利润的同比增速达到 82%，股价也非常剧烈地反映着基本面复苏和流动性估值修复带来的戴维斯双击效应，券商指数 14 年下半年至今（12 月 23 日）上涨了 179.3%，保险指数则上涨了 69.54%，均大幅跑赢市场。

图表 3 14 年券商业绩及股价表现



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 展望：场外进场与场内加杠杆仍将持续

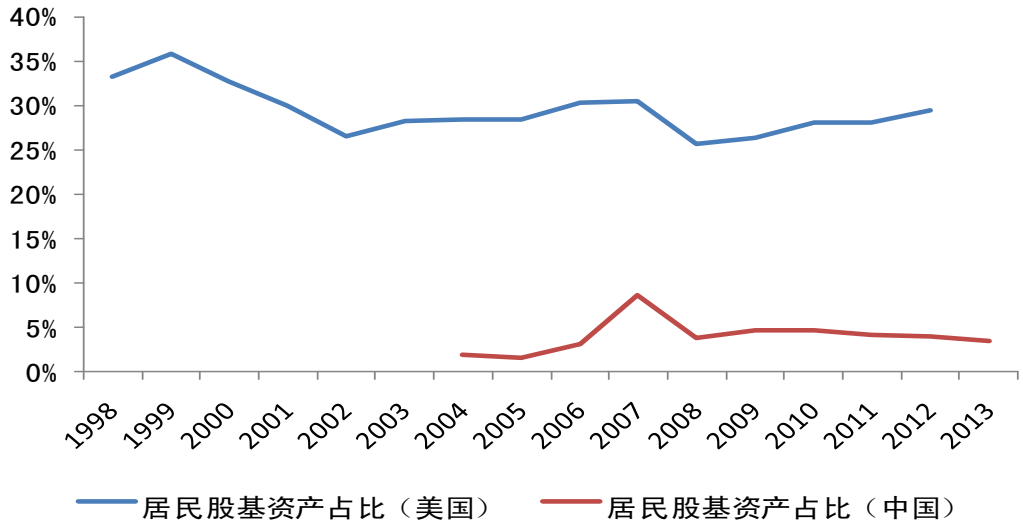
1.2.1 大类资产重配加速场外资金进场

由于房价的不断上涨以及股市缺乏财富效应，股票资产长期以来成为中国居民大类资产中几乎属于末端的配置资产。随着房价的

疲弱、股市逐步具有财富效应以及流动性的持续宽松，预计场外资金进场将不断持续。

从横向对比的角度来看，我国股权资产的比重仅为 4%左右，远远低于以美国为代表的发达资本市场接近 30%的权益类资产配置比例；而从纵向对比的角度来看，随着股市逐步形成财富效应，我国居民资产正向权益类资产倾斜，我国目前居民配置在权益类资产的比例仅为 4%与 07 年牛市中 8.6%的比例相比仍有较大的提升空间。无论从横向和纵向考虑，我国居民资产仍有进一步进入股市的空间，在股市逐步具有财富效应的背景下场外资金继续进场的趋势预计仍将延续。

图表 4 中美两国居民权益类资产配置对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2.2 加杠杆天花板距离依然遥远

这次的牛市与上次不同的地方在于加杠杆的手段更为丰富，包括融资融券、股权质押、伞形信托等加杠杆工具层出不穷。目前融资融券的规模已经达到 1 万亿，股权质押业务规模达到 3000 亿左右。与场外资金不断进场相比，场内资金加杠杆的速度更为迅速，也成为支撑短期市场的关键因素，而融资融券则成为投资者加杠杆的主要工具。

目前，由融资融券引致的交易量占到交易总量的 25%左右。我们预计杠杆工具的出现是市场快牛非常重要的动因，因此，对于融资融券规模的上限测算十分重要。从供给和需求端来考虑，融资融券规模均不是无限的，供给端主要受到证监会对证券公司实行的资本监管和流动性监管约束；而参照国外经验，一国的融资融券的需求主要与投资者结构相关，机构投资者占比较高的市场（如美国）融资融券规模/总市值比例较低而个人投资者占比较高的市场（如台湾）融资融券规模/总市值比例更高。

因此，我们在测算融资融券的规模上限时主要有三大因素共七个约束方程，分别为资本约束（4 个方程）、流动性约束（2 个方程）和需求约束（1 个方程）。**我们在测算过程中，全部采用的所能获得最新公开数据或调研数据，并不考虑此后证券公司补充资本所能引致的融资融券规模增长，因此是一种相对保守的测算方式，实际结果预计将高于预测结果。**

资本约束可以表示为四个约束方程：净资本监管是证监会目前监管证券公司的主要监管指标。证监会在 2000 年 9 月引入了以净资本为核心的风险监管体系，之后历经几次修改逐步形成了目前的四条净资本监管约束，随着券商的盈利模式逐步从通道业务为主转变为资本运用为主，净资本的运用也成为了证券公司开展业务的重要考虑因素。根据证监会的监管法规，净资本监管主要可以表述为以下四个约束方程（所有监管指标按照预警指标测算）：

方程 1）净资本率约束：净资本/净资产不低于 48%；

方程 2）杠杆率约束：净资产/负债不低于 24%；

方程 3）净资本负债率约束：净资本/负债不低于 9.6%

方程 4）风险准备约束：净资本/各项风险准备之和不低于 120%

净资本率约束下的两融规模上限为 7.8 万亿：从公开披露的数据来看，证券公司 2014H 的净资本/净资产比例大约在 66%，净资产规模在 8105 亿，因此证券公司富裕的资本规模大约为 1481 亿，而按照证监会对于证券公司的净资本扣减规则，融资业务消耗净资本约为 2%。按此测算证券公司两融规模的上限为 7.8 万亿。

图表 5 净资本率约束的两融上限测算

		14H1
(1)	净资产（亿元）	8,105
(2)	净资本/净资产（实际）	66%
(3)	净资本/净资产（监管下限）	48%
(4)=(1)*((2)-(3))	剩余净资本（亿元）	1,481
(5)	单位融资融券净资本消耗	2%
(6)=(4)/(5)	新增融资融券规模上限（亿元）	74,060
(7)	融资融券规模（2014H，亿元）	4,064
(8)=(6)+(7)	净资本率约束下融资融券极限规模（亿元）	78,124

资料来源：Wind，方正证券研究所

杠杆率约束下的两融上限为 2.1 万亿：由于证券公司 14H 的杠杆为 3 倍，而按照净资产/负债不低于 24%则意味着杠杆率的上限为 5.2 倍。按此计算，券商的融资融券的规模上限为 2.1 万亿。

图表 6 杠杆率约束的两融上限测算

		14H1
(1)	净资产（亿元）	8,105
(2)	负债（实际，亿元）	16,395
(3)	净资产/负债（监管下限）	24%
(4)=(1)/(3)-(2)	新增融资融券规模上限（新增负债上限，亿元）	17,375
(5)	融资融券规模（亿元）	4,064
(6)=(4)+(5)	净资本约束下融资融券极限规模（亿元）	21,439

资料来源：Wind，方正证券研究所

净资本负债率的两融上限为 2.1 万亿：其本质是方程 1）和方程 2）的叠加，因此其结果因为方程 1）和方程 2）的最小值即为 2.1 万亿。

风险资本准备约束下的两融上限为 28.2 万亿：根据 2014H 披露的数据，证券公司行业平均的净资本/风险资本准备为 692%。按此计算，仍有 3700 亿的风险资本准备可供消耗，按监管规定融资融券的风险资本准备按照证券公司的评级不同分别为业务规模的 1%~10%。按照证券公司 14 年风险评级的加权结果测算，行业单位融资融券的平均风险资本准备消耗为 1.33%。按此计算，券商融资融券的规模上限为 28.2 万亿。

图表 7 风险资本准备约束的两融上限测算

		14H1
(1)	净资产(亿元)	8,105
(2)	净资本/净资产	66%
(3)	净资本（亿元）	5,372
(4)	净资本/风险资本准备（实际）	692%
(5)=(3)/(4)	风险准备（亿元）	776
(6)	净资本/风险资本准备（监管下限）	120%
(7)=(3)/(6)-(5)	剩余风险资本准备（亿元）	3,700
(8)	单位融资融券消耗风险资本准备	1.33%
(9)=(7)/(8)	新增融资融券规模上限(亿元）	277,514
(10)	融资融券规模（2014H，亿元）	4,064
(11)=(9)+(10)	风险资本约束下融资融券极限规模（亿元）	281,578

资料来源：Wind，方正证券研究所

注：（8）中所得 1.33%是根据 14 年券商的评级结果加权平均后计算得到

流动性约束表示为两个约束方程：随着证券公司的杠杆率的提升，证监会也开始重视证券公司流动性风险管理，并于 14 年初由证券业协会发布《证券公司流动性风险管理指引》。创设出流动性覆盖

率（LCR，即公司持有的优质流动性资产与未来 30 天的现金净流出量之比，资产划分见本报告后附表）和净稳定资金率（NSFR，可供稳定资金与所需稳定资金之比，资产划分见本报告后附表），并要求 2015 年 6 月 30 日上述两个指标均达到 100%。

方程 5）LCR 约束方程：

LCR=优质流动性资产/未来 30 天现金净流出不低于 100%

LCR 约束下的两融上限为 7.9 万亿：按照证监会规定，优质流动性资产主要是流动性比较强货币、债券和股票资产，根据草根调研的结果来看行业在 9 月底的 LCR 比例约在 130%。按照我们的测算，在目前监管的 LCR 约束下，融资融券规模上限为 7.92 万亿。

图表 8LCR 约束下的融资融券规模上限测算

	项目（亿元）	14Q3
(1)	货币（上市券商）	4,805
(2)	代理买卖证券业务款（上市券商）	4,313
(3)	债券（上市券商）	2,879
(4)	质押类债券（上市券商）	2,403
(5)	股票（上市券商）	1,343
(6)	质押类股票（上市券商）	620
（7）=(1)-(2)+(3)-(4)+((5)-(6))*50%	高流动性资产（上市券商）	2,002
(8)	上市券商资产占比	55%
(9)=(7)/(8)	高流动性资产（全行业）	3,654
(10)	流动性比例（全行业）	130%
(11)=(9)/(10)	30 日现金净流出（全行业）	2,811
(12)=(9)	30 日现金流出极值（全行业）	3,654
(13)=((12)-(11))/5%	新增融资融券上限	73,087
(14)	融资融券规模	6,111
(15)=(13)+(14)	LCR 约束下融资融券极限规模	79,198

资料来源：Wind，方正证券研究所

*注：股票资产占高流动性资产的比例为 50%，故（7）=(1)-(2)+(3)-(4)+((5)-(6))*50%;未清偿融出资金占流出现金的比例为 5%，故（13）=((12)-(11))/5%*

方程 6）NSFR 约束方程：

NSFR=可供稳定资金/所需稳定资金不低于 100%

NSFR 约束下的两融上限为 1.5 万亿：可供稳定资金主要包括净资产、可供出售金融资产浮盈、超过一年的次级债和应付债以及长期借款。按照我们的测算 NSFR 约束下的融资融券规模上限为 1.5 万亿。

图表 9NSFR 约束下的融资融券规模上限测算

		金额（2014Q3）
(1)	净资产(上市券商)	4,707
(2)	浮盈总额(上市券商)	130
(3)=(1)+(2)	调整后净资产(上市券商)	4,836
(4)	应付债券(上市券商)	1501
(5)	长期借款(上市券商)	128
(6)=(3)+(4)+(5)	可用稳定现金流(上市券商)	6465
(7)	上市券商资产占比	55%
(9)=(6)/(7)	可用稳定现金流（全行业）	11804
(10)	NSFR	130%
(11)=(9)/(10)	所需稳定资金	9080
(12)	四季度券商新增稳定资产	1,598
(13)=(9)+（12）	所需稳定资金极值	13402
(14)=((13)-(11))/50%	新增融资融券极值	8,644
(15)	融资融券规模（亿元）	6,111
(16)=(15)+(14)	NSFR 约束下融资融券极限规模（亿元）	14,755

资料来源：Wind，方正证券研究所

注：根据监管规定，融资融券消耗的净稳定现金比例为 50%，故（8）=（(12）-（11））/50%；新增稳定资产（12）指的是券商在四季度通过股权和非短融性债权融资的额度

需求端约束下的两融上限约为 4 万亿：从融资融券的需求端考虑，融资融券规模/市值比例较具有参考性。因为海外证券公司的净资本监管比较宽松，杠杆率明显高于我国，融资融券规模/市值更能反映海外市场的融资融券的需求空间。对比美国和台湾这两个投资者结构有较大差异的市场，其融资融券/总市值的比例也有较大差异，其中台湾市场的融资融券规模/总市值的比例峰值达到 5.5%，历史平均水平为 2.1%，而美国市场这个指标明显偏低。我们认为这主要是由于融资融券工具更加适合于散户，散户主导的市场一般融资融券的规模较高。因此，台湾市场对于测算我国融资融券需求上限更具有参考性。而我国目前融资融券规模/总市值比例约为 2.7%，如果股市持续上涨预计该比例能持续上涨，台湾市场中融资融券规模/总市值比例从 2.7%上升到 5.5%过程中（1996 年 2 月到 1998 年 5 月），融资融券实际规模增长了 4.1 倍。如参照台湾经验来看，需求端的融资融券的上限约为 4 万亿（1 万亿*4）

图表 10 各国融资融券规模/总市值（%）

资料来源：Wind，方正证券研究所

综上所述，**即使采用比较保守的方式（券商不进行任何补充资本或流动性的假设）计算，融资融券规模上限将受到 NSFR 的约束，规模上限为 1.5 万亿，和现在融资融券的规模相比，仍有接近 5000 亿的空间。随着各家证券公司纷纷通过股权或者债券的模式补充资本和流动资金，将进一步打开融资融券的业务空间。**

如果考虑到证券公司采用包括股权、次级债、公司债等多种融资工具融资的话，融资融券的上限将达到 2.1 万亿（受制于杠杆率约束）。因此，我们认为场内资金加杠杆还远没有遇到瓶颈，加杠杆进程还是能够进一步进行下去。

图表 1114 年以来证券公司的融资情况

债券种类（亿元）	‘1 月~4 月	’ 5 月~8 月	‘9 月~12 月
证券公司债	40	215	491
次级债	278	306	871
可转债		25	
短融券	7,699	6,822	7,031
股权（仅包含上市券商）	179	316	236

资料来源：Wind，方正证券研究所，港股增发按增发日汇率转化成人民币

场外资金的不断进场和场内资金加杠杆的持续，将会使得流动性驱动的牛市能继续进行下去，以券商和保险为代表的非银金融板块也将受益于流动性的持续宽松。

2.券商板块：15 年行情依然看好

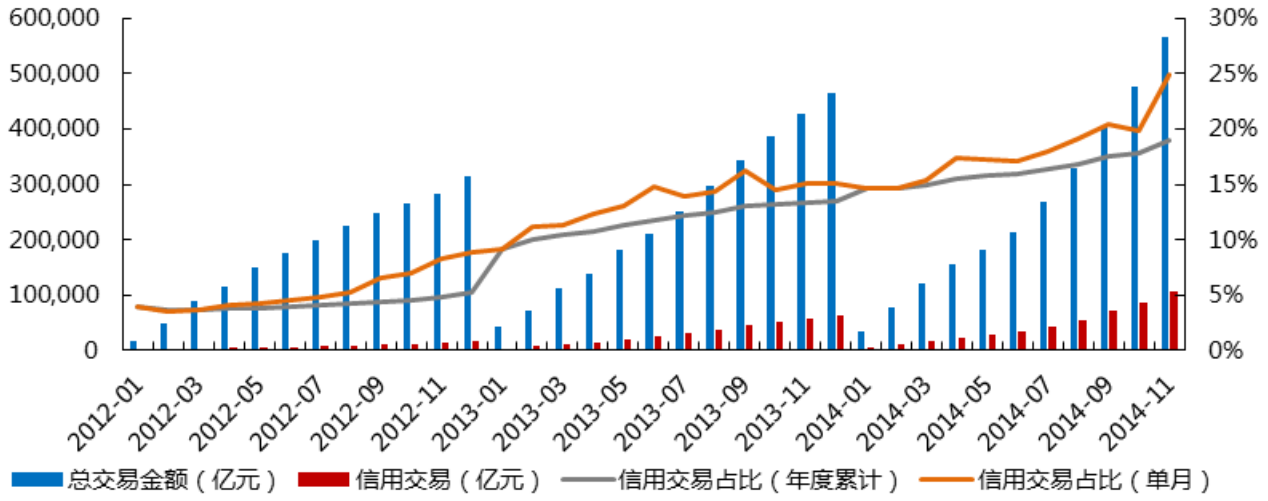
从 12 年创新 11 条推出以来，以往单纯依靠通道业务的盈利模式和盈利结构正在发生积极变化。不可否认我国现在的券商的盈利能力和盈利结构，与世界上领先的高盛、摩根等确实存在一定的差距。但我国券商正在成长期，特别在牛市中业绩驱动估值增长的戴维斯双击过程对于股价和市值起到非常明显的共振效果。

2.1 基本面：牛市中传统业务与创新业务的共振

2.1.1 传统业务依然是牛市的弹性业务

随着牛市的到来，经纪业务的交易结构从纯粹的通道业务向由信用交易引发的经纪业务转换。目前由信用交易导致的交易量占比达到 25%（月度），并处于不断提升的趋势之中，信用交易引致的经纪业务佣金率普遍高于纯通道业务，预计随着信用交易规模的扩张，行业整体佣金率下降趋势减缓，从我们调研的情况来看，我们认为 14 年 7 月份步入牛市之后行业佣金率没有出现下滑的迹象。

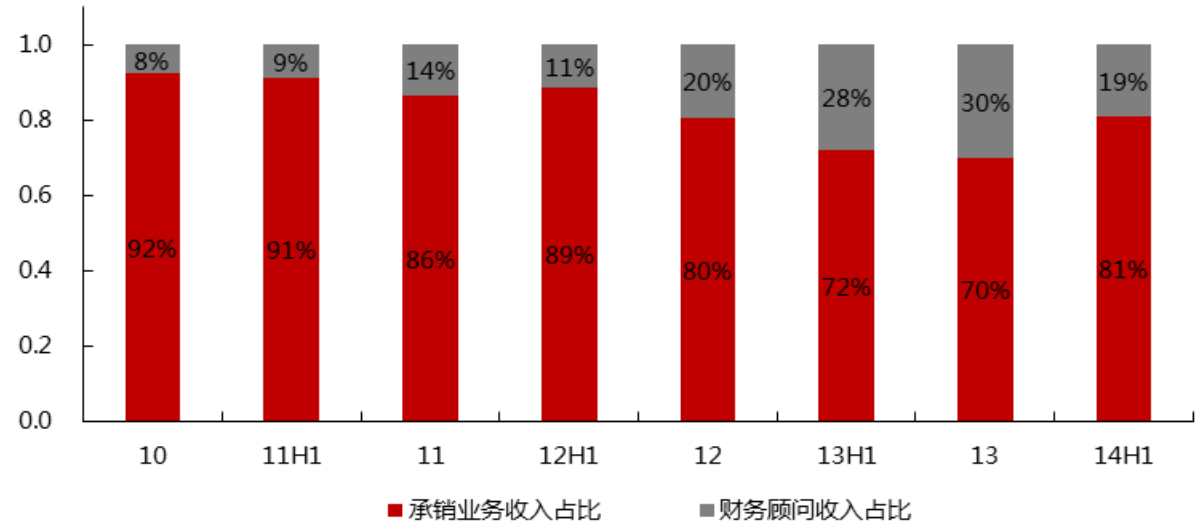
图表 12 信用交易规模及占比



资料来源：Wind，方正证券研究所

过去几年投行业务的转型也十分明显，传统的承销业务收入贡献已经显著下滑，以华泰证券为代表的证券公司已经逐步把业务重心从传统承销业务向财务顾问业务转移。随着牛市的进展，上市公司更有动力进行并购，并购业务有望再次迎来新的发展机遇。

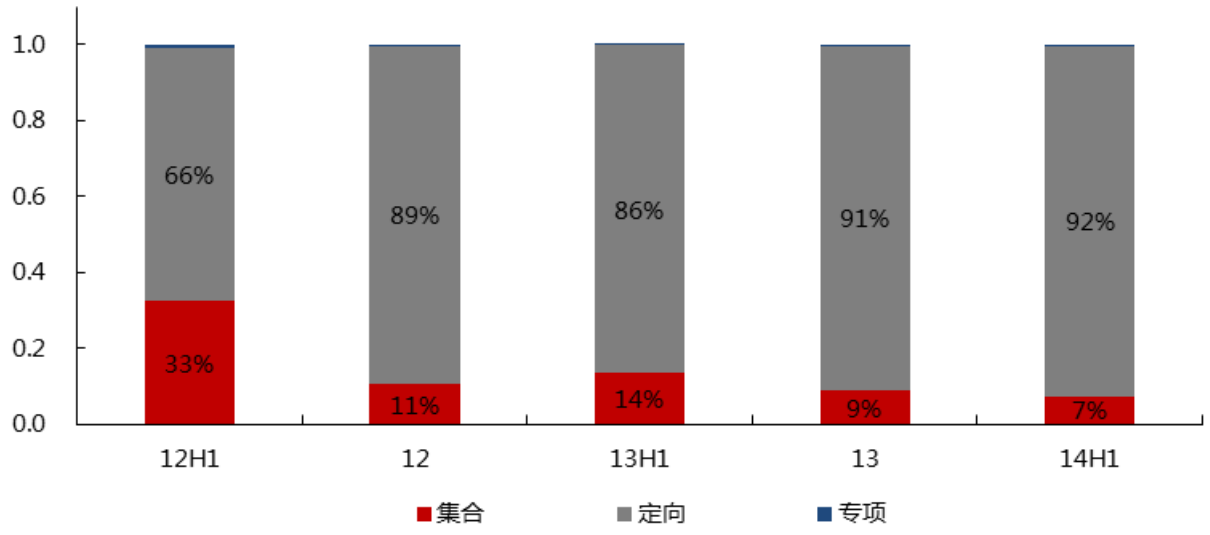
图表 13 上市券商投行业务收入结构



资料来源：上市公司定期报告，方正证券研究所

自从 2013 年 6 月开始，证券公司停发大集合产品，使得证券开始向定向资产管理业务转移，针对机构的定向资产管理产品的规模已经远远高于集合计划。由于 14 年以来定向资产管理产品规模的迅速扩张以及专项资产管理产品明年的开闸，特别是 PPP 模式已经被明确为证券公司专项资产管理产品基础资产的负面清单之外，预计证券公司资产管理业务收入仍将呈现快速发展。

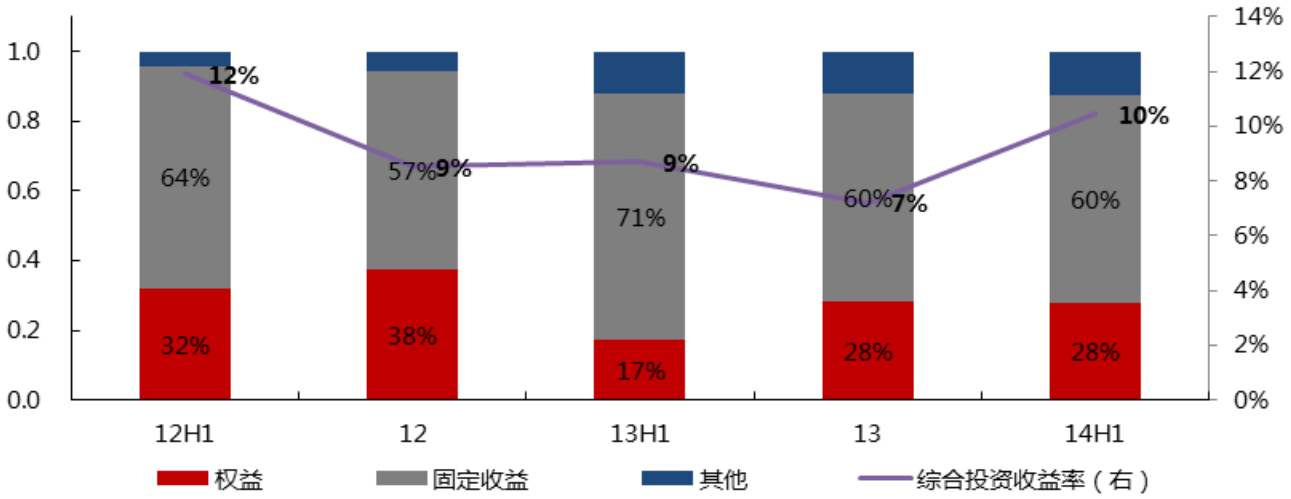
图表 14 上市券商资产管理业务规模结构



资料来源：上市公司定期报告，方正证券研究所

从证券公司的自营业务结构来看，股债配置更加均衡，相较前几年收益率的稳定性有所加强，收益率的波动性与前些年相比有稳定下降。由流动性驱动的牛市结果大概率是股债双牛，债券占比不断提升的自营结构同样将在流动性驱动的牛市中受益；而且证券公司的大部分自营资产是以交易性金融资产和可供出售金融资产的形式存在，在牛市中资产的重配可以较快实现，预计自营业务在牛市中仍将成为券商收入弹性较大的一项业务。

图表 15 自营资产结构以及收益率



资料来源：Wind，上市公司定期报告,方正证券研究所

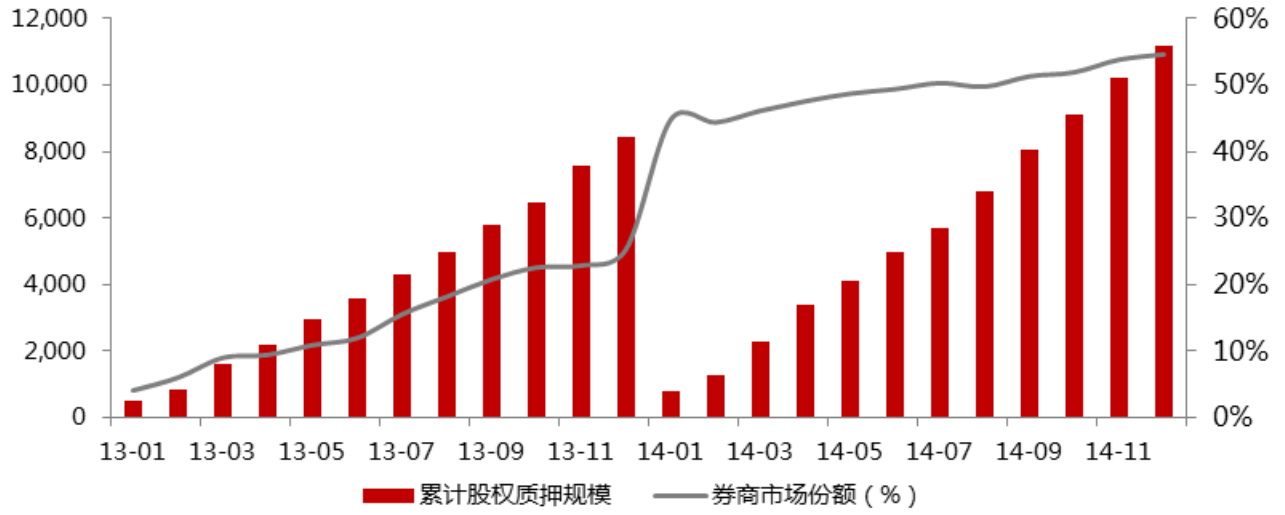
2.1.2 资本中介业务在牛市中有望加速

正如前文的测算，券商的融资融券业务还有较大空间，除此以外，券商的股权质押和约定购回业务也将成为支撑业绩增长的重要支点。

股权质押方面，证券公司股权质押业务的存量市场份额达到 30%；年初至今的股权质押业务市场份额维持在 50%左右，随着 13 年 6 月场内股权质押业务的开展，券商在股权质押业务上比银行和信托更有优势，也在不断抢夺市场份额。因此我们预计此类业务仍有进一步增长的可能，预计未来证券公司在这块业务上的存量市场份额有望达到 50%，从而取代银行成为股权质押业务的主要参与方。

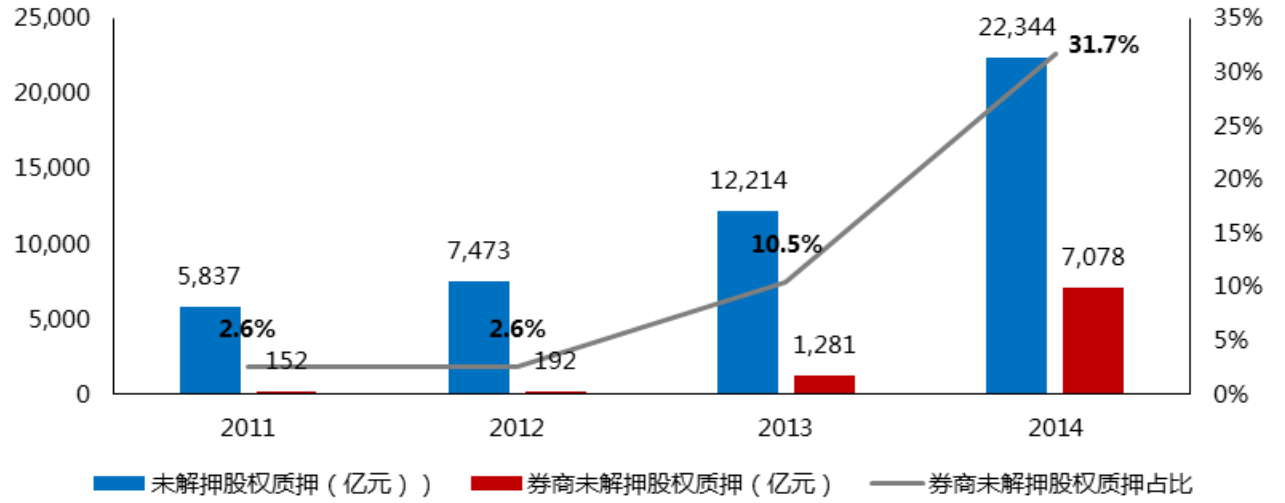
由于股权质押的主要客户是大股东而非散户，而目前上市公司前 10 大股东的合计占总市值的 70%，假设未来有 30%的大股东进行股权质押，且质押率为 40%，则这块业务未来的市场空间为 30 万亿*70%*30%*40%=2.52 万亿。随着场内股权质押的推出，在新增业务上券商的市场份额目前达到 50%，并有望维持在这个水平，如按此测算未来券商在该项业务上的放款规模的市场空间为 1.26 万亿左右。目前券商在该项业务上的利差为 2%，有望给券商贡献 250 亿左右的收入。

图表 16 股权质押业务的增量数据



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 17 股权质押业务的存量数据



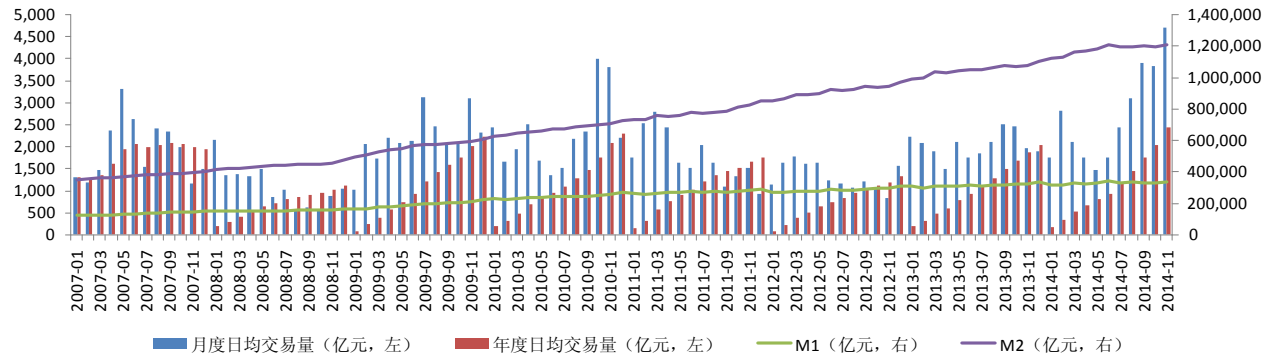
资料来源：Wind，方正证券研究所

2.1.3 基本面持续向上，预计明年行业利润 43%增长

随着传统业务与创新业务的共振，预计券商行业明年仍将保持较高速的增长，ROE 仍将维持上升趋势。

参考上一波牛市，月度日均交易量的顶点是 07 年 5 月，当时日均交易量达到 3323 亿，07 年全年的日均交易量达到 1939 亿。但与当时相比，我国目前的 M2 为 121 万亿，是 07 年 4 月 36.7 万亿的 3.3 倍；活化资金 M1 为 33.5 万亿，是 07 年 4 月的 12.8 万亿 2.6 倍。因此，在目前流动性驱动的牛市逻辑没有发生变化的情况下，此次月度日均交易量的顶峰应为 1 万亿（按照 07 年月度日均的顶峰值的 3 倍测算），全年的日均交易量为 5800 亿左右（按照 07 年全年日均的 3 倍测算）。

图表 18 日均交易量与货币供应量



资料来源：Wind，方正证券研究所

在股市逐步形成财富效应的前提下，日均交易量在不断增长，预计明年 4000 亿日均交易量有较大概率实现，融资融券规模也有望持续增长；此外，随着市场回暖，预计 IPO 家数明年也有望大幅增长；在牛市中券商的自营业务也有望实现较高的投资收益率。

因此，我们对于券商行业明年的业绩增长持乐观态度，我们预计全行业明年的业绩增速将达到 43%。

图表 19 券商 15 年业绩预测关键假设

关键假设	2012	2013	2014E	2015E
经纪业务				
日均交易量	1,316	2,050	3,181	4,000
佣金率	0.08%	0.08%	0.07%	0.06%
自营业务				
投资资产	4,800	5,816	6,500	7,475
投资收益率	6.3%	5.8%	9.0%	9.0%
资管业务				
集合规模	2,052	4,500	6,000	6,000
定向规模	16,847	47,500	61,750	61,750
专项规模	35	100	150	200
投行业务				
IPO 规模	995	0	669	1,500
定增规模	3,480	3,000	6,868	8,242
配股规模	121	500	138	550
资本中介业务				
融资融券规模	895	3,400	10,000	14,000
股权质押规模(市值)	303	2,000	7,240	9,412

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表 20 券商行业 15 年业绩预测

券商行业收入结构	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	1,295	1,592	2,363	3,146
--经纪业务	504	759	1,070	1,218
--自营业务	290	306	554	629
--资管业务	27	70	109	122
--投行业务	213	173	306	431
--利息收入	144	137	246	569
其中：资本中介收入	61	203	735	1,318
--其他	117	147	162	178
营业支出	856	1,005	1,328	1,545
--营业税金及附加	71	88	134	173
--管理费用及其他	784	918	1,193	1,372
营业利润	439	587	1,116	1,601
所得税	110	147	279	400
净利润	329	440	837	1,201
--净利润增速	**-16%**	**34%**	**90%**	**43%**

资料来源：Wind，方正证券研究所

2.2 政策面：利好政策有望支撑行业估值

从间接融资走向直接融资是未来金融改革的主要方向，回顾 18 大以来一系列金融改革政策均是围绕这一主线推出的。对于券商行业而言，自上而下的政策改革主要包括监管松绑、市场建设和交易制度的改革三大方面，这也成为券商行业业绩成长的重要动因。

图表 21 十八大以来利好券商的主要金改政策

类别	时间	具体规则	主要内容
监管松绑	2012 年 12 月	修订发布《证券公司次级债管理规定》	扩大机构投资者范围、允许在交易所和银行间市场私募发行转让、允许储架发行
	2013 年 2 月	《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	允许证券公司开展公募基金业务
	2013 年 3 月	《证券公司资产证券化业务管理规定》	允许证券公司开展资产证券化业务
	2013 年 5 月	《关于落实〈证券公司分支机构监管规定〉的通知》	证券公司设立分支机构不再受数量和区域限制
	2014 年 4 月	多家券商获得互联网业务试点资格	包括中信证券在内的多家券商得以建立账户体系
	2014 年 10 月	《上海证券交易所证券公司短期公司债券业务试点办法》	推出短期公司债品种，提升券商放杠杆的能力
市场建设	2013 年 2 月	《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》	完善新三板交易制度、挂牌范围扩展到全国
	2013 年 11	《关于进一步推进新股发行体制改革的	逐步推进注册制，减少新股上市行政色彩

	月	意见》	
	2014 年 4 月	中港证监会发布《联合公告》	推进沪港通
	2014 年 5 月	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	指明了我国证券市场发展的长期方向
交易制度	2013 年 8 月	证监会推出国债期货品种	5 年期国债期货上市
	2014 年 8 月	《中国证券登记结算有限责任公司证券账户管理规则》	推出一码通，一人一户被取消

资料来源：Wind，方正证券研究所

展望 15 年，利好政策仍将围绕上述三个大的方向推进，预计监管层在 15 年推出的具体政策主要包括**注册制的推出、净资本监管约束的放松和新的交易制度及交易品种的完善，这些政策的推出都将形成券商估值端的支撑因素。**

2.2.1 注册制的推出增加投行业务收入

由于我国对企业上市有较严格的持续盈利要求，使得具有最具有创新能力的企业如腾讯、阿里巴巴等国内知名企业无法在国内挂牌上市。

证监会推动以简政放权、放开前端管控、加强事中事后监管为主要内容的监管转型，预计 15 年将进一步推进这项工作。姚刚副主席在 12 月 3 日的“加快发展多层次资本市场主题座谈会”上表示目前证监会已经将股票发行注册制改革的方案上报，15 年将公开征求意见。注册制的推出将使得更多的企业具有上市的可能，也为券商的投行业务贡献更多的收入。参照海外经验，预计未来实行注册制之后，主板上市公司的数量将会迅速增长，也会给券商行业带来显著的投行业务收入贡献。

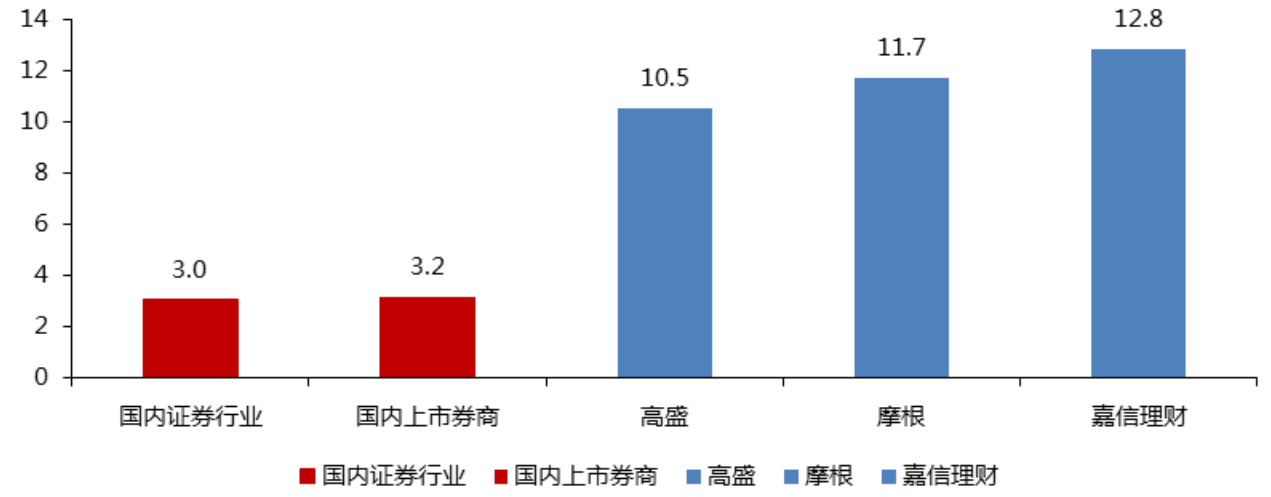
2.2.2 券商资本约束放松打开杠杆率天花板

目前证券公司的收入结构正逐步从通道类业务向资本中介型业务转移，以往轻资产的盈利模式正向重资产转移。而且，证监会对于证券公司的监管重心也从以往的行为模式监管向净资本和流动性监管转移。净资本规模成为衡量券商行业长期竞争力的重要指标。

随着融资融券、股权质押业务规模以及其他创新业务的快速增长，券商行业整体的杠杆率提升速度非常迅速，目前行业杠杆率达到 3 倍，但与海外投行相比杠杆率仍有较大差距。

我国证券公司的盈利模式正向海外投行业的盈利模式发展，但杠杆率上限的监管制约了证券公司创新业务的发展。证监会也在推进净资本约束的放松，使得券商行业能够更顺畅的提升杠杆。按照我国目前的监管规则杠杆率的上限为 5.2 倍，预计新的净资本监管规定将大幅提升券商杠杆率的上限，达到 10 倍左右。

图表 22 我国证券公司与海外证券公司杠杆率对比



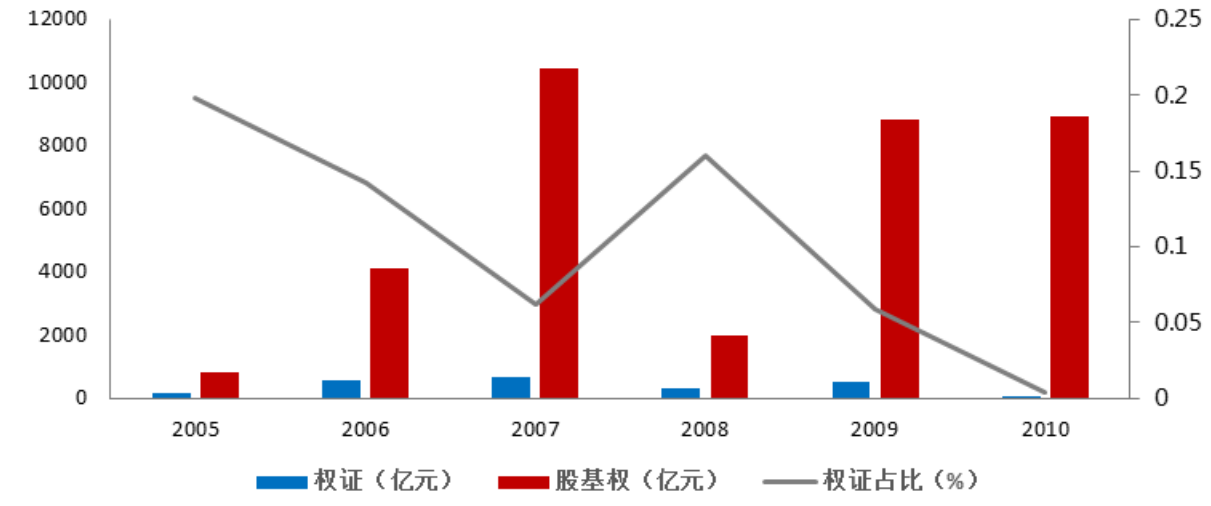
资料来源：Wind，Bloomberg,方正证券研究所

2.2.3 交易制度的完善提升交易和做市收入

我国 A 股的交易制度相比海外仍较为初级，表现为品种单一和交易制度不完善。而这也预计成为 15 年监管层改革资本市场建设的重点之一。

交易品种方面，股票期权预计有较大概率能够推出，参照权证交易的经验来看，预计股票期权能够占到总交易量的 10%左右，而且股票期权也有望能带来一定的做市收入，有望成为一项显著贡献收入的业务。

图表 23 权证交易量情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

2.3 投资建议：趋势仍在但分化概率较大，个股推荐三条主线

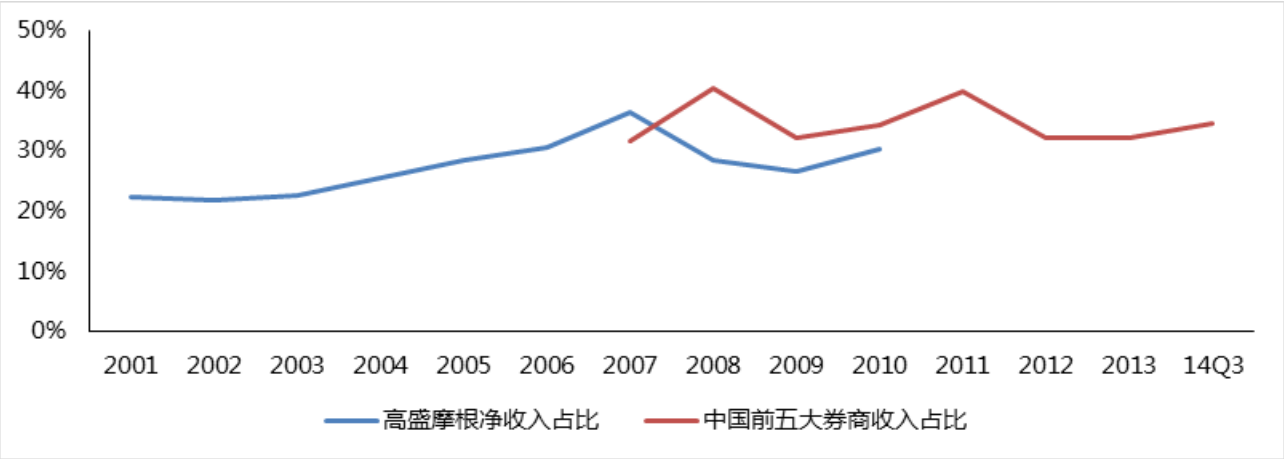
尽管券商近期涨幅较大，但由于交易量仍未到达顶点，融资融券规模也处于增长阶段且空间依然较大，因此券商板块的估值水平并没有呈现泡沫化状态。我们对于板块在未来牛市中的走势依然比较乐观。

个股层面上，随着市场热点的迅速转换，板块个股涨幅几乎无差别的普涨情况预计将改变，板块个股之间的差异 15 年将更加明显。行业创新政策在 15 年有望继续推进，以中信证券、海通证券为代表的大券商将更加受益，且在 H 股融资后两家券商也有望在凭借在资本中介业务上的成本优势积累客户；牛市中券商传统业务业绩较好，给予中小型券商创新和扩张的机遇，具有创新和扩张思维的中小型券商有望进一步拉开与同一梯队同业的差距，广发证券、华泰证券、锦龙股份和国金证券值得关注；15 年基本面持续复苏，股东结构改善使得客户资源大幅拓展的光大证券的走势也值得期待。

2.3.1 受益创新政策、受益市场集中度提升的行业龙头

由于我国证券行业以往采用较为严格的监管政策，在非市场化的监管模式下，市场份额较为分散，市场集中度远远低于发达资本市场，地区性券商林立。随着监管政策逐步步入市场化，预计未来有资本优势、人才优势以及资源优势的大型券商将会迎来市场份额提升的机遇。

图表 24 中美券商收入集中度对比



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

而且在牛市中，资本中介业务的增长速度更快，有资本优势的大型券商更能满足客户需求，从而市场份额提升速度较快。

因此，我们看好**中信证券**（600030）和**海通证券（600837）**在享受监管红利以及牛市扩张中的发展机遇。

2.3.2 勇于转型，牛市扩张型的广发证券、华泰证券、锦龙股份和国金证券

除了中信证券和海通证券外，我们还看好勇于转型，且在牛市中扩张型的券商。其中典型的代表是广发证券、华泰证券、锦龙股份和国金证券。

其中，**广发证券（000776）**各条业务线均位于行业前列基本面颇为扎实，且目前积极推进 H 股上市，积极开展海外业务；此外，公司与新浪网的合作模式突破了以往流量导入的互联网模式，而是流量结合服务的合作模式，更有利于未来市场份额的提升；同时，公司还存在一定的股权激励预期，有利于公司估值的提升。

华泰证券（601688）近年来在重组并购业务上形成了显著的领先优势，目前已经成为重组并购业务上的行业标杆；而且互联网战略清晰，经纪业务市场份额提升速度最快，目前公司的经纪业务市场份额达到 8.03%与 13 年相比提升了 1.9 个百分点，为行业内经纪业务市场份额上升最快的券商。目前公司也在积极推进 H 股上市进程，积极通过多种模式补充资本，积极转型与增强资本实力并重的华泰证券值得期待。

锦龙股份（000712）则是上市券商中机制最为灵活，起点最低的小型券商。在监管趋于市场化后其公司治理机制上的优势能够逐步体现，公司基本面极其扎实，且有望实现业绩的持续高速增长，是券商板块内少有的能够实现跨越周期的成长型品种。

国金证券（600109）是国内首家与互联网企业进行流量导入合作的券商，目前公司的市场份额稳定在 1%，较去年增长 0.3 个百分点，市场份额提升迅速。公司的民营背景使得机制好于大部分的上市券商，且在牛市中，公司的互联网模式更有利于抓取零售客户，我们依然看好公司在 15 年的业绩持续增长和互联网金融股战略的继续推进。

2.3.3 业绩反转、股东结构改善推荐光大证券

由于 13 年 8.16 事件的影响，**光大证券（601788）**14 年上半年的业绩受到较大负面冲击。14 年 7 月 7 日，公司业务经营回归常态化监管。预计 15 年光大证券的业绩将实现超越行业平均的快速增长。

此外，光大证券的股东光大集团也在进行改制，新的组织架构搭建后，重组后的光大集团将增持光大银行的股份至 24%，成为光大银行第一大股东，预计重组之后光大证券和光大银行的协同作用有望加强，有利于光大证券客户资源的拓展和业绩的增长。

2.4 券商行业估值表

图表 25 券商行业估值表

公司名称	股票代码	股票价格	EPS			PE			评级
		2015/12/31	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
中信证券	600030	33.9	0.48	0.9	1.09	71.22	37.61	31.08	强烈推荐
海通证券	600837	24.06	0.42	0.66	0.91	57.15	36.6	26.42	强烈推荐
广发证券	776	25.95	0.48	0.81	1.23	54.06	31.99	21.18	强烈推荐
华泰证券	601688	24.47	0.39	0.69	1	61.96	35.31	24.42	强烈推荐
锦龙股份	712	27.2	0.06	0.52	0.79	453.33	51.81	34.53	强烈推荐
国金证券	600109	19.79	0.24	0.38	0.58	80.81	52.37	34.28	推荐
光大证券	601788	28.54	0.06	0.44	0.93	474.05	64.69	30.84	推荐
券商平均						**80.94**	**44.03**	**30.73**	
公司名称	**股票代码**	**股票价格**	**BVPS**			**PB**			**评级**
		2015/12/31	**2013A**	**2014E**	**2015E**	**2013A**	**2014E**	**2015E**	
中信证券	600030	33.9	7.96	8.79	9.61	4.26	3.86	3.53	强烈推荐
海通证券	600837	24.06	6.42	7.08	7.79	3.75	3.4	3.09	强烈推荐
广发证券	776	25.95	5.85	6.58	7.56	4.44	3.94	3.43	强烈推荐
华泰证券	601688	24.47	6.46	7.08	7.88	3.79	3.45	3.11	强烈推荐
锦龙股份	712	27.2	2.48	2.97	3.88	10.99	9.15	7	强烈推荐
国金证券	600109	19.79	5.2	3.62	4.09	3.81	5.46	4.84	推荐
光大证券	601788	28.54	6.68	7.24	8.03	4.27	3.94	3.55	推荐
券商平均						**4.91**	**4.22**	**3.81**	

资料来源：Wind，方正证券研究所

3.保险板块：极其看好寿险

2015 年保险行业的基本面是较为确定的，相对于财产险，我们更看好寿险，原因在于：

- 寿险投融资体系的强化完善；
- 政策红利的逐步释放。

对于寿险非传统险定价利率放开及 2015 年中期或将推行的“偿二代”，我们倾向于从积极角度解读：

- 我们认为业界和资本市场对于寿险非传统险定价利率放开已有较强预期，业界有一定措施保证逐步过渡，而资本市场也已经部分提前将其影响消化在股价中。此外，非传统险主要是分红险和万能险，本身已经是半市场化产品，客户注重的是分红水平和结算利率，定价利率的放开只是保证利益的提升，我们认为影响有限，往好处看，定价利率放开极大概率会倒逼产品创新，以产品推动保费增速的逐步升温。
- 援引保监会财会部（偿付能力监管部），“‘偿二代’将释放资本，从目前测试结果看，财产险将释放 500 亿元资本，寿险将释放 5000 亿元资本。人身险公司偿付能力充足率从 215%上升到 219%，财产险公司偿付能力充足率则从 251%下降到 242%”。虽然“偿二代”最终施行方案未定，险企间偿付能力波动结果存在差异，但我们倾向于认为监管层会保持从“偿一代”（即 RBC 体系）到“偿二代”的平稳过渡，我们也倾向于认为与风险挂钩的偿付能力体系对于治理规范、业务结构合理的险企是有利的。

3.1 寿险投融资体系的强化完善

从投融资体系的角度看，保险行业就是融资端从客户收取保费，投资端利用本身加杠杆的资金平台进行稳健投资，覆盖客户风险转移的成本以及与客户分享资金运营收益。

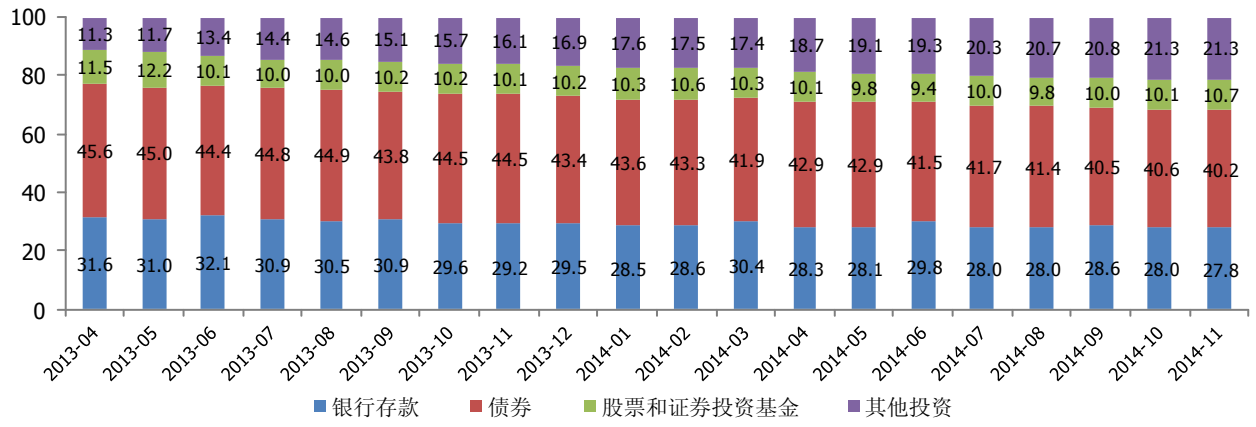
3.1.1 投资端受益于加杠杆的资金运作平台

2015 年险企权益和非标将适度加仓。市场利率下行往往伴随资本市场较好表现，我们预计 2015 年险企会主动提升权益和非标配置，由于大类资产配置多为年初制定，半期或有微调，现阶段剔除银行指数或沪深 300 指数的涨幅外，权益占比波动不大。同时，我们认为后续除少数资本运作型险企及冲规模的新、小险企外，大部分险企权益主动加仓幅度有限，5pt 以内，而且规模越大的险企加仓幅度越谨慎：

- 如今大部分险企注重收益稳定性而非投机高收益；
- 险企投资激励机制市场化程度相对较低；

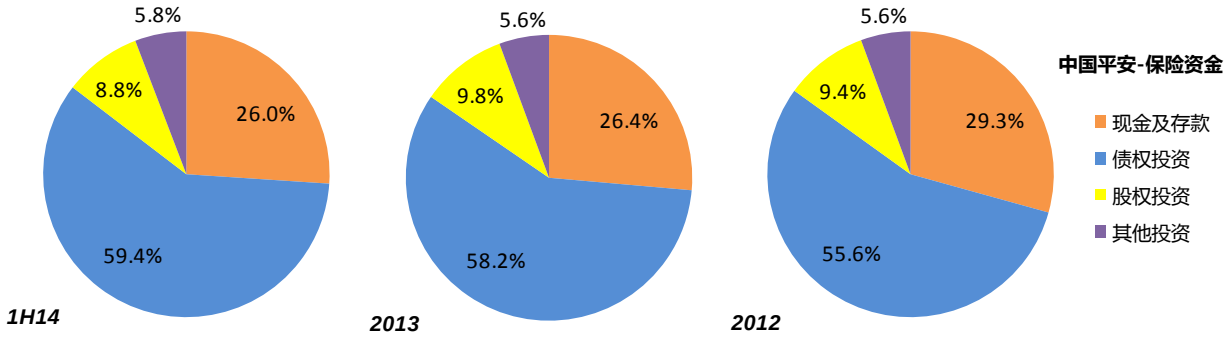
➢ “偿二代”体系加大投资配置的复杂度。

图表 26 保险资金投向占比(%)



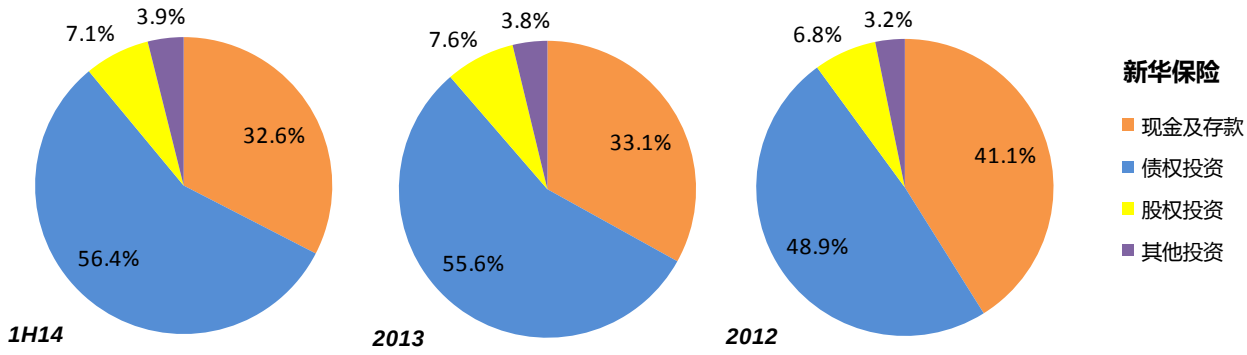
资料来源：CIRC，方正证券研究所

图表 27 中国平安保险资金大类资产配置



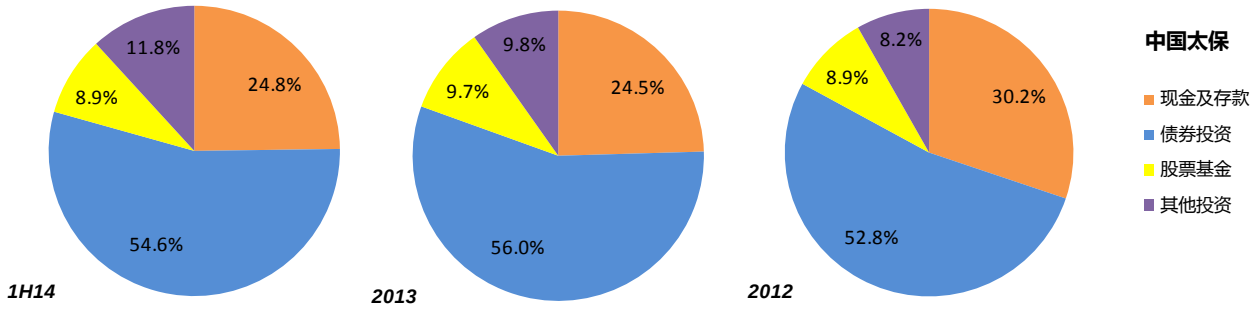
资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表 28 新华保险大类资产配置



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表 29 中国太保大类资产配置

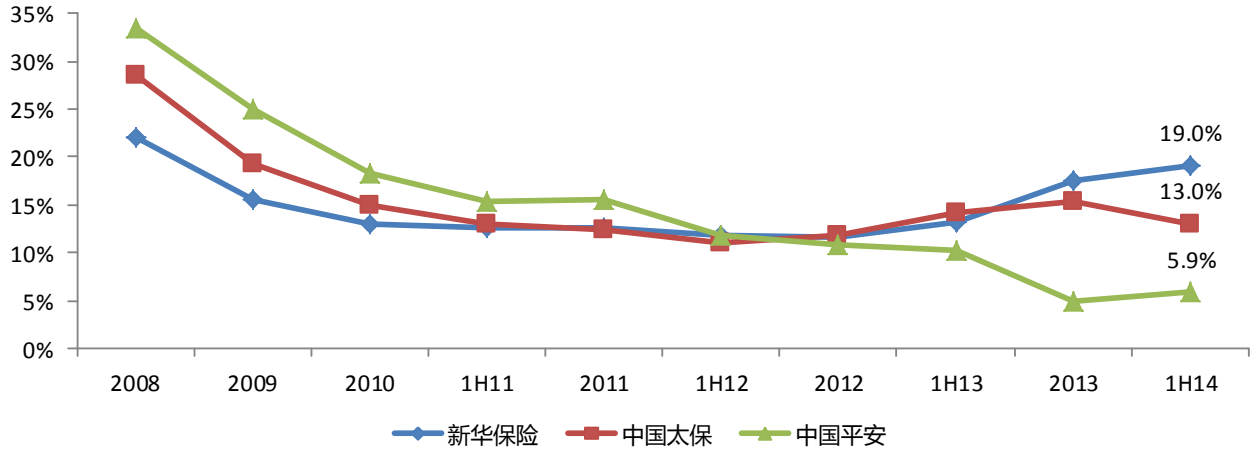


资料来源：公司资料，方正证券研究所

新华保险净资产股债投资弹性居首，中国平安权益投资弹性次之。寿险盈利可预测性差，可以通过调节准备金和投资收益调节利润，我们静态测算净资产较市场收益率下行的弹性及权益仓位变动的弹性发现，新华保险净资产较债券市场收益率下行及较权益仓位波动的弹性最大；中国平安净资产较权益仓位波动的弹性次之。

- **新华保险可供出售类债券占比最高，净资产较债券市场收益率下行弹性最大。**目前进入降息通道，以上市险企“可供出售类债券/投资资产”静态度量，现有大类资产配置结构下，新华保险可供出售类债券在投资资产中占比达到 19%，大幅领先中国太保和中国平安，净资产较债券市场收益率下行的弹性最大。

图表 30 上市险企净资产较债券市场收益率弹性（静态以“可供出售类债券/投资资产”度量）



资料来源：公司资料，方正证券研究所

- **新华保险和中国平安净资产变动较权益仓位波动弹性较大。**由于市场环境不断变化及险企投资思路的波动，我们认为以回归方式演绎权益投资弹性衡量比较有限，此外，在险企权益配置中，交易类占比较小，其波动直接计入净利润，而可供出售类占大头，公允价值波动计入资本公积进而计入净资产，我们将以 13 年底和 14H1 的资产结构作为参照，假定权益仓位等量提升，如同时增加 1pt，静态测算权益投资弹性。

假定投资资产中占比 a 重配为可供出售类权益，股市波动为 b，净资产新值 = (可供出售类权益 + 投资资产*a)(1+b) + (净资产-可供出售类权益–投资资产*a)，净资产的波动幅度可以用“可供出售类权益/净资产*b + 投资资产/净资产*a*b”衡量，新华弹性最大，而在满足 a>1.67%的情况下，平安弹性大于太保，我们预计此条件大概率满足。

图表 31 上市险企“可供出售类权益/净资产”比值

		2008	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	1H14
新华保险	可供出售类权益	25	189	366	286	260	295	287	296	314	313
	净资产	14	42	66	205	313	349	359	377	393	433
	可供出售类权益/净资产	***182%***	***446%***	***557%***	***140%***	***83%***	***84%***	***80%***	***79%***	***80%***	***72%***
中国太保	可供出售类权益	138	480	548	670	529	620	622	675	734	785
	净资产	486	747	803	798	768	817	962	963	990	1,063
	可供出售类权益/净资产	***28%***	***64%***	***68%***	***84%***	***69%***	***76%***	***65%***	***70%***	***74%***	***74%***
中国平安	可供出售类权益	317	629	741	991	1,073	1,340	1,085	1,173	1,363	1,415
	净资产	788	850	1,120	1,343	1,309	1,468	1,596	1,728	1,827	2,065
	可供出售类权益/净资产	***40%***	***74%***	***66%***	***74%***	***82%***	***91%***	***68%***	***68%***	***75%***	***69%***

资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表 32 上市险企“投资资产/净资产”比值

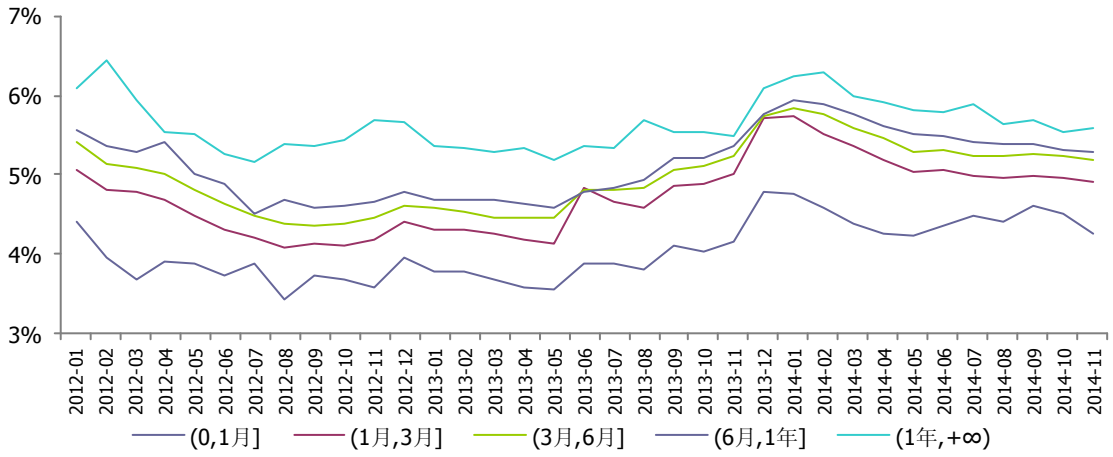
		2008	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	1H14
新华保险	投资资产	1,558	1,967	2,929	3,346	3,740	4,529	4,792	5,165	5,496	5,948
	净资产	14	42	66	205	313	349	359	377	393	433
	投资资产/净资产	***112.9***	***46.4***	***44.6***	***16.3***	***11.9***	***13.0***	***13.4***	***13.7***	***14.0***	***13.7***
中国太保	投资资产	2,881	3,660	4,358	4,905	5,225	5,866	6,273	6,619	6,668	7,565
	净资产	486	747	803	798	768	817	962	963	990	1,063
	投资资产/净资产	***5.9***	***4.9***	***5.4***	***6.1***	***6.8***	***7.2***	***6.5***	***6.9***	***6.7***	***7.1***
中国平安	投资资产	5,407	7,117	9,202	10,028	12,825	15,672	17,302	18,920	19,291	20,853
	净资产	788	850	1,120	1,343	1,309	1,468	1,596	1,728	1,827	2,065
	投资资产/净资产	***6.9***	***8.4***	***8.2***	***7.5***	***9.8***	***10.7***	***10.8***	***11.0***	***10.6***	***10.1***

资料来源：公司资料，方正证券研究所

3.1.2 融资端受益于存量资金再配置和增量资金入场

- 保费规模衡量融资规模，保费结构衡量融资成本。从存量资金再分配的角度考虑，“价格”因素和“渠道”因素均利于 2015 年寿险融资端的强化改善。
- **1）“价格”因素：**
- **保险产品与替代金融产品的息差收窄。**信托刚性兑付打破和互金产品收益率下降，资金成本下行，保险产品与替代金融产品的息差收窄，叠加独有保障消费属性，吸引力上升。

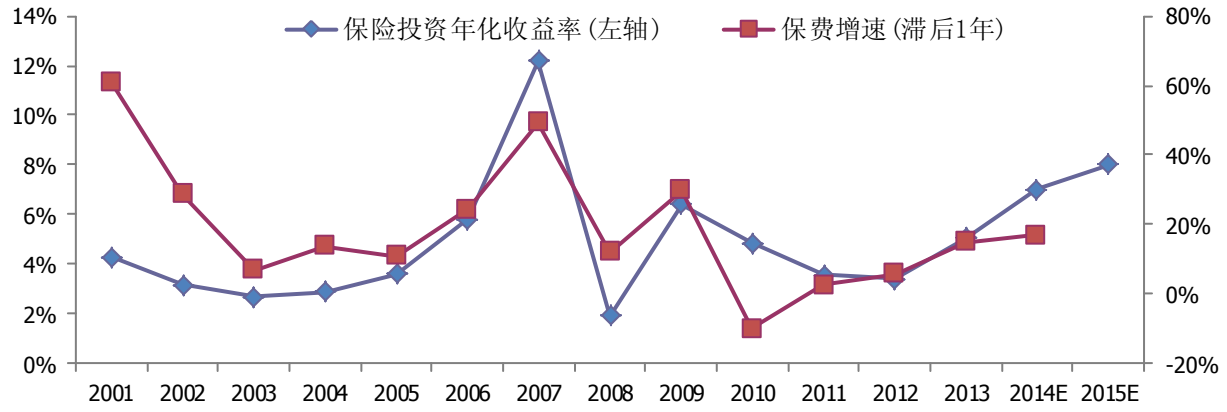
图表 33 人民币理财产品平均预期收益率



资料来源：Bankrate，方正证券研究所

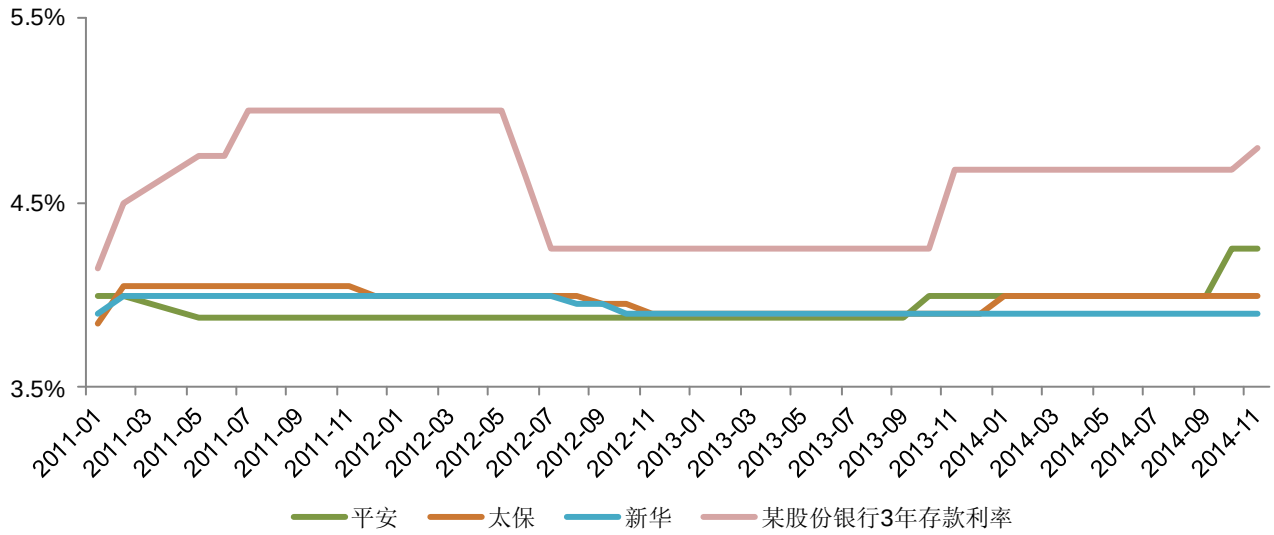
- **投资收益十五年创次新高确保 2015 年保费增速持续上行。**过往经验表明保费增速相对于投资表现滞后一年，受益于股债表现及非标占比提升，险资投资收益回升，预计 14 年分红水平和万能险结算利率明显提升，将极大刺激 2015 年保费销售。

图表 34 投资收益 Vs.保费增速（滞后一年）



资料来源：CIRC，方正证券研究所

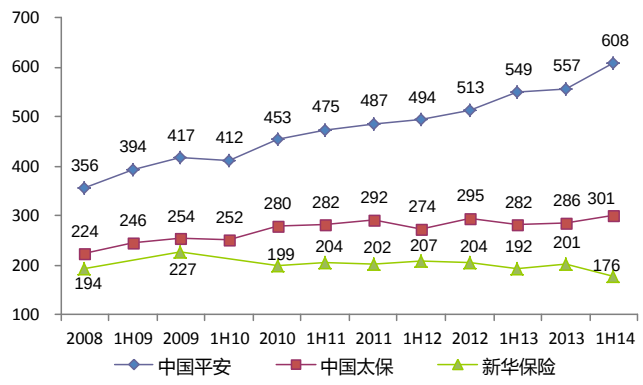
图表 35 主要险企万能险结算利率



资料来源：CIRC，方正证券研究所

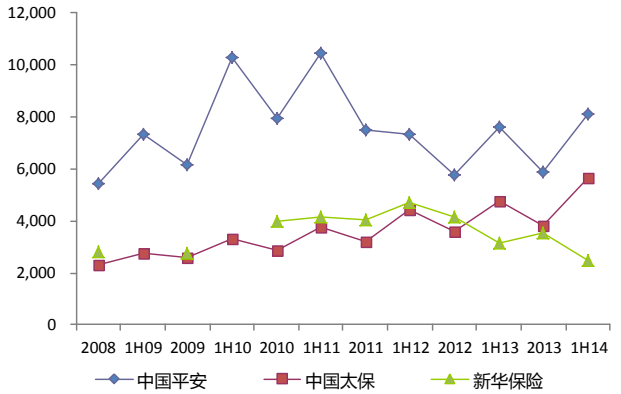
- **2）“渠道”因素：**
- **降息通道打开促进个银渠道产品销售。**尽管 2014 年 11 月 21 日非对称降息同时上调金融机构存款利率浮动区间上限导致实际的存款利率未降，但是我们认为随着降息通道的打开，预期的利率下行均有利保险产品的销售。
- **个险渠道人均产能提升。**重视个险渠道已经成为大型险企的共识，随着各家基本法的修改，通过提升代理人准入门槛、培训留存和待遇激励，或逆势增员，或队伍置换，尽管部分险企人力绝对量略有下降，但人员整体素质和人均产能均有所提高，而且我们预计产能提升的效果将持续释放，确保 2015 年保费增速和价值增速。

图表 36 主要寿险公司人力变动(千名)



资料来源：公司资料，方正证券研究所

图表 37 主要寿险公司人均产能变动(元/人/月)



资料来源：公司资料，方正证券研究所

- **银行理财产品竞争力减弱。**与银行理财产品息差收窄直接提升保险产品的吸引力。此外，随着《商业银行法》修改方案上报并等待进入全国人大常委会正式的修改法律程序，我们

预计淡化存贷比监管指标概率较大，存款压力降低也有利于银保产品销售。

- **网销渠道有望弥补低佣金/费用产品销售。**《互联网保险业务监管暂行办法》2015 年有望正式下发，从目前的征求意见稿来看，除高现金价值产品及车险外，其他产品可以跨区经营，直接从费用端利于简单的、标准化但佣金/销售费用绝对量不足的产品销售。

- 至于增量资金，截至 2013 年底居民储蓄余额约为 50 万亿，我国高储蓄率的成因主要有经济、制度和文化因素导致，其中制度性因素主要体现在社会保障体制，譬如住房、医疗、教育和养老等，如果通过财税政策撬动商业健康险和养老险的快速覆盖，假定 10%的居民储蓄余额转化为商业健康险和养老险，其规模就已经超过目前 9 万亿保险资产的一半。

3.2 寿险政策红利逐步释放

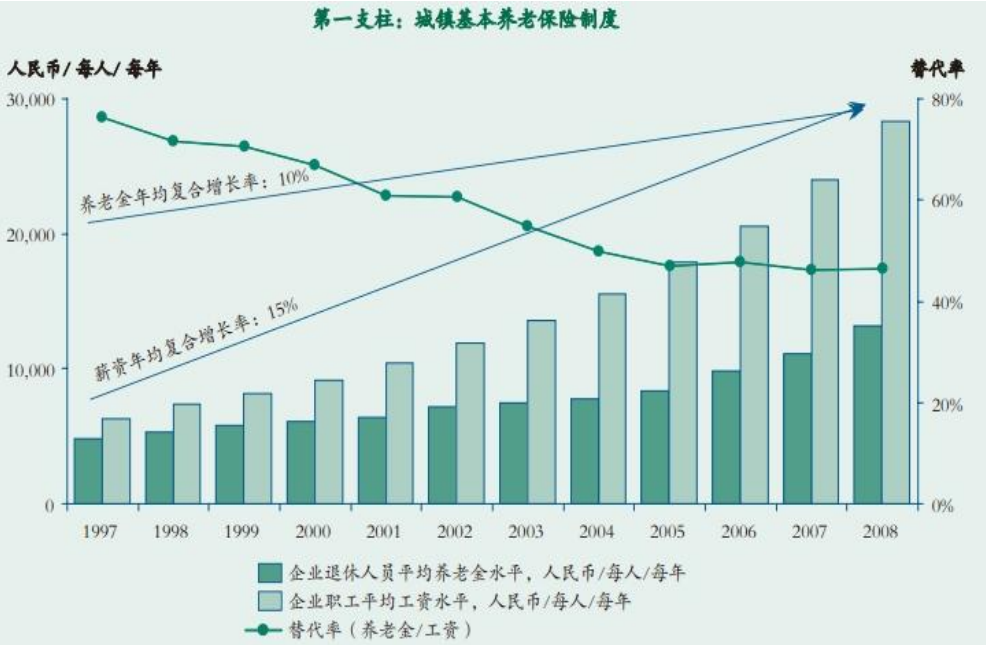
2015 年将是寿险政策红利逐步释放的元年。2014 年 8 月 13 日国务院正式发布《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（简称新“国十条”），涉及行业定位、保险功能、投资创新及扶持政策，提出到 2020 年保险深度（保费收入/国内生产总值）达到 5%，保险密度（保费收入/总人口）达到 3500 元/人。**“国十条”将商业保险定位为社会保障体系的重要支柱，并希望通过产品的丰富和功能的拓展完善保险经济补偿机制**，迫在眉睫的是用商业保险去部分替代及拓展养老和健康保障，财税优惠政策有望撬动相应的保费需求。

3.2.1 个人年金十年新增资产及利润占 2013 年超两成

我国目前已经建立了国际通用的三大支柱养老保障体系，即社会基本养老保险、企业年金和个人年金，但均存在不同的问题：

- **社会基本养老保险**由城镇职工基本养老保险计划、城乡居民养老计划和公务员退休金计划组成。前两者由于缺乏全国统筹及投资管理低效等原因，替代率较低。以城镇职工基本养老保险计划为例，分为两个层次，第一层是社会统筹，在现收现付制的基础上运行并为退休人员提供养老金；第二层是属于个人固定缴费型账户。与工资相比，养老金增长相对缓慢，第一支柱的替代率逐年下降，按照社保相关部门的估计，缴费 35 年以上的替代率能达到 58.5%（社会统筹 20%，个人固定缴费型账户 38.5%）。而公务员退休金计划既往由国家财政完全负责，且替代率能达到 80-90%，“双轨制”也饱受诟病。

图表 38 养老金替代率的不断下降将使退休人员难以维持开支



资料来源：公司资料，方正证券研究所

- **企业年金缺乏税收优惠等政策支持，市场规模较小，且带有“福利”性质**。尽管自 2004 年《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》颁布至今，企业年金覆盖规模超过 2000 万人，基金规模超过 6000 亿元，并保持高速增长，但由于企业年金的主导方是企业，只有企业提供企业年金时，个人才能支付相应部分，而且企业和个人支付额间有严格的比例关系，个人不能随意提高支付部分金额，在没有进一步财税政策优惠下，企业从成本角度考虑，没有动力去推行企业年金，而且我们也看到建立企业年金制度并正式运营的近 7 万家企业中，国企、央企等占比较大，企业年金带有半“福利”性质。
- **高储蓄率下个人年金严重不足**。主要存在四方面的原因：退休养老金双轨制、缺乏财税政策支持、定价利率 2.5%无吸引力及产品同质化，其中**双轨制是制度性影响因素，财税政策支持是保费撬动的关键因素**。

2014 年 12 月 23 日养老保险改革方案经国务院常务会议和中央政治局常委会审议通过，党政机关、事业单位建立“与企业相同基本养老保险制度”，“双轨制”从制度上被打破是后续推行财税政策撬动商业养老保险的先决条件。而且预期寿险费率全面市场化，定价利率限制将完全放开，也会有利促进产品创新。目前核心点在于财税政策支持，按照监管层的表态，我们预计不出意外，2015 年将推行个人税收递延养老金试点，而且后续试点城市范围的扩展将及其快速。按照之前媒体披露的上海税延试点个人年金 700 元/月抵扣，约占当地基准平均工资的 4.6%测算（取整 5%），国家统计局披露

2011 年上海及全国城镇单位就业纳税人数分别为 236 万及 2400 万人，全国个税收入预算为 3237 亿元，平均分摊到纳税人身上，每个人需缴纳 1.35 万元，按照 3500 元的免征额计算，其月收入大约要达到 13400 元，满足每月税前支付 700 元养老金保费。我们保守估计至 2015 年全国城镇单位就业纳税人数为 2500 万人且未来十年不增长，从上海就业纳税人数全国占比近 10%，用 5 年时间将购买个人税延养老金比例逐步提升至 100%，并假定这部分人十年后未到养老金领取阶段且养老资产以保证利率 3.5%/年累积，至 2024 年寿险新增累积资产规模 18544 亿元，约占 2013 年保险行业资产规模的 22.4%，如果按照 1%的净利润率计算，累计净利润达到 185 亿元，约占 2013 年寿险行业净利润的 25.2%。

图表 39 税收递延养老金规模及利润测算

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
城镇单位就业纳税人口(万人)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
购买税延养老金比例(%)	10%	30%	60%	85%	95%	100%	100%	100%	100%	100%
年缴费(元/人)	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,400	8,401
年总缴费(亿元)	210	630	1,260	1,785	1,995	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
累积资产规模@3.5%(亿元)	210	847	2,137	3,997	6,132	8,446	10,842	13,321	15,888	18,544
Pct (13年寿险资产8.3万亿元)	***0.3%***	***1.0%***	***2.6%***	***4.8%***	***7.4%***	***10.2%***	***13.1%***	***16.1%***	***19.2%***	***22.4%***
净利润(假设1%净利润率)	2	8	21	40	61	84	108	133	159	185
Pct(13年寿险净利润737亿元)	***0.3%***	***1.1%***	***2.9%***	***5.4%***	***8.3%***	***11.5%***	***14.7%***	***18.1%***	***21.6%***	***25.2%***

资料来源：方正证券研究所

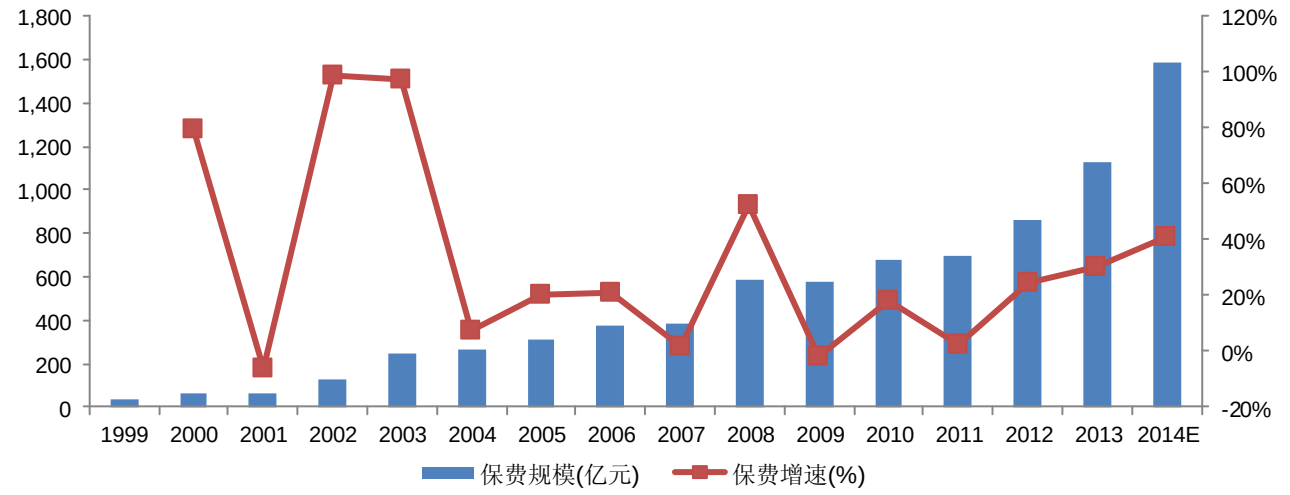
3.2.2 健康险十年保费规模保守估计超 6000 亿

随着全民参保体系的逐步建立，各地医保基金吃紧也促使国务院力促商业健康险深度参与医疗保障，为医保基金分忧。与养老险类似，**财税优惠政策也是制约商业健康险发展的主因之一，另外是医疗健康大数据的运用**。目前商业健康险主要有疾病保险、医疗保险、收入保障保险和长期看护保险四类，后两类产品较少且多为附加险，疾病保险主要形式是重大疾病险，因为不涉及医院环节，适用于大数法则，而医疗保险由于与国内医疗体系最为相关，难赚钱且不好玩。市面上相关险种或是仅保住院不保门诊的低端版，或是全保但保费巨贵的高端医疗保险，随着大病保险的试点深入，险企已经逐步与医疗机构、地方政府等合作共同利用部分医疗健康数据，而且在医疗结构控费方面也在探索引入 PBM 业务（医疗福利管理）化解控费问题。

保险新“国十条”和《关于加快发展商业健康保险的若干意见》的接连出台，将商业健康保险提到了前所未有的高度。据媒体报道，保监会正在与财政部等有关部委协调，争取落实三项利于健康险发展的税收优惠政策：个人购买商业健康险的税收优惠政策、城乡居民大病保险业务保险保障基金政策以及减免基本医保经办的营业税。我们预计后续仍会有优惠政策退出，尽管细节未知，但我们认为政策超预期的可能性较大，2015 年 1 季度将是政策推出较好的时间窗口。截至 2014 年 11 月底健康险累计保费 1476 亿元，保守假定至 2020 年保费复合增速为 25%，2020 年保费规模约为 6000

亿元，相当于 2014 年财产险的保费规模，按保本微利原则，假定净利润率为 1%，即 60 亿元净利润，相当于 2013 年寿险行业净利润的 8.1%，但考虑到财税政策的刺激，我们认为实际经营数据要好于我们的测算。

图表 40 健康险保费规模及增速



资料来源：CIRC，方正证券研究所

3.3 投资建议

我们预计 2015 年健康险和养老险相关财税优惠政策将陆续落地，将进一步提高寿险行业业务的天花板。目前新华保险保费险种结构方面，年金和健康险占比异常高，而中国平安企业年金全国存量规模居首。此外，从投资弹性角度考虑，新华保险净资产较债券市场收益率下行及较权益仓位波动的弹性最大；中国平安净资产较权益仓位波动的弹性次之。

综合行业政策催化、投资弹性及其他方面考虑，我们在个股选择上，推荐：

1) 基本面稳健、互联网战略领先、完成 H 股定增及披露员工持股预案的**中国平安**(601318)，合理价位为 80.72 元，对应 15 年 1.5 倍 P/EV（考虑 H 股定增摊薄）；

2) 投资和政策弹性较大、管理层红利有望释放的**新华保险**(601336)，合理价位 54.01 元，对应 15 年 2 倍 P/EV。

图表 41 保险公司估值表

公司名称	股票代码	股票价格	EPS			PE			评级
		2014/12/19	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
中国平安	601318	64.95	3.56	4.81	6.08	18.2	13.5	10.7	强烈推荐
中国太保	601601	26.63	1.02	1.19	1.47	26.1	22.3	18.1	推荐
新华保险	601336	42.34	1.42	2.17	2.71	29.8	19.5	15.6	强烈推荐
保险平均						**23.73**	**18.61**	**15.08**	

公司名称	股票代码	股票价格	BVPS			PB			评级
		2014/12/19	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
中国平安	601318	64.95	23.08	26.54	29.73	2.81	2.45	2.18	强烈推荐
中国太保	601601	26.63	10.92	12.36	13.79	2.44	2.15	1.93	推荐
新华保险	601336	42.34	12.60	14.83	17.03	3.36	2.86	2.49	强烈推荐
保险平均						2.94	2.53	2.24	
公司名称	股票代码	股票价格	EV			PEV			评级
		2014/12/19	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
中国平安	601318	64.95	41.64	48.96	57.85	1.56	1.33	1.12	强烈推荐
中国太保	601601	26.63	15.93	17.77	19.98	1.67	1.50	1.33	推荐
新华保险	601336	42.34	20.64	23.82	27.01	2.05	1.78	1.57	强烈推荐
保险平均						1.80	1.59	1.40	

资料来源：Wind，方正证券研究所

4. 风险提示：

4.1 券商行业

1. 资本市场表现疲弱将影响券商行业假设的实现，致使券商行业业绩低于预期。

2. 政策落地具有不确定性，如利好政策推进进程低于预期对行业估值造成负面影响。

4.2 保险行业

1. 商业健康险和养老险财税优惠政策推进不及预期；
2. 寿险非传统险定价利率放开，资本市场表现较弱时或将放大其对寿险产品利润率的担忧；
3. “偿二代”与风险资产挂钩，可能会导致部分险企偿付能力下降。

5. 文中提及监管规则及下载地址：

1.《关于调整证券公司净资本计算标准的规定（2012 年修订）》

下载网址：

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201211/t20121118_217010.htm

2.《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》

下载网址：

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201211/t20121118_217009.htm

3. 关于发布《证券公司全面风险管理规范》及《证券公司流动性风险管理指引》的通知

下载网址：

http://www.sac.net.cn/tzgg/201402/t20140225_83654.html

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com