



保险看开门红，证券看新资金流入

中信证券研究部

2015年1月5日

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziqin@citics.com

执业证书编号：S1010513110004

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

执业证书编号：S1010513110006

田良

电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

执业证书编号：S1010513110005

投资评级

强于大市
(维持)

事项：

非银行金融行业在 2014 年最后一周上涨 3.77%，其中保险行业上涨 9.5%、证券行业上涨 1.23%。

评论：

保险行业：催化剂是开门红和股票加仓

目前股价隐含 2015 估值 1.3-2.0 倍 P/EV，维持“强于大市”评级。开门红在去年高基数基础上有望实现两位数增长。其中中国平安和中国太保增长相对确定。目前权益仓位平均 10.7%，有望加到 13-15%。个股排序：中国平安、中国人寿、中国太保。

预计 2015 年 1 季度个险新单有望实现两位数增长。各家保险公司 2014 年均提前完成了全年目标，2015 年开门红准备充分。预计 1 季度个险新单有望实现 2 位数增长；其中平安寿险增速有望超过 20%。根据平安寿险董事长丁当开门红讲话披露的数据：“平安寿险 2014 年个险新单保费增长 20%、高于主要同业平均增速 3.4 个百分点！2015 年首日个险承保新单保费 150 亿、同比增长 96.8%，已超额达成一月份计划，月计划达成率 112%！”。

预计 2015 年保险行业加仓权益至少 3 个百分点。根据保监会数据，截至 11 月底保险行业总资产 9.8 万亿元，投资资产 8.9 万亿元，其中投资股票和基金余额为 9555.5 亿元，占比 10.7%。今年保险资金主动加仓力度不大，但 2015 年加仓权益是大概率事件，预计至少主动加仓 3 个百分点，对应大概 3000 亿左右资金规模。判断依据：

① 2015 年新配置资产占比超过 10%。保险资产久期平均 5-8 年，预计 2015 年到期再投资资产占比至少 10%。再考虑保费带来的净现金流，2015 年保险公司需要新配置的资产占投资资产比重超过 10%。

② 保守假设新配置资产 30% 投向权益。在低利率环境下，预计 2015 年保险资金可能投向包括权益、非标资产、高等级信用债等三个方向。部分保险公司非标资产占比已经较高，行业平均占比 21.3%，大幅提升空间不大；AAA 级企业债目前收益率 5.0%，高等级信用债的配置优势也在下降；预计权益资产配置的相对吸引力在上升，保守假设新配置资产 30% 投向权益。

证券行业：看新资金流入，维持“强于大市”评级

资金仍在流向股票市场，板块整体市值大的问题需要经历完整经济周期才能解决。据我们调研的营业部数据：①最近几周营业部新开户带来的资金流入仍在持续增长；②部分私募基金计划近期通过伞形信托增加杠杆；③2015年进入新的考核周期后，以保险为代表的机构投资者有望增大权益资产配置。据此，我们判断近期资金面仍将充裕。目前上市券商平均市净率为 3.55 倍，考虑再融资后大券商（海通、广发、招商、华泰）平均 PB2.77 倍，20 家券商总市值之和为 2.02 万亿。1995 年至 2007 年，美国四大投行（高盛、美林、摩根斯坦利、雷曼）平均占行业税前利润的 89.54%，这种垄断竞争格局需要一个完整经济周期才能形成。证券行业整体市值大的问题，也需要在下行周期产业整合之后，才能得以解决。

券商与 2007 年不同的投资逻辑，大券商面临大机遇。2007 年是高通胀、高增长创造牛市，券商通过经纪、自营、投行三大传统业务赚钱，传统业务在证券行业收入中占比达到 88.50%。这一轮是在金融利益格局重塑大背景下，券商通过创新业务赚变革后的金融生态的钱，从海外经验看，成熟市场投行（高盛 2007 年）三大传统业务占比降至 25% 时，以做市业务、并购顾问、财富管理为代表的创新业务将占据 75% 的收入份额。由于创新业务需要大平台，且具有显著规模经济性，加上客户分化，且大客户选择大券商，在这轮竞争中券商明显受益。

维持行业“强于大市”评级。券商板块未来将赚取政策激发新业务、业务创造收入、收入创造利润的钱，这三个要素循环驱动，有望带来超额收益。资金和资产正在向资本市场涌入，资本市场将承接为经济转型、盘活存量、混合所有制、发展新兴产业提供资金支持的重任，证券行业将成为金融利益再分配的最大受益者，维持行业“强于大市”评级。稳健组合：海通、广发、招商、华泰。激进组合：国金，方正、西南，光大，国元。影子股：皖能电力，吉林敖东、中山公用、亚泰集团、宏图高科。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。