

行业研究/动态点评

2020年07月07日

行业评级:

银行 增持 (维持)
非银行金融 增持 (维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

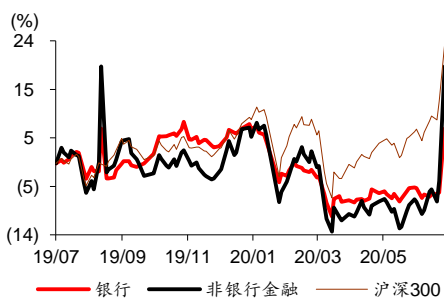
蒋昭鹏 执业证书编号: S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报 (第二十七周)》 2020.07
- 2 《中国平安(601318 SH,买入): 完善联席CEO架构, 推动高阶发展》 2020.07
- 3 《银行/非银行金融: 改革驱动力强化, 加配优质金融股》 2020.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

金融崛起, 行情持续

金融行业最新投资观点

核心观点

我们认为当前资本市场战略地位已提升至新高度, 将为作为核心参与者的金融机构带来发展关键历史机遇, 行业将迎来增量市场中的高阶竞争新格局。我们预判未来金融业经营环境逐步优化, 资本市场改革机遇逐步体现, 把握优势金融配置机遇。券商受益于“政策面+市场面+基本面”三面共振, 市场风险偏好阶段改善、万亿成交量重现驱动板块上行。银行受益于政策催化估值修复、资金配置需求渐起, 大行行情启动为本轮银行股行情赋予动能。保险股受益于板块行情催化估值修复, 长端利率企稳也给予估值一定支撑。展望下半年, 保险板块仍能在估值修复基础上实现业绩释放。

券商: 受益于“政策面+市场面+基本面”三面共振

回顾券商板块历史走势, 向上行情以政策环境优化、市场景气度提升为板块行情重要驱动。而行业监管环境改善 (资本市场深化改革、行业迈入创新周期) 下券商行业优先受益, 可为券商板块带来超额收益。我们认为当前券商板块受益于政策创新改革提速、市场“交投万亿级+增量资金入场+股指上行”正向循环, 板块估值有望持续向上突破。个股挖掘遵循“长看机制, 短看增量”逻辑。长期看好“管理+创新+科技”领先的券商。短期关注投行、财富管理引导的轻资产价值率提升, 及融券、FICC、衍生品推动的重资产扩容。

银行: 政策催化提振估值, 资金配置需求较强

我们认为本轮银行股行情有较强的持续性, 主要基于政策持续催化估值修复、资金配置需求渐起、银行股内部轮动的历史复盘规律的判断。专项债补资本、央行结构性降息、证监会回应正在讨论向商业银行发放券商牌照的壮大资本市场举措为银行创造估值修复动能。三季度初机构资金对银行股有一定重配需求, 北向资金持续流入银行板块, 居民资金不断入市, 资金配置需求较强。复盘历史, 大行行情启动一般对应银行板块行情的起点, 7月6日国有大型银行 (中信) 指数上涨 7.52%, 有望持续推动本轮银行股行情。市场偏好明显提升, 建议把握估值修复背景下的银行股配置机会。

保险: β 属性增强提振投资表现, 板块行情催化估值修复

保险股此轮上涨行情主要源于券商板块走强带动的大盘情绪升温, 进而受益于 β 属性实现估值修复。板块整体表现较为一致, 均实现了18%以上的大幅增长, 而国寿与新华的优异表现主要源于优异的负债端、低估值优势和更强的 β 弹性。此外, 长端利率企稳也给予估值一定支撑。但通过对历史几轮行情的演绎, 我们判断此次上涨仅为起步阶段, 高质量发展周期应享有更高的估值中枢, 且后开门红时期的边际改善更具增长动能。展望下半年, 多维度催化基本面回暖, 保险板块仍能在估值修复的基础上实现业绩释放。

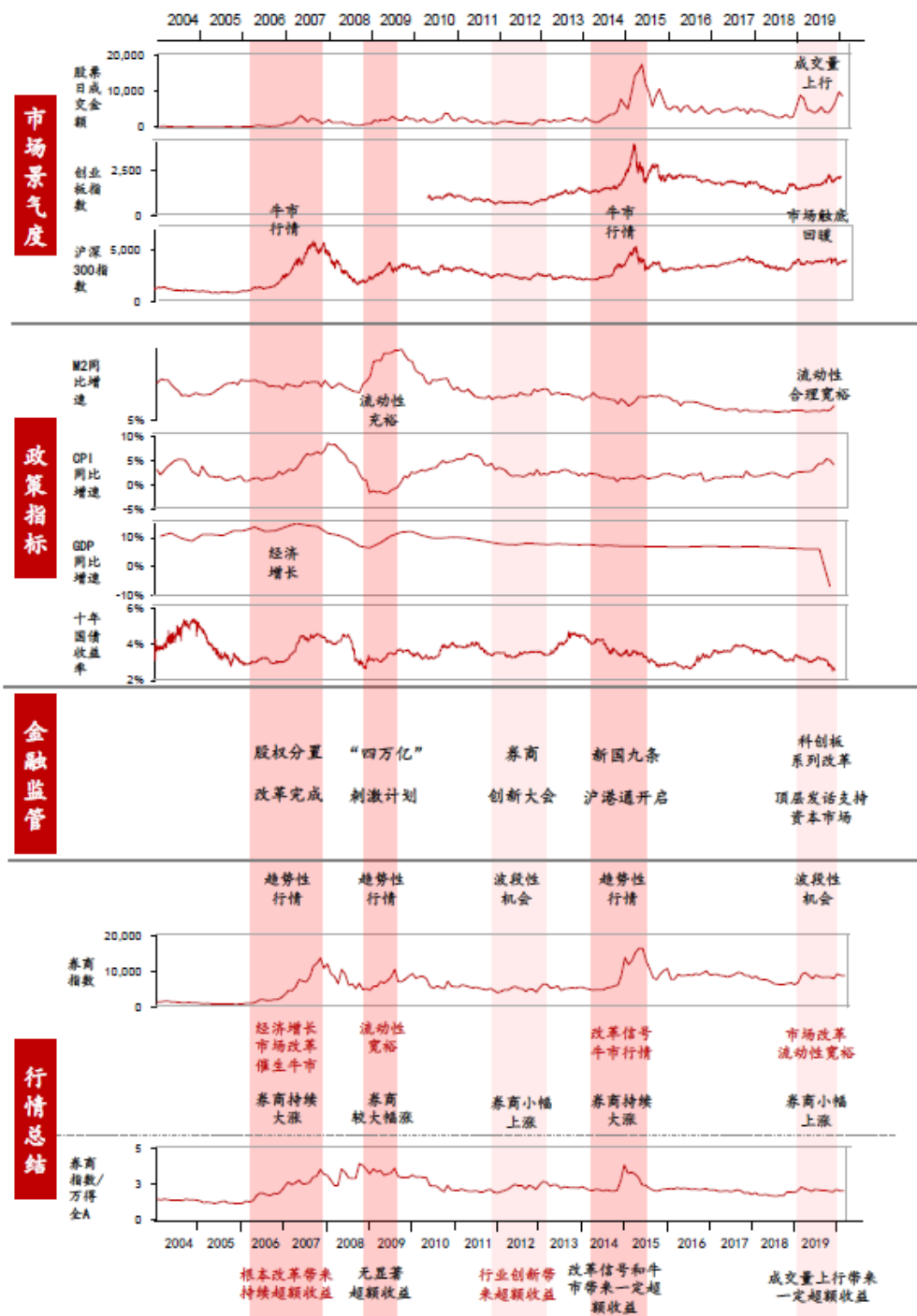
风险提示: 市场波动风险、制度推进不如预期、经济下行超预期、资产质量恶化超预期。

券商：“政策面+市场面+基本面”支撑估值突破

行情驱动：超额收益来自券商自身改善

回顾券商板块历史走势，趋势性行情与波段性机会均有出现，超额收益和与大盘共同上涨交替出现。向上行情以政策环境优化、市场景气度提升为重要驱动。而行业监管环境改善（资本市场深化改革、行业迈入创新周期）下券商行业优先受益，可为券商带来跑超市场的收益，而超额收益幅度和持续性，则来自于边际改善的程度。

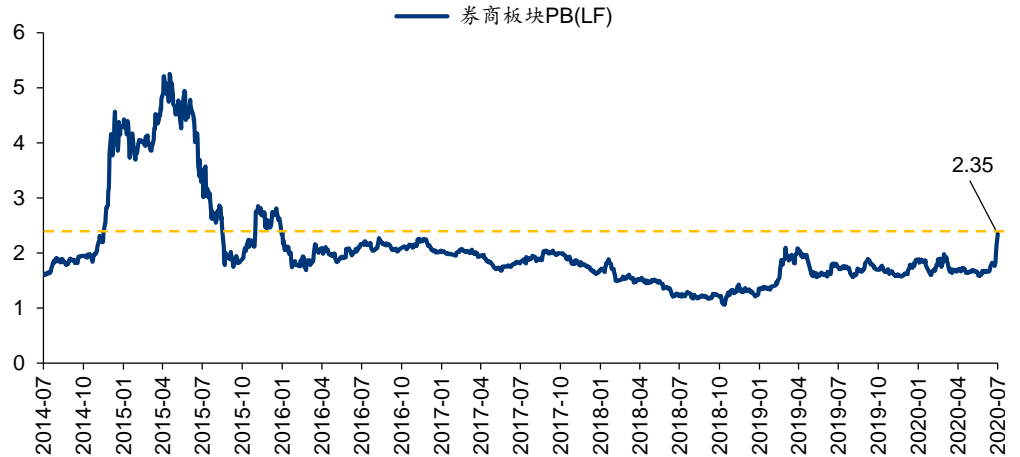
图表1：2011-2019年券商指数PB(LF)与行业ROE、杠杆率、净资产增速比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

券商板块估值已突破 2016 年以来最高点，但较 2015 年行情中高点仍有空间。截至 7 月 6 日收盘，券商板块 PB(LF) 已达 2.35 倍（根据 Wind 统计），达到 2016 年以来最高点，已成功突破 2019 年 3 月 7 日板块 2.10 倍高点，处于 2014 年 7 月以来 84% 分位水平，整体处于较高水平。但相比 2014H2-2015H1 券商股表现，目前板块估值较 5.25 倍的最高点仍有较大差距，我们认为在“政策利好密集+市场正向反馈+基本面业绩正增长”预期下，板块估值仍有上行突破空间。

图表2： 券商板块 PB 估值变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 总资产规模前二十大的上市券商三轮行情对比

指数或个股	2014.10.27~			2019.1.2~			2020.6.18~		
	2015.4.22 涨幅	启动 PB	终止 PB	2019.3.7 涨幅	启动 PB	终止 PB	2020.7.6 涨幅	启动 PB	当前 PB
券商	204%	1.84	5.25	51%	1.23	2.10	40%	1.69	2.35
中信证券	162%	1.54	4.20	55%	1.27	2.12	39%	1.68	2.30
海通证券	176%	1.47	4.24	59%	0.86	1.45	39%	1.07	1.47
华泰证券	239%	1.37	4.39	38%	1.29	1.94	34%	1.32	1.76
国泰君安	NA	NA	NA	32%	1.09	1.54	32%	1.19	1.56
广发证券	164%	1.71	3.62	28%	1.09	1.61	35%	1.11	1.49
申万宏源	NA	NA	8.28	36%	1.32	2.00	47%	1.32	1.93
招商证券	200%	1.61	5.22	31%	1.38	1.98	74%	1.57	2.70
中国银河	NA	NA	NA	73%	1.05	1.96	56%	1.36	2.11
中信建投	NA	NA	NA	193%	1.43	5.01	58%	5.30	7.05
东方证券	NA	NA	5.82	50%	1.09	1.83	37%	1.17	1.59
国信证券	NA	NA	7.39	62%	1.45	2.16	32%	1.58	2.08
光大证券	252%	1.35	4.61	50%	0.83	1.38	111%	1.05	2.20
兴业证券	184%	2.26	6.69	56%	0.91	1.63	46%	1.11	1.62
中泰证券	NA	NA	NA	NA	NA	NA	23%	3.10	3.83
方正证券	148%	1.65	4.55	45%	1.15	1.82	30%	1.47	1.91
长江证券	179%	2.23	6.05	46%	1.08	1.71	34%	1.32	1.75
东吴证券	156%	2.06	5.43	51%	0.99	1.51	41%	1.17	1.56
国元证券	152%	1.65	4.28	50%	0.95	1.44	36%	1.08	1.45
东兴证券	NA	NA	7.11	44%	1.34	2.06	33%	1.41	1.86
东北证券	162%	2.21	5.49	63%	0.97	1.52	36%	1.21	1.62

资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策面：行业创新整合加速是估值突破核心支撑

监管政策自上而下推动资本市场改革，政策落地速度加快、未来政策预期密集。我们认为，当前券商行业创新周期已进一步深化，将成为支持行业升级发展和估值向上突破关键基础。同时，监管层积极推动打造航母级券商，未来行业格局面临分化重塑，马太效应有望加剧：

顶层设计：2020年3月1日修订后的《证券法》正式生效，从基础制度变革推动发行、交易、信息披露、投资者保护的根本革新，强调让市场发挥主导性作用。4月7日国务院金融委强调要发挥好资本市场的枢纽作用，凸显资本市场重要战略地位。4月9日，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》从股票市场基础制度、债券市场、金融服务供给、对外开放等对资本要素市场化配置提出意见，强调市场化、法制化改革方向。

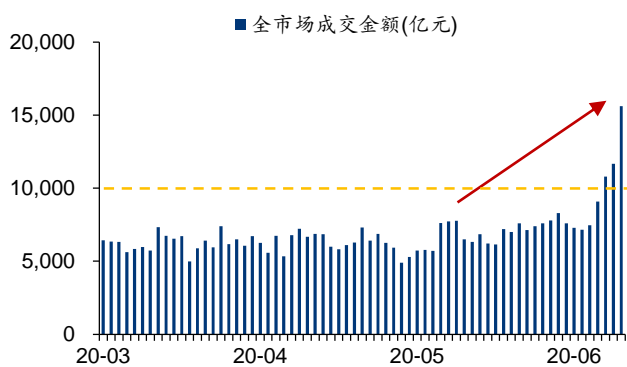
配套政策落实及预期：顺应顶层明确的监管方向，2020年以来监管政策多点开花，力度和速度较2019年进一步强化，预计后期还将有配套政策陆续落地。主要围绕以下逻辑主线：**轻资产业务中**，投行受益于创业板注册制改革、再融资优化和债券融资扩容、注册制推进、科创板再融资落地，有望拥抱增量收入；经纪业务受益于上证指数编制修订优化，创业板涨跌幅将放大，以及上交所明确表态研究T+0制度、优化沪深港通机制，长远看制度落地后将进一步激活市场流动性。**重资产业务中**，FICC业务在做大债券市场、持续商品期货品种扩容、放宽外汇资质背景下稳步增长，成为创新发展核心增量贡献；融券业务在监管优化科创板转融通机制、完善公募证券出借、优化转融通保证金比例要求等多元政策引导下探索发展新路径，科创板融资融券均衡运行已经为其他板块积淀优秀经验。易会满主席在陆家嘴论坛上明确将在科创板引入做市商制度、支持上海金融衍生品市场开放发展，释放创新发展积极信号，未来做市商、衍生品等增量业务引入将打开券商重资产业务空间，业务高附加值属性也将引导业务模式进一步高阶转型。此外，未来若券商和银行混业经营落地，则证券公司地位有望进一步提升，也将加速证券行业创新业务机遇落地、拓宽业务边界，推动证券行业进入新一轮创新周期。

行业格局：监管层积极推动打造航母级券商，行业格局面临重塑，马太效应将加剧。我们认为，发展高质量投资银行一方面是推进和扩大直接融资和多层次资本市场的重要手段；另一方面，也是我国证券行业全面对外开放下，应对国际顶尖投行高阶竞争的必由之路。监管层呼吁打造航母级券商，坚持扶优限劣基调，从修订券商分类评级、试点并表监管、修订风险监管指标等方面多管齐下，支持优质券商发展。未来，行业马太效应有望加剧，优质龙头券商和特色中小券商将脱颖而出。

市场面：“交投万亿级+增量资金入场+股指上行”正向循环

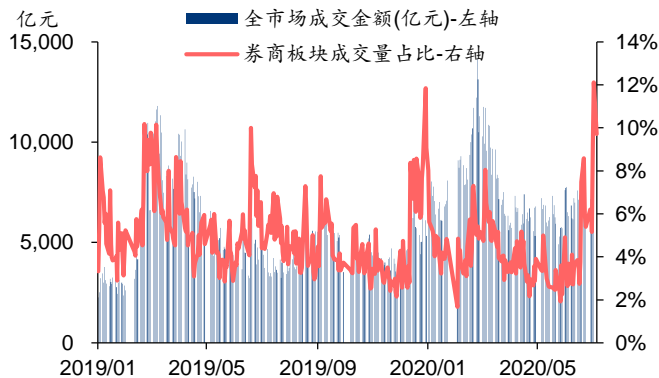
交易面：交投显著提升，已连续三个交易日成交额破万亿元。从成交量看，6月以来成交量波动上行，市场交投景气度显著提升，且自7月2日以来已连续三个交易日全市场股票成交额破万亿元，7月6日成交额则突破1.5万亿元，达到近2年以来高点。券商板块成交量占市场成交金额比例也向上突破，7月6日比例达9.7%，高于2020年以来在2%-8%区间波动水平，资金对券商板块关注度持续提升。

图表4：2020年以来股票成交金额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

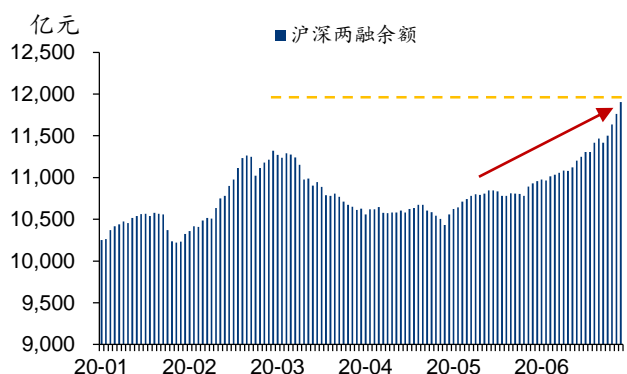
图表5：2019年以来券商板块成交量占全市场成交比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

资金面：市场风险偏好改善，增量资金持续入场。从两融余额看，风险偏好阶段性改善带动杠杆资金持续入市，两融余额持续上升至年内最高点。截至7月3日，沪深两融余额12028亿元，维持2020年以来最高点、并持续向上突破。从北上资金看，自7月2日以来北上资金已持续3个交易日大额流入，每日净流入金额均达130亿元以上。北上资金流入券商板块规模也显著提升。

图表6：2020年以来沪深两市两融余额



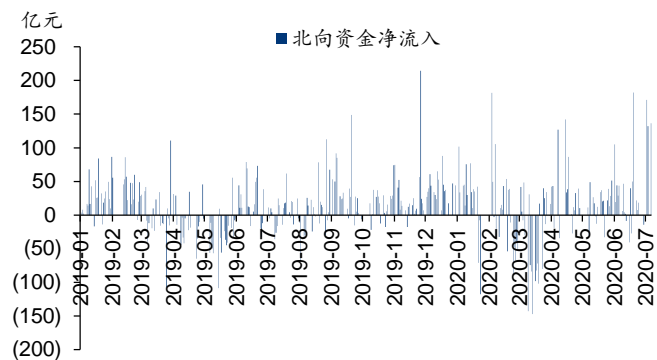
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：2019年以来券商板块两融余额占全市场比例



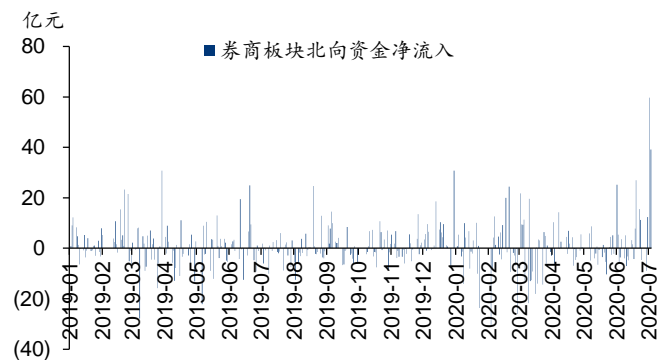
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：2019年以来北向资金净流入变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2019年以来券商板块北向资金净流入变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场面：股指波动上行，券商自营业务有望受益。受益于经济基本面保持修复态势、中美紧张关系阶段性缓和、对新冠疫情二次爆发担忧有所缓解、上证综指修订提振长期改革信心等多元利好，A股股指波动上行。券商板块目前已进入 α 与 β 兼具的新常态，股指上行将为券商股票投资收益上行带来预期，权益方向性敞口较大的券商弹性更大。

基本面：长期看机制，短期看增量

短看增量：我们认为行业中报业绩有望实现同比正向增速，增量业务助力实现“价值率+杠杆率”双击。2020年4月和6月市场景气度显著提升，投行项目节奏加快，有望驱动券商二季度取得较优秀收益。叠加2019年Q2证券行业盈利为全年低点，在低基数效应下，我们认为行业中报业绩有望实现同比正增长。此外，资本市场改革将为行业重点增量突破的业务，可从两大维度挖掘有望实现高阶转型发展的关键业务：**轻资产业务转型核心在于提升价值率。**一方面，财富管理转型持续推进，基金投顾试点启航真正意义上的财富管理，未来重点关注客户渠道挖掘、拳头产品打造、高端投顾培育、信息化平台建设。另一方面，创业板注册制改革推进全面注册制，将持续助力投资银行进入高阶发展新周期。科创板制度改革已经开启投行高阶转型征程，创业板开启存量板块注册制改革序幕，未来投资银行将继续构筑资源整合力，全方位夯实资本、定价、销售、协同、风控、科技等综合能力。**重资产业务拓展需平衡风险和收益。**重资产业务创新发展是驱动权益乘数有效提升的驱动因素之一，但也曾是券商业绩高波动和风险聚集的根源所在。向真正的“投资银行”靠拢要求券商加码重资产业务，而业务的稳步扩张要求平衡风险和收益。券商一方面将通过丰富对冲手段及策略实现去方向化投资，用杠杆放大收益，另一方面也将拓展融券、衍生品、做市撮合等创新型中介义务，开拓蓝海，用资产负债表服务客户、博取稳健收益。**长看机制：“管理+创新+科技”制胜未来。**证券行业伴随经济快速崛起和资本市场建设完善，历经从“坐商”到“行商”、再到“做商”的历史演变。行业内部历经格局洗牌，优秀龙头券商凭借机制和创新突围，并保持长期领跑地位；部分特色中小券商凭借自身股东资源、特色业务等优势，制定精准品牌定位，以专业化特色实现排名持续上升。探寻突围之道，我们认为具有现代化管理模式、领先创新能力和金融科技赋能的券商能够跨越市场牛熊变迁，在行业变革中实现实力稳定升级。

银行：政策催化提振估值，资金配置需求较强

我们认为本轮银行股行情有较强的持续性，主要基于改革政策持续催化估值修复、资金配置需求渐起、银行股内部轮动的历史复盘规律的判断。专项债补资本、央行结构性降息、证监会回应正在讨论向商业银行发放券商牌照的壮大资本市场举措为银行创造估值修复动能。三季度初机构资金对银行股有一定重配置需求，7月以来北向资金持续流入银行板块，资金配置需求较强。复盘历史，银行股大行情的演绎需要大行的行情启动，而7月6日大行指数上涨达到7.52%，预计本轮银行股行情有较强的持续性。当前市场偏好明显提升，建议把握估值修复背景下的银行股配置机会。

第一，政策催化不断，估值修复有望持续。上周地方专项债可为中小银行补资本、央行降低再贷款和再贴现利率等政策密集出台，中小银行改革持续深化，为银行创造估值修复动能。2020年7月6日，银行指数PB(LF)上升至0.80倍，但仍仅恢复到今年年初水平，近十年的分位数仅为1.4%，仍处于绝对低位。我们认为面向银行行业的政策及改革措施有望持续出台，红利不断释放，带动银行股估值继续修复。

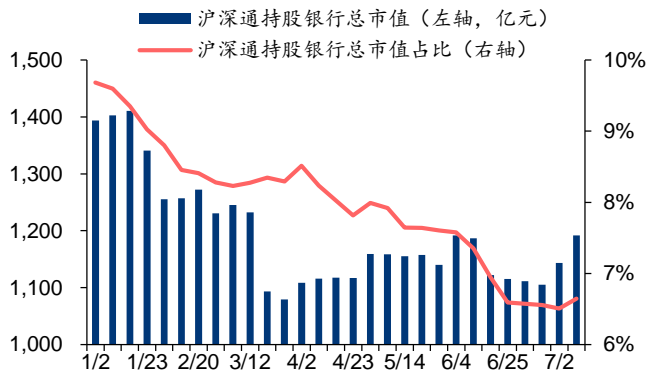
图表10： 2020年7月6日银行数PB估值修复，但仍处于历史低位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

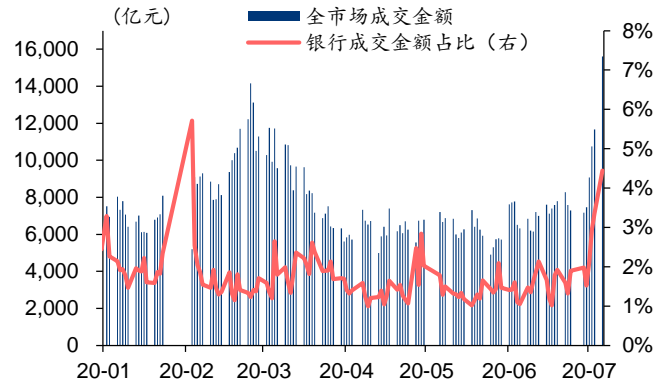
第二，市场风险偏好提升，资金配置需求较强。7月以来市场风险偏好明显提升，截至7月6日全市场成交额连续3日破万亿元，银行板块成交金额占比由6月30日的1.5%上升至7月6日的4.4%。市场偏好快速提升主要有三方面原因：其一，三季度初机构资金对银行股形成重配需求。2020年3月末偏股型公募基金持仓银行股的比例仅有4.0%，达到2018年9月末以来的最低水平，我们认为6月末继续处于较低水平（数据尚未披露）。三季度开篇，对银行股的资金重配效应形成。其二，外资持续加仓银行股。7月以来，北向资金持续涌入银行股，其持股银行市值占比也呈现出触底反弹的态势。外资作为中长线资金，更为青睐银行股这类低波动、低估值、高股息、高流动性的品种。其三，居民资金陆续入场。2020年以来货币基金收益率不断下行，6月部分银行固收类理财产品出现负收益，居民财富向资本市场转移加速，银行股的稳定性与这部分居民财富的风险偏好相符。

图表11： 7月以来北向资金持银行股市值比例触底反弹



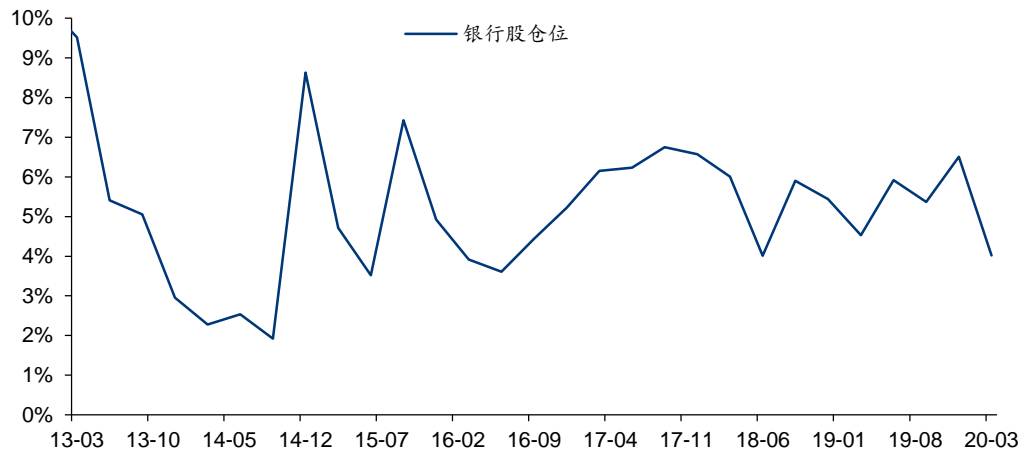
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 7月以来银行股成交金额占比大幅提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

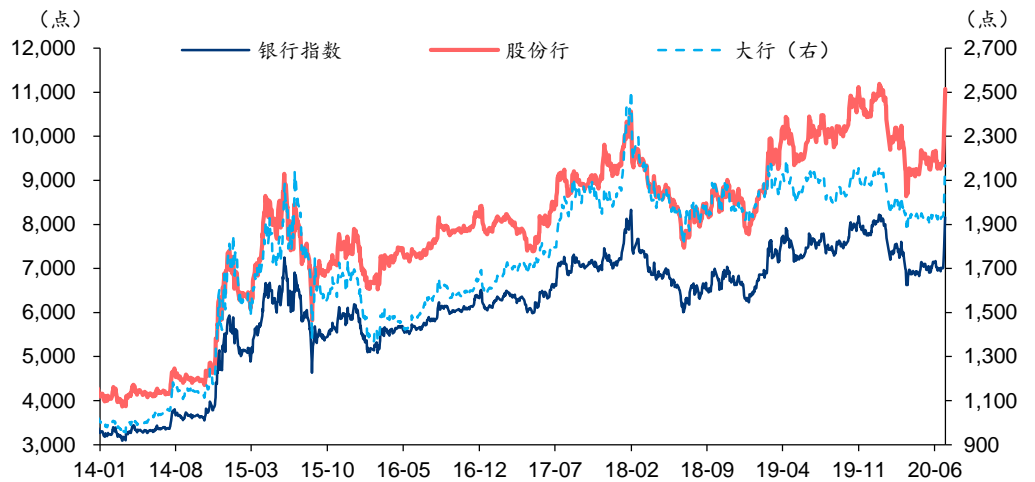
图表13： 2013-2020Q1 偏股型公募基金银行股仓位走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，大行行情启动对应银行股行情的起点，7月6日大行大涨释放乐观信号。回顾2014-2015年、2017-2018年，大行行情启动一般对应银行板块行情的起点。大行的配置者主要是中长线资金，其行情启动能反映市场对银行板块的整体情绪升温，为银行板块的后续走势奠定坚实基础。7月6日国有大型银行（中信）指数上涨7.52%，释放了乐观的信号。截至7月6日，本轮银行指数和个股的涨幅及估值较前三轮行情均有较大差距，叠加大行行情启动，我们预计本轮银行股行情有较强的持续性。

图表14： 银行股行情的持续性及涨幅的关键在于大行的走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15: 银行股行情复盘

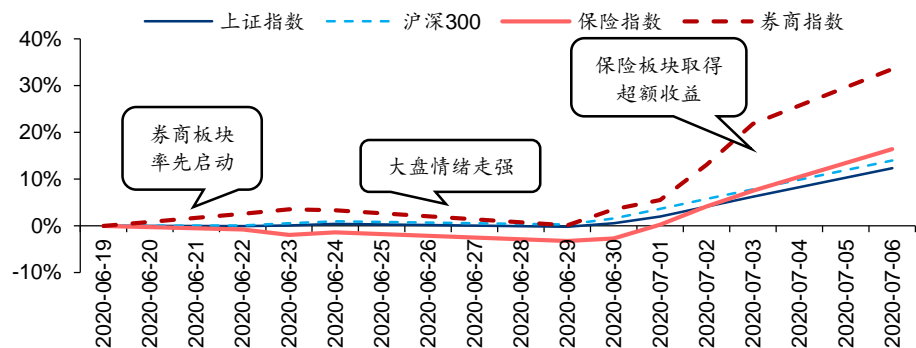
指数或个股	2014~2015 年行情			2017~2018 年行情			2019 年行情			2020 年行情		
	2014.10.27~ 2015.6.9 涨幅	启动 PB	终止 PB	2017.5.5~ 2018.1.24 涨幅	启动 PB	终止 PB	2019.1.2~ 2019.4.17 涨幅	启动 PB	终止 PB	2020.6.18~ 2020.7.6 涨幅	启动 PB	当前 PB
银行	99%	0.84	1.36	39%	0.89	1.22	25%	0.80	0.94	16.6%	0.70	0.80
大行	85%	0.83	1.31	48%	0.85	1.24	13%	0.80	0.90	12.1%	0.67	0.75
股份行	102%	0.86	1.49	43%	0.89	1.16	32%	0.77	1.00	18.2%	0.75	0.89
区域性银行				13%			26%			19.1%	0.79	0.94
工商银行	57%	0.91	1.25	69%	0.89	1.37	16%	0.85	0.95	12.0%	0.72	0.78
农业银行	65%	0.87	1.17	50%	0.84	1.16	10%	0.79	0.85	11.9%	0.64	0.72
交通银行	132%	0.70	1.49	27%	0.75	0.89	12%	0.68	0.75	11.2%	0.53	0.59
建设银行	79%	0.83	1.39	74%	0.92	1.46	24%	0.85	1.02	14.9%	0.71	0.83
中国银行	99%	0.76	1.38	41%	0.77	1.01	14%	0.70	0.78	11.8%	0.60	0.67
邮储银行										13.1%	0.80	0.91
招商银行	101%	0.90	1.59	92%	1.13	1.83	44%	1.26	1.79	18.2%	1.41	1.68
兴业银行	102%	0.87	1.54	31%	0.87	1.03	37%	0.71	0.96	18.4%	0.64	0.76
民生银行	76%	0.94	1.46	27%	0.81	0.96	17%	0.62	0.71	14.0%	0.53	0.60
浦发银行	90%	0.81	1.20	19%	0.92	1.00	21%	0.67	0.79	16.5%	0.60	0.70
光大银行	144%	0.74	1.63	33%	0.79	0.95	17%	0.69	0.80	24.1%	0.60	0.73
华夏银行	109%	0.80	1.47	25%	0.80	0.93	18%	0.58	0.70	17.4%	0.46	0.53
平安银行	102%	0.90	1.68	69%	0.79	1.26	55%	0.73	1.12	22.0%	0.89	1.09
中信银行	84%	0.87	1.47	43%	0.81	1.09	24%	0.67	0.81	22.1%	0.54	0.65
宁波银行	129%	1.03	2.10	69%	1.39	1.92	44%	1.36	1.86	20.6%	1.55	1.89
北京银行	95%	0.94	1.59	11%	0.90	1.06	16%	0.69	0.81	14.7%	0.52	0.60
南京银行	141%	0.91	1.94	44%	1.14	1.52	43%	0.83	1.14	18.0%	0.84	0.97
江苏银行				-8%	1.24	1.05	25%	0.69	0.84	18.7%	0.59	0.69
杭州银行				-15%	1.42	1.13	21%	0.82	0.98	16.7%	0.86	1.00
成都银行				33%	0.00	1.84	20%	0.96	1.11	18.3%	0.77	0.91
常熟银行				-40%	2.93	1.71	41%	1.16	1.63	22.8%	1.12	1.38

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

保险: β 属性增强提振投资表现, 板块行情催化估值修复

β 属性增强, 受益于资本市场向上行情。6月18日监管部门领导在陆家嘴论坛上释放出资本市场持续改革的重大信号, 金融板块行情逐步启动, 最为受益的券商板块首当其冲, 带动大盘情绪走强。以大盘蓝筹为主要权益配置的保险资金 β 属性增强, 也紧随其后于端午假期后(6月29日)逐步启动行情, 至7月6日收盘累计区间涨幅达20%, 较沪深300实现约6.6pct的超额收益。

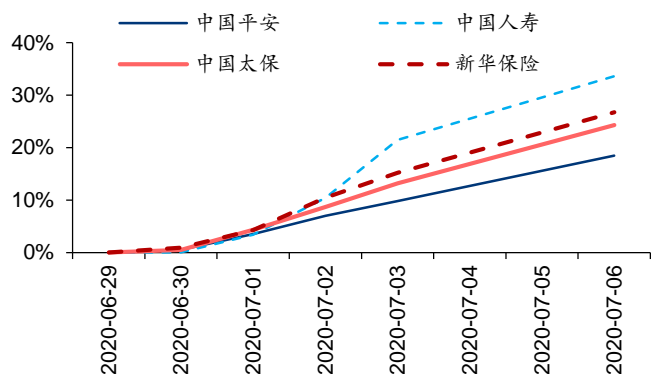
图表16: 保险指数于近期取得较好表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

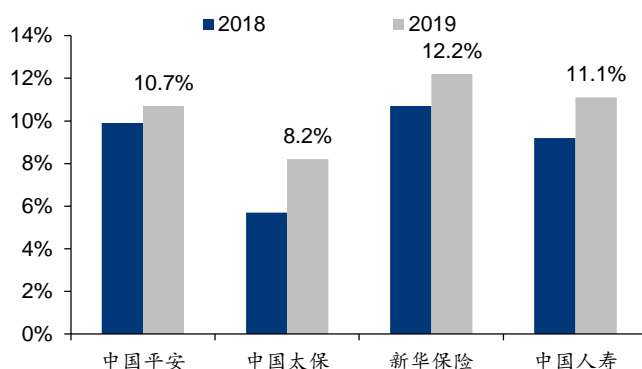
个股表现较为一致，优异的负债端与估值优势更获市场青睐。在此轮上涨行情（区间为6月29日-7月3日）中，保险板块整体表现较为一致，均实现了18%以上的大幅增长，其中中国人寿、新华保险表现更为亮眼，区间涨幅分别达33.6%和26.7%，中国太保紧随其后（区间涨幅达24.3%），我们认为有以下几方面驱动因素：**1）优于同业的负债端表现更获市场认可。**中国人寿今年一季度NBV实现8.3%的正增长，提前启动的开门红使得其较大程度上缓解了疫情的负面压力；新华保险银保趸交业务大幅发力，虽价值上贡献有限，但对规模提升与客户资源积累有显著促进作用；**2）低估值更具修复空间。**中国人寿、中国太保与新华保险2020年PEV估值为0.70x、0.59x和0.58x，与中国平安（0.92x）相比具有显著估值优势；**3）更高的权益投资占比享有更大的β弹性。**新华保险和中国人寿在股票与基金投资占比上高于其他两家上市险企，赋予其权益投资更大弹性空间，相应地市场也给予其更为乐观的投资表现预期。

图表17：上市险企此轮行情表现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

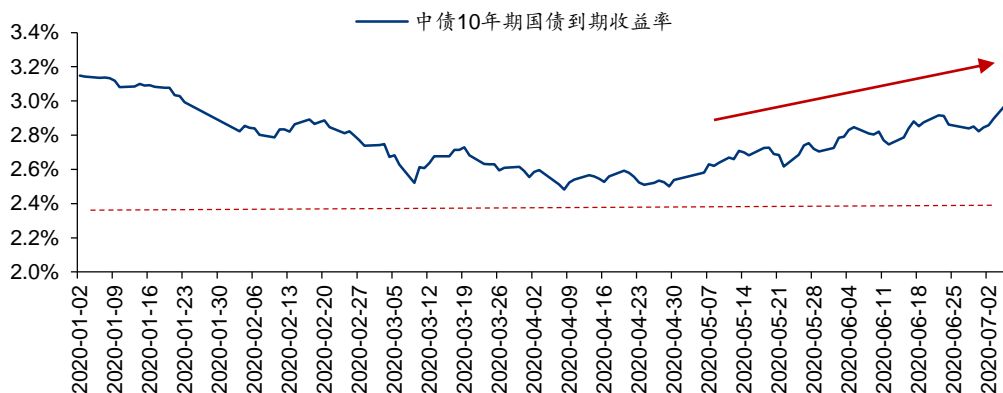
图表18：上市险企股票+基金占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

长端利率企稳，给予估值一定支撑。一季度长端利率快速下挫，叠加负债端承压，对保险股估值造成压制。二季度以来长端利率逐步企稳，我们结合华泰固收研究团队近期的相关观点（2020年6月7日发布的《渐进修复定方向，内生不足定空间——2020年中利率展望》），判断伴随经济渐进地在向常态修复，十年国债利率2.5%底部或已探明。近期长端利率持续徘徊在2.9%附近，有效缓解前期市场对保险公司利差损的悲观预期，给予估值一定支撑。

图表19：10年期国债收益率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

通过对历史上几轮行情中保险股表现的梳理，我们判断此次上涨仅为起步阶段，具体由以下几个判断因素：**1) 高质量发展周期应享有更高的估值中枢。**2014-2015年保险公司处于快速发展期，部分险企仍以价换量实现规模快速提升，叠加权益市场的牛市行情，推动PEV达到1.5x-2x的水平。而经过2018-19年行业持续推动转型的洗礼，寿险代理人队伍、产品质态和销售渠道的优化均显著提升行业的价值率水平，保险行业正步入高质量发展周期，估值中枢应较2015年有所提升；**2) 后开门红时期的边际改善更具增长动能。**2019年向上行情阶段正处开门红时期，然而彼时由于开门红销售乏力导致整体估值受到抑制，整体PEV处于0.8x-1.3x水平。而今年这波行情已近年中，市场充分反映了前期开门红的悲观表现，多维催化因素推动后续保费增速边际改善有望超预期，我们认为更具增长前景的市场应具备更高的估值溢价，而此时整体PEV估值仍未达到2019年行情时表现，因此我们判断仍有较大增长空间。

图表20：历史几轮保险行情对比

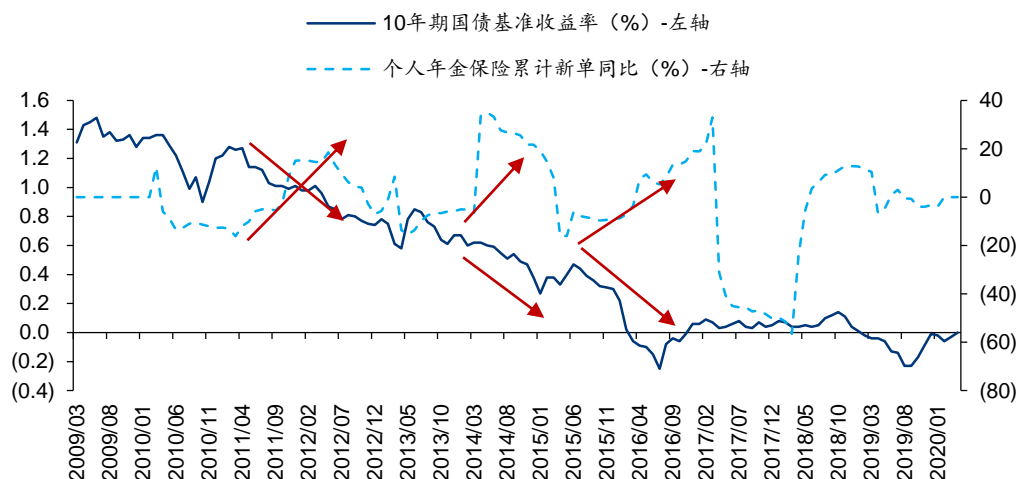
	2014~2015行情			2019年行情			2020年行情		
	2014.10.27 ~2015.6.8 涨幅	启动 PEV	终止 PEV	2019.1.2 ~2019.4.29 涨幅	启动 PEV	终止 PEV	2020.6.18 ~2020.7.6 涨幅	启动 PEV	当前 PEV
保险指数	122%	1.64	3.11	50%	1.79	2.55	17%	1.82	2.15
中国平安	124%	0.69	1.52	54%	0.84	1.32	15%	0.96	1.09
中国人寿	152%	0.92	1.94	52%	0.60	0.94	32%	0.71	0.94
中国太保	86%	1.02	1.57	29%	0.63	0.84	23%	0.57	0.73
新华保险	167%	0.94	2.12	38%	0.63	0.90	25%	0.59	0.73
中国人保	-	-	-	60%	1.54	2.49	34%	1.48	1.97

注：保险指数于中国人保估值采用PB估值，其他采用表中所示的PEV估值。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

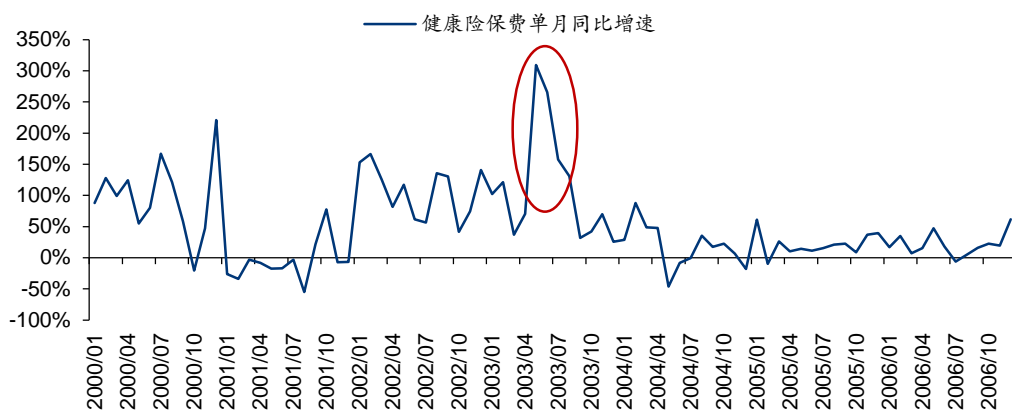
展望下半年，多维度催化基本面回暖。站在当前时点，我们认为接下来仍有一系列催化因素推动行业基本面回暖：一是长端利率波动或将带来理财型险种销售边际提升。从日本的经验来看，在过去几轮长端利率快速下行期，个人年金保险新单销售均有不错的表现，主要源于保险产品长久期的优势逐步显现，在回报率表现上较为突出。二是在监管政策的推动和居民保障意识逐步提升的环境下，健康险销售有望得到快速发展。借鉴2003年非典经验，在疫情相对可控之后，2003年5-8月的健康险保费单月同比增速大幅提升至309%、265%、158%和131%，由此可见居民对自身风险保障的需求意识在疫情催化下显著抬升。三是疫情也激发了保险公司互联网战略的持续落地，线上招募、展业与核保核赔也将推动保险公司不断优化服务方式，提升竞争能力。四是估值优势突出，我们认为目前保险股的估值已基本反映了前段时间市场的悲观预期，其中部分上市保险公司的估值已不及上市以来历史分位值的10%，具有较强的估值优势。

图表21：日本个人年金累计新单同比与长端利率变化对比



资料来源：LIAJ，Wind，华泰证券研究所

图表22： 2003年前后健康险保费单月同比增速



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

风险提示

- 1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。
- 3、经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
- 4、资产质量恶化超预期。上市银行资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司