

方正证券研究所证券研究报告

重大行业事件点评报告

行业研究

非银金融行业

2020.02.23/推荐

高级分析师：左欣然

执业证书编号：S1220517110001

E-mail: zuoxinran@foundersc.com

联系人：

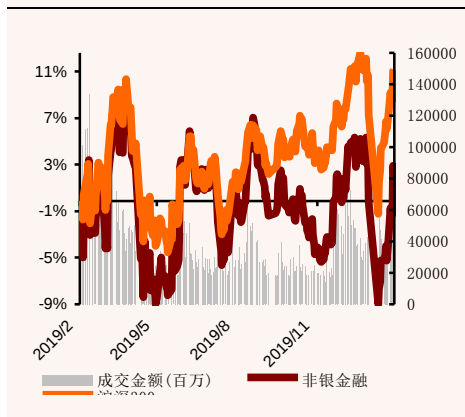
TEL:

E-mail:

重要数据：

上市公司总家数	81
总股本(亿股)	4010.56
销售收入(亿元)	32735.81
利润总额(亿元)	4591.79
行业平均 PE	54.43
平均股价(元)	13.72

行业相对指数表现：



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《开门红分化，疫情影响总体有限》
2020.02.22

《规范分红险无损上市险企，保障导向更进一步》2020.02.22

《寿险改革进入深水区，关注 2020 改革推进》2020.02.21

《定增新规步步递进，比征求意见更进一步！》2020.02.15

《交投情绪活跃铸造 1 月开门红》
2020.02.13

请务必阅读最后特别声明与免责条款

政治局会议+央行讲话释放积极信号

- 1) 2 月 21 日中央政治局会议，会议重心从前期的部署疫情防控到平衡防疫与社会运行秩序，完善差异化防控策略。会议指出目前疫情蔓延势头得到初步遏制，强调我国经济的韧性与潜力，长期向好趋势不变，将努力实现全年经济发展目标任务，实现决胜全面建成小康社会。会议指出财政政策要更加积极有为，稳健货币政策要更加灵活适度。财政政策的“更加”意味着财政赤字、地方专项债、政策性金融债将发力；而货币政策的“更加”意味着流动性的进一步边际宽松，但保持总基调的稳健。财政支持+流动性配合，将有效增强市场信心，维护当前交易活跃度。
- 2) 2 月 22 日央行副行长接受媒体采访，表示疫情对中国经济影响的时间与规模都有限。货币政策空间仍十分充足，不搞“大水漫灌”的同时，综合运用公开市场操作、中期借贷便利、常备借贷便利等工具保持总量合理。央行将继续推进 LPR 改革继续释放金融机构降低贷款利率的潜力，促进贷款实际利率水平明显下降，而存款基准利率将适时适度调整。降低存款基准利率即降低银行负债成本，为后续降低 LPR 预留空间，打通货币政策的传导机制，刺激需求、提振市场信心，促进经济在疫情之后迅速修复。

财政支持发力、流动性合理充裕下的非银机遇

- 1) 证券：证券行业具有高 β 属性，市场活跃度能迅速提升经纪、信用、自营等各项业务，并能有效带动投行、资管、直投业务需求。本轮流动性放松拐点可追溯到 2018 年下半年，央行的连续降准释放货币政策由紧到松信号，市场情绪快速修复，2019Q1 市场日均交易额同比增长 23%，2018 年 10 月至 2019 年 3 月间沪深 300 涨幅 25%，而券商涨幅 86%（相对涨幅 61%）。今年 2 月以来，央行已降低逆回购利率、降低 MLF 利率与 LPR 报价，维持流动性充裕水平，稳定市场情绪。疫情后至今，市场日均成交额 8808 亿元，同比增长 44%，证券指数绝对涨幅 18%，相对涨幅 5%。
- 2) 保险：保险板块对短期流动性也有正面映射，但反应或较保险板块滞后。
 - A、回溯 2014-2015 年由流动性放松带来的牛市：2014 年底至 2015 年 6 月市场连续 4 次降息、2 次降准，期间券商绝对涨幅 211%、相对涨幅 111%，而保险绝对涨幅 124%、相对涨幅 24%。这是由于险企也有部分资金投资于权益市场（当前上限 30%），流动性带动下的牛市同样提高

了险企的投资收益率、提振险企业绩。2015 年部分险企投资收益率达到 8%，高于当时长期回报精算假设 25bp。此外，短端利率的下降也降低了市场理财产品收益率，作为竞品的险企储蓄险需求因此增加。2015 年平安新单保费增幅达到 41%。

B、而 2018 年底到 2019 年初的流动性转折，也为保险带来了 53% 的区间涨幅，16% 的相对涨幅。根据已披露的 2019 年报及年报预增情况，上市险企利润大增，投资收益率均远超精算假设。

证券行业进入监管红利期，助升行业长期估值水平

- 1) 证券行业的 β 属性突出，但本轮行情也同样有监管红利带来的 α 属性。2012 年的券商创新大会打开了券商的盈利空间，相关政策从制定到落地，一年间券商板块绝对涨幅 65%、相对涨幅 43%。
- 2) 2018 年 10 月-2019 年 3 月的券商行情，同样有监管政策的支持。从股票质押纾困计划、到投行相关业务的松绑，再到后期的场内衍生品松绑、科创板研究推出，为券商解难、创收。
- 3) 2019 年 9 月的深化资本市场改革 12 项意见的推出、年末证券法的修订，为证券行业市场红利的加速释放铺垫。本月重组新规的落地即是其中一项。我们测算定增新规将为证券行业带来 0.5%-1.5% 收入增长，龙头券商 0.7%-2.3% 收入增长。但直接收入增长为次，背后带来的衍生机构业务活跃、市场需求提升，才是改革的最终效用。将持续享受政策红利的证券公司，将进入新一轮发展阶段，资本实力强、机构业务铺垫早的龙头券商将优先受益。

保险行业随疫情好转渡过压力期，后期保费反弹值得期待

- 1) 保险行业的投资周期由资产和负债双端共同决定。以 2014-2015 的保险大行情为例，既有投资端的权益超额回报支持，也有当年放开代理人考试、保费大幅增加支持。以平安为例，2015 年营销员增长 37%、新单保费增长 41%。
- 2) 2018 年底-2019 年 4 月的小段行情，除权益投资助力外，2019Q1 险企开门红的恢复也是重要原因。疫情对保险营销员展业、增员带来短期压力，但疫病带来的保障需求同样在增长。复盘 2003 年 SARS 影响，疫病结束后健康险保费出现急速增长，全年健康险保费增速高达 98%，高出行业整体水平 2 倍。
- 3) 当前疫情的好转、拐点的临近，也将缩短上市险企的营销压力期。我们测算，若全年保障险增幅能达到储蓄险降幅的一半，全年上市险企仍能保持 NBV 正增长。当前的险业正处于由量驱动向由质驱动、由理财型向保障型转变的改革窗口，疫情催化下的保险保障意识也将加速后期改革进程，帮助 NBV 后期增长提速。

个股推荐：

- 1) 证券:短期流动性预期的 β 效用+长期政策推动的 α 预期, 券商行业当前估值仍在 20%-40%历史分位, 我们对行业仍维持推荐评级。优先推荐低估值、业绩修复较强的海通证券, 低估值龙头华泰证券, 业绩稳定性强改革受益多的中信证券, 以及业务发展较均衡且兼具弹性的招商证券、东方证券, 关注投行优势标的中信建投。
- 2) 保险: 优先推荐开门红启动较早、受疫情影响短期压力相对较小, 前期改革成果逐渐体现的中国人寿, 新单亮眼、估值底部的新华保险, 改革推进、坚持长期价值增长的中国太保、中国平安。

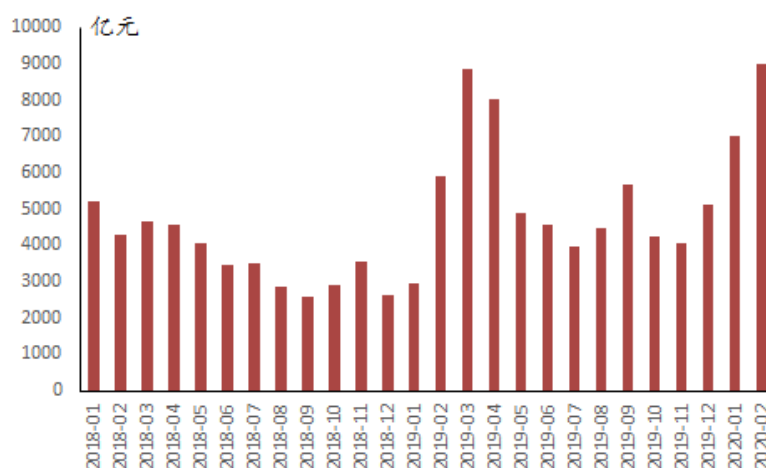
风险提示: 疫情持续时间超预期, 政策推进不及预期, 资本市场大幅波动

图表1: 历次流动性与政策推动下的券商、保险板块行情复盘

券商板块	绝对涨幅	相对涨幅	流动性环境	政策环境
201201-201302	65%	43%	调低存款准备金率2次共10bp、同时调低贷款基准利率与存款基准利率2次	券商创新大会, 出台《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》, 推动两融、资管等业务发展
201410-201504	211%	111%	2014-2015年共降息6次, 一年期贷款基准利率调降165bp; 调低存款准备金率4次共250bp	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新国九条)、沪港通、IPO重启
201810-201903	86%	61%	2018年6月-2019年1月, 调低准备金率4次, 共250bp	股票质押纾困计划、投行政策松绑(缩短被否IPO重组时限、缩短再融资时间间隔、小额并购快速重组机制)
保险板块	绝对涨幅	相对涨幅	流动性环境	政策环境
201201-201302	39%	17%	调低存款准备金率2次共10bp、同时调低贷款基准利率与存款基准利率2次	保监会连续发布10条投资新规松绑险企投资
201410-201504	124%	24%	2014-2015年共降息6次, 一年期贷款基准利率调降165bp; 调低存款准备金率4次共250bp	放开代理人考试; 《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》明确提出“适时开展个人税收递延型商业养老保险试点”; 《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》
201812-201904	53%	16%	2018年6月-2019年1月, 调低准备金率4次, 共250bp	继续引导保险行业回归保障; 鼓励险资增持上市公司股票、拓宽专项产品投资范围; 支持险企加大股权投资力度

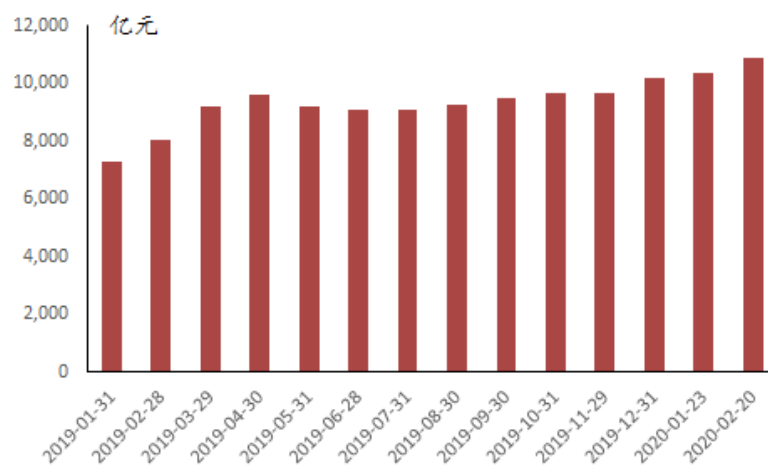
资料来源: 银保监会, wind, 方正证券

图表2: 市场交易日均成交额



资料来源: wind, 方正证券

图表3： 市场两融余额



资料来源：wind，方正证券

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