

■ 金牛分析师巡礼(金融服务篇)

等待政策面基本面驱动估值修复

今年以来,券商和保险板块借助“金改”浪潮反复活跃。非银行金融板块以20.58%的年内涨幅领跑大盘;银行板块年内涨幅虽然为负,但最近在汇金增持的消息刺激下连续反弹,显著提振了A股的多做氛围。鉴于估值低企、保费收入回暖,机构普遍认可保险股的战略配置价值。不过,对于券商股四季度的走势则存在分歧,而银行股能否摆脱颓势将取决于宏观经济的复苏情况。



梁静



中信证券  
潘洪文



国信证券  
邵子钦



招商证券  
罗毅



邱冠华



彭玉龙

国泰君安金融服务研究小组

2011年金牛分析师金融服务方向榜单

第一名:国泰君安证券金融服务研究小组(伍永刚、邱冠华、梁静、彭玉龙)

第二名:中信证券金融服务研究小组(朱琰、肖斐斐、程程、王一峰、潘洪文)

第三名:国信证券金融服务研究小组(邵子钦、邱志承、童成墩、田良、黄斌)

第四名:华泰联合证券金融服务研究小组(李聪、张黎、丁文韬、戴志锋、周俊、林媛媛)

第五名:招商证券金融服务研究小组(罗毅、洪锦屏)

入围奖:长江证券 陈志华



国泰君安:保险股具修复空间

影响保险业发展和保险股的主要因素包括保费、投资、业绩、政策、估值等方面。其中,保费代表了资金来源,是企业的根基,也是价值的源泉;投资对保费和业绩都有重要影响,对短期股价甚至有决定作用;政策是行业和公司发展的保障和重要推动力,能决定大趋势和大拐点;业绩和估值是衡量投资价值的基础标准,也是选择投资时机和投资标的重要依据。因此,从这几个方面对保险业及保险股投资进行展望。

保费方面,今年“金九银十”的推动幅度大于往年,9-10月寿险保费增速有好转,主要得益于新产品的不断推出以及营销力度的增大,四季度基数也在下降,因此全年的新业务价值增速可以转正;进一步来看,2013年寿险保费将出现温和复苏,增速将由2011-2012年的5%回升到10%左右。

投资方面,虽然“股债双杀”目前仍处于惯性下行阶段,但预计进入四季度后,经济见底修复,“股债双杀”背后的推动因素将逐步消失,股市债市将有企稳回升的机会,保险投资收益也将好转。

业绩方面,三季度浮亏增加,将继续计提减值损失,对业绩有负面影响,因此业绩总体还是处于底部,但无论同比还是环比的基数都较低,降幅继续收窄,或者转为正增长,趋势在好转。

政策方面,投资新政、大病医保、税延型养老险都在不断推出或计划推出。13项投资新政已出台4项,还有9项初稿已成,将陆续发布。商业保险机构开始参与城镇居民和新农大病保险,随着医改不断深化,健康险陪医起步后将获发展空间。税延型养老保险有望分三步走:上海率先试点,接着在北京、天津、广州、深圳、厦门、重庆等准备充分地区铺开,最后全国实施。我们预计

上海试点、试点铺开和全国实施后可分别增厚以2011年为基数)新单保费1.5%、13.4%和30.3%,估计上海试点阶段可年均提升新业务价值1.6%,全国实施年均提升5.1%。

估值方面,由于目前市场整体估值水平不高,且行业近期增速仍在低位,因而估值处于历史底部:股价与内含价值之比P/EV在1.1-1.5倍之间,新业务价值倍数为2-8倍。考虑行业发展前景及价值成长速度,未来估值有提升空间。

建议投资者密切关注此轮调整的时间和空间,在大盘风险不断释放的过程中,市场极度恐慌时常能提供很好的投资机会。进入四季

度后,动态预期将切换到2013年,估计2013年寿险增速将提升5%左右,即在估值上,新业务价值倍数有5倍左右的上升潜力,反映到股价上,有20%左右的修复空间。

保险股的风险在于股债双杀持续,并且持续时间长于预期,幅度大于预期,导致浮亏扩大,投资收益和业绩长期处于底部,无法恢复,进而影响到明年的保费修复。产险方面,如果竞争恶化或自然灾害超预期,导致综合成本率快速上升,那么投资收益无法弥补承保盈利的下降。

此外,证券行业仍处于由规模驱动向创新驱动的转型中,下半年,市场环境变化仍然对行业有着决定

性的影响。一旦市场继续下行,行业业绩尤其是传统卖方业务将面临更大的经营压力,行业业绩将可能低于预期。但从交易量来看,目前行业业绩已处于底部区域,大券商估值也处于历史底部;另一方面,创新11条已加速兑现,行业的政策环境更为宽松,而创新业务的快速发展也将为行业提供日益显著的边际增量贡献。从更长期角度看,在创新推动下,行业的中长期成长性已超越市场的周期性,成为行业发展的主导,ROE也因此可望翻番。对比境外投行估值来看,这一ROE可支撑2倍以上的PB估值,证券行业长期配置价值已十分明显。我们继续维持对证

券行业的增持评级,以中信、海通、广发和光大为代表的大券商估值优势明显,创新受益程度高,仍是券商股的首选。

■ 研究成果展示

《踏上估值修复路——中国平安》2012年2月9日

《税延型养老保险:打造直接融资体系基石》2012年4月24日

《做策现创新甜头》2012年5月20日

《医改红利下的健康险发展》2012年8月21日

《证券行业策略报告:改革,新生》2012年5月22日

银行股被低估 纠偏看经济

10.2%。6月末不良重灾区温州不良率才为2.69%,全行业为0.94%。另外,即使考虑经济下行阶段银行压力不良因素(国际银行亦如此),目前中国银行业不良率起码也在5%以下。在这里,还需重点强调一个概念:不良≠损失。

银行股被低估,但是价值低估并不构成赚钱的充分条件。只有低估被纠偏,银行股才能够赚钱。目前阶段,影响银行股赚钱的最大短板是经济下行。因此,银行股要赚钱,经济企稳回升信号必须确认,否则上涨将难以持续。尽管政府已经将稳增长放到了更加突出位置,但是预计经济企稳回升时点将延后,不排除延至四季度后期甚至2013年的可能。因此,我们对银行股四季度持看平的态度。

之所以判断经济企稳复苏将延后,理由有二:

第一、真实的社会融资总量并没有同比多增。央行口径的社会融资

总量不含同业代付,年初以来同业代付受监管之后,部分同业代付的融资需求(预计7000亿)重新回归贷款、信托或委贷,后者纳入央行社会融资总量。这样央行社会融资总量2011年不含同业代付,2012年包含一部分,从而造成社会融资同比虚增。

第二、中长期债券与中长期贷款预测经济复苏有差异。带有浓厚政府色彩的中长期债券比中长期贷款对经济复苏的预测能力要弱,因为通过中长期融资预测经济复苏的本质不仅看当次投入,更看后续带动性投入。本轮中长债是政府为抵消经济下滑、悲观预期下的被动融资,而中长贷是企业家看到盈利前景、乐观预期下的主动融资。以吃药作比,中长债吃药是治病,中长贷吃药是保健,治病提振精神比保健见效慢。

我们一直强调,稳增长不要看政府说了什么,关键看政府做了什么。那么,稳增长还需要做些什么

呢?我们认为,起码有以下方面需要做:一是解决项目融资,自上而下地推动并配套激励措施;二是设定工期约束,避免时间无限延长玩文字游戏;三是解决项目商业运作,真正全局性拉动避免成为银行毒瘤;四是减税改善制造业盈利前景,避免地方投资孤军奋战。

综上,银行股低估已成事实,但赚钱需要纠偏,纠偏得看经济企稳复苏。从某种意义上说,经济企稳复苏已成为银行股赚钱最重要甚至唯一的因素。

■ 研究成果展示

《稳中求胜》2011年11月22日

《北上不足,比下有余》2012年5月22日

《Q198,谁干的》2012年7月23日

《中国资产证券化路在何方》2012年7月4日

《取消存贷比刻不容缓》2012年9月8日

高估值的中小券商股。

■ 研究成果展示

《保险行业2012年投资策略——短期反弹,中期估值需再平衡》2011年12月7日

《证券行业跟踪报告——监管放松大势所趋,驱动行业见底回升》2012年2月27日

《非银行金融行业专题报告——金融制度改革红利即将爆发,非银行金融将迎来重大投资机会》2012年4月23日

《保险投资改革创新大会点评——投资创新和监管放松力度超预期,对行业构成实质性利好》2012年6月13日

■ 研究成果展示

《国海证券——小券商也有春天》2012年3月9日

《证券行业2012年二季度投资策略——请为创新估值》2012年4月11日

《宏源证券——创新弯道好超车》2012年5月24日

《保险行业2012中期投资策略——力擒金改大旗,捕捉革新红利》2012年6月13日

《养老主题中的保险机遇专题之一——税收递延养老险的曲线有多大?》2012年4月20日

《养老主题中的保险机遇专题之二——从逐鹿到围地:保险交锋企业年金扩容》2012年7月2日

目前行业政策整体偏不利,预计业绩增速也会下降。

保险业务方面,平安和国寿NBV增速拐点已现,预计下半年NBV同比增速开始转正,国寿和平安个险新单增速在三季度已经迎头赶上;基本方面,下半年平安、国寿个险新单和NBV增长拐点也有望到来,同时,减值计提预计已接近尾声,四季度保险股净利润反弹力度将较大,并且政策面继续趋暖,保险股估值安全边际较高。就证券行业来看,我们建议投资者仍要谨慎,主要在于政策预期下降、传统业务快速走弱难见好转,同时解禁和融资压力较大。至于信托行业,其投资的最好时候已过,

值方面,目前保险股估值水平处于历史以来低位,具备非常好的安全边际。因而,在市场继续低迷的当下,我们对保险股仍保留谨慎态度,建议战略性配置保险股。

就券商行业而言,我们认为,四季度投资券商股仍宜谨慎,在短期政策维稳的基调下,可适当参与低PB品种的交易性机会,维持该行业“强于大市”的评级。

政策面上,政策红利逐渐减弱,政策出台节奏减慢,剩余利好政策减少,非现场开户对行业将是一个重大利空(但短期推出可能性小)。上半年政策驱动的行市在政策红利减弱的背景下



国信证券: 保险股上行动力不足

保险行业已经步入转型周期。受利率市场化的影响,收入中占比70%与理财相关的保险产品受到冲击,未来只能期待通过向保障类产品转型来实现以量补价;受股市低迷的影响,已经没有利差溢;受人力成本上升的影响,也已经没有费差溢;三差中只有死差溢尚存。养老金税收递延政策预计只能贡献新单中的5%,大病险推广只能是保本微利,投资渠道放开难以弥补基准利率下行。尽管保险股估值处于底部区域,但上行动力不足。

证券行业创新低于预期。除了债券承销和融资融券业务稳定增长外,资产管理、约定式回购受制于相关政策法规不配套;新三板、中小企业私募债发展速度低于预期;传统经纪和自营业务的下滑雪上加霜。年内日均交易额不足1400亿元,远低于去年的1720亿元,随着交易对手的减少,换手率有继续下行的空间。尽管大券商PB估值处于历史底部,但25-30倍的PE也难见下行。维持行业“中性”评级。

■ 研究成果展示

《行业投资策略报告:改革超预期,看涨期权有望兑现》2012年2月27日

《美国证券行业专题研究系列(一):佣金自由化之后的变革之路》2012年3月6日

《美国证券行业专题系列(二):资本市场是经济的助推器》2012年3月8日

《美国证券行业专题系列(三):寡头垄断的竞争格局》2012年3月12日

《行业重大事件快评:金改进度低于年初预期,估值处于合理区域》2012年8月14日

《寿险行业2012年投资策略:步入冬藏时节,静待政策变化》2011年12月15日

《保险行业-2012年中期投资策略-低估是购买的理由》2012年6月14日



招商证券: 非银行金融迎来机遇期

对于券商板块,从基本面来看,三季度在缩量 and 股指、债券收益率双双走低的压力之下,券商的净利润环比有所下降,预计行业净利润下降15%左右,融资融券等创新业务的贡献占比逐步上升,但短期内还不足以完全对冲经纪和自营业务调整的风险。三季度证券板块的调整基本反映了业绩上的压力,而华泰、广发等限售股到期解禁使二级市场股价出现超跌。实际上,在当前的价格下,小非大幅出售的概率很小,更多是二级市场的过度反应。

四季度券商板块存在反弹机会,有望获得超额收益;首先,创新业务仍在有条不紊地推进,新三板扩围和挂牌上市公司将持续增加,现金管理业务转常规,并购基金和另类投资等范围扩大,券商的平台和业务范围持续的拓展,长期ROE处于上升态势之中;其次,调整后估值的吸引力再次显现,从PB来看,大型券商在1.4倍左右,中型券商在2倍左右,从国际估值比较来看,创新上升周期的投资银行可达到2.5-3倍的估值水平;再次,交易量已至低点,四季度在财政政策加码和全球流动性宽松的格局下,市场有望企稳,而券商的高弹性有望跑赢市场。

我们认为,对证券行业的研究,不能在局限于交易量和股指涨跌的简单逻辑之中,在创新的进程中,券商的业务领域由股票等二级市场相关业务向固定收益、资本中介、另类投资、杠杆交易等领域全方位拓展,将大幅降低业务的波动性,也会改变券商的盈利模式。应关注金融改革进程中能把握创新方向并战略领先的公司。

对于保险板块,上半年表现疲弱的保费收入开始逐步回暖,中国人寿在银保渠道投入的新产品使得8月保费收入迅速增长,同时去年同比基数的下降使得这一势头在四季度更为明显,并且产品创新将为保费收入的增速持续注入催化剂,个税递延养老保险、大病医保、健康险等领域的突破值得期待,此外,渠道的持续调整将使新业务利润率继续上升。

从投资来看,保险投资新政相关法规已经正式发布,但个别领域的具体实施还需监管部门发布细则,短期内境外投资、不动产投资和未上市股权投资由于周期较长,不会对今年的盈利构成影响,但中长期有望提升险资投资收益率2个百分点以上。收入端和投资端同时受益于自上而下的革新红利,行业的发展空间和边界在拓宽。短期来看,去年的浮亏基本消化,但国债收益率曲线在三季度也开始掉头向下,总体对保险盈利影响中性。我们认为四季度保险行业的权益投资和债券投资收益率有望修复,尤其寿险公司的改善边际较财险将更为明显。

■ 研究成果展示

《国海证券——小券商也有春天》2012年3月9日

《证券行业2012年二季度投资策略——请为创新估值》2012年4月11日

《宏源证券——创新弯道好超车》2012年5月24日

《保险行业2012中期投资策略——力擒金改大旗,捕捉革新红利》2012年6月13日

《养老主题中的保险机遇专题之一——税收递延养老险的曲线有多大?》2012年4月20日

《养老主题中的保险机遇专题之二——从逐鹿到围地:保险交锋企业年金扩容》2012年7月2日