

## ■ 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股的做多氛围。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(朱瑛、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、黄帆)
- 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本数都较低,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、税延型养老保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村大病保险,随着医改不断深化,健康险借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,市场极度恐慌时常常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
- 致策现创新甜头》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

**对于券商板块,从基本面来看,三季度在缩量和股指、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,更多的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,新三板扩园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放松的格局下,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
- 《养老保险专题之一——税收递延养老保险的蛋糕有多大?》2012年4月20日
- 《养老保险专题之二——从逐鹿到圈地:保险争锋企业年金扩容》2012年7月2日

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。受利率市场化的影晌,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。养老保险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,估值处于合理区间》2012年8月14日
- 《保险行业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,三季度在缩量和股指、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,更多的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,新三板扩园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放松的格局下,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
- 《养老保险专题之一——税收递延养老保险的蛋糕有多大?》2012年4月20日
- 《养老保险专题之二——从逐鹿到圈地:保险争锋企业年金扩容》2012年7月2日

## 中信证券:保险股投资价值优于券商股

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

我们认为,四季度保险股的投资价值要好于券商股,建议战略性配置保险股。就保险行业来看,债券、国债和金融债)近期出现企稳迹象,战略性配置保险股的时机正在到来;基本面方面,下半年平安、国寿新单和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偏谨慎,主要在于政策预期下降、传统业务快速走弱见好转,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,

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,国寿和平安新单增速在三季度已经迎来拐点。由于基数原因,下半年除新华保险外,银保新单负增长程度也趋缓。

政策方面,预计“十八大”后政策推进速度将显著加快,保监会将很快推出城乡居民大病医疗细则,投资新政剩余9条有望加快推进,上海延税试点也有可能年内上报国务院。净利润方面,保险业减值计提估计结束,利润反弹可期。估

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,在市场继续低迷的情况下,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,剩余利好政策较少,非现场开户对行业将是一个重大利空。但短期推出可能较小,上半年政策驱动的行情在政策红利减弱的背景下

券股的高估值将得到一定修复,但行业基本面并未发生根本性变化,因此,我们建议投资者在政策面改善的情况下,可适当参与券商股的交易性机会,但不宜重仓配置。