

策略點評

金融：銀行明顯低估——A股估值國際比較系列3

中國金融業盈利能力可觀。①2016年中國金融業增加值佔比達8.3%，超美日過去20年的峰值水準。自2005年以來我國金融業經歷快速發展，金融業增加值佔GDP比重從05年的4%持續上升至16年的8.3%。對比海外，1990年以來美國金融業增加值佔比峰值為2001年的7.7%，日本為2003年的6.1%，均不及當前我國金融業的相對規模。我國金融業過去十多年的快速擴張可分為兩階段：一是02-07年期間實體繁榮推動金融業發展。二是08年至今流動性寬鬆助力金融系統規模擴張。②從上市公司看，2016年A股總市值佔比22%的金融業貢獻55%的淨利潤。2016年A股金融業市值/總市值和金融業淨利潤/總淨利潤分別為22.2%、55.5%，美股份別為16.6%、36.2%，日本分別為12.8%、20.3%，英國分別為17.2%、23.5%。過去十年中A股金融業業績和估值嚴重背離，A股估值下移過程可分為兩階段：第一階段是07/11-08/10熊市期間A股金融業遭遇戴衛斯雙殺。第二階段09年以來債務危機隱憂為金融業業績蒙上陰影。

縱觀行業：銀行明顯低估，保險、券商估值偏高。①A股銀行估值與業績的匹配度好、性價比高。從PB看，A股銀行PB現值（05年以來均值）為0.96（2.01）倍，美國為1.24（1.09）倍，日本為0.53（0.70）倍。從ROE看，A股銀行16年ROE（05年以來均值）為13.4%（17.6%），美國為9.7%（6.1%），日本為5.5%（5.3%）。②A股券商估值高於美國和日本，且隨市場牛熊切換而劇烈波動。A股券商營收主要來自經紀業務，16年A股上市券商經紀佣金收入/總營收為45.4%，而承銷與投行費收入/總營收為17.1%，從而A股券商業績將隨市場牛熊切換而劇烈波動。③A股保險業估值偏高，保險處在高增長期。相較國際，A股保險業估值偏高，而業績處在中等水準，投資性價比並不突出，但從保險密度和深度看，我國保險業與其他發達國家和亞太區域差異較大，保險市場體量有待進一步擴張。

聚焦龍頭：銀行估值偏低，券商存摺價，保險估值偏高。①從銀行業看，A股龍頭業績更穩定，估值更低。從PB看，工商銀行、招商當前PB（LYR，下同）分別為0.96、1.54倍，所在行業0.96倍PB，美國銀行、富國銀行分別為0.89、1.39倍，而所在行業PB為1.24倍。②從券商看，國內外龍頭估值均折價，A股券商盈利能力更強。從PB看，國泰君安當前PB為1.77倍，所在行業1.88倍PB，而摩根士丹利、高盛集團分別為1.10、1.01倍，所在行業1.50倍PB，中外券商龍頭均在行業記憶體在估值折價。③從保險看，A股龍頭估值水準偏高，業績表現分化。根據保險精算模型，保險公司總利潤主要由利差、死差和費差構成，A股保險龍頭業績分化，16年中國人壽業績下滑主要受投資收益下滑拖累，而同期中國平安保費收入和淨利同比均較高。

風險提示：業績不及預期，經濟增速下滑，金融去槓桿超預期。

金融工程點評

2017 年二季度基金份額點評：股債基金份額下降，貨幣基金份額暴漲

2017 年二季度公募基金份額 95925.12 億份，較上季度增加 7489.18 億份，增幅為 8.47%。

1、各類型基金份額情況

2017 年二季度貨幣基金份額上漲明顯，2 季度貨幣基金總份額為 50706.28 億份，較上季度增長 10462.27 億份，增幅高達 26.00%。貨幣基金份額急劇增長主要是由於市場資金面趨緊，貨幣利率上升導致貨幣基金收益率居高不下，同時股債兩市弱勢震盪，賺錢效應下降，大量資金流入貨幣基金。

2017 年二季度權益基金份額有所減少，具體來看，複製股票指數型基金份額下降明顯，單季度份額減少 451.52 億份，主要原因由於受到新規實施影響，投資者參與分級基金的力度下降所致。主動管理權益類基金份額整體保持穩定，但也存在結構性分化。投資風格偏向價值或者偏好持有消費龍頭白馬個股的基金業績表現較優，從而受到市場廣泛關注，基金份額急速增長；相反，一些投資風格偏向高成長或者偏好投資於中小板塊的基金業績表現欠佳，份額縮水較多。

二季度金融監管政策頻出，監管持續趨嚴引發機構委外資金大量贖回，加劇資金面緊張，債券市場持續下跌，特別是 4、5 月份，債市大幅調整。在這樣的背景之下，2 季度債券型基金份額較 1 季度下降 1485.06 億元，降幅為-7.14%。此外，股票倉位在 0-95%的靈活策略混合型基金中也存在較多的機構定制產品，受委外資金大量贖回的影響，靈活策略混合型基金總份額也較上一季度減少 642.92 億元。

2、基金公司份額情況

2017 年二季度份額排名前十基金公司旗下基金合計份額 49363.76 億份，較上一季度增長 5383.45 億份，增幅為 12.24%。份額前十基金公司中，除工銀瑞信基金之外，其餘基金公司份額均存在不同程度的增長。工銀瑞信基金公司總份額下降主要是由於旗下純債債券型基金份額以及個別貨幣基金份額大幅下降導致的。二季度天弘和易方達基金的份額增長極為突出，主要由於旗下貨幣基金份額大幅提升所致。

2017 年二季度剔除貨幣基金後基金公司份額增長最多的為中銀基金，主要是由於中銀基金在二季度新發了兩隻規模較大的債券基金，且旗下個別理財基金份額增長明顯。

此外，從基金公司剔除打新基金後主動權益份額變動角度來看，東方證券資管、國海佛蘭克林等基金公司由於旗下產品風格契合市場當下風格，二季度產品業績表現出色，吸引大量投資者申購，基金份額增長顯著。國泰、易方達基金主動權益新增份額位居同業前兩名，一方面由於公司主動權益業績表現出色，吸引資金大量流入，另一方面是由於公司二季度新發主動權益產品的影響，促使公司主動權益份額快速增長。

風險提示：報告是基於基金歷史份額進行的客觀分析，涉及的基金及基金公司不構成投資建議。

行業與主題熱點點評

保險：淨利潤整體改善，NBV 增速保持高位 ——保險行業 2017 年中報前瞻

預計淨利潤將整體改善，NBV 增速保持高位。1) 預計中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的上半年淨利潤同比增速分別為 10%、-10%、2%和 1%。若除去平安普惠 2016 年 2 季度重組產生的 94.97 億利潤，中國平安淨利潤同比增長 17.3%。2) 由於利潤改善與浮盈回升，預計中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的淨資產分別較年初增長 2.5%、8.1%、2.0%和 5.2%。3) 壽險 NBV 將維持高增長，預計上半年中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險 NBV 分別增長 20%、50%、52%和 35%。

中報業績改善的主要原因：投資收益率明顯上升、準備金計提邊際減少。1) 保險公司新增固收類資產收益率顯著提升，10 年期國債收益率從年初的 3.01%升至 6 月末的 3.57%，提升幅度超過 50bps。上半年，滬深 300 和上證 50 指數分別上漲 10.8%和 11.5%，保險公司股票投資風格穩健，預計可取得較高收益。預計中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的總投資收益率分別為 4.9%、5.8%、5.5%和 5.3%，較去年同期顯著改善。2) 2 季度 750 天移動平均國債收益率曲線的環比降幅比 1 季度收窄了約 4-5bps，準備金計提邊際減少。曲線有望於 2017 年年底實現觸底回升，帶來 2018 年利潤的更高增長。

壽險價值轉型成效顯著，業務量質齊升，NBV 增長保持高位。1) 預計上半年中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的個險首年期交保費分別同比增長 10%、45%、40%和 25%。高增長原因在於代理人規模、代理人產能和居民保障需求的激增。2) 公司削減躉交理財型業務（新華、國壽），發展期交保障型業務（全部四家），調低主力產品的預定利率（國壽、太保），預計上半年中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的 NBV Margin (APE 口徑) 分別同比增長 9%、3%、9%、8%。3) 綜上，預計中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的 NBV 分別同比增長 20%、50%、52%和 35%。

產險保費增速回升，綜合成本率短期存在上行壓力。1) 上半年產險行業保費預計同比增長 11.5%，增速同比提升 4.4 個百分點。預計人保財險、平安產險、太保產險的保費分別同比增長 10.2%、25.1%和 3.7%。2) 受二次商車費改影響，車險費率下降，行業短期競爭加劇，預計人保財險、平安產險、太保產險綜合成本率分別為 96.0%、97.0%和 99.6%，同比上升 1.0、1.7 和 0.2 個百分點。

強監管下的長期趨勢：行業集中度提升+價值轉型。1) 中短存續期業務監管下，壽險保費嚴重分化，集中度同比提升 6.7 個百分點，已進入長期上行通道。2) 二次商車費改有利於大型產險公司強化優勢，產險集中度必將提升。3) 理財型業務監管下，保障型保費增長與 NBV Margin 提升將成為 NBV 的長期驅動力量。

中報業績改善，“大衛斯按兩下”長期成立。“利差改善+價值轉型+集中度提升”的邏輯不變，價值轉型可提升 EV 的成長性與穩定性，保險公司的 P/EV 估值水準將正式進入上升通道。EV 穩健增加，疊加 P/EV 開始提升。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。。

家用電器與器具：基金家電持倉繼續增加，超配未及峰值

(1) 17 年 Q2 基金家電持倉繼續增加，但仍明顯低於 13 年的高點，且主要源於家電股市值提升，基金持倉增幅小於家電市值漲幅。

(2) 以滬深 300 股票池為標準，基金持有滬深 300 中家電標的佔滬深 300 總持倉的比例持續提升，Q2 達到歷史峰值，但考慮到家電市值的上漲幅度，基金超配比例未及歷史峰值。

(3) 2017Q2 資金持倉向滬深 300 中家電龍頭集中明顯。

(4) 基金對格力電器、美的集團等龍頭持倉持續增加，但超配比例仍未達到 12、13 年的歷史高點。

投資建議。基金持倉繼續增加，超配比例仍有提升空間。個股方面推薦行業龍頭格力電器，美的集團。

風險提示。需求不達預期。

傳媒：傳媒板塊觸底反彈，推薦底部低估值標的

我們認為，雖然傳媒行業監管趨嚴打壓估值，但目前已修復（騰訊創新高）。傳媒行業需求仍然旺盛，輿論、監管壓力對傳媒行業公司業績影響有限。

遊戲台塊：騰訊股價創新高，前期利空已消化，國內遊戲公司中報增速強，推薦完美世界、遊族網路、三七互娛。電視劇板塊景氣度高，推薦：新文化（估值低、合作周星馳，資源整合能力強）、慈文傳媒（頭部劇製作能力強）、兆馳股份（風行 TV）。監管趨嚴利好合規較好的傳統媒體：皖新傳媒、中文傳媒、南方傳媒。

風險提示：大盤系統性風險，轉型不及預期，業績不達預期等。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。