

2024-07-03

· 金融行业各个子行业研究方法 with 框架全景 ·

证券研究报告

证券分析师：夏聿印

执业登记编号：S1190523030003

研究助理：王子钦

一般从业登记编号：S1190124010010

一、银行业

本报告对金融行业各个子行业自上而下的研究方法、财报解读以及估值方式作为研究目标，具体内容包括：

- **银行业：**中国银行业在2023年继续保持了一定增长势头，银行业总资产达到417.3万亿人民币，同比增长9.9%。大行扩张加速使行业集中度进一步提升。银行业的主要业务可分为资产业务、负债业务和中间业务三大类。银行有明显的资产和负债端，因此需要特别关注其资产负债表。在银行的基本面分析中，主要从四个方面出发：量（规模增速）、价（净息差）、质（资产质量）、非息收入。
- **保险业：**保险主要可以分为寿险和财险，寿险产品按特征分类，可以分为传统寿险、分红寿险、万能寿险和投资连结寿险。保险公司的利润来源于三差（利差、死差、费差），保费、资本和投资可以有效的代表保险公司的基本面。估值方面，保险公司的估值可以采用内含价值（EV）和新业务价值（NBV）以及PB估值的方式。
- **证券业：**证券行业主要业务包括自营投资业务、经纪业务、投行业务、信用业务、资管业务五大业务。2023年，证券行业自营业务、经纪业务、投行业务、利息净收入、资管业务等业务收入分别占营业收入的29.99%、27.78%、13.42%、13.09%、5.54%。经纪业务的主要收入来源于手续费及佣金收入；投行业务的主要收入来源是证券承销业务；资管业务的收入主要体现在利润表中资产管理业务手续费净收入；自营业务收入主要来源于债券投资、权益投资、衍生品投资等；信用业务主要包括两融业务和股票质押。证券行业传统用PE法进行估值，随着重资产的比重提高，且证券资产都按照市场价入账，证券行业也开始可以用市净率进行估值。

目录

1

银行业概况

2

银行架构与特点

3

银行基本面分析要点

4

银行业估值方法

1.1.1 银行业概况

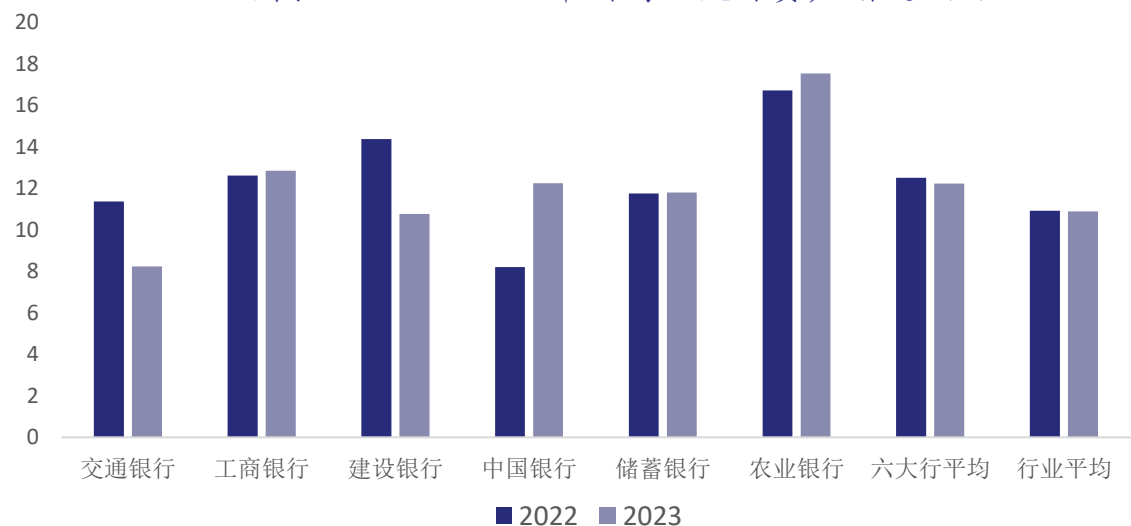
- 中国银行业在2023年继续保持了一定增长势头，银行业总资产达到417.3万亿人民币，同比增长9.9%。增长主要受到监管机构对企业 and 家庭贷款支持政策的推动。

图：中国银行业分类

类别	银行名称
政策性银行 (3家)	国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行
国有商业银行 (6家)	中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国邮政储蓄银行、交通银行
股份制银行 (12家)	中信银行、光大银行、华夏银行、广发银行、平安银行、招商银行、浦发银行、兴业银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行、民生银行
城市及农村商业银行	成都银行、苏州银行、郑州银行、青岛银行……

- 商业银行的资产总额占据了绝大部分，合计为354.8万亿元，占比高达85.0%，相较于上年同期实现了11.0%的增长。大中型银行扩张趋势使行业集中度进一步提高。2023年，六大行资产增速高于12%，持续快于银行业资产规模平均增速，截至年末，六大行的资产占比达44.36%，比2021年提升2.2个百分点。

图表1：2022-2023年国内六大行资产增速 (%)



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.1.1 银行业概况

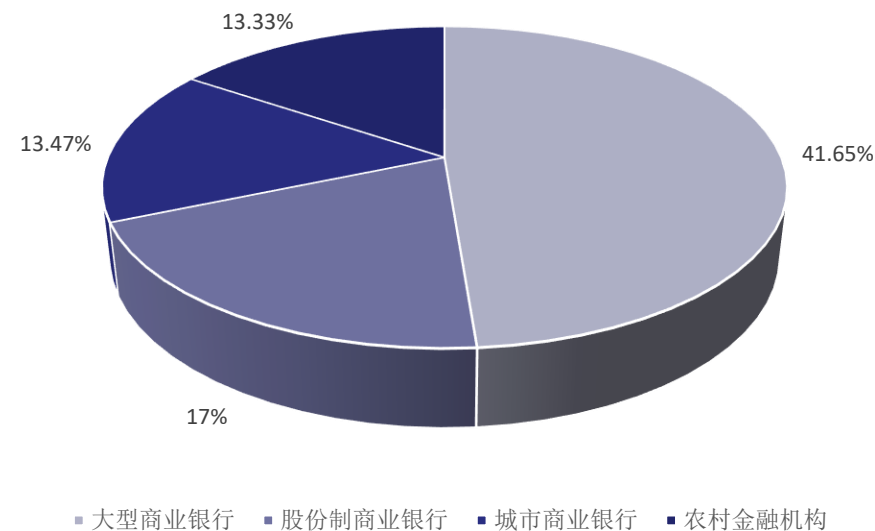
- ▶ 截至2023年末，大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村金融机构占商业银行资产总额的比重分别为41.65%、17.00%、13.47%和13.33%；2023年各类型银行资产增速分别为13.50%、6.65%、10.66%和9.20%。
- ▶ 大行扩张加速使行业集中度进一步提升，中小银行生存空间受到挤压。2023年，六大行资产增速高于12%，持续快于银行业资产规模平均增速，截至年末，六大行的资产占比达44.36%，比2021年提升2.2pct。

图表2：六大行总资产在银行业中的占比（%）

银行	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
工商银行	10.38	10.43	10.20	10.44	10.71
建设银行	8.77	8.80	8.78	9.12	9.18
中国银行	7.85	7.63	7.75	7.62	7.77
农业银行	8.58	8.51	8.43	8.94	9.56
交通银行	3.42	3.35	3.38	3.42	3.37
储蓄银行	3.52	3.55	3.65	3.71	3.77
合计	42.52	42.27	42.19	43.25	44.36

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表3：国内银行业资产分布情况



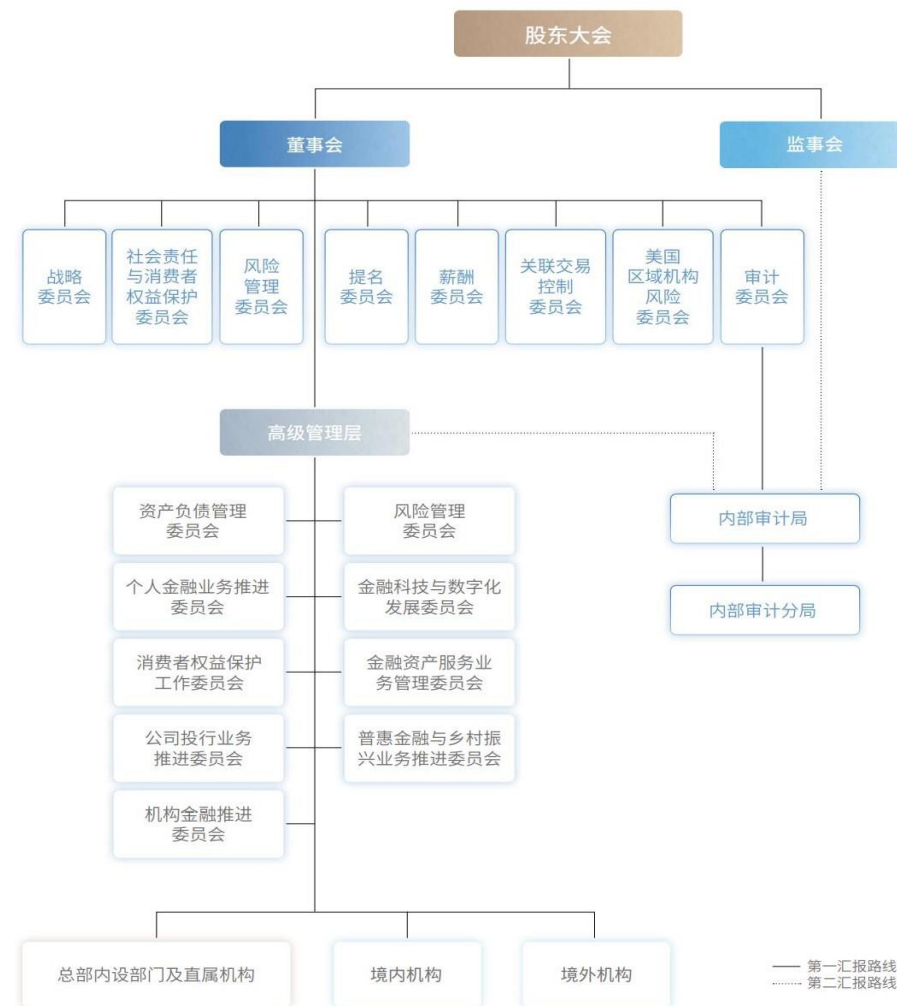
数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.1.2 银行的组织架构

研究银行的组织架构可以从以下方面入手：

- **组织层级：**了解银行的整体组织结构图，识别主要的管理层级，如董事会、高级管理层、中级管理层和基层员工。了解各个层级的职责和报告关系。
- **部门划分：**分析银行内部的主要部门和职能分布，如零售银行、企业银行、投资银行、风险管理、合规、财务、技术、运营和人力资源等。
- **治理结构：**了解银行的治理结构，包括董事会的组成、董事会下属的各个委员会（如审计委员会、风险管理委员会、薪酬委员会等），以及这些委员会的职责和运作方式。
- **区域和分支机构：**分析银行的区域布局和分支机构设置，了解各个分支机构的职能、管理模式和与总部的关系。
- **信息技术架构：**了解银行的IT基础设施和信息系统，分析信息技术在银行业务运作中的角色和影响，特别是如何支持业务流程和风险管理。
- **变革管理：**了解银行在面对市场变化、监管要求和技术进步时的变革管理策略，分析银行如何通过组织架构的调整来适应外部环境的变化。

图表4：工商银行组织架构图



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

银行业概况

2

银行架构与特点

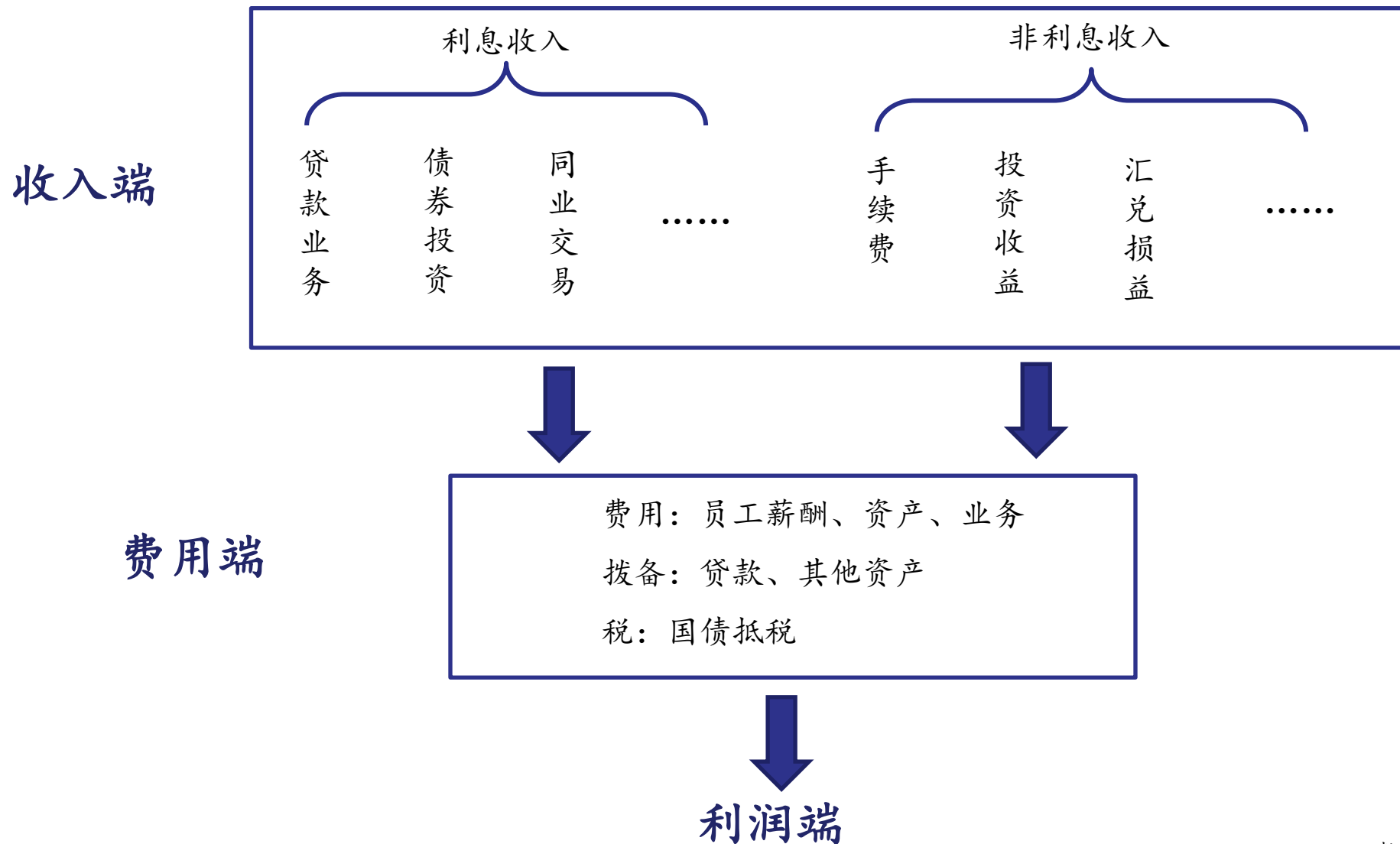
3

银行基本面分析要点

4

银行业估值方法

1.2.1 银行经营结构



1.2.2 银行业主要业务

图表5：银行主要业务分类

类别	银行业务	
资产业务	贷款业务	公司贷款、个人贷款、票据贴现、抵押贷款
	债券投资业务	利率债投资、信用债投资、同业存单业务
	同业资产及投资	存放同业、拆放同业、买入返售、资管计划、同业理财、公募基金投资
负债业务	被动负债	活期存款、定期存款
	主动负债	短期：同业拆借/存放、向中央银行借款；长期：普通金融债券、二级资本债
中间业务	结算与清算业务、投融资顾问业务、资产托管业务、理财业务、基金保险代销、投资银行业务	

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

► 业务的分析可以从以下方面入手：



1.2.3 资产负债表

- 银行具有明显的资产、负债端，因此资产负债表在对银行的分析与研究中扮演着非常重要的角色。从资产负债表可以获取银行的以下信息供研究参考：

图表6：资产负债表可获取的关键指标

信息	说明
资本充足率	资产负债表提供了资本和风险加权资产的数据，可以用来计算资本充足率
流动性	通过对比流动资产和流动负债，评估银行的短期偿债能力和流动性风险。
盈利能力	资产收益率（ROA）：通过资产负债表和损益表的数据，计算银行的资产收益率
财务健康状况	财务杠杆、负债期限结构
不良贷款率	资产负债表显示了贷款总额和不良贷款的比例，评估银行的信用风险。
拨备覆盖率	分析贷款损失准备金的充足性，评估银行应对不良贷款的能力

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

- 银行资产负债表的特点：
- 资产负债期限错配：银行通常使用短期负债（如活期存款和短期借款）来支持长期资产（如长期贷款和投资）
 - 大量金融工具：贷款和垫款是银行资产负债表中主要资产项目；银行持有政府债券、企业债券、抵押支持证券等投资证券
 - 高流动性：银行的负债中包含大量的活期存款和短期借款，这些负债要求银行保持足够的流动性来应对客户随时提取存款的需求；高度流动性资产，如现金、存放于其他银行的存款和短期投资，可以迅速变现以满足日常运营和客户提款需求

1.2.4 资本充足率

图表7：建设银行2023年资产负债表资产端

资产：

现金及存放中央银行款项	3,050,045	3,149,130
存放同业款项	108,043	153,122
贵金属	59,429	39,119
拆出资金	737,669	589,107
衍生金融资产	42,455	47,756
买入返售金融资产	961,642	1,015,534
发放贷款和垫款	22,687,855	20,071,834
金融投资		
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	282,636	259,329
以摊余成本计量的金融资产	6,737,686	5,894,415
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	2,050,691	1,863,301
长期股权投资	102,820	91,808
纳入合并范围的结构化主体投资	15,186	15,186
固定资产	112,768	116,815
在建工程	7,025	9,768
土地使用权	12,044	12,355
无形资产	5,101	5,140
商誉	-	-
递延所得税资产	118,296	109,773
其他资产	246,589	246,226
资产总计	<u>37,337,980</u>	<u>33,689,718</u>

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

➤ 银行资产结构特点：

- 信贷（贷款和垫款）占比最高，是资产端的支柱。
- 持有的债券提供长期流动性
- 同业类资产提供短期流动性

资本充足率：

- 银行资本充足是确保银行具备足够的缓冲能力来抵御潜在风险、维持稳健运营并保护存款人和整体金融系统稳定的关键。银行的资本可以分为核心资本、附属一级资本和补充资本：

一级资本

普通股股本
留存收益
其他一级资本工具

附属一级资本

包括一些不属于普通股但可以吸收损失的资本工具，如永久债券、无固定到期日的优先股等

二级资本

次级债务
贷款损失准备金
其他二级资本工具

1.2.4 资本充足率

- 风险加权资产（RWA）：是指对银行的资产进行分类，并根据不同类别资产的风险性质确定不同的风险系数，以这种风险系数为权重计算得出的资产总额。这一概念在银行业中尤为重要，因为它直接关系到银行的资本充足率要求和风险管理策略。
- 资本充足率计算公式：

$$\text{核心资本充足率} = \frac{\text{核心资本} - \text{扣除项}}{\text{RWA (信用风险 + 市场风险 + 操作风险)}} \geq 4\%$$

$$\text{资本充足率} = \frac{\text{总资本} - \text{扣除项}}{\text{RWA (信用风险 + 市场风险 + 操作风险)}} \geq 8\%$$

图表8：资本充足率对银行的影响

方面	说明
风险管理	资本充足率提供了一个直观的衡量标准，帮助分析师评估银行在面对经济波动和金融市场不确定性时的承受能力
银行扩张	资本充足率直接影响银行的业务扩展能力和战略规划。较高的资本充足率允许银行在维持合规的同时，积极扩展贷款、投资等业务
监管与合规	各国监管机构依据巴塞尔协议设定了资本充足率的最低要求，确保银行体系的安全性和健康性
系统性风险	分析银行体系的资本充足率水平可以帮助预测金融危机的潜在风险和影响，为政策制定提供参考
财务表现与效率	在财务分析中，研究资本充足率与盈利指标（如净息差、资产回报率）的关系，可以揭示银行的资本管理策略和经营效率。虽然高资本充足率有助于稳定性，但过高的资本金也可能导致资本利用效率低下，影响银行的盈利能力

1.2.5 利润表

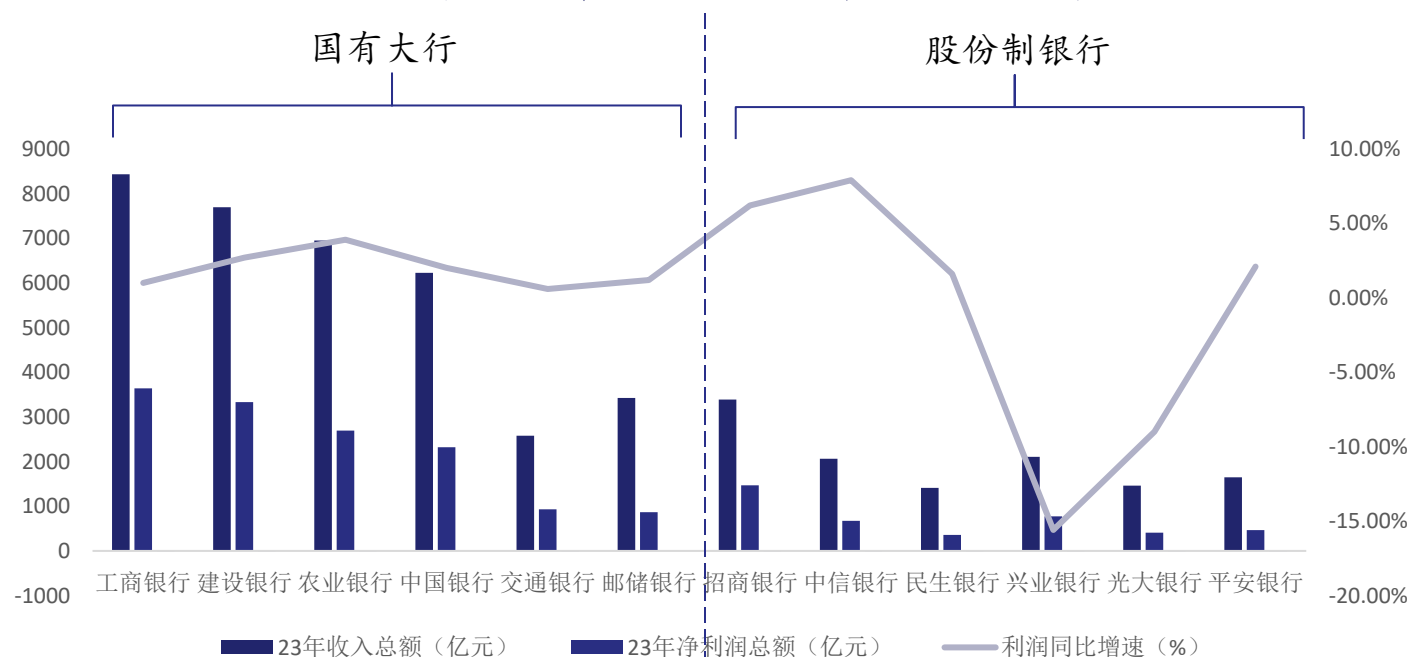
图表9：2022年上市银行利润表加总

营业收入	58455	100%
利息净收入	43699	75%
利息收入	85406	
利息支出	41708	
手续费及佣金净收入	8207	14%
手续费及佣金收入	9632	
手续费及佣金支出	1421	
其他经营收益	6549	11%
公允价值变动收益	-420	-1%
投资收益	3596	6%
汇兑收益	390	1%
其他业务收入	2902	5%
其他收益	81	0%
营业支出	21014	36%
税金及附加	592	1%
管理费用	17706	30%
资产减值损失	13197	23%
其他业务成本	2525	4%
营业利润	24242	41%
营业外收入	99	0%
营业外支出	96	0%
利润总额	24242	41%
所得税	3428	6%
净利润	20814	36%
少数股东损益	186	0%
归母净利润	20628	35%

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

- **净利息收入**：比较利息收入和利息支出，关注净利差（净利息收入与平均资产的比率），该比率越高，银行的盈利能力越强。
- **非息收入**：非利息收入包括手续费及佣金收入、交易收入、资产管理费等，评估非利息收入的增长趋势，关注其在总收入中的比例，非利息收入比例越高收入结构越健康。
- **资产减值损失**：资产减值损失是银行为应对不良贷款而计提的准备金，评估减值损失占总贷款的比例，该比例反映了银行贷款的质量。（信用减值损失+其他资产减值损失）
- **经营费用**：关注费用的增长趋势，控制成本对于提高盈利能力至关重要。

图表10：中国银行业2023年收入和利润情况



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

银行业概况

2

银行架构与特点

3

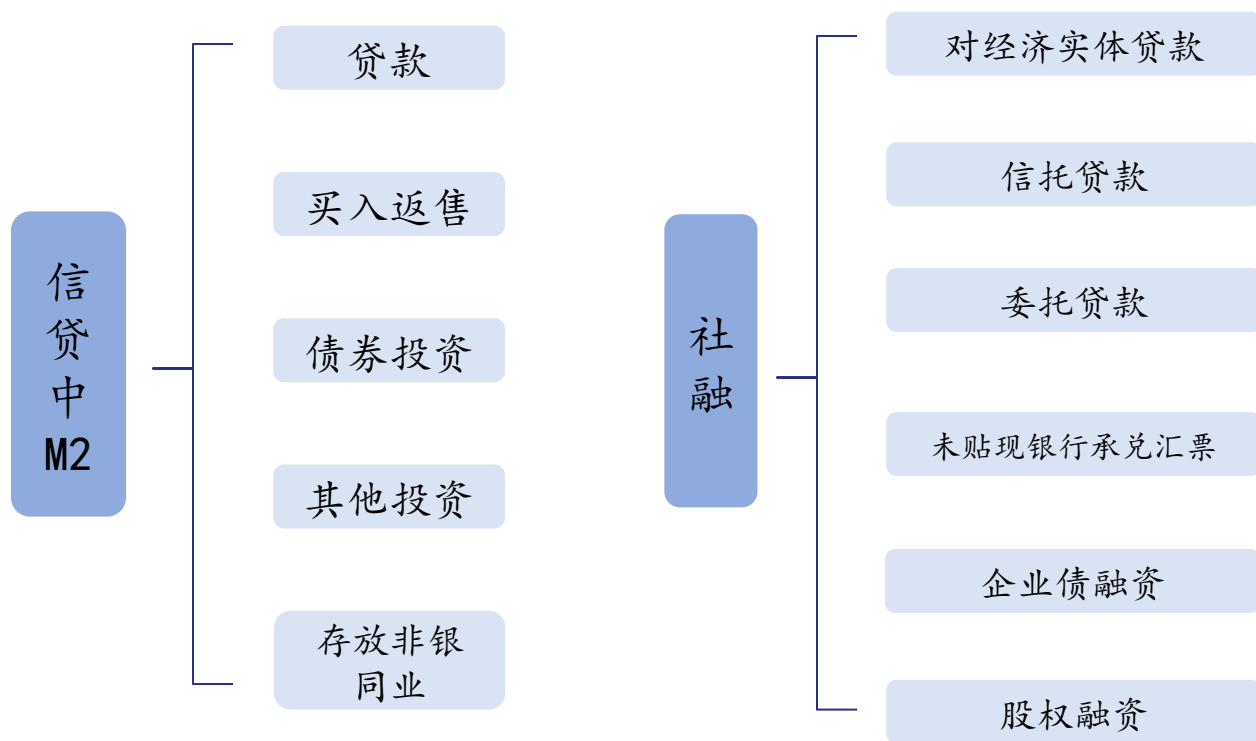
银行基本面分析要点

4

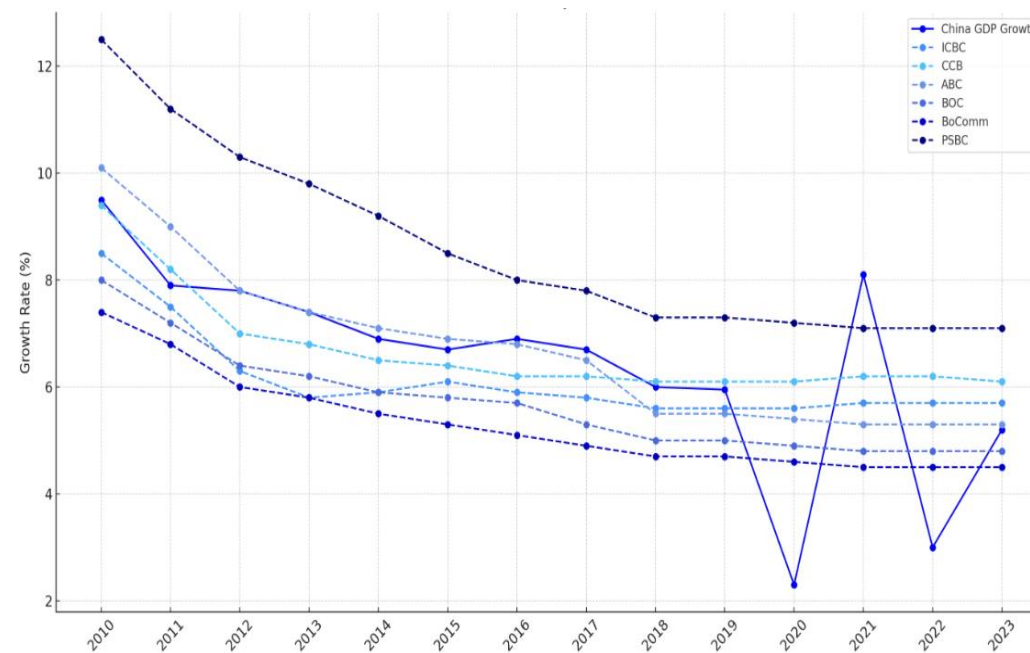
银行业估值方法

1.3.1 量—规模增速

- 在微观层面，银行的规模指M2、社融，主要受到宏观经济的影响，其变化趋势与GDP的增速息息相关。这些宏观经济指标的变化反映了经济运行的状况和政策取向，理解其影响因素对于制定经济政策和企业决策具有重要意义。
- 上市银行规模增速分化较大，头部的银行规模增速较高，显著高于行业平均增速。总体来看，六大银行的资产增长率近10年逐年下降，与中国GDP增长率的波动趋势相对应。



图表11：中国六大行规模增速与中国GDP增速

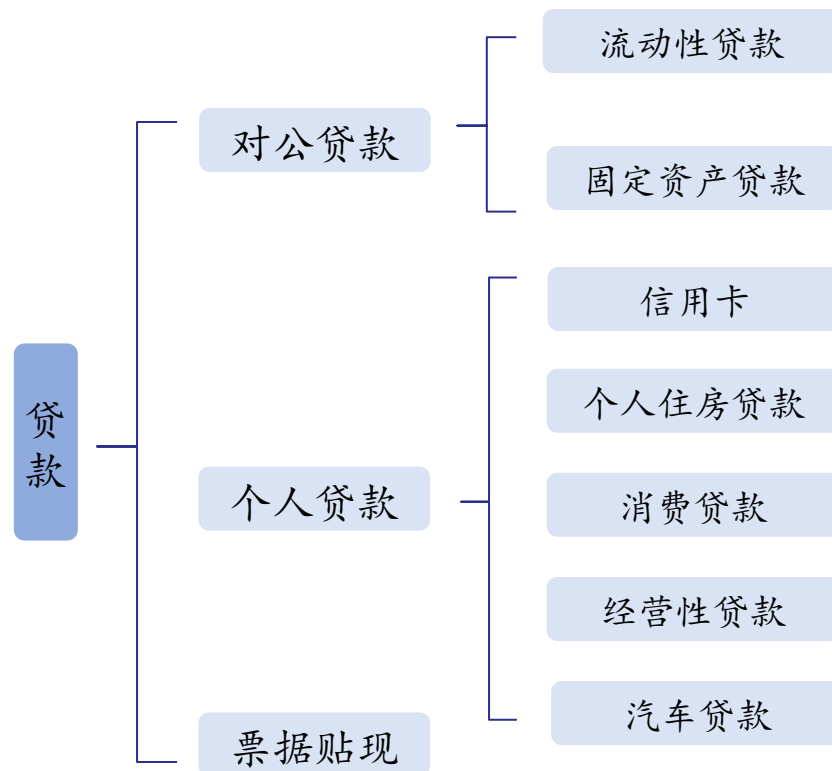
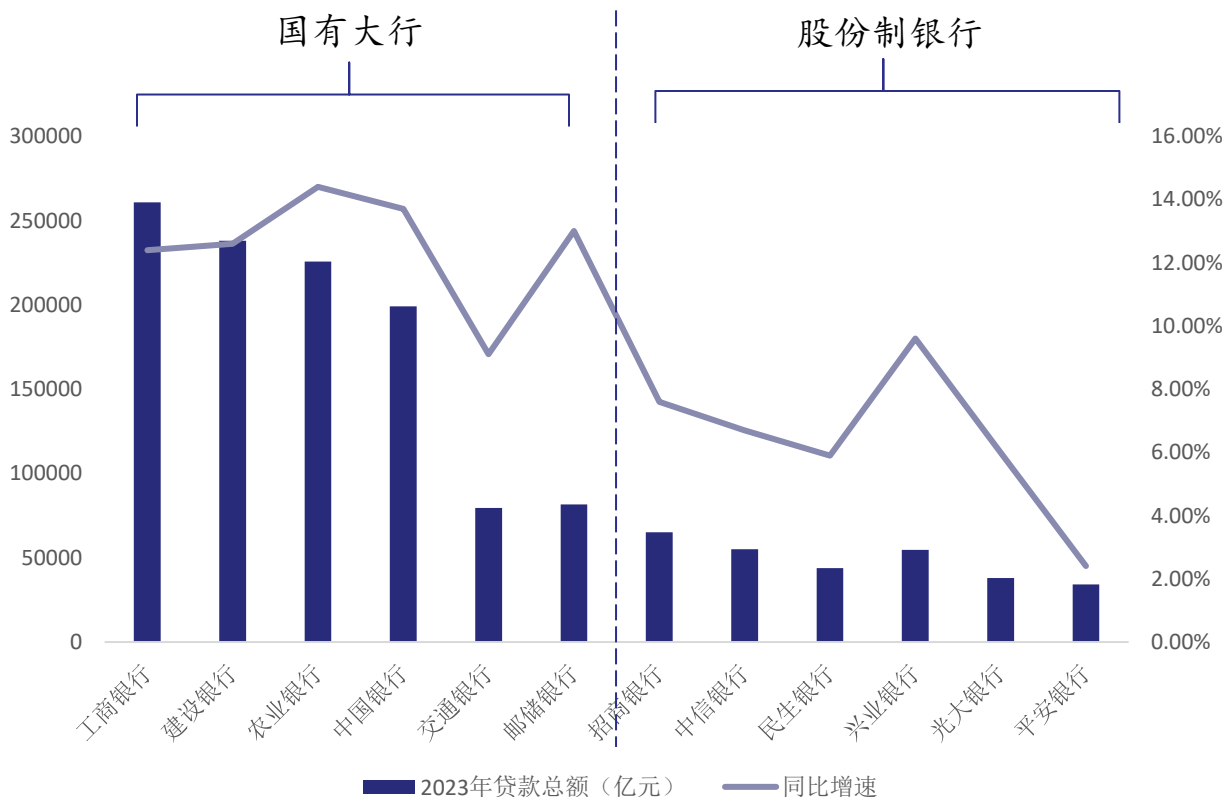


数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3.1 量—规模增速

➤ 2023年，国有大型银行的贷款总额显著高于其他类型银行，强力推动了整体贷款的增长。尽管股份制银行相较于城商行和农商行在规模上具有一定优势，但其公司业务受到了国有大行的挤压。此外，零售贷款业务也因消费市场和房地产市场的双重低迷而表现疲软，导致其整体贷款业务开始增长乏力。

图表12：2023年国有大行与股份制银行贷款总额与增速情况



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3.2 价—净息差

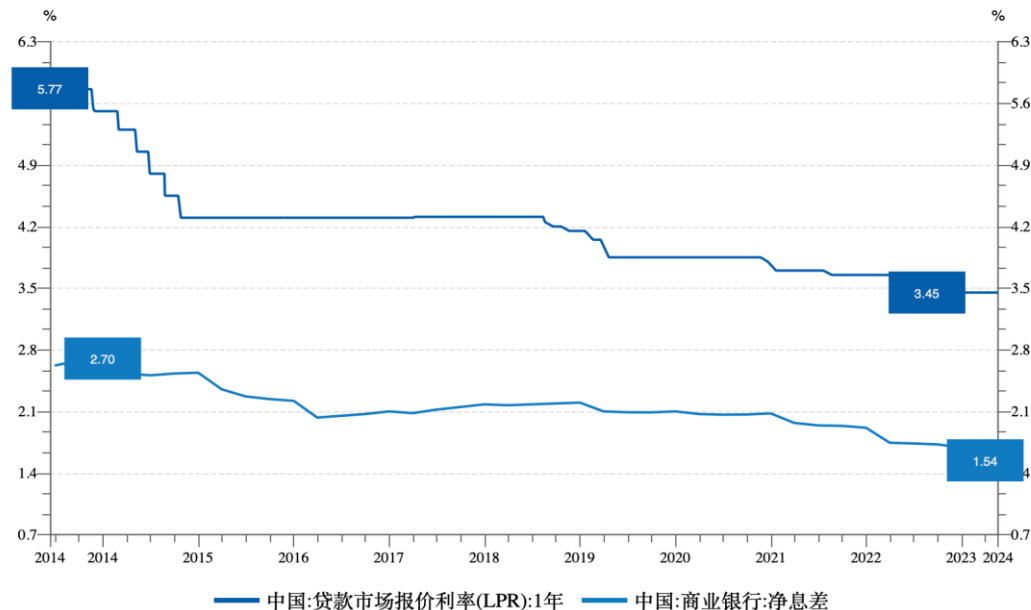
➤ 利息净收入是银行收入的主要来源。**净息差**是衡量银行盈利能力的重要指标。高净息差通常意味着银行能够通过其借贷业务获得更高的利润，这对银行的可持续发展至关重要。

➤ 净息差计算公式：资产收益率越高，负债成本率越低，净息差越高

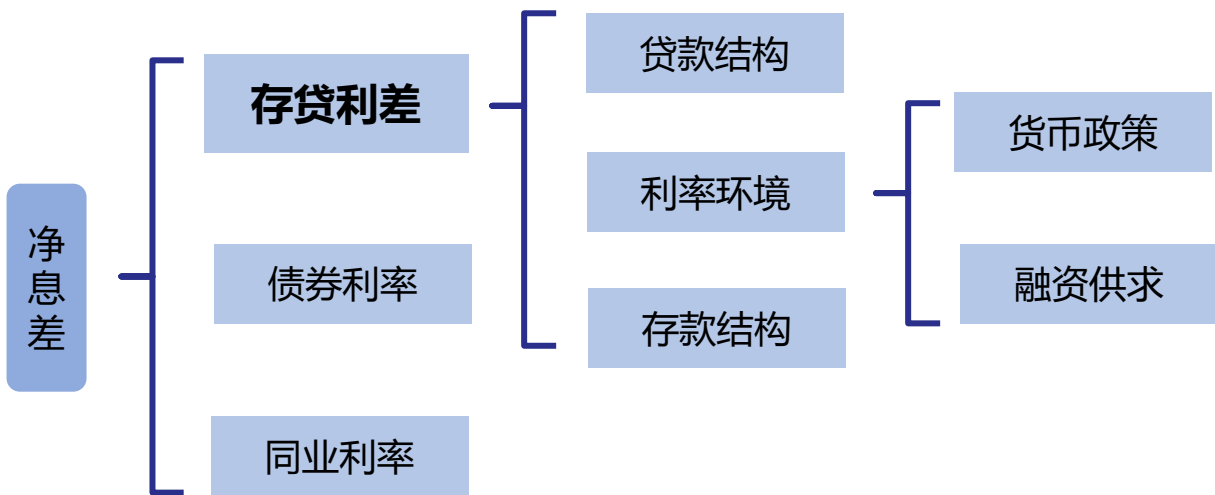
$$\text{净息差} = \frac{\text{利息收入} - \text{利息支出}}{\text{生息资产}} = \frac{\text{利息收入}}{\text{生息资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{计息负债}} \times \frac{\text{计息负债}}{\text{生息资产}} = \text{资产收益率} - \text{负债成本率} \times \text{杠杆}$$

➤ 净息差的影响因素：净息差主要取决于存贷利率，其中贷款利率是主导因素。净息差与贷款市场报价利率趋势一致。当经济向好时，贷款供不应求，银行利率议价能力强。

图表13：2014-2024年中国商业银行净息差与贷款利率



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理



1.3.3 质—资产质量

- 衡量银行信用风险的指标：**逾期贷款率、关注贷款率、不良贷款率**
- **逾期贷款率**：逾期贷款率指的是贷款本息逾期未还的贷款金额占总贷款金额的比例。逾期贷款通常是指超过约定还款日期一段时间（通常是30天以上）仍未偿还的贷款。
- **关注贷款率**：关注贷款率是指银行将某些贷款列为需要特别关注的贷款的金额占总贷款金额的比例。关注贷款是指借款人当前能够正常还款，但存在潜在风险，未来可能出现偿还困难的贷款（通常逾期不超过90天）。
- **不良贷款率**：不良贷款率是指银行的不良贷款金额占总贷款金额的比例。不良贷款包括已逾期90天以上的贷款、借款人无力偿还的贷款或被认为无法全额收回的贷款。

图表14：银行资产五级分类

类别	定义	逾期标准	拨备计提标准
正常	债务人能够履行合同，没有客观证据表明本金、利息或收益不能按时足额偿付	贷款未逾期	1%
关注	虽然存在一些可能对履行合同产生不利影响的因素，但债务人目前有能力偿付本金、利息或收益	贷款逾期不超过90天	2%
次级	债务人无法足额偿付本金、利息或收益，或金融资产已经发生信用减值	贷款逾期超过90天，但不足270天	25%
可疑	债务人已经无法足额偿付本金、利息或收益，金融资产已发生显著信用减值	贷款逾期270天以上	50%
损失	在采取所有可能的措施后，只能收回极少部分金融资产，或损失全部金融资产	贷款逾期360天以上无法收回	100%

数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

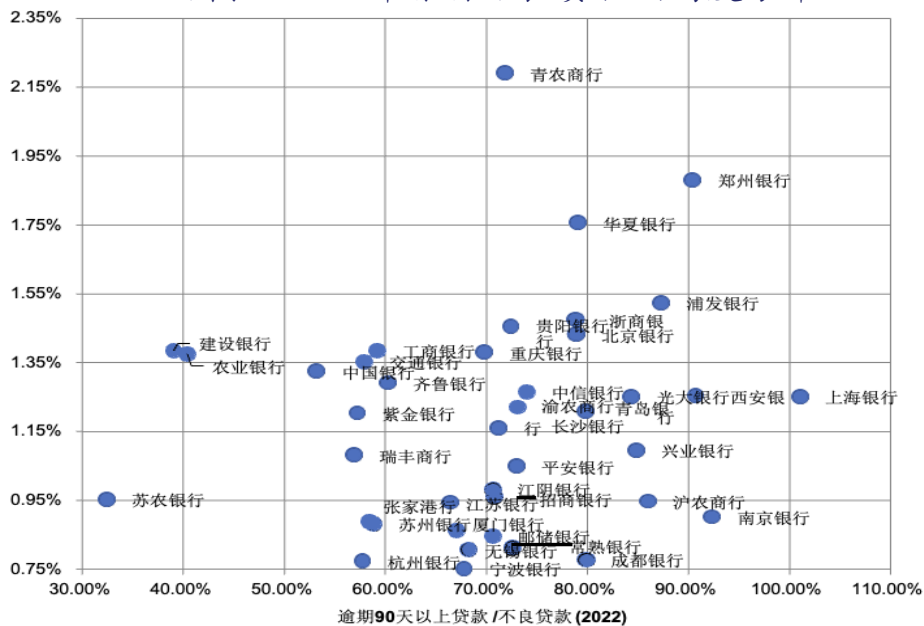
1.3.3 质—资产质量

- 贷款展期后即不计入逾期，因而需注意财报中重组贷款（即展期贷款）的量。
- **贷款拨备**:为反映不良贷款的风险，银行必须计提贷款损失准备(简称贷款准备) 并相应形成其经营成本。不良贷款拨备覆盖率是衡量商业银行贷款损失准备金计提是否充足的一个重要指标。目前银行拨备覆盖率的基本标准 $\geq 150\%$ 。

$$\text{不良贷款拨备覆盖率} = \text{贷款损失准备金计提余额} / \text{不良贷款余额}$$

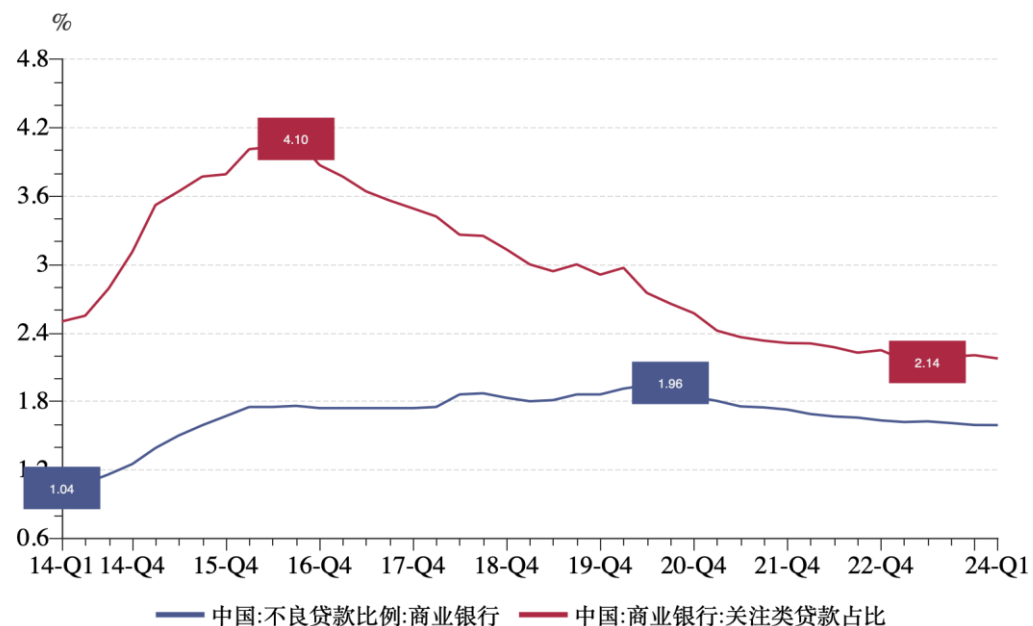
- 衡量银行资产的另外两个指标：**不良贷款偏离度、各项垫款**

图表15: 上市银行不良贷款偏离度分布



数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

图表16: 国内商业银行不良贷款比例与关注类贷款比例



数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

1.3.3 质—资产质量

- 不良贷款偏离度：贷款的实际还款情况和预期还款情况之间的差异，当贷款偏离度超过一定程度时，表明贷款存在风险，可能出现违约或无法偿还的情况。
- 综合考虑外部审计和内部检查与报表反映的不良贷款比率，通过加权计算得出分类不良贷款偏离度： $(\text{外审认定不良贷款比率}-\text{报表反映不良贷款比率}) \times 70\% + (\text{内部检查认定不良贷款比率}-\text{报表反映不良贷款比率}) \times 30\%$

$$\text{逾期90天以上的不良贷款偏离度} = \frac{\text{逾期90天以上的贷款余额}}{\text{不良贷款余额}}$$

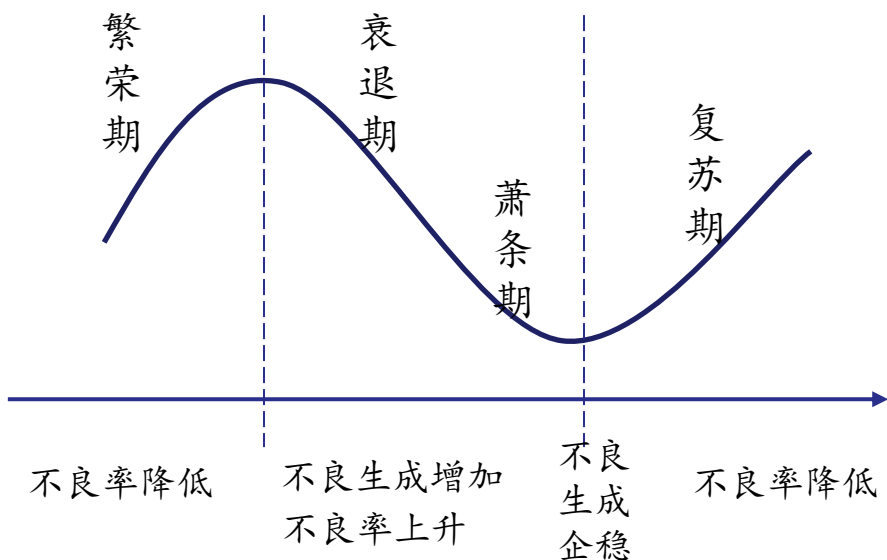
- 银行垫款是指银行垫款是指银行的客户不能按时付款时银行先垫付的款项如银行承兑汇票到期后企业不能按时付款时银行无条件垫付的差额部分。
- 垫款率反映了银行在贷款业务中的风险程度。高垫款率意味着银行在承担更多的风险，可能会导致更多的不良贷款和损失。通过监控垫款率，银行可以及时采取措施，防止风险扩大。

1.3.3 质—资产质量

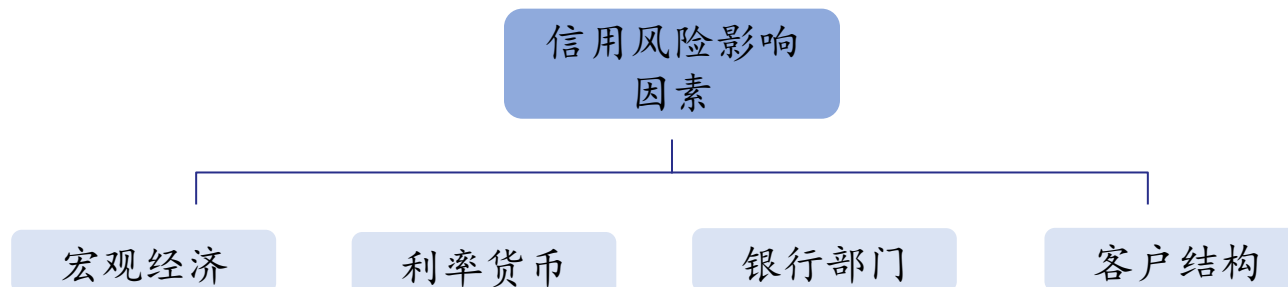
- 在分析银行的资产质量时，不仅要关注不良贷款率，还需要关注不良贷款生成率。不良贷款生成率反映了不良贷款的生成速度，提供了银行资产质量的动态信息。

$$\text{不良贷款生成率} = \frac{\text{期间产生的不良贷款}}{\text{期初贷款总额}}$$

图表17：银行资产质量与经济周期



数据来源：公开资料，太平洋研究院整理



- 对宏观经济的预测是资产质量分析的核心，宏观经济因素与资产质量之间存在复杂的动态关系，理解和分析这种关系对于金融机构和投资者制定风险管理策略具有重要意义。
- 预测期末不良余额 = 期初 + 不良净生成 - 核销 - 净转出
- 不良净生成 = 期末 - 期初 + 核销 + 净转出
- 信用成本 = 报告期计提的贷款减值损失 / 报告期贷款均值

1.3.4 非息收入

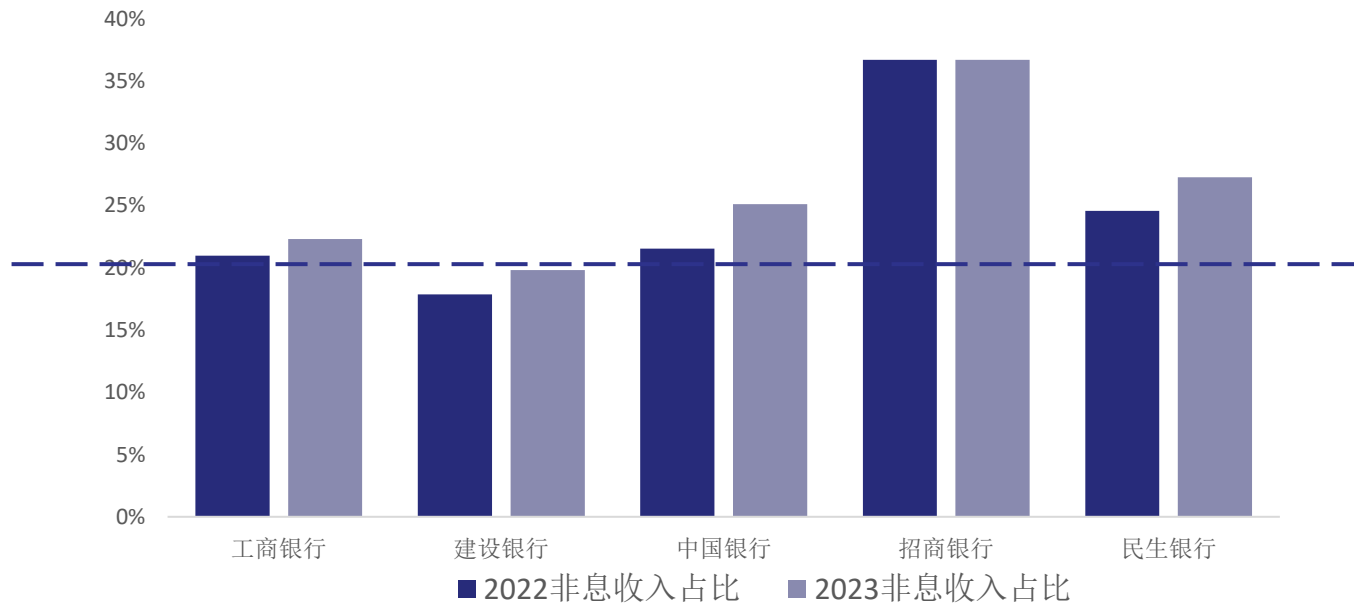
- 银行的非息收入由手续费及佣金净收入和其他非息收入构成。其中手续费及佣金收入占比最高，比如银行代销基金/保险业务，其他收入来源还有对公理财、银行卡手续费、托管业务佣金等等。其他非息收入主要包含投资收益、公允价值变动损益、汇兑及汇率产品损益等。
- 非息收入受资本市场与宏观经济波动影响较小，相对稳定。非息收入对于银行的重要性不仅体现在其直接的收入贡献上，还在于其在降低风险、提升竞争力、促进业务创新等方面的综合作用。发展中间业务已成为国内银行的业务重点，各银行非息收入的占比逐年升高，占比基本保持在20%以上。

图表18：工商银行手续费及佣金收入构成（亿元）

项目	2023年	2022年
结算、清算及现金管理	45,418	45,439
个人理财及私人银行	22,582	26,253
投资银行	20,060	19,586
银行卡	17,906	17,736
对公理财	11,770	14,172
资产托管	7,994	8,709
担保及承诺	7,296	8,803
代理收付及委托	1,950	1,894
其他	2,915	3,226
手续费及佣金收入	137,891	145,818
减：手续费及佣金支出	18,534	16,493
手续费及佣金净收入	119,357	129,325

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表19：2022-2023年各银行非息收入占比情况



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

银行业概况

2

银行架构与特点

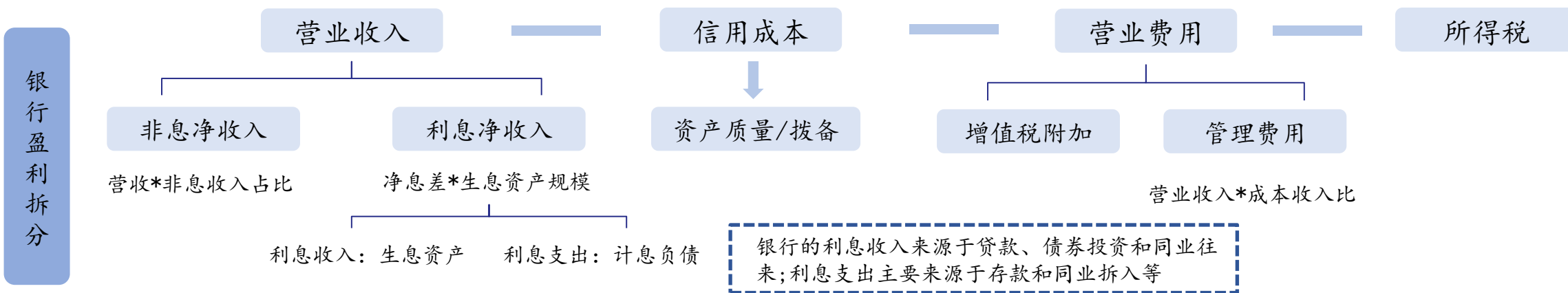
3

银行基本面分析要点

4

银行业估值方法

1.4.1 盈利预测框架



盈利预测框架

- 1. 建立银行的盈利预测模型，可以通过 Ifind、Wind 等金融终端软件提供的模型。
- 2. 明确勾稽关系，需要重点关注利润表
- 3. 预测宏观经济变化尤为重要，同时结合银行财务数据、宏观经济数据、行业数据。
- 4. 预测银行业盈利关键指标

关键假设

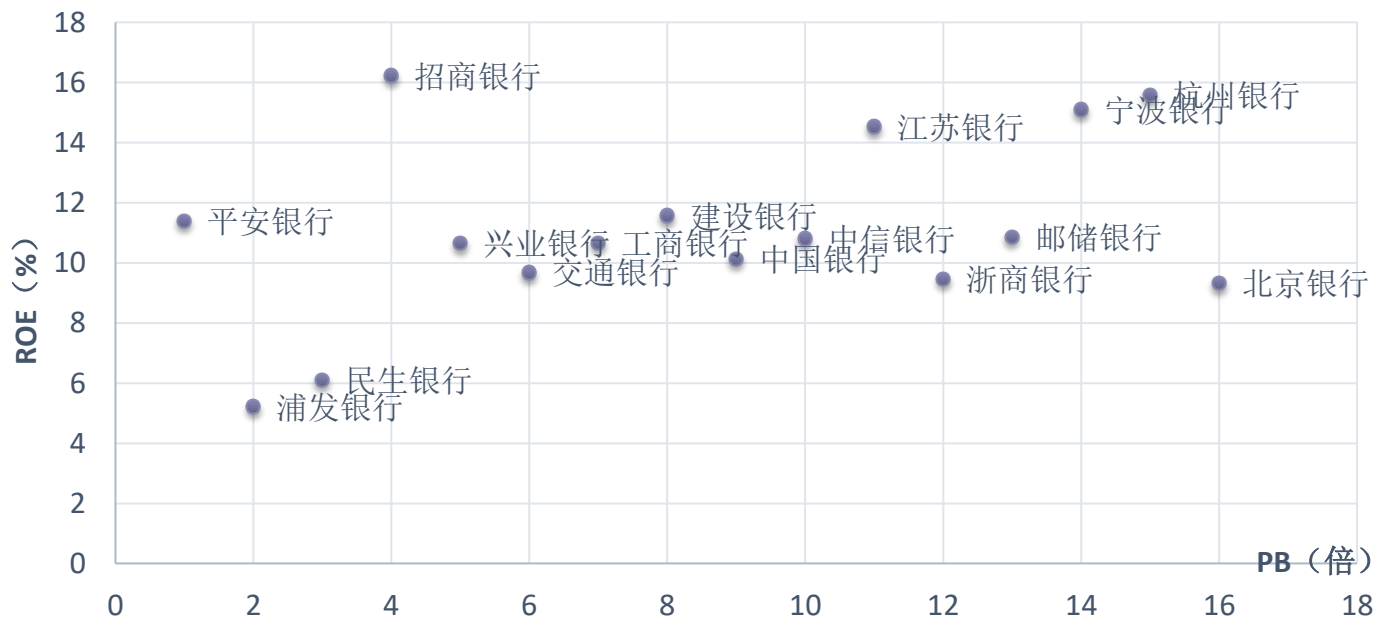
- 关键指标1: 规模
- 关键指标2: 净息差
- 关键指标3: 费用收入比
- 关键指标4: 信用成本
- 关键指标5: 有效税率

1.4.2 估值方法—PB估值

PE估值 → PB估值

- 银行业高杠杆属性：业绩容易受到宏观经济波动的影响，导致大幅波动，特别是业绩比较依赖净息差的银行。
 追溯调整：上市银行使用追溯调整可能会导致结论偏差。
 净息差：银行的主要收入来源于净息差，有滞后暴露风险，用PE估值易使净利润失真。
 净资产重要性：银行的净资产几乎等同于银行用来放贷的资本金，是银行资本的核心。
- ROE也是银行估值的主要指标之一，近年来银行的ROE经历下行趋势，目前有初步企稳迹象

图表20：2023年银行业PB和ROE分布情况



二、保险业

目录

1

保险业体系与框架

2

保险业研究分析框架

3

保险业估值与假设

2.1.1 保险业 概况

保险分类：

- **人寿保险：**人寿保险是一种保险合同，在被保险人身故、伤残或疾病时，保险公司向指定的受益人支付预定金额的赔偿金。人寿保险的核心是保障被保险人的生命安全，并在他们不幸身故、伤残或疾病时，为其家庭或指定的受益人提供经济支持。人寿保险通常分为定期寿险（保障一段固定时间，如10年、20年等）和终身寿险（保障至被保险人身故）。
- **财产保险：**财产保险是指投保人根据合同约定，向保险公司交付保费。保险公司为投保人因自然灾害、意外事故、盗窃等原因导致的财产损失提供经济赔偿。其主要目的是保障个人或企业的财产安全，减少突发事件带来的经济损失。财产保险包括房屋保险、车险、企业财产保险等，保障内容涵盖火灾、洪水、盗窃、交通事故等。
- **保险行业主要上市公司：**

图表21：国内保险行业的主要上市公司

分类	公司名称	公司代码	总市值
纯寿险	中国人寿	601628.SH	8860.99亿
	新华保险	601336.SH	975.79亿
寿险与财险	中国平安	601318.SH	7571.82亿
	中国太保	601601.SH	2738.91亿
	中国人保	601319.SH	2277.54亿

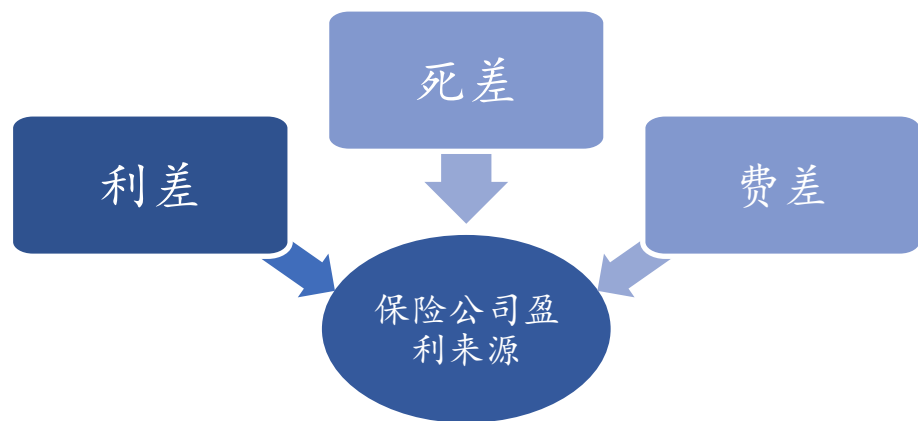
数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.1.2 保险行业特殊性

保险行业特殊性：

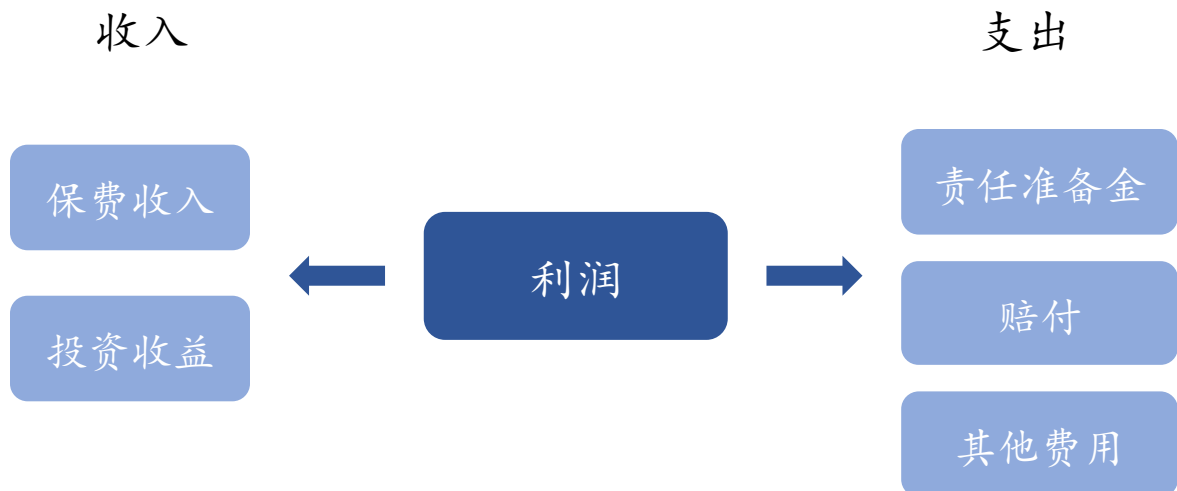
- 经营特点：先有保费收入，后有赔付成本；保费收入既是“收入”也是“负债”。
- 长期性：盈利确认和实现周期长，收入和费用在时间上不匹配。
- 盈利水平：保险公司的盈利水平主要来源于三差（利差、死差、费差）。
- 现金流预测需要依赖大量假设，对市场利率敏感度较高。
- 不同准则视角可能存在较大的差异，准备金提取和计算方法特殊。

图表22：寿险公司利润主要来源于利差、死差和费差



数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

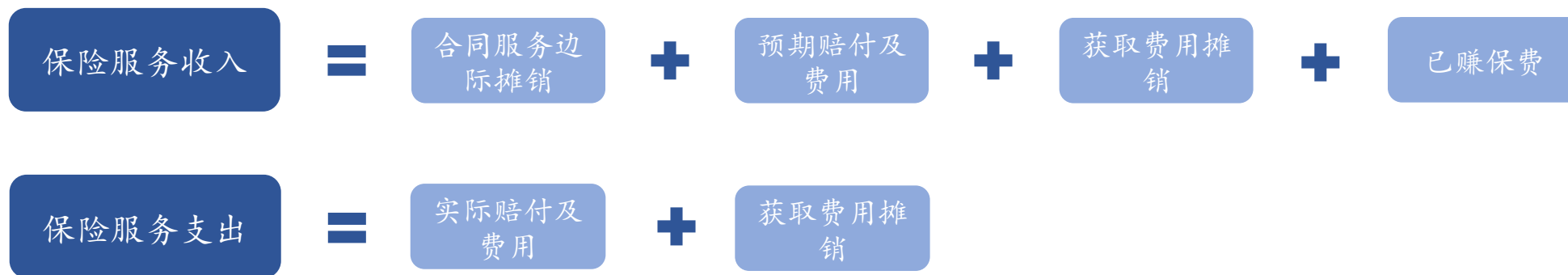
图表23：寿险公司主要收入项和支出项



数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

2.1.2 保险行业特殊性

- 新准则下，保险企业收到保费时，不能立即确认收入，只能确认为一项保险合同负债。合同服务边际本质是保险企业尚未赚取的利润，将于未来通过提供保险合同服务完成履约义务，而逐步摊销确认为保险服务收入。



- 合同服务边际主要反映准备金长期假设和定价假设之间的差异。
- 预期赔付费用-实际赔付及费用主要反映了短期经验在长期假设基础上的波动，反映的是实际和预期之间的差异，是实际死亡给付和预计死亡给付之间的差异（还要剔除投资波动）。

CSM（合同服务边际）
应摊销总额

CSM期初账面价值
+合同组新增CSM
+基于CSM期初账面价值的利息调整
±与未来服务相关的履约现金流变动
±汇兑差额对CSM的影响

2.1.2 保险行业特殊性：运营方式

1. 产品设计与开发

保险产品的设计依赖精算师准确定价，确保公司盈利并避免理赔亏损。人寿保险需考虑死亡率和利率，健康保险需考虑疾病率、伤残率及疾病持续时间，意外险需评估事故发生率和伤亡率，财产险需考虑事故发生率和损失率。在此基础上加上经营费用。

2. 销售

在保险产品的设计完成后，需要通过市场推广将其转化为利润。目前，保险公司的销售渠道包括代理人、保险代理和经纪机构、保险公司直销以及互联网等多种方式。

3. 承保

保险公司需要通过核保程序了解投保人的信息，以评估风险并做出承保决策。财产保险需要调查标的物的位置、环境、风险隐患、控制措施、被保险人的道德和事故记录等。承保的主要任务是克服逆向选择问题，即当投保人的风险高于预估时，保险公司会拒保或增加保费。

4. 理赔

保险的理赔环节包括投保人报案、提交证明文件、保险公司现场查勘、审核事故真实性和损失金额、做出赔付决定、支付赔款并结案。这一过程确保理赔的公正透明，及时为投保人提供经济补偿。

5. 投资管理

保险公司的投资管理环节包括制定投资策略、选择合适的投资标的、进行投资组合管理、定期监控和评估投资绩效。通过专业团队的运作，确保资产配置合理、风险控制有效，以实现收益最大化和保值增值，满足保险公司偿付能力和长期发展需求。

2.1.3 保险公司如何赚钱？

➤ 基本原理：“大数定律”：

大数定律是概率论中的一个重要定理，指出在重复进行相同实验的次数越多，观察到的平均结果将越接近理论期望值。对于保险行业来说，这意味着随着保单数量的增加，实际损失将趋近于预期损失，从而使得保险公司的风险更加可控。

应用

保费定价

风险分散

精算模型

再保险安排

➤ 保险公司在发行保险产品前会对这款保险产品的出险概率进行估算。不满足大数定律的风险，保险公司是无法承保的。可保风险需要满足如下条件：

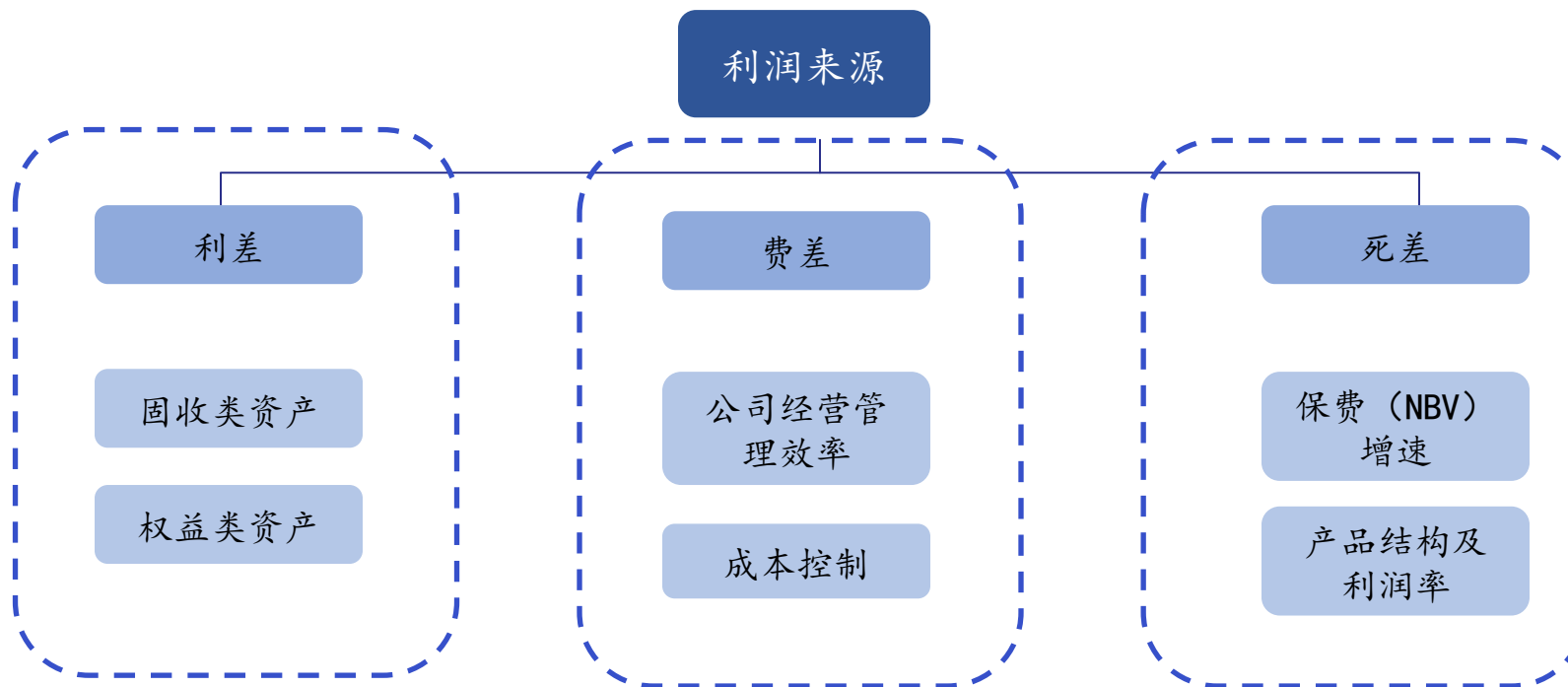
1. 必须有大量同质的风险单位
2. 风险必须是随机发生的，且非人为故意造成的
3. 风险不能使大多数保险标的同时遭受损失（风险单位之间应保持独立性）
4. 风险发生的概率和损失程度必须是可测定的
5. 风险应为纯粹风险，而非投机风险

2.1.3 利润来源——三差

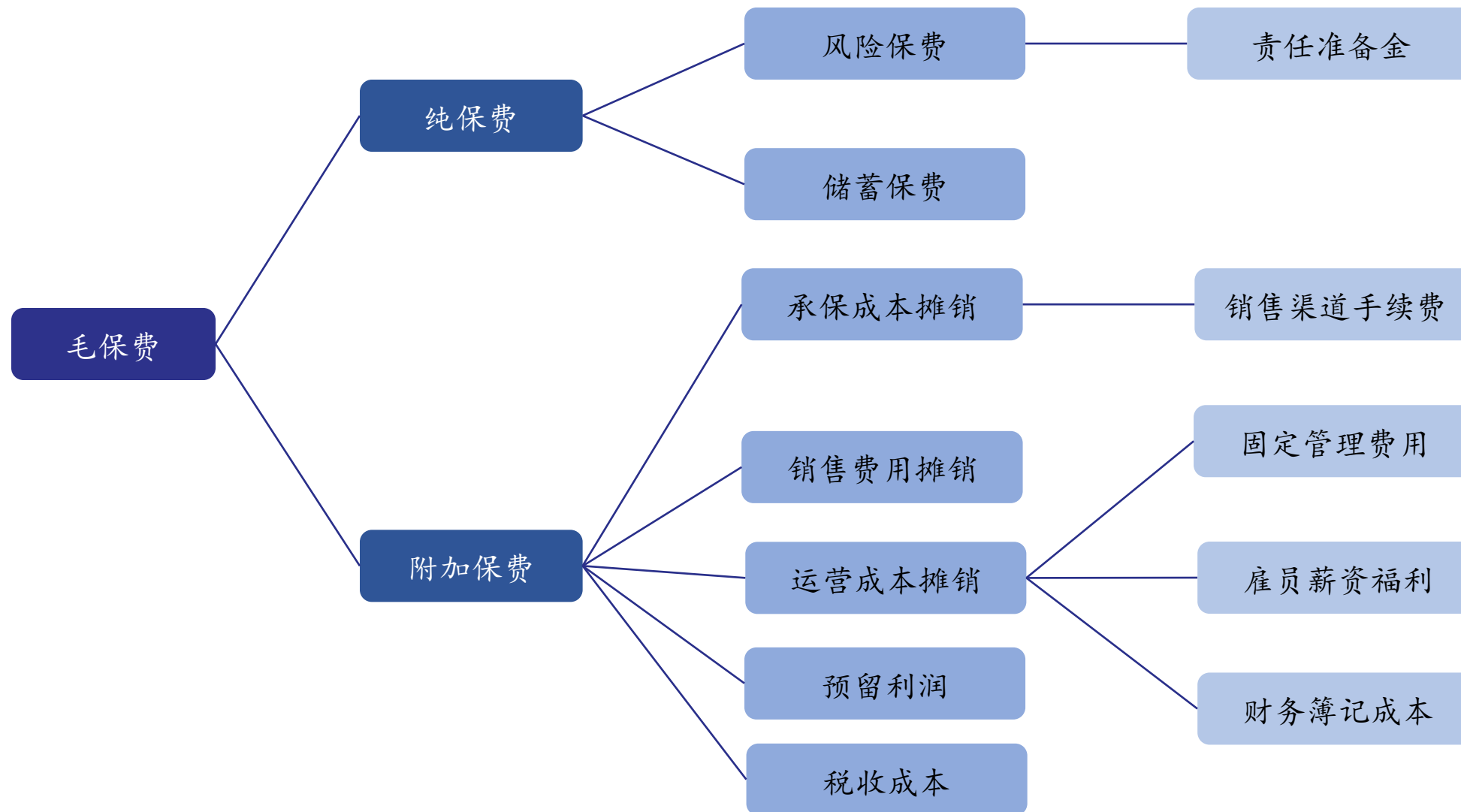
图表24:三差的定义及影响因素

	利差	费差	死差
定义	实际投资收益率-保单预定利率	预定营业费用-实际营业费用	预定赔付率-实际赔付率
影响因素	受投资策略和市场环境影响	受成本控制和运营效率影响	受风险评估和理赔管理影响

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理



2.1.4 保费结构



数据来源：太平洋研究院整理

2.1.5 保险产品分类

- 按渠道：个险、银行、团险、互联网、经代
- 产品特征：传统、分红、万能、投资连结
- 保障特征：终身、定期、两全、健康、意外、年金

图表25：个险渠道与银行渠道对比

渠道	个险渠道	银行渠道
定义	个险渠道是通过保险公司自身的销售团队或独立代理人直接向个人客户销售保险产品	银行渠道是通过银行网点和银行工作人员向银行客户销售保险产品的渠道，又称为“银保渠道”或“银行保险”
特点	强调个性化服务和长期客户关系，适合需要深度咨询和定制化保险方案的客户。	利用银行的广泛客户基础和信任度，适合希望在办理银行业务时顺便购买保险的客户。
优点	服务质量高、灵活性强、个性化服务	覆盖面积广、信任度高、客户基础广泛
缺点	成本较低、覆盖面积有限	成本高、产品选择有限、个性化服务不足
利润率	较高	较低
佣金率	首年佣金率：30%-60% 续期佣金率：5%-15%	首年佣金率：20%-40%（报行合一后） 续期佣金率：1%-10%

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.1.5 保险产品分类

➤ 寿险产品按特征分类，可以分为传统寿险、分红寿险、万能寿险和投资连结寿险。

图表26：传统寿险、分红寿险、万能寿险和投资连结寿险对比

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保障额度	保障额度在合同签订时确定，且保费固定	通过红利增加保障额度或现金价值	保额和保费都可以灵活调整	保额一般较低，更多的是投资回报
保费与费用	保费相对较低，费用结构简单，主要用于提供保险保障	保费相对较高，因为包括了保险保障和分红投资部分，费用结构较复杂	费用较高且结构复杂，包括保险成本和投资管理费，保费也较高，但可以调整	费用较高，保费较高且不固定，依赖于投资表现。
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不承担利率风险
投资风险	保险公司承担	保单持有人与保险公司承担	保单持有人与保险公司承担	保单持有人承担
投资收益	基于预定利率	基于公司红利分配	有回报率的保障	由专门账户收益率决定
适合人群	适合需要长期稳定保障且预算有限的人群	适合希望既有保障又能参与保险公司经营收益的人群	适合需要灵活调整保额和保费，且对投资有一定了解的人群	适合风险承受能力强，追求高投资回报的人群

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

保险业体系与框架

2

保险业研究分析框架

3

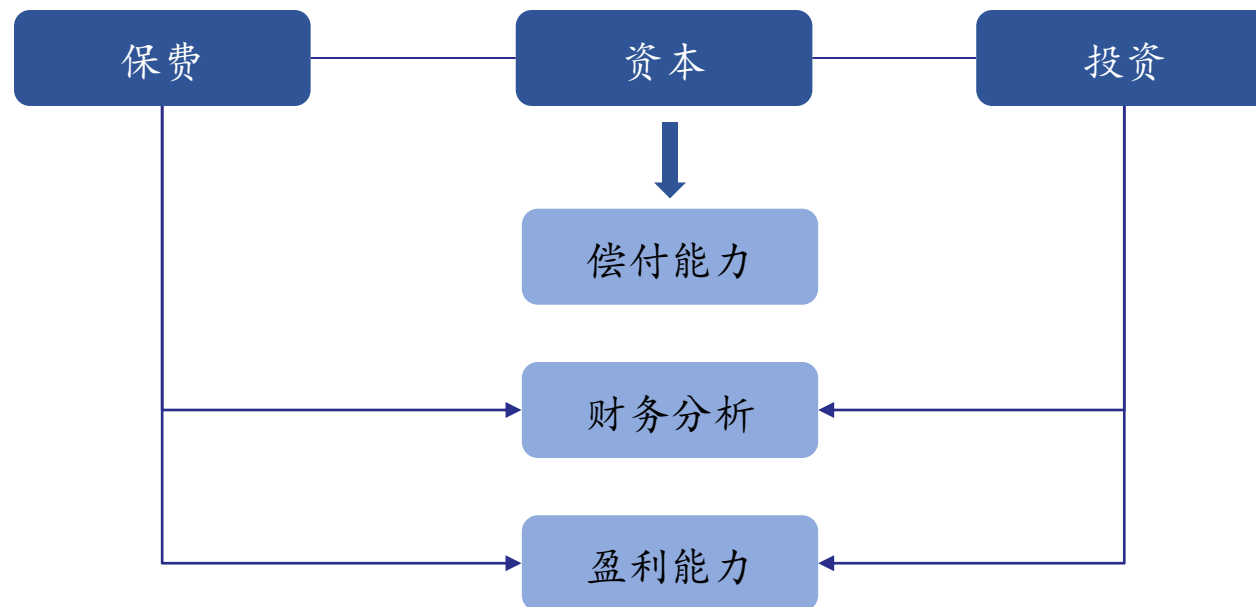
保险业估值与假设

2.2.1 保险公司研究框架

➤ 如何选取优异的保险公司？

1. 财务稳健、资本实力雄厚
2. 业务结构不断优化及产品种类丰富
3. 投资组合多样化、盈利能力稳健
4. 风险控制与管理完善
5. 成本控制有效
6. 公司价值持续增长
7. 偿付能力强、流动性管理良好

➤ 三个因素：保费、资本和投资可以有效地代表保险公司的基本面



2.2.2 偿付能力

➤ 影响保险公司偿付能力的因素：

图表27：影响保险公司偿付能力的内部因素

内部因素	影响
资本结构和资本充足率	资本充足率越高，公司的偿付能力越强。保险公司需要保持足够的资本缓冲
风险管理和控制	有效的风险管理能够识别、评估和控制风险，减少意外损失，提高偿付能力
再保险安排	通过再保险分散风险，可以降低公司独自承担的风险，提高偿付能力
负债管理	负债结构和负债匹配影响公司的现金流和偿付压力。长期负债和短期负债比例需要合理安排
准备金	增加准备金可以增强对未来赔付的应对能力，提高偿付能力
盈利能力	稳定的盈利能力能够增强公司的资本积累，提高偿付能力

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表28：影响保险公司偿付能力的外部因素

外部因素	影响
宏观经济	宏观经济状况影响保险公司的投资收益和承保业务。例如，经济衰退可能导致保费收入下降和投资回报减少
监管环境	监管机构的政策和要求对保险公司的资本充足率、准备金有直接影响
市场竞争	市场竞争激烈可能导致保费下降和承保利润减少，影响公司的偿付能力
自然灾害和意外事件	自然灾害和意外事件可能导致巨额赔付，影响公司的财务状况和偿付能力
社会环境	如人口老龄化可能增加寿险和健康险的赔付需求，影响保险公司的负债结构和偿付能力。
法律和监管环境	政府和监管机构的政策变化，如偿付能力监管要求、资本充足率规定等，直接影响保险公司的偿付能力。

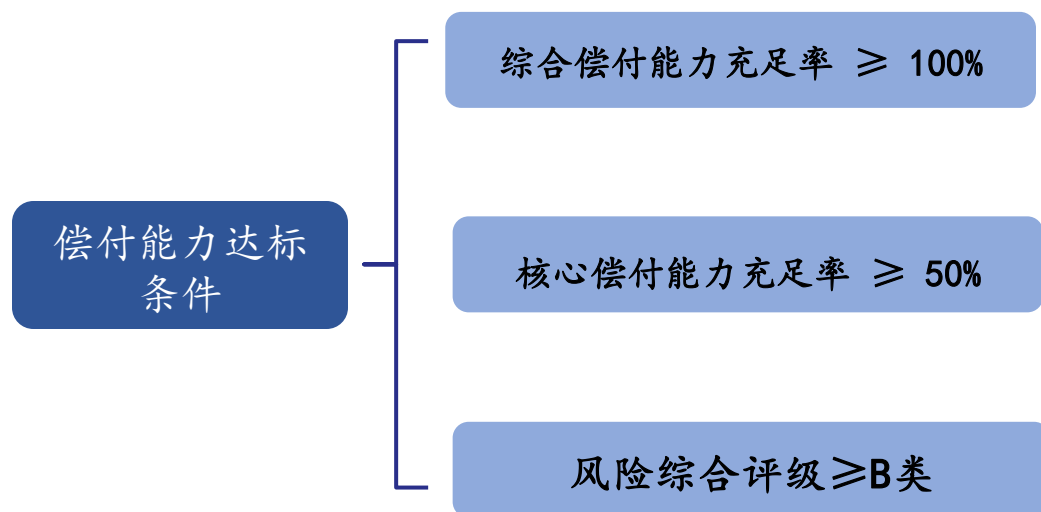
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2.2 偿付能力

偿付能力比率

- **保费充足率**：净资产/保费收入 **准备金充足率**：净资产/准备金
偿付能力充足率：实际资本/最低资本 实际资本=认可资产-认可负债
- 保险公司偿付能力是否达标需要满足以下三个指标：1) **综合偿付能力充足率 $\geq 100\%$** ；2) **核心偿付能力充足率 $\geq 50\%$** ；3) **风险综合评级 $\geq B$ 类**
- 保险行业偿付能力充足，2023年末综合和核心偿付能力充足率分别为196.5%和127.8%。其中，财产险公司分别为236.5%和204.3%，人身险公司分别为186.2%和110.3%。

图表29：2023年人寿保险公司的偿付能力



保险公司	核心偿付能力	综合偿付能力
中国人寿	147.53%	210.19%
平安人寿	210.40%	212.84%
太平洋人寿	116%	199%
新华人寿	146.62%	235.78%

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2.2 偿付能力

- 银保监会要求保险公司核心偿付能力不能低于60%，综合偿付能力不低于100%，保险公司偿付能力本身是一个动态变化的过程，偿付能力低，可以通过大股东增加注册资本金、发行债券、减少支出等改善偿付能力。

图表30：中国人寿2024年Q1偿付能力指标

单位：人民币百万元

项目	基本情景下		
	本季度数	上季度数	的下季度 预测数
认可资产	5,981,971	5,771,430	6,065,071
认可负债	4,986,562	4,789,836	5,100,530
实际资本	995,409	981,594	964,541
核心一级资本	678,308	649,973	640,101
核心二级资本	59,142	60,554	59,772
附属一级资本	254,993	262,109	261,671
附属二级资本	2,966	8,958	2,997
可资本化风险最低资本	483,274	456,139	487,622
控制风险最低资本	-7,394	-6,979	-7,461
附加资本	-	-	-
最低资本	475,880	449,160	480,161
核心偿付能力溢额	261,570	261,367	219,712
综合偿付能力溢额	519,529	532,434	484,380
核心偿付能力充足率	154.97%	158.19%	145.76%
综合偿付能力充足率	209.17%	218.54%	200.88%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表31：认可资产和认可负债对比

认可资产	认可负债
<ol style="list-style-type: none"> 股本和基金按账面价值的95%计为认可资产 基础设施股权或债券按账面价值的95%计为认可资产 次级债券认可比例与发行人偿付能力充足率有关，认可比例为100%或95% AA等级及以上的企业债按100%计为认可资产，AA等级以下的企业债按90%计为认可资产 	<ol style="list-style-type: none"> 法定准备责任金100%计为认可负债 万能险平滑准备100%计为认可负债 分红险特别储备70%计为认可负债 次级债按剩余年限计提的一定比例计入认可负债

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2.3 财务分析

- 从保险公司的资产负债架构来看：资产端是将保险资金拿去投资来满足未来保险支出的需求及利润；负债端是保险公司承保提供资金的来源。
- 保险公司的资产负债表中，资产端投资资产占比较大，而负债端准备金占比较大。

图表32：中国人寿2023年资产负债表

资产	附注十	2023年12月31日	负债及股东权益	附注十	2023年12月31日
资产：			负债：		
货币资金	1	149,566	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债		5,469
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2	253,879	卖出回购金融资产款	21	216,704
买入返售金融资产	3	17,487	预收保费		49,818
应收利息	4	50,879	应付手续费及佣金		4,780
应收保费	5	21,521	应付分保账款	6	748
应收分保账款	6	1,411	应付职工薪酬	22	8,586
应收分保未到期责任准备金		642	应交税费	23	1,106
应收分保未决赔款准备金		647	应付股利		7
应收分保寿险责任准备金		700	应付赔付款	24	66,592
应收分保长期健康险责任准备金		4,573	应付保单红利	25	95,233
其他应收款	7	17,469	其他应付款	26	18,970
贷款	8	603,639	保户储金及投资款	27	486,483
定期存款	9	404,131	未到期责任准备金	28	14,220
可供出售金融资产	10	2,263,047	未决赔款准备金	28	24,461
持有至到期投资	11	1,706,441	寿险责任准备金	28	3,983,433
长期股权投资	12	257,606	长期健康险责任准备金	28	266,376
存出资本保证金	13	6,333	长期借款	29	12,719
投资性房地产	14	12,753	应付债券	30	34,999
在建工程	15	5,182	租赁负债		1,255
固定资产	16	48,112	递延所得税负债	19	1,549
使用权资产	17	1,480	其他负债	31	116,813
无形资产	18	8,369	独立账户负债	54	8,416
递延所得税资产	19	30,287			
其他资产	20	13,909			
独立账户资产	54	8,416			
资产总计		5,888,479	负债合计		5,418,437

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

资产（投资）业务

投资结构

收益率

变化趋势

剔除偶然因素

负债端（承保）业务

新业务增长

业务价值增长

产品结构优化

新单利润率

渠道结构优化

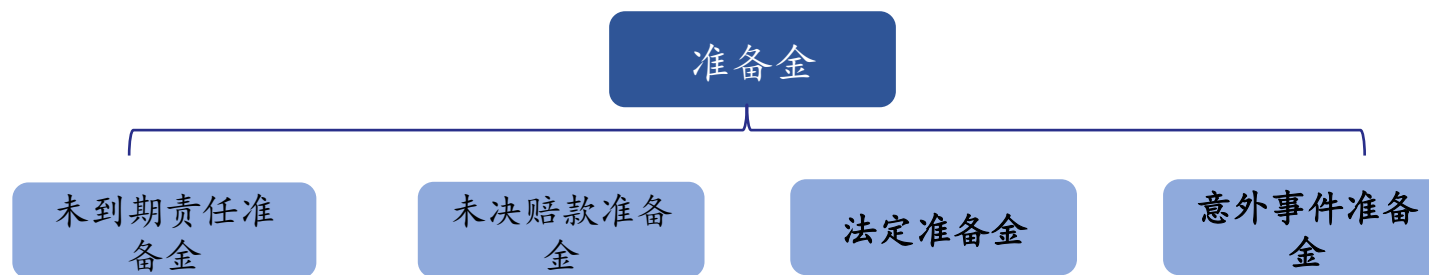
2.2.3 财务分析

图表33：保险公司利润表构成

一、营业收入
已赚保费
保险业务收入
其中：分保费收入
减：分出保费
提取未到期责任准备金
投资收益
其中：对联营企业和合营企业的投资收益
公允价值变动损益
汇兑损益
其他业务收入
二、营业支出
退保金
赔付支出
减：摊回赔付支出
提取保险责任准备金
减：摊回保险责任准备金
保单红利支出
税金及附加
手续费及佣金支出
业务及管理费
减：摊回分保费用
其他业务成本
资产减值损失
三、营业利润
加：营业外收入
减：营业外支出
四、利润总额
减：所得税费用
五、净利润

- 营业收入=已赚保费+投资收益
- 费用与支出科目=退保及赔付+提取准备金+保单红利支出+手续费及佣金+业务及管理费
- 保险公司的退保金是指保单持有人在提前终止保单合约时，公司需要支付的金额。退保金可以反映保险公司的业务质量。
$$\text{退保率} = \text{退保金} / \text{已赚保费}$$

退保率越高，保险公司当年度业务质量越差，保险公司保费虚高的成分较大。退保率是观察保险公司保单质量的主要指标。
- 提取准备金在营业支出的占比较大，准备金也是负债端的主要部分。



数据来源：太平洋研究院整理

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

保险公司的关键指标

图表34：保险行业的关键指标

指标	衡量方式	应用	影响因素
投资收益率	基于投资收益和投资资产加权平均	公司投资管理效率、有效业务价值、财务稳健性分析	市场环境、投资组合、风险管理
分红利率	基于公司实际经营情况和投资表现	分红型保单持有人的收益水平	公司盈利、分红政策
定价利率	基于历史数据、市场利率和预期投资收益率设定	计算保费和准备金以及产品定价	市场利率、公司预期、监管政策
结算利率	基于公司根据年度投资收益和经营状况确定	用于万能险和投连险等产品，决定了保单持有人净值增速	投资收益、费用支出
评估利率	基于历史数据、市场预期和精算假设设定	影响公司准备金的计算，用于精算评估和风险管理	市场利率、精算假设
风险贴现率	基于无风险利率和风险溢价	评估新单业务价值和有效业务业务价值中未来可分配税后利润贴现率	风险溢价

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2.4 投资

- 保险公司的投资收益是其盈利的重要来源之一，尤其在寿险和长期健康险等长尾业务中更为显著。通过多样化的投资组合（如固定收益证券、股票、不动产和另类投资）来实现稳定的回报。有效的投资管理策略包括资产配置、风险管理和久期匹配，以应对宏观经济环境、货币政策、市场波动和监管要求的影响。
- 衡量保险公司投资收益的指标有净投资收益率、总投资收益率和**综合**投资收益率。

图表35：净投资收益率、总投资收益率和综合投资收益率计算方式

指标	计算方式
净投资收益率	净投资收益：定期存款、债券的利息+股票股息类收益 净投资收益率=净投资收益/投资资产加权平均
总投资收益率	总投资收益：净投资收益+买卖价差+资产减值+交易型金融资产公允价值变动 总投资收益率=总投资收益/投资资产加权平均
综合（净值）投资收益率	综合投资收益：总投资收益+可供出售金融资产公允价值变动 综合投资收益率=综合投资收益/投资资产加权平均

2.2.4 投资——资产配置

保险公司投资资产类别

图表36：保险公司投资资产类别

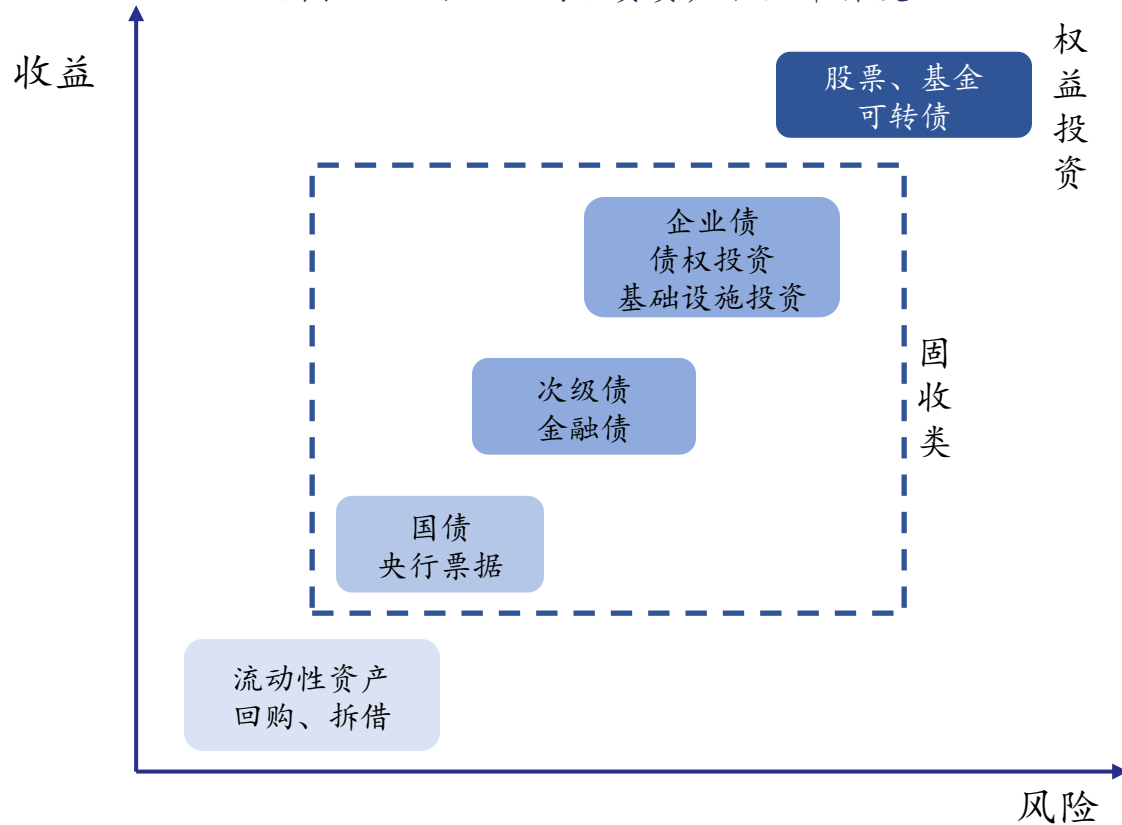
	固定收益类	权益投资	另类投资
品种	银行存款 债券：（国债、金融债、企业债、次级债） 债权计划	股票 基金 可转债	不动产（商业地产等） 基础设施股权项目 非上市公司股权投资
要求	流动性匹配 久期与现金流匹配 收益匹配	风险管理要求 偿付能力要求 收益匹配	流动性要求 风险管理要求
市场因素	宏观经济 利率波动 债券市场研究	宏观经济 行业研究 股票市场研究	估值与收益水平
配置基准	80%-90%	10%左右	5%-10%
投资业绩	到期收益率 金融资产公允价值变动	权益类投资收益/综合投资收益	另类投资收益/综合投资收益

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2.4 投资——资产配置

- 从资产配置看，保险资金延续了以利率债、信用债和银行存款（含现金及流动性资产）为主的配置结构，股权投资所占比重已连续两年超越股票投资。由于保险负债端的成本较为刚性，且要统筹考虑资本占用风险，保险资金运用需要统筹实现长期和短期、绝对和相对收益目标的平衡。

图表37：保险公司投资资产收益率梯度



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

- 监管对各类资产比例上限：

股票：股票和股票型基金的账面余额合计不高于上季末总资产的20%

基金：投资于证券投资基金的账面余额合计不高于上季末总资产的15%

债券：无比例要求

基础设施：投资于基础设施债权的账面余额合计不高于上季末总资产的10%

不动产：投资于不动产的账面余额不高于上季末总资产的10%

非上市股权：投资于未上市企业股权的账面余额合计不高于上季末总资产的5%

目录

1

保险业体系与框架

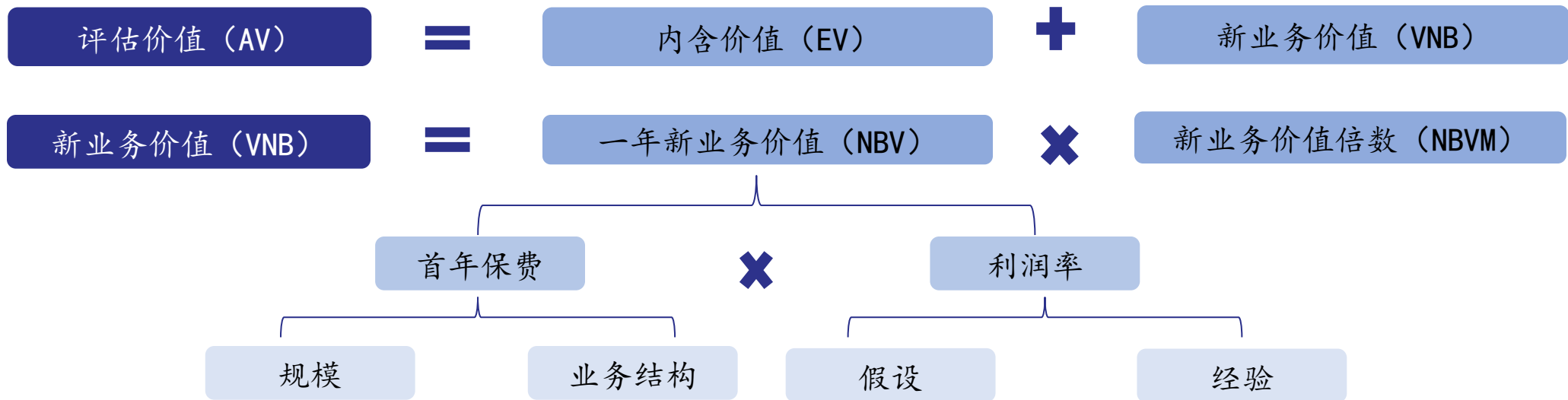
2

保险业研究分析框架

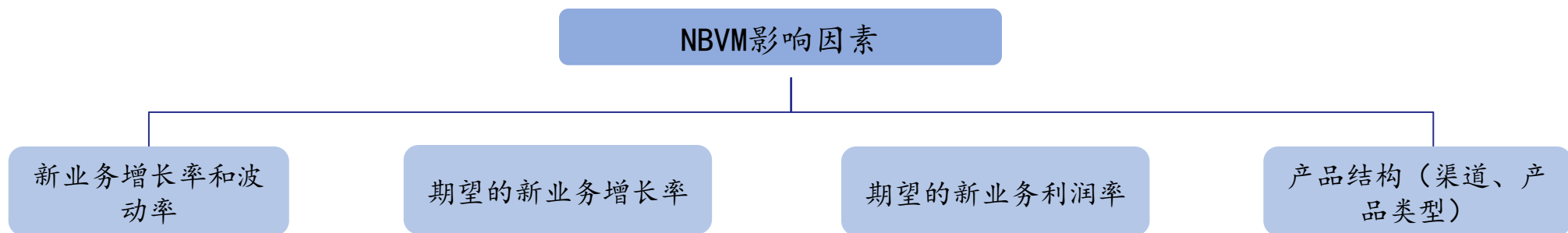
3

保险业估值与假设

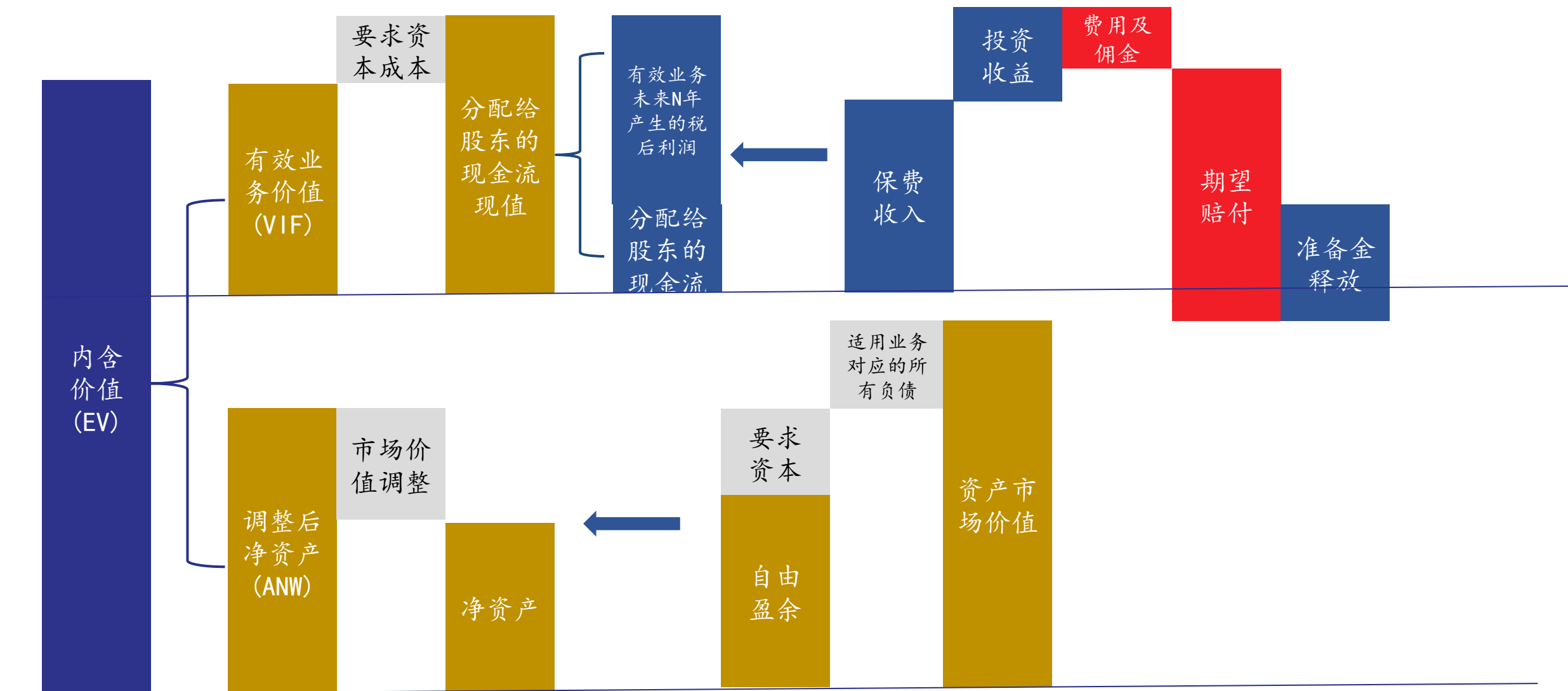
2.3.1 新业务价值



- 一年新业务价值 (NBV) 是截止评估日前一年新业务预期产生的未来的可分配税后利润贴现的计算价值。
- 新业务价值倍数 (NBVM) 的选择较为主观, 主要受精算假设中新业务增长率、利润率和产品结构等影响。



2.3.2 内含价值



数据来源：太平洋研究院整理

2.3.3 估值方法

➤ 企业内含价值倍数 (PEV)

PEV估值法是专属于保险行业的一个估值指标，也相对最准确，是基于保险的业务价值计算出来每股保险股票价值多少钱。

PEV=股价/EV 通常PEV在1以下对于保险行业就属于低估。

PEV的计算涉及到保险公司的各种风险，会基于不同的的精算假设，因此其结果根据精算假设的不同，会有很大不确定性。

➤ PB估值：

市净率PB = 每股市价(P)/每股净资产(Book Value)

PB估值对于保险行业的估值较为合适，因为保险行业的业务模式稳定，以重资产为主，且带有明显周期性。

➤ PE估值的局限性：

PE估值适合非重资产、非周期性并且盈利稳定的公司。保险公司带有明显的周期性，寿险的收入和成本在时间上是错配的。保险公司在收到保费后再将保费投资，其投资收益率具有波动。因此保险公司的利润是滞后且具有波动性。

2.3.4 关键假设

- 有效业务假设是基于评估日现有有效业务预期产生的未来可分配税后利润的贴现计算值。有效业务价值通过精算方法计算得出，是现有业务现金流现值的体现。主要假设包括：投资收益率、失效率/退保率、死亡率经验、附加费用、折现率等。
- 其中投资收益率假设和风险贴现率假设最为关键，这两个假设参数直接影响到了有效业务价值和新业务价值的数值，投资收益率越高、风险贴现率越低都会导致内含价值越高。

投资收益率假设：通过利差形成未来每个年度的可分配利润预期

风险贴现率假设：用于折现计算未来可分配利润，无风险利率（十年期国债收益率）+一定风险溢价

图表38：保险公司的关键假设

	定价假设	EV假设	准备金假设（监管）	准备金假设（财务）
利润假设	≤ 3.5%	最优投资假设5%-5.5%	不得高于定价利率 一般为3.5%（除高利率保单）	市场利率或最优投资假设4%-5.5%
费用假设	按净保费比例偏谨慎的假设	最优估计费用按保费、保单、保额比例	净保费法中不直接考虑费用	最优估计费用按保费、保单、保额比例
死亡率假设	按100%生命表偏谨慎的假设	最优估计死亡率50%-70%生命表	按100%生命表偏谨慎的假设	最优估计死亡率50%-70%生命表
退保率假设	不考虑退保	最优退保假设	不考虑退保	最优退保假设
分红假设	不考虑分红	最优分红假设参考销售时的红利演示	不考虑分红	最优分红假设参考销售时的红利演示

三、证券行业

目录

1

行业背景分析

2

业务分析

3

估值分析

3.1.1 证券行业概况

➤ 截止2023年末，市场中证券公司的数量为141家，其中上市证券公司有43家，主要的上市公司有中信证券、华泰证券、中信建投、中金公司等。证券市场是金融市场的重要组成部分，具有融通资本、资本定价与资源配置等功能。证券市场的发展过程始终与实体经济紧密依存，对引导储蓄转化为社会投资和促进实体经济发展具有不可替代的重要作用。

➤ 证券行业分类

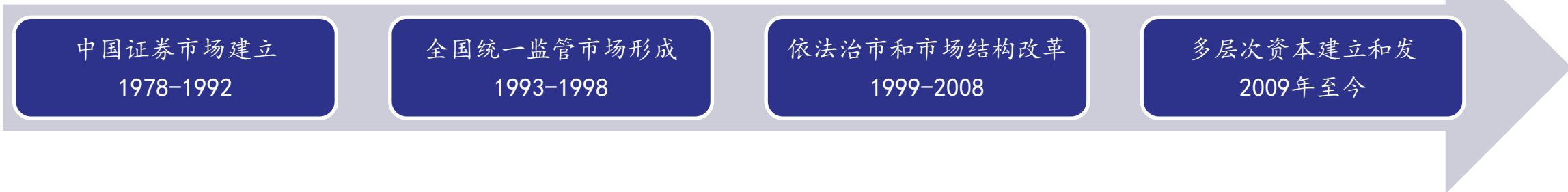
图表39：证券行业分类

门类	大类	中类	小类	说明
金融业	资本市场服务	证券市场服务	证券市场管理服务	非政府机关进行证券市场经营和管理，包括证券交易所、登记结算机构的活动
			证券经纪交易服务	在金融市场上代他人进行交易、代理发行证券或其他活动，包括证券经纪、证券承销、融资融券、客户资产管理业务等

数据来源：太平洋研究院整理

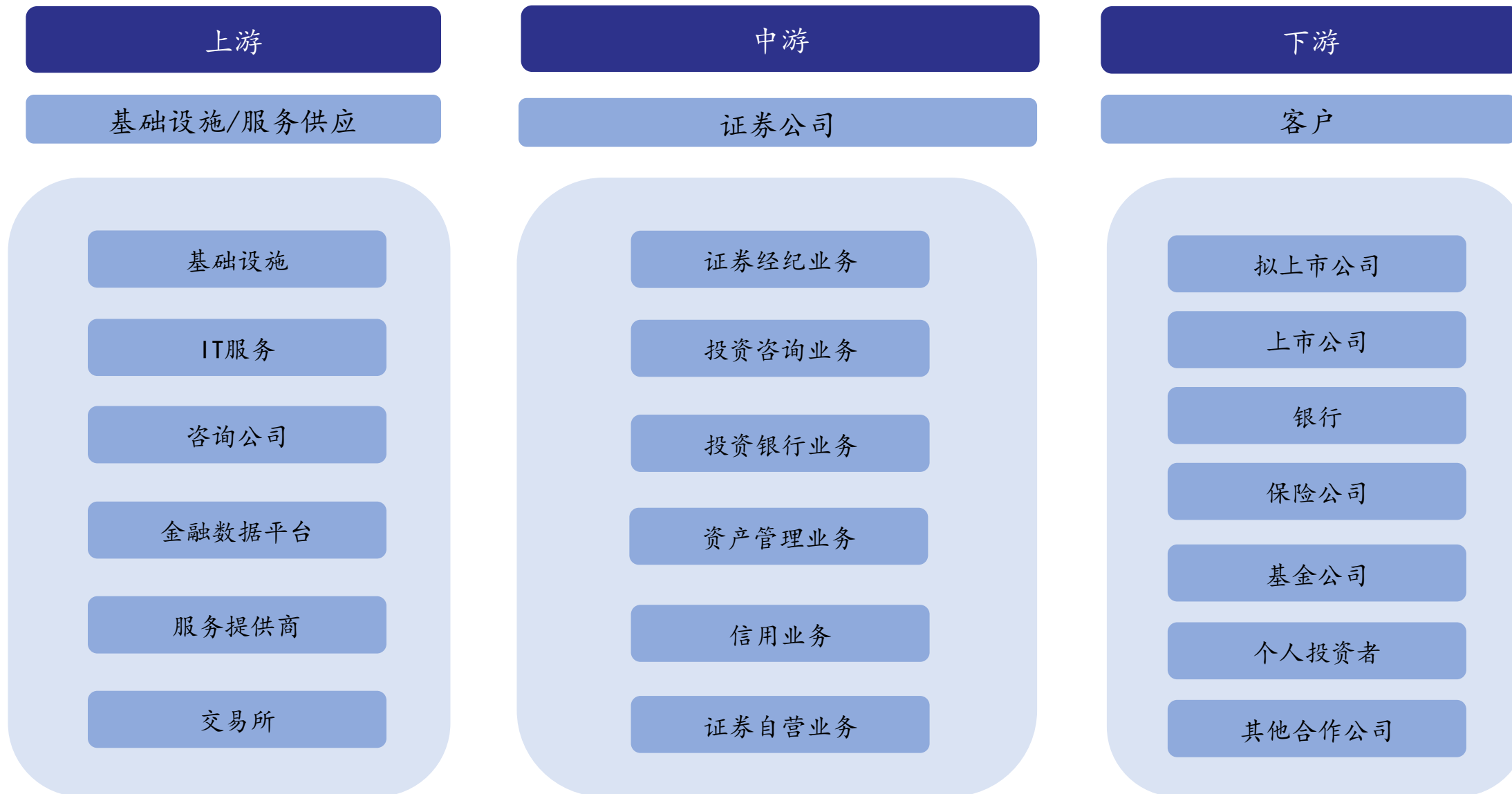
➤ 证券行业发展历程

图表40：证券行业发展历程



数据来源：公开资料，太平洋研究院整理

3.1.2 证券行业产业链



3.1.3 发展趋势与竞争格局

➤ 证券行业发展趋势

图表41：证券行业发展趋势

趋势	原因
市场竞争加剧	随着金融市场竞争加剧，银行、保险、基金等行业利用各渠道的优势逐步进入以资产管理为核心的业务领域。经纪业务、资管业务、投资银行业务、研究业务的交叉整合使证券行业竞争加剧
市场规范化	随着证券市场基础性制度的逐步完善，以及以净资本和流动性为核心的风险监管机制的建立，证券行业的风险意识得到了显著提高，逐步进入了规范发展的阶段。在证券业创新发展的背景下，证券行业的监管机制、证券公司法人治理结构以及各项业务的规范运作等基础制度建设正在积极推进
金融科技发展	金融科技已经在证券产品设计、存续期管理和风险控制等各个环节展现出应用场景，区块链技术也开始在资产证券化领域逐步应用，同时低延时的股市交易系统也逐渐问世。未来，金融科技的深入运用将有助于提高信息透明度、提升操作效率并降低风险

数据来源：太平洋研究院整理

➤ 证券行业竞争格局

图表42：证券行业竞争格局分析角度

分析角度	说明
市场占有率	主要证券公司的市场份额、收入结构、业务模式和注册资本等
行业集中度	如前五大券商的市场占有率、CR4、CR10等指标，衡量市场集中度；中小券商生存情况等

数据来源：太平洋研究院整理

目录

1

行业背景分析

2

业务分析

3

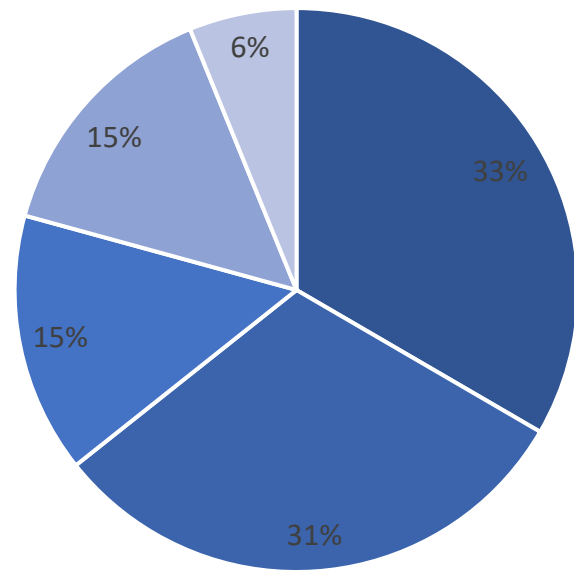
估值分析

3.2.1 证券行业业务结构

- 证券行业主要业务包括自营投资业务、经纪业务、投行业务、信用业务、资管业务五大业务。
- 2023年，证券行业自营业务、经纪业务、投行业务、利息净收入、资管业务等业务收入分别占营业收入的29.99%、27.78%、13.42%、13.09%、5.54%。

图表43：2023年证券公司各业务收入结构

- 截至2023年，券商的证券经纪业务收入合计为1113.1亿元，同比下降12.48%，该指标行业中位数收入为4.34亿元；投行业务收入为541.62亿元，同比下降17.78%，该指标行业中位数收入为1.57亿元；资管业务收入为195.58亿元，同比下降17.97%，该指标行业中位数收入为6345.49万元。相对上述，券商自营业务则增速亮眼，成为业绩的重要支撑，2023年行业证券投资业务收入为1213.52亿元，同比增长100.75%，该指标行业中位数收入为3.7亿元。



■ 自营业务 ■ 经纪业务 ■ 投行业务 ■ 净利息收入 ■ 资管业务

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

3.2.2 证券行业业务分析

- 证券公司的业务中，轻资本业务主要以赚取手续费、佣金为主；重资产业务以赚取息差和价差为主。近年来证券公司的业务重心逐渐转向重资本交易业务和综合财富管理业务。

图表44：证券公司业务分类

分类	业务	内容	计算
轻资本	经纪	主要包括代买、代销、分仓	成交额*费率
	资管	主要包括基金、定向资管、通道	管理规模*费率
	投行	IPO、定增、承销	项目规模*费率
重资本	资本中介	融资融券、股票质押	本金*杠杆*息差
	自营	固收、权益、量化、衍生品	本金*杠杆*(收益率-负债成本)

数据来源：太平洋研究院整理

3.2.3 经纪业务

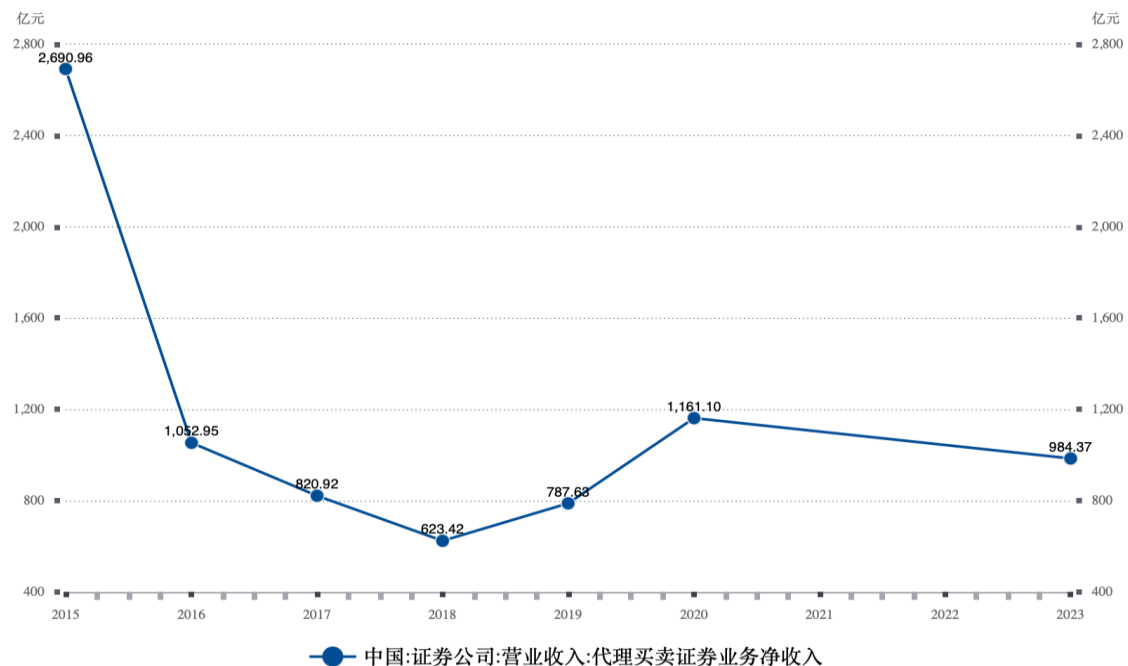
- 盈利模式：通过投资者在证券公司买卖股票、基金收取佣金手续费
- 影响因素：股票、基金交易额；佣金率
- 特征：股票基金交易额与大盘走势高度相关，经纪业务有着较强的周期性
- 证券公司的经纪业务的主要收入来源手续费及佣金收入，这部分收入主要体现在代理买卖证券业务。例如中信证券2023年的代理买卖证券业务收入占证券经纪业务收入的73%。

图表45：2023年中信证券证券经纪业务收入

项目	2023年度
证券经纪业务净收入	9,106,752,337.56
证券经纪业务收入	12,162,844,906.10
其中：代理买卖证券业务	8,920,611,458.89
交易单元席位租赁	1,548,496,191.26
代销金融产品业务	1,693,737,255.95
证券经纪业务支出	3,056,092,568.54
其中：代理买卖证券业务	2,981,884,171.71
交易单元席位租赁	74,208,396.83

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

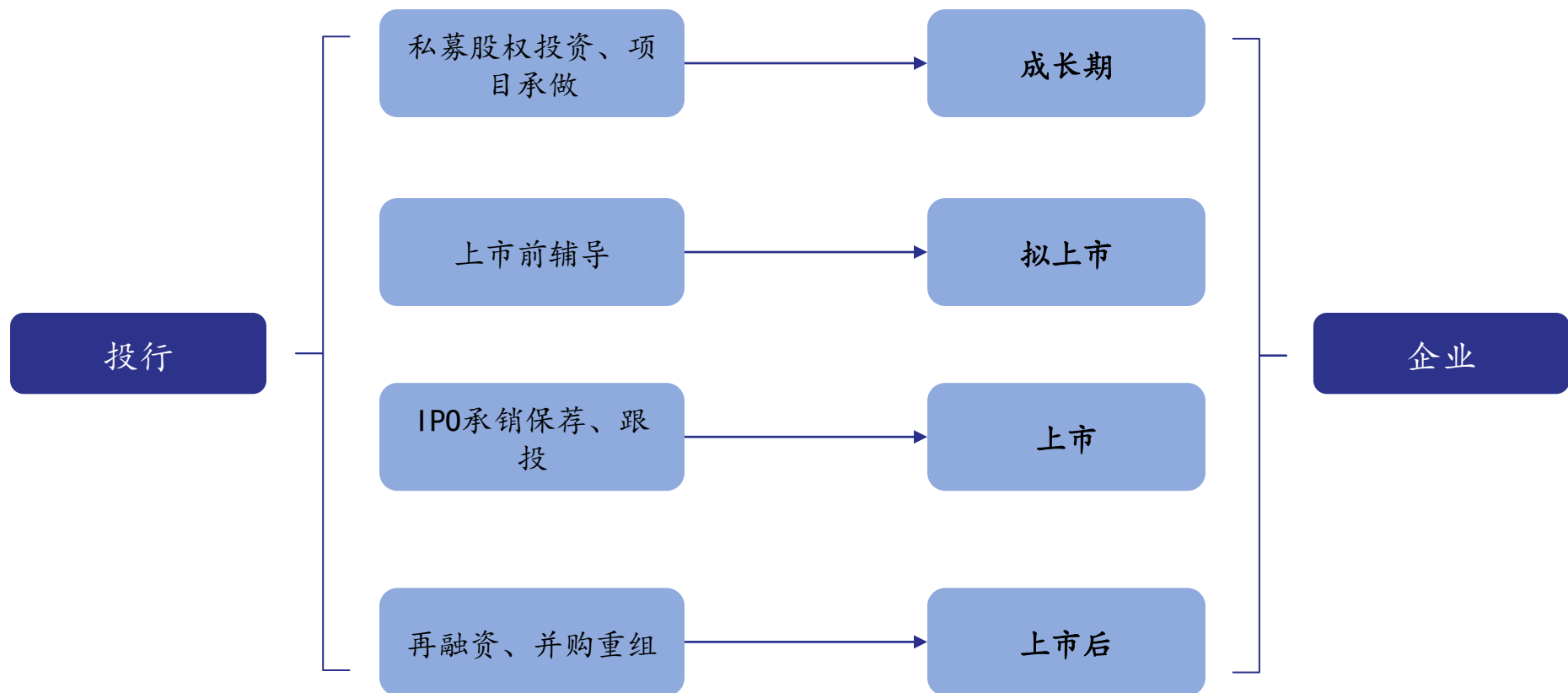
图表46：2015-2023年证券公司代理买卖证券业务净收入



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

3.2.4 投行业务

- 盈利模式：通过承销保荐赚取佣金收入；通过并购重组赚取财务顾问费用
- 影响因素：承销规模、承销费率、监管政策
- 投行业务的主要收入来源是证券承销业务。一般投行业务不会影响资产负债表，但因投行项目产生的股票跟投会影响资产负债表。



3.2.5 资管业务

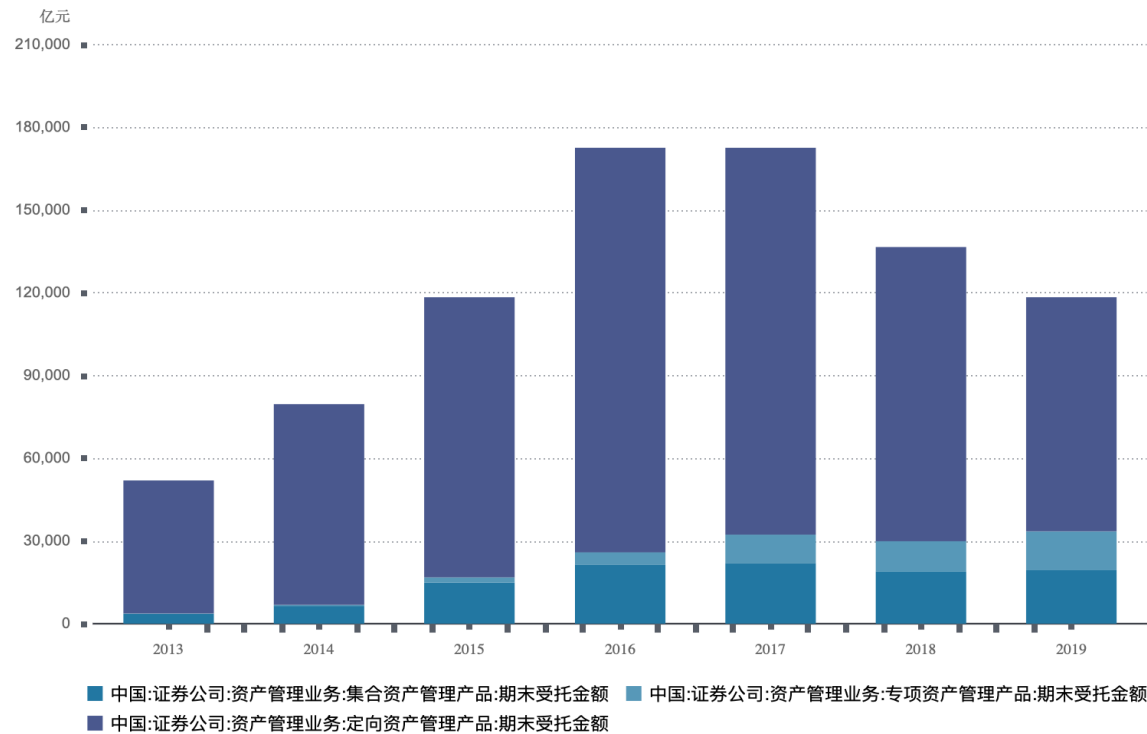
- 盈利模式：通过代理客户管理资产，赚取管理费和超额收益
- 资管业务分类：集合资管、定向资管、专项资管和公募基金
- 资管业务的收入主要体现在利润表中资产管理业务手续费净收入，一般公募基金子公司贡献的利润较多。

图表47：证券公司资管业务类型

集合资管	多对一	主动管理为主，资产配置结构：股票型>混合型>债券型>货币型管理费率约为0.7%
定向资管	一对一	以通道业务为主，规模较大，管理费率约为0.1%
专项资管	一对一	多为ABS类产品，与投行业务协同，管理费率约为0.08%
公募基金	多对一	券商系公募基金主要以主动管理为主，体量一般较小

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表48：证券公司资管业务结构



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

3.2.6 自营业务

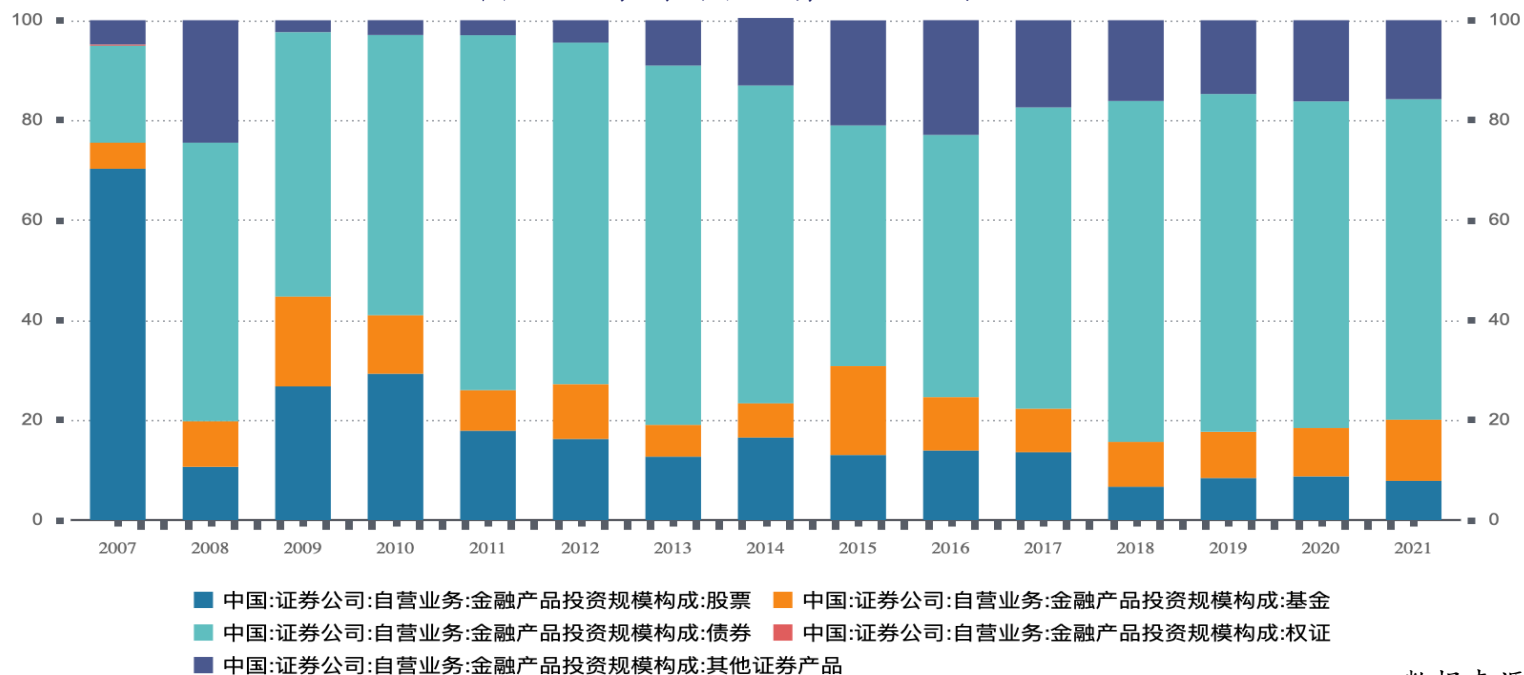
- 盈利模式：自营业务作为重资本业务是证券公司用自有资金进行股票、债券、基金等金融工具投资，赚取投资收益。
 自营业务的收入与资本市场高度相关，周期性较强。
- 核心因素：规模、投资收益率

证券投资业务规模=交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产

固收类投资规模=交易性金融资产中债券余额+债权投资

权益类投资规模=交易性金融资产中股票余额+其他权益工具投资

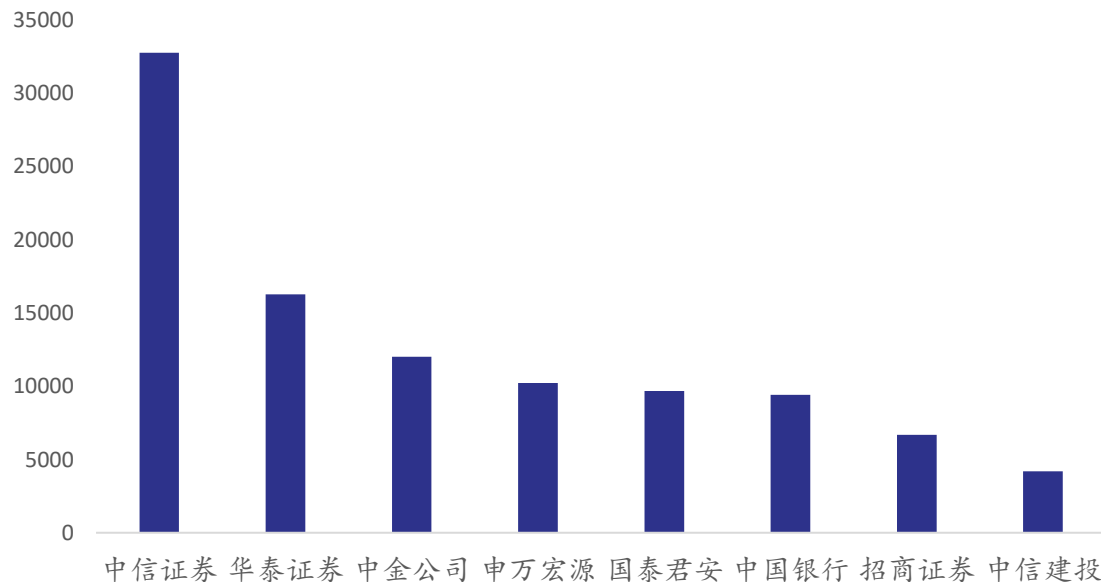
图表49：券商自营业务规模结构



3.2.6 自营业务

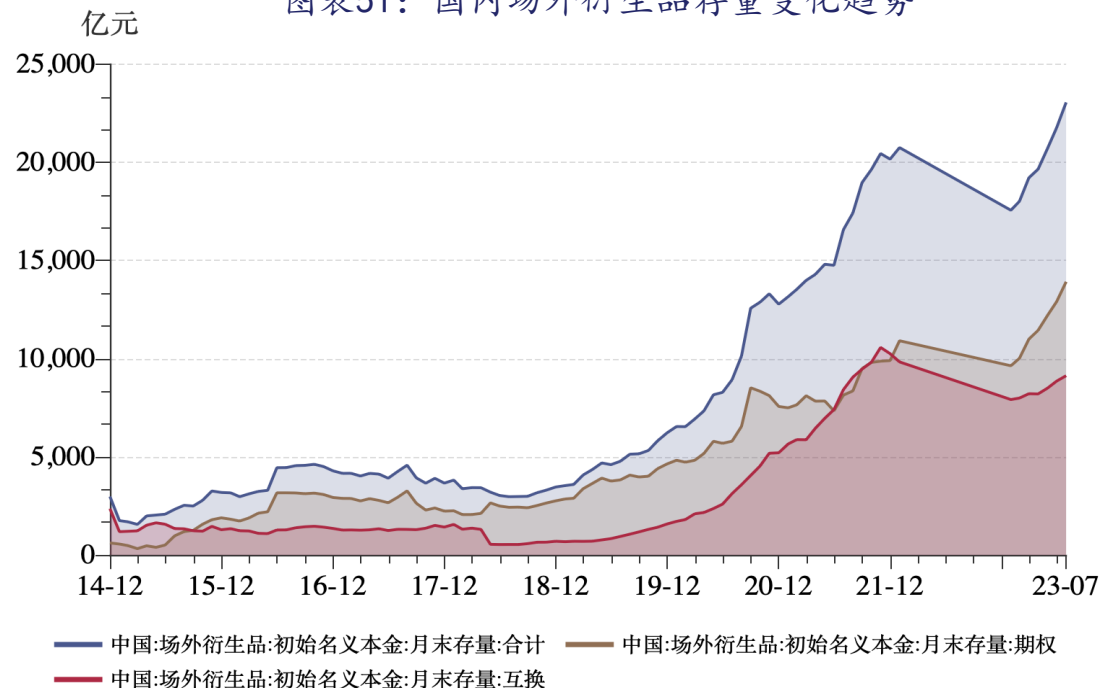
- 场外衍生品市场规模迅速增长，截至2023年6月30日，场外衍生品名义本金存量规模为2177.3亿元，较年初环比增长4.34%。各券商机构对衍生品需求逐渐增大。
- 场外衍生品业务区别于传统的受行情驱动业务，主要为了对冲其他投资工具的风险，能在任何行情下都有机会盈利，打破了券商盈利的强周期性。私募基金和商业银行是券商场外衍生品的主要交易对手方。券商场外衍生品金融资产规模集中度较高，主要集中于头部券商中信证券、中金公司和华泰证券。

图表50：2023年国内头部券商衍生金融资产（百万元）



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表51：国内场外衍生品存量变化趋势

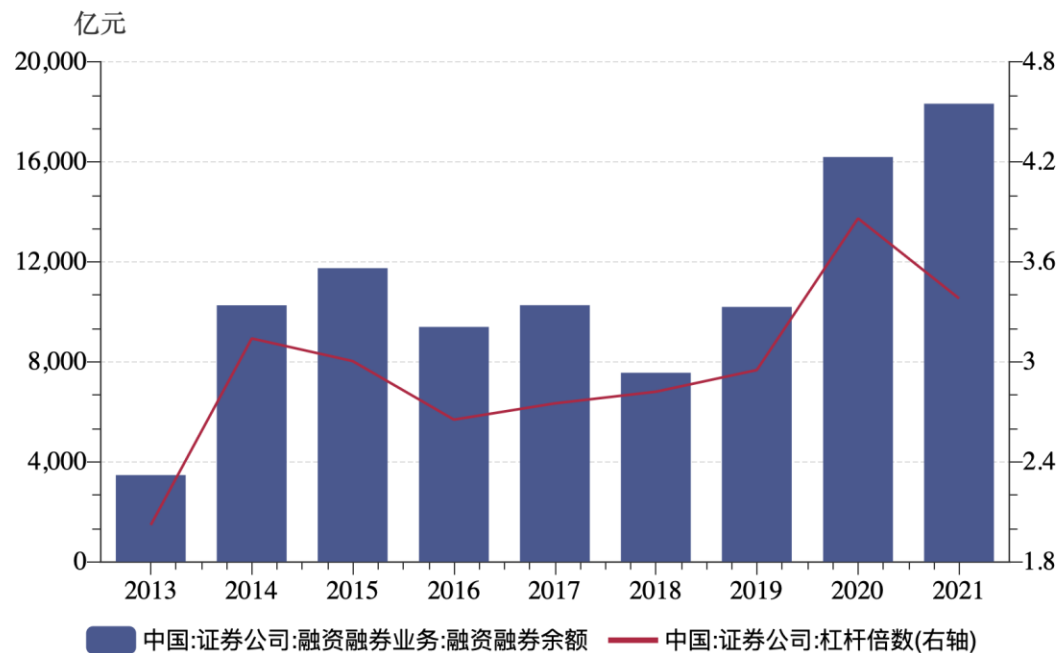


数据来源：Wind，太平洋研究院整理

3.2.7 信用业务

- 盈利模式：通过加杠杆赚取息差
- 业务类型：以融资融券、股票质押为主
- 业务特征：融资融券有着顺周期特征，股票质押有着逆周期特征。债券公司杠杆倍数有着上升的趋势，杠杆上限受到风控指标的约束。杠杆率提高有助于券商ROE的提升。头部券商的杠杆倍数高于行业平均水平，头部券商的ROE也显著高于行业平均水平。融资融券余额也有着上升趋势，其中融券规模快速增长。

图表52：券商两融业务和杠杆倍数变化趋势



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

图表53：中信证券合并报表附录利息收入部分

项目	2023年度
利息收入	
货币资金及结算备付金利息收入	8,989,861,429.49
融资融券利息收入	8,343,309,011.98
其他债权投资利息收入	2,056,145,626.65
买入返售利息收入	1,762,023,855.40
其中：股权质押回购利息收入	1,543,705,924.55
约定式回购利息收入	1,299,144.73
拆出资金利息收入	-
其他	457,611,260.42
利息收入小计	21,608,951,183.94

数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

1

行业背景分析

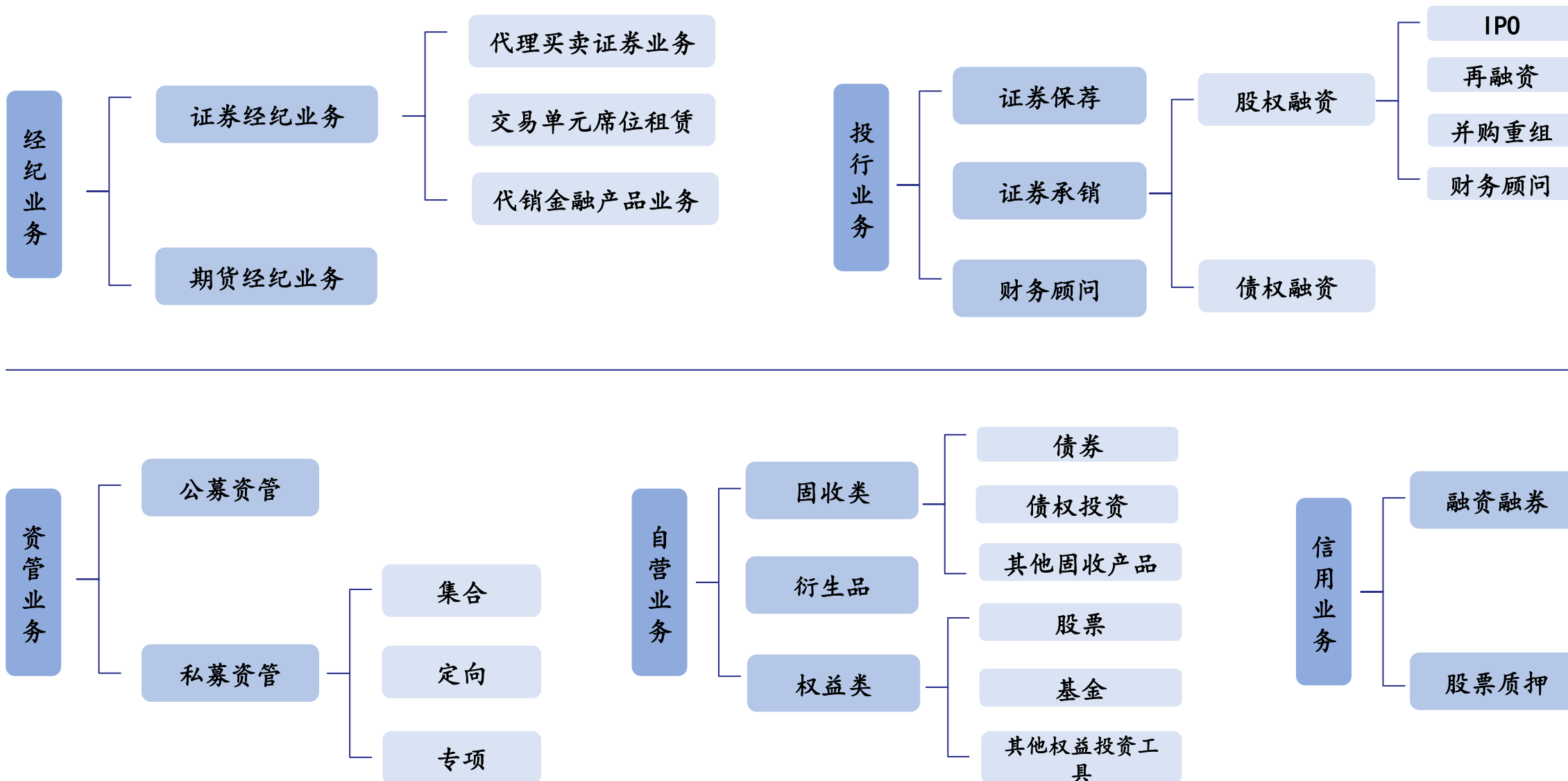
2

业务分析

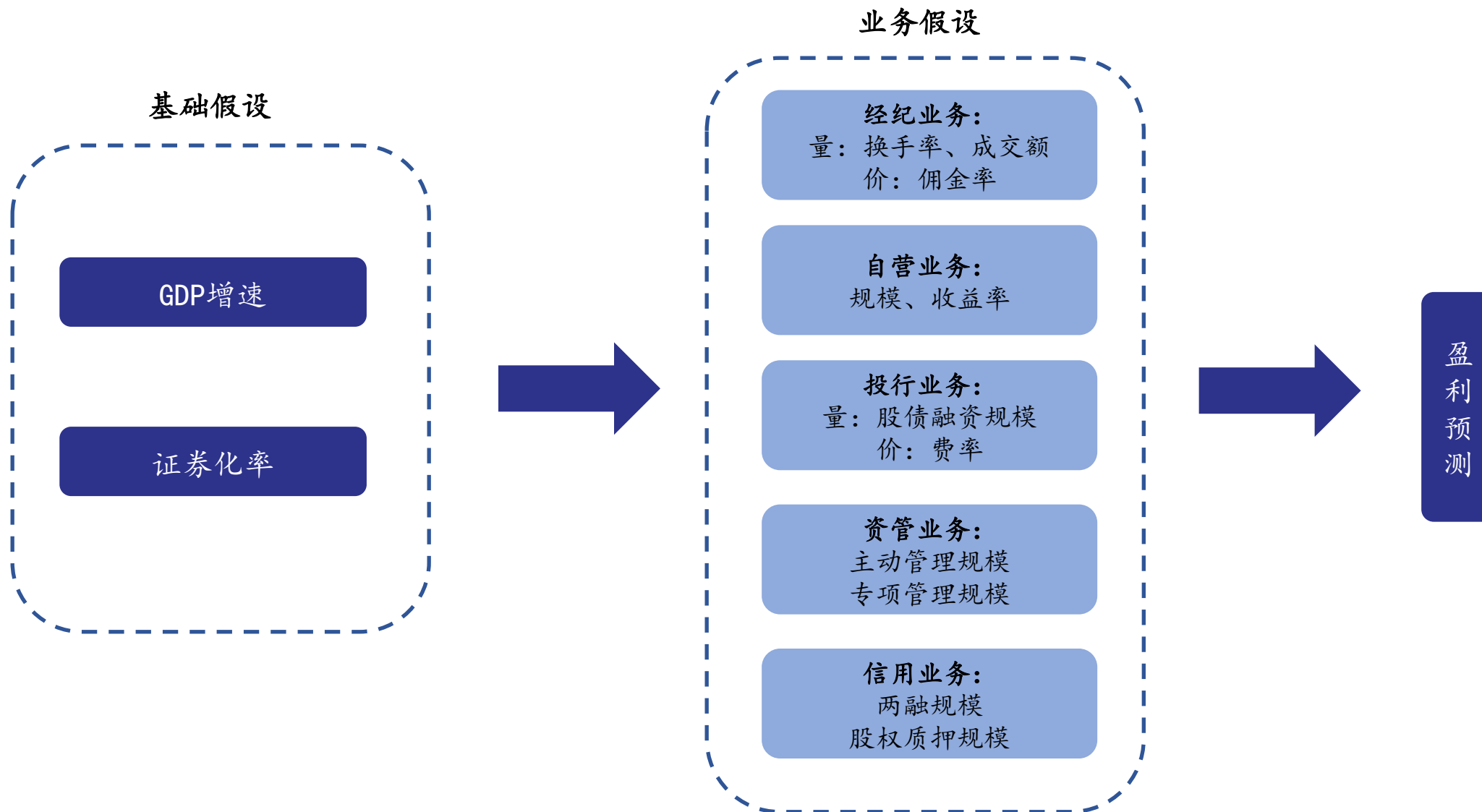
3

盈利预测与估值

3.3.1 营收拆分



3.3.2 关键假设



3.3.3 券商股估值

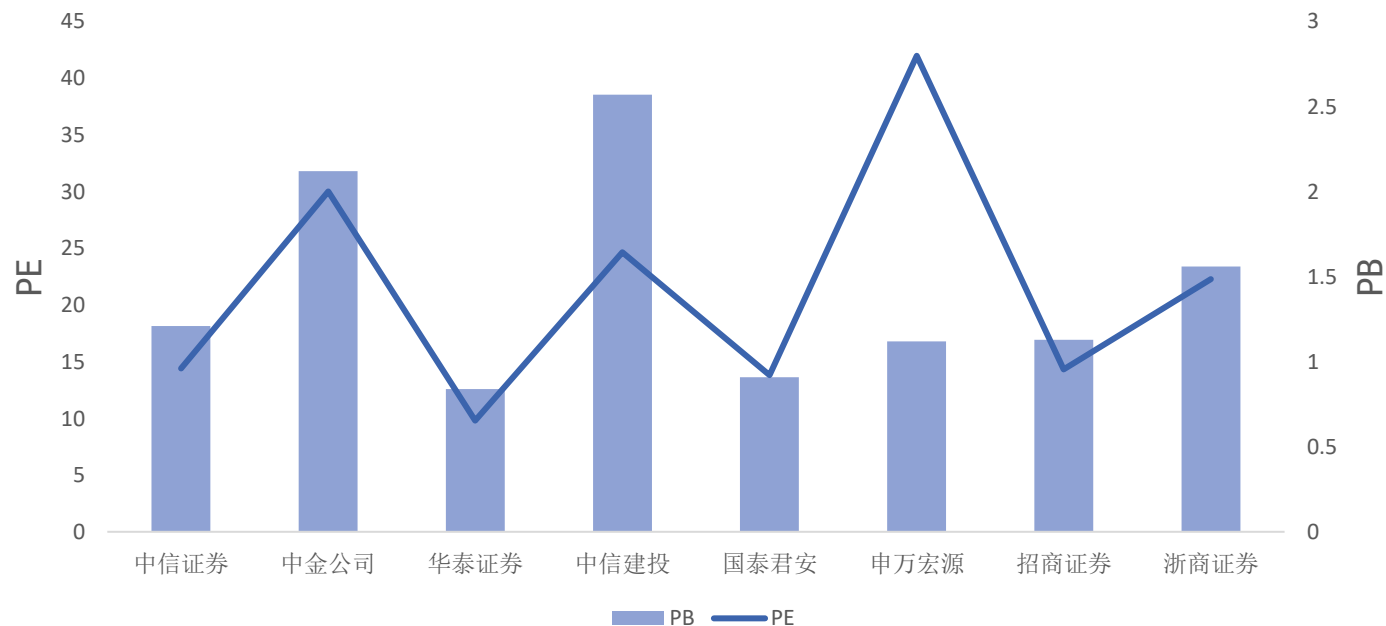
➤ PE估值：

1. 券商中有大一部分收益或亏损与非经常性的项目有关，这些项目可能以后不会再出现，而市盈率是假设盈利水平不变的，这就使得出的估值变得不可靠。因此在PE估值中需要扣除非经常性损益。
2. 券商的业绩容易因为市场环境欠佳而产生亏损。当分母为亏损时，PE得出的数值为负数，参考意义不大。

➤ PB估值：

证券行业传统用PE法进行估值，随着重资产比重提高，且证券资产都按照市场价入账，证券行业也开始可以用市净率进行估值。

图表54：国内券商2023年初的PE和PB



数据来源：公司公告，太平洋研究院整理

- ▶ 银行业：宏观经济波动、息差下行超预期、资产质量下降超预期、金融监管政策变化等
- ▶ 保险业：利差损扩大、投资端风险加剧、市场竞争加剧、经济波动、监管政策变化等
- ▶ 证券业：投行业务持续下滑、自营业务表现不及预期、经纪业务规模扩张不及预期、监管政策收紧、经济修复不及预期等

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间； 看

淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
