

# 保险股AH溢价率两极分化严重 中国人保高达179% 中国平安低至1%

■本报记者 苏向果

AH股溢价率一直以来是投资者的重要参考指标之一,当前保险股AH溢价率再现新变化。根据东方财富Choice数据,截至4月14日收盘,中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿、中国人保的AH股溢价率分别为1%、41%、91%、131%、179%,不同保险股溢价率大幅分化。

市场之所以关注AH股溢价率是因为不少个股该指标常年在某一区间波动,如果大幅偏离溢价率中枢,理论上会出现AH股切换带来的套利空间。兴业证券分析师傅慧芳表示,中国平安A股溢价率近年来基本保持在一定区间内波动,在长期持有的前提下,基于A股溢价率进行AH股切换能获得超额收益,且回撤可控。

## 保险股AH溢价率分化 人保与国寿溢价率较高

要清楚不同保险股目前的溢价率处于怎样的水平?需先清楚整体AH股溢价率水平。截至4月14日收盘,恒生AH股溢价指数为132.23,即所有A股与H股同时上市标的的加权溢价率为32.23%,这一溢价率维持在近几年的溢价率中枢附近。

近几年,整体AH股的溢价率中枢在30%左右。2015年前的整体AH股溢价率大多在0%~20%之间,且波动较大;2015年A股牛市后,整体A股溢价率有所提升,高点接近50%,之后随着牛市结束有所下降,但中枢较2015年前有所抬升,直到2020年前都在20%~40%间波动。2020年7月份后A股大幅上涨,整体A股溢价率在去年10月份达到高点49.8%,随后一路走低至今。

拉长时间对比来看,中国平安的AH溢价率向来较低,近年来基本在10%以内,早期部分时段处于折价状态;中国太保的AH溢价率和整体AH溢价率较为接近;中国人寿和新华保险的AH溢价率要远高于整体AH溢价率,且幅度在2019年后明显扩大;中国人保在2018年A股上市后涨幅

较大,在2019年股价回调后仍保持着保险板块中最高的AH溢价率。

从目前保险股具体溢价情况来看,保险股溢价率两极分化严重。目前,中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿、中国人保的A、H股股价经汇率换算后的比值分别为1.0、1.4、1.9、2.3、2.8。

为什么出现两极分化?兴业证券分析师傅慧芳表示,不考虑整体AH股溢价的因素,就保险股自身而言,导致AH溢价存在和变化的原因包括两点:一是港股投资者更看重价值指标,包括保障型产品占比、新业务价值率等。从结果来看,较早进行价值转型的中国平安和中国太保的A股溢价率要低于中国人寿、新华保险和中国人保。二是港股投资者更重视长期逻辑,保险H股对于短期因素的敏感性小于保险A股,例如短期开门红等对负债端的改善、权益市场行情好为保险投资端带来的短期增长。

## 不同保险股AH溢价率 给投资者带来哪些启示

保险股自2019年出现较大的涨幅之外,2020年股价萎靡不振,进入2021年,市场对周期股愈加看好,但作为强周期股的保险股并没出现大幅反弹,让投资者有些失望。那么,现阶段不同保险股的溢价情况,能为投资者提供哪些启发?

从市场热门股中国平安来看,中国平安在A股市场被投资者称为“保险茅”。外资今年一季度也大幅加仓中国平安。《证券日报》记者根据东方财富Choice数据统计,一季度,中国平安58次位列前沪深港通十大活跃成交股,被外资净买入额达76亿元,净买入额仅次于招商银行,位列A股第二位。

外资大幅加仓中国平安也显示出外资对其长期看好。中国平安A股较H股长期保持着低溢价率,也意味着中资和外资机构对于平安的信息较为对称且认可度较为一致。

中国平安A股在2014年11月份



后,随着牛市的出现AH溢价率最高接近20%,2015年随着牛市结束股价回调,此后大多数时间段稳定在~10%到15%之间,溢价率中枢在5%左右,远低于AH同时上市标的的整体A股溢价率中枢(30%左右)。从平安AH股的走势来看,在大多数时候A、H股两者的表现较为一致。

基于中国平安长期以来AH溢价率区间较为稳定,以及两地股价分化后大概率修复的预期,当中国平安的A股出现较大溢价或折价时,投资者可在A股与H股之间切换,以实现超额收益。

以中国平安A股回购为例,中国平安在2019年6月中下旬至7月上旬陆续进行了A股回购,回购对于A股股价有明显正面作用,期间AH股溢价率一度上涨至11.9%,但较高的AH溢价率并未持续多久,7月份中旬迅速回归至7%左右。由于中国平安A股溢价率近年来基本保持在一定的区间内波动,理论上在长期持有的前提下,基于A股溢价率进行AH股切换能获得超额收益。

傅慧芳表示,以2018年至2021年2月末的数据进行回溯,一直持有中国平安A股或H股的收益率分别是28.8%和27%。但根据溢价率对AH股切换可得超额收益,切换方式为在长期持有的前提下,平安A股溢价率超过7%选择H股,低于3%选择A股,溢价率在3%~7%之间不切换。这一策略下,区间内共切换13次,累计收益率80.4%,远高于单一持有中国平安A股或H股。

需要提醒投资者的是,上述通过切换AH股套利的方式基于历史数据,并不能预测中国平安未来的AH溢价率波动率,也不一定适合其它保险股和其他行业个股,仅为投资者提供一种思路。

例如,中国太保溢价率整体走势和中国平安类似,但稳定性较弱,采用上述策略可能出现负收益。此外,中国人寿、新华保险和中国人保的A股溢价率没有长期相对稳定的区间。其中,在每轮行情中,中国人寿A股上涨高于H股的幅度要大于后续下跌时高于H股的幅度,因此每轮行

情后A股溢价率大多有所提升,或多或少的扩大了中国人寿AH股溢价率的波动区间。

实际上,对于基于AH溢价率择时较难操作的龙头标的,关注基本面变化,长期持有,赚取保险股基本面对应的收益或许是最好的策略。一家大型寿险公司总裁在接受《证券日报》记者采访时表示,目前中国是全球第二大保险市场。从长远来看,随着我国经济的持续发展,居民收入将进一步提高,保险业将持续增长。今年行业保费增速大概率与GDP增速持平或略高于GDP增速,长期看好保险业的发展前景。

瑞士再保险集团首席经济学家安仁礼认为,对于商业险和个人险,今年保费都会上升,这个反弹已经发生了。由于政策大力支持、居民可支配收入增加、风险意识提高以及数字化发展等诸多积极因素的推动,中国保险市场将持续增长。尤其是在寿险方面,中国将会成为全球寿险增长的引擎,2021年中国寿险保费增长预计为9%左右。

# 中小银行资本补充成效显著 个别银行去年资本充足率大幅提升

■本报记者 吕东

在政策的推动下,中小银行资本充足率得以有效回升。去年以来,中小银行资本金补充愈发受到重视,二级资本债、永续债成为银行补充资本金的重要途径。

刚刚披露的华融湘江银行2020年年报显示,在去年接连成功发行永续债及二级资本债后,该行截至去年年末的资本充足率升至13.08%,较前一年大幅增长0.48个百分点。

国海证券首席宏观债券分析师靳毅在接受《证券日报》记者采访时表示,当下,部分银行特别是中小银行仍然面临着较大的资本补充压力,而永续债、二级资本债这两种工具的组合运用,将可以帮助银行更为有效地补充一级资本和二级资本。

## “组合”发债 华融湘江资本金大幅提升

2020年,华融湘江银行由于需要夯实资产质量基础,加大了准备金计提力度,导致该行净利润同比出现下降。由于接连完成永续债、二级资本债发行,该行资本充足率因此得以较大提升。

该行2020年年报显示,其去年实现营业收入104.61亿元,同比增长11.93%;实现净利润28.69亿元,同比下降4.88%。

去年华融湘江银行资产规模快速增长,已突破4000亿元大关。截至2020年末,该行总资产4059.76亿元,较2019年末增长10.69%。

记者注意到,通过“组合”发行永续债、二级资本债,华融湘江银行去年其他一级资本及二级资本得到较大补充。截至去年年末,该行资本充足率13.08%,增加0.47个百分点;一级资本充足率10.41%,增加0.83个百分点。而该行核心一级资本充足率则下滑了0.97个百分点,降至8.61%。由此不难看出,永续债、二级资本债的发行对该行其他一级资本及二级资本给予了大幅“输血”。

华融湘江银行曾于去年发行53亿元永续债,用于补充其他一级资本,这也是中部地区城市商行发行的首单永续债。同时,华融湘江银行当年新发30亿元二级资本债,实现了二级资本补充。

在2020年,同时发行永续债与二级资本债的银行并不少见,除华融湘江银行,包括泸州银行、北部湾银行等多家中小银行,均在去年接连完成了二级资本债和永续债发行。

## 中小银行资本补充力度大 占发债银行数量绝大多数

随着去年大幅提升对实体经济信贷投放力度,商业银行特别是中小银行资本消耗持续增加,银行资本补充的需求更为强烈。

银保监会披露的数据显示,去年商业银行累计实现净利润1.94万亿元,同比下降2.7%。银行盈利的下降,也制约了内生性资本补充,更多地需要依赖外源性资本补充。

2020年,无论是永续债还是二级资本债的发行,大多数都由中小银行操作。今年这一情况仍在持续。

截至本周三,今年年内共有17家银行发行二级资本债券,其中14家为中小银行,占比逾八成。这些中小银行虽然发债规模普遍不高,大多数在10亿元以下,有的银行发行规模仅为数千万元,但对于补充资本金却起到了较大帮助。

在今年发行永续债的银行中,除邮储银行外,其余有11家均为中小银行。

对外经济贸易大学金融学院贺炎林教授在接受《证券日报》记者采访时表示,我国已有逾4000家的中小银行,这些银行在对中小微企业、民营企业金融支持中起到了不可或缺的作用,对中小银行来说,更为方便快捷的资本补充,在增强此类银行提高风险抵御能力,支持业务持续稳健发展的同时,还将进一步提高其对实体经济的服务能力。

## 券商全资子公司有多强? 4家净利润逾10亿元 超过部分上市券商

■本报记者 周尚仟

2020年,受到多层次资本市场不断完善,基础制度改革稳步推进,交投活跃等因素驱动,上市券商业绩继续保持亮眼的增长态势。在券商的业绩表里,总能看到“抢风头”的子公司,有的券商子公司一年的净利润已经超过一些上市券商。

据《证券日报》记者不完全统计,目前,至少有17家券商全资子公司2020年的净利润均超过5亿元(本文的子公司全部为券商全资子公司)。其中,华泰紫金投资(私募股权投资)2020年以23.5亿元的净利润暂列第一。

## 17家券商全资子公司 净利润均超5亿元

据《证券日报》记者不完全统计,截至发稿,目前28家已披露2020年业绩报告的上市券商中,至少有17家券商全资子公司的净利润均超5亿元。其中,华泰紫金投资(私募股权投资)、中信证券投资(另类投资)、海通开元投资(私募股权投资)、华泰资管(资管)这4家券商子公司2020年实现的净利润均超过10亿元,分别为23.5亿元、17.59亿元、15.12亿元、12.26亿元,前三家券商子公司净利润同比分别增长35.19%、35.16%、104.07%,而华泰资管净利润同比下降6.27%。

那么上述4家净利润超过10亿元的券商全资子公司到底有多强?目前,在28家已披露2020年业绩报告的上市券商中,2020年净利润超过10亿元的共有22家券商,也就是说,有6家券商2020年的净利润“不如”这些券商子公司。

但受多方面因素影响,券商子公司之间业绩差异较大,有些子公司业绩优异,也有些子公司呈现亏损状态。

一方面,券商积极布局私募股权基金管理业务。2020年,华泰紫金投资及其二級子公司作为管理人在中国证券投资基金业协会备案存续的私募股权投资基金合计22只,合计认缴规模477.65亿元,合计实缴规模403.73亿元;截至去年四季度华泰紫金投资私募基金月均规模行业排名第二。2020年,华泰紫金投资实现的净利润目前已超过15家上市券商。同时,海通开元投资去年净利润同比增长超100%,2020年其私募股权投资业务新增募集基金29亿元,完成投资项目40个,新增上市过会项目20个(其中科创板10个),实现退出收益22.9亿元。2020年,海通开元投资实现的净利润目前已超过11家上市券商。

另一方面,券商子公司员工少利润高,中信证券投资从众多券商子公司中脱颖而出。中信证券全资子公司中信证券投资近年来表现出色,成为2020年中信证券最赚钱的子公司。中信证券投资2020年实现净利润17.59亿元,同比增长35.16%。而中信证券投资公司的员工仅为29人。2020年,中信证券投资紧密围绕资本市场和国内外宏观形势的发展,继续在科技与先进制造、现代服务、医疗健康、新材料及工业品等行业深入挖掘投资机会,新增投资项目70余单(含科创板跟投),投资金额近40亿元。

## 母公司“出手阔绰” 大力“输血”子公司

券商的资本规模在一定程度上决定了其在行业中的综合竞争力。随着券商子公司业绩贡献比重的不断攀升,去年以来,多家券商在补充子公司净资本方面毫不吝啬。

据《证券日报》记者不完全统计,去年至今,为至少有15家券商对旗下子公司计划进行增资或完成增资,规模约300亿元,以此补充其子公司净资本。同时,券商子公司近年来不俗的业绩表现,也为自己迎来了发展的契机。

2010年至2020年的十年间,中国证券业协会的证券公司会员家数从106家增长到135家,增加的主要来源为会员子公司。从营业收入和净利润的相对增幅来看,多家券商子公司净利润的增幅要大大高于母公司的利润增幅。

例如,2020年,招商证券投资(另类投资)实现净利润4.81亿元,同比增长348.6%;中信建投投资(另类投资)实现净利润4.21亿元,同比增长2299.78%;华泰创新投资(另类投资)实现净利润3.51亿元,同比增长230.62%。

近两年,券商不断加大创新业务发展,增资另类投资子公司、新设另类投资子公司的现象屡见不鲜,不少券商“加码”另类投资子公司也是为了发力科创板业务。其中,券商跟投科创板新股,主要是通过另类投资子公司来参与。而科创板跟投制度对券商来说既是“增收”的机会,也是对投行实力的考验。

据《证券日报》记者不完全统计,去年至今,为满足业务发展需求,就有招商证券向招商证券投资、海通证券向海通创新、红塔证券向红正均方、华安证券向华富瑞兴、东方证券向东证创投、方正证券向方正证券投资、山西证券向山证创新、中泰证券向中泰创投、国海证券向国海创新资本进行或计划增资。

值得一提的是,券商融资意愿迫切,各类融资途径齐上阵,而融资资金的投向,总少不了子公司的身影。今年2月底,券商龙头中信证券抛出不过280亿元的配股公开发行证券预案,引发业内强烈关注,其中,拟运用不超过50亿元增加对子公司的投入。

# 去年工行代销个人保险超千亿元 专属化线上化成为银保合作新趋势

■本报记者 冷翠华

2020年,国有六大银行继续发力代销业务,尤其是基金、保险等代销业务发展较快。同时,股份制商业银行保险代销规模迅速增长,也成为代销银保产品的主力军。从银保合作来看,专属特征越来越明显,即险企与银行合作推出专属于某一银行销售的产品。从银保产品来看,从此前的简单理财替代品逐步向工具型、保障型理财产品转型。

## 银行发力代销业务

年报数据显示,2020年,中国工商银行依然是保险代销“大家”,其代理销售个人保险1152亿元。农业银行去年代理期缴保费258.47亿元,同比增长13.0%。

其他几家大型国有银行并未单独披露代销保险的数据,但从其整体

手续费和佣金增长情况可以看出,其对代销业务重视程度高,正在深入推进银保合作。例如,交通银行理财、基金、保险、信托等财富管理类产品AUM(个人金融资产)增量占比稳步提升,从2018年的41.57%提升至2020年的63.94%。邮储银行在年报中提到,去年其代理期缴新单保费759.41亿元,保障型产品新单保费716.19亿元,同比分别增长29.49%和51.37%。建设银行代理业务手续费收入173.66亿元,同比增长2.79%。中国银行去年实现手续费及佣金净收入755.22亿元,同比增加17.10亿元,增长2.32%,在营业收入中的占比为13.35%。

《证券日报》记者从中国保险行业协会了解到,从全行业来看,去年银保人身险业务原保险保费收入在历经两年调整后,重新回归万亿元平台,全年累计实现原保险保费收入10108亿元,同比增长12.6%,明显高于人身险全行业6.9%的保费增

速。

值得注意的是,2020年,尽管大型商业银行在银保市场仍占据主导地位,但其市场份额有所下降,而股份制商业银行的保险代销业务迅速增长,成为主力军。例如,光大银行去年代理保险收入同比增长23.56%,其中,代理的保险期缴保费同比增长50.07%。浦发银行加强市场渗透,及时调整产品策略,推动基金、保险、信托等代销业务销售不断上台阶,去年,其积极推动期交保险业务转型,实现代销收入13.25亿元。中信银行去年累计代销保障型保险规模同比增长14.84%。

## 银保新趋势:专属化线上化

近年来,我国银保市场规模经历了从高峰到低谷,再到回升的变化。同时,银行与险企合作的产品、银保业务的展业方式等都发生了深刻变化,长期来看,银保业务仍

将在保险业整体市场中占据重要地位。

BestLawyers联合创始人李世同在接受《证券日报》记者采访时表示,目前银保业务的显著特点是专属化和线上化。

这在上市银行的年报中也有相应体现。例如,在专属化方面,工商银行私人银行业务坚持全市场遴选、全产品配置,积极服务理财产品净值化转型大局,通过多元综合配置有效承接客户到期资金,全力做大新规模理财产品,按需定制优质遴选产品,稳步提升专属保险产品,创新开展家族信托综合顾问业务。

记者在采访中了解到,去年,多家险企尤其是非银行系险企为了获得更优质的银行代销资源,纷纷采取“专属”策略,即双方合作开发的产品仅在该银行渠道销售,市场反馈也比较理想。

在产品转型方面,清华大学五道口金融学院中国保险和养老金研究