

业绩改善，偿付稳健，继续看好保险股

——非银金融周报 (9.10-9.14)

强于大市 (维持)

日期: 2018年09月17日

市场概况

上周 (2018.09.10-2018.09.14) 市场整体低迷, 大小盘股走势略有分化。大盘股指数表现较优, 上证综指 (-0.76%)、上证 50 指数 (-0.50%) 和中证 100 指数 (-0.48%) 跌幅较小, 而创业板指 (-4.12%) 和中小板指 (-3.17%) 等小盘股指数则大幅下跌。分行业来看, 28 个申万一级行业中, 共 4 个行业上涨, 分别是家用电器、汽车、采掘和银行, 上涨幅度为 0.42%、0.17%、0.16% 和 0.01%。下跌行业中, 医药生物 (-5.46%)、建筑材料 (-5.02%) 和电子 (-4.89%) 跌幅居前。非银金融方面, 在上周下跌 0.31% 的情况下, 全年至今累计跌幅达到 -21.60%。细分板块来看, 上周多元板块 (0.76%) 表现领先, 保险板块 (0.31%) 和券商板块 (-1.17%) 表现稍逊。年初以来, 券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为 -27.85%、-13.70%、-32.96%。

动态新闻

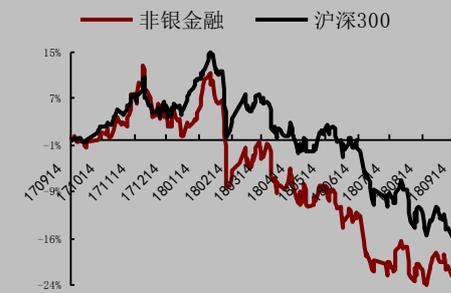
- 1) 上市券商 8 月净利环比下滑逾七成龙头公司抗风险能力突出
- 2) 监管“放”与“堵”：20%红线取消、盯防钻空子
- 3) 前 7 月保险业资金运用余额 156982.35 亿较年初增长 5.21%
- 4) 保险行业二季度平均综合偿付能力充足率达 246%

投资观点

券商层面：市场交易弱势，违约风险不减

上周市场交易量再次走低, 两市股基日均成交额 2,861.68 亿元, 环比下降 3.69%, 市场情绪依旧低迷。值得注意的是, 9 月 12 日沪市单日成交额仅 933.57 亿元, 创下 4 年以来新低 (2016 年熔断除外)。8 月以来, 市场在多重利空因素的冲击下持续缩量, 交易整体清淡。上周债券市场再起波澜, 印纪传媒的短期融资券“17 印纪娱乐 CP001”、亿阳集团的“16 亿阳 06”、中融双创的“16 长城 02”先后出现违约情况, 未能在规定时间内将本息划付至托管机构。整体来看, 债券违约潮在近期并未呈现缓和趋势。9 月以来又新增 6 只违约债券, 而年初至今的违约债券已经达到了 69 只, 规模合计 669 亿元。本轮信用违约主要原因依然是流动性。去杠杆大背景下, 外部融资整体收紧, 民营企业面临融资环境尤其紧张, 非标、发债等渠道的再融资难度加大, 企业在债务滚动层面的压力持续上行, 导致流动性危机产生。信用违约潮对券商的影响主要有两方面。一

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2018年09月14日

相关研究

万联证券研究所 20180911_行业研究报告_AAA_从偿付能力报告看寿险公司价值成长

万联证券研究所 20180910_行业研究报告_AAA_证券行业 7 月数据点评_A 股持续震荡, 业绩随市下滑

万联证券研究所 20180910_行业研究报告_AAA_非银行业周报 (9.3-9.7)_券商业绩随市下滑, 人身险改善有所减速

分析师: 缴文超

执业证书编号: S0270518030001

电话: 010-66060126

邮箱: jiaowc@wlzq.com.cn

研究助理: 喻刚

电话: 010-66060126

邮箱: yugang@wlzq.com.cn

研究助理: 张译从

电话: 010-66060126

邮箱: zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理: 孔文彬

电话: 021-60883489

邮箱: kongwb@wlzq.com.cn

方面是对投资者风险偏好形成压制，导致交易维持地量，券商经纪业务进一步承压。另一方面，券商的债券承销业务也受到一定冲击。今年违约的 69 只债券中有 46 只债券的承销涉及券商，而其中部分券商已经由于尽责问题受到监管层的问责，预计下半年行业债承规模将受到一定影响。当前来看，券商在经纪交易低迷、承销业务规模下滑、自营盘亏损缺口扩大等因素的共同影响下业绩承压严重。但就估值来看，板块股价已跌至合理估值区间以下，下行空间相对有限，具有长期投资价值。未来 MSCI 带来的增量资金或将逐步提振市场，继而带动板块估值及业绩同步回暖。目前业内马太效应持续增强，头部券商在资产负债表方面的风险有限，建议继续关注规模大、牌照全、评级高的头部券商。

保险层面：业务持续改善，偿付能力稳健

根据此前银保监会公布的 1-7 月行业保费数据，行业原保费收入 24670 亿，同比下降 2.4%，降幅继续收窄。人身险方面，健康险驱动人身险保费继续改善，但幅度有所放缓。全行业 7 月单月人身险保费收入 1471 亿，同比增长 8.9%，增加 120 亿，其中健康险贡献增量 100 亿，是人身险保费持续改善的主要来源。而四大上市险企凭借巨大的续期保费优势保持较高的市场份额，国寿、平安、太保、新华 1-7 月市场份额合计 50.9%，环比持平，同比提升 8.6 个百分点。而财险的增速则继续下滑，财产险公司 7 月单月保费收入 891 亿，同比增长 8.8%，单月增速为今年新低，1-7 月累计保费收入 6916 亿，年累计增速从上月的 14.2% 降至 13.5%，已经低于去年全年增速。大公司龙头地位依旧稳固，市场份额维持高位。银保监会于 9 月 13 日召开偿付能力监管委员会第 43 次工作会议。会议指出，当前保险业偿付能力充足稳定。2018 年第 2 季度末，纳入本次会议审议的 176 家保险公司的平均综合偿付能力充足率为 246%，较上季末下降 2 个百分点；平均核心偿付能力充足率为 235%，较上季末下降 2 个百分点。会议强调，防范和化解重大风险依然是保险监管的首要任务。保险整体业绩正在持续边际改善，偿付能力充足率也保持在合理区间较高位运行。我们认为，当前健康险保费继续高增长，预计下半年人身险保费将持续改善，推动剩余边际和内含价值等长期价值指标持续增长，保险业未来利润持续性进一步增强。下半年我们坚持保险行业“业务持续改善、投资表现企稳、价值持续提升”三驾马车投资逻辑，当前估值具有较强吸引力，维持“强于大市”评级。

多元金融层面：监管边际放松，信托加速回归本源

信托方面，银保监会于 8 月 17 日下发“37 号文”，提出要对信托通道业务“区别对待”，过渡期可以发行存量老产品对接，明确公益信托、家族信托不适用资管新规约束，并对家族信托的定义进行了明确，信托财产金额不低于 1000 万的门槛。我们认为，信托公司开展合规的通道业务，有助于缓解业务转型压力，并疏通货币政策传导机制。而家族信托、财产权信托等业务获得一定的监管支持，信托公司将进一步回归信托业务本源，实现各项业务的均衡发展。

近期信托行业监管的边际放松，有望同时改善行业的偿付端与发行端，修复市场悲观情绪。整体来看，当前控杠杆、去通道、净值化的监管大方向不会发生变化，尽管当前信托机构在过渡期及部分细节上获得了一定的放松空间，但长期来看，只有充分落实新规要求、率先完成主动管理转型的机构才能获得竞争优势，看好资本实力较强，业务布局领先的大型信托机构。

风险提示

金融监管力度超预期；二级市场持续下行风险；中美贸易摩擦进一步升级；险企保障型业务销售不及预期

目录

1、市场概况.....	6
2、券商数据.....	7
2.1 经纪业务.....	7
2.2 投行业务.....	7
2.3 资管业务.....	9
2.4 信用业务.....	9
2.5 新三板业务.....	10
3、动态信息.....	10
3.1 行业热点.....	10
3.2 公司动态.....	11
4、板块估值.....	12
5、投资建议.....	13
6、风险提示.....	15

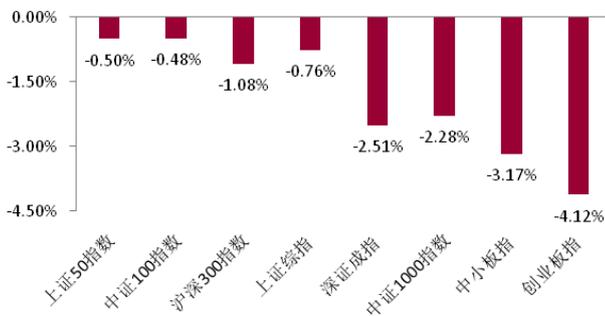
图表目录

图 1: 上周市场指数表现	6
图 2: 上周非银金融板块表现	6
图 3: 上周各板块表现 (申万一级)	6
图 4: 上周券商板块个股表现	7
图 5: 上周保险板块个股表现	7
图 6: 上周多元金融板块个股表现	7
图 7: 股基累计成交额情况 (亿元)	8
图 8: 股基累计日均成交额情况 (亿元)	8
图 9: 投行发行情况 (亿元)	8
图 10: 股票发行情况 (亿元)	9
图 11: 债券发行情况 (亿元)	9
图 12: 上市公司集合理财产品净值和市场份额 (亿元)	9
图 13: 融资融券余额情况 (亿元)	9
图 14: 上市券商挂牌和做市数量情况	10
图 15: 券商板块历史 PB 走势一览	12
表 1: 主要投行业务发行情况 (亿元)	8
表 2: 上市券商市净率 PB 估值情况	12

1、市场概况

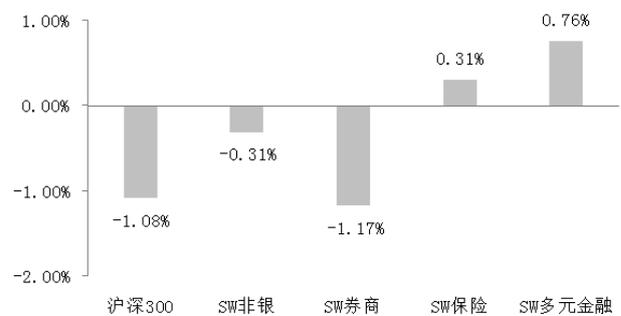
上周市场整体低迷，大小盘股走势略有分化。大盘股指数表现较优，上证综指(-0.76%)、上证50指数(-0.50%)和中证100指数(-0.48%)跌幅较小，而创业板指(-4.12%)和中小板指(-3.17%)等小盘股指数则大幅下跌。分行业来看，28个申万一级行业中，共4个行业上涨，分别是家用电器、汽车、采掘和银行，上涨幅度为0.42%、0.17%、0.16%和0.01%。下跌行业中，医药生物(-5.46%)、建筑材料(-5.02%)和电子(-4.89%)跌幅居前。非银金融方面，在上周下跌-0.31%的情况下，全年至今累计跌幅达到-21.60%。细分板块来看，上周多元板块(0.76%)表现领先，保险板块(0.31%)和券商板块(-1.17%)表现稍逊。年初以来，券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为-27.85%、-13.70%、-32.96%。

图 1：上周市场指数表现



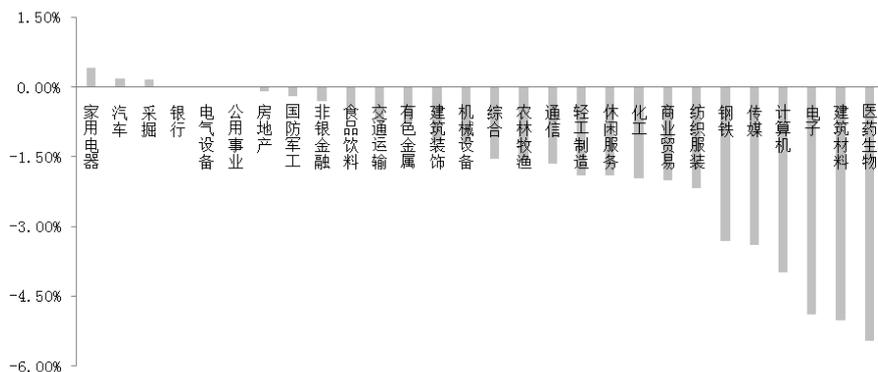
资料来源：wind，万联证券研究所

图 2：上周非银金融及板块表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图 3：上周各板块表现（申万一级）

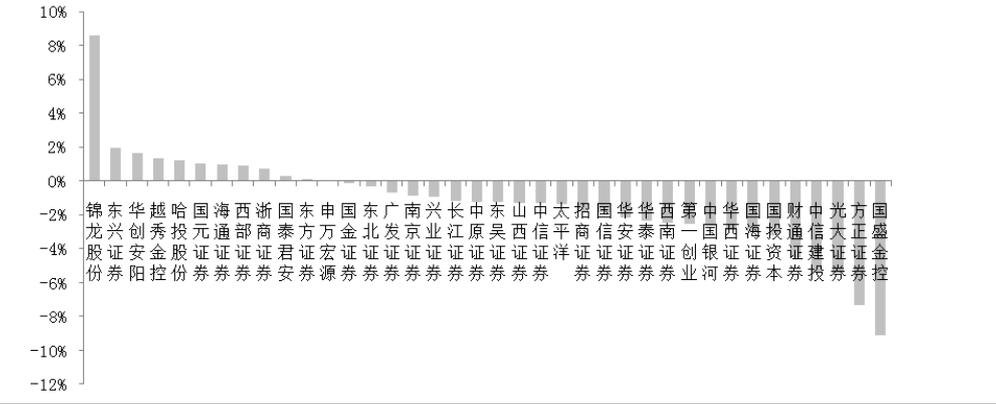


资料来源：wind，万联证券研究所

个股方面，券商板块共有11只个股上涨，其中，锦龙股份、东兴证券和华创安阳表现良好，分别上涨8.57%、1.98%和1.65%；国盛金控(-9.14%)、方正证券(-7.34%)和光大证券(-5.44%)则跌幅较大；保险股方面，四大上市险企中，中国太保(0.83%)有所上涨，新华保险、中国平安和中国人寿分别下跌0.71%、1.77%和2.27%；多元金融方面，个股走势有所分化，宝德股份、中

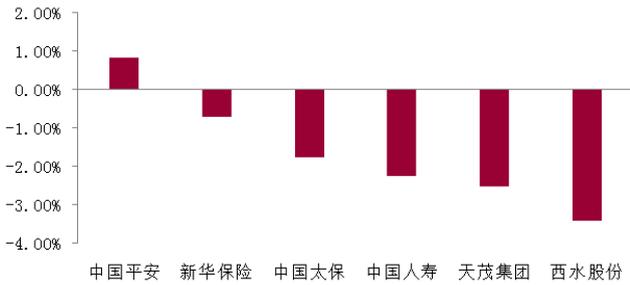
航资本、爱建集团涨幅居前，分别上涨42.88%、4.93%和2.33%。而民生控股(-4.15%)、安信信托(-3.73%)、渤海金控(-1.63%)有所下跌。其他相关个股中，东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的涨跌幅分别为-15.55%、-0.42%、0.50%和2.88%。

图 4：上周券商板块个股表现



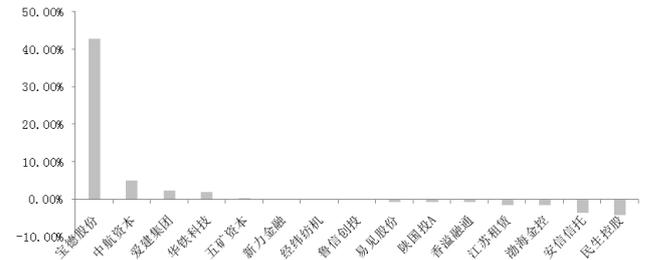
资料来源：wind，万联证券研究所

图 5：上周保险板块个股表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图 6：上周多元金融板块个股表现



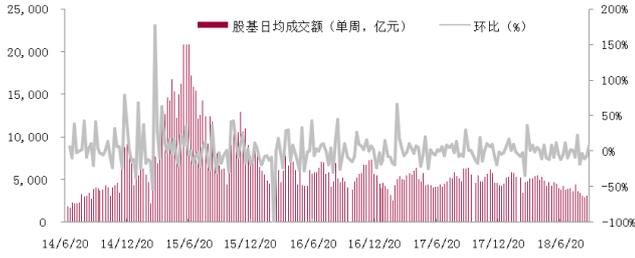
资料来源：wind，万联证券研究所

2、券商数据

2.1 经纪业务

上周股基日均成交2,861.68亿元，环比下降-3.69%。截至上周末，2018年两市股基累计成交额762,450.33亿元，年初至今股基日均成交额4,381.90亿元，同比下降-13.22%。

图 7: 股基日均成交额情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图 8: 股基累计日均成交额情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务

截至上周末, IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表:

表 1: 主要投行业务发行情况 (亿元)

年份	股票发行				债券发行 (核心债券)			
	IPO	增发	配股	合计	企业债	公司债	可转债	合计
2010	4,883	2,550	1,438	8,871	2,827	512	717	4,056
2011	2,825	1,797	422	5,044	2,485	1,291	413	4,190
2012	1,034	1,972	121	3,128	6,499	2,623	164	9,286
2013	188	2,734	484	3,405	5,007	2,263	520	7,789
2014	669	4,050	138	4,856	11,629	3,028	841	15,498
2015	1,767	6,709	42	8,519	3322	7421	98	10,694
2016	1,496	12,536	299	14,331	6,505	28,292	195	34,993
2017	2,301	12,705	163	15,169	3,736	10,985	947	15,668
2018	999	5,643	126	6,777	1,262	9,497	508	11,267

资料来源: wind, 万联证券研究所

图 9: 投行发行情况 (亿元)



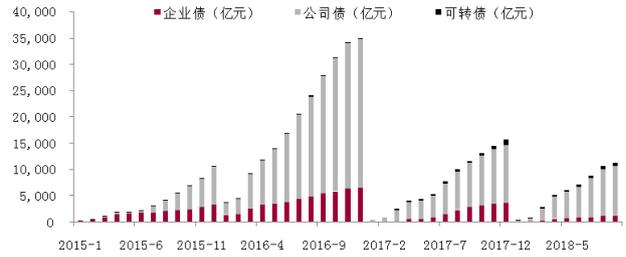
资料来源: wind, 万联证券研究所

图 10: 股票发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图 11: 债券发行情况 (亿元)

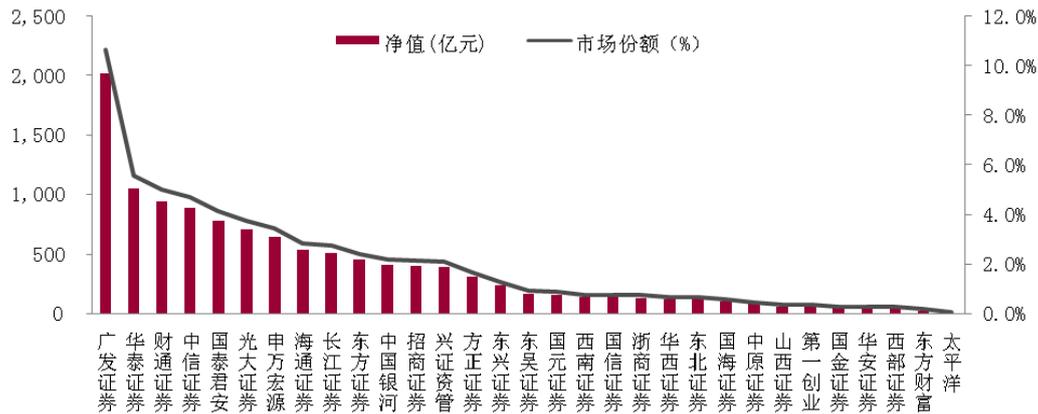


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.3 资管业务

截至上周末, 券商集合资产管理规模净值 19,049.23 亿元。上市券商层面, 资产管理规模净值以广发证券 (2,023.42)、华泰证券 (1,055.29) 和财通证券 (948.91) 表现领先。

图 12: 上市公司集合理财产品净值和市场份额 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

2.4 信用业务

截至上周末, 融资融券余额 8492.16 亿元, 其中融资余额 8419.97, 融券余额 72.19 亿元。

图 13: 融资融券余额情况 (亿元)

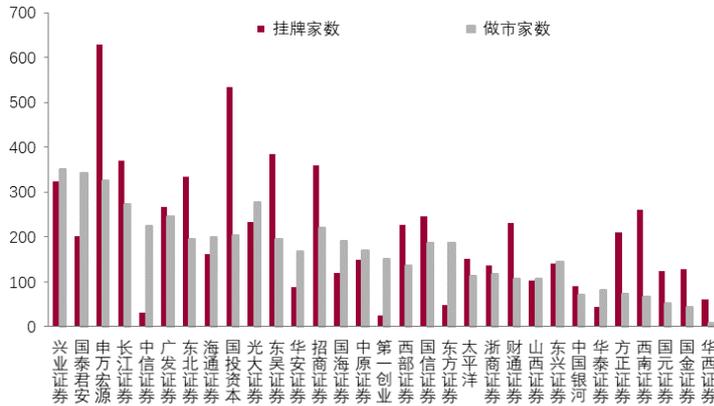


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.5 新三板业务

截至上周末，新三板挂牌企业数量11032家，其中2018年新挂牌462家。券商中以申万宏源证券（629家）、安信证券（535家）、中泰证券（463家）挂牌企业数量排名靠前，以中泰证券（355家）、兴业证券（351家）、国泰君安（342家）做市企业数量排名靠前。

图 14：上市券商挂牌和做市数量情况



资料来源：wind, 万联证券研究所

3、动态信息

3.1 行业热点

【券商】上市券商8月净利环比下滑逾七成龙头公司抗风险能力突出

截至9月7日，32家上市券商8月财务数据简报已披露完毕。合并口径计算，上市券商8月营收共计93.3亿元，环比下降48.6%；净利润共计18.1亿元，环比下滑73.8%。其中，除南京证券、东方证券外，其余30家上市券商8月净利润均出现不同程度的环比下滑，亏损券商家数增至9家。8月券商业绩下滑主要归因于交易量萎缩和股债双杀。在市场低迷的环境下，经纪、自营、投行、信用等业务条线全面承压。

业绩普遍下滑之际，龙头券商的抗风险能力愈加突出。8月营业收入排名前三的券商为中信证券、国泰君安和申万宏源。中信证券以11.2亿元的营收排名第一，也是8月唯一一家单月营收超过10亿元的券商。与之形成对比的是，太平洋证券单月营收为-9463万元。分析师认为，8月日均成交与融资交易下滑、股债收跌、一级市场发行规模处于低位，多因素共振导致券商业绩大幅下滑。但龙头券商的机构客户占比高、自营转型做市与交易、投行优质项目集中，保障了业绩的相对稳定性。未来，券商资管向主动管理转型仍是大势所趋，主动管理能力突出的券商可提取巨额业绩报酬，为母公司带来业绩增量。

（资料来源：《顶尖财经网》9月10日发布）

【券商】监管“放”与“堵”：20%红线取消、盯防钻空子

继9月7日后，监管层再度对并购重组相关制度作出相应调整，体现出对并购重组依然支持的态度。9月10日证监会对《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条中的“经营性资产”进行问答。具体来说，面对用股权支付方式收购少数股权的交易类型，证监会要求应该满足两项条件：一是买卖双方属

于同产业链，二是交易后净利润不能来自报表以外的投资收益。

业内人士表示，此次放开了对非金融企业收购少数股权触及20%的红线，是对产业并购的鼓励；同时强调交易完成后净利润的来源，是盯防利用并购来美化财务报表的行为。

（资料来源：《21世纪报》9月12日发布）

【保险】前7月保险业资金运用余额156982.35亿较年初增长5.21%

中国银保监会发布前7月保费数据。据统计，前7月保险业资金运用余额156982.35亿元，较年初增长5.21%。

其中，银行存款20541.61亿元，占比13.09%；债券55603.16亿元，占比35.42%；股票和证券投资基金19880.04亿元，占比12.66%；其他投资60957.54亿元，占比38.83%。

另外，总资产176546.18亿元，较年初增长5.41%。其中，产险公司总资产24140.96亿元，较年初下降3.29%；寿险公司总资产138386.33亿元，较年初增长4.72%；再保险公司总资产3533.77亿元，较年初增长12.19%；资产管理公司总资产500.29亿元，较年初增长1.80%。前7月保险业净资产20310.60亿元，较年初增长7.78%

（资料来源：中国网9月10日报道）

【保险】保险行业二季度平均综合偿付能力充足率达246%

银保监会召开偿付能力监管委员会第43次工作会议，审议第2季度保险公司风险综合评级结果和对部分公司的监管措施，对下一阶段偿付能力监管工作和风险防控工作做出了安排部署。

数据显示，2018年第2季度末，纳入本次会议审议的176家保险公司的平均综合偿付能力充足率为246%，较上季末下降2个百分点；平均核心偿付能力充足率为235%，较上季末下降2个百分点。其中，财产险公司、人身险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为272%、240%和299%。经审议，119家保险公司在风险综合评级中被评为A类公司，52家被评为B类公司，2家被评为C类公司，2家被评为D类公司。

会议强调，防范和化解重大风险依然是保险监管的首要任务。保险行业自身正在发生积极变化，偿付能力充足率保持在合理区间较高位运行，战略风险和声誉风险均呈现向好趋势。当前外部环境正发生较大变化，各种外部冲击对保险业构成严峻挑战。

（资料来源：经济观察网9月13日报道）

3.2 公司动态

【华泰证券】2018年9月14日，华泰证券股份有限公司发布关于公司《章程》变更及完成注册资本工商变更登记的公告。经中国证监会《关于核准华泰证券股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2018]315号）核准，公司已完成非公开发行A股股票工作，共计发行A股股票1,088,731,200股。鉴于公司注册资本、普通股数量、内资股数量具体内容已经确定，故相应修订公司《章程》有关内容。公司于近日完成了修订后的公司《章程》在江苏省工商行政管理局备案工作。

【方正证券】2018年9月12日，公司发布关于董事长及法定代表人变更的公告。2018年第一次临时股东大会同意选举施华先生担任公司第三届董事会董事，第三届董事会第十三次会议同意选举施华先生为董事会战略发展委员会和风险控制委员会委员，第三届董事会第十五次会议同意选举施华先生为公司董事长，施华先生将在取得相应任职资格后履行职责。其中，施华先生任职公司董事长还需《公司章程》第一百七十六条的变更获得监管机构的核准。

【新华保险】2018年9月12日，公司发布保费收入公告，2018年1月1日至2018年8月31日期间累计原保险保费收入为人民币841.41亿元。

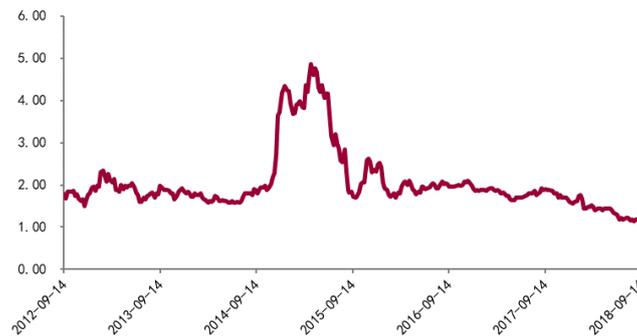
【中国人寿】2018年9月13日，公司发布保费收入公告，2018年1月1日至2018年8月31日期间累计原保险保费收入约为人民币4,190亿元。

【中国平安】2018年9月15日，公司发布保费收入公告，2018年1月1日至2018年8月31日期间累计原保险保费收入约为人民币5,062.2亿元。

4、板块估值

截至当前，券商板块平均估值PB为1.15X，处于历史底部，行业Top5券商PB仅为1.14X，未来成长的空间巨大，配置价值较高。

图 15: 券商板块历史 PB 走势一览



资料来源: wind, 万联证券研究所

表2: 上市券商市净率PB估值情况

公司代码	公司名称	PB
002797.SZ	第一创业	2.02
000712.SZ	锦龙股份	2.18
601878.SH	浙商证券	1.67
601108.SH	财通证券	1.71
601198.SH	东兴证券	1.48
601375.SH	中原证券	1.57
600909.SH	华安证券	1.49
002500.SZ	山西证券	1.41
002670.SZ	国盛金控	1.49
002926.SZ	华西证券	1.31
000166.SZ	申万宏源	1.49

公司代码	公司名称	PB
002736.SZ	国信证券	1.29
000987.SZ	越秀金控	1.20
601099.SH	太平洋	1.30
002673.SZ	西部证券	1.55
600030.SH	中信证券	1.27
600958.SH	东方证券	1.24
601881.SH	中国银河	1.12
601688.SH	华泰证券	1.15
601901.SH	方正证券	1.20
000776.SZ	广发证券	1.25
600109.SH	国金证券	1.07
600999.SH	招商证券	1.10
600061.SH	国投资本	0.95
000750.SZ	国海证券	1.01
000783.SZ	长江证券	1.03
600369.SH	西南证券	1.07
601377.SH	兴业证券	0.92
601211.SH	国泰君安	1.15
601788.SH	光大证券	0.89
000728.SZ	国元证券	0.93
601555.SH	东吴证券	0.93
000686.SZ	东北证券	0.93
600837.SH	海通证券	0.86
600155.SH	华创安阳	0.79
600864.SH	哈投股份	0.67
601990.SH	南京证券	2.31
601066.SH	中信建投	1.26

资料来源：wind，万联证券研究所

5、投资建议

券商层面：市场交易弱势，违约风险不减

上周市场交易量再次走低，两市股基日均成交额2,861.68亿元，环比下降3.69%，市场情绪依旧低迷。值得注意的是，9月12日沪市单日成交额仅933.57亿元，创下4年以来新低（2016年熔断除外）。8月以来，市场在多重利空因素的冲击下持续缩量，交易整体清淡。

上周债券市场再起波澜，9月10日印纪传媒的短期融资券“17印纪娱乐CP001”未能按时足额将兑付资金划至托管机构；同日，亿阳集团的“16亿阳06”也未能按时支付回售资金、债券利息及相关手续费；9月11日，中融双创的“16长城02”也构成实质性违约，未将本期利息4188万元划至托管机构。这是中融双创在今年的第二次违约，此前公司的“16长城01”已在6月14日违约。整体来看，债券违约潮在近期并未呈现缓和趋势。9月以来又新增6只违约债券，而年初至今的违约债券已经达到了69只，规模合计669亿元。本轮信用

违约主要原因依然是流动性。去杠杆大背景下，外部融资整体收紧，民营企业面临融资环境尤其紧张，非标、发债等渠道的再融资难度加大，企业在债务滚动层面的压力持续上行，导致流动性危机产生。信用违约潮对券商的影响主要有两方面。一方面是对投资者风险偏好形成压制，导致交易维持地量，券商经纪业务进一步承压。另一方面，券商的债券承销业务也受到一定冲击。今年违约的69只债券中有46只债券的承销涉及券商，而其中部分券商已经由于尽责问题受到监管层的问责，预计下半年行业债承规模将受到一定影响。当前来看，券商在经纪交易低迷、承销业务规模下滑、自营盘亏损缺口扩大等因素的共同影响下业绩承压严重。但就估值来看，板块股价已跌至合理估值区间以下，下行空间相对有限，具有长期投资价值。未来MSCI带来的增量资金或将逐步提振市场，继而带动板块估值及业绩同步回暖。目前业内马太效应持续增强，头部券商在资产负债表方面的风险有限，建议继续关注规模大、牌照全、评级高的头部券商。

保险层面：业务持续改善，偿付能力稳健

根据此前银保监会公布的1-7月行业保费数据，行业原保费收入24670亿，同比下降2.4%，降幅继续收窄。人身险方面，健康险驱动人身险保费继续改善，但幅度有所放缓。全行业7月单月人身险保费收入1471亿，同比增长8.9%，增加120亿，其中健康险贡献增量100亿，是人身险保费持续改善的主要来源。而四大上市险企凭借巨大的续期保费优势保持较高的市场份额，国寿、平安、太保、新华1-7月市场份额合计50.9%，环比持平，同比提升8.6个百分点。而财险的增速则继续下滑，财产险公司7月单月保费收入891亿，同比增长8.8%，单月增速为今年新低，1-7月累计保费收入6916亿，年累计增速从上月的14.2%降至13.5%，已经低于去年全年增速。大公司龙头地位依旧稳固，市场份额维持高位。

银保监会于9月13日召开偿付能力监管委员会第43次工作会议。会议指出，当前保险业偿付能力充足稳定。2018年第2季度末，纳入本次会议审议的176家保险公司的平均综合偿付能力充足率为246%，较上季末下降2个百分点；平均核心偿付能力充足率为235%，较上季末下降2个百分点。会议强调，防范和化解重大风险依然是保险监管的首要任务。保险整体业绩正在持续边际改善，偿付能力充足率也保持在合理区间较高位运行。

我们认为，当前健康险保费继续高增长，预计下半年人身险保费将持续改善，推动剩余边际和内含价值等长期价值指标持续增长，保险业未来利润持续性进一步增强。下半年我们坚持保险行业“业务持续改善、投资表现企稳、价值持续提升”三驾马车投资逻辑，当前估值具有较强吸引力，维持“强于大市”评级。

多元金融层面：监管边际放松，信托加速回归本源

信托方面，银保监会于8月17日下发“37号文”，提出要对信托通道业务“区别对待”，过渡期可以发行存量老产品对接，明确公益信托、家族信托不适用资管新规约束，并对家族信托的定义进行了明确，信托财产金额不低于1000万的门槛。我们认为，信托公司开展合规的通道业务，有助于缓解业务转型压力，并疏通货币政策传导机制。而家族信托、财产权信托等业务获得一定的监管支持，信托公司将进一步回归信托业务本源，实现各项业务的均衡发展。

近期信托行业监管的边际放松，有望同时改善行业的偿付端与发行端，修复市场悲观情绪。整体来看，当前控杠杆、去通道、净值化的监管大方向不会发生变化，尽管当前信托机构在过渡期及部分细节上获得了一定的放松空间，但长期来看，只有充分落实新规要求、率先完成主动管理转型的机构才能获得竞争优势，看好资本实力较强，业务布局领先的大型信托机构。

6、风险提示

金融监管力度超预期；二级市场持续下行风险；中美贸易摩擦进一步升级；险企保障型业务销售不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wljq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484