

## 交易回暖，关注板块估值修复

——非银金融行业周观点(9.17-9.21)

## 强于大市（维持）

日期：2018年09月24日

### 市场概况：

上周(9.17-9.21)市场在大盘股的引领下开启反弹走势，消费、地产及金融板块表现优异。沪深300指数、上证指数、深证成指分别上涨5.19%、4.32%和3.64%。详细来看，大盘股指如上证50指数(6.11%)和中证100指数(5.85%)涨幅居前，而中证1000指数(2.11%)、中小板指(3.90%)和创业板指(3.26%)等小盘股指数则涨幅较小。分行业来看，28个申万一级行业均有所上涨，其中食品饮料、休闲服务和房地产涨幅靠前，分别上涨8.25%、6.67%和5.82%。国防军工(0.39%)、农林牧渔(1.31%)和综合(1.42%)则涨幅较小。非银金融方面，在上周上涨5.42%的情况下，全年至今累计跌幅达到-17.35%。细分板块来看，上周保险板块(6.58%)表现领先，券商板块(4.48%)和多元板块(2.41%)表现稍逊。年初以来，券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为-24.62%、-8.03%、-31.35%。

### 动态新闻：

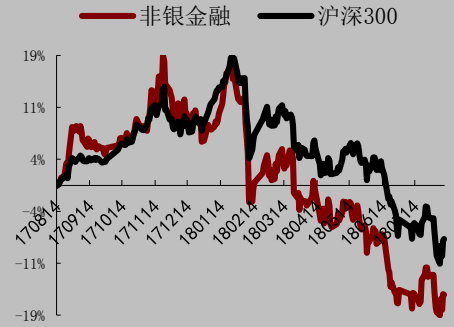
- 1) 监管趋严 多券商被罚
- 2) 券商再迎高管变动潮 中小券商“稳字当头”
- 3) 保险业二季平均综合偿付能力达246% 较上季末下降2%
- 4) 银保监会：保险资金境外投资基本稳定

### 行业观点：

#### 券商层面：交易回暖，关注左侧布局机会

上周市场情绪有所回暖，日均股基成交额3,108.43亿元，环比回升8.62%，显示较强的回升势头。市场整体回暖之下，券商板块亦有所反弹。上周中国结算下发《关于进一步规范证券账户销户业务的通知》，非现场销户业务将于明年3月1日起正式实施。政策落地后，客户迁移成本将进一步降低，券商经纪业务竞争将有所升级。在同质化竞争严重，且行业佣金率下行空间有限的情况下，券商主要的竞争将集中在增值服务质量上，未来券商经纪业务将被进一步倒逼转型。与此同时，中登公司发布《特殊机构及产品证券账户业务指南》，允许银行理财直接开立股票账户，券商客户结构将有一定程度的调整，机构客户占比高、拥有渠道优势的头部券商将有所受益。从估值角度来看，股价已跌至合理估值区间以下，存在左侧布局机会。当前市场对于券商股业绩的悲观预期已经基本反映在估值中，交易量和大盘指数的边际改善均会成为券商股反弹的催化剂。

### 非银行业相对沪深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21日

### 相关研究

万联证券研究所 20180809\_行业研究报告\_AAA\_券商7月数据点评\_环比业绩回升，龙头延续优势

万联证券研究所 20180807\_行业研究报告\_AAA\_基金周报第十二期\_内外扰动强烈，股混基金低迷

### 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

整体而言，券商股下行空间有限，配置价值较高。目前业内马太效应持续增强，资源不断向头部券商集中，依然建议关注规模大、牌照全、评级高的头部券商。

### 保险层面：8月寿险保费延续改善，关注险企估值修复

近期，四大上市险企陆续公布1-8月保费数据。从寿险方面来看，平安寿险个险8月单月新单保费97亿，同比增长12.6%，虽较上月15.2%有所下降，但仍保持两位数较快增速，推动个险新单年累计降幅进一步收窄至3.4%，全年有望实现正增长。从财险方面来看，平安财险8月实现保费203亿，同比增长14.7%，增速有企稳迹象，其中车险8月保费150亿，同比增长8.4%，较上月继续改善，年累计增速由上月的5.9%提升至6.2%，非车险8月保持高速增长，实现保费收入53亿，同比增长37.4%，年累计增速44%。总体来看，8月寿险保费总体呈改善趋势，平安个险新单已经连续三个月保持两位数增长，太保寿险和新华保费增速也有所提升，主要寿险公司下半年新业务价值将继续向上改善，平安全年增速有望提升至5%-10%左右，新华则力争全年正增长，而剩余边际和内含价值等长期价值指标将保持持续增长，使得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，长期来看我们看好上市险企价值成长，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：信托业持续推进转型

信托方面，中国信托业协会在上周正式发布《信托公司受托责任尽职指引》。《指引》对信托公司的尽职调查、投资者适当性等问题均作出了规定，旨在明确信托公司开展信托业务的受托责任、尽职要求，达到约束受托人和委托人“卖者尽责、买者自负”的目的。此次发布的《指引》与资管新规一脉相承，一方面强化了受托责任，另一方面也将有助于打破行业刚兑预期，促进行业的长期健康发展。自今年资管新规正式落地以来，信托业逐步落实主动管理和证券投资转型，结构化业务明显减少。当前来看，受益于资管新规细则边际放松以及央行窗口指导等影响，信托融资难的问题在短期内有所缓解，但长期来看，控杠杆、去通道、净值化的监管大方向不会发生变化，行业管理规模仍将维持下行通道。看好主动管理转型领先、资本实力较强的大型信托机构。

### 风险提示：

金融监管力度超预期；业绩波动风险；中美贸易摩擦进一步升级。

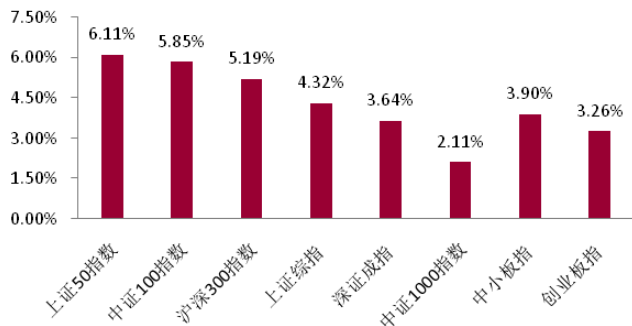
## 目录

1、市场概况.....	4
2、券商数据.....	5
2.1 经纪业务.....	5
2.2 投行业务.....	6
2.3 资管业务.....	7
2.4 信用业务.....	8
2.5 新三板业务.....	8
3、动态信息.....	8
3.1 行业热点.....	8
3.2 公司动态.....	10
4、板块估值.....	10
5、投资建议.....	12
6、风险提示.....	13
图表 1：上周市场指数表现.....	4
图表 2：上周非银金融及板块表现.....	4
图表 3：上周各行业表现（申万一级）.....	4
图表 4：上周券商板块个股表现.....	5
图表 5：上周保险板块个股表现.....	5
图表 6：上周多元金融板块个股表现.....	5
图表 7：股基日均成交额情况（亿元）.....	6
图表 8：股基累计日均成交额情况（亿元）.....	6
图表 9：主要投行业务发行情况（亿元）.....	6
图表 10：投行发行情况（亿元）.....	7
图表 11：股票发行情况（亿元）.....	7
图表 12：债券发行情况（亿元）.....	7
图表 13：上市公司集合理财产品净值和市场份额（亿元）.....	7
图表 14：融资融券余额情况（亿元）.....	8
图表 15：上市券商挂牌和做市数量情况.....	8
图表 16：券商板块历史 PB 走势一览.....	10
图表 17：上市券商市净率 PB 估值情况（倍）.....	11

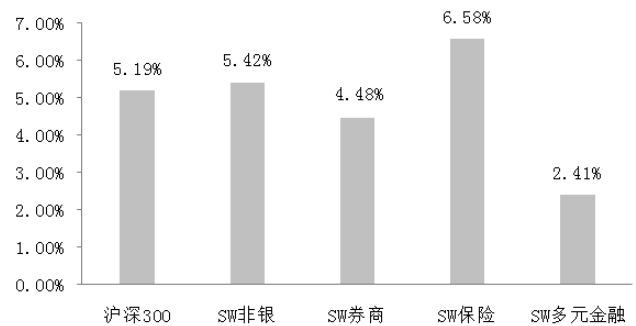
## 1、市场概况

上周市场在大盘股的引领下开启反弹走势，消费、地产及金融板块表现优异。沪深300指数、上证指数、深证成指分别上涨5.19%、4.32%和3.64%。详细来看，大盘股指如上证50指数(6.11%)和中证100指数(5.85%)涨幅居前，而中证1000指数(2.11%)、中小板指(3.90%)和创业板指(3.26%)等小盘股指数则涨幅较小。分行业来看，28个申万一级行业均有所上涨，其中食品饮料、休闲服务和房地产涨幅靠前，分别上涨8.25%、6.67%和5.82%。国防军工(0.39%)、农林牧渔(1.31%)和综合(1.42%)则涨幅较小。非银金融行业上周上涨5.42%，处于涨幅第五的位置。细分板块来看，上周保险板块(6.58%)表现领先，券商板块(4.48%)和多元板块(2.41%)也有不错表现。年初以来，券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为-24.62%、-8.03%、-31.35%。

图表1：上周市场指数表现



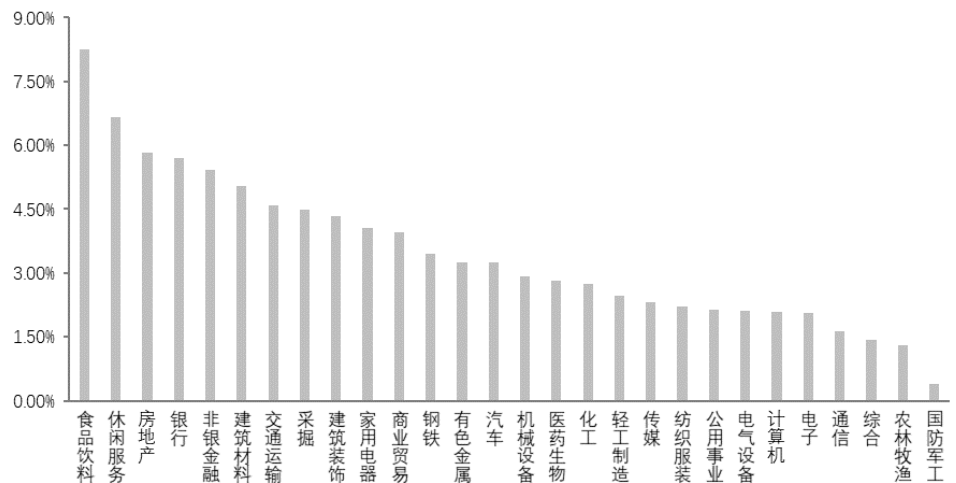
图表2：上周非银金融及板块表现



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表3：上周各行业表现（申万一级）

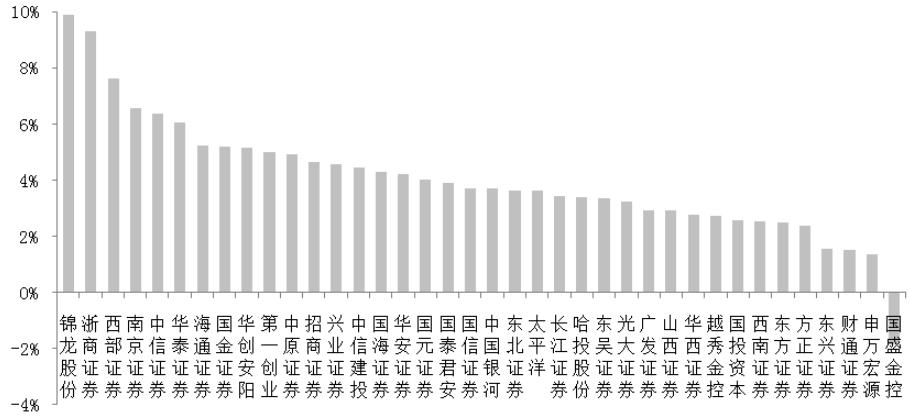


资料来源：wind，万联证券研究所

个股方面，券商板块共有37只个股上涨，其中，锦龙股份、浙商证券和西部证券表现良好，分别上涨9.89%、9.32%和7.63%；申万宏源(1.34%)和财通证券(1.51%)涨幅较小，而券商概念股国盛金控则有-1.84%的跌幅；保险股则全线飘红，四大上市险企中，新华保险(8.04%)涨幅领先，中国太保、中国平安和中国人寿的涨幅分别为6.75%、6.62%

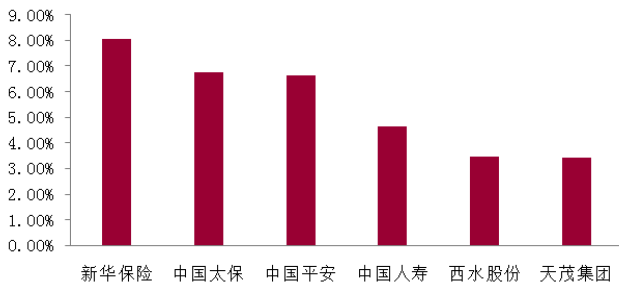
和3.47%；多元金融同样整体造好，宝德股份一直独秀，涨幅高达21.01%，渤海金控、陕国投A也分别上涨5.54%和3.62%。而鲁信创投(-0.30%)则略有下跌。其他相关个股中，东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的涨幅分别为7.57%、0.21%、1.33%和6.13%。

图表4：上周券商板块个股表现



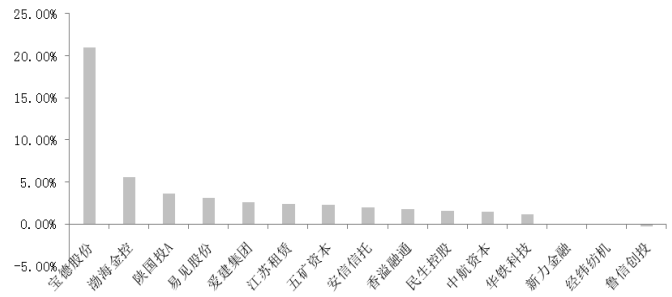
资料来源：wind, 万联证券研究所

图表5：上周保险板块个股表现



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表6：上周多元金融板块个股表现



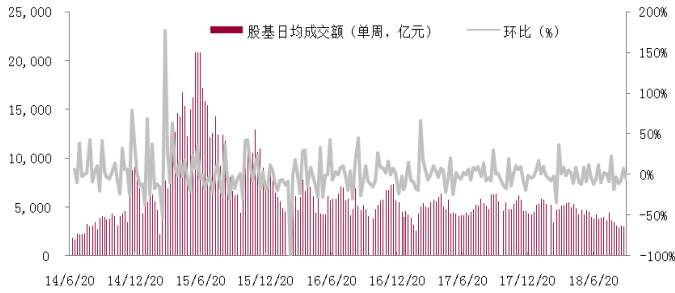
资料来源：wind, 万联证券研究所

## 2、券商数据

### 2.1 经纪业务

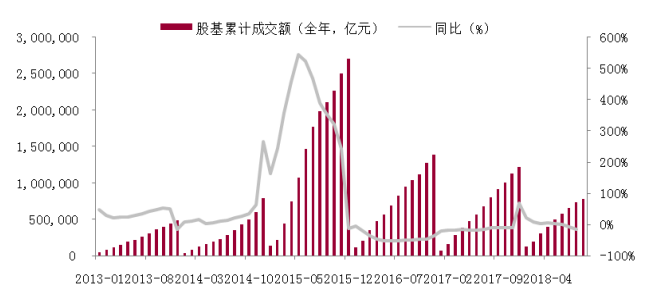
上周股基日均成交3,108.43亿元，环比上升8.62%。截至上周末，2018年两市股基累计成交额777,992.49亿元，年初至今股基日均成交额4,346.33亿元，同比下降13.93%。

图表7：股基日均成交额情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表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

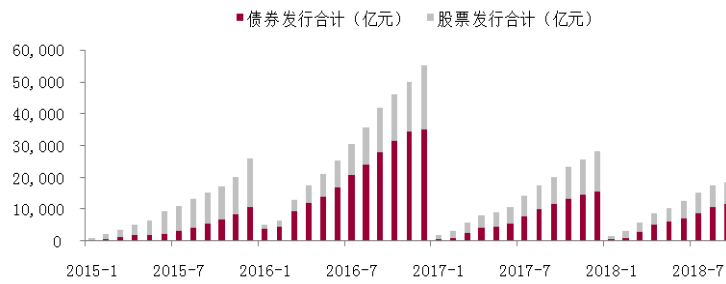
截至上周末，IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表：

图表9：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	3,322	7,421	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	1,080	5,652	126	6,858	1,311	9,903	509	11,723

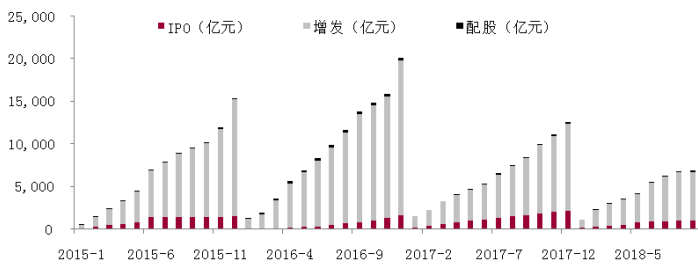
资料来源：wind，万联证券研究所

图表10: 投行发行情况 (亿元)



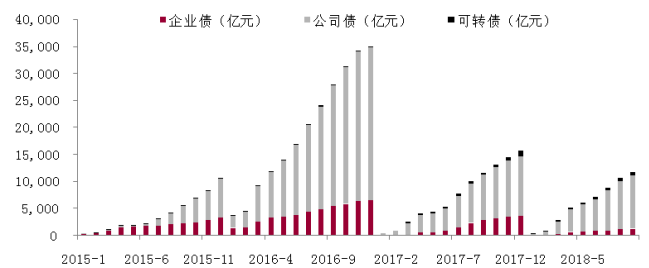
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 股票发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 债券发行情况 (亿元)

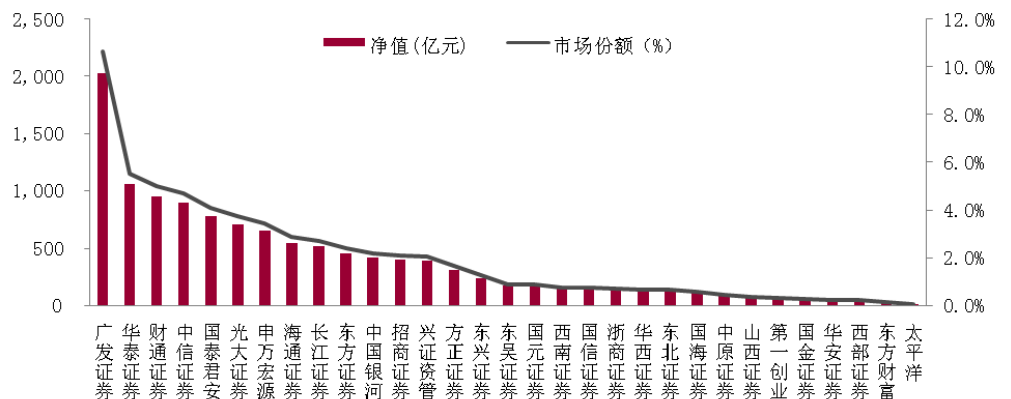


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 2.3 资管业务

截至上周末, 券商集合资产管理规模净值19,025.98亿元。上市券商层面, 资产管理规模净值以广发证券(2,028.42)、华泰证券(1,055.29)和财通证券(955.16)表现领先。

图表13: 上市公司集合理财产品净值和市场份额 (亿元)

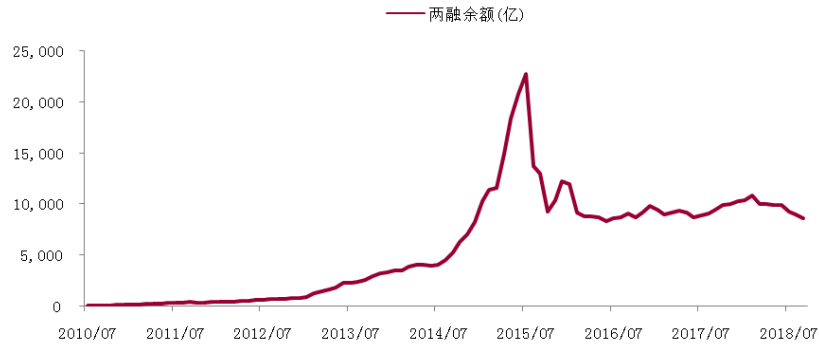


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.4 信用业务

截至上周末，融资融券余额8382.72亿元，其中融资余额8305.77，融券余额76.95亿元。

图表14：融资融券余额情况（亿元）

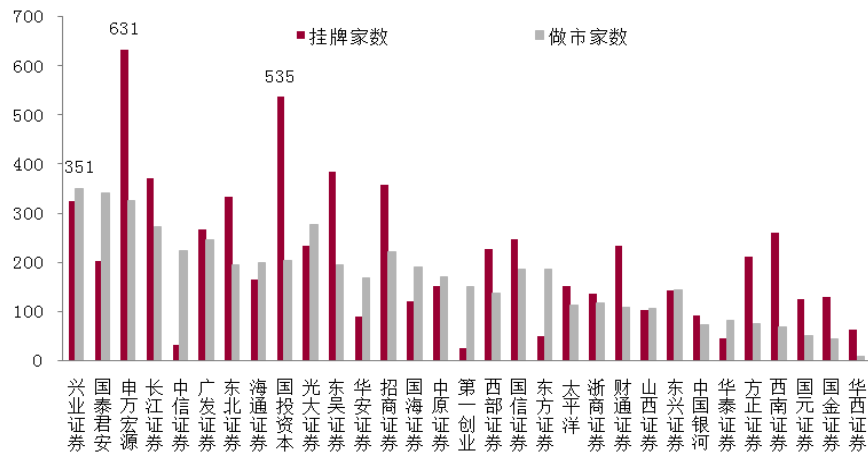


资料来源：wind，万联证券研究所

## 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405家。上市券商中以申万宏源证券（631家）、安信证券（国投资本，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（323家）、国泰君安（201家）做市企业数量排名靠前。

图表15：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】监管趋严 多券商被罚

近期，湖南证监局、贵州证监局、青岛证监局、浙江证监局、江苏证监局分别对相关金融机构发出监管措施，涉及主体包括东莞证券、东方财富证券、国都证券、西部证券、中大期货有限公司、深圳君银证券投资咨询顾问有限公司长沙分公司。

记者统计发现,各地证监局出具的监管措施监管事项明显细化,不仅涉及新三板挂牌、债券发行、财务顾问等相对较大的监管层面,而且对于从业人员违规情况同样监管到位。

比如,根据公告,在关注到询证函回函中“是否被质押、用于担保或存在其他使用限制”一栏为空白的情况下,国都证券未实施进一步独立核查程序,也未对异常情况作进一步确认,导致未能发现盛天传媒1.15亿元大额存单质押未披露的事实。因此,浙江证监局按照相关规定,对国都证券采取出具警示函的监督管理措施,并记入证券期货市场诚信档案。

(资料来源:《大众证券报》9月20日发布)

### 【券商】券商再迎高管变动潮 中小券商“稳字当头”

据中国证券报记者统计,今年以来已经有十多家券商高管发生变更。在弱市环境下,券商的求新求变也加速了高管的更迭。业内人士认为,在当前头部券商的优势越来越明显的背景下,中小券商还是应“稳字当头”,平稳过渡、稳健发展。

9月15日,方正证券公告称,公司已完成法定代表人的工商变更登记手续,公司法人已变更为董事长施华。此前,方正证券曾公告称,施华自9月10日起担任公司董事长,高利不再担任公司董事长职务。除方正证券外,据中国证券报记者不完全统计,今年以来还有国海证券、海通证券(06837)、平安证券、中信建投、华融证券、浙商证券、西部证券、江海证券、中银国际、广州证券、银河证券、招商证券(06099)、第一创业、东方财富证券、财通证券和中泰证券等发生了高层人事变动。

业内人士认为,当前市场低迷,金融机构在业务层面难免受到影响,而券商首当其冲。经济结构调整以及监管趋严,对券商的稳定发展和持续经营带来较大压力。面对激烈的行业竞争,券商被迫进行业务结构的调整,求新求变,寻找新的利润增长点,同时也加速了高管的变动频率。

(资料来源:《中证报》9月19日发布)

### 【保险】保险业二季平均综合偿付能力达246% 较上季末下降2%

中国银保监会日前召开的偿付能力监管委员会第43次工作会议指出,截至今年第二季度末,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%。银保监会指出,当前保险业偿付能力充足稳定。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。

(资料来源:中证网9月18日报道)

### 【保险】银保监会:保险资金境外投资基本稳定

中证网讯(记者 程竹)银保监会新闻发言人贾彪21日在银保监会召开的“进一步提升银行业和保险业服务实体经济质效”发布会上表示,从目前情况,保险资金境外投资基本稳定,截至7月末,保险资金境外余额达5100亿人民币。

贾彪介绍,2017年以来,商务部、人民银行、发改委、银保监会确定境外投资基本原则,原则包括,政府引导、企业主导、市场化,在这一背景下,银保监会一方面支持符合国家战略和产业政策的企业走出去,开展境外投资活动。同时,我们也对少数保险机构开展境外投资的盲目激进投资进行严厉查处。从目前情况,保险资金境外投资基本稳定,截至7月末,保险资金境外余额达5100亿人民币。具体投资品种上,传统投资和另类投资保持平分秋色的状态。未来境外投资,长期来看,是保险投资多元化

重要的配置方向。在严格加强监管，防控风险的同时，支持鼓励保险机构投向符合国家战略和产业政策方向，特别是“一带一路”建设有关的投资活动。

(资料来源：中证网9月21日报道)

### 3.2 公司动态

【东方证券】2018年9月18日，东方证券股份有限公司发布关于境外全资子公司为其全资子公司。本次东方香港为其下属全资子公司Orient ZhiSheng Limited发行到期日为2019年8月14日的欧元债券本息提供担保，担保金额为6,331.93万欧元（按2018年8月末人民币兑欧元汇率7.9646折算，该项担保金额折人民币5.04亿元），该笔担保发生后，公司及控股子公司对外担保总额为人民币79.35亿元，占公司截至2017年12月31日经审计净资产的比例为14.98%。公司及控股子公司不存在逾期担保的情况。

【申万宏源】2018年9月19日，公司发布关于所属子公司申万宏源证券有限公司2018年证券公司次级债券（第三期）发行结果的公告。申万宏源集团股份有限公司所属全资子公司申万宏源证券有限公司根据深圳证券交易所出具的《关于申万宏源证券有限公司2017年证券公司次级债券符合深交所转让条件的无异议函》（深证函【2017】561号），获准向合格投资者非公开发行面值总额不超过200亿元的次级债券。申万宏源证券有限公司2018年证券公司次级债券（第三期）（以下简称“本期债券”）的发行规模不超过51亿元（含51亿元），发行价格为每张100元，采取网下面向合格投资者询价配售的方式。本期债券分为两个品种，品种一为2年期；品种二为5年期，在债券存续期第3年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券发行工作已于2018年9月17日结束，最终确定本期债券发行规模为51亿元，全额回拨至品种一，期限为2年，票面利率为4.69%。

本期债券将申请在深圳证券交易所挂牌转让。

【光大证券】2018年9月21日，光大证券股份有限公司发布关于2017年非公开发行证券公司短期公司债券（第一期）2018年本息兑付和摘牌的公告。光大证券股份有限公司于2017年9月20日发行光大证券股份有限公司2017年非公开发行证券公司短期公司债券（第一期），债券代码为145802.SH，债券简称为“17光证D1”，债券发行总额为30亿元，票面利率为4.88%，期限为1年。本期债券兑付工作已于2018年9月20日完成，公司完成兑付本期债券本金总额30亿元，利息总额14,640万元。自2018年9月20日起，本期债券在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台摘牌。

【中国太保】2018年9月19日，中国太平洋保险（集团）股份有限公司发布保费收入公告。本公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于2018年1月1日至2018年8月31日期间累计原保险业务收入分别为人民币1,606.62亿元、人民币787.40亿元注。

## 4、板块估值

截至当前，券商板块平均估值PB为1.32X，处于历史底部，行业Top5券商PB仅为1.19X，未来成长的空间巨大，配置价值较高。

图表16：券商板块历史PB走势一览



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 17: 上市券商市净率 PB 估值情况 ( 倍 )

公司代码	公司名称	PB
002797.SZ	第一创业	2.12
000712.SZ	锦龙股份	2.39
601878.SH	浙商证券	1.83
601108.SH	财通证券	1.74
601198.SH	东兴证券	1.51
601375.SH	中原证券	1.64
600909.SH	华安证券	1.56
002500.SZ	山西证券	1.45
002670.SZ	国盛金控	1.46
002926.SZ	华西证券	1.35
000166.SZ	申万宏源	1.51
002736.SZ	国信证券	1.34
000987.SZ	越秀金控	1.23
601099.SH	太平洋	1.35
002673.SZ	西部证券	1.66
600030.SH	中信证券	1.35
600958.SH	东方证券	1.27
601881.SH	中国银河	1.16
601688.SH	华泰证券	1.22
601901.SH	方正证券	1.22
000776.SZ	广发证券	1.29
600109.SH	国金证券	1.13
600999.SH	招商证券	1.15
600061.SH	国投资本	0.97
000750.SZ	国海证券	1.06

公司代码	公司名称	PB
000783.SZ	长江证券	1.06
600369.SH	西南证券	1.09
601377.SH	兴业证券	0.96
601211.SH	国泰君安	1.19
601788.SH	光大证券	0.92
000728.SZ	国元证券	0.97
601555.SH	东吴证券	0.96
000686.SZ	东北证券	0.96
600837.SH	海通证券	0.91
600155.SH	华创安阳	0.83
600864.SH	哈投股份	0.69
601990.SH	南京证券	2.46
601066.SH	中信建投	1.31

资料来源: wind, 万联证券研究所

## 5、投资建议

### 券商层面：交易回暖，关注左侧布局机会

上周市场情绪有所回暖，日均股基成交额3,108.43亿元，环比回升8.62%，显示较强的回升势头。市场整体回暖之下，券商板块亦有所反弹。

上周中国结算下发《关于进一步规范证券账户销户业务的通知》，非现场销户业务将于明年3月1日起正式实施。政策落地后，客户迁移成本将进一步降低，券商经纪业务竞争将有所升级。在同质化竞争严重，且行业佣金率下行空间有限的情况下，券商主要的竞争将集中在增值服务质量上，未来券商经纪业务将被进一步倒逼转型。与此同时，中登公司发布《特殊机构及产品证券账户业务指南》，允许银行理财直接开立股票账户，券商客户结构将有一定程度的调整，机构客户占比高、拥有渠道优势的头部券商将有所受益。

资金层面来看，MSCI、社保基金、养老基金带来的增量资金将在中长期逐步提振市场，提高市场的活跃度。此外，本周全球第二大指数公司富时罗素或宣布将A股纳入其指数体系，未来预计将有3-4万亿元人民币增量资金入市。

从估值角度来看，股价已跌至合理估值区间以下，存在左侧布局机会。当前市场对于券商股业绩的悲观预期已经基本反映在估值中，交易量和大盘指数的边际改善均会成为券商股反弹的催化剂。整体而言，券商股下行空间有限，配置价值较高。目前业内马太效应持续增强，资源不断向头部券商集中，依然建议关注规模大、牌照全、评级高的头部券商。

### 保险层面：8月寿险保费延续改善，关注险企估值修复

近期，四大上市险企陆续公布1-8月保费数据。从寿险方面来看，平安寿险个险8月单月新单保费97亿，同比增长12.6%，虽较上月15.2%有所下降，但仍保持两位数较快增速，推动个险新单年累计降幅进一步收窄至3.4%，全年有望实现正增长。从总保费看，平安寿险年累计增速稳定在21%左右，太保寿险、新华保险8月单月保费收入增速分别为22.6%/16.9%，较上月均有明显改善，年累计增速分别提升至14.8%/11.6%。预计主

要寿险公司下半年新单总体将保持继续改善趋势，代理人队伍规模保持较好、销售能力较强的公司有望延续单月新单保费高增长表现，进一步改善新业务价值增速。从财险方面来看，平安财险8月实现保费203亿，同比增长14.7%，增速有企稳迹象，其中车险8月保费150亿，同比增长8.4%，较上月继续改善，年累计增速由上月的5.9%提升至6.2%，非车险8月保持高速增长，实现保费收入53亿，同比增长37.4%，年累计增速44%。太保财险8月实现保费88亿，同比增长9.8%，导致年累计增速从上月的15.2%降至14.6%，年累计增速已连续下降5个月。预计财险行业保费增速将继续保持稳中有降趋势，龙头公司增速有望企稳，同时在“报行合一”背景下手续费有望得到控制，缓解所得税负担，改善盈利能力。

我们认为，8月寿险保费总体呈改善趋势，平安个险新单已经连续三个月保持两位数增长，太保寿险和新华保费增速也有所提升，主要寿险公司下半年新业务价值将继续向上改善，平安全年增速有望提升至5%-10%左右，新华则力争全年正增长，而剩余边际和内含价值等长期价值指标将保持持续增长，使得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，长期来看我们看好上市险企价值成长，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：信托业持续推进转型

信托方面，中国信托业协会在上周正式发布《信托公司受托责任尽职指引》。《指引》对信托公司的尽职调查、投资者适当性等问题均作出了规定，旨在明确信托公司开展信托业务的受托责任、尽职要求，达到约束受托人和委托人“卖者尽责、买者自负”的目的。此次发布的《指引》与资管新规一脉相承，一方面强化了受托责任，另一方面也将有助于打破行业刚兑预期，促进行业的长期健康发展。

自今年资管新规正式落地以来，信托业逐步落实主动管理和证券投资转型，结构化业务明显减少。8月信托数据来看，59家信托公司合计发行了706款集合信托产品，预计发行总规模1423亿元，发行产品数量和规模均较上月环比上升。从投向来看，基础产业和房地产领域是的规模扩张最为显著，此外工商企业领域的产品发行规模也小幅增加。由于此前政策基调由“宽货币+紧信用”转向“稳货币+宽信用”，基础产业和房地产业类投向信托的发行规模在6月后出现明显反弹。长期来看，政策将引导信托公司转型发展与支持实体经济更好地结合。

整体来看，受益于资管新规细则边际放松以及央行窗口指导等影响，信托融资难的问题在短期内有所缓解，但长期来看，控杠杆、去通道、净值化的监管大方向不会发生变化，行业管理规模仍将维持下行通道。看好主动管理转型领先、资本实力较强的大型信托机构。

## 6、风险提示

金融监管力度超预期；业绩波动风险；中美贸易摩擦进一步升级。

## 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

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。

## 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

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里大街28号中海国际中心