

非银金融行业

估值重回低点，关注板块投资价值

● 证券：估值重回低点，关注板块投资价值

证券板块系统性机会来自流动性改善的 β 和监管周期切换的 α 。前者可观察风险利率变化情况，中央经济工作会议确立保增长主基调，强调积极财政政策和稳健货币政策，较大幅度增加地方政府债发行规模，改善货币政策传导机制。后者可观察到2018年四季度以来，强监管政策在局部开始放松，如股指期货松绑、并购重组新规、股票回购政策、系统重要性投行等，尤其是壮大直接融资市场和资本市场开放背景下的科创板和衍生品，是证券板块提升估值水平的重要推力。

估值重回低点，关注板块投资价值。纾困政策出台后，证券板块出现一波快速上涨行情，但因催化剂是风险偏好提升，涨幅较大者为中小券商和次新股，因此机构有效参与度较低。展望明年，投资机会可能主要来自监管周期切换带来头部券商ROE提升逻辑。目前头部券商2019年PB基本介于1-1.2倍。纾困政策出台前，中信2018年PB最低约1.1倍。2015-2017年头部券商估值中枢为1.4-1.6倍，高点可达1.8-2倍。我们认为当下投资性价比彰显。

上周受内外市场波动影响，券商板块估值重回低点，我们认为到了逐步建仓时机。参考三季度公募基金重仓持股情况，Q3券商板块配置比例0.96%，较上季度末的0.92%略有上升，仍处于大幅低配状态，目前证券板块2018年PB估值为1.13倍，2019年PB估值仅1.03倍。建议持续关注中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商，对应2018年PB估值分别为1.30、1.23、1.23倍。

● 保险：开门红靴子落地，估值重回历史低点

我们维持对2019年几个关键问题的判断：1)未来行业主打短期理财性质的开门红增速或进入调整时期，保费增速在月度分布上更加均衡；2)保费增长由粗放式增长模式向质量式增长过度，价值率指标仍有提升空间，代理人需求由“求量”转变到“求质”，但2019年增员预计好于2018年；3)EV的主要驱动因素由“投资回报”变为“新单及其质量”，未来保障型险种将更受到行业的青睐，2019年增速预计15%-20%；4)剩余边际的持续增长和剩余边际的稳定摊销是未来险企利润释放的重要因素。

当前时点，长端利率的波动对保险股的边际影响逐步上升，若利率持续走低，将对保险投资端造成一定压力。低利率环境下，保险以固收资产为主的资产配置将面临更大挑战。当前板块对应P/EV0.80倍，临近历史低点，推荐：中国平安、中国财险、新华保险、中国太保。

● 推荐关注估值处于低位的中航资本

公司引战投落地，逆市增资百亿；军民融合基金推动投资板块贡献利润。

● 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

行业评级

买入

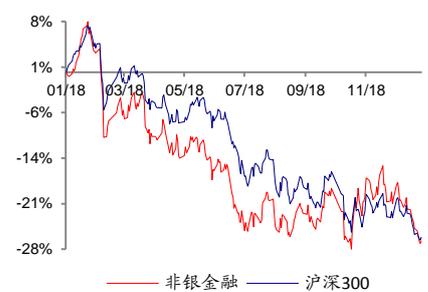
前次评级

买入

报告日期

2019-01-01

相对市场表现



分析师：

商田



SAC 执证号：S0260516050001



SFC CE No. BMV314



021-60750634



shangtian@gf.com.cn

相关研究：

非银金融行业:部署明年经济工作，非银板块有望受益	2018-12-23
非银金融行业:衍生品市场逐渐完善，利好头部券商	2018-12-16
非银金融行业:关注科创板加速推进，保险开门红预期影响下降	2018-12-09

联系人：

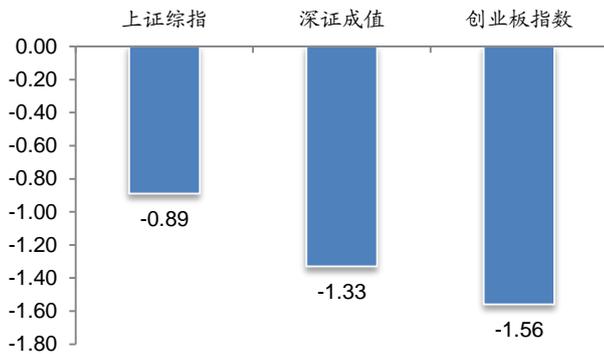
陈韵扬 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

一周表现

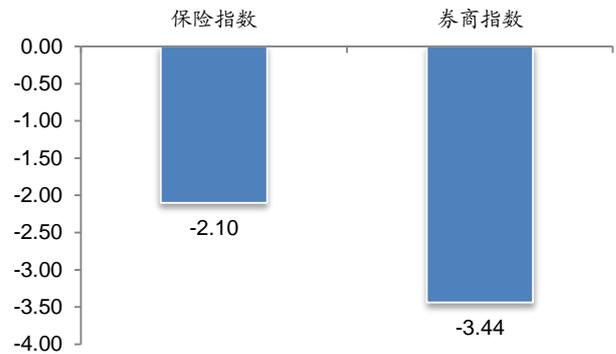
上周上证指数报2493.9点，跌0.89%；深证成指报7239.8点，跌1.33%；创业板指数报1250.5点，跌1.56%；保险指数跌3.44%；券商指数跌2.10%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

行业动态及一周点评

保险：开门红靴子落地，估值重回历史低点

我们维持对2019年几个关键问题的判断：1) 未来行业主打短期理财性质的开门红增速或进入调整时期，保费增速在月度分布上更加均衡；2) 保费增长由粗放式增长模式向质量式增长过度，价值率指标仍有提升空间，代理人需求由“求量”转变到“求质”，但2019年增员预计好于2018年；3) EV的主要驱动因素由“投资回报”变为“新单及其质量”，未来保障型险种将更受到行业的青睐，2019年增速预计15%-20%；4) 剩余边际的持续增长和剩余边际的稳定摊销是未来险企利润释放的重要因素。

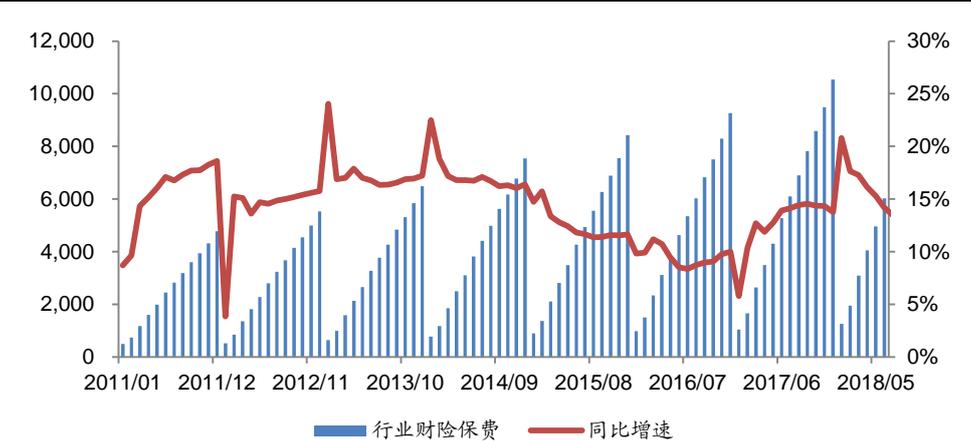
当前时点，长端利率的波动对保险股的边际影响逐步上升，若利率持续走低，将对保险投资端造成一定压力。低利率环境下，保险以固收资产为主的资产配置将面临更大挑战。当前板块对应P/EV0.80倍，临近历史低点，推荐：中国平安、中国财险、新华保险、中国太保。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



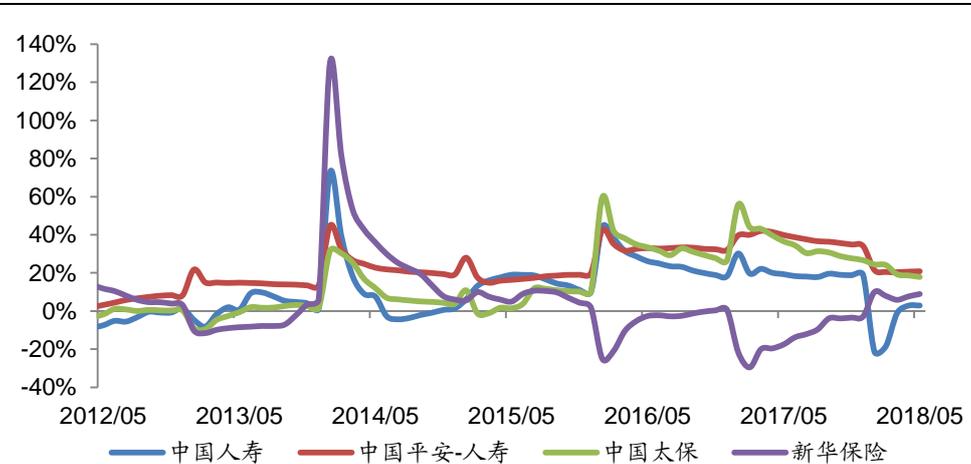
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



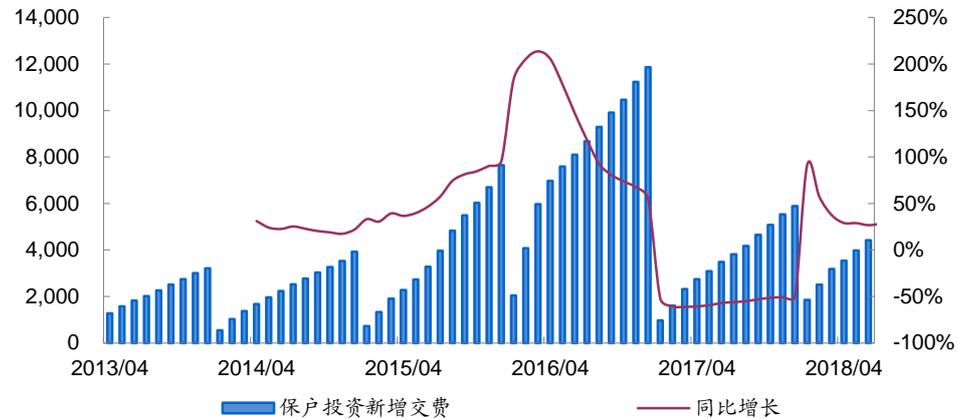
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司月度保费增速



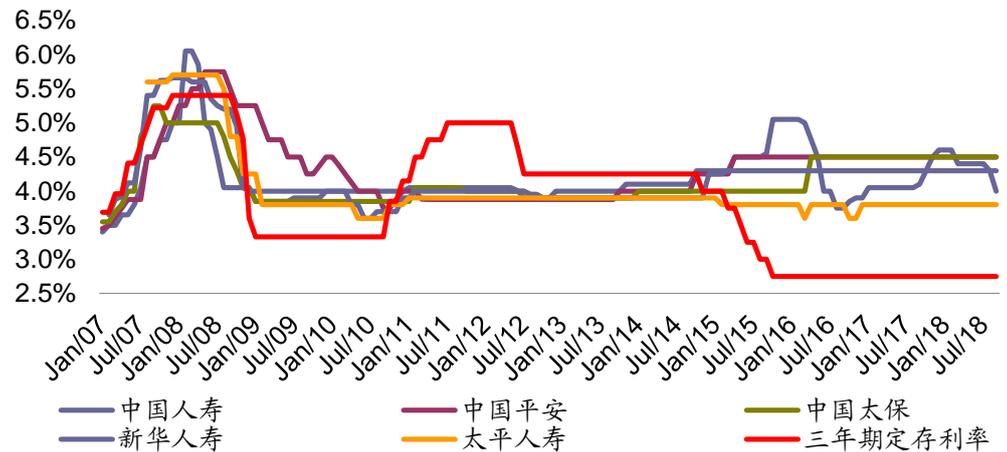
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



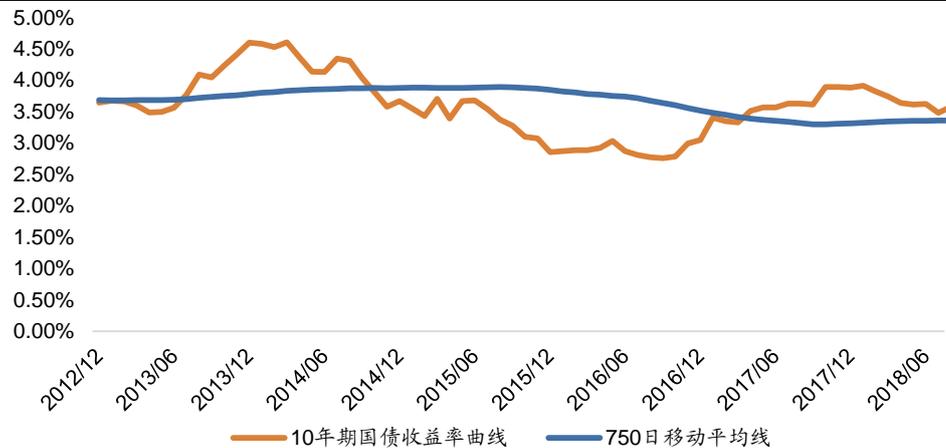
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



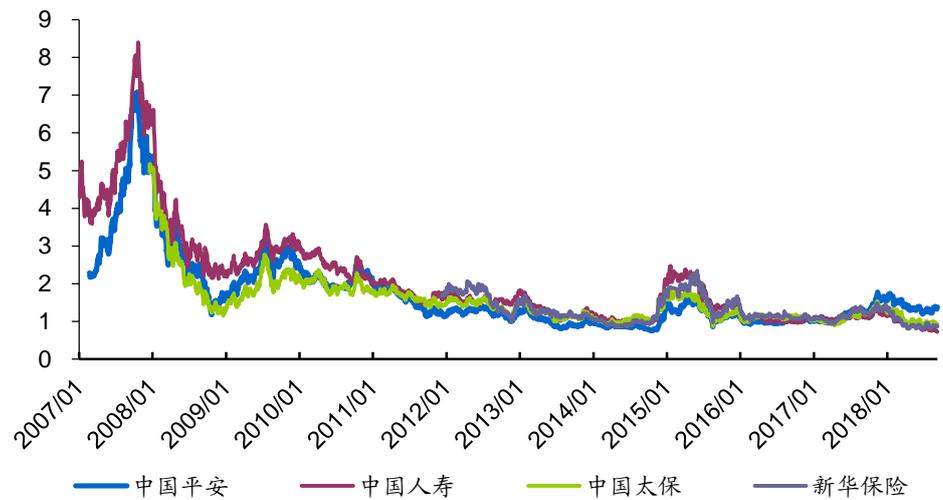
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 10年期国债收益率及750日移动平均线



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 保险行业估值曲线 (P/EV) (倍)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: 四大上市险企寿险财务保费累计同比增速

公司	Mar/18	Apr/18	May/18	Jun/18	Jul/18	Aug/18	Sep/18	Oct/18	Nov/18
中国人寿	-1.1%	2.8%	2.9%	4.0%	4.4%	4.0%	4.1%	4.8%	4.5%
中国平安-人寿	20.4%	20.7%	20.8%	21.2%	21.1%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%
中国平安-健康	73.2%	76.0%	78.1%	78.2%	74.9%	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%
中国平安-养老	21.4%	32.3%	26.7%	25.8%	27.9%	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%
中国平安	20.6%	21.3%	21.3%	21.6%	21.7%	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%
中国太保	19.2%	18.7%	17.8%	17.6%	13.8%	14.8%	14.7%	15.0%	15.5%
新华保险	5.9%	7.6%	8.9%	10.8%	11.0%	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	Mar/18	Apr/18	May/18	Jun/18	Jul/18	Aug/18	Sep/18	Oct/18	Nov/18
中国人寿	219.4%	-63.4%	-4.0%	70.2%	-52.5%	33.3%	47.3%	-52.5%	-13.6%
中国平安-人寿	11.4%	-12.1%	-2.5%	1.4%	-12.3%	3.9%	9.7%	-11.2%	-1.0%
中国平安-健康	93.0%	-20.7%	13.5%	-8.2%	41.5%	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%
中国平安-养老	157.0%	-16.7%	-41.5%	20.3%	-19.4%	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%
中国平安	17.5%	-12.6%	-5.5%	2.3%	-12.3%	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%
中国太保	65.1%	-64.0%	41.3%	57.9%	-44.1%	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%
新华保险	106.7%	-46.0%	0.6%	73.9%	-39.3%	2.4%	92.8%	-40.2%	-30.1%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	Mar/18	Apr/18	May/18	Jun/18	Jul/18	Aug/18	Sep/18	Oct/18	Nov/18
中国人寿	57.7%	46.4%	3.7%	11.3%	10.0%	0.0%	4.7%	19.9%	-1.9%
中国平安-人寿	20.0%	22.2%	22.1%	24.1%	20.6%	19.6%	19.9%	20.4%	21.0%
中国平安-健康	70.8%	85.4%	85.9%	79.1%	61.9%	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%
中国平安-养老	30.9%	67.8%	2.0%	21.2%	47.7%	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%
中国平安	21.2%	25.3%	21.3%	24.3%	22.2%	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%
中国太保	7.8%	13.2%	11.7%	16.4%	-18.2%	22.6%	14.2%	20.3%	25.4%
新华保险	2.3%	17.9%	17.5%	19.5%	12.6%	16.9%	10.0%	13.7%	15.3%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

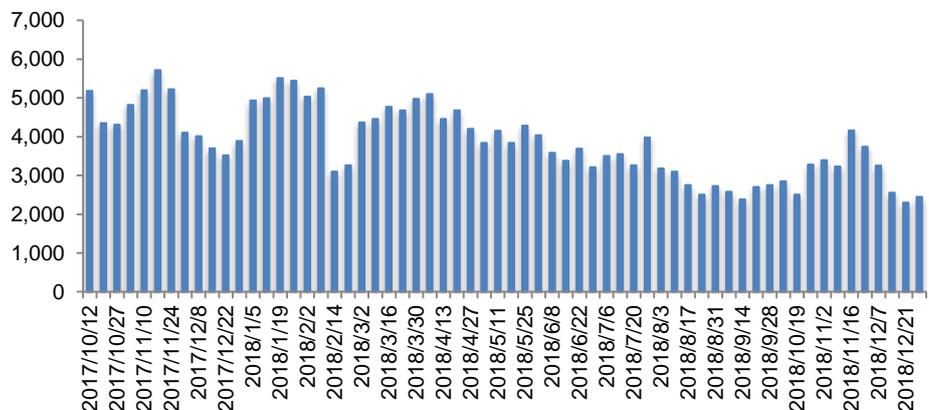
证券：估值重回低点，逐步建仓时机到来

证券板块系统性机会来自流动性改善的 β 和监管周期切换的 α 。前者可观察风险利率变化情况，中央经济工作会议确立保增长主基调，强调积极财政政策和稳健货币政策，较大幅度增加地方政府债发行规模，改善货币政策传导机制。后者可观察到2018年四季度以来，强监管政策在局部开始放松，如股指期货松绑、并购重组新规、股票回购政策、系统重要性投行等，尤其是壮大直接融资市场和资本市场开放背景下的科创板和衍生品，是证券板块提升估值水平的重要推力。

估值重回低点，逐步建仓时机到来。纾困政策出台后，证券板块出现一波快速上涨行情，但因催化剂是风险偏好提升，涨幅较大者为中小券商和次新股，因此机构有效参与度较低。展望明年，投资机会可能主要来自监管周期切换带来头部券商ROE提升逻辑。目前头部券商2019年PB基本介于1-1.2倍。纾困政策出台前，中信2018年PB最低约1.1倍。2015-2017年头部券商估值中枢为1.4-1.6倍，高点可达1.8-2倍。我们认为当下投资性价比彰显。

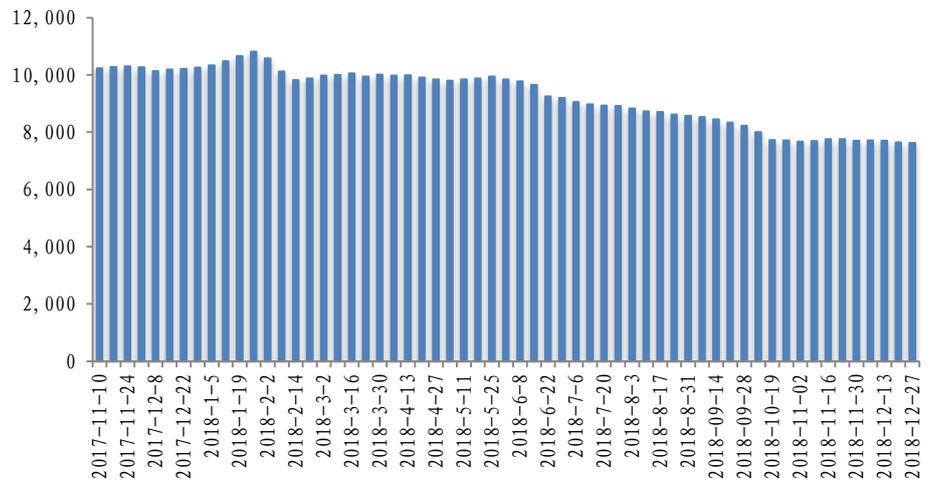
上周受内外市场波动影响，券商板块估值重回低点，我们认为到了逐步建仓时机。参考三季度公募基金重仓持股情况，Q3券商板块配置比例0.96%，较上季度末的0.92%略有上升，仍处于大幅低配状态，目前证券板块2018年PB估值为1.13倍，2019年PB估值仅1.03倍。建议持续关注中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商，对应2018年PB估值分别为1.30、1.23、1.23倍。

图10：全部AB股周度成交金额（亿元）



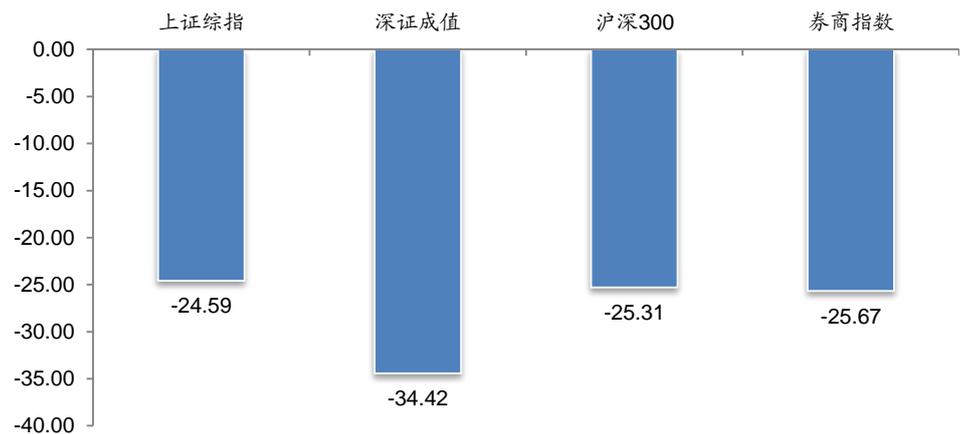
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

11: 沪深融资融券余额 (亿元)



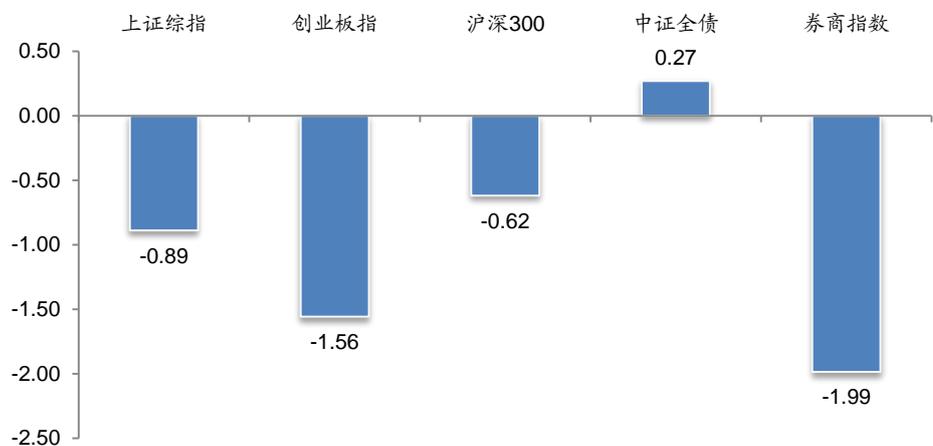
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 2018年以来市场及券商指数涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图13: 市场指数周度涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

风险提示

风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：南开大学硕士，4年证券行业工作经验。曾在中银国际证券担任非银金融行业分析师。2018年进入广发。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。