

# 非银金融行业

## 全面降准，券商受益流动性改善

### ● 证券：全面降准，券商受益流动性改善

我们认为，此次全面降准有助于推动市场流动性与交易活跃度提升，券商板块有望迎来β行情。2011年以来，央行共进行了13次降准。复盘可见，宣布降准后5个交易日内，券商和保险受益流动性改善，上涨概率大，尤其是证券板块基本录得正收益。当前非银估值处于底部，降准预期正反馈。**证券板块受益于货币政策延续宽松预期。**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。2019年中国人民银行工作会议进一步强调：1)保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定；2)进一步落实金融服务实体经济各项政策措施。流动性环境改善有助于提升市场整体风险偏好。**叠加监管周期切换，券商板块兼具α收益。**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，是头部券商提升ROE的重要推力。**推荐中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商。**

### ● 保险：人身险保费同比基本持平，降准或带来机遇

截止11月，产险公司原保险保费收入10628.76亿元，同比增长12.08%；人身险公司原保险保费收入24790.70亿元，同比下降0.50%，同比降幅进一步收窄，全年有望持平。国寿、平安、太保、新华累计寿险保费同比变动4.5%、20.9%、15.5%、11.7%，其中平安个险新单同比下滑幅度进一步收窄至0.8%。整体来看，2018年行业保费增长先抑后扬，但考虑134文对行业影响较大，阵痛期已经平稳过渡。当前从保险公司和市场角度而论，19年开门红可能更为特殊，一是保险公司主动降低预期并积极调整以保障型产品为主的销售模式，二是市场对于开门红的重要性及影响不断弱化。我们判断未来保费增长将更加趋于平衡，集中于单季度的大幅度增长模式可能逐渐消失，这也是成熟保险市场的征兆之一。另外，本周五央行宣布降准，合计释放流动性约1.5万亿元，历史而言，降准后对保险板块的影响虽然不太明显，但总体呈现边际向上改善。**结合当前板块估值临近历史底部，行业P/EV仅0.81倍，保险板块已经具备长期投资价值。推荐：中国平安、中国财险、中国太保、新华保险。**

### ● 信托：业务有序恢复，关注行业基本面边际改善

政策明确银信通道业务未来仍可以存续与开展以支持合理合规需求下，行业正有序恢复合规业务的状况，服务实体经济能力加强。关注流动性进一步改善下个股标的估值修复机会。

### ● 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

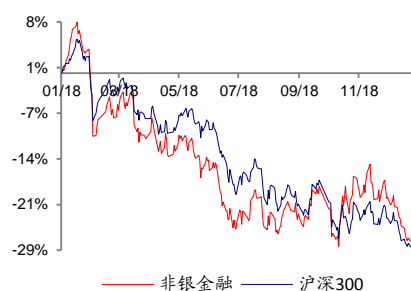
前次评级

买入

报告日期

2019-01-06

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:估值重回低点, 关注板块投资价值	2019-01-01
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

联系人：

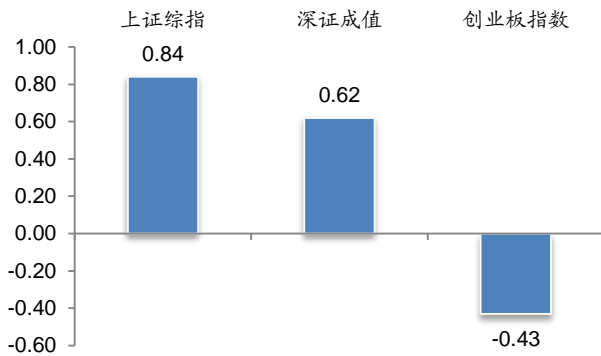
陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

## 一周表现

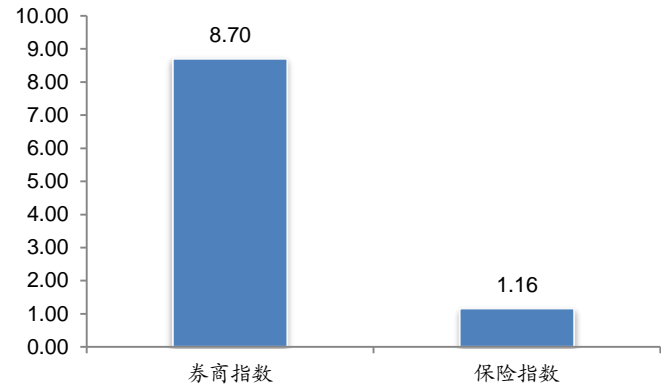
本周上证指数报2514.9点，涨0.84%；深证成指报7284.8点，涨0.62%；创业板指数报1245.16点，跌0.43%。券商指数涨8.70%、保险指数涨1.16%。

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

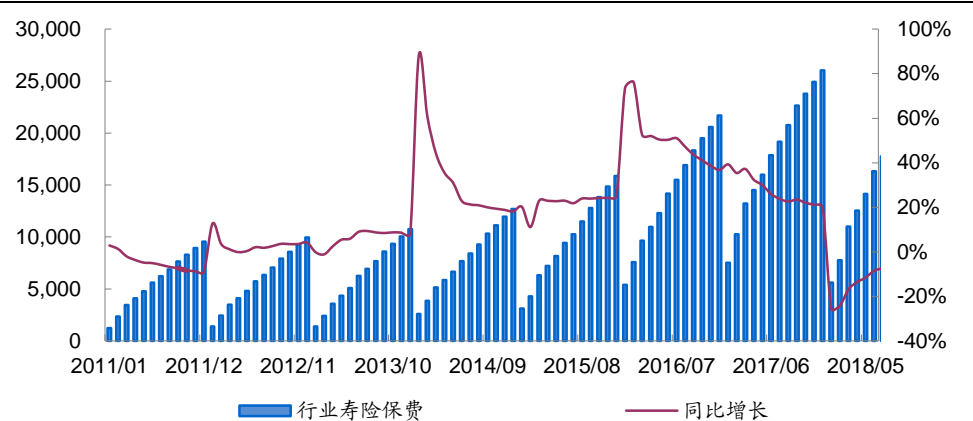
## 行业动态及一周点评

### 保险: 人身险保费同比基本持平, 降准或带来机遇

截止11月, 产险公司原保险保费收入10628.76亿元, 同比增长12.08%; 人身险公司原保险保费收入24790.70亿元, 同比下降0.50%, 同比降幅进一步收窄, 全年有望持平。国寿、平安、太保、新华累计寿险保费同比变动4.5%、20.9%、15.5%、11.7%, 其中平安个险新单同比下滑幅度进一步收窄至0.8%。整体来看, 2018年行业保费增长先抑后扬, 但考虑134文对行业影响较大, 阵痛期已经平稳过渡。当前从保险公司和市场角度而论, 19年开门红可能更为特殊, 一是保险公司主动降低预期并积极调整以保障型产品为主的销售模式, 二是市场对于开门红的重要性及影响不断弱化。我们判断未来保费增长将更加趋于平衡, 集中于单季度的大幅度增长模式可能逐渐消失, 这也是成熟保险市场的征兆之一。

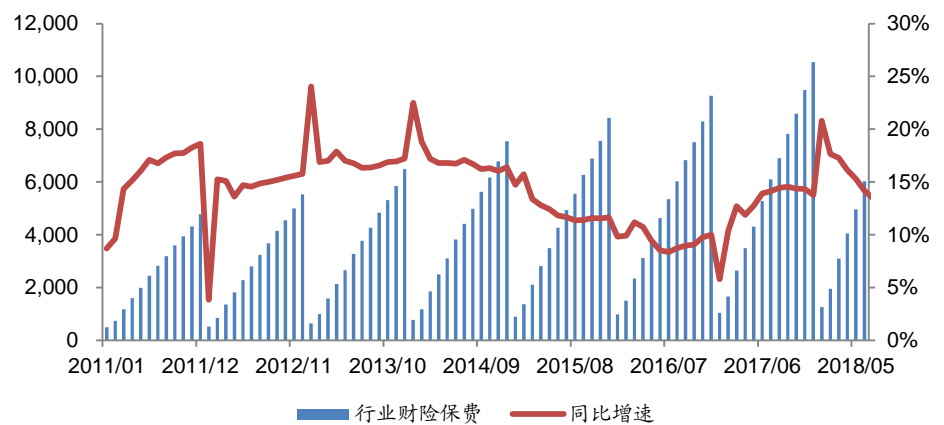
另外, 本周五央行宣布降准, 合计释放流动性约1.5万亿元, 历史而言, 降准后对保险板块的影响虽然不太明显, 但总体呈现边际向上改善。结合当前板块估值临近历史底部, 行业P/EV仅0.81倍, 保险板块已经具备长期投资价值。推荐: 中国平安、中国财险、中国太保、新华保险。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



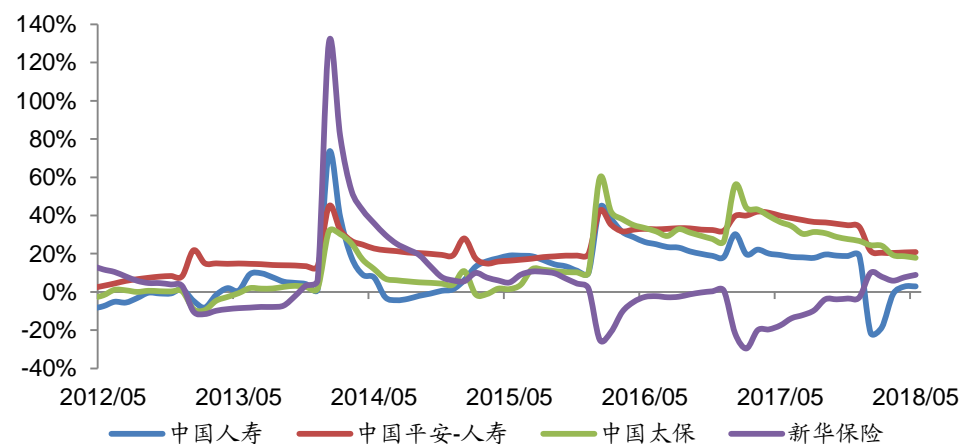
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



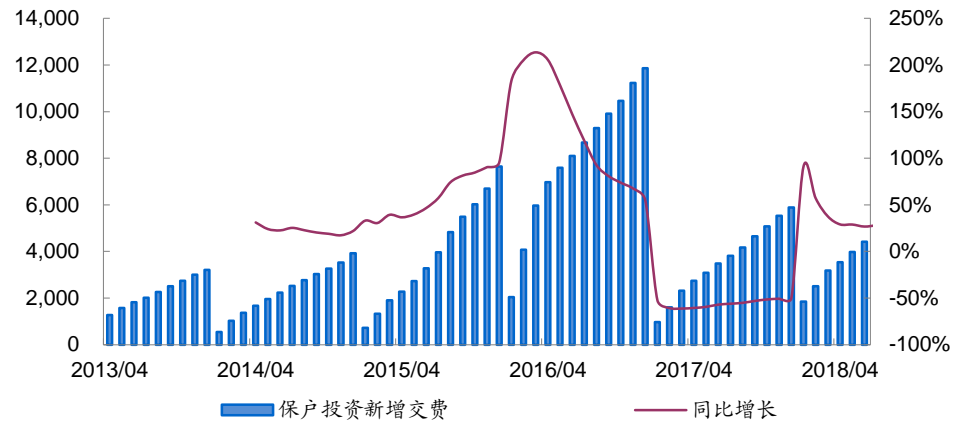
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司月度保费增速



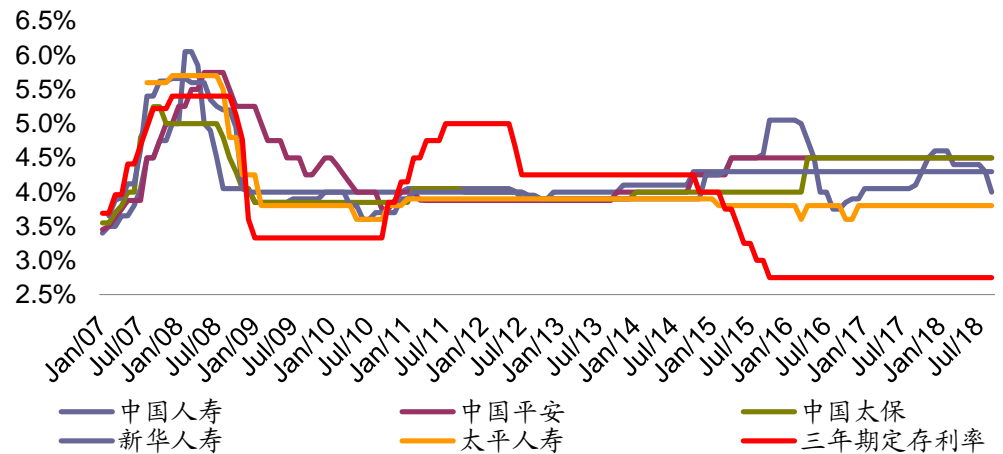
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



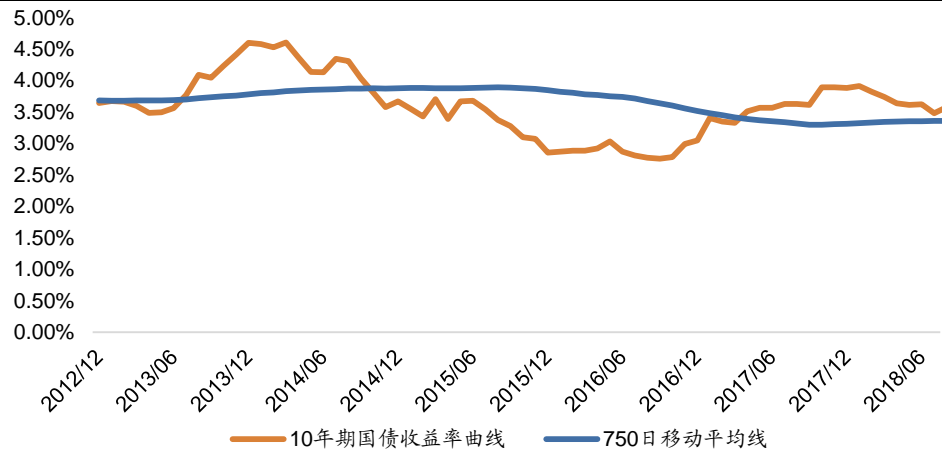
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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：全面降准，券商受益流动性改善

1月4日，央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点，同时，2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。据央行测算，此次降准将释放资金约1.5万亿，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准考核所释放的资金，再考虑2019年一季度到期的中期借贷便利不再续作的因素后，净释放长期资金约为8000亿元。

我们认为，此次全面降准有助于推动市场流动性与交易活跃度提升，券商板块有望迎来β行情。2011年以来，央行共进行了13次降准。复盘可见，宣布降准后5个交易日内，券商和保险受益流动性改善，上涨概率大，尤其是证券板块基本录得正收益。当前非银估值处于底部，降准预期正反馈。

证券板块受益于货币政策延续宽松预期。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。2019年中国人民银行工作会议进一步强调：1)保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定；2)进一步落实金融服务实体经济各项政策措施。流动性环境改善有助于提升市场整体风险偏好。

叠加监管周期切换，券商板块兼具α收益。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，是头部券商提升ROE的重要推力。

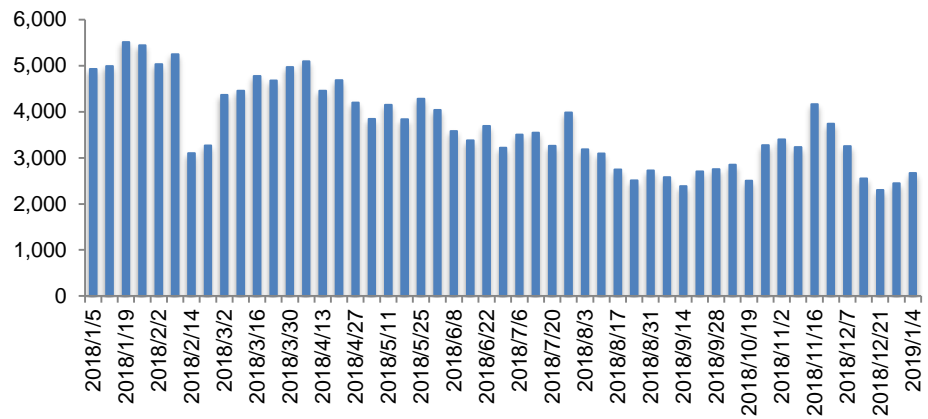
前期周报观点中，我们重点提示“估值重回低点，逐步建仓时机到来”，经历上周上涨，目前证券板块2018年整体估值1.23xPB，头部券商PB介于1-1.34倍之间，仍然处于历史低位，复盘回顾显示2015-2017年头部券商估值中枢为1.4-1.6倍，高点可达1.8-2倍；流动性改善的β和监管周期切换的α有望催化证券板块系统性机会，推荐中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商。

图 10：历次降准板块表现复盘

公布日期	降准幅度 (%)	券商 II T+1 涨跌幅 (%)	券商 II T+5 (涨跌幅%)	保险 II T+1 (涨跌幅%)	保险 II T+5 (涨跌幅%)
2018-10-7	-1	-3.85	-12.37	-5.15	-6.44
2018-6-24	-0.5	-1.21	2.16	-2.37	-4.20
2018-4-17	-1	1.43	-1.45	0.44	0.72
2016-2-29	-0.5	4.36	10.72	1.27	8.96
2015-10-23	-0.5	2.12	0.14	-0.14	-1.48
2015-8-25	-0.5	-3.54	8.59	4.95	18.02
2015-6-27	-0.5	-7.09	-9.37	-0.47	-3.87
2015-4-19	-1	-4.89	1.43	-5.06	-5.01
2015-2-4	-0.5	0.51	5.93	-2.42	0.23
2012-5-12	-0.5	0.47	3.65	-1.50	-0.27
2012-2-18	-0.5	-0.28	6.51	0.79	4.49
2011-11-30	-0.5	3.35	0.62	5.95	5.33

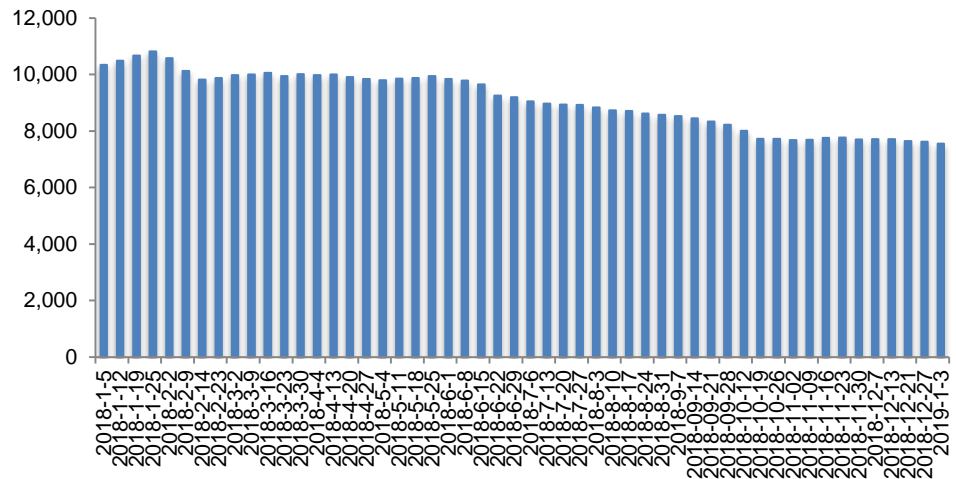
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图11: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



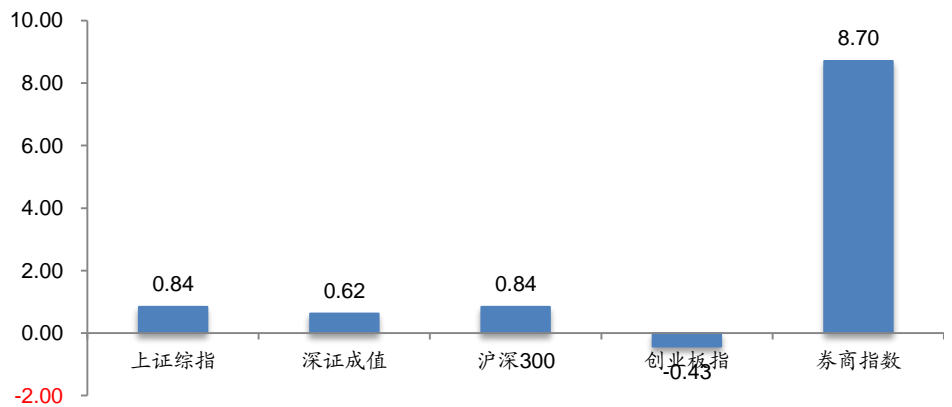
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 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13: 2019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



## 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。