

非银金融行业

资本市场改革持续推进

2019年1月以来，券商指数上涨10.17%，区间振幅12.79%，区间最大涨幅12.93%，最大跌幅3.15%；保险指数上涨6.00%，区间振幅8.56%，区间最大涨幅8.77%，最大跌幅2.07%。较于往年春季躁动行情，今年受不断推进的资本市场改革正面影响，券商保险整体板块整体呈上行态势。

● 证券：资本市场改革持续推进

本周证券行业改革步伐持续推进：**1、QFII额度上涨，资本市场双向开放加速**：1月14日经国务院批准，合格境外投资者（QFII）总额度由1500亿美元增加至3000亿；同时继续完善QFII制度，扩大外汇市场双向开放；**2、并购重组加快，供给侧结构性改革**：17日深交所发布称2019将积极引导上市公司通过并购重组推进供给侧结构性改革，大力支持新技术、新产业、新业态、新模式企业通过并购重组进入上市公司；**3、回购和衍生品交易适时放开**：17日央行副行长潘功胜在中国债券市场国际论坛讲话称：准备研究推出债券ETF指数型产品，财政部计划增加2019年关键期限国债发行，适时全面开放回购交易；大力推进人民币衍生品使用；**4、股权质押违约可展期，新增交易限制放宽**：沪深交易所于1月18日发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，并自发布之日起正式实施。一系列的举措表明监管政策正在发生系统性变化，由强化监管防范风险向鼓励创新活跃市场转变。同时，市场股票质押风险也在持续缓解。维持战略看多观点。当前证券板块2019年整体估值1.14xPB，头部券商PB介于0.9-1.3倍之间，尚处历史低位，关注中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商（受益科创板和衍生品），以及部分客户换手率高的中小券商如东方财富（受益流动性改善）。

● 保险：负面因素基本出清，估值低位

截止12月底，国寿、平安、太保、新华累计寿险保费同比增长4.7%、21.1%、15.7%、11.9%，12月单月同比增长8.6%、24.4%、25.5%、15%。其中平安个险新单如期回正，全年累计增长1.3%，12月当月大幅增长33.8%。总体上看，17年底受134文情绪影响，新单增长相对乏力，基数较低，同时18年各公司全力完成全年保费任务，导致12月单月保费出现较大幅度改善。我们整体维持对开门红的调整判断，未来保费仍从数量增长转向质量增长趋势不变。临近春节，A股春季躁动趋势转热。从历史来看，保险板块出现过三次明显春季躁动，分别是09年、15年（板块整体估值修复）、和17年（伴随贝塔行情的整体上涨）。结合当前板块估值持续逼近历史绝对低点，行业基本面持续边际改善，我们认为板块出现春季躁动的可能性加大。当前板块P/EV仅0.7倍，估值存在因为前期市场负面情绪低迷导致的低估，关注：中国平安、中国财险、中国太保、新华保险。

● 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

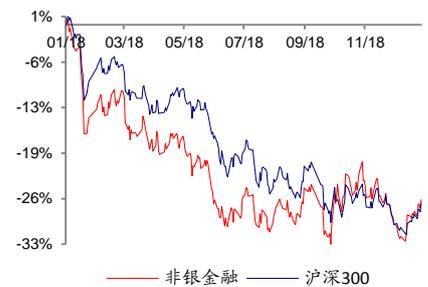
前次评级

买入

报告日期

2019-01-20

相对市场表现



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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:资本市场改革, 助力券商板块α收益	2019-01-13
非银金融行业:全面降准, 券商受益流动性改善	2019-01-06
非银金融行业:估值重回低点, 关注板块投资价值	2019-01-01

联系人：

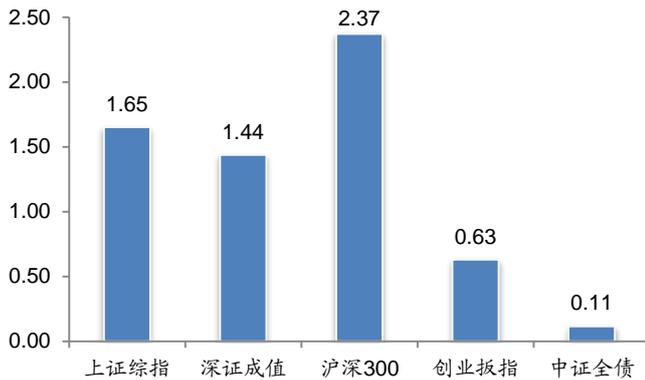
陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

一周表现

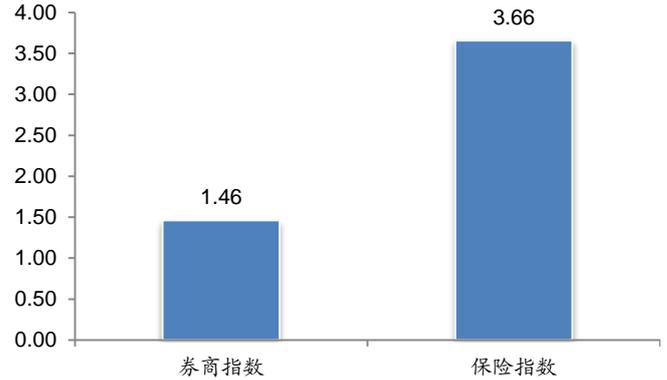
上周上证指数报2596.01点，涨1.65%；深证成指报7581.39点，涨1.44%；沪深300报3168.17点，涨2.37%；创业板指数报1269.50点，涨0.63%。券商指数涨1.46%、保险指数涨3.66%。

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

2019年1月以来，券商指数上涨10.17%，区间振幅12.79%，区间最大涨幅12.93%，最大跌幅3.15%；保险指数上涨6.00%，区间振幅8.56%，区间最大涨幅8.77%，最大跌幅2.07%。较于往年春季躁动行情，今年受不断推进的资本市场改革正面影响，券商保险整体板块整体呈上行态势。

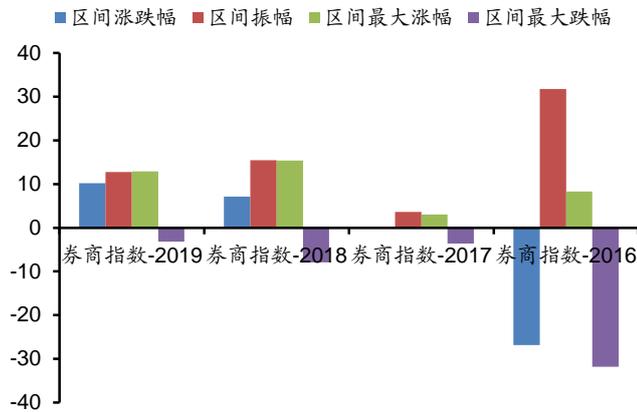
历史复盘显示，春季躁动行情下，券商板块具备相对收益，目前低估值低仓位，仍有上行空间。

图1：过去10年一月行情复盘

	券商指数1月涨跌%	保险指数1月涨跌%	上证综指1月涨跌 (%)	沪深300 1月涨跌 (%)	创业板指 1月涨跌 (%)	中小板指1月涨跌 (%)
2009年	24.72	11.32	9.33	11.83	0.00	6.82
2010年	-10.23	-15.01	-8.78	-10.39	0.00	-3.45
2011年	-2.84	-8.71	-1.97	-2.93	-10.26	-10.36
2012年	9.41	10.79	3.89	4.90	-10.73	-2.59
2013年	11.07	1.53	5.00	6.57	9.78	6.53
2014年	-6.01	-7.62	-3.92	-5.48	14.68	1.01
2015年	-15.10	-2.92	-0.75	-2.81	14.19	10.72
2016年	-26.88	-18.56	-22.65	-21.04	-26.53	-25.27
2017年	0.01	3.66	1.79	2.35	-3.86	-2.02
2018年	9.50	1.49	5.47	5.59	1.70	-0.43
2019年	10.17	6.00	4.09	5.23	1.52	4.75

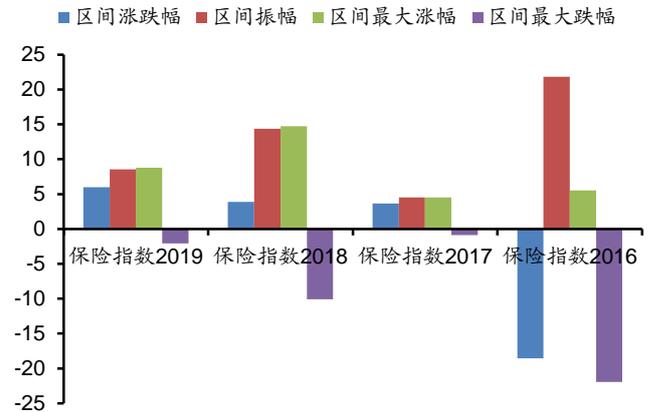
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2: 券商指数1月行情 (%)



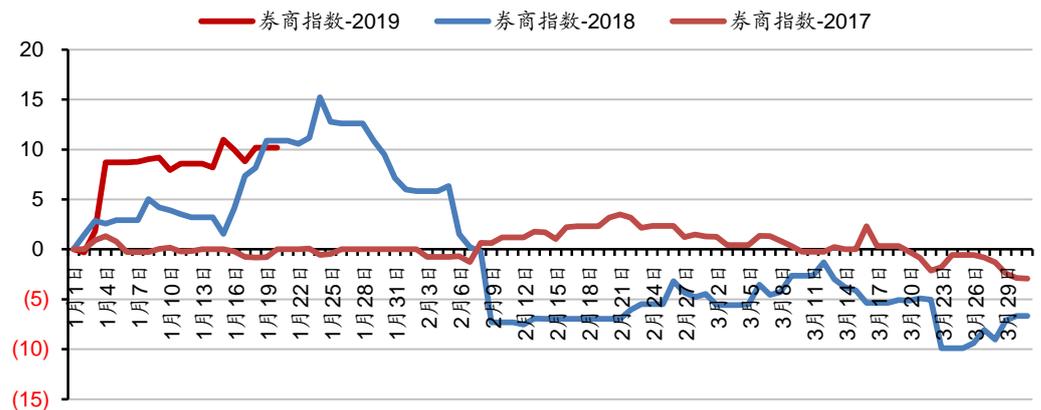
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 保险指数1月行情 (%)



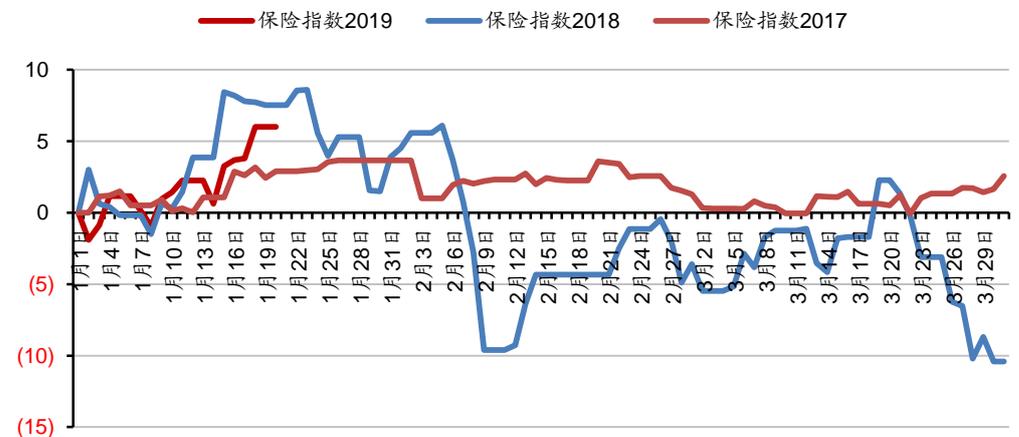
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 近3年券商指数1季度走势



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 近3年保险指数1季度走势



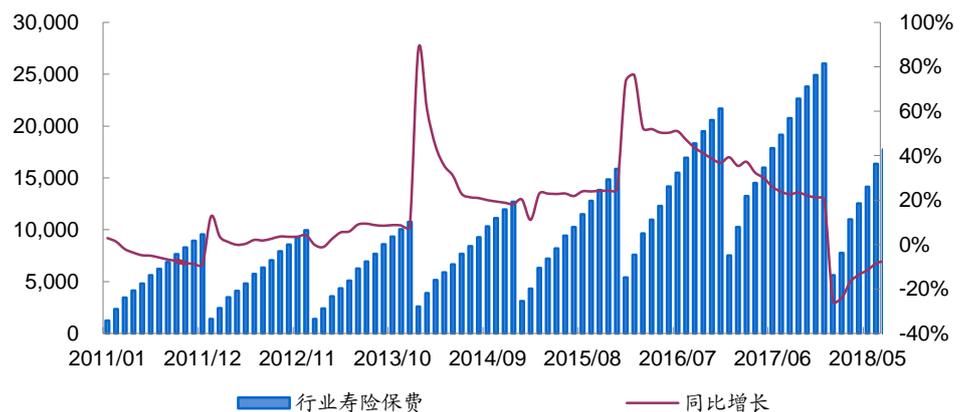
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

行业动态及一周点评

保险：负面因素基本出清，估值低位

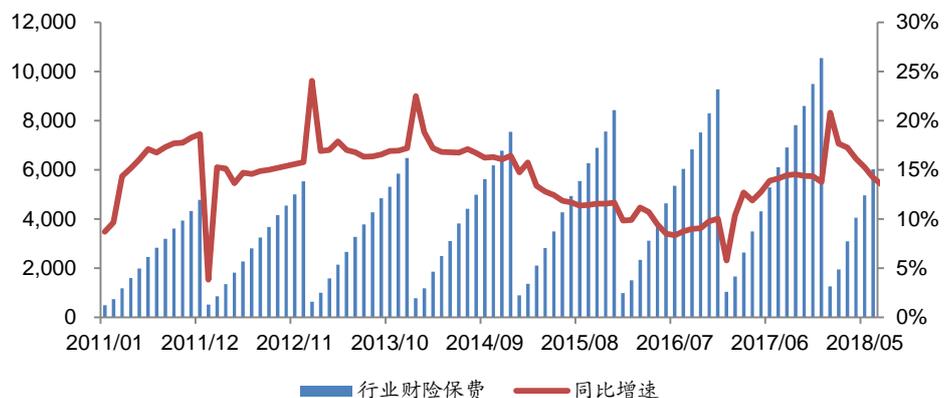
截止12月底，国寿、平安、太保、新华累计寿险保费同比增长4.7%、21.1%、15.7%、11.9%，12月单月同比增长8.6%、24.4%、25.5%、15%。其中平安个险新单如期回正，全年累计增长1.3%，12月当月大幅增长33.8%。总体上看，17年底受134文情绪影响，新单增长相对乏力，基数较低，同时18年各公司全力完成全年保费任务，导致12月单月保费出现较大幅度改善。我们整体维持对开门红的调整判断，未来保费仍从数量增长转向质量增长趋势不变。临近春节，A股春季躁动趋势转热。从历史来看，保险板块出现过三次明显春季躁动，分别是09年、15年（板块整体估值修复）、和17年（伴随贝塔行情的整体上涨）。结合当前板块估值持续逼近历史绝对低点，行业基本面持续边际改善，我们认为板块出现春季躁动的可能性加大。当前板块P/EV仅0.7倍，估值存在因为前期市场负面情绪低迷导致的低估，关注：中国平安、中国财险、中国太保、新华保险。

图8：月度行业寿险保费及其增速（亿元）



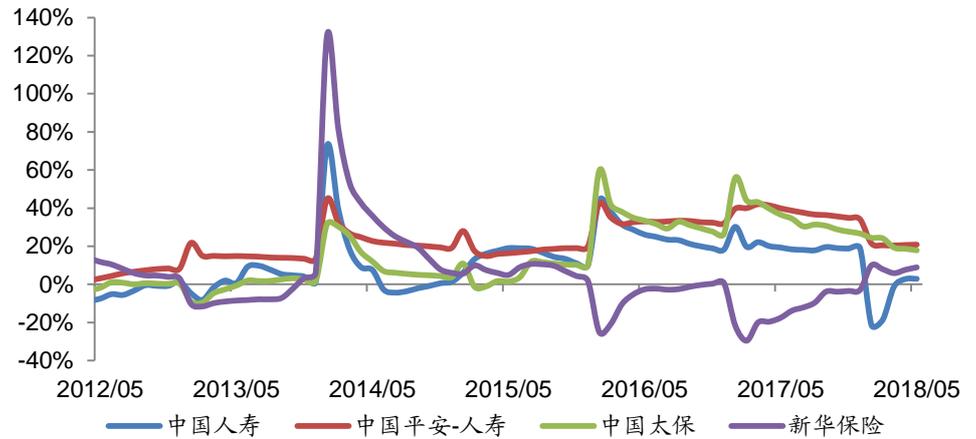
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图9：月度行业财险保费及其增速（亿元）



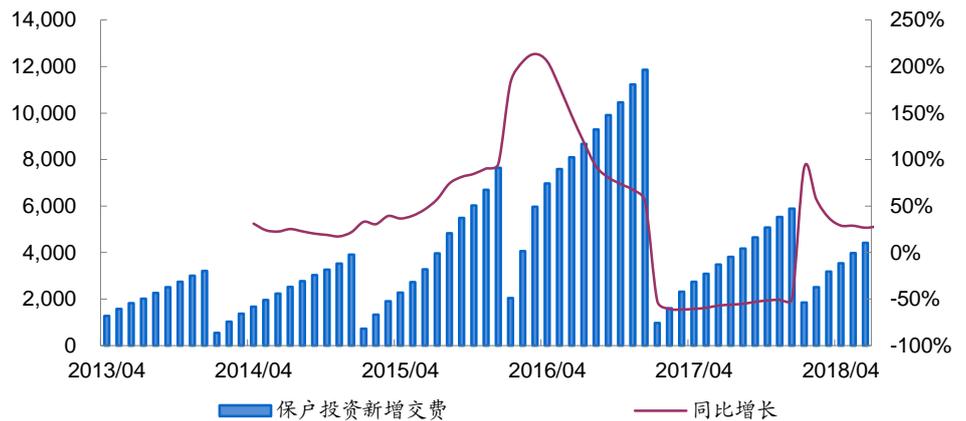
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图10: 主要保险公司月度保费增速



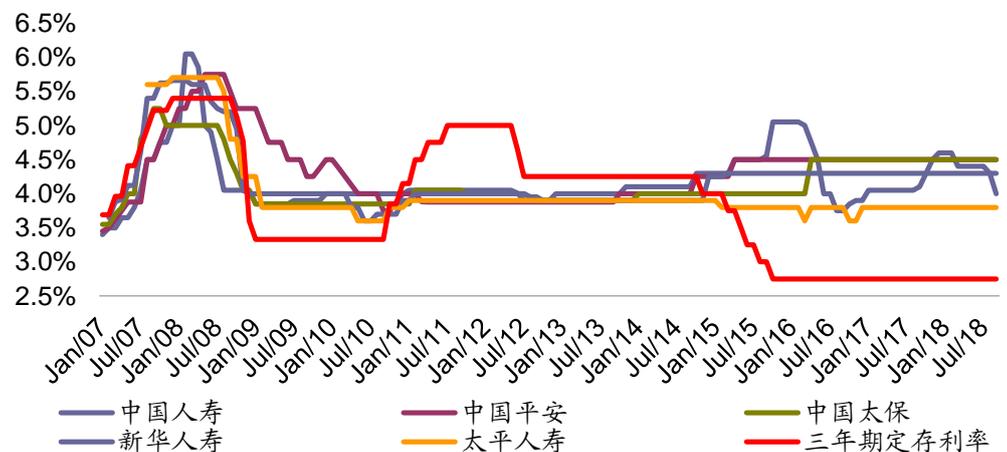
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



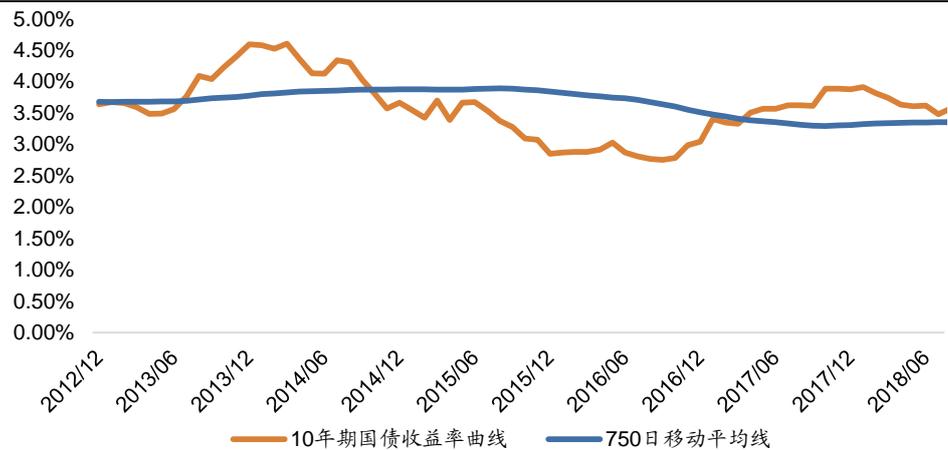
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 行业万能险结算利率



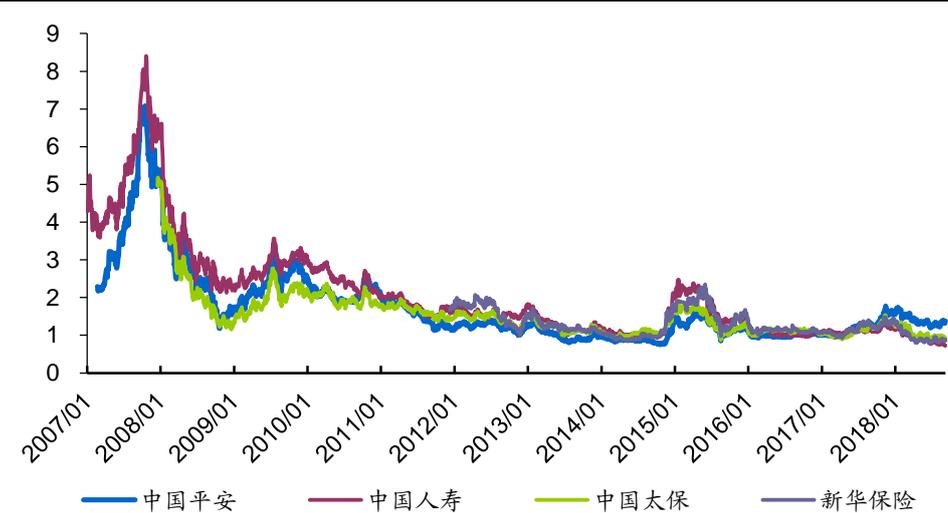
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图13: 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14: 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	Apr/18	May/18	Jun/18	Jul/18	Aug/18	Sep/18	Oct/18	Nov/18	Dec/18
中国人寿	2.8%	2.9%	4.0%	4.4%	4.0%	4.1%	4.8%	4.5%	4.7%
中国平安-人寿	20.7%	20.8%	21.2%	21.1%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	21.1%
中国平安-健康	76.0%	78.1%	78.2%	74.9%	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%
中国平安-养老	32.3%	26.7%	25.8%	27.9%	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%
中国平安	21.3%	21.3%	21.6%	21.7%	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%
中国太保	18.7%	17.8%	17.6%	13.8%	14.8%	14.7%	15.0%	15.5%	15.7%
新华保险	7.6%	8.9%	10.8%	11.0%	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%

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	Apr/18	May/18	Jun/18	Jul/18	Aug/18	Sep/18	Oct/18	Nov/18	Dec/18
中国人寿	-63.4%	-4.0%	70.2%	-52.5%	33.3%	47.3%	-52.5%	-13.6%	17.7%
中国平安-人寿	-12.1%	-2.5%	1.4%	-12.3%	3.9%	9.7%	-11.2%	-1.0%	20.1%
中国平安-健康	-20.7%	13.5%	-8.2%	41.5%	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%
中国平安-养老	-16.7%	-41.5%	20.3%	-19.4%	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%
中国平安	-12.6%	-5.5%	2.3%	-12.3%	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%
中国太保	-64.0%	41.3%	57.9%	-44.1%	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%
新华保险	-46.0%	0.6%	73.9%	-39.3%	2.4%	92.8%	-40.2%	-30.1%	-7.0%

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	Apr/18	May/18	Jun/18	Jul/18	Aug/18	Sep/18	Oct/18	Nov/18	Dec/18
中国人寿	46.4%	3.7%	11.3%	10.0%	0.0%	4.7%	19.9%	-1.9%	8.6%
中国平安-人寿	22.2%	22.1%	24.1%	20.6%	19.6%	19.9%	20.4%	21.0%	24.4%
中国平安-健康	85.4%	85.9%	79.1%	61.9%	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%
中国平安-养老	67.8%	2.0%	21.2%	47.7%	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%
中国平安	25.3%	21.3%	24.3%	22.2%	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%
中国太保	13.2%	11.7%	16.4%	-18.2%	22.6%	14.2%	20.3%	25.4%	25.5%
新华保险	17.9%	17.5%	19.5%	12.6%	16.9%	10.0%	13.7%	15.3%	15.0%

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：资本市场改革持续推进

自中央经济工作会议以来，资本市场改革不断推进，多项激发市场活力举措不断推进、鼓励创新的监管周期已经开启：10月22日金融委提出“发挥好资本市场枢纽功能”、11月5日总书记提出设立科创板并试点注册制、12月21日中央经济工作会议指出提高直接融资比重、1月12日方星海副主席讲话、1月16日深交所表示全力推进创业板改革和ETF期权业务等重点任务平稳落地，以及本周报道券商交易接口有望对量化私募放开等。

本周证券行业改革步伐持续推进：**1、QFII额度上涨，资本市场双向开放加速**：1月14日经国务院批准，合格境外投资者（QFII）总额度由1500亿美元增加至3000亿；同时继续完善QFII制度，扩大外汇市场双向开放；**2、并购重组加快，供给侧结构性改革**：17日深交所发布称2019将积极引导上市公司通过并购重组推进供给侧结构性改革，大力支持新技术、新产业、新业态、新模式企业通过并购重组进入上市公司；**3、回购和衍生品交易适时放开**：17日央行副行长潘功胜在中国债券市场国际论坛讲话称：准备研究推出债券ETF指数型产品，财政部计划增加2019年关键期限国债发行，适时全面开放回购交易；大力推进人民币衍生品使用；**4、股权质押违约可展期，新增交易限制放宽**：沪深交易所于1月18日发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，并自发布之日起正式实施。主要内容包括：1) 优化违约合约展期安排，明确融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，若累计回购期限已满或将满3年，经交易双方协商一致，延期后累计的回购期限可以超过3年，以存量延期方式缓解融入方还款压力。2) 明确旨在解决合约违约而新增交易的特别安排。

一系列的举措表明监管政策正在发生系统性变化，由强化监管防范风险向鼓励创新活跃市场转变。同时，市场股票质押风险也在持续缓解，截至2019年1月18日，市场质押股数6328.6亿股，市场质押股数占总股本9.78%，较2018年11月初高点的6434.7亿股持续收缩。

证券板块股价表现的两个最大变量是流动性和监管政策。历史上，两大变量同步向好时孕育大行情，如06/07年和14/15年，单一出现时也有较好表现，如09年和12年。站在当前时点，我们认为上述两大变量均在发生向好变化，业绩落实到报表或许需要一定时间，但前景在不断明朗。维持战略看多观点。当前证券板块2019年整体估值1.14xPB，头部券商PB介于0.9-1.3倍之间，尚处历史低位，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，关注中金公司、中信证券、华泰证券等头部券商（受益科创板和衍生品），以及部分客户换手率高的中小券商如东方财富（受益流动性改善）。

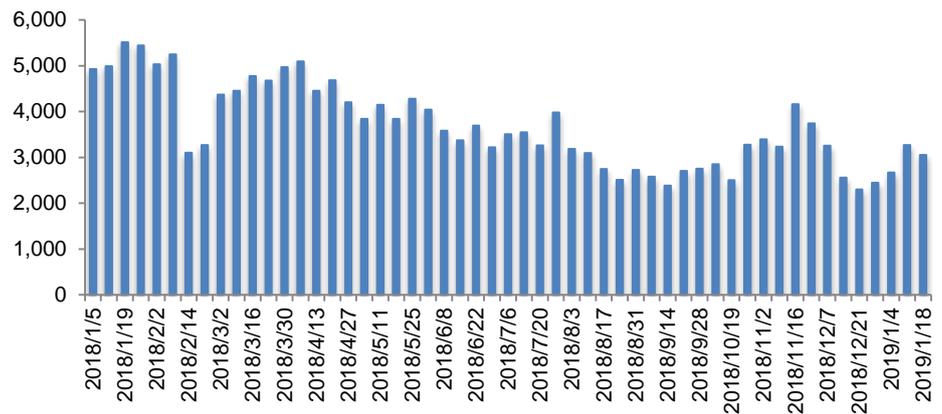
表4：中央经济工作会议以来的监管政策

时间	来源	内容
2018.11.5	中国国际进口博览会-习近平总书记	设立科创板并试点注册制
2018.12.19	证监会党委	当前最重要的是把习近平总书记关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的重要指示，作为新时代资本市场深化改革的头等大事，抓紧落实落地
2018.12.19-21	中央经济工作会议	提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵

		的问题
2018.12.24	刘士余讲话	以更大决心、更大勇气、更大力度推进资本市场改革开放，充分释放市场活力，切实保护投资者合法权益，让资本市场更好服务供给侧结构性改革，更好促进实体经济高质量发展
2019.1.5	证监会-刘士余讲话	强化依法全面从严监管，严厉打击各类证券期货违法违规行 为，切实保护投资者合法权益
2019.1.11	证监会	尽快推动上海科创板试点落地，统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市、投资者适当性管理等基础制度改革；同时深化创业板与新三板改革，深化市场化并购重组改革
2019.1.12	资本市场论坛-方星海讲话	1) 进一步的采取措施活跃交易；股指期货，三次放宽交易措施效果仍然不足，需进一步放开；2) 需要有各种手段工具，让市场充分博弈，保证定价合理；证监会抓紧出台一些双方都可以用的各种工具。3) 提高上市公司质量完善交易制度，引导更多中长期资金入市；4) 推动科创板和试点注册制尽快的落地。
2019.1.14	外汇管理局	经国务院批准，合格境外投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿。
2019.1.15	券商中国	券商股票交易接口有望对量化私募重新开放，首批开放的节点或在春节后。此举将对 A 股流动性带来一定利好，量化私募相关策略的效率也将有所提高。
2019.1.17	深交所	2019 将积极引导上市公司通过并购重组推进供给侧结构性改革，大力支持新技术、新产业、新业态、新模式企业通过并购重组进入上市公司。
2019.1.17	债券市场国际论坛-央行副行长潘功胜讲话	准备研究推出债券 ETF 指数型产品，财政部计划增加 2019 年关键期限国债发行，适时全面开放回购交易；大力推进人民币衍生品使用。
2019.1.17	沪深交易所	上交所债券质押式回购延长交易时间 30 分钟；深交所另外增加收盘集合竞价。
2019.1.18	沪深交易所	《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》：融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，若累计回购期限已满或将满 3 年，经交易双方协商一致，延期后累计的回购期限可以超过 3 年，以存量延期方式缓解融入方还款压力。
2019.1.18	证监会	发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》

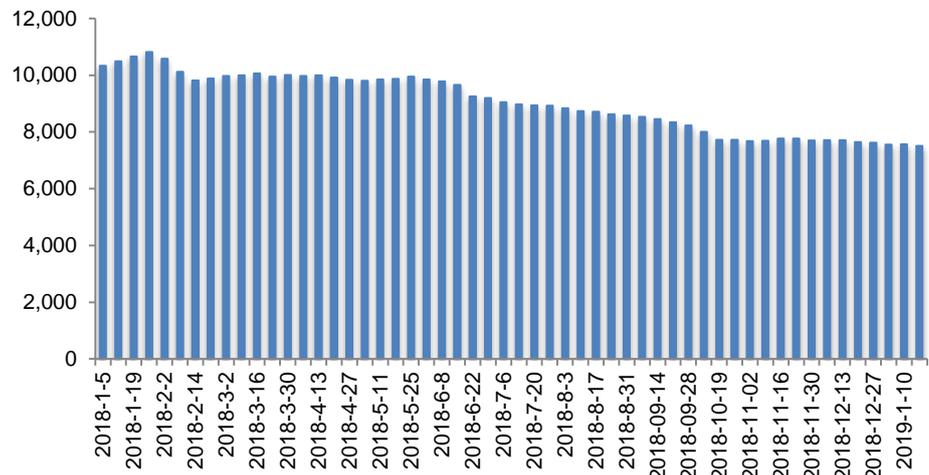
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



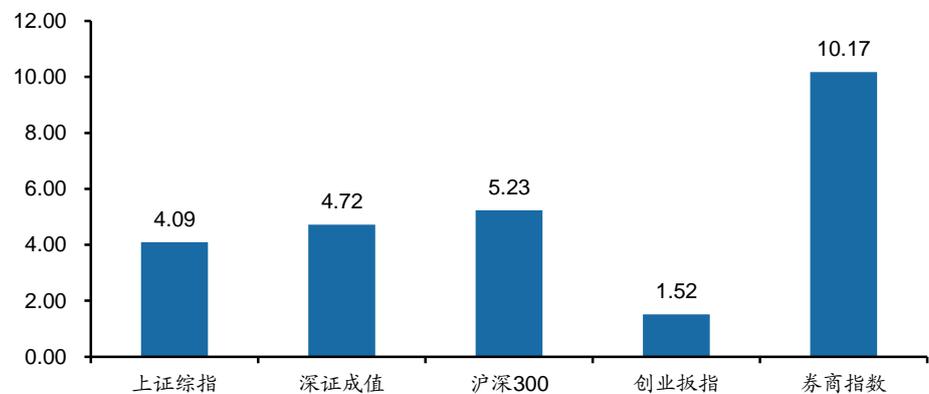
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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: 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	北京市西城区月坛南街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。