

政策利好，纾困加码，看好券商板块

——非银金融行业周观点(1.14-1.20)

强于大市 (维持)

日期: 2018年10月21日

市场概况:

上周(1.14-1.20)市场持续回暖,各类指数均有回升。非银金融板块在上周上涨2.44%,其中保险板块(3.63%)表现领先,券商板块(1.59%)和多元板块(0.13%)表现稍逊。

动态新闻:

- 1) 券商系占据半壁江山 公募基金生态渐变
- 2) 内资投行在港业务持续拓展 紧抓机遇迎接挑战
- 3) 银保监会责令长安责任险停止接受除车险和责任险以外的新业务
- 4) 五大上市险企去年保费收入2.2万亿 增逾10%

行业观点:

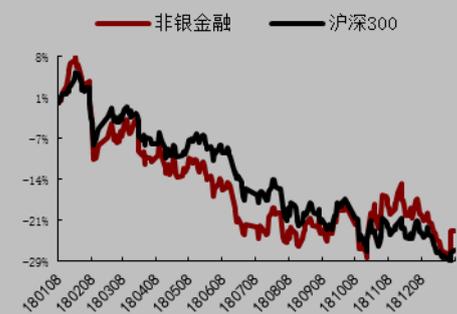
券商:政策多利好,纾困再加码。上周来看,证券市场政策利好连续出现:1)回购和衍生品交易适时放开;2)并购重组再提速;3)QFII扩容,落实对外开放。自2018年四季度以来,资本市场改革不断推进,在整体制度完善和局部鼓励创新两方面均有举措出台,监管边际放松迹象明显。而上周的多项举措也显示了监管层的政策延续性,政策放松利于提振市场信心、修复券商业绩预期,而QFII总额度的翻倍将带来增量外资流入,市场流动性进一步改善,春季躁动行情有望强化。此外针对股票质押风险,沪深交易所也发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》,允许质押展期3年以上,明确对新增质押融入资金全部用于偿还违约合约债务可以不适用2018年3月减持新规约束。我们认为《通知》旨在拉长质押业务久期,通过以时间换空间的思路给予股东更强的风险处置灵活性。此次管层重申维护优质上市公司、化解股票质押流动性风险的决心,股票质押风险短期缓释,市场对于券商资产质量的担忧情绪也进一步出清。从历史经验来看,券商行情的启动有两大基础,分别是监管政策的边际放松和流动性环境的边际改善。就当前时点而言,我们认为这两方面基础正在逐步形成,尽管业绩的拐点仍需等待,但基本面企稳修复的预期正在不断强化,券商资产质量问题也获得较大缓解,维持“强于大市”板块评级,看好板块后市表现。个股方面,首推龙头中信证券、华泰等多家龙头券商的PB估值仍处历史相对低位,兼具低估值(PB)和高回报(ROE)优势,具有较高配置价值,建议投资者密切关注。

保险:保费数据向好,短期估值承压。日前银保监会公布了2018

盈利预测和投资评级

股票简称	17A	18E	18PE	评级
中信证券	0.94	0.92	19.43	买入
华泰证券	1.3	1.16	15.90	买入
中国平安	4.99	5.81	10.31	增持
中国太保	1.62	2.06	14.48	买入

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10月19日

相关研究

万联证券研究所 20181226_行业专题报告_AAA_我国寿险公司负债成本研究

万联证券研究所 20181224_非银金融行业周观点(12.17-12.23)_AAA_板块短期回调,可逢低配置龙头

分析师: 缴文超/张译从

执业证书编号:0270518030001/S0270518090001

电话: 010-66060126

邮箱: jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理: 喻刚/孔文彬

电话: 010-66060126/021-60883489

邮箱: yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

年 1-11 月行业保费数据，行业原保费收入 35420 亿，同比增长 3.0%，增速持续提升。整体来看，寿险健康险延续高增长：全行业 11 月保费 2388 亿，同比增长 18.9%，年累计增速升至 3.0。人身险公司保费增速继续改善，大公司增速稳健：人身险公司 11 月单月保费收入 1432 亿，同比增长 28.4%，年累计降幅继续收窄至 0.5%。大公司仍然凭借巨大的续期保费优势保持较快增速，中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华人寿 1-11 月增速分别为 4.5%、20.9%、15.5%、11.7%，环比相对稳定。预计全年人身险公司保费增速将大概率转正，部分公司新单由于低基数效应有望取得超预期增长，行业全年新业务价值增速较上半年将明显改善。目前压制保险板块估值的因素有二：1) 长端利率下行预期。当前金融降杠杆承销渐显，对宏观经济造成的冲击逐渐也随之显现。货币政策整体宽松的格局下，利率下行预期高企保险负债端准备金计提压力增加；2) 开门红理财型产品销售承压。从上市险企的开门红情况来看，2019 年开门红理财型产品销售不及预期，尽管保障型产品持续发力，但其增长速度仍无法弥补理财型产品销售不利带来的缺口，开门红不利或将影响一季度新单保费的表现。综合来看，仍需持续跟踪两方面因素的后续变化，若同时出现长端利率企稳回升和新单保费增速改善，则板块有望出现估值修复的行情。

多元金融层面：信托业绩依旧承压。日前经纬纺机和泛海控股分别披露了中融信托和民生信托未经审计的 2018 年财务信息，两家信托公司净利润均有较大幅度下降。根据就经纬纺机披露的子公司财务信息来看，中融信托在 2018 年实现营业总收入 58.74 亿元，同比下降 10.09%，实现净利润 21.4 亿元，小幅下降 23.73%。同时，根据泛海控股发布的民生信托经营业绩来看，公司在 2018 年实现营业收入 23.89 亿元，同比下降 27.8%，实现净利润 10.88 亿元，同比下降了约 40%。当前来看，包括中融信托和民生信托在内，已有五家信托公司初步披露了 2018 年业绩，整体表现不及预期，主营的信托业务收入多有回落。2018 年监管部门持续加强对通道业务的监管，去杠杆态势依旧，信托通道业务规模明显减少，行业承压明显。在行业去杠杆、去通道、去刚兑的大背景下，信托公司的转型压力仍在，看好转型领先、主动管理能力较强的龙头公司。

风险提示：

金融监管力度超预期；宏观经济下行风险；地缘政治风险。

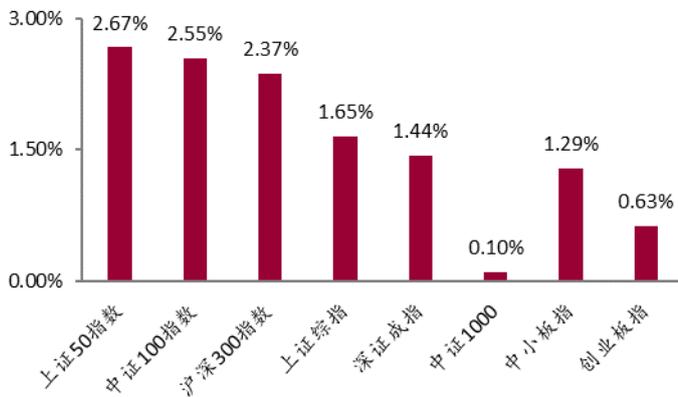
目录

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.....	7
2.5 新三板业务.....	8
2、保险数据.....	8
4、信托数据.....	9
5、动态信息.....	10
5.1 行业热点.....	10
5.2 公司动态.....	12
6、投资建议.....	13
7、风险提示.....	15
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）.....	5
图表 8：股基累计日均成交额情况（亿元）.....	5
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）.....	6
图表 11：股票发行情况（亿元）.....	6
图表 12：债券发行情况（亿元）.....	6
图表 14：融资融券余额情况（亿元）.....	7
图表 15：上市券商挂牌和做市数量情况.....	8
图表 16：保险业原保费累计数据（万元）.....	8
图表 17：保险业原保费单月数据（万元）.....	9
图表 18：信托资金余额情况（亿元）.....	9
图表 19：信托资金到期情况（亿元）.....	9
图表 20：信托产品发行情况（万元）.....	10
图表 21：信托市场存续情况（亿元）.....	10

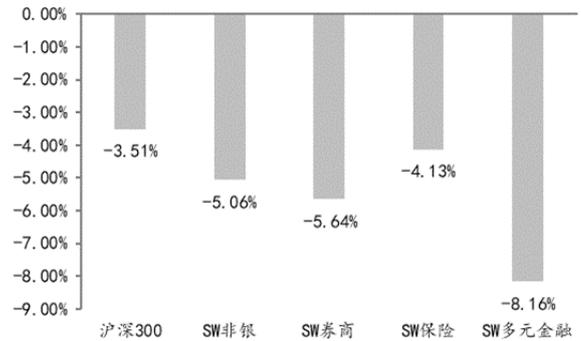
1、市场概况

上周市场持续好转，各类指数继续回升。具体来看，沪深300指数、上证综指和深证成指分别上涨2.37%、1.65%和1.44%，中小板指也有1.29个百分点的涨幅，而创业板指则小幅上涨0.63个百分点。分行业来看，28个申万一级行业中，共22个行业上涨，其中食品饮料、采掘和钢铁涨幅靠前，分别上涨5.64%、4.35%和4.27%。下跌行业中，国防军工(-1.90%)、休闲服务(-0.86%)和综合(-0.06%)跌幅居前。非银金融方面，上周上涨2.44%，细分板块来看，上周保险板块(3.63%)表现领先，券商板块(1.59%)和多元板块(0.13%)表现稍逊。

图表1：上周市场指数表现



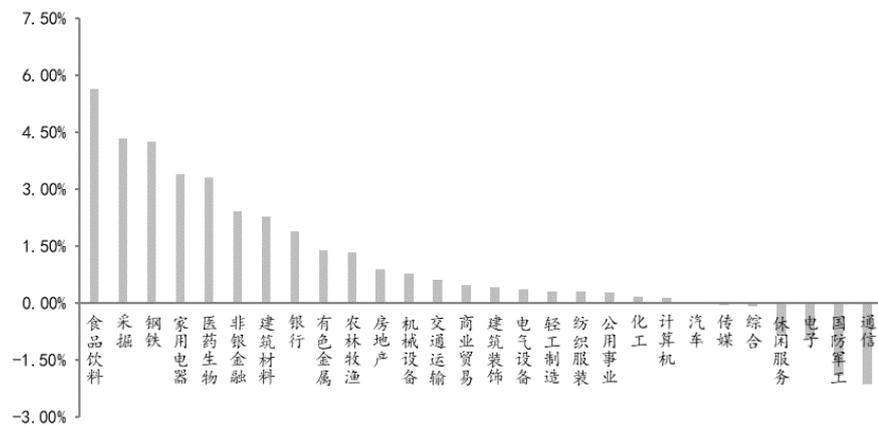
图表2：上周非银金融及板块表现



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）

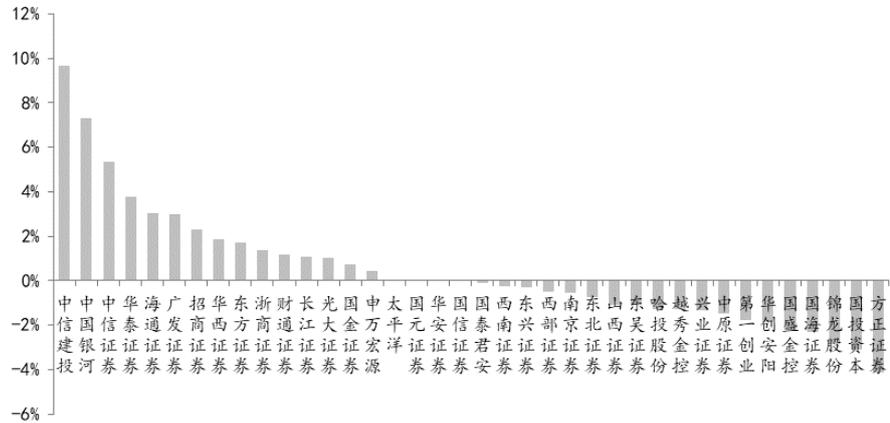


资料来源：wind，万联证券研究所

个股方面，券商板块共有15只个股上涨，其中中信建投、中国银河和中信证券表现良好，分别上涨9.68%、7.33%和5.36%；方正证券(-4.12%)、国投资本(-3.10%)和锦龙股份(-2.87%)则跌幅较大；保险股方面，四大上市险企中，中国太保(6.99%)涨幅领先，中国人寿、新华保险和中国平安的涨跌幅分别为5.18%、3.70%和3.19%，次新股中国人保小幅上涨0.55%；多元金融方面，个股走势有所分化，鲁信创投、五矿资本、

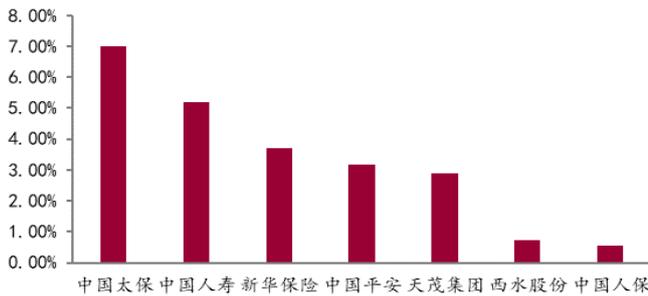
渤海金控涨幅居前，分别上涨15.92%、1.92%和1.05%。而华铁科技(-7.81%)、新力金融(-5.73%)、香溢融通(-5.49%)则跌幅较大。其他相关个股中，东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的涨跌幅分别为1.74%、-10.06%、-0.43%和-0.11%。

图表4：上周券商板块个股表现



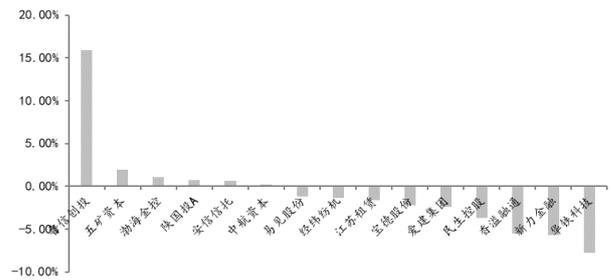
资料来源：wind，万联证券研究所

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



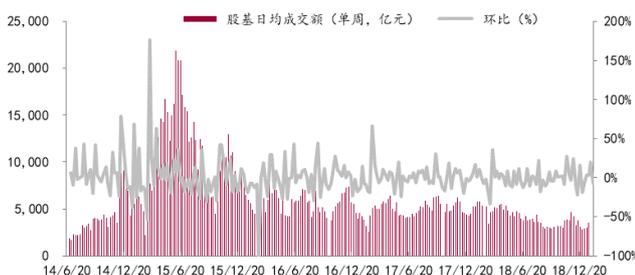
资料来源：wind，万联证券研究所

2、券商数据

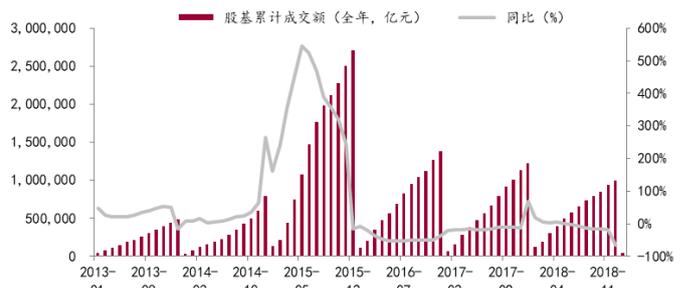
2.1 经纪业务

上周股基日均成交3,285.49亿元，环比下降7.46%。截至上周末，2018年两市股基累计成交额43,059.71亿元，年初至今股基日均成交额3,312.29亿元，同比下降40.17%。

图表7：股基日均成交额情况（亿元）



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

资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务

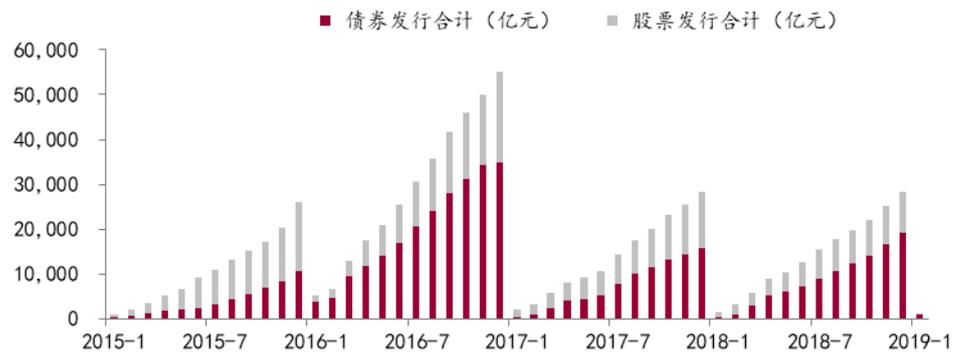
1月来看, 市场IPO资金40亿元、再融资27亿元, 目前暂无配股项目。核心债券市场方面, 发行规模合计1086亿元, 其中企业债发行113亿元, 公司债发行708亿元, 可转债发行265亿元。2019年至今, IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表:

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	4,886	3,506	1,453	9,845	2,827	512	717	4,056
2011	2,705	3,754	324	6,783	2,485	1,291	413	4,190
2012	995	3,727	70	4,792	6,499	2,623	164	9,286
2013		3,510	457	3,967	5,007	2,263	520	7,789
2014	666	6,752	139	7,557	11,629	3,028	841	15,498
2015	1,578	13,723	41	15,342	3322	7421	98	10,694
2016	1,634	18,092	299	20,025	6,505	28,292	195	34,993
2017	2,186	10,197	203	12,586	3,736	10,985	947	15,668
2018	1,375	7,581	189	9,144	2,394	15,913	791	19,098
2019	40	27		67	113	708	265	1,086

资料来源: wind, 万联证券研究所

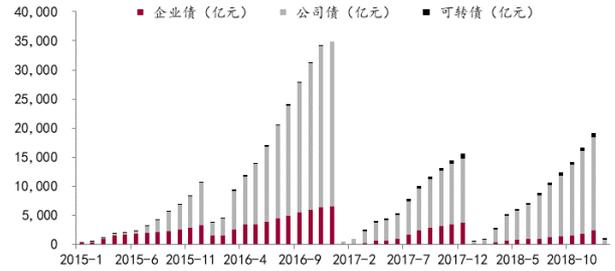
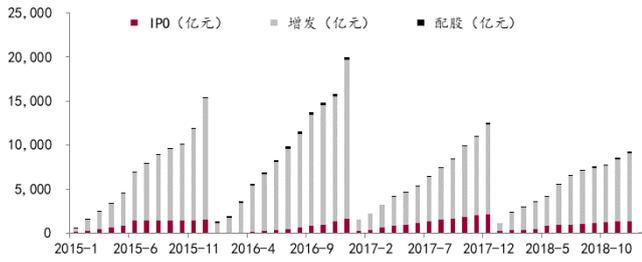
图表10: 投行发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 股票发行情况 (亿元)

图表12: 债券发行情况 (亿元)



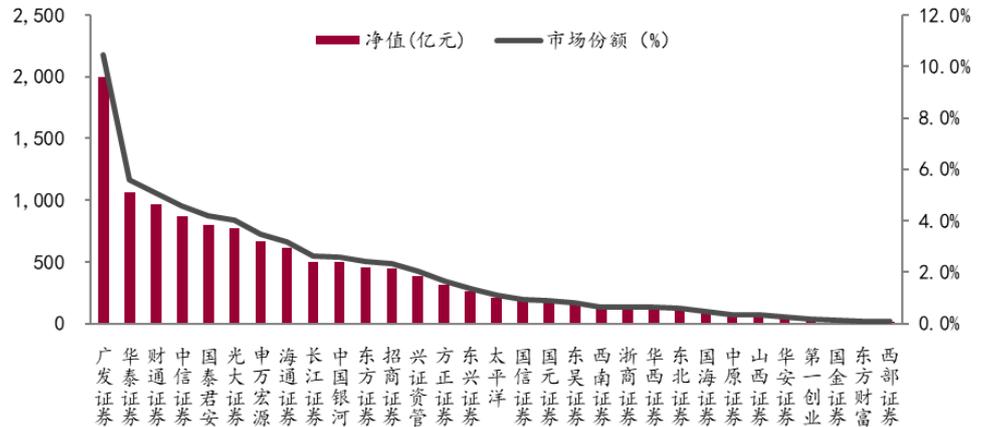
资料来源: wind, 万联证券研究所

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19,070.55亿元。上市券商层面, 资产管理规模净值以广发证券(1,993.56)、华泰证券(1,067.69)和财通证券(968.53)表现领先。

图表13: 券商资管净值及市场份额 (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7507.24亿元, 其中融资余额7434.8亿元, 融券余额72.44亿元。

图表14: 融资融券余额情况 (亿元)

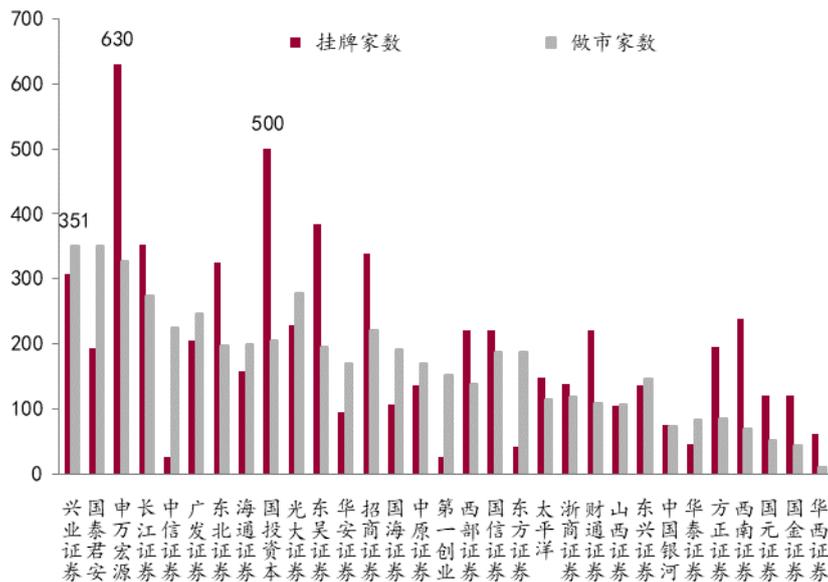


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.5 新三板业务

截至上周末, 新三板挂牌企业数量10622家, 其中2019年新挂牌16家。券商中以申万宏源证券 (630家)、安信证券 (国投资本, 500家)、中泰证券 (448家) 挂牌企业数量排名靠前, 以中泰证券 (356家)、兴业证券 (351家)、国泰君安 (351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

2、保险数据

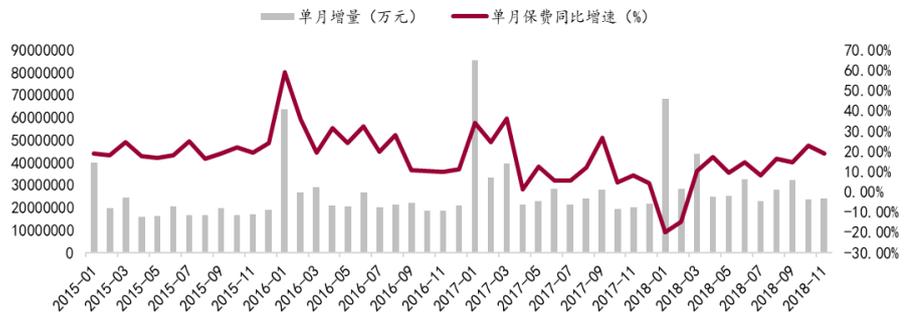
从银保监会公布的行业保费数据来看, 2018年11月行业原保费收入为2,388亿元, 较去年同期上升18.85%; 2018年1-11月, 行业原保费收入为35,420亿元, 较去年同期上升2.97%。

图表16: 保险业原保费累计数据 (万元)



资料来源：银保监会，万联证券研究所

图表17：保险业原保费单月数据（万元）



资料来源：银保监会，万联证券研究所

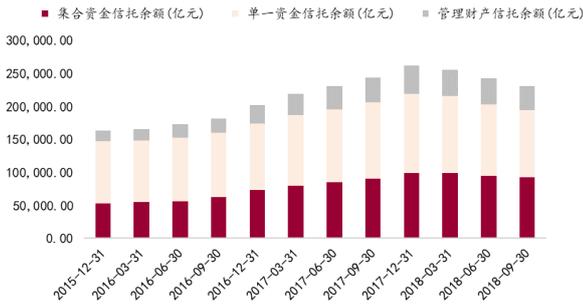
4、信托数据

信托业协会数据显示，截至2018年三季度末，信托行业资产余额合计231,392.10亿元，其中集合资金信托余额92,403.17亿元，占比39.93%，单一资金信托余额102,535.61亿元，占比44.31%，管理财产信托余额36,453.32亿元，占比15.75%。较二季度末而言，三季度资产余额规模下滑4.65%，其中单一资金信托余额规模下滑达到5.43%。而信托资金到期情况来看，2018年12月末将有1,937只产品到期，合计到期规模达到7,460亿元，其中集合信托到期3,162亿元，单一信托到期3,330亿元，管理财产信托到期968亿元。

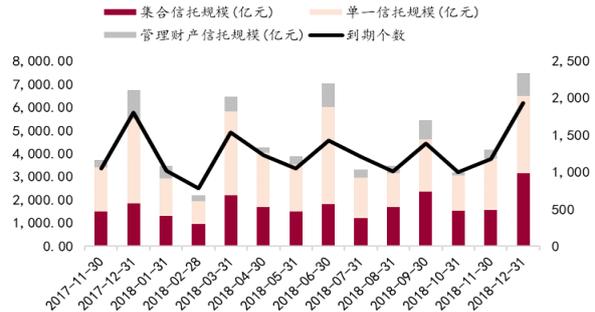
就单周情况来看，根据wind统计口径，上周信托市场周平均发行规模为0.81亿元，平均预计收益率为7.57%。存续产品方面，截至上周末信托市场存续规模为35,691亿元，较前一周下降0.30%。

图表18：信托资产余额情况（亿元）

图表19：信托资金到期情况（亿元）



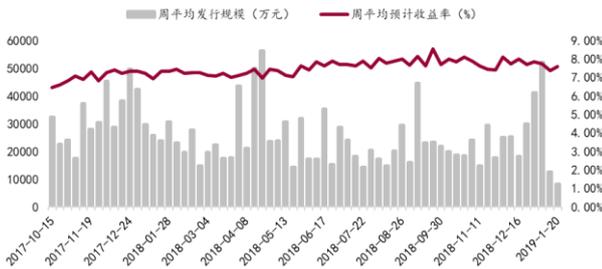
资料来源: wind, 万联证券研究所



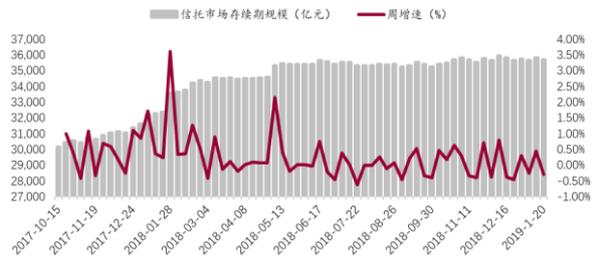
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表20: 信托产品发行情况 (万元)

图表21: 信托市场存续情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

5、动态信息

5.1 行业热点

【券商】券商系占据半壁江山 公募基金生态渐变

近期,“券商系”再度吹响进军公募基金的“集结号”。天风证券近日表示,正在积极推进公募基金牌照的申请工作,相关申请材料已上报中国证监会;华林证券也正在申请公募基金牌照。近年来,公募基金业务成为券商及资管子公司重点关注业务之一,目前已有13家券商及资管子公司拥有公募牌照,分别是东证资管、浙商资管、华融证券、山西证券、国都证券、渤海汇金资管、东兴证券、中银国际证券、北京高华证券、财通资管、长江资管、华泰证券资管和中泰资管。

目前,券商的发展已从单纯地规模扩张,向特色化方向发展,各家券商都在发力探索自己的优势领域。在资管新规等政策出台后,部分业务被重新划分,券商存在寻求新通道承接资管业务的需求。而获得公募牌照,无疑将带来主动管理的优势。目前,公募凭借诸多优势获得券商关注,已有不少券商尝试进入该行业。如在税收方面,增值税等税种令公募更具优势。同时,目前很多机构在进行‘泛金控大平台’建设,希望自身既有银行、保险机构,也有券商、基金等平台,这样在很多方面可以实现资源共享,避免重复建设,达到‘1+1>2’的效果。而且,各平台下人才可以交流,取长补短、发挥彼此优势。

(资料来源:《上海金融报》 1月14日发布)

【券商】内资投行在港业务持续拓展 紧抓机遇迎接挑战

1月15日,微盟集团、成都高速相继在港交所挂牌上市,其IPO背后的投行,是海通国际、中信里昂、中金香港和建银国际等4家内资券商。事实上,随着香港联交所

IPO募资规模再次登顶全球，2018年内资券商在以IPO为代表的港股投行业务上取得可喜成果。业内人士表示，随着内地企业对于走出国门，接轨国际的需求不断增加，内资券商投行应当积极迎接机遇，在满足客户需求的同时，实现自身发展。据港交所统计数据，2018年共有207家公司上市，集资2778.5亿港元，其中内地企业赴港上市的潮流，也使得内资券商在其中的表现可圈可点。据中国证券报记者不完全统计，内资券商共参与保荐了86家公司，占据了超过40%的市场份额。其中，中信里昂以参与保荐11家公司的成绩排名第二，仅次于保荐13家的高盛；中金香港则以保荐9家的成绩位列第四；招证国际、光大融资、建银国际等内资券商也表现不俗。业内人士指出，由于外资大行和港股存量公司依然保持着良好的关系，如果加上再融资和配股承销，香港股票发行和配股承销业务的龙头位置依然被外资大行占据。从2017年的数据来看，承销金额前十的承销商中，摩根、高盛和美银美林高居前三位，内资仅海通国际、招商银行和建设银行入围前十，但内资券商正呈快速赶超态势，已有11席闯进前20名。内资券商投行业务近年崛起的原因主要在于三个方面：在承销做市端，金融危机给内资券商带来了人才队伍建设机会；承揽端，内资券商和内地企业的天然联系；而随着内资客户海外配置需求不断提升，内资券商在匹配内资客户需求方面更具优势。

（资料来源：《中证报》1月17日发布）

【保险】银保监会责令长安责任险停止接受除车险和责任险以外的新业务

1月14日，银保监会对长安责任险下发监管函，因为2018年3季度，长安责任险核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率均为-41.50%，偿付能力不达标，风险综合评级为D类。

根据《保险公司偿付能力监管规则第10号：风险综合评级（分类监管）》第二十七条和第二十九条的相关规定，经银保监会偿付能力监管委员会第一次工作会议研究决定，对长安责任险采取以下监管措施：

- 一、责令增加资本金，完成增资扩股工作；
- 二、总公司及分支机构停止接受除车险和责任险以外的新业务（包括直接保险业务和再保险分入业务）；
- 三、停止增设分支机构。

（资料来源：《21世纪报》1月14日发布）

【保险】五大上市险企去年保费收入2.2万亿 增逾10%

随着中国人保2018年度保费数据昨日晚间出炉，A股五家上市保险公司的去年的保费业绩出齐：2018年共实现保费收入近2.2万亿，同比增长10.81%。展望2019年，业内人士表示，保险业保费增速能否维持正增长，或者出现见底回升，关键还看寿险业务。

5家上市保险公司的子公司，囊括了产险和寿险的头部公司。在产险方面，行业前三排名稳定，中国人保旗下的人保财险去年实现保费收入3492.9亿，同比增长11.08%；平安财险实现保费收入2159.8亿元，同比增长14.57%；太保产险实现保费收入1051亿元，同比增长12.85%。在寿险方面，中国人寿去年实现保费收入5362亿，同比增长4.67%，平安寿险实现保费收入4468.85亿，同比增长21.13%；太保寿险实现保费收入2013.43亿元，同比增长15.73%；新华保险实现保费收入1222.86亿元，同比增长11.89%；人保寿险实现保费收入937.17亿元，同比减少11.78%。作为保险行业的头部公司，上市公司的业绩要明显好于行业整体水平。上述5家上市公司保费收入同比去年增长了10.81%，预计将高于全行业增幅。

2019年保险业保费增速能否维持正增长，或者出现见底回升，关键还看寿险业务。历史数据看，2018年前11个月，包括寿险、健康险公司等在内的人身险公司原保险保费收入2.47万亿元，同比仍下降0.5%，但与年初同比下降超25%相比已经明显收窄。然而，也有业内人认为，形势不容乐观，理由之一是寿险行业的首年期缴保费出现了负增长。由于过去几年的快速增长带来的续期业务增长明显，使得寿险整体负增长不那么明显，但随着时间的推移，这一因素会被逐渐消化。预计2019年寿险首年期缴保费负增长将继续。另外，随着利率下调，保险产品的收益率下降是趋势，将导致产品在市场上的吸引力下降。投资方面，随着利率下行，经济增长放缓，寿险公司将面临资产收益下行、资本市场波动加剧、信用风险暴露和违约事件频发等风险，资产负债匹配的难度加大。保障型的健康险业务增长明显，是去年保险业的亮点。但有业内人士认为它体量尚小，增长额度不足以弥补理财型产品下降造成的缺口。

对于2019年保险行业的展望，也有不少人态度积极，认为从保费规模来讲，未来十年，中国依然是全球增长最快的保险市场。联合评级对2019年保险行业信用风险进行了展望，认为随着2018年车险费改进一步深化，长期有利于优化车险业务结构，提高车险盈利能力，但在汽车销量增长乏力背景下，预计财险公司保费增速将继续保持稳中有降趋势。在人身险公司方面，产品结构、渠道转型将进一步深化，保障型产品会逐步改善险企收入结构。人身险龙头企业的行业地位或将更加稳固，中小人身险公司未来将面临一定的运营压力和资金压力。联合评级预计，未来保险监管环境将维持偏紧态势，行业不会发生重大系统性风险。随着保险公司业务转型中资本补充需求增加，保险业发债需求或将增加。

(资料来源：《证券时报》1月17日发布)

5.2 公司动态

【国信证券】2019年1月15日，国信证券股份有限公司发布公告，2019年度第一期短期融资券已于2019年1月11日发行完毕，实际发行额35亿元，票面利率2.98%。

【东吴证券】2019年1月16日，东吴证券股份有限公司接控股股东国发集团通知，国发集团质押给浙商银行股份有限公司苏州分行的7700万股公司限售流通股，已于近日在中国证券登记结算有限责任公司办理了证券质押登记解除手续。截至公告日，国发集团持有公司7.06亿股(其中，有限售条件流通股1.09亿股)，占公司总股本的23.52%；累计质押5000万股，占其所持公司股份的7.09%，占公司总股本的1.67%。

【天风证券】2019年1月16日，天风证券股份有限公司发布公告，公司2019年度拟使用自有资金向并表范围内的控股子公司天风天睿、天风期货提供总额度不超过人民币100,000万元的借款，借款期限最长不超过1年；天风天睿和天风期货按市场同期银行贷款利率的标准向公司支付资金使用费，到期还本付息。2018年度，公司为控股子公司天风天睿提供借款共计17,600万元，为控股子公司天风期货提供借款共计9,000万元；已收到还款11,484万元。公司不存在其他对关联方提供借款事项。

【广发证券】2019年1月18日，广发证券股份有限公司收到中国证券监督管理委员会广东监管局《关于核准广发证券股份有限公司设立20家分支机构的批复》文件。根据该批复，公司获准在北京、包头、沈阳、上海、常州、江阴、芜湖、上饶、广州、珠海、重庆、成都、西安、深圳、厦门等地设立20家分支机构。

【新华保险】2019年1月15日，新华人寿保险股份有限公司发布公告，新华人寿保险股份有限公司于2018年1月1日至2018年12月31日期间累计原保险保费收入为人民币12,228,558万元。

【中国人寿】2019年1月15日，中国人寿保险股份有限公司发布公告，公司于2018年1月1日至2018年12月31日期间，累计原保险保费收入约为人民币5,362亿元。

【西水股份】2019年1月16日，内蒙古西水创业股份有限公司发布公告，子公司天安财产保险股份有限公司于2018年1月1日至2018年12月31日期间累计原保险保费收入为人民币1,510,316.31万元。

【中国平安】2019年1月17日，中国平安保险（集团）股份有限公司发布公告，控股子公司平安财险于2018年1月1日至2018年12月31日期间的原保险合同保费收入为24,744,392万元；平安人寿原保费收入44,688,452万元；平安养老原保费收入2,111,208万元；平安健康原保费收入370,314万元。

【中国人保】2019年1月17日，中国人民保险集团股份有限公司发布公告，公司2018年1月1日至2018年12月31日经由本公司子公司中国人民财产保险股份有限公司、中国人民健康保险股份有限公司及中国人民人寿保险股份有限公司所获得的原保险保费收入分别为388,003百万元、14,798百万元及93,717百万元。

6、投资建议

券商：政策多利好，纾困再加码

上周来看，证券市场政策利好连续出现：1) 回购和衍生品交易适时放开：1月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；2) 并购重组再提速：1月17日深交所宣布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) QFII扩容，落实对外开放：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3000亿美元；同时继续完善QFII制度，扩大外汇市场双向开放。

自2018年四季度以来，资本市场改革不断推进，在整体制度完善和局部鼓励创新两方面均有举措出台，监管边际放松迹象明显。而上周的多项举措也显示了监管层的政策延续性，政策放松利于提振市场信心、修复券商业绩预期，而QFII总额度的翻倍将带来增量外资流入，市场流动性进一步改善，春季躁动行情有望强化。

此外，针对股票质押风险，深交所于1月18日发布《2018年度股票质押回购风险分析报告》，报告数据显示截至2018年12月31日，两市低于合约规定履约保障比例的质押市值为2990亿元，从前期承诺出资的纾困基金总规模上来看，已经暴露的股票质押风险基本可以覆盖。同时沪深交易所也发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，允许质押展期3年以上，明确对新增质押融入资金全部用于偿还违约合约债务可以不适用2018年3月减持新规约束。我们认为《通知》旨在拉长质押业务久期，通过以时间换空间的思路给予股东更强的风险处置灵活性。此次管理层重申维护优质上市公司、化解股票质押流动性风险的决心，股票质押风险短期缓释，市场对于券商资产质量的担忧情绪也进一步出清。

从历史经验来看，券商行情的启动有两大基础，分别是监管政策的边际放松和流动性环境的边际改善。就当前时点而言，我们认为这两方面基础正在逐步形成，尽管业绩的拐点仍需等待，但基本面企稳修复的预期正在不断强化，券商资产质量问题也获得较大缓解，维持“强于大市”板块评级，看好板块后市表现。标的选择方面，我们坚定看好龙头券商。在2018年相对弱势的市场环境中，龙头券商凭借大体量、高评级、强风控等优势，已经展现出较强的经营韧性。而2019年以沪伦通、科创板为代表的多项制度创新均是业务资源向龙头券商的再集中，行业马太效有望进一步强化。目前中信、华泰等多家龙头券商的PB估值仍处历史相对低位，兼具低估值（PB）和高回报（ROE）优势，具有较高配置价值，建议投资者密切关注。

保险：保费数据向好，短期估值承压

日前银保监会公布了2018年1-11月行业保费数据，行业原保费收入35420亿，同比增长3.0%，增速持续提升。整体来看，寿险健康险延续高增长：全行业11月保费2388亿，同比增长18.9%，年累计增速升至3.0。分险种看，财产险11月单月增速仅为5.5%，年内新低，年累计增速降至10.1%，人身险11月单月增速28.7%，带动年累计增速从上月的-0.8%转正至0.5%，其中寿险、健康险、意外险均实现快速增长，单月增速分别为28.4%、30.9%、23.3%。预计全年行业总保费收入增速将提升至4%左右。

1) 人身险公司保费增速继续改善，大公司增速稳健：人身险公司11月单月保费收入1432亿，同比增长28.4%，年累计降幅继续收窄至0.5%。大公司仍然凭借巨大的续期保费优势保持较快增速，中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华人寿1-11月增速分别为4.5%、20.9%、15.5%、11.7%，环比相对稳定。预计全年人身险公司保费增速将大概率转正，部分公司新单由于低基数效应有望取得超预期增长，行业全年新业务价值增速较上半年将明显改善。

2) 财产险公司保费增速继续下降，龙头公司地位稳固：财产险公司11月单月保费收入955亿，同比增长6.9%，1-11月累计保费收入10629亿，年累计增速从上月的12.6%继续降至12.1%。大公司龙头地位依旧稳固，1-11月人太三巨头市场份额合计64.1%，环比提升0.2pct，其中平安略升人保略降。汽车销量持续低迷和商车费改持续推进背景下，预计财险公司保费增速将继续保持稳中有降趋势，全年增速可能降至12%以下。但“报行合一”效果能否达到预期以及高税负能否缓解是影响财险行业盈利能力的关键。

目前压制保险板块估值的因素有二：1) 长端利率下行预期。当前金融降杠杆承销渐显，对宏观经济造成的冲击逐渐也随之显现。货币政策整体宽松的格局下，利率下行预期高企保险负债端准备金计提压力增加；2) 开门红理财型产品销售承压。从上市险企的开门红情况来看，2019年开门红理财型产品销售不及预期，尽管保障型产品持续发力，但其增长速度仍无法弥补理财型产品销售不利带来的缺口，开门红不利或将影响一季度新单保费的表现。

综合来看，仍需持续跟踪两方面因素的后续变化，若同时出现长端利率企稳回升和新单保费增速改善，则板块有望出现估值修复的行情。

我们认为，保险行业“业务+投资+价值”投资逻辑中，业务改善仍在持续。但当前央行放水的背景下，利率下行预期仍处高位，叠加开门红仍有较大不确定性，板块估值在短期内仍受影响，但长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。个股方面，从长期价值投资的角度而言，建议关注新单保费数据较优的龙头中国平安和中国太保。

多元金融：信托业绩依旧承压

日前经纬纺机和泛海控股分别披露了中融信托和民生信托未经审计的2018年财务信

息，两家信托公司净利润均有较大幅度下降。

根据经纬纺机披露的子公司财务信息来看，中融信托在2018年实现营业总收入58.74亿元，同比下降10.09%，实现净利润21.4亿元，小幅下降23.73%。而从业务收入来看，中融信托实现手续费及佣金净收入23.65亿元，同比下降23.08%；投资收益11.38亿元，同比下降17.56%；其他业务收入14.8亿元，同比增长25.95%。受资管新规主导的“去通道”转型影响，公司信托业务依旧承压，但其他业务收入上升，主要系财富管理业务的迅速发展所致。公司的直销品牌“中融财富”旗下财富顾问人数已经破千，预计能在未来进一步支撑财富管理业务发展，提供多元化的利润增长点。

同时，根据泛海控股发布的民生信托经营业绩来看，公司在2018年实现营业收入23.89亿元，同比下降27.8%，实现净利润10.88亿元，同比下降了约40%。收入构成方面，手续费及佣金净收入18.38亿元，同比增长11.65%，但投资收益仅5.4亿元，同比下降了56.16%。我们认为，民生信托作为业内主动管理转型领先的公司（2017年末主动管理类业务规模占比76%；主动类收入占比96%），其信托业务的转型压力已经边际减弱，但投资端表现严重不及预期，大幅拖累公司净利。此外预计部分股权质押项目的“踩雷”也对业绩产生一定影响。

当前来看，包括中融信托和民生信托在内，已有五家信托公司初步披露了2018年业绩，整体表现不及预期，主营的信托业务收入多有回落。2018年监管部门持续加强对通道业务的监管，去杠杆态势依旧，信托通道业务规模明显减少，行业承压明显。在行业去杠杆、去通道、去刚兑的大背景下，信托公司的转型压力仍在，看好转型领先、主动管理能力较强的龙头公司。

7、风险提示

金融监管力度超预期；宏观经济下行风险；地缘政治风险。

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2018年10月19日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		17A	18E	19E	最新		17A	18E	19E	最新	
600030.SH	中信证券	0.94	0.92	1.01	12.61	17.88	19.02	19.43	17.70	1.42	买入
601688.SH	华泰证券	1.3	1.16	1.24	12.88	18.44	14.18	15.90	14.87	1.43	买入
601318.SH	中国平安	4.99	5.81	6.73	28.88	59.92	12.01	10.31	8.90	2.07	增持
601601.SH	中国太保	1.62	2.06	2.5	15.78	29.83	18.41	14.48	11.93	1.89	买入

资料来源：wind，万联证券研究所

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