

## 证监会“易”帅，开门红依旧承压

——非银金融行业周观点(1.21-1.27)

强于大市 (维持)

日期: 2019年1月28日

### 市场概况:

上周(1.21-1.27)市场震荡上行,多数股指收涨。非银金融行业上涨0.33%,其中保险板块(2.06%)表现领先,券商板块(-1.00%)和多元板块(-2.46%)均有回调。

### 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:快报业绩低迷,证监会换帅或迎新气象

从已经公布业绩快报的上市公司来看,净利润普遍大幅下滑,仅中信证券(-17.83%)和中信建投(-23.11%)经营较为稳健,东方证券(-65.13%)、国海证券(-77.28%)、长江证券(-83.23%)等多家券商净利下滑突破六成,而太平洋证券预计亏损-12到-14亿元。基本面维持承压,但券商2018年的低迷业绩已为市场所充分预期,且已体现在当前板块的底部估值中。随着近期春季躁动行情的演绎以及证券市场相关利好的不断刺激,资金对于板块偏好正在快速提升。此外上周末证监会迎来换帅消息,国务院宣布任命前工商银行董事长易会满为新任主席。前任主席刘士余在任期间,市场整体处于严监管格局。对于游资炒作的抑制和对上市公司资本运作的监管强化尽管有助于规范资本市场长期健康发展,但在客观上对于市场投融资参与度以及交易热情都有一定影响。而2018年10月以来对资本运作和交易的监管出现松动,新任证监会主席的上任也将强化市场对严监管边际放松的预期,市场风险偏好可能进一步提升,对于后市春季行情的演绎有潜在的催化作用。标的选择方面,我们坚定看好龙头券商,中信、华泰兼具低估值(PB)和高回报(ROE)优势,具有较高配置价值。

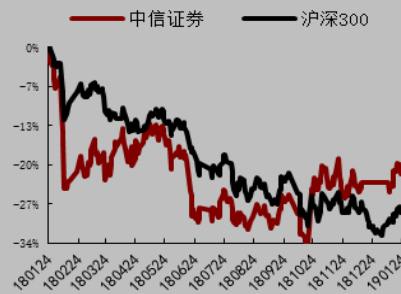
#### 保险:保费数据向好,开门红效应淡化

日前上市险企发布2018年1-12月经营数据。四大寿险公司12月总保费增速均有改善,国寿、平安、太保、新华12月单月保费239亿、324亿、57亿、62亿,增速8.6%、24.4%、25.5%、15.0%,带动年累计增速均有小幅提升,分别升至4.7%、21.1%、

### 盈利预测和投资评级

股票简称	17A	18E	18PE	评级
中信证券	0.92	0.92	19.61	买入
华泰证券	1.16	1.16	16.21	买入
中国平安	5.81	5.81	10.55	增持
中国太保	2.06	2.06	14.66	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: 2019年1月25日

### 相关研究

- 万联证券研究所 20190110\_中信证券(600030.SH)事项点评\_AAA\_收购预案出台,龙头补强华南业务
- 万联证券研究所 20190117\_行业月报\_AAA\_上市险企12月保费数据点评
- 万联证券研究所 20190115\_行业专题报告\_AAA\_从经营效率看寿险公司价值提升
- 万联证券研究所 20190113\_非银金融行业周观点(1.7-1.13)\_AAA\_券商12月营收净利分化,信托业绩承压

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

15.7%、11.9%，主要是受益于续期保费的稳定增长以及年底新单的超预期增长。国寿、平安、太保、新华 2018 年全年保费分别为 5362 亿、4469 亿、2133 亿、1223 亿。由于部分公司逐渐淡化开门红效应，导致 2018 年底翘尾收官，实现超预期增长，但也使得 2019 年初增速可能不及预期。值得关注的是，平安太保个险新单 Q4 增长超预期，全年 NBV 增速有望大幅改善。平安太保在 2019 年逐渐淡化开门红效应，Q4 将更多精力放在年度收官，其中平安寿险 12 月个险新单 123 亿，同比 33.8%，超越预期，Q4 增长 21.5%，太保寿险 Q4 个险新单 71 亿，同比 164%，主要是 2017Q4 低基数（仅 27 亿）导致。Q4 新单快速增长将带动 NBV 增速明显改善，我们根据最新数据预测，平安寿险及健康险业务 NBV 年度增速有望达到 7%-10% 左右，太保寿险 NBV 增速将大幅提升，全年增速有望改善至 -2% 左右（中期为 -17.5%）。目前板块估值已跌至合理区间下沿，保费数据的回暖在近期催化板块有所反弹，而反弹行情的延续性仍取决于险企年报业绩、利率走势、开门红数据和投资端企稳情况。长期来看，保险行业长期价值成长趋势未改，继续维持行业“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。其中中融信托在 2018 年实现净利润 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%。而民生信托实现净利润 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，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。整体来看，信托公司的 2018 年业绩表现不及预期，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。

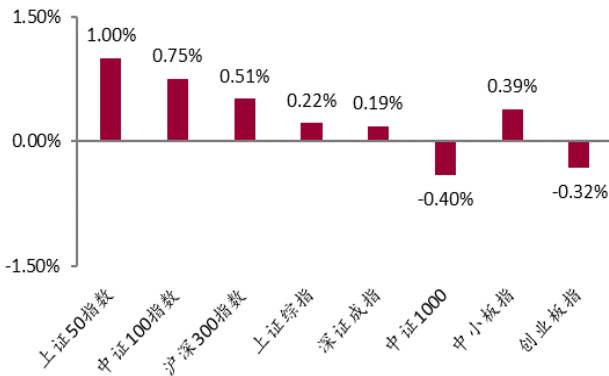
## 目录

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.....	7
2、保险数据.....	8
4、信托数据.....	9
5、动态信息.....	9
5.1 行业热点.....	9
5.2 公司动态.....	11
6、投资建议.....	12
7、风险提示.....	14
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 13：券商资管产品净值与市场份额（亿元，%）.....	7
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.....	7
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）.....	8
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）.....	9
图表 21：信托市场存续情况（亿元）.....	9

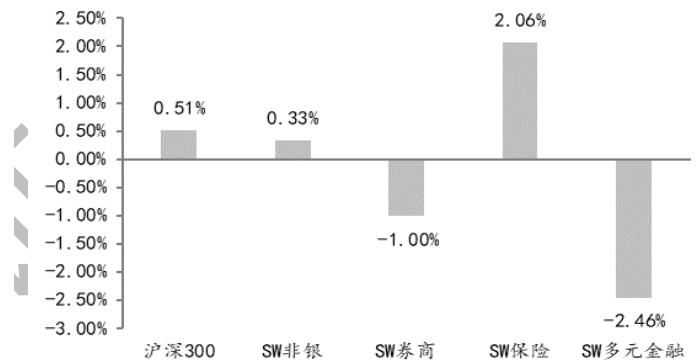
## 1、市场概况

上周大盘震荡攀升，指数多数收涨。具体来看，沪深300指数、上证综指和深证成指分别上涨0.51%、0.22%和0.19%，中小板指也有0.39个百分点的涨幅，但创业板指则小幅下滑0.32个百分点。分行业来看，28个申万一级行业中，共11个行业上涨，其中银行、电子和汽车涨幅靠前，分别上涨2.10%、1.83%和1.48%。下跌行业中，休闲服务(-1.91%)、有色金属(-1.87%)和综合(-1.82%)跌幅居前。非银金融行业上涨0.33%，其中保险板块(2.06%)表现领先，券商板块(-1.00%)和多元板块(-2.46%)均有回调。

图表1：上周市场指数表现



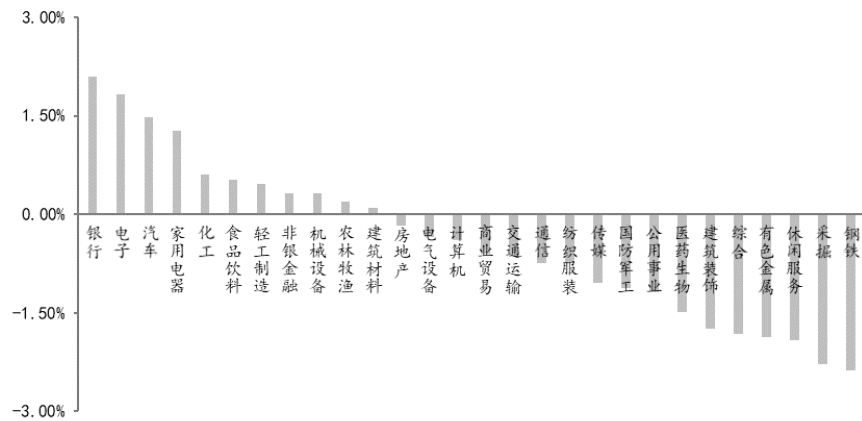
图表2：上周非银金融及板块表现



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）

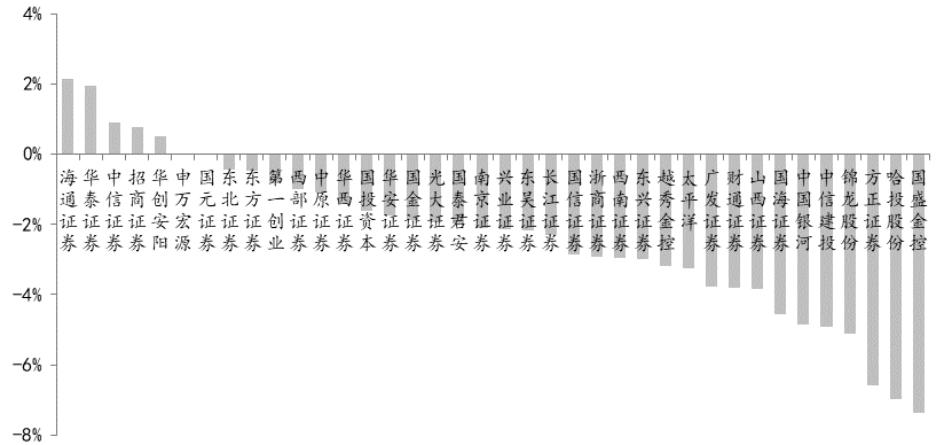


资料来源：wind，万联证券研究所

个股方面，券商板块共有5只个股上涨，其中，海通证券、华泰证券和中信证券等头部券商表现良好，分别上涨2.13%、1.95%和0.89%；国盛金控(-7.35%)、哈投股份(-6.99%)和方正证券(-6.60%)则跌幅较大；保险股方面，四大上市险企中，中国人寿(3.67%)涨幅领先，中国平安、中国太保和新华保险的涨跌幅分别为2.29%、1.21%和-0.05%，次新股中国人保与上周保持持平；多元金融方面，个股走势有所分化，易见股份、爱建集团、五矿资本涨幅居前，分别上涨6.60%、2.49%和2.42%。而鲁信创投(-12.84%)、九鼎投资(-10.02%)、宝德股份(-5.76%)则跌幅较大。其他相关个股中，

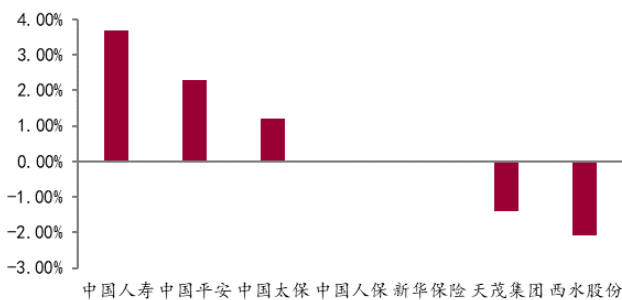
东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的涨跌幅分别为0.39%、-16.65%、-5.22%和-4.38%。

图表4：上周券商板块个股表现



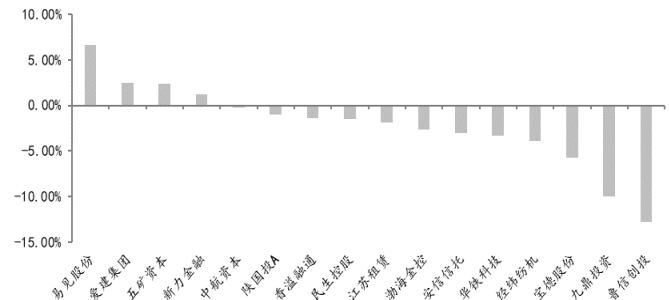
资料来源：wind, 万联证券研究所

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



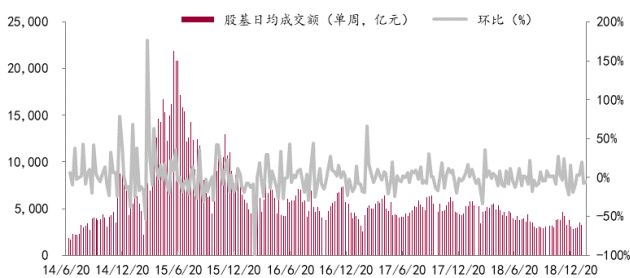
资料来源：wind, 万联证券研究所

## 2、券商数据

### 2.1 经纪业务

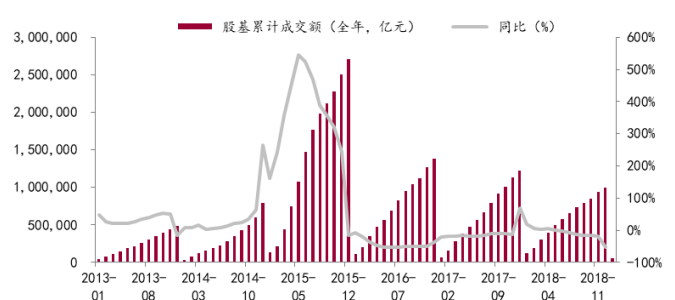
上周股基日均成交3,126.59亿元，环比下降4.84%。截至上周末，2018年两市股基累计成交额58,692.68亿元，年初至今股基日均成交额3,260.70亿元，同比下降41.10%。

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

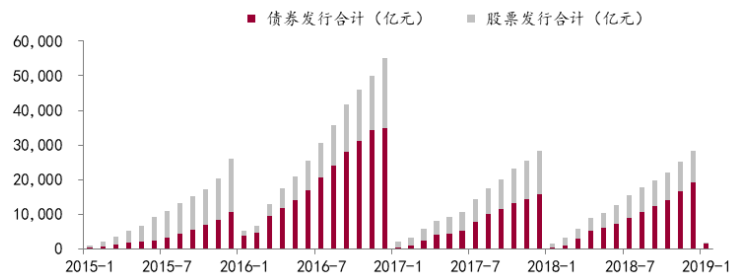
1月来看，市场IPO资金85亿元、再融资107亿元，目前暂无配股项目。核心债券市场方面，发行规模合计1609亿元，其中企业债发行258亿元，公司债发行1074亿元，可转债发行277亿元。2019年至今，IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表：

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	85	107		192	258	1,074	277	1,609

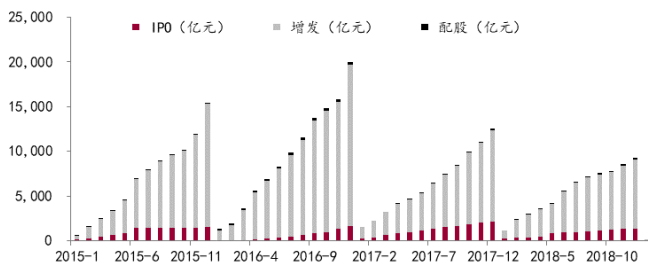
资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：投行发行情况（亿元）



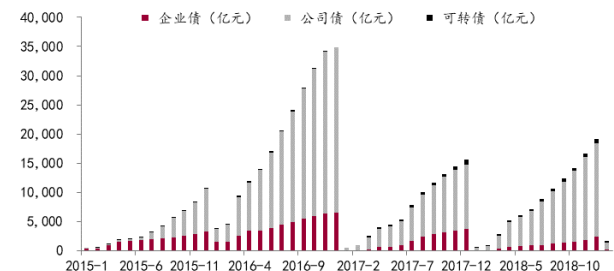
资料来源：wind，万联证券研究所

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）

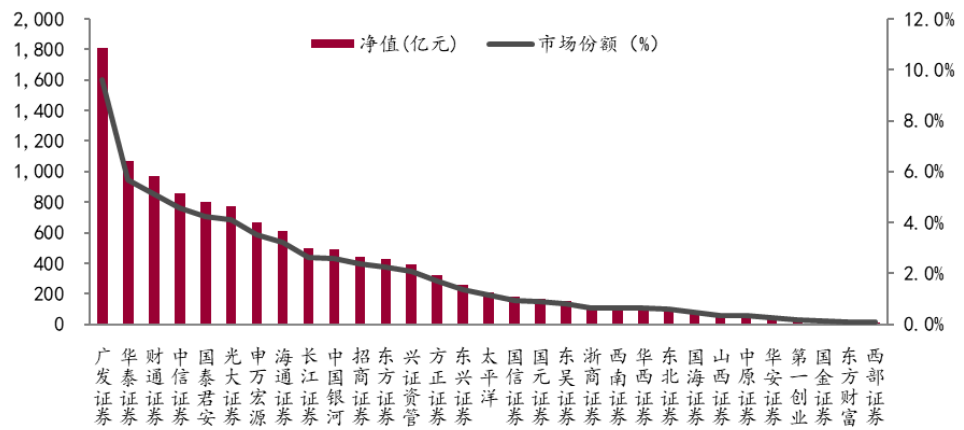


资料来源：wind，万联证券研究所

### 2.3 资管业务

截至上周末，券商集合资产管理规模净值18,829.77亿元。上市券商层面，资产管理规模净值以广发证券(1,811.10)、华泰证券(1,067.69)和财通证券(968.53)表现领先。

图表13: 券商资管产品净值与市场份额 (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7473.61亿元，其中融资余额7403.68亿元，融券余额69.93亿元。

图表14: 融资融券余额情况 (亿元)

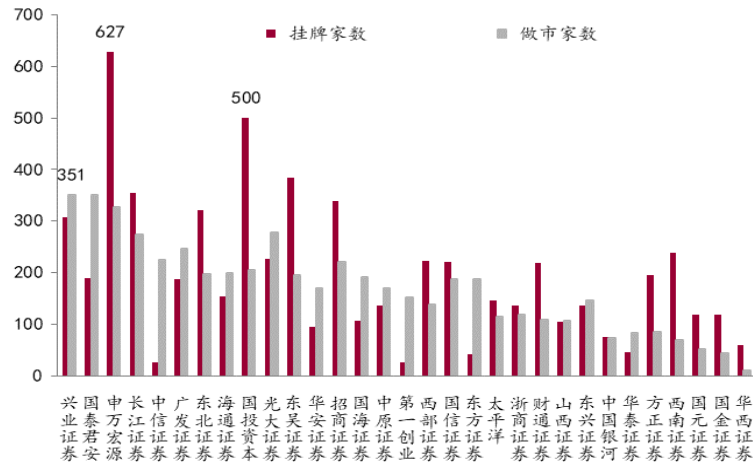


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 2.5 新三板业务

截至上周末，新三板挂牌企业数量10583家，其中2019年新挂牌21家。券商中以申万宏源证券(627家)、安信证券(国投资本, 500家)、中泰证券(449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

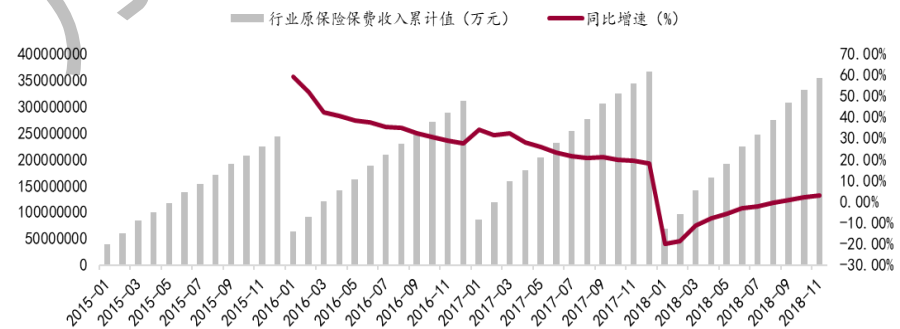


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2、保险数据

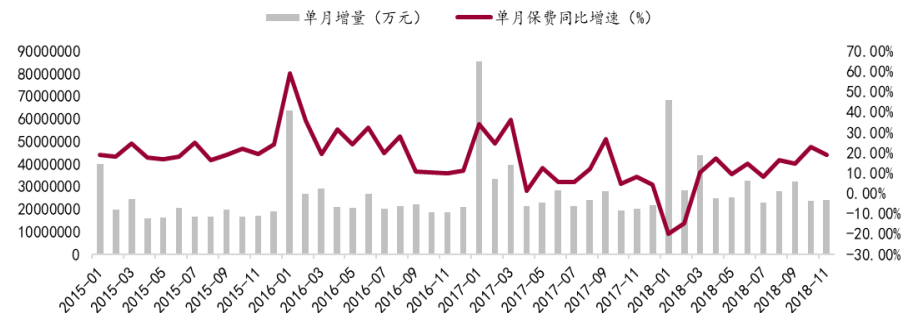
从银保监会公布的行业保费数据来看, 2018年11月行业原保费收入为2,388亿元, 较去年同期上升18.85%; 2018年1-11月, 行业原保费收入为35,420亿元, 较去年同期上升2.97%。

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

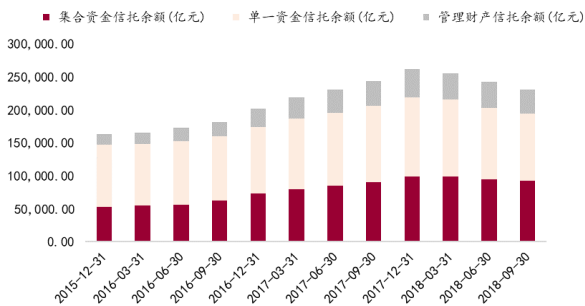


## 4、信托数据

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。

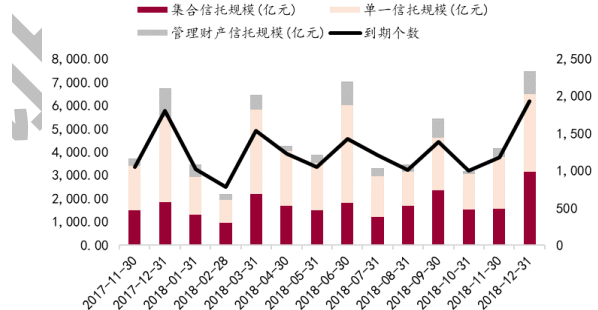
就单周情况来看,根据wind统计口径,上周信托市场周平均发行规模为1.14亿元,平均预计收益率为7.00%。存续产品方面,截至上周末信托市场存续规模为35,528亿元,较前一周下降0.46%。

图表18: 信托资产余额情况(亿元)



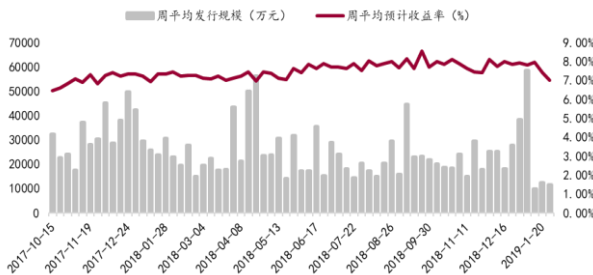
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 信托资金到期情况(亿元)



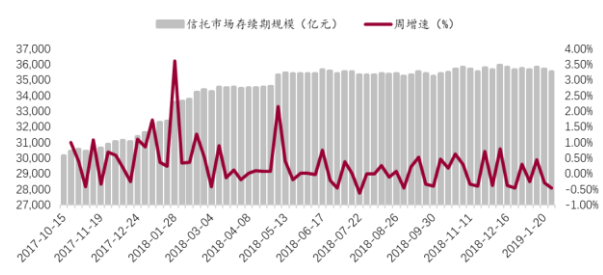
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表20: 信托产品发行情况(万元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

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

## 5、动态信息

### 5.1 行业热点

#### 【券商】证监会将推动地方债产品创新 对承销券商加大激励力度

证监会公司债券监管部主任陈飞1月17日在“2019年地方政府债务管理研讨会”上表示,证监会将全力配合财政部门、地方政府持续做好地方债的发行保障工作,持续推动地方债产品创新和交易机制的完善,加强二级市场建设,加强对各类机构和个人投资者的培育,加大对证券公司承销地方债的激励力度,提高证券公司积极性。陈飞表示,地方债在交易所债券市场发行是一个双赢的选择:一方面交易所债市为地方债顺利发行提供了强有力的支持和保障;另一方面,地方债在交易所发行有利

于改善交易所的债券产品结构，形成利率债和信用债双轮驱动的格局。

他说，经过两年发展，交易所已经成为地方债发行的重要渠道，形成了以下四方面特征：

一是发行规模大、品种全。统计显示，2018年各省区市在交易所市场发行地方债规模为2.56万亿元，同比增长150%，占公开发行业总规模的68%，债券类型涵盖了目前所有的债券品种，覆盖了短、中、长期限。

二是市场化水平日益提高，交易所债市在地方债发行的过程中，始终坚持市场化导向，承销过程中，市场化询价使发行主体的基本面得到了更加客观的反映，提升了市场化定价水平。

三是投资主体更加多元化。此前地方债投资者主要是银行机构，目前交易所债券市场投资的结构比较多元，除银行外，证券公司、保险公司、基金公司等非银机构，理财产品、工商企业、境外机构和个人也都参与其中。

四是服务国家重大战略的成效比较显著。尤其是雄安新区地方债的成功发行，为雄安新区建设的开局起步提供了资金保障。

陈飞透露，下一步证监会将全力配合财政部门、地方政府的发行节奏，持续做好地方债发行保障工作，持续推动地方债产品创新和交易机制完善，加强二级市场建设，加强对各类机构和个人投资者的培育。

同时，证监会还将多措并举，加大对证券公司承销地方债的激励力度，提高证券公司的参与积极性，促进地方政府债券市场持续健康发展。

此外，陈飞介绍说，近年来证监会持续推动交易所地方债券的发行工作，具体举措包括：提升对地方债发行人的服务水平，积极对接财政部门的业务需求；加快创新步伐，推出首个地方债ETF产品，研究地方债交易做市业务；加大对证券公司承销地方债的激励力度，将证券公司参与地方债的承销情况作为考核内容，调动券商承销地方债的积极性；加强对个人投资者推广，持续开展地方债发行前后的宣传工作等。

（资料来源：《中证协》 1月21日发布）

### 【券商】38家券商民企纾困资管计划出资规模已超520亿元

1月22日，中国证券业协会通报证券行业支持民营企业发展系列资管计划进展，截至2019年1月20日，又有江海证券、长城国瑞证券、东北证券、华宝证券、国海证券、财富证券、中航证券、联讯证券等8家证券公司均已完成协议签署，并承诺自愿出资。

截至目前，50家公司承诺出资规模累计达545亿元。截至2019年1月20日，已有38家证券公司共成立了53只系列资管计划和11只子计划，出资规模总计529.3亿元左右。此前，2018年10月31日，证券业协会推动设立证券行业支持民营企业发展资管计划工作全面启动，协会组织召开“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”发起人会议，11家证券公司作为联合发起人，就255亿（部分公司在此前约定基础上追加了出资）出资规模签署了发起人协议，作为共同发起人发起行业系列资产管理计划。

（资料来源：《新京报》1月22日发布）

### 【保险】银保监会印发进一步加强车险监管有关事项 针对两方面问题

据银保监会网站21日消息，为进一步加强车险监管，维护车险消费者合法权益，推进车险高质量发展，为下一步的商业车险改革营造良好市场环境，银保监会印发《中国银保监会办公厅关于进一步加强车险监管有关事项的通知》（简称《通知》）。

《通知》主要针对当前车险市场未按照规定使用车险条款费率和业务财务数据不真实两个方面问题，提出以下措施：

一是银保监会各派出机构按照职责，依法对辖区内财产保险机构车险经营违法违规行为进行查处。为确保监管措施的及时性和有效性，对市场乱象问题快速进行纠正，各派出机构查实财产保险机构未按照规定报批和使用车险条款、费率的行为后，银保监会或其派出机构可对相关财产保险机构采取责令停止使用车险条款和费率、限期修改等监管措施，并依法对相关财产保险机构及责任人员进行处罚。

二是由中国保险行业协会（简称“保险业协会”）建立对会员单位投诉举报的受理、核查制度，并将违法违规线索及时报送银保监会财险部。

三是由中国保险信息技术管理有限责任公司（简称“中国保信”）建立车险费率执行相关数据的监测机制，将数据异常情况及时报送银保监会财险部。

《通知》的发布实施，将对维护车险市场秩序、遏制违法违规行为将起到有效作用，有利于商业车险改革的顺利推进。下一步，银保监会及其派出机构、保险业协会、中国保信将加强协调合作，共同整治车险市场违法违规问题。

（资料来源：《证券时报网》1月21日发布）

### 【保险】银保监会放开限制 允许保险机构投资银行无固定期限资本债券

1月24日，银保监会决定放开限制，允许保险机构投资商业银行发行的无固定期限资本债券。

为支持商业银行进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，增强服务实体经济和风险抵御能力，丰富保险资金配置，银保监会将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。

1月24日早些时候，为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时，将主体评级不低于AA级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。

（资料来源：《21世纪报》1月24日发布）

## 5.2 公司动态

【长城证券】2019年1月22日，长城证券股份有限公司发布公告，公司面向合格投资者公开发行面值总额不超过10亿元公司债券已获得中国证券监督管理委员会证监核准。公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）发行规模为不超过10亿元（含10亿元），发行价格为每张100元，全部采取网下面向合格投资者询价配售的方式发行。

【第一创业】2019年1月23日，第一创业证券股份有限公司发布公告，公司全资子公司一创投行收到中国证券监督管理委员会北京监管局《关于核准第一创业证券承销保荐有限责任公司变更注册资本的批复》，核准一创投行注册资本由8亿元变更为4亿元。根据批复，一创投行将尽快依法办理验资手续及工商变更登记手续。

【长江证券】2019年1月23日，长江证券股份有限公司发布业绩快报，报告期内，公司营业收入43.51亿元，较上年同期下降23.19%；营业利润2.18亿元，较上年同期下降88.71%；利润总额2.60亿元，较上年同期下降86.73%；归属于上市公司股东的净

利润2.59亿元，较上年同期下降83.23%；基本每股收益0.05元，较上年同期下降82.14%；加权平均净资产收益率0.99%。

【中信证券】2019年1月26日，中信建投证券股份有限公司发布业绩快报，公司营业收入人民币109.07亿元，较去年同期下降3.50%；归属于母公司股东的净利润为人民币30.87亿元，较去年同期下降23.11%。

【西水股份】2019年1月24日，内蒙古西水创业股份有限公司发布业绩预告，预计2018年度实现归属于上市公司股东的净利润，与上年同期相比将减少20.11亿元，同比下降83.97%左右；预计2018年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，与上年同期相比将增加4.66亿元，同比增长400.56%左右；

【中国人寿】2019年1月25日，中国人寿保险股份有限公司发布公告，公司执行董事许恒平先生已于2019年1月24日向公司董事会提出辞任本公司执行董事及风险管理委员会委员职务，该辞任于同日起生效。

【中国太保】2019年1月25日，中国太平洋保险（集团）股份有限公司发布公告，公司近日收到中国银保监会《关于中国太平洋保险（集团）股份有限公司戎国强任职资格的批复》。中国银保监会已核准了戎国强先生担任本公司总经理助理的任职资格。

## 6、投资建议

### 券商：快报业绩低迷，证监会换帅或新气象

上周证券业协会发布券商2018年度经营数据，131家券商实现营业收入2,662.87亿元，同比下降14.47%，实现净利润666.20亿元，同比下降41.04%，共计106家公司实现盈利。分业务来看，经纪、投行、利息收入均有大幅下滑，同比降幅分别为24.06%/32.73%/38.28%。而从已经公布业绩快报的上市公司来看，净利润也普遍大幅下滑，仅中信证券（-17.83%）和中信建投（-23.11%）经营较为稳健，东方证券（-65.13%）、国海证券（-77.28%）、长江证券（-83.23%）等多家券商净利下滑突破六成，而太平洋证券预计亏损-12到-14亿元。

基本面维持承压，但券商2018年的低迷业绩已为市场所充分预期，且已体现在当前板块的底部估值中。随着近期春季躁动行情的演绎以及证券市场相关利好的不断刺激，资金对于板块偏好正在快速提升。上周深改委通过科创板总体实施方案，明确在上海证券交易所设立科创板并试点注册制是实施创新驱动发展战略、深化资本市场改革的重要举措，并将统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，完善资本市场整体制度建设。在市场改革深化的背景下，以科创板为代表的制度创新将为行业带来业务机遇，龙头券商受益政策红利将率先受益。此外证券业协会也在上周发布券商纾困项目最新情况，50家券商承诺出资规模545亿，38家已设立规模529.30亿，19家投出资金规模84.99亿。我们认为纾困项目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。而随着项目的持续落地，股票质押流动性风险的逐步缓释，市场对于券商资产质量的担忧情绪也进一步出清。

近期来看，证券板块持续受益于资本市场改革加速以及股权质押风险边际缓和，估值修复行情有望延续。不仅如此，上周末证监会迎来换帅消息，国务院宣布任命前工商银行董事长易会满为新任主席。前任主席刘士余在任期间，市场整体处于严监管格局。



对于游资炒作的抑制和对上市公司资本运作的监管强化尽管有助于规范资本市场长期健康发展，但在客观上对于市场投融资参与度以及交易热情都有一定影响。而2018年10月以来对资本运作和交易的监管出现一定的松绑，新任证监会主席的上任也将强化市场对严监管边际放松的预期，市场风险偏好可能进一步提升，对于后市春季行情的演绎有潜在的催化作用。标的选择方面，我们坚定看好龙头券商，当前以科创板、沪伦通等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。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。

### 保险：保费数据向好，开门红效应淡化

日前上市险企发布2018年1-12月经营数据。四大寿险公司12月总保费增速均有改善，国寿、平安、太保、新华12月单月保费239亿、324亿、57亿、62亿，增速8.6%、24.4%、25.5%、15.0%，带动年累计增速均有小幅提升，分别升至4.7%、21.1%、15.7%、11.9%，主要是受益于续期保费的稳定增长以及年底新单的超预期增长。国寿、平安、太保、新华2018年全年保费分别为5362亿、4469亿、2013亿、1223亿。由于部分公司逐渐淡化开门红效应，导致2018年底翘尾收官，实现超预期增长，但也使得2019年初增速可能不及预期。

值得关注的是，平安太保个险新单Q4增长超预期，全年NBV增速有望大幅改善。平安太保在2019年逐渐淡化开门红效应，Q4将更多精力放在年度收官，其中平安寿险12月个险新单123亿，同比33.8%，超越预期，Q4增长21.5%，太保寿险Q4个险新单71亿，同比164%，主要是2017Q4低基数（仅27亿）导致。Q4新单快速增长将带动NBV增速明显改善，我们根据最新数据预测，平安寿险及健康险业务NBV年度增速有望达到7%-10%左右，太保寿险NBV增速将大幅提升，全年增速有望改善至-2%左右（中期为-17.5%）。而财险方面，人保、平安、太保12月单月保费360亿、245亿、117亿，增速8.1%、7.7%、9.8%，均不到两位数，使得年累计增速均有一定下滑，分别降至11.1%、14.6%、12.8%。车险方面，平安12月仅增长5.3%，年累计6.6%，太保车险年累计增速8.0%。汽车销量持续低迷和商车费改持续推进背景下，2019年车险增速仍然承压，财险行业保费增长仍将由非车险拉动。

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。目前部分公司淡化2019年开门红的迹象较为明显，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。

我们认为，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，但目前估值已跌至合理区间下沿，保费数据的回暖在近期催化板块有所反弹，而反弹行情的延续性仍取决于险企年报业绩、利率走势、开门红数据和投资端企稳情况。长期来看，保险行业长期价值成长趋势未改，继续维持行业“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%。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，已有多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：2019年1月25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	16.97	18.05	18.45	16.80	1.43	买入
601688.SH	华泰证券	1.3	1.16	1.24	12.88	17.77	13.67	15.32	14.33	1.46	买入
601318.SH	中国平安	4.99	5.81	6.73	28.88	58.07	11.64	9.99	8.63	2.12	增持
601601.SH	中国太保	1.62	2.06	2.5	15.78	27.88	17.21	13.53	11.15	1.91	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