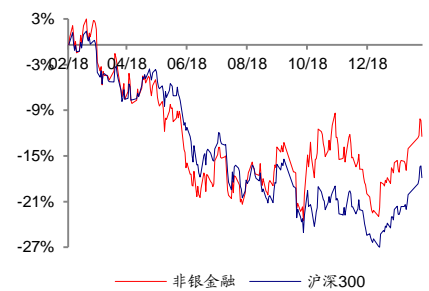


非银金融行业

流动性改善带动证券板块β行情

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-02-17

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: 寿险公司 2018 全年保费实现同比正增长 2019-02-11
 非银金融行业: 资本市场改革推进, 利好行业发展 2019-01-27
 非银金融行业: 资本市场改革持续推进 2019-01-20

联系人: 陈韵杨 0755-82984511
 chenyunyang@gf.com.cn

中国 1 月社会融资规模增量 4.64 万亿人民币, 1 月份人民币贷款增加 3.23 万亿元, 同比多增 3284 亿元。其中住户部门贷款增加 9898 亿元, 非金融企业及机关团体贷款增加 2.58 万亿元, 票据融资增加 5160 亿元, 非银行业金融机构贷款减少 3386 亿元。新增信托贷款 345 亿元为自 2018 年 3 月以来首月转正。

● 证券: 流动性改善带来β行情

我们认为, 流动性改善利好证券板块, 带动券商证券产生β行情。流动性改善一方面有助于推动市场流动性与交易活跃度提升, 另一方面有助于降低券商业务成本。复盘流动性改善带来行情: 2008 年下半年, 央行连续下调存贷款基准利率、准备金率, 2008 年 9 月-2009 年 12 月, 券商板块上涨 75%, 相对收益 34%; 2011 年 12 月央行一共下调 2 次存贷款基准利率, 3 次准备金率, 2012 年-2013 年 2 月, 券商板块上涨 62%, 相对收益 53%; 2014 年 11 月央行下调存贷款基准利率, 随后下调准备金率, 2014 年 11 月-2015 年 5 月券商板块上涨 157%, 相对收益 67%。

按 2019 年 2 月 11 日收盘价计算, 证券板块 2019 年整体估值 1.12xPB, 头部券商 PB 介于 1.01-1.53 倍之间, 尚属历史低位, 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, 建议关注机构业务突出的中金公司 (03908.HK)、中信证券 (A、H)、华泰证券 (A、H) 等头部券商。

● 保险: 1 月保费公布, 寿险调整符合预期

平安、太保、太平人寿 1 月保费同比增长 5.2%、2.9%、9.6%, 增速较前两年下调明显。考虑监管环境和 134 文后引发的产品结构转型, 寿险保费增速调整符合预期, 往年 1-3 月是行业开门红的关键时期, 随着保险公司从低价值理财产品向高价值长期保障产品的主动转型, 开门红的重要性未来将持续下降, 全年保费季度增长更趋平稳。新单方面, 平安 1 月个险新单同比下降 11.8%, 降幅较去年同期有所收窄。新单增速放缓考虑基数和增速两因素, 2015-2017 年行业处于规模保费高速增长时期, 134 文后行业进入调整期, 保费高增速转向重质量发展模式。按 2019 年 2 月 15 日收盘价计算, 当前板块对应 2019 年 P/EV0.73 倍, 估值较低, 建议关注: 中国平安 (A、H)、中国太保 (A、H)、新华保险 (A、H)。

● 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。

重点公司估值和财务分析表（保险）

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
				2019/2/11	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中国平安	601318.SH	买入	人民币	63.25	-	5.99	6.96	10.56	9.09	1.17	1.00	19%	20%
新华保险	601336.SH	买入	人民币	42.90	-	2.72	3.67	15.77	11.69	0.74	0.61	13%	14%
中国太保	601601.SH	买入	人民币	30.70	-	2.21	2.69	13.89	11.41	0.84	0.72	14%	15%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

重点公司估值和财务分析表（券商）

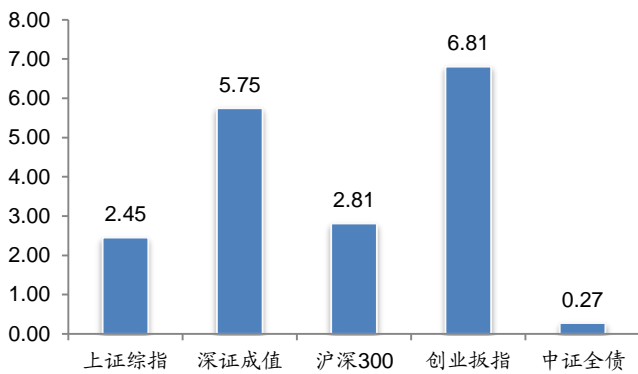
股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/2/11	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	13.66*	-	0.85	0.92	16.07	14.85	1.63	1.54	9%	9%
中信证券	600030.SH	买入	人民币	18.64	21.36	0.78	0.97	23.90	19.22	1.83	1.72	6%	7%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	18.90	-	0.88	0.95	21.48	19.89	1.43	1.36	7%	7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（*注：中金公司 2019 年 2 月 11 日收盘价为 15.82 港元，按 2 月 15 日港币兑人民币汇率 0.8635 折算，人民币价格约为 13.66 元）

一周表现

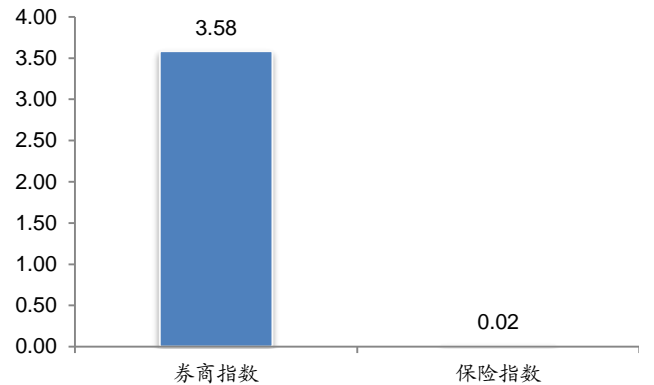
上周上证指数报2682.39点，涨2.45%；深证成指报8125.63，涨5.75%；沪深300报3338.70点，涨2.81%；创业板指数报1357.84点，涨6.81%。券商指数涨3.58%、保险指数涨2.97%。

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（%）



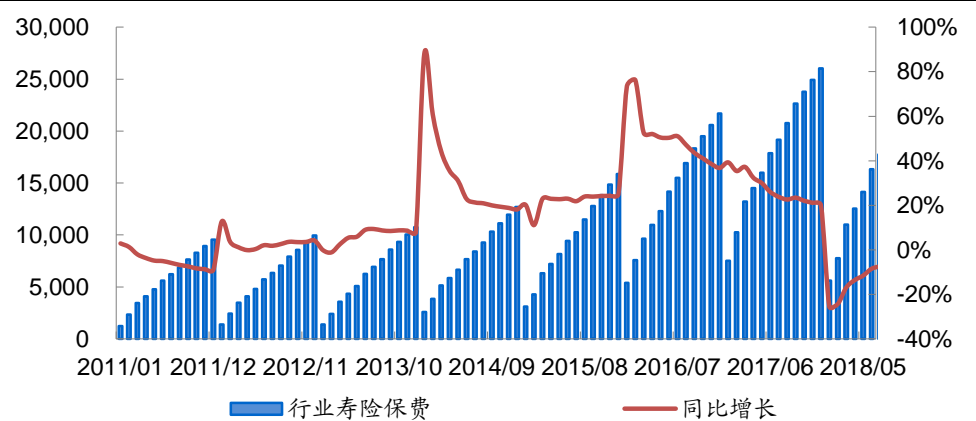
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

行业动态及一周点评

保险：1月保费公布，寿险调整符合预期

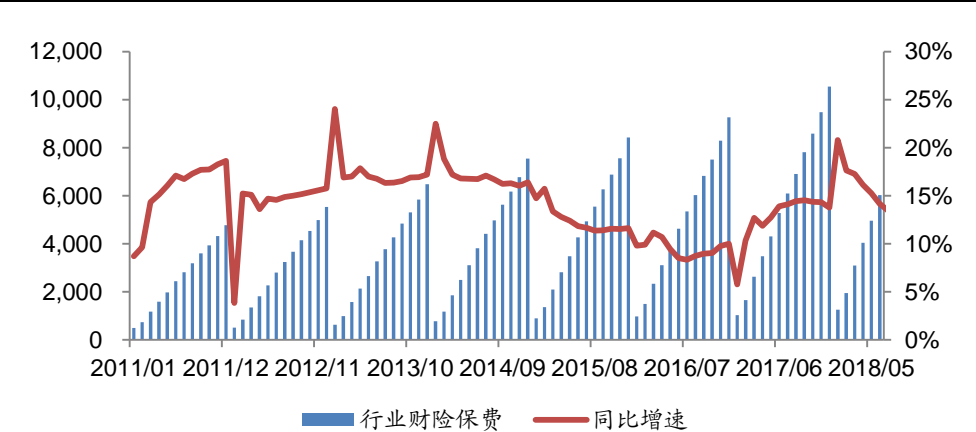
平安、太保、太平人寿1月保费同比增长5.2%、2.9%、9.6%，增速较前两年下调明显。考虑监管环境和134文后引发的产品结构转型，寿险保费增速调整符合预期，往年1-3月是行业开门红的关键时期，随着保险公司从低价值理财产品向高价值长期保障产品的主动转型，开门红的重要性未来将持续下降，全年保费季度增长更趋平稳。新单方面，平安1月个险新单同比下降11.8%，降幅较去年同期有所收窄。新单增速放缓考虑基数和增速两因素，2015-2017年行业处于规模保费高速增长时期，134文后行业进入调整期，保费高增速转向重质量发展模式。按2019年2月15日收盘价计算，当前板块对应2019年P/EV0.73倍，估值较低，建议关注：中国平安（A、H）、中国太保（A、H）、新华保险（A、H）。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



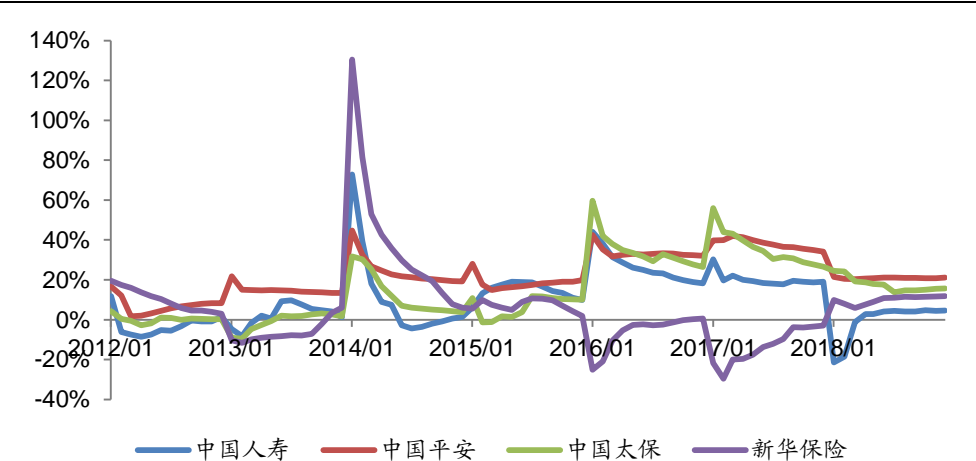
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



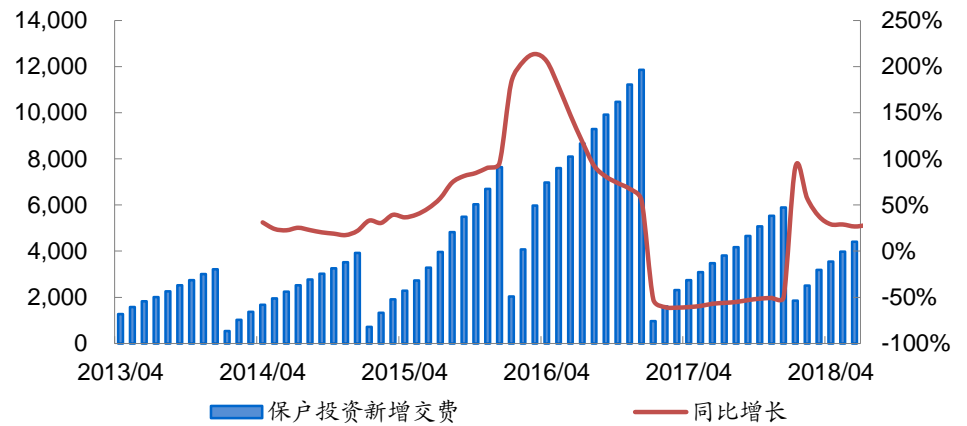
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



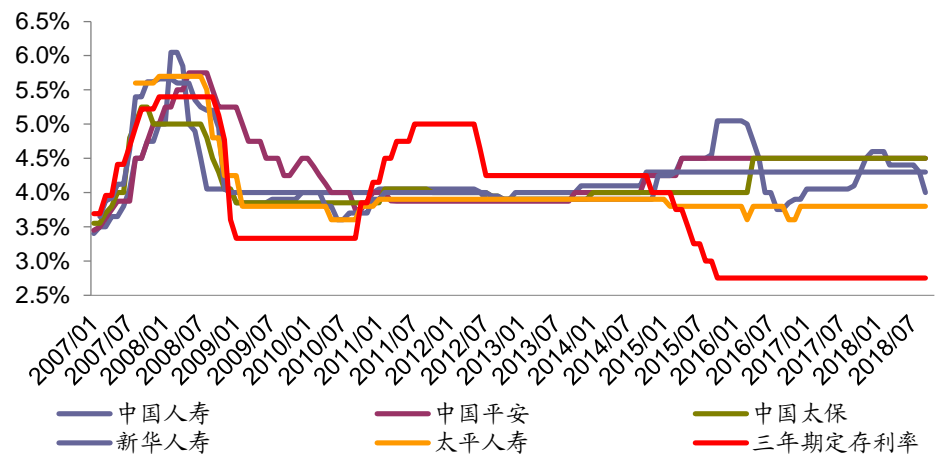
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



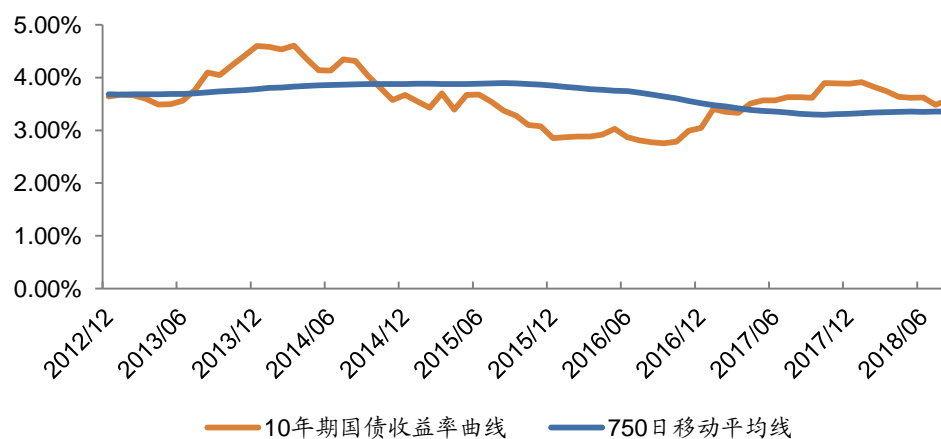
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



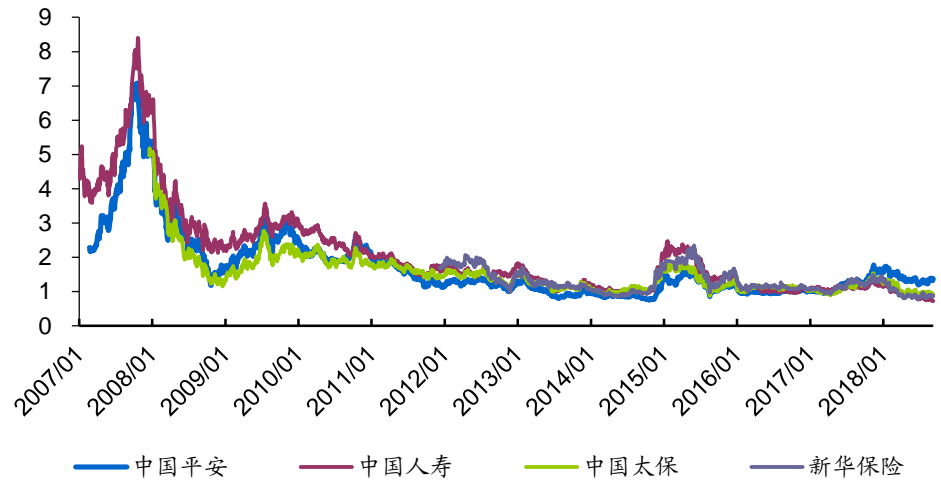
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	2018/04	2018/05	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12
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	2018/04	2018/05	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12
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	2018/04	2018/05	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12
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：流动性改善带来β行情

2月15日下午，人民银行举行2019年1月份金融统计数据解读吹风会。人民银行办公厅主任、新闻发言人周学东主持吹风会，货币政策司司长孙国峰、调查统计司司长兼新闻发言人阮健弘、金融市场司副司长邹澜出席吹风会。中国1月社会融资规模增量4.64万亿元人民币，1月份人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增3284亿元。其中住户部门贷款增加9898亿元，非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元，票据融资增加5160亿元，非银行业金融机构贷款减少3386亿元。

我们认为，流动性改善利好券商板块，带动券商板块产生β行情。流动性改善一方面有助于推动市场流动性与交易活跃度提升，另一方面有助于降低券商业务成本。复盘流动性改善带来行情：2008年下半年，央行连续下调存贷款基准利率、准备金率，2008年9月-2009年12月，券商板块上涨75%，相对收益34%；2011年12月央行一共下调2次存贷款基准利率，3次准备金率，2012年-2013年2月，券商板块上涨62%，相对收益53%；2014年11月央行下调存贷款基准利率，随后下调准备金率，2014年11月-2015年5月券商板块上涨157%，相对收益67%。

表 4：流动性改善对券商板块的影响

时间	流动性利好	券商板块涨幅	超额收益
2008年9月-2009年底	共计下调4次存款基准利率，5次贷款基准利率，3次准备金率。1年期存款基准利率从4.14%降至2.25%，1年期贷款基准利率从7.47%降至5.31%；央行下调大型金融机构存款准备金率2%，小型金融机构存款准备金率4%。	2008年9月-2009年12月，券商板块上涨75%	2008年9月-2009年12月，超额收益34%
2011年12月-2012年底	共计下调2次存贷款基准利率，3次准备金率。2012年6月-8月，1年期存款基准利率从3.5%降至3%，1年期贷款基准利率从5.56%降至6%；2011年12月-2012年5月，央行下调大型金融机构存款准备金率2%，小型金融机构存款准备金率2%。	2012年-2013年2月，券商板块上涨62%	2012年-2013年2月，超额收益53%
2014年11月-2015年5月	2014年11月，央行将金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。2015年上半年，央行下调大型金融机构存款准备金率1.5%，小型金融机构存款准备金率1.5%。	2014年11月-2015年5月，券商板块上涨157%	2014年11月-2015年5月，超额收益67%
2018年4月-2019年1月	共计下调4次准备金率，下调大型金融机构存款准备金率3.5%，小型金融机构存款准备金率3.5%。	2018年4月-2019年1月，券商板块下跌15%	2018年4月-2019年1月，超额收益3%

数据来源：中国人民银行、WIND、广发证券发展研究中心

2月14日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，主要内容包含：①加快民营企业首发上市和再融资审核进度；②研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制；③鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放；④加快商业银行资本补充债券工具创新；⑤加快实施民营企业债券融资支持工具和证券行业支持民营企业发展集合资产管理计划等。

按2019年2月15日收盘价计算，证券板块2019年整体估值1.12xPB，尚处

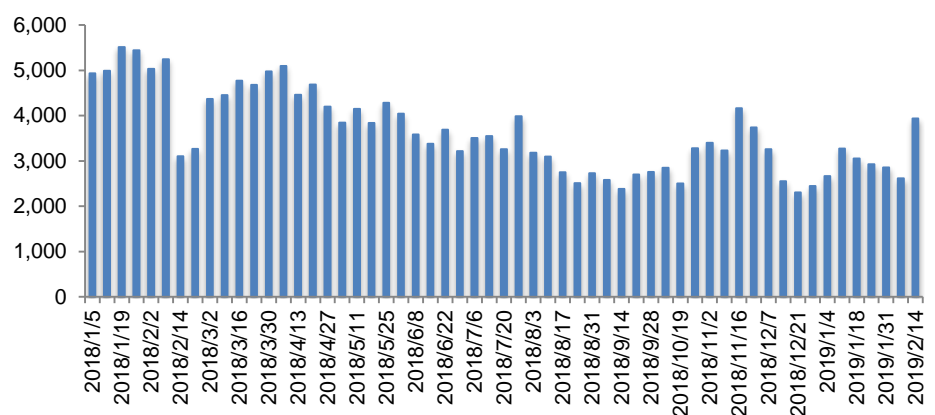
历史低位，复盘回顾显示 2015-2017 年头部券商估值中枢为 1.4-1.6 倍，高点可达 1.8-2 倍，建议关注机构业务突出的中金公司（03908.HK）、中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等头部券商。

表5：2019年2月9日至2019年2月16日重要新闻汇总

时间	来源/文件	内容要点
2019.2.14	中共中央办公厅、国务院办公厅《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	①加快民营企业首发上市和再融资审核进度；②研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制；③鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放；④加快商业银行资本补充债券工具创新；⑤加快实施民营企业债券融资支持工具和证券行业支持民营企业发展集合资产管理计划等。
2019.2.15	央行“2019年1月份金融统计数据解读吹风会”	中国1月社会融资规模增量4.64亿人民币，1月份人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增3284亿元。其中住户部门贷款增加9898亿元，非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元，票据融资增加5160亿元，非银行业金融机构贷款减少3386亿元。 回应“1月份贷款创历史新高”主要是由于宏观调控加大逆周期调节力度、货币政策传导出现边际改善和一些季节性因素的影响。考虑到春节因素，应将1、2月份甚至一季度的数据统筹考察，不宜对单月数据过度关注。另，要推动基准利率和存贷款的市场利率两轨合一轨，需要更多地发挥央行的政策利率对市场利率和信贷利率的传导作用，从实际效果及从利率市场化推进的进程这两个角度看，可以多关注实际的银行贷款利率变化。
2019.2.15	证监会就《关于〈期货交易管理条例〉第七十条第一款第五项的规定》公开征求意见	第一条为制定依据，第二至五条明确禁止虚假申报、蛊惑、抢帽子、挤仓等四种操纵期货交易价格的行为，并规定了具体构成要件。

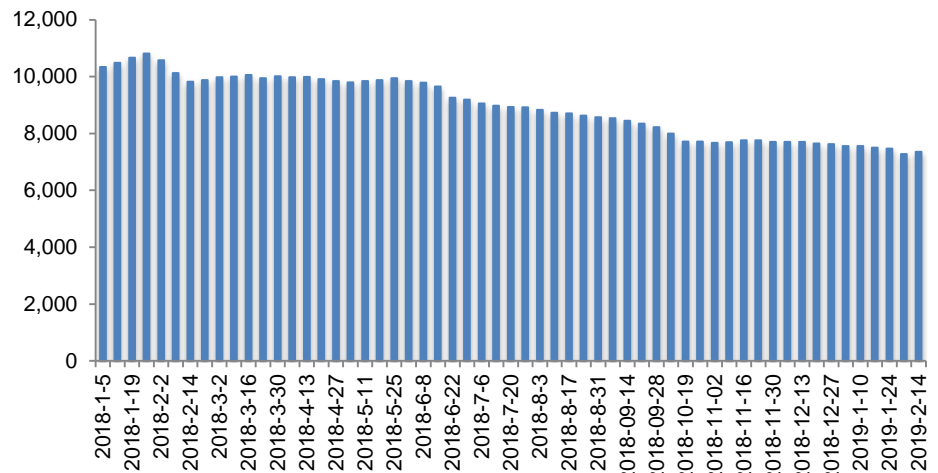
数据来源：证监会，广发证券发展研究中心

图10：全部AB股周度成交金额（亿元）



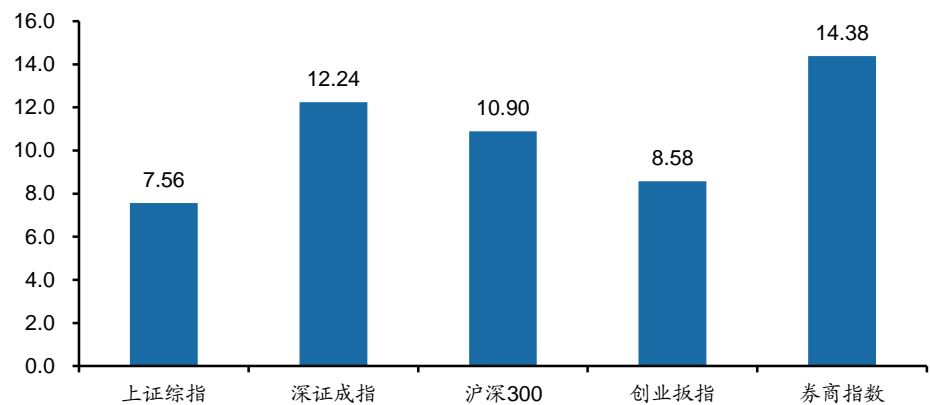
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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

表 6: 可比公司盈利预测与估值

股票简称	A 股证券代码	A 股股价 元人民币	H 股证券代码	H 股股价 港元	EPS(元/股)		A 股对应 PE		H 股对应 PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中国平安	601318.SH	63.25	02318.HK	76.40	6.04	7.50	10.47	8.43	10.92	8.80
新华保险	601336.SH	42.90	01336.HK	33.70	2.67	3.50	16.07	12.26	10.90	8.31
中国太保	601601.SH	30.70	02601.HK	28.10	2.04	2.57	15.05	11.95	11.89	9.44
中信证券	600030.SH	18.64	06030.HK	16.92	1.02	1.16	18.27	16.07	14.32	12.60
华泰证券	601688.SH	18.90	06886.HK	15.00	0.97	1.10	19.48	17.18	13.35	11.78

数据来源: wind、广发证券发展研究中心。注: 股价为 2019 年 2 月 15 日收盘价, 盈利预测均采用 Wind 一致预期, 按 2 月 15 日港币兑人民币汇率 0.8635 折算)

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。