

券商、信托强势，看好板块配置机会

——非银金融行业周观点(2.18-2.24)

强于大市 (维持)

日期: 2019年02月25日

行业观点:

券商: 政策利好连连, 板块持续大涨

上周股基日均成交达到 6,138.65 亿元, 环比大增 43.52%, 投资者交投情绪高涨, 券商板块涨幅高达 18.37%。我们认为, 年初至今券商股的估值修复行情主要由资本市场制度改革加速以及资金面边际宽松两方面驱动的。而近日证券业协会征集券商减税降费意见的消息以及恒生电子 homes 外部接入系统就绪的报道进一步催动投资者情绪升温, 强化了资本市场监管边际放松的预期, 资金持续流入板块。从最新的消息来看, 上周证监会发布《MOM 产品指引(征求意见稿)》, 随着 MOM 推出后逐渐步入规模化, 券商资管将获得增量业务, 迎来新的发展契机。同时券商资管系统对新业务模式、高运营效率的追求将带动金融软件服务需求提升, 上游金融 IT 企业有望受益。随着习近平主席对于金融市场地位的重新定调, 资本市场风险偏好进一步改善, 板块估值修复有望延续。继续战略性看多券商板块配置, 建议关注率先受益资本市场改革且在科创板相关业务中占优的龙头券商中信证券和华泰证券。

保险: 开门红节奏变化, 估值修复仍受压制

寿险方面, 开门红节奏变化, 保费增速表现差异化。2019年1月中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险保费收入 1578 亿、1212 亿、516 亿、199 亿, 同比增长 24.4%、5.2%、2.9%、6.9%, 增速差异的主要原因在于平安太保在 2019 年逐渐淡化开门红效应, 2018Q4 将更多精力放在年度收官, 导致开门红保费增速不理想, 而国寿延续往年策略提早布局开门红, 同时主打产品的收益率较高、市场竞争力更强, 新单拉动保费增速, 明显优于上市同业。目前上市险企 2018 年度业绩预期、2019 年开门红数据陆续落地, 权益市场持续好转有利于增强 2019 年业绩反弹预期, 未来利率若不出现超预期下行, 保险股有望随着保费增速转好而迎来估值持续提升。

多元金融: 信托贷款数据回暖, 板块开启估值修复

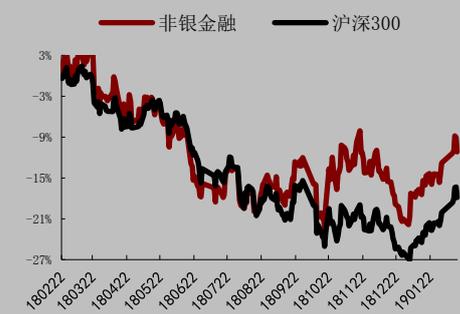
多元金融板块的周涨幅为 20.97%, 位列所有申万二级行业第一位。板块的持续上涨主要由信托板块强势拉动, 核心触发因素还是信托贷款数据改善。1 月委托贷款同比仅少减 10 亿元, 信托贷款更是结束了连续 10 个月的减少, 转为首次增加 345 亿元。预计表外融资的持续收缩态势扭转, 影子银行增速在经历了快速收缩的阶段后, 将重新进入稳步发展期。信托板块经历 2018 年转型阵痛和投资不利的双重负面影响, 板块的 PB、PE 估值均处历史低位, 充分反映悲观预期。目前信托贷款和集合信托规模同时向好, 预计板块估值修复将有所延续, 看好转型领先、主动管理规模占优的龙头公司。

风险提示: 科创板落地不及预期; 金融监管力度超预期; 宏观经济下行风险; 地缘政治风险。

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	24.38	买入
华泰证券	1.3	1.16	19.30	买入
中国平安	4.99	5.81	11.54	增持
中国太保	1.62	2.06	16.24	买入

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2019年02月22日

相关研究

万联证券研究所 20190222_公司调研简报_AAA
万联证券研究所 20190221_行业动态跟踪_AAA
上市险企 2019 年 1 月保费数据跟踪_开门红节奏变化, 国寿人保增速领先
万联证券研究所 20190218_非银金融行业周观点(2.11-2.17)_AAA_信托发行回暖, 战略看多券商

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

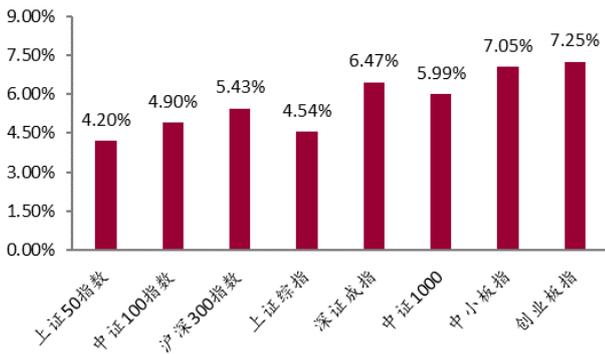
目录

1、市场概况.....	3
2、券商数据.....	4
2.1 经纪业务.....	4
2.2 投行业务.....	5
2.3 资管业务.....	6
2.4 信用业务.....	6
2.5 新三板业务.....	7
3、保险数据.....	7
4、信托数据.....	8
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.....	13
图表 1：上周市场指数表现.....	3
图表 2：上周非银金融及板块表现.....	3
图表 3：上周各行业表现（申万一级）.....	3
图表 4：上周券商板块个股表现.....	4
图表 5：上周保险板块个股表现.....	4
图表 6：上周多元金融板块个股表现.....	4
图表 7：股基日均成交额情况（亿元）.....	4
图表 8：股基累计日均成交额情况（亿元）.....	4
图表 9：主要投行业务发行情况（亿元）.....	5
图表 10：投行发行情况（亿元）.....	5
图表 11：股票发行情况（亿元）.....	5
图表 12：债券发行情况（亿元）.....	5
图表 14：融资融券余额情况（亿元）.....	6
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）.....	错误!未定义书签。
图表 17：保险业原保费单月数据（万元）.....	错误!未定义书签。
图表 18：信托资金余额情况（亿元）.....	8
图表 19：信托资金到期情况（亿元）.....	8
图表 20：信托产品发行情况（万元）.....	8
图表 21：信托市场存续情况（亿元）.....	8

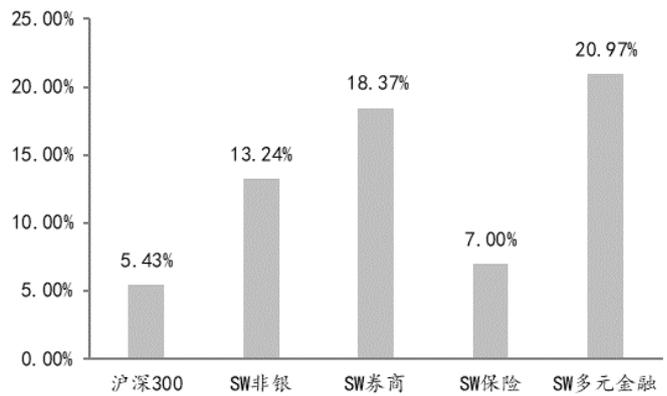
1、市场概况

上周市场全线飘红，各类指数均有大幅上涨。具体来看，沪深300指数、上证综指和深证成指分别上涨5.43%、4.54%和6.47%，中小板指和中证1000分别大幅上涨7.05%和7.25%。分行业来看，28个申万一级行业中，共28个行业上涨，其中非银金融、通信和电子涨幅靠前，分别上涨13.24%、11.53%和9.56%。下跌行业中，食品饮料(1.30%)、家用电器(2.78%)和银行(2.85%)跌幅居前。非银金融方面上周上涨13.24%，其中多元板块(20.97%)和券商板块(18.37%)表现领先，而保险板块(7.00%)表现稍逊。

图表1：上周市场指数表现



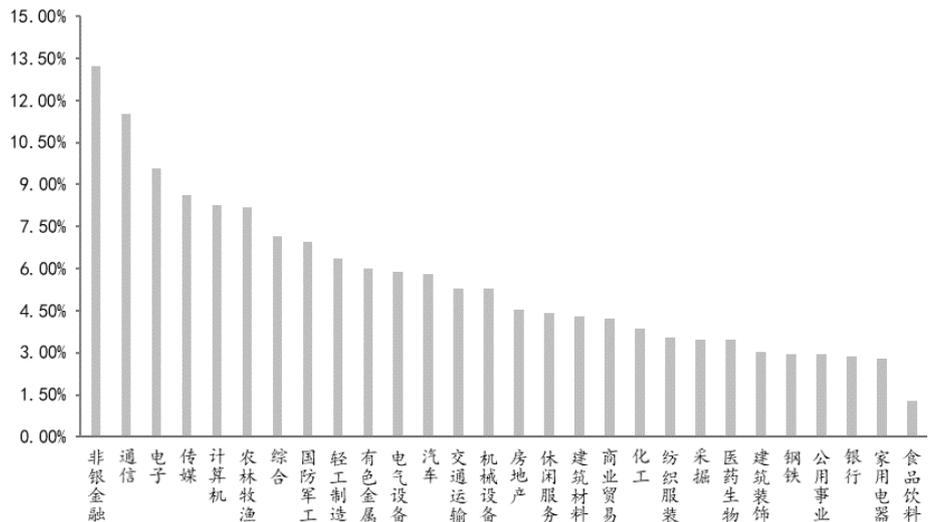
图表2：上周非银金融及板块表现



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）

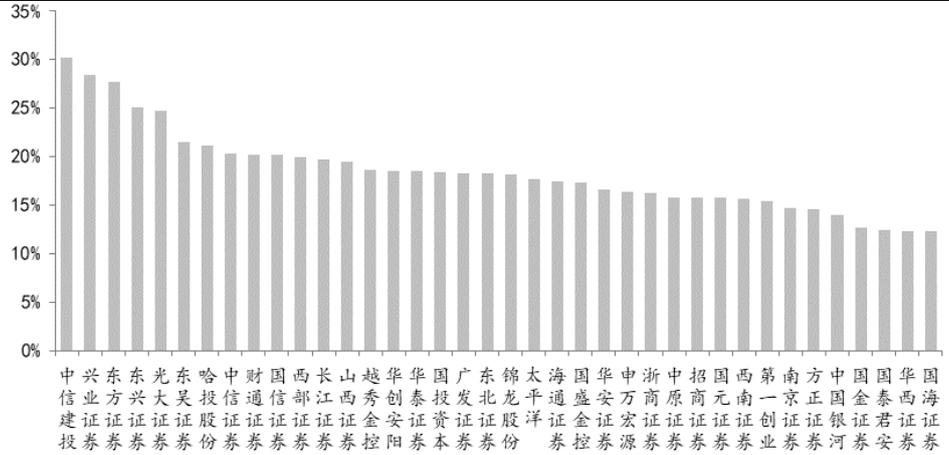


资料来源：wind，万联证券研究所

个股方面，券商板块共有38只个股全部上涨，其中中信建投、兴业证券和东方证券表现良好，分别上涨30.25%、28.38%和27.73%；国海证券(12.27%)、华西证券(12.34%)和国泰君安(12.39%)则涨幅居后；保险股方面，四大上市险企中，中国人寿(15.58%)涨幅领先，中国太保、新华保险和中国平安的涨跌幅分别为8.96%、6.76%和5.96%，次新股中国人寿上涨15.38%；多元金融方面，个股走势有所分化，安信信托、陕国投A、

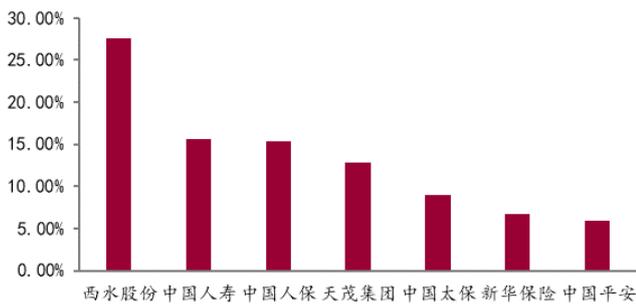
爱建集团等信托股涨幅居前,分别上涨51.35%、36.61%和28.89%。而华铁科技(11.11%)、江苏租赁(11.24%)、易见股份(11.82%)则涨幅有限。其他相关个股中,东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的涨跌幅分别为24.34%、10.85%、10.53%和14.77%。

图表4: 上周券商板块个股表现



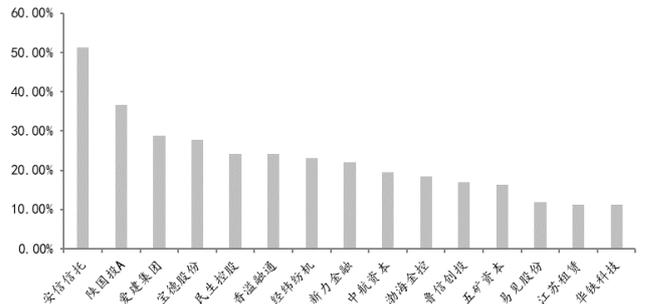
资料来源: wind, 万联证券研究所

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



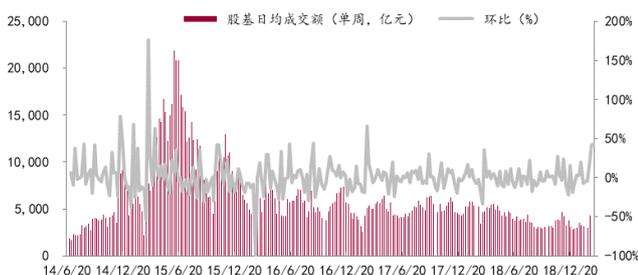
资料来源: wind, 万联证券研究所

2、券商数据

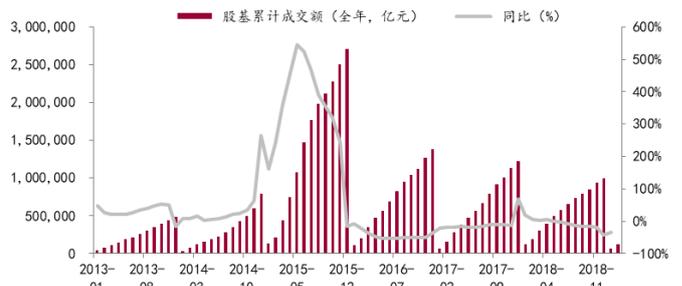
2.1 经纪业务

上周股基日均成交6,138.65亿元,环比上升43.52%。截至上周末,2018年两市股基累计成交额125,780.39亿元,年初至今股基日均成交额3,811.53亿元,同比下降26.11%。

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

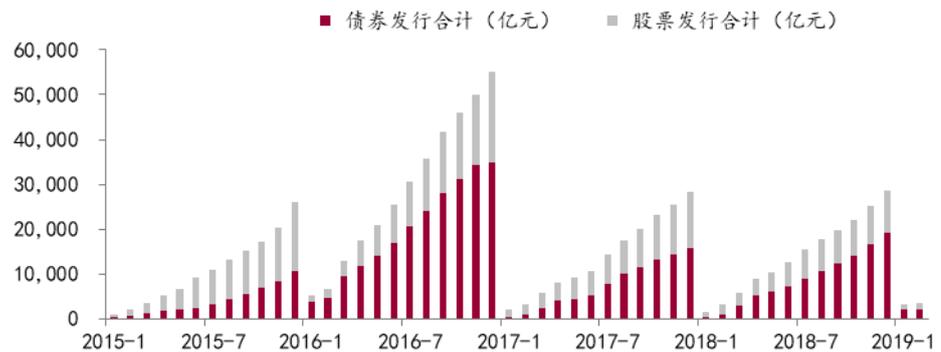
2月来看, IPO融资金额8.33亿元, 再融资项目145亿元, 暂无配股项目。核心债券市场方面, 发行规模合计165亿元, 其中企业债发行38亿元, 公司债发行105亿元, 可转债发行22亿元。2019年至今, IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表:

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	135	1,323		1,458	369	1,537	298	2,204

资料来源: wind, 万联证券研究所

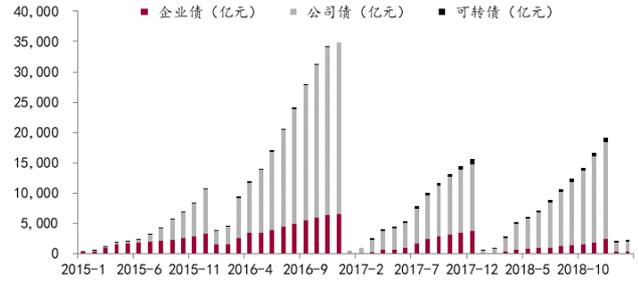
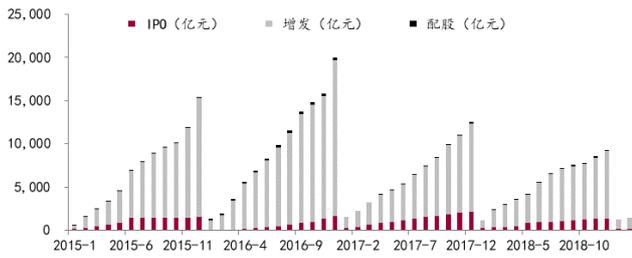
图表10: 投行发行情况 (亿元)



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)

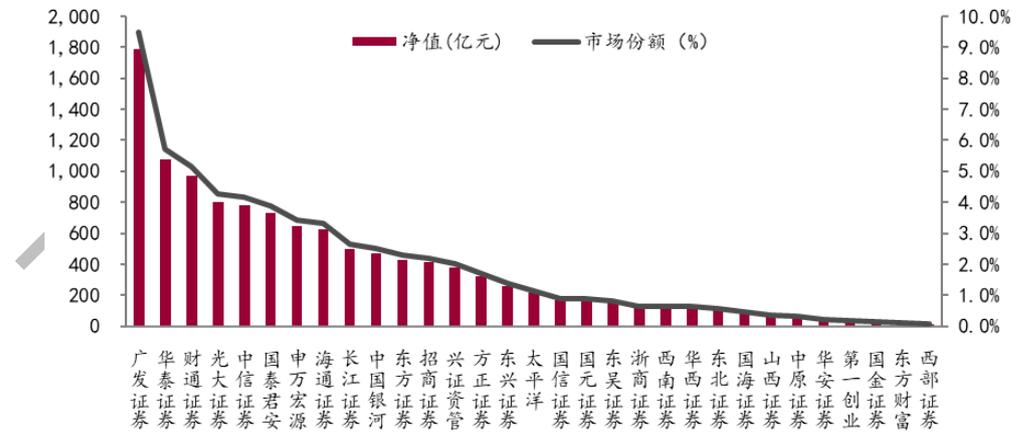


资料来源: wind, 万联证券研究所

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(1,789.03)、华泰证券(1,078.50)和财通证券(970.58)表现领先。



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7596.01亿元, 其中融资余额7517.7亿元, 融券余额78.31亿元。

图表13: 融资融券余额情况 (亿元)

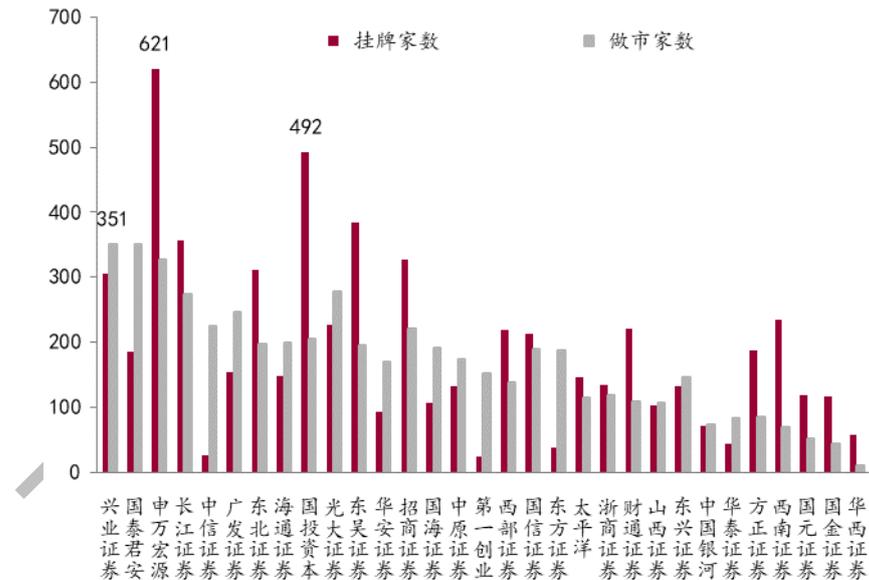


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.5 新三板业务

截至上周末, 新三板挂牌企业数量10466家, 其中2019年新挂牌43家。券商中以申万宏源证券(621家)、安信证券(国投资本, 492家)、中泰证券(444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14: 上市券商挂牌和做市数量情况

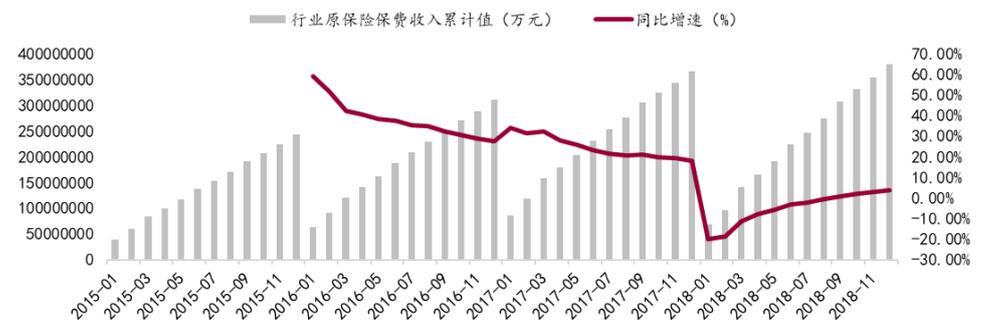


资料来源: wind, 万联证券研究所

3、保险数据

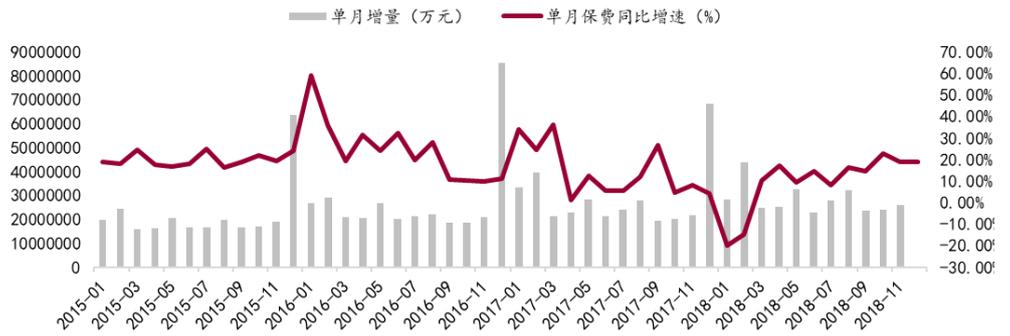
从银保监会公布的行业保费数据来看, 2018年12月行业原保费收入为2,597亿元, 较去年同期上升18.95%; 2018年1-12月, 行业原保费收入为38,017亿元, 较去年同期上升3.92%。

图表15: 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16: 保险业原保费单月数据 (万元)



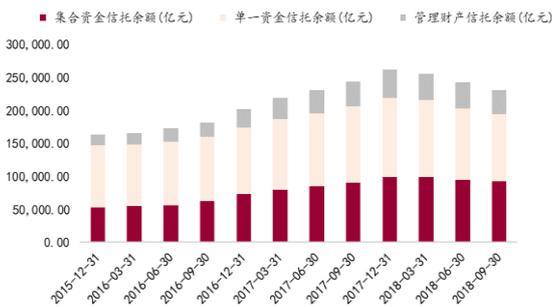
资料来源: 银保监会, 万联证券研究所

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。

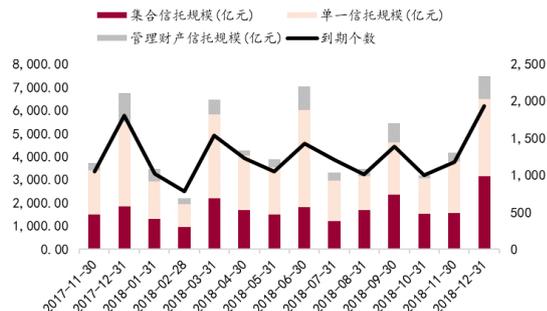
就单周情况来看,根据wind统计口径,上周信托市场周平均收益率为7.40%。存续产品方面,截至上周末信托市场存续规模为35,602亿元,较前一周下降0.22%。

图表17: 信托资余额情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

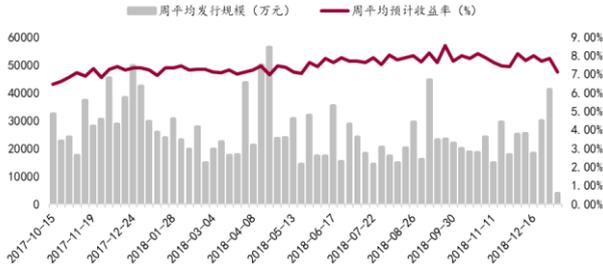
图表18: 信托资金到期情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 信托产品发行情况 (万元)

图表20: 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】科创板将重塑券商业务模式

科创板作为资本市场改革的“试验田”，在企业上市、发行、交易、退市等多项制度上都将有较大突破。新的市场规则和制度将对券商业务模式带来根本性的变革，其对券商未来的发展具有风向标作用。

首先，引导形成以客户为中心的业务体系。一是逐步提升综合金融服务能力。科创板对券商的服务需求不仅涉及传统的承销保荐，还包括股权激励、股份托管、战略投资等，条件成熟时还将引入做市商机制，这些业务需求涉及券商经纪、投行、研究、自营、资管、另类、私募基金子公司等多个业务部门，需要券商各业务条线围绕客户需求提供一体化的综合金融服务。二是打造全生命周期服务。现有上市公司主要是成熟期企业，科创板企业主要是处于成长期的科创型高新技术企业，企业上市阶段将从过去的“成熟期”向“成长期”前移。成长期企业要求券商具备持续服务能力，与企业共同成长。三是重构业务盈利模式。在科创板新的制度安排下，券商服务模式的变化也将带来盈利模式的相应变化。为客户提供综合金融服务和全生命周期服务，将使得券商从单一业务环节盈利转向多环节盈利，从一次性业务收入转向持续性服务收入，盈利方式更加多元化。

其次，转变理念，提升投行专业化水平。一是科创板的替代效应将对现有同类上市公司造成冲击。由于科创板主要是科创型企业，其对主板蓝筹股和传统行业上市公司影响较小，而对目前A股相同行业和相似企业影响较大。科创板对存量同类企业将同时产生对标效应和替代效应。二是引导券商形成长期价值投资理念。大量科创企业的上市，将促使现有板块上市公司估值回归合理水平。同时，科创板在发行、交易、退市等方面的制度创新和理念也可能逐步复制到现有板块，市场优胜劣汰可能加快，传统自营投资风险也将加大。三是调整自营业务考核方式。目前券商自营考核需要与券商会计周期保持一致，短期化考核压力较大。在实施新的会计准则后，券商自营对业绩的短期影响更大。而短期化考核与长期价值投资理念相悖。因此，为适应市场的长期结构性变化，与长期价值投资理念相匹配，需要调整自营业务考核方式，建立长期化的考核制度。市场也将逐步适应券商的短期业绩波动。

(资料来源:《中证网》 2月20日发布)

【券商】上市券商1月业绩现边际改善迹象

目前共有35家上市券商披露了2019年1月经营数据: 35家券商合计实现营业收入186.85亿元, 环比下跌35.89%, 同比下滑0.44%(剔除不可比数据), 实现净利润65.98亿元, 环比下跌6.42%, 同比下跌5.08%(剔除不可比数据)。总体来说, 上市券商1月经营业绩维持承压, 但呈边际改善迹象, 略好于预期, 头部大型券商保持竞争

优势，利润规模占据绝对领先地位。

从营收数据来看，中信证券、国泰君安、广发证券、华泰证券、招商证券、海通证券处于前列位置，这6家券商1月营收数据均突破了10亿元大关，而从营收增速来看，上月环比增速最快的5家券商分别是长江证券、西部证券、太平洋证券、中原证券和华安证券，他们的营收环比增速均超过40%。而营收环比下跌最快的5家券商则分别为天风证券、海通证券、国泰君安、东兴证券、东吴证券，1月营收环比下跌均超过50%。

净利润数据方面，头部券商的利润规模居前。中信证券以净利润7.5亿元稳居第一宝座，实现同比增速12%，环比增速16%的正增长，其次分别广发证券、招商证券、国泰君安和海通证券，另外，上市券商中，未出现1月净利润亏损的券商，其中长江证券、西部证券、太平洋证券等10家券商在1月实现了扭亏为盈。总体来说，上市券商1月经营业绩维持承压，但呈边际改善迹象。

1月以来，受积极政策催化影响，A股市场交易量出现改善。1月4日人民银行发布消息下调金融机构存款准备金率1个百分点。受利好影响1月A股市场日均交易量2967亿元，环比增长12.4%，交易活跃度有所提升。

而市场数据回暖促券商板块行情上行，1月非银金融板块交易金额178亿元，环比增长14%，其中券商板块成交金额环比增长19.2%，表现好于沪深300指数。

从融资规模来说，1月一级市场股权融资总规模1213亿元同比下滑50%，原因在于优先股和可转债规模出现明显缩减。1月IPO发行数量16家，募资规模127亿元，同比小幅下滑7%，增发35家，募资规模1015亿元，同比大幅增长62%。目前IPO排队企业约250家左右，在把控质量关，以及科创板推出在即背景下，预计首发审批节奏有所放缓。

公司债发行方面，2019年1月公司债发行总额为1490亿元，同比增长267.6%，发行数量为130只。2018年7月以来，公司债每月发行规模均保持在千亿元以上，预计2019年公司债发行总额仍将保持较高的绝对规模。

(资料来源：《大众证券报》2月20日发布)

【保险】全面防风险 保险行业迎更强监管

防风险成为银保监会开年监管发力重点。近期银保监会密集发布了对年金产品、人身险公司互联网业务以及险企地方债风险等多个领域调研计划。专家预计，后续相关防风险政策将快速跟进。

除银保监会外，地方监管也在加码。近日上海相关监管部门拟开展2018年上海地区互联网保险统计工作，要求上海各相关保险公司报送互联网保险未来发展的增长点、发展过程中遇到的问题等信息。另据了解，包括北京、四川、山东、吉林等多地今年将扎实推进各类重点风险管控，开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”专项工作，加速对违规行为出清。

国务院发展研究中心金融研究所保险研究室副主任朱俊生对记者表示，整体而言，今年继续防范金融风险的政策导向十分明确，“其实很多问题的出现，表象背后的‘牛鼻子’都在于公司治理。预计后续更多措施和政策都会迅速跟进”。

(资料来源：《新京报》2月20日发布)

【保险】去年59家财险公司综合成本率超100%

2018年，在纳入统计的86家财险公司中，共有59家公司的综合成本率超过100%，公司数量占比约为68.6%，仅有27家公司的综合成本率低于100%，公司数量占比约为31.4%。

从全行业来看，财险公司平均综合赔付率为59.39%，综合费用率为40.74%，综合成本率为100.13%。其中，财险八大家的综合赔付率为58.60%，综合费用率为39.63%，综合成本率为98.23%；中小财险公司的综合赔付率为63.10%，综合费用率为45.90%，综合成本率为109.01%。从财险行业主力险种车险的情况来看，2018年的综合成本率为99.86%。其中，八大家的综合成本率为98.48%，中小财险公司的综合成本率为108.12%。这是财险行业九年来首个经营拐点，改变了此前连续8年承保盈利的态势。

车险是我国财险行业的传统主力险种，其经营情况也对行业整体经营情况发挥着决定性作用。从2018年的情况看，车险的综合赔付率为56.70%，综合费用率为43.16%，综合成本率为99.86%，尽管保持着承保盈利，但承保利润率仅为0.14%，全行业承保利润不足11亿元。对比来看，2017年，财险行业车险承保利润为73.89亿元，2018年的承保利润大幅下降了85.75%。而从其他险种的经营情况来看，数据显示，2018年，财险公司非车险业务的综合赔付率为66.71%，综合费用率为34.15%，综合成本率为100.87%。与车险相比，费用率较低而赔付率较高。从具体险种来看，去年，财险公司意健险的综合赔付率为67.3%，综合费用率为36.48%，综合成本率为103.78%；财产险的综合赔付率为66.46%，综合费用率为33.15%，综合成本率为99.61%。

业内人士表示，从行业角度看，去年财险公司的车险、农险、财产险等险种实现了行业性盈利，但意外险、健康险、信用保险等险种却处于亏损状态。值得关注的是，健康险、信用保险等险种正是近两年部分财险公司大力发展的非车险险种，但从目前的情况来看，其带来的经营风险并不小，尤其是信用保险的风险逐步暴露，给相关承保企业带来了较大的负面影响，部分公司的资金流动性和偿付能力都承受了较大压力。“车险业务是财险行业的成熟业务，此前各险企的产品标准化程度较高，业务风控模式相对成熟，赔付率也相对稳定。而在调整业务结构，大力发展非车险业务的思路下，部分险企积极拓展非车险新业务市场，但对市场风险预期不足，风控体系不够完善，从而遭受较大的经营风险”，一位业内人士分析道。他表示，非车险业务听起来很美好，但对于险企而言，实则是一把双刃剑，险企需要防范自身经营风险。

（资料来源：《证券日报》2月21日发布）

5.2 公司动态

【华西证券】2019年2月19日，华西证券股份有限公司发布持股5%以上股东减持股份的预披露公告。公司股东都江堰蜀电投资有限责任公司计划通过集中竞价交易或大宗交易方式减持本公司股份不超过1.31亿股（占本公司总股本比例5%）。

【锦龙股份】2019年2月20日，广东锦龙发展股份有限公司发布公告，董事会同意公司向控股股东新世纪公司借款，借款总额不超过人民币12亿元，期限一年。在12亿元额度内，公司可根据各时段的资金需求，分期借款，分期还款。公司拟按照不超过新世纪公司综合融资成本的借款年利率向新世纪公司支付借款利息。此交易构成关联交易。

【广发证券】2019年2月24日，广发证券股份有限公司发布公告，广发证券股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券，发行总规模不超过人民币78亿元，采用分期发行方式，其中基础发行规模为人民币20亿元，可超额配售不超过人民币58亿元。

【新华保险】2019年2月18日，新华人寿保险股份有限公司发布保费收入公告，公司2019年1月实现累计原保险保费收入199.3亿元。

【中国人寿】2019年2月18日，中国人寿保险股份有限公司发布保费收入公告，公司2019年1月累计实现保费收入1578亿元。此外，公司近日收到中国银保监会《关于中国人寿保险股份有限公司唐勇任职资格的批复》。根据该批复，中国银保监会已核准唐勇先生担任本公司非职工代表监事的任职资格。唐勇先生的任职自2019年2月2日起生效。

6、投资建议

券商：政策利好连连，板块持续大涨

券商板块在上周的涨幅高达18.37%，大幅跑赢非银金融板块（13.24%）和上证综指（4.54%）。而从市场参与度来看，上周股基日均成交达到6,138.65亿元，环比大增43.52%，投资者交投情绪高涨。我们认为，板块上涨基本逻辑依旧未变。年初至今券商股的估值修复行情主要由资本市场制度改革加速以及资金面边际宽松两方面驱动的。而近日证券业协会征集券商减税降费意见的消息以及恒生电子homes外部接入系统就绪的报道进一步催动投资者情绪升温，强化了资本市场监管边际放松的预期，资金持续流入板块。从最新的消息来看，上周证监会发布MOM产品指引，政策利好的延续有望持续催化板块行情走强。2月22日晚间，证监会发布六项文件，分别对基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引、公募基金销售机构监督管理办法及相关配套规则公开征求意见。其中《MOM产品指引（征求意见稿）》，对MOM的产品定义、运作模式、参与主体资质条件和职责划分、投资运作、风险管理等进行了规范。具体来看：1) 产品规则将规范MOM产品运作并维护投资者合法权益，满足投资者多样化资产配置需求；2) MOM将促进券商资管业务的创新发展，进一步增强资管专业化投资能力；3) 随着MOM推出后逐渐步入规模化，券商资管将获得增量业务，迎来新的发展契机。同时券商资管系统对新业务模式、高运营效率的追求将带动金融软件服务需求提升，上游金融IT企业有望受益。

当前证券行业持续受益于资本市场改革加速以及市场边际回暖，而习近平主席对于金融市场地位的重新定调将进一步支撑资本市场风险偏好，板块估值修复有望延续。此外近期公布的1月社融总额达到4.64万亿元，超出市场预期，宽信用传导效果渐显，权益市场受益宏观基本面预期改善有望持续向好，券商作为典型强周期行业和弹性品种将率先有进一步表现空间。我们继续战略性看多券商板块配置，建议关注率先受益资本市场改革且在科创板相关业务中占优的龙头券商中信证券和华泰证券。

保险：开门红节奏变化，估值修复仍受压制

寿险方面，开门红节奏变化，保费增速表现差异化。2019年1月中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险保费收入1578亿、1212亿、516亿、199亿，同比增长24.4%、5.2%、2.9%、6.9%，增速差异的主要原因在于平安太保在2019年逐渐淡化开门红效应，2018Q4将更多精力放在年度收官，导致开门红保费增速不理想，而国寿延续往年策略提早布局开门红，同时主打产品的收益率较高、市场竞争力更强，新单拉动保费增速，明显优于上市同业。此外，平安个险新单保费大幅负增长，但NBV无需悲观。平安寿险1月个险新单312亿，同比下降20.2%，主要原因是平安仍然坚持高价值率产品策略，适度控制短缴别储蓄类产品规模，我们预计保障型业务增速明显优于储蓄型业务。该逻辑

下，平安寿险通过提升新业务价值率弥补规模下降缺口，驱动NBV增长，在个险人力稳健增长和保障型业务较快发展预期下，我们对平安2019年NBV增速并不悲观。

财险方面，财险增速取得“开门红”，平安非车险快速增长：2019年1月人保财险、平安财险、太保财险保费收入543亿、325亿、154亿，同比增长31.2%、18.7%、19.1%，优于去年同期，人保增速超预期。从平安财险分险种数据看，保费增速主要由非车险拉动，平安财险1月非车险保费达到115亿，同比增长37%，占比已超过三分之一，车险保费210亿，增速仅为10.6%。

进入2019年，十年期国债收益率在3.1%附近企稳，保险股估值压力暂时缓解，受大盘持续上涨以及2018Q4保费超预期收官影响，保险股持续反弹，但2月至今（截至上周末）上证综指上涨8.50%，而保险指数上涨7.38%，表现略有落后，利率下行预期对保险股表现仍有压制。目前上市险企2018年度业绩预期、2019年开门红数据陆续落地，权益市场持续好转有利于增强2019年业绩反弹预期，未来利率若不出现超预期下行，保险股有望随着保费增速转好而迎来估值持续提升。长期来看，保险行业特别是寿险行业，长期价值成长趋势未改，继续维持保险行业“强于大市”评级。

多元金融：信托贷款数据回暖，板块开启估值修复

多元金融板块的周涨幅为20.97%，位列所有申万二级行业第一位。板块的持续上涨主要由信托板块强势拉动，核心触发因素还是信托贷款数据改善。从上周公布的社融数据来看，一个重要的变化是影子银行收缩趋势的放缓。1月委托贷款同比仅少减10亿元，信托贷款更是结束了连续10个月的减少，转为首次增加345亿元。预计表外融资的持续收缩态势扭转，影子银行增速在经历了快速收缩的阶段后，将重新进入稳步发展期。与此同时，和信托贷款数据同步改善的还有集合信托成立规模，根据用益信托网集合信托统计，1月集合信托新成立规模1639亿，同比增长4%，增速转负为正。其中房地产领域投放同比增长22%，占比有所回落，而基建领域同比大增119%，占比提升明显，主要原因还是去年四季度基建投资增速开始回升，带动信托基建领域投放增长。整体而言，目前宽货币对信托资金端的改善逐步显现，而宽信用有望进一步带动固定资产投资增速回升，预计短期内信托主动管理规模增速将维持改善。综合来看，我们认为信托板块经历2018年转型阵痛和投资不利的双重负面影响，板块的PB、PE估值均处历史地位，充分反映悲观预期。目前信托贷款和集合信托规模同时向好，在监管边际放松和基建投放持续升温的背景下，预计板块估值修复将有所延续，看好转型领先、主动管理规模占优的龙头公司。

7、风险提示

科创板落地不及预期；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02月22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	22.43	23.86	24.38	22.21	12.61	买入
601688.SH	华泰证券	1.3	1.16	1.24	12.88	22.39	17.22	19.30	18.06	12.88	买入
601318.SH	中国平安	4.99	5.81	6.73	28.88	67.02	13.43	11.54	9.96	28.88	增持
601601.SH	中国太保	1.62	2.06	2.5	15.78	33.45	20.65	16.24	13.38	15.78	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 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场