

非银金融行业

市场环境改善，金融供给侧改革推进行业战略发展

● 证券：市场环境改善，金融供给侧改革推进行业战略发展

政策环境趋于市场化，助力估值修复。近期多项政策相继出台，纾困、回购、再融资等政策落地，监管政策由从去杠杆转变为鼓励业务创新并行，政策支持有利于激发市场活力，证券板块整体估值水平得以修复。

金融供给侧改革下，新兴业务赋予券商发展新动力。借助供给侧改革，我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。我们看好中国证券行业的中长期发展机会，建议关注头部券商的配置价值。按 2019 年 3 月 15 日收盘价计算，证券板块 2019 年整体估值 1.47xPB，建议关注业绩改善的海通证券（A、H），及机构业务突出的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等头部券商。

根据交易所披露数据，2017、2018 两年两市平均日均股票成交额 4138 亿元，2019 年初至今市场回暖，2019 年初至 2019 年 3 月 15 日日均股票成交额回升至 5400 亿元。根据上市券商公告月度经营数据，2019 年 1-2 月可比 34 家上市券商累计实现营收与净利润同比增速分别为 50.0%与 80.1%。

在当前市场环境下，按证券业协会 2018 年统计 131 家证券公司为证券行业整体统计口径，假设 1) 若 2019 全年两市日均股票成交额为 4100 亿元，预测 2019 年证券行业整体净利润同比增速为 15%、整体营业收入同比增速为 3.5%；2) 若 2019 全年两市日均股票成交额为 5400 亿元，预测 2019 年证券行业整体净利润同比增速为 45%、整体营业收入同比增速为 14%。

● 保险：2 月保费增速回暖，保障市场需求显现

根据上市公司公告，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险 2 月单月原保费分别同比变动 10%、3%、13%、11%；1-2 月累计同比变动 6%、3%、22%、8%。平安产险、太保产险 1-2 月累计同比增长 10%、13%。上市险企寿险保费增速较 2018 年明显好转，主要得益于保障市场空间显现，公司战略调整迎合长期产品。虽然部分公司仍然通过年金产品扩大保费规模，但行业回归保障的主基调并未改变，保障市场长逻辑仍然坚挺。我们维持负债端边际向好的判断，短期影响保险估值的因素仍在投资端，尤其是利率市场表现。近期中国平安公布 2018 年报，营运利润、净利润、新业务价值同比增长 18.9%、20.5%、7.3%、其中新业务价值率提升至 44%，彰显公司战略转型下仍保持稳健的龙头地位。建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国太保（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。

行业评级

买入

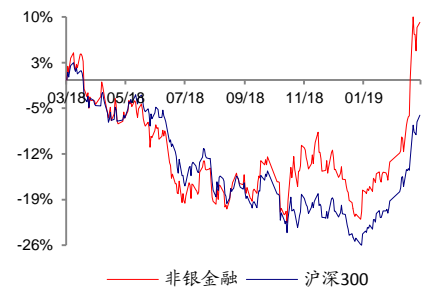
前次评级

买入

报告日期

2019-03-18

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:上市券商 2 月业绩环比增长，保险 1 月寿险保费增速回暖	2019-03-10
非银金融行业:本周新闻发布会召开，着力资本市场改革与风险化解	2019-03-05
非银金融行业:经济与金融共生共荣，行业迎高质量发展	2019-02-24

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	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中国平安	601318.SH	买入	人民币	73.85	84.00	6.02	7.34	12.27	10.06	1.35	1.12	21%	22%
新华保险	601336.SH	买入	人民币	51.25	-	2.72	3.67	18.84	13.96	0.89	0.73	13%	14%
中国太保	601601.SH	买入	人民币	32.89	-	2.21	2.69	14.88	12.23	0.90	0.77	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）

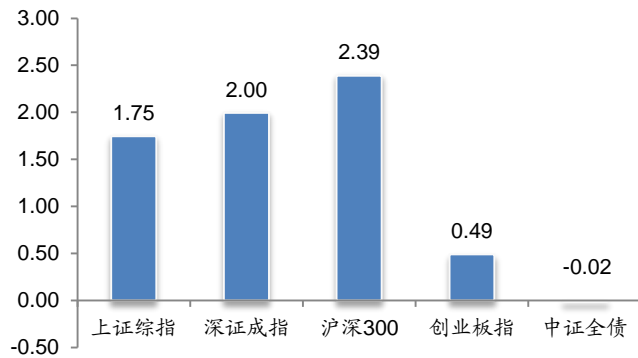
股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	15.40	-	0.85	0.92	19.64	18.14	2.00	1.88	9%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	22.52	-	0.88	0.95	27.00	25.01	1.80	1.71	7%	7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（*注：中金公司 2019 年 3 月 15 日收盘价为 18.00 港元，按 3 月 15 日港币兑人民币汇率 0.8556 折算，人民币价格约为 15.40 元）

一周表现

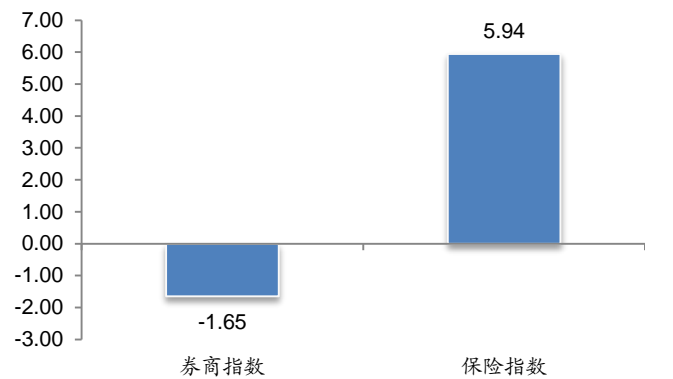
上周上证指数报3021.75点，涨1.75%；深证成指报9550.54，涨2.00%；沪深300报3745.01点，涨2.39%；创业板指数报1662.62点，涨0.49%。券商指数跌1.65%、保险指数涨5.94%。

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（%）



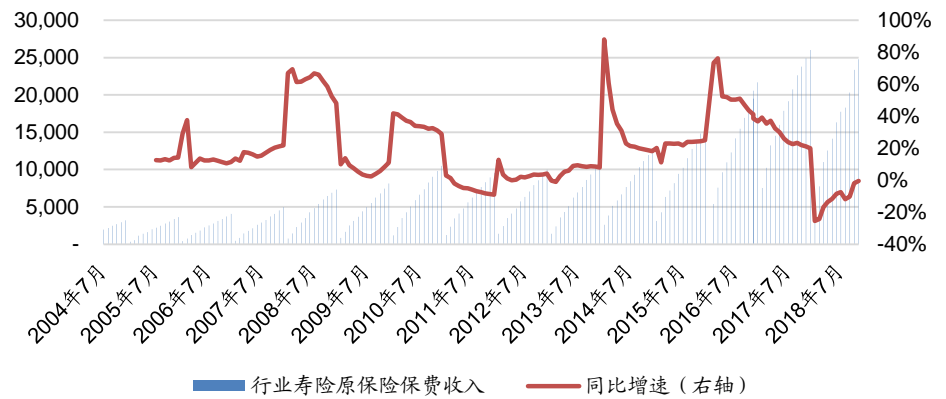
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

行业动态及一周点评

保险：2月保费增速回暖，保障市场需求显现

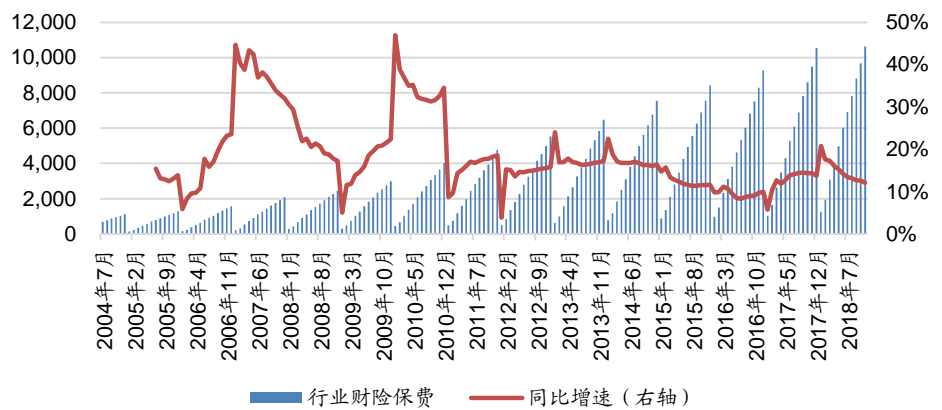
根据上市公司公告，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险2月单月原保费分别同比变动10%、3%、13%、11%；1-2月累计同比变动6%、3%、22%、8%。平安产险、太保产险1-2月累计同比增长10%、13%。上市险企寿险保费增速较18年明显好转，主要得益于保障市场空间显现，公司战略调整迎合长期产品。虽然部分公司仍然通过年金产品扩大保费规模，但行业回归保障的主基调并未改变，保障市场长逻辑仍然坚挺。我们维持负债端边际向好的判断，短期影响保险估值的因素仍在投资端，尤其是利率市场表现。近期中国平安公布2018年报，营运利润、净利润、新业务价值同比增长18.9%、20.5%、7.3%、其中新业务价值率提升至44%，彰显公司战略转型下仍保持稳健的龙头地位。建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国太保（A、H）。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



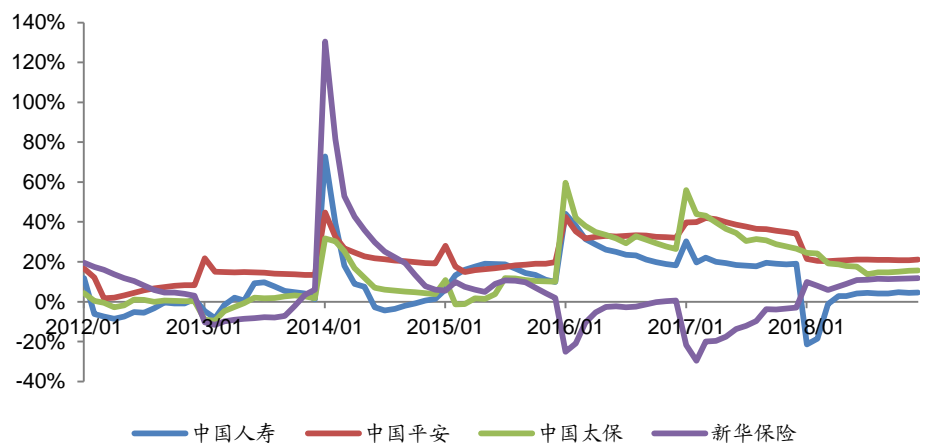
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



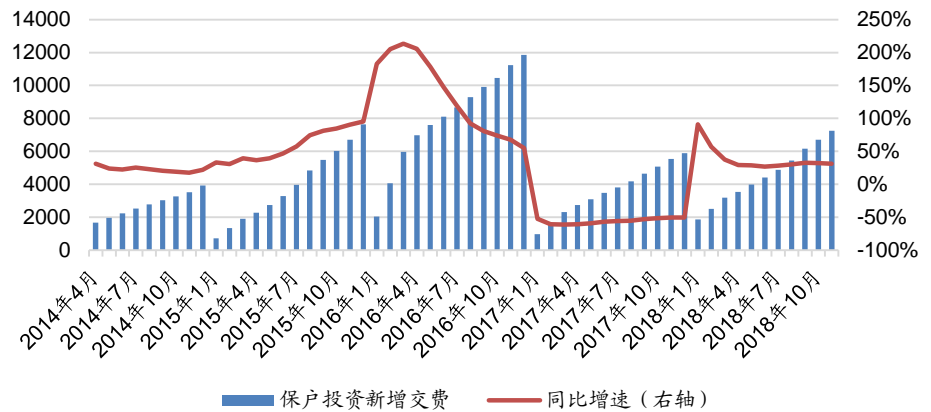
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



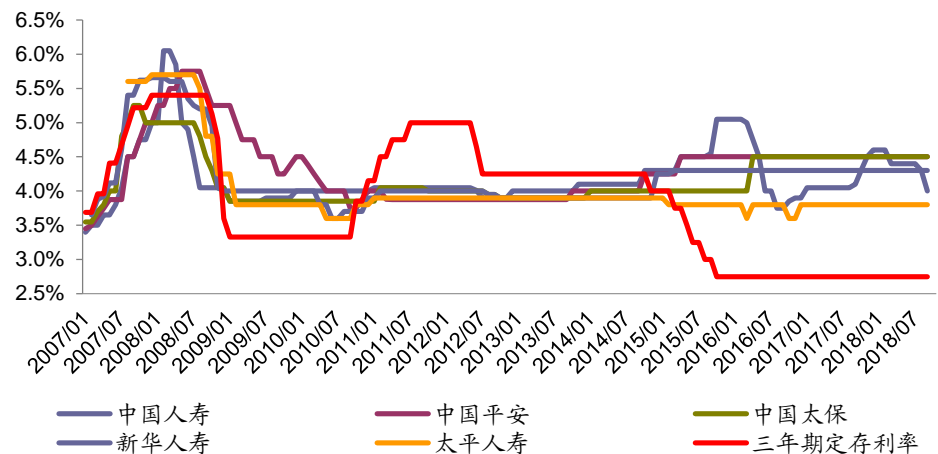
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



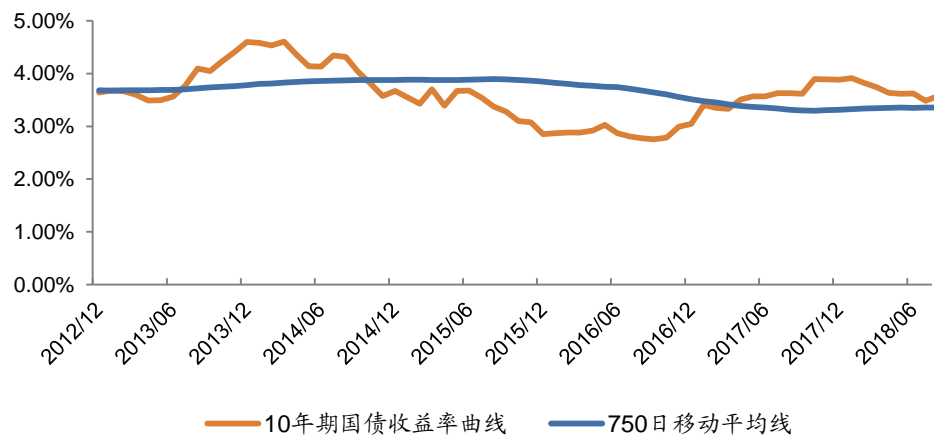
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



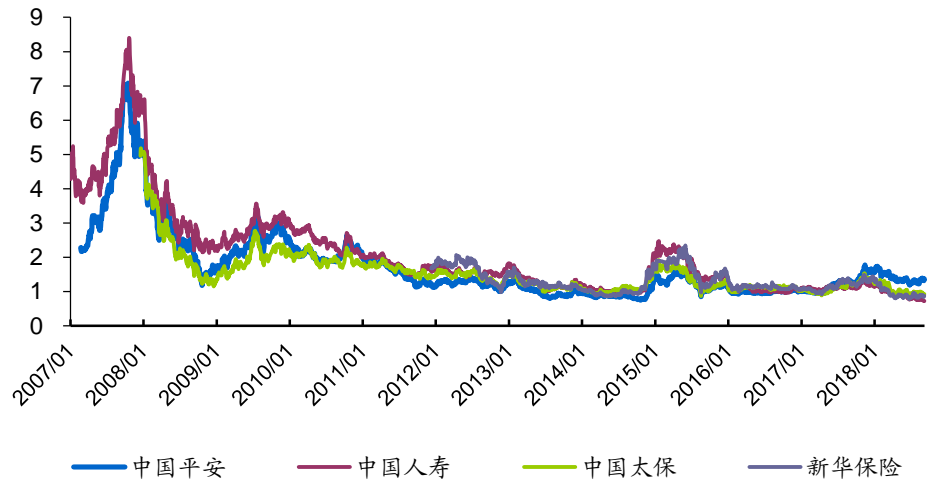
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
中国人寿	4.0%	4.4%	4.0%	4.1%	4.8%	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%
中国平安-人寿	21.2%	21.1%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	21.1%	5.2%	
中国平安-健康	78.2%	74.9%	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	
中国平安-养老	25.8%	27.9%	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	
中国平安	21.6%	21.7%	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	
中国太保	17.6%	13.8%	14.8%	14.7%	15.0%	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%
新华保险	10.8%	11.0%	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%

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	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
中国人寿	70.2%	-52.5%	33.3%	47.3%	-52.5%	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%
中国平安-人寿	1.4%	-12.3%	3.9%	9.7%	-11.2%	-1.0%	20.1%	273.8%	
中国平安-健康	-8.2%	41.5%	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	
中国平安-养老	20.3%	-19.4%	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	
中国平安	2.3%	-12.3%	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	
中国太保	57.9%	-44.1%	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.07%
新华保险	73.9%	-39.3%	2.4%	92.8%	-40.2%	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%

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	2018/06	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02
中国人寿	11.3%	10.0%	0.0%	4.7%	19.9%	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%
中国平安-人寿	24.1%	20.6%	19.6%	19.9%	20.4%	21.0%	24.4%	5.2%	
中国平安-健康	79.1%	61.9%	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	
中国平安-养老	21.2%	47.7%	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	
中国平安	24.3%	22.2%	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	
中国太保	16.4%	-18.2%	22.6%	14.2%	20.3%	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%
新华保险	19.5%	12.6%	16.9%	10.0%	13.7%	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%

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：市场环境改善，金融供给侧改革推进行业战略发展

政策环境趋于市场化，助力估值修复。近期多项政策相继出台，纾困、回购、再融资等政策落地，监管政策由从去杠杆转变为鼓励业务创新并行，政策支持有利于激发市场活力，证券板块整体估值水平得以修复。

金融供给侧改革下，新兴业务赋予券商发展新动力。借助供给侧改革，我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。我们看好中国证券行业的中长期发展机会，建议关注头部券商的配置价值。按 2019 年 3 月 15 日收盘价计算，证券板块 2019 年整体估值 1.47xPB，建议关注业绩改善的海通证券（A、H），及机构业务突出的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等头部券商。

两市日均股票交易金额对券商行业整体营业收入与净利润影响的敏感性测算：

- 1、**经纪：**2018 年沪深两市日均股票成交金额 3691.9 亿元，同比 2017 年的 4584.3 亿元下降了 19.5%。货币政策宽松预期及政策环境回暖背景下，2019 年市场换手率及场内客户保证金规模有望企稳回升。
- 2、**投行：**IPO 审批标准趋严，支持新经济的方向指导下，预计传统 IPO 节奏维持平稳低速，定增预计需求回暖，供给仍受减持新规、定价规则限制，再融资规模预计继续下滑；受益于利率继续下行，债市承销规模预计稳中有升。
- 3、**资管：**资管新规及配套细则相继落地，券商资管目前处于转型关键期。
- 4、**自营：**IFRS9 新规影响下，券商对权益投资规模预计保持谨慎，受益于信用二元环境改善，中低评级信用债有望迎来修复。
- 5、**两融余额和股权质押余额：**两融业务规模主要取决于市场需求，预计两融余额与成交金额同向波动；股票质押业务整体处于控规模、调结构阶段，预计整体规模将进一步回落。

根据交易所披露数据，2017、2018 两年两市平均日均股票成交额 4138 亿元，2019 年初至今市场回暖，2019 年初至 2019 年 3 月 15 日两市日均股票成交额回升至 5400 亿元，2019 年 2 月 15 日-3 月 15 日两市日均股票成交额 7746 亿元。根据上市券商公告月度经营数据，2019 年 1-2 月可比 34 家上市券商累计实现营收与净利润同比增速分别为 50.0% 与 80.1%。

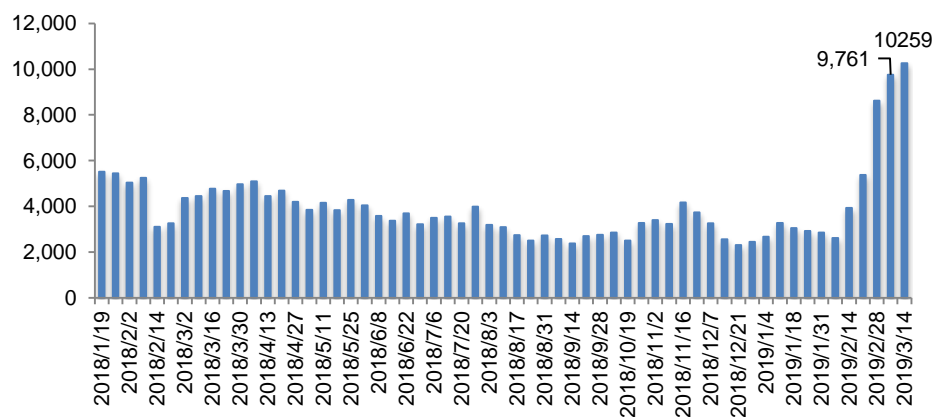
在当前市场环境下，按证券业协会 2018 年统计 131 家证券公司为证券行业整体统计口径，假设 1) 若 2019 全年两市日均股票成交额为 4100 亿元，预测 2019 年证券行业整体净利润同比增速为 15%、整体营业收入同比增速为 3.5%；2) 若 2019 全年两市日均股票成交额为 5400 亿元，预测 2019 年证券行业整体净利润同比增速为 45%、整体营业收入同比增速为 14%；3) 若 2019 全年两市日均股票成交额为 6000 亿元，预测 2019 年证券行业整体净利润同比增速为 61%、整体营业收入同比增速为 19%。

表4: 两市日均股票交易金额对券商行业整体营业收入与净利润影响的敏感性测算

市场环境情景假设	2017A	2018A	2019 情景假设 一	2019 情景假设 二	2019 情景假设 三
经纪业务					
两市日均股票成交金额 (亿元)	4,584	3,692	4,100	5,400	6,000
yoy	-12%	-19%	11%	46%	63%
两市全年股票交易金额 (亿元)	1,118,559	897,132	941,989	1,175,243	1,417,469
佣金率	0.034%	0.030%	0.029%	0.029%	0.029%
yoy	-20.8%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
敏感性测算	2017	2018	2019 情景假设 一	2019 情景假设 二	2019 情景假设 三
证券行业整体营业收入 (亿元)	3,113	2,663	2756	3023	3163
证券行业整体营业收入同比增速	-5.10%	14.46%	3.49%	13.51%	18.77%
证券行业整体净利润 (亿元)	1,130	666	767	967	1072
证券行业整体净利润同比增速	-8.5%	-41.10%	15.17%	45.21%	60.97%

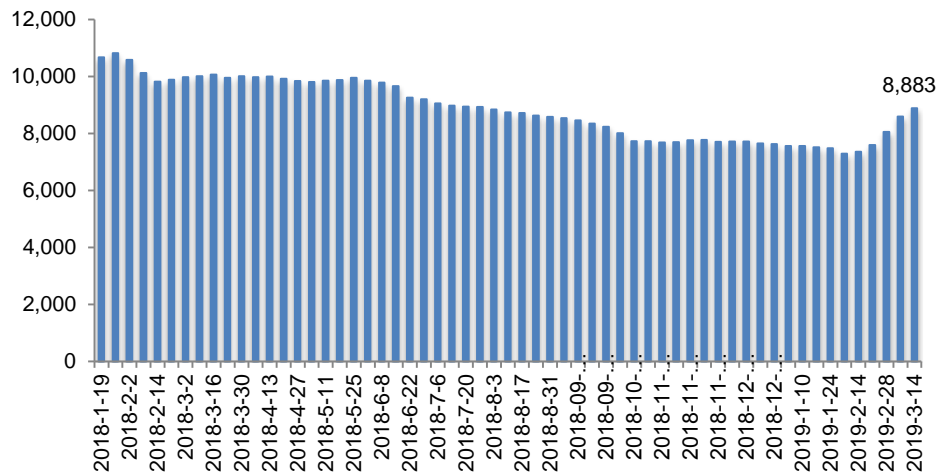
数据来源: wind、证券业协会、广发证券发展研究中心 (注: 2017、2018 年数据来自交易所及证券业协会数据披露, 2019 年为情景假设下数据测算, 行业整体统计口径为证券业协会 2018 年统计 131 家证券公司)

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



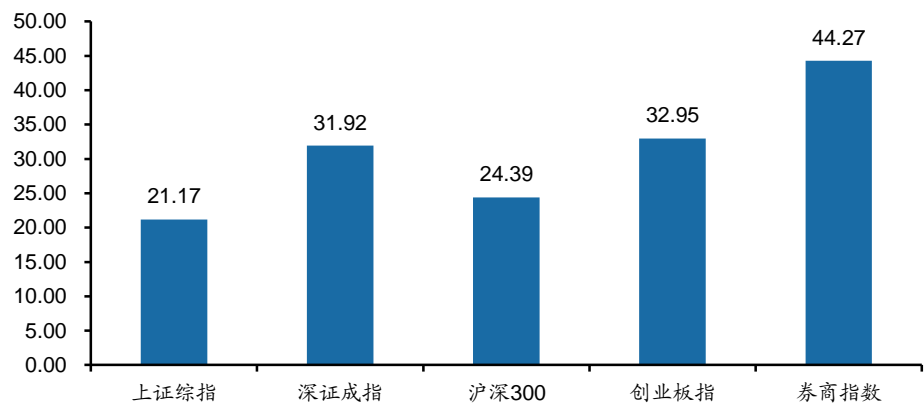
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 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

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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 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	510627	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。