

非银金融行业

资本市场开放持续推进，保险投资端压力缓和

● 证券：对外开放与创新业务持续推进

上周证券业协会发布 2018 年证券公司证券承销业务数据统计排名情况。在 A 股主承销金额上，中信证券、中信建投和国泰君安位居前三位置不变；中金公司以 548.93 亿元位列第四。

对外开放与创新业务持续推进。据证监会网站新闻发布，上周证监会与法国金融市场管理局签署《金融领域创新合作谅解备忘录》，双方约定就金融科技领域的发展动态及相应的监管政策共享信息，加强合作。本备忘录的签署对于中法双方及时就金融科技的发展和监管问题交换信息、加强监管合作具有重要意义。此外，在习近平主席访法期间，中法双方证券监管机构还就加强绿色金融领域务实合作和探索推进两国资本市场互联互通建设达成共识。

我们认为，在对外开放及业务创新不断推进的背景下，我国证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。

交易量放大提振业绩。据 wind 统计沪深两市全部 A、B 股日交易量由 3 月 18 至 3 月 31 日在 6636.64-8859.42 亿徘徊后再次放大，上周日均成交额回升至 9747.15 亿；3 个交易日单日成交额突破万亿元。历史复盘看，交易量放大提振券商业绩，促进板块估值提升。

信用风险持续缓解。随着上市券商权益资产价格上涨，各类减值有望回拨、公允价值回升。

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 4 月 4 日收盘价计算，证券板块 2019 年整体估值 1.62xPB，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。

● 保险：新单回暖，投资风险缓和

根据 2018 年报数据，新业务价值除中国人寿出现较大幅回落，其余三家同比小幅增长，为 1.2%-7.3%，考虑 2018 年初曾大幅调整，整体表现略超预期。年初行业曾迎接新单大幅下滑考验，但后续积极调整产品和战略。当前各家公司都在推销重保障产品，尤其是健康险逆势增长表现亮眼。业务结构调整带来新业务价值率持续走高，行业全面转入质量增长模式。2018 年各家公司投资收益率均明显下行，主要由于权益市场表现不佳，总投资收益率区间为 3.28%-4.6%，从资产结构看，股票、基金规模占比下滑明显。投资波动直接导致部分公司利润表现不佳。未来随着新会计准则推进，保险公司利润波动性可能有所加大。

当前板块估值临近 1 倍内含价值，且近期国债收益率有上行趋势，板块弹性仍然具备，建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国人寿（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

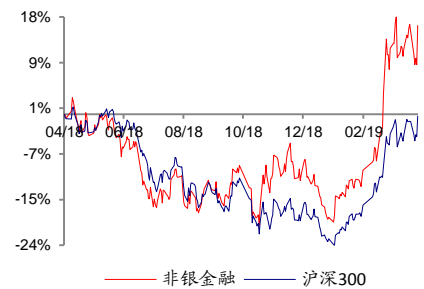
前次评级

买入

报告日期

2019-04-08

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究：

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 2019-03-18

非银金融行业：信托业态、行业展望与估值探讨 2019-03-13

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

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

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	
				2019/4/4	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	买入	人民币	80.20	84.00	7.34	9.37	10.93	8.56	1.21	1.03	18%	17%
新华保险	601336.SH	买入	人民币	59.11	63.11	3.01	3.96	19.64	14.93	0.94	0.82	47%	20%
中国太保	601601.SH	买入	人民币	35.62	41.79	2.35	3.00	15.16	11.87	0.85	0.75	13%	14%

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	
				2019/4/4	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	买入	人民币	15.82	17.1	0.75	0.98	21.09	16.14	1.44	1.32	7%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	23.62	26.6	0.96	1.17	24.69	20.26	1.78	1.67	7%	9%
中信证券	600030.SH	买入	人民币	26.00	28.9	1.31	1.61	19.85	16.15	1.89	1.73	10%	11%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

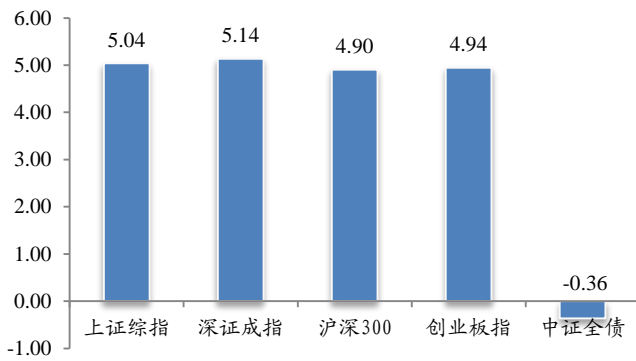
股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元人民币)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/4/4	(港元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中金公司	03908.HK	买入	港币	18.52	21	1.19	1.37	13.33	11.57	1.49	1.36	12%	12%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

一周表现

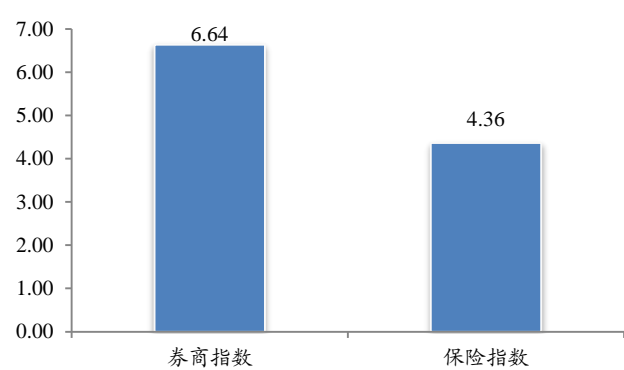
上周上证指数报3246.57点，涨5.04%；深证成指报10415.80，涨5.14%；沪深300报4062.23点，涨4.90%；创业板指数报1777.26点，涨4.94%。券商指数涨6.64%、保险指数涨4.36%。

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

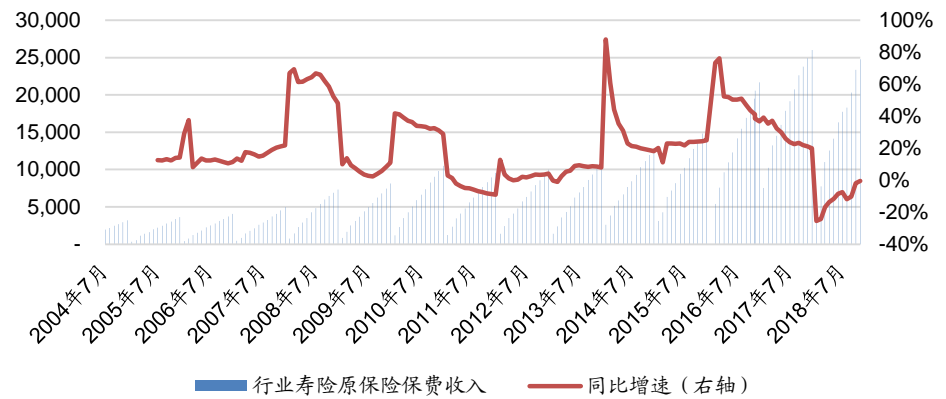
行业动态及一周点评

保险：新单回暖，投资风险缓和

根据2018年报数据，新业务价值除中国人寿出现较大幅回落，其余三家同比小幅增长，为1.2%-7.3%，考虑2018年初曾大幅调整，整体表现略超预期。年初行业曾迎接新单大幅下滑考验，但后续积极调整产品和战略。当前各家公司都在推销重保障产品，尤其是健康险逆势增长表现亮眼。业务结构调整带来新业务价值率持续走高，行业全面转入质量增长模式。2018年各家公司投资收益率均明显下行，主要由于权益市场表现不佳，总投资收益率区间为3.28%-4.6%，从资产结构看，股票、基金规模占比下滑明显。投资波动直接导致部分公司利润表现不佳。未来随着新会计准则推进，保险公司利润波动性可能有所加大。

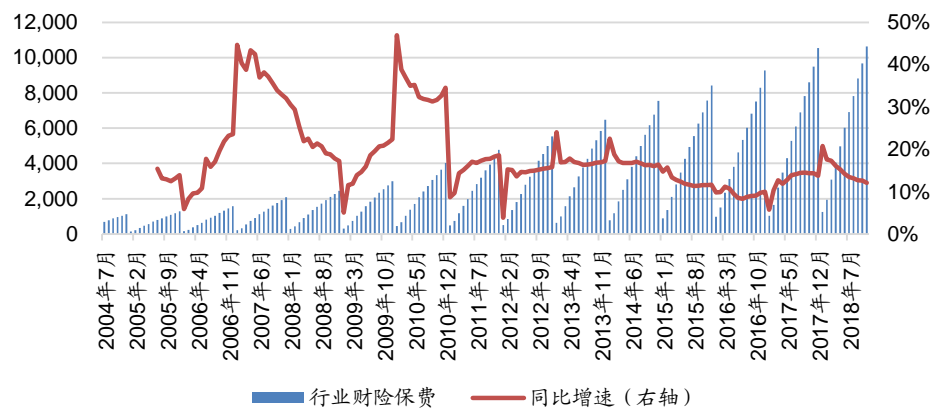
当前板块估值临近1倍内含价值，且近期国债收益率有上行趋势，板块弹性仍然具备，建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国人寿（A、H）、中国太保（A、H）。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



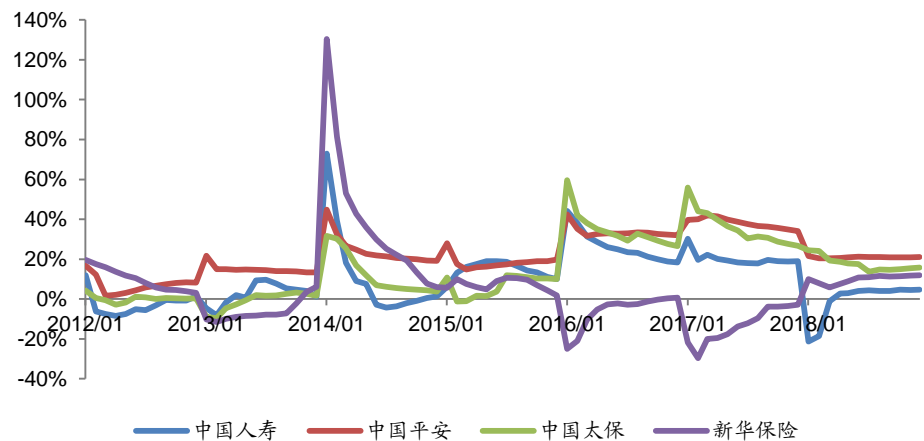
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



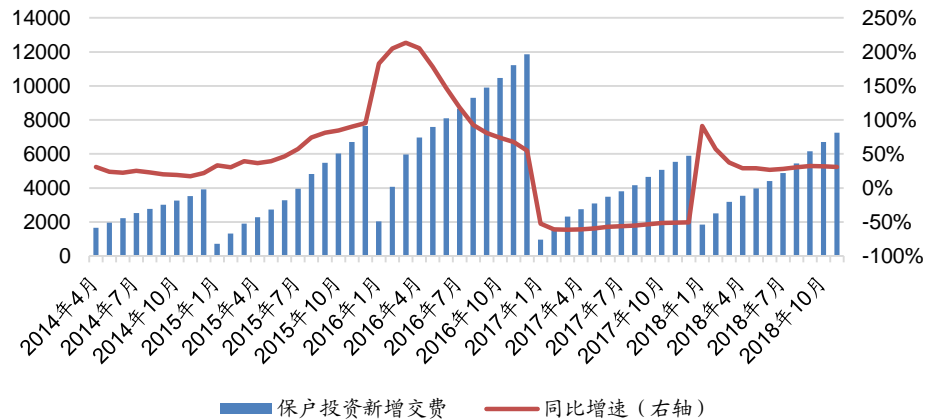
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



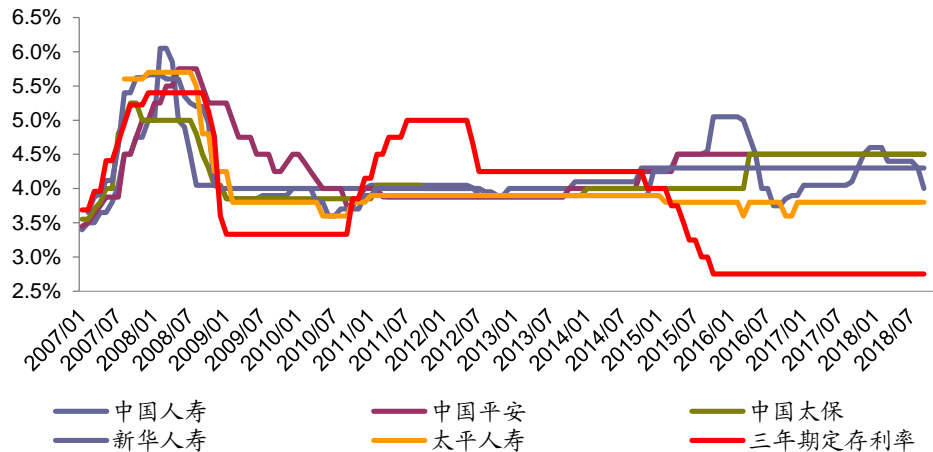
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



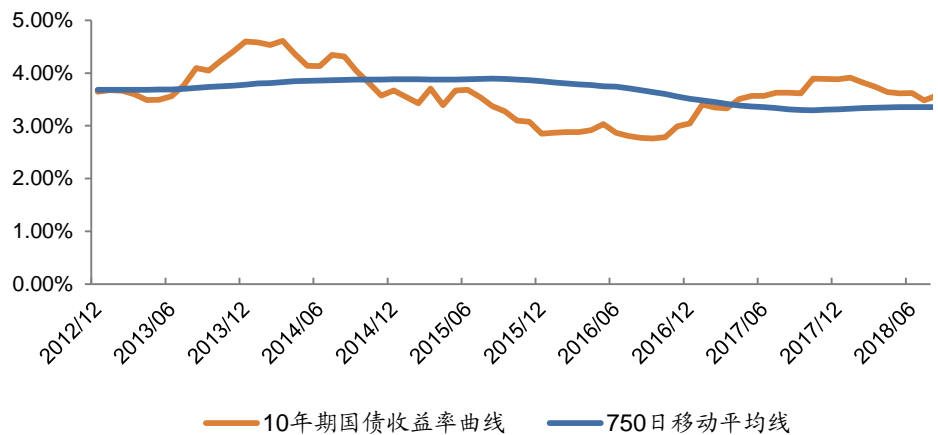
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



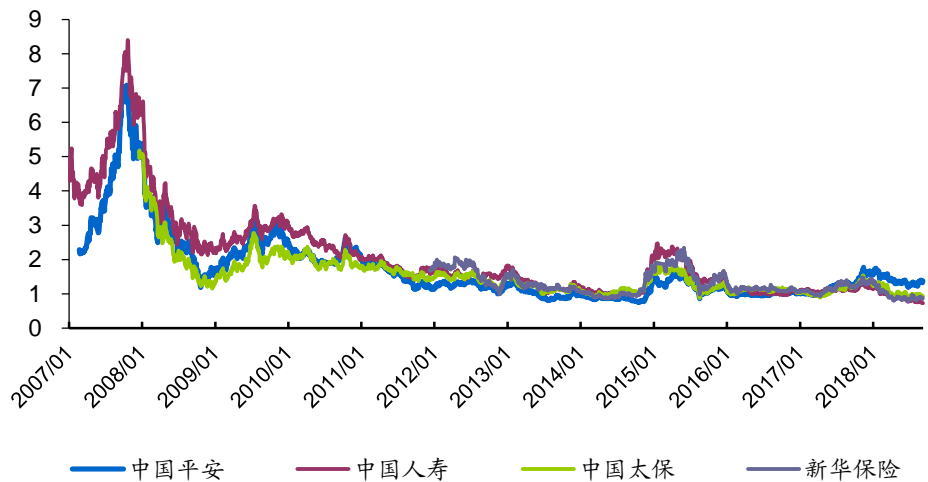
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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%	6.2%
中国平安-健康	78.2%	74.9%	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%
中国平安-养老	25.8%	27.9%	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%
中国平安	21.6%	21.7%	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%
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%	-71.2%
中国平安-健康	-8.2%	41.5%	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%
中国平安-养老	20.3%	-19.4%	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%
中国平安	2.3%	-12.3%	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%
中国太保	57.9%	-44.1%	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%
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%	9.9%
中国平安-健康	79.1%	61.9%	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%
中国平安-养老	21.2%	47.7%	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%
中国平安	24.3%	22.2%	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%
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：对外开放与创新业务持续推进

4月4日中国证券业协会发布2018年证券公司证券承销业务数据统计排名情况。在A股主承销金额上，中信证券、中信建投和国泰君安位居前三位置不变；中金公司以548.93亿元位列第四。

对外开放与创新业务持续推进。据证监会网站新闻发布，上周证监会与法国金融市场管理局签署《金融领域创新合作谅解备忘录》，双方约定就金融科技领域的发展动态及相应的监管政策共享信息，加强合作。本备忘录的签署对于中法双方及时就金融科技的发展和监管问题交换信息、加强监管合作具有重要意义。此外，在习近平主席访法期间，中法双方证券监管机构还就加强绿色金融领域务实合作和探索推进两国资本市场互联互通建设达成共识。

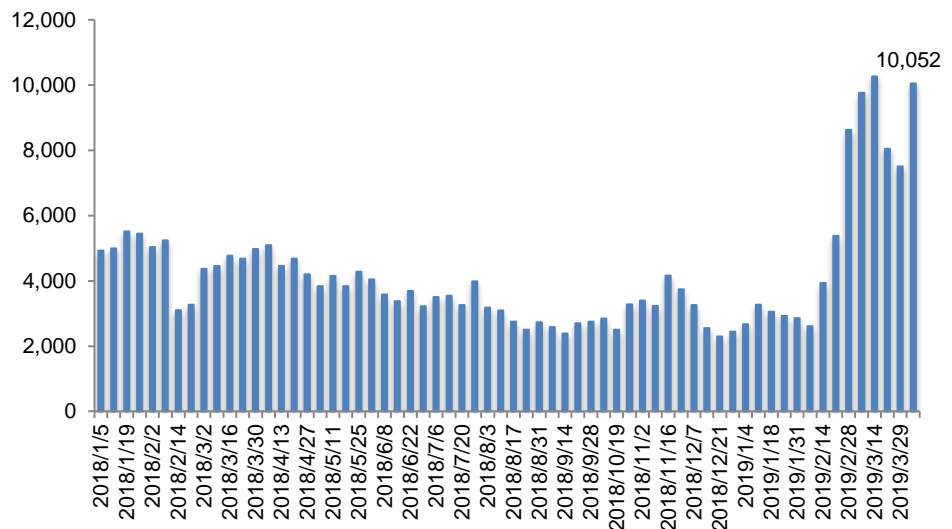
我们认为，在对外开放及业务创新不断推进的背景下，我国证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。

交易量放大提振业绩。据wind统计沪深两市全部A、B股日交易量由3月18日至3月31日在6636.64-8859.42亿徘徊后再次放大，上周日均成交额回升至9747.15亿；3个交易日单日成交额突破万亿元。历史复盘看，交易量放大提振券商业绩，促进板块估值提升。

信用风险持续缓解。随着上市券商权益资产上涨，各类减值有望回拨、公允价值回升。

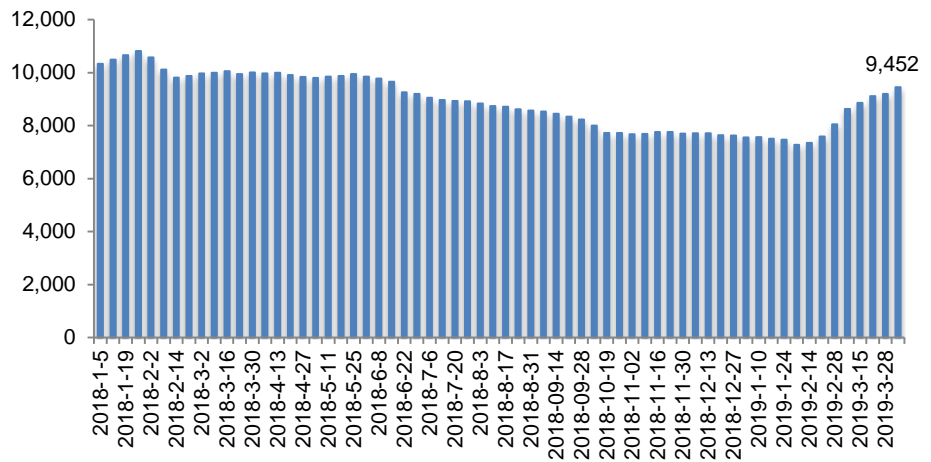
从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。我们看好中国证券行业的中长期发展机会，建议关注头部券商的配置价值。按2019年4月4日收盘价计算，证券板块2019年整体估值1.62xPB，建议关注业绩改善的海通证券（A、H），及机构业务突出的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等头部券商。

图10：全部AB股周度成交金额（亿元）



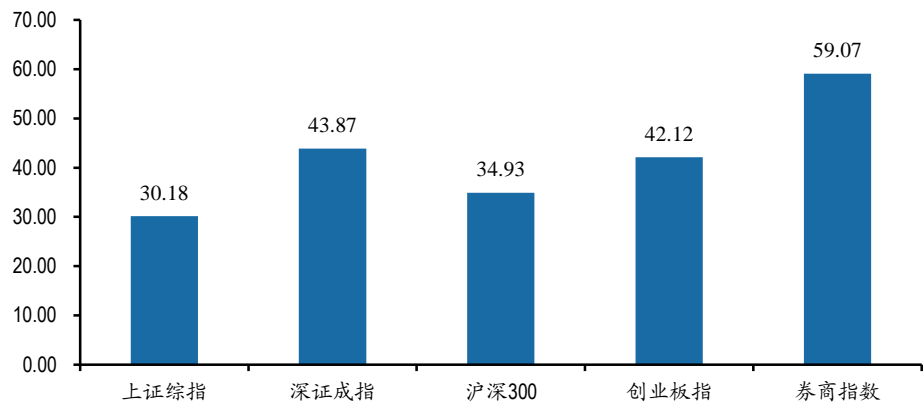
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图11: 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

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：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018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 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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。

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。