

非银金融行业

券商受益创新推进与交易活跃，保险负债端与资产端利好共振

● 证券：创新业务发展推进，市场交易量保持活跃，看好板块投资机会

4月19日，中国金融期货交易所发文进一步优化股指期货交易运行：①自2019年4月22日结算时起，将中证500股指期货交易保证金标准调整为12%；②将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手，套期保值交易开仓数量不受此限；③将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的3.45%。

预期一季报同比大幅增长。以2019年1~3月上市券商月度业绩加总计算，预计2019年一季度板块实现营业收入727.01亿元，可比口径同比增长53.13%；实现归母净利润327.42亿元，可比口径同比增长88.08%。实际上，由于二级市场表现良好，各家券商下属子公司业绩好转及公允价值回升，今年一季报业绩将显著好于1-3月母公司业绩。如东吴证券公告，一季度预计实现净利润6.13亿元，同比增长943%，而按月度报告统计，1-3月母公司净利润4.64亿，同增466%。因此，预期一季报同比高增或将有有望提振证券板块。

我们看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会，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。建议重点关注①受益衍生品等业务创新的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等；②自营高弹性的海通证券（A、H）等；③经纪业务高弹性的东方财富等。

● 保险：负债端与资产端双利好共振

根据各家公司公告，1-3月四家公司保费维持正增长，除中国太保增速相对较低（3.9%），其余公司维持8%以上增速。受开门红持续调整影响，个险新单仍为负增长态势，中国平安1-3月个险新单同比下滑13.1%，降幅相对前两月收窄。总体来看，由于目前开门红产品价值率较往年提升，或弥补整体规模的下降，通过结构调整形成以质补量趋势。预计一季报总体新业务价值有望实现正增长。当前负债端趋势基本获得市场认同，投资端十年期国债近期出现触底反弹趋势，最新临近3.4%，较3月底上行约30个BP，投资端压力释放。受益负债端与资产端双边均出现边际向好，估值空间有望继续提升。当前板块估值近1倍内含价值，中长期配置明显，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

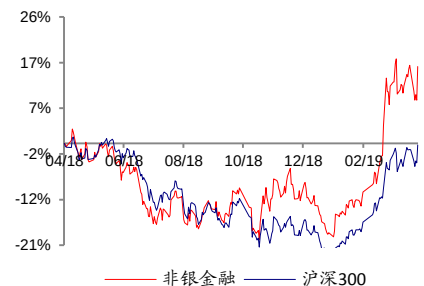
前次评级

买入

报告日期

2019-04-21

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：社融大增提振 2019-04-14

市场，长期看好板块配置价值

非银金融行业：资本市场开放 2019-04-08

持续推进，保险投资端压力缓

和

非银金融行业：金融业对外开 2019-04-01

放持续扩大，推进行业变革发

展

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	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国太保	601601.SH	人民币	39.39	20190325	买入	41.79	2.35	3.00	16.76	13.13	0.94	0.83	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（证券）

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	人民币	14.52	20190328	买入	17.1	0.75	0.98	19.36	14.82	1.32	1.21	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	21.92	20190330	买入	26.6	0.96	1.17	22.92	18.80	1.65	1.55	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	24.50	20190322	买入	28.9	1.31	1.61	18.70	15.22	1.78	1.63	10%	11%

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（证券）

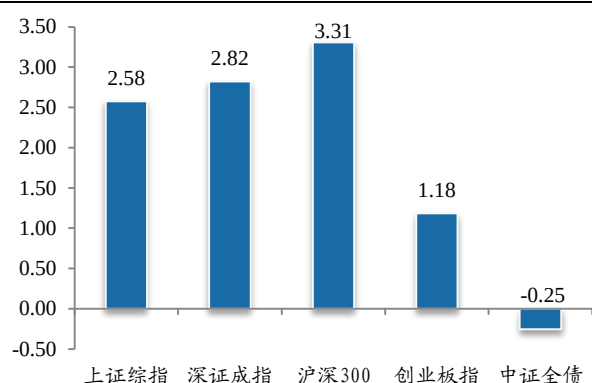
股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (港元/股)	EPS(人民币/元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中金公司	03908.HK	港币	17.62	20190331	买入	21.0	1.19	1.37	12.65	10.99	1.41	1.29	12%	12%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

一周表现

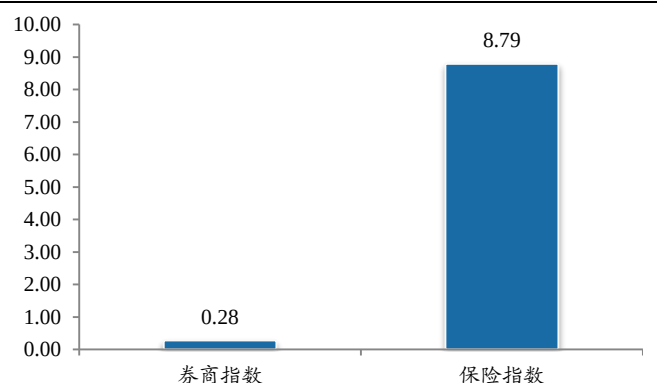
上周上证指数报3270.80点，涨2.58%；深证成指报10418.24，涨2.82%；沪深300报4120.61点，涨3.31%；创业板指数报1715.80点，涨1.18%。券商指数涨0.28%、保险指数涨8.79%。

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

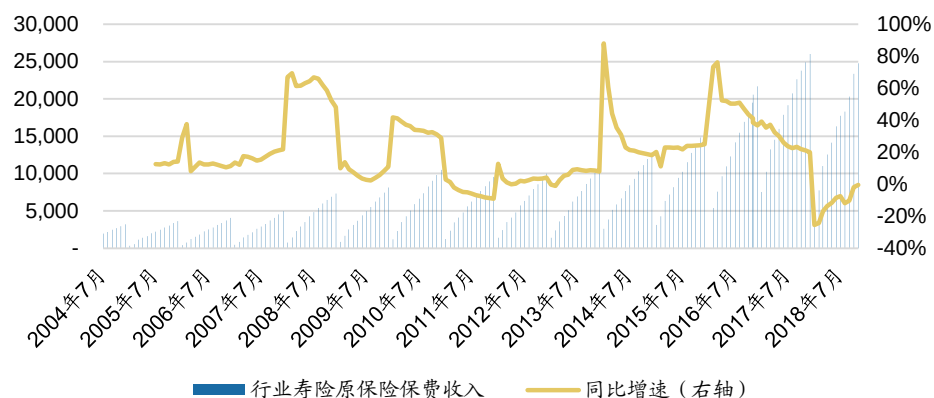
保险：负债端与资产端双利好共振

根据各家公司公告，1-3月四家公司保费维持正增长，除中国太保增速相对较低（3.9%），其余公司维持8%以上增速。受开门红持续调整影响，个险新单仍为负增长态势，中国平安1-3月个险新单同比下滑13.1%，降幅相对前两月收窄。

总体来看，由于目前开门红产品价值率较往年提升，或弥补整体规模的下降，通过结构调整形成以质补量趋势。预计一季报总体新业务价值有望实现正增长。当前负债端趋势基本获得市场认同，投资端十年期国债近期出现触底反弹趋势，最新临近3.4%，较3月底上行约30个BP，投资端压力释放。

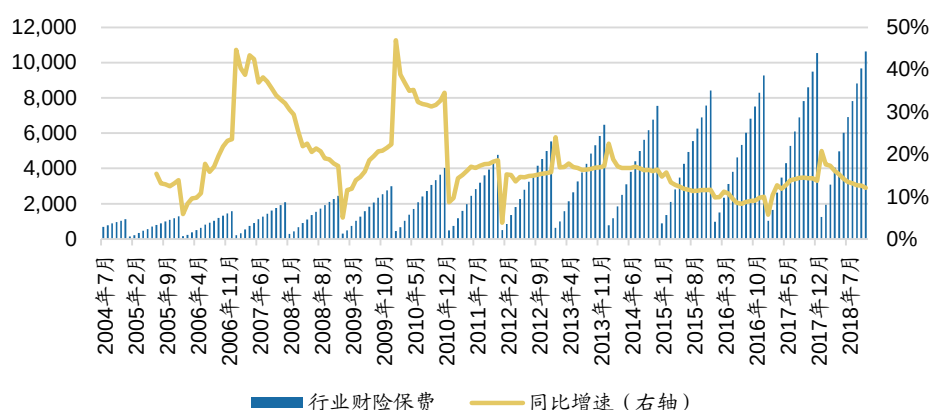
受益负债端与资产端双边均出现边际向好，估值空间有望继续提升。当前板块估值近1倍内含价值，中长期配置明显，建议关注：中国平安（A、H）、新华保险（A、H）、中国人寿（A、H）、中国太保（A、H）。

图3：月度行业寿险保费及其增速（亿元）



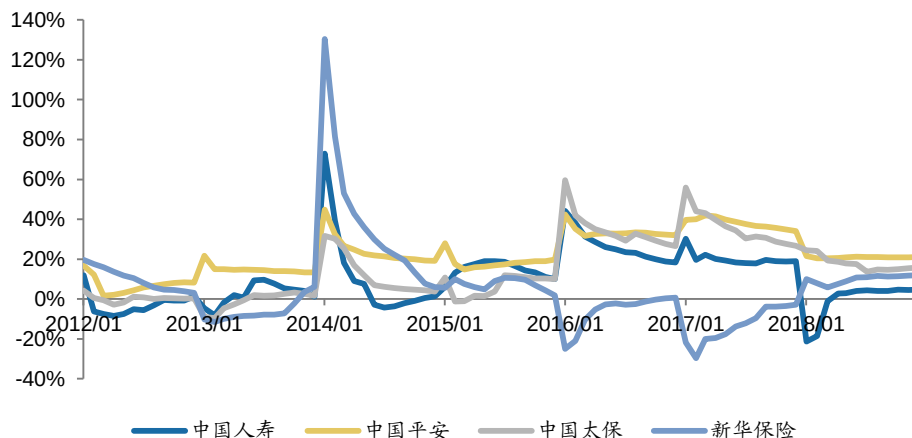
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图4：月度行业财险保费及其增速（亿元）



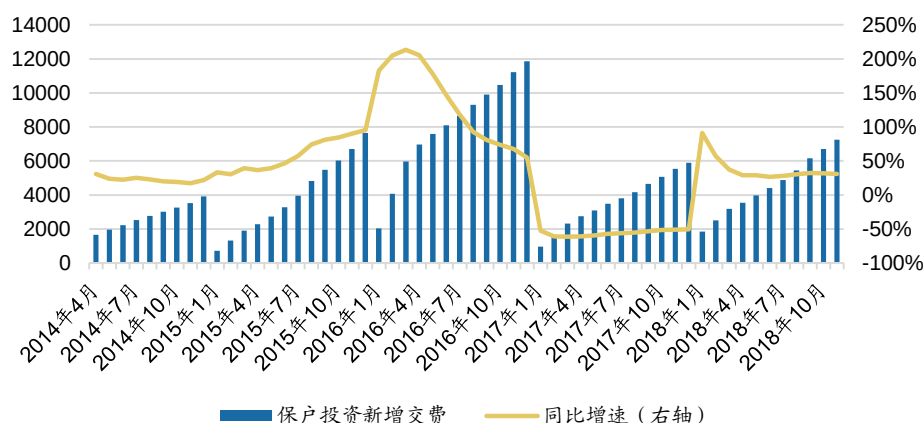
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图5：主要保险公司寿险业务月度保费增速



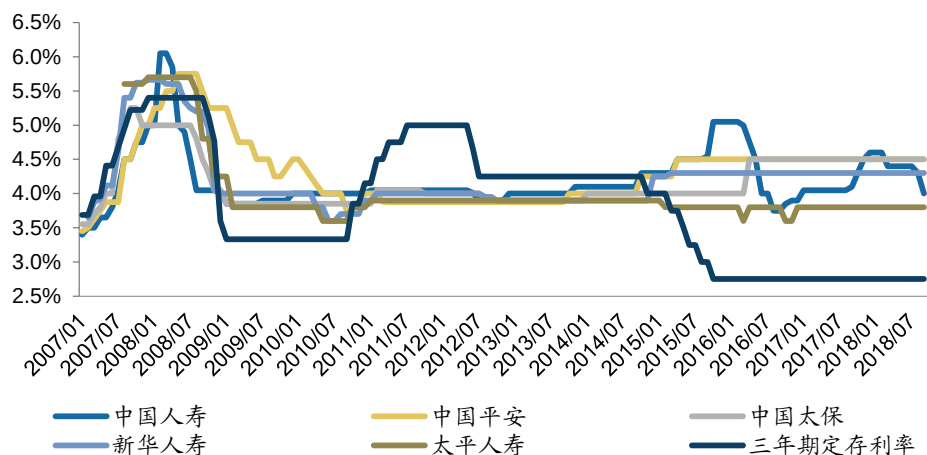
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6：保户投资款新增交费及同比增速（亿元）



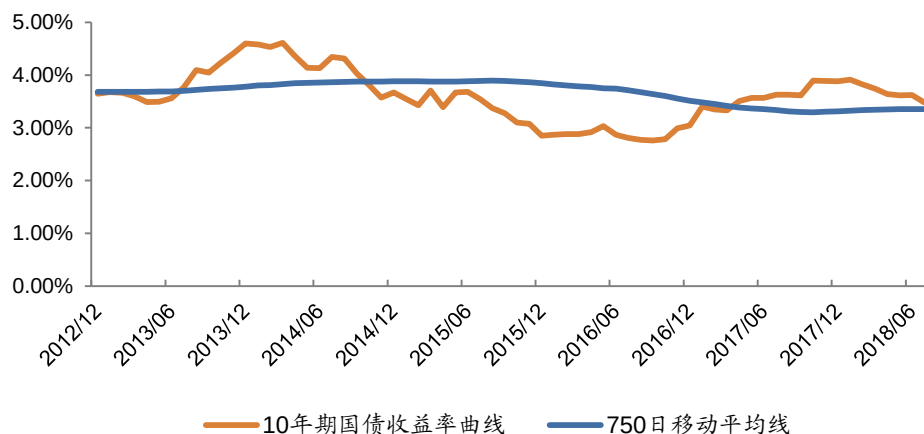
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图7：行业万能险结算利率



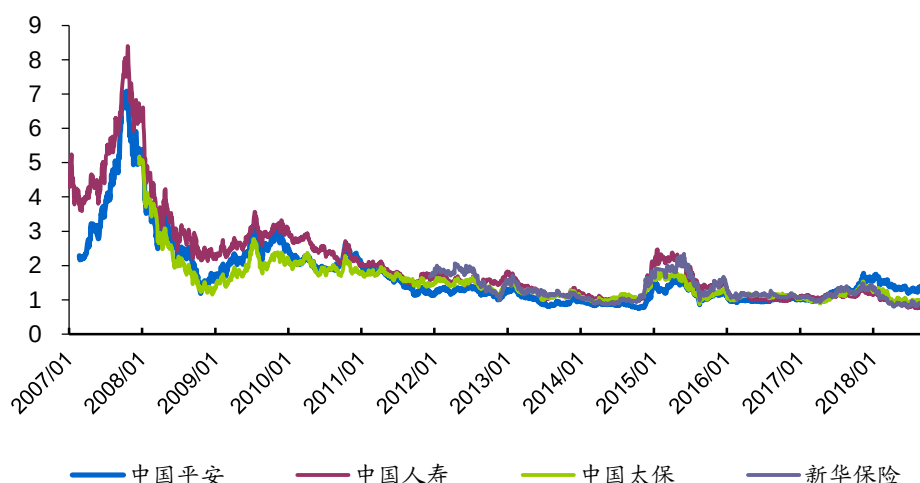
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03
中国人寿	4.4%	4.0%	4.1%	4.8%	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%
中国平安-人寿	21.1%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%
中国平安-健康	74.9%	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%
中国平安-养老	27.9%	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%
中国平安	21.7%	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%
中国太保	13.8%	14.8%	14.7%	15.0%	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%
新华保险	11.0%	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%

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	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03
中国人寿	-52.5%	33.3%	47.3%	-52.5%	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%
中国平安-人寿	-12.3%	3.9%	9.7%	-11.2%	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%
中国平安-健康	41.5%	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%
中国平安-养老	-19.4%	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%
中国平安	-12.3%	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%
中国太保	-44.1%	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%
新华保险	-39.3%	2.4%	92.8%	-40.2%	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%

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	2018/07	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03
中国人寿	10.0%	0.0%	4.7%	19.9%	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%
中国平安-人寿	20.6%	19.6%	19.9%	20.4%	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%
中国平安-健康	61.9%	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%
中国平安-养老	47.7%	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%
中国平安	22.2%	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%
中国太保	-18.2%	22.6%	14.2%	20.3%	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%
新华保险	12.6%	16.9%	10.0%	13.7%	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%

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

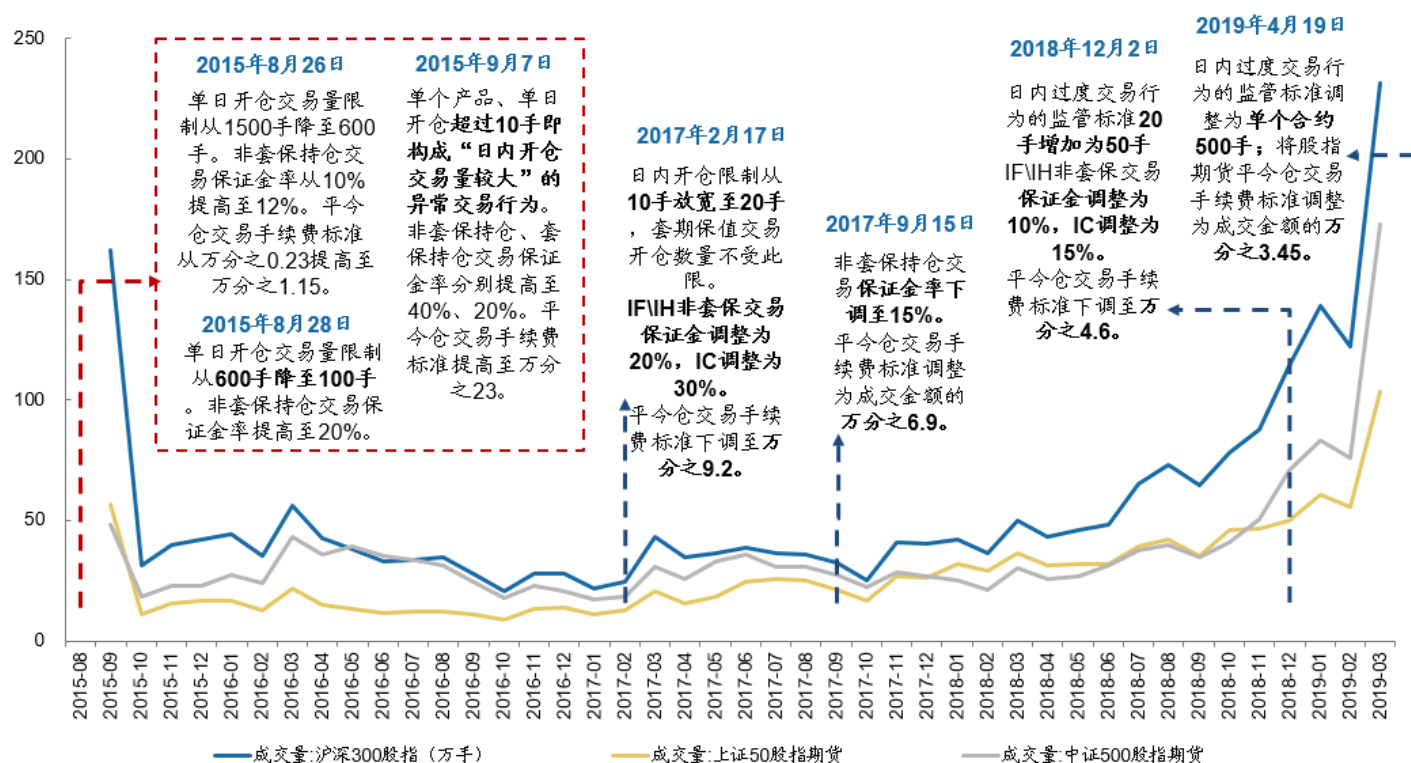
证券：创新业务发展推进，市场交易量保持活跃，看好板块投资机会

进一步松绑股指期货，政治局会议表态，利好证券板块。4月19日，中国金融期货交易所发文进一步调整股指期货交易安排：一是自2019年4月22日结算时起，将中证500股指期货交易保证金标准调整为12%；二是自2019年4月22日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是自2019年4月22日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。

此次调整是进一步优化股指期货交易运行、恢复常态化交易管理、促进市场功能发挥的积极举措，有利于进一步满足投资者风险管理需求，引导更多中长期资金进入资本市场，促进产品创新，更好满足各类投资者的需要。这是2015年连续三次收紧后、自2017年以来的第四次松绑，已较为接近收紧之前的状态，但还有进一步松绑空间。除此之外，中金所还在积极筹备金融期权新品种的相关工作。

交易量放大和业务创新是我们战略看多本轮券商股的核心逻辑。松绑股指期货是业务创新的范畴，在高水平对外开放背景下，场内股票ETF期权、汇率衍生品、商品衍生品有望陆续落地，为证券行业带来新的业务增长点。

图10：股指期货政策与成交量变动复盘

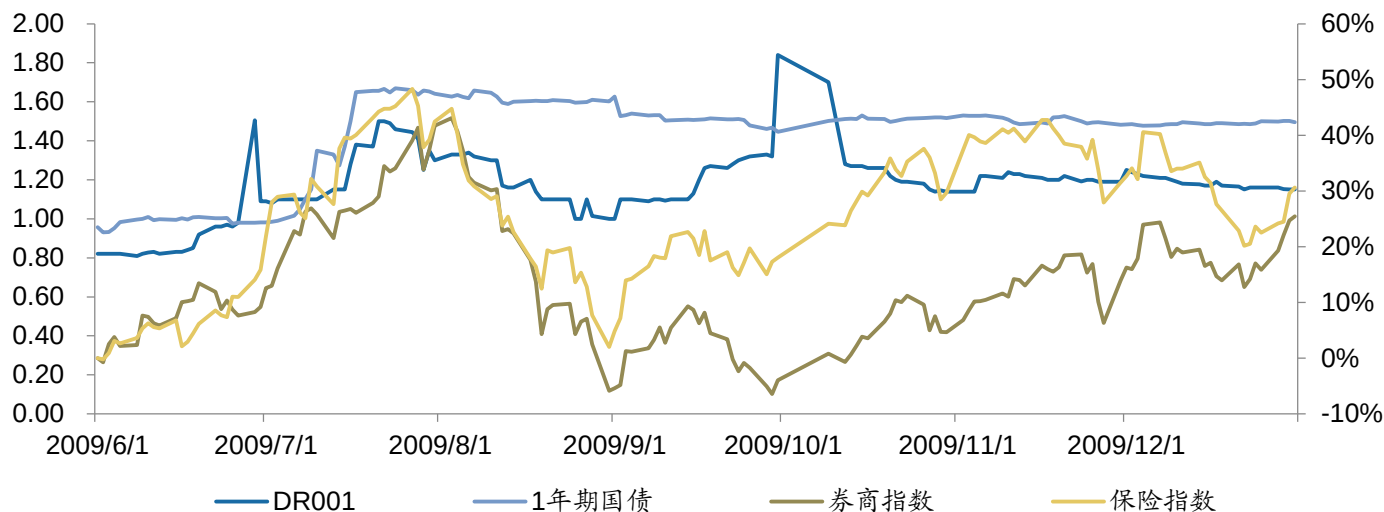


数据来源：wind、中国金融期货交易所、广发证券发展研究中心

此前，我们提示过银行间流动性趋紧将对证券板块的压制风险。复盘2009年以来板块走势，券商指数与DR001之间呈显著负相关，只有2014年底等少数时段同方向变动。从最近DR001走势看，在央行对冲操作下，有冲顶回落态势；19日政治局会议强调积极的财政政策要加力提效、稳健的货币政策要松紧适度，因此，

短期压制因素有望缓和。

图11：板块走势与短期利率变化复盘

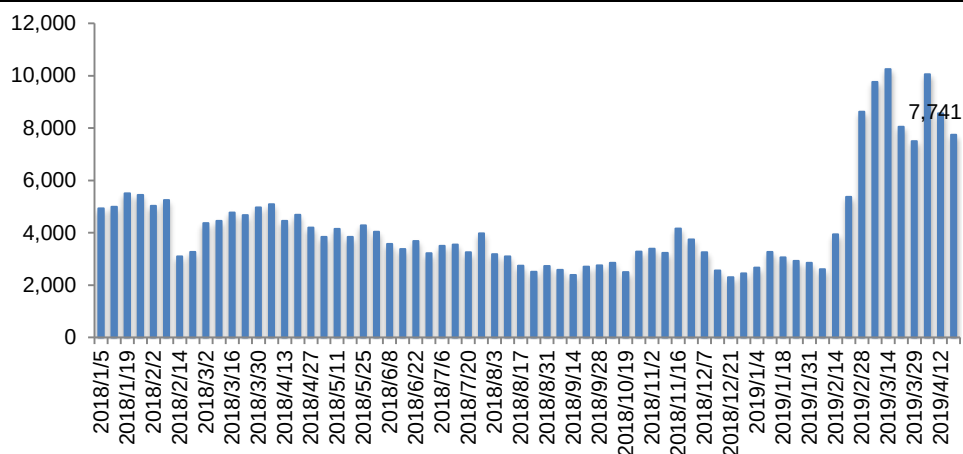


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

预期一季报同比大幅增长。以 2019 年 1~3 月上市券商月度业绩加总计算，预计 2019 年一季度板块实现营业收入 727.01 亿元，可比口径同比增长 53.13%；实现归母净利润 327.42 亿元，可比口径同比增长 88.08%。实际上，由于二级市场表现良好，各家券商下属子公司业绩好转及公允价值回升，今年一季报业绩将显著好于 1-3 月母公司业绩。如东吴证券公告，一季度预计实现净利润 6.13 亿元，同比增长 943%，而按月度报告统计，1-3 月母公司净利润 4.64 亿，同增 466%。因此，预期一季报同比高增或将有望提振证券板块。

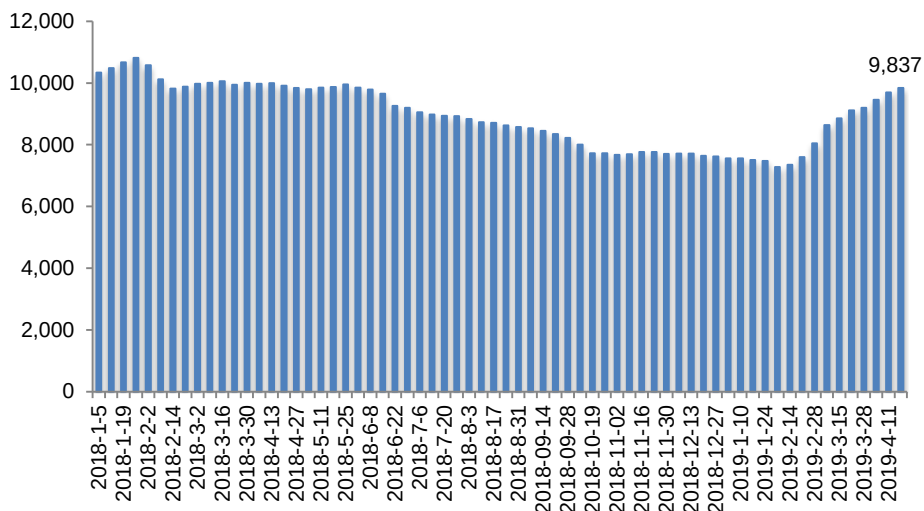
我们长期看好证券板块的投资性机会，在对外开放及业务创新不断推进的背景下，证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。个股方面，建议重点关注受益衍生品等业务创新的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等；二是自营高弹性的海通证券（A、H）等；三是经纪业务高弹性的东方财富等。

图12: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



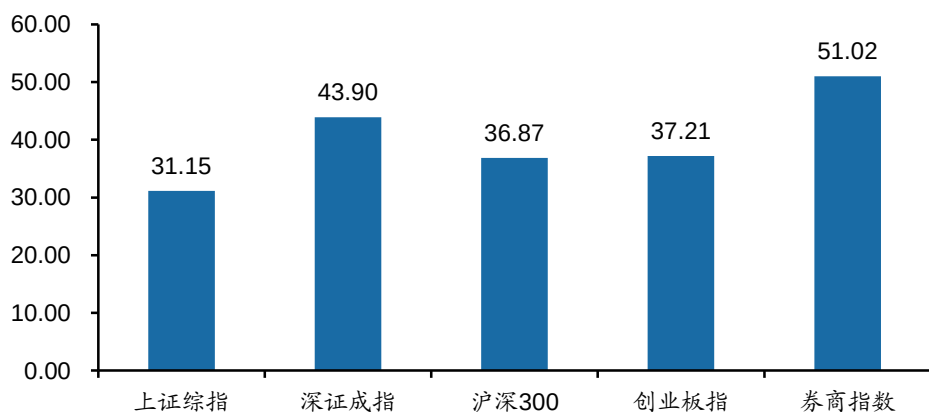
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图13: 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14: 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。
- 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 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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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（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。