

# 非银金融行业

## 短期因素不改板块长期发展潜力

行业评级

买入

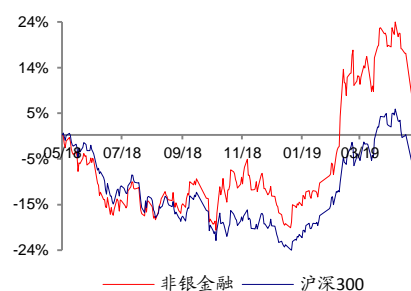
前次评级

买入

报告日期

2019-05-12

### 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:一季报披露完 2019-05-05

毕,行业进入基本面扰动窗口期

非银金融行业:受益投资收益 2019-04-29

同比高增,板块一季报表现亮眼

非银金融行业:券商受益创新 2019-04-21

推进与交易活跃,保险负债端与资产端利好共振

联系人: 陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

### ● 证券: 四月业绩有所回落, 证券行业仍具发展潜力

截至5月10日,36家上市券商已披露4月经营数据月报,共实现净利润(披露的母公司与子公司净利润合计口径,全文同)71.9亿元,环比下降55%,同比上升61%。月度业绩环比下降主要归因于4月份市场回落,自营收益、经纪业务有所收缩,不及一季度乐观。4月单月净利润居前的上市券商包括:海通证券(5.83亿元)、中信证券(5.71亿元)、华泰证券(5.31亿元)等,对应环比变动分别为-48.06%、-60.32%、-68.53%,同比变动分别为+25%、-38%、+86%。1)经纪:日均成交额有所下滑,当月经纪业务略有回落。2)自营:股债市场小幅下滑,影响自营业绩。3)资本中介:两融余额稳步提升,质押规模仍在收缩。4)投行:4月股权融资大增。

**业绩正常回落,仍具发展潜力。**证券板块4月业绩有所回落,但总体来看,当前两市交易量维持高位运行,在科创板、衍生品等新产业、产品快速发展环境下,我们长期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。个股方面,建议重点关注:1)受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券(A、H)、华泰证券(A、H)等;2)自营弹性较高的海通证券(A、H)等;3)经纪业务弹性较高的东方财富等。

### ● 保险: 短期利率或承压, 长久期经营趋势形成

近期十年国债收益率已回升至3.4%水平,未来利率走势向下机率提升,对保险投资端或造成一点影响。考虑负债端持续推进长期保障类产品,未来也将进一步影响投资端结构。根据银保监会统计披露,目前我国保险资金整体投资杠杆较低,涉及嵌套的底层资产和顶层资产杠杆率仅1.03倍,同时寿险债券资产平均久期8.7年,寿险整体固收资产平均久期6.4年,财险债券资产平均久期4.2年。长久期负债经营逐渐成为寿险投资端特征,这一点与发达国家保险市场演变过程吻合,未来高利率阶段保险资金或加大投资长期固收品种。

板块估值近期回调明显,配置价值提升,建议关注:中国平安(A、H)、中国人寿(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。

**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
中国平安	601318.SH	人民币	81.38	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	11.09	8.69	1.23	1.05	22%	24%
新华保险	601336.SH	人民币	53.24	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	17.69	13.44	0.84	0.74	47%	20%
中国太保	601601.SH	人民币	33.75	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	14.36	11.25	0.81	0.71	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	12.77	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	17.03	13.03	1.16	1.07	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	18.99	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	19.78	16.23	1.43	1.34	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	20.64	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	15.76	12.82	1.50	1.37	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	15.56	20190401	买入	21.0	1.19	1.37	11.35	9.86	1.27	1.16	12%	12%

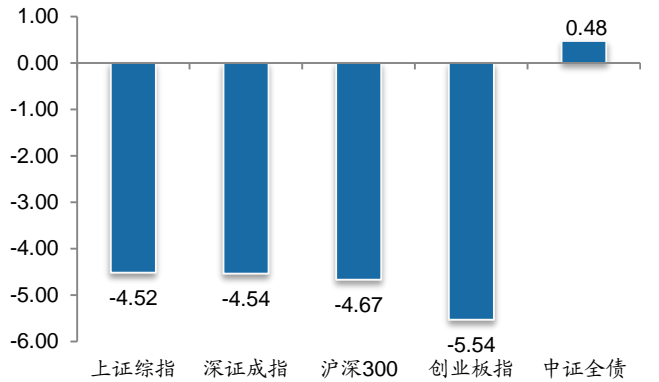
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 一周表现

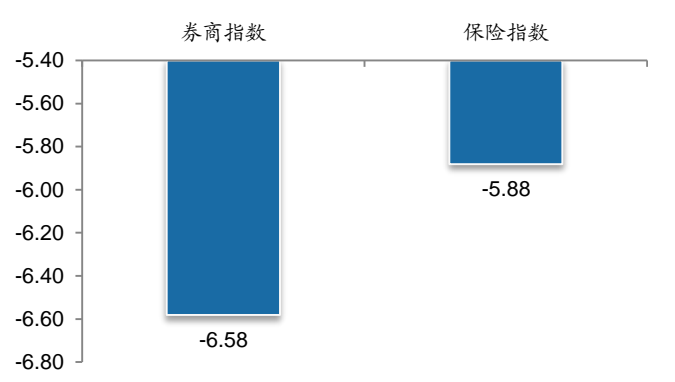
本周上证指数报2939.2点，跌4.52%；深证成指报9235.4，跌4.54%；创业板指数报1533.9点，跌5.54%。券商指数跌6.58%、保险指数跌5.88%。

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

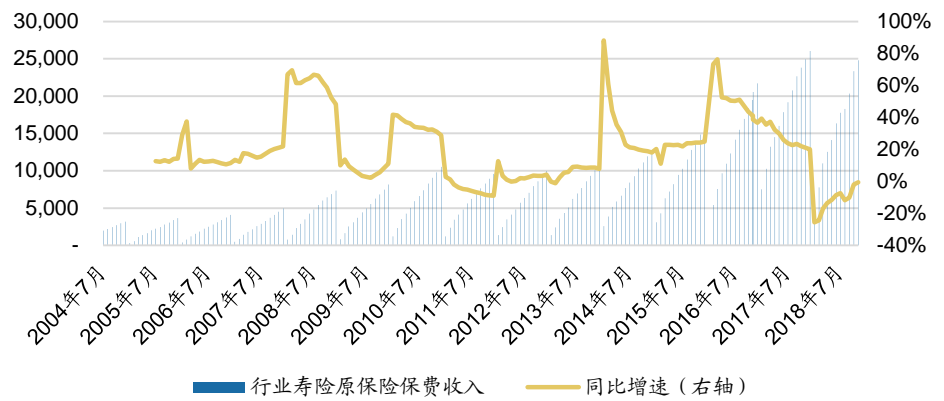
## 行业动态及一周点评

### 保险：短期利率或承压，长久期经营趋势形成

近期十年国债收益率已回升至3.4%水平，未来利率走势向下机率提升，对保险投资端或造成一点影响。考虑负债端持续推进长期保障类产品，未来也将进一步影响投资端结构。根据银保监会统计披露，目前我国保险资金整体投资杠杆较低，涉及嵌套的底层资产和顶层资产杠杆率仅1.03倍，同时寿险债券资产平均久期8.7年，寿险整体固收资产平均久期6.4年，财险债券资产平均久期4.2年。长久期负债经营逐渐成为寿险投资端特征，这一点与发达国家保险市场演变过程吻合，未来高利率阶段保险资金或加大投资长期固收品种。

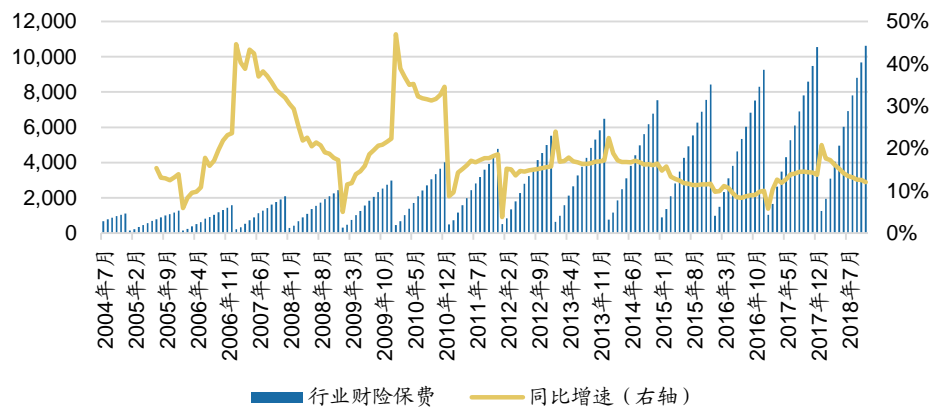
板块估值近期回调明显，配置价值提升，建议关注：中国平安（A、H）、中国人寿（A、H）、新华保险（A、H）、中国太保（A、H）。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



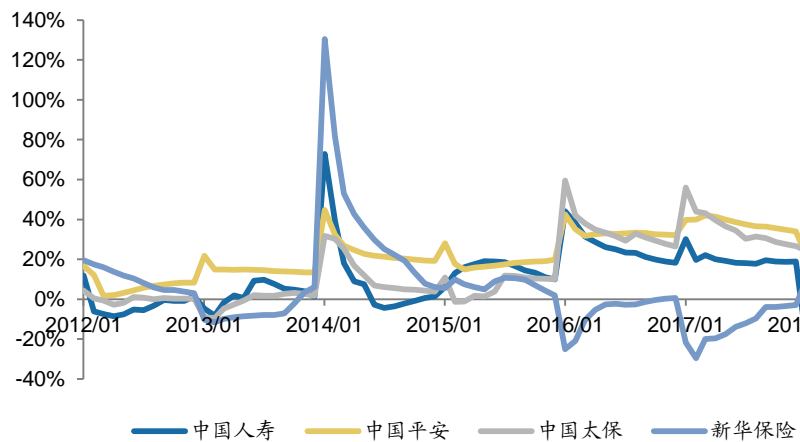
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



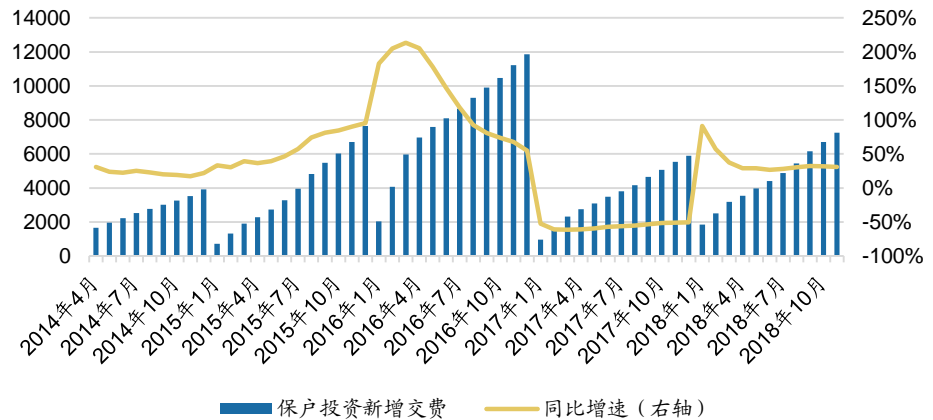
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



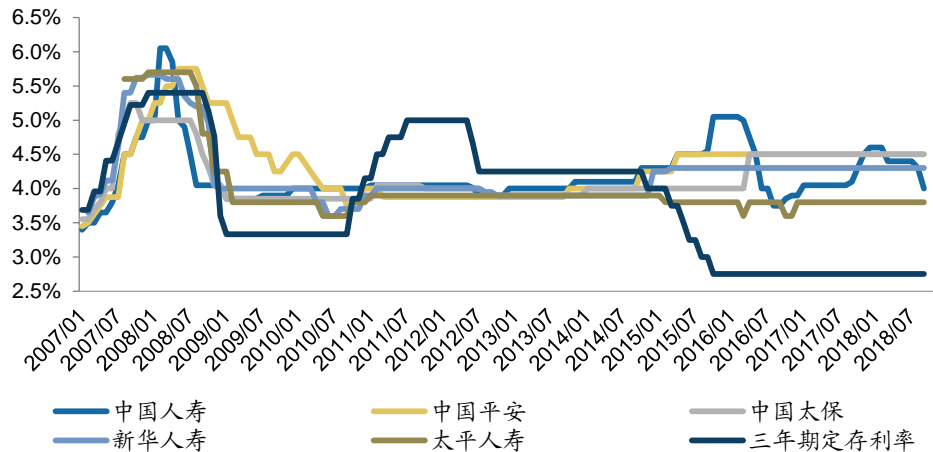
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



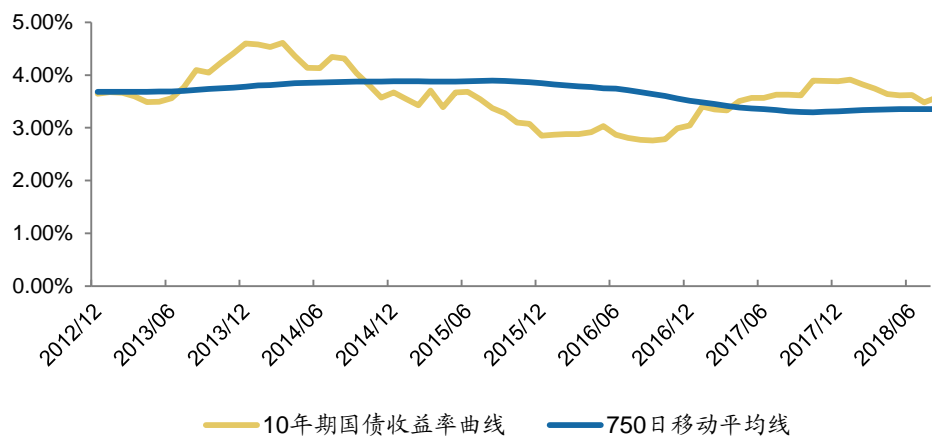
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



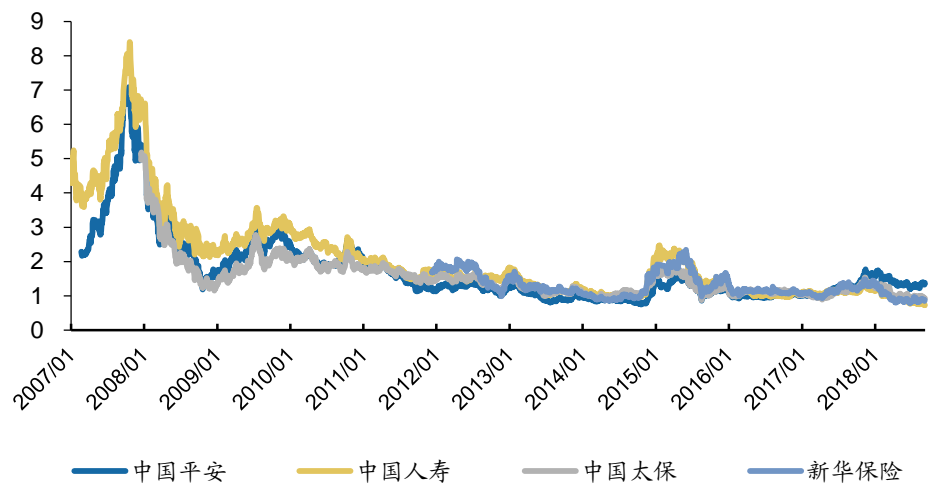
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	2018/07	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：四月业绩有所回落，证券行业仍具发展潜力

截至5月10日，36家上市券商已披露4月经营数据月报，共实现净利润（披露的母公司与子公司净利润合计口径，全文同）71.9亿元，环比下降55%，同比上升61%。月度业绩环比下降主要归因于4月份市场回落，自营收益、经纪业务有所收缩，不及一季度乐观。4月单月净利润居前的上市券商包括：海通证券（5.83亿元）、中信证券（5.71亿元）、华泰证券（5.31亿元）等，对应环比变动分别为-48.06%、-60.32%、-68.53%，同比变动分别为+25%、-38%、+86%。

### 板块拆分：成交金额小幅下滑，股、债市小幅回撤

**1) 经纪：日均成交额有所下滑，当经纪业务略有回落。**4月成交金额合计16.9万亿元，环比下滑9.3%，同比增长105.55%。相较于去年，沪深股市仍保持较强劲的势头，助力经纪业务发展。

**2) 自营：股债市场小幅下滑，影响自营业绩。**4月沪深300上涨1.1%，低于3月上涨5.5%的月度表现；创业板指下跌4.1%，低于3月10.3%的月度表现。债市略低于上月：中证全债指数4月下跌0.7%，较3月0.4%的月度涨幅有所下滑。股债市场较3月均有所回落，影响券商自营业绩。

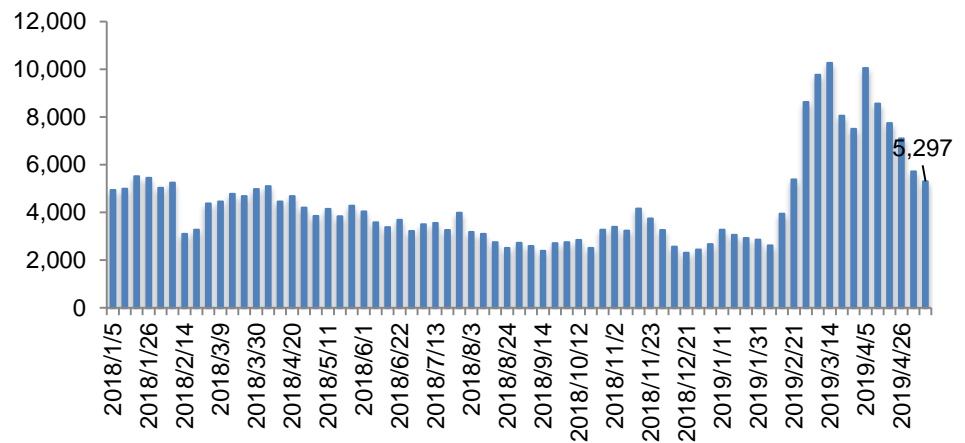
**3) 资本中介：两融余额稳步提升，质押规模仍在收缩。**4月末两融余额9599.1亿元，环比上升4.1%；截至4月30日，市场质押股数6161亿股，较2018年11月初的高点持续收缩，较2018年末已减少184亿股。年初以来市场回暖，质押风险缓释，大部分券商在季末实施计提拨回（个别券商在每月实施并已反映在当月月报）。随着权益资产上涨，各类减值有望回拨、公允价值回升。

**4) 投行：4月股权融资大增。**4月股权融资规模1668.8亿元，环比增长132.2%，同比增长127.7%，其中，4月IPO发行规模87.8亿元（同比+52%，环比-6%），再融资发行规模265.2亿元（同比-47%，环比+296%）。受益于市场回暖，股权融资规模大增。科创板持续推进，为投行业务发展带来机遇。债券市场整体4月发行规模3.71万亿元（同比-0.37%，环比-20%），略有回落。未来直接融资占比有望提升，预期投行业务将持续向好。

**业绩正常回落，仍具发展潜力。**证券板块4月业绩有所回落，但总体来看，当前两市交易量维持高位运行，在科创板、衍生品等新产业、产品快速发展环境下，我们长期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。个股方面，建议重点关注：1) 受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等；2) 自营弹性较高的海通证券（A、H）等；3) 经纪业务弹性较高的东方财富等。

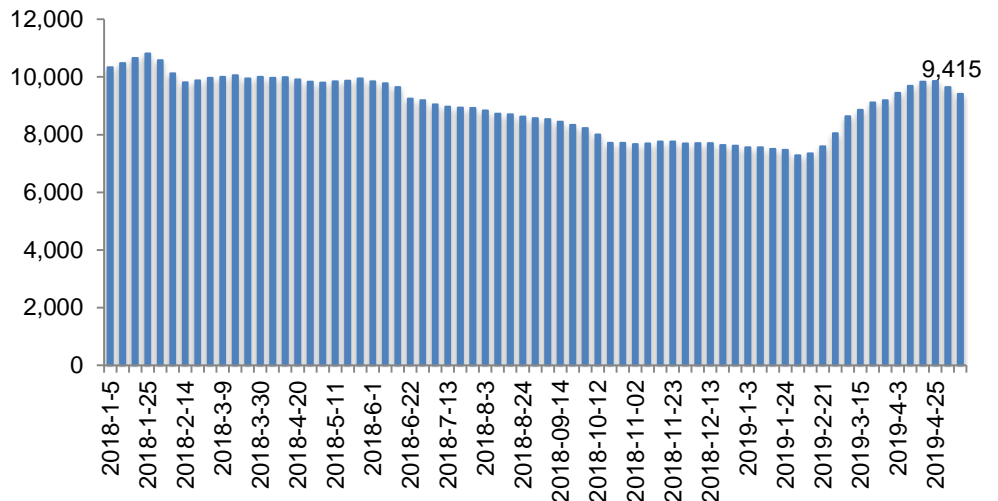


图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



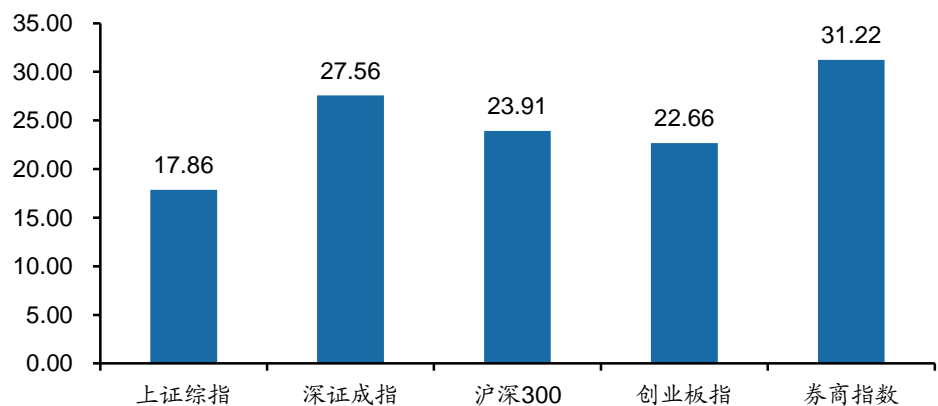
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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。
- 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 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。