

## 市场量价持续下滑，估值回落配置价值提升

——非银金融行业周观点(5.12-5.19)

强于大市 (维持)

日期: 2019年05月20日

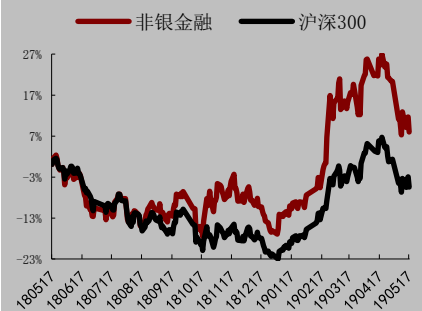
### 投资要点:

- **行情回顾:** 非银金融板块下跌，保险板块跌幅较小。上周非银板块下跌4.41%，保险、多元金融和券商板块分别下跌3.19%、3.72%、5.78%。个股方面，券商方正证券、中信建投跌幅较小(-0.30%、-3.34%)；保险中国平安跌幅较小(-2.80%)；多元金融宝德股份涨幅居前(7.62%)。
- **证券行业:** 成交额环比回落同比增速收窄，两融余额略有下降。上周股基日均成交5,391亿元，环比下降8.61%，年初至今累计股基日均成交额6,657亿元，同比变化33.26%。截至5月19日，两融余额9317亿元，融资余额9245亿元，融券余额73亿元，5月买入额/偿还额94%。
- **保险行业:** 3月保费增速继续下滑，全年累计正增长。3月行业保费增速继续下滑，但年累计增速仍然达到15.9%，从上市险企一季报看，国寿新业务价值同比增长28.3%，平安增长6.1%，新华预计增速有望达到10%，负债端总体表现不错。全年利率只要不出现超预期下行，保险股估值有望继续提升。
- **多元金融:** 信托贷款持续改善，行业景气度上行。年初至今，随着监管层重申影子银行的功能性，信托监管呈现边际放松迹象，新增信托贷款余额迅速由负转正，其中3、4月份的分别新增528、129亿元，同时4月集合信托新发行规模也同比增长32%，持续回暖。在社融需求改善叠加信托监管边际放松的背景下，预计信托行业景气度稳步上行。
- **投资建议:** 1、**证券板块**，在众多政策催化下市场活力被激发，A股交投活跃度提升，两融余额持续提升，券商一季度业绩持续向好，长期看在金融供给侧结构性改革中，直接融资占比将提升，券商作为重要纽带直接受益，4月券商由于市场调整业绩有所下滑，但板块自3月底以来相应有较大调整，需要关注贸易摩擦落地后市场表现。在个股的选择上，一方面仍关注龙头中信证券(600030.SH)和华泰证券(601688.SH)，华泰凭借经纪龙头优势弹性更好，同时关注低估值的海通证券(600837.SH)；另一方面关注高pb、超跌的小市值券商，增量市场下业绩增长预期更强，超跌反弹力度会更大。2、**保险板块**，我们认为利率下行预期是目前为数不多的制约保险股表现的潜在不利因素，只要未来不出现超预期下行，保险股在保费增速复苏、权益市场上行带来的业绩反弹、价值较快增长的背景下，估值有望持续提升，建议关注新华保险(601336.SH)。3、**多元金融板块**，当前信托业转型阵痛和投资不利的利空落地，相关政策有超预期因素，信托贷款和集合信托规模同时向好，预计板块估值修复将延续，看好转型领先、主动管理规模占优的龙头公司。
- **风险提示:** 金融监管力度超预期；宏观经济下行风险；利率超预期下行

### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	18.02	买入
华泰证券	0.61	0.97	18.47	买入
海通证券	0.45	0.57	15.15	增持
新华保险	2.54	3.30	15.11	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05月20日

### 相关研究

万联证券研究所 20190402\_行业深度报告\_AAA\_保险行业 2018 年年报综述  
万联证券研究所 20190401\_行业周观点\_AAA\_非银金融行业周观点(3.25-3.29)  
万联证券研究所 20190401\_华泰证券 2018 年报点评\_AAA\_投资下滑超预期，财管、IPO 有亮点

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

**d 目录**

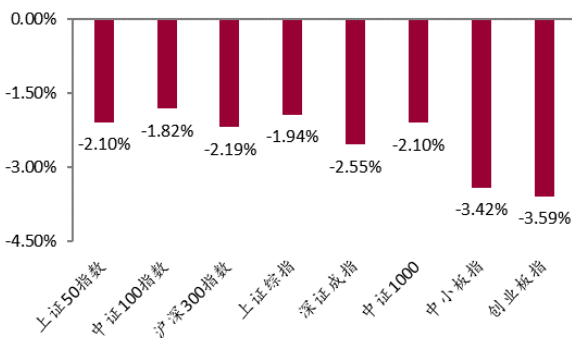
1、市场概况.....	3
2、券商数据.....	4
2.1 经纪业务.....	4
2.2 投行业务.....	5
2.3 资管业务.....	6
2.4 信用业务.....	6
2.5 新三板业务.....	6
3、保险数据.....	7
4、信托数据.....	7
5、动态信息.....	8
5.1 行业热点.....	8
5.2 公司动态.....	10
6、投资建议.....	10
7、风险提示.....	11

图表 1: 上周市场指数表现.....	错误!未定义书签。
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 13: 券商集合资管业务情况.....	6
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.....	6
图表 16: 保险业原保费累计数据(万元).....	7
图表 17: 保险业原保费单月数据(万元).....	7
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

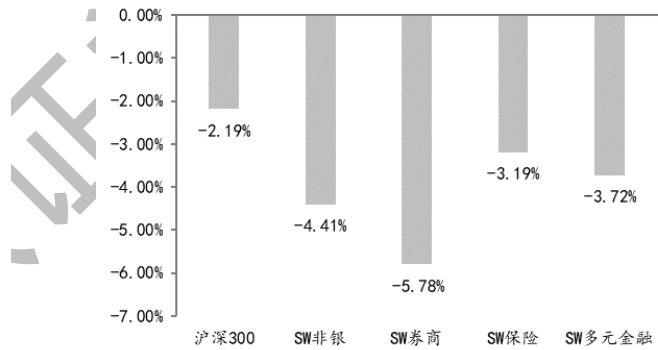
## 1、市场概况

上周市场走势分化，各类指数均呈跌势。中证100指数(-1.82%)和上证综指(-1.94%)跌幅较小，而创业板指(-3.59%)和中小板指(-3.42%)则跌幅较大。其他指数中，上证50指数、沪深300指数、深证成指分别变化-2.10%、-2.19%和-2.55%。分行业来看，28个申万一级行业中，共3个行业上涨，其中食品饮料、有色金属和农林牧渔涨幅靠前，分别上涨2.29%、0.27%和0.05%。下跌行业中，电子(-5.20%)、非银金融(-4.41%)和传媒(-4.27%)跌幅居前。非银金融方面，在上周下跌4.41%的情况下，全年至今累计涨幅达到28.92%。细分板块来看，上周保险板块(-3.19%)跌幅较小，多元板块(-3.72%)和券商板块(-5.78%)表现稍逊。年初以来，券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为23.77%、35.94%、14.77%。

图表1：上周市场指数表现



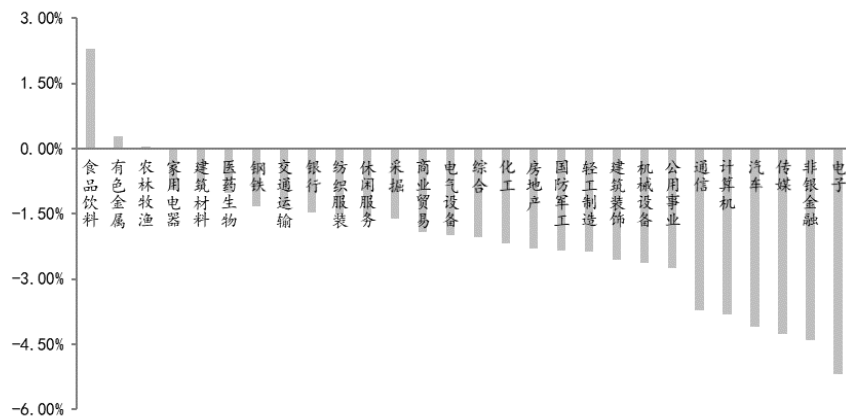
图表2：上周非银金融及板块表现



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）

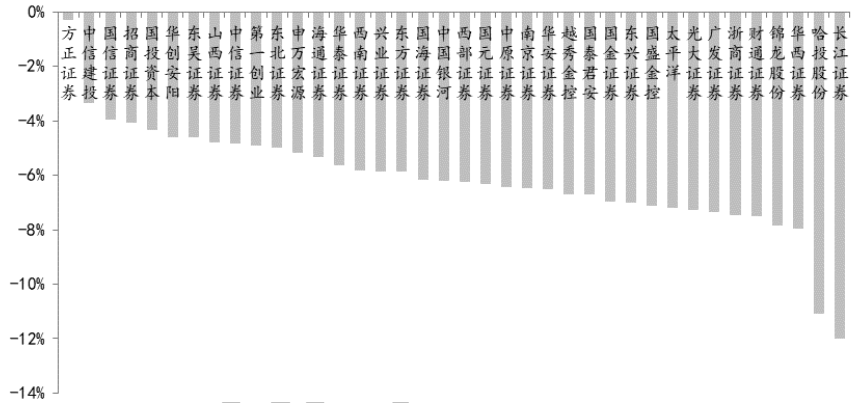


资料来源：wind，万联证券研究所

个股方面，券商板块均呈跌势，其中，方正证券、中信建投和国信证券跌幅较小，分别变化-0.30%、-3.34%和-3.95%；长江证券(-12.00%)、哈投股份(-11.08%)和华西证券(-7.95%)则跌幅较大；保险股方面，四大上市险企中，中国平安(-2.80%)跌幅较小，中国太保、中国人寿和新华保险的跌幅分别为-3.50%、-6.15%和-6.35%；多元金融方

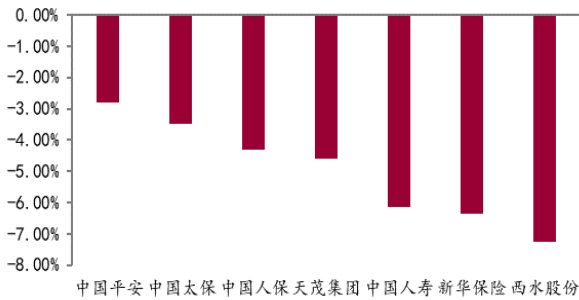
面，个股走势有所分化，宝德股份、华铁科技、香溢融通涨幅居前，分别上涨7.62%、0.94%和0.16%。而陕国投A(-8.59%)、爱建集团(-6.24%)、新力金融(-5.53%)则跌幅较大。其他相关个股中，东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份分别下跌7.54%、0.57%、6.33%和-8.59%。

图表4：上周券商板块个股表现



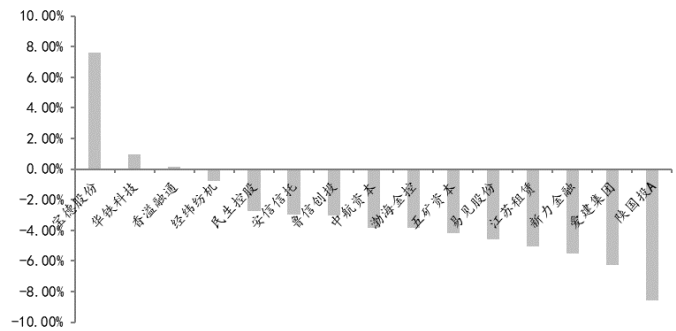
资料来源：wind，万联证券研究所

图表5：上周保险板块个股表现



中国平安 中国太保 中国人保 天茂集团 中国人寿 新华保险 西水股份

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

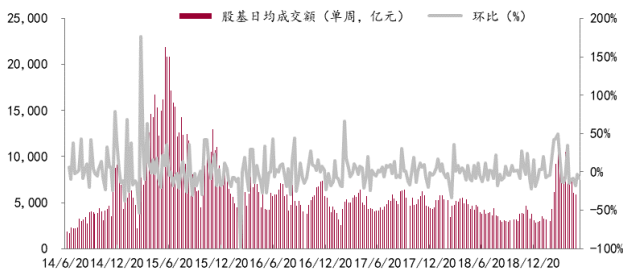
资料来源：wind，万联证券研究所

## 2、券商数据

### 2.1 经纪业务

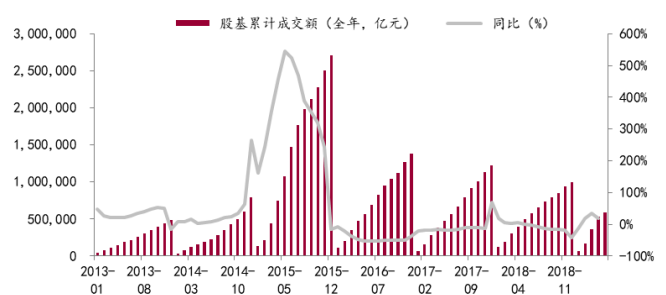
上周股基日均成交5,390.86亿元，环比下降8.61%。截至上周末，2019年两市股基累计成交额592,437.48亿元，年初至今股基日均成交额6,657.01亿元，同比上升33.26%。

图表7：股基日均成交额情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

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

## 2.2 投行业务

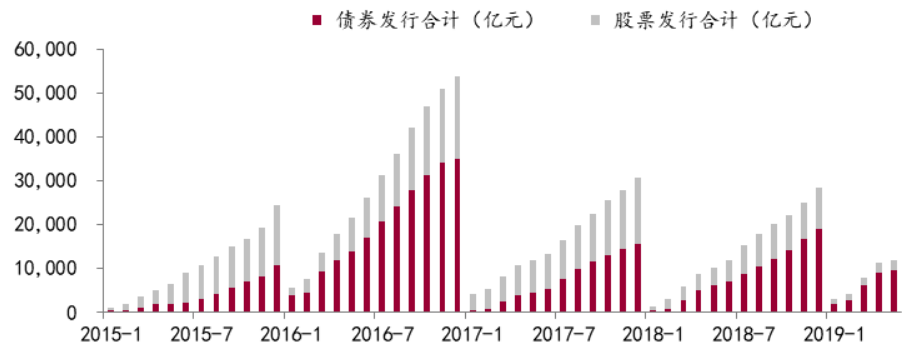
2019年年初至今，权益市场发行规模合计2094亿元，其中350亿元为IPO项目，1635亿元为增发项目；而债券市场方面，截至上周末，企业债、公司债、可转债的市场发行规模分别为1288亿元、6965亿元、1482亿元，合计9734亿元。2010年至今，IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表：

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	350	1,635	109	2,094	1,288	6,965	1,482	9,734

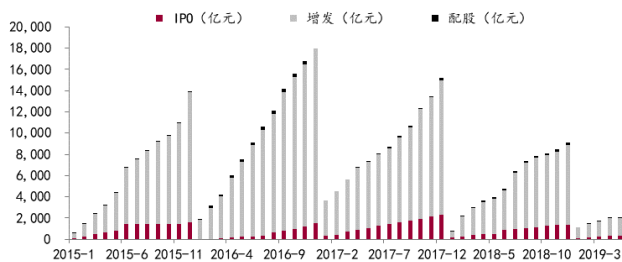
资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：投行发行情况（亿元）



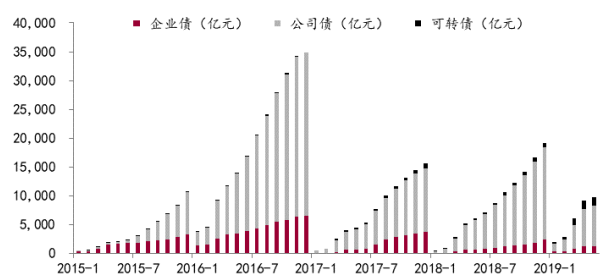
资料来源：wind，万联证券研究所

图表11：股票发行情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：债券发行情况（亿元）

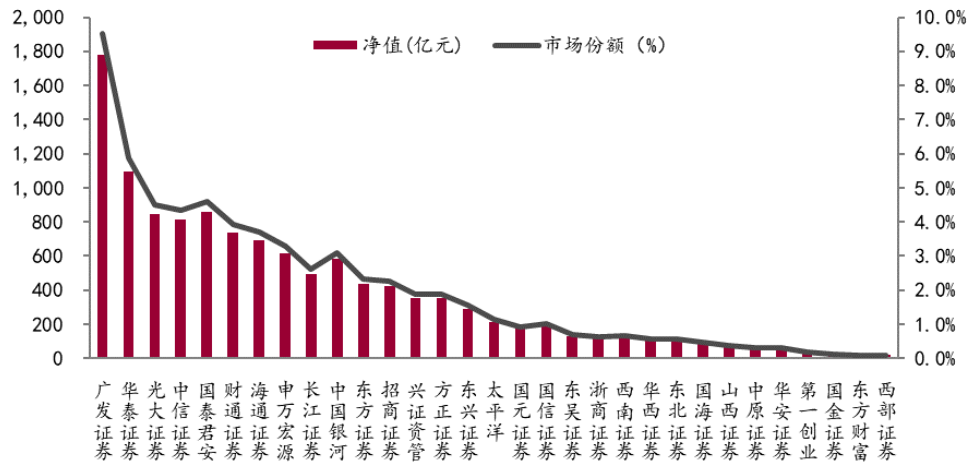


资料来源：wind，万联证券研究所

### 2.3 资管业务

截至上周末，券商集合资产管理规模净值18,680.62亿元。上市券商层面，资产管理规模净值以广发证券(1,778.16)、华泰证券(1,095.39)和国泰君安(856.76)表现领先，财通证券作为中小券商取得734.38亿元的资产管理规模净值，表现不俗。

图表13：券商集合资管业务情况



资料来源：wind，万联证券研究所

### 2.4 信用业务

截至5月17日，融资融券余额9317.39亿元，其中融资余额9244.80亿元，融券余额72.59亿元，5月份买入额/偿还额为94%，净卖出。

图表14：融资融券余额情况（亿元）

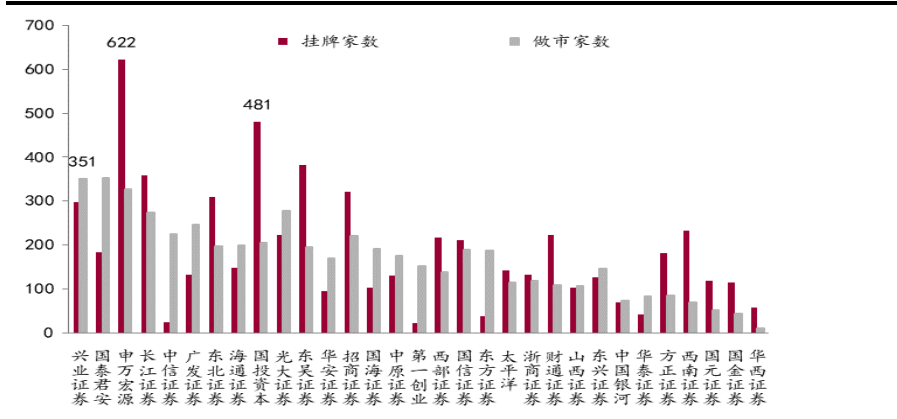


资料来源：wind，万联证券研究所

### 2.5 新三板业务

截至上周末，新三板挂牌企业数量10406家，其中2019年新挂牌56家。券商中以申万宏源证券(620家)、安信证券(国投资本, 485家)、中泰证券(439家)挂牌企业数量排名靠前，以中泰证券(356家)、兴业证券(352家)、国泰君安(351家)做市企业数量排名靠前。

图表15：上市券商挂牌和做市数量情况

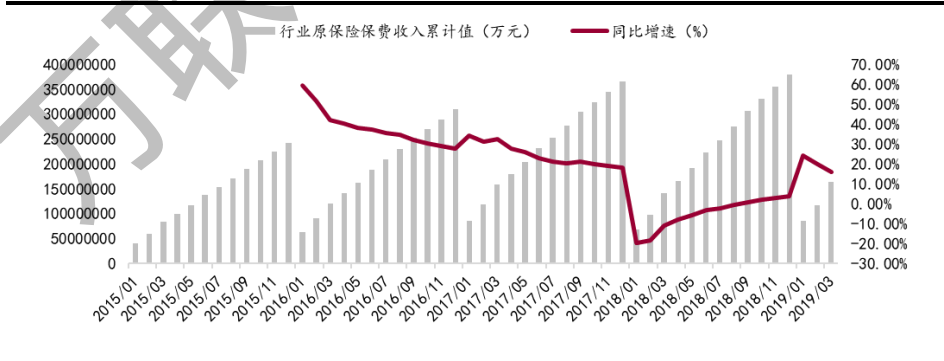


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 3、保险数据

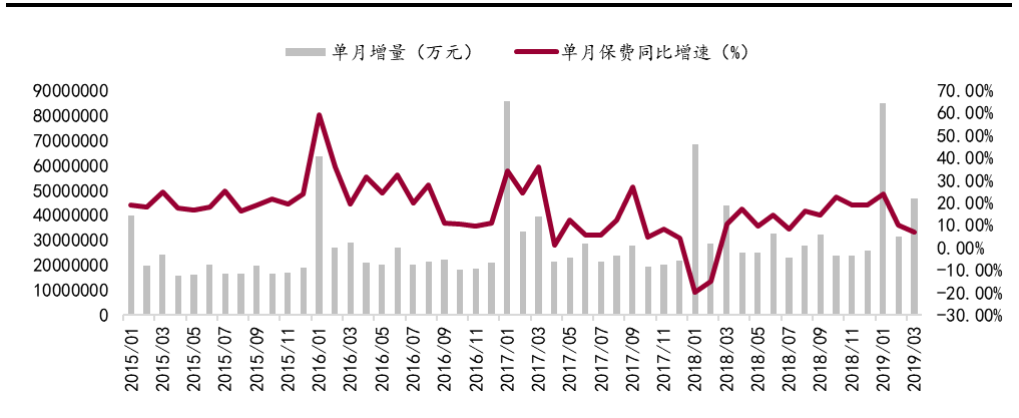
从银保监会公布的行业保费数据来看, 2019年3月行业原保费收入为16,332亿元, 较去年同期上升15.89%。

图表16: 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17: 保险业原保费单月数据 (万元)



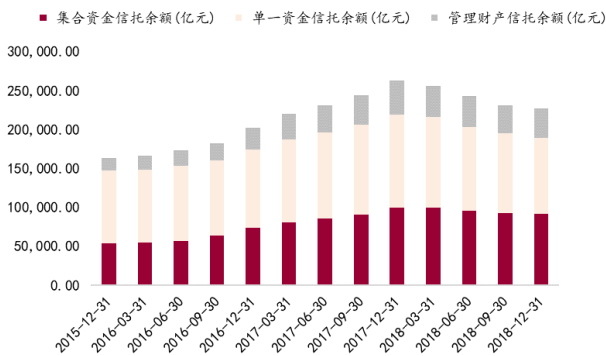
资料来源: 银保监会, 万联证券研究所

### 4、信托数据

信托业协会数据显示, 截至2018年四季度末, 信托行业资产余额合计227,012.63亿元,

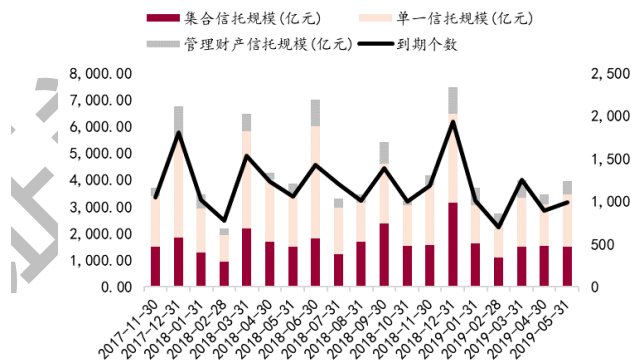
其中集合资金信托余额91,080.32亿元,占比40.12%,单一资金信托余额98,366.16亿元,占比43.33%,管理财产信托余额37,565.95亿元,占比16.55%。较三季度末而言,四季度资产余额规模下滑4.65%,其中单一资金信托余额规模下滑达到5.43%。而信托资金到期情况来看,2019年5月末将有992只产品到期,合计到期规模达到3,978亿元,其中集合信托到期1,510亿元,单一信托到期1,947亿元,管理财产信托到期520亿元。就单周情况来看,根据wind统计口径,上周信托市场周平均发行规模为4.28亿元,平均预计收益率为7.26%。存续产品方面,截至上周末信托市场存续规模为35,436亿元,较前一周上涨0.61%。

图表18: 信托资金余额情况 (亿元)



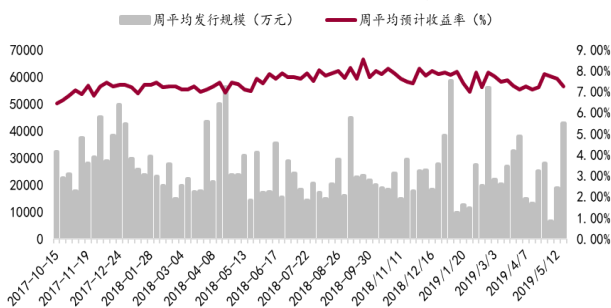
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 信托资金到期情况 (亿元)



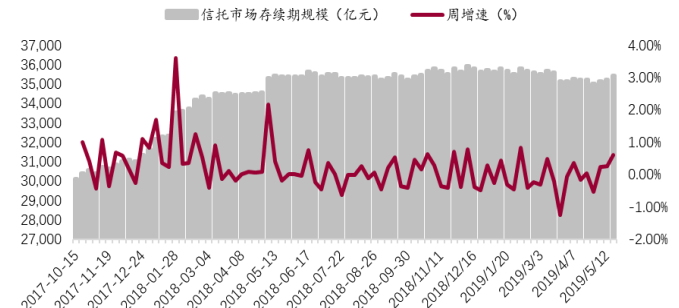
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表20: 信托产品发行情况 (万元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表21: 信托市场存续情况 (亿元)



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】新三板发布4月主办券商执业质量评价结果

全国股转公司根据《全国中小企业股份转让系统主办券商执业质量评价办法》(以下简称《评价办法》)和4月1日至4月30日的主办券商执业记录,对主办券商2019年4月的执业质量情况进行了评价计值,评价点值排名前五的主办券商为申万宏源证券、海通证券、长江证券(并列第二)、兴业证券、恒泰证券(并列第四)。

4月共有102家主办券商参与评价,其中中信证券(山东)并入其母公司中信证券合并评价,东方花旗并入其母公司东方证券合并评价,申万宏源西部证券并入其母公司申万宏源证券合并评价,华泰联合证券并入其母公司华泰证券合并评价,实际列示98家主办券商评价结果。



评价结果显示，有37家主办券商评价点值在90（含）点以上，占比37.76%；34家主办券商评价点值在80（含）至90点之间，占比34.69%；17家主办券商评价点值在70（含）至80点之间，占比17.35%；10家主办券商评价点值在70以下，占比10.20%。

4月份共记录负面行为30条，按照《主办券商执业质量负面行为清单》中的调整系数调整后为29.5条，涉及25家主办券商。其中，推荐挂牌类4.5条，占比15.25%；推荐后督导类16条，占比54.24%；交易管理类7.5条，占比25.42%；综合管理类1.5条，占比5.09%。

其中，负面行为记录数在2条（含）以下的主办券商24家，合计占总记录数的91.53%；负面行为记录数在2条以上的主办券商1家，合计占总记录数的8.47%。

**【券商】证监会：券商应保持科创板两融与公司全部两融业务总额的合理匹配**

5月17日，证监会新闻发言人常德鹏表示，证券公司开展科创板融资融券业务，须遵守《证券公司监督管理条例》、《证券公司融资融券业务管理办法》等相关规定，证券公司在开展相关业务过程中，要切实保护投资者合法权益，严格落实投资者适当性管理要求，把好准入关。证券公司还应秉持审慎原则，严格评估自身风险管控与资本实力，完善融资融券风险防控措施与流程，保持科创板融资融券与公司全部融资融券业务总额的合理匹配，优化完善标的证券范围、担保物集中度、授信管理、违约处置等风险管理流程，确保业务平稳有序开展。同时，考虑到科创板公司的特点，市场各方对公司的估值和定价需要一段时间来趋于平稳，希望广大投资者合理评估融资融券业务风险和自身风险承受能力，审慎、理性投资。

**【保险】中国银保监会办公厅关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知**

为进一步提升保险资金服务实体经济质效，丰富保险资金运用管理工具，完善市场信用风险分散、分担机制，根据《保险资金运用管理办法》、《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》等规定，现就保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务有关事项通知如下：

一、本通知所称信用风险缓释工具和信用保护工具，是指用于管理信用风险的信用衍生产品。其中，信用风险缓释工具包括合约类产品和凭证类产品，信用保护工具包括信用保护合约和信用保护凭证。

二、保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务仅限于对冲风险，保险集团（控股）公司、保险公司和保险资产管理公司（以下统称“保险机构”）不得作为信用风险承担方。

三、参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的保险机构应当具备衍生品运用能力和信用风险管理能力，并符合保险资金参与金融衍生产品交易的监管规定。

四、保险机构应当遵守信用风险缓释工具和信用保护工具的相关业务规则，信用风险缓释工具和信用保护工具的参考实体和标的债务应当符合保险资金运用的相关监管规定。

五、保险机构应当制定参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的管理制度和业务操作流程，防范信用风险、市场风险和操作风险。

六、保险机构应实时监测信用风险缓释工具和信用保护工具的交易情况，定期评估相关风险，并按照《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》要求，向银保监会报送月度、季度和年度报告，报告内容包括但不限于业务开展、风险对冲、稽核审计及合规等情况。

七、银保监会将加强对保险机构参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的监管，依法开展现场和非现场检查。保险机构违反规定参与相关业务的，银保监会将依据有关规定对相关机构和人员进行行政处罚。

**【保险】银保监会：持续推动银行保险业重点领域问题整改**

为全面贯彻党中央、国务院关于金融工作的决策部署，打好防范化解金融风险攻坚战，巩固前期整治工作成果，防止市场乱象反弹回潮，推动银行业保险业实现高质量发展，银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（下称《通知》）。

《通知》强调，要将防风险与稳增长相结合，坚持在稳增长的基础上防风险、治乱象。通过乱象整治推进解决金融服务实体经济中的痛点和难点问题，不断完善金融服务，引导资金更好服务于国家重大战略和支持民营小微企业，实现防风险、治乱象和稳增长、调结构的有机统一。

《通知》明确，持续推动重点领域问题整改。银行机构从股权与公司治理、宏观政策执行、信贷管理、影子银行和交叉金融业务风险、重点风险处置等五方面开展整治；非银行领域各类机构按照相关要点开展整治，突出处罚和问责，下大力气解决违规成本过低的问题。

（资料来源：《中国保险行业协会》5月18日发布）

**5.2 公司动态**

**【国信证券】**2019年4月30日，国信证券股份有限公司发布2019年一季报，2019年第一季度公司实现营业收入37亿元，比上年增加14亿元；净利润18亿元较上年增加11亿元。根据2018年6月财政部发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号）及相关解读，“企业作为个人所得税的扣缴义务人，根据《中华人民共和国个人所得税法》收到的扣缴税款手续费，应作为其他与日常活动相关的项目在利润表的‘其他收益’项目中填列”，并对可比期间的比较数据进行调整。因此公司2018年一季度合并财务报表调减其他业务收入476.90万元，相应调增其他收益476.90万元；2018年一季度母公司财务报表调减其他业务收入444.86万元，相应调增其他收益444.86万元。

**【中国平安】**中国平安保险（集团）股份有限公司2018年年度分红派息实施。本公司2018年年度分红派息方案（以下简称“本次分红派息”）经本公司2019年4月29日召开的2018年年度股东大会审议通过。本次分红派息以截至本次分红派息股权登记日的本公司总股本18,280,241,410股为基数，每股派发现金红利人民币1.10元（含税），共计派发现金红利人民币20,108,265,551.00元。

**【中国太保】**中国太平洋财产保险公司于2019年1月1日至2019年4月30日期间累计原保险业务收入分别为人民币1,027.52亿元、人民币456.89亿注。

**6、投资建议**

**1、证券板块**，在众多政策催化下市场活力被激发，A股交投活跃度提升，两融余额持续提升，券商一季度业绩持续向好，长期看金融供给侧结构性改革中，直接融资占比将提升，券商作为重要纽带直接受益，4月券商由于市场调整业绩有所下滑，但板块自3月底以来相应有较大调整，需要关注贸易摩擦落地后市场表现。在个股的选择

上,一方面仍关注龙头中信证券(600030.SH)和华泰证券(601688.SH),华泰凭借经纪龙头优势弹性更好,同时关注低估值的海通证券(600837.SH);另一方面关注高pb、超跌的小市值券商,增量市场下业绩增长预期更强,超跌反弹力度会更大。

**2、保险板块**,我们认为利率下行预期是目前为数不多的制约保险股表现的潜在不利因素,只要未来不出现超预期下行,保险股在保费增速复苏、权益市场上行带来的业绩反弹、价值较快增长的背景下,估值有望持续提升,建议关注新华保险(601336.SH)。

**3、多元金融板块**,当前信托业转型阵痛和投资不利的利空落地,相关政策有超预期因素,信托贷款和集合信托规模同时向好,预计板块估值修复将延续,看好转型领先、主动管理规模占优的龙头公司。

## 7、风险提示

金融监管力度超预期;宏观经济下行风险;利率超预期下行

万联证券

非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05月20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
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	19.64	25.51	18.02	18.02	1.56	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	17.92	29.38	18.47	15.58	1.39	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.57	0.62	21.35	12.09	26.87	15.15	13.10	1.18	增持
601336.SH	新华保险	2.54	3.30	3.94	28.88	49.86	19.63	15.11	12.65	1.73	买入

资料来源: wind, 万联证券研究所

万联证券

## 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