



静水流深，潜龙勿用

——非银行金融行业2019年下半年投资策略

作者：赵湘怀

执业证书编号：S0930518120003

2019年06月18日

证券研究报告

核心观点

- **宏观**：金融供给侧改革大背景之下，“稳增长”和“调结构”将作为主基调，行业继续深化和加大开放，整体风险可控。
- **保险**：（1）负债端代理人数量保持平稳，NBV增长更依赖于件均保费提升。（2）资产端权益投资受益于一季度股市表现强劲，协议存款和部分债权投资收益增长。（3）所得税抵扣限额提升，增厚险企利润。（4）预计行业EV增速有望由2018年的15%提升至2019年的18%。（5）保险公司业绩稳健，安全边际凸显。
- **券商**：（1）金融供给侧改革做大直接融资，利好券商业务。（2）科创板正式开板，有望加速行业头部集中趋势。（3）券商二季度业绩环比存在压力。（4）关注市场风险偏好波动带来的板块交易性机会，看好综合实力强劲头部券商，以及业绩有望迎来改善的大中型券商。
- **综合金融**：（1）AMC：在金融供给侧改革的背景下，AMC规模有望快速增长。（2）租赁：落实金融服务实体经济。（3）金融科技：行业洗牌，资源加速向中国平安、蚂蚁金服等头部公司集中。（4）信托：遭遇资产荒，关注信用风险。

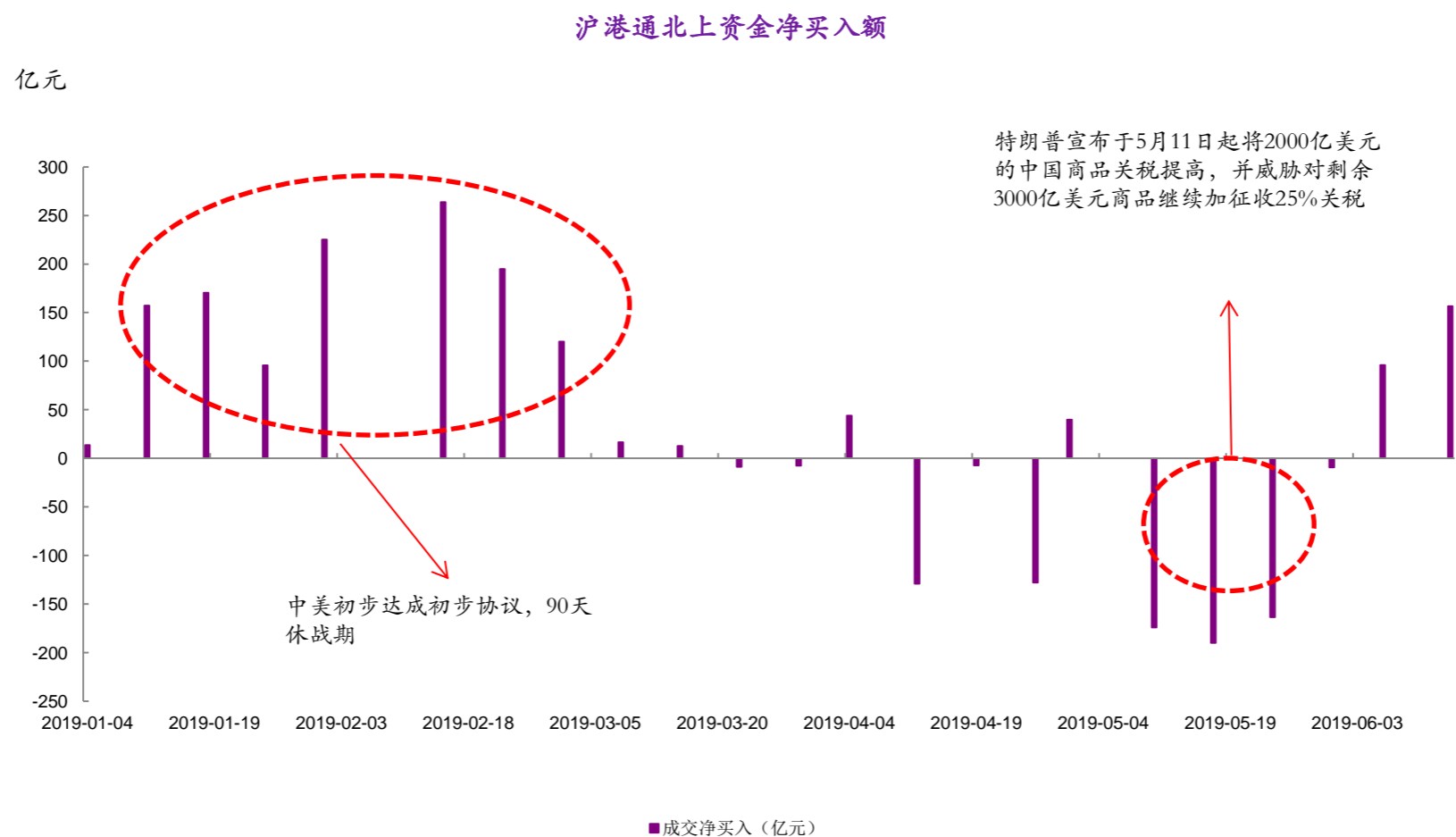
- 1、**宏观环境：金融供给侧改革、包商风险事件、陆家嘴论坛**
- 2、**保险：产品结构优化、股权收益大增、税收优惠政策**
- 3、**券商：持续头部集中、科创板开板、交易两融回落**
- 4、**综合金融：AMC潜力巨大、租赁逆势增长、Fintech洗牌**

宏观环境：金融供给侧改革、包商风险事件、陆家嘴论坛

1.1 中美贸易冲突影响市场预期

■ 中美贸易摩擦对资本市场造成一定扰动

- ✓ 中美双方在1月磋商取得初步进展后，摩擦持续升温，扭曲了资本市场对于宏观经济的预期，风险偏好被压制，股市持续调整，5月以来上证指及深证分别下跌8.1%及11.3%，北上资金合计流出441亿元。
- ✓ 贸易摩擦升级以来，人民币汇率对美元，欧元和日元均贬值明显，接近抹平年初的涨幅。



资料来源：wind，国家发改委，光大证券研究所

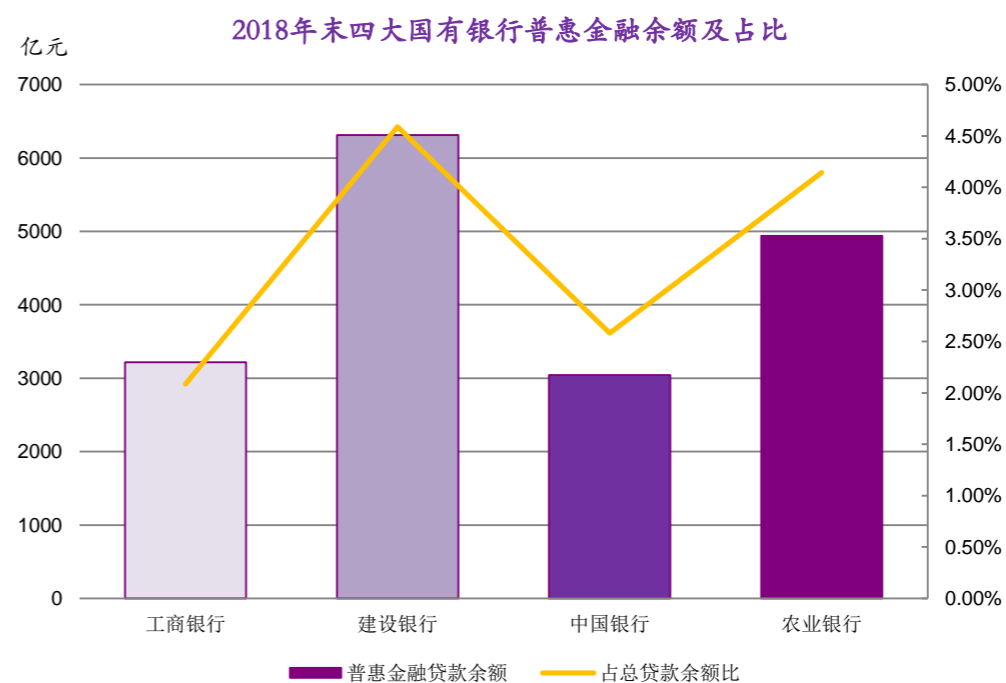
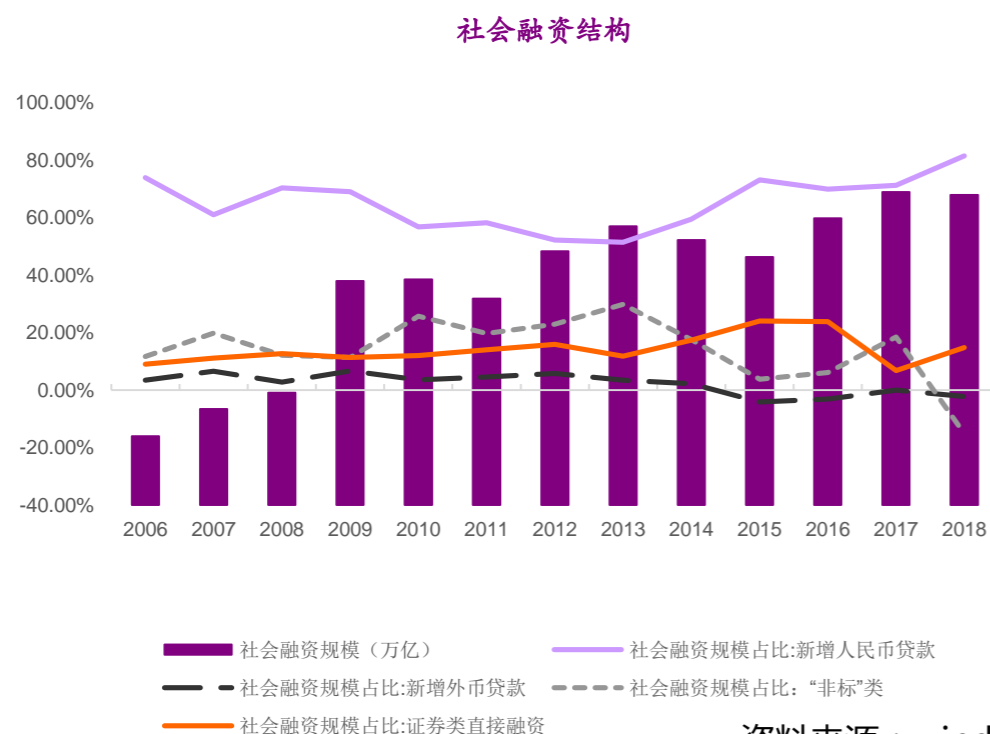
1.2 金融供给侧改革的内涵

■ 金融服务实体经济

以融资结构、金融机构体系、市场和产品体系在内的“供给侧结构”优化为重点。“回归金融本源，坚定服务实体经济”将是未来金融行业发展的方向，以符合未来经济高质量发展。

■ 优化融资结构

- ✓ **提高直接融资占比**：目前主流发达国家的直接融资多数都在70%以上，其中美国达到88%，而我国的占比在G20中最低。我国直接融资水平有很大的提高空间，但也应该认识到我国以商业信贷为主的具体情况，在短期内不应过高预期直接融资为非银带来的业务收入。
- ✓ **发展普惠金融**：解决中小企业融资难，融资贵问题，建立层次多、覆盖广的差异化金融体系。目前普惠金融银行贷款占比还相对较低，未来非银金融可扮演一个重要角色。



资料来源：wind，国家发改委，银行年报，光大证券研究所

1.2 金融供给侧改革的内涵

■ 财政政策偏宽松

- ✓ 未来很长时间，宽松的财政政策值得期待，不仅体现在预算体系内的减税，还发生在预算外的诸如社保缴费降低等的降费，同时，未来国有金融行业的盈利也可能会受此影响。

■ 信用环境将宽紧适度

- ✓ 短期信用仍然宽松为主。一季度至今信贷保持高增长，同时释放渠道下沉，支持小微企业和“三农”经济。
- ✓ 长期看信用不会一直宽松。金融风险的扰动，长期宏观杠杆率的高企，以及房地产的高基数效应等，限制了信用的大规模宽松，我们认为一旦宏观经济增速有所企稳，信用环境有可能由“宽”变“紧”。

时间	新近出台的财政政策
2018/3	国务院决定增值税税率从五月起按17%、11%税档，各降低1%
2018/7	降低汽车进口关税
2018/9	提高397类出口商品退税率
2018/10	提高个税起征点到5000元；降低关税
2018/7	加大基础设施补短板力度
2018/12	国务院提前下达部分新增地方政府债务限额
2019/4	大幅度降低增值税税率，并扩大进项税抵扣范围
2019/6	国务院发布专项债“新规”，允许在国家重点支持项目中有条件将一定比例的地方专项债计入项目资本金

资料来源：光大证券研究所根据中国人民银行，财政部，国家发改委等公开资料整理

1.2 金融供给侧改革的内涵

■ 货币政策以“松”为主基调

✓ 在中央定调“去杠杆”变为“稳杠杆”之后，货币政策未来预计继续保持一定程度宽松，短期市场流动性较为充足，“水”并不缺乏。

■ 老“水”远去，新“水”增长

✓ 传统老路“放水”刺激经济必要性将减弱，新的货币投放将以“补短板”和“调结构”作为主要目的，带来未来非银金融行业的盈利结构发生变化。

时间	新近出台的货币政策
2018/5	央行在货币政策报告里面，讲现阶段明确为“稳杠杆”
2018/1 - 2019	自2018年1月份以来到2019年，共计有五次定向降准
2018/6	扩大MLF担保品范围；之后又扩大再贷款和SLF担保品范围
2018/12	央行宣布创设新的货币政策工具定向中期借贷便利(TMLF)
2019/1	调整普惠金融小微贷款考核标准
2019/1	全面降准1%
2019/2	首次TMLF操作

资料来源：光大证券研究所根据中国人民银行，财政部，国家发改委等公开资料整理

1.3 包商银行事件改变风险偏好和金融生态

■ 包商银行事件造成短期避险情绪上升

- ✓ 包商银行被接管，首次打破银行同业存单（CD）刚性兑付，引发市场短时间对与商业银行同业存单及同业存款的担忧。虽仍未大规模波及股票市场，但短期内避险情绪升高，北上资金在呈现明显的净流出。

时间	包商银行事件始末
2019/5/24	央行、银保监会发布联合公告，包商银行出现严重信用风险，由央行、银保监会组建接管组，对包商银行实施接管。
2019/5/27	财新周刊报导，对公债权人前期保障比例不低于80%，同业机构不低于70%。
2019/5/28	目前的安排是5000万元以内的同业负债全额兑付，5000万-1亿元的同业负债兑付本金，1-20亿元的同业负债兑付90%本金，20-50亿元的同业负债兑付80%本金，超过50亿元的同业负债兑付70%。
2019/5/31	票交所发布通知，对包商银行的同一持票人持有合法承兑汇票合计金额在5000万元（含）以下的，存保公司对承兑金额全额保障；对同一持票人持有合法承兑汇票合计金额5000万元以上的，由存保公司对承兑金额提供80%的保障，未获保障的剩余20%票据权利，包商银行应协助持票人依法追索。

资料来源：光大证券研究所根据人民银行等公开资料整理

1.4 陆家嘴论坛高层喊话坚定信心

■ 陆家嘴论坛闭幕，与会领导在宣布科创板开板的同时，传递多个重要信号

- ✓ 金融要有效服务实体经济，提高金融机构专业性和服务质量，完善经济供给、需求和金融三大体系。
- ✓ 明确资本市场的进一步深化，加大对外开放，和金融体系的适配。
- ✓ 是继续有效化解金融风险，加强基础设置和制度建设，正视房地产金融化问题。
- ✓ 支持从核准制到注册制的改革，加大直接融资力度。
- ✓ 肯定上海作为全国金融领头羊的地位和建设成就，支持上海加快建设成为国际金融中心。

■ 对非银金融行业的影响

- ✓ 短期来看，刘鹤副总理对于“我国形势全面好转，大局已得到稳定”的发言有助于扭转市场负面情绪，提高市场风险偏好，坚定投资者信心。
- ✓ 长期来看，一是有利于深化金融供给侧改革，缓解非银行业无序竞争和价格战的状况，新的结构将产生新的业务和机会；二是给予国内金融企业直接学习国外先进经验的机会，未来为客户提供更优质的金融服务；第三，金融杠杆的降低在长期会提高非银金融企业抵御风险的能力。

资料来源：陆家嘴论坛，光大证券研究所

- 1、宏观环境：金融供给侧改革、包商风险事件、陆家嘴论坛
- 2、保险：产品结构优化、股权收益大增、税收优惠政策
- 3、券商：持续头部集中、科创板开板、交易两融回落
- 4、综合金融：AMC潜力巨大、租赁逆势增长、Fintech洗牌

保险：产品结构优化、股权收益大增、税收优惠政策

2.1 保险行情回顾

■ 2019年以来（截至6月12日），保险指数累计上涨42%，跑赢大盘。年初以来最高累计涨幅为56%，自5月以来随着中美贸易摩擦升温，保险指数随大盘回落，但超额收益显著。

■ 2019年保险板块上涨主要原因是：

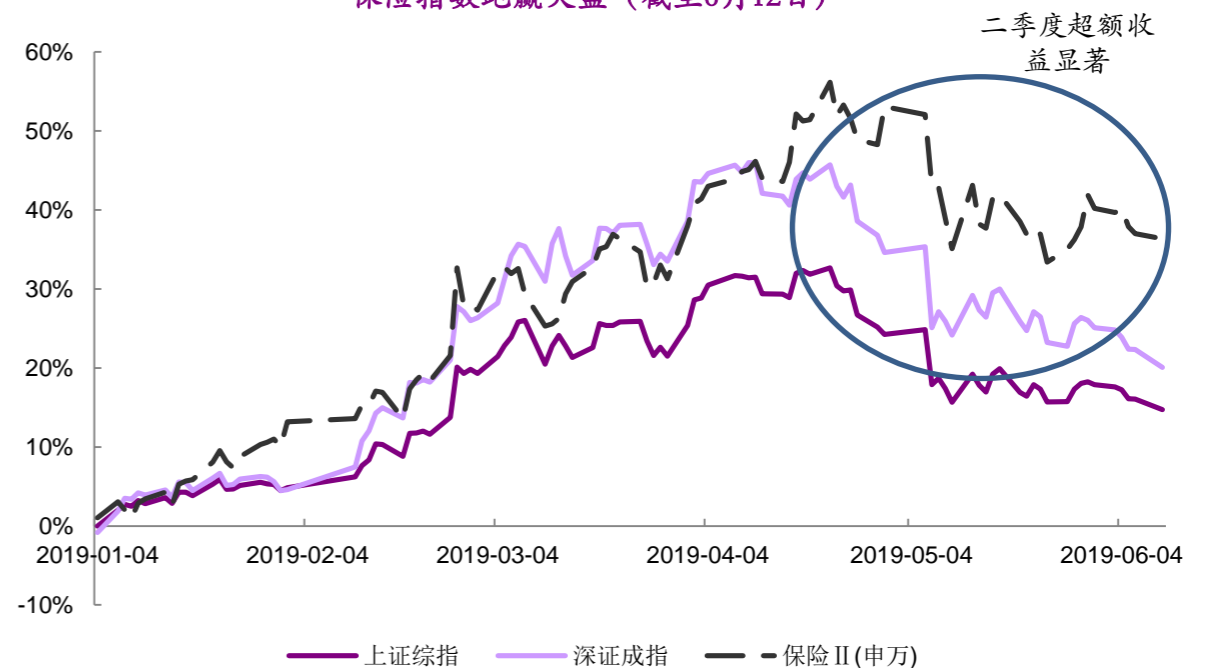
（1）权益投资贡献收益率弹性，提振利差。

（2）负债端持续改善，保费稳健增长，业务结构持续优化。

2014年以来保险指数驱动因素（截至6月12日）



保险指数跑赢大盘（截至6月12日）



资料来源：wind，光大证券研究所

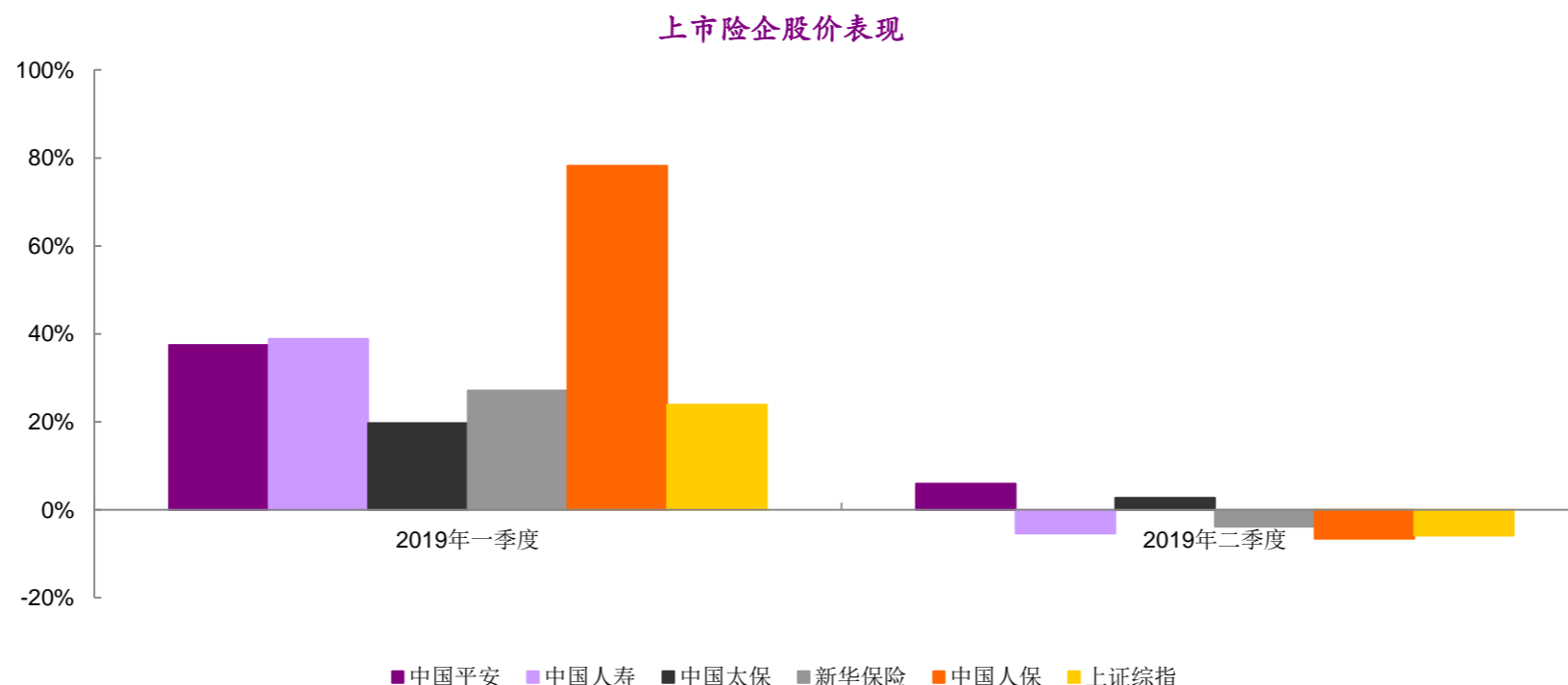
2.1 保险行情回顾

■ 2019年以来（截至6月12日），人保累计上涨67%，涨幅最高，平安累计上涨46%，国寿累计上涨31%，太保累计上涨23%，新华累计上涨22%。

■ 一季度中国人寿涨幅居前，二季度中国平安更为稳健：

（1）受益于一季度保费收入高增长，以及公司转型预期，一季度人寿累计涨幅高达到48%。

（2）中国平安淡化开门红，季度间业绩更为平稳，二季度股价表现更为稳健。

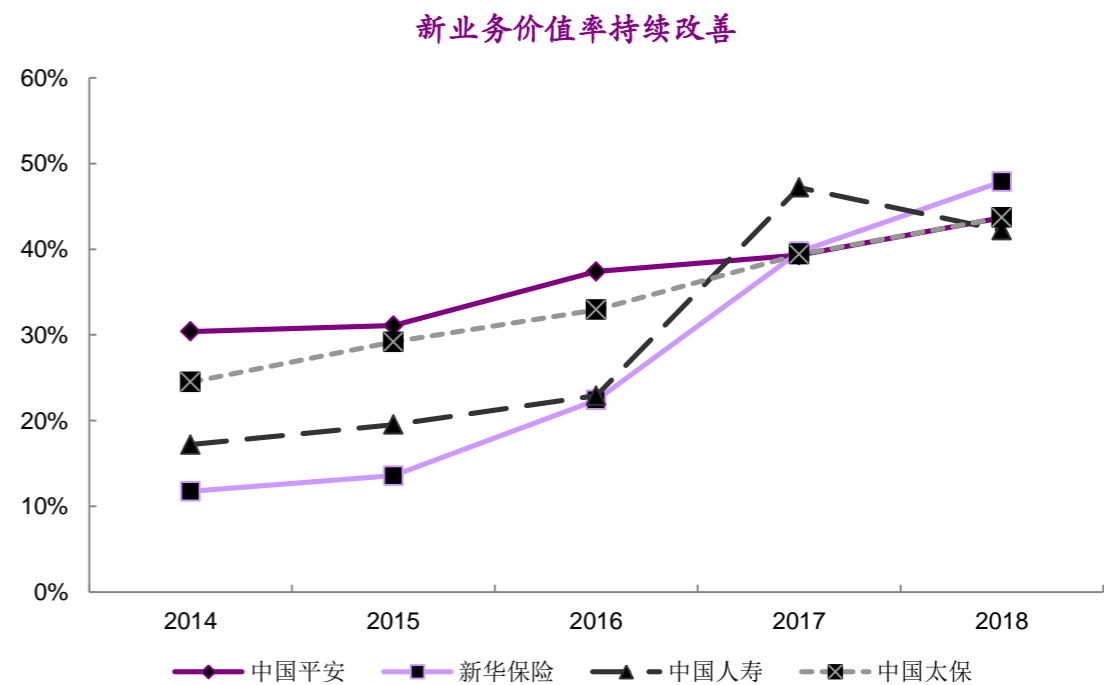
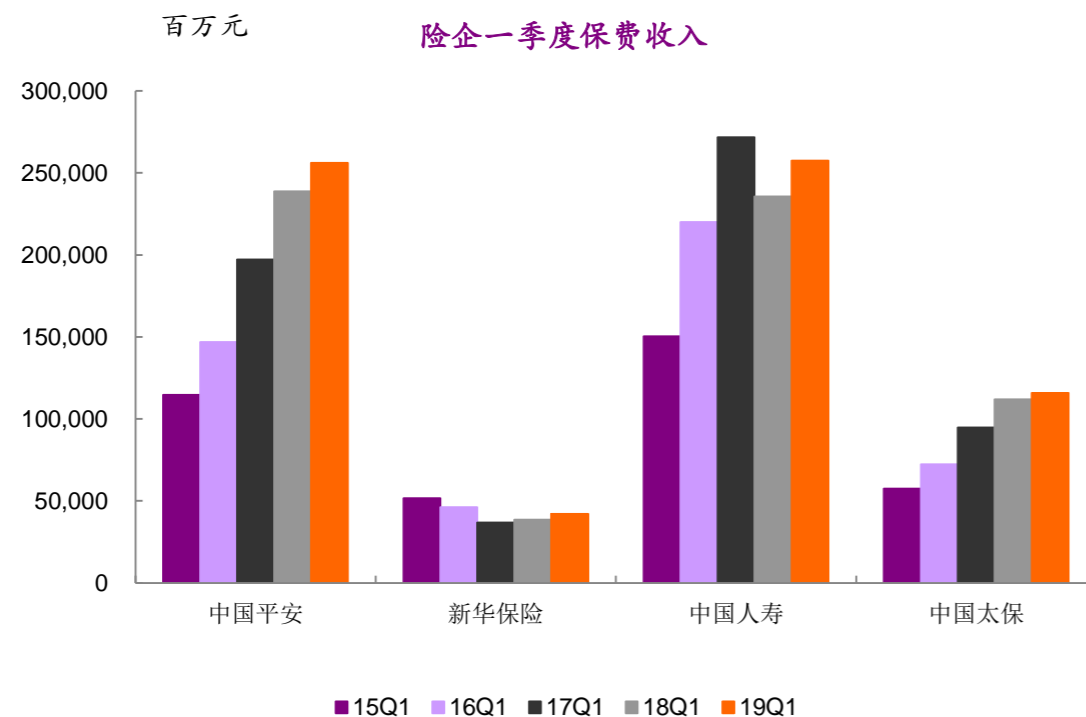


资料来源：wind，光大证券研究所（2019年二季度股价表现截至6月12日）

2.2 负债端：保费稳健增长，产品结构优化

■ **2019年保费实现开门红，下半年有望延续良好态势。** 2019年一季度行业实现原保费收入1.6万亿元（同比+16%），保费增速延续2018年下半年以来良好态势。4月份，行业原保费收入同比增长9.4%，增速环比提升2.5ppts，其中财产险同比增长6.5%（+0.9ppts），人身险同比增长11.1%（+3.8ppts）。

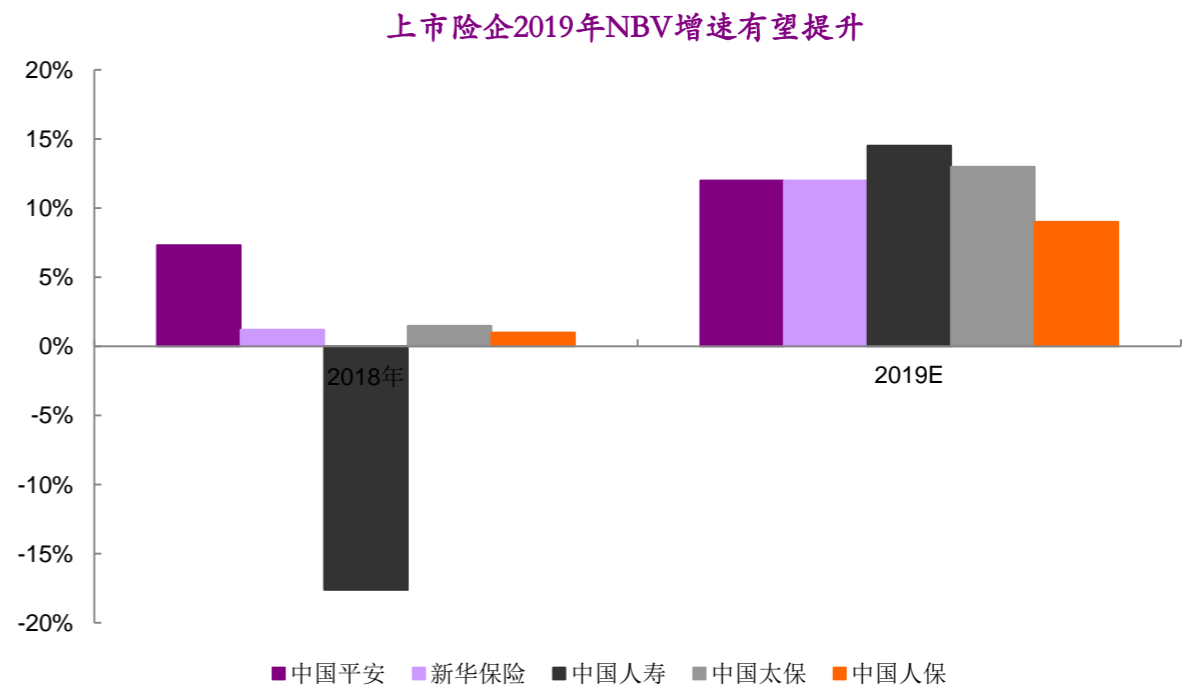
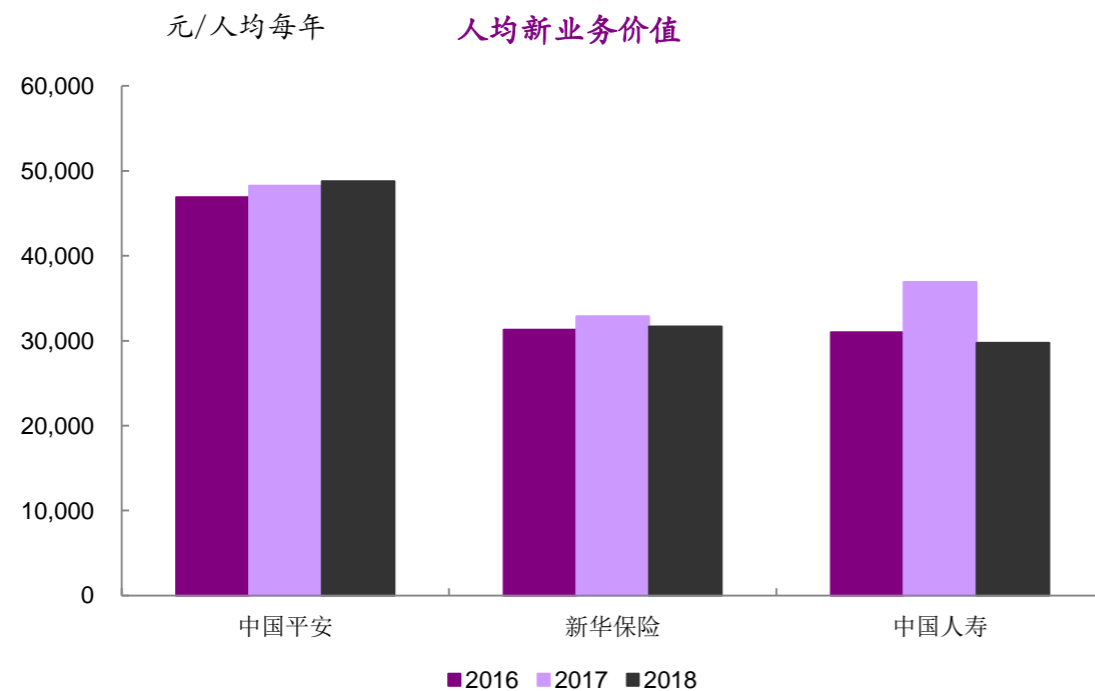
■ **产品结构优化，但预计未来新业务价值率提升空间有限。** 134号文后，险企聚焦长期保障型产品，保险回归保障。随着产品结构持续改善、渠道优化，新业务价值率提升。



资料来源：上市公司年报，光大证券研究所

2.2 负债端：NBV增长更依赖件均保费提升

- 受益于产品结构改善，险企人均产能扭转2018年上半年的下降趋势。预计2019年将延续良好态势。
- 随着险企进行产品结构优化，件均保费提升为关键。以平安为例，2018年公司代理人实现人均件数1.22件，同比持平；但产品结构优化推动人均新业务价值同比提升1.1%至48,789元。2019年公司淡化开门红，聚焦长期保障型产品，有望推动件均保费及人均新业务价值提升。
- 预计2019年险企NBV增速同比提升。



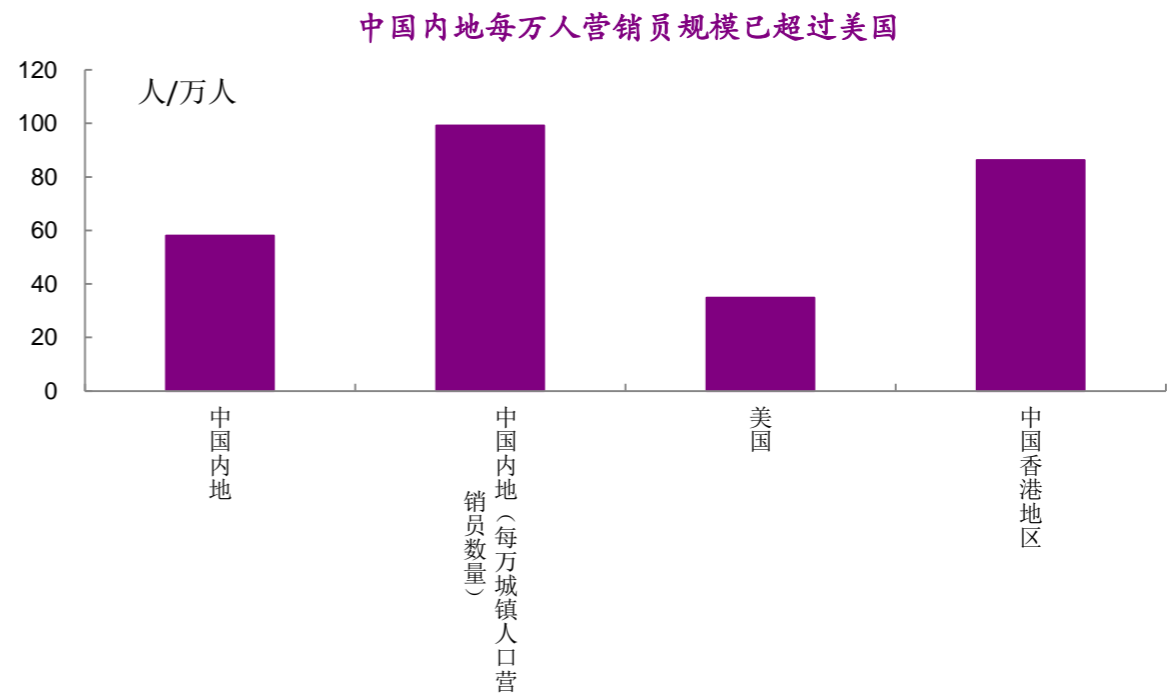
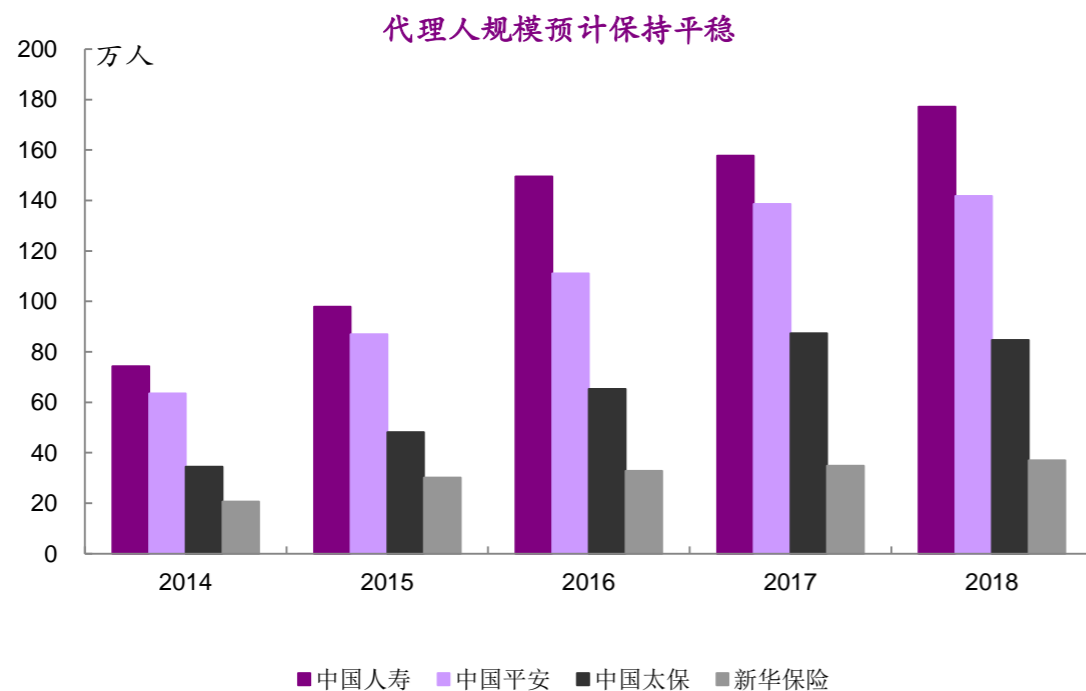
资料来源：上市公司年报，光大证券研究所预测

2.2 负债端：营销员人数预计保持平稳

- **我国每万人营销员规模已经超越美国。** 随着监管加强，预计营销员规模保持平稳。
- **2019年提升营销员人均产能将是重点。** 近年来银保个险此消彼长，寿险营销员持续高速增长，规模已超过800万人，未来人均产能将成为新增长点。

(1) 保险公司将加大考核体系中产能等指标的权重，并进一步加强培训，提高人均产能；

(2) 保险公司将注重发展期缴业务和保障型业务，件均保费增长为重点。

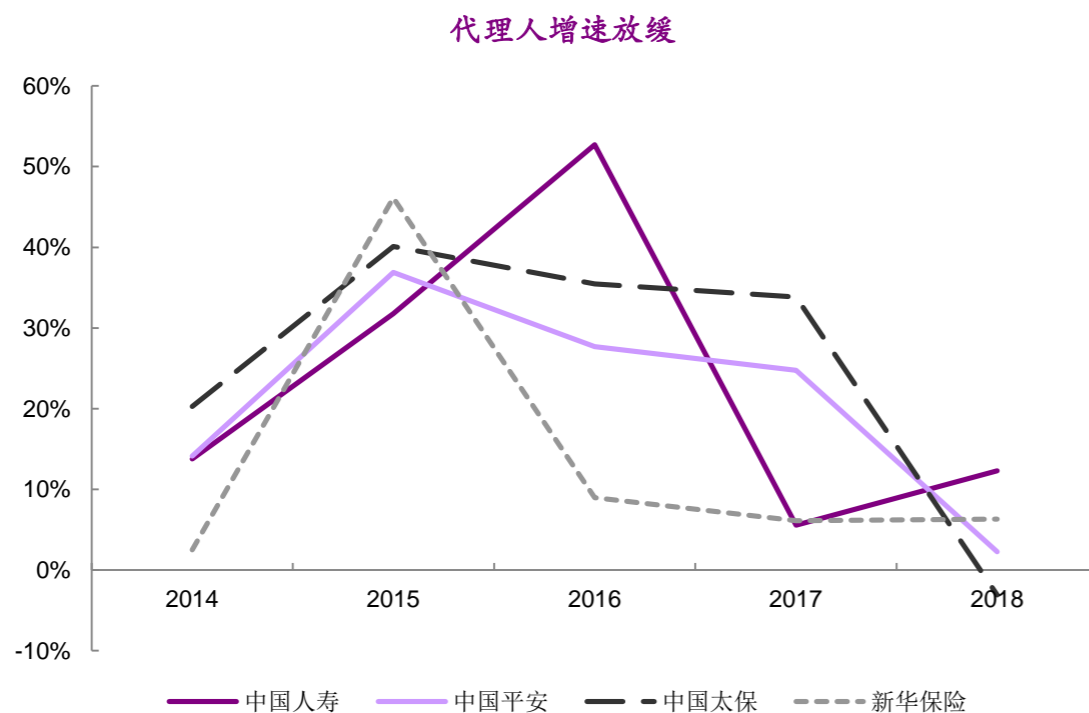


资料来源：上市公司年报，Wind，光大证券研究所

2.2 负债端：银保监会加强个险及中介渠道监管

■ 2019年以来银保监会加强渠道监管，规范保险中介市场乱象，进行代理人清虚，促进保险渠道长期稳健发展。

- 保险公司从业人员执业登记数据清核整顿，提高从业人员源头数据质量。
- 规范保险中介误导销售、套取费用、销售未经批准的非保险金融产品等行为。
- 规范保险中介虚报虚挂虚增人员的做法，加强从业人员信息登记。

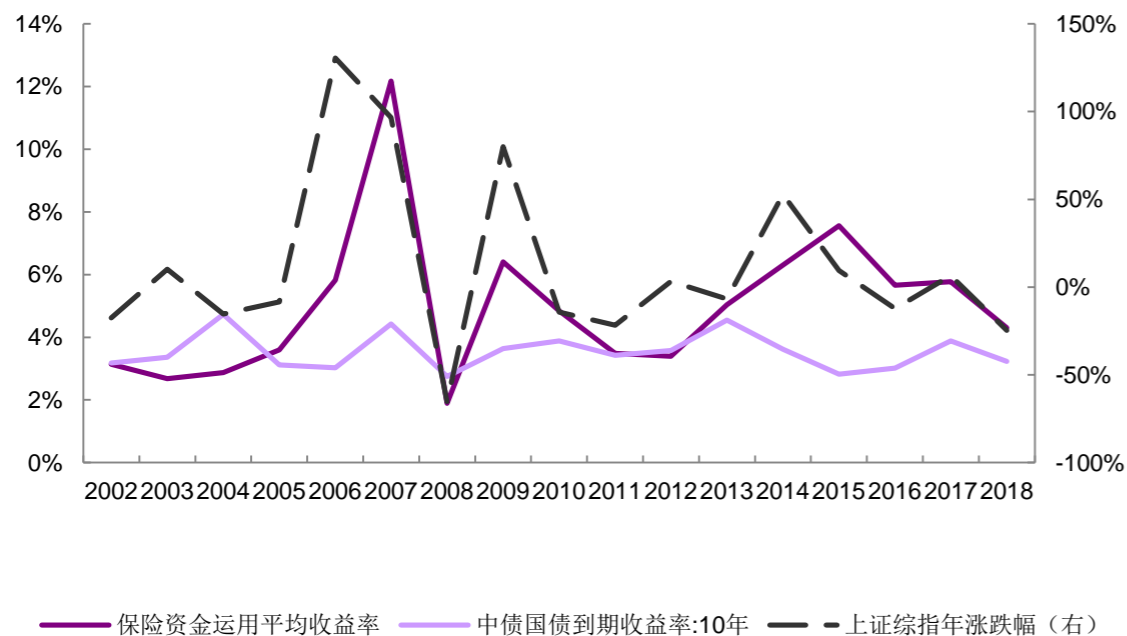


文件	日期	内容
《中国银保监会办公厅关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》	20190226	为加强监管、防范系统性金融风险，加强保险公司中介渠道业务管理，保险公司不得利用中介渠道主体开展违法违规活动。
《中国银保监会办公厅关于印发2019年保险中介市场乱象整治工作方案的通知》	20190402	开展2019年保险中介市场乱象整治工作，倒逼保险机构加强内部管控，妥善处置潜在风险，促进保险中介市场长期稳健发展。
《中国银保监会办公厅关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清核工作的通知》	20190416	对中介结构开展从业人员执业登记数据清核整顿，包括人员清虚、隶属归为、信息补全、加强维护。
《中国银保监会办公厅关于开展保险公司销售从业人员执业登记数据清核工作的通知》	20190416	开展保险公司从业人员执业登记数据清核整顿，提高从业人员源头数据质量，摸清从业人员队伍状况，强化从业人员执业管理。

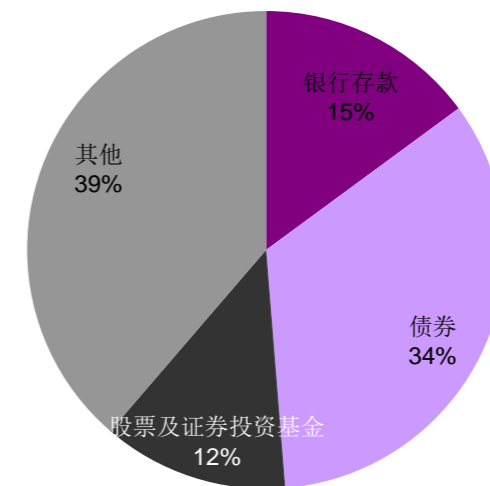
2.3 资产端：权益类投资贡献弹性

- 按照我们一贯观点，保险资金投资收益率弹性主要来自于权益类投资。
- 截至2019年4月，保险资产配置中债券占比34%，股票和基金占比12%，银行存款占比15%，其他投资占比39%。
 - 2019年以来，保险资产配置中股票和基金占比略有提升（由2018年底的11.7%提升至2019年4月的12.6%），债券配置比例略有下降（由2018年底的23.8%下降至2019年4月的33.8%）。

保险资金投资收益率与股市涨跌相关度更高



我国保险行业资产配置 (2019年4月)

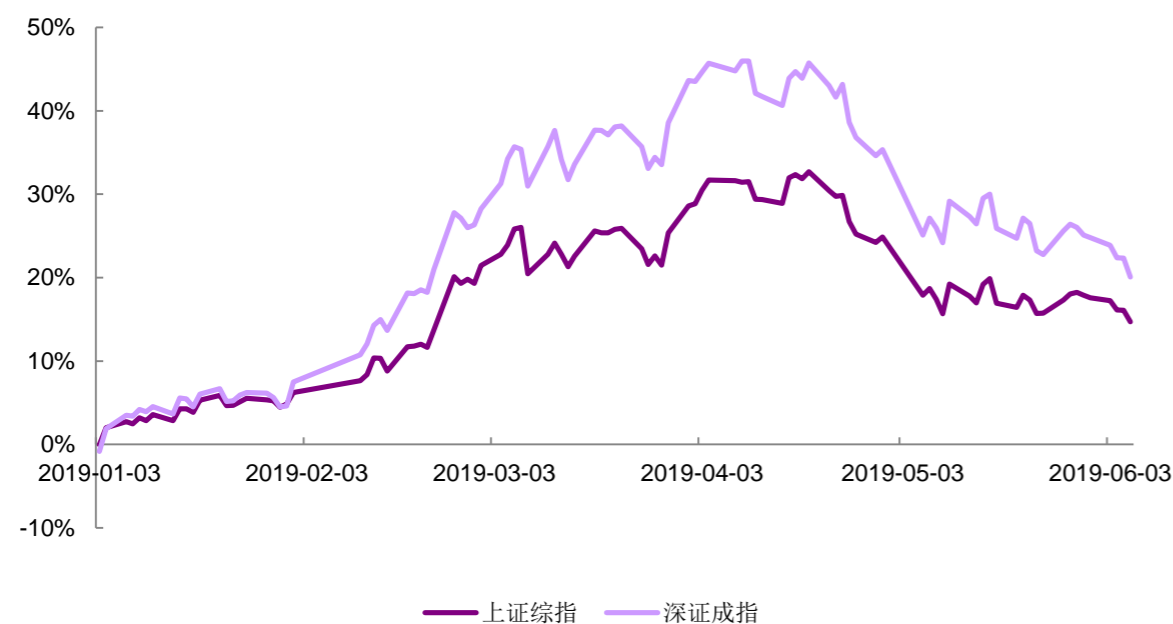


资料来源：wind，上市公司年报，光大证券研究所

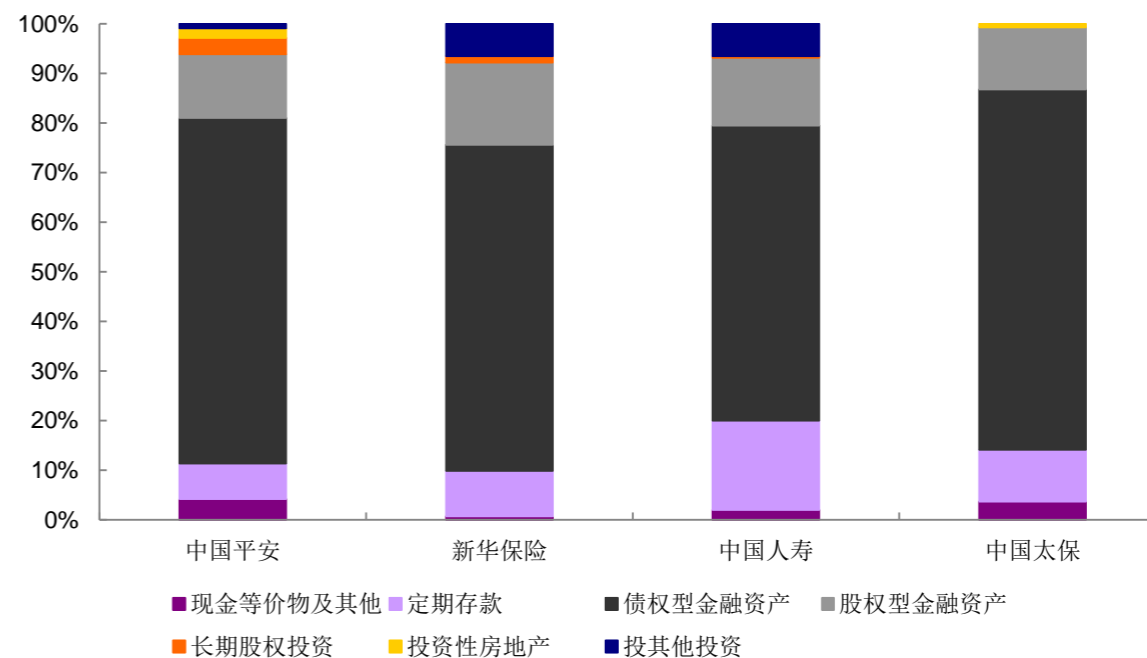
2.3 资产端：一季度权益投资收益率大增，为全年打下良好基础

- 年初以来（截至6月12日），上证综指累计上涨13%（最高累计涨幅33%）、深圳成指累计上涨19%（最高累计涨幅46%），权益类投资提振险企投资收益。
- 截至2018年底，五家险企（平安、国寿、太保、人保、新华）合计投资组合规模9.2万亿，其中股票及基金投资0.8万亿，占比8.7%。假设一季度股票及基金投资收益率为30%，且投资组合规模保持稳定，据此测算股票及基金投资收益有望增厚五家险企收入合计约2,400亿。

一季度股市表现强劲，二季度迎来调整（截至2019年6月12日）



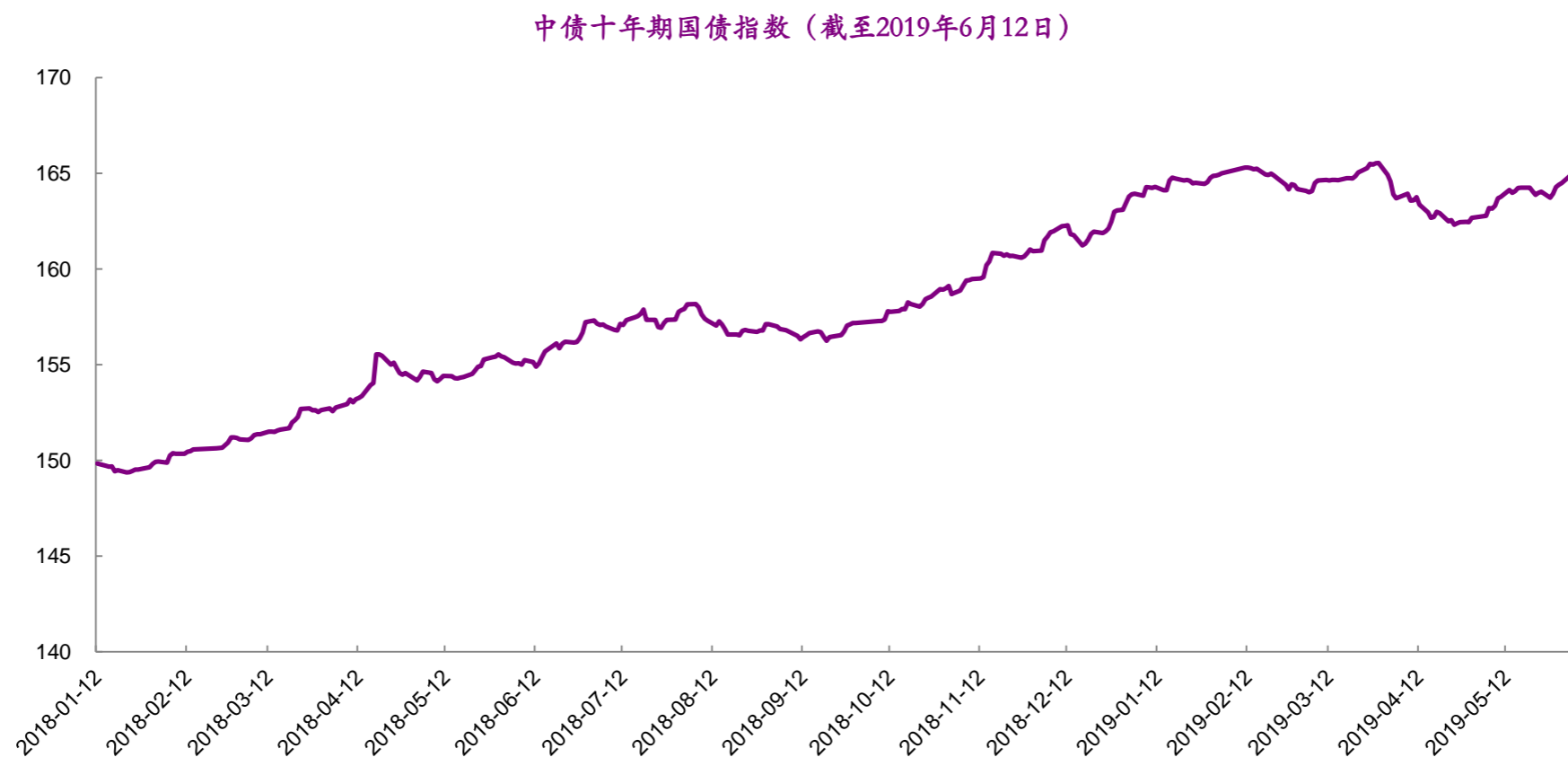
险企投资资产配置比例（2018年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3 资产端：债市总体平稳，债权类投资贡献稳健收益

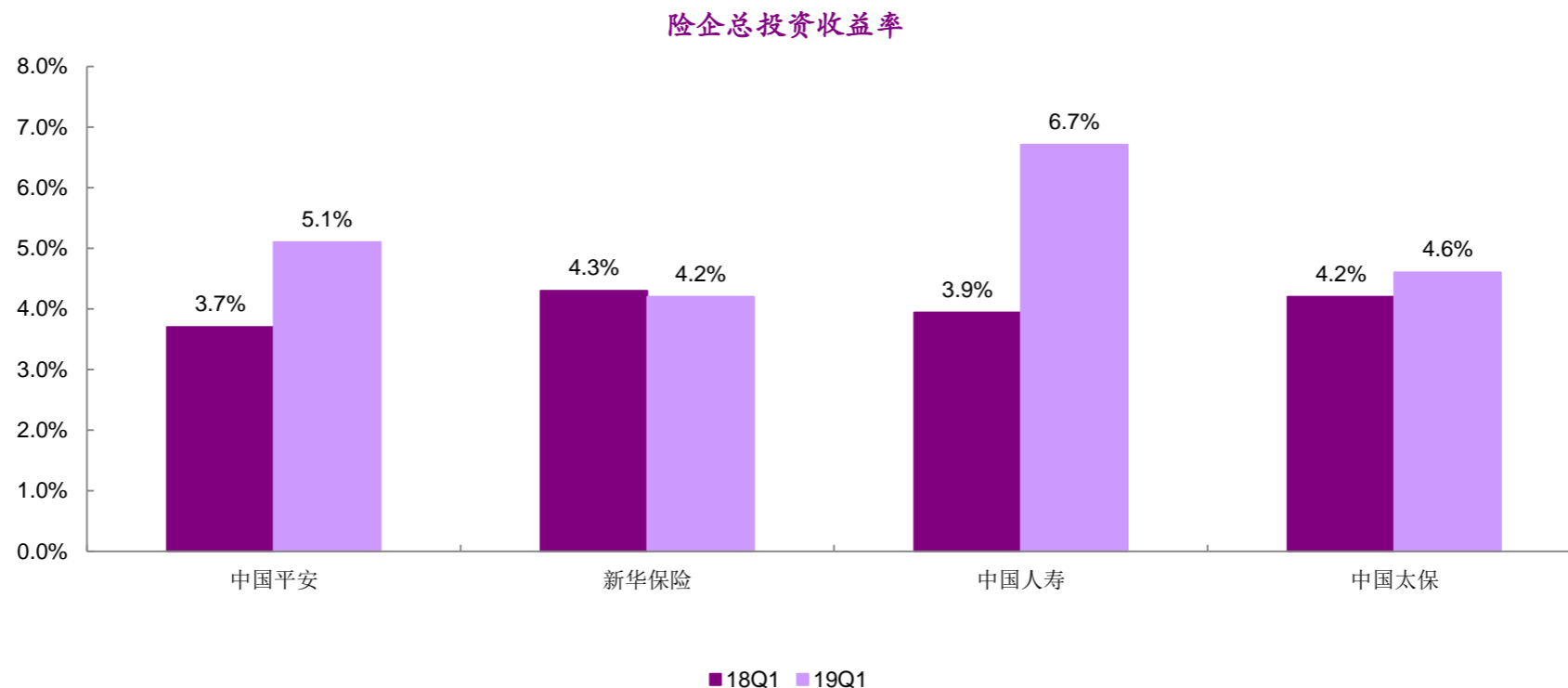
- 2019年以来，债市总体平稳，中债国债10年到期收益率在3.0%-3.4%之间震荡。
- 截至2019年6月12日，中债国债10年到期收益率为3.26%，预计下行空间有限。
- 协议存款为保险公司提供稳健收益来源。



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3 资产端：一季度险企总投资收益率改善明显

- 受益于股市表现强劲，一季度权益类投资收益大增，险企实现丰厚利润。
- 一季度险企年化总投资收益率总体改善。
 - 中国平安（5.1%，+1.4ppts）/新华保险（4.2%，-0.1ppts）/中国人寿（6.71%，+2.79ppts）/中国太保（4.6%，+0.4ppts）。



资料来源：上市公司年报，光大证券研究所

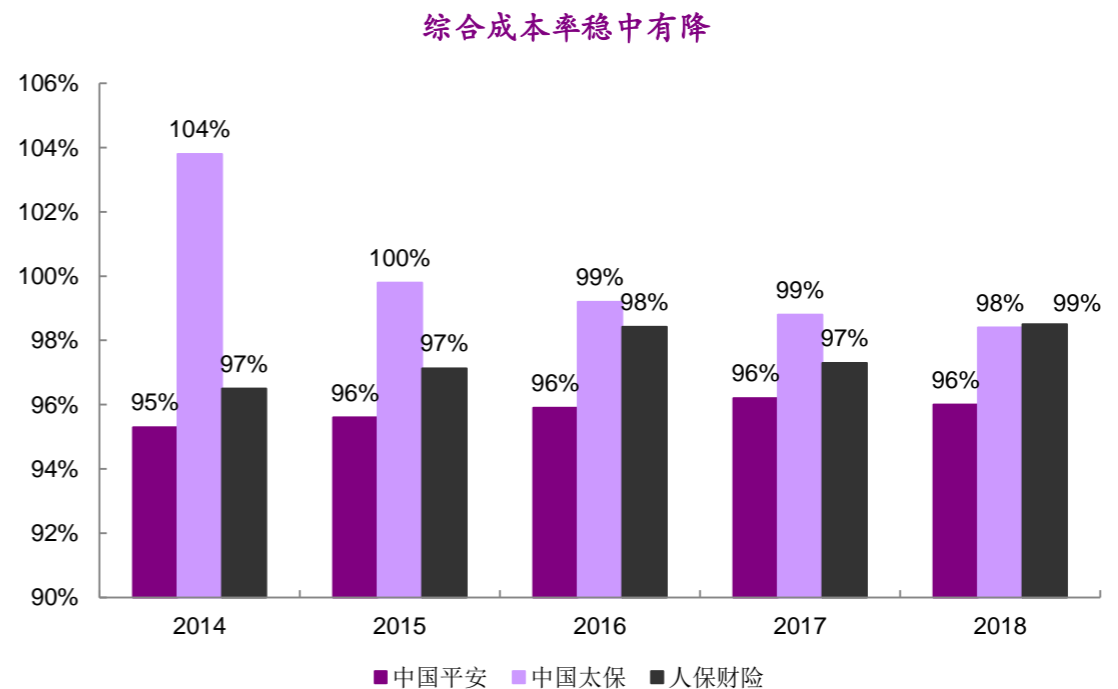
2.4 产险：保费增速稳中趋缓，报行合一推动费用率下降

■ 保费增速稳中趋缓。

- ✓ 新车销量下滑，商用车费改带动车险件均保费下降，拖累车险增速。
- ✓ 非车险增速预计保持平稳。

■ 综合成本率有望保持稳定。随着报行合一持续推进，费用率有望下降。

■ 税收抵扣限额提升，进一步提振产险盈利能力。



资料来源：wind，光大证券研究所

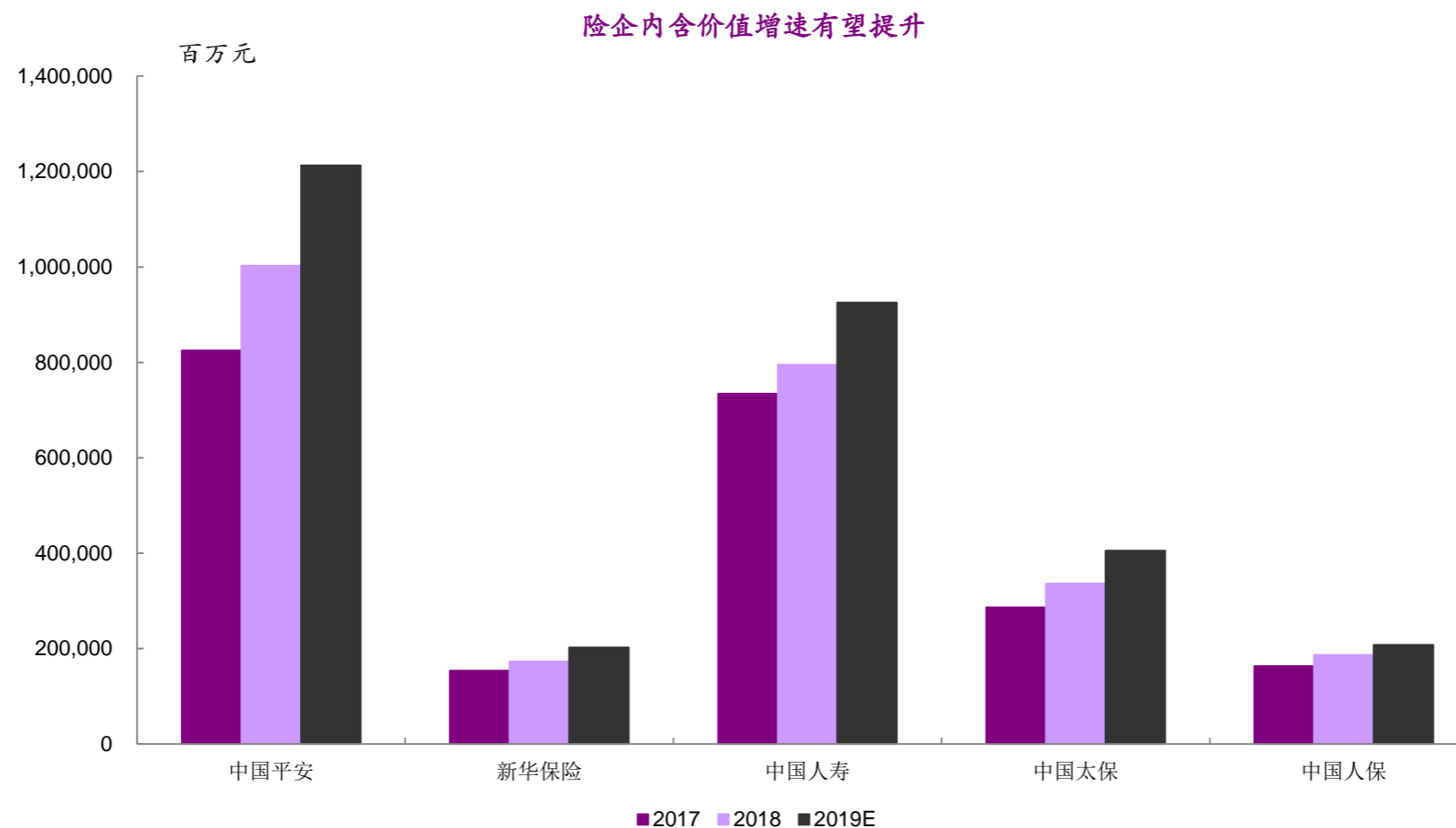
2.5 税收抵扣限额提升，增厚险企利润

- **人身险方面**，长期保障型产品的佣金率相对较高，优化产品结构面临着佣金率上升的压力。
- **产险方面**，随着商车费改持续推进，车险费用率有所提升，导致产险企业手续费及佣金支出超出15%的税收抵扣限额，2018年行业利润率下滑。
- **税收抵扣限额提升，提振险企利润**。人身保险企业及财产保险企业手续费及佣金支出在计算应纳税所得额时准予扣除的比例分别由10%及15%提升至18%，并且超过部分允许结转以后年度扣除。
 - 我们测算，税收抵扣限额提升，对于中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国平安的2018年内含价值的提振幅度分别为0.6%、1.3%、1.0%、1.4%、1.0%。

2.6 展望：内含价值增速有望提升

■ 投资大增保费改善，内含价值增速提升。

✓ 预计2019年五家险企内含价值增速有望由2018年的15%提升至2019年的18%。



资料来源：上市公司年报，光大证券研究所预测

2.7 推荐标的及风险提示

■ 推荐**中国平安、新华保险、中国人寿、中国太保。**

■ **风险提示：**

- (1) A股市场大幅下滑；
- (2) 人均产能提升不及预期；
- (3) 营销员人数大幅下降。

2.8 保险板块估值

- 我们根据中国平安、新华保险、中国人寿一季度投资收益，以及最新的保费收入数据，上调公司盈利预测，预计2019-2021年中国平安的净利润分别为1,408亿、1,662亿、1,952亿，新华保险的净利润分别为104亿、125亿、141亿，中国人寿的净利润分别为430亿、509亿、576亿。
- 截至6月12日，保险板块平均估值为1.1x 2019年PEV。剔除人保后，平均估值为1.0x 2019年PEV，处于行业动态估值中枢。
- 我们认为，当前估值反映了对于负债端2018年二季度以来高基数的担忧，保险板块在震荡的市场环境中安全边际凸显。

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	P/E(x)			P/EV(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
601318	中国平安	80.52	13.7	10.5	8.9	1.5	1.2	1.0	买入	维持
601336	新华保险	51.64	20.3	15.4	12.9	0.9	0.8	0.7	买入	维持
601628	中国人寿	26.79	66.5	17.6	14.9	1.0	0.8	0.7	买入	维持
601601	中国太保	34.96	17.6	14.4	12.7	0.9	0.8	0.7	买入	维持
601319	中国人保	8.96	28.0	25.6	22.3	2.1	1.9	1.7	买入	维持
平均			29.2	16.7	14.3	1.3	1.1	1.0		

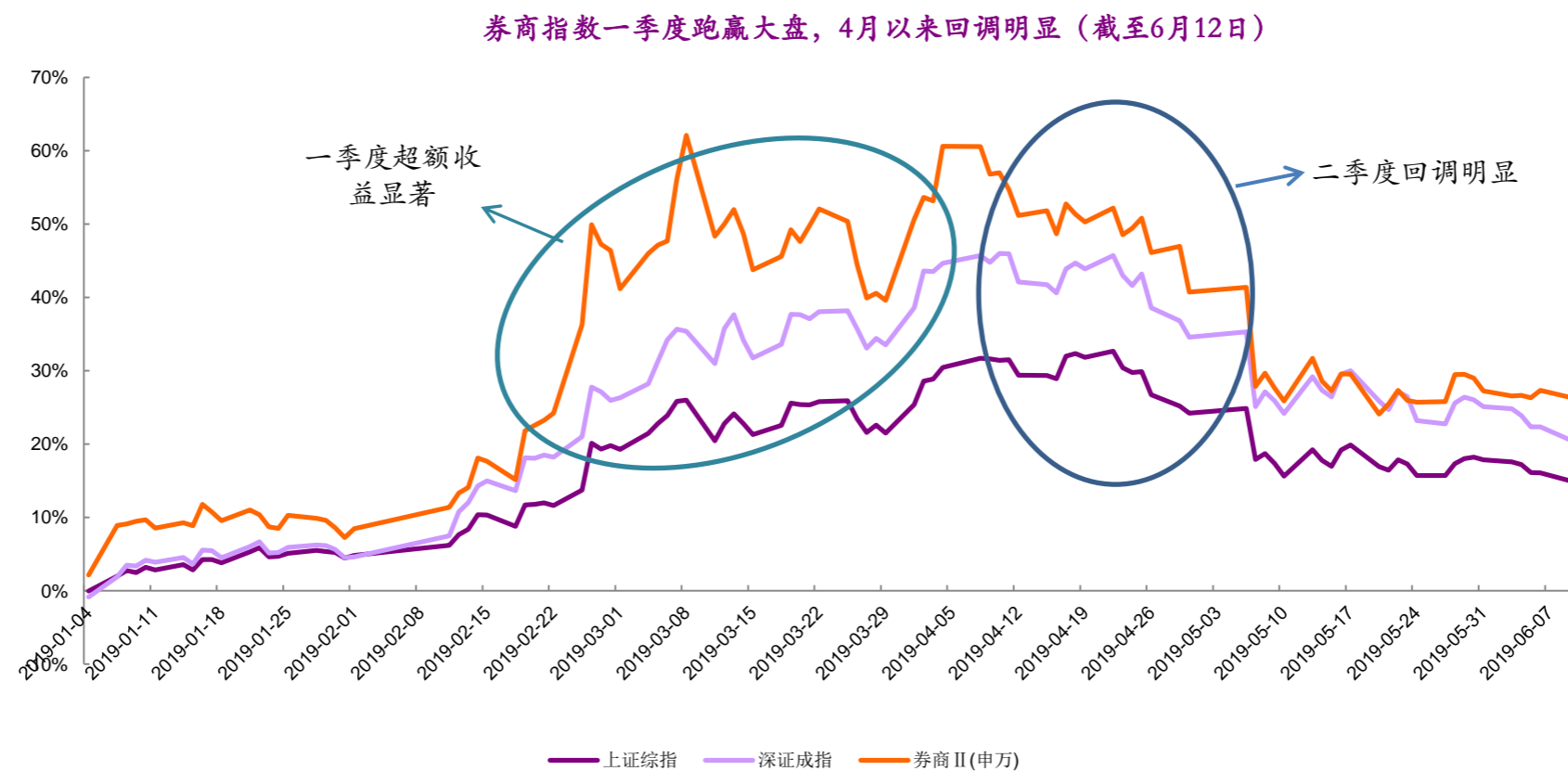
资料来源：wind，光大证券研究所预测（股价为6月12日收盘价）

- 1、宏观环境：金融供给侧改革、包商风险事件、陆家嘴论坛
- 2、保险：产品结构优化、股权收益大增、税收优惠政策
- 3、券商：持续头部集中、科创板开板、交易两融回落
- 4、综合金融：AMC潜力巨大、租赁逆势增长、Fintech洗牌

券商：持续头部集中、科创板开板、交易两融回落

3.1 券商行情回顾

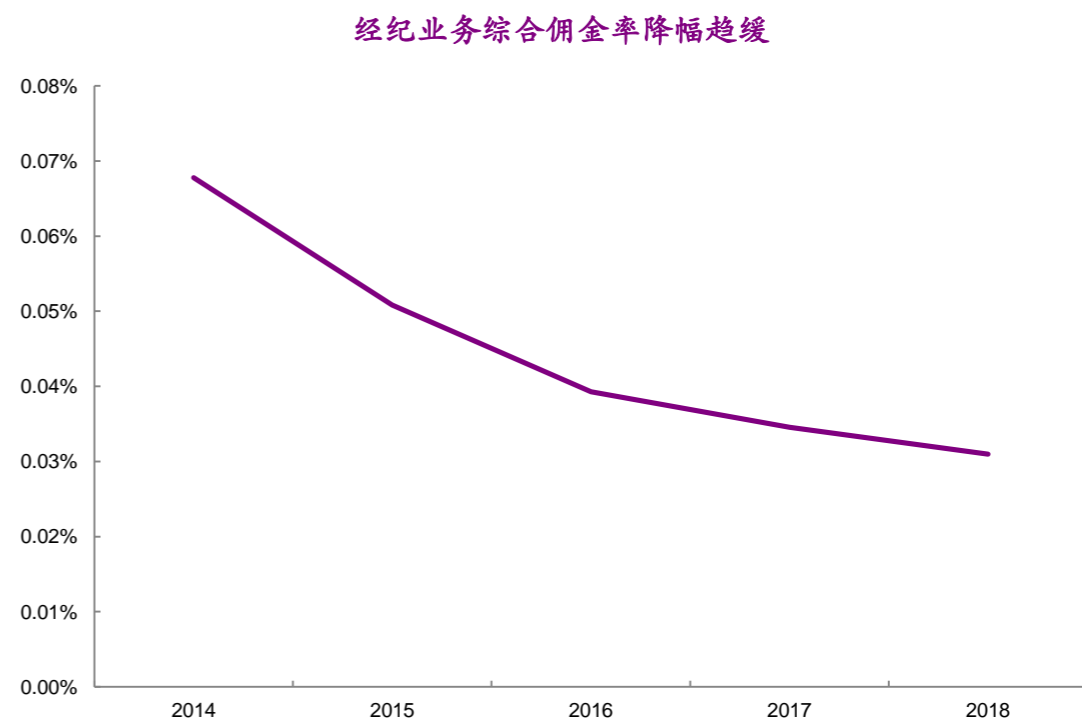
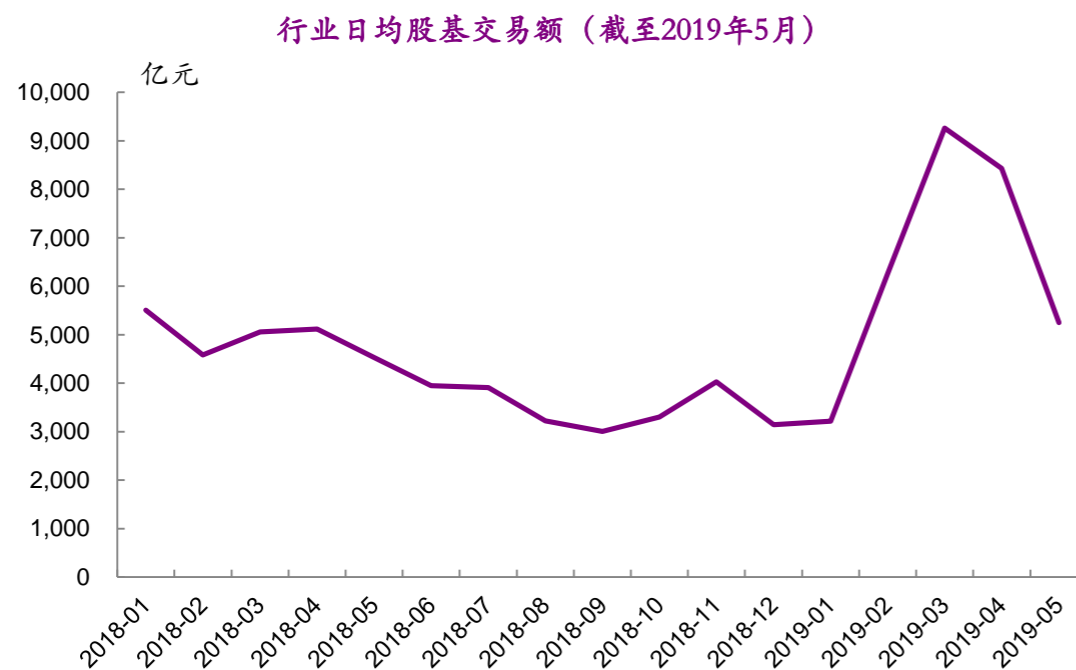
- **整体跑赢大盘**：年初以来（截至6月12日）券商指数累计上涨30%，整体跑赢大盘。
 - 一季度涨幅领先，最高累计涨幅达到61%。
 - 随着流动性边际收紧，以及中美贸易摩擦升温，市场风险偏好下降，二季度券商指数回调明显。



资料来源：wind，光大证券研究所

3.2 零售与财富：佣金率下滑空间有限，交易额为关键变量

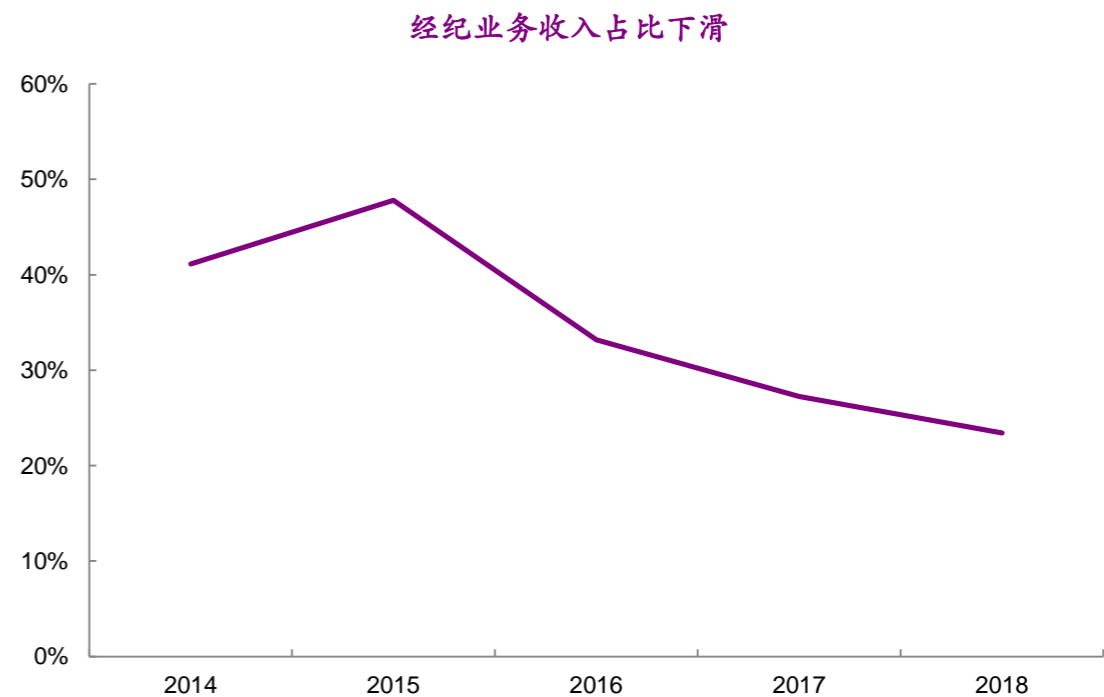
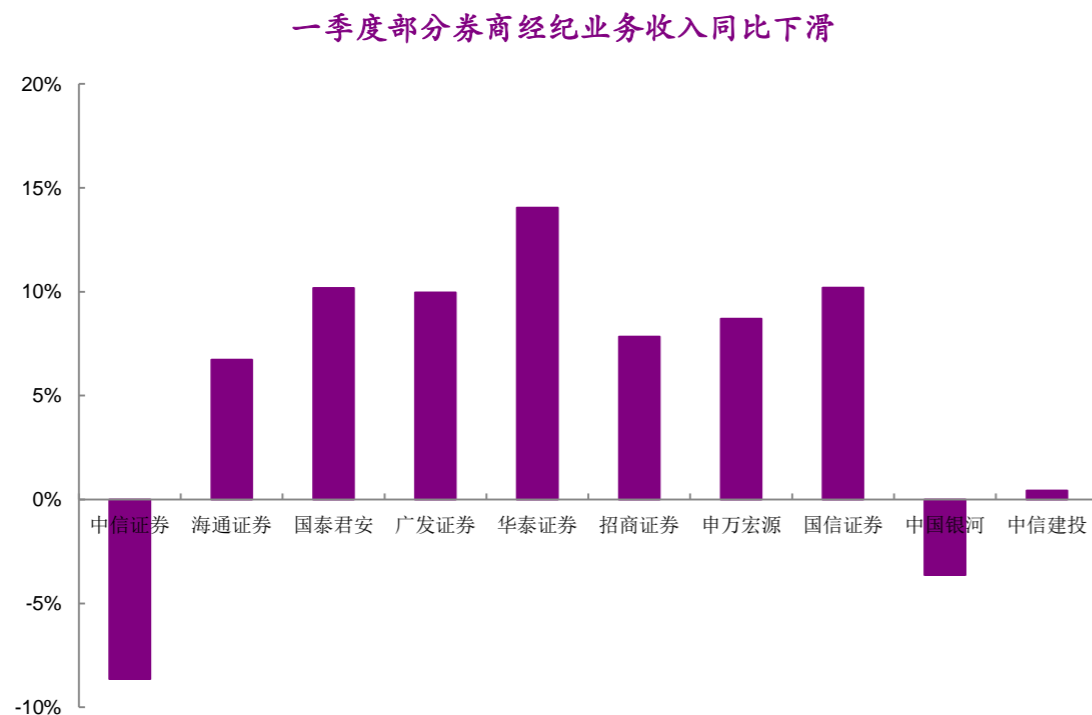
- **佣金率下降趋势，但是降幅收窄**：截至2018年末，行业经纪业务综合佣金率约为0.031%。
- **佣金率**：结构性因素影响净佣金率，财富管理转型提振综合佣金率。
- **成交额**：一季度成交额持续攀升，4月以来股市持续调整，增量资金减少，股基交易额环比下滑明显。



资料来源：wind，光大证券研究所

3.2 零售与财富：经纪业务收入占比呈下滑态势

- 一季度佣金率压力不减，长期来看经纪业务收入占比呈下滑态势。
 - 一季度行业日均股基交易额同比增长22%，但行业经纪业务收入同比增长6.5%，涨幅落后于交易额增速。
 - 一季度部分券商经纪业务收入负增长。



资料来源：wind，光大证券研究所

3.2 零售与财富：经纪业务转型财富管理开始实质性提速

- 随着近年来经纪业务竞争激烈、佣金率下滑，券商经纪业务积极转型财富管理。根据证券业协会数据，截至一季度末，全行业投资顾问人数与去年同期相比增加逾5000人，增幅13%，而证券经纪人减少逾8000人，降幅为9%，一增一减，折射转型路径
- 财富管理对于券商的客户基础，主动管理能力及私募客户资源提出更高要求。龙头券商客户基础扎实，综合竞争力更强，预计行业资源继续向头部券商集中

调整机构设置

- **中信证券**将“经纪业务发展与管理委员会”更名为“财富管理委员会”，从以业务为中心向以客户为中心转变，启动向财富管理转型
- **银河证券、兴业证券**等券商紧随其后，进行机构调整

确定发展计划

- **中金公司**计划把中投证券打造为集团零售经纪与财富管理的统一平台，中投证券转向财富管理路径为“大财富管理”，着眼于个人客户的未来潜力和长期发展

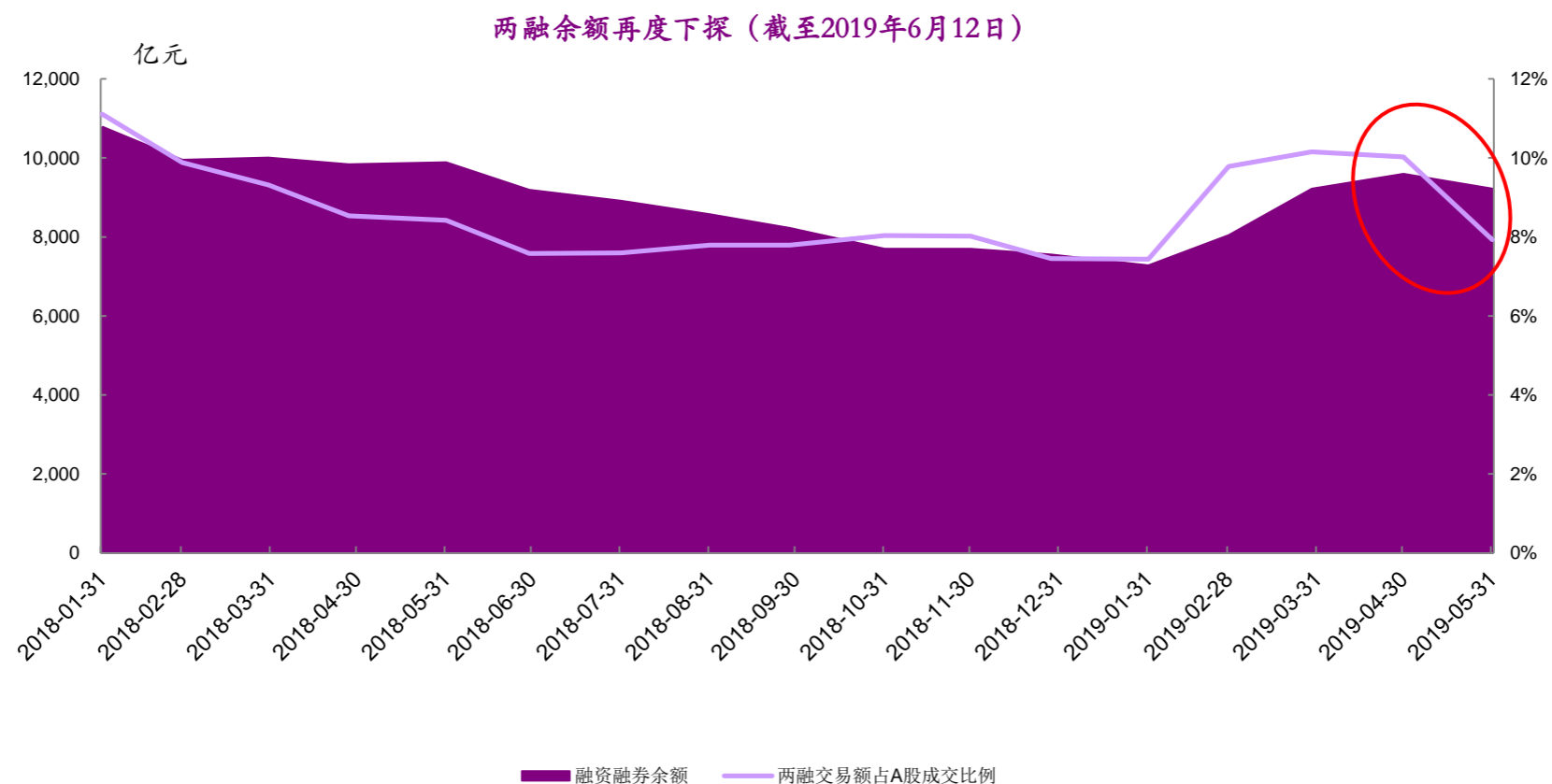
创新业务模式

- **兴业证券**首家社区财富管理旗舰营业部在广州开业，采用咖啡厅、书吧等复合经营场景，可举办客户活动
- 员工构成方面，该营业部有超过半数的理财顾问来自商业银行

资料来源：wind，光大证券研究所

3.2 零售与财富：两融规模再度回落

- 市场风险偏好波动，两融余额5月以来有所回落。
 - 一季度股市表现强劲，市场风险偏好提升，两融余额较2018年底显著回升。
 - 中美贸易摩擦升温，避险情绪蔓延，两融余额在5月份再度下滑。



3.3 投资与交易：一季度权益投资大增，二季度自营环比承压

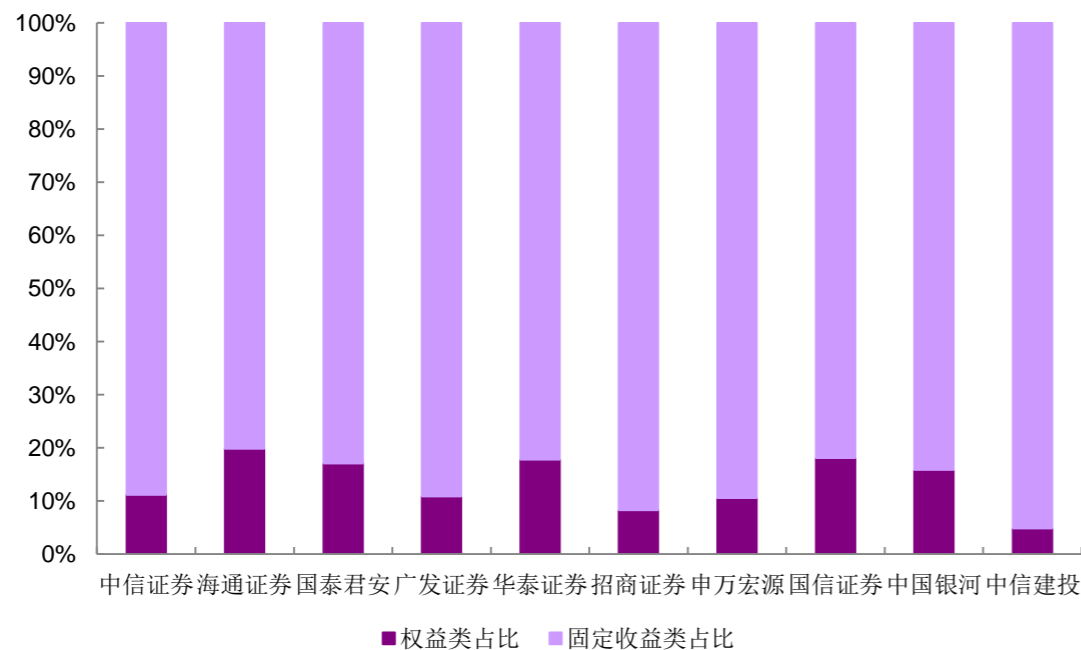
■ 一季度权益类自营收入大增，贡献业绩弹性。

➤ 一季度上市券商自营收入大幅增长144%，自营业务收入占比由2018年一季度的27%大幅提升至2019年一季度的43%。

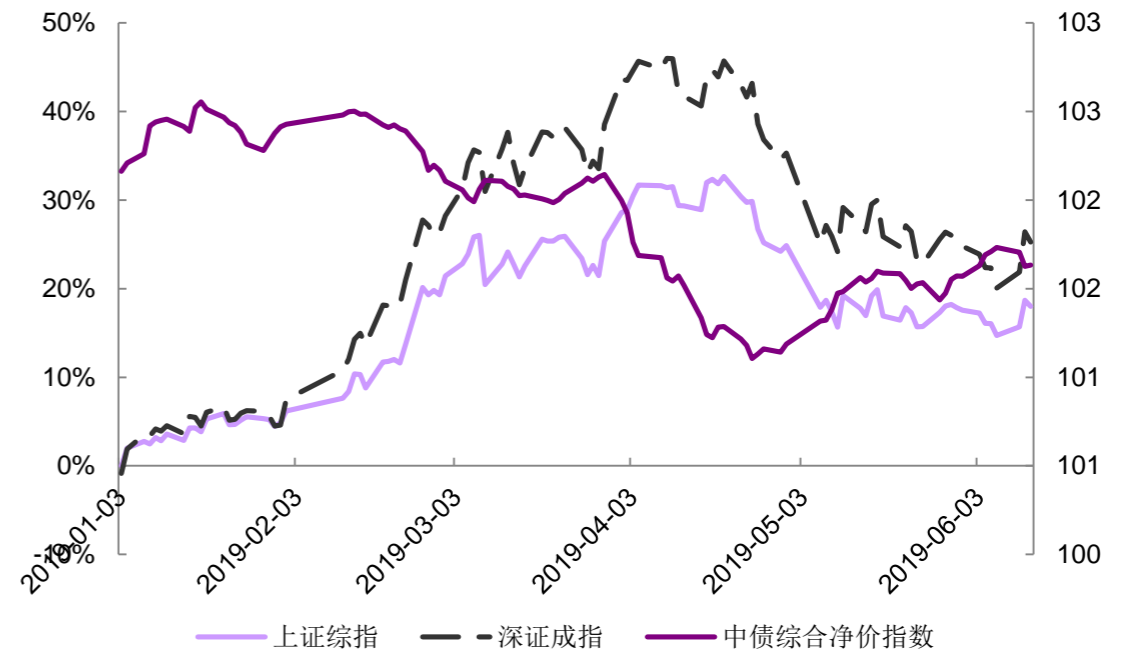
■ 二季度以来，A股市场持续调整，预计自营业务收入环比下降。

■ 债市年初以来略有调整，但总体平稳。

头部券商自营业务配置结构（2018年）



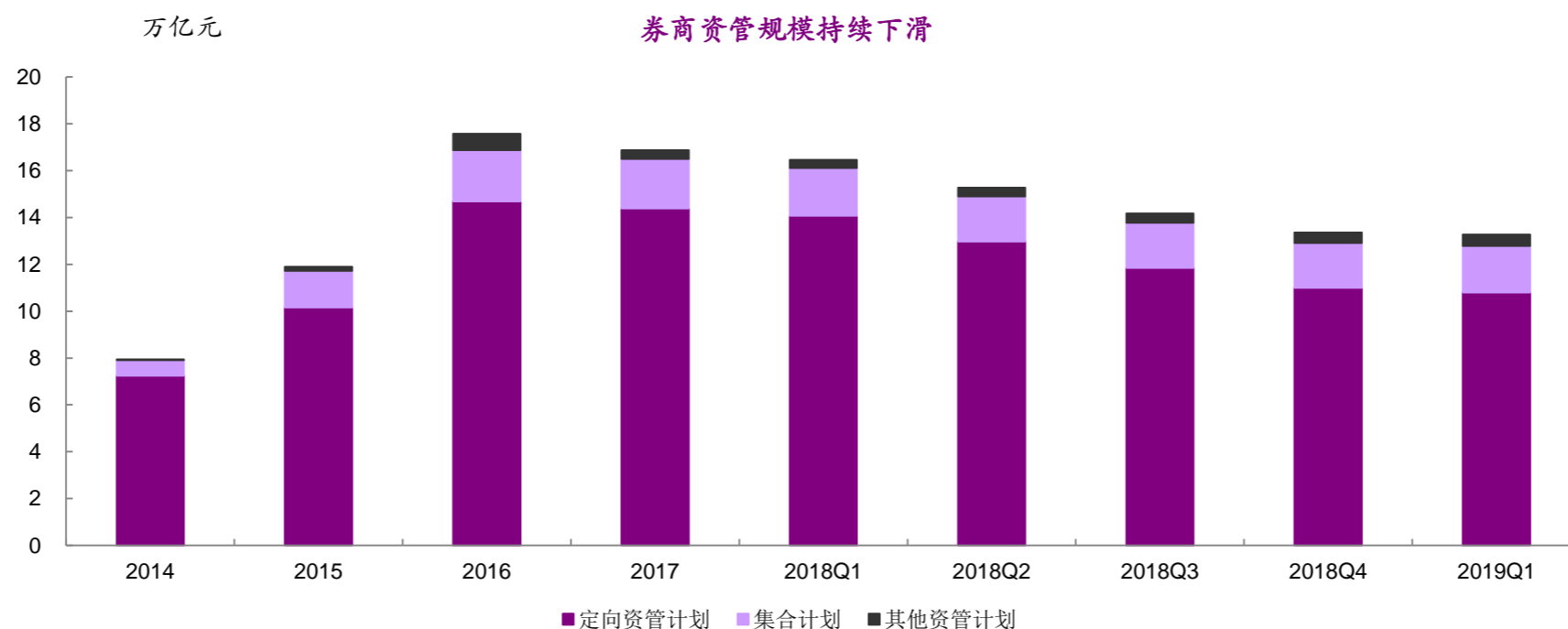
二季度股市回落，债市相对平稳（截至2019年6月12日）



资料来源：wind，光大证券研究所

3.3 投资与交易：资管去通道持续，竞争分化强者恒强

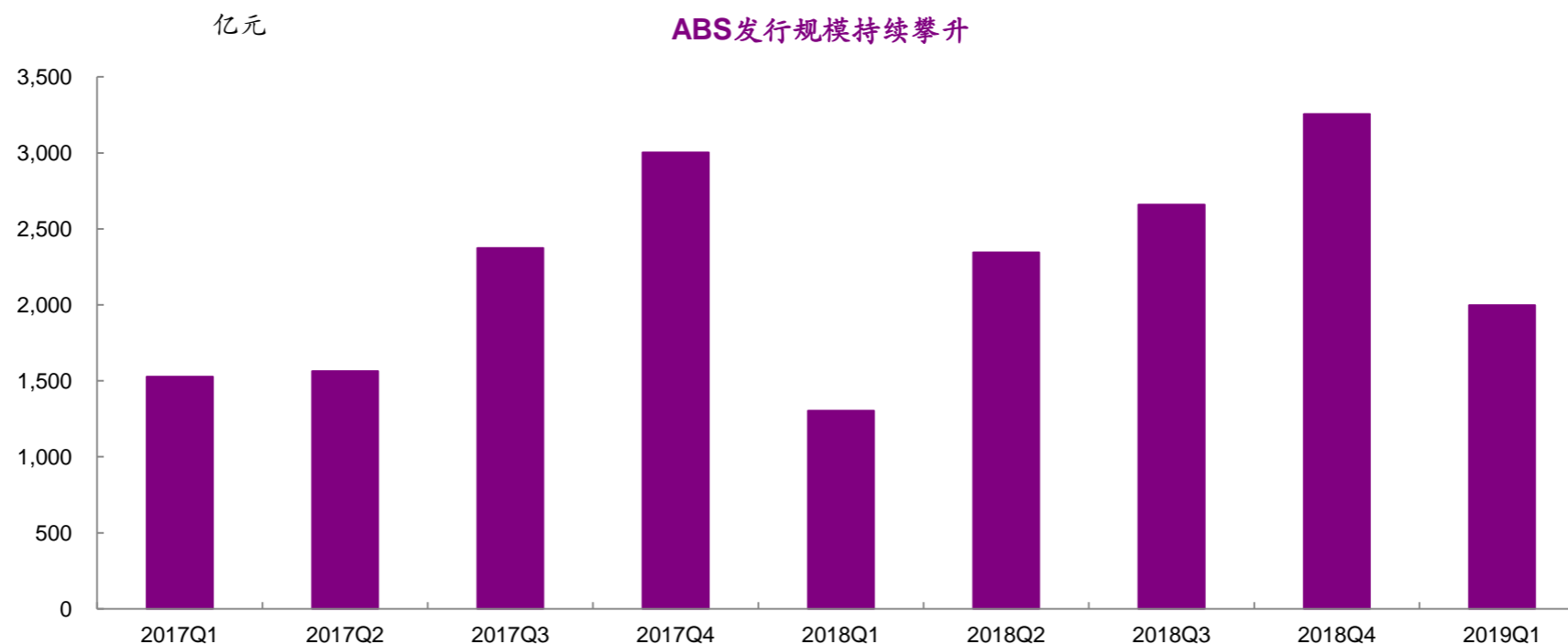
- **资管去通道延续，资产规模下滑。** 资管新规在进一步细化资管行业“去通道、降杠杆”要求的基础上将过渡期延长至2020年底。监管窗口指导要求券商每年缩减1/3的通道业务，大集合产品面临改造。
- 管新规落地以来，券商资管总规模呈逐季下降的态势，其中定向资管规模下降较大。
- 2019年一季度上市券商合计实现资管业务收入同比下滑9%。



资料来源：wind，光大证券研究所

3.3 投资与交易：资管转型主动管理大势所趋

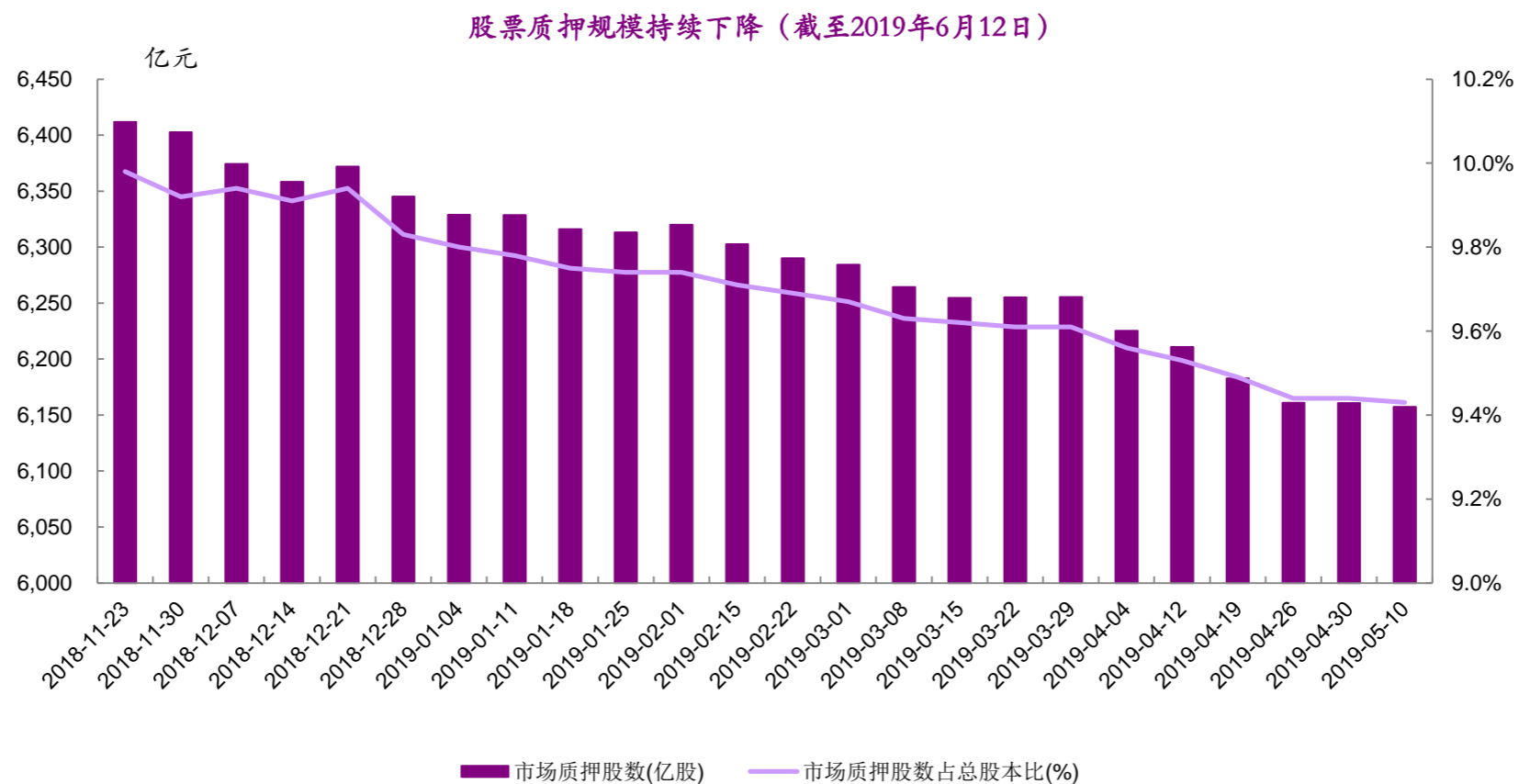
- **资管业务稳步向主动管理转型。**随着监管层加大力度整治通道类资管业务，券商资管规模明显下降，其中定向资管规模下降较大，大集合产品改造一般需要申请公募牌照。
- **直投基金和ABS业务迎来发展机遇。**政策对于可以支持实体经济发展的PE/VC和ABS业务持鼓励态度，或成为券商资管未来发展重点项目。
- **资产管理展望：**券商资管的大集合改造预计将在2020年完成，维持规模成为关键。



资料来源：Wind，光大证券研究所

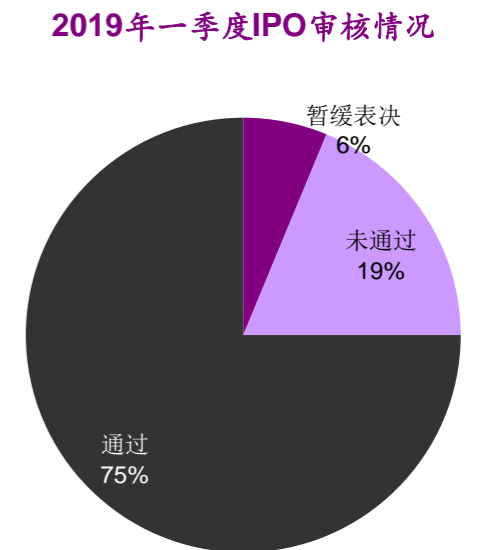
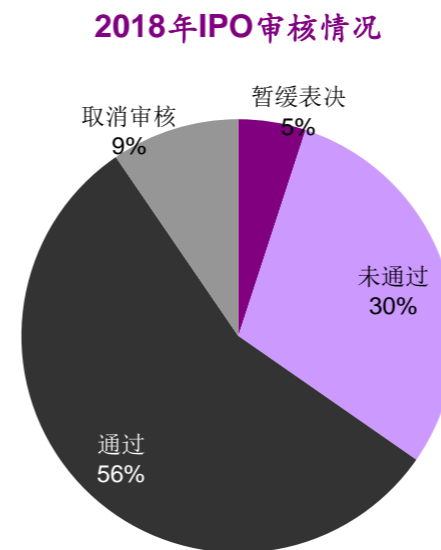
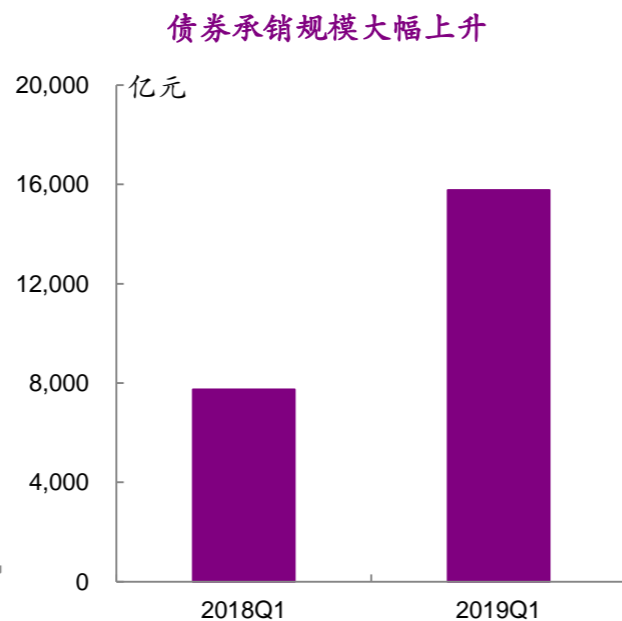
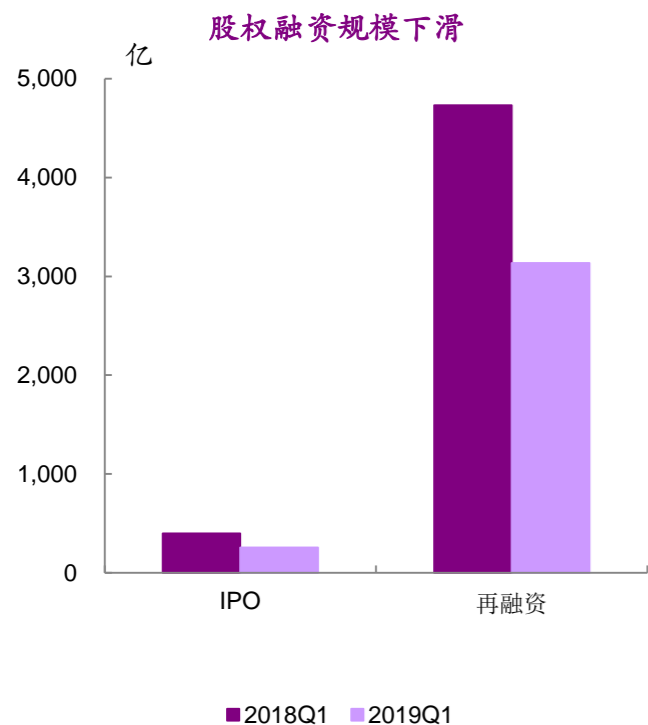
3.4 机构与投行：股票质押规模主动调整

- 券商主动调整股票质押规模，整体规模有所下降。
- 二季度以来随着股市调整，警惕股票质押风险再度抬头。



3.4 机构与投行：投行一季度股弱债强，科创板开启新机遇

- **一季度股弱债强**：IPO及再融资放缓，一季度股权融资总金额同比下降34%；受益于市场利率下行，债券总承销金额同比增长104%。
- **再融资与并购重组**：监管加强，规模或持续下滑。



资料来源：wind，光大证券研究所

3.4 机构与投行：科创板为券商带来新机遇

■ 科创板为国家战略，落实金融服务实体。

- 科创板于2018年11月5日正式提出，2019年6月13日正式开板，实现迅速落地。
- 科创板意义重大：（1）支持创新企业融资，助力科技强国；（2）金融供给侧改革的重要部分；（3）完善资本市场基础制度建设，深化资本市场制度改革。

■ 头部券商优势显著，资源继续向龙头集中。

- 截至5月31日，科创板已受理企业达112家，拟融资额合计1,090亿元。
- 保荐企业拟募集金额排名前六的券商分别为：中金公司、华泰联合、中信建投、中信证券、招商证券、国泰君安，合计占比73%，投行资源继续向头部券商集中。

■ 短期业绩增量有限，但加速行业强者恒强。

- 中性假设下，预计2019年科创板相关业务合计贡献增量收入38亿，推动行业收入较2018年增长1.4%。
- 行业迎来综合实力竞争，有望加速行业集中趋势。

3.5 大型券商多角度扩充自身实力

大型券商积极募资，资金用途向投资倾斜



2018年底至今，**国信证券**、**中信建投**、**申万宏源**相继完成股权融资，募资用于投资的占比已超过或者接近资本中介业务，体现出经营侧重的变化

部分大中型券商深化混改、试水市场化



华泰证券拟在高级管理层开展职业经理人制度试点，实行市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出。设立执行委员会，负责日常经营管理，不设总裁、副总裁岗位，打造市场化、国际化、专业化的职业经理人队伍

去年年底以来，**招商证券**、**兴业证券**亦通过市场化招聘方式，聘任管理类岗位

中信证券收购广州证券，行业内并购再引关注



中信证券拟发行A股收购广州证券100%股权，作价134.6亿元。此次收购将有助于中信证券在华南地区提升业务的广度及深度，并把握“粤港澳大湾区”国家战略机遇

随着行业两极分化加剧，多家中小券商的业绩和估值处于较低区间，或将进一步催生行业内并购重组的发生

战略投资者入场，股东背景多元化



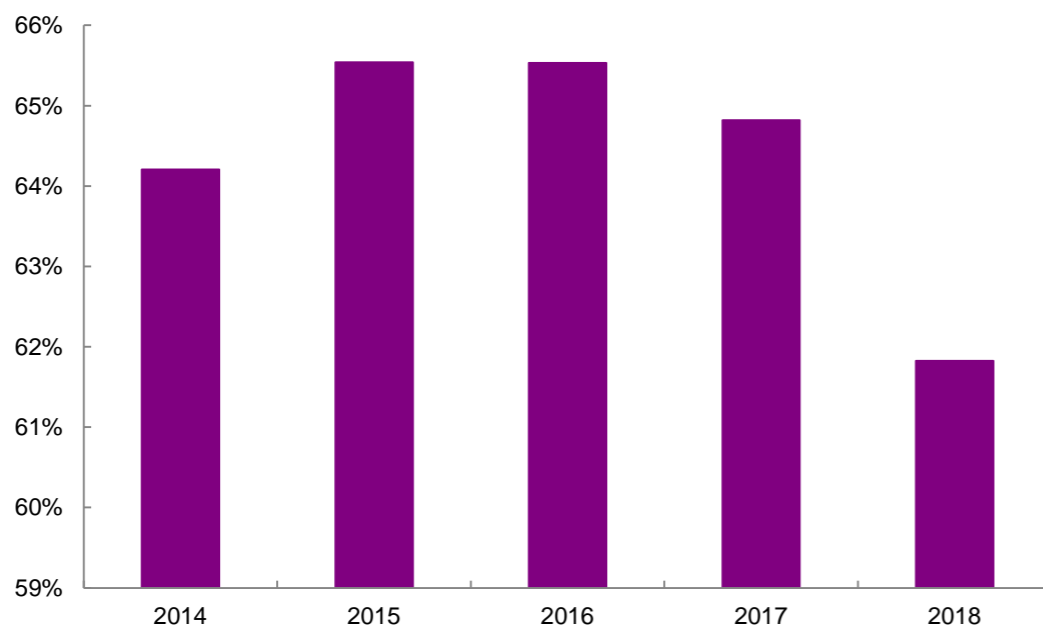
腾讯、阿里、海尔相继入股**中金公司**，成为第2-4大股东，中金公司投资者结构进一步多元化，并在金融、科技、数据等领域获得竞争优势

资料来源：光大证券研究所根据各券商公告、证监会网站等公开渠道信息整理

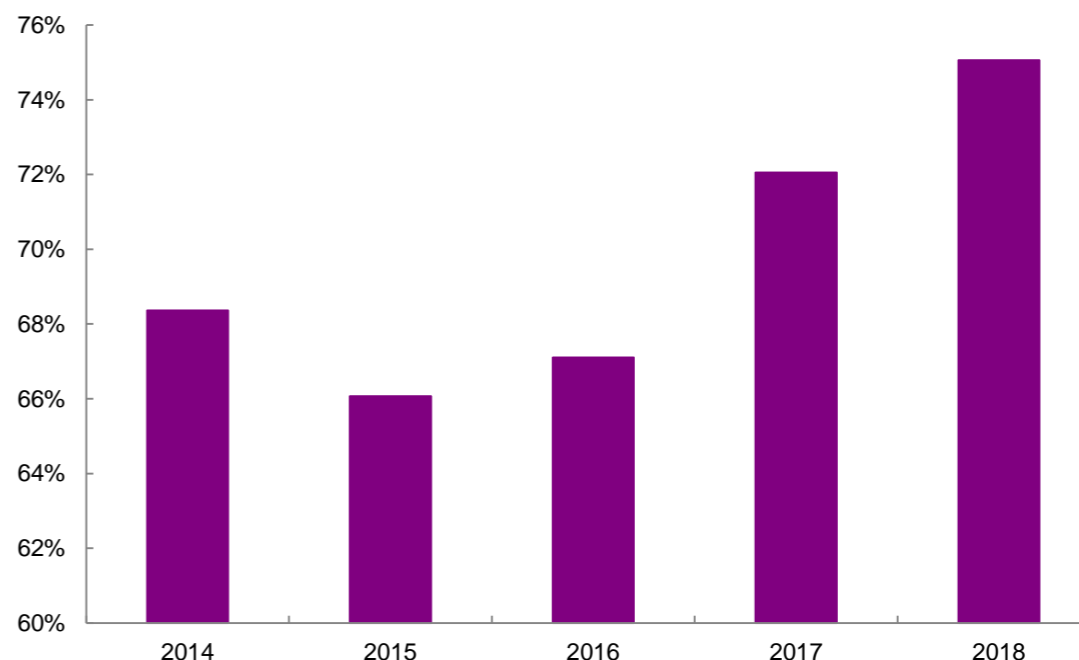
3.6 展望：监管环境利好，马太效应凸显

- **金融供给侧改革**：扩大直接融资，利好券商业务。
- **行业加速集中**：注册制下券商迎来综合实力竞争，强者恒强。
- **经纪业务转型财富管理**：龙头券商客户资源、主动管理能力及业务资源优势明显。
- **沪伦通正式启动**：拓宽双向跨境投融资渠道，助力上海国际金融中心建设。
- **金融业对外开放**：预计短期对行业冲击有限，长期有利于金融业健康发展。

收入前十名上市券商占比



净利润前十名上市券商占比



资料来源：证券业协会

3.7 推荐标的及风险提示

■ 推荐**中信证券**，**国信证券**，**华泰证券**，建议关注**兴业证券**、**申万宏源**、**中金公司**。

■ **风险提示：**

- (1) 市场风险偏好波动；
- (2) 流动性边际收紧，市场成交额大幅下滑；
- (3) 股权质押风险暴露；
- (4) 资管规模下滑。

3.8 券商板块估值

- 截至6月12日，券商板块平均估值为1.3x 2019年PB，低于历史动态估值中枢（1.5x PB）。

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
600030.SH	中信证券	20.81	27	19	16	1.6	1.5	1.3	增持	维持
601211.SH	国泰君安	16.50	24	15	13	1.2	1	0.9	增持	维持
600837.SH	海通证券	12.88	29	22	19	1.3	1.2	1.1	增持	维持
000776.SZ	广发证券	12.94	23	16	14	1.2	1	0.9	增持	维持
601688.SH	华泰证券	19.25	32	21	19	1.5	1.4	1.3	增持	维持
002736.SZ	国信证券	12.04	29	21	18	1.9	1.6	1.5	增持	维持
601881.SH	中国银河	10.73	38	27	24	1.6	1.5	1.4	增持	维持
600958.SH	东方证券	10.20	56	25	22	1.4	1.3	1.2	增持	维持
平均			32	21	18	1.5	1.3	1.2		

资料来源：wind，光大证券研究所预测（股价为6月12日收盘价）

- 1、**宏观环境：金融供给侧改革、包商风险事件、陆家嘴论坛**
- 2、**保险：产品结构优化、股权收益大增、税收优惠政策**
- 3、**券商：持续头部集中、科创板开板、交易两融回落**
- 4、**综合金融：AMC潜力巨大、租赁逆势增长、Fintech洗牌**

综合金融：AMC潜力巨大、租赁逆势增长、Fintech洗牌

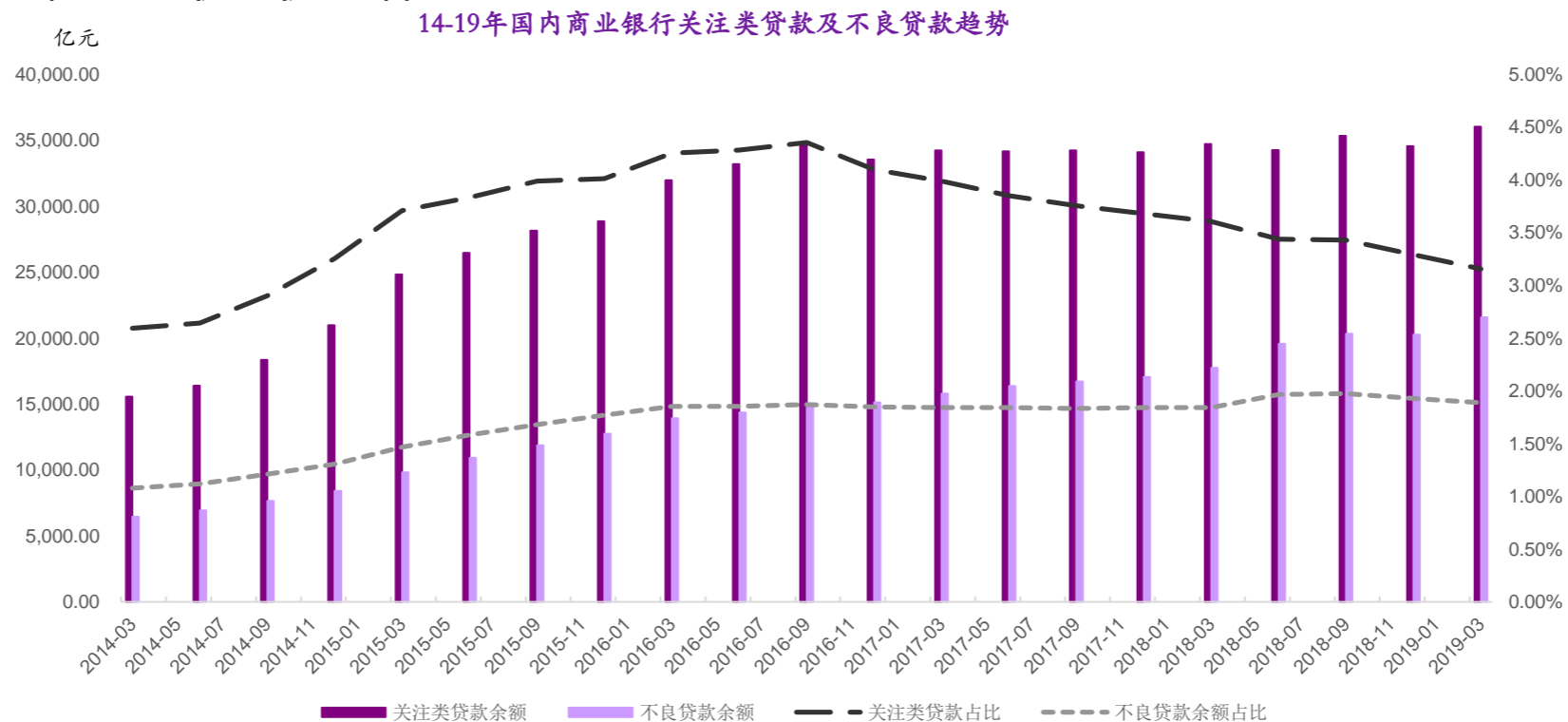
4.1 不良资产处置：逆周期增长，供给侧改革利好

■ 金融供给侧改革下发展迅速

- 截至2018年末，我国商业银行不良贷款余额达到2.1万亿元，不良贷款率升至1.89%，同时关注类贷款也在缓慢上升。在金融供给侧改革的背景下，不良资产处置将大有机会。
- 未来趋势：盘活存量，优化增量，推进市场出清，促进经济动能转换。

地方和民营AMC机会增加

- AMC行业以四大AMC公司为主。2016年银监会1738号文中，首次允许各省增设一家地方资产管理公司，目前全国的AMC已超过60家。此外民营AMC、未持牌资产管理公司也在快速发展中。
- 以中国平安为例，AMC收入快速增长。



资料来源：Wind，新浪财经

4.2 租赁：服务实体经济

■ 金融租赁行业快速发展

- 金融租赁行业资产规模已超2.5万亿，10年复合增速超40%，增长迅速。
- 行业2017年末净利润达282.9亿，为2008年26倍；金融租赁公司达66家，从业人员超5800人，逐渐成为金融行业的一股重要力量。

■ 租赁资产保持优良，供给侧改革下优势凸显

- 行业不良率一直保持1%以下，截止2017年末，行业不良率0.72%，拨备覆盖租赁资产率达2.42%。
- 金融供给侧改革要求金融服务实体经济，催生对于金融租赁的新需求，未来有望在“稳增长”中发挥重要的作用。

资料来源：Wind，《中国金融租赁行业发展报告（2007-2017）》

4.3 Fintech洗牌，龙头集中显现

■ 技术助推创新，金融迎来变革

- 金融服务四大技术：大数据、人工智能、云计算和区块链。
- 传统金融企业实现与先进科技的结合，最终打造金融生态圈，最终带来商业模式变革。

■ 金融科技影响深远，助推金融供给侧改革

- 金融科技优化内部运营，提升金融服务质量，同时是普惠金融的重要抓手。

■ 技术支撑业务发展，实现科技赋能

- 应用场景：互联网保险，网贷（互联网银行），大数据征信和风控，智能投顾，供应链金融等。



4.3 Fintech洗牌，龙头集中显现

■ 金融各细分行业跟科技有不同结合点：

- 银行业：注重金融科技在风险，反欺诈领域的应用。
- 保险业：运用金融科技加强风控和精细化管理。
- 证券和资管行业：运用互联网提供入口和获客平台；大数据分析客户画像；智能交易系统和投顾系统。

■ 科技不仅在龙头公司积极布局，金融科技重视度提升

- 中国人民银行召开推进“数字央行”建设；深交所与腾讯成立联合实验室，加强金融科技战略合作；恒生电子、阿里云、蚂蚁金服携手打造开发平台等。



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3 Fintech洗牌，龙头集中显现

■ 区块链技术(Blockchain)未来有较大应用前景

- 以区块链为核心技术的新数字货币，相对于传统的电子货币，由于不依赖于第三方机构，在安全性、独立性和开源性等方面优势巨大
- 近期以比特币为首的数字货币价格有较大幅度增长，既有全球宏观避险趋势的影响，也是区块链未来应用巨大潜力的体现。

■ 截至6月12日，金融科技板块平均估值为 101x 2019年PE

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
300059.SZ	东方财富	12.65	68	40	30	4.2	3.8	3.4	买入	维持
300085.SZ	银之杰	13.38	264	227	142	7.0	6.9	6.9	买入	维持
300033.SZ	同花顺	84.49	72	47	38	13.6	8.8	8.3	增持	维持
600446.SH	金证股份	18.64	-	90	68	11.5	10.2	8.9	增持	维持
平均			135	101	70	9.1	7.4	6.9		

资料来源：wind，光大证券研究所预测

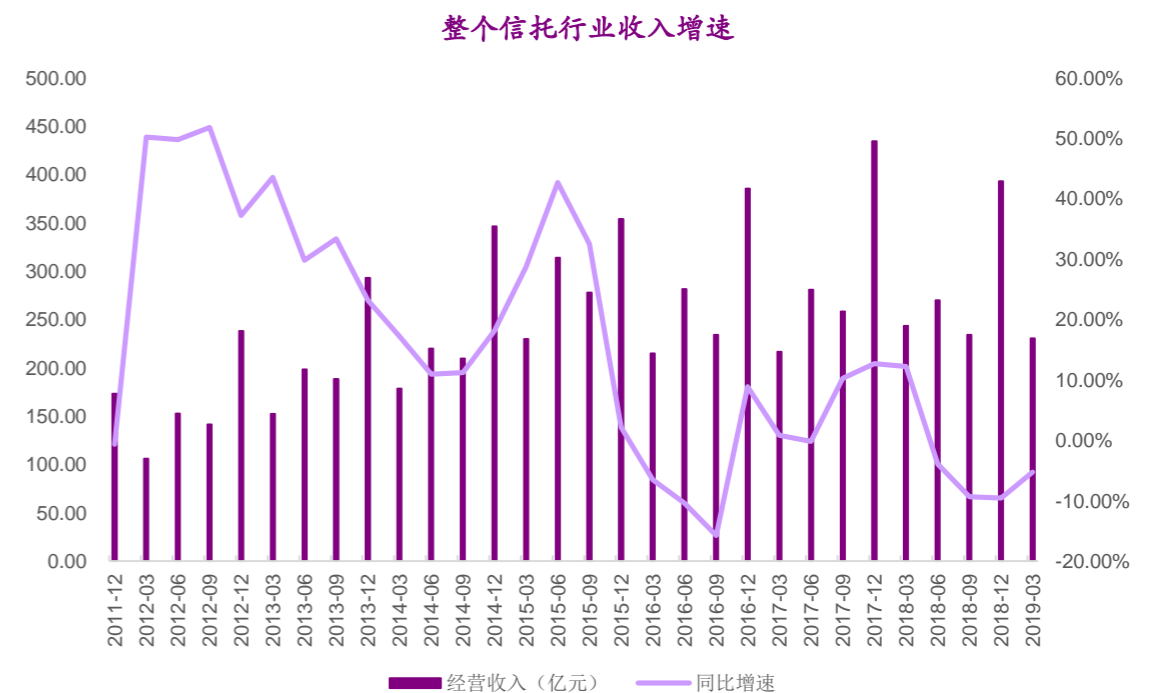
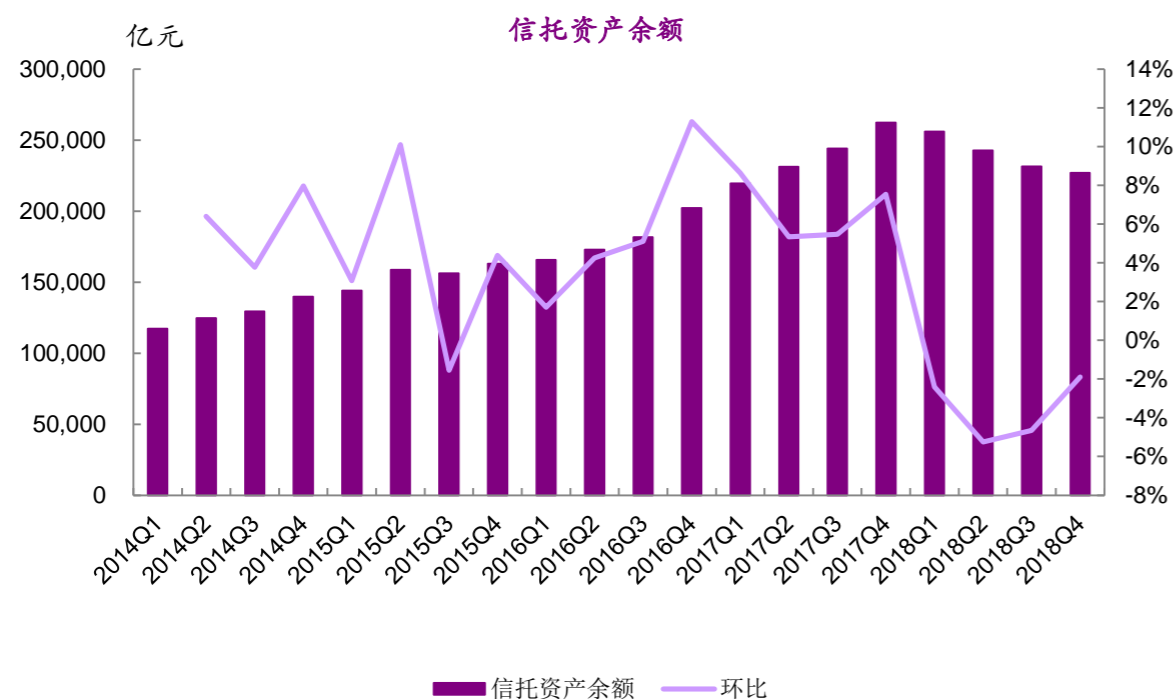
4.4 信托：遭遇资产荒，进入爆雷期

■ 2018年资管新规带来的影响

行业资产余额以及通道类信托资产余额均下降明显。截至2018年底，信托管理规模为22.7万亿元，较2017年末下降13.5%。但从季度环比来看，降幅有所收窄。

■ 资产新规对信托业务既有挑战，也带来机遇

- (1) 去通道化进程挤占信托规模，但也变现提升了信托公司主动管理能力。
- (2) 刚性兑付被打破，短时间加大了资金募集难度，长期有利行业发展。
- (3) 金融去杠杆同样加大了信托行业获取同业资金的难度，但也扩大了信托产品对于资产的选择范围。



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.4 信托：遭遇资产荒，进入爆雷期

- 服务实体经济，投向工商企业及基础产业领域占比逐步提升
- 信托严监管趋势不减，多家信托公司被处罚
- 信托行业逐步回归本源，积极转型财富管理
- 关注信托新规进展

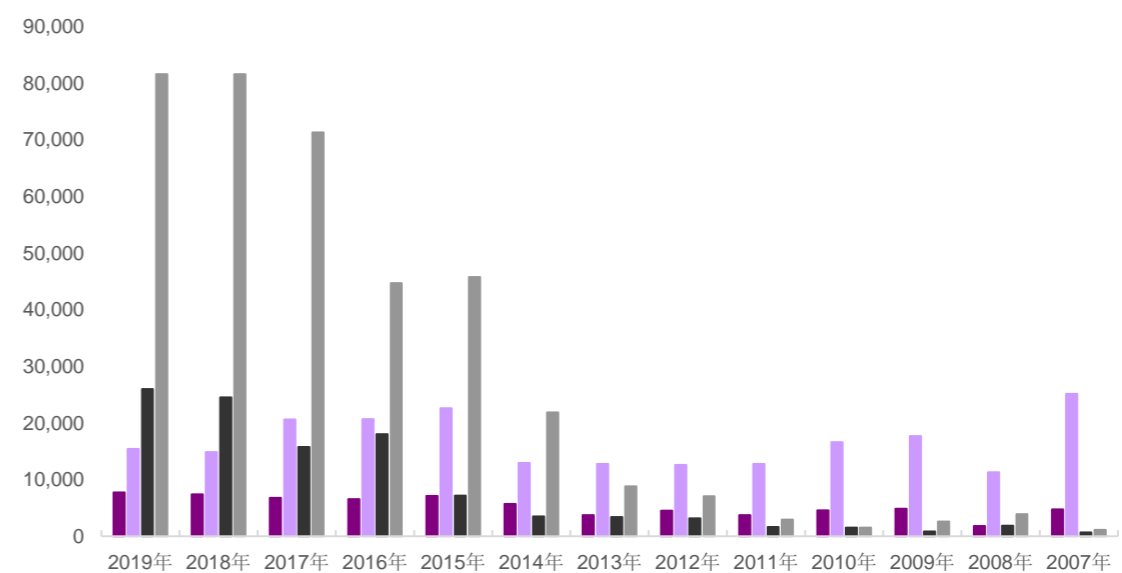
■ 信托公募产品未来期望高

信托的公募化市场开始有预期，未来民众对信托的公募化有较大需求。公募基金在过去10年除了货币基金份额有大幅度增长外，股票、混合以及债券型基金没有呈现出规模明显的提升，跟资本市场的快速发展不符，给予未来信托公募产品较大的市场空间。

风险项目占信托资产比例



07-19年公募基金市场存量情况 (亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所

■ 股票型 ■ 混合型 ■ 债券型 ■ 货币型

4.5 投资策略及风险提示

- **金融科技领域**：推荐银之杰（300085）
- **信托领域**：关注五矿资本（600390）
- **金融租赁领域**：关注中航资本（600705）
- **AMC领域**：关注信达国际控股（0111.HK）
- **风险提示**：
 - （1）宏观经济下行风险
 - （2）信用风险上升
 - （3）金融去杠杆加速，政策收紧利空多元金融

谢谢观看!

THANK YOU!

光大证券研究所非银行金融研究团队

赵湘怀

非银行金融首席分析师

执业证书编号：S0930518120003

电子邮件：zhaoxh@ebscn.com

联系电话：021-22169107

刘佳

非银行金融研究员

执业证书编号：S0930518110001

电子邮件：liujia1@ebscn.com

联系电话：021-52523826

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司2019版权所有。