

非银金融行业

政策旨在活跃市场，非银经营环境优化

● 证券：透明有活力的资本市场建设不断推进

中国结算优化解冻限制交易账户流程，或将增加市场活跃度。6月28日，中国结算修订《证券账户业务指南》：允许证券公司为投资者办理全部类型的不合格账户解除交易限制业务。账户解冻流程大为便利，有利于增加市场活跃度。

证监会对头部券商金融债发行松绑，进一步释放流动性。6月25日晚中信证券、国泰君安、华泰证券、中信建投、申万宏源等七家券商陆续公告称，收到中国证监会监管意见书，对公司申请发行金融债券无异议。另外，截至上周，九家券商待偿还短期融资券余额上限合计提升超过3000亿元。通过加强向头部券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资，可以缓解非银机构尤其是中小非银机构产品户的流动性紧张压力。另一方面，核准发行金融债和提高短融规模，丰富了券商融资工具，降低融资成本，有助于提升证券行业整体杠杆倍数。

首批中日互通ETF落地，中国资本市场扩大开放将稳步加快。6月25日中日ETF互通开通仪式举行，当日首批4只中方基金总成交额达3.66亿元，募集期华夏、易方达、南方、华安4家公募旗下中日互通ETF合计认购规模为15.22亿元，累计认购户数为1.2万户。科创板持续推进，5家公司已启动招股，分别为华兴原创、睿创微纳、天准科技、杭可科技、澜起科技。配售方面，跟投机构为华泰证券、国信证券、海通证券、中信证券。

我们长期看好创新业务推进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。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

● 保险：信保新规松绑保险资金投资范围，适当增加风险偏好

近期银保监会下发《保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》，进一步规范指导保险资金投资信托业务的各项细则。当前保险资金整体非标资产规模已经较为饱和。截止2018年底，其他类资产占比由14年底2.2万亿元增长至18年底的6.4万亿元，占比由23.7%增长至39.1%。根据2018年报，上市公司中中国平安、中国太保、新华保险投资组合中可能包含信托投资的占比分别为10.2%、9.5%、9%。根据保险业协会调研数据，截至2018年底，保险公司投资信托合计占总投资资产的9.1%，规模约1.42万亿。总体来看，新规进一步松绑保险资金投资范围，适当增加风险偏好。从海外经验来看，这是发达国家保险市场面对低利率环境下较为普遍的手段，有助于维系投资收益，激活险资活力。建议持续关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）。

● 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。

识别风险，发现价值

行业评级

买入

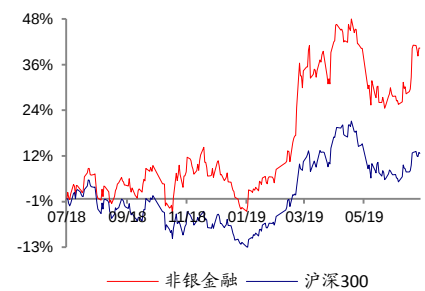
前次评级

买入

报告日期

2019-06-30

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：担当流动性桥梁，头部券商迎来新突破 2019-06-23
- 非银金融行业：开放与科创齐驱，基本面稳中有升 2019-06-16
- 非银金融行业：资本市场改革深化，龙头优势明显 2019-06-09

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyongyang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

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	CNY	88.61	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	12.07	9.46	1.34	1.14	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	55.03	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	18.28	13.90	0.87	0.76	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	36.51	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	15.54	12.17	0.87	0.77	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	93.80	20190429	买入	107.73	7.34	9.37	11.25	8.81	1.25	1.06	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	38.00	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	11.11	8.44	0.53	0.46	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	30.55	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	11.44	8.96	0.64	0.57	13%	14%

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	CNY	14.19	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	18.92	14.48	1.29	1.19	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	22.32	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	23.33	12.17	1.07	1.00	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	23.81	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	18.18	8.81	1.03	0.94	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.76	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	10.28	7.87	0.70	0.64	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	13.44	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	12.36	10.15	0.58	0.54	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	16.28	20190429	买入	20.90	1.31	1.61	10.94	8.90	0.56	0.51	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.76	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	11.65	10.12	1.30	1.19	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

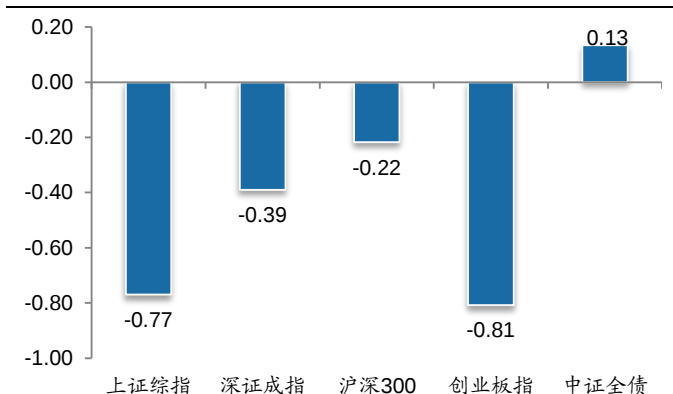
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 6 月 28 日收盘价计算

一周表现

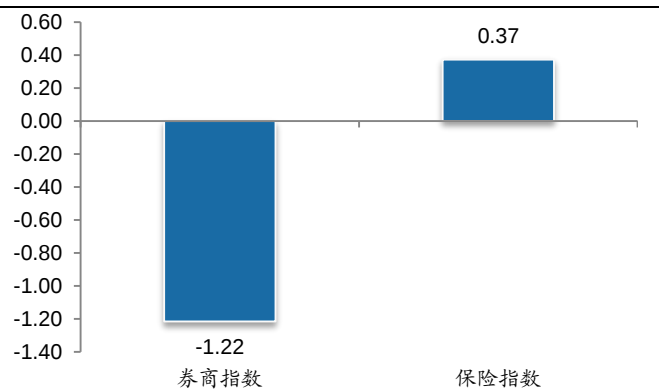
上周上证指数报2978.88点,跌0.77%;深证成指报9178.31,跌0.39%;沪深300报3825.59点,跌0.22%;创业板指数报1511.51点,跌0.81%。券商指数跌1.22%、保险指数涨0.37%。

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: 信保新规下发有望进一步松绑保险资金投资范围, 适当增加风险偏好

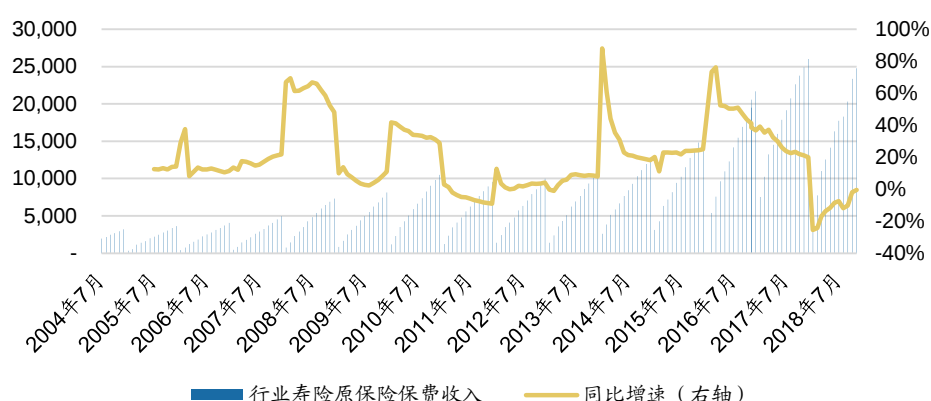
近期银保监会下发《保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》, 进一步规范指导保险资金投资信托业务的各项细则。总体来看, 新《通知》最大影响是松绑保险公司可选信托公司范围, 针对信托公司, 旧则要求近三年公司及高级管理人员未发生重大刑事案件, 未受监管机构重大行政处罚, 新《通知》放宽至一年。规定保险资金投资的集合资金信托基础资产限于非标准化债权资产、非上市权益类资产以及银保监会认可的其他资产。针对保险资金可投非标资产进一步细化, 有助于穿透监管, 防范风险。

当前保险资金整体非标资产规模已经较为饱和。截止2018年底, 其他类资产占比由14年底2.2万亿元增长至18年底的6.4万亿元, 占比由23.7%增长至39.1%。根据2018年报, 上市公司中平安、太保、新华投资组合中可能包含信托投资的占比分别为10.2%、9.5%、9%。根据保险业协会调研数据, 截至2018年底, 保险公司投资信托合计占总投资资产的9.1%, 规模约1.42万亿。**总体来看, 新规进一步松绑保险资金投资范围, 适当增加风险偏好。**从海外经验来看, 这是发达国家保险市场面对低利率环境下较为普遍的手段, 有助于维系投资收益, 激活险资活力。建议持续关注: 中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)、新华保险 (601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿 (601628.SH) / (02628.HK)、中国太保 (601601.SH) / (02601.HK)。

风险提示: 保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等, 以

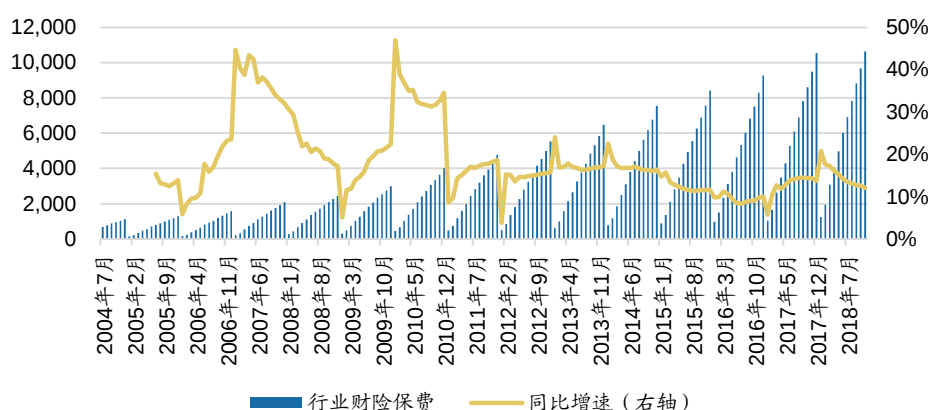
及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3：月度行业寿险保费及其增速（亿元）



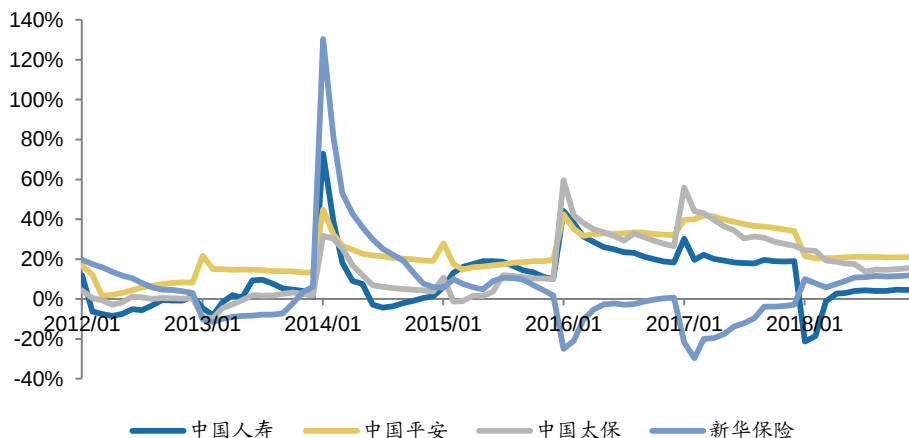
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图4：月度行业财险保费及其增速（亿元）



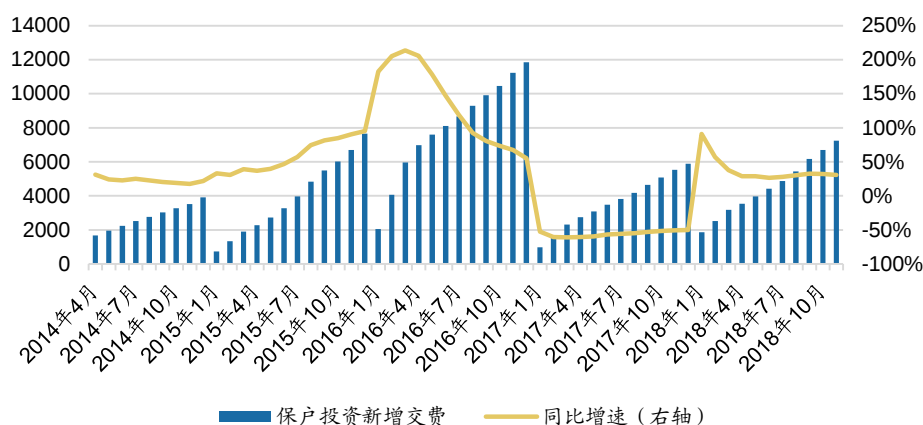
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图5：主要保险公司寿险业务月度保费增速



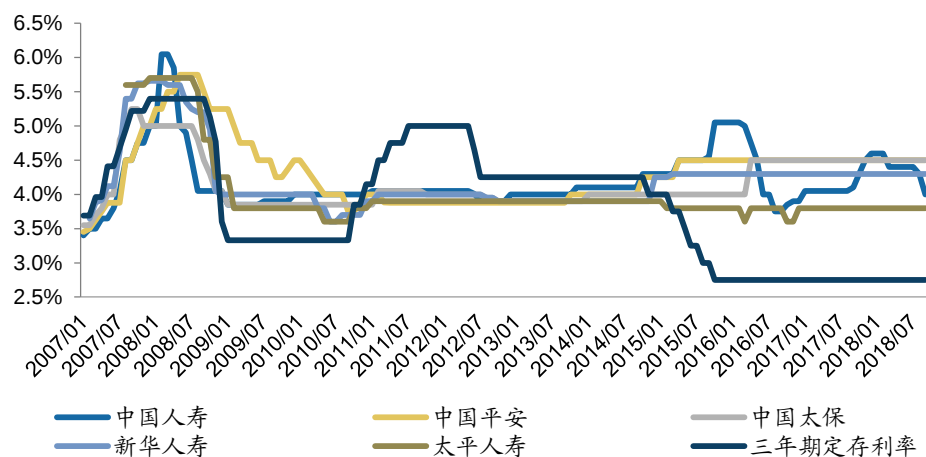
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



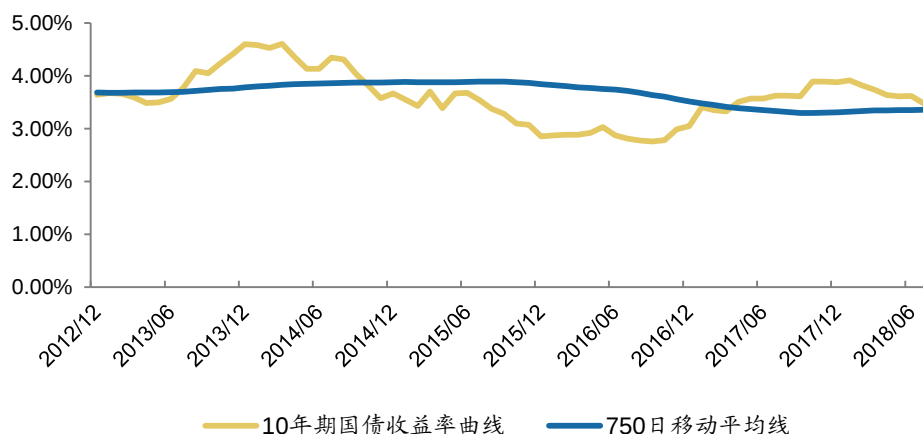
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



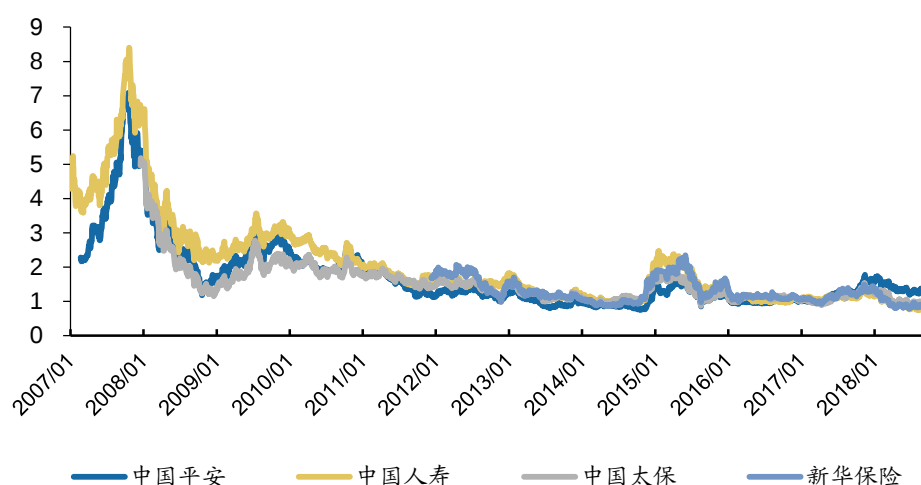
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04
中国人寿	4.0%	4.1%	4.8%	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%
中国平安-人寿	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%
中国平安-健康	78.9%	71.8%	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%
中国平安-养老	24.2%	20.9%	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%
中国平安	21.4%	21.2%	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%
中国太保	14.8%	14.7%	15.0%	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%
新华保险	11.6%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%

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

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04
中国人寿	33.3%	47.3%	-52.5%	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%
中国平安-人寿	3.9%	9.7%	-11.2%	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%
中国平安-健康	-12.8%	-7.7%	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%
中国平安-养老	-32.3%	78.4%	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%
中国平安	1.7%	11.9%	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%
中国太保	80.2%	-22.5%	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%
新华保险	2.4%	92.8%	-40.2%	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%

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3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	2018/08	2018/09	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04
中国人寿	0.0%	4.7%	19.9%	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%
中国平安-人寿	19.6%	19.9%	20.4%	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%
中国平安-健康	107.3%	32.2%	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%
中国平安-养老	-10.5%	-0.8%	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%
中国平安	18.8%	18.6%	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%
中国太保	22.6%	14.2%	20.3%	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%
新华保险	16.9%	10.0%	13.7%	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%

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

证券：透明有活力的资本市场建设不断推进

中国结算优化解冻限制交易账户流程，或将增加市场活跃度。6月28日，中国结算修订《证券账号业务指南》，优化了不合格账户解除限制流程：允许证券公司为投资者办理全部类型的不合格账户解除交易限制业务，证券公司和投资者无需再将相关业务材料邮寄至中国结算，证券公司核实相关情况并证明材料，留存证明文件和《关于解除投资者交易限制措施的情况说明》加盖营业部公章后，即可为投资者解除账户交易限制，恢复正常交易功能。

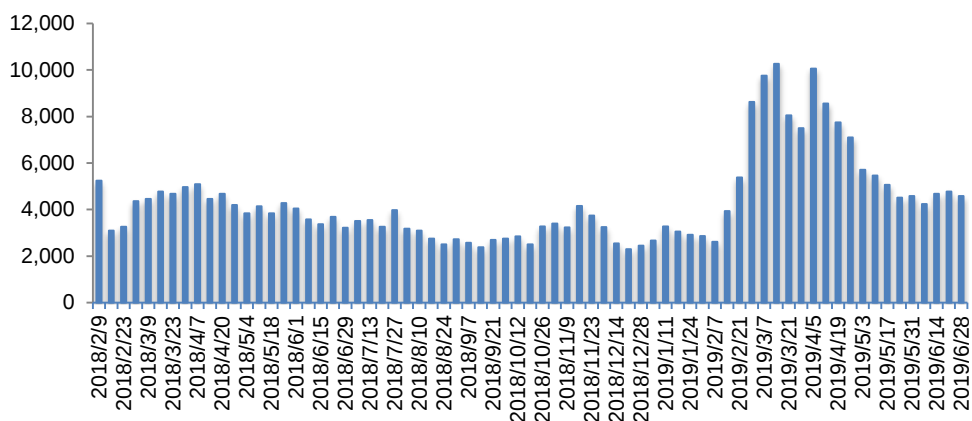
证监会对头部券商金融债发行松绑，进一步释放流动性。6月25日晚中信证券、国泰君安、华泰证券、中信建投证券、申万宏源证券等七家券商陆续公告称，收到中国证监会监管意见书，对公司申请发行金融债券无异议。另外，截至上周，九家券商待偿还短期融资券余额上限合计提升超过3000亿元。我们认为，一方面，通过加强向头部券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资，可以缓解非银机构尤其是中小非银机构产品户的流动性紧张压力。另一方面，核准发行金融债和提高短融规模，丰富了券商融资工具，降低融资成本，有助于提升证券行业整体杠杆倍数。

首批中日互通ETF落地，证监会称中国资本市场扩大开放将稳步加快。6月25日，首批4只中方产品和首批4只日方产品分别在上海证券交易所和东京证券交易所上市交易。根据wind数据，当日首批4只中方基金总成交额达3.66亿元，其中最活跃的易方达日经225ETF成交额破1亿元（1.28亿元）。在募集期，华夏、易方达、南方、华安4家公募旗下中日互通ETF合计认购规模为15.22亿元，累计认购户数为1.2万户。证监会方星海副主席指出，推动实现中日ETF互通，是中日两国金融领域务实合作的重要内容，也是中国资本市场扩大开放的重要探索，有利于促进两国资本市场共同发展。中国资本市场扩大开放的步伐不仅从未停止，而且将稳步加快。我们将始终坚持以开放促改革、促发展，加强与各国资本市场的合作，加快建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。同时，他指出中日资本市场互补性强，合作空间广阔，希望“双方进一步加强交流，增进互信，不断拓展务实合作新领域，在未来取得更多丰硕成果”。

科创板持续推进，5家公司已启动招股，分别为华兴源创、睿创微纳、天准科技、杭可科技、澜起科技。配售方面，跟投机构为华泰证券、国信证券、海通证券、中信证券。

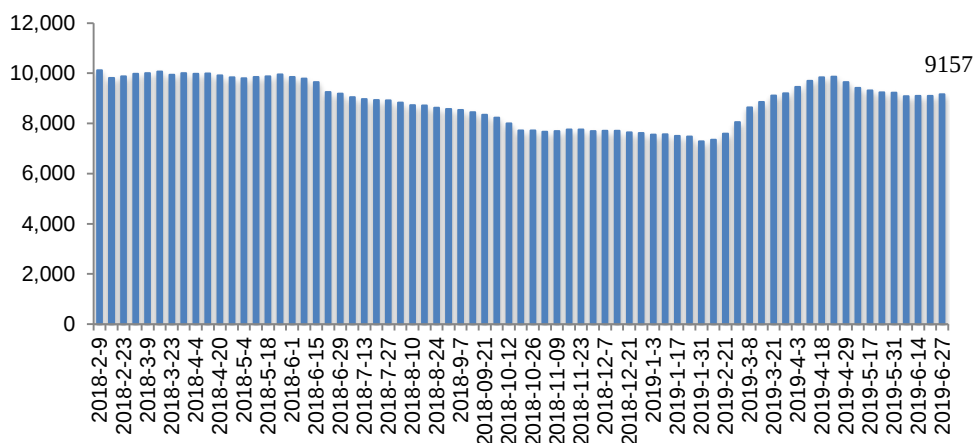
我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会，证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



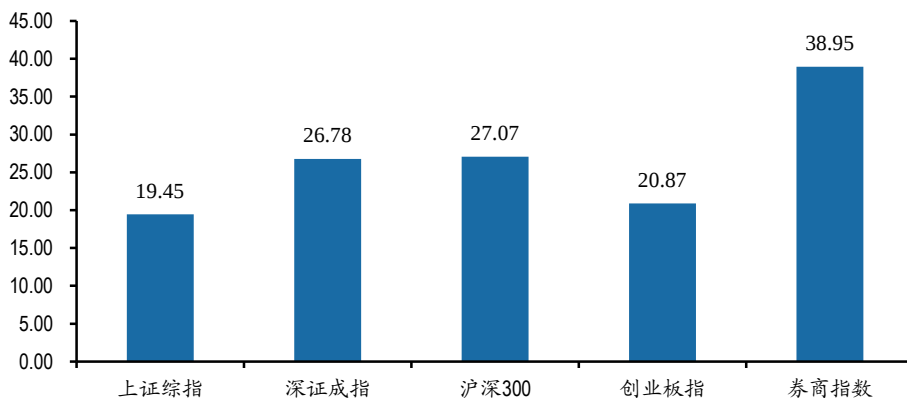
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股 (USD)	摩根士丹利	MS.N	43.81	4.73	4.99	5.13	9.26	8.78	8.54	1.02	0.98	0.92
	高盛集团	GS.N	204.60	25.53	26.57	28.16	8.01	7.70	7.27	0.95	0.88	0.84
港股 (HKD)	友邦保险	01299.HK	84.25	1.68	3.77	4.34	50.15	22.35	19.41	3.34	2.92	2.57
	中国太平	00966.HK	20.90	1.81	2.61	3.19	12.44	5.54	4.82	0.83	0.72	0.64

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

风险提示: 券商经营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。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)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。