

政策托底，分化明显，聚焦龙头

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

01 | 非银金融板块市场表现

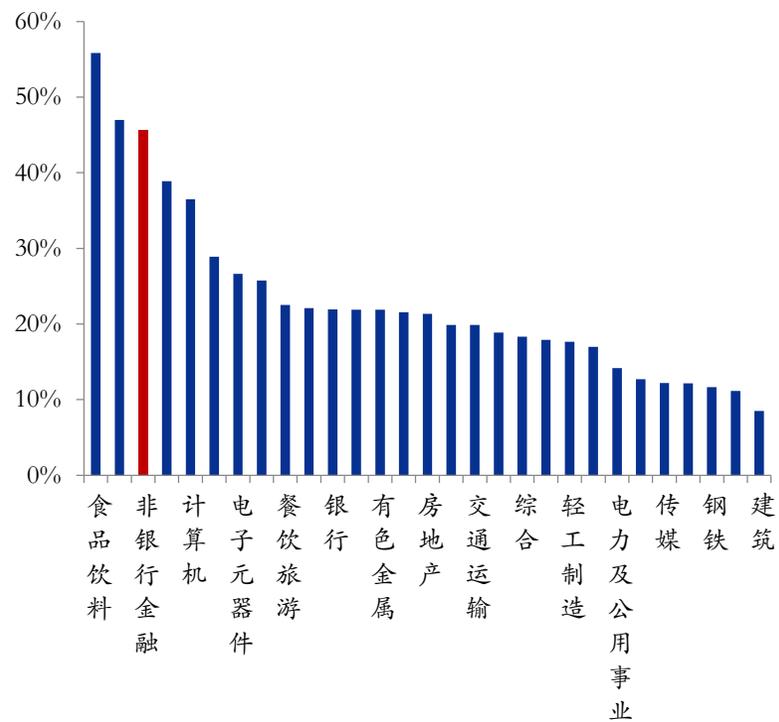
02 | 证券：业绩空间扩容,制度红利释放仍可期

03 | 保险：价值增长确定性强，权益市场回暖驱动估值修复

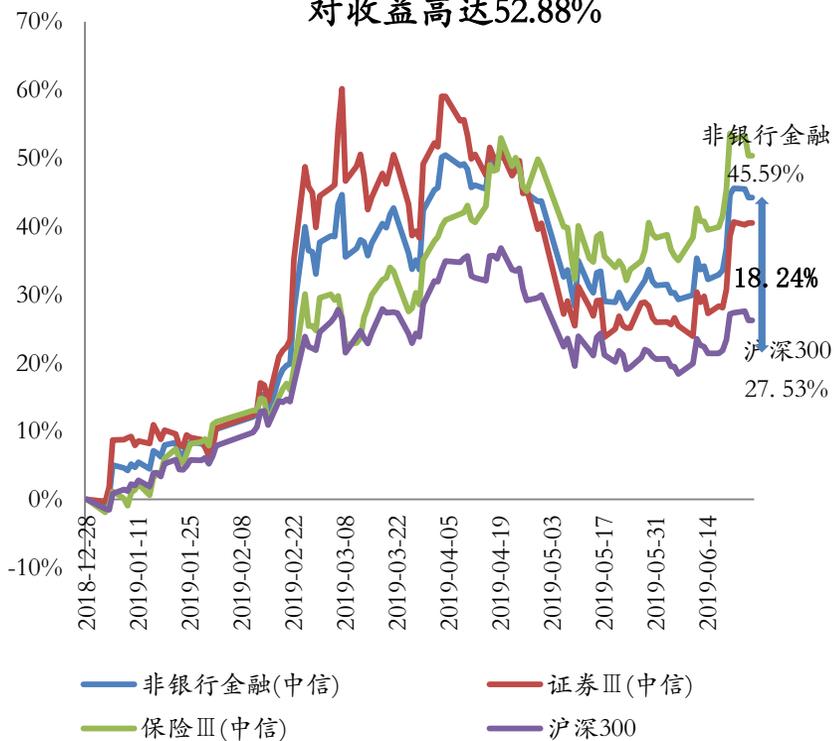
非银金融板块表现好于沪深300，行业涨幅排名第三

非银板块年初至今累计收益率45.59%，跑赢沪深300指数18.24%，行业涨幅排名第三。子板块来看，券商板块高beta属性持续显现，保险板块绝对收益显著。

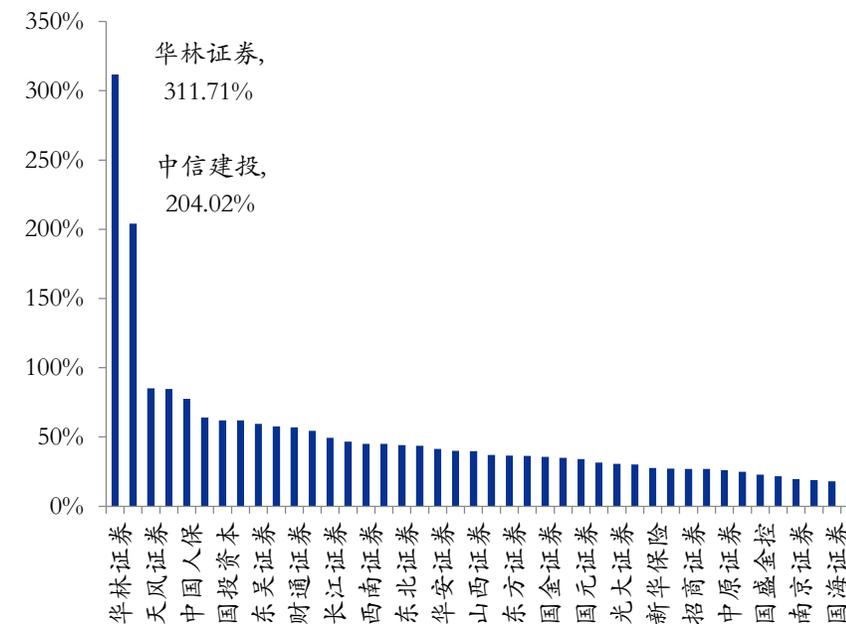
非银行业年初至今收益率排名第三



非银行业相对收益达18.24%，保险板块绝对收益高达52.88%



个股收益率



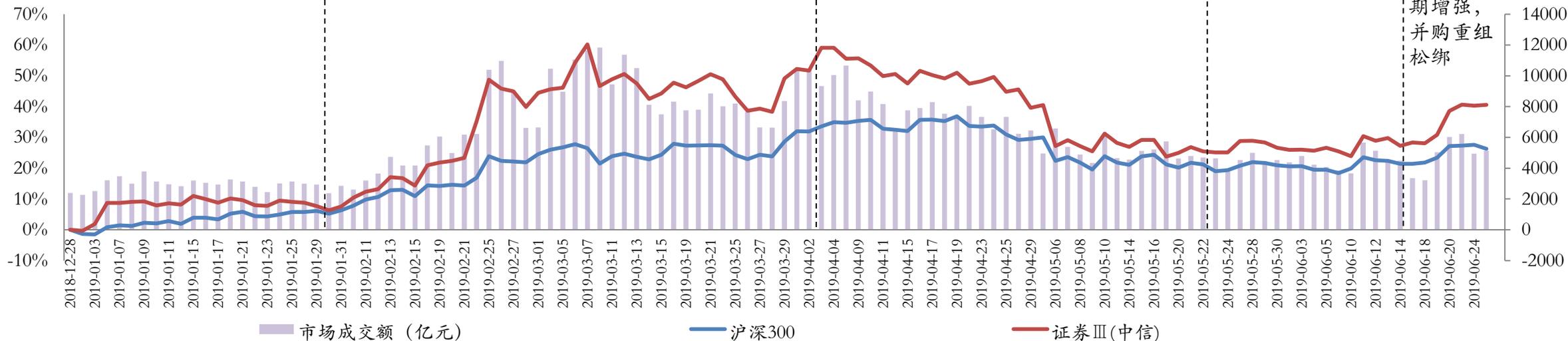
政策+市场共振，驱动板块估值变化

社融数据超预期改善，贸易磋商取得实质性进展，PMI重回荣枯线上方，减费降税力度加大，投资者对经济预期改善

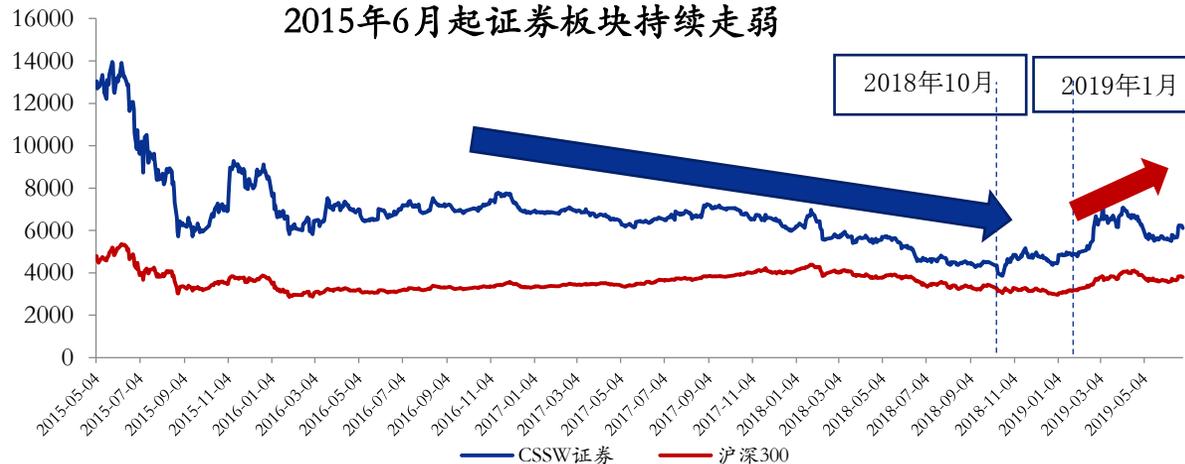
社融增长不及预期叠加降准预期落空，中美贸易争端再起，市场风险偏好下行

央行政策呵护市场流动性，流动性整体合理充裕

中美贸易谈判再度开启，美国降息预期增强，并购重组松绑

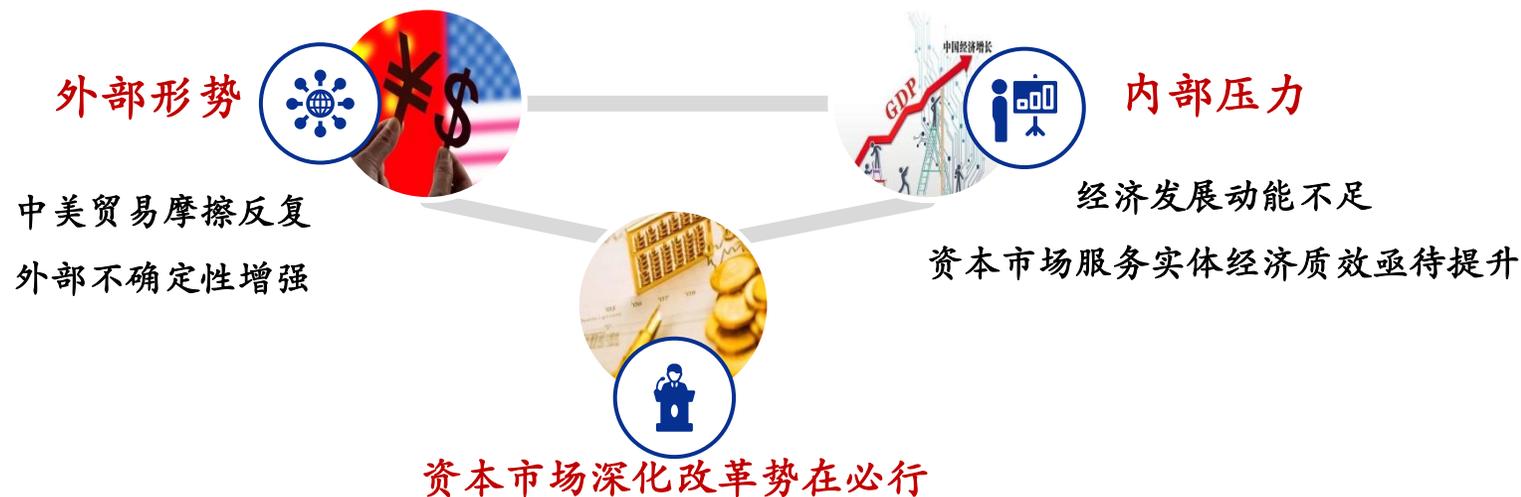


2015年6月起证券板块持续走弱



板块估值处于历史低位





内外部形势不容乐观，制度改革势在必行

1

2

3

证券：业绩空间扩容，制度红利释放仍可期
China galaxy securities

中美贸易摩擦反复，外部环境不确定性仍存

“232措施”、“301调查”

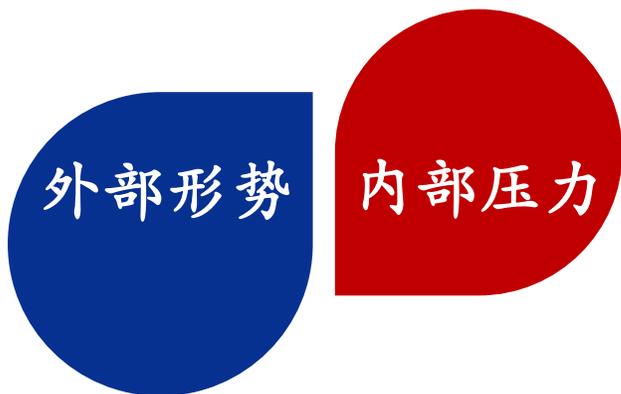
“232措施”规定对中国进口美国的钢铁产品征收25%的关税，对铝产品征收10%的关税；“301调查”额外对1000亿美元中国进口商品加征关税。

限制“中国制造2025”战略发展

2018年6月美国白宫宣布将对从中国进口的含有“重要工业技术”的500亿美元商品征收25%的关税。其中包括与“中国制造2025”计划相关的商品。

中美贸易摩擦波澜再起

在双方元首达成共识并停止增加新的关税后，2019年5月特朗普方面宣布美方将对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%，引发我国强硬反击。目前中美贸易磋商重启，不确定性仍存。



经济发展动能不足，资本市场服务实体经济质效亟待提升

经济下行压力仍存，发展动能亟待转换

我国经济下行压力仍存，经济发展动能亟待转换，科技与服务业是经济发展的重要支撑。未来我国金融业态将会发生变化，资本市场将在金融体系中发挥更大作用。

融资结构不合理，资源配置效率低下

融资结构不合理，民营、小微企业融资难、融资贵，直接融资比重有待进一步提升

金融服务实体经济能力有待提升

防范金融系统性风险，加速推进金融供给侧改革，提升资本市场服务实体经济能力



投行业务：科创板作为资本市场增量改革，打开投行业务增量空间



投行由通道型向综合型转变

- 投行“通道式”承销保荐向“保荐+跟投”综合服务模式转变。
- 跟投机制对券商定价和资本实力提出更高要求。
- 单兵作战向多部门协同发展。



增厚投行业务空间

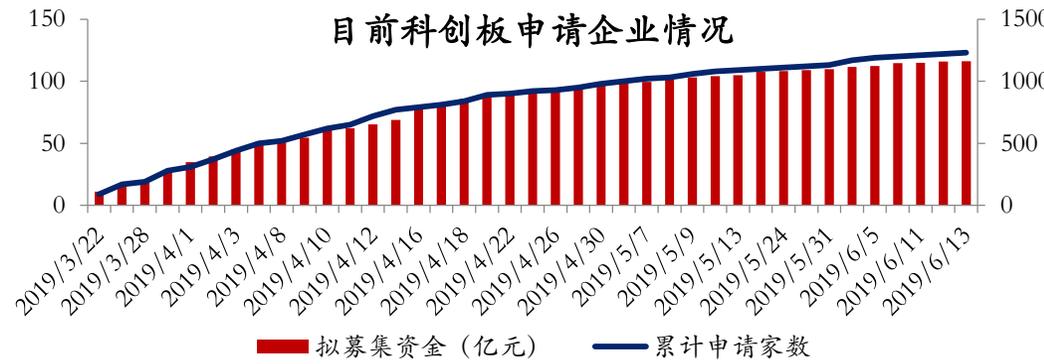
- 注册制下审批节奏加快，叠加超额配售制度增厚承销保荐收入。
- 跟投制度带来直投增量业务空间。科创板开板为直投提供退出通道，便于直投业务及时兑现收益。
- 增量交易提高了经纪业务收入空间。



集中度有望提升

- 科创板对券商综合服务能力、资本实力、定价能力、研究实力、机构销售等方面提出更高要求。
- 龙头券商优势显著。
- 投行业务集中度预计提升。

1 | 2 | 3
 证券：业绩空间扩容,制度红利释放仍可期
 China galaxy securities



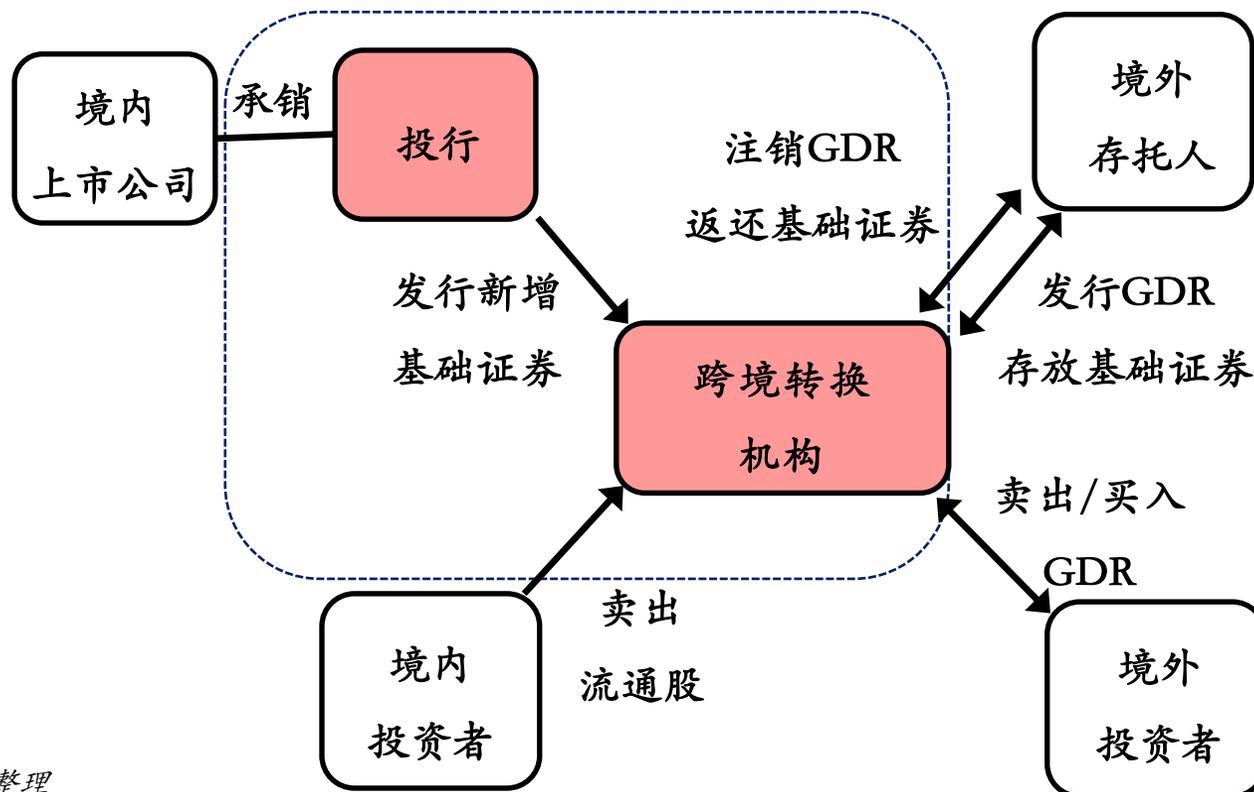
科创主题	科创主题明细	受理企业数	占比
新一代信息技术产业	电子核心产业	19	14.50%
	互联网与云计算、大数据服务	7	5.34%
	下一代信息网络产业	9	6.87%
	人工智能	2	1.53%
	新兴软件和新型信息技术服务	19	14.50%
新材料产业	先进无机非金属材料	3	2.29%
	前沿新材料	4	3.05%
	先进钢铁材料	1	0.76%
	先进石化化工新材料	6	4.58%
生物产业	先进有色金属材料	2	1.53%
	生物医药产业	18	13.74%
	生物质能产业	1	0.76%
	生物农业及相关产业	1	0.76%
	其他生物业	2	1.53%
节能环保产业	生物医学工程产业	10	7.63%
	先进环保产业	4	3.05%
	高效节能产业	1	0.76%
高端装备制造产业	卫星及应用产业	3	2.29%
	智能制造装备产业	14	10.69%
	航空装备产业	1	0.76%
	轨道交通装备产业	2	1.53%
相关服务业	其他相关服务	1	0.76%
	新技术与创新创业服务	1	0.76%
合计		131	100.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资本市场双向开放推进，投行有望获益跨境投融资发展

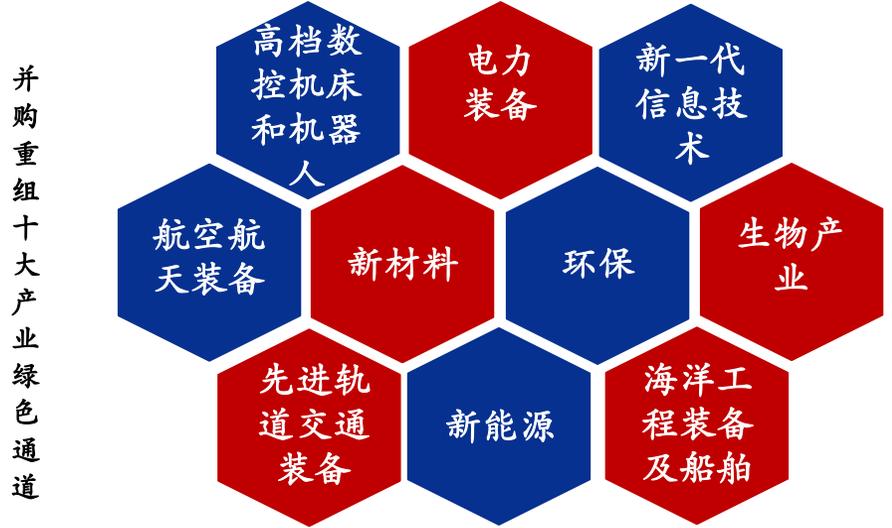
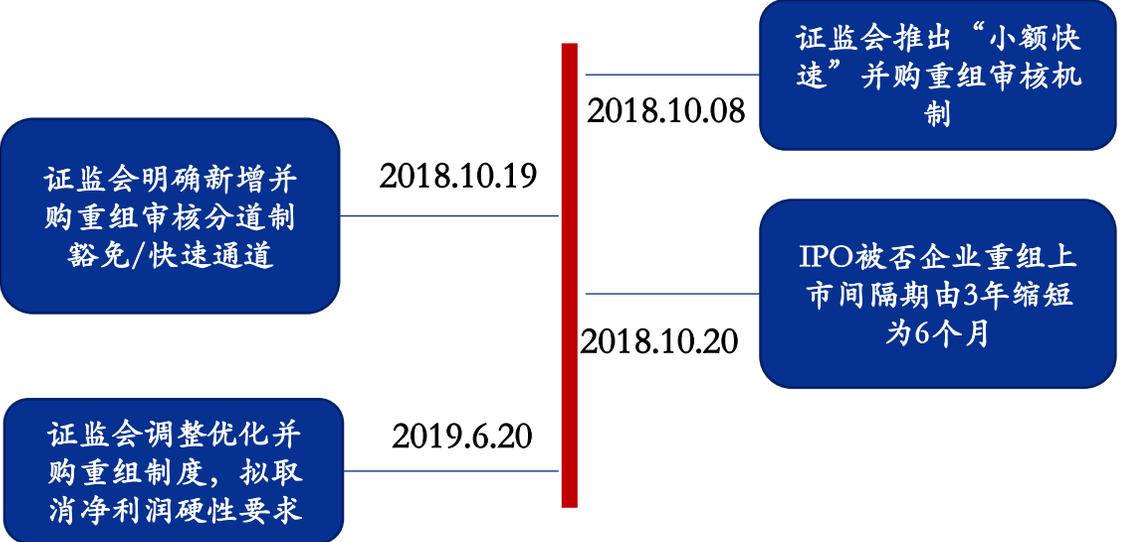
- 6月17日沪伦通正式运行。沪伦通开拓了境内企业赴外融资途径，丰富券商跨境业务内容。券商在客户赴外发行GDR、交易和转换的过程中收取保荐、做市、手续费以及价差收入，有助于券商海外业务发展及国际影响力提升。

发行GDR环节及券商的角色和收入

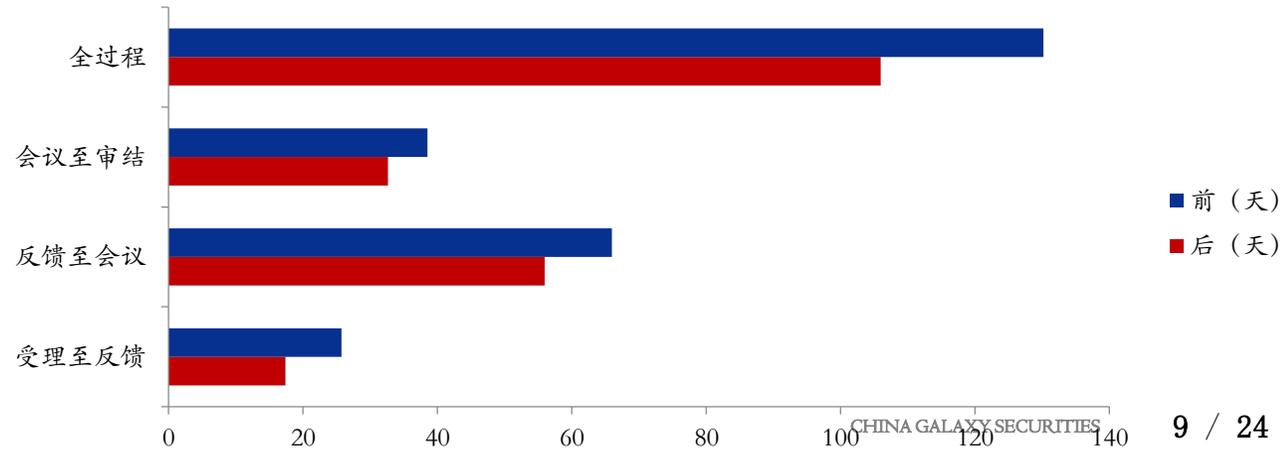


并购重组机制优化，券商财务顾问业务空间扩容

- 并购重组审核机制优化，拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、将“累计首次原则”的计算期间缩短至36个月、支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市并恢复重组上市配套融资。
- 此举有助于上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级，促进创业板公司不断转型升级，支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应，引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。



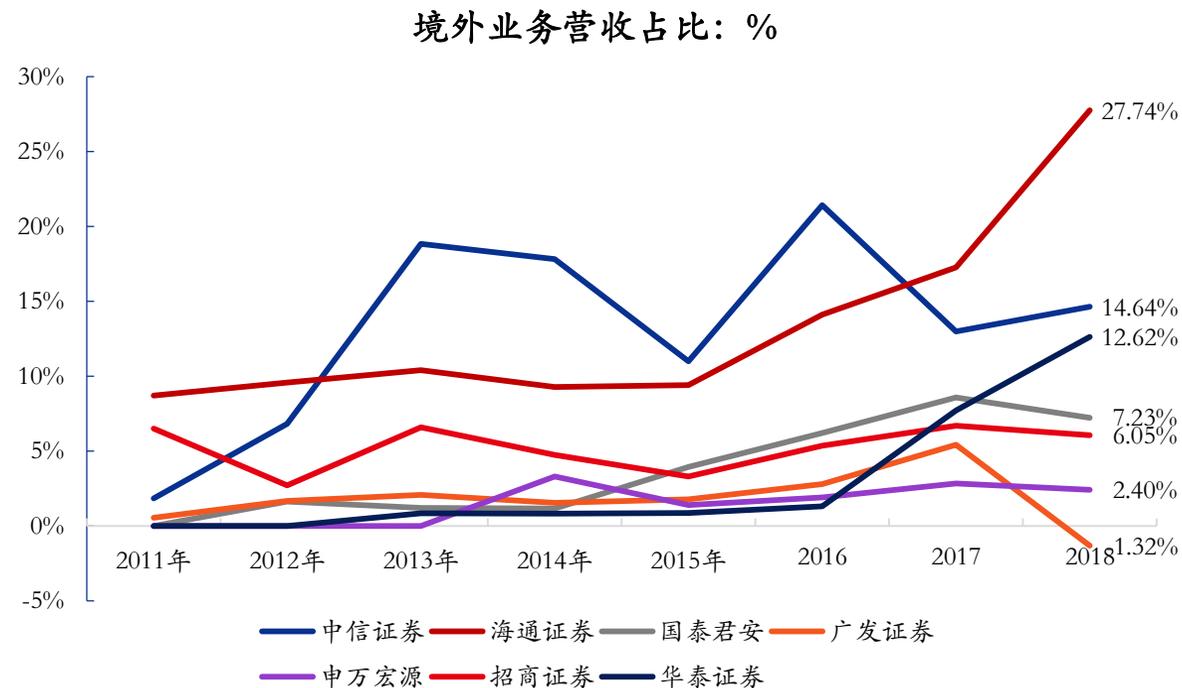
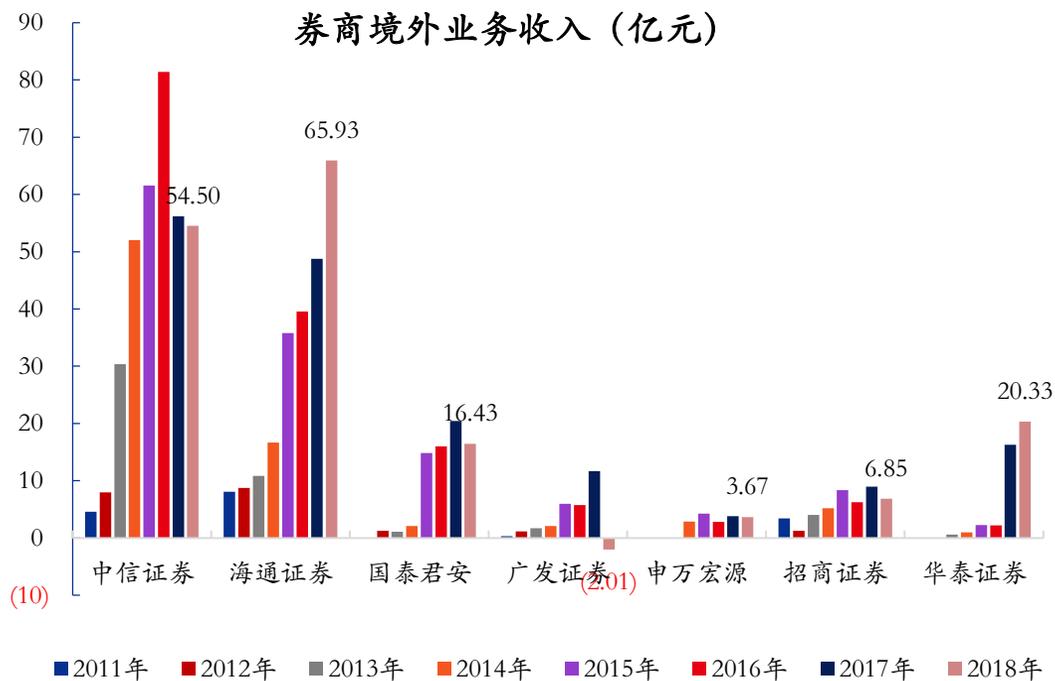
“小额快速”并购重组政策推出后审核时间缩短18.37%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

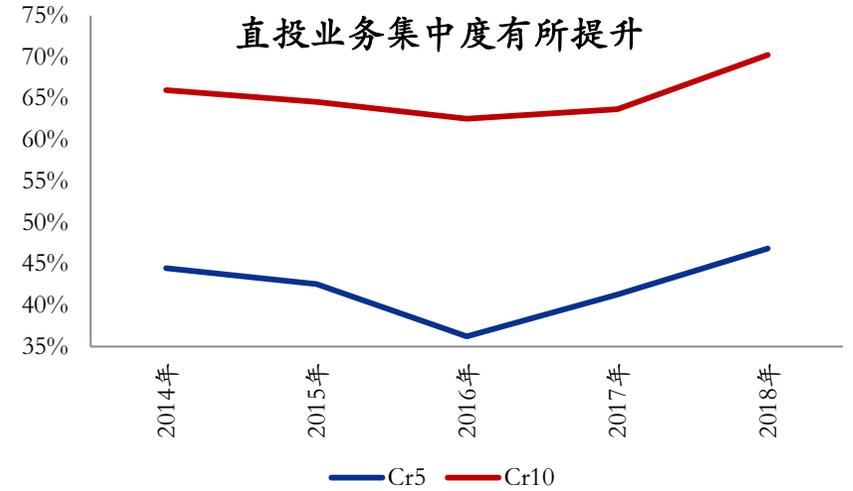
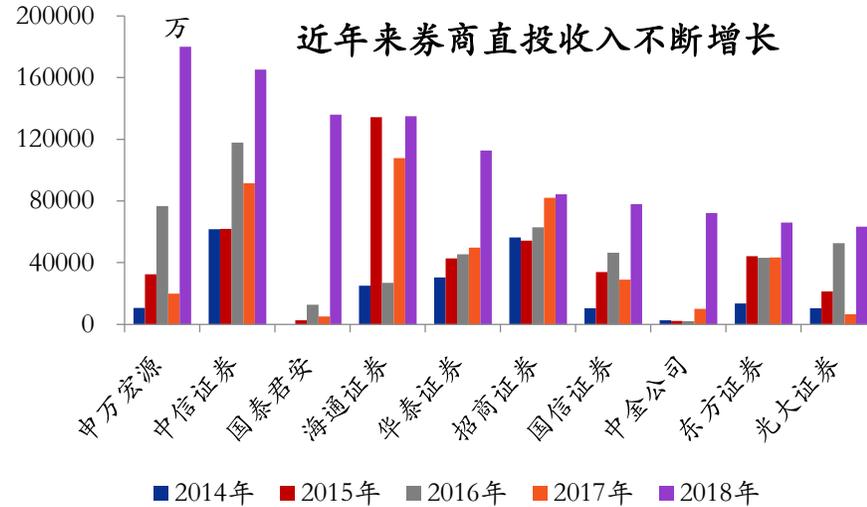
对外开放提供了全球资产配置机会

- 跨境业务重启，丰富券商跨境投资机会。
- 互联互通范围扩大拓宽券商自营投资品种和配置空间。
- 券商通过加大境外子公司投资、并购重组等手段推动国际业务发展，海外业务规模持续增长，营收贡献度呈上升态势。

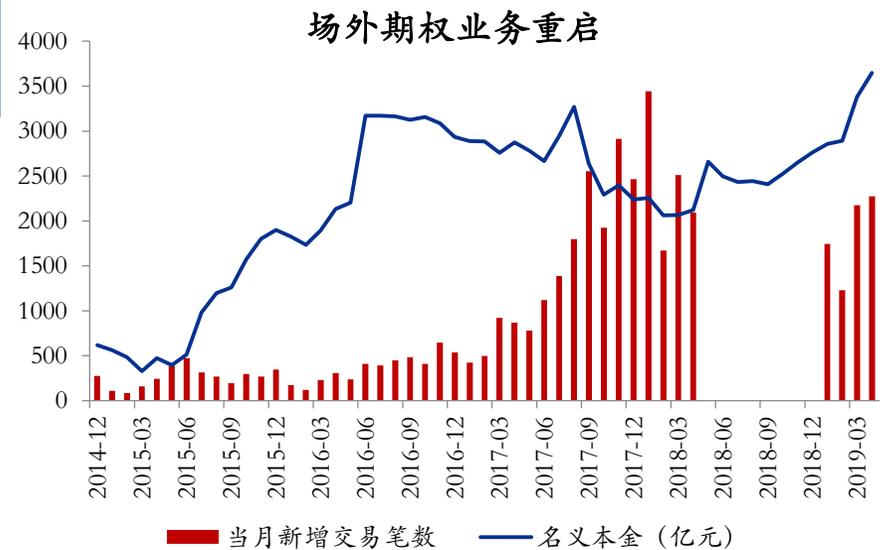


投资业务：科创板为直投带来新的退出通道，多层次资本市场建设推动衍生品业务发展

- 科创板为券商直投业务打通新的退出通路，加速直投资金融通，增厚直投业务空间。



- 随着我国多层次资本市场建设完善，金融衍生品种类逐渐丰富，有助于健全券商风险对冲机制和另类投资策略，衍生品未来空间可期。



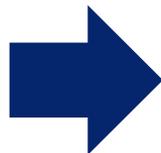
注：2016年数据剔除国泰君安出售海际证券股份所得30亿元
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

客户服务内容丰富，券商综合服务能力提升



底层产品多元化

随着资本市场创新发展和对外开放程度的加深，跨境投融资渠道得以打通，衍生品业务、跨境业务、转融通业务持续推进。

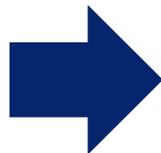


券商产品丰富度提升，有助于满足客户多样化、国际化的投融资需求



公募基金券商结算试点

公募基金券商结算试点推进，券商可向公募基金提供交易、结算、托管、研究等一系列服务。

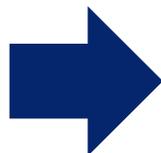


推动券商打造交易、结算、托管、投研、代销一站式的机构主经纪商服务



多层次资本市场建设推进

股指期货、场外期权、股票质押信用衍生工具等衍生品持续发展



为客户提供全方位投资、对冲服务，券商综合服务能力提升

券商海外产品及服务布局情况

	海外产品
中信证券	境外互认基金、寰球商品、海外投资1号、2号
平安证券	海外中国、中国互联
广发证券	海外债优先-A（美元）、海外债优先-B（人民币）、广发全球稳定收益债券资产集合管理计划、广发海外多元配置基金
海通证券	海通FT账户
中泰证券	环球股票、环球期货
国泰君安	向全球资产管理机构提供全服务链的资产托管和基金行政服务
招商证券	集合理财产品：海外通、海外优选精选2号
中金公司	中金大中华配置

投资建议及风险提示

- 美联储降息预期升温，海外宽松周期或将开启，中国货币宽松外部约束减弱，宏观经济下行压力仍存，实体企业融资需求依旧偏弱，未来货币政策仍将维持宽松。
- 未来我国金融业态将会发生变化，资本市场将在金融体系中发挥更大作用，制度红利释放依然可期，券商业务空间扩容。
- 大型券商在资本实力、人才、综合服务能力和品牌影响力等方面具备优势，强者恒强态势延续，行业集中度持续提升。我们看好龙头券商投资价值，持续推荐中信证券、华泰证券。
- 风险提示：业绩受市场波动影响大的风险

中美券商板块估值对比



保险板块估值利差依赖明显，权益市场回暖驱动一季度估值上行

保险：价值增长确定性强，权益市场回暖驱动估值修复

China galaxy securities

1

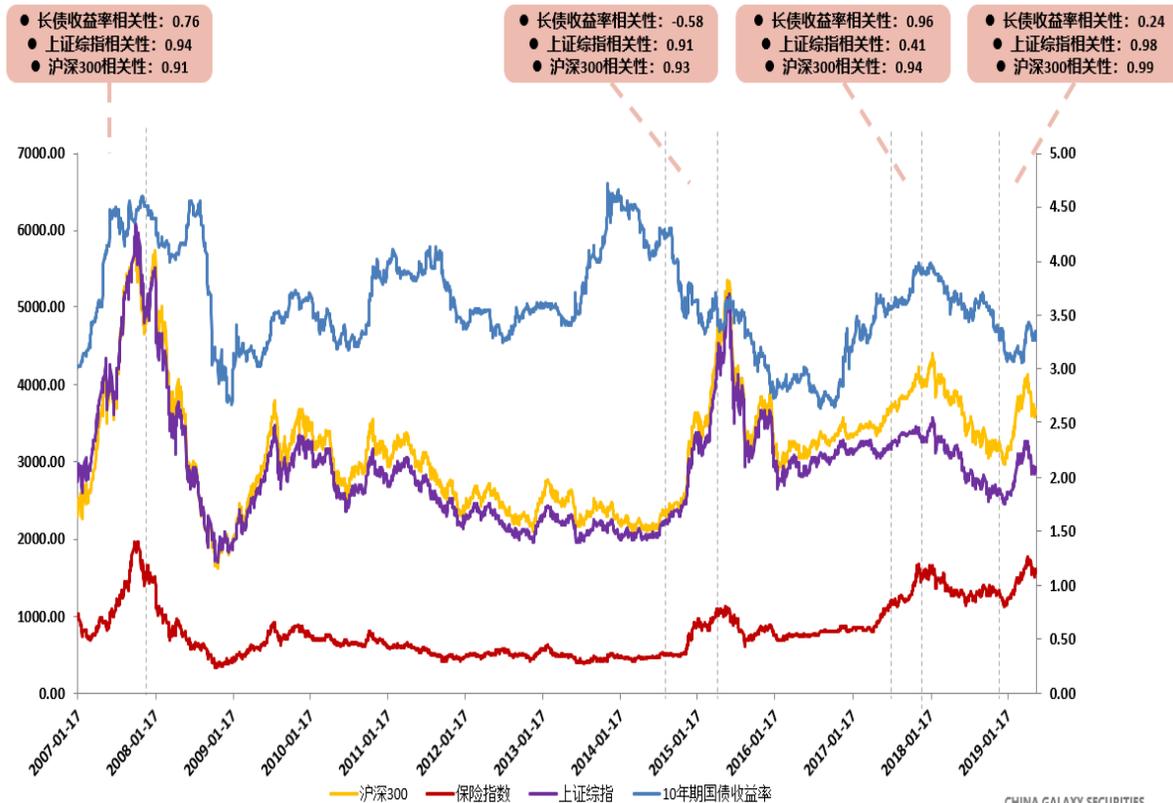
2

3

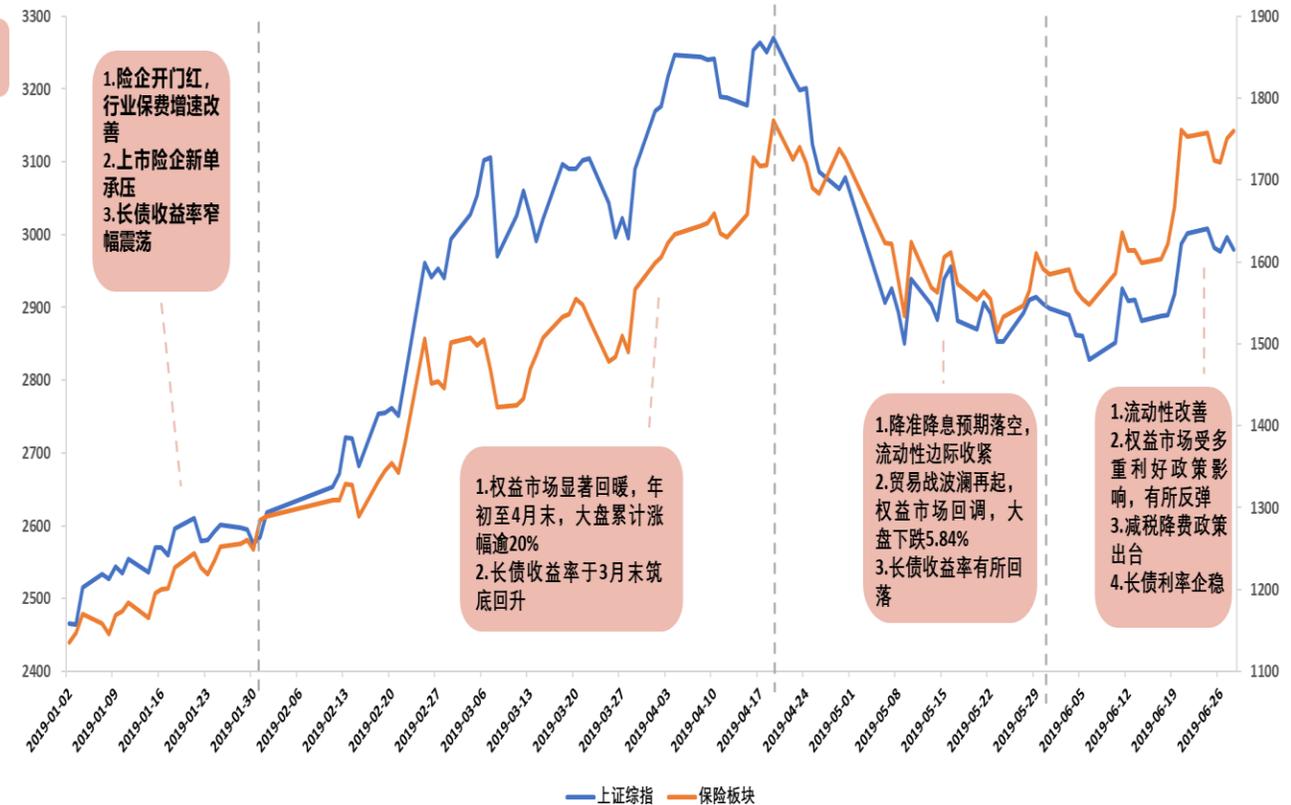
保险板块表现与长债收益率或者市场指数高度相关，利差依赖明显

2019Q1权益市场回暖驱动估值提升

保险板块与市场指数以及长债收益率相关性



2019年保险板块复盘



保费端：开门红保费改善，规模与价值并重

保险：价值增长确定性强，权益市场回暖驱动估值修复

China galaxy securities

1

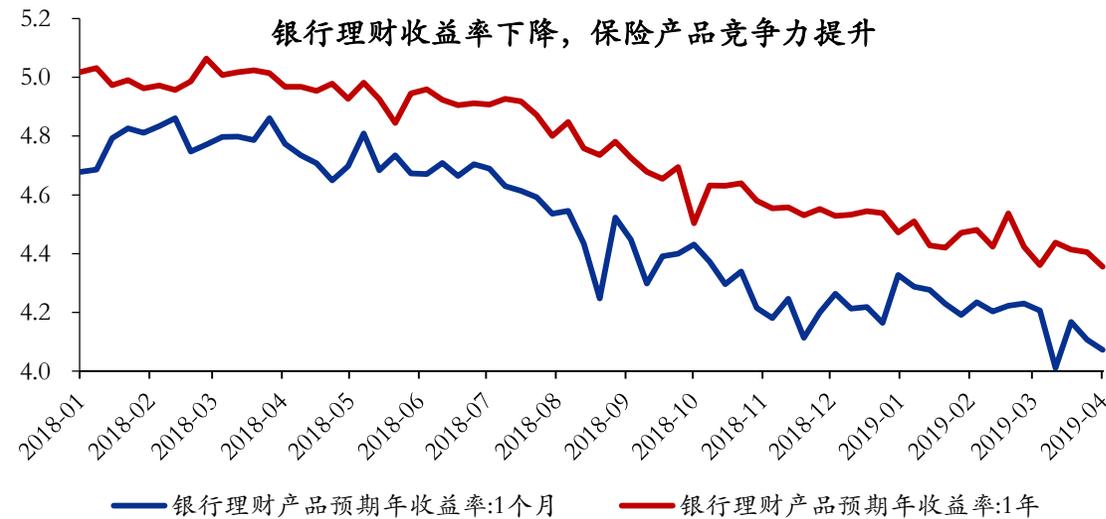
2

3

2019年行业保费增速回暖

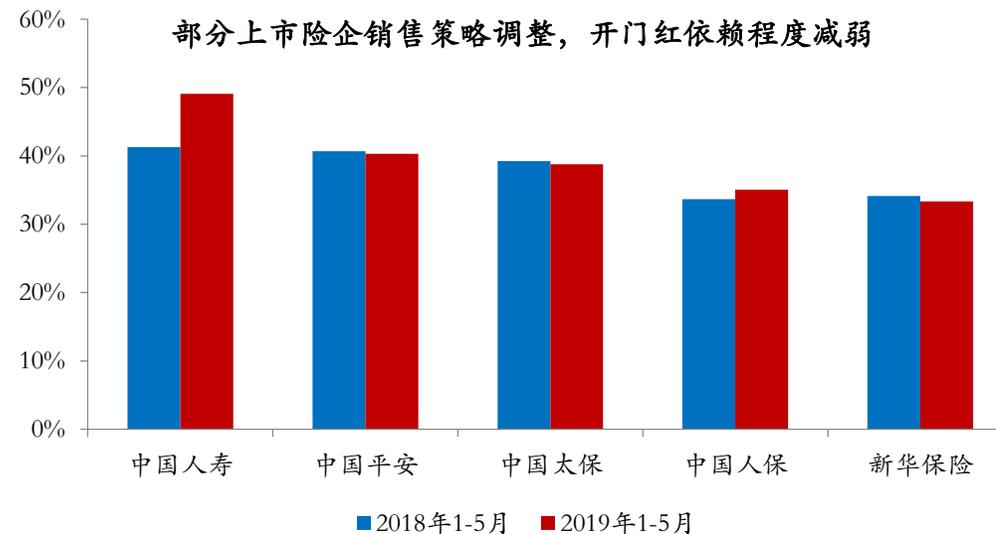


银行理财收益率下降，保险产品竞争力提升



开门红主打产品	产品简介	定价利率
平安金玺人生II	提供特别生存保险金、生存保险金和身故保险金	2.5%
丰盈年年年金保险	提供生存保险金、满期生存保险金和身故保险金，0-55周岁的人群可投保，附加生命尊严终末期疾病保险条款，享受提前给付保险金	3.5%
金瑞人生年金保险	适合0-65周岁的人投保，附加生命尊严终末期疾病保险条款，提供特别生存保险金、生存保险金、满期生存保险金和身故保险金	3.5%
财富金尊年金保险	高端型理财产品	2.5%
国寿鑫享金生年年金保险	提供特别生存保险金、生存保险金、满期生存保险金、身故保险金。可以搭配万能账户	4.025%
国寿鑫玉满堂年年金保险	分红型理财产品，在约定时间内可领取特别生存金、年金、关爱金，还有身故和因意外导致的身故保障	2.5%
国寿鑫禧宝年金保险尊享版	定期型年金保险，保险期间为10年，只提供3年交的选择，在约定时间内可以领取特别关爱金、年金、呵护金和身故保险金，可搭配国寿鑫尊宝（万能型）（庆典版）	--

部分上市险企销售策略调整，开门红依赖程度减弱



保费端：产品策略调整致新单承压，新业务价值率提升

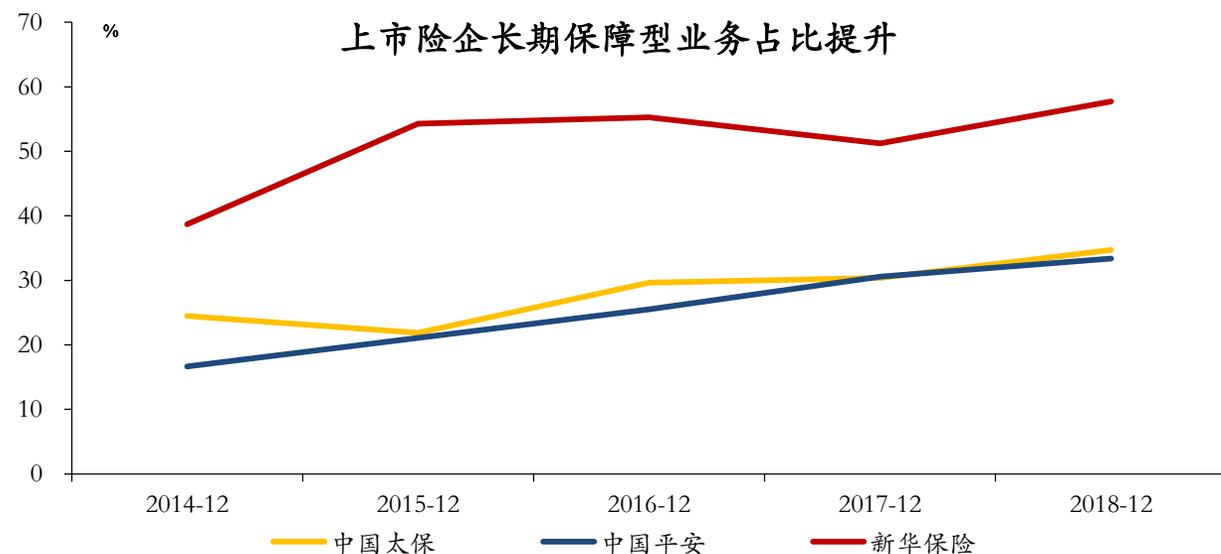
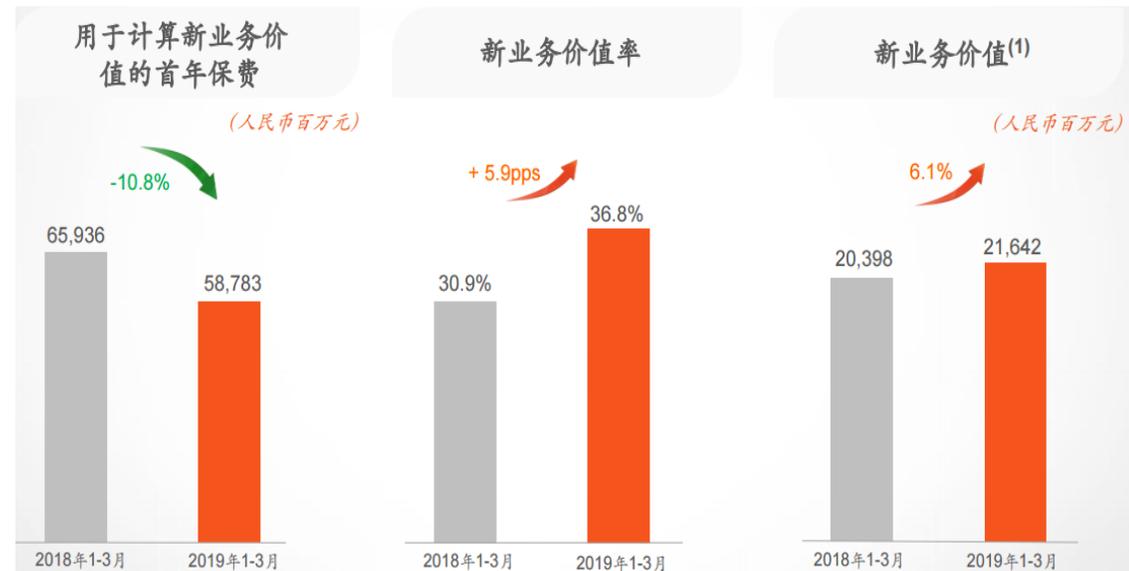
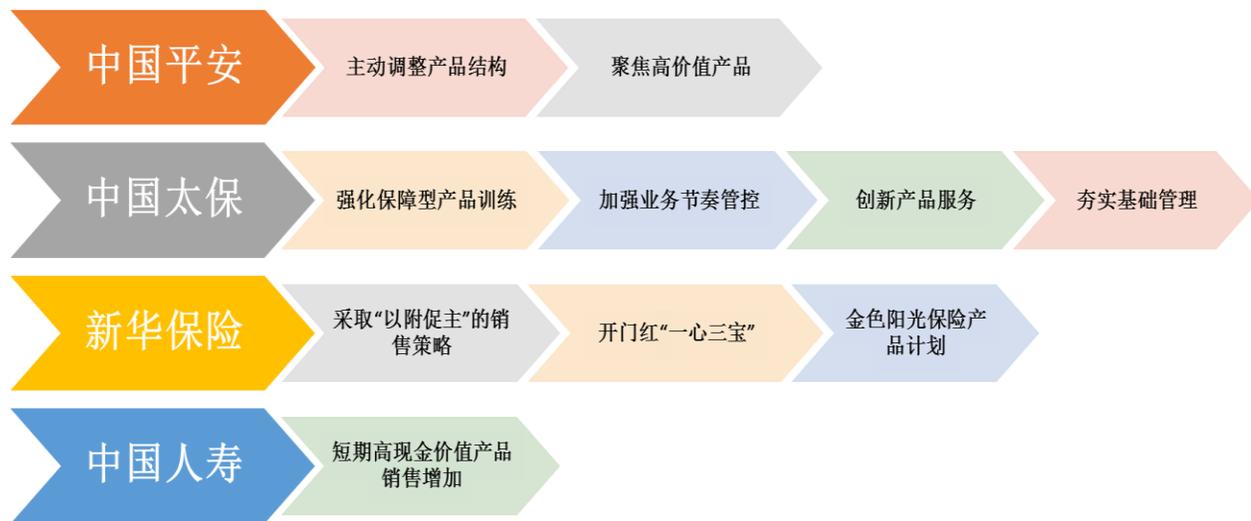
保险：价值增长确定性强，权益市场回暖驱动估值修复

China galaxy securities

1

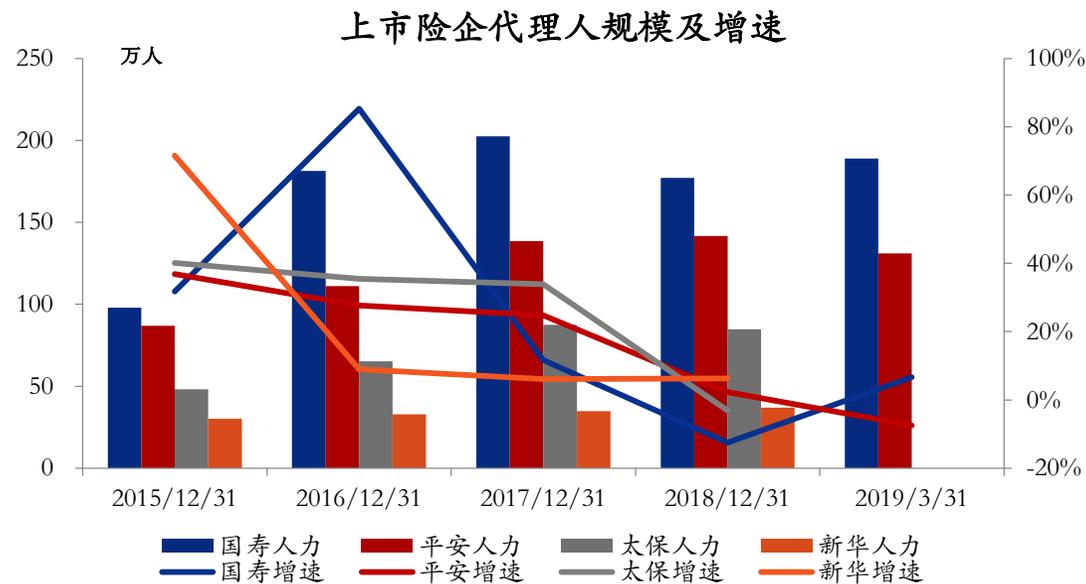
2

3



资料来源：Wind，公司公告，中国银保监会，中国银河证券研究院整理

保费端：代理人由规模增长转为质态提升，产能提升助力NBV增长



代理人队伍质态持续改善，产能进一步提升：

- 中国平安2018年代理人渠道人均新业务价值48789元/每年，2019年一季度进一步强化基础管理工作、采取严格的人力考核，后续将会持续关注代理人队伍建设，运用科技手段促进有质量的人力发展。
- 中国人寿2019年一季度个险渠道月均有效销售人力同比增长37.9%，月均销售特定保障型产品人力规模同比提升59.8%。



投资端：长债收益率下行空间有限，投资收益改善

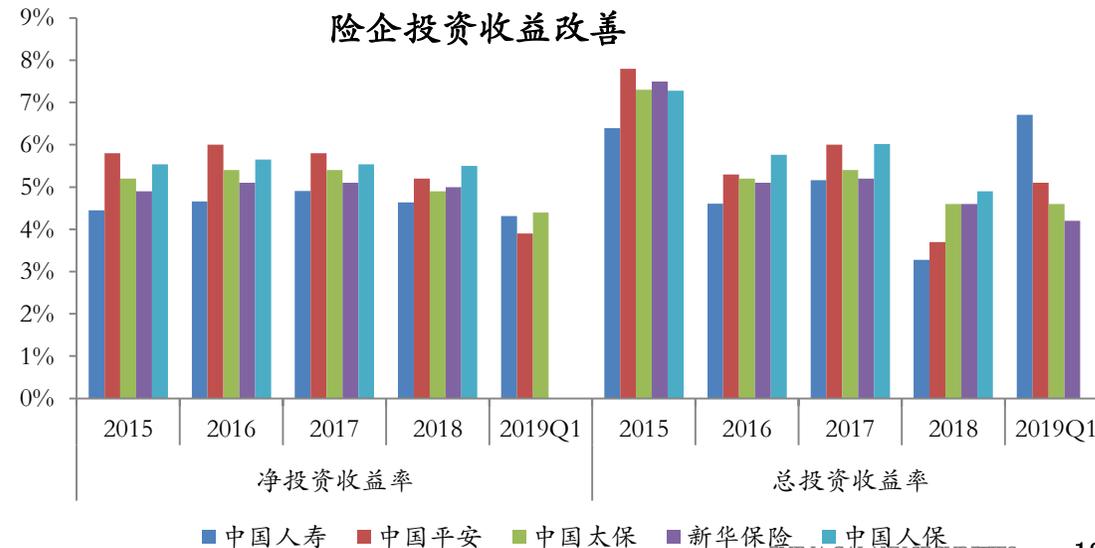
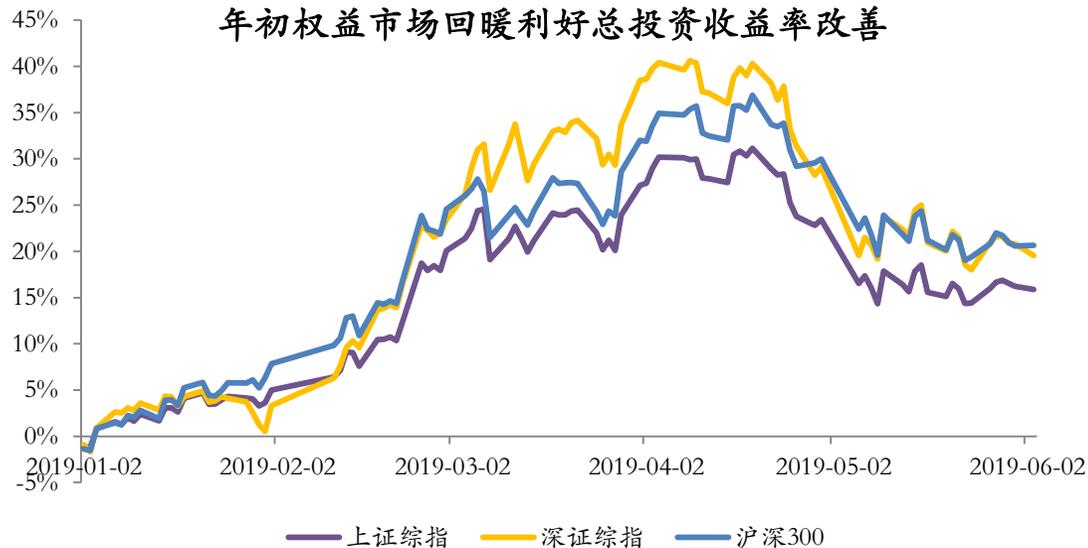
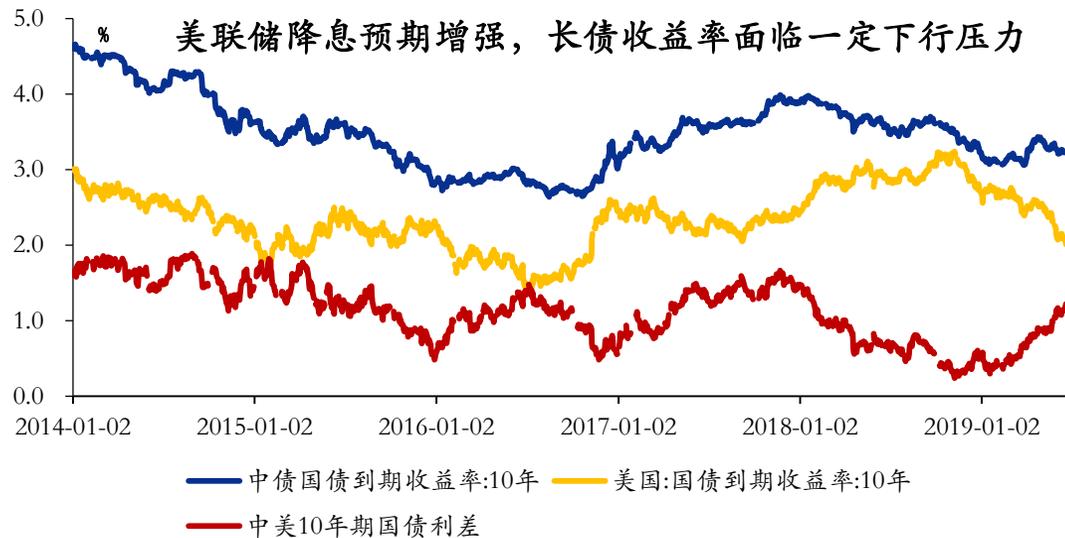
保险：价值增长确定性强，权益市场回暖驱动估值修复

China galaxy securities

1

2

3



2019年价值增长确定性强，业务品质提升

保险：价值增长确定性强，权益市场回暖驱动估值修复

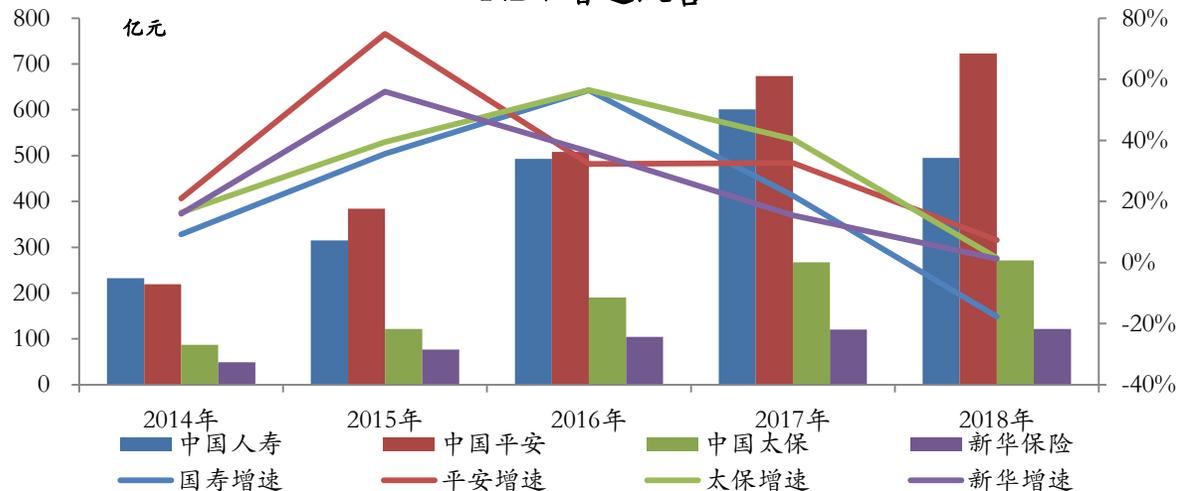
China galaxy securities

1

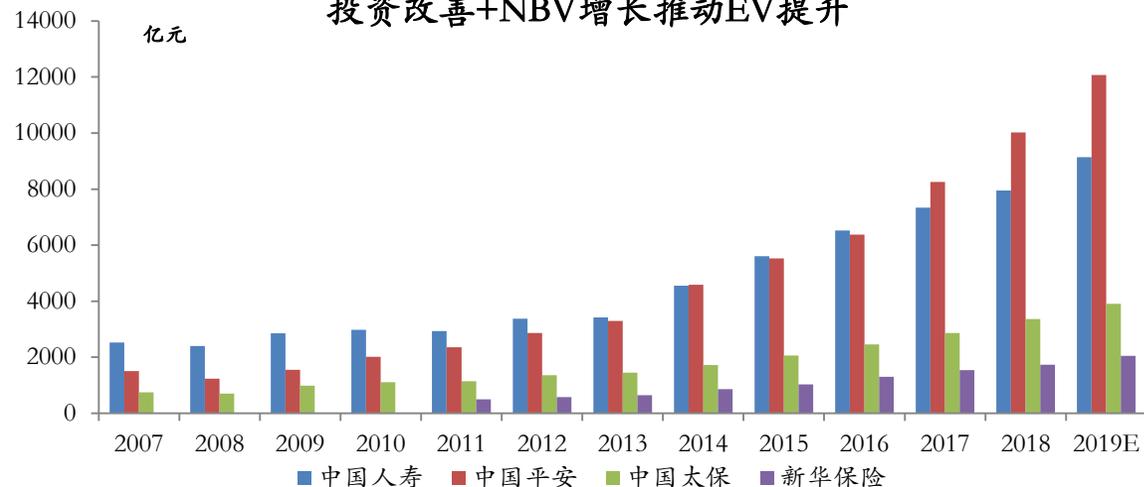
2

3

NBV增速改善



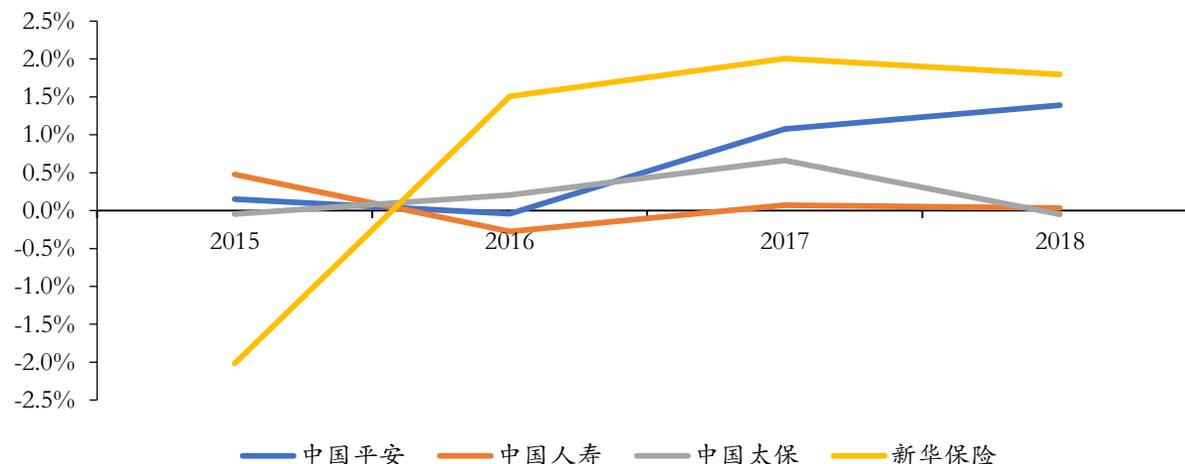
投资改善+NBV增长推动EV提升



平安、新华运营经验偏差正增长，经营效率提升



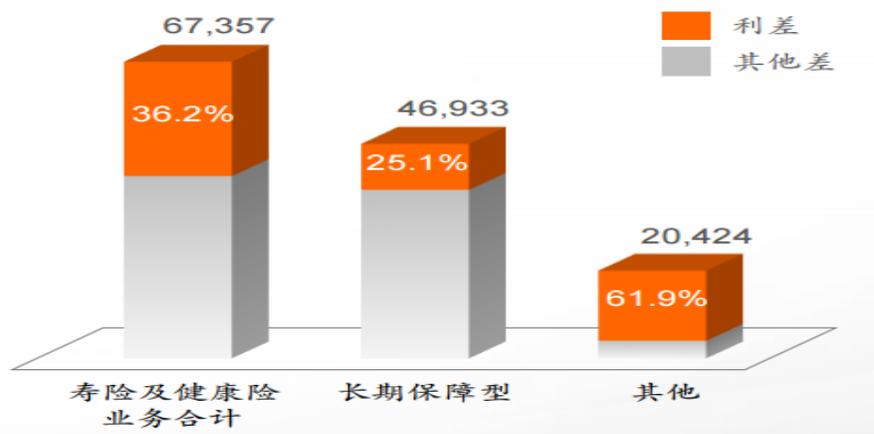
运营经验偏差占内含价值比重



利差依赖向三差均衡转变，减税降费利好费差改善

新业务价值中利差占比

(人民币百万元)



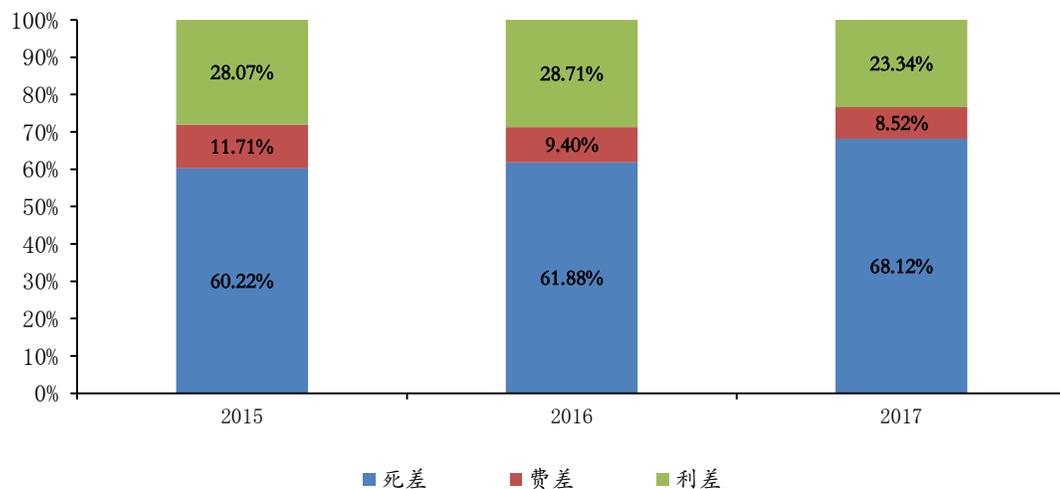
减税政策出台

金融科技应用力度加大



保障产品占比提升

日本生命人寿核心营业利润三差占比

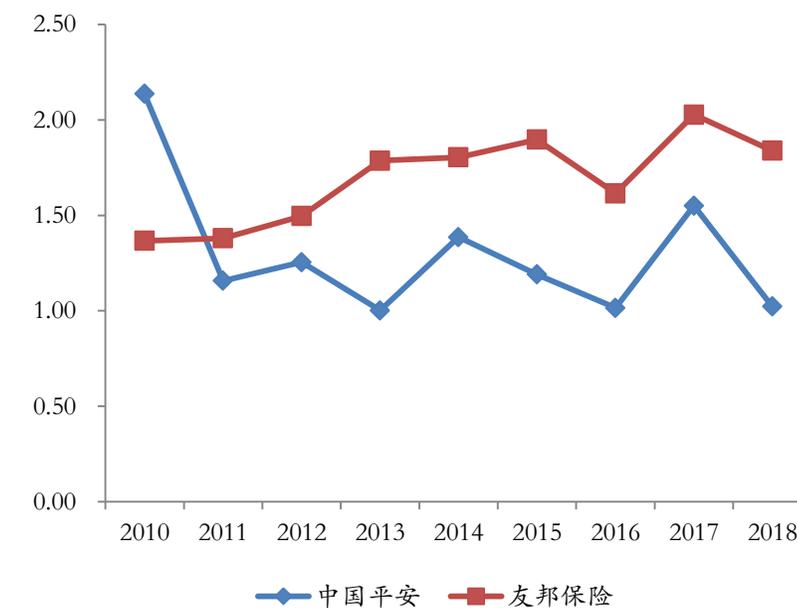
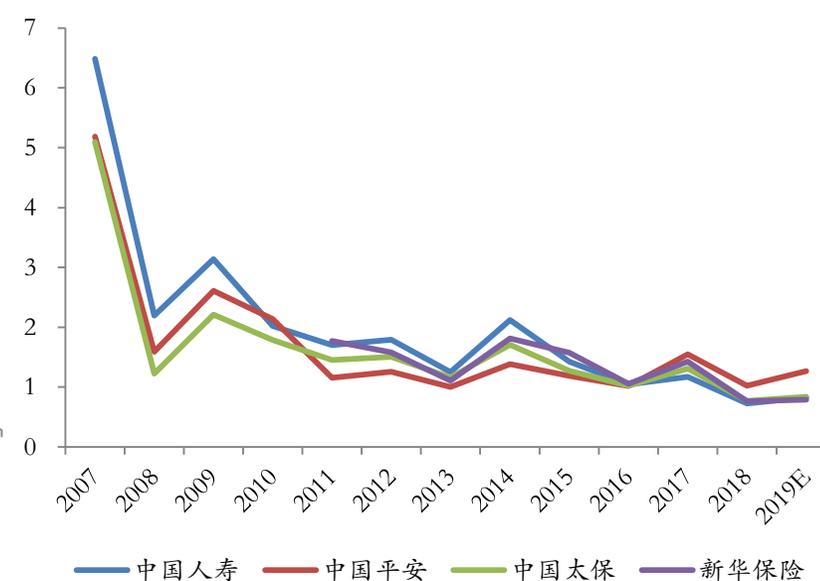
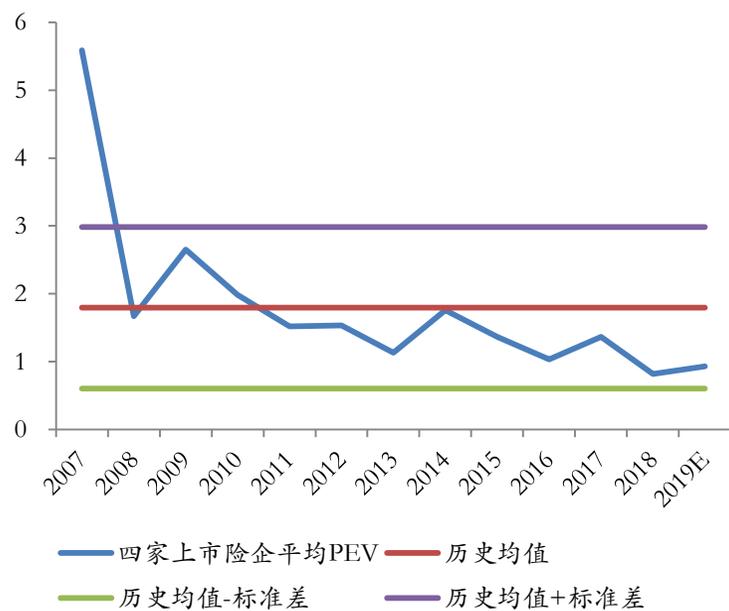


依据《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》和2018年行业保费数据测算，**保险行业累计减税规模近400亿元。**

	2018年保费收入 (考虑退保影响)	抵扣比例变化	减税规模增量
寿险行业	1.56万亿元	8%	312亿元
财产险行业	1.08万亿元	3%	81亿元
保险全行业	--	--	393亿元

保险行业投资策略及风险提示

- 险企手续费及佣金税前扣除限额提至18%，大幅减轻险企负担，减税红利释放增厚利润，助力险企回归保障转型。行业保费收入同比增速改善，险企主动调整产品销售策略，对于保障类产品重视度持续提升，保障类业务的持续发力将进一步推动价值改善。当前板块P/EV在0.84-1.34倍之间，估值不贵，性价比较高。建议关注板块配置价值。推荐顺序为：中国平安（601318.SH）、新华保险（601336.SH）、中国太保（601601.SH）、中国人寿（601628.SH）。
- 风险提示：长端利率曲线下移的风险，保险产品销售不及预期的风险。



中国银河证券非银行金融团队

武平平：非银行金融行业分析师。中国人民大学经济学博士。2013年9月加盟银河证券，从事金融行业研究工作。

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

张一纬：非银行金融行业分析师。瑞士圣加伦大学银行与金融学硕士。2016年6月加盟银河证券，从事金融行业研究工作。

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010001

致謝



免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

