

非银金融行业

坚持稳健货币政策，利好行业发展稳中向好

● 证券：金融供给侧结构改革深化，对外开放扩大

央行召开 2019 年下半年工作电视会议。下半年工作重点：1) 坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，及时预调微调，保持流动性合理充裕。2) 加强政策协调配合，加快疏通货币政策向实体经济的传导机制。3) 坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战；4) 发挥牵头抓总作用，进一步深化金融供给侧结构性改革。5) 扩大金融对外开放。

外汇局召开 2019 年下半年外汇管理工作会议，将适应高水平对外开放需要，进一步促进贸易投资自由化便利化。稳妥有序推进资本项目开放，落实直接投资领域准入前国民待遇加负面清单管理，完善合格境外机构投资者制 (QFII/RQFII)，深化跨国公司资金集中运营管理。

流动性保持稳健合理有助于推动市场流动性与交易活跃度提升，亦有助于降低券商业务成本。证券业对外开放持续扩大一方面有助于配套制度完善和新业务模式发展，加速我国证券行业的业务空间扩大和服务手段改革；另一方面国际化竞争加剧或有效助力我国证券行业盈利模式变革，加速服务的市场化定价。而借助供给侧与对外开放改革，我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。

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：中报预报亮眼，估值仍备弹性

已披露中期业绩预告的上市公司中，国寿、太保、新华中报净利润同比增长分别为 115%、96%、80%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长分别为 85%、38%、45%。中期利润释放主要因素包括：1. 此前财政部针对保险手续费佣金税前抵扣费率优惠政策兑现；2. 上半年整体投资业绩表现较好，带动利润增厚。

目前，保险板块本身利润属性并非反应公司基本面的绝对指标，相对其他板块而言其稳定的利润和分红属性，正是市场所寻求的相对投资价值。另外，根据我们在一季度业绩点评中对各家公司 2019 年的盈利预测，当前板块估值中，除中国平安内含价值倍数接近 1.3 倍，其余三家均在 1 倍以下，长期来看行业格局仍然是龙头思维，布局价值显现。建议关注：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。

行业评级

买入

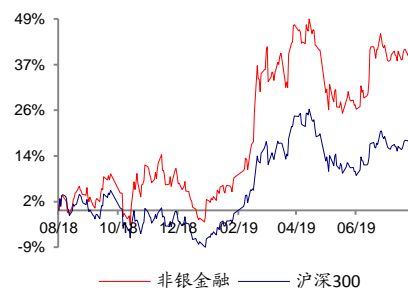
前次评级

买入

报告日期

2019-08-04

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:金控推进势不可挡，科创板首周表现亮眼	2019-07-28
非银金融行业:完善金控监管体系，金融业步入新时代	2019-07-27
非银金融行业:对外开放与科创挂牌，资本市场迎来新时代	2019-07-21

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@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	86.03	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	11.72	9.18	1.30	1.11	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	54.64	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	18.15	13.80	0.87	0.76	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	37.56	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	15.98	12.52	0.90	0.80	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	90.90	20190429	买入	107.73	7.34	9.37	10.99	8.61	1.22	1.04	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	37.85	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	11.15	8.48	0.53	0.46	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	32.60	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	12.31	9.64	0.69	0.61	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	13.29	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	17.72	13.56	1.21	1.11	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.53	20190719	买入	25.40	0.85	1.05	22.98	12.66	1.04	0.99	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	21.71	20190626	买入	28.90	1.34	1.61	16.57	8.25	0.97	0.88	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.45	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	8.81	6.74	0.60	0.55	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	12.20	20190719	买入	16.00	0.85	1.05	12.73	10.31	0.52	0.49	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	13.98	20190626	买入	20.90	1.34	1.61	9.47	7.70	0.48	0.44	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.08	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.50	9.12	1.17	1.07	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。

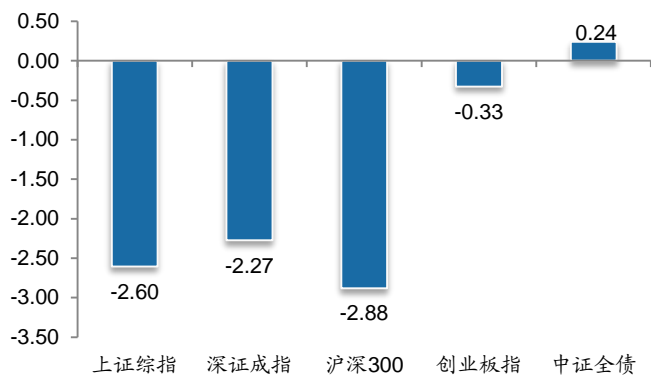
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 8 月 2 日收盘价计算

一周表现

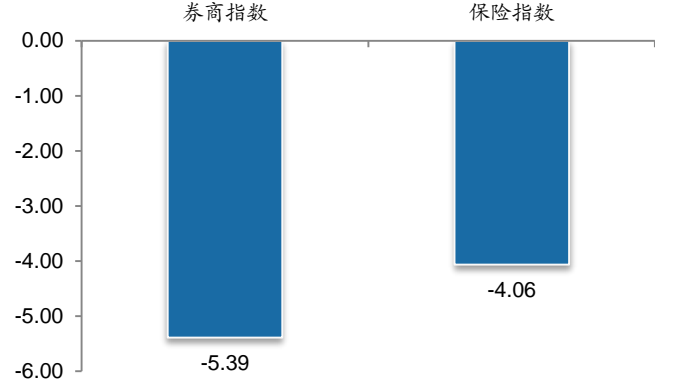
上周上证指数报2867.84点, 跌2.60%; 深证成指报9136.46, 跌2.27%; 沪深300报3747.44点, 跌2.88%; 创业板指数报1556.74点, 跌0.33%。券商指数跌5.39%、保险指数跌4.06%。

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

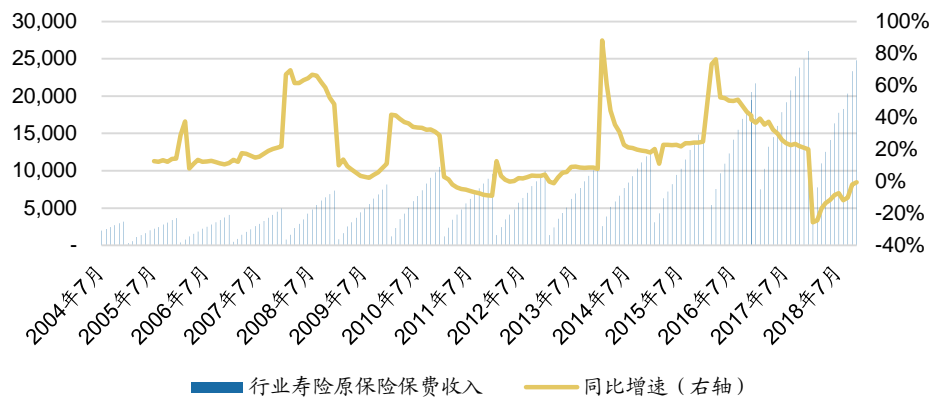
保险: 中报预报亮眼, 估值仍备弹性

已披露中期业绩预告的上市公司中, 国寿、太保、新华中报净利润同比增长分别为115%、96%、80%, 扣除非经常性损益后的净利润同比增长分别为85%、38%、45%。中期利润释放主要因素包括: 1. 此前财政部针对保险手续费佣金税前抵扣费率优惠政策兑现; 2. 上半年整体投资业绩表现较好, 带动利润增厚。

目前保险板块本身利润属性并非反应公司基本面的绝对指标, 相对其他板块而言其稳定的利润和分红属性, 正是市场所寻求的相对投资价值。另外, 根据我们在一季度业绩点评中对各家公司2019年的盈利预测, 目前板块估值中, 除中国平安内含价值倍数接近1.3倍, 其余三家均在1倍以下, 长期来看行业格局仍然是龙头思维, 布局价值显现。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)。

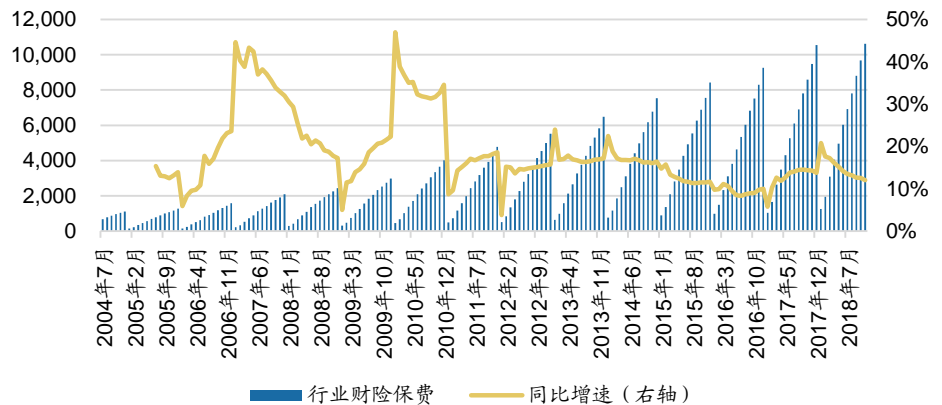
风险提示: 保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等, 以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



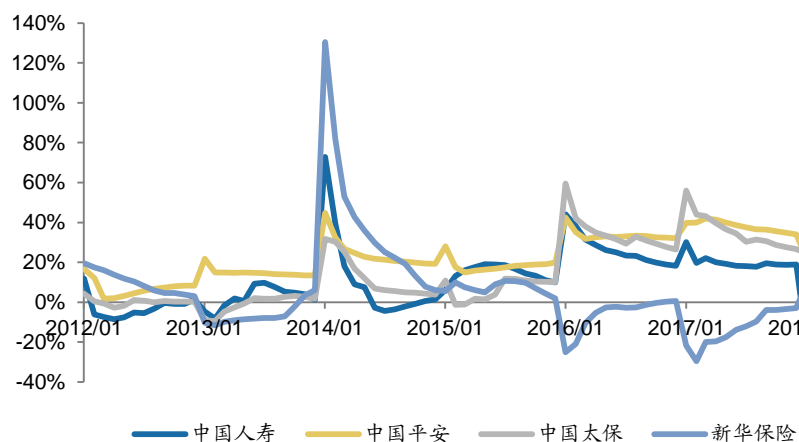
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



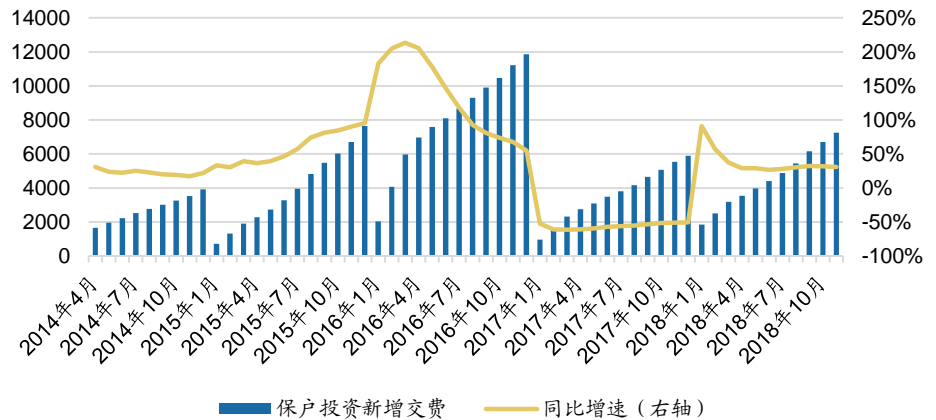
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



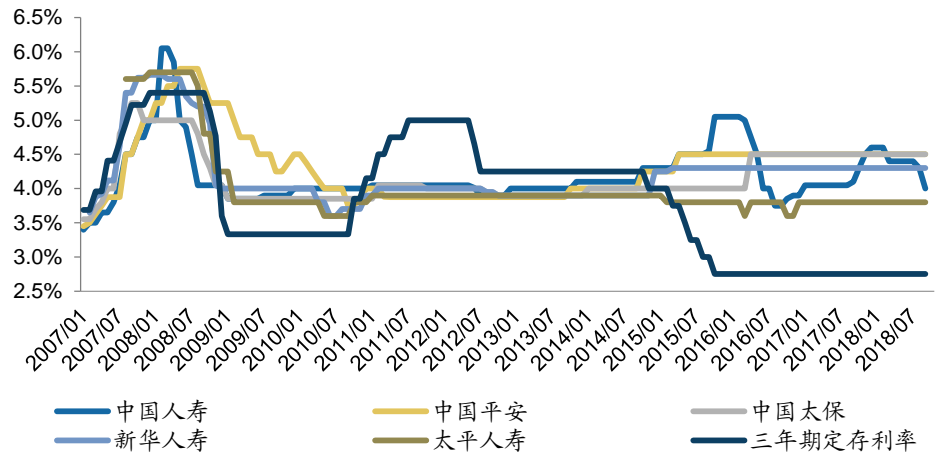
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



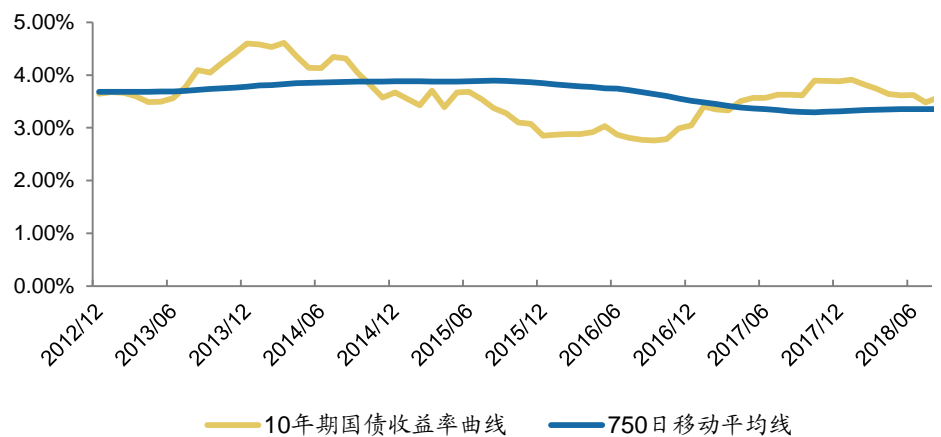
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



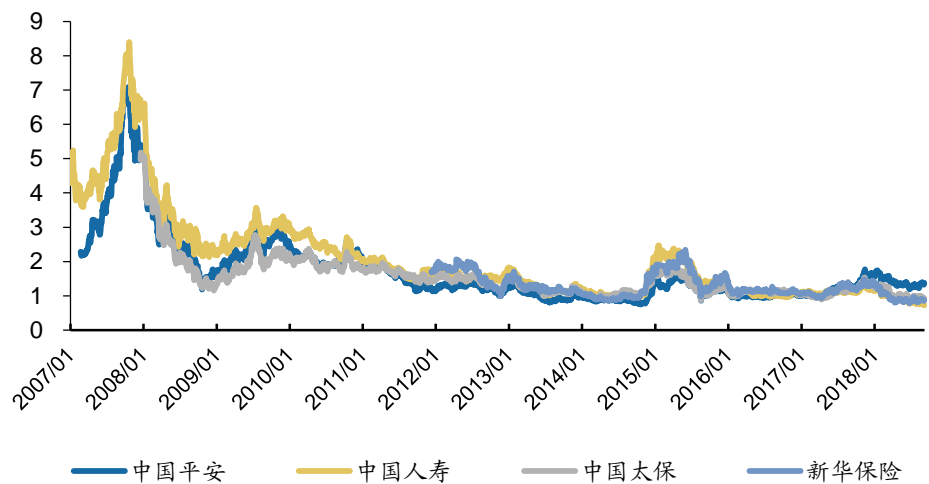
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05	2019/06
中国人寿	4.8%	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%
中国平安-人寿	20.9%	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%
中国平安-健康	73.8%	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%
中国平安-养老	15.9%	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%
中国平安	20.9%	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%
中国太保	15.0%	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%
新华保险	11.5%	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%

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	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05	2019/06
中国人寿	-52.5%	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%
中国平安-人寿	-11.2%	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%
中国平安-健康	-10.9%	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%
中国平安-养老	-46.9%	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%
中国平安	-13.2%	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%
中国太保	-28.0%	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%
新华保险	-40.2%	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%

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

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	2018/10	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05	2019/06
中国人寿	19.9%	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%
中国平安-人寿	20.4%	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%
中国平安-健康	96.1%	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%
中国平安-养老	-32.6%	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%
中国平安	17.6%	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%
中国太保	20.3%	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%
新华保险	13.7%	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%

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

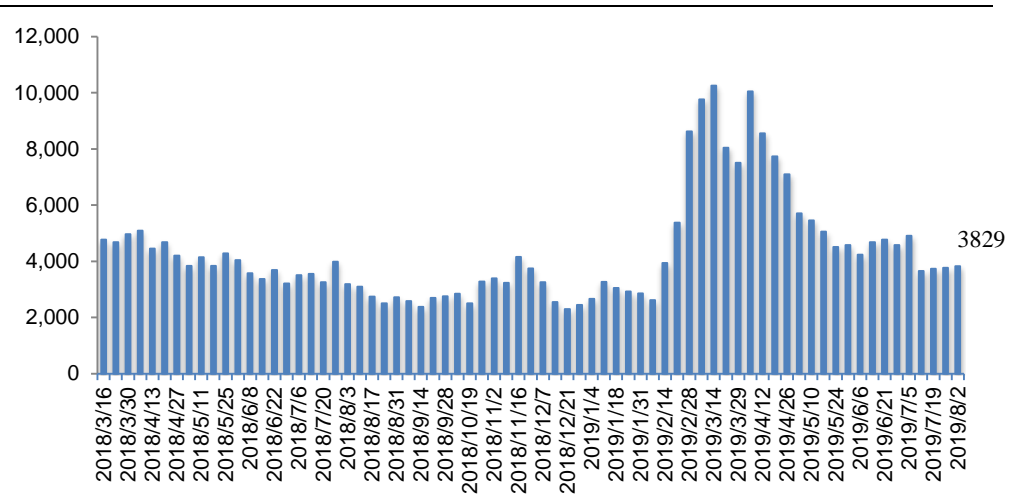
证券：金融供给侧结构改革深化，对外开放扩大

8月2日，央行召开2019年下半年工作电视会议。下半年将重点做好以下工作：一是坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，及时预调微调，保持流动性合理充裕。二是加强政策协调配合，加快疏通货币政策向实体经济的传导机制，进一步激发市场微观主体活力。坚持不懈抓好改进小微企业金融服务工作，深化民营和小微企业金融服务综合改革。三是坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战。在保持高压态势和严打局面的同时，鼓励小型有特色的金融机构依法合规开展业务。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，按照“因城施策”的基本原则，持续加强房地产市场资金管控。四是发挥牵头抓总作用，进一步深化金融供给侧结构性改革。继续深化利率市场化改革，有效促进企业实际融资成本下降。健全宏观审慎管理框架和评估体系。加强中央和地方金融监管协调，完善地方金融监管体制机制。加强金融业立法顶层设计。五是扩大金融对外开放。继续放宽市场准入，稳步推动人民币资本项目开放，推动扩大人民币跨境使用。六是不断提高金融服务和管理水平。扎实做好金融业综合统计、支付机构监管、信息网络安全、新版人民币发行、国库监督管理、征信服务及个人征信信息保护、反洗钱监管、金融消费者权益保护等各方面工作。七是要因势利导发展金融科技，加强跟踪调研，积极迎接新的挑战。加快推进我国法定数字货币（DC/EP）研发步伐，跟踪研究国内外虚拟货币发展趋势，继续加强互联网金融风险整治。八是继续加强中央银行政策宣传解读。及时回应社会关切，完善多层次专家咨询制度，稳定和引导市场预期。

流动性保持稳健合理有助于推动市场流动性与交易活跃度提升，亦有助于降低券商业务成本。证券业对外开放持续扩大一方面有助于配套制度完善和新业务模式发展，加速我国证券行业的业务空间扩大和服务手段改革；另一方面国际化竞争加剧或有效助力我国证券行业盈利模式变革，加速服务的市场化定价。而借助供给侧与对外开放改革，我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。

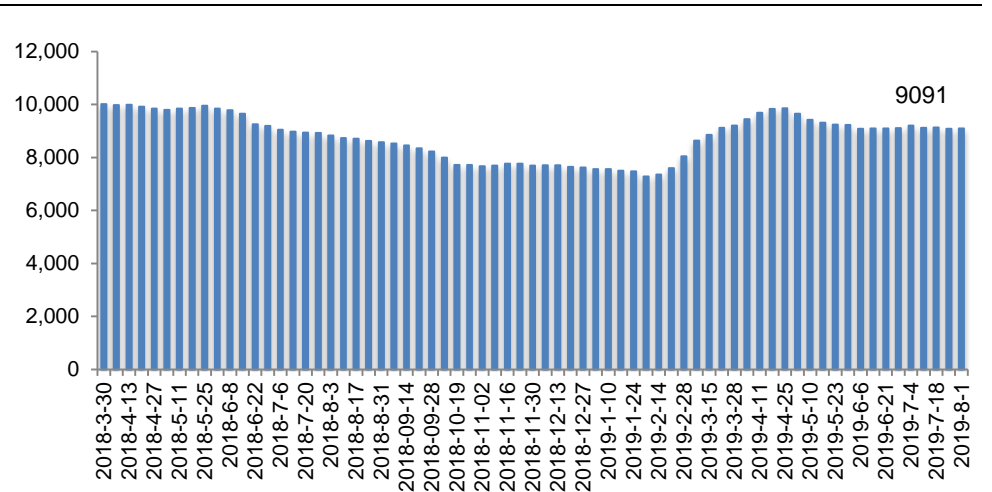
我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会，证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



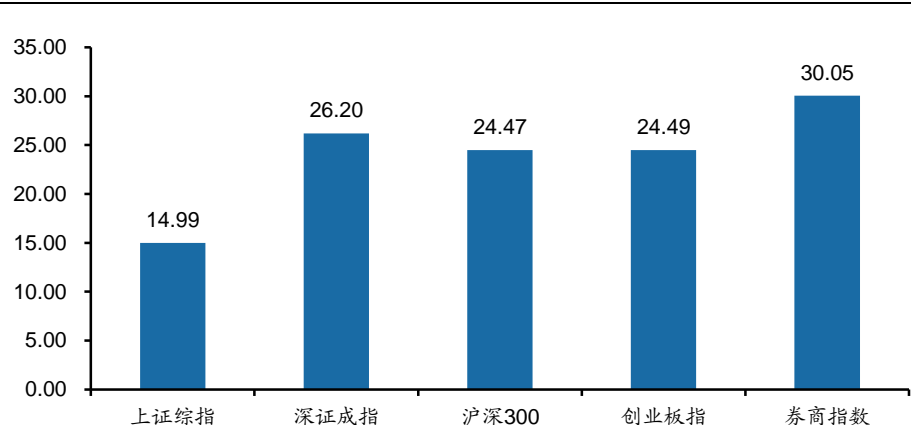
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	42.12	4.73	4.99	5.13	8.90	8.44	8.21	0.98	0.94	0.89
	高盛集团	GS.N	209.37	25.53	26.57	28.16	8.20	7.88	7.44	0.97	0.90	0.86
港股 (HKD)	友邦保险	01299.HK	78.15	1.68	3.77	4.34	46.52	20.73	18.01	3.10	2.71	2.39
	中国太平	00966.HK	20.65	1.81	2.61	3.19	12.29	5.48	4.76	0.82	0.71	0.63

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 : 资深分析师, 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 : 资深分析师, 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 : 资深分析师, 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 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（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。