

非银金融行业

监管政策持续优化，开启行业成长空间

● 证券：两融、风控政策优化，开启行业成长空间

本周，多项利好政策全面出台，8月8日证监会整体下调转融资费率80个基点；8月9日沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，证监会修订《证券公司风险控制指标计算标准》。

我们认为，上述政策均是长远影响证券行业的制度性安排，**两融担保物扩充以及降低转融资费率，有望持续推进两融业务蓬勃发展：**

1) 从投资者看：可选择的投资品种会更多，担保物选择和担保比例更加灵活，有利于释放更多流动性资金入市。2) 从市场看：有利于提升融资融券交易市场化程度；市场活跃度增强；3) 从券商看：有利于券商做大两融业务规模。

而放宽风控指标计算标准，则意味着放松对券商净资本的束缚，再融资渴求有望缓和，高评级券商有望通过风险准备资本占用释放实现业务发展。以2018年年报数据测算：中信、国君、海通、华泰四家连续三年AA级券商，风险资本准备金分别大致释放81.47亿、55.29亿、48.42亿、43.56亿。

从近期一系列政策可以看出，监管部门正在团结一切力量做强股票市场、服务实体经济；从一级市场的科创板发行定价市场化，到二级市场的两融监管全面放开，核心体现了监管部门对于提升中介机构的战略地位，推进其主观能动性引导市场活力以及市场化程度增强的意愿。证券行业是执行者、受益者，业务将进入中长期发展期。

历史复盘显示，鼓励创新业务政策持续出台以及市场流动性改善是驱动证券板块获取超额收益的关键因素。当前政策面对市场流动性以及券商创新业务扶持发展的利好全面释放（一二级市场全面市场化）、估值尚属历史低位（对应2019年行业整体PB1.2X、中信PB1.59X、华泰PB1.45X）的背景下，**建议对证券行业进行战略配置。**

建议关注受益于创新业务发展扶持以及风控指标计算标准进一步放松的高评级龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、中金公司（03908.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

● 保险：利率下行压力加大，防御属性显现

近期，国际市场利率出现明显下行趋势，中美十年国债利差最大拉至134BP。考虑当前经济环境较为复杂，国内增长动力削弱，后续市场降息预期加强。截止8月9日，我国十年期国债收益率降至3.02%，以此推测对应750日均线下行拐点出现在今年11月底，至2020年底，750均线下行区间或达20BP，对板块准别金计提造成一定增压。临近中报，此前利润预增市场预期差基本反映，但相对其他板块而言，保险仍然受到机构青睐，仓位超配，稳定现金流优势明显，如高分红高股息率等指标更易在当前市场中获得关注。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。

行业评级

买入

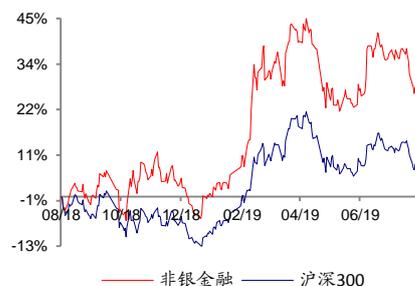
前次评级

买入

报告日期

2019-08-11

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

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

非银金融行业:坚持稳健货币政策，利好行业发展稳中向好	2019-08-04
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，金融业态步入新时代	2019-07-27

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	CNY	84.35	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	11.49	9.00	1.28	1.09	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	49.87	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	16.57	12.59	0.79	0.69	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	36.85	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	15.68	12.28	0.88	0.78	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	87.45	20190429	买入	107.73	7.34	9.37	10.72	8.40	1.19	1.01	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	34.25	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	10.24	7.78	0.49	0.43	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	31.7	20190428	买入	38.60	2.35	3	12.14	9.51	0.68	0.60	13%	14%

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	12.58	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	16.77	12.84	1.14	1.05	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.13	20190430	买入	25.40	0.85	1.05	22.51	11.98	0.95	0.89	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	20.79	20190630	买入	28.90	1.31	1.61	15.87	7.81	0.91	0.84	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.18	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	8.61	6.59	0.59	0.54	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.66	20190430	买入	16.00	0.85	1.05	12.34	9.99	0.49	0.46	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	13.5	20190630	买入	20.90	1.31	1.61	9.27	7.54	0.47	0.43	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	13.92	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.52	9.14	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。

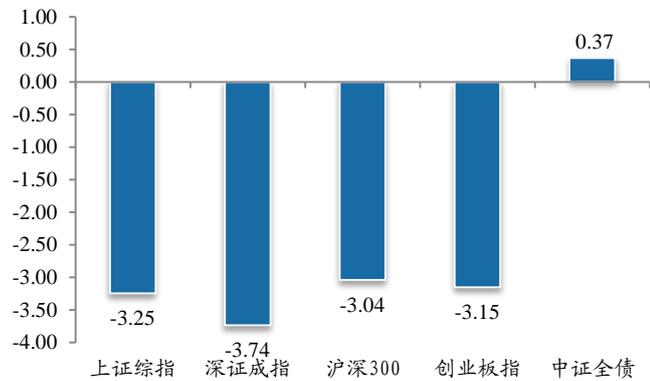
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 8 月 9 日收盘价计算

一周表现

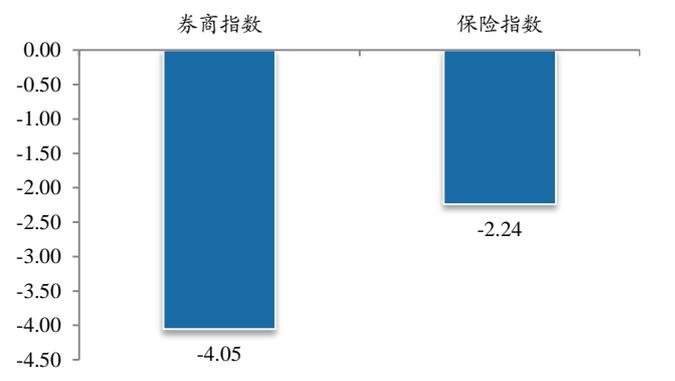
上周上证指数报2774.75点，跌3.25%；深证成指报8795.18，跌3.74%；沪深300报3633.53点，跌3.04%；创业板指数报1507.71点，跌3.15%。券商指数跌4.05%、保险指数跌2.24%。

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

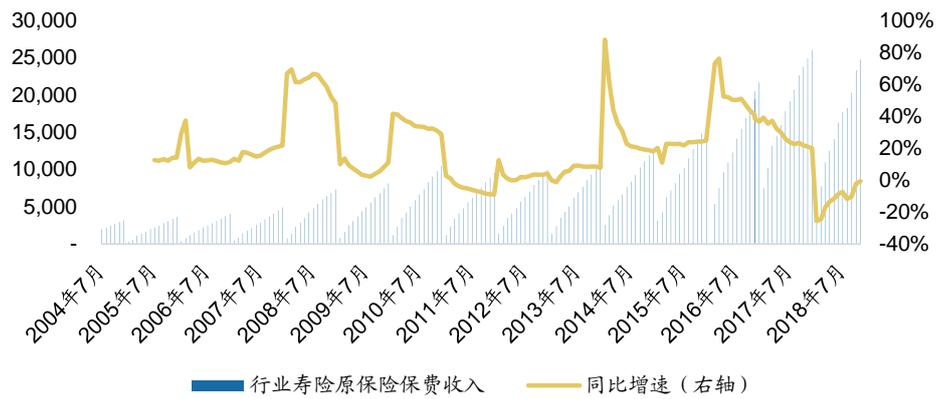
行业动态及一周点评

保险：利率下行压力加大，防御属性显现

近期，国际市场利率出现明显下行趋势，中美十年国债利差最大拉至134BP。考虑当前经济环境较为复杂，国内增长动力削弱，后续市场降息预期加强。截止8月9日，我国十年期国债收益率降至3.02%，以此推测对应750日均线下行拐点出现在今年11月底，至2020年底，750均线下行区间或达20BP，对板块准别金计提造成一定增压。临近中报，此前利润预增市场预期差基本反映，但相对其他板块而言，保险仍然受到机构青睐，仓位超配，稳定现金流优势明显，如高分红高股息率等指标更易在当前市场中获得关注。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）。

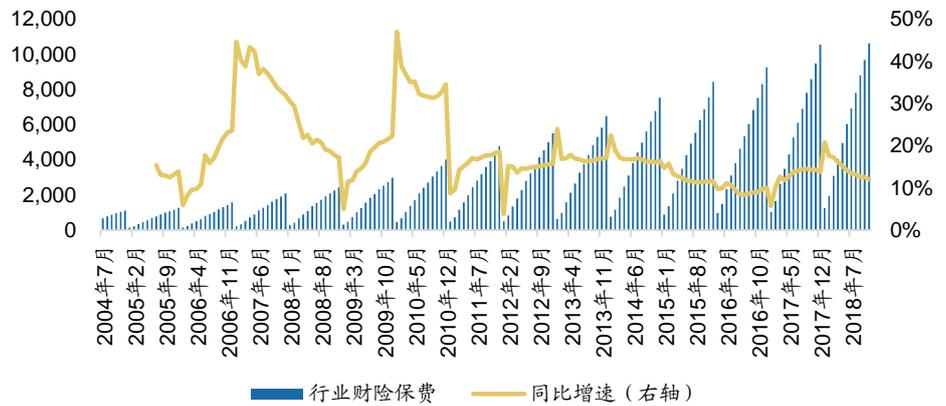
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



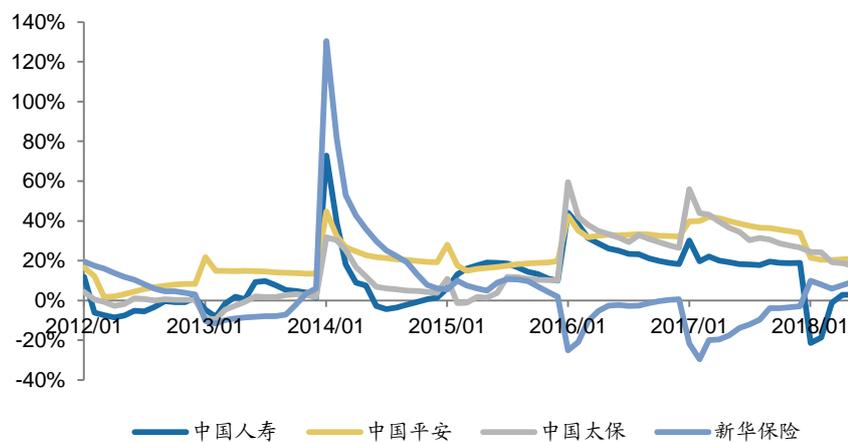
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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



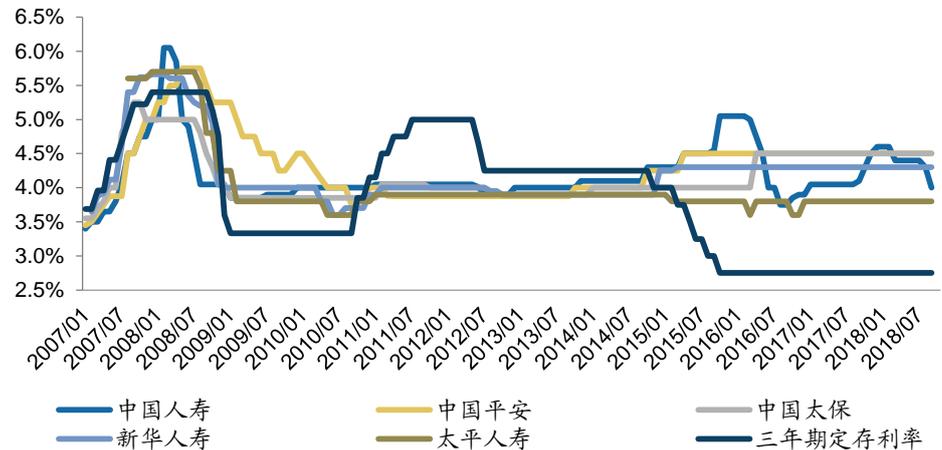
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



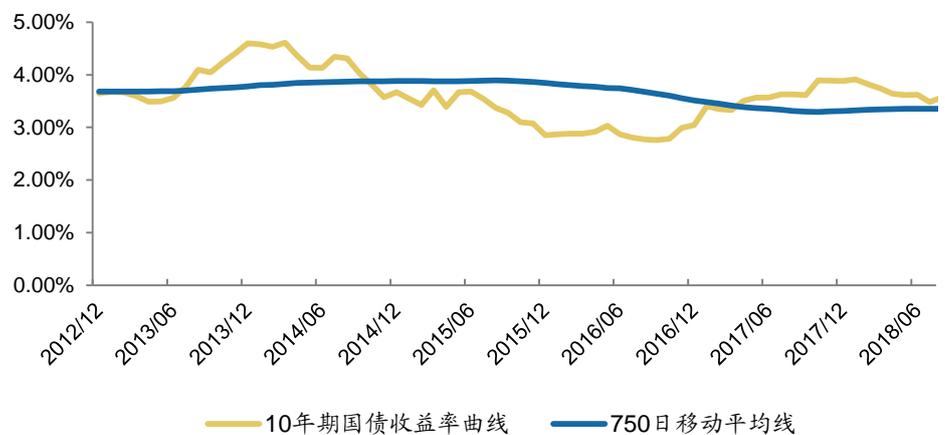
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



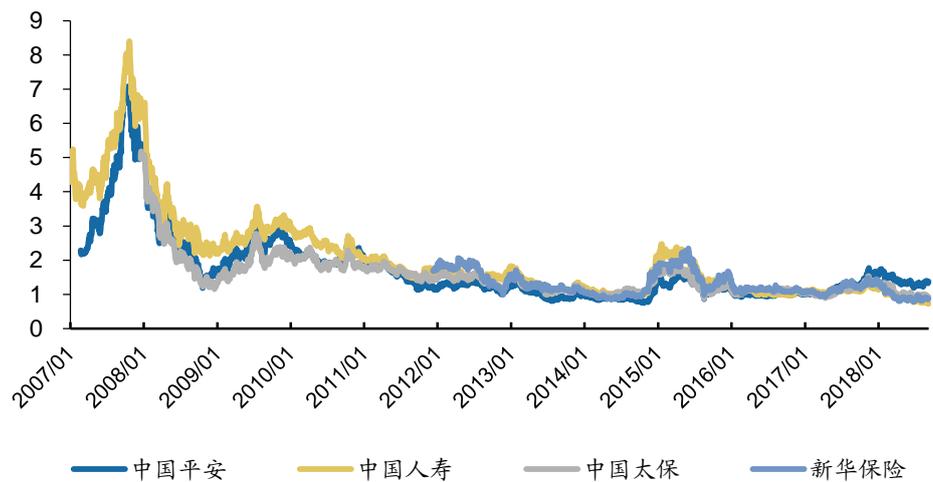
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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：政策利好全面释放，资本市场韧性增强

本周，多项利好政策全面出台，8月8日证监会整体下调转融资费率80个基点；8月9日沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，证监会修订《证券公司风险控制指标计算标准》，全面下调证券公司风险资本准备；

我们认为，上述政策均是长远影响证券行业的制度性安排，两融担保物扩充以及降低转融资费率，有望持续推进两融业务蓬勃发展。而放宽风控指标计算标准，则意味着放松对券商净资本的束缚，再融资渴求有望缓和，高评级券商补充资本压力进一步减轻。当前降低融资成本已成政策要务之一，抬升风险偏好与估值水平，券商具有较高贝塔属性。

从一系列政策可以看出，监管部门正在团结一切力量做强股票市场、服务实体经济；从一级市场的科创板发行定价市场化，到二级市场的两融监管全面放开，取消强制担保比例及扩大担保物，核心体现了监管部门对于提升中介机构的战略地位，推进其主观能动性引导市场活力增强的意愿。证券行业是执行者、受益者，业务将进入中长期发展期。

历史复盘显示，鼓励创新业务政策持续出台以及市场流动性改善是驱动证券板块获取超额收益的关键因素。当前政策面对市场流动性以及券商创新业务扶持发展的利好全面释放、估值尚属历史低位的背景下，建议对证券行业进行战略配置。

8月9日，沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》。

一是取消了最低维持担保比例不得低于130%的统一限制，交由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例。

二是完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。

三是将融资融券标的股票数量由950只扩大至1600只。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约70%达到80%以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升。

此次细则修订对证券市场、投资者、券商三重角度均体现积极影响：

- 1) 从投资者看：可选择的投资品种会更多，担保物选择和担保比例更加灵活，有利于释放更多流动性资金入市。
- 2) 从市场看：有利于提升融资融券交易市场化程度；市场活跃度增强；
- 3) 从券商看：有利于券商做大两融业务规模，同时自身能动性增加。

表4: 融资融券监管条例历史演变

时间	文件	修改前	修改后
证监会文件			
2015-7-1		证监会令【第117号】《证券公司融资融券业务管理办法》	
2019-6-14		证监会【第15号公告】《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引(试行)》	
交易所规则			
2015-7-1		关于发布《上海证券交易所融资融券交易实施细则(2015年修订)》的通知	
2015-11-3	修改	第三十八条 投资者融资买入证券时, 融资保证金比例不得低于50%。	第三十八条 投资者融资买入证券时, 融资保证金比例不得低于100%。
2016-12-2	修改	第三十五条: 被实施风险警示、暂停上市或进入退市整理期的A股股票、权证折算率为0%;	被实施风险警示、暂停上市、进入退市整理期的证券, 静态市盈率在300倍以上或者为负数的A股股票, 以及权证的折算率为0%。
2019-8-9	关于修改《上海证券交易所融资融券交易实施细则》涉及维持担保比例若干条款的通知	第四十二条: 维持担保比例是指客户担保物价值与其融资融券债务之间的比例, 维持担保比例= (现金+信用证券账户内证券市值总和) / (融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和)。 第四十三条 客户维持担保比例不得低于130%。 当客户维持担保比例低于130%时, 客户经会员认可后, 可以提交除可充抵保证金证券外的其他证券、不动产、股权等资产。会员可以与客户自行约定追加担保物后的维持担保比例要求。 第四十四条 维持担保比例超过300%时, 客户可以提取保证金可用余额中的现金或充抵保证金的证券, 但提取后维持担保比例不得低于300%。	第四十二条: 计算公式为: 维持担保比例= (现金+信用证券账户内证券市值总和+其他担保物价值) / (融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和)。 第四十三条 应当根据市场情况、客户资信和公司风险管理能力等因素, 自行与客户约定最低维持担保比例要求。可以提交除可充抵保证金证券外的其他证券、不动产、股权等依法可以担保的财产或财产权利作为其他担保物。可以与客户自行约定追加担保物后的维持担保比例要求。 第四十四条 仅计算现金及信用证券账户内证券市值总和的维持担保比例超过300%时, 客户可以提取保证金可用余额中的现金、充抵保证金的证券, 但提取后仅计算现金及信用证券账户内证券市值总和的维持担保比例不得低于300%

数据来源: 证监会、沪深交易所、广发证券发展研究中心

8月8日, 证金公司整体下调转融资费率80个基点。其中, 182天期费率由4.3%下调至3.5%, 91天期费率由4.6%下调至3.8%, 28天期费率由4.7%下调至3.9%, 14天期和7天期费率由4.8%下调至4%。证金公司是证券公司开展融资融券业务重要的资金来源渠道之一, 通过证券公司融资业务对资本市场提供流动性支持, 满足投资者融资需求。

我们认为, 此次下调转融资费率, 是根据资金市场利率水平做出的调整, 有利于降低证券公司融资成本, 促进合规资金参与市场投资, 维护我国资本市场平稳健康发展。

第一, 单就本次费率下调而言, 对证券行业、市场的影响有限。最新数据, 转融通余额约300亿元, 80BP对应降低券商融资成本2.4亿元, 对证券行业总收入而言占比不足千分之一。2014年以来证金公司有过5次转融费率下调, 证券板块当日涨跌互现, 亦说明单一变量不构成对行业重要影响。

第二，此举可与监管当局希望降低社会融资成本挂钩。

第三，未来主板转融通的中介费有望下调，促进融券业务发展。两融中融券业务占比仅1%左右，重要原因之一在于转融通收费较高（3%-4%），证券融出方只能得到1.5%-2%的年化利率。而科创板上，转融通中介费率为0.6%，证券融出方可得4%甚至更高，融券占比约48%。科创板是多项制度的试验田，未来经验可能推广。从海外经验来看，融券占两融20%-30%。

8月9日证监会修订《证券公司风险控制指标计算标准》。主要修改内容包含：

1) 强化差异化监管安排：对高评级龙头公司风险准备金比率进一步放松；在现行风险资本准备调整系数的基础上，增加一档“连续三年 A类AA 级及以上为 0.5（原适用0.7）”。龙头证券公司有望进一步释放净资本支撑业务发展。

表5：不同评级券商风险资本准备折扣比率

不同类券商折扣	2016.10 版	2019.8 版	变动	变动幅度
连续三年 AA	0.70	0.50	↓	-28.57%
连续三年 A	0.70	0.70	=	
A	0.80	0.80	=	
B	0.90	0.90	=	
C	1.00	1.00	=	
D	2.00	2.00	=	

数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

2) 全面放松各项业务风险准备金基准比率。

从资本金业务（投资端）来讲：大幅放宽指数及成分股，引导价值投资力度。

1-放宽券商权益类投资风险资本准备：投资指数成分股准备金比率由15%将至10%，投资权益类指数基金由10%将至5%，鼓励券商深度参与市场交易，引导价值投资，减少资本占用，加大对权益类资产的长期配置力度。券商运用自有资金开展自营二级投资或具有更充足的资本，有利于券商资本金业务高质量发展。

2-放宽券商政策性金融债投资风险准备：政策性金融债、政府支持机构债券风险准备金率由2%将至1%。

3-细化并加大高风险衍生品业务风险准备：由原来的统一20%细化到买入信用衍生品准备金比率增至100%、卖出信用衍生品准备金比率20%/60%。

从两融业务看：

4-调整股票质押风险资本准备计算标准：受限股（包括限售股和减持受限股，为上市公司股东进行并购重组提供配套融资等情形除外）由20%提至40%。

从资管业务看：

5-细化各类资管计划风险准备金比率：对于投资标化资产的准备金率下调，其中：单一计划从0.5%降至0.3%，集合计划从1%降至0.5%。对投资质押以及已违约标的准备金率大幅上调，防范业务风险。

表6：证券公司风险控制指标计算标准历史演变

时间	文件	修改前	修改后
2008-6-30	证监会文件	<p>证监会公告【2008】28号《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》</p> <p>第一条第（二）项：证券公司经营证券自营业务的，应当按固定收益类证券投资规模的10%计算风险资本准备；对未进行风险对冲的证券衍生品和权益类证券分别按投资规模的30%和20%计算风险资本准备，对已进行风险对冲的权益类证券和证券衍生品投资按投资规模的5%计算风险资本准备。</p>	<p>第一条第（二）项：证券公司经营证券自营业务的，对未进行风险对冲的证券衍生品、权益类证券和固定收益类证券分别按投资规模的20%、15%、8%计算风险资本准备；对已进行风险对冲的证券衍生品、权益类证券和固定收益类证券按投资规模的5%计算风险资本准备。股指期货投资规模以股指期货合约价值总额的15%计算，利率互换投资规模以利率互换合约名义本金总额的3%计算。</p>
2012-11-16	关于修改《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》的决定	<p>第一条第（四）项：证券公司经营证券资产管理业务的，应当分别按专项、集合、定向资产管理业务规模的8%、5%、5%计算资产管理业务风险资本准备。</p> <p>证券公司应当按集合计划面值与管理资产净值孰高原则计算集合资产管理业务规模，按管理本金计算专项、定向资产管理业务规模。</p> <p>第一条第（五）项：证券公司经营融资融券业务的，应当分别按对客户融资业务规模、融券业务规模的10%计算融资融券业务风险资本准备。</p> <p>第二条：A、B、C、D类公司应分别按照上述第一条（一）至（五）项规定的基准计算标准的0.6倍、0.8倍、1倍、2倍计算有关风险资本准备。</p>	<p>第一条第（四）项：证券公司经营证券资产管理业务的，应当分别按专项、集合、限额特定、定向资产管理业务规模的2%、2%、1%、1%计算资产管理业务风险资本准备。</p> <p>证券公司应当按集合计划面值与管理资产净值孰高原则计算集合、限额特定资产管理业务规模，按管理本金计算专项、定向资产管理业务规模。</p> <p>第一条第（五）项：证券公司经营融资融券业务的，应当分别按对客户融资业务规模的5%、融券业务规模的10%计算融资融券业务风险资本准备。</p> <p>第二条：A、B、C、D类公司应分别按照上述第一条（一）至（五）项规定的基准计算标准的0.3倍、0.4倍、1倍、2倍计算有关风险资本准备。连续三年为A类的公司应按照上述第一条（一）至（五）项规定的基准计算标准的0.2倍计算有关风险资本准备。</p>
2016-6-16	《证券公司风险控制指标计算标准规定》	<p>《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》按照业务分类计算风险资本准备</p> <p>第二条：A、B、C、D类公司应分别按照上述第一条（一）至（五）项规定的基准计算标准的0.3倍、0.4倍、1倍、2倍计算有关风险资本准备。连续三年为A类的公司应按照上述第一条（一）至（五）项规定的基准计算标准的0.2倍计算有关风险资本准备。</p>	<p>附件2：按照市场风险、信用风险、操作风险、特定风险分类计算风险资本准备</p> <p>附件2：各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整，系数为：连续三年A类为0.7，A类为0.8，B类为0.9，C类为1，D类为2。</p>

《证券公司
风险控制指
标计算标准
》(征求意见
稿)

2019-8-9

附件 2 风险资本准备计算表: 1) 市场风险资本准备: 成分股计算标准为 15%; 权益类基金计算标准为 10%, 其中分级基金中的非优先基金为 30%; 政策性金融债、政府支持机构债券为 2%; 大宗商品衍生品为 20%; 已对冲风险的权益类证券及其衍生品为 5%。
2) 信用风险资本准备: 场内融资业务中股票质押回购为 20%。
3) 特定风险资本准备: 结构化集合资管计划 1%; 投资非标资产的定向资管计划 0.9%、各类私募投资基金 0.7%、其他定向资管计划 0.5%

附件 2 风险资本准备计算表: 各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整, 系数为: 连续三年 A 类为 0.7, A 类为 0.8, B 类为 0.9, C 类为 1, D 类为 2。

附件 3 表内外资产总额计算表: 未提及客户保证金、信用衍生品

附件 4 流动性覆盖率计算表: 优质流动性资产中政策性金融债、政府支持机构债券按 98% 计算; 货币基金按 60%。未来 30 日现金流出中政策性金融债、政府支持机构债券按 2%。未来 30 日现金流入中集中清算交易在途结算资金按 50% 计算; 银行间市场飞机中清算交易在途结算资金按 40% 计算。

附件 5 净稳定资金率计算表: 未提及次级债券; 计算净资金稳定率所需稳定资金中国债、中央银行票据、国开债、政策性金融债、政府支持机构债券按 5%。其他现金管理类理财产品按 20%。自有资金融出资金 50%。股票质押式回购融出资金到期日在 1 年以上(不含) 75%

附件 2 风险资本准备计算表: 1) 市场风险资本准备: 成分股计算标准为 10%; 权益类基金中指数基金计算标准为 5%、分级基金中的非优先基金为 50%; 政策性金融债、政府支持机构债券为 1%, 次级债券为 80%, 同业存单为 5%; 大宗商品衍生品中买入商品期权为 100%, 卖出商品期权及其他为 20%; 信用衍生品中买入信用衍生品为 100%、卖出信用衍生品为 20%/60%; 已对冲风险的权益类证券及其衍生品为 1%
2) 信用风险资本准备: 场内受限股股票质押为 40%、非受限为 20%、已违约合约加倍计算; 对其子公司等关联公司的应收款项按 100%; 债券逆回购交易为 1%。

3) 特定风险资本准备: 单一资管计划投资标准化资产 0.3%、投资股票质押 3% (已违约合约 6%)、投资其他非标资产 0.8%、高杠杆产品加倍计算; 集合资管计划投资标准化资产 0.5%、投资股票质押 5% (已违约合约 10%)、投资其他非标资产 3%、高杠杆产品加倍计算。非标私募基金投资基金托管、代销业务分别为 2%、1%。场内资产支持证券为 1%、场外资产证券化为 2%。债券质押式回购经纪业务为 1%

附件 2 风险资本准备计算表: 各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整, 系数为: **连续三年 A 类 AA 级以上(含) 为 0.5**, 连续三年 A 类为 0.7, A 类为 0.8, B 类为 0.9, C 类为 1, D 类为 2。

附件 3 表内外资产总额计算表: 客户保证金按 100% 扣减表内资产; 信用衍生品按 100% 计算表外资产

附件 4 流动性覆盖率计算表: 优质流动性资产中政策性金融债、政府支持机构债券按 99% 计算; 货币基金按 90%。未来 30 日现金流出中政策性金融债、政府支持机构债券按 1%; 权益互换按 0.2% 计算; 卖出信用保护工具按 4% 计算; 股票(股指)期权按 20% 计算; 大宗商品衍生品、外汇衍生品按 20% 计算。未来 30 日现金流入中集中清算交易在途结算资金及银行间市场飞机中清算交易在途结算资金按 95% 计算。

附件 5 净稳定资金率计算表: 所需稳定资金下剩余存续期不足 1 年的证券中次级债券按 5%; 国债、中央银行票据、国开债、政策性金融债、政府支持机构债券按 2%。剩余存续期大于等于 1 年的证券中次级债券按 50%。未对其他现金管理类理财产品进行规定。自有资金融出资金 30%。股票质押式回购融出资金到期日在 1 年以上(不含) 100%。证券衍生产品中权益互换按 1%、大宗商品衍生品及外汇衍生品按 12%

数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心

高评级券商风险资本占用有望释放

根据对投资权益类规模、衍生品规模、以及资管计划简单估算，叠加龙头公司折扣比率从 0.7 降至 0.5；中信、国君、海通、华泰四家连续三年 AA 级券商，风险资本准备分别大致释放 81.47 亿、55.29 亿、48.42 亿、43.56 亿。具体测算表如下图所示：

表7：高评级券商有望通过风险资本占用释放得到杠杆率提升

	中信	国君	海通	华泰
①总资产	6531.33	4367.29	5746.24	3686.66
②净资产	1531.41	1234.50	1178.59	1033.94
③其中：一般风险准备	228.11	154.81	135.58	121.97
多项准备金率下调，AA 折扣从 0.7 将至 0.5				
④一般风险准备（基准原值）【③/0.7】	325.87	221.16	193.69	174.24
⑤一般风险准备（基准降低,保守估计 0.9 倍）【④*0.9】	293.28	199.04	174.32	156.82
⑥一般风险准备【⑤*0.5】	146.64	99.52	87.16	78.41
⑦风险准备释放值【③-⑥】	81.47	55.29	48.42	43.56

数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

④一般风险准备（基准原值）= ③表内一般风险准备/0.7（倍）（原连续 3 年 A 级券商折扣比率为 0.7）

⑤基准降低后一般风险准备：按照风险准备金率主要变动项：投资权益类股票、投资衍生品、资管计划调整的内容，保守估计整体基准一般风险准备为原来值的 0.9；

⑥调整后表内一般风险准备值=调整后计准值⑤*0.5（连续 3 年 AA 级券商折扣比率为 0.5）

7 月业绩同比稳步增长。根据各公司月报：35 家上市券商 7 月共实现营业收入 201.4 亿元，环比减少 15.28%，同比增长 5.8%（环比、同比数据均为可比口径）。

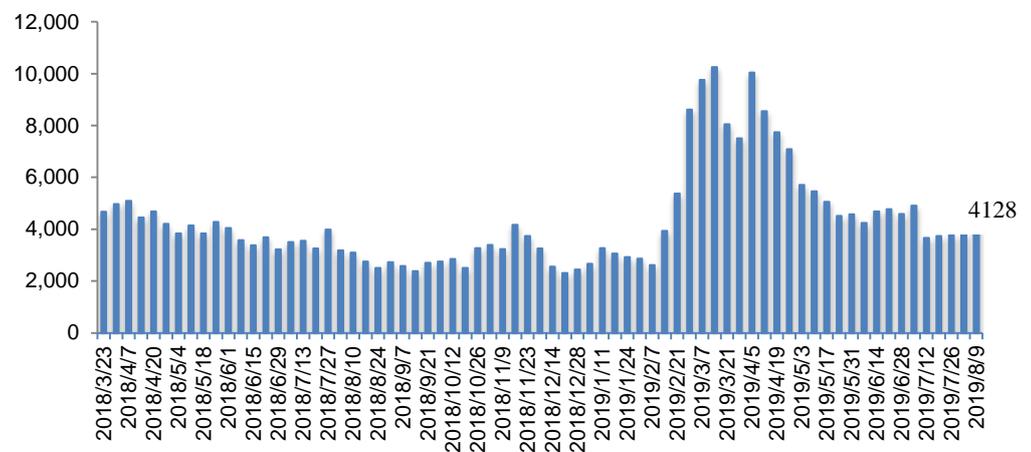
7 月单月净利润居前的上市券商包括：中信证券（7.24 亿元，同比-8.59%，环比-0.1%），海通证券（6.35 亿元，同比+13.66%，环比-23.74%），国泰君安（6.03 亿元，同比-14.26%，环比-35.30%），华泰证券（5.89 亿元，同比+22.68%，环比+27.10%）。

7 月单月营业收入居前的上市券商包括：中信证券（17.60 亿元，同比-11.55%，环比-17.23%），华泰证券（16.56 亿元，同比+25.64%，环比+26.29%），国泰君安（15.53 亿元，同比-19.69%，环比-41.58%），海通证券（14.32 亿元，同比+14.32%，环比-9.65%）等。

历史复盘显示，鼓励创新业务政策持续出台以及市场流动性改善是驱动证券板块获取超额收益的关键因素。当前政策面对市场流动性以及券商创新业务扶持发展的利好全面释放（一二级市场全面市场化放开）、估值尚属历史低位（以2019业绩基准行业整体PB1.2X、中信PB1.59X、华泰PB1.53X）的背景下，建议对证券行业进行战略配置。

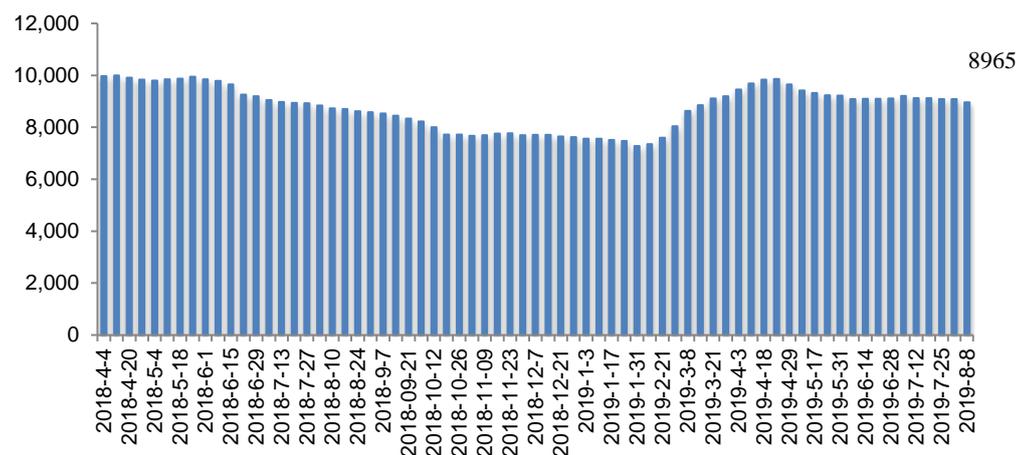
建议关注受益于创新业务发展扶持以及风控指标计算标准进一步放松的高评级龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图10：全部AB股周度成交金额（亿元）

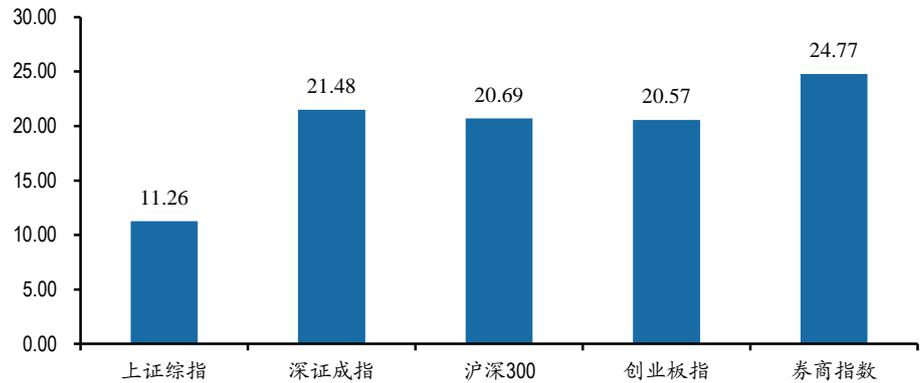


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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	41.50	4.73	4.99	5.13	8.90	8.44	8.21	0.98	0.94	0.89
	高盛集团	GS.N	206.90	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	75.80	1.68	3.77	4.34	45.12	20.11	17.47	3.01	2.62	2.32
	中国太平	00966.HK	18.96	1.81	2.61	3.19	11.29	5.03	4.37	0.75	0.66	0.58

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。