

# 非银金融行业

## LPR 助推实际利率下行，非银有望受益

● **证券：LPR 助推实际利率下行，非银板块有望受益其中**  
 央行完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，可降低贷款实际利率。一是报价方式由参考贷款基准利率形成改为按照公开市场操作利率加点形成。二是在原有的 1 年期一个期限品种基础上，增加 5 年期以上的期限品种。三是报价行范围代表性增强，由 10 家增至 18 家。

我们认为，此举有助于推进利率双轨合一，提高利率传导效率；降低实体经济融资成本，企业融资渴求有望缓和。同时释放出央行推动贷款利率下行的政策信号，或将持续推出一系列举措，促进实体经济增长，非银板块有望受益。

第一只券商大集合转公募已获批，为东方证券资产管理旗下的红启元灵活配置混合基金（原东方红 7 号）。我们认为，1) 产品转型后，申购起点降低，更好地服务于大众市场；对标公募基金，可公开进行业绩宣传；2) 进一步发挥券商在资产管理方面的投资研究优势。以上两点均有利于券商发展资管业务。3) 将大集合产品纳入公募基金的监管体系，利于资产管理行业的长期健康有序发展。

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：估值有空间，关注防御价值**

本周进入业绩披露期，中国平安率先公布中期业绩，利润、内含价值、营运利润等指标表现亮眼，但代理人规模、人均产能相对略有回落。同时，7 月月度保费据来看，个险新单降幅持续收窄，较年初-20%收敛至-7.3%。国寿、平安、太保、新华寿险 1-7 月累计保费同比增长 5.1%、9.2%、6.3%、8.6%。

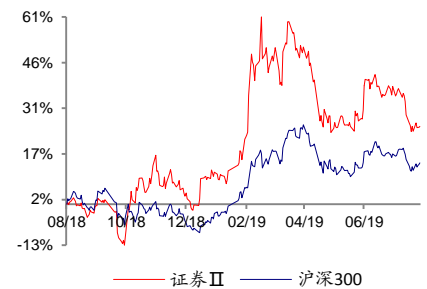
伴随国内利率市场化持续推进，短期利率下行趋势越发明显，从负债端而言，保险产品定价利率，投资端固收资产表现，均会受到一定影响。但长期来看，保险板块近年高分红高股息的特性越发成为资金寻求投资标的重要指标。当前板块估值仍然较低，按我们对四家上市公司 2019 年盈利预测，行业整体不足一倍内含价值，长期布局空间显现。建议持续关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）。

● **风险提示**

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	2019-08-18

### 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：

- 证券 II 行业：业绩增长平稳，估值回落关注板块配置机会——证券行业 7 月经营数据点评 2019-08-07
- 证券 II 行业：行业杠杆提升可期，开启新一轮成长空间 2019-07-01
- 证券 II 行业：单月业绩受累于市场不振，估值回落龙头价值体现——证券行业 5 月经营数据点评 2019-06-09

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 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	87.46	20190816	买入	92.65	8.57	10.10	10.21	8.66	1.34	1.14	26%	25%
新华保险	601336.SH	CNY	50.16	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	16.66	12.67	0.79	0.69	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	36.77	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	15.65	12.26	0.88	0.78	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	89.15	20190816	买入	103.21	8.57	10.10	9.35	7.93	1.23	1.04	26%	25%
新华保险	01336.HK	HKD	34.10	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	10.18	7.74	0.49	0.42	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	32.2	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 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	12.79	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	17.05	13.05	1.16	1.07	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.06	20190430	买入	25.40	0.85	1.05	22.42	12.18	0.96	0.90	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	21.33	20190630	买入	28.90	1.34	1.61	16.28	7.94	0.93	0.85	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.18	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	8.60	6.58	0.59	0.54	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.22	20190430	买入	16.00	0.85	1.05	11.86	9.60	0.49	0.46	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	13.64	20190630	买入	20.90	1.34	1.61	9.35	7.61	0.47	0.43	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.20	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.72	9.31	1.20	1.09	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。

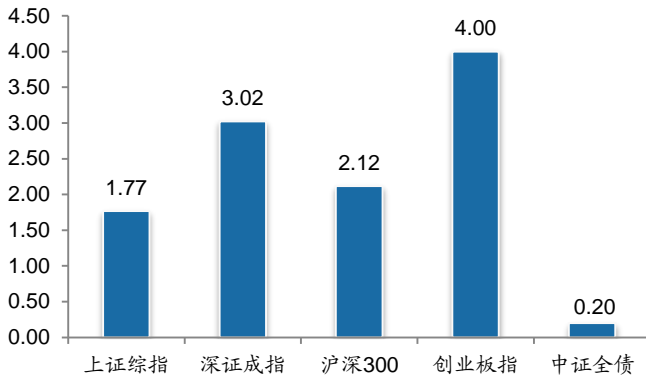
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 8 月 16 日收盘价计算

## 一周表现

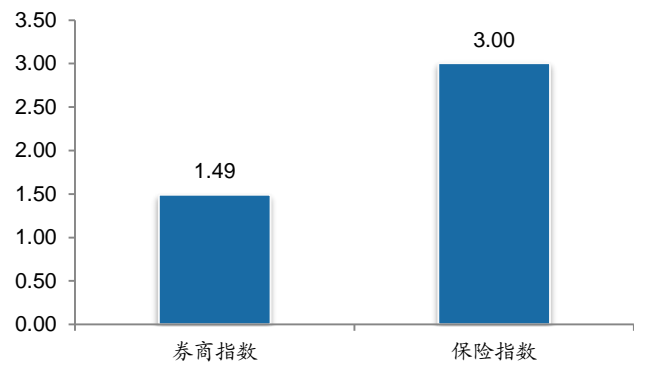
上周上证指数报2823.82点，涨1.77%；深证成指报9060.92，涨3.02%；沪深300报3710.54点，涨2.12%；创业板指数报1567.99点，涨4.00%。券商指数涨1.49%、保险指数涨3.00%。

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：估值有空间，关注防御价值

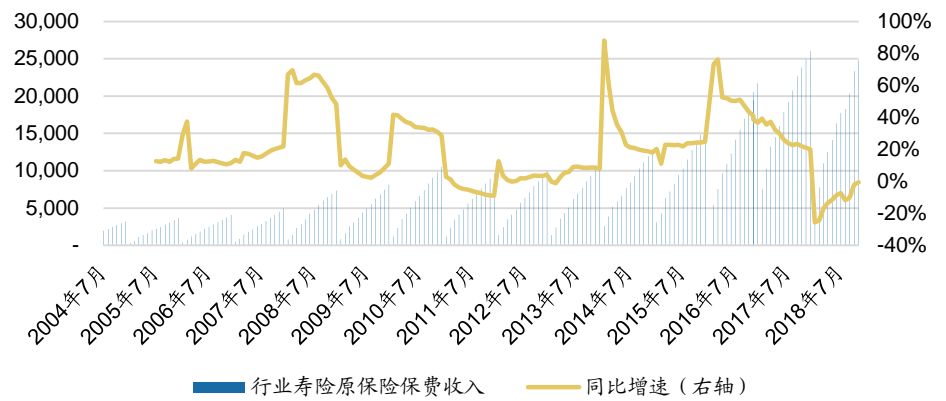
本周进入业绩披露期，中国平安率先公布中期业绩，利润、内含价值、营运利润等指标表现亮眼，但代理人规模、人均产能相对略有回落。同时，7月月度保费据来看，个险新单降幅持续收窄，较年初-20%收敛至-7.3%。国寿、平安、太保、新华寿险1-7月累计保费同比增长5.1%、9.2%、6.3%、8.6%。

伴随国内利率市场化持续推进，短期利率下行趋势越发明显，从负债端而言，保险产品定价利率，投资端固收资产表现，均会受到一定影响。但长期来看，保险板块近年高分红高股息的特性越发成为资金寻求投资标的重要指标。当前板块估值仍然较低，按我们对四家上市公司2019年盈利预测，行业整体不足一倍内含价值，长期布局空间显现。

**建议关注：**中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。**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）。

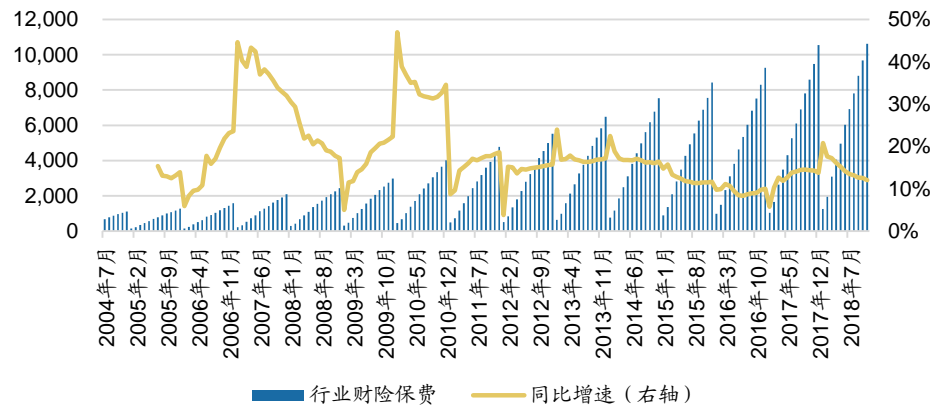
**风险提示：**保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



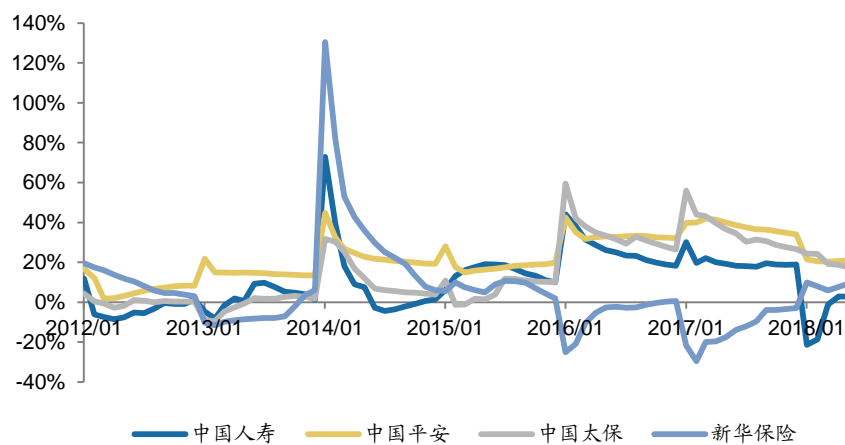
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



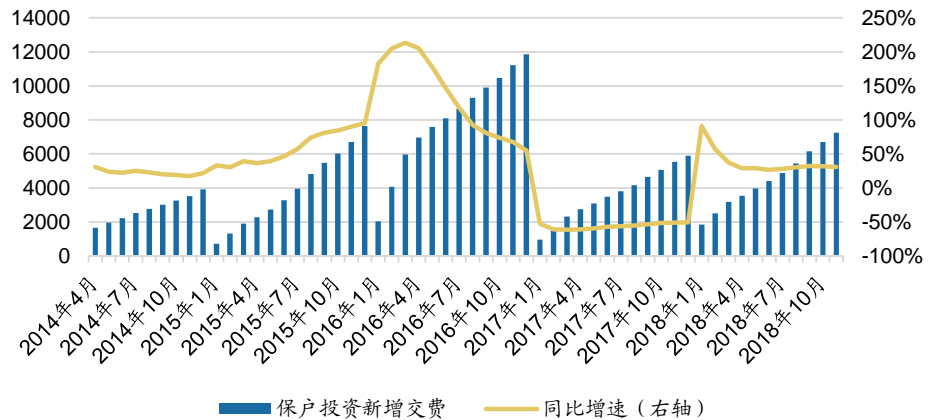
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



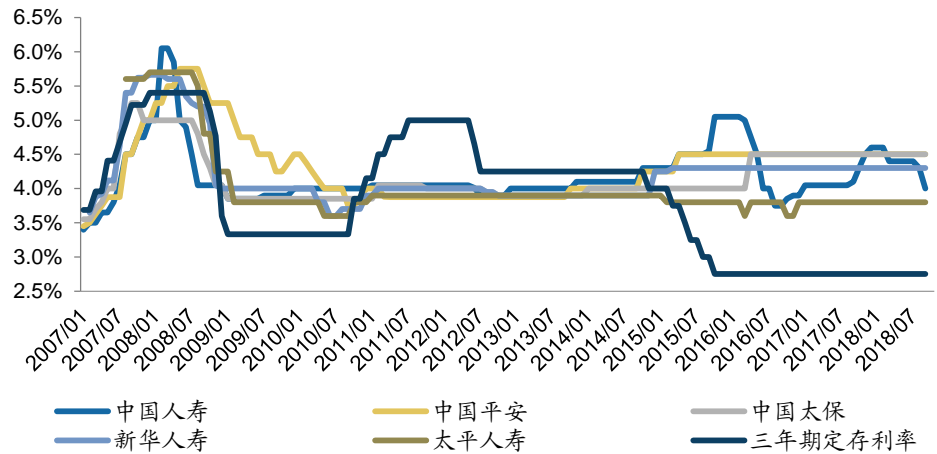
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



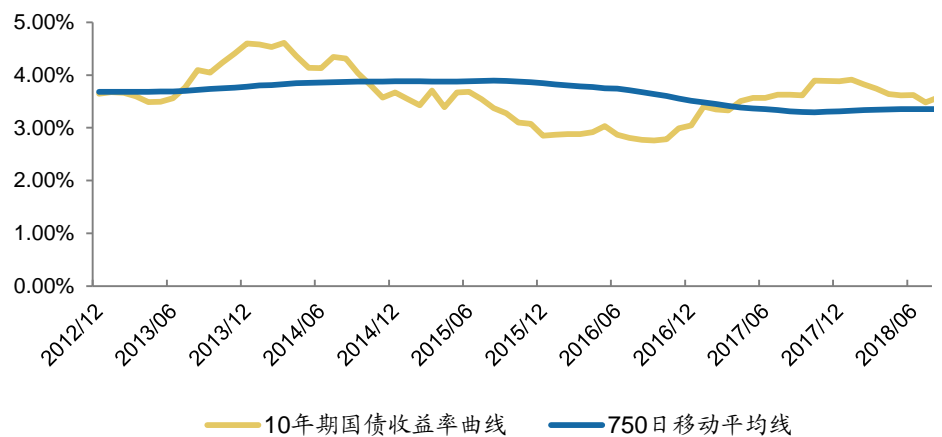
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



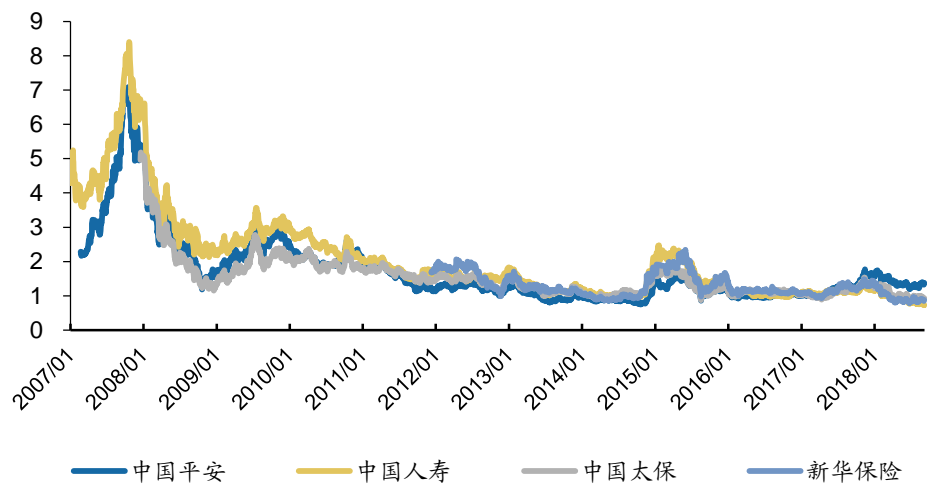
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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：LPR助推实际利率下行，非银板块有望受益其中

央行完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，可推动贷款实际利率降低。一是报价方式由参考贷款基准利率形成改为按照公开市场操作利率加点形成。公开市场操作利率主要指中期借贷便利利率，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。二是在原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种。三是报价行范围代表性增强，在原有的10家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各2家，扩大到18家。四是报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。

央行表示，通过改革完善LPR形成机制，可以起到运用市场化改革办法推动降低贷款实际利率的效果。一是LPR形成机制完善后，将对前期市场利率的下降予以更多反映；二是新的LPR市场化程度更高，打破隐性下限可促使贷款利率下行；三是明确要求各银行在新发放的贷款中主要参考LPR定价，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准；四是将银行的LPR应用情况及贷款利率竞争行为纳入宏观审慎评估（MPA），以督促各银行运用LPR定价。

从市场看，可解决贷款基准利率和市场利率并存的“利率双轨”问题，推进利率并轨，从而提高利率的传导效率，降低实体经济融资成本；企业融资渴求有望缓和；增设5年期以上的期限品种可为新增中长期贷款的利率定价提供依据；扩大报价行覆盖面，提高报价的稳定性及参考价值。

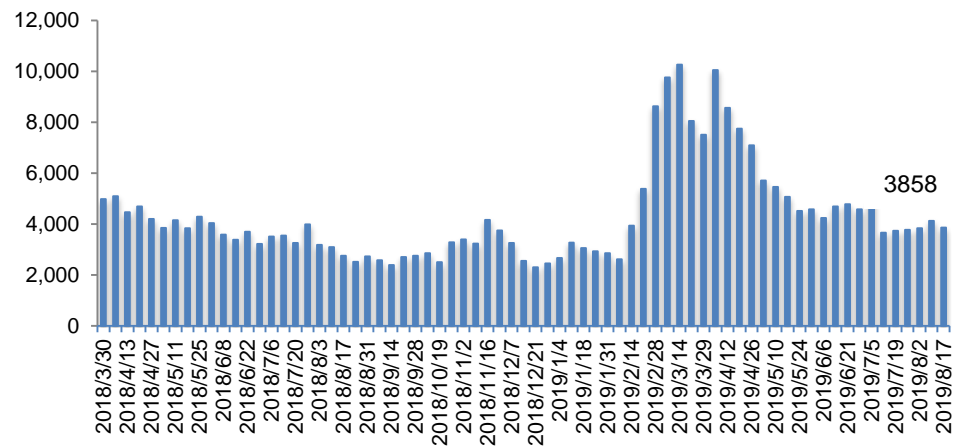
第一只券商大集合转公募已获批，为东方证券资产管理旗下的红启元灵活配置混合基金（原东方红7号）。2018年11月30日，证监会下发《大集合转公募的指引》，细化明确标准与程序，指导券商推进大集合产品转公募基金，并给予了规范过渡期。产品转型后，一是申购起点降低，不再局限于高净值客户，更好地服务于大众市场。二是定位明确，可公开进行业绩宣传，对券商业务开展有推动作用。如今总规模7000亿左右的券商大集合正式迈出了转型公募基金的第一步，我们认为，1) 将对其他券商转型提供借鉴，利于大集合产品改造的全面推进。2) 将大集合产品纳入公募基金的监管体系，利于资产管理行业的长期健康有序发展。3) 进一步发挥券商在资产管理方面的投资研究优势，助力行业规模增长。

金融稳定局局长王景武出席中国财富管理50人论坛资产新规一周年会，称要保持定力，稳妥有序推进资管行业转型。一是保持“规范金融机构资产管理业务，统一同类产品的监管标准，有效防控金融风险”的初心，坚持提倡净值型产品，限制期限错配，治理影子银行风险，服务实体经济等核心原则。二是根据实践优化转型路线，行业转型不仅是产品的转型，还涉及到客户的培育、金融机构转型，社会融资结构优化。三是金融机构应主动谋划，设计定制化整改方案，帮助平稳过渡。

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。

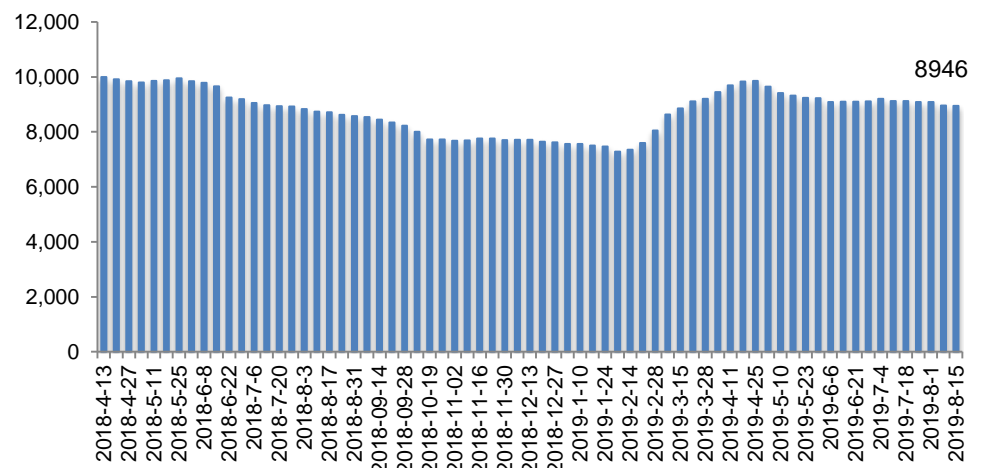


图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



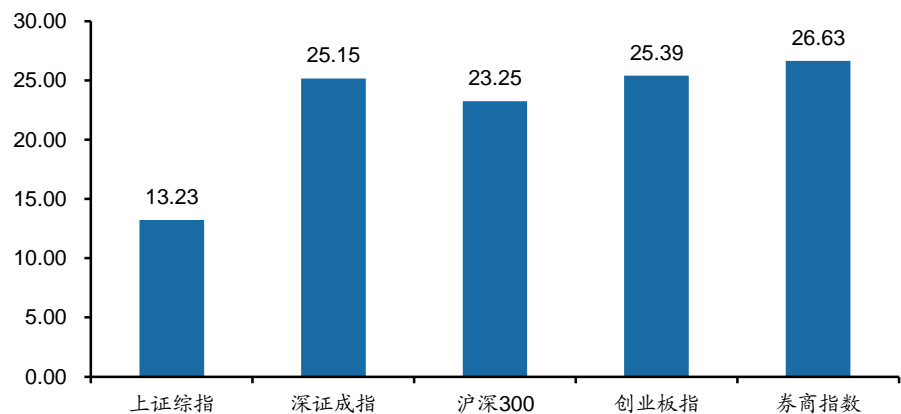
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	39.94	4.73	4.99	5.13	8.90	8.44	8.21	0.98	0.94	0.89
	高盛集团	GS.N	199.42	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	76.00	1.68	3.77	4.34	45.24	20.16	17.51	3.01	2.63	2.32
	中国太平	00966.HK	19.02	1.81	2.61	3.19	11.32	5.05	4.38	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 : 高级分析师, 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。