

分拆上市+科创板并购重组，资本市场改革深化

强于大市（维持）

——非银金融行业周观点(8.19-8.23)

日期：2019年08月26日

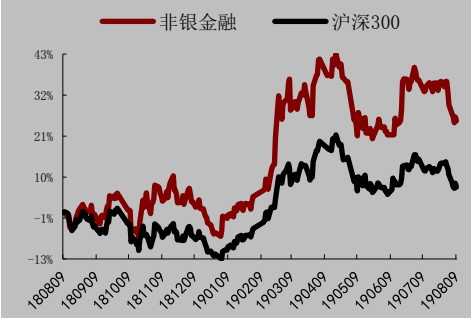
投资要点：

- **行情回顾：非银板块全线上涨，券商表现优异。**上周非银板块上涨4.13%，券商板块(5.03%)表现领先，多元板块(3.41%)和保险板块(3.40%)表现稍逊。个股方面，券商股第一创业、国信证券和中信建投表现良好，12.90%、12.84%和10.17%；保险股中国太保(8.84%)涨幅领先；多元金融股易见股份、华铁科技、安信信托涨幅居前，分别上涨7.50%、5.46%和5.41%。
- **证券行业：成交额环比下降同比涨幅缩小，两融余额略降。**上周股基日均成交5,293.06亿元，环比上升26.93%。截至上周末，2018年至今股基日均成交额5,707.20亿元，同比上升27.61%。截至8月23日，融资融券余额9156.19亿元，其中融资余额9030.39亿元，融券余额125.80亿元，8月份买入额/偿还额为101%。
- **保险行业：前6月保费同比增速扩大，财险增速有所反弹，健康险维持高增长。**1-6月行业原保费收入25537亿元，较去年同期上升14.16%。(前值14.4%)，行业保费增速有企稳迹象。6月财险增速有所反弹，健康险依旧保持高增长，单月增速达到24.6%，负债端表现仍然稳健。
- **多元金融：地产信托严监管，转型压力依旧。**64号文强调房地产信托严监管，而近期多家信托公司也收到监管窗口指导，要求控制通道业务规模。2019Q1事务管理类信托占资产余额比重仍有56%，显示行业主动管理转型空间较大，部分信托公司的展业将在短期受到较大制约。
- **投资建议：1、证券板块，**近期两融细则、风控指标计算标准修订等放松政策频出，分拆上市、科创板并购重组细则等资本市场改革政策不断落地，市场活力有望得到激发，且考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧较高业绩增速。长期看，伴随着资本市场改革不断深化，券商作为资本市场重要纽带必将最为享受改革红利。目前券商板块PB在1.7X左右，处于合理偏下区间，配置价值有所提升，维持证券行业“强于大市”投资评级。监管层扶优限劣意图依旧，证券行业的马太效应预计将增强，个股上仍然建议重点关注龙头中信证券(600030.SH)和华泰证券(601688.SH)，以及低估值的海通证券(600837.SH)。此外还建议关注评级提升、低基数、低估值的中小券商。**2、保险板块，**上市险企PEV整体估值合理，部分公司估值仍处于较低水平，受益于行业减税政策落地，上市险企高税负缓解，盈利能力明显提升，只要利率不出现超预期下行，保险股估值有望继续提升，维持保险行业“强于大市”评级，继续推荐保障型业务转型较好的纯寿险标的新华保险(601336.SH)。**3、多元金融板块，**信托公司受地产信托监管趋严影响，新增项目投放规模显著下滑，板块估值继续承压，但转型领先、主动占优的龙头依旧有配置价值；创投公司中报业绩并无亮点，尽管仍有较高资金关注度，但在避险情绪升温的情况下建议谨慎看待；此外央行发布《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021年)》，相关互联网金融标的或将有所表现。
- **风险提示：金融监管超预期；宏观经济下行风险；利率超预期下行**

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	20.83	买入
华泰证券	0.61	0.97	20.38	买入
海通证券	0.45	0.80	17.14	增持
新华保险	2.54	3.30	15.81	买入

非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年08月26日

相关研究

万联证券研究所 20190807_证券行业7月报

_AAA_业绩回落，龙头恒强

万联证券研究所 20190806_金融科技行业7月报

_AAA_Libra_推进受阻，供应链金融迎新规

万联证券研究所 20190805_非银金融行业周观点

(7.29-8.02)_保险减税增厚中报业绩，券商低基数效应初显

分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

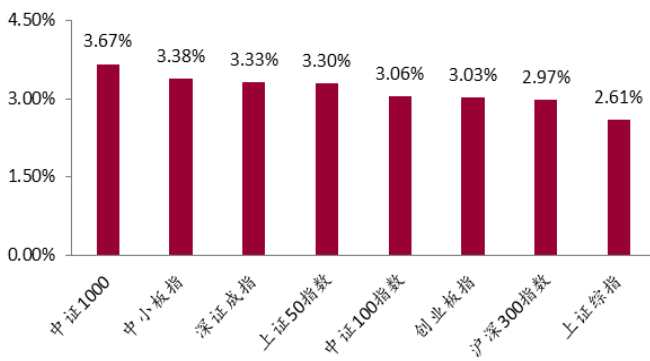
目录

1、市场概况.....	3
2、券商数据.....	4
2.1 经纪业务.....	4
2.2 投行业务.....	5
2.3 资管业务.....	6
2.4 信用业务.....	6
2.5 新三板业务.....	7
3、保险数据.....	7
4、信托数据.....	8
5、动态信息.....	9
5.1 行业热点.....	9
5.2 公司动态.....	15
6、投资建议.....	16
7、风险提示.....	17
图表 1：上周市场指数表现.....	3
图表 2：上周非银金融及板块表现.....	3
图表 3：上周各行业表现（申万一级）.....	3
图表 4：上周券商板块个股表现.....	4
图表 5：上周保险板块个股表现.....	4
图表 6：上周多元金融板块个股表现.....	4
图表 7：股基日均成交额情况（亿元）.....	4
图表 8：股基累计日均成交额情况（亿元）.....	4
图表 9：主要投行业务发行情况（亿元）.....	5
图表 10：投行发行情况（亿元）.....	5
图表 11：股票发行情况（亿元）.....	5
图表 12：债券发行情况（亿元）.....	5
图表 13：券商科创板承销业务情况.....	6
图表 14：券商集合资管业务情况.....	6
图表 15：融资融券余额情况（亿元）.....	6
图表 16：上市券商挂牌和做市数量情况.....	7
图表 17：保险业原保费累计数据（万元）.....	7
图表 18：保险业原保费单月数据（万元）.....	8
图表 19：信托资金余额情况（亿元）.....	8
图表 21：信托产品发行情况（万元）.....	8
图表 22：信托市场存续情况（亿元）.....	8

1、市场概况

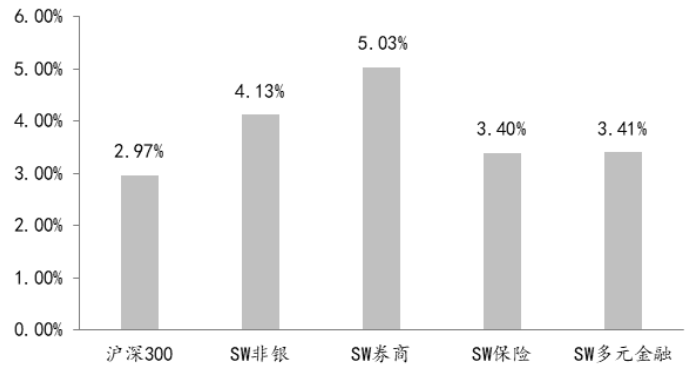
上周市场各类指数全线上涨。中证1000(3.67%)和中小板指(3.38%)涨幅居前，而上证综指(2.61%)和沪深300指数(2.97%)则涨幅较小。其他指数中，深证成指、中证100指数、创业板指分别变化3.33%、3.06%和3.03%。分行业来看，28个申万一级行业中，共27个行业上涨，其中电子、医药生物和家用电器涨幅靠前，分别上涨5.00%、4.99%和4.82%。仅农林牧渔(-1.19%)一个行业下跌。非银金融方面，在上周上涨4.13%的情况下，全年至今累计涨幅达到40.89%。细分板块来看，上周券商板块(5.03%)表现领先，多元板块(3.41%)和保险板块(3.40%)表现稍逊。年初以来，券商、保险、多元板块累计涨跌幅分别为32.02%、55.06%、2.99%。

图表1：上周市场指数表现



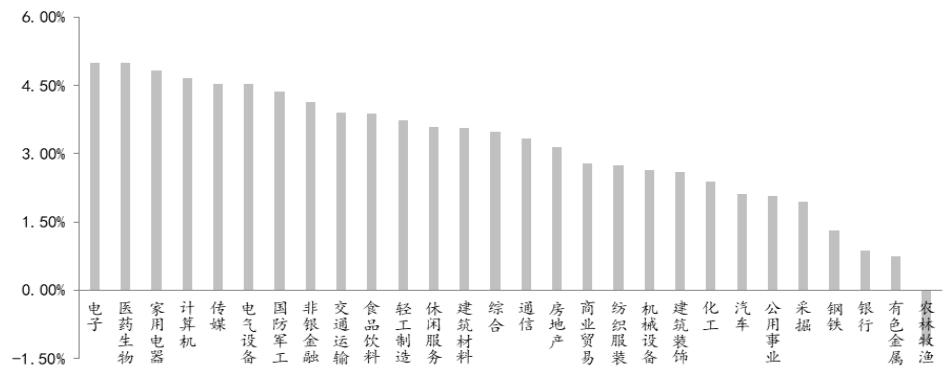
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：上周非银金融及板块表现



资料来源：wind，万联证券研究所

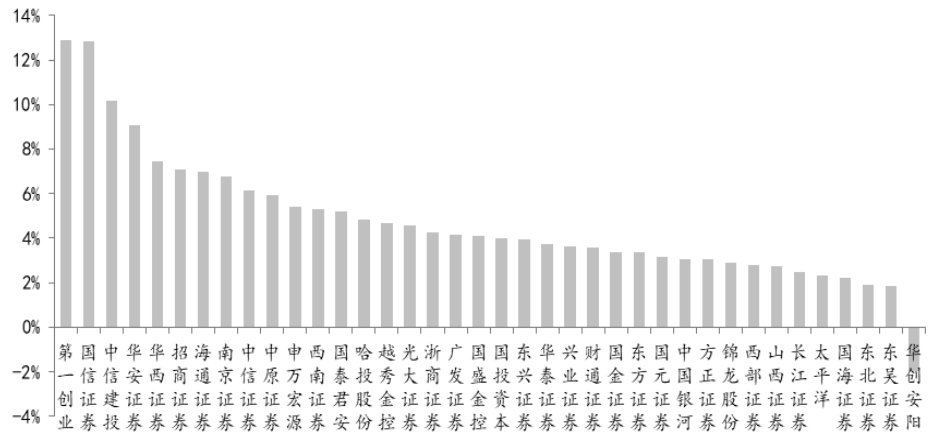
图表3：上周各行业表现（申万一级）



资料来源：wind，万联证券研究所

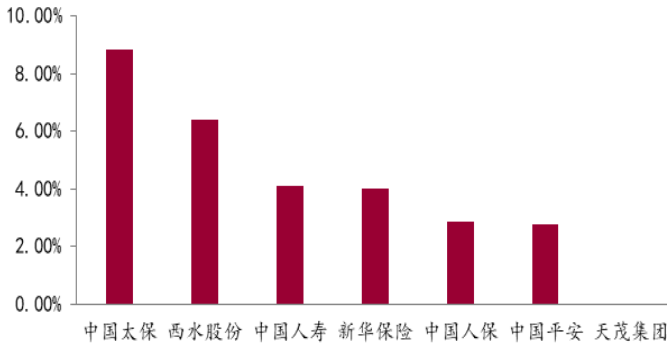
个股方面，券商板块共有37只个股上涨，其中，第一创业、国信证券和中信建投表现良好，分别上涨12.90%、12.84%和10.17%；仅华创安阳(-1.95%)有所下跌；保险股方面，四大上市险企中，中国太保(8.84%)涨幅领先，中国人寿、新华保险和中国平安的涨跌幅分别为4.11%、4.03%和2.78%；多元金融方面，大多数个股呈上涨走势，易见股份、华铁科技、安信信托涨幅居前，分别上涨7.50%、5.46%和5.41%。而新力金融(-0.40%)、江苏租赁(-0.34%)则有所下跌。其他相关个股中，东方财富、吉艾科技、海德股份和华鑫股份的涨跌幅分别为6.80%、2.97%、4.71%和4.45%。

图表4：上周券商板块个股表现



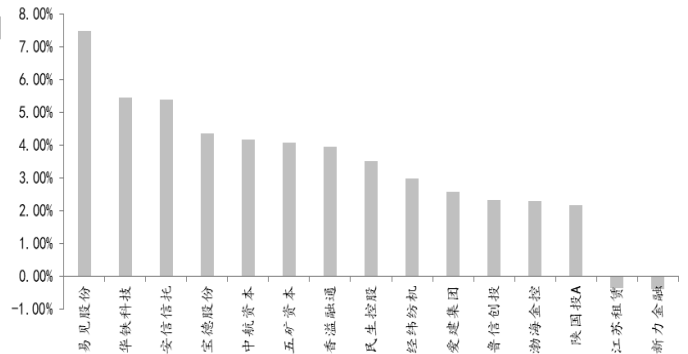
资料来源：wind, 万联证券研究所

图表5：上周保险板块个股表现



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表6：上周多元金融板块个股表现



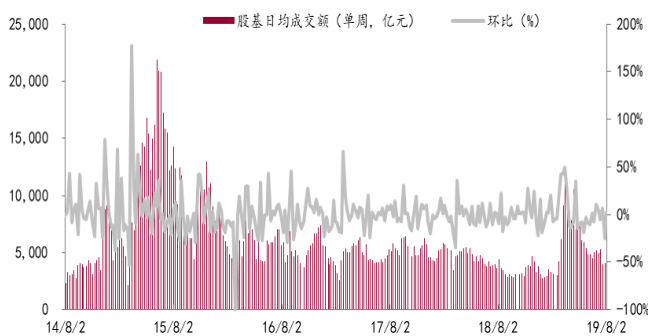
资料来源：wind, 万联证券研究所

2、券商数据

2.1 经纪业务

上周股基日均成交5,293.06亿元, 环比上升26.93%。截至上周末, 2018年两市股基累计成交额913,152.03亿元, 年初至今股基日均成交额5,707.20亿元, 同比上升27.61%。

图表7：股基日均成交额情况 (亿元)



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表8：股基累计日均成交额情况 (亿元)



资料来源：wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务

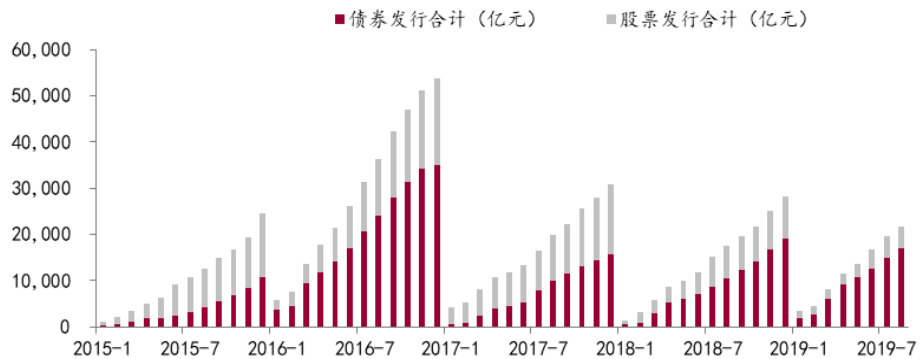
2019年年初至今,权益市场发行规模合计4,720亿元,其中1,138亿元为IPO项目,3,448亿元为增发项目;而债券市场方面,截至上周末,企业债、公司债、可转债的市场发行规模分别为2,047元、13,443亿元、1,603亿元,合计17,092亿元。2010年至今,IPO、增发、配股、公司债、企业债、可转债发行情况如下表:

图表9: 主要投行业务发行情况 (亿元)

年份	股票发行				债券发行 (核心债券)			
	IPO	增发	配股	合计	企业债	公司债	可转债	合计
2010	4,886	3,506	1,453	9,845	2,827	512	717	4,056
2011	2,705	3,754	324	6,783	2,485	1,291	413	4,190
2012	995	3,727	70	4,792	6,499	2,623	164	9,286
2013		3,510	457	3,967	5,007	2,263	520	7,789
2014	666	6,752	139	7,557	11,629	3,028	841	15,498
2015	1,578	13,723	41	15,342	3322	7421	98	10,694
2016	1,634	18,092	299	20,025	6,505	28,292	195	34,993
2017	2,186	10,197	203	12,586	3,736	10,985	947	15,668
2018	1,375	7,581	189	9,144	2,394	15,913	791	19,098
2019	1,138	3,448	134	4,720	2,047	13,443	1,603	17,092

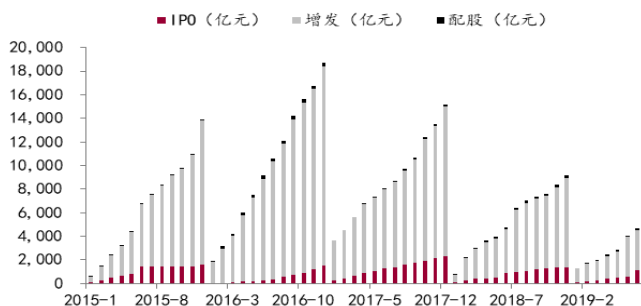
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 投行发行情况 (亿元)



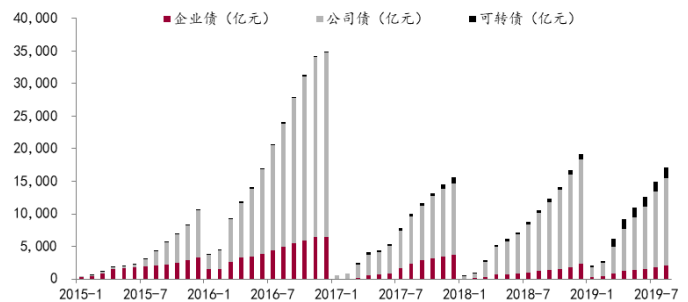
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 股票发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

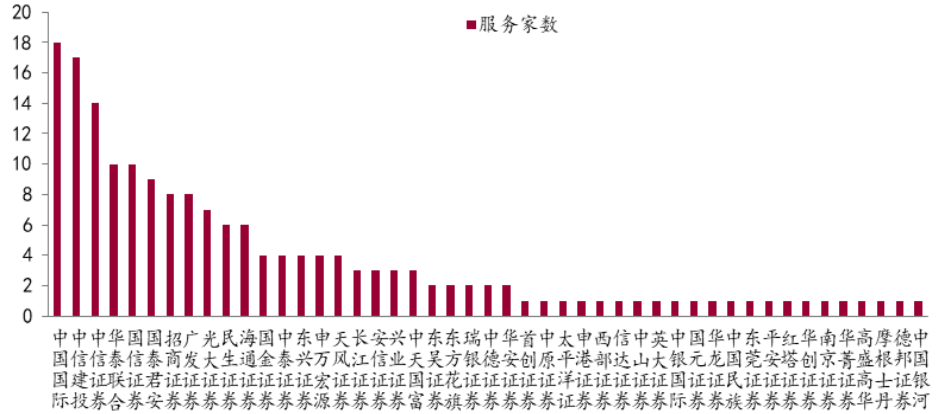
图表12: 债券发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

截止上周末，券商中以中金公司（18家）、中信建投（17家）、中信证券（14家）科创板承企业数量排名靠前。

图表13：券商科创板承销业务情况

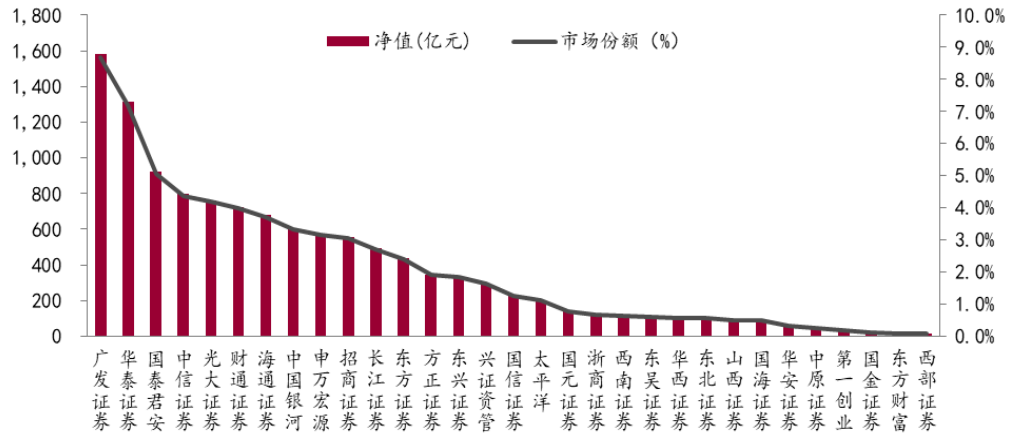


资料来源：wind，万联证券研究所

2.3 资管业务

截至上周末，券商集合资产管理规模净值18,213.76亿元。上市券商层面，资产管理规模净值以广发证券(1,584.43)、华泰证券(1,312.10)和国泰君安(921.29)表现领先，财通证券作为中小券商取得725.18亿元的资产管理规模净值，表现不俗。

图表14：券商集合资管业务情况



资料来源：wind，万联证券研究所

2.4 信用业务

截至8月23日，融资融券余额9156.19亿元，其中融资余额9030.39亿元，融券余额125.80亿元，8月份买入额/偿还额为101%。

图表15：融资融券余额情况（亿元）

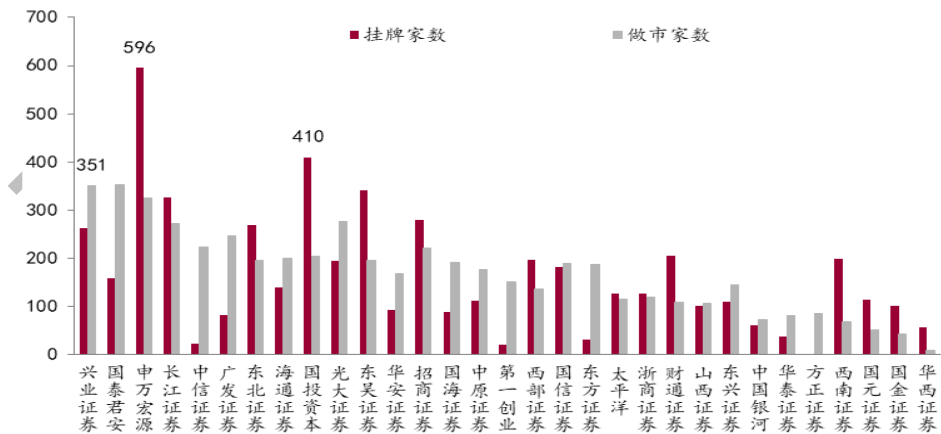


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.5 新三板业务

截至上周末, 新三板挂牌企业数量9347家, 其中2019年新挂牌201家。券商中以申万宏源证券 (596家)、安信证券 (国投资本, 410家)、开源证券 (378家) 挂牌企业数量排名靠前, 以中泰证券 (356家)、国泰君安 (352家)、兴业证券 (351家) 做市企业数量排名靠前。

图表16: 上市券商挂牌和做市数量情况

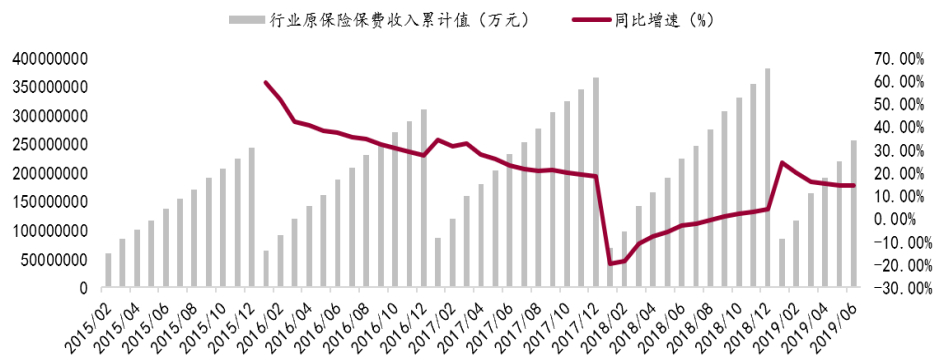


资料来源: wind, 万联证券研究所

3、保险数据

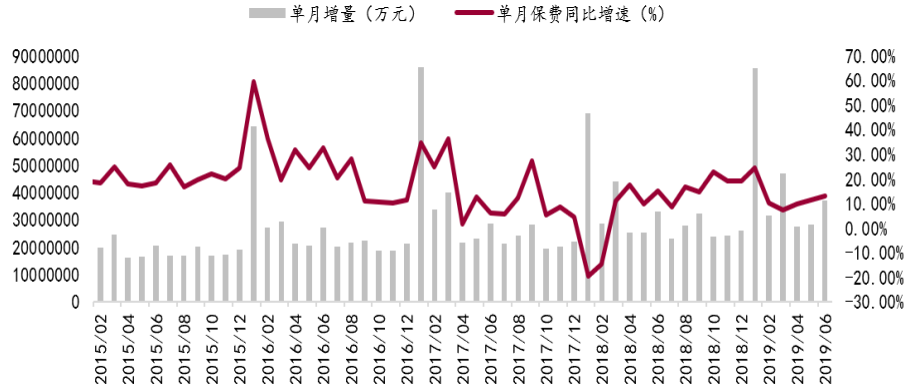
从银保监会公布的行业保费数据来看, 2019年6月行业原保费收入为25537亿元, 较去年同期上升14.16%。

图表17: 保险业原保费累计数据 (万元)



资料来源: 银保监会, 万联证券研究所

图表18: 保险业原保费单月数据 (万元)



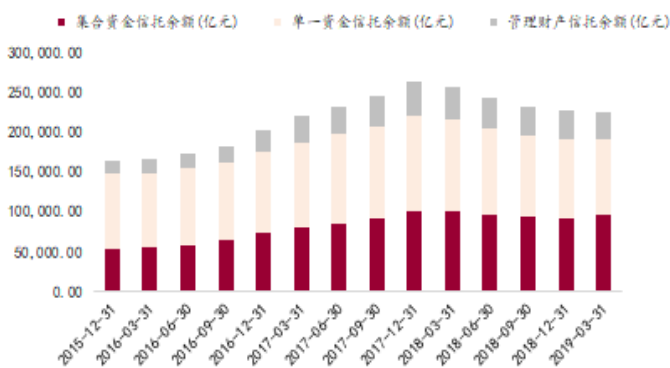
资料来源: 银保监会, 万联证券研究所

4、信托数据

信托业协会数据显示,截至2019年一季度末,信托行业资产余额合计225,392.44亿元,其中集合资金信托余额94,898.65亿元,占比42.10%,单一资金信托余额95,351.23亿元,占比42.30%,管理财产信托余额35,142.56亿元,占比15.59%。较18年四季度末而言,19年第一季度资产余额规模下滑0.71%,其中单一资金信托余额规模下滑达到3.07%。而信托资金到期情况来看,2019年8月末将有1,033只产品到期,合计到期规模达到4,846亿元,其中集合信托到期2,566亿元,单一信托到期1,504亿元,管理财产信托到期415亿元。

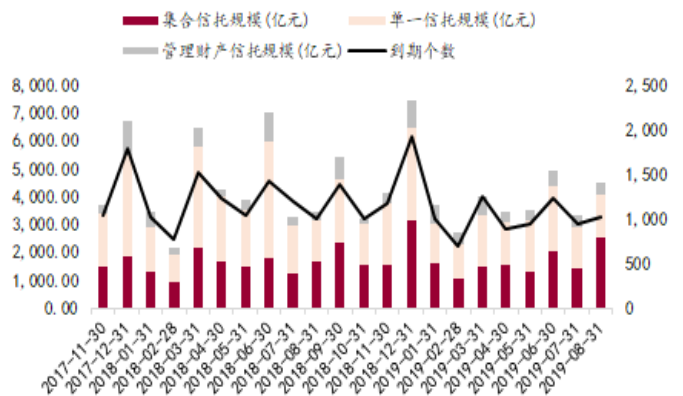
就单周情况来看,根据wind统计口径,上周信托市场周平均发行规模为2.109亿元,平均预计收益率为7.10%。存续产品方面,截至上周末信托市场存续规模为35,008亿元,较前一周下跌-0.26%。

图表19: 信托资金余额情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

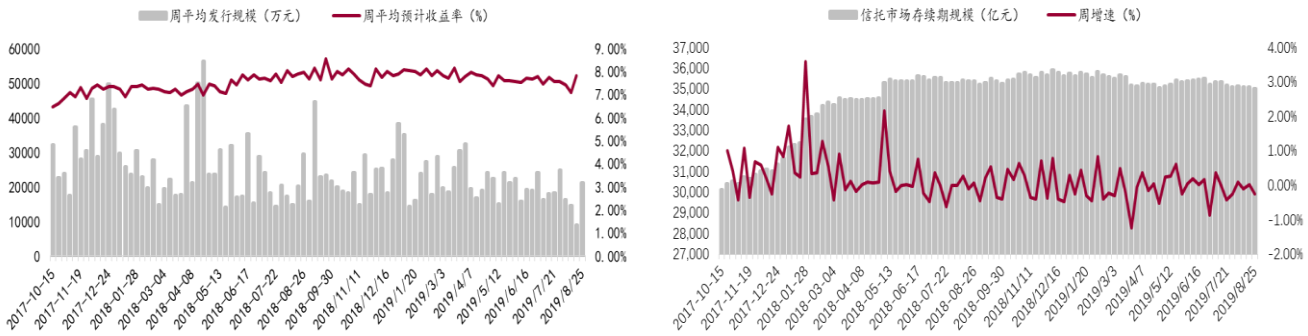
图表20: 信托资金到期情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表20: 信托产品发行情况 (万元)

图表21: 信托市场存续情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

5、动态信息

5.1 行业热点

【券商】证监会：就《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》公开征求意见

日前，证监会起草了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》（以下简称《若干规定》），自8月23日起向社会公开征求意见。

证监会于2019年1月30日发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。实施意见明确，“达到一定规模的上市公司，可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。”近年来，上市公司经营战略更加多元，借助分拆实现业务聚焦和均衡发展的需求逐步凸显。允许符合一定条件的上市公司分拆在境内上市，是我国资本市场发展的必然要求，对更好地服务科技创新和经济高质量发展具有积极意义。为此，证监会审慎评估市场发展情况和实体经济需求，总结A股上市公司分拆到境外上市的监管经验，研究制定了《若干规定》，规范分拆试点条件和流程，开展A股上市公司分拆在境内上市试点。

《若干规定》主要包括：一是明确分拆试点条件。对拟分拆上市公司设置盈利门槛、限制拆出资产的规模，保障上市公司留有足够的业务和资产支持其独立上市地位；要求拟分拆上市公司达到规范运作标准、分拆后母子公司均符合“三分开两独立”要求。二是规范分拆上市流程。上市公司分拆应按照重大资产重组的规定充分披露信息，履行股东大会特别决议程序，分拆后子公司发行上市应遵守首次公开发行股票上市、重组上市的有关规定。三是加强对分拆上市行为的监管。证监会、证券交易所将依法追究违法违规责任；强化中介机构职责，由财务顾问对上市公司分拆后的上市地位开展为期一年以上的持续督导。

下一步，证监会、证券交易所将高度重视市场关切问题，对分拆上市试点中发现的虚假信息披露、内幕交易、操纵市场，尤其是利用分拆上市进行概念炒作、“忽悠式”分拆等违法违规行为加大打击力度。同时，抓住分拆行为的信息披露、分拆后发行上市或重组上市申请、分拆后母子公司日常监管三个环节，加强对同业竞争、关联交易的监管，严防上市公司利用关联交易输送利益或调节利润等损害中小股东利益的行为。

欢迎社会各界提出宝贵意见，证监会将根据公开征求意见反馈情况，进一步修改完善并在履行相关程序后发布实施。

【券商】证监会：关于发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》

为落实科创板上市公司（以下简称科创公司）并购重组注册制试点改革要求，建

立高效的并购重组制度，规范科创公司并购重组行为，证监会发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》（以下简称《特别规定》）。

《特别规定》坚持市场化、法治化原则，突出科创板制度的包容性和适应性，对科创公司重大资产重组认定标准、发行定价机制、创新试点红筹企业并购重组等重点问题作出规定。《特别规定》明确，科创公司发行股份购买资产实施注册制，由上海证券交易所进行审核，证监会收到上海证券交易所报送的审核意见等相关文件后，在5个工作日内对科创公司注册申请作出同意或者不予注册的决定。注册制的实施，将有效提升科创公司并购重组效率。

证监会将继续深化并购重组体制机制改革，推进科创公司并购重组制度建设，服务实体经济发展。科创板上市公司重大资产重组特别规定

第一条 为了规范科创板上市公司（以下简称科创公司）重大资产重组行为，根据《证券法》《公司法》《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）《科创板上市公司持续监管办法（试行）》以及相关法律法规，制定本规定。

第二条 科创公司实施重大资产重组或者发行股份购买资产，应当遵守《重组办法》、本规定等上市公司并购重组的有关规定。《重组办法》等有关规定与本规定不一致的，适用本规定。

第三条 上海证券交易所对科创公司发行股份购买资产进行审核，并对信息披露、中介机构督导等进行自律管理。上海证券交易所经审核同意科创公司发行股份购买资产的，报中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）履行注册程序。中国证监会收到上海证券交易所报送的审核意见等相关文件后，在5个工作日内对科创公司注册申请作出同意或者不予注册的决定。科创公司根据要求补充、修改申请文件，以及中国证监会要求独立财务顾问、证券服务机构等对有关事项进行核查的时间不计算在本款规定的时限内。

第四条 科创公司实施重大资产重组，按照《重组办法》第十二条予以认定，但其中营业收入指标执行下列标准：购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占科创公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上，且超过5000万元人民币。

第五条 科创公司拟实施重大资产重组，构成《重组办法》第十三条规定的交易情形的，拟置入资产的具体条件由上海证券交易所制定。

第六条 科创公司发行股份的价格不得低于市场参考价的80%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。

第七条 实施重大资产重组或者发行股份购买资产的科创公司为创新试点红筹企业，或者科创公司拟购买资产涉及创新试点红筹企业的，在计算重大资产重组认定标准等监管指标时，应当采用根据中国企业会计准则编制或调整的财务数据。科创公司中的创新试点红筹企业实施重大资产重组，可以按照境外注册地法律法规和公司章程履行内部决策程序，并及时披露重组报告书、独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告或者估值报告。

第八条 上海证券交易所应当制定符合科创公司特点的并购重组具体实施标准和规则，报中国证监会批准。

第九条 科创公司发行优先股、非公开发行可转债、定向权证、存托凭证购买资产或与其他公司合并的，参照适用《重组办法》、本规定等有关规定。

第十条 本规定自公布之日起施行。

【保险】安永：中国保险市场量减质升

安永日前发布了《2018-2019保险业风险管理白皮书》(简称“报告”),安永大中华区保险业务主管合伙人黄悦栋表示,2018年对于我国保险行业来讲,是转型与回归的一年。截至2018年底,全国原保险保费收入达38,016.62亿元人民币,同比增长3.92%。整体来看,国内保险市场量减质升,业务结构加速调整,经历着从重规模向高质量发展的关键转型期。

细分领域有发展空间

“2018年对中国保险行业而言,是坎坷的一年,也是里程碑式的一年。”安永表示,银保监会发布的《2018年保险统计数据报告》和《2018年保险业经营情况表》显示,2018年中国保险业全年原保险保费收入38,016.62亿元,同比增长3.92%。与2017年保险业原保险保费收入同比增幅18.16%相比,2018年我国保险业保费收入增速大幅度放缓。安联集团经济研究中心发布的《2019年全球保险市场调研报告》显示,2018年中国保费增长落后于全球,仅占全球保费增长的4%,2017年这一数值则高达58%。

报告认为,2018年并不是中国保险业繁荣的终点,而是从重规模转向重质量的重要转折点。2011年受银保市场监管趋严的影响,自2000年后我国保费增长第一次出现落后全球增长的情况。与2011年的情况相似,2018年我国保险市场规模的紧缩也主要是受监管政策纠偏的影响。受“保险回归保障本源”监管理念的引导,保险公司积极加速业务结构的优化变革,纠正“重理财、轻保障”的发展思路,为我国人民的美好生活提供高质量的风险保障。2018年保险业提供保险金额6,897.04万亿元,同比增长66.23%,风险保障功能凸显。

从保险业扩军的角度来看,报告指出,保险行业的发展也获得了资本市场的充分认可。2016年到2017年间,共有24家新保险公司获批筹建,其中有14家为寿险公司(包含1家养老险公司和2家健康险公司),大量上市公司参与新筹保险公司。此外,专业养老险公司和健康险公司的筹建也体现了保险行业在扩大规模的同时,开始向深度和细分业务发展,我国保险行业细分领域仍有巨大的成长空间。

非标投资占比下降

2018年金融环境的不确定性显著上升,各金融机构所面临的风险整体增加,市场风险和信用风险显著提升。在此背景下,安永认为,高风险低利率的市场环境对保险公司的投资能力提出了更高的要求,保险资金要避免高风险博弈,尽量谋求长期稳定、多元化的投资。数据显示,近年来保险资金运用结构有较大变化,银行存款和债券的投资比例整体呈下降趋势;而其他投资占比大幅上升,并于2016年超越债券成为保险公司最热门的投资种类,这也意味着保险公司呈现多元化的投资趋势。

报告指出,2018年我国保险公司资金运用余额为164,088.38亿元,同比增长9.97%。其中,银行存款占比14.85%,较2017年的12.92%有小幅增加,应与2018年市场波动大、投资收益下滑等因素有关;债券投资56,382.97亿元,占比34.36%;股票和证券投资基金为19,219.87亿元,占比11.71%;其他投资占比39.08%,虽仍位列榜首,但较2017年的40.19%下降了一个百分点。其他投资主要集中在非标资产,包括固定收益的债权类和权益投资的股权类。

安永认为,2018年受市场政策影响非标资产供给下降,在供给减少的同时,保险公司投资策略更加稳健,严选优质项目,导致投资端可选的非标产品较少,险资对非标等其他投资配置占比下降。

【保险】邢炜：高水平开放背景下的中国保险业高质量发展

党的十八大以来,我国启动了新一轮高水平对外开放。在这一大背景下,2018年以

来，我国政府和监管部门出台了一系列扩大金融保险服务业对外开放的新举措，核心内容是大幅放宽外资机构市场准入。在各项政策作用下，保险业对外开放呈现加速推进的积极态势，这将对我国保险业的高质量发展产生重要影响。

对外开放是保险业改革发展的重要动力

改革开放 40 年来，在党的领导下，中国保险业走过了从无到有、从小到大的发展历程。深入总结发展经验，其中一个重要动力就是在自力更生的同时不断加强对外开放，以开放促改革、以开放促发展、以开放促创新，可以说对外开放是保险业改革发展的重要动力。

第一阶段：1979-2001 年

1979 年，经国务院批准，国内保险业复业，对外开放步伐随之启动。

一方面，积极“走出去”。这一时期，人保驻伦敦联络处成立，平安、太保先后在香港成立子公司，中国出口信用保险公司成立，为中国企业的出口业务提供外汇等方面的风险保障。

另一方面，大胆“引进来”。经国务院批准，美国友邦在 1992 年率先在上海设立分公司，开启外资险企入华的先河。随后日本东京海上、加拿大宏利等先后进入中国市场。截至 2001 年底，共有外资保险公司 29 家。

第二阶段：2001-2012 年

2001 年 12 月我国加入世贸组织，2002 年 11 月党的十六大胜利召开，我国保险业由此进入了大幅对外开放和加速发展时期。

一是政府和监管加大开放政策力度。根据入世时的承诺，逐步取消经营地域限制，允许外国寿险公司提供健康险、团体险和养老金/年金险服务，分别允许合资寿险和非寿险公司外资股比达到 50% 和 51%。2004 年 3 月，原保监会审议通过《外资保险公同管理条例实施细则》，初步建立起专门的外资保险机构管理制度。

二是外资机构加速进入中国市场。这一时期，德国安联集团、法国安盛集团、英国保诚集团、荷兰国际集团、美国大都会人寿、日本生命人寿、加拿大永明人寿、伦敦劳合社、瑞士再保险、德国慕尼黑再保险等国际知名保险机构，纷纷通过合资等方式布局中国保险市场，在华外资保险公司增至 46 家。

三是我国保险机构“走出去”取得较大进展。这一时期，人保在香港设立财险子公司，太平在澳门和新加坡设立财险子公司，中再在伦敦成立再保险子公司，中国信保累计支持企业获得融资超过 1 万亿元人民币，平安收购欧洲富通集团，成为中国保险企业首次市场化的大型境外并购。

第三阶段：2012 年至今

2012 年 11 月，党的十八大胜利召开，在以习近平同志为核心的党中央领导下，金融保险业进入高水平对外开放的新阶段。

一是国家层面统筹推进开放大局。2018 年 4 月，习近平总书记在博鳌亚洲论坛上提出“放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的重大措施要确保落地”，同时强调“加快保险行业开放进程”。2019 年 7 月，李克强总理在夏季达沃斯论坛上表示“将原来规定的 2021 年取消证券、期货、寿险外资股比限制提前至 2020 年”。这表明，加快保险业对外开放已成为党中央国务院推进我国全面对外开放格局的重要内容。

二是监管部门加速出台具体政策。在党中央领导下，银保监会陆续出台了一系列政策，主要包括：2018 年 4 月出台“取消外资保险机构设立前需开设 2 年代表处的

要求”等 15 条措施，2019 年 5 月出台“允许境外金融机构入股在华外资保险公司”等 12 条措施，2019 年 7 月出台“缩短外资人身险公司外资股比限制从 51%提高至 100%的过渡期至 2020 年”等 7 条措施，政策步伐不断加快。

三是对外开放水平不断提升。截至目前，共有来自 16 个国家和地区的境外保险机构在华设立了 59 家外资保险机构，共有来自 22 个国家和地区的境外保险机构在华设立了 132 家代表处，首家外资保险控股公司安联（中国）保险控股有限公司、首家外资养老保险公司恒安标准养老保险有限责任公司相继获批筹建，外资保险机构保费市场占有率增至 6.84%。保险业协会行业交流数据显示，2019 年上半年，外资人身险公司保费收入同比增长约 48%，增幅大大高于中资人身险公司。可以说，外资机构已成为中国保险市场的重要组成部分。

高水平开放是保险业高质量发展的必然要求

开放带来进步，封闭必然落后。改革开放 40 年来，保险业正是在不断开放中发展壮大起来的。1980~2018 年，我国原保险保费收入从 4.6 亿元增至 3.8 万亿元，全球排名从第 68 位跃升至第 2 位，在全球保险市场中的份额从不足 0.1%增至 11%，成为全球保险市场的主要增长引擎。但不可否认，我国保险业发展质量还不够高，人民群众不断升级的保障需求与不平衡不充分的保障供给之间还存在深刻矛盾，发展理念、发展方式、发展动力等方面还需要进一步转型。为了更好实现保险业高质量发展，推动高水平开放是必然选择。

一是有利于行业更好服务国计民生。

2018 年，我国保险深度 2724.46 元/人、保险密度 4.2%，较同期全球平均水平（683.83 美元/人、5.4%）还有差距，与发达市场差距更大；此外，税延型商业养老保险试点刚刚起步，健康保险赔付支出在全国卫生总费用中的占比刚突破 3%，保险赔付支出在自然灾害直接损失中占比仅为 3%左右，农业保险覆盖范围和层次还不足等。而一些优秀外资险企在养老、健康、巨灾、农险等领域有相对成熟的模式和丰富的产品，扩大开放有利于丰富保障供给，利用外资险企的产品服务来满足人民群众的保险保障需求。

二是有利于行业不断增强发展活力。

1992 年，友邦在上海设立分公司后，引进营销员体制，带来长期寿险、健康险等新业务，丰富了市场供给，也开启了人身险高速增长阶段。2018 年，寿险、健康险业务在总保费收入中占比分别达 54.47%、14.34%，成为拉动保费增长的主动力；个险保费收入占人身险公司保费收入比重达 58.84%，成为行业保费收入的主渠道。2001 年中国加入世贸组织后，加速了投连、分红、万能等新险种的引进和发展，带动车险条款费率改革步伐，带来股份制改造和公司治理的经验。可以说，开放没有使中国保险业削弱，反而使中国保险业逐步强大。

三是有利于行业加快转变发展方式。

当前，我国保险业正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展理念、发展方式、发展动能都在深刻转型，过去的资产驱动负债模式、“负债本币化、资产美元化”的经营思路、片面注重短期理财产品的业务结构、高投入高成本高消耗的粗放发展模式已经难以为继。在具体转型及如何实现等方面，外资险企在公司治理、经营管理、业务流程等方面具有比较成熟的经验或独有的特色，可以提供很好的借鉴，扩大开放有利于我国保险业取长补短、加速推进自身转型升级和高质量发展。

四是有利于行业纵深拓展市场空间。

一方面，在与外资机构开展竞争与合作中，中资保险机构可以更深入理解国际保险市场的文化、规则与技术，更深刻地观察国际同行如何对其加以运用、实现全球展业。这有利于中国保险业更好“走出去”，既增强了全球资产配置能力，又为“一带一路”建设和我国实体经济“走出去”提供了更高质量的保障服务。另一方面，我国保险市场发展潜力巨大、保障需求旺盛、增长动能强劲，据瑞再 Sigma 报告研究预测，2030年后中国有望成为全球最大保险市场。在现阶段扩大保险业对外开放，有利于双方携手、共同拓展中国市场这片巨大的蓝海。

同时也应该看到，对外开放不可避免会带来一系列挑战。一方面，风险更加复杂多样，境外信用风险、合规风险、反洗钱风险和汇率风险增大，风险传递和风险共振的可能性大大提高。另一方面，我国保险市场体系内生的公司治理失效风险、资产负债错配风险等也将更充分地暴露出来。除中外资机构间的竞争加剧可以预料之外，特别是中小保险机构将面临较大压力。但挑战是短期性的，机遇是长期性的；挑战是局部性的，机遇是全局性的，总体上看还是机遇大于挑战。

以高水平开放推动保险业高质量发展

以开放促改革，是保险业过去几十年的发展经验；以高水平开放推动高质量发展，是保险业的当务之急，也是事关未来长远发展的重大战略课题。行业应当在借鉴国际有益经验的基础上，立足自身实际，实现发展理念、发展方式、发展动力、发展战略等各方面的全面升级。

一是坚决转变发展理念。

坚持全面贯彻以人民为中心的发展理念，切实转变过去把保险作为融资平台赚快钱的惯性思维，坚决摒弃“重规模、轻合规”的粗放发展模式。坚持包容普惠的发展理念，贯彻普惠金融原则，坚持经济效益与社会效益相统一，借鉴国际经验大力发展养老、健康、农业、巨灾等更具保障性的业务。坚持推进保险回归保障本源，构建服务实体经济、服务民生保障、服务社会治理的大格局。

二是切实防范化解风险。

从根本入手，抓住公司治理这个风险管理的“牛鼻子”，通过全面加强党的领导和党的建设、严格规范股权管理、增强股东约束、规范“三会一层”建设、完善发展战略规划和风险管理机制等举措，切实提升行业公司治理的合规性和有效性。向重点发力，继续保持偿付能力充足稳定，切实防范资产负债错配风险，建立风险管理框架，丰富资产负债管理工具，保持流动性合理充裕。

三是大力深化供给侧改革。

优化机构体系，完善大中小机构布局，注重发展专业化、特色化保险机构，进一步构建多层次、广覆盖、有差异的保险机构体系。优化市场体系，根据高质量发展的要求重新设计公司的组织架构、业务流程、考核体系，控制和降低成本、增强激励约束机制。优化产品服务体系，真正把“以客户为中心”理念落到实处，从客户需求出发，推出更多保障性强、消费者满意的产品服务，同时开发差异化、定制化产品服务，优化客户体验。

四是积极推进保险科技创新。

充分利用我国“互联网+”政策的红利，积极打造自身竞争优势。可以抓住现有海量客户资源，加快运用保险科技创新成果，赋能于客户画像、精准营销、精准定价、智能销售、快速理赔、增值服务等全流程各环节，实现成本控制和价值提升；也可以从保险服务出发，以科技手段为桥梁，与汽车产业、健康产业、文化产业等不同产业实现融通发展，打造“保险+”式的产业链和生态圈，通过技术创新推动商业模式变革。

充分发挥协会在服务保险业高质量发展和高水平开放中的作用

中国保险行业协会是保险业的全国性自律组织。未来 4 年，是我国保险业高质量发展和高水平开放的重要时期，也是保险业协会聚焦主责主业、更好发挥职能作用、全面提升服务能力的重要阶段。新一届理事会将坚持以自律为核心，综合发挥服务、维权、交流、宣传等职能，围绕当前形势，重点从三方面开展工作。

一是坚持聚焦主责主业。

当前，协会已经基本建立以自律公约、示范条款、风险费率、团体标准、信息披露、教育培训为手段，涵盖各险种各领域的协会自律体系。下一步，将聚焦主责主业，突出重点、难点开展自律。在财产险领域，主要是服务行业治理车险乱象，同时加快制定和发布农业保险、责任保险、保证保险等领域示范条款和纯风险费率，提升非车险领域的标准化水平。在人身险领域，适应人身险产品改革需要，开展人身保险产品信息披露制度建设和保险产品通俗化、简单化、标准化研究。

二是坚持专业化发展方向。

大力提升协会工作的专业水准，准确把握监管政策、深入了解保险市场、熟练运用自律手段，打造专业化的社团组织。当前正在开展的研究有：行业应对重大灾害风险事故处理机制研究，商业养老保险产品（契约型）的范围研究，人身保险业责任准备金评估利率形成机制研究，重大疾病定义研究，税优健康险调研等。未来，将持续选择行业发展中的重点热点问题，组织力量集中开展研究，努力推出一批更具前瞻性、引领性、专业性的成果，为行业转型发展提供更好的智力支撑。

三是积极推动中外资保险机构交流合作。

协会作为行业交流的桥梁纽带，有责任推动中外资机构加强沟通合作。目前，协会每年组织中国寿险业十月峰会等行业交流会议，邀请国内外保险企业主要负责人参会，分享发展经验，探索合作之道。成立外资保险公司专业委员会，现有 46 家在华外资保险机构加入，每年召开会议，研讨“一带一路”等行业共同关心的问题。持续举办、参加两岸四地保险业论坛，推动保险业交流合作。参加亚洲费率厘定论坛，与亚洲各保险市场分享发展经验。与全球 50 余个国家和地区的保险业组织签署合作备忘录，每年接待数十次国际同行来访。向政府部门和监管机构反馈中外资保险机构的合理诉求和呼声，维护行业发展合理权益等。未来，将继续探索新的工作机制，为促进中外资保险机构合作共赢提供更多更好的服务。

5.2 公司动态

【新华保险】关于董事、监事任职资格获北京银保监局核准、监事退任的公告

新华人寿保险股份有限公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

董事、监事任职资格获北京银保监局核准

新华人寿保险股份有限公司（以下简称“本公司”）于近日收到中国银行保险监督管理委员会北京监管局（以下简称“北京银保监局”）《北京银保监局关于李琦强任职资格的批复》（京银保监复[2019]632号）及《北京银保监局关于刘崇松任职资格的批复》（京银保监复[2019]636号），北京银保监局已核准李琦强先生担任本公司董事、刘崇松先生担任本公司监事的任职资格。同时，经本公司2018年年度股东大会选举产生的第七届监事会股东代表监事及本公司选举产生的第七届监事会职工代表监事中，具备任职资格的监事已达4人，满足《中华人民共和国公司法》及《新华人寿保险股份有限公司章程》规定的监事会组成人数要求，第七届监事会依法正式组成。

李琦强先生担任本公司董事的任期自2019年8月16日起至本公司第七届董事会任期届满时止。刘崇松先生担任本公司监事的任期自2019年8月16日起至本公司第七届监事会任期届满时止。李琦强先生的简历请参见本公告附件，刘崇松先生的简历请参见本公司于2019年6月13日在上海证券交易所（www.sse.com.cn）发布的《关于2018年年度股东大会增加临时提案的公告》。

监事退任

第七届监事会依法成立后，毕涛先生作为第六届监事会监事任期届满退任本公司监事，毕涛先生确认其与董事会及监事会之间无任何意见分歧，亦无任何有关其退任而需要通知本公司股东的事项。本公司董事会、监事会谨向毕涛先生在任期内为本公司所做出的贡献表示感谢。

特此公告。

附件：李琦强先生简历

李琦强先生，中国国籍，1971年11月出生。李琦强先生自2019年8月起担任本公司非执行董事。李先生现任中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）总经理助理、华宝信托有限责任公司党委书记。目前，李先生还担任华宝都鼎（上海）融资租赁有限公司董事长、华宝（上海）股权基金管理有限公司董事长、宝钢集团财务有限责任公司董事、四源合股权投资管理有限公司董事、华宝冶金资产管理有限公司董事。李先生曾任宝山钢铁股份有限公司（上海证券交易所股票代码：600019）财务部部长、宝钢集团新疆八一钢铁有限公司总会计师、宝钢集团有限公司财务部总经理、中国宝武财务部总经理，中国宝武产业和金融业结合发展中心总经理、产业金融党工委书记，华宝投资有限公司董事、总经理等职务。李先生于2005年获得香港中文大学专业会计学硕士学位，拥有高级会计师职称。

【华泰证券】关于行使“16华泰C1”次级债券发行人赎回选择权的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

《华泰证券股份有限公司非公开发行2016年次级债券（第一期）募集说明书（面向合格投资者）》（以下简称“《募集说明书》”）有关“16华泰C1”次级债券发行人赎回选择权的条款相关约定，发行人有权于本期次级债券的第3个计息年度付息日行使赎回选择权。发行人将于本期次级债券的第3个计息年度付息日前在中国证监会规定的信息披露场所发布关于是否行使赎回选择权的公告。若发行人决定行使赎回权利，本期次级债券将被视为第3年全部到期，发行人将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部本期次级债券。赎回的支付方式与本期次级债券到期本息支付方式相同，将按照本期次级债券登记机构的相关规定办理。若发行人未行使赎回权利，则本期次级债券将继续在第4年存续，且第4年的票面利率在初始发行利率的基础上提高300个基点。

公司于2016年10月13日发行“16华泰C1”次级债券，2019年10月14日为本期债券第3个计息年度付息日。根据约定，公司可于本期债券第3个计息年度付息日前决定是否行使发行人赎回选择权。

公司决定行使“16华泰C1”次级债券发行人赎回选择权，对赎回登记日登记在册的“16华泰C1”次级债券全部赎回。

公司将根据相关业务规则，做好“16华泰C1”次级债券赎回事宜的后续信息披露及本息兑付工作。

特此公告。

6、投资建议

1、证券板块，近期两融细则、风控指标计算标准修订等放松政策频出，分拆上市、科创板并购重组细则等资本市场改革政策不断落地，市场活力有望得到激发，且考虑2018年下半年低基数影响，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧较高业绩增速。长期看，伴随着资本市场改革不断深化，券商作为资本市场重要纽带必将最为享受改革红利。目前券商板块PB在1.7X左右，处于合理偏下区间，配置价值有所提升，维持证券行业“强于大市”投资评级。监管层扶优限劣意图依旧，证券行业的马太效应预计将增强，个股上仍然建议重点关注龙头中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），以及低估值的海通证券（600837.SH）。此外还建议关注评级提升、低基数、低估值的中小券商。

2、保险板块，上市险企PEV整体估值合理，部分公司估值仍处于较低水平，受益于行业减税政策落地，上市险企高税负缓解，盈利能力明显提升，只要利率不出现超预期下行，保险股估值有望继续提升，维持保险行业“强于大市”评级，继续推荐保障型业务转型较好的纯寿险标的新华保险（601336.SH）。

3、多元金融板块，信托公司受地产信托监管趋严影响，新增项目投放规模显著下滑，板块估值继续承压，但转型领先、主动占优的龙头依旧有配置价值；创投公司中报业绩并无亮点，尽管仍有较高资金关注度，但在避险情绪升温的情况下建议谨慎看待；此外央行发布《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021年）》，相关互联网金融标的或将有所表现。

7、风险提示

金融监管力度超预期；宏观经济下行风险；利率超预期下行

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年08月26日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.10	12.87	22.64	29.40	20.83	20.66	1.76	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	19.77	32.41	20.38	17.19	1.53	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	13.68	30.40	17.14	14.82	1.34	增持
601336.SH	新华保险	2.54	3.30	3.94	28.88	52.18	20.54	15.81	13.24	1.81	买入

资料来源: wind, 万联证券研究

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场