

非银金融行业

政策改革持续优化，助推业务品质提升

● 证券：资本市场改革成效可期，金融开放创新持续

8月25日，证监会有关负责人召开会议研讨细化资本市场改革总体方案。提出实行更加市场化的制度安排，尊重市场规律，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用；学习国际最佳实践，加快资本市场高水平对外开放，以开放促改革。我们认为，资本市场改革将进入一个全新的阶段，A股市场有望持续受益于基础制度改革、上市公司质量、长期资金入市等一系列利好。制度改革也有助于激发市场活力，促进资本市场长期稳定健康发展。

国务院同意新设山东、江苏、广西、河北、云南、黑龙江6个自由贸易试验区。继续深化投资领域改革，深化金融领域开放创新。我们认为，这标志着我国进一步扩大对外开放，深化金融创新发展。有助于吸引境外资金，增加市场活力，增强资本市场多元性；促进人民币跨境使用，推动人民币国际化；吸取外资企业经验，助力金融机构改革，提升整体实力。

资本市场改革正持续推进，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。行业头部化特征日益显著，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：稳健经营负债端，多元应多低利率

近期，银保监会下发《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》，2013年8月5日及以后签发的普通型人身保险保单评估利率上限为年复利3.5%和预定利率的较小者，分红型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利3%和预定利率的较小者；万能型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利3%。从监管方向看，近期利率走低趋势明显，为防止出现利差损，监管要求降低产品利率符合风控要求。针对上市险企而言这类产品本身规模较小，且年初监管已对类似预订利率产品做出监管指导，本次正式文件实际影响较小。

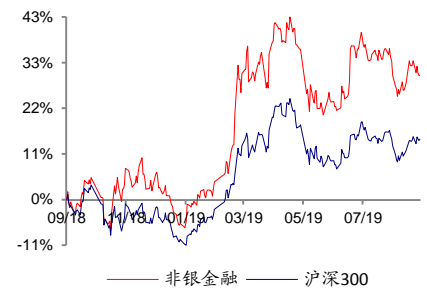
中报披露结束，受益所得税政策，行业整体利润大幅释放，但负债端压力并未出现明显向上拐点，部分公司切换保障、理财产品销售结构，寻求规模、质量的再平衡。资产端受利率持续下行压力，更加考验保险公司长期投资能力。目前非标资产几近饱和，上半年多家公司加大长期债券配置力度。当前板块估值仍然偏低，具备防御属性，可长期布局，建议持续关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）。

● 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	2019-09-01

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：

陈韵杨



SAC 执证号：\tS0260519080002



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

请注意，陈韵杨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:中报表现良好 助推板块升温	2019-08-25
非银金融行业:LPR 助推实际利率下行，非银有望受益	2019-08-18
非银金融行业:监管政策持续优化，开启行业成长空间	2019-08-11

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	人民币	87.32	20190816	买入	92.65	8.57	10.10	10.19	8.65	1.34	1.13	18%	17%
新华保险	601336.SH	人民币	48.23	20190829	买入	63.11	3.80	4.99	12.69	9.67	0.76	0.67	47%	20%
中国太保	601601.SH	人民币	37.80	20190826	买入	42.07	3.72	4.33	10.16	8.73	0.90	0.80	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	89.90	20190816	买入	103.21	8.57	10.10	9.56	8.11	1.26	1.06	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	30.95	20190829	买入	40.48	3.80	4.99	7.42	5.65	0.45	0.39	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	31.40	20190826	买入	46.72	3.72	4.33	7.69	6.61	0.68	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	人民币	17.30	20190901	买入	17.30	0.75	0.92	23.07	18.80	1.56	1.46	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	19.67	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	23.99	18.05	1.30	1.22	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	22.77	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.99	14.14	1.26	1.15	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.47	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	9.10	7.42	0.62	0.58	7%	9%
华泰证券	06886.HK	HKD	11.42	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	12.72	9.57	0.51	0.48	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.04	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	9.57	7.97	0.50	0.45	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	13.56	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	12.26	10.96	1.16	1.06	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。

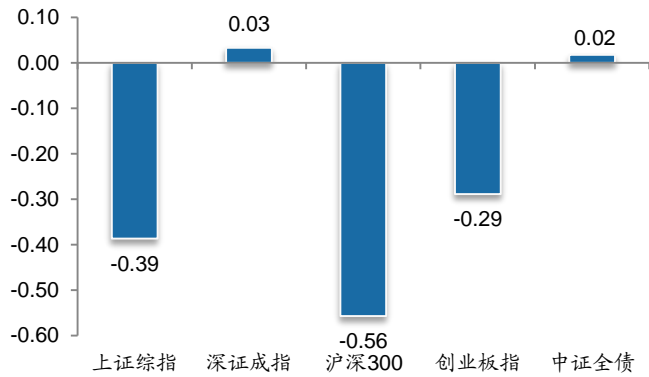
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 8 月 30 日收盘价计算

一周表现

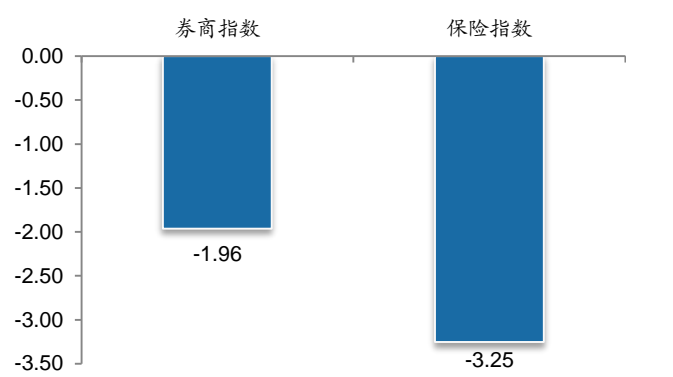
上周上证指数报2886.24点, 跌0.39%; 深证成指报9365.68, 涨0.03%; 沪深300报3799.59点, 跌0.56%; 创业板指数报1610.90点, 跌0.29%。券商指数跌1.96%、保险指数跌3.25%。

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

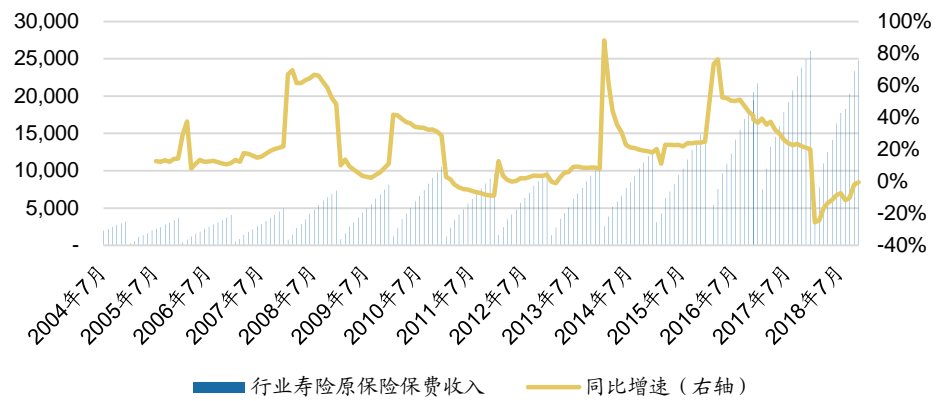
保险: 稳健经营负债端, 多元应多低利率

近期, 银保监会下发《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》, 2013年8月5日及以后签发的普通型人身保险保单评估利率上限为年复利3.5%和预定利率的较小者, 分红型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利3%和预定利率的较小者; 万能型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利3%。从监管方向看, 近期利率走低趋势明显, 为防止出现利差损, 监管要求降低产品利率符合风控要求。针对上市险企而言这类产品本身规模较小, 且年初监管已对类似预订利率产品做出监管指导, 本次正式文件实际影响较小。

中报披露结束, 受益所得税政策, 行业整体利润大幅释放, 但负债端压力并未出现明显向上拐点, 部分公司切换保障、理财产品销售结构, 寻求规模、质量的再平衡。资产端受利率持续下行压力, 更加考验保险公司长期投资能力。目前非标资产几近饱和, 上半年多家公司加大长期债券配置力度。当前板块估值仍然偏低, 具备防御属性, 可长期布局, 建议持续关注: 中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)、中国太保 (601601.SH) / (02601.HK)、新华保险 (601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿 (601628.SH) / (02628.HK)。

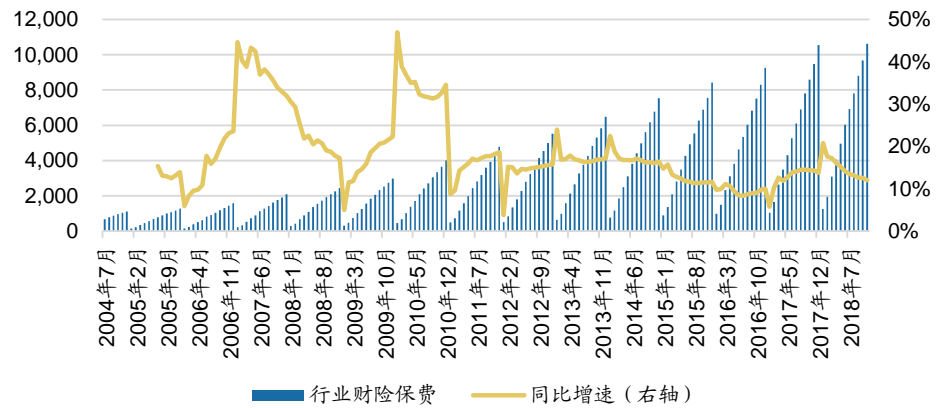
风险提示: 保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等, 以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



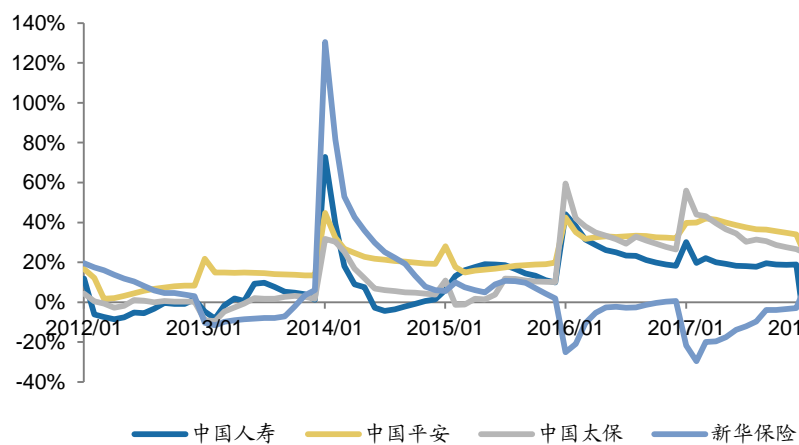
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



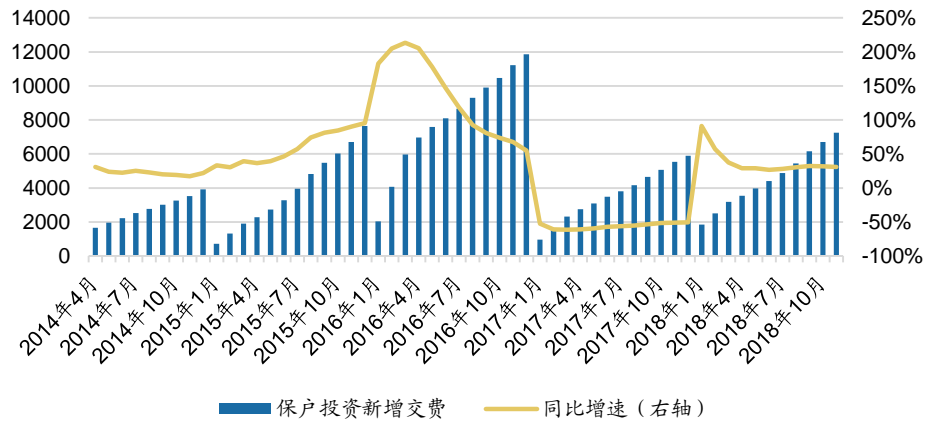
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



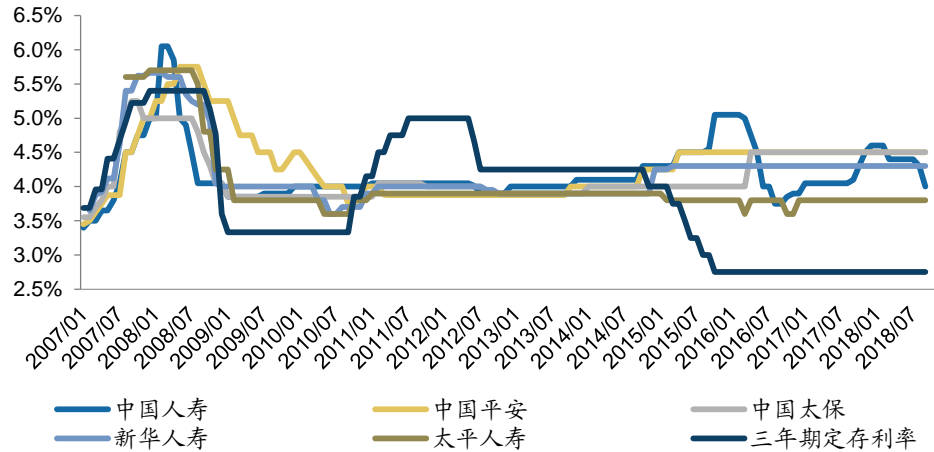
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



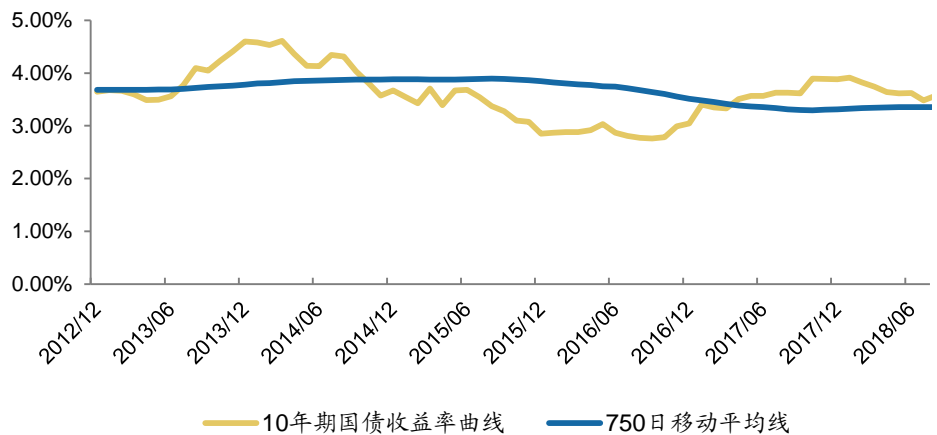
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



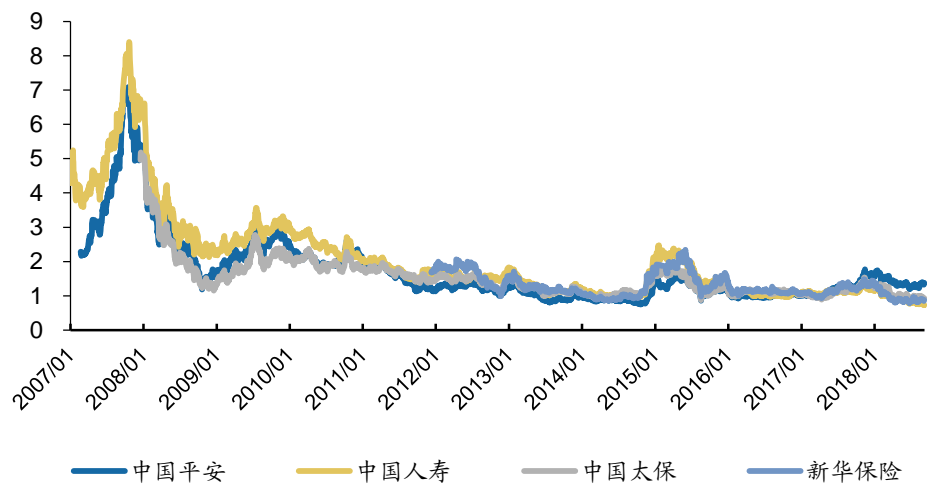
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	Nov/18	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19
中国人寿	4.5%	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%
中国平安-人寿	20.9%	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%
中国平安-健康	73.9%	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%
中国平安-养老	17.4%	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%
中国平安	21.0%	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%
中国太保	15.5%	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%
新华保险	11.7%	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%

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	Nov/18	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19
中国人寿	-13.6%	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%
中国平安-人寿	-1.0%	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%
中国平安-健康	1.4%	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%
中国平安-养老	28.4%	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%
中国平安	0.1%	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%
中国太保	-20.4%	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%
新华保险	-30.1%	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%

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	Nov/18	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19
中国人寿	-1.9%	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%
中国平安-人寿	21.0%	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%
中国平安-健康	74.0%	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%
中国平安-养老	43.6%	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%
中国平安	22.3%	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%
中国太保	25.4%	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%
新华保险	15.3%	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%

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：资本市场改革成效可期，金融开放创新持续

资本市场改革总体方案基本成型，聚焦四大重点。改革总思路紧紧围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，以设立科创板并试点注册制为突破口，优化资本市场供给，推进关键制度创新，以实际举措落实金融供给侧结构性改革。一是实行更加市场化的制度安排，尊重市场规律，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。二是加强资本市场法治保障，增加法治供给，加大处罚力度。三是加快职能转变，提高监管效能。四是学习国际最佳实践，加快资本市场高水平对外开放，以开放促改革。

我们认为，总体方案的基本成型意味着资本市场改革将进入一个全新的阶段，实质性成效指日可待，尤其在发挥科创板试验田作用、构建多层次市场体系、提升上市公司整体质量、扩大开放等方面。A股市场有望持续受益于基础制度改革、上市公司质量、长期资金入市等一系列利好。制度改革也有助于激发市场活力，促进资本市场长期稳定健康发展。

央行将不断完善政策措施，提高履职水平和金融服务实体经济质效，解决融资难融资贵问题。央行指出，中小微企业是国民经济发展的重要力量，是金融机构需要重点支持的方向，也是金融服务的一片蓝海。解决中小微企业融资问题，需要强化货币政策传导、监管考核、财税支持、配套环境建设等部门合力，解决银行外部激励机制问题，注重商业银行中小微企业金融服务能力建设，疏通政策落实“最后一公里”。

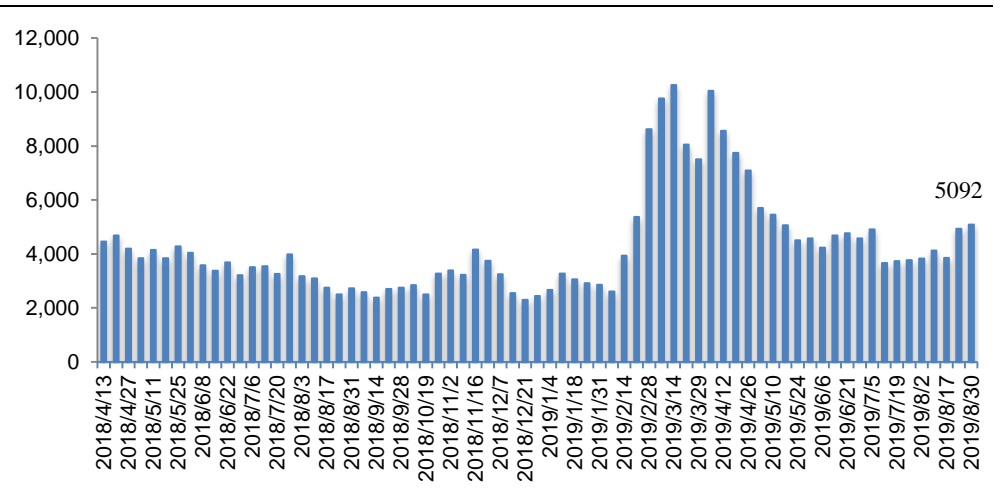
国务院发布关于加快发展流通促进商业消费的意见。其中，将加大对新消费领域金融支持力度。鼓励金融机构创新消费信贷产品和服务，推动专业化消费金融组织发展。鼓励金融机构对居民购买新能源汽车、绿色智能家电、智能家居、节水器具等绿色智能产品提供信贷支持。我们认为，这有助于满足人们消费需求，从而释放消费潜力与收入潜力，推动消费升级，促进整体经济增长。

国务院同意新设山东、江苏、广西、河北、云南、黑龙江6个自由贸易试验区。各试验区因地制宜，就不同方向进行创新发展。总体方案提出，1) 推动贸易转型升级。包括实行货物分类监管，推进跨境电商发展，结合互联网培养新业态新模式等。2) 深化投资领域改革。包括落实外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度，建立健全外商投资服务体系，鼓励金融机构提高对境外资产或权益的处置能力等。3) 深化金融领域开放创新。包括扩大金融领域对外开放，增加金融服务，促进金融科技创新，推动跨境人民币业务创新发展，支持银行业金融机构按规定开展跨境融资业务等。

我们认为，六大自贸试验区的设立标志着我国进一步扩大对外开放，深化金融创新发展。这有助于吸引境外资金，增加市场活力，增强资本市场多元性；促进人民币跨境使用，推动人民币国际化；吸取外资企业经验，助力金融机构改革，实现差异化发展；与时俱进，促进互联网金融的发展。

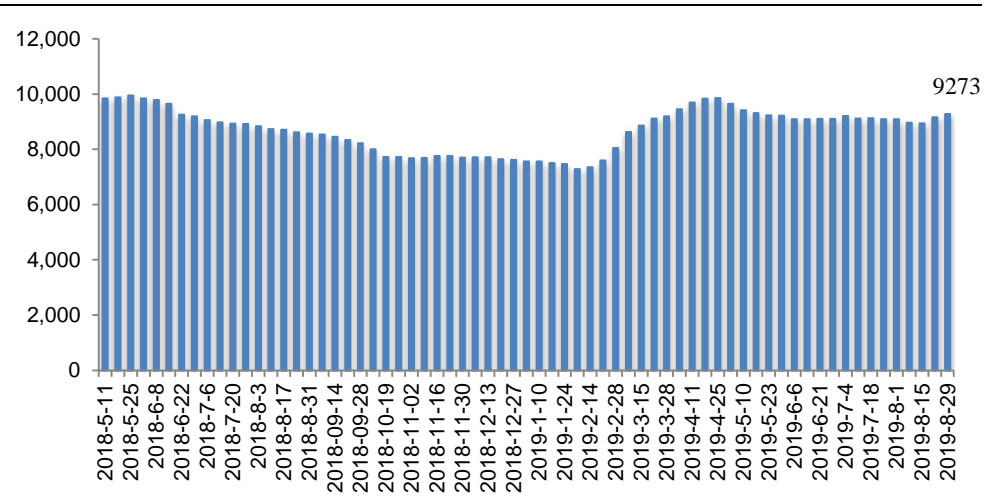
资本市场改革正持续推进，我们长期看好创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会，证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。行业头部化特征日益显著，建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图10: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



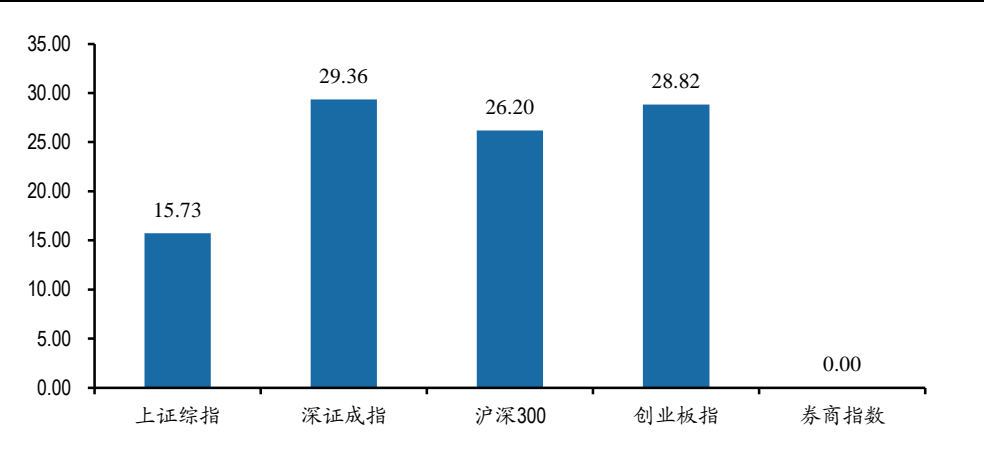
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	41.49	4.73	4.99	5.13	8.90	8.44	8.21	0.98	0.94	0.89
	高盛集团	GS.N	203.91	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	76.25	1.68	3.77	4.34	45.39	20.23	17.57	3.02	2.64	2.33
	中国太平	00966.HK	17.66	1.81	2.61	3.19	10.51	4.68	4.07	0.70	0.61	0.54

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 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。