

爱建证券有限责任公司

研究所

分析师：方采薇

E-mail:fangcaiwei@ajzq.com

执业编号：S0820518070001

联系人：陈海力

TEL:021-32229888-25528

E-mail:chenhaili@ajzq.com

行业评级：**同步大市**
(维持)



数据来源：Wind，爱建证券研究所

非银行业

2019 年 09 月 26 日 星期四

改革深入，政策护航，非银中长期受益

投资要点：

□ **市场回顾：**2019 年上半年，市场指数走势表现良好，上证综指从年初的低点 2440.91 点一度涨到高点 3288.45 点，一季度行情涨幅高达 23.9%，呈现普涨格局；在中美贸易摩擦的影响下，二季度下跌 3.6%，8 月中旬 A 股再度拉升，但普涨格局不再，个股走势开始分化。从年初看，沪指上涨 18.51%。非银金融行业指数上涨 41.34%，涨幅在申万 28 个子行业中排第五。

□ **政策面新变化：**今年以来政策利好不断。1) 在“松紧适度”的货币政策下，我国加大了宏观政策逆周期调节力度，降准降息，加大了减税降费政策力度，直接减轻企业负担，缓解民营、小微企业融资难、融资贵的问题。全球经济下行压力加大，经济衰退预期和地缘政治冲突隐患增强，全球各国纷纷降息进入宽松时代。2) 科创板落地，推行注册制，加快顶层制度建设，提高上市公司质量，为更多长期资金持续入市创造条件。3) 资本市场开放进一步深化，为 A 股吸引更多外资流入。

□ 证券行业：

2019 年上半年，受政策利好影响，流动性宽松推动，市场信心回暖，投资者整体交投情绪远好于 18 年下半年，证券市场也在经历了去年大跌调整后迎来了一波估值修复，一季度的高增长行情叠加 18 年的低基数效应给券商半年报带来了不错的成绩。2019 年上半年自营规模大幅度增长，成为占营收比最大的业务收入来源，从自营资产配置的结构来看，仍然以非权益类资产及衍生品为主。信用方面，上市公司主动计提减值准备，股票质押式回购风险下降。经纪业务回暖，资管业务向主动管理转型。IPO 常态化发行，科创板增量加持，头部券商优势加大。

投资建议：1) 当前行业估值 1.6x PB 处于中间区间。低于自 2014 年以来的中位数 1.84x PB，券商板块估值仍存向上空间。18 年的低基数叠加一系列的政策利好和流动性宽松，券商四季度业绩仍有可能超预期，推动板块估值进一步提升。监管层加大资本市场增量改革力度，券商投行业务相关的增量业务有助于券商稳业绩；大券商积极向主动管理业务转型也有助于资管业务回暖；A 股国际化进程加快，行业对外开放加速，有利于越来越多长期的增量资金的入场，与市场关联度较高的经纪业务、自营业务业绩有望更进一步。2) 个股：行业马太效应明显，头部券商强者恒强。我们推荐中信证券（600030）和华泰证券（601688）。

□ 保险行业：

2019 年前三季度，全球经济乏力、经贸摩擦持续，各大央行纷纷进入降息

周期，我国央行在 9 月下调了存款准备金率。受益于市场环境宽松、资金释放流入，权益投资或将进一步为险企贡献收益。政策方面，金融行业对外开放持续推进，保险行业市场秩序愈加规范。5 月财政部发文大幅提升抵扣比例至 18%，政策于 2019 年 1 月 1 日生效，退回的已缴所得税大幅增厚各家上市险企中报利润，后续也将持续缓解险企税负压力。

在负债端方面，人身险在 2018 年的低点后已恢复增长，其中健康险增速较快，且预计仍将有较大的增长空间。随着太平洋人寿、平安人寿等推动战略转型，淡化开门红销售现象，不再以成本换规模，人身险的新业务价值率有望进一步提升。财险方面，新车销量下滑、商业车险费改等多方面因素共同导致车险保费增速缓慢下降。由于严监管环境规范费用竞争，车险手续费率下降，有利于财险业务净利润的改善，对冲车险增速放缓的影响。同时，非车险发力明显，保费增长稳健，助推财险业务保费收入增长。

中长期来看，国内保险市场的保障型需求仍远未被充分挖掘，随着我国人均收入的持续增长和保险意识的不断普及，保险密度仍有较大的提升空间。各大险企推进战略转型，改善新业务价值增速，推动内含价值增速提升，叠加减税降费政策，险企的业绩表现将增强市场对于保险行业的信心，有助于上市险企估值抬升。目前除中国平安外，上市险企 PEV 水平均处于低位，维持行业“推荐”评级，推荐关注中国平安。

□ 风险提示：宏观经济增速不及预期；股票市场低迷；监管政策重大变化。长端利率持续下行，代理人规模和产能不及预期

目录

1、市场回顾.....	6
2、政策利好不断.....	7
2.1 全球化流动性宽松.....	7
2.2 科创板落地和注册制试点.....	9
2.3 资本市场开放进一步深化.....	11
3、证券行业概况.....	12
3.1 概况：市场回暖，自营增长瞩目.....	12
3.2 自营：规模大幅增长，业务收入占比第一.....	13
3.3 信用：股票质押风险可控.....	14
3.4 经纪：总体回升向财富管理转型.....	15
3.5 投行：IPO 常态化发行，科创板加持，头部券商优势大.....	16
3.6 资管：主动管理转型进行中.....	17
4、保险行业.....	19
4.1 2019 年前三季度保险指数回顾.....	19
4.2 上市险企半年度业绩.....	20
4.3 负债端.....	21
4.4 投资端.....	25
5、投资建议.....	27
5.1 证券行业：政策利好利于行业估值提升.....	27
5.2 保险行业：投资策略.....	28
风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 2019 行情走势.....	6
图表 2: 2019A 股日换手率走势.....	6
图表 3: 券商板块 2019 年个股涨跌幅 (%)	7
图表 4: 科创主题分布一览.....	11
图表 5: MSCI 纳入 A 股步骤.....	11
图表 6: FTSE 纳入 A 股步骤.....	11
图表 7: 行业营业收入、净利润及同比增速.....	13
图表 8: 证券行业收入结构.....	13
图表 9: 上市券商自营规模及增速变动.....	13
图表 10: 上市券商自营配置以固定收益类为主.....	13
图表 11: 上市券商自营投资收益及同比增速.....	14
图表 12: 融资融券余额走势.....	14
图表 13: 券商股票质押式回购情况.....	15
图表 14: 股基日均成交金额走势.....	15
图表 15: 行业平均佣金率走势.....	15
图表 16: 2019H1 代理买卖证券业务净收入前十.....	16
图表 17: 2019H1 代理买卖证券业务净收入增长前十.....	16
图表 18: 债权融资规模变化.....	16
图表 19: IPO 审核通过率历年变化.....	16
图表 20: 股权融资规模变化.....	17
图表 21: 2019 年 1-9 月股权承销规模前五.....	17
图表 22: 2019 年 1-9 月债券承销规模前五.....	17
图表 23: 券商资管规模历年增长情况 (亿元)	18
图表 24: 券商集合资管资产净值排名.....	18
图表 25: 19Q2 私募资产管理月均规模 (亿元)	18
图表 26: 券商资管规模环比下降.....	18
图表 27: 2019H1 券商资管主动管理规模占比 (%)	19
图表 28: 2019H1 部分券商资管业务收入增长情况.....	19
图表 29: 保险板块强于沪深 300 指数 (%)	19
图表 30: 第二季度以来保险板块在大金融行业中走势最强 (%)	20
图表 31: 上市险企上半年“已赚保费”增速放缓.....	20
图表 32: 归母净利增长率同比提升.....	21
图表 33: 人身险行业保费收入增速同比改善.....	21
图表 34: 寿险仍为最大品种, 健康险占比提升.....	22
图表 35: 非上市险企人身险业务保费收入增速较快.....	22
图表 36: “开门红”策略差异使得不同险企保费收入同比增速出现分化.....	23
图表 37: 人身险行业保费收入增速同比改善.....	23
图表 38: 财险公司保费收入开门红现象明显.....	24
图表 39: 上市险企财险保费收入在中资财险中占比.....	24
图表 40: 平安财险各产品保费收入增长率.....	25
图表 41: 平安财险产品结构变化.....	25

图表 42: 权益指数与十年期国债收益率.....	25
图表 43: 上市险企净投资收益率 (%)	26
图表 44: 上市险企总投资收益率 (%)	26
图表 45: 券商板块历年估值.....	27
图表 46: 中信证券 PE-Band.....	28
图表 47: 中信证券 PB-Band.....	28
图表 48: 华泰证券 PE-Band.....	28
图表 49: 华泰证券 PB-Band.....	28
图表 50: 上市险企历史 PEV 水平.....	29
图表 51: 中国平安历史 PEV 水平.....	30

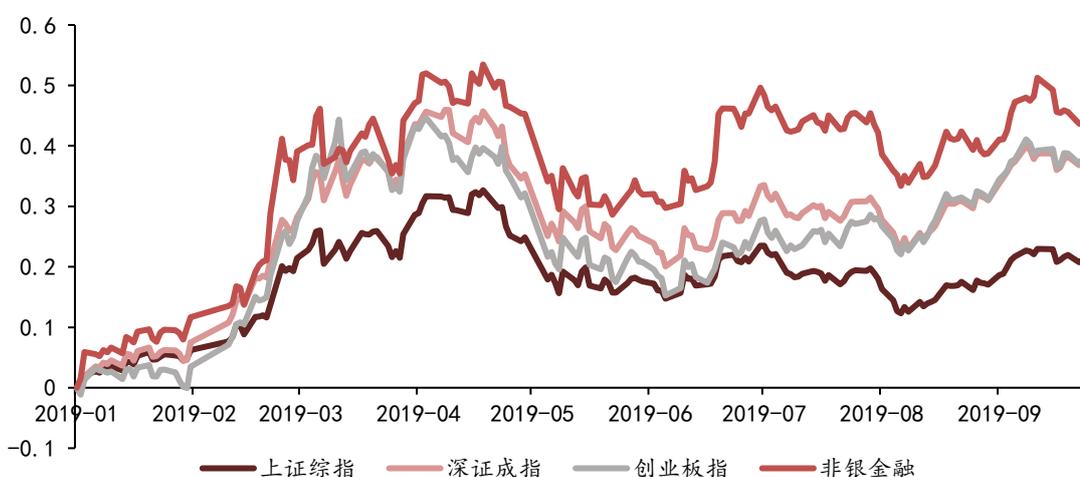
表格目录

表格 1: “降息”、“降准”和“减税”政策梳理.....	8
表格 2: 美联储两月内两次降息.....	8
表格 3: 2019 重点会议梳理.....	9
表格 4: 2019 年科创板的政策和事件.....	10
表格 5: 外资纳入 A 股指数.....	12

1、市场回顾

2019 年上半年，市场指数走势表现良好，上证综指从年初的低点 2440.91 点一度涨到高点 3288.45 点，一季度行情涨幅高达 23.9%，呈现普涨格局；在中美贸易摩擦等事件的影响下，二季度下跌 3.6%，8 月中旬 A 股再度拉升，但普涨格局不再，个股走势开始分化。2019 年年初至今，上证综指、深证成指、创业板指涨跌幅分别为 18.51%、33.58%、33.76%。截至 9 月 25 日收盘，A 股流通市值达 55.6 万亿。非银板块尤其是券商子板块表现强劲，从年初看，沪指上涨 18.51%。非银金融行业指数上涨 41.34%，涨幅在申万 28 个子行业中排第五。券商（申万）指数上涨 35.69%。

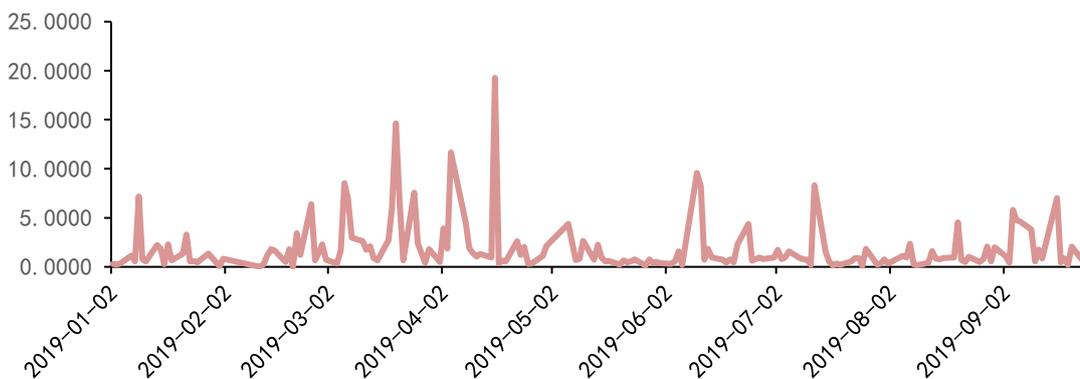
图表 1：2019 行情走势



数据来源：Wind，爱建证券研究所

2019 年上半年 A 股日换手率平均为 2.05%，远超 2018 年整年日换手率 0.74%，投资者情绪较高，市场活跃度较好，而下半年至今日换手率在 1.47% 左右，较上半年活跃度降低，但仍然高于 2018 年整年换手率，市场交易仍保持一定活力。

图表 2：2019 年 A 股日换手率



数据来源：Wind，爱建证券研究所

服务,完善普惠金融定向降准等多种创新方式,优化金融服务民营小微企业的体制机制,有利于投资回暖经济企稳。

表格 1:“降息”、“降准”和“减税”政策梳理

时间	政策	影响
2019.01.12	普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整至 1000 万元	有利于扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面,引导金融机构更好地满足小微企业单款需求,使更多小微企业受益。
2019.01.04	下调金融机构存款准备金率 1 个百分点,19Q1 到期的 MLF 不再续做	对冲春节前的流动性波动,有利于金融机构继续加大对小微、民营企业支持力度,支持实体经济发展。释放资金约 1.5 万亿,净释放长期资金约 8000 亿元。
2019.01.20	小微企业推行新的普惠性减税措施	引导创投企业向科技型企业转型,减少减税阻力,提升居民消费力。
2019.01.23	开展 2019Q1TMLF 操作,操作金额 2575 亿元,操作利率 3.15%,期限 1-3 年。	政策引导金融机构缓解小微、民营企业融资难、融资贵的问题。
2019.08.17	公开贷款市场报价利率(LRP)形成机制改革	各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 作为定价基准,利于贷款实际利率的降低达到“降息”效果。提高 LPR 市场化程度,发挥对利率引导作用。
2019.09.06	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点,额外对仅在省级行政区域经营的城商银行定向下调存款准备金率 1 个百分点	采用“普遍降准+定向降准”,释放长期资金约 9000 亿元,有效增加金融机构支持实体经济的资金来源,坚持稳健货币政策。

数据来源:央行,国务院,爱建证券研究所

目前,全球经济下行压力加大,经济衰退预期和地缘政治冲突隐患增强,美联储两个月内两次降息提振经济,开始第 20 轮宽松周期,其他各国央行都呈现持续宽松预期,欧洲重启量化宽松政策,美联储考虑扩表,零利率乃至负利率时代来临,超宽松状态大概率延续。

表格 2: 美联储两月内两次降息

时间	事件	影响
2019.08.01	美联储降息 25 个基点,将联邦基金利率目标区域下调至 2.00%-2.25%	全球性疲软和贸易战等问题影响美国经济,美国开始第 20 轮宽松周期,降息可以最大限度的稳住就业稳定价格,全球多国跟随美联储降息。
2019.09.18	美联储降息 25 个基点,将联邦基金利率目标区域下调至 1.75%-2.00%	美联储的此次降息基本符合预期,但委员对未来降息路径分歧较大。美联储利率路径将会随时间发生调整,全球多国跟随美联储降息。

数据来源:wind,爱建证券研究所

2019 年会议重点离不开强化逆周期调节，保持流动性合理，金融服务于实体经济，防范化解重点领域金融风险，加大制度创新，为民营、小微企业解决融资难、融资贵的问题，为国内经济平稳健康长期发展做好保障。

表格 3: 2019 重点会议梳理

时间	会议	主要内容
2019.01.3-4	中国人民银行工作会议	1) 强化逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定 2) 金融服务于实体经济 3) 防范化解重点领域金融风险 4) 推广资本项目结汇支持便利化试点，完善跨境资本流动“宏观审慎+微观监管”框架 5) 制定金融科技发展规划与监管规则，加大金融科技应用于管理 6) 加强金融基础设施统筹监管，推动完善债券市场信用评级制度
2019.04.19	中共中央政治局会议	1) 强调稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定 2) 推动制造业高质量发展，引导优势民营企业加快转型升级 3) 坚持“房住不炒”原则 4) 以关键制度创新促进资本市场健康发展
2019.07.30	中共中央政治局会议	1) 提高上市公司质量 2) 不将房地产作为短期刺激经济的手段 3) 稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期、稳工作 4) 深化供给侧结构性改革 5) 宏观政策未“结构性去杠杆”
2019.08.31	金融委第七次会议	实施稳健货币政策、实施积极财政政策，以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培养各类机构投资者，为更多长期资金持续入市创造良好条件。
2019.09.04	国务院常务会议	1) 把“六稳”放在更突出位置，用好逆周期调节政策工具 2) 稳基建投资，部署四大新举措加快发行使用地方政府专项债券
2019.09.05	全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议	1) 金融机构加大对中小企业信贷投放力度 2) 地方政府要强化属地风险处置责任和维稳责任 3) 支持银行更多利用创新资本工具补充资本金 4) 补齐监管短板，大幅提高违法违规成本

数据来源：wind，新闻整理，爱建证券研究所

2.2 科创板落地和注册制试点

科创板从顶层设计到获得证监会注册同意花了 221 天，足见上层对科创板的重视程度。在上海证券交易所设立科创板并试点注册制是实施创新驱动发展战略、深化资本市场改革的重要举措，加大资本市场对科技创新企业的包容力度，有效支持企业核心技术创新，提高金融机构服务于实体经济的作用。稳步推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，建立以信息披露为中心的股票发行上市制度。

6 月 13 日，科创板正式开板。7 月 22 日科创板开市，首批 25 家科创板企业上市。我国目前正处于经济转型的关键时期，资本市场服务于实体经济的作用越发重要，

资本市场改革进一步深化。科创板作为其中重要一环，要推动发挥科创板试验田作用，加快关键制度创新，促进资本市场健康发展，全面落实以信息披露为核心的证券发行注册制，提高上市公司质量，为更多长期资金持续入市创造良好条件。

推行注册制是资本市场顶层设计的重要一步，帮助中国经济向高质量发展，注册制的发行是我国多层次资本市场建设必要的一环。一方面为更多本土优质企业提供资本市场土壤，同时也给国内创投增加合适退出渠道，优化投资环境。另一方面，科创板是资本市场的增量改革，可以补齐资本市场服务科技创新的短板，带动一系列存量制度改革。

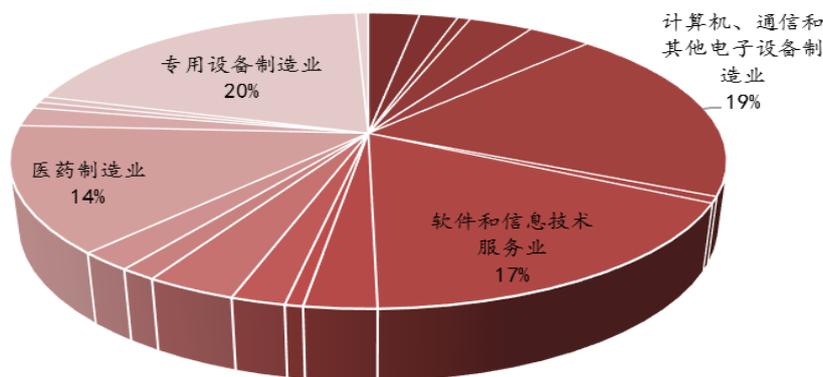
表格 4：2019 年科创板的政策和事件

时间	政策/事件	主要内容
2019.01.30	《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》	1) 上交所审核、证监会注册，允许未盈利企业上市 2) 投资人最少要求 50 万人民币，科创板的前五个交易日不设涨跌幅限制，5 个交易日后限制为±20%，允许沪深通资金交易 3) 触发退市的科创板上市公司直接退市 4) 重点支持高新技术产业和战略性新兴产业
2019.03.04	《上海证券交易所科创板上市推荐指引》、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》	明确了科创板企业上市推荐工作和 16 条审核规范。保荐机构应当遵循四类原则；优先推荐三类企业；重点推荐七领域的科技创新企业。
2019.04.16	《科创板股票发行与承销业务指引》	对战略投资者、保荐机构相关子公司跟投、新股配售经纪佣金、超额配售选择权、发行定价配售程序等作出明确安排，进一步明晰了科创板发行承销过程中的实操规则。
2019.06.13	科创板正式开板	设立科创板并试点注册制是深化资本市场改革开放的基础性制度安排。会真正落实以信息披露为核心的证券发展注册制。
2019.07.22	科创板正式开市	首批 25 家科创板企业股票上市交易

数据来源：证监会，上交所，爱建证券研究所

科创板重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费推动质量变革、效率变革、动力变革。对券商而言，科创办的设立为券商投行业务带来增量，而大型券商在投行业务能力、项目储备情况、资本金等方面都更具有优势。另外，证券市场的扩容有望带动成交量的提升，激发市场活力，经纪业务间接受益。

图表 4：科创主题分布一览



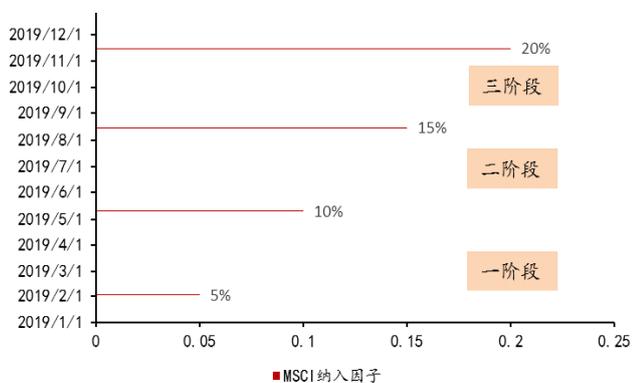
数据来源：wind，爱建证券研究所

2.3 资本市场开放进一步深化

沪深通机制持续优化，国际知名指数不断提高 A 股纳入比例，QFII/RQFII 投资额度限制取消，境外机构投资者持续增加对 A 股的配置，全球投资者对中国资本市场的关注度和信心提高。中国资本市场的深化开放也反过来推动了中国金融市场的改革，虽然不能为 A 股直接带来长期牛市，但却为长牛的到来奠定了坚实的基础。

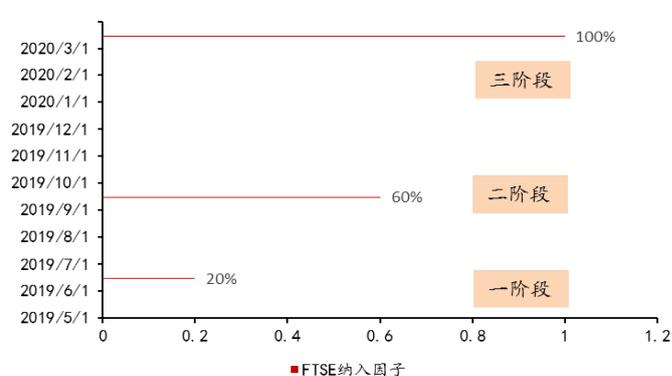
A 股迎来了纳入国际指数的密集期，国际化进程加快。几大国际知名指数不断加码 A 股也为 A 股带来大量的外资流入，直接利好纳入扩容指数的成分股，带动市场积极情绪。随着外部指数的权重不断加重也会影响到 A 股投资者的风险偏好，外资在 A 股话语权加重，估值体系向国外靠拢。外资投资风格偏长期，目前更青睐竞争力强且有特色的龙头公司和估值、盈利增速有比较优势的公司。板块方面，医药、大消费、金融板块受资金关注较多。四季度 MSCI 将完成第三阶段纳入，提高纳入因子到 20%，可持续关注。

图表 5：MSCI 纳入 A 股步骤



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：FTSE 纳入 A 股步骤



数据来源：wind，爱建证券研究所

表格 5：外资纳入 A 股指数

时间	指数	主要内容
2018.09	富时罗素指数	从 19 年 6 月到 20 年 3 月，分三步将 A 股纳入其全球股票指数系列，权重为 5.5%，预计将吸引 2000 亿人民币的外资流入。
2018.12	标普道琼斯指数	自 2019 年 9 月 23 日开盘前生效，纳入因子为 A 股可投资市值的 25%，预计带来外资规模在千亿级别。
2019.03	MSCI 指数	从 19 年 5 月到 19 年 11 月，分三步将 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5% 提高到 20%，权重约 3.3%。

数据来源：新闻整理，爱建证券研究所

为了畅通境外投资者投资 A 股市场，加快 A 股国际化脚步，对外资机构和个人投资者的资格、交易限制或将逐步取消。目前沪伦通进展顺利，沪伦通是上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通机制，既符合条件的两地上市公司，依照对方市场的法律法规，发行存托凭证并在对方市场上市交易。对于此类业务，大券商在评级、境外业务经验、托管、做市等方面有先天优势，此类增量业务持续利于头部券商业绩改善。

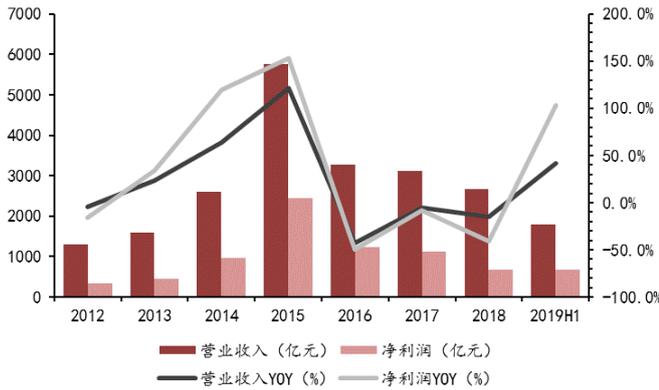
国家外汇管理局公布了取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度的限制。自今年来，中国在金融领域改革步伐加快，科创板及一系列并购重组等政策的推出，有效支撑了国家扩大直接融资市场的战略导向，金融监管和 LPR 机制的完善进一步加快中国利率市场化进程，而合格境外投资者投资限制的放开又使得中国金融市场的开放更进一步，推动中国资本市场长期健康发展。

3、证券行业概况

3.1 概况：市场回暖，自营增长瞩目

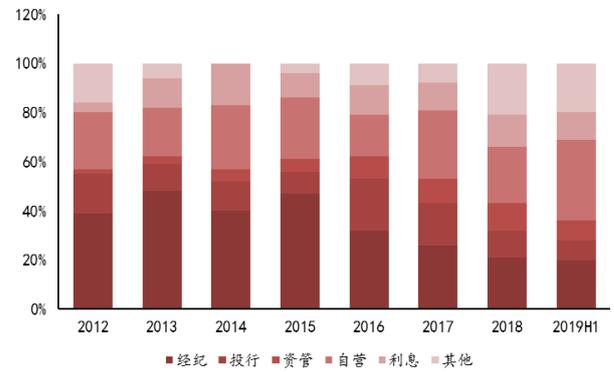
2019 年上半年，受政策利好影响，流动性宽松推动，市场信心回暖，投资者整体交投情绪远好于 18 年下半年，证券市场也在经历了去年大跌调整后迎来了一波估值修复，一季度的高增长行情叠加 18 年的低基数效应给券商半年报带来了不错的成绩。2019 年上半年我国证券公司实现营业收入 1789.41 亿元，同比增长 41.37%，实现净利润 666.62 亿元，同比增长 102.86%。其中证券投资业务实现净收入 620.62 亿元，同比增长 110%，排名第一，业绩亮眼。其次是代理买卖证券业务实现净收入 444 亿元，两项业务收入占总比 62.1%。资管业务净收入同比下滑 8.32%。

图表 7：行业营业收入、净利润及同比增速



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：证券行业收入结构

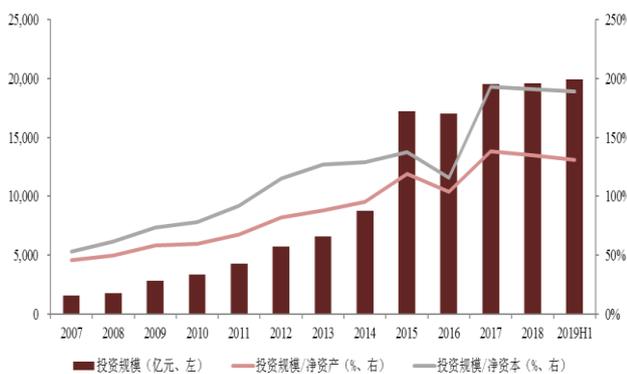


数据来源：Wind，爱建证券研究所

3.2 自营：规模大幅增长，业务收入占比第一

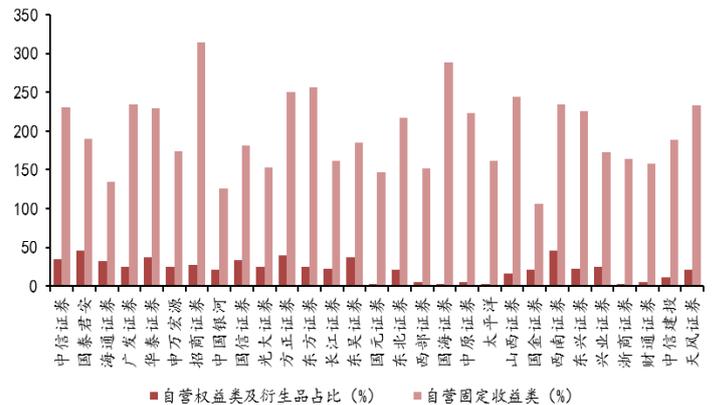
2015 年受股灾影响券商参与救市，自营规模急速提升，因高基数影响 2016 年较 2015 年出现小幅回落，后 2017、2018 维持微幅增长，2019H1 我国证券公司自营规模大幅度增长，同比增长 133%，占营业收入比 32%，成为占营收比最大的业务收入来源，为券商亮眼的半年报夯实基础。行业自营投资风格也趋于多元化分散化，从自营资产配置的结构来看，自营配置仍然是以非权益类资产及衍生品为主，预计该结构将会延续，加大了券商自营业务收入的弹性。在股市保持震荡上行的趋势下，全年行业自营业务投资收益将同比继续保持正增长。

图表 9：上市券商自营规模及增速变动



数据来源：Wind，爱建证券研究所

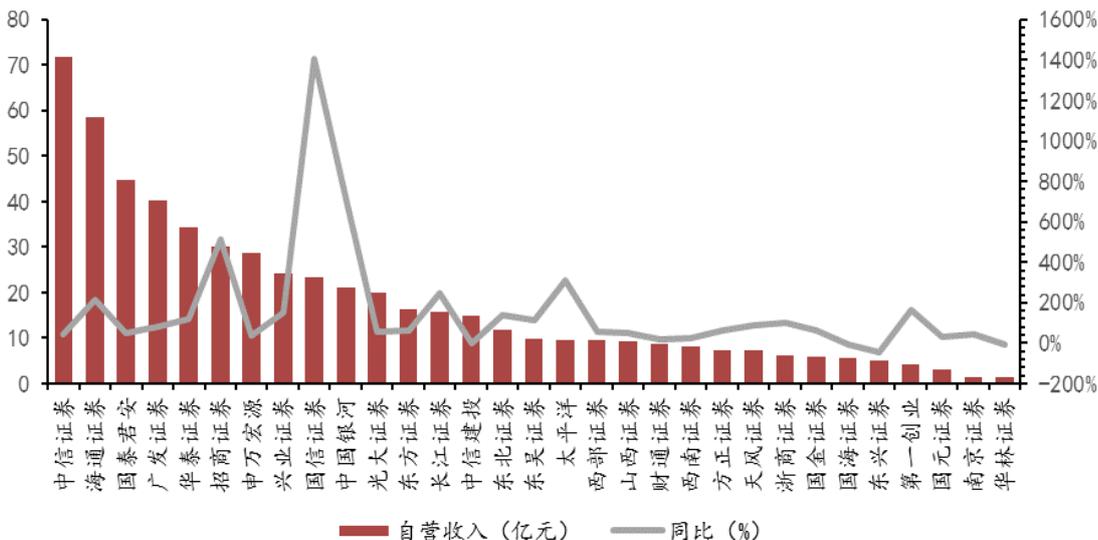
图表 10：上市券商自营配置以固定收益类为主



数据来源：Wind，爱建证券研究所

2019H1 自营规模前五位的券商分别是中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券和华泰证券，自营收入均超过 34 亿元，其中中信证券以 71.7 亿元自营收入排名第一。而从同比增速来看，同比增速前五位券商分别是国信证券、银河证券、招商证券、太平洋和长江证券，同比增速均超过 200%，从整体来看大券商业绩较好，中小券商业绩弹性较大。

图表 11：上市券商自营投资收益及同比增速

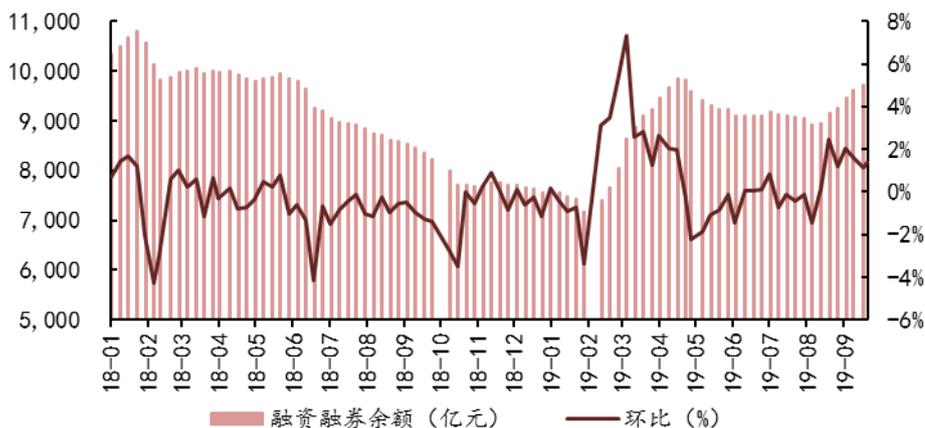


数据来源：Wind，爱建证券研究所

3.3 信用：股票质押风险可控

截至 2019 年上半年，融资融券余额 9108.17 亿元，同比下降 0.9%，较上年末增长 20.5%。上半年日均两融余额为 8723 亿元，较 2018 年四季度日均两融余额上涨 12.4%，较 2018 年上半年日均余额同比下降 12.6%。四季度行情维持震荡向上趋势，两融余额规模预计保持。

图表 12：融资融券余额走势

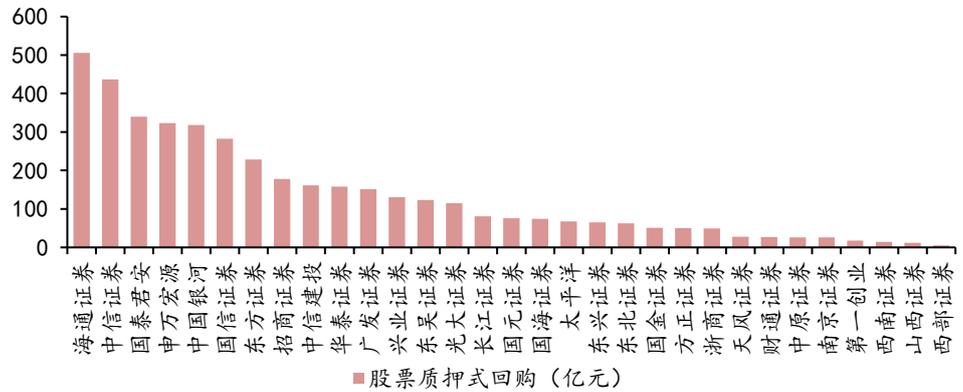


数据来源：Wind，爱建证券研究所

股票质押的风险得到券商越来越多的重视，券商选择主动进行减值计提来控制规模和风险。截至 2019 年上半年，36 家券商股票质押式回购余额为 4339 亿元，

计提信用减值损失 55.75 亿元。目前上市券商不论是股票质押规模还是计提减值金额和比例均较去年有较大幅度的下滑，股票质押风险得到了较好的控制，但下半年仍需要继续关注券商计提减值情况，警惕股票质押式回购风险给券商带来的利润侵蚀。

图表 13：券商股票质押式回购情况

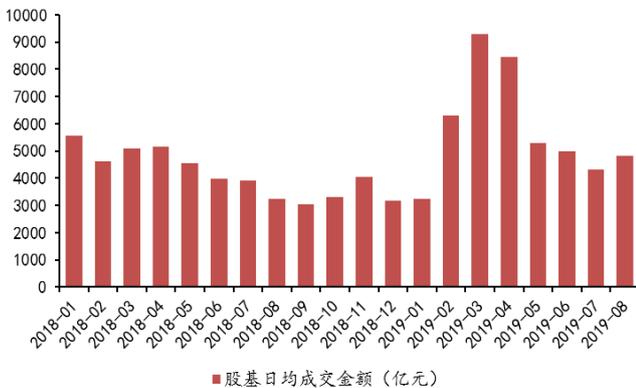


数据来源：Wind，爱建证券研究所

3.4 经纪：总体回升向财富管理转型

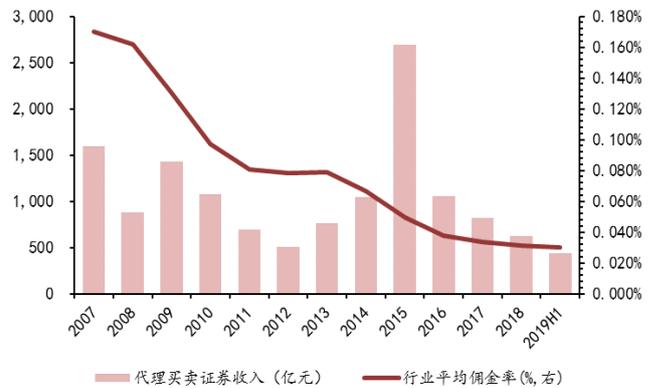
2019 年上半年度伴随股指上行，二级市场成交量整体回暖，投资者交投活跃度修复，券商经纪业务总体回升。一方面，投资者信心回暖，二级市场交易活跃度提升，2019 年上半年股基日均成交金额 6357 亿元，同比上涨 17%。另一方面，行业佣金率下滑趋缓，2019H1 稳定至万分之三的佣金率。行业佣金率目前下滑速度减慢，且有企稳态势，预计未来行业佣金率进一步下滑可能性小，对收入下降影响变小。目前经纪业务处于存量竞争状态，同质化严重，价格竞争也以无法有效获得增量业务，增量业务的获取主要依靠向财富管理和机构化等附加业务转型。券商佣金率预计将中长期维持在万分之三左右。四季度行情震荡向上，经纪业务收入增速维持现状。

图表 14：股基日均成交金额走势



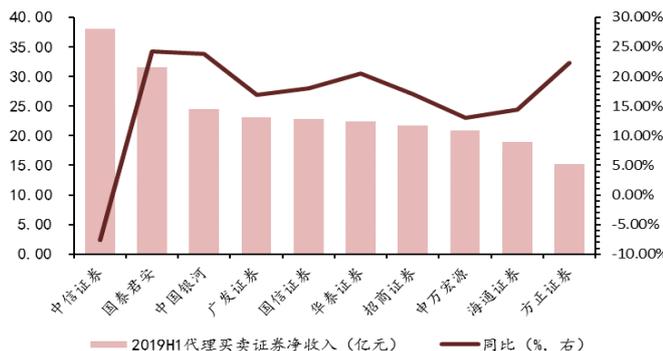
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 15：行业平均佣金率走势

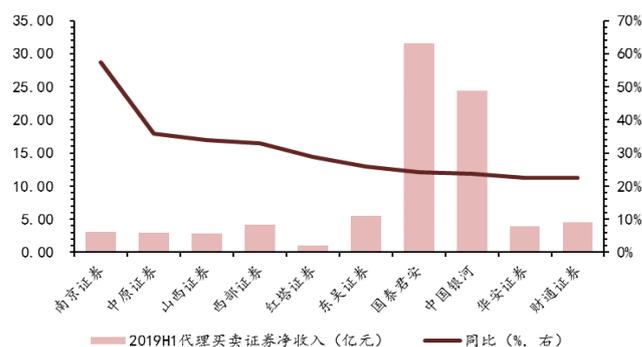


数据来源：Wind，爱建证券研究所

2019 年上半年统计内 35 家上市券商经纪业务收入为 367 亿元,同比增幅为 14.5%,占营业收入 20.1%。从 2019 年上半年券商代理买卖证券业务净收入表现来看,头部券商收入占优格局基本未变,前十大券商经纪业务收入均超过 15 亿元。19 上半年前十大券商经纪业务总收入 239 亿元,占 35 家券商经纪业务总收入比 65.1%,18 上半年占比为 62.5%。从券商代理买卖证券净收入增长情况来看,部分以传统业务为主的中小券商增速较快,弹性较大,其中南京证券增速 57.4%,增速第一。

图表 16: 2019H1 代理买卖证券业务净收入前十


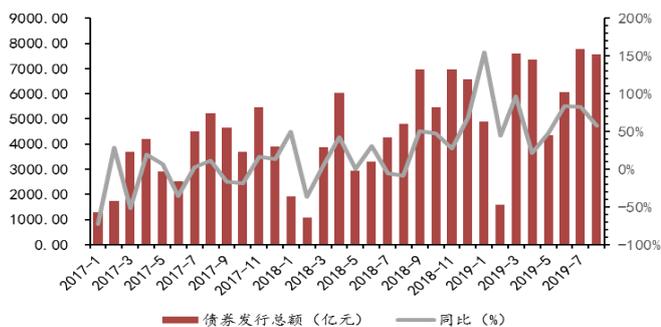
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 17: 2019H1 代理买卖证券业务净收入增长前十


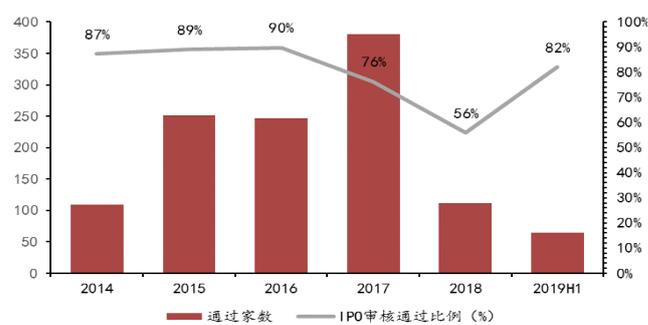
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

3.5 投行: IPO 常态化发行, 科创板加持, 头部券商优势大

股权融资方面,2019 年 1-8 月股权融资规模 9420 亿元同比下降 5.2%。IPO 发行家数、规模分别为 118 家和 1301 亿元,同比增长 55.3%和 21.4%,再融资规模为 8119 亿元,同比下降 8.9%。2018 年年底开始 IPO 通过率提高,2019 年上半年 A 股 IPO 通过率高达 82%,比 18 年同期上涨近 30 个百分点。经历了 18 年严审后 IPO 回暖信号释放,目前新股保持常态化发行,过会率提高也使 IPO “堰塞湖”现象缓解。2019 年债券承销业务受益于利率下行,延续了 2019 年的增长趋势,同比持续正增长。另外,近期会议提出发挥科创板试验田作用,稳步实施注册制,推动上市公司提质,优化重组上市、再融资等制度,支持拆分上市等改革的落地也有望带动投行业务继续改善。

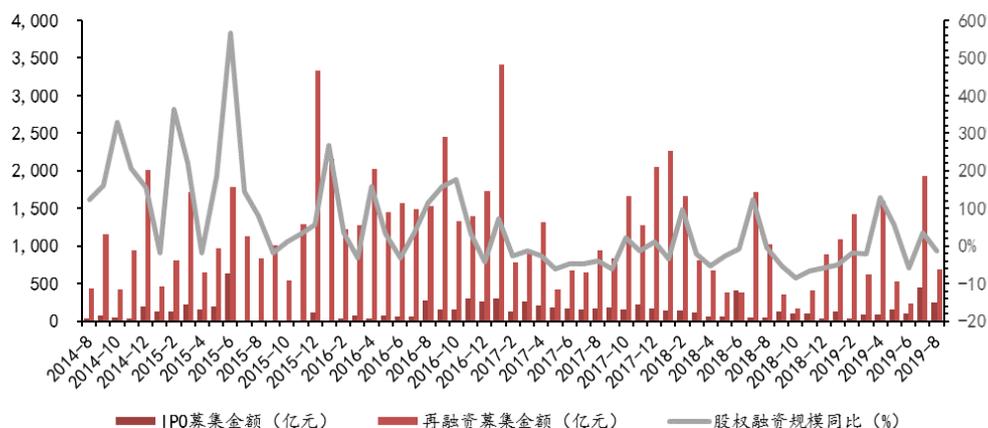
图表 18: 债权融资规模变化


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 19: IPO 审核通过率历年变化


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

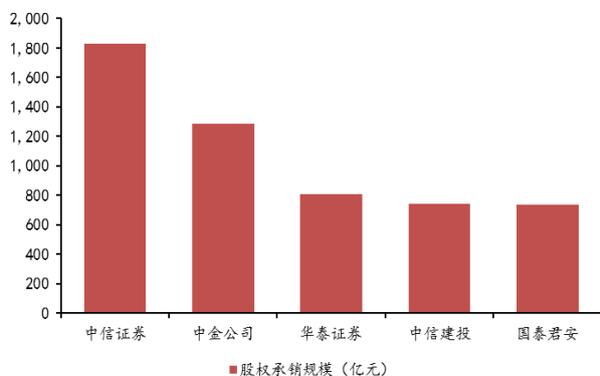
图表 20: 股权融资规模变化



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

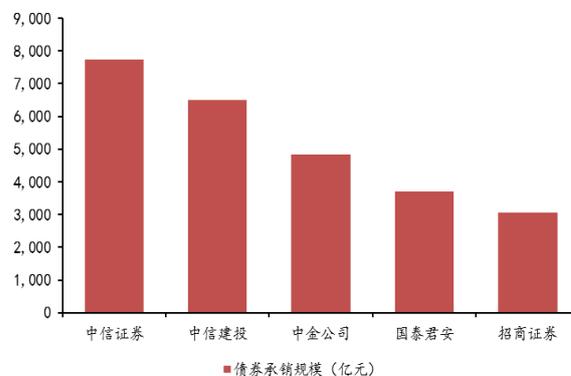
头部券商承销金额下降,虽然龙头券商在收入体量上保持优势,但占比下降。2019 年 1-8 月股权承销金额和债券承销金额 CR5 分别为 45.08%、43.96%,部分中小券商在本土优势和特色化帮助下,投行净收入大幅增长。但随着下半年科创板增量的进一步释放,龙头券商投行依托项目资源储备、机构客户优势、项目承接经验等,将重新凸显优势,业务增量预计集中于头部优势券商。

图表 21: 2019 年 1-9 月股权承销规模前五



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 22: 2019 年 1-9 月债券承销规模前五



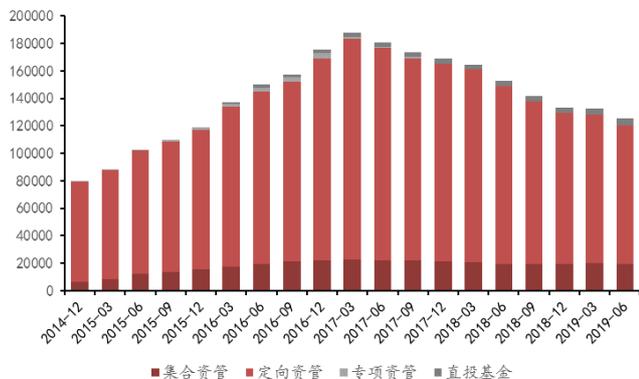
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

3.6 资管: 主动管理转型进行中

受《资管新规》和《券商大集合指导意见》的影响,券商通道业务和资金池业务仍在整顿,通道业务进一步压缩,券商资管朝主动管理转型。2019H1, 35 家上市券商实现资管净收入 139 亿元。同比下降 3%, 占营业收入 7.6%。资管新规短期内对券商资管业务仍有压制,尤其是通道占比高的券商,券商资管规模持续收缩,但收缩幅度开始减小。目前券商资管积极向主动管理转型,在加强投资管理能力、丰富产品类型设计、拓宽产品销售渠道、完善产品风控能力等主动管理能

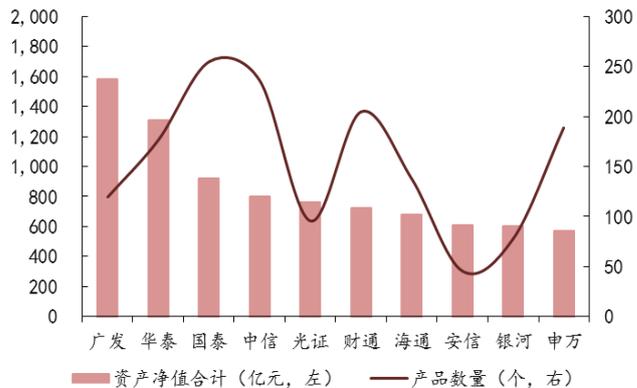
力发力。截至 2019Q2，券商资管规模 12.53 万亿元，与 2017Q1 的高点相比，已累计下降 33.2%，其中定向资管规模下降 37.1%，集合资管规模下降 15.6%。

图表 23：券商资管规模历年增长情况（亿元）



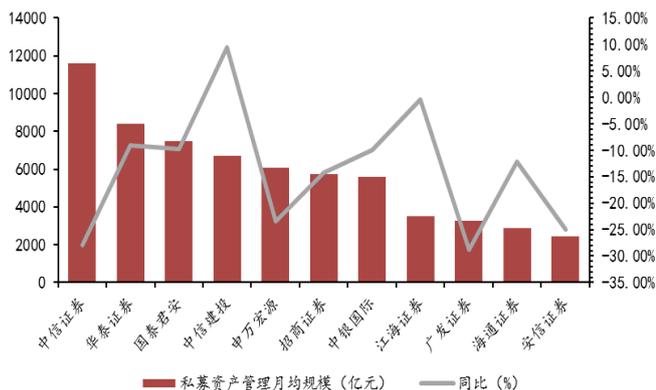
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 24：券商集合资管资产净值排名



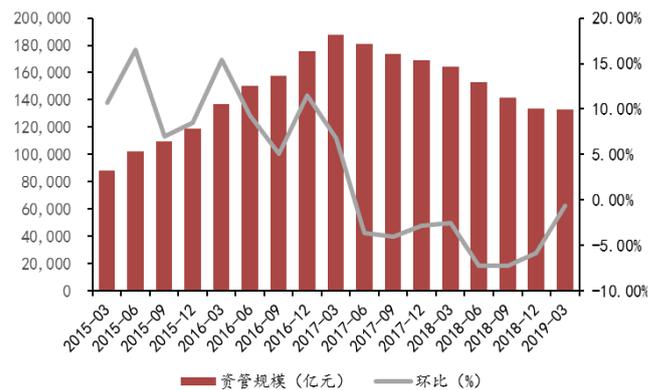
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 25：19Q2 私募资产管理月均规模（亿元）



数据来源：Wind，中基协，爱建证券研究所

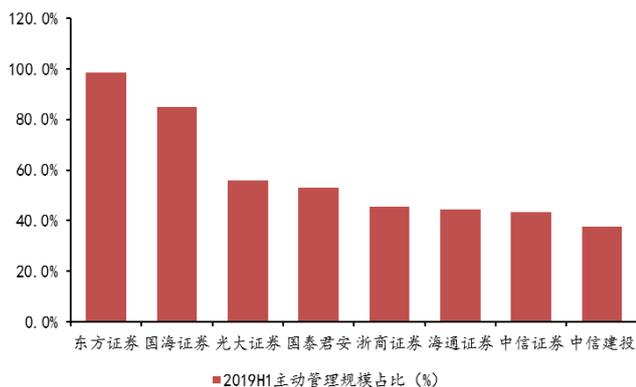
图表 26：券商资管规模环比下降



数据来源：Wind，爱建证券研究所

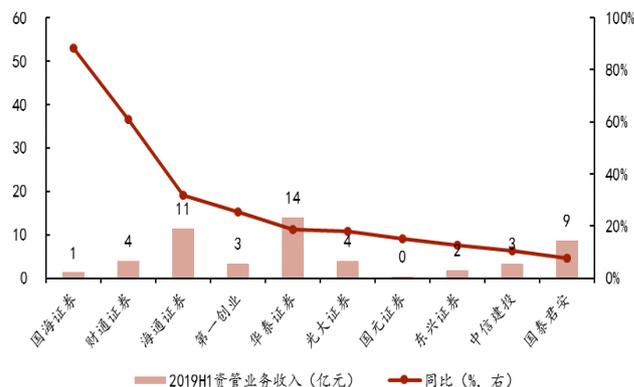
在通道业务持续收缩下，券商纷纷向内涵式主动管理业务转型，券商主动能力成为稳定业务收入的重要手段。从 2019 年上半年资管业务收入表现看，35 家券商中 15 家券商资管收入同比上涨，其中中国海证证券同比增幅最大为 88%，华西证券同比降幅最大为 58%，行业内部分化。券商主动管理规模占比均比去年提升，东方证券主动管理规模占比高达 98.7%，光大证券、国泰君安、海通证券、中信证券等主动管理业务占比均超过 43%，预计券商将继续加强向主动管理业务方向发展。

图表 27: 2019H1 券商资管主动管理规模占比 (%)



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 28: 2019H1 部分券商资管业务收入增长情况



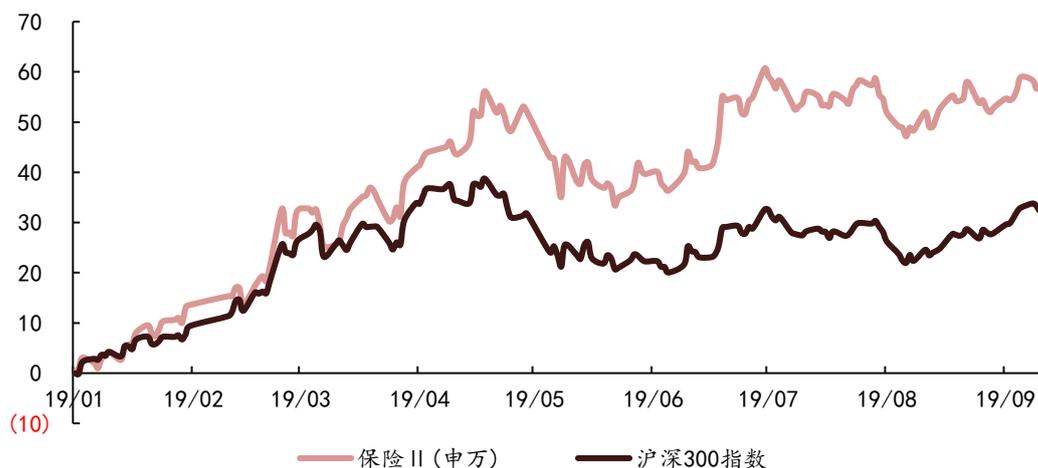
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

4、保险行业

4.1 2019 年前三季度保险指数回顾

回顾今年前三季度保险板块走势, 保险指数走出了不错的上涨行情, 自年初至今申万保险指数上涨 52.28%, 与沪深 300 指数的相对涨幅为 23.92%。前三个季度保险指数的走势可以粗略分为三个阶段, 第一阶段是 1 月至 4 月的向上通道, 5 月至 6 月是一个 V 型反转行情, 自 7 月初以来则是震荡盘整阶段。保险指数方向与沪深 300 基本同步, 但弹性更大。

图表 29: 保险板块强于沪深 300 指数 (%)

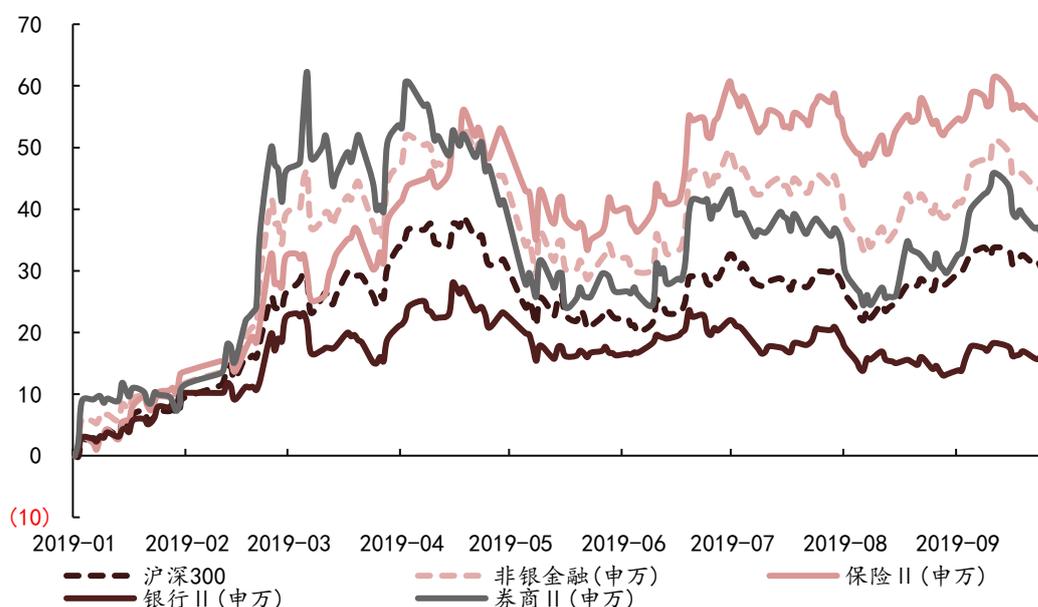


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

从大金融行业内部来看, 保险和券商强于银行指数, 4 月以前券商走势最强, 而自 4 月中旬之后, 保险指数后来居上位于领先地位。银行指数在三者中最弱,

且走势始终弱于沪深 300 指数。

图表 30：第二季度以来保险板块在大金融行业中走势最强 (%)

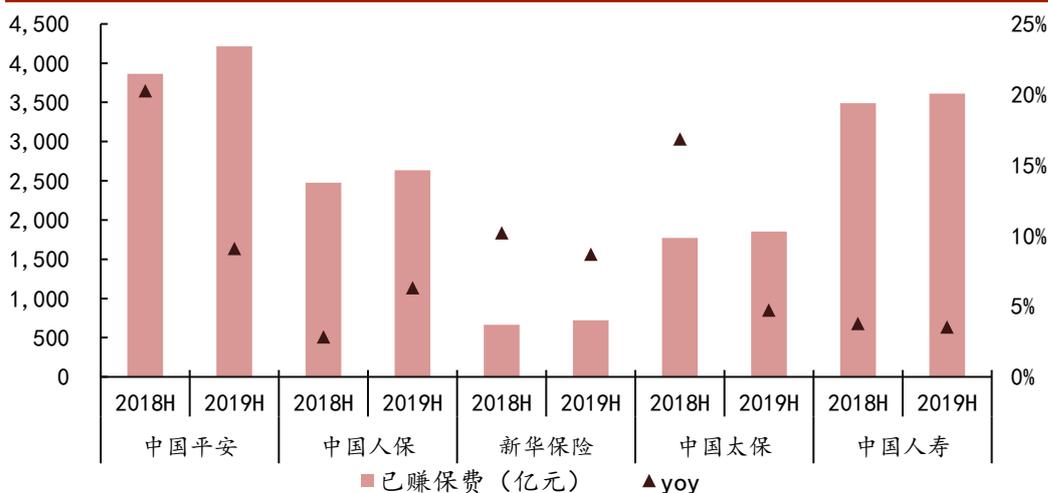


数据来源：Wind，爱建证券研究所

4.2 上市险企半年度业绩

从上市险企半年报来看，除中国人保外，其他四家上市险企 2019 年上半年已赚保费增速均有下滑，中国太保和中国平安减幅较大，分别为-12.13%、-11.18%。各大险企已收保费排位未发生变化。

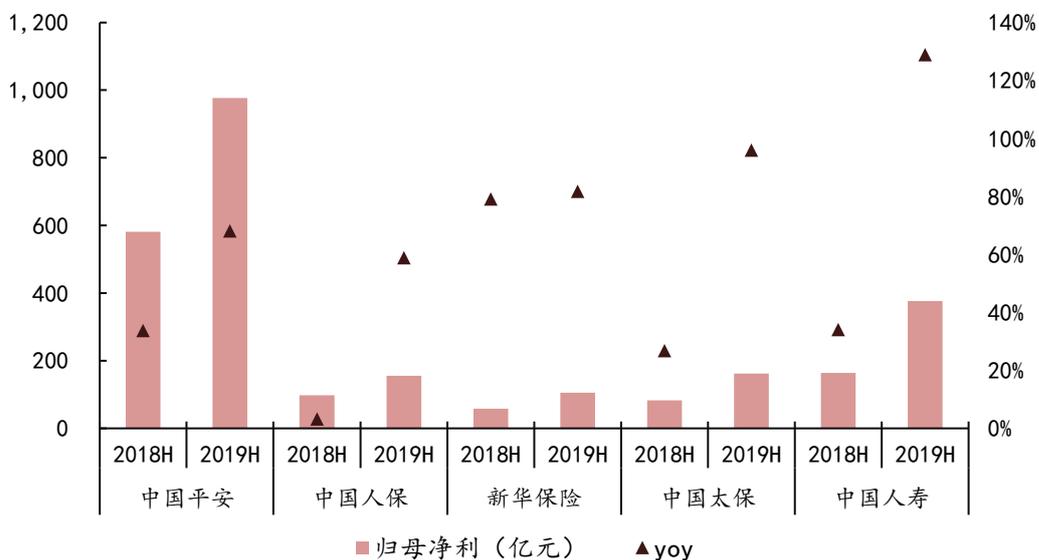
图表 31：上市险企上半年“已赚保费”增速放缓



数据来源：Wind，爱建证券研究所

而从上市公司归母净利来看，五家险企均实现增长，涨幅最大的是中国人寿+94.79%，随后是中国太保+69.25%、中国人保+66.67%，中国平安增长+34.36%，涨幅最小的是新华保险+2.69%。

图表 32：归母净利增长率同比提升

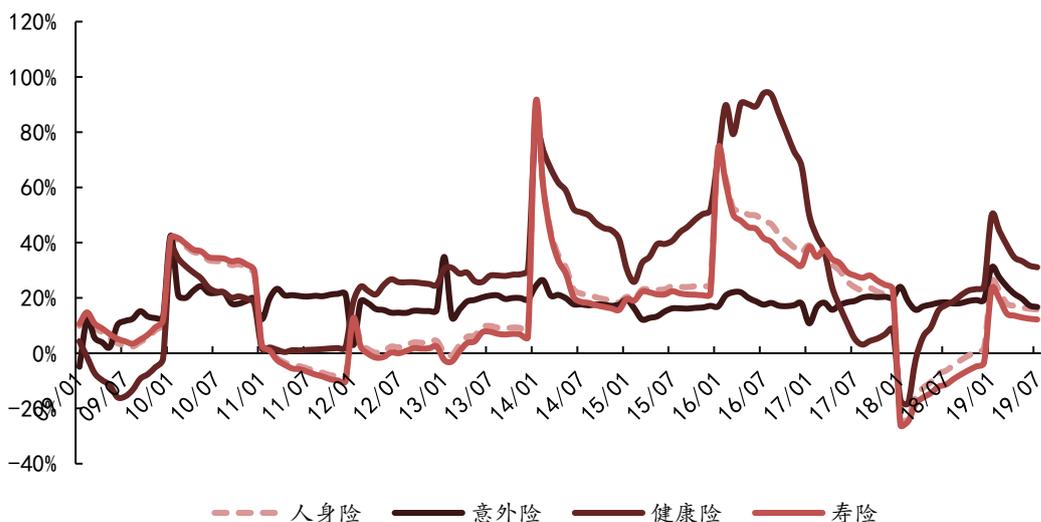


数据来源：Wind，爱建证券研究所

4.3 负债端

1) 人身险：人身险行业保费收入增速回升，在去年低基数的基础上出现明显改善。行业结构转型仍在继续，2017 年万能险受到监管限制，中短存续期产品骤降，随后缓慢恢复，今年“开门红”期间，万能险得到一定恢复。

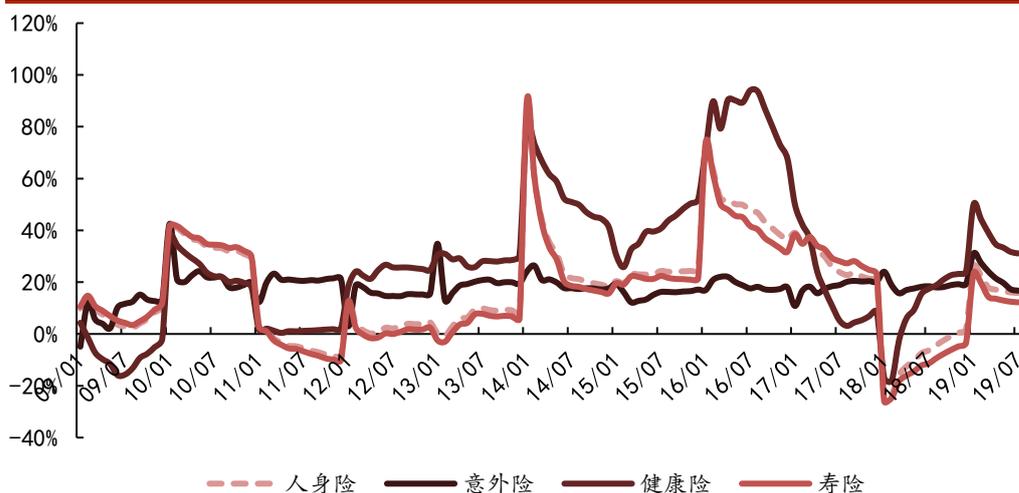
图表 33：人身险行业保费收入增速同比改善



数据来源：Wind，爱建证券研究所

分险种来看，寿险仍为寿险中占比最大险种，今年前 7 个月寿险销售 1.61 万亿元，占人身险销售比例为 75.7%，在 2008 年底该比例为 89.4%。健康险销售 0.44 万亿元，从 2008 年底的 7.9% 增长到 20.9%。意外险销售 733 亿元，比例为 3.4%。

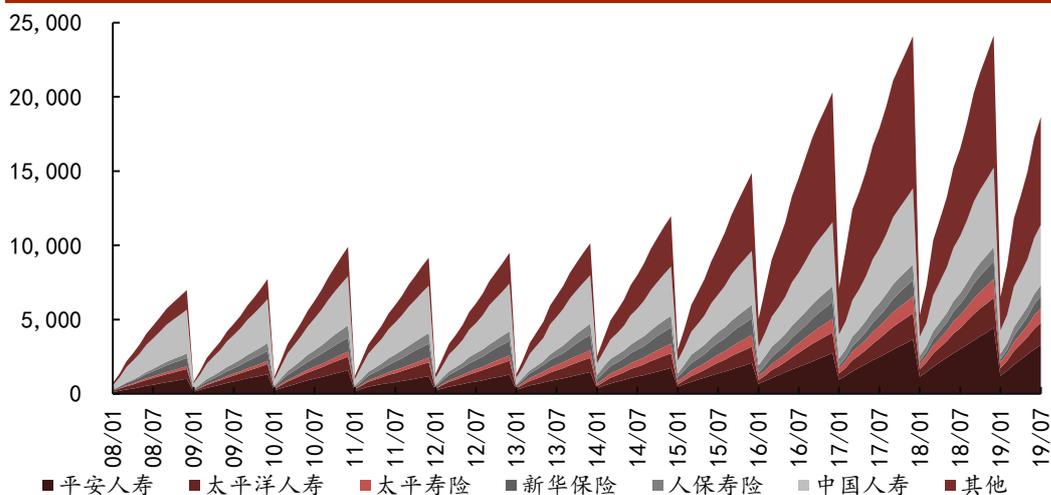
图表 34：寿险仍为最大品种，健康险占比提升



数据来源：Wind，爱建证券研究所

比较上市险企人身险业务收入和其他中资险企人身险业务收入，可以明显发现今年非上市险企人身险收入增速明显快于上市险企。今年前 7 个月，平安人寿、太平洋人寿、太平寿险（中国太平在香港上市）、新华保险、人保寿险、中国人寿保费收入和增速分别为 3293 亿元+9.2%、1498 亿元+6.3%、964 亿元+11.2%、825 亿元+8.6%、744 亿元+2.0%、4051 亿元+5.1%，而行业整体的保费收入为 1.86 万亿元+12.81%。

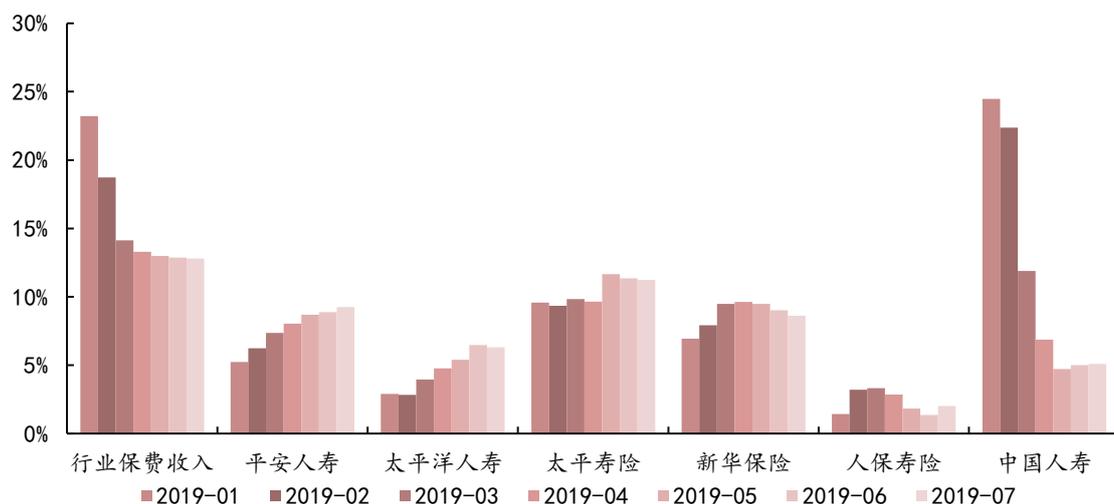
图表 35：非上市险企人身险业务保费收入增速较快



数据来源：Wind，爱建证券研究所

具体来看，太平洋人寿和平安人寿进一步推动转型，淡化“开门红”。新华保险、中国人寿在上半年发力明显，推出高预定利率年金险，在“开门红”期间获得较大的增长。而非上市险企相对来说转型较慢，依然坚持“开门红”战略，在年初通过较高成本来换取规模增长。

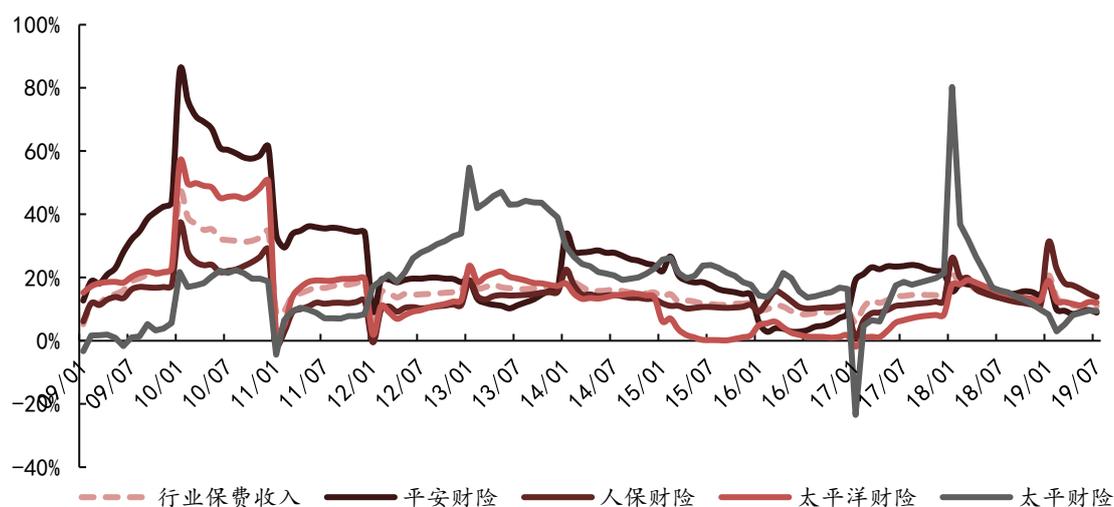
图表 36：“开门红”策略差异使得不同险企保费收入同比增速出现分化



数据来源：Wind，爱建证券研究所

2) 财险：财险行业整体增速慢于人身险。2019 年前 7 个月行业累计保费增速为 10.9%，与 2018 年同期 13.6% 相比略有下滑。人保财险、太平洋财险两家财险保费收入增速分别为 13.9%、12.1%，高于行业平均。

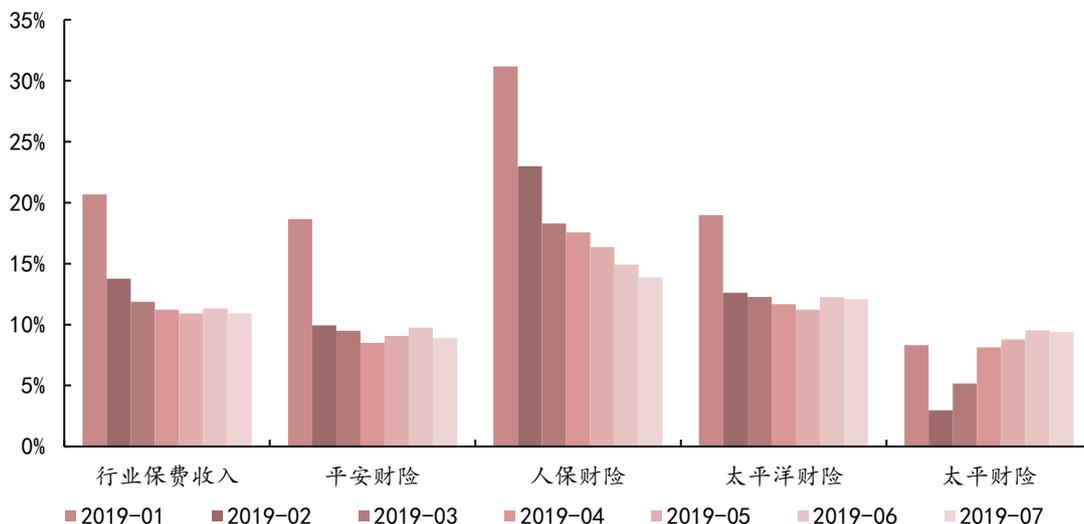
图表 37：人身险行业保费收入增速同比改善



数据来源：Wind，爱建证券研究所

不同于人身险的战略转型、增速分化，财险公司的开门红现象非常明显。财险行业整体保费收入一月份的增速为 20.7%。平安财险、人保财险、太平洋财险、太平财险一月份财险保费收入增速分别为 18.7%、31.2%、19.0%和 8.3%，除太平洋财险外，其他公司一月保费收入增速均为全年最高。

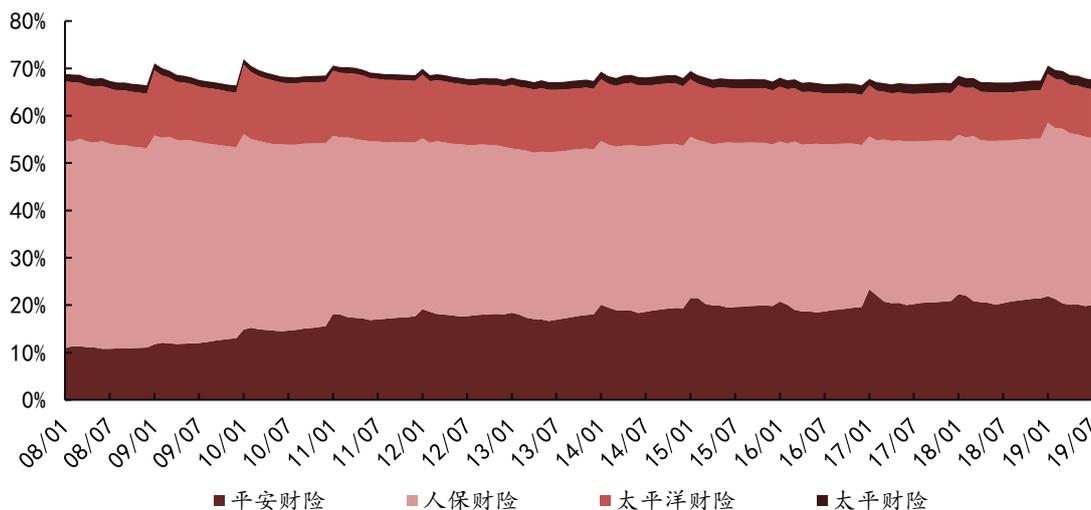
图表 38：财险公司保费收入开门红现象明显



数据来源：Wind，爱建证券研究所

财险行业中，上市险企保费收入占比极高，平安、人保、太平洋和太平四家合计占比在 66%-71%之间波动。其中平安财险从 2008 年 12 月的 11.1%提高至 2019 年 7 月的 20.1%，而人保财险从 2008 年 12 月的 42.1%滑落至 2019 年 7 月的 35.2%，太平洋财险和太平财险两家占比变化不大。

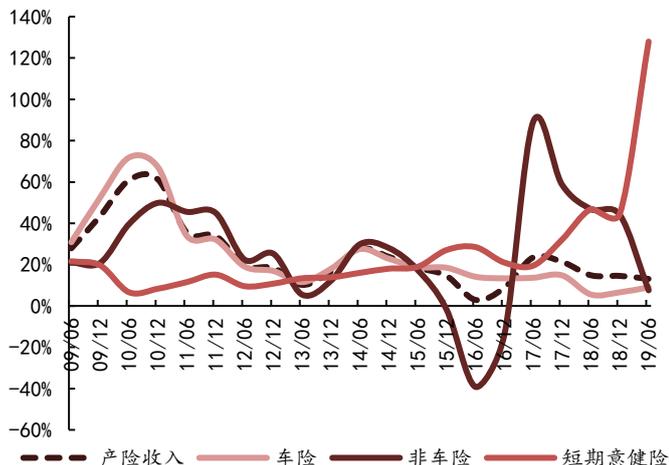
图表 39：上市险企财险保费收入在中资财险中占比



数据来源：Wind，爱建证券研究所

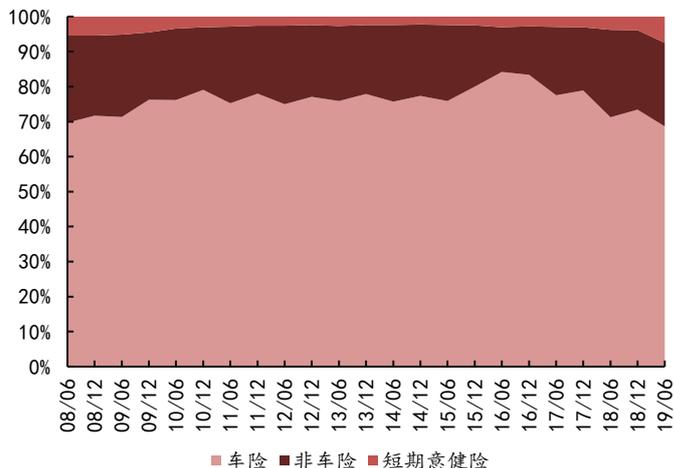
自 2015 年以来，财险行业各险种增长率分化，车险增速较为平稳，但处于缓慢下降趋势中。新车销量下滑、商业车险费改降低车均保费、“报行合一”的严监管环境，多方面因素共同导致车险保费增速下降。与此同时，非车险和短期意外险增速较高。因此，从平安产险产品结构来看，可以发现从 2016 年开始，车险占比逐渐下降，截至 2019 年 6 月，车险占平安财险保费收入为 68.6%。

图表 40：平安财险各产品保费收入增长率



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 41：平安财险产品结构变化

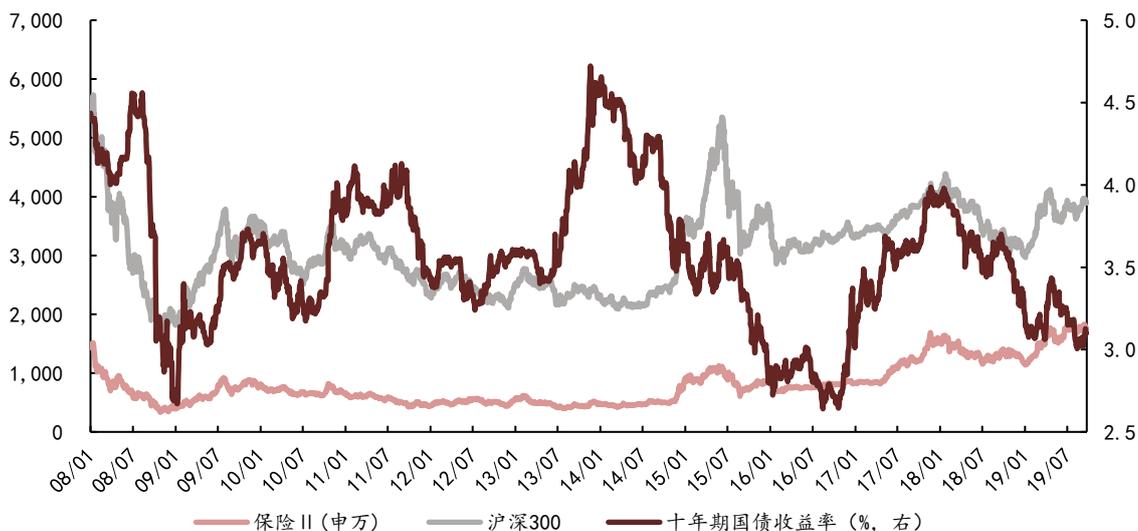


数据来源：Wind，爱建证券研究所

4.4 投资端

2019 年上半年，A 股市场同比好转，上证综指上涨 19.45%，沪深 300 上涨 27.07%，权益市场在上半年，尤其是第一季度走出了强势行情。固定收益方面，十年期国债收益率一季度爬升，二季度以来逐渐回落，国债曲线总体而言较为平坦。

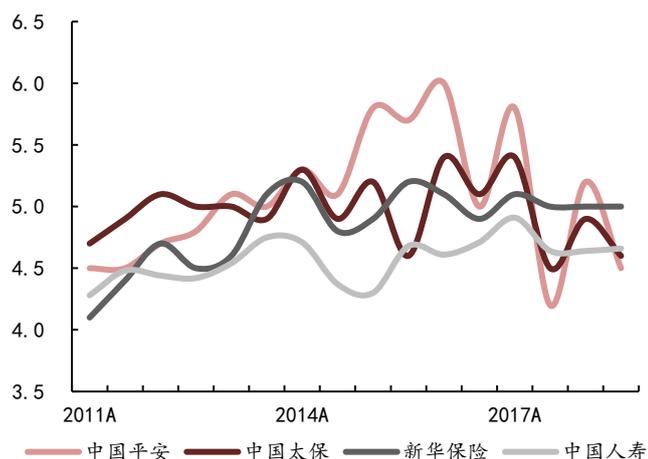
图表 42：权益指数与十年期国债收益率



数据来源：Wind，爱建证券研究所

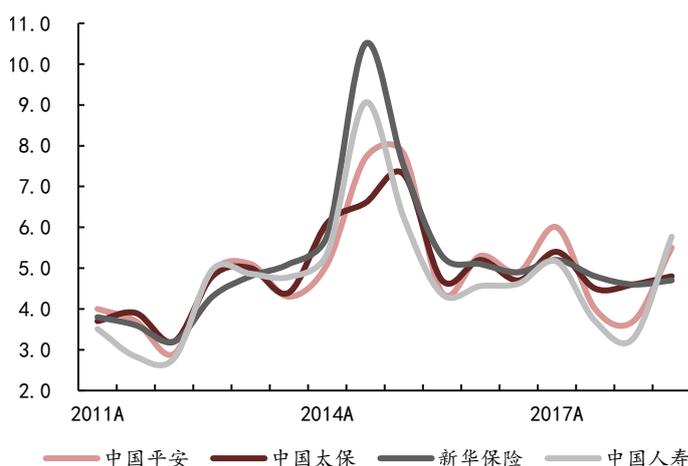
总投资收益率整体好转。根据上市险企半年报，受益于固收类资产收益及权益投资分红增加，中国平安、中国太保、中国人寿净投资收益率较去年同期分别+0.3pct、+0.1pct、+0.02pct，新华保险净投资收益率同比持平。由于上半年资本市场波动加大，导致公允价值变动损益波动加大，总投资收益率变动较大，中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿总投资收益率分别为 5.5%、4.8%、4.7%、5.77%，较去年同期分别+1.5pct、+0.3pct、-0.1pct、+2.07pct。

图表 43：上市险企净投资收益率 (%)



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 44：上市险企总投资收益率 (%)



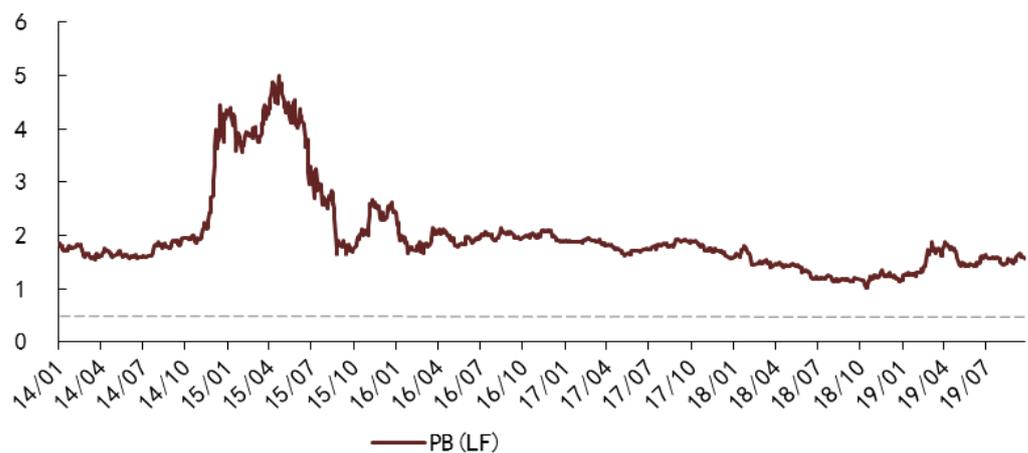
数据来源：Wind，爱建证券研究所

5、投资建议

5.1 证券行业：政策利好利于行业估值提升

首先，与历史估值水平相比，当前行业估值 1.6x PB 处于中间区间。低于自 2014 年以来的中位数 1.84x PB，券商板块估值仍存向上空间。18 年的低基数叠加一系列的政策利好和流动性宽松，券商四季度业绩仍有可能超预期，推动板块估值进一步提升。监管层加大资本市场增量改革力度，券商投行业务相关的增量业务有助于券商稳业绩；大券商积极向主动管理业务转型也有助于资管业务回暖；A 股国际化进程加快，行业对外开放加速，有利于越来越多长期的增量资金的入场，与市场关联度较高的经纪业务、自营业务业绩有望更进一步。

图表 45：： 券商板块历年估值

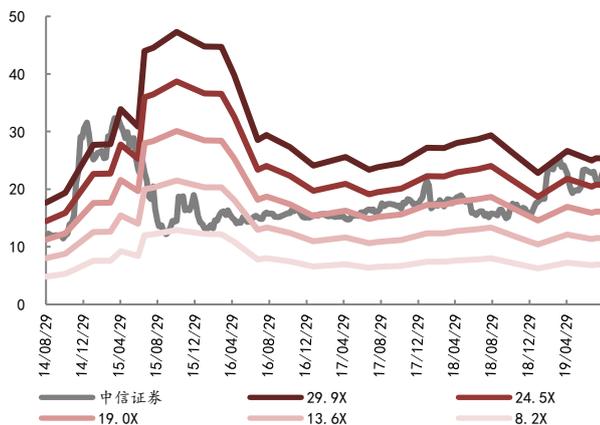


数据来源：Wind，爱建证券研究所

个股推荐

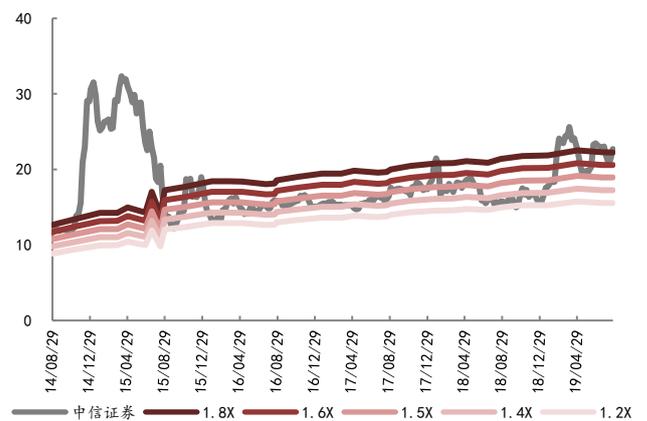
1) 中信证券：作为行业龙头，公司业绩显著高于行业平均。中信证券各项业务均位居行业前列，将充分受益于资本市场建设和直接融资发展。此外，收购广州证券有利于完善公司业务布局，为顺周期加速增长创造条件。目前公司 PB 为 1.79 倍，预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.98/1.09 元，对应 PE 为 23/21 倍，维持“推荐”评级。

图表 46: 中信证券 PE-Band



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

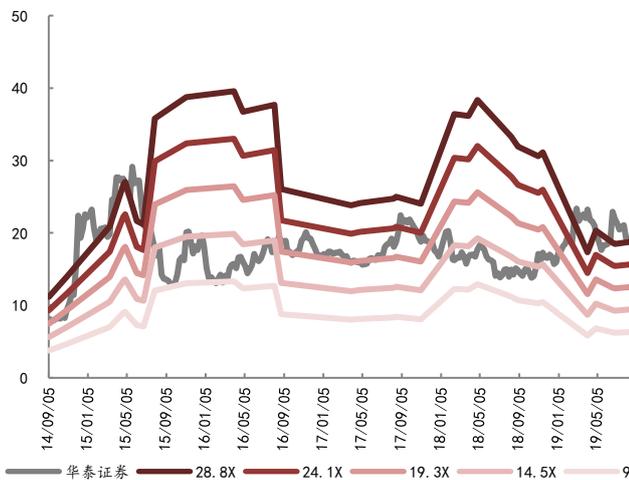
图表 47: 中信证券 PB-Band



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

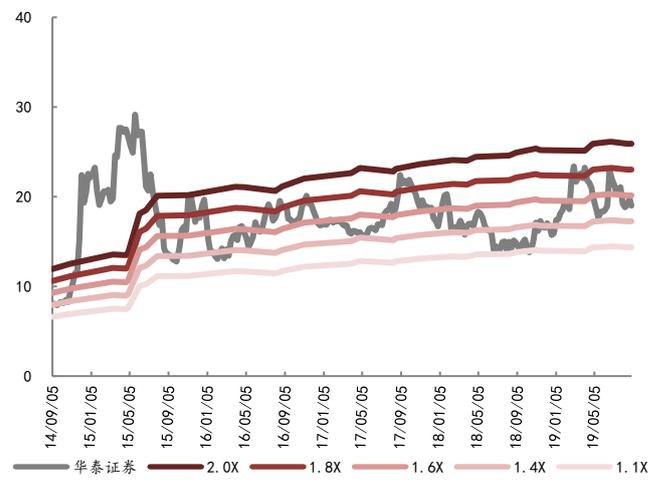
2) **华泰证券**: 公司经纪业务龙头地位稳固, 资管业务表现亮眼, 积极推动互联网布局, 有序推进财富管理转型。同时科创板储备项目将带来可观的潜在收益, GDR 的发行以及 Assetmark 上市有助于国际业务拓展, 公司发展前景良好。目前公司 PB 为 1.49 倍, 预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.89/1.02 元, 对应 PE 为 21/19 倍, 维持“推荐”评级。

图表 48: 华泰证券 PE-Band



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 49: 华泰证券 PB-Band



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

5.2 保险行业: 投资策略

2019 年前三季度, 全球经济乏力、经贸摩擦持续, 各大央行纷纷进入降息周期, 我国央行在 9 月下调了存款准备金率。受益于市场环境宽松、资金释放流入, 权益投资或将进一步为险企贡献收益。政策方面, 金融行业对外开放持续推进, 保险行业市场秩序愈加规范。5 月财政部发布的《关于保险企业手续费及佣金支出

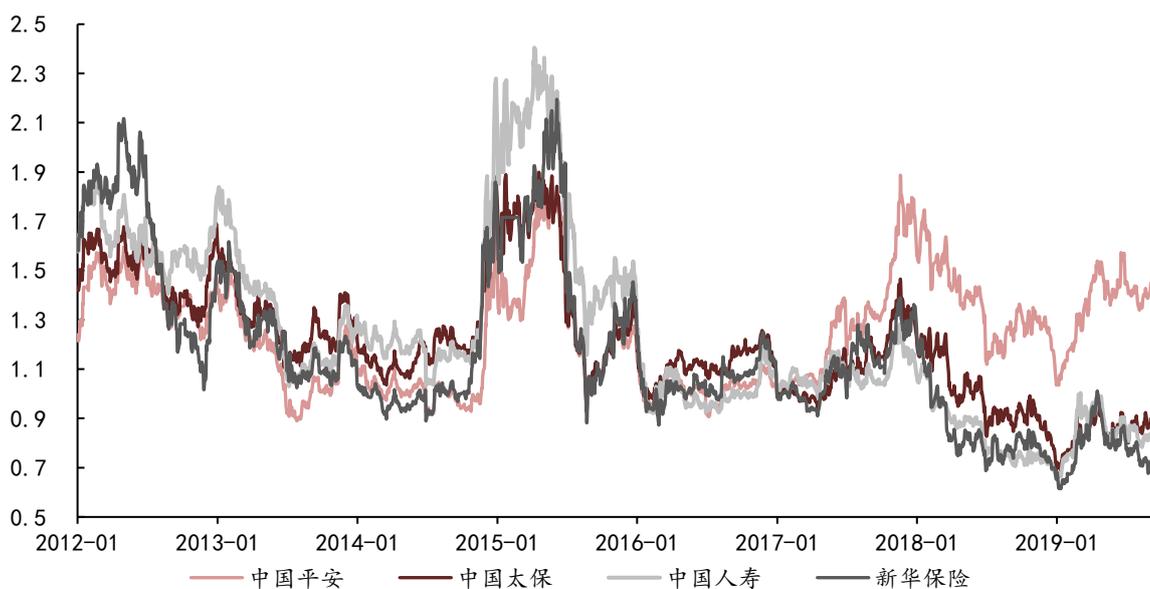
税前扣除政策的公告》大幅提升抵扣比例至 18%，政策于 2019 年 1 月 1 日生效，退回的已缴所得税大幅增厚各家上市险企中报利润，后续也将持续缓解险企税负压力。

在负债端方面，人身险在 2018 年的低点后已恢复增长，其中健康险增速较快，且预计仍将有较大的增长空间。随着太平洋人寿、平安人寿等推动战略转型，淡化开门红销售现象，不再以成本换规模，人身险的新业务价值率有望进一步提升。财险方面，新车销量下滑、商业车险费改等多方面因素共同导致车险保费增速缓慢下降。由于严监管环境规范费用竞争，车险手续费率下降，有利于财险业务净利润的改善，对冲车险增速放缓的影响。同时，非车险发力明显，保费增长稳健，助推财险业务保费收入增长。

中长期来看，国内保险市场的保障型需求仍远未被充分挖掘，随着我国人均收入的持续增长和保险意识的不断普及，保险密度仍有较大的提升空间。各大险企推进战略转型，改善新业务价值增速，推动内含价值增速提升，叠加减税降费政策，险企的业绩表现将增强市场对于保险行业的信心，有助于上市险企估值抬升。

目前除中国平安外，上市险企 PEV 水平均处于低位，维持行业“推荐”评级，推荐关注中国平安。

图表 50：上市险企历史 PEV 水平



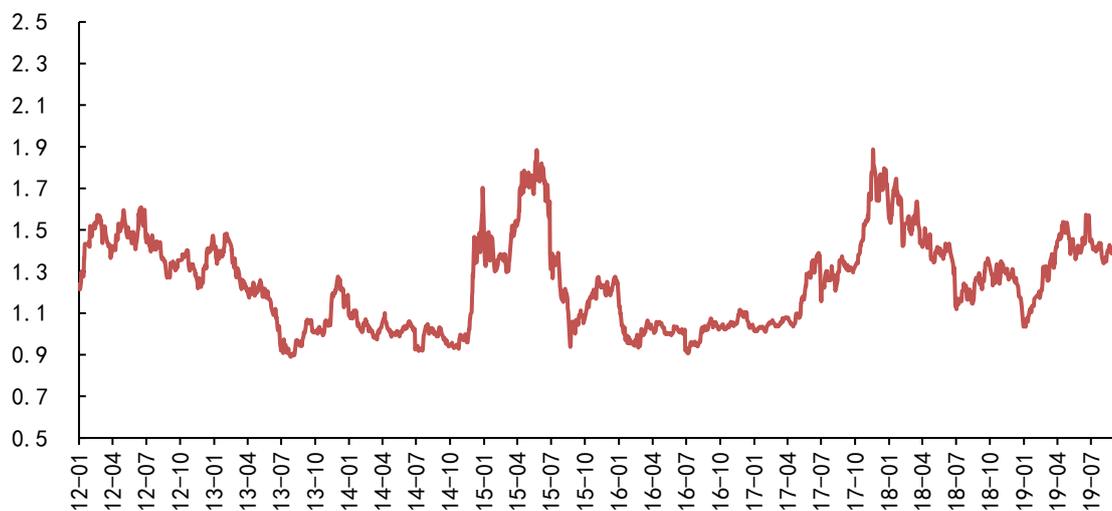
数据来源：Wind，爱建证券研究所

个股推荐

中国平安：公司全面布局金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市等生态圈，坚定战略转型，提升集团客户交叉渗透率，有效提升客户数和客均营运利润。人身险、财险均增长稳健，集团内含价值稳步提升。公司通过持续强化科技投入及对外输出，理顺了科技赋能金融主业的价值链，有助于提升效率、降低成本、提高客户满意度。公司目前股价对应 1.41 倍 2019H1 的 PEV，处于历史中位数水平，预计公司 2019 年内含价值保持增长，且未来随着公司战略转型的

推进和完成，有望迎来 EV 和 PEV 双升，维持中国平安“推荐”评级。

图表 51：中国平安历史 PEV 水平



数据来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

- 宏观经济增速不及预期
- 股票市场低迷
- 监管政策重大变化
- 长端利率持续下行
- 代理人规模和产能不及预期

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com

