

非银金融行业

嘉信免佣对国内影响有限，关注龙头价值

● 证券：嘉信免佣对国内影响有限，关注龙头价值

美国在线券商嘉信理财 (Charles Schwab) 宣布经纪业务零佣金，将从 10 月 7 日起，将美国股票、ETF 和期权的在线交易佣金从每笔 4.95 美元降至零。嘉信理财的商业模式为经纪扎根，财富管理、信贷业务花开并蒂，2018 年经纪业务仅占总净收入的 8%，利息收入与资管收入超 90%。因此本次降佣对公司营收影响不大。经纪业务让利可以增强对零售与机构客户的导流，为其他业务打下坚实的基础。

我国证券行业，受行业价格战及竞争加剧影响，行业佣金率从 2010 年的千一下滑至 2018Q1 的万三，贴近监管的佣金底线万二点五，目前监管底线暂无松动迹象。同时，经纪业务收入占比逐渐下降。根据中国证券业协会统计，131 家证券公司 2019H1 实现营业收入 1789.41 亿元，代理买卖证券业务净收入 444.00 亿元，占营收 24.8%，较 2018 年下滑 3.9%。

资本市场改革全面深化的窗口之下，支持投行开展股权融资业务、鼓励券商业务创新、支持券商差异化发展的举措不断。在投行资本化、衍生品、财富管理等创新转型的发展方向上，未来经纪业务占比将继续下降。因此，本次嘉信理财降佣对国内券商冲击不大。截至 9 月 30 日收盘价计算，根据我们对各上市券商 2019 年的盈利预测，上市券商的 PB 估值回落至 1.52xPB。头部券商的 PB 估值已回落至 1.11x-1.63xPB，位于历史估值低点，板块配置价值显现。

资本市场改革正持续推进，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。两个核心催化剂再获确认：一是逆周期带来的宽松政策，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。

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)。

● 保险：关注龙头，长期布局

保险板块虽然负债端资产端仍承受压力，但得益于长期赛道清晰，龙头标的恒强格局显现。当前行业整体面临代理人脱落压力，但未来趋势仍是清虚提产能，优化团队结构，短期或对保费有影响，长期看更符合市场需求。

投资端利率下行趋势加大，对各家险企提出新的应对策略，多元配置结合长久期品种是较为合理的措施，但对资产的风险把控上，龙头公司得益于团队建设和科研投入，更具备优势。当前板块估值仍然不足一倍 P/EV。

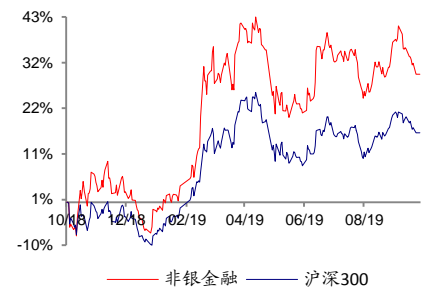
建议关注：中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)、中国太保 (601601.SH) / (02601.HK)、新华保险 (601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿 (601628.SH) / (02628.HK)。

● 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	2019-10-07

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：S0260519080002



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:资本市场深化改革，行业分化不断显现	2019-09-22
非银金融行业:如何看新一轮资本市场深化改革?	2019-09-20
非银金融行业:改革号角全面吹响，券商迎来战略发展期	2019-09-15

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	87.04	20190816	买入	92.65	8.57	10.10	10.16	8.62	1.33	1.13	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	48.67	20190829	买入	63.11	3.80	4.99	12.81	9.75	0.77	0.67	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	34.87	20190826	买入	42.07	3.72	4.33	9.37	8.05	0.83	0.74	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	90.05	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	30.75	20190829	买入	40.48	3.80	4.99	7.36	5.61	0.44	0.39	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	28.4	20190826	买入	46.72	3.72	4.33	6.95	5.97	0.62	0.55	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	14.30	20190901	买入	17.10	0.75	0.92	19.07	15.54	1.29	1.21	7%	8%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.09	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	23.28	17.51	1.43	1.35	6%	8%
中信证券	600030.SH	CNY	22.48	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.78	13.96	1.63	1.50	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.16	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	9.94	8.10	0.67	0.63	7%	8%
HTSC	06886.HK	HKD	11.60	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	12.92	9.72	0.79	0.75	6%	8%
中信证券	06030.HK	HKD	14.54	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	9.91	8.25	0.97	0.88	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.92	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.49	12.06	1.29	1.20	10%	10%

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。

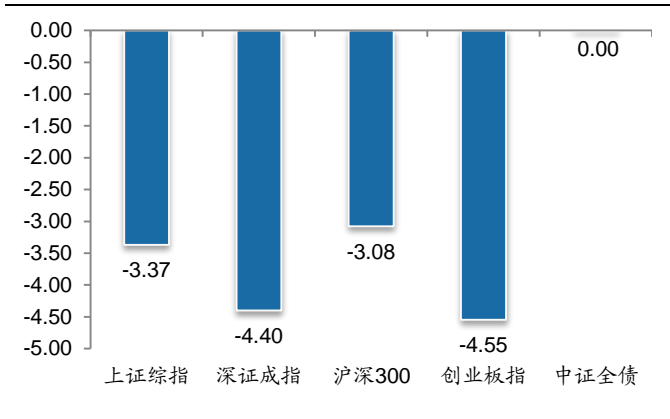
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

市场表现

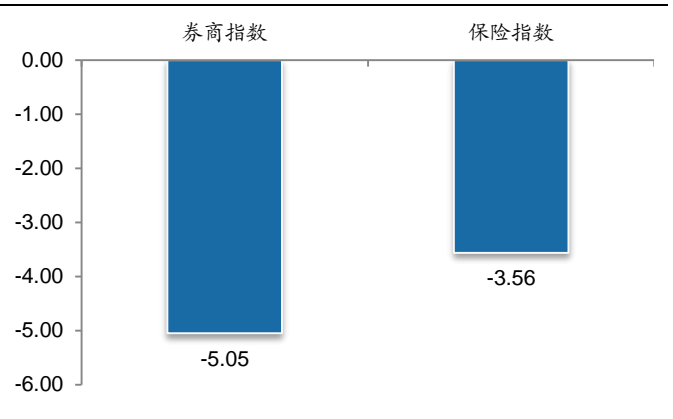
9月23日-9月30日上证指数报2905.19点，跌3.37%；深证成指报9446.24，跌4.40%；沪深300报3814.53点，跌3.08%；创业板指数报1627.55点，跌4.55%。中信II证券指数CI005165跌5.05%、中信II保险指数CI005166跌3.56%。

图1：9月23日-9月30日市场指数涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：9月23日-9月30日市场行业指数涨跌幅（%）



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：关注龙头，长期布局

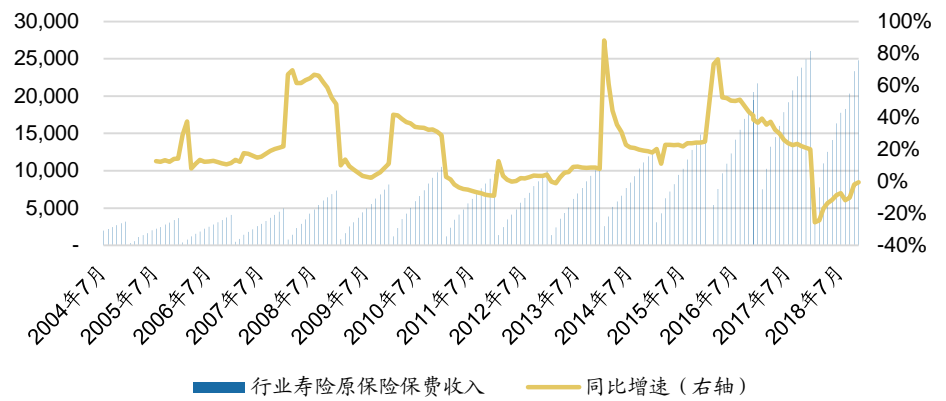
保险板块虽然负债端资产端仍承受压力，但得益于长期赛道清晰，龙头标的恒强格局显现。当前行业整体面临代理人脱落压力，但未来趋势仍是清虚提产能，优化团队结构，短期或对保费有影响，长期看更符合市场需求。

投资端利率下行趋势加大，对各家险企提出新的应对策略，多元配置结合长久期品种是较为合理的措施，但对资产的风险把控上，龙头公司得益于团队建设和科研投入，更具备优势。当前板块估值仍然不足一倍P/EV。

建议关注：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）。

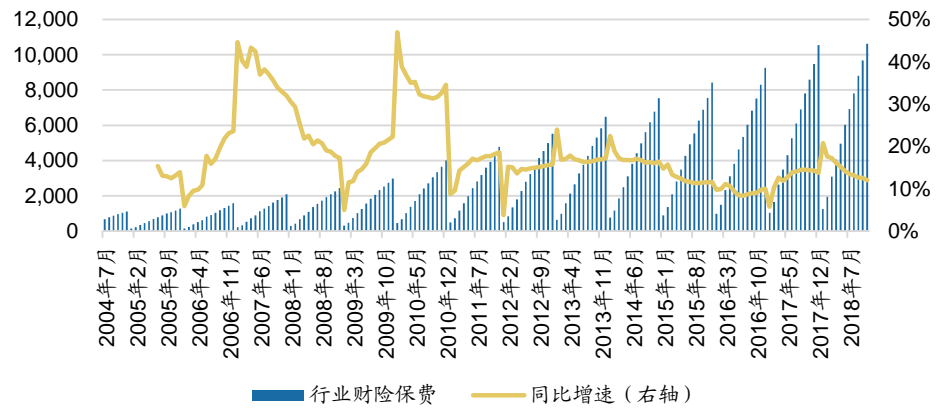
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (亿元)



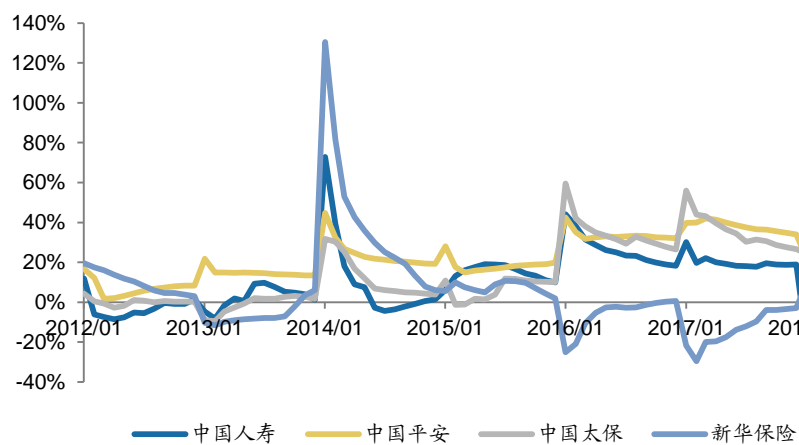
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (亿元)



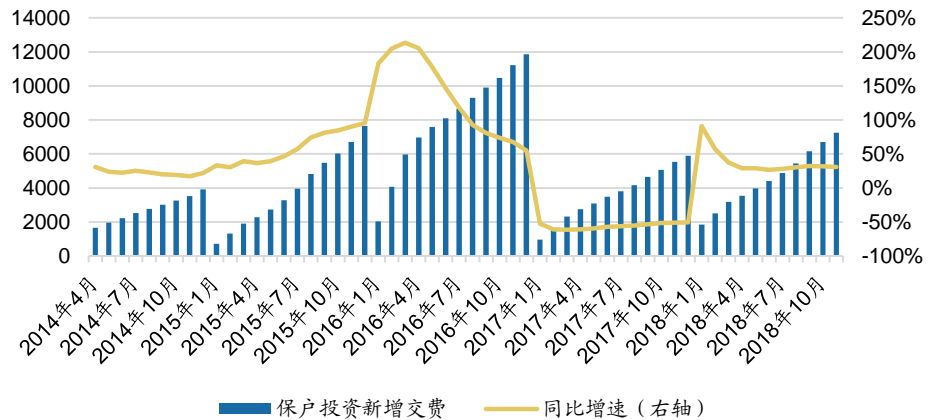
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



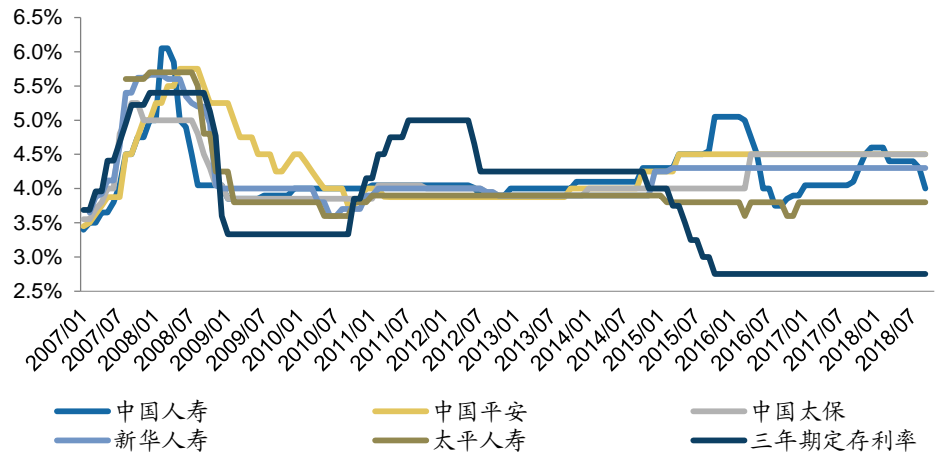
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (亿元)



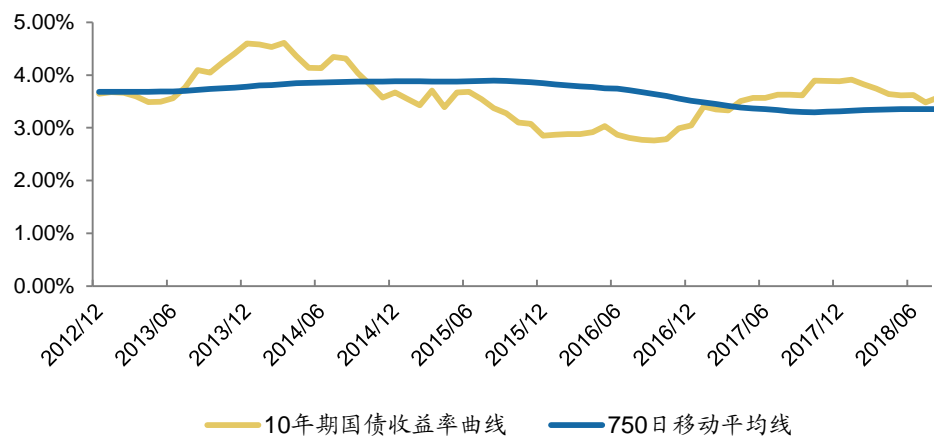
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



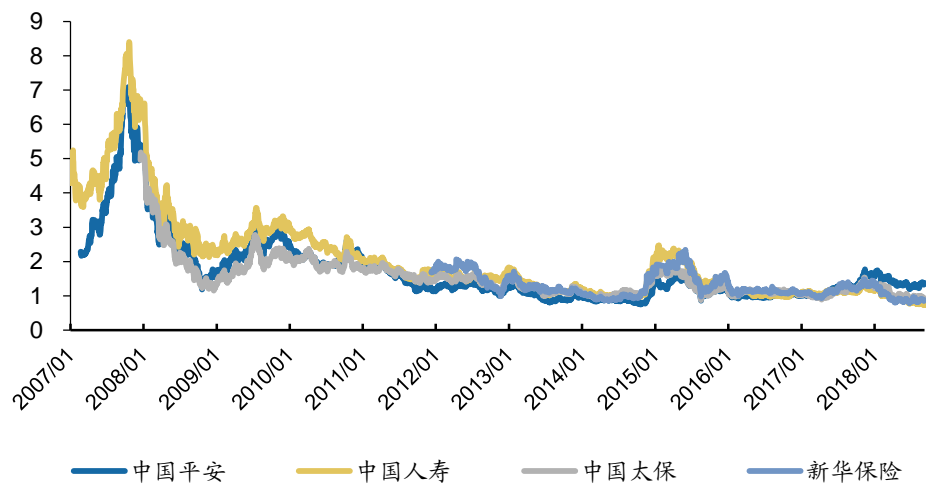
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.8%
中国平安-人寿	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%	9.2%
中国平安-健康	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%	64.4%
中国平安-养老	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%	11.1%
中国平安	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%	9.7%
中国太保	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%	5.5%
新华保险	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%	8.1%

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

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%	41.6%
中国平安-人寿	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%	0.1%
中国平安-健康	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%	-13.6%
中国平安-养老	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%	4.4%
中国平安	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%	0.1%
中国太保	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%	72.6%
新华保险	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%	0.1%

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

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%	13.4%
中国平安-人寿	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%	8.8%
中国平安-健康	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%	41.6%
中国平安-养老	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%	62.6%
中国平安	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%	11.1%
中国太保	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%	0.0%
新华保险	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%	2.9%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

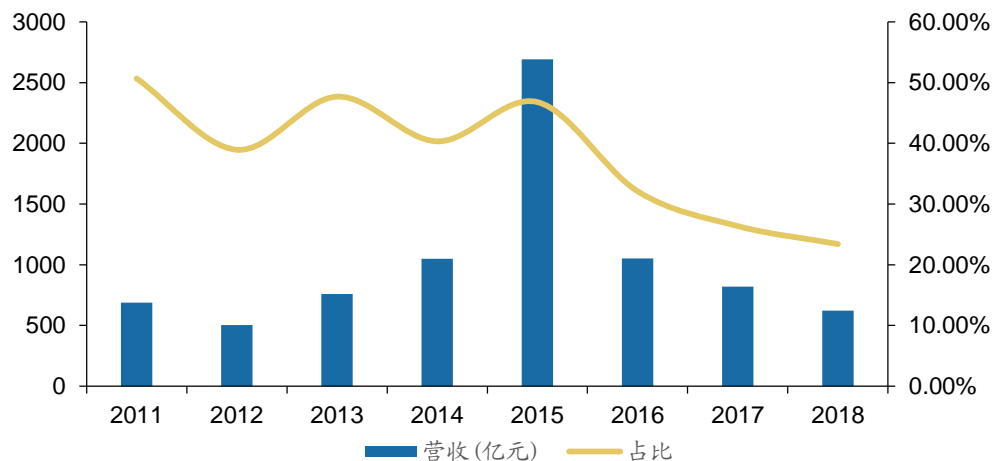
注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

证券：嘉信免佣对国内影响有限，关注龙头价值

10月1日，美国在线券商嘉信理财（Charles Schwab）在官网发布公告，宣布经纪业务零佣金。将从10月7日起，将美国股票、ETF和期权的在线交易佣金从每笔4.95美元降至零。嘉信理财的商业模式为经纪扎根，财富管理、信贷业务花开并蒂，据公司2018年报数据，2018年经纪业务仅占总净收入的8%，利息收入与资管收入超90%。因此本次降佣对公司营收影响不大。截至2019年8月底，公司活跃经纪账户达1210万户，用户规模大、质量优。经纪业务让利可以增强对零售与机构客户的导流，为其他业务打下坚实的基础。财富管理业务需要可供分层、精准服务的庞大客群，信贷业务盈利来源为经纪账户、存贷业务和生息资产产生的息差。

我国证券行业，受行业价格战及竞争加剧影响，行业佣金率从2010年的千一下滑至2018Q1的万三，贴近监管的佣金底线万二点五，目前监管底线暂无松动迹象。同时，经纪业务收入占比逐渐下降。根据中国证券业协会统计，131家证券公司2019H1实现营业收入1789.41亿元，代理买卖证券业务净收入444.00亿元，占营收24.8%，较2018年下滑3.9%。

图10：行业代理买卖证券业务营收变化



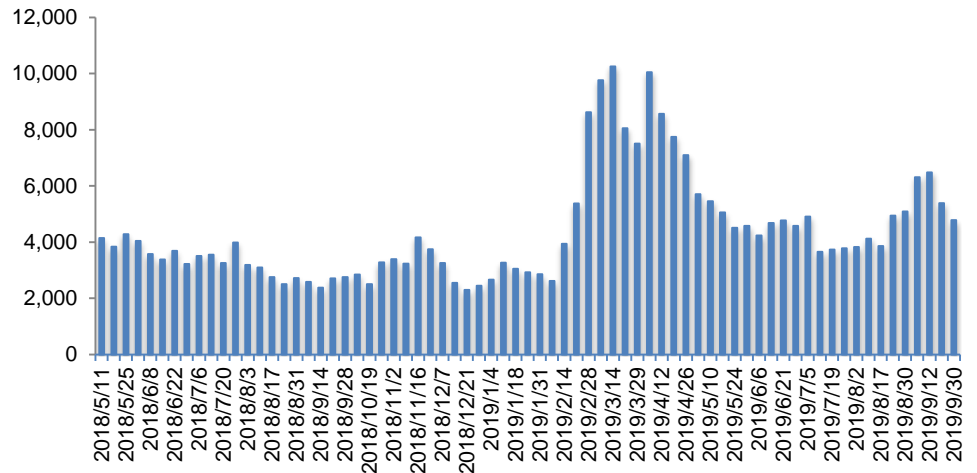
数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

资本市场改革全面深化的窗口之下，支持投行开展股权融资业务、鼓励券商业务创新、支持券商差异化发展的举措不断。在投行资本化、衍生品、财富管理等创新转型的发展方向上，未来经纪业务占比将继续下降。因此，本次嘉信理财降佣对国内券商影响不大。截止9月30日收盘价计算，根据我们对各上市券商2019年的盈利预测，上市券商的PB估值回落至1.52 xPB。头部券商的PB估值已回落至1.11x-1.63xPB，位于历史估值低点，板块配置价值显现。

资本市场改革正持续推进，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。两个核心催化剂再获确认：一是逆周期带来的宽松政策，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。

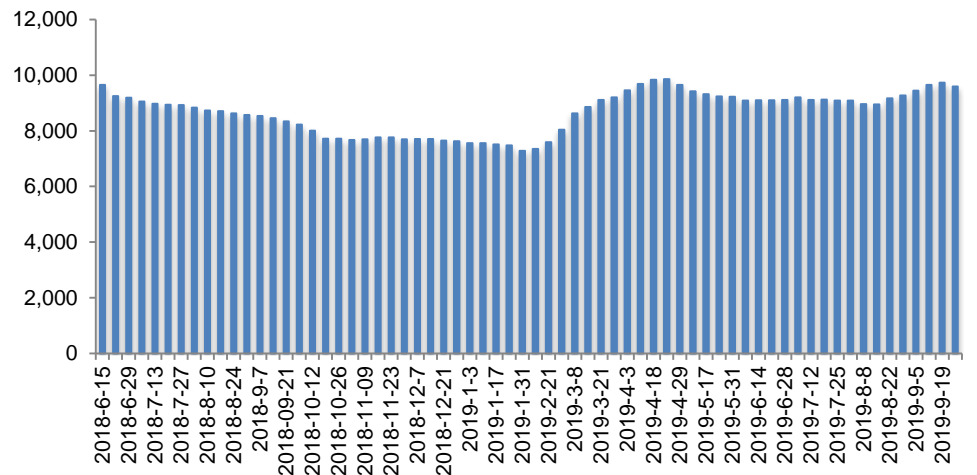
建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图11：全部AB股周度成交金额（亿元）



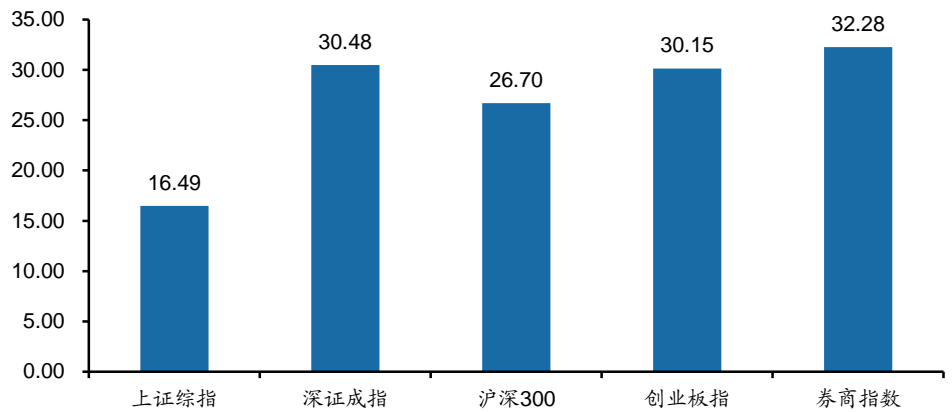
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图12：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13: 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	摩根士丹利	MS.N	40.78	4.73	4.99	5.13	8.62	8.17	7.95	0.95	0.91	0.86
(USD)	高盛集团	GS.N	200.80	25.53	26.57	28.16	7.87	7.56	7.13	0.93	0.86	0.82
港股	友邦保险	01299.HK	73.55	1.68	3.77	4.34	43.78	19.51	16.95	2.92	2.55	2.25
(HKD)	中国太平	00966.HK	17.16	1.81	2.61	3.19	10.21	4.55	3.95	0.68	0.59	0.52

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。