



南京证券

NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

资本市场改革持续深化，寿险产品 结构有序转型

——非银金融2019年中期投资策略

研究员：何畏

投资咨询证书号：S0620518010001

助理研究员：陈铄

联系方式：025-58519171

摘要

- **经营环境：**今年以来全球经济下行压力加剧，新一轮宽松货币周期开启；而国内经济尚未企稳，整体政策偏向宽松，积极财政政策多管齐下，货币政策强化逆周期调节，宽松仍将延续。非银金融机构经营面临三大背景：一是全面深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济的能力与效果；二是资本市场地位空前提高，政策呵护传递积极信号；三是市场整体流动性充裕，预计后续仍将保持宽松。
- **券商板块：**在金融供给侧改革背景下，资本市场改革仍将持续深化，将为证券行业带来发展机遇。预计后续市场流动性整体仍将宽松，券商股的 β 属性有望充分体现。行业集中度持续上升，头部券商在各业务领域均占据主要市场份额，马太效应凸显。同时，头部券商系统重要性提升，监管政策倾斜明显，也将促进行业集中度的进一步上升。金融供给侧改革背景下，对券商的专业能力提出更高的要求，头部券商受益明显。推荐标的：中信证券，华泰证券，海通证券，国泰君安。
- **保险板块：**今年以来权益市场回暖带动投资收益大增，同时负债端产品结构优化带动新业务价值增速提高，此外税前扣除比例调整也可增厚险企利润，整体来看上市险企内含价值增速存在进一步提升的空间。2018年全年上市险企内含价值增速为15%，预计19年全年有望进一步提高。当前上市险企估值仍处于相对较低的位置，具备一定长期配置价值。但今年以来二级市场波动幅度大，同时受贸易摩擦、经济数据仍然偏弱的影响，市场对长端利率的预期有所反复，后续仍需关注权益市场和长端利率的走势。推荐标的：中国平安，新华保险。
- **风险提示：**市场出现较大幅度调整，长端利率大幅下行，保险新单保费大幅下滑

第一部分 经营环境

第二部分 证券行业

第三部分 保险行业

1.1 全球经济下行压力加剧，新一轮宽松货币周期开启

2018年以来贸易摩擦经历波折和反复，并逐渐蔓延至其他经济体



贸易战加剧全球经济下行压力



数据来源：Wind，南京证券研究所

今年以来多国央行先后宣布降息

	时间	降幅	最新利率
印度	2月7日，4月4日，6月6日	每次25bp	5.75%
埃及	2月24日	100bp	15.75%
马来西亚	5月7日	25bp	3.00%
新西兰	5月8日	25bp	1.50%
菲律宾	5月9日	25bp	4.50%
澳大利亚	6月4日	25bp	1.25%
俄罗斯	6月15日	25bp	7.50%
美国	6月美联储议息会议维持基准利率不变，下调通胀预期，并发出降息信号		

1.1 国内经济尚未企稳，整体政策偏向宽松

一季度经济数据有所改善，但二季度以来经济走势再度趋弱



积极财政政策多管齐下，未来仍值得期待

减税降费

4月1日起下调增值税税率，原适用税率16%的降至13%，10%的降至9%

5月1日起下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%

地方政府专项债

一季度地方政府专项债券规模大幅增加，发行节奏加快

6月10日国务院发布地方政府专项债新规，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

货币政策强化逆周期调节，宽松仍将延续

2019.1.4

人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，释放长期资金约8000亿元

2019.5.6

人民银行决定对聚焦当地、服务县域的中小银行定向降准，释放长期资金约2800亿元人民币

4月份在经济开局平稳的情形下，货币政策出现边际收紧，更倾向于通过结构性调整来支持实体经济

后续来看，在外部环境存在不确定性、国内经济尚未企稳的背景下，预计货币政策将依然着眼于宽信用、稳增长，稳健基调不变，着力保持流动性合理充裕

1.2 全面深化金融供给侧改革，改善非银机构经营生态

全面深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济的能力与效果

事件

2月22日，习近平总书记在主持中共中央政治局第十三次集体学习时提出

背景

- 1、金融供给内部结构性严重失衡
- 2、融资结构为商业银行主导的间接融资
- 3、对民营、小微企业金融服务不足

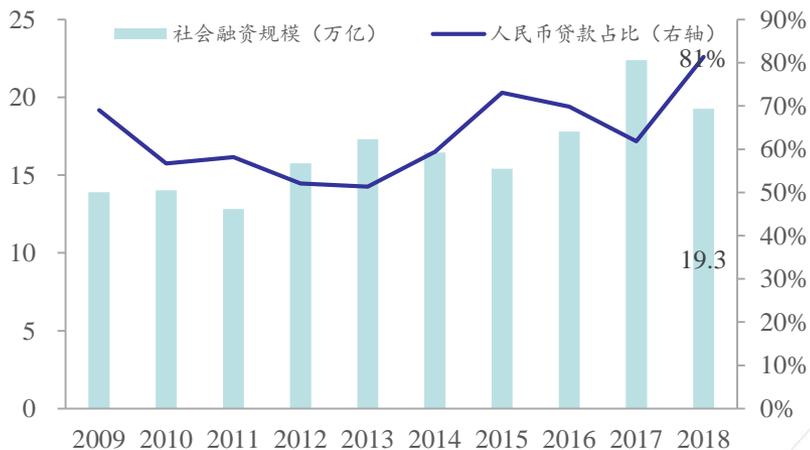
内容

- 1、优化融资结构，扩大直接融资比重
- 2、优化金融机构结构，提高非银机构占比
- 3、优化金融市场结构，加强资本市场建设
- 4、优化金融产品供给

影响

- 1、核心思想是金融服务实体经济，提升金融供给的“效率”
- 2、短期看将迎来一定制度红利，但收入贡献可能有限
- 3、中长期看将对金融供给端结构、需求端结构，乃至整个金融生态产生深远影响

融资结构中直接融资占比位于较低水平



现阶段非银金融机构规模远低于银行业



1.3 资本市场地位空前提高，政策呵护传递积极信号

高层讲话提高资本市场地位、强化信心

1.12	证监会副主方星海在中国资本市场论坛上强调提升股权融资、提升股票和期货市场的活跃度、出台多空博弈工具、推动科创板和试点注册制尽快落地。
2.24	习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调，深化金融供给侧结构性改革、防范化解金融风险、深化金融改革开放，将为当前我国金融业发展的三大主要目标。
6.2	证监会主席易会满表态，中美经贸摩擦对资本市场影响客观存在但程度可控。我国资本市场的韧性在增强，抗风险能力在提高。
6.9	银保监会新闻发言人强调，当前中小银行运行平稳，流动性较为充足，总体风险完全可控。此外为进一步优化保险资产配置结构，银保监会正在研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜。

资本市场改革持续深化，相关政策频出

科创板注册制	6月13日，证监会主席易会满主持科创板开板仪式，宣布科创板正式开板
提升上市公司质量	6月20日，证监会拟修订《上市公司重大资产重组管理办法》，放松并购重组审核标准
完善交易制度	4月19日，中金所松绑股指期货交易相关限制，交易进一步恢复常态化
加快资本市场对外开放	加快外资控股证券公司、基金公司、期货公司审批进度，加快建设具有国际经真理的综合性投资银行；QFII总额度由1500亿美元，时隔两年半总额度再扩容
推动资本市场法制建设	加快证券法、刑法修订，提高证券期货违法犯罪成本；《私募投资基金管理暂行条例》列入2019年立法工作计划
推动长期资金入市	鼓励全国社保基金、各类养老金、保险金、信托资金等机构投资者投资A股

- 1、短期来看，有助于扭转市场负面情绪，提升风险偏好，提振市场信心
- 2、长期来看，有利于完善非银金融机构的经营生态，为境内金融机构提供学习国外先进经验的机会，为非银金融机构的发展带来机遇

1.4 市场整体流动性充裕，预计后续仍将保持宽松

包商银行风险事件详细梳理

5.24	央行、银保监会发布联合公告，包商银行出现严重信用风险，由央行、银保监会组建接管组，对包商银行实施接管，并公布对公存款和同业负债的处置方案
6.09	银保监会新闻发言人表示中小银行运行平稳，流动性较为充足，总体风险完全可控
6.11	央行对锦州银行发行同业存单提供信用增信
6.18	央行与证监会召集六大行和业内部分头部券商开会，出台大行支持非银方案

并进一步引发资金市场流动性分层问题

由于央行很快的对城商行和农商行进行流动性支持，通过MLF多次向中小银行定向投放，因而中小银行流动性并未明显收缩，反而是非银机构流动性开始趋紧。

包商事件之后机构风险偏好降低，银行在出借资金方面趋于谨慎，对交易对手信用和抵押品等级要求都在全面提高。

大量非银机构无法获得央行的流动性支持，因而出现非银流动性紧张和银行间流动性宽松的局面，流动性分层显著，非银拆借和信用债抵押出现困难。

包商银行事件对市场整体流动性产生冲击

由于同业刚兑打破的担心、以及包商银行在资金市场上颇为重要的角色出现空缺，市场整体流动性受到冲击，次周周一资金趋紧，债券市场也随之调整

同业存单的发行分割开始出现，中低等级同业存单发行困难，当周同业存单发行成功率由此前的80%降至40%

此后央行多次进行逆回购操作，及时召开吹风会，资金面的整体波动得到平抑。

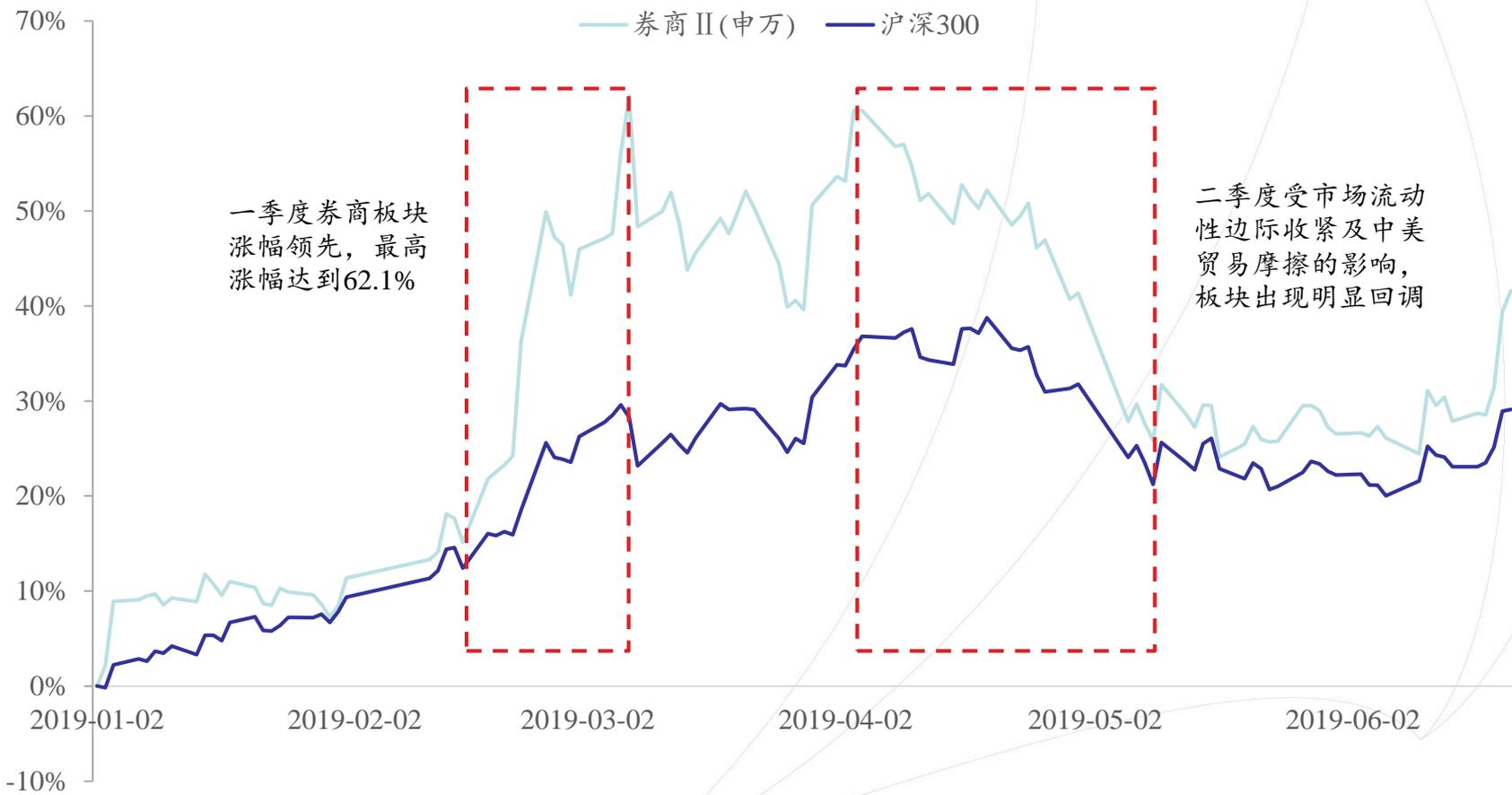
政策对冲化解机构流动性风险

6月16日，证监会召集部分头部券商开会，提出对参会券商定向融资支持，包括放开发行金融债，提高短期融资券额度。央行将协调五大行在现有工具下支持前五大券商融资，包括放开券商自营对资管产品和投顾产品的流动性支持，证金公司可以对券商做回购。

6月21日和23日晚间，中信、国泰君安、海通、华泰、广发五家头部券商集体发公告，均收到央行关于本公司短期融资券最高待偿还余额有关事项的通知，合计提升937亿元。头部券商获得融资以自有资金向其他非银机构提供流动性。

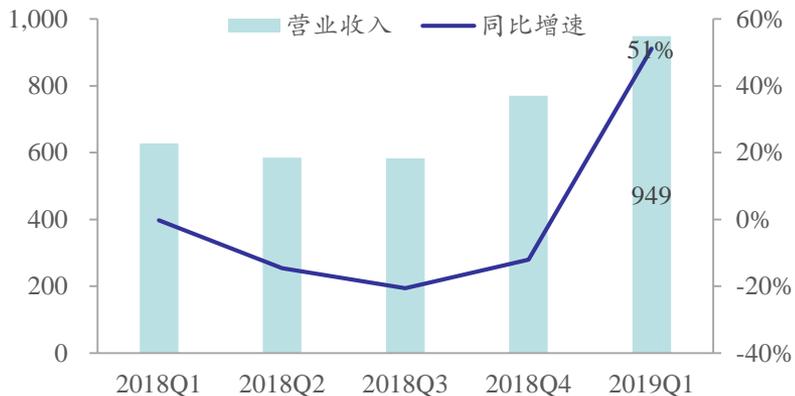
2.1 券商板块上涨而后快速回落，较大盘相对收益明显

截至6月21日，券商板块累计上涨41.6%，跑赢沪深300指数12.5个百分点，涨幅在申万二级行业中排名第八

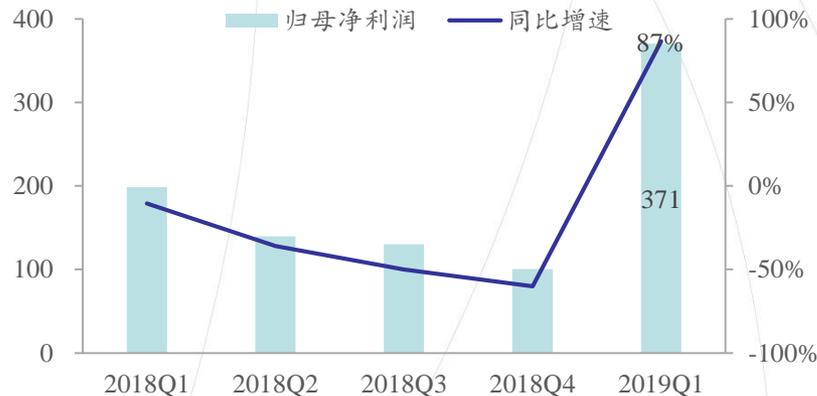


2.2 行业经营业绩先扬后抑，整体震荡幅度较大

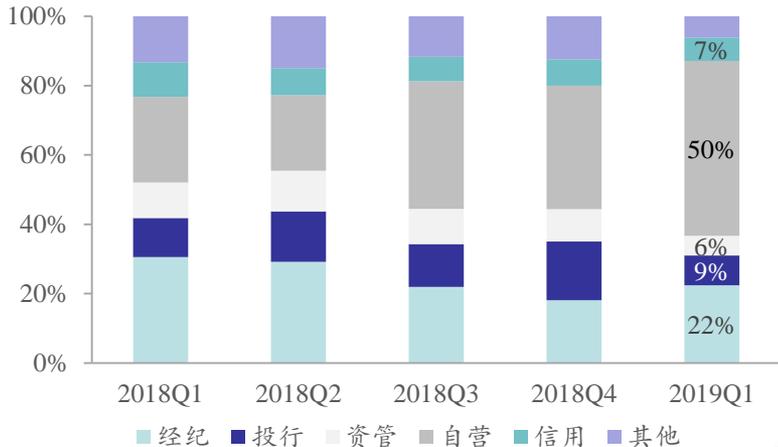
Q1上市券商合计营收949亿，同比+51%



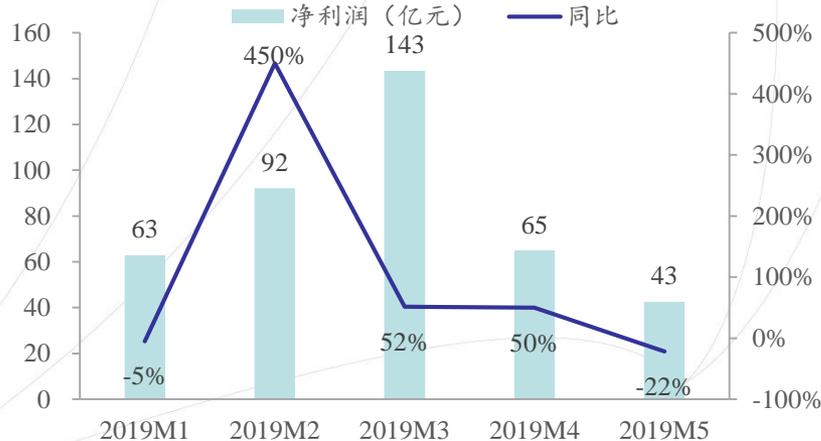
Q1上市券商合计净利371亿，同比+87%



一季度行业自营业务收入占比达到50%

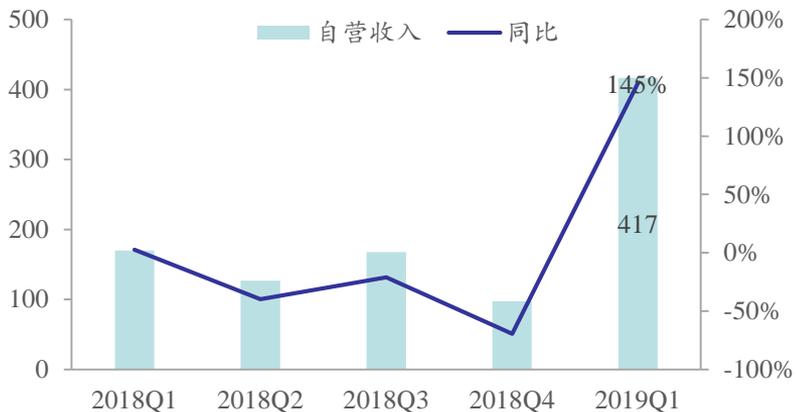


二季度券商月度净利润出现明显下滑

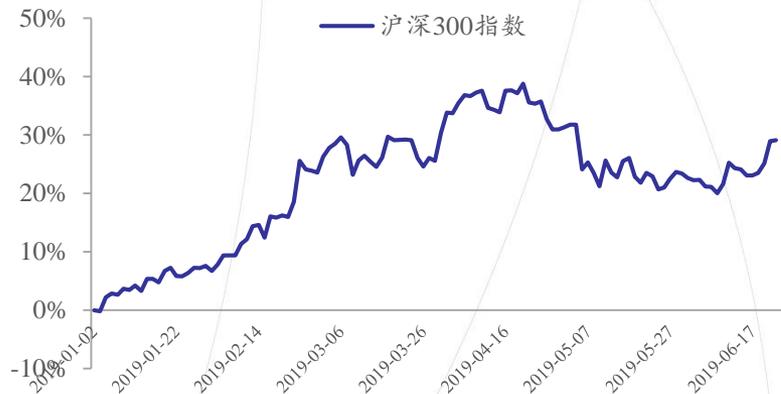


2.3 自营收入一季度大增，贡献主要业绩弹性，二季度承压

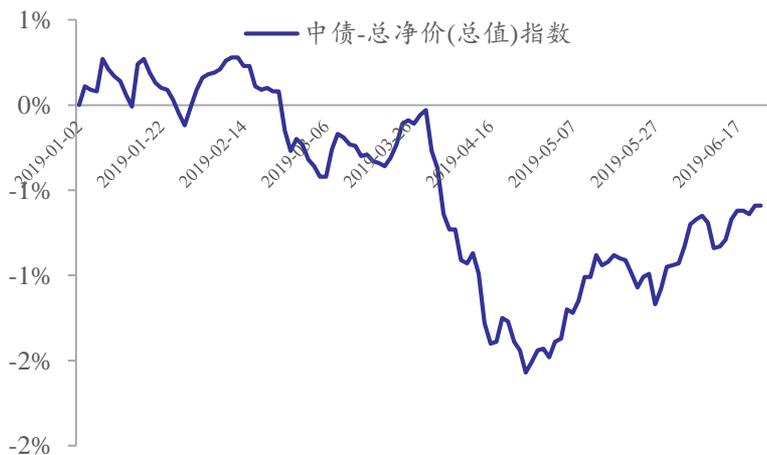
上市券商Q1自营收入417亿，同比+145%



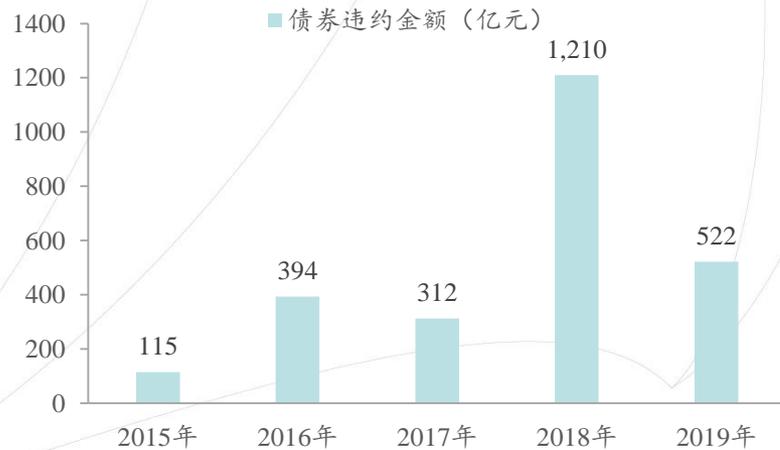
沪深300指数+29.1%，二季度有所调整



债市略有调整，累计-0.6%，但基本平稳

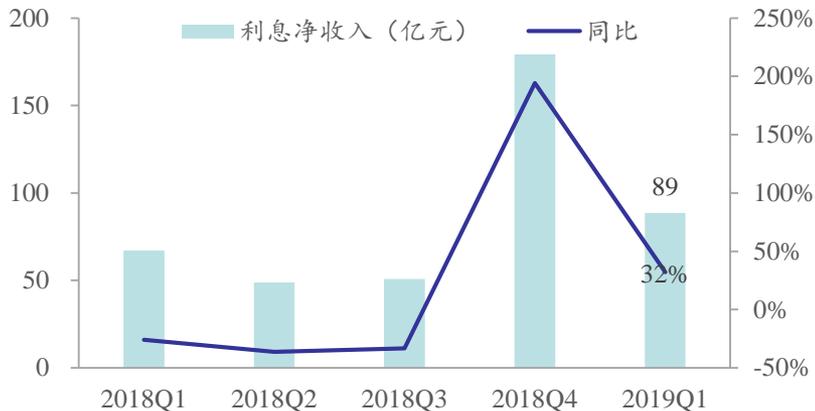


债券违约风险仍较高，或冲击固收自营

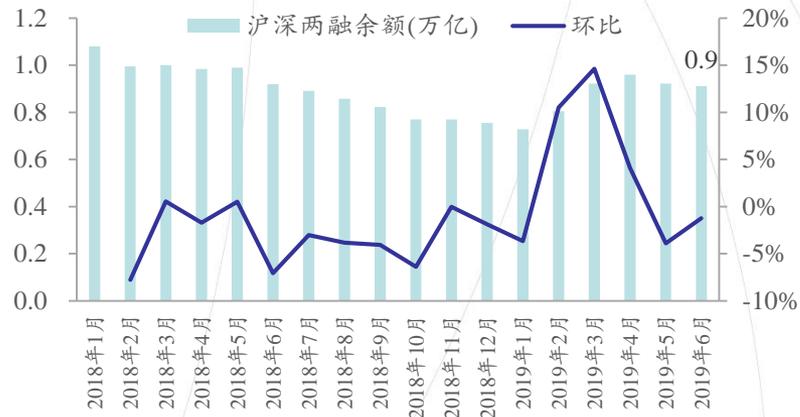


2.4 两融规模有所回升，股票质押规模持续收缩

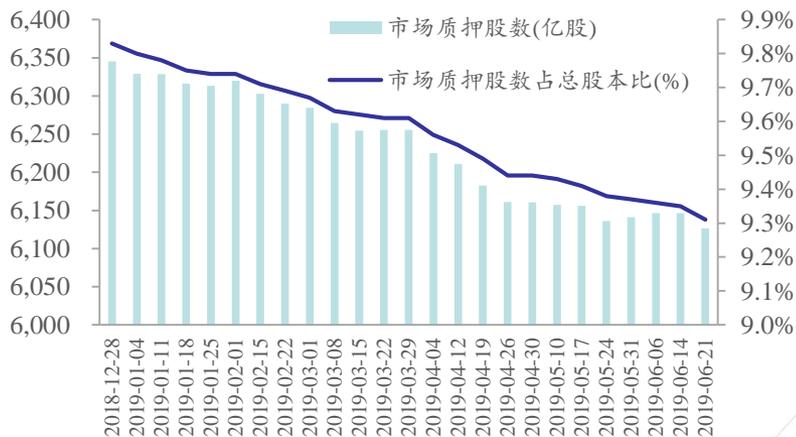
利息净收入同比+32%，增幅弱于其他



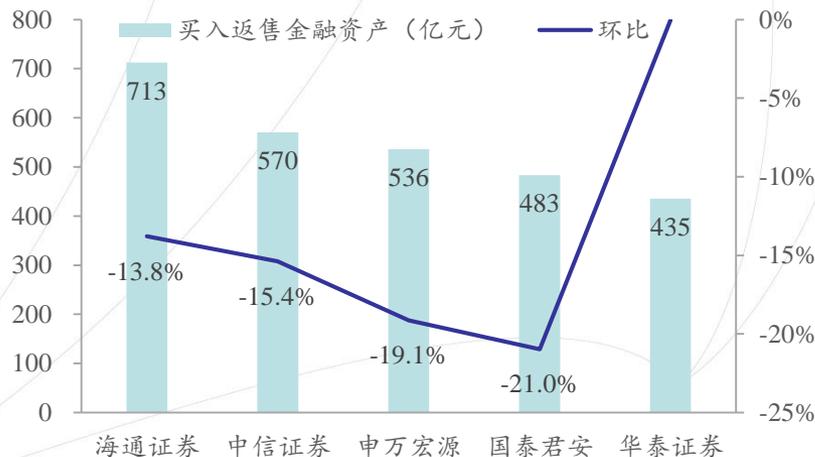
两融规模有所回升，但5月开始出现回落



股票质押规模持续收缩，但仍需警惕风险

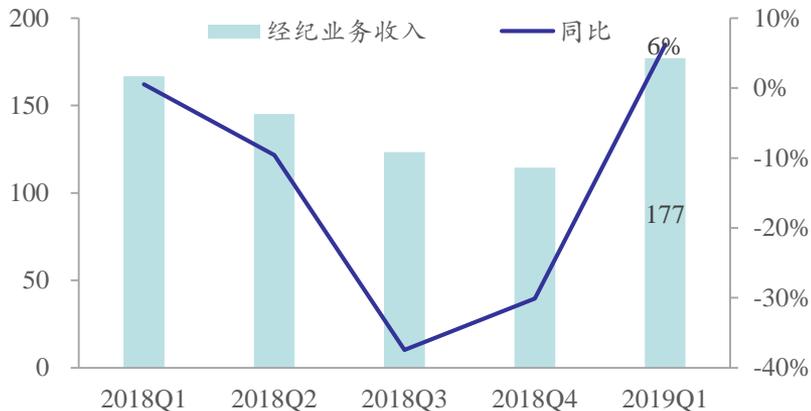


大型券商股票质押规模普遍出现下降

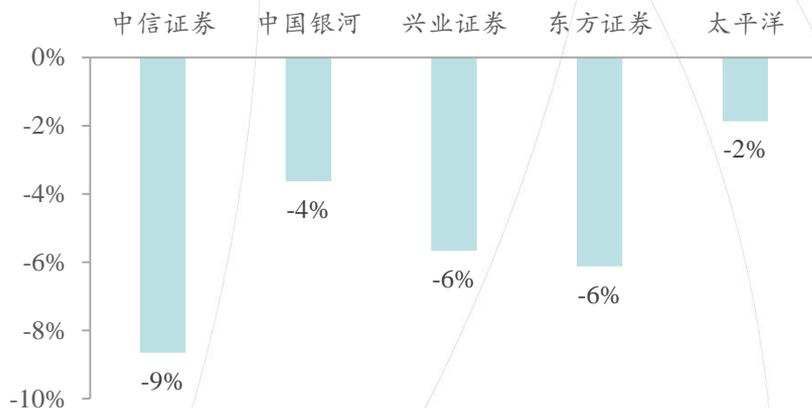


2.5 经纪业务收入涨幅落后，财富管理成为转型方向

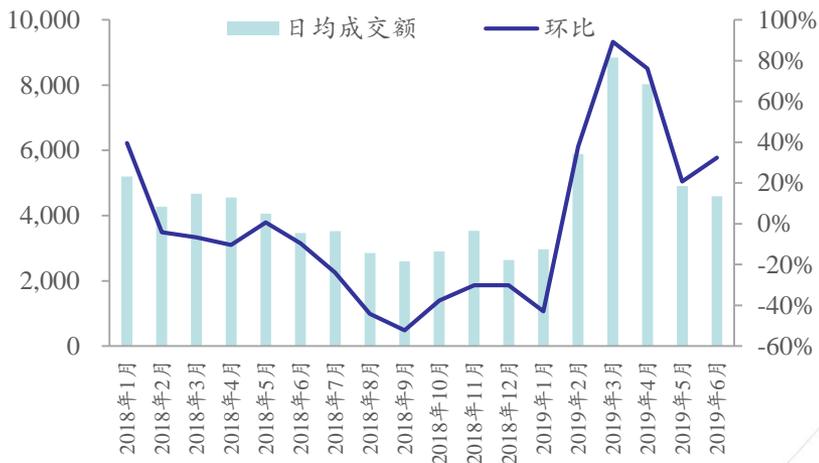
经纪业务收入仅同比+6%，收入弹性减弱



部分券商一季度经纪业务收入同比下滑



两市日均成交额5930亿元，较18年+61%



经纪业务破局之道：财富管理与机构化

针对个人客户，积极向财富管理转型

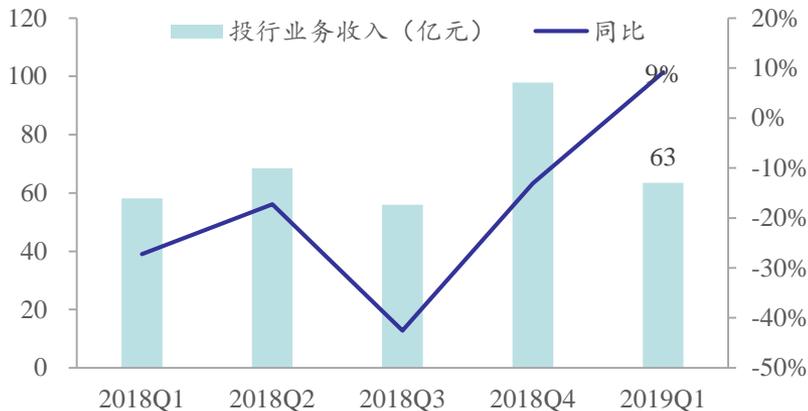
1、截至一季度末，全行业投资顾问人数与去年同期相比增加逾5000人，增幅13%，而证券经纪人减少逾8000人，降幅为9%

2、中信证券、银河证券、兴业证券先后设立财富管理部

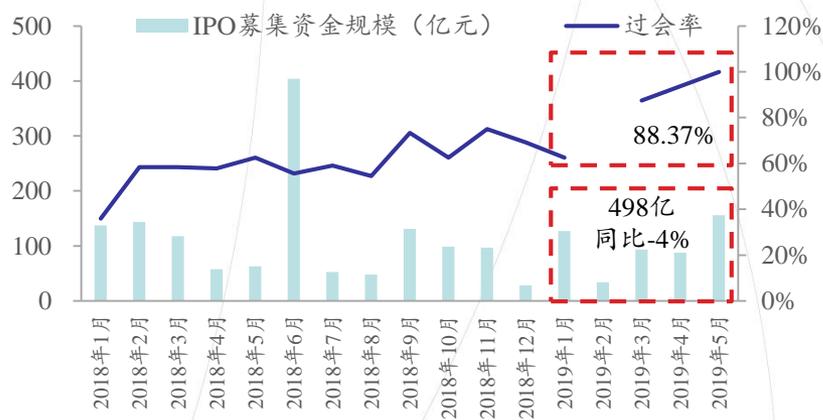
针对机构客户，提供托管清算、研究支持等一站式金融服务，积极布局PB业务

2.6 投行业务股弱债强，金融供给侧改革带来发展机遇

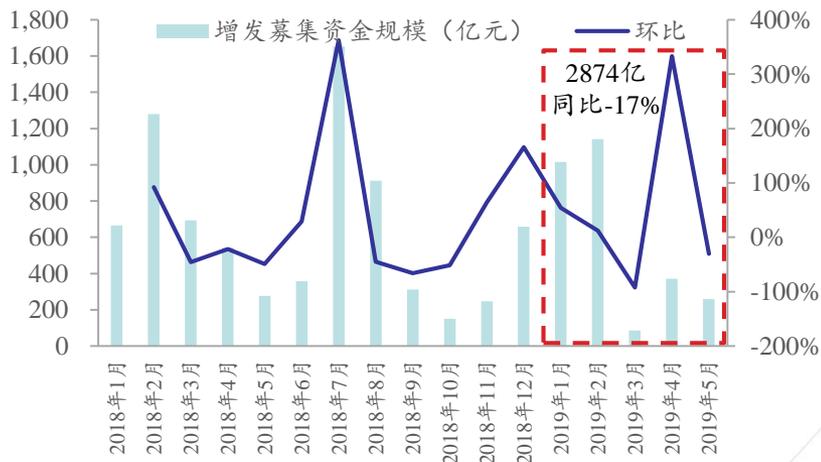
投行业务景气度上升，收入同比+9%



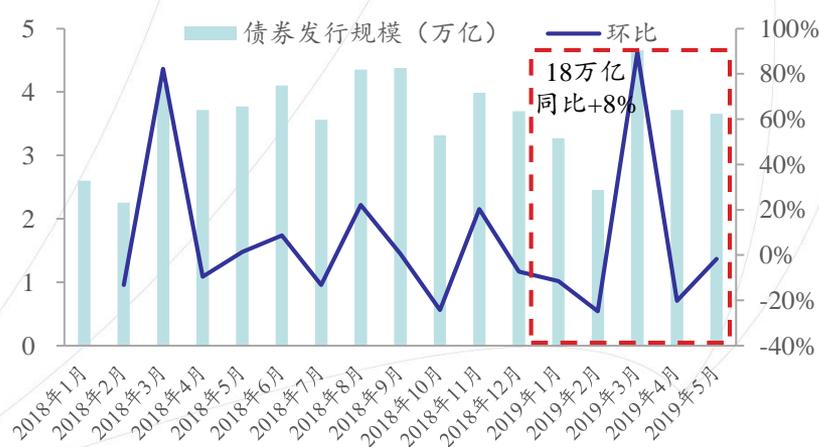
IPO融资规模持续低迷，过会率大幅提高



再融资募集资金规模维持低位

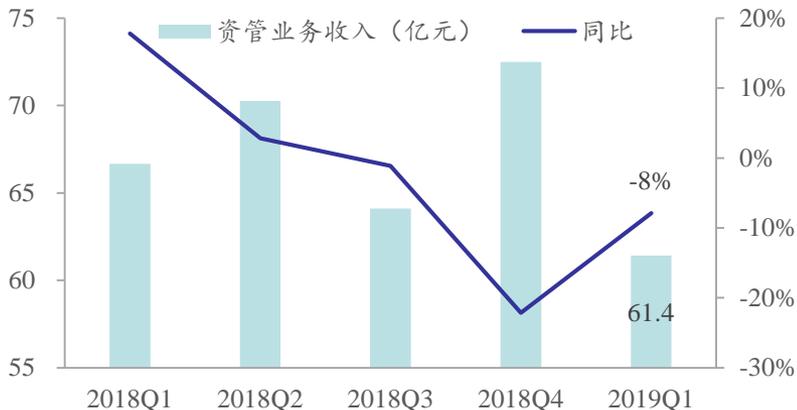


债券发行规模持续位于高位

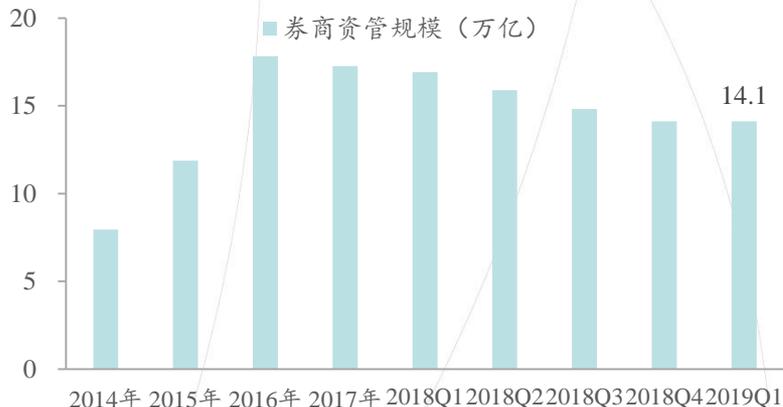


2.7 资管受去通道影响规模、收入均下滑，ABS持续爆发

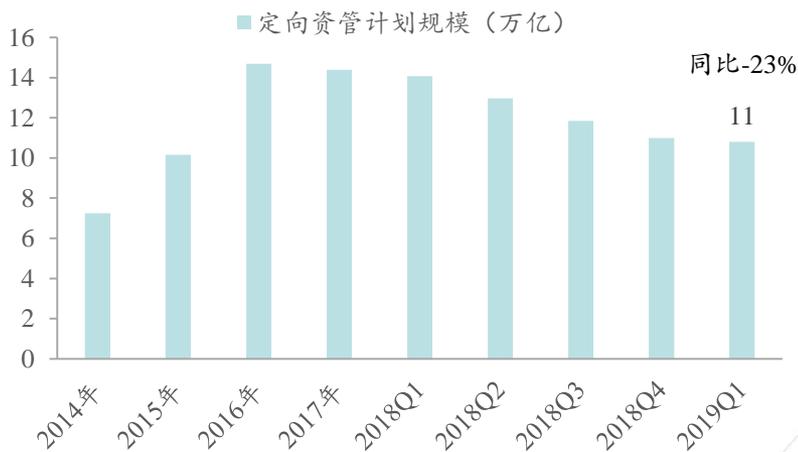
资管业务受去通道影响收入同比下降8%



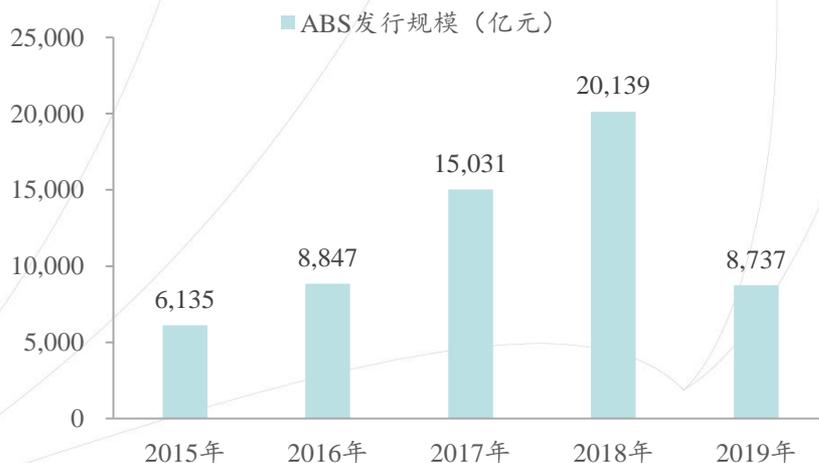
资产管理规模逐季下降，同比下降17%



去通道进行时，定向资管规模降幅显著



ABS业务迎来发展机会，规模持续攀升



2.8 全面深化资本市场改革，完善资本市场基础制度

科创板注册制	6月13日，证监会主席易会满主持科创板开板仪式，宣布科创板正式开板
提升上市公司质量	6月20日，证监会拟修订《上市公司重大资产重组管理办法》，放松并购重组审核标准
完善交易制度	4月19日，中金所松绑股指期货交易相关限制，交易进一步恢复常态化
加快资本市场对外开放	加快外资控股证券公司、基金公司、期货公司审批进度，加快建设具有国际经真理的综合性投资银行；QFII总额度由1500亿美元，时隔两年半总额度再扩容
推动资本市场法制建设	加快证券法、刑法修订，提高证券期货违法犯罪成本；《私募投资基金管理暂行条例》列入2019年立法工作计划
推动长期资金入市	鼓励全国社保基金、各类养老金、保险金、信托资金等机构投资者投资A股

2.8 科创板长期影响深远，市场份额向头部券商集中

科创板为国家级战略，推进速度超预期

2018.11.5	习近平总书记宣布设立科创板试点注册制
2019.6.13	陆家嘴论坛上正式宣布科创板开板
2019.6.14	首家科创板企业华兴源创注册生效

截至2019年6月24日，上交所共受理125家科创板企业，其中3家注册生效，8家已提交注册，10家已过会

科创板意义深远：一是支持创新企业融资，助力科技强国；二是作为金融供给侧改革的重要组成部分；三是完善资本市场基础制度建设，深化资本市场制度改革

科创板对券商的综合实力提出了更高要求

风控

科创板企业多处于成长期，存在较高经营风险，因而对券商的项目筛选、风险控制能力提出了更高的要求

定价

科创板发行定价充分市场化，取消直接定价，而是面向专业机构投资者询价定价，对中介机构的研究估值能力提出了更高的要求

销售

科创板引入战略配售制度，考验券商机构客户储备情况，对券商的销售能力要求更高

提振投行、经纪、另类投资，长期影响大

投行

投行承销保荐业务收取承销保荐费，增厚券商承销保荐收入

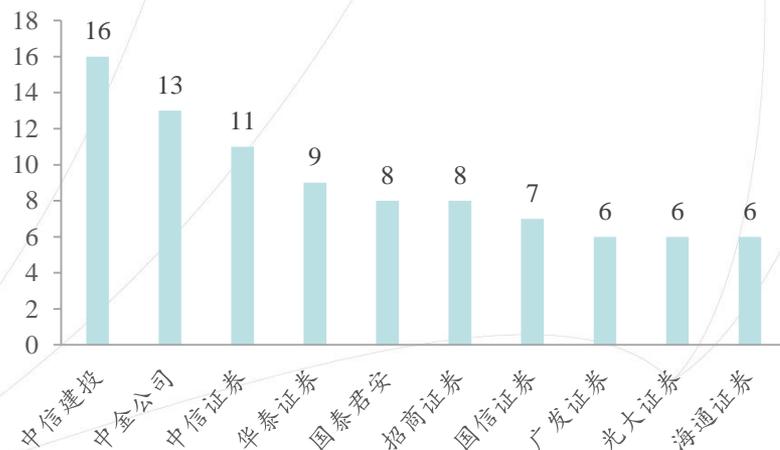
另类投资

保荐机构按照发行人首次公开发行股票数量2%-5%的股票以自有资金跟投，并锁定24个月

经纪

新股配售佣金，科创板自律委建议对战略投资者和网下投资者收取的经纪佣金费率由承销商在0.08%至0.5%的区间内自主确定

头部券商项目储备丰富，份额达61%



数据来源：Wind，南京证券研究所

2.8 重大资产重组管理办法修订，政策意义强于业绩贡献

重大资产重组管理办法拟修订，短期贡献的业绩增量有限，但长期政策意义深远

事件

6月20日，中国证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见

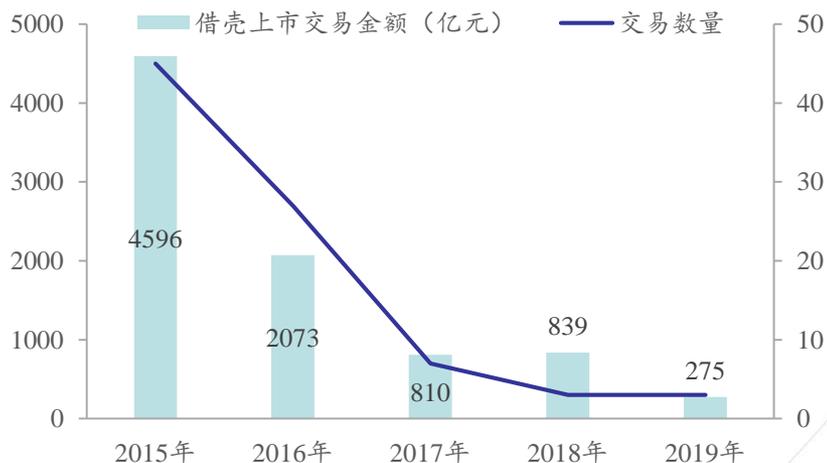
内容

- 1、拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标
- 2、拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月
- 3、支持符合国家战略的高新技术和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市
- 4、拟恢复重组上市配套融资

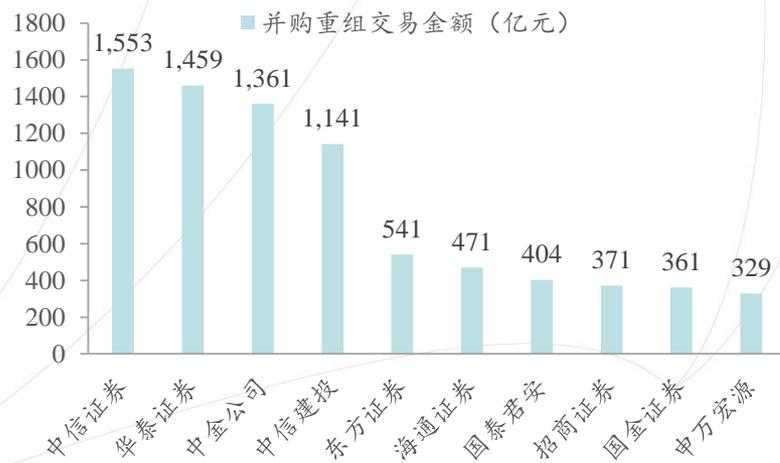
影响

- 1、2018年全行业财务顾问净收入112亿元，占行业整体营业收入的4.2%，整体占比并不高，短期业绩增量有限
- 2、松绑再融资、资产重组政策，营造鼓励业务创新的政策环境，可以提升市场风险偏好
- 3、长期看与金融供给侧改革大方向一致，可激活资本市场、证券公司的直接融资功能，实现金融服务实体经济的目标

16年严监管之后，借壳上市行为大幅减少



并购重组市场集中，Top10市场份额61%



2.8 衍生品交易边际放松，未来业务空间广阔

场内：股指期货交易松绑，流动性恢复

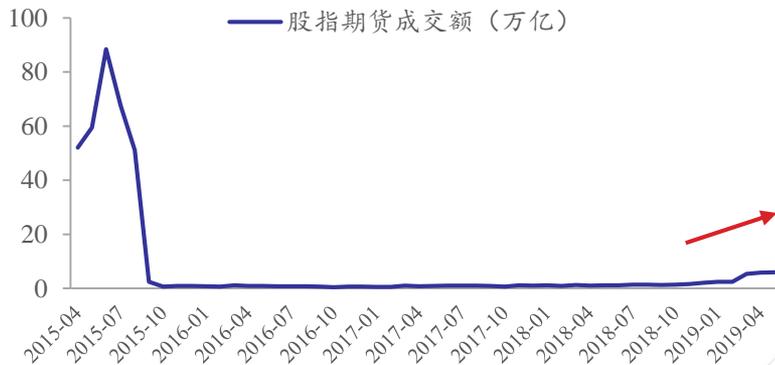
2018.12

- 1、非套保交易保证金沪深300/上证50降至10%；中证500降至15%
- 2、三大股指的平仓交易手续费标准降至成交金额的0.046%
- 3、非套保交易单个产品单日开仓量放松至超过50手认定为异常交易行为

2019.4

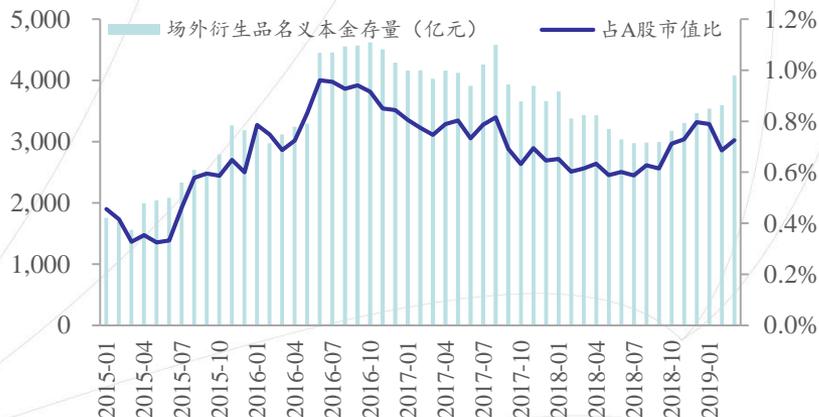
- 1、非套保交易保证金中证500降至12%
- 2、三个股指的平仓交易手续费标准降至成交金额的0.034%
- 3、非套保交易单个产品单日开仓量放松至超过500手认定为异常交易行为

1、股指期货交易松绑有助于放大股指期货成交量，为券商贡献佣金收入；2、可拓宽券商自营投资标的，增加风险对冲工具，降低自营收益波动性



场外：场外期权为主，规模小，集中度高

- ✓ 目前7家一级交易商能为客户开展场外期权交易，21家二级交易商可与一级交易商开展交易
- ✓ 截至2019年4月末，场外衍生品名义本金存量为4355亿元，其中场外期权名义本金余额为3647亿元，占场外衍生品名义金额比例达84%
- ✓ 2019年3月末，场外衍生品规模占A股总市值比重0.73%，整体规模偏小，未来提升空间广阔
- ✓ 2019年4月场外衍生品（期权+互换）CR5达到68%，该比例基本维持稳定，且头部券商优势明显



2.9 加大推进行业双向对外开放，行业机遇与挑战并存

A股市场对外开放，引入海外长线资金

2018.6	A股正式纳入MSCI，纳入因子为2.5%
2018.9	A股的MSCI纳入因子由2.5%调高至5%
2019.3	MSCI宣布将A股的MSCI纳入因子提高至20%
2019.5	MSCI中国指数增加26只A股，纳入因子从5%提高至10%
2019.6	富时罗素宣布将A股纳入其全球股票指数体系，并于6月24日开盘时正式生效

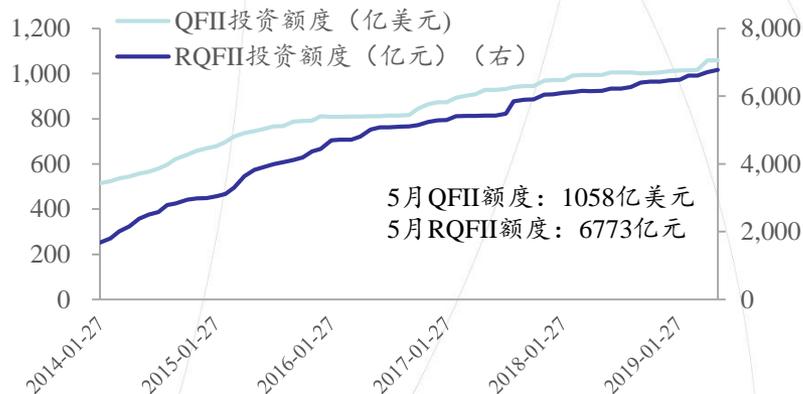
沪伦通正式启动，扩大资本市场双向开放

2015.9	第七次中英经济财金对话上中英双方宣布拟开展沪伦通可行性研究
2018.10	证监会公布《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定(试行)》，沪伦通的实施正式进入准备阶段
2019.6	中国证监会和英国金融行为监管局《联合公告》发布，沪伦通正式实行

1、扩大我国资本市场双向开放；2、为两地发行人和投资者提供投融资便利机会；3、促进上海国际金融中心的发展，深化中英金融合作

数据来源：Wind，南京证券研究所

QFII、RQFII等外资流入渠道持续扩容



外资券商跑步入场，带来机遇与挑战

2018年5月，证监会将外资控股合资证券公司比例放宽至51%，外商投资证券公司经营业务范围扩大。

2018年11月30日，证监会核准UBS AG增持瑞银证券股比至51%，瑞银证券成为我国首家外资控股证券公司。

2019年3月29日，证监会核准设立摩根大通证券（中国）有限公司、野村东方国际证券有限公司，摩根大通和野村控股株式会社分别为实际控制人。

外资券商入场势必会加剧行业竞争，但同时也能带来鲶鱼效应，提升国内证券经营机构的竞争力

2.9 陆家嘴论坛宣布九项政策措施扩大资本市场对外开放

- | | |
|---|--|
| 1 | 推动修订QFII/RQFII制度规则，进一步便利境外机构投资者参与中国资本市场 |
| 2 | 按照内外资一致的原则，允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控” |
| 3 | 按照内外资一致的原则，合理设置综合类证券公司控股股东的净资产要求 |
| 4 | 适当考虑外资银行母行的资产规模和业务经验，放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制 |
| 5 | 全面推开H股“全流通”改革，更好服务企业发展 |
| 6 | 加大期货市场开放力度，扩大特定品种的范围 |
| 7 | 放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制 |
| 8 | 研究扩大交易所债券市场对外开放，拓展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道 |
| 9 | 研究制定交易所熊猫债管理办法，进一步便利境外机构发债融资 |

2.10 行业加速整合，大券商多角度扩充实力，强者愈强

兼并收购，行业整合大潮刚刚拉开序幕

■ 事件：中信证券拟收购广州证券100%股权



- ✓ 交易方式：换股合并
- ✓ 交易金额：134.6亿
- ✓ 影响：提升中信证券在华南地区的市场份额，把握粤港澳大湾区国家级战略机遇

■ 事件：天风证券拟收购恒泰证券29.99%股权



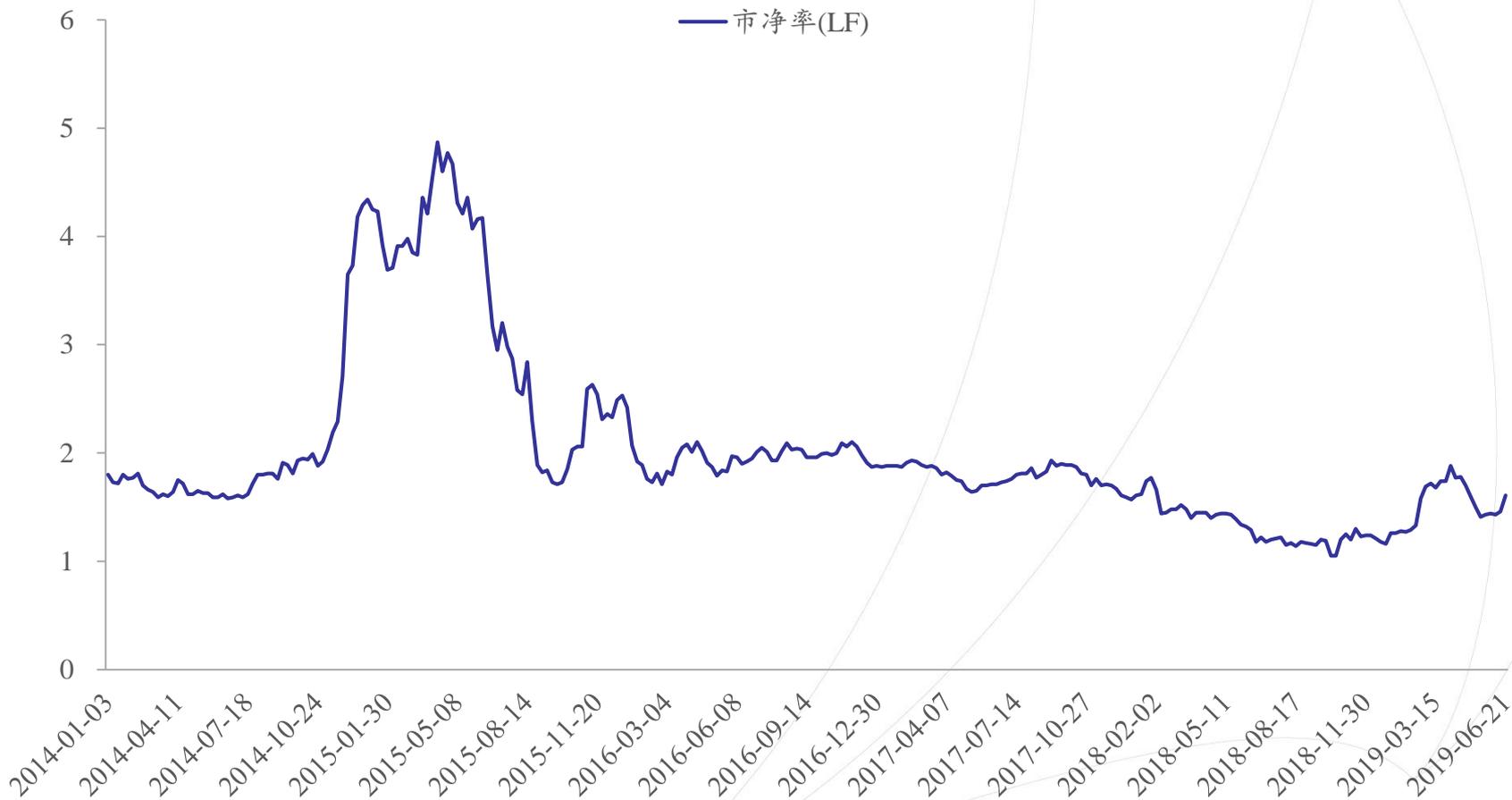
- ✓ 交易方式：现金
- ✓ 交易金额：45亿元
- ✓ 影响：适应证券市场竞争形势、满足公司业务拓展及发展战略的需要，增强公司综合实力

股、债齐下，多渠道补充资本实力

券商	补充资本金	募资金额
海通证券	定增	不超过200亿
招商证券	配股	不超过150亿
中信建投	定增	不超过130亿
中信证券	定增	不超过134.6亿元
兴业证券	定增	不超过80亿
天风证券	配股	不超过80亿
申万宏源	H股IPO	88.699亿港元
东吴证券	配股	不超过65亿
山西证券	配股	不超过60亿
第一创业	定增	不超过60亿
中原证券	定增	不超过55亿
国海证券	配股	不超过50亿
财通证券	可转债	不超过38亿
华泰证券	发行GDR	16.916亿美元
国泰君安	配售新H股	31.7亿港元

2.11 估值处于较低位置

截至6月21日，券商板块估值为1.6xPB，低于历史估值中枢1.8xPB，具备一定安全边际



2.12 投资策略：把握金融供给侧改革背景下的头部券商

■ 在金融供给侧改革背景下，资本市场改革仍将持续深化，为行业带来发展机遇

- ✓ 金融供给侧改革提出优化融资结构，扩大直接融资比重，券商直接受益
- ✓ 设立科创板试点注册制，作为资本市场增量改革，为券商在经纪、投行、另类投资等业务领域业务机会
- ✓ 并购重组政策放松，短期看可为券商财务顾问业务贡献增量收入，长期看可激活资本市场、证券公司的直接融资功能
- ✓ 资本市场对外开放，鲶鱼效应的存在或将提高国内证券经营机构的经营水平

■ 市场流动性整体宽松，券商股的 β 属性有望充分体现

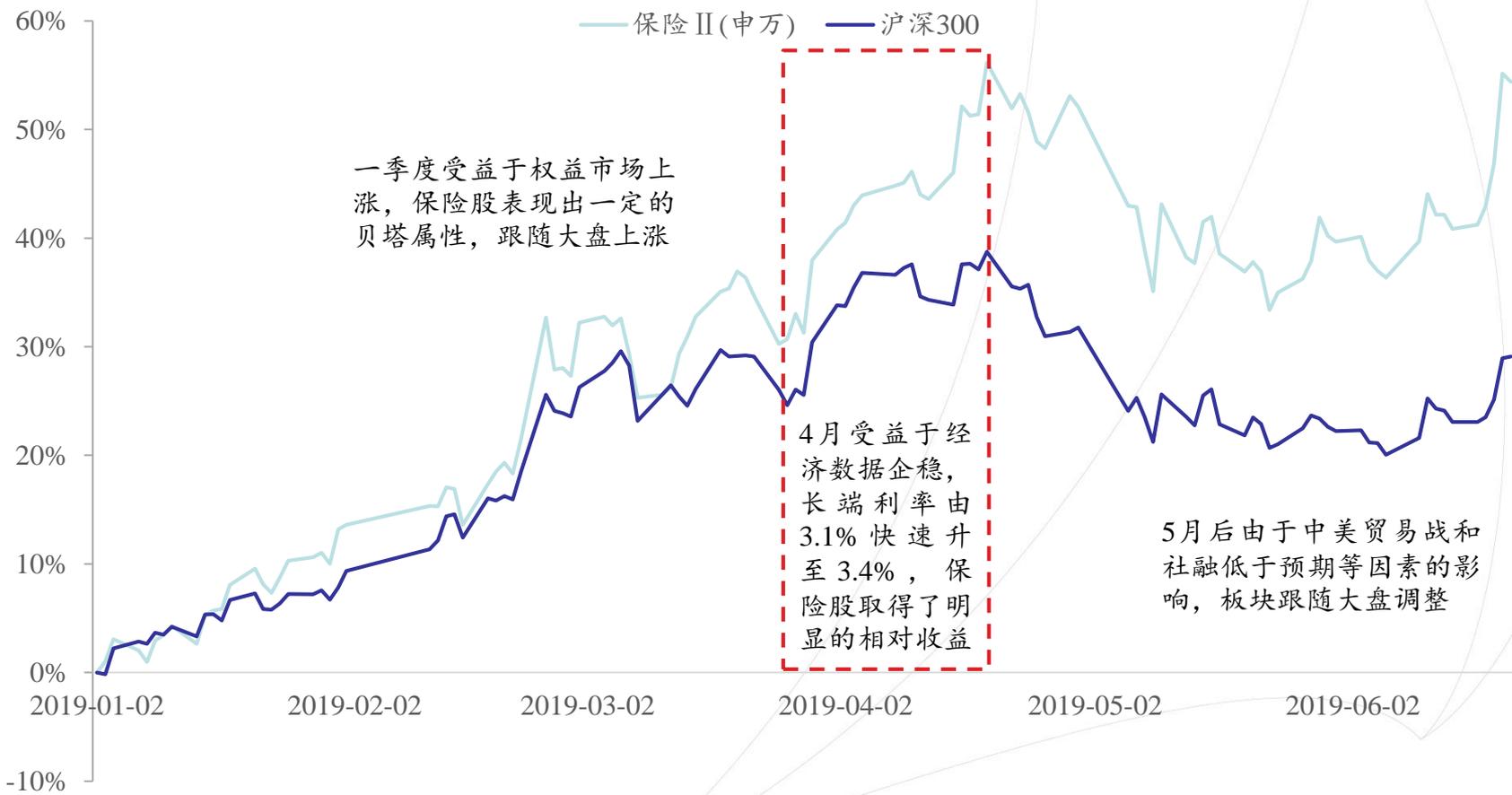
- ✓ 全球经济存在下行压力，多国央行宣布降息，新一轮货币宽松周期开启
- ✓ 中美关系存在不确定性，国内经济走势尚未趋稳，国内货币政策仍有保持宽松的客观需求
- ✓ 包商银行事件对市场流动性产生冲击，仍需通过政策对冲化解流动性压力

2.12 投资策略：把握金融供给侧改革背景下的头部券商

- 行业集中度持续上升，头部券商在各业务领域均占据主要市场份额，马太效应凸显
 - ✓ 行业加速并购重组，头部券商通过外延并购巩固综合实力，中小券商通过并购提升资本实力实现快速突围
 - ✓ 资本市场对外开放，资本实力强劲的头部券商更有能力把握相关业务机遇
- 头部券商系统重要性提升，监管政策倾斜明显，促进行业集中度的进一步上升
 - ✓ 包商银行事件下监管通过头部券商向非银机构提供流动性支持
 - ✓ 场外个股期权一级交易商资格、跨境业务资格优先在头部券商试点
- 金融供给侧改革背景下，对券商的专业能力提出更高的要求，头部券商受益明显
 - ✓ 注册制下对券商的定价、销售、风控能力要求更高，头部券商更加具备相关能力
- 推荐标的：中信证券，华泰证券，海通证券，国泰君安

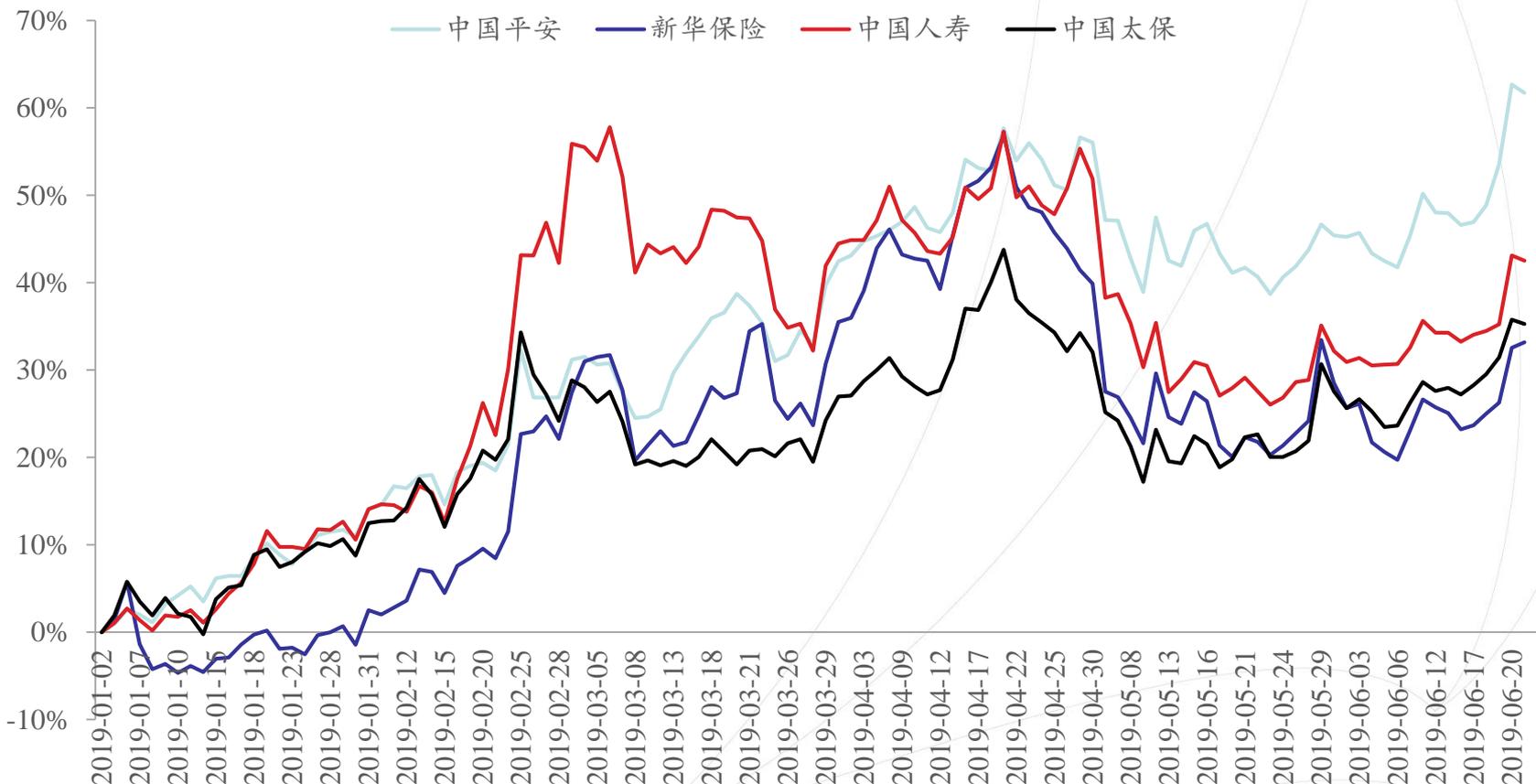
3.1 保险板块先上涨而后调整，大幅跑赢指数

截至6月21日，保险板块累计上涨54.4%，跑赢沪深300指数个25.3个百分点，涨幅在申万二级行业中排名第4



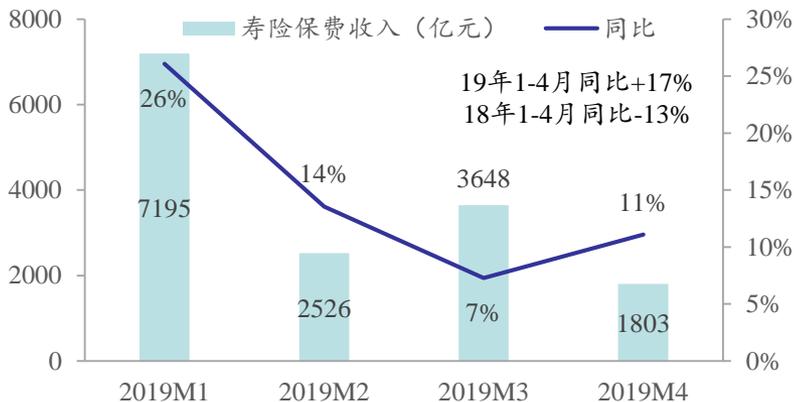
3.1 个股表现分化，一季度国寿涨幅领先，二季度平安稳健

国寿由于开门红新单保费增速较高且新管理层提出“重振国寿”口号，一季度涨幅领先，但5月出现较大调整；中国平安淡化开门红概念，二季度股价表现更为稳健；新华、太保涨幅相对落后，估值仍处于低位

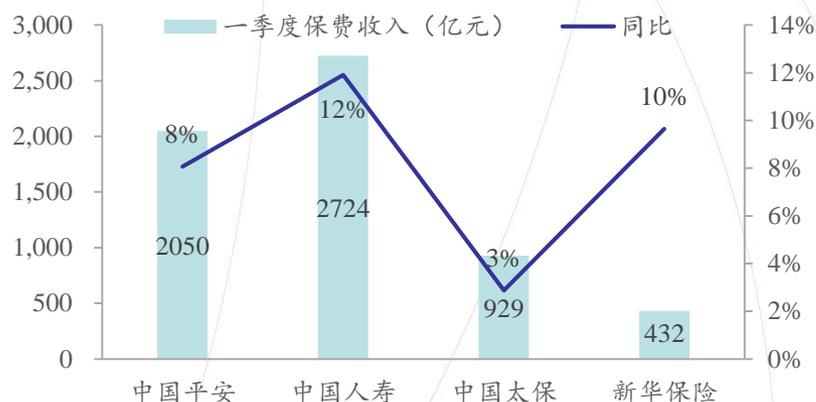


3.2 寿险负债端表现分化，全年新业务价值有望实现正增长

1-4月寿险行业保费收入延续改善态势



上市险企一季度保费收入均实现正增长

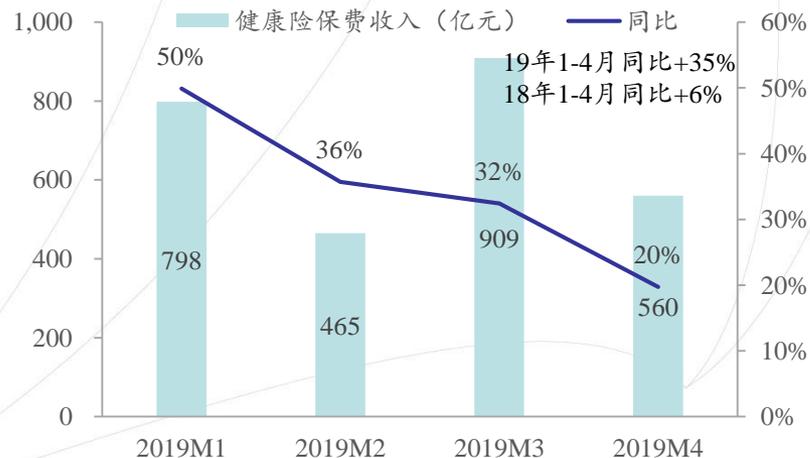


一季度新单保费增速有所分化

	新单保费 (亿)	同比增速
中国平安	587.83	-10.8%
中国太保	174.42	-13.1%
中国人寿	667.8	9.1%
新华保险	71.63	18%

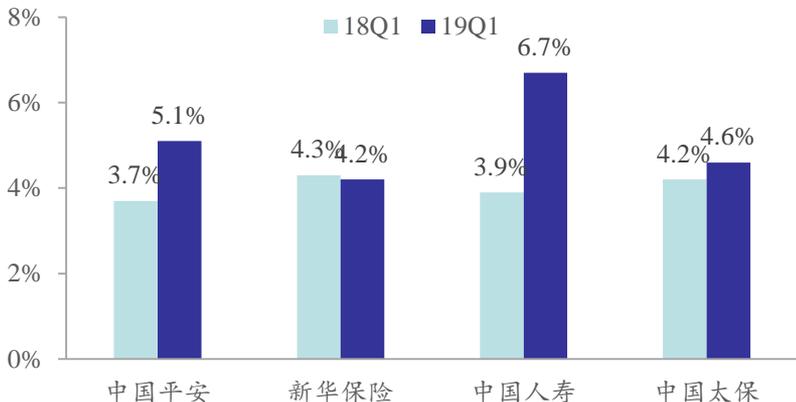
- 国寿、新华一季度总保费、新单保费均实现较高增速，二季度受高基数的影响明显承压
- 平安、太保淡化开门红概念，一季度新单保费出现负增长，但二季度有明显的边际改善

健康险保费高增长，带动NBV增速提升



3.3 寿险资产端股债双双改善，投资收益率企稳回升

一季度上市险企投资收益率大幅提高



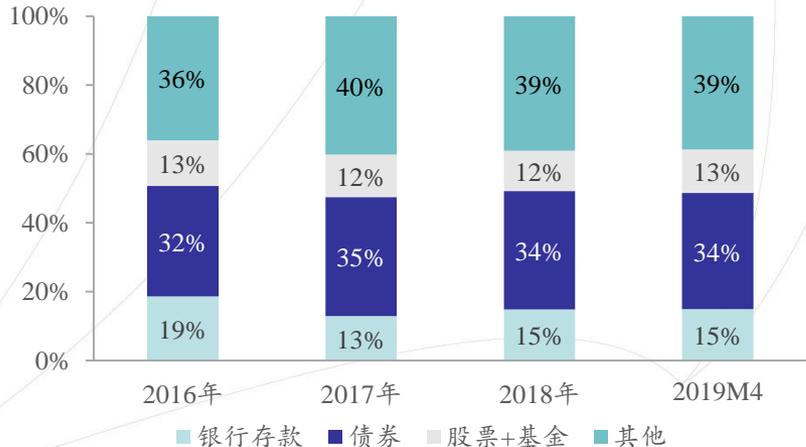
权益指数上涨带动投资收益率上升



长端利率企稳，贡献相对稳健投资收益

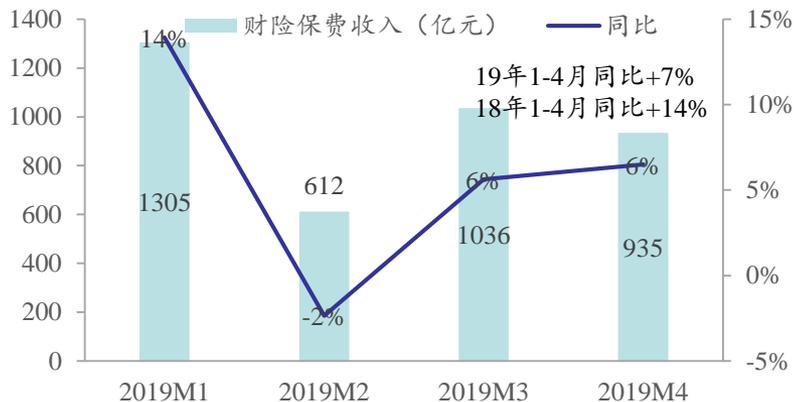


后续仍需关注权益市场及利率走势



3.4 车险保费增速放缓，非车险成主要增长动力

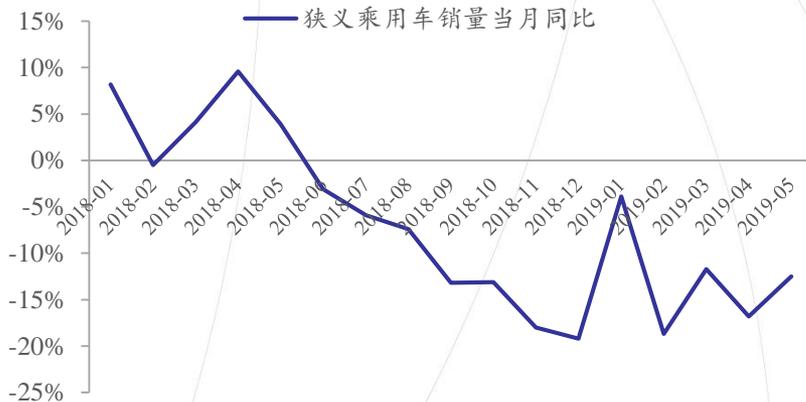
财险保费增速承压，1-4月累计仅增7%



非车业务成为财险主要增长动力

- 全年来看，非车险中的新兴险种（意健险、信用保证险、责任险、农险等）有望成为产险保费的主要驱动力
- 但考虑到车险仍然为第一大险种，预计2019年产险保费增速仍然难有大幅改善

新车销量下滑+商车费改，车险低增速



综合成本率短期改善尚不明显

- 18年下半年及19年一季度，受价格竞争、费用投放加大等原因，财险综合成本率有所上升
- 平安财险一季度综合成本率为97%，较去年同期提升1.1个百分点
- 中国财险一季度综合成本率98.3%，较去年同期提升2.4个百分点
- 但预计后续随着报行合一的持续推进，综合成本率有望下降

3.5 手续费及佣金抵税新规增厚险企利润规模

- 5月29日，财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，将保险企业的手续费及佣金支出税前扣除比例进行调整，手续费及佣金支出不超过当年当年全部保费收入扣除退保金后余额的18%的部分，在计算应纳税所得额时准予扣除，超过部分，允许结转以后年度扣除。此前财险公司扣除比例为15%，寿险公司为10%
- **财险：**18年受市场竞争激烈的影响，财险公司手续费及佣金支出大幅增长，平安、太保手续费及佣金实际比例均达到20%，远超过15%的扣除上限，这直接导致产险公司所得税大幅增长，导致净利润增速放缓，在行业内十分普遍。粗略测算财险抵扣税率从15%增至18%，平安财险利润增厚14%，太保财险利润增厚25%
- **寿险：**寿险产品中保障型产品的佣金比例相对较高，近几年行业产品结构转型一定程度上加重了寿险公司税务负担，此次扣除比例提升可进一步鼓励寿险公司保障类产品的销售，引导行业回归保障本源
- **集团层面：**对净利润的增厚幅度太保>新华>国寿>平安

3.6 投资策略：全年经营数据预计转好，重点关注利率走势

- 权益市场回暖带动投资收益大增，产品结构优化带动新业务价值增速提高，税前扣除比例调整增厚险企利润，上市险企内含价值增速存在进一步提升的空间
- 2018年全年上市险企内含价值增速为15%，预计19年全年有望进一步提高
- 上市险企估值仍处于相对较低的位置，具备一定长期配置价值
- 但今年以来二级市场波动幅度大，同时受贸易摩擦、经济数据仍然偏弱的影响，市场对长端利率的预期有所反复，后续仍需关注权益市场和长端利率的走势
- **推荐标的：**中国平安，新华保险

风险提示

- 市场出现较大幅度调整
- 长端利率大幅下行
- 保险新单保费大幅下滑

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准:

推荐: 预计6个月内该行业超越整体市场表现;
中性: 预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平;
回避: 预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准:

强烈推荐: 预计6个月内绝对涨幅大于20%;
推 荐: 预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间;
中 性: 预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间;
回 避: 预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。