

非银金融行业

资本市场改革持续推进，关注保险开门红分化

核心观点：

● 证券：ABS 临时报告信息披露指引发布，推进资本市场改革

沪深证券交易所同日先后发布了《上海证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》和《深圳证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》。主要内容为：①明确信息披露主体责任和时限要求；②细化重大事件信息披露；③明确重要事项的程序性要求；④健全临时信息披露安排；⑤制定 25 份报告模板作为临时报告格式范本。我们认为该指引加强一线监管和风险控制，促进企业资产证券化业务保持高质量稳健发展。

沪深两交易所发布了对上市公司股东股份质押公告指引的修订，修订后的文件将细化信息披露要求，强化对控股股东高比例质押行为的约束，有助于培育专注主业、稳健经营的良好氛围，充分保障投资者知情权。

11 月 3 日，易会满接受新华社专访：①加快推进创业板改革并实施注册制，提升资本市场配置效率。②稳步推进全面深化资本市场改革，改善并稳定市场预期。③逐步拓展外资进入我国资本市场的渠道，稳步融入全球金融市场。

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：一是中长期经济下行压力尚存，逆周期政策推出，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：开门红分化，低利率承压

从三季度业绩来看，各家保险公司在转型进入深水区时，面对阵痛出现了战略选择上的分化。平安、太保更加注重质量增长，反映在个险新单上的增速相对放缓，人力团队清虚提质，且对于开门红的态度逐渐淡化。而国寿、新华在当前时点仍然一定程度上选择保费规模，其中国寿个险新单逆势正增长，新华保险人力逆势高增长是明显佐证。人力角度，披露数据的平安和国寿也出现明显分化。截止 9 月末，中国平安代理人规模为 124.5 万人，较年初下降 12.1%；中国人寿个险渠道代理人 166.3 万人，较年初增长 15.6%。

因三季度宏观数据披露，四季度出台逆周期政策概率下降，当前我国十年期国债收益率回升至 3.3%，短期缓解保险资产端压力，但长期来看，仍需做好资产过冬准备。预计 750 日均线向下拐点出现在明年一季度，届时保险准备金计提也面临一定压力。当前板块估值仍然偏低，布局价值仍然具备。

● 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

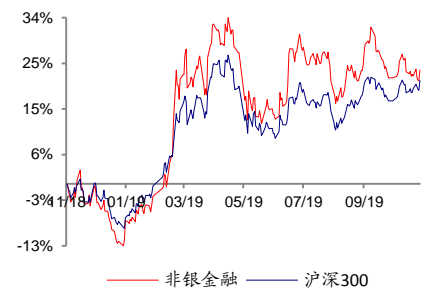
前次评级

买入

报告日期

2019-11-03

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



SFC CE No. BOX139

0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究：

非银金融行业:鼓励中长期资金入市，资本市场改革全面深化	2019-10-27
非银金融行业:证券受益并购重组新规，保险望迎估值切换行情	2019-10-20
非银金融行业:非标认定有趋严之势，证券保险受益贸易战舒缓	2019-10-13

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	90.04	20191025	买入	92.65	8.57	10.10	10.51	8.91	1.38	1.17	18%	17%
新华保险	601336.SH	人民币	48.19	20191031	买入	63.11	3.80	4.99	12.68	9.66	0.76	0.67	47%	20%
中国太保	601601.SH	人民币	35.30	20191031	买入	42.07	3.72	4.33	9.49	8.15	0.84	0.75	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	91.75	20191025	买入	103.21	8.57	10.10	9.61	8.16	1.26	1.07	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	30.95	20191030	买入	40.48	3.80	4.99	7.31	5.57	0.44	0.38	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	29.15	20191030	买入	46.72	3.72	4.33	7.04	6.04	0.63	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	14.33	20191031	买入	17.10	0.75	0.92	19.11	15.58	1.30	1.21	7%	8%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.66	20191030	买入	24.00	0.82	1.09	21.54	16.20	1.32	1.25	6%	8%
中信证券	600030.SH	CNY	22.18	20191031	买入	28.90	1.34	1.61	16.55	13.78	1.61	1.48	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.08	20191030	买入	9.50	0.75	0.92	9.84	8.02	0.67	0.62	7%	8%
HTSC	06886.HK	HKD	11.82	20191029	买入	14.30	0.82	1.09	13.17	9.91	0.81	0.76	6%	8%
中信证券	06030.HK	HKD	14.74	20191030	买入	20.90	1.34	1.61	10.05	8.36	0.98	0.90	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.44	20190916	买入	18.68	1.01	1.13	13.06	11.67	1.25	1.16	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。

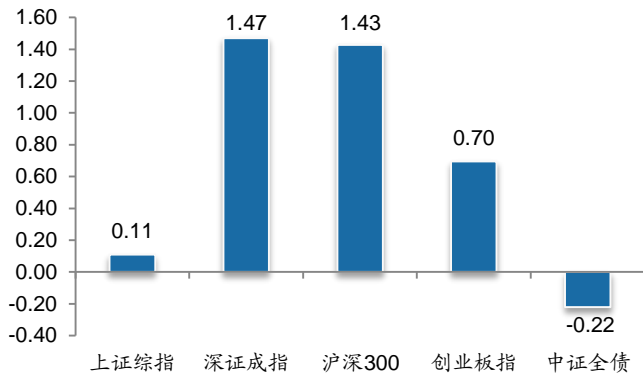
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

一周表现

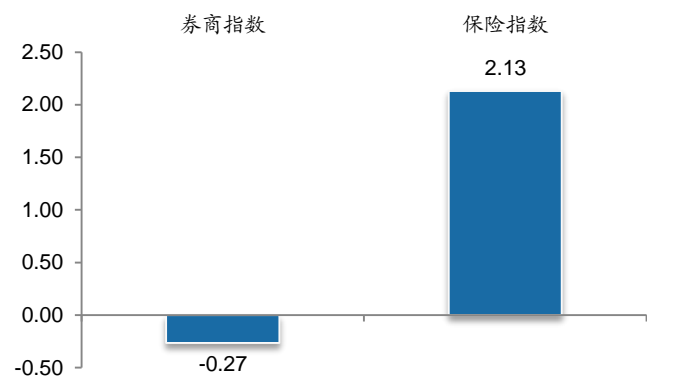
上证指数报2958.20点，涨0.11%；深证成指报9802.33，涨1.47%；沪深300报3952.39点，涨1.43%；创业板指数报1687.00点，涨0.70%。中信II证券指数CI005165跌0.27%、中信II保险指数CI005166涨2.13%。

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：开门红分化，低利率承压

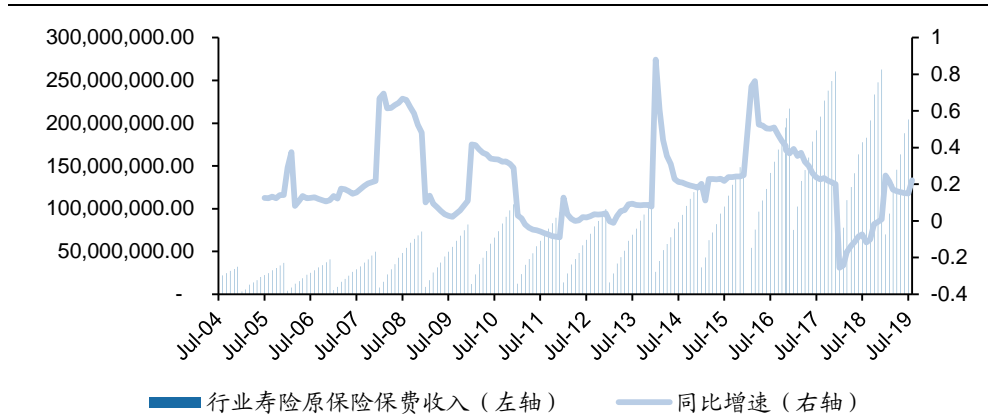
从三季度业绩来看，各家保险公司在转型进入深水区时，面对阵痛出现了战略选择上的分化。平安、太保更加注重质量增长，反映在个险新单上的增速相对放缓，人力团队清虚提质，且对于开门红的态度逐渐淡化。而国寿、新华在当前时点仍然一定程度上选择保费规模，其中国寿个险新单逆势正增长，新华保险人力逆势高增长是明显佐证。人力角度，披露数据的平安和国寿也出现明显分化。截止9月末，中国平安代理人规模为124.5万人，较年初下降12.1%；中国人寿个险渠道代理人166.3万人，较年初增长15.6%。

因三季度宏观数据披露，四季度出台逆周期政策概率下降，当前我国十年期国债收益率回升至3.3%，短期缓解保险资产端压力，但长期来看，仍需做好资产过冬准备。预计750日均线向下拐点出现在明年一季度，届时保险准备金计提也面临一定压力。

当前板块估值仍然偏低，布局价值仍然具备。**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)、中国财险(2328.HK)。**

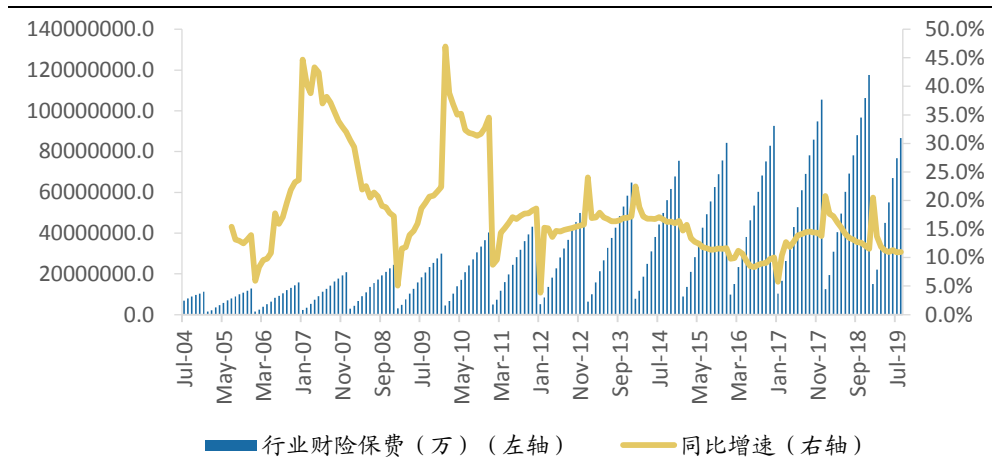
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



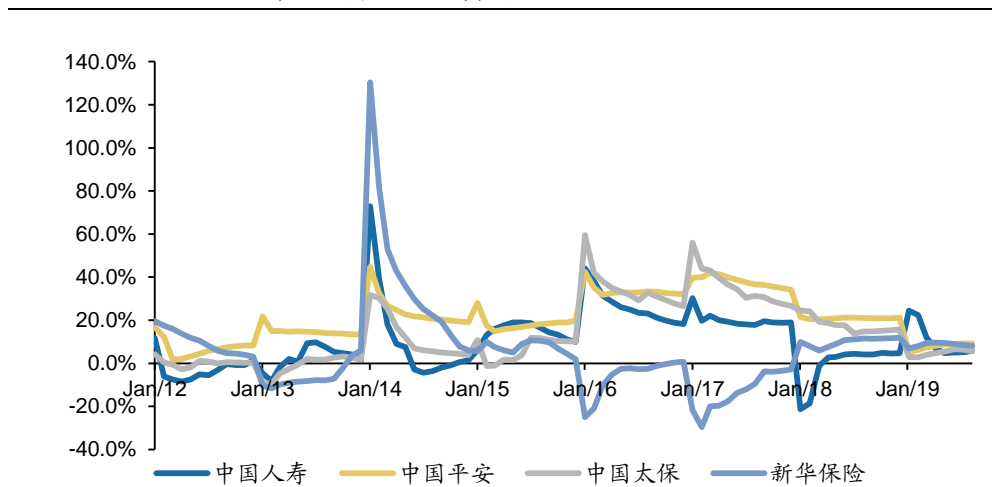
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



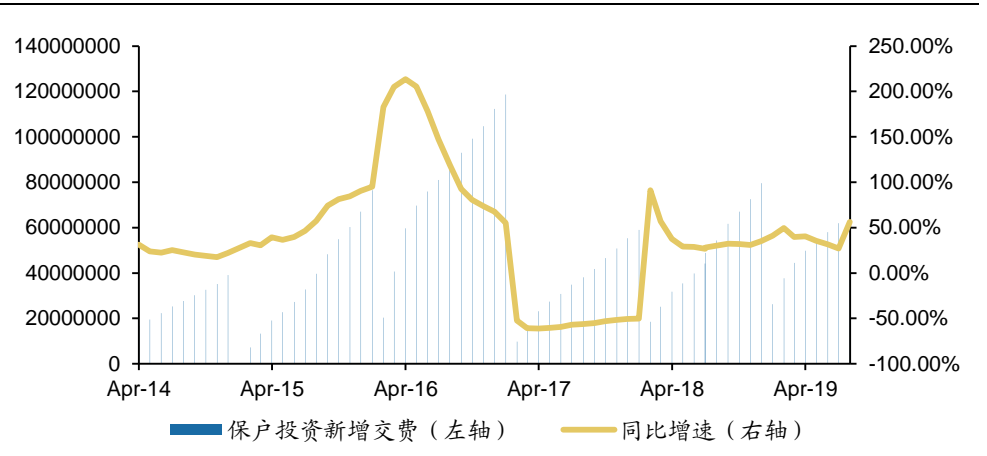
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



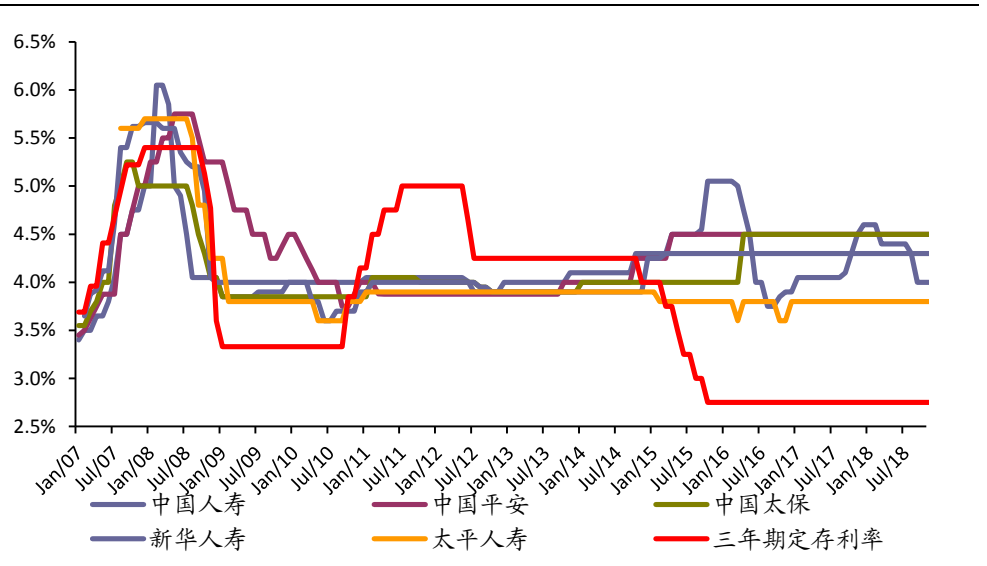
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



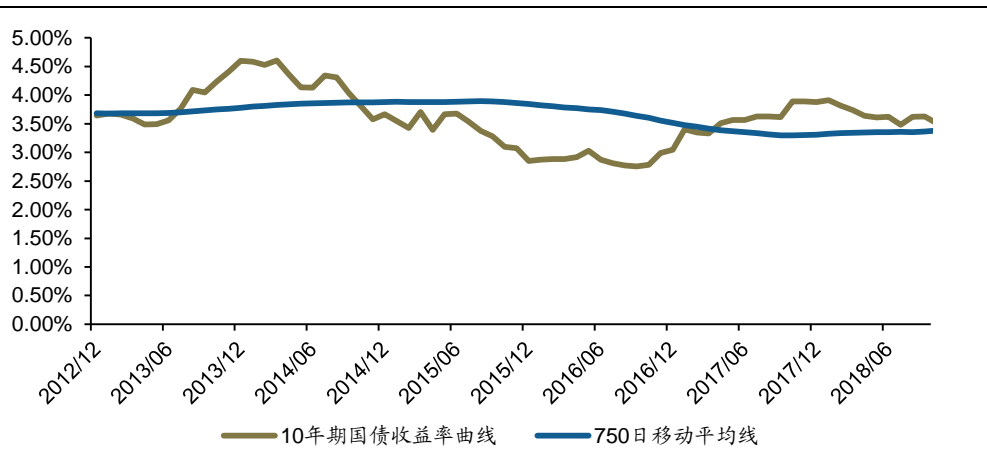
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



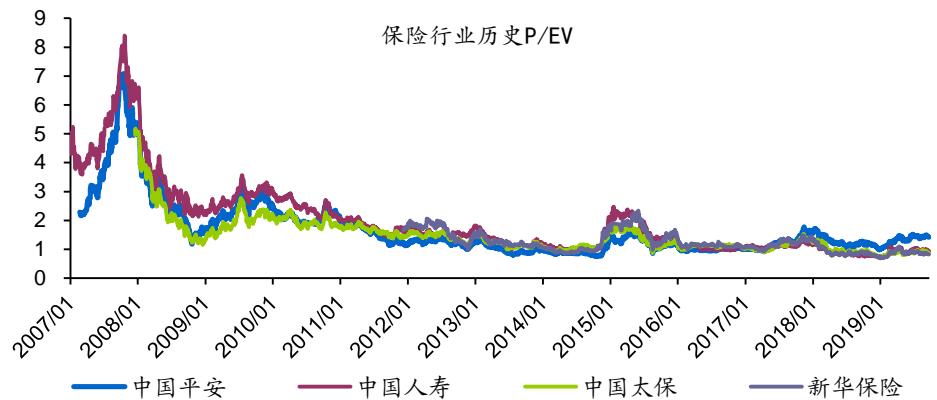
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19
中国人寿	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.8%	6.1%
中国平安-人寿	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%	9.2%	9.2%
中国平安-健康	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%	64.4%	71.7%
中国平安-养老	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%	11.1%	13.0%
中国平安	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%	9.7%	9.8%
中国太保	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%	5.5%	5.7%
新华保险	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%	8.1%	7.9%

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

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19
中国人寿	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%	41.6%	41.2%
中国平安-人寿	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%	0.1%	10.2%
中国平安-健康	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%	-13.6%	48.5%
中国平安-养老	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%	4.4%	40.4%
中国平安	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%	0.1%	12.3%
中国太保	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%	72.6%	-17.2%
新华保险	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%	0.1%	100.5%

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	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19
中国人寿	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%	13.4%	8.7%
中国平安-人寿	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%	8.8%	9.3%
中国平安-健康	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%	41.6%	127.7%
中国平安-养老	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%	62.6%	28.0%
中国平安	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%	11.1%	11.5%
中国太保	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%	0.0%	7.0%
新华保险	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%	2.9%	7.1%

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

证券：ABS临时报告信息披露指引发布，推进资本市场改革

沪深证券交易所同日先后发布了《上海证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》和《深圳证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》。主要内容为：①明确信息披露主体责任和时限要求，着力提高信息披露的及时性和透明度；②细化和丰富重大事件信息披露，提升信息披露的针对性和有效性；③明确重要事项的程序性要求，为投资者投资决策提供更加丰富的参考信息；④健全临时信息披露安排，有效保护投资者合法权益；⑤制定 25 份报告模板作为临时报告格式范本，提升信息披露的规范性和标准性。

我们认为本次资产支持证券临时信息披露指引提高信息披露质量和夯实资产支持证券信息披露体系，有利于加强一线监管和风险防控和提升市场参与机构风险管理能力，促进企业资产证券化业务保持高质量稳健发展，从而提高资产支持证券的投资价值。

沪深两交易所同时发布修订的临时公告格式指引《第四十六号 上市公司股份质押（冻结、解质、解冻）公告》。其修订内容具体有以下五点：①以控股股东质押比例 50%和 80%作为质押风险分层标准，设置差异化的披露要求。②新增股份冻结的披露要求，要求提示大比例冻结相关风险。③所持 5%以上股份股东出现被平仓或强制过户风险时，披露相关股东的履约能力、追加担保能力。④细化股份质押用途、业绩补偿义务等披露要求，充分保障投资者知情权。⑤加大控股股东平仓风险“第三方”核查力度。

本次修订引入“第三方”核查机制，对于控股股东存在被强制平仓或过户风险的，要求公司董事会、监事会、独立董事及处于持续督导期的保荐机构和财务顾问进行核查，并对上市公司实际控制权或第一大股东可能变更的风险，以及对上市公司生产经营、公司治理、业绩补偿义务履行等的影响发表意见，强化中介机构责任，督促各类市场主体归位尽责，切实保护上市公司和中小股东合法权益。

上交所表示，后续将严格执行新《质押公告指引》，督促上市公司股东特别是控股股东，审慎评估、开展质押，支持控股股东和相关方化解质押风险。深交所也表示，将聚焦提高上市公司质量，继续加强对股东质押行为监管，密切关注控股股东高比例质押风险，支持产品创新化解股票质押风险，多措并举为上市公司及其大股东的风险化解创造良好市场环境。

我们认为，此次修订上市公司股东股份质押公告指引，实行分层，差异化信息披露要求，聚焦于提高上市公司质量，加强股东质押行为监管，有助于培育专注主业、稳健经营的良好氛围；解决上市公司股东质押信息披露存在的“信息不对称”，充分保障投资者知情权，便于投资者及时从多个维度掌握控股股东股份冻结情况及可能给上市公司带来的实际影响，加强投资者的风险决策。

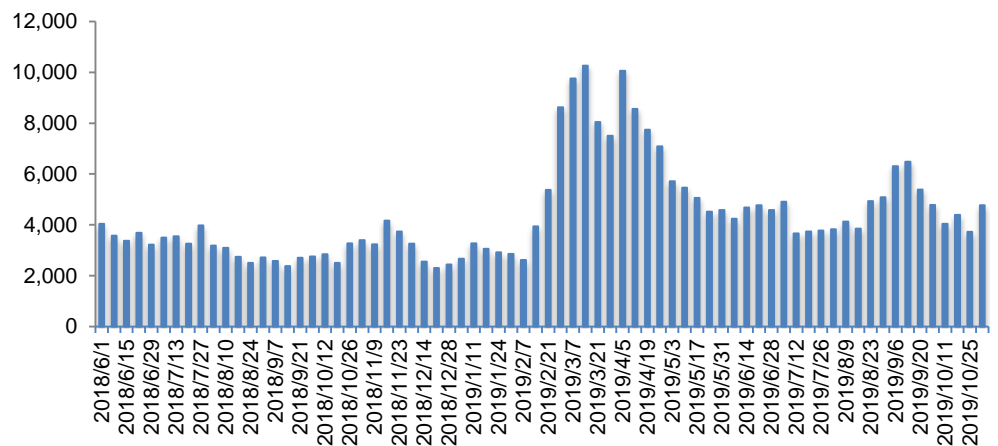
11月3日，易会满接受新华社专访：①加快推进创业板改革并实施注册制，提升资本市场配置效率。②稳步推进全面深化资本市场改革，改善并稳定市场预期。③逐步拓展外资进入我国资本市场的渠道，稳步融入全球金融市场。

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：一是中长期经济下行压力尚存，逆周期政策推出，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。

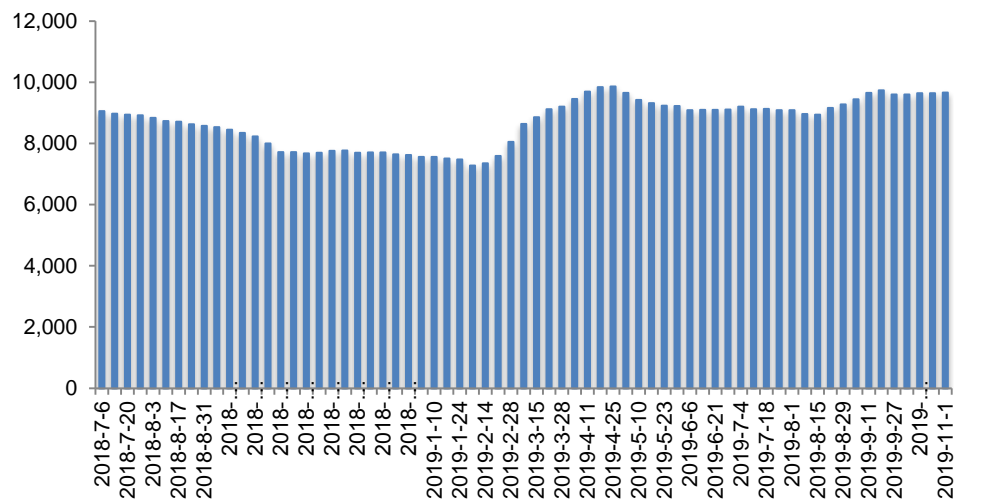
建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图10：全部AB股周度成交金额（亿元）



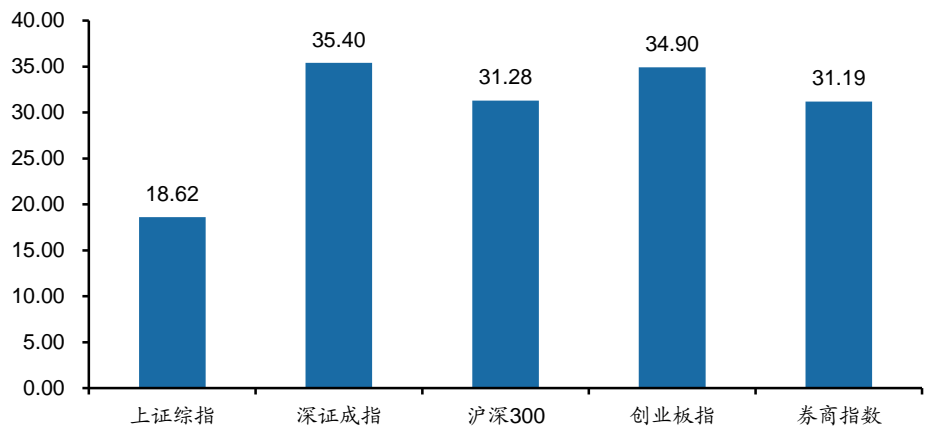
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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	摩根士丹利	MS.N	47.33	4.73	4.99	5.13	10.01	9.48	9.23	1.11	1.06	1.00
(USD)	高盛集团	GS.N	217.39	25.53	26.57	28.16	8.52	8.18	7.72	1.01	0.94	0.89
港股	友邦保险	01299.HK	79.50	1.68	3.77	4.34	47.32	21.09	18.32	3.15	2.75	2.43
(HKD)	中国太平	00966.HK	18.46	1.81	2.61	3.19	10.99	4.90	4.25	0.73	0.64	0.56

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：资深分析师，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。