

非银金融行业

再融资全面宽松与衍生品扩容推进行业发展

● 证券：再融资全面宽松、衍生品扩容

本周资本市场改革深化政策频出：国务院金融委定调产业投资基金、创业投资基金发挥重要作用、主板、创业板、科创板、新三板再融资政策全面放宽、衍生品试点扩容；行业创新推进速度明显加快。

投行资本化前景广阔，收入占比有望进一步提升。投行业务在我国证券公司收入占比近年提升至双位数，尤其是2010年后承销+顾问咨询业务占比提升至近15%，其中承销业务为主要支撑，占总收入稳定超过10%。发达的直接融资市场造就了美国投行业。从美国证监会数据看，2016年美国证券公司（broker-dealers）共实现营收2787亿美元，其中承销业务收入269亿美元（占比约10%），出售投资公司份额实现收入204亿美元（占比7%），另有部分并购重组业务收入及管理私募股权基金获得管理费收入与超额收益未具体列示，估算当年投行及投行资本化业务合计对行业整体营收贡献超过20%。

本次场内期权的放开符合我们此前的预期，鼓励创新业务发展的信号得到确认。2017年底，深交所就表示已经具备扩容的试点条件，已有4只全真股票ETF期权与3只全真个股期权经过长期仿真交易演练。从上证50ETF期权到沪深300ETF期权，既是一小步也是一大步，传达出的鼓励创新业务信号明确，是全面深化资本市场改革座谈会中重点任务的落地，未来场内衍生品进一步开放即将到来，场外衍生品业务同样值得期待。行业层面，政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜，衍生品市场扩容及国际化发展机遇下，行业龙头抢得先机，创新预期助力强者恒强，行业集中度提升逻辑顺畅。目前场内期权发展势头良好、场外期权增速提高，且形成中信证券和中金公司规模领先、其他大型综合券商快速发展的格局。

资本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。

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：开门红持续预期向好，利率压力短期改善

由于长期低利率概率增大，保险产品的稳健收益性获得放大，客户对于保险产品配置的需求普遍增长。借助当下环境和市场偏好，储蓄型产品在整改后获得重新调整释放，且仍是明年开门红预热的主角。从上市公司披露数据来看，今年各家均出现产品价值率不同程度的调整，取而代之的是产品结构的再平衡，储蓄型产品重新成为市场关注焦点。部分公司预售数据表现良好，为明年开门红新单增量打下基础。

近期央行宣布下调MLF利率5个基点，显示逆周期调节的频率或超市场预期。经济下行压力下利率向下调整概率增加。短期十年期国债相对平稳，长期来看低利率仍是压制保险股估值的最重要因素。

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（02328.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

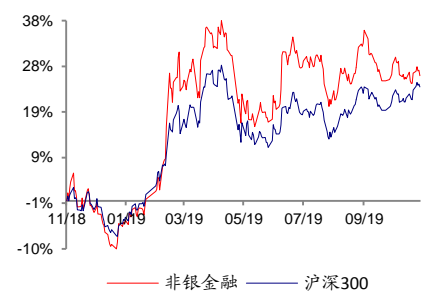
前次评级

买入

报告日期

2019-11-10

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：资本市场改革持续推进，关注保险开门红分化	2019-11-03
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

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	89.17	20191025	买入	92.65	8.60	10.06	10.37	8.86	1.37	1.17	26%	25%
新华保险	601336.SH	人民币	48.88	20191031	买入	63.11	3.80	4.99	12.86	9.80	0.77	0.67	15%	16%
中国太保	601601.SH	人民币	36.81	20191031	买入	42.07	3.72	4.33	9.90	8.50	0.88	0.78	20%	20%
中国平安	02318.HK	HKD	94.10	20191025	买入	103.21	8.60	10.06	9.77	8.35	1.29	1.10	26%	25%
新华保险	01336.HK	HKD	33.30	20191030	买入	40.48	3.80	4.99	7.82	5.96	0.47	0.41	15%	16%
中国太保	02601.HK	HKD	30.5	20191030	买入	46.72	3.72	4.33	7.32	6.29	0.72	0.64	20%	20%

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	14.22	20191030	买入	17.70	0.75	0.92	18.96	15.46	1.29	1.20	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.71	20191029	买入	21.82	0.74	0.99	23.88	17.93	1.17	1.10	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	22.42	20191030	买入	26.20	1.32	1.61	16.98	13.93	1.03	0.95	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	8.46	20191030	买入	9.5	0.75	0.92	10.30	8.40	0.70	0.65	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	12.64	20191029	买入	15.0	0.74	0.99	15.57	11.69	0.95	0.90	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.44	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.69	8.76	1.02	0.94	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	14.88	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.41	11.98	1.27	1.16	10.3%	11.1%

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。

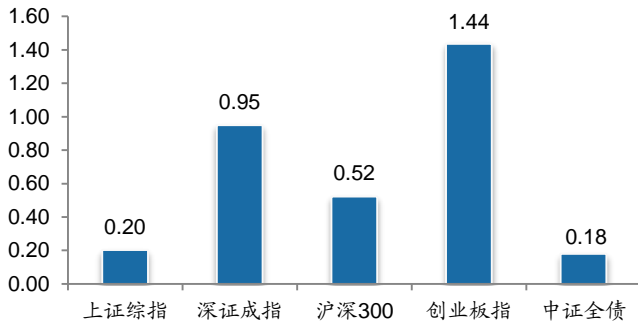
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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

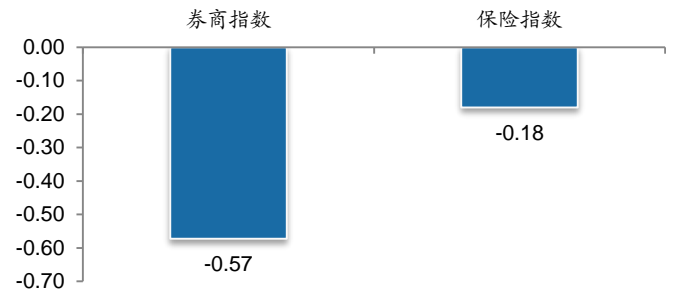
上证指数报2964.18点，涨0.20%；深证成指报9895.34点，涨0.95%；沪深300报3973.01点，涨1.44%；创业板指数报1711.22点，涨1.44%。中信II证券指数CI005165跌0.57%、中信II保险指数CI005166跌0.18%。

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：开门红持续预期向好，利率压力短期改善

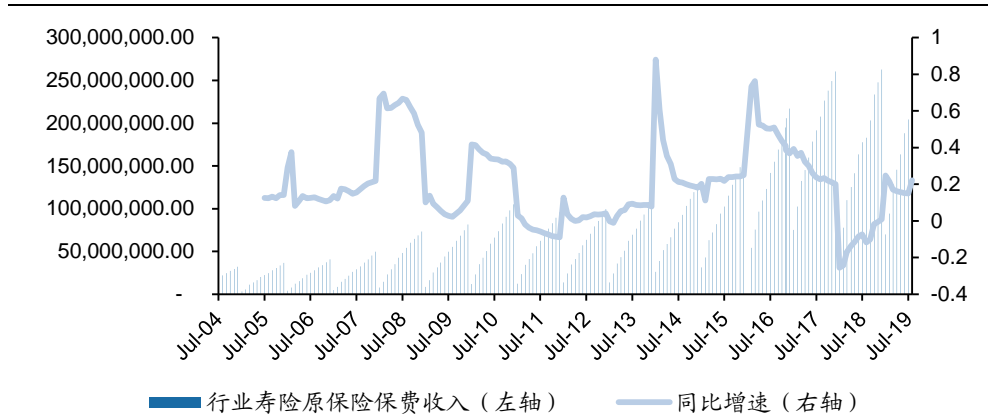
由于长期低利率概率增大，保险产品的稳健收益性获得放大，客户对于保险产品配置的需求普遍增长。借助当下环境和市场偏好，储蓄型产品在整改后获得重新调整释放，且仍是明年开门红预热的主角。从上市公司披露数据来看，今年各家均出现产品价值率不同程度的调整，取而代之的是产品结构的再平衡，储蓄型产品重新成为市场关注焦点。部分公司预售数据表现良好，为明年开门红新单增量打下基础。

近期央行宣布下调MLF利率5个基点，显示逆周期调节的频率或超市场预期。经济下行压力下利率向下调整概率增加。短期十年期国债相对平稳，长期来看低利率仍是压制保险股估值的最重要因素。

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)。**

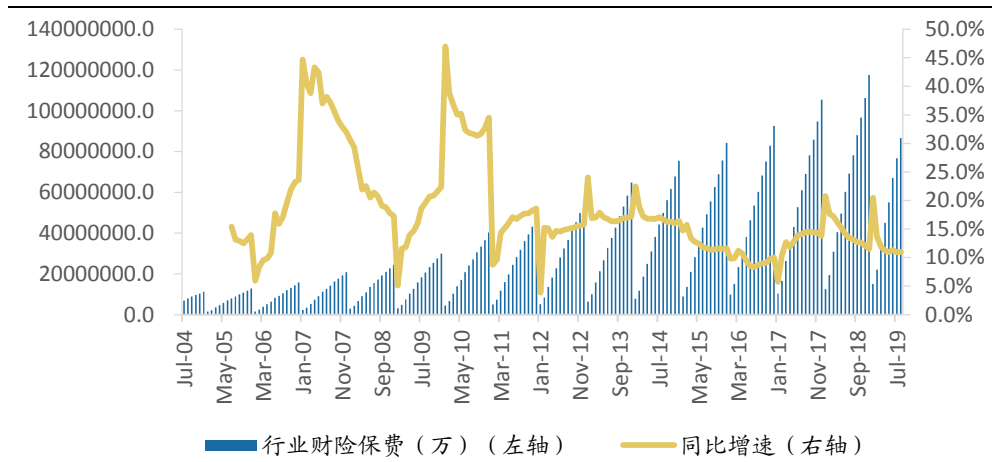
风险提示：保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



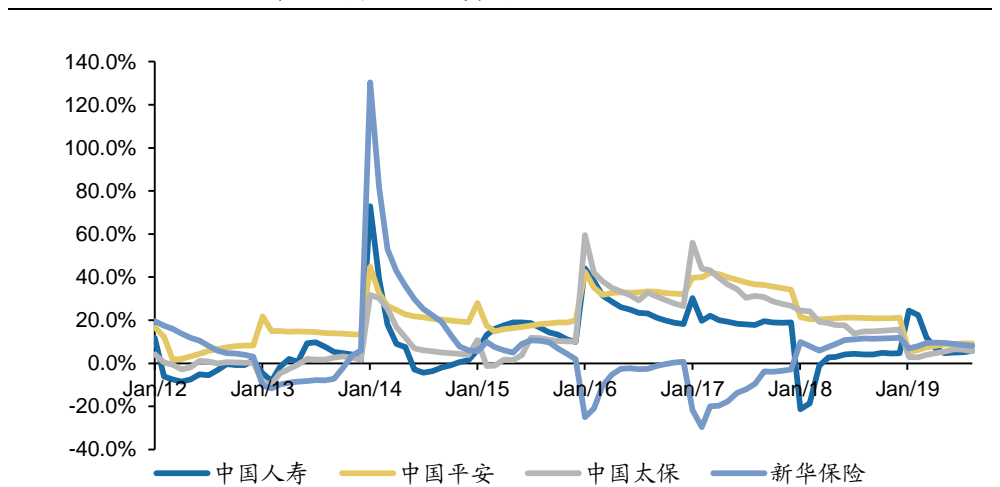
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



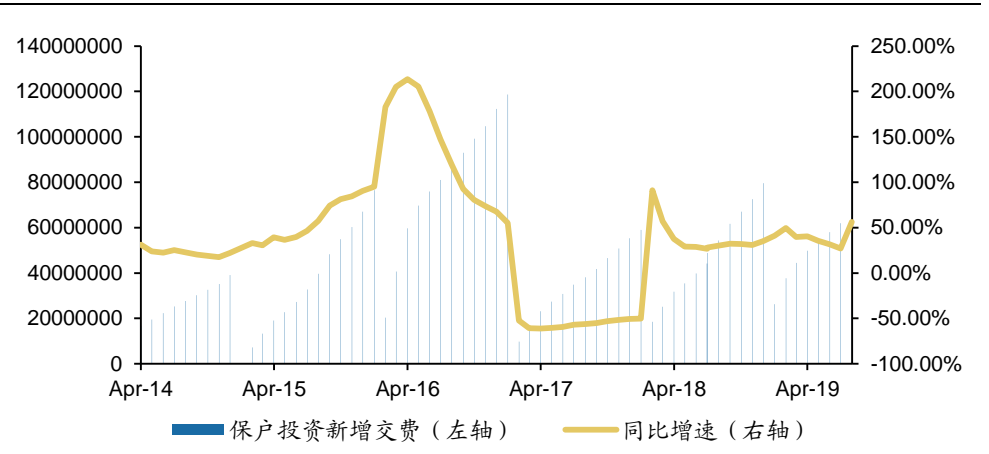
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



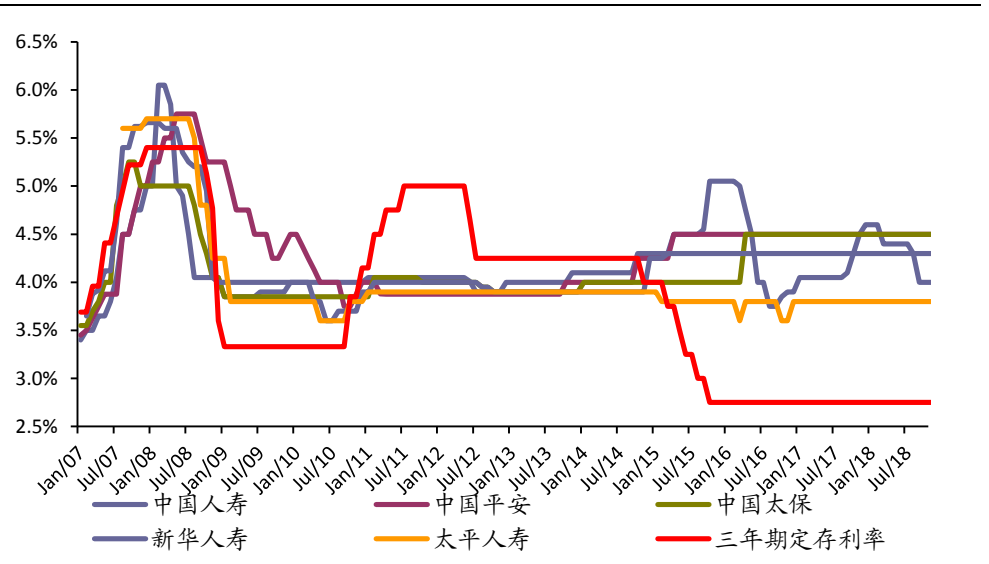
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



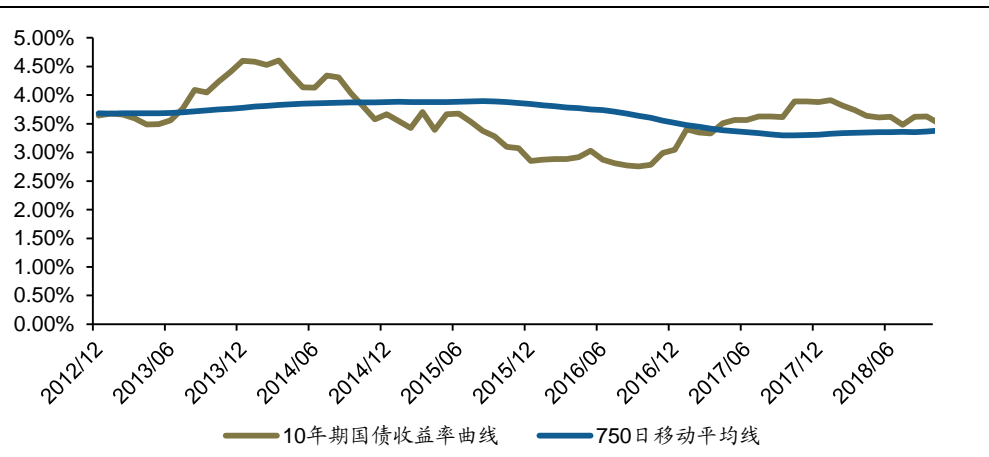
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



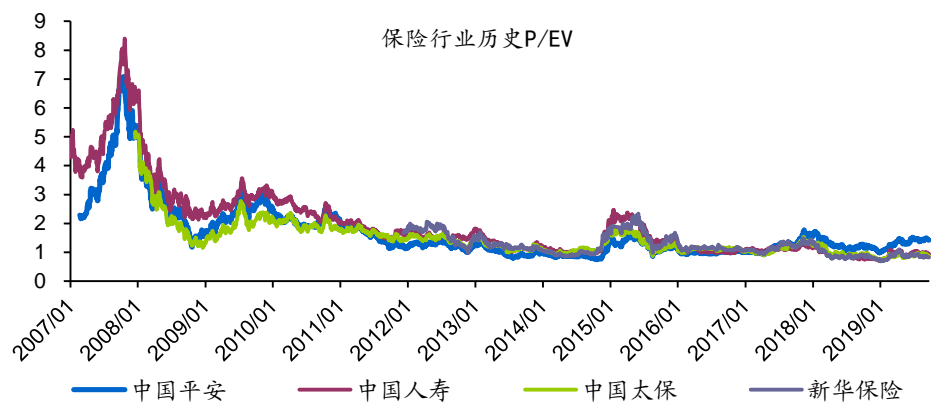
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

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：再融资全面宽松、衍生品扩容

本周资本市场改革深化政策频出：国务院金融委定调产业投资基金、创业投资基金发挥重要作用、主板、创业板、科创板、新三板再融资政策全面放宽、衍生品试点扩容；行业创新推进速度明显加快。

表4：2019.11.4-2019.11.9 新政策一览

时间	部门	内容	文件
11月7日	国务院金融委	推进创投基金与产业基金	发挥好各类产业投资基金、创业投资基金带动作用，更好满足科创企业的融资需求
11月8日	证监会	衍生品扩容	启动扩大股票股指期货试点工作按程序批准上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货。
11月8日	证监会	主板再融资放宽	修改《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》
11月8日	证监会	创业板再融资放宽	修改《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》
11月8日	证监会	科创板再融资	起草《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》
11月8日	证监会	新三板再融资放宽	修订《非上市公众公司监督管理办法》（简称《公众公司管理办法》）
11月8日	证监会	新三板再融资放宽	新起草《非上市公众公司信息披露管理办法（征求意见稿）》（简称《信息披露办法》）
11月8日	全国股转公司	新三板再融资放宽	新起草及新修订的6项自律规则向市场征求意见。
11月8日	上交所	科创板再融资	起草《科创板上市公司证券发行承销实施细则（征求意见稿）》（简称《实施细则》）
11月8日	上交所	科创板再融资	起草《科创板上市公司证券发行上市审核规则（征求意见稿）》（简称《审核规则》）

数据来源：证监会、上交所、深交所、国务院、广发证券发展研究中心

全市场再融资政策全面宽松：

11月8日，证监会拟对《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则进行修订向社会公开征求意见。同时新起草了《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（征求意见稿）（以下简称《科创板再融资办法》）。

表5：本周及近期一级市场放宽政策一览

市场	时间	文件	文件
资产重组：	2019.10	《重大资产重组》	修订新规
再融资：			
主板	2019.11.9	《上市公司证券发行管理办法》	修订
	2019.11.9	《上市公司非公开发行股票实施细则》	修订
创业板	2019.11.9	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	修订
科创板	2019.11.9	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	起草
新三板	2019.11.9	《非上市公众公司监督管理办法》	修订
	2019.11.9	《非上市公众公司信息披露管理办法（征求意见稿）》	修订

2019.11.9	<u>配套自律规则 1</u>	全国中小企业股份转让系统股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌规则（试行）（征求意见稿）起草
2019.11.9	<u>配套自律规则 2</u>	全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露规则（征求意见稿）起草
2019.11.9	<u>配套自律规则 3</u>	全国中小企业股份转让系统股票定向发行规则（征求意见稿）起草
2019.11.9	<u>配套自律规则 4</u>	全国中小企业股份转让系统股票交易规则（征求意见稿）
2019.11.9	<u>配套自律规则 5</u>	全国中小企业股份转让系统分层管理办法（征求意见稿）
2019.11.9	<u>配套自律规则 6</u>	全国中小企业股份转让系统挂牌公司治理规则

数据来源：证监会、上交所、深交所、国务院、广发证券发展研究中心

1) 主板方面:

证监会拟对《上市公司证券发行管理办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则进行修订。修订主要内容包含:

- 1-非公开发行对象上限由10名增加到**35名**;
- 2-发行价格由不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十降至**80%**;
- 3-自核准之日起发行日期由6个月内放宽至**12个月**内。
- 4-认购股份锁定期由现在的36个月缩短至**18个月**，且不适用减持规则相关限制。

2) 创业板方面:

证监会拟对《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》进行修订。

- 1-取消了公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件;
- 2-取消了非公开发行股票连续2年盈利的条件;
- 3-非公开发行对象由5名增加至**13名**;
- 4-自核准之日起发行日期由6个月内放宽至**12个月**内。
- 5-依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持**不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》**的有关规定。
- 6-将创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求。

3) 科创板方面:

证监会起草了《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（征求意见稿）（以下简称《科创板再融资办法》）。

- 1-设定基本发行条件;
- 2-优化调整非公开发行股票制度安排，支持上市公司引入战略投资者。有效提升非公开发行股票的便捷性;

3-上海证券交易所审核期限为2个月，证监会注册期限为15个工作日；

4-授权上海证券交易所根据科创板再融资运行总体情况和市场实际需要，研究制定小额融资的业务规则。

4) 新三板方面：

证监会就修订后的《非上市公众公司监督管理办法》(下称《公众公司办法》)和新起草的《非上市公众公司信息披露管理办法(征求意见稿)》(下称《信息披露办法》)公开征求意见。全国股转公司也就新起草及新修订的6项自律规则向市场征求意见。

1-引入公开发行制度，允许挂牌公司向不特定合格投资者公开发行，配套实行保荐、承销制度；允许公开路演、询价；发行人可以尚未盈利。发行定价为市场化定价。

2-取消单次融资新增股东不超过35人、允许小额融资实施自办发行。

3-新三板精选层挂牌满一年的企业可申请转板上市；无需证监会核准。

4-精选层入层标准以市值为核心，围绕盈利能力、成长性、市场认可度、研发能力等设定，各项要求均显著低于科创板上市条件和创业板公司平均水平。

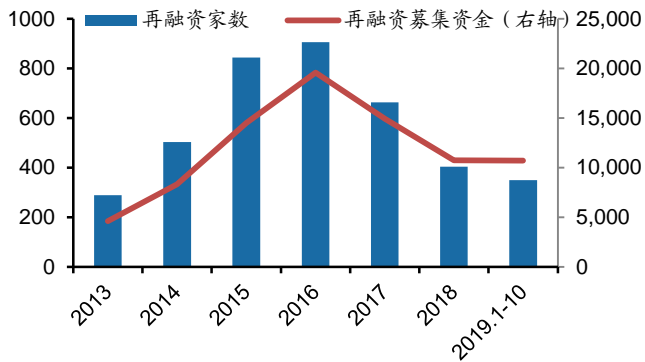
5-引入公募基金等长期资金投入新三板市场。

再融资新政对行业的影响展望：

对于我国直接融资市场的发展而言：本次再融资政策的宽松将有望大幅提振一级市场，结合引导创投基金与产业基金的作用，逐步提升我国直接融资占比。

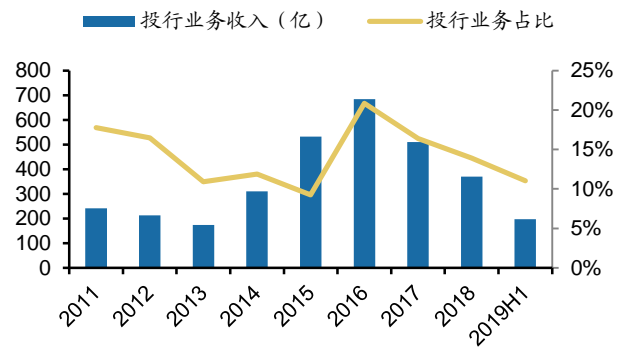
对于证券公司而言：投行资本化前景广阔。投行业务在我国证券公司收入占比近年提升至双位数，尤其是2010年后承销+顾问咨询业务占比提升至近15%，其中承销业务为主要支撑，占总收入稳定超过10%。发达的直接融资市场造就了美国投行业。投行及其资本化业务对行业整体营收贡献预计超过20%。根据美联储与央行数据，2017年末美国直接融资占比（非金融企业融资中股权融资+债权融资占比）超过80%，同期我国直接融资占比（按社会融资统计口径中非人民币贷款及外币贷款占比计算）约30.5%。发达的直接融资市场造就了美国投行业。从美国证监会数据看，美国证券公司（broker-dealers）收入构成中，“承销业务收入”（profits from underwriting and selling groups）在总收入中占比在5%-11%，“通过出售投资公司份额”（revenues from sale of investment company shares）在总收入中占比在6%-8%。以2016年末数据统计，当年行业实现营收2787亿美元，其中承销业务收入269亿美元（占比约10%），出售投资公司份额实现收入204亿美元（占比7%），另有部分并购重组业务收入及管理私募股权基金获得管理费收入与超额收益未具体列示，估算当年投行及投行资本化业务合计对行业整体营收贡献超过20%。展望未来，我们认为国内券商行业投行资本化业务具有较大发展空间。

图10: 历年来我国再融资规模(亿元)



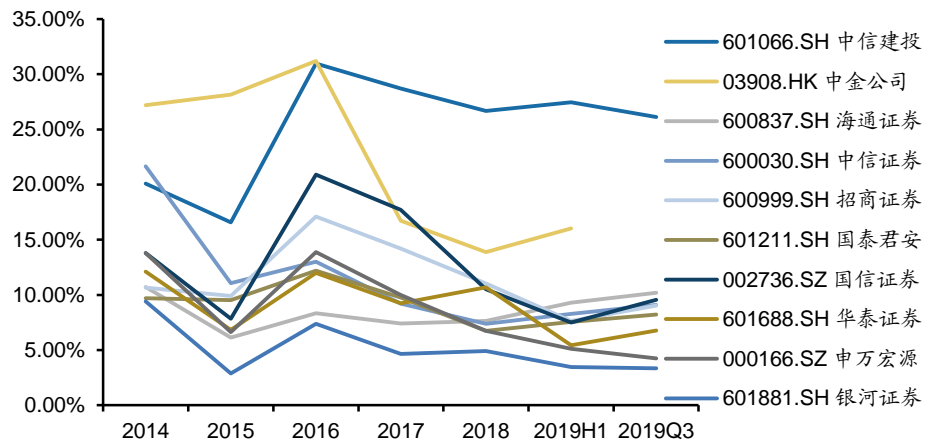
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 历年来我国投行业务占总收入的比



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 近年部分上市券商投行业务占营业收入比重



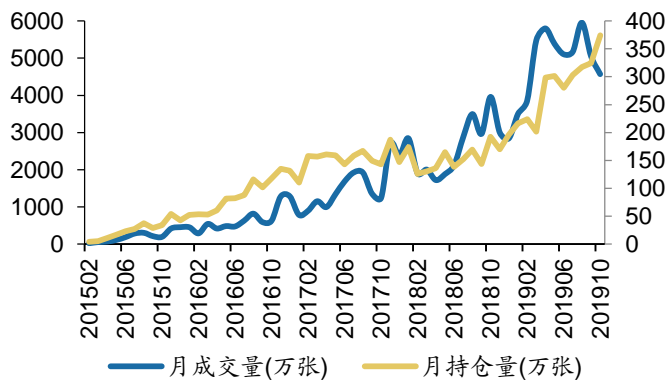
数据来源: 中国证券业协会、各公司定期报告、广发证券发展研究中心

衍生品扩容符合预期, 助推机构业务发展

11月8日, 证监会宣布正式启动扩大股票股指期货试点工作, 按程序批准上交所、深交所上市沪深300ETF期权, 中金所上市沪深300股指期货。证监会将指导交易所做好扩大股票股指期货试点各项准备工作。

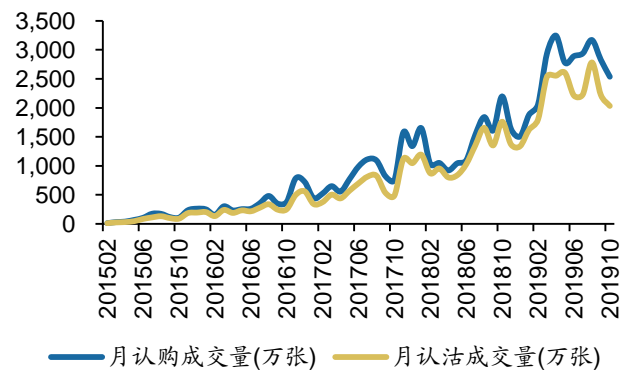
随着国内资本市场的发展与成熟, 居民可投资金融资产逐年增加, 投资需求也愈加多样化。现有的50ETF期权自2015年2月面世以来, 市场规模稳步扩容, 成交量呈现温和放大的趋势。据上交所数据, 2019年10月50ETF期权合约成交量为0.45亿张, 持仓量为374万张, 较2018年10月分别增长15.4%、94.2%。对于行业而言, 期权种类的增加与交易限制的放宽, 增加了市场的对冲机会, 提供了套期保值的工具。本次新增的沪深300ETF期权, 扩大了此前50ETF期权的范围, 更广的覆盖面也对应着更强的对冲和套期保值作用。中金所上市的沪深300股指期货则是我国第一例股指期货, 其相对股指期货更有特色, 能够控制最大风险, 也强化了市场交易的双向性, 满足了部分现金交割指数期权的需求。

图13: 50ETF期权月成交量(左轴, 万张), 月持仓量(右轴, 万张)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图14: 50ETF期权月认购成交额、认沽成交额情况(张)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

对于券商而言,场内衍生品扩容将进一步拓展客户群体:一是机构客户,管理风险的手段更为丰富,机构方专业风险管理需求得到满足,将促进交易量的放大;二是高净值客户,投资策略的多元化,强化了产品的预期收益,将吸引更多高净值客户,同时为财富管理业务提供渠道,形成产业链的联动协同效应。根据上交所披露数据,2019年初至11月8日,50ETF成交额2927.75亿元。对于深交所此次即将推出的ETF期权试点来说,考虑到合约标的同为ETF,我们简化处理参考50ETF期权前三年的合约总成交金额进行测算,即假设深交所2019年末推出股票ETF期权试点,2020、2021年对应期权合约总成交金额为5630亿元、7443亿元。

表6: 场内期权规模测算(亿元)

期权标的	2018A	2019E	2020E	2021E
50ETF 期权	1798	3595	5393	7011
深交所股票 ETF 期权			237	432
合计	1798	3595	5630	7443

数据来源: 上交所、广发证券发展研究中心

本次场内期权的放开符合我们此前的预期,鼓励创新业务发展的信号得到确认。2017年底,深交所就表示已经具备扩容的试点条件,已有4只全真股票ETF期权与3只全真个股期权经过长期仿真交易演练。从上证50ETF期权到沪深300ETF期权,既是一小步也是一大步,传达出的鼓励创新业务信号明确,是全面深化资本市场改革座谈会中重点任务的落地,未来场内衍生品进一步开放即将到来,场外衍生品业务同样值得期待。行业层面,政策的天平正在向围绕做大做强的局部性创新倾斜,衍生品市场扩容及国际化发展机遇下,行业龙头抢得先机,创新预期助力强者恒强,行业集中度提升逻辑顺畅。目前场内期权发展势头良好,场外期权增速提高,且形成中信证券和中金公司规模领先、其他大型综合券商快速发展的格局。

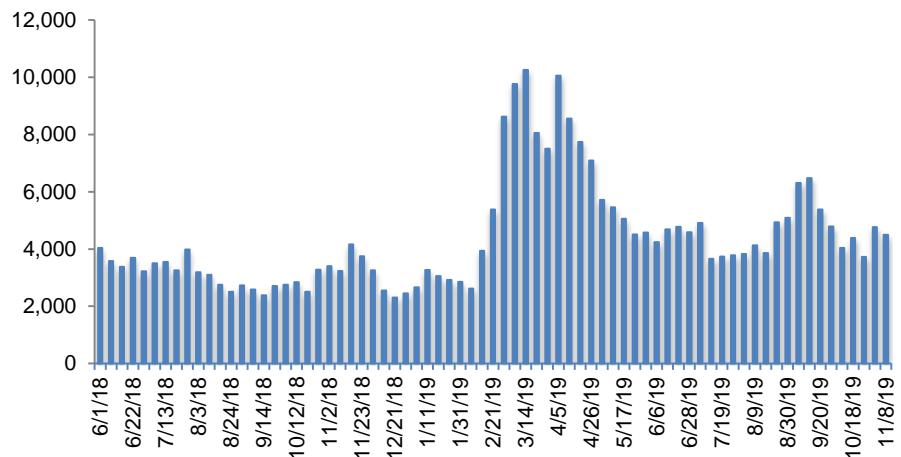
11月5日，国务院金融稳定发展委员会（简称“金融委”）召开第九次会议，研究深化中小银行改革、防范化解金融风险等问题，提及要加强资本市场基础制度改革，发挥好各类产业投资基金、创业投资基金带动作用，更好满足科创企业的融资需求。

会议明确，加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。会议强调，要完善金融支持科技创新的政策措施，优化科技创新融资方式，改善配套政策环境。要坚持市场化、法治化原则，发挥好各类产业投资基金、创业投资基金的带动作用，更好满足科创企业的融资需求。要加强金融基础设施统筹监管与建设规划，推动各类金融基础设施互联互通，确保安全高效

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。

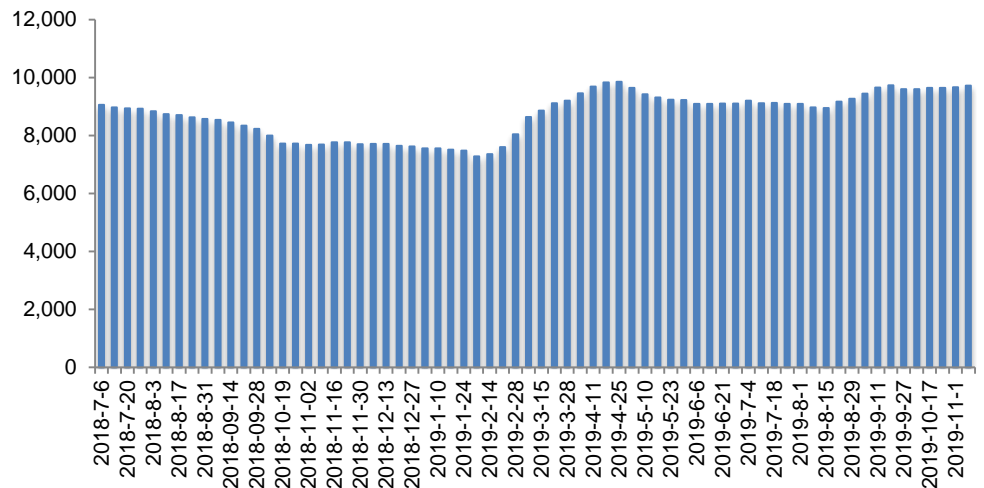
建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图15：全部AB股周度成交金额（亿元）



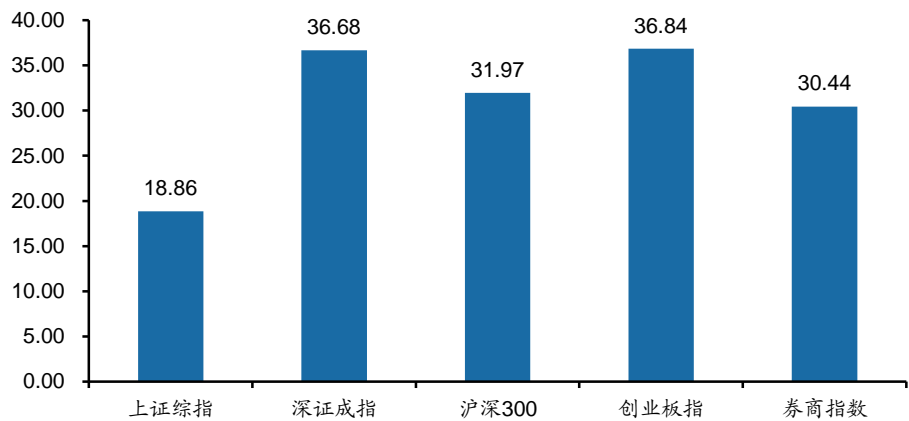
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图16: 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17: 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	49.15	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	222.91	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	82.40	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	19.62	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) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

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。