

非银金融行业

泛资管补齐保险拼图，开源助力行业增长

行业评级

买入

前次评级

买入

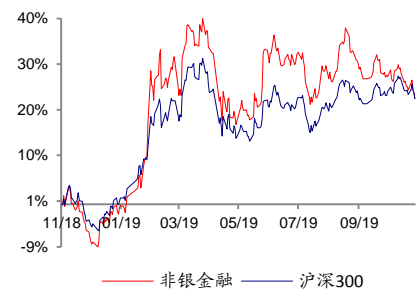
报告日期

2019-11-24

核心观点

- 证券：**央行引导实体经济融资成本下行，证监会建设行业文化。11月18日，央行将7天期逆回购操作（OMO利率）中标利率，下调5个基点，为2.5%。11月19日，央行以利率招标方式开展了中央国库现金管理商业银行定期存款操作500亿元，“中标利率”3.18%，比上一次“中标利率”降低2个基点。11月20日，贷款市场定价利率（LPR）下调5个基点至4.15%。这均体现了央行引导实体经济融资成本下行，强化逆周期调节的宽松政策。我们认为证券行业也将逐渐乐观，一是货币政策短期操作空间有限的预期已反应充分，交易量进入底部稳定状态，利率下行将以交易量放大等链条作用于券商，有望带来贝塔收益，本周全部AB股日均交易量为3873亿元，较19年最高AB股日均交易量10259亿元跌落已超六成，有望恢复反弹；二是估值水平较低，龙头公司2019年PB基本在1.1-1.6倍之间，中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券，中金公司19年PB依次为1.56X，1.10X，1.25X，1.22X，1.30X；三是政策暖风持续不断，围绕机构业务创新为券商带来阿尔法收益。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。**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)、中金公司(03908.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。**
- 保险：**保险资管产品新规发布，统一保险资管产品监管标准，促进健康发展。中国银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》增加了自然人投资保险资管产品的规定，扩大了保险资管业务的收入和利润来源；规定保险资产管理机构可以自行销售保险资管产品，也可以委托符合条件的银行业保险业金融机构代理销售保险资管产品，拓宽了保险资管产品的销售渠道。截至2019年9月末，保险资管产品余额2.68万亿元，其中债权投资计划1.24万亿元、股权投资计划0.12万亿元、组合类保险资管产品1.32万亿元。保险资管产品总体来看，期限较长、杠杆率低，基本不存在多层嵌套、资金池等问题；但各类保险资管产品缺少统一的制度安排，与其他金融机构资管业务的监管规则和标准也存在差异。本次保险资管产品管理暂行办法的制定，是落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的重要举措，在统一保险资管产品规则的基础上，进一步弥补监管空白、促进保险资管产品业务持续健康发展。以海外大型保险集团为例，作为机构投资者，保险资产管理及其他归属于保险集团的投资机构，可以充分发挥专业和客户等优势，积极开展多元化的资产管理业务；其中，第三方业务可以有效的扩大管理规模、提升利润贡献。**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)、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。

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：证券业利好政策不断，保险业关注开门红	2019-11-17
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	2019-11-10
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

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	84.89	20191024	买入	92.65	8.60	10.06	10.22	8.74	1.35	1.15	26%	25%
新华保险	601336.SH	CNY	45.46	20191031	买入	63.11	3.80	4.99	12.11	9.22	0.73	0.64	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	34.50	20191031	买入	42.07	3.72	4.33	9.38	8.06	0.83	0.74	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	90.80	20191024	买入	103.21	8.60	10.06	9.48	8.10	1.25	1.07	26%	25%
新华保险	01336.HK	HKD	30.95	20191031	买入	40.48	3.80	4.99	7.41	5.64	0.45	0.39	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	28.65	20191031	买入	46.72	3.72	4.33	6.97	5.99	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	13.86	20191030	买入	17.70	0.75	0.92	18.31	14.92	1.25	1.17	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	16.90	20191029	买入	21.82	0.74	0.99	23.07	17.32	1.39	1.31	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	21.49	20191030	买入	26.20	1.32	1.61	16.45	13.48	1.56	1.43	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	7.95	20191030	买入	9.5	0.75	0.92	9.70	7.90	0.66	0.62	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	12.00	20191029	买入	15.0	0.74	0.99	14.71	11.04	0.90	0.85	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.84	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.13	8.31	0.97	0.89	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	13.72	20191119	买入	18.67	1.12	1.3	11.15	9.60	1.18	1.08	11.0%	11.7%

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。

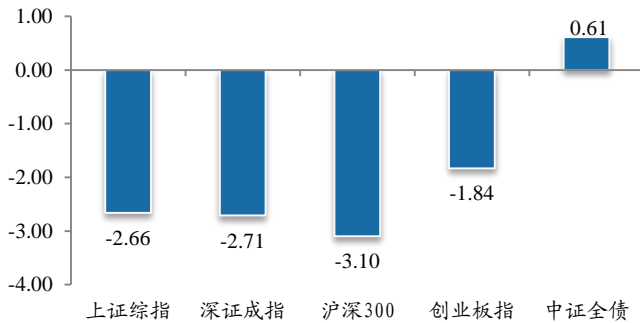
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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

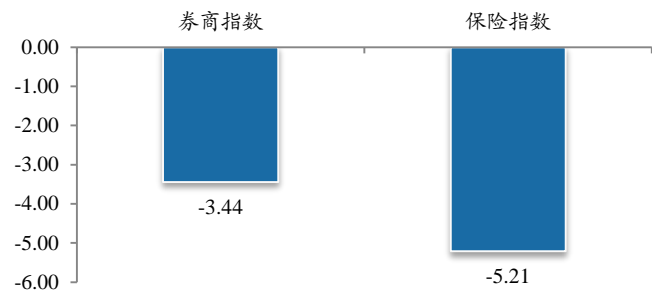
上证指数报2885.29点，跌2.66%；深证成指报9626.90点，跌2.71%；沪深300报3849.99点，跌3.10%；创业板指数报1679.8点，跌1.84%。中信II证券指数CI005165跌3.44%、中信II保险指数CI005166跌5.21%。

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：负债端有看点，保险资管产品管理办法征求意见

临近年底，保险板块显现一定布局价值：一是负债端有看点，开门红预计普遍优于今年的收成，预计明年全年代理人脱落收敛、理财类产品销售见好；二是在CPI拐点未现之前，长端利率预计维持3.1%-3.3%区间，资产端配置压力有所缓和；三是年底估值切换。

近期，银保监会再次召集14家准备金覆盖率低于120%的寿险公司，叫停4.025终身年金销售。从监管角度来看，低利率已成为险企需要面对最大风险，此前4.025产品已被监管指导，此次针对个别公司再次提醒，侧面说明未来资产端险企或持续承压。短期来看，尤其是明年开门红期间，年金等储蓄产品较受市场关注，与银行理财产品相比，其稳健性和长期性在低利率环境下更受到客户青睐。预计明年负债端或有边际改善，但仍需谨防资产端利差损风险，不排除部分公司主动收缩保费规模，以退为进。

保险资管产品新规征求意见：统一保险资管产品监管标准，促进健康发展

中国银保监会于2019年11月22日发布《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），相关办法共八章六十七条，包括总则、产品当事人、产品发行设立、产品投资与管理、信息披露与报告、风险管理、监督管理和附则。

截至2019年9月末，保险资管产品余额2.68万亿元，其中债权投资计划1.24万亿元、股权投资计划0.12万亿元、组合类保险资管产品1.32万亿元。保险资管产品总体来看，期限较长、杠杆率低，基本不存在多层嵌套、资金池等问题；但各类保险资管产品缺少统一的制度安排，与其他金融机构资管业务的监管规则 and 标准也存

在差异。本次保险资管产品管理暂行办法的制定，是落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的重要举措，在统一保险资管产品规则的基础上，进一步弥补监管空白、促进保险资管产品业务持续健康发展。

本次发布的《办法》规定了保险资管产品的投资范围，与理财产品、私募资管计划的投资范围总体一致。同时，考虑到保险资金运用监管政策和风险管控要求，《办法》要求保险资金投资的保险资管产品的投资范围应当严格遵守保险资金运用的监管规定；非保险资金投资的保险资管产品，其投资范围与其他资产管理产品的投资范围保持一致。

明确了保险资管产品合格投资者的资质要求，增加和明确了自然人购买的条件，即“具有两年以上投资经历，且满足以下条件之一的自然人：家庭金融资产不低于300万元人民币，家庭金融资产不低于500万元人民币，或者近三年本人年均收入不低于40万元人民币”，扩大了保险资产管理业务的收入来源。

在产品销售方面，规定保险资产管理机构可以自行销售保险资管产品，也可以委托符合条件的银行业保险业金融机构代理销售保险资管产品，拓宽了保险资管产品的销售渠道。

《办法》同时做出了保险资管产品禁止刚性兑付，禁止通道，保险资产管理机构不得以受托管理的保险资管产品份额进行质押融资等规定。在投资要求方面，规定不得直接投资于商业银行信贷资产等；同一保险资产管理机构管理的全部组合类保险资产管理产品投资于非标准化债权类资产的余额，在任何时点上不得超过其管理的全部组合类保险资产管理产品净资产的35%。相关规定整体上延续了之前的监管思路，并实现了资管产品监管制度的打通。

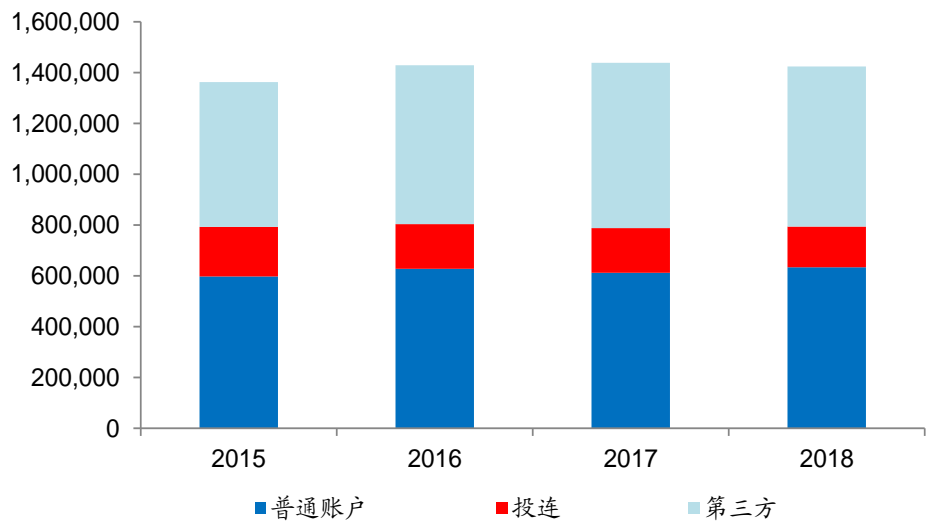
以海外大型保险集团为例，作为机构投资者，保险资产管理及其他归属于保险集团的投资机构，可以充分发挥专业和客户等优势，积极开展多元化的资产管理业务；其中，第三方业务可以有效的扩大管理规模、提升利润贡献。

■ 法国安盛

2016年，安盛集团创建了AXA Global Asset Management (AXA GAM)，负责监督旗下所有资产管理活动，包括制定和实施资产管理业务的总体战略，设置和监控运营和财务绩效，以及协调资产管理活动与集团的其他全球业务条线。

安盛集团旗下管理的资产主要包括普通账户资产、投保人承担金融风险的合同资产（投连账户资产）、第三方资产；其中，第三方资产的管理规模占比在40%以上。

图 3：安盛资产管理规模情况（百万欧元）

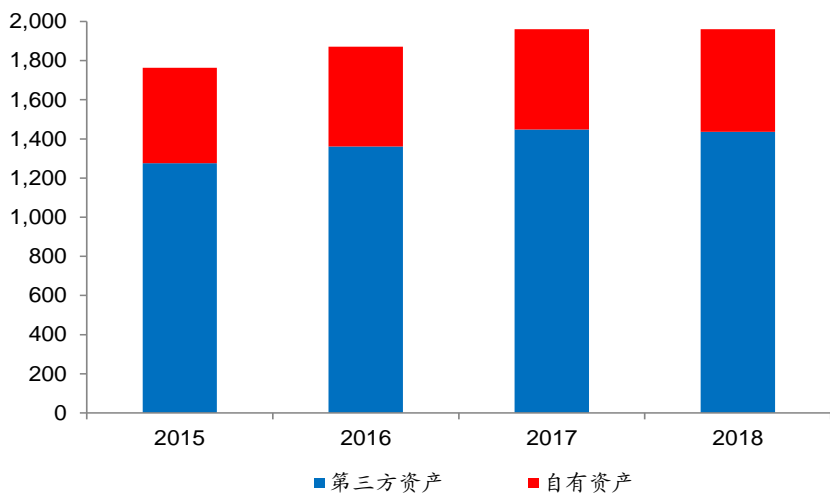


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

■ 德国安联

安联集团的资产管理业务主要由PIMCO和AllianzGI两个实体运作，自2012年起由安联资产管理（Allianz Asset Management）进行统筹管理；客户包括个人投资者、机构投资者、中介机构等，提供涵盖权益、固收、另类投资、解决方案等产品和服务。截至2018年末，划归于安联集团的总管理资产规模近2万亿欧元，其中超过70%为第三方资产。

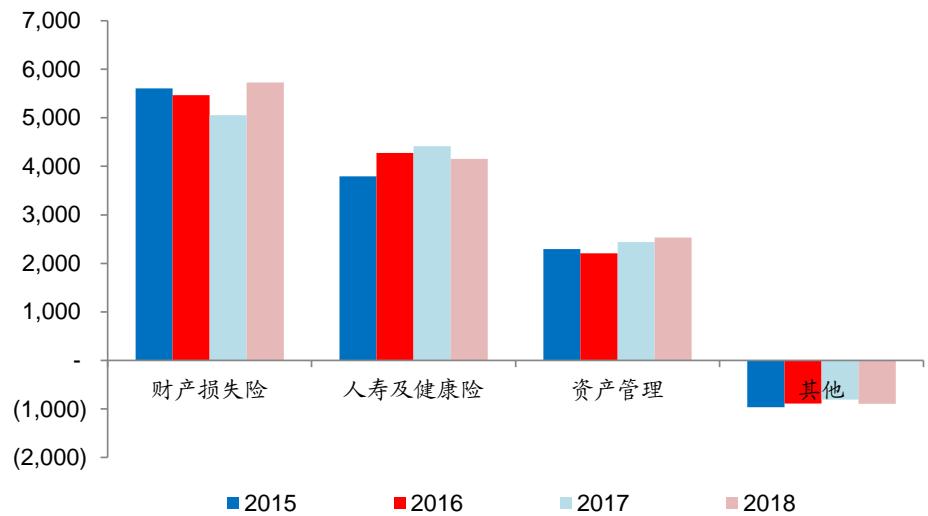
图 4：安联资产管理规模（十亿欧元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

凭借专业化、成本收入控制以及管理规模等优势，资产管理业务在安联集团的整体营运利润贡献中占有重要地位。

图 5: 安联营运利润业务分布 (百万欧元)

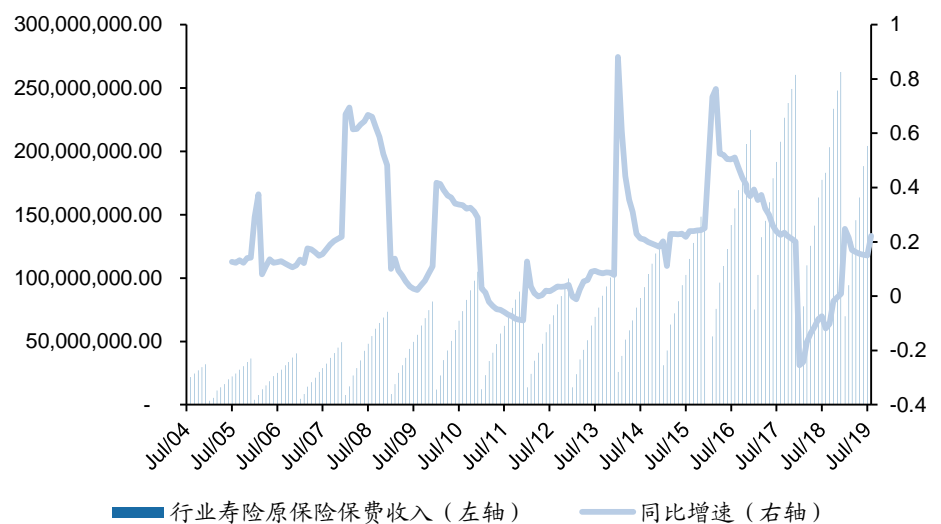


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

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)。

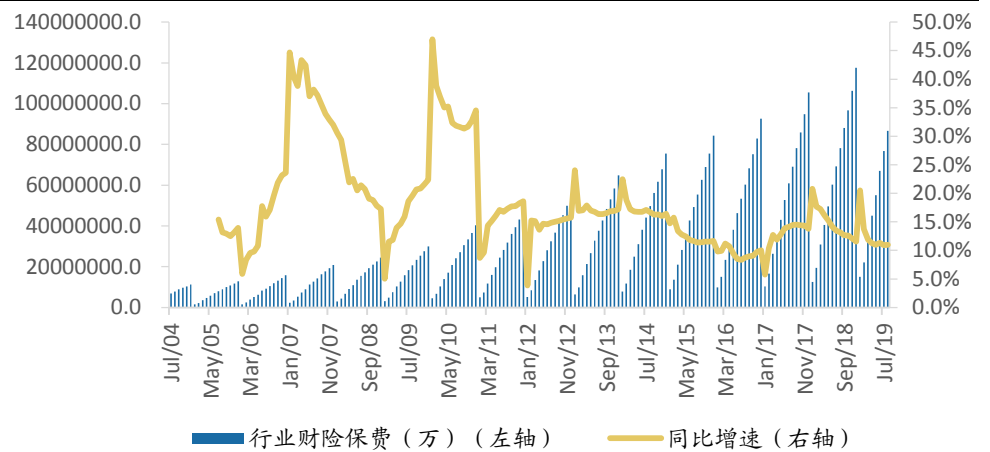
风险提示: 保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等, 以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图6: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



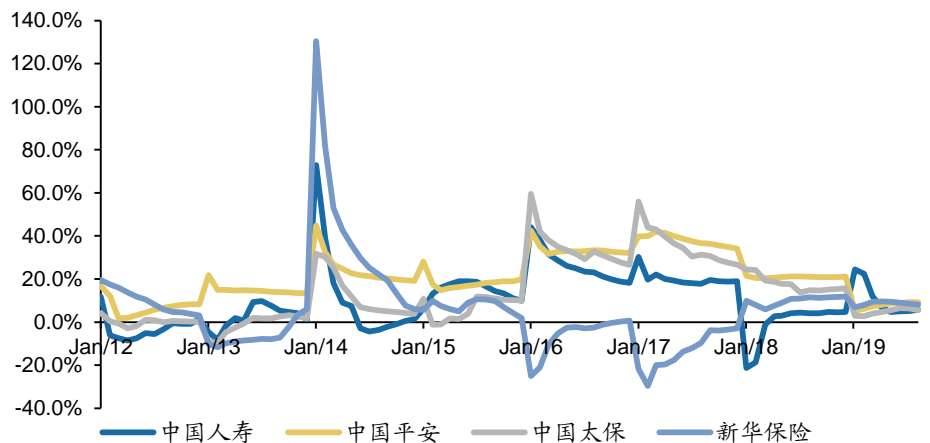
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



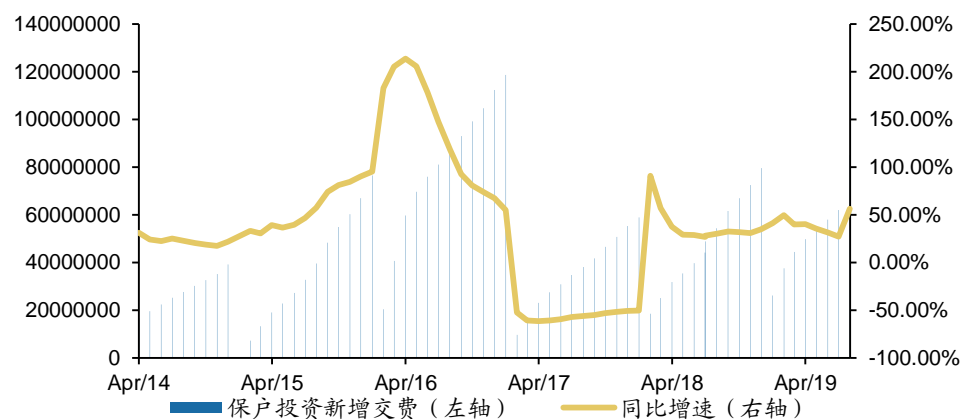
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



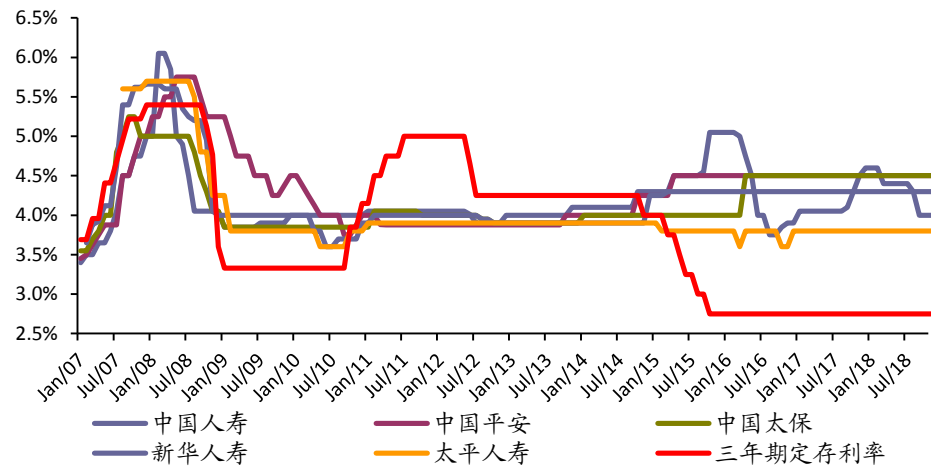
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



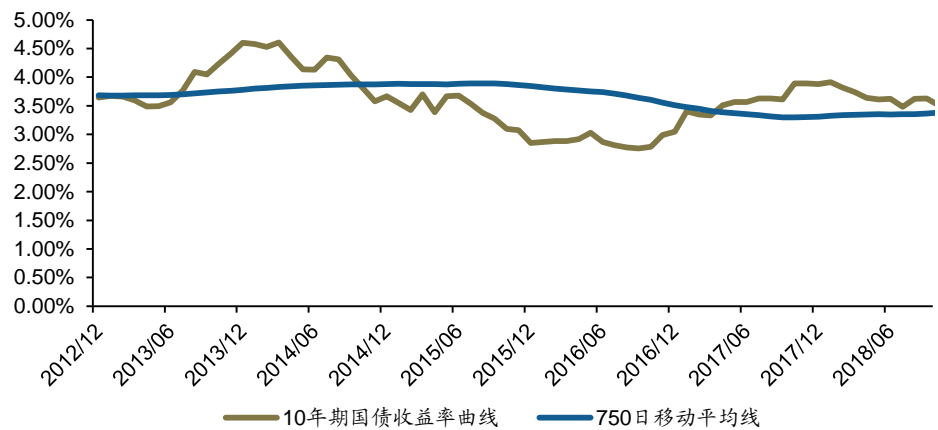
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 行业万能险结算利率



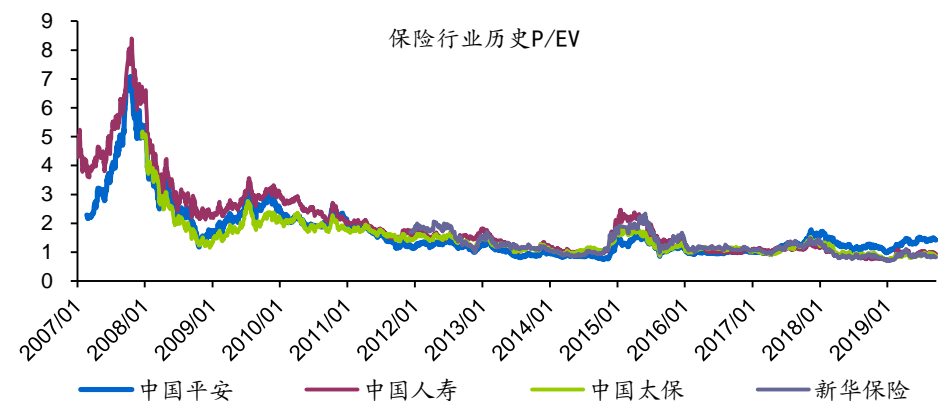
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 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12: 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：提高上市公司质量，建设证券基金行业文化

11月18日，央行将7天期逆回购操作（OMO利率）中标利率，下调5个基点，为2.5%；

11月19日，央行以利率招标方式开展了中央国库现金管理商业银行定期存款操作500亿元，“中标利率”3.18%，比上一次“中标利率”降低2个基点。

11月20日，贷款市场定价利率（LPR）下调5个基点至4.15%。

这均体现了央行引导实体经济融资成本下行，强化逆周期调节的宽松政策。

我们认为证券行业也将逐渐乐观，一是货币政策短期操作空间有限的预期已反应充分，交易量进入底部稳定状态，利率下行有利于以交易量放大，风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益，如图15所示，本周全部AB股日均交易量为3873亿元，较19年最高AB股日均交易量10259亿元跌落超六成；二是估值水平较低，龙头券商2019年PB基本在1.1-1.3倍之间，如表4所示，中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券，中金公司19年PB依次为1.56X、1.10X、1.25X、1.22X、1.30X；三是政策暖风持续不断，鼓励创新，围绕机构业务创新带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。

表4:龙头券商19年PB

公司	19E
中信证券	1.56X
国泰君安	1.10X
海通证券	1.25X
华泰证券	1.22X
中金公司	1.30X

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

11月20日，中国证监会制定的《推动提高上市公司质量行动计划》（简称“行动计划”）在系统内下发，行动计划力争通过3年至5年的时间使存量上市公司质量有较大提升。

我们从行动计划提炼出以下要点：

一是督促“关键少数”勤勉尽责。上市公司及其控股股东、实际控制人、董监高等关键少数担负着自我规范、自我提高、自我完善的直接责任、第一责任，推动完善股权激励税收制度及配套安排，提升激励实效。

二是推广科创板经验，统筹推进资本市场改革。以设立科创板并试点注册制为突破口，推动创业板改革并试点注册制，吸引境内外更多优质资源向资本市场集中，支持符合条件的上市公司通过吸收合并、大股东注资等方式转型升级以增强IPO、重组上市标准的包容性，放宽非公开发行锁定期等限制，优化并购支付及配套融资工具。

三是坚持退市常态化，坚决出清劣质资源，优化退市指标，简化退市流程，畅通退市渠道，创新退市方式，完善符合中国国情的资本市场多元化退出渠道和出清方式。

四是引导上市公司股东主动控制质押比例，化解质押风险。通过推进“督促归还、民事诉讼、刑事移送”，解决违规占用担保问题。实行并购重组全链条监管，遏制“三高”并购重组。

五是以投资者需求为导向，提升信息披露与监管的有效性。

推动上市公司提高质量已成为当前资本市场全面深化改革的重要任务。证监会已将提高上市公司质量作为改革的重点工程，研究制定了提高上市公司质量行动计划。提高上市公司质量需各方共同努力，一方面，要把企业内生发展与外部促进保障结合起来，上市公司要聚焦主业，完善公司治理，证券公司要发挥好资本市场“看门人”、社会财富“管理者”功能；会计师事务所、律师事务所等应扮演好企业财务、法律“守门人”角色；另一方面，要把好市场的入口关与出口关。严把IPO审核质量关，让更多优质企业登陆资本市场，同时，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，支持符合条件的上市公司通过吸收合并、大股东注资、司法重整等方式转型升级；畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。

可以预期，通过把好市场入口、畅通市场出口、优化制度安排、强化精准监管等方式方法，能有效提高上市公司质量，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

11月21日，证券基金行业文化建设动员大会召开，中国证监会党委书记、主席易会满出席会议，并发表了重要讲话。

会议的主要内容包括，①今年8月，证监会党委专门成立行业文化建设工作领导小组，2019年8月至2021年12月为行业文化基础建设期②点名指出目前行业价格战破坏了良性发展的生态。③证券基金行业要树立科学的选人用人标准，抓考核激励，抓职业操守，行业协会将在全行业组织评选优秀单位和优秀从业人员。④完善证券基金机构分类评价政策体系，研究设立职业道德与行业文化建设专项指标⑤发展一批专业的普惠金融服务机构。

此次会议指出要逐步打造“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化，证券基金行业周期性强，人员流动性大，归属性弱，因此在文化建设中证监会充分考虑行业特点，指出关键抓好对“行业人才”文化建设的环节，以打造健康的行业生态，提升证券基金行业文化建设水平。当前资本市场正处于全面深化改革期，随着主板、创业板、新三板、科创板再融资政策全面放宽，行业创新推进速度加快，投行资本化的前景广阔，对证券从业人员的职业道德以及职能水平也提出新的要求与挑战，证券基金行业文化建设的文化改革有助于打造健康的行业生态，更好发挥证券公司资本市场“看门人”、社会财富“管理者”功能，助推改革全面深化。

11月22日，商品期权迎来全面开花。黄金期权、PTA期权、甲醇期权、菜籽粕期权、铁矿石期权五项期权全部得到证监会获准上市通知。

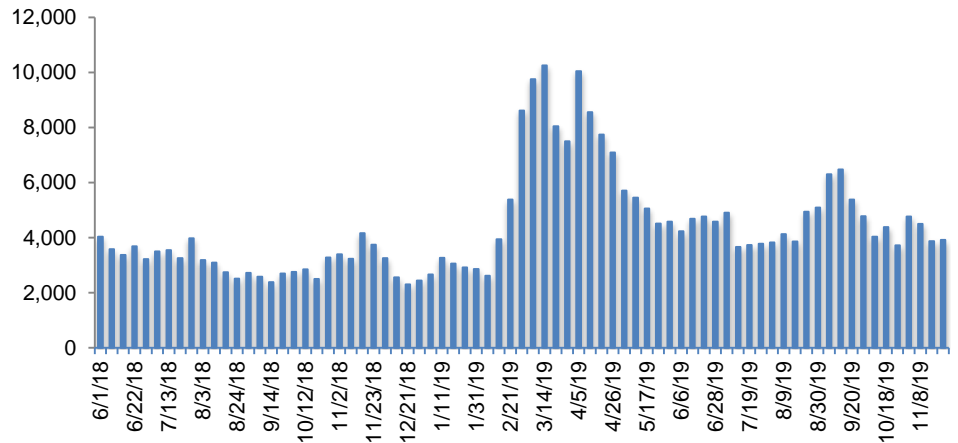
黄金、PTA、甲醇、菜籽粕、铁矿石都是期货市场运行平稳多年的成熟品种、功能发挥有效，具备开展期权交易的各项条件。这些商品期权上市将进一步丰富我国衍生工具体系，对促进衍生品市场深入服务实体经济具有重要意义。

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。

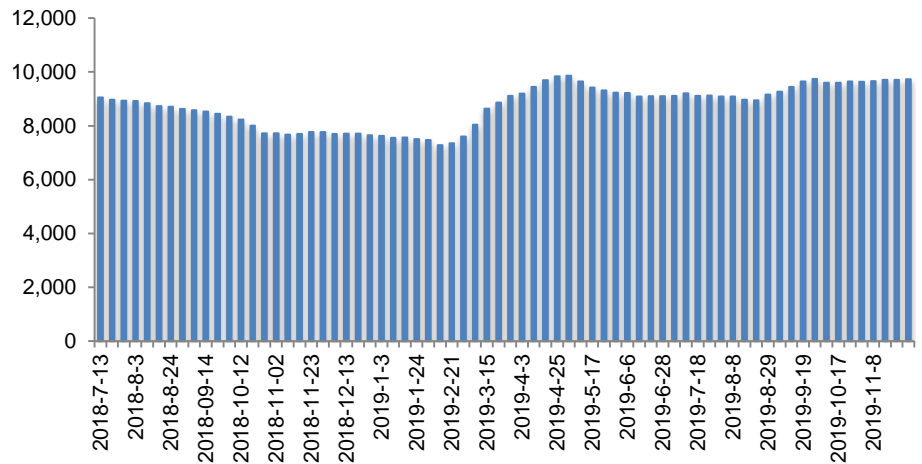
建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图13：全部AB股周度成交金额（亿元）



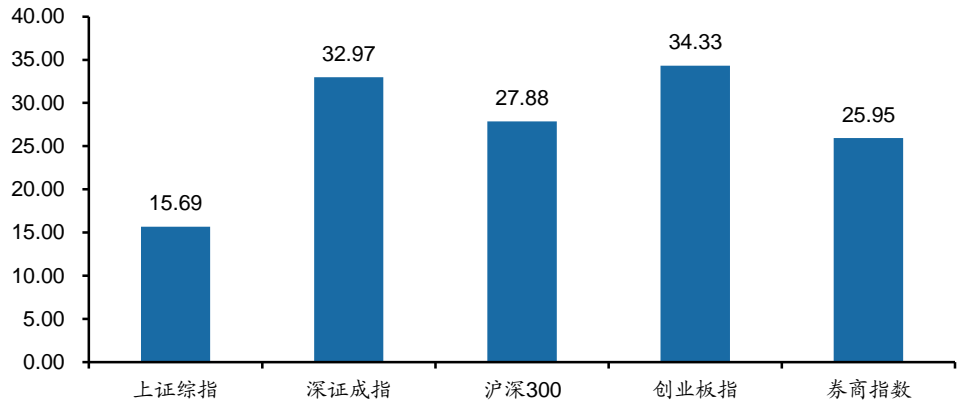
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图14：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15: 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	49.25	4.73	4.99	5.13	10.36	9.82	9.55	1.14	1.09	1.03
(USD)	高盛集团	GS.N	220.28	25.53	26.57	28.16	8.63	8.29	7.82	1.03	0.95	0.90
港股	友邦保险	01299.HK	77.30	1.68	3.77	4.34	45.83	20.42	17.74	3.05	2.67	2.35
(HKD)	中国太平	00966.HK	18.66	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。