

# 非银金融行业

## 保险人力有望回暖，负债端边际改善可期

### 核心观点：

- **证券：**（1）银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见。近年来信托业务发展迅速，但由于内外部环境变化，资金信托出现了违规嵌套、管理不当等问题。银保监会适时推出管理办法，补齐了信托业务制度短板，以保护投资者权益，能够促进资管市场监管标准统一和有序竞争，对信托市场长期稳定发展提供了保障。（2）取消境外机构投资者额度限制 进一步推动金融市场开放。为响应提高金融业对外开放程度战略，央行与国家外汇局于 2020 年 5 月 7 日发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。《规定》在放松部分要求与限制的同时也强调加强监管，以保证金融业对外开放稳定进行。金融业对外开放有利于金融市场良性竞争，迫使国内原有企业精品化、提供更优秀的服务和产品以换取市场份额，有利于证券行业长期发展。我们看好资本市场改革持续推进带来业绩提升的  $\alpha$  收益，也看好流动性宽松带来的券商  $\beta$  收益。当前龙头券商 2020E 整体 PB 估值 1-1.3 倍（中信存在一定龙头溢价），处于估值低位，**建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、东方财富（300059.SZ）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。**
- **保险：**估值低位，静观其变。年初以来受疫情影响，保费端出现较大波动，同时十年期国债收益率快速下滑，悲观情绪均已反应在估值中。按 2020 年盈利预测，当前板块估值动态 P/EV 已接近较低位置，随着疫情好转，人力有望回暖，负债端边际改善可期。短期重渠道仍是各家公司维持业绩的主要手段，因此对于增员明显的公司，负债端短期改良也有相应表现。**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

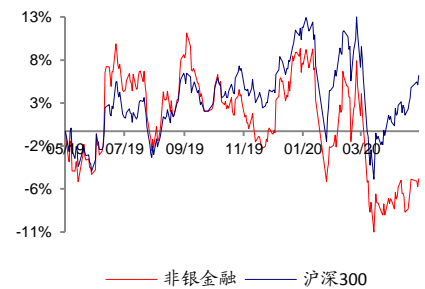
前次评级

买入

报告日期

2020-05-10

### 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：S0260519080002



SFC CE No. BOX139



0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

### 相关研究：

- 非银金融行业:新单保费显著改善，行业有望估值修复 2020-05-05
- 非银金融行业:行业估值低点，静待基本面改善 2020-04-26
- 非银金融行业:基本面阶段性承压，公募持仓快速下降——2020Q1 非银金融持仓分析 2020-04-24

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	72.97	20200221	买入	103.46	9.44	10.62	7.73	6.87	0.96	0.83	26.7%	23.1%
新华保险	601336.SH	CNY	45.12	20200326	买入	67.70	5.13	5.94	8.80	7.60	0.59	0.54	18.0%	18.3%
中国太保	601601.SH	CNY	29.69	20200323	买入	54.20	3.37	4.01	8.81	7.40	0.61	0.55	15.0%	16.6%
中国人寿	601628.SH	CNY	27.94	20200326	买入	37.63	1.61	2.14	17.35	13.06	0.92	0.64	10.0%	12.0%
中国平安	02318.HK	HKD	78.60	20200221	买入	114.96	9.44	10.62	8.33	7.40	0.94	0.82	26.7%	23.1%
新华保险	01336.HK	HKD	27.05	20200326	买入	40.92	5.13	5.94	5.27	4.55	0.32	0.29	18.0%	18.3%
中国太保	02601.HK	HKD	24.50	20200323	买入	38.68	3.37	4.01	7.27	6.11	0.46	0.41	15.0%	16.6%
中国人寿	02628.HK	HKD	15.60	20200326	买入	28.95	1.61	2.14	9.69	7.29	1.00	0.33	10.0%	12.0%

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	12.92	20200429	买入	16.67	0.99	1.16	13.05	11.14	1.09	1.01	8.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.32	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	15.39	12.99	1.29	1.22	8.50%	9.60%
中信证券	600030.SH	CNY	23.82	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	20.89	17.01	1.65	1.56	8.50%	9.40%
国泰君安	601211.SH	CNY	16.68	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	13.90	11.50	1.08	1.00	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	18.40	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	42.79	39.15	3.99	3.73	9.32%	9.62%
招商证券	600999.SH	CNY	18.37	20200429	买入	21.92	1.14	1.21	16.11	15.18	1.35	1.29	8.40%	8.50%
海通证券	06837.HK	HKD	6.69	20200429	买入	9.35	0.99	1.16	6.76	5.77	0.52	0.48	8.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	12.64	20200430	买入	19.00	1.19	1.41	10.62	8.96	0.81	0.77	8.50%	9.60%
中信证券	06030.HK	HKD	14.48	20200428	买入	18.55	1.14	1.40	12.70	10.34	0.92	0.86	8.50%	9.40%
国泰君安	02611.HK	HKD	10.52	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	8.77	7.26	0.62	0.58	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	12.18	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	10.59	8.89	0.00	0.00	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	8.46	20200429	买入	10.63	1.14	1.21	7.42	6.99	0.57	0.54	8.40%	8.50%

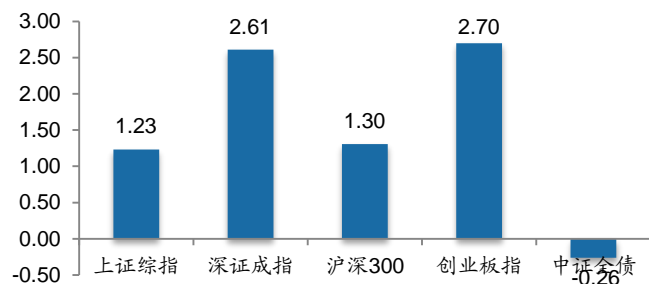
注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 一、一周表现

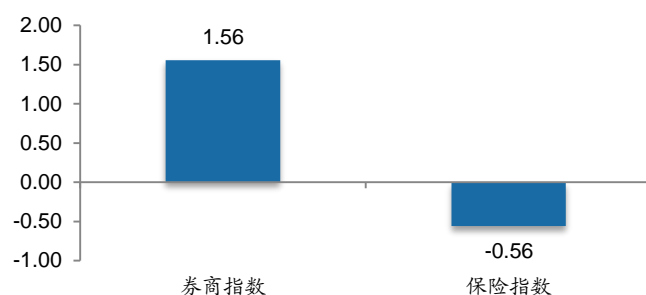
2020年5月8日，上证指数报2895.34点，涨1.23%；深证成指报11001.58点，涨2.61%；沪深300报3963.62点，涨1.30%；创业板指数报2125.24点，涨2.70%。中信II证券指数CI005165涨1.56%、中信II保险指数CI005166跌0.56%。

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

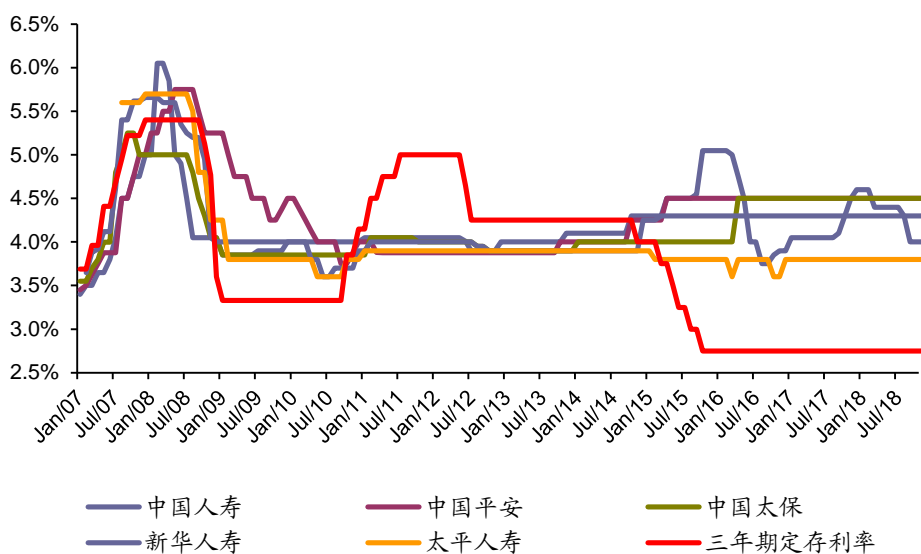
## 二、行业动态及一周点评

### （一）保险：估值低位，静观其变

年初以来受疫情影响，保费端出现较大波动，同时十年期国债收益率快速下滑，悲观情绪均已反应在估值中。按2020年盈利预测，当前板块估值动态P/EV已接近较低位置，随着疫情好转，人力有望回暖，负债端边际改善可期。短期重渠道仍是各家公司维持业绩的主要手段，因此对于增员明显的公司，负债端短期改良也有相应表现。

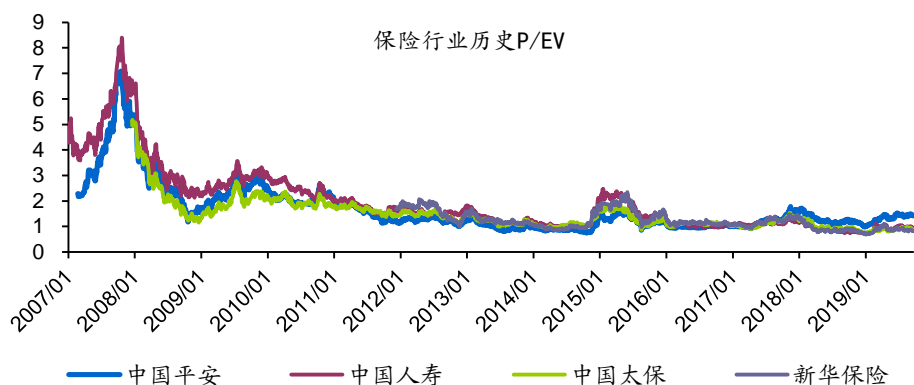
当前行业估值处于低位，建议关注：中国平安(601318.SH) / (02318.HK)、中国太保(601601.SH) / (02601.HK)、新华保险(601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿(601628.SH) / (02628.HK)。

图3: 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4: 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

**风险提示:** 外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，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。同时，还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期，以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险；产险行业受商业车险费率市场化改革影响，利润下行风险。

## (二) 证券: 创业板试点注册制, 有望驱动估值修复

1. 银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》公开征求意见

为落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称资管新规)

要求，规范信托公司资金信托业务发展，中国银保监会制定了《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），现向社会公开征求意见。

《办法》对照资管新规要求，坚持从紧从严的监管导向，控制具有影子银行特征的信托融资规模，严格限制通道类业务，推动资金信托业务回归本源，发展有直接融资特点的资金信托，促进投资者权益保护，促进资管市场的监管标准统一和有序竞争。

《办法》包括总则、业务管理、内部控制与风险管理、监督管理、附则5章，共30条，对信托公司开展资金信托业务进行规范。《办法》的出台有助于加快发展有直接融资特点的资金信托，更好地服务人民群众，在增加人民群众财产性收入、提高实体经济直接融资比重、降低实体经济融资成本等方面发挥重要作用。

《办法》制定主要遵循了以下原则：**一是坚持私募定位。**资金信托是买者自负的私募资管业务。任何机构和个人参与任何资金信托，都要依法识别、管理并承担投资风险。信托公司应当确保资金信托风险等级与投资者风险承受能力等级相匹配，打破刚性兑付。**二是聚焦资管新规。**以加强产品监管为抓手，明确资金信托业务的经营规则、内控要求和监管安排，促进资金信托监管到位。**三是严守风险底线。**要求信托公司加强资金信托风险管理，限制杠杆比例和嵌套层级，实现风险匹配、期限匹配，防范风险向信托公司不当转移或向金融市场外溢。**四是促进公平竞争。**精简制度体系，统一监管规则，促进资金信托制度匹配，创造公平竞争的制度环境。

公开征求意见结束后，银保监会将根据各界反馈意见，进一步修改完善并适时发布。

## 2.取消境外机构投资者额度限制 进一步推动金融市场开放

为贯彻落实党中央、国务院决策部署，进一步扩大金融业对外开放，2020年5月7日，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》（中国人民银行 国家外汇管理局公告〔2020〕第2号，以下简称《规定》），明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求，进一步便利境外投资者参与我国金融市场。

《规定》主要包括：

**一是落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（以下简称合格投资者）境内证券投资额度管理要求，对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理。**

**二是实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。**

**三是大幅简化合格投资者境内证券投资收益汇出手续，取消中国注册会计师出具的投资收益专项审计报告和税务备案表等材料要求，改以完税承诺函替代。**

**四是取消托管人数量限制，允许单家合格投资者委托多家境内托管人，并实施主报告人制度。**

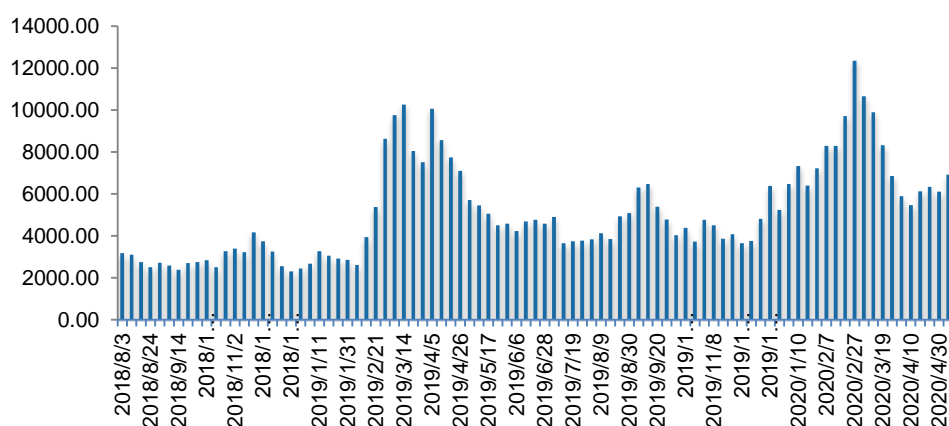
**五是完善合格投资者境内证券投资外汇风险及投资风险管理要求。**

**六是人民银行、外汇局加强事中事后监管。**

我们看好资本市场改革持续推进带来业绩提升的 $\alpha$ 收益，也看好疫情时代后期流动性宽松带来的券商 $\beta$ 收益。当前龙头券商2020E整体PB估值1-1.3倍（中信存在一定龙头溢价），处于估值低位，建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）中金公司（03908.HK）华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）、东方财富（300059.SZ）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。

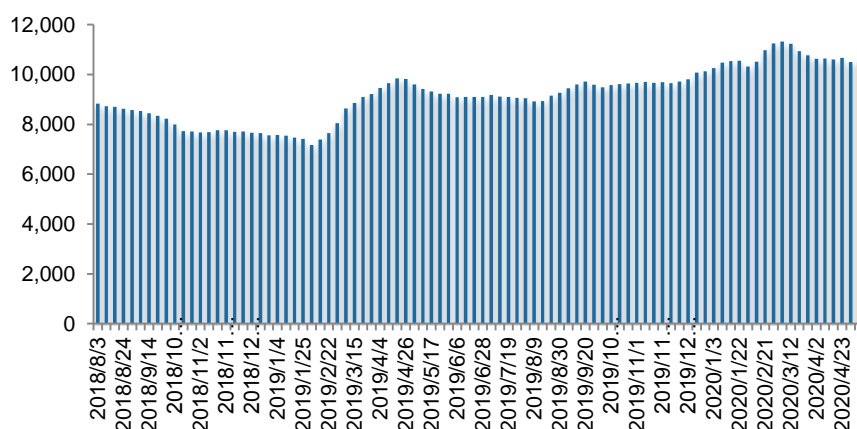
**风险提示：**券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

图5：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

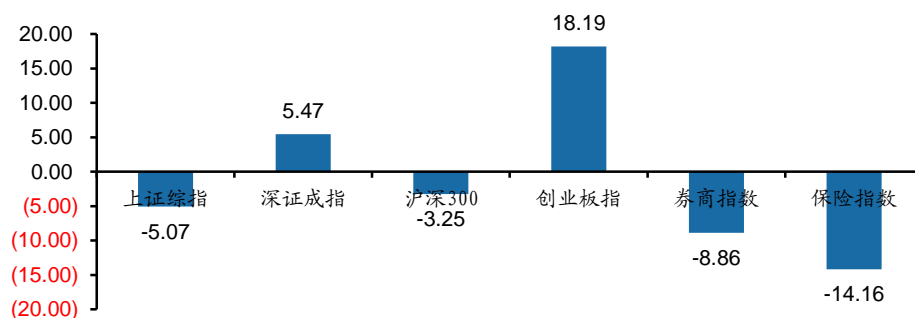
图6：沪深融资融券余额（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心



图7：2020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	40.08	4.81	4.87	5.51	8.30	8.23	7.27	0.94	0.83	0.86
(USD)	高盛	GS.N	185.39	25.53	23.11	25.08	8.20	8.02	7.39	0.86	0.83	0.77
港股	友邦保险	01299.HK	69.65	1.68	4.15	4.67	41.46	16.78	14.91	2.76	2.28	2.05
(HKD)	中国太平	00966.HK	12.76	1.81	2.77	3.10	7.60	3.07	2.73	0.70	0.58	0.23

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。

### 三、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。

## 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，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。

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	gfzqyf@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。