

非银金融行业

监管层释放信号，资本市场改革持续推进

核心观点：

- **证券：（1）证监会主席发声，继续推进资本市场改革与对外开放。**2020年5月15日，证监会主席易会满表示，资本市场推进改革和扩大开放的方向和决心不会因为疫情而发生变化，财务造假、内幕交易、操纵市场等恶性违法违规屡有发生，要出重拳、用重典，坚决清除害群之马，在减持规则方面已形成了分阶段改革方案，将适时发布再融资审核指引，推进再融资分类审核，完善中介机构分类监管，进一步健全市场化法治化的多元退市机制。**（2）财政部部长刘昆：积极的财政政策要更加积极有为。**2020年5月14日，财政部部长刘昆在人民日报撰文《积极的财政政策要更加积极有为》。文章指出对积极的财政政策做出了具体的部署安排：一是增加赤字规模，明确释放积极信号，缓解财政收支矛盾，稳定并提振市场信心。二是落实减税降费，对冲企业经营困难。三是扩大政府投资，对冲经济下行压力。**（3）金融改革助力粤港澳大湾区，设立广州期货交易所。**2020年5月14日，《中国人民银行 中国银保监会 中国证监会 国家外管局关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》发布。文件就外币兑换和跨境流通使用、金融业对外开放、金融基础设施建设、金融科技等领域做出重要部署。我们看好资本市场改革持续推进带来业绩提升的 α 收益，也看好积极的财政政策与主动作为的货币政策共振营造的宽松环境带来的券商 β 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。
- **保险：四月保费公布，延续一季度分化态势。**根据上市公司公告，国寿、新华、太保、平安1-4月累计保费同比变动14%、33%、0%、-2.5%。国寿、新华维持保费增长态势，主要考虑短期增员与指标因素，平安、太保受疫情冲击仍较明显。长期来看，随着疫情逐渐缓解，复工率提高，保费端有望边际改善。同时，利率水平目前来看趋于平稳，对资产端负面冲击企稳。当前行业估值偏低，**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

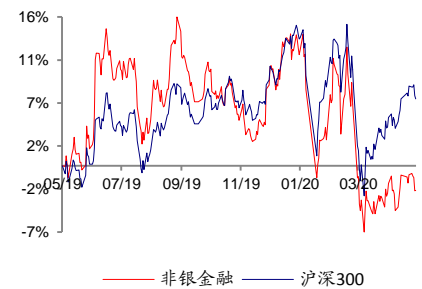
前次评级

买入

报告日期

2020-05-17

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



chenyongyang@gf.com.cn

相关研究：

- 非银金融行业：保险人力有望回暖，负债端边际改善可期 2020-05-10
- 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

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	72.23	20200221	买入	103.46	9.44	10.62	7.65	6.80	0.95	0.83	26.69%	23.1%
新华保险	601336.SH	CNY	44.86	20200326	买入	67.70	5.13	5.94	8.74	7.55	0.58	0.53	18.0%	18.3%
中国太保	601601.SH	CNY	28.68	20200323	买入	54.20	3.37	4.01	8.51	7.15	0.59	0.53	15.0%	16.6%
中国人寿	601628.SH	CNY	26.88	20200326	买入	37.63	1.61	2.14	16.70	12.56	0.92	0.62	10.0%	12.0%
中国平安	02318.HK	HKD	77.05	20200221	买入	114.96	9.44	10.62	8.16	7.26	0.93	0.81	26.69%	23.1%
新华保险	01336.HK	HKD	26.05	20200326	买入	40.92	5.13	5.94	5.08	4.39	0.31	0.28	18.0%	18.3%
中国太保	02601.HK	HKD	21.90	20200323	买入	38.68	3.37	4.01	6.50	5.46	0.41	0.37	15.0%	16.6%
中国人寿	02628.HK	HKD	14.82	20200326	买入	28.95	1.61	2.14	9.20	6.93	1.00	0.31	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	12.52	20200429	买入	16.67	0.99	1.16	12.65	10.79	1.06	0.98	8.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.75	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	14.92	12.59	1.25	1.18	8.50%	9.60%
中信证券	600030.SH	CNY	23.44	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	20.56	16.74	1.62	1.53	8.50%	9.40%
国泰君安	601211.SH	CNY	16.10	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	13.42	11.10	1.04	0.97	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	17.91	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	41.65	38.11	3.89	3.63	9.32%	9.62%
招商证券	600999.SH	CNY	17.51	20200429	买入	21.92	1.14	1.21	15.36	14.47	1.31	1.26	8.40%	8.50%
海通证券	06837.HK	HKD	6.48	20200429	买入	9.35	0.99	1.16	6.55	5.59	0.50	0.46	8.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	12.16	20200430	买入	19.00	1.19	1.41	10.22	8.62	0.78	0.74	8.50%	9.60%
中信证券	06030.HK	HKD	13.98	20200428	买入	18.55	1.14	1.40	12.26	9.99	0.88	0.83	8.50%	9.40%
国泰君安	02611.HK	HKD	10.08	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	8.40	6.95	0.60	0.55	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	11.92	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	10.37	8.70	0.00	0.00	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	8.08	20200429	买入	10.63	1.14	1.21	7.09	6.68	0.54	0.52	8.40%	8.50%

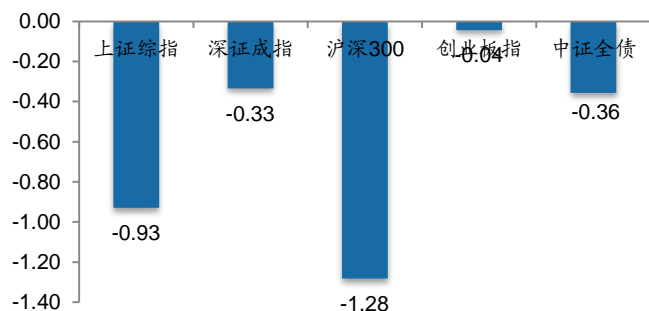
注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

一、一周表现

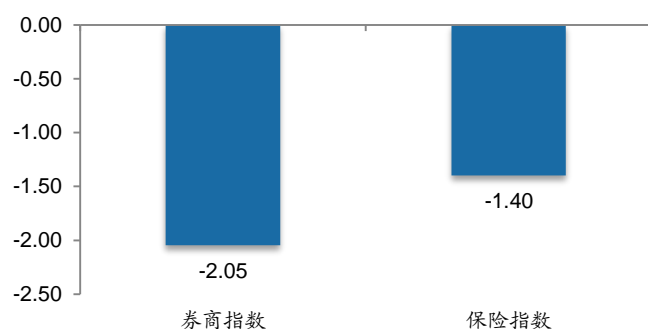
2020年5月15日，上证指数报2,868.46点，跌0.93%；深证成指报10,964.89点，跌0.33%；沪深300报3912.82点，跌1.28%；创业板指数报2124.31点，跌0.04%。中信II证券指数CI005165跌2.05%、中信II保险指数CI005166跌1.40%。

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

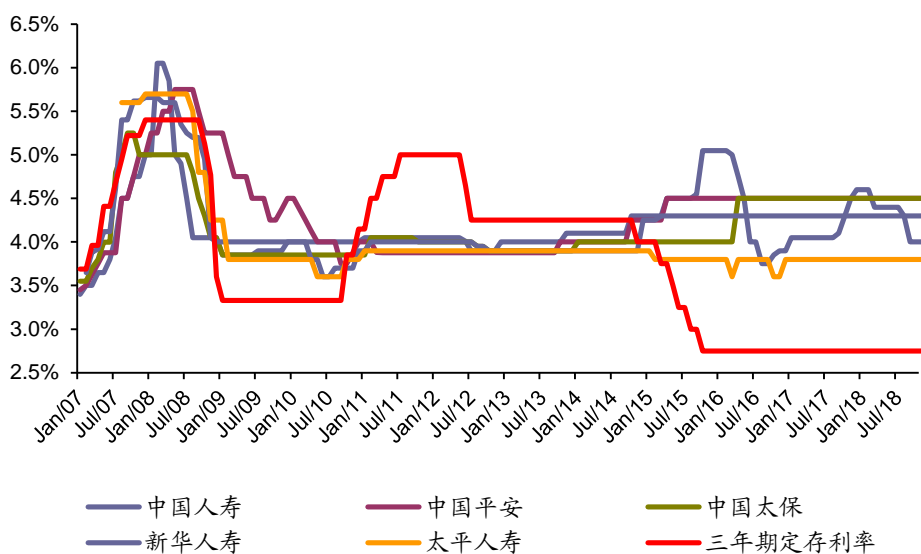
二、行业动态及一周点评

（一）保险：四月保费公布，延续一季度分化态势

四月保费公布，延续一季度分化态势。根据上市公司公告，国寿、新华、太保、平安1-4月累计保费同比变动14%、33%、0%、-2.5%。国寿、新华维持保费增长态势，主要考虑短期增员与指标因素，平安、太保受疫情冲击仍较明显。长期来看，随着疫情逐渐缓解，复工率提高，保费端有望边际改善。同时，利率水平目前来看趋于平稳，对资产端负面冲击企稳。

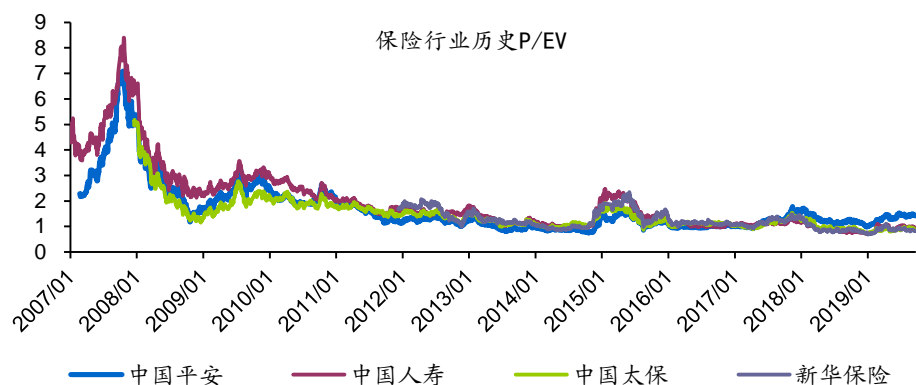
当前行业估值偏低，建议关注：中国平安(601318.SH) / (02318.HK)、中国太保(601601.SH) / (02601.HK)、新华保险(601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿(601628.SH) / (02628.HK)。

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: 继续推进资本市场改革与对外开放

1. 证监会主席发声，继续推进资本市场改革与对外开放

2020年5月15日，在“全国投资者保护宣传日”活动上，证监会主席易会满表示，资本市场推进改革和扩大开放的方向和决心不会因为疫情而发生变化，财务造假、内幕交易、操纵市场等恶性违法违规屡有发生，要出重拳、用重典、坚决清除

害群之马，在减持规则方面已形成了分阶段改革方案，将适时发布再融资审核指引，推进再融资分类审核，完善中介机构分类监管，进一步健全市场化法治化的多元退市机制。

表1：易会满主席讲话要点

关键词	主要内容
复工复产	A股春节后正常开市和常态化运行，市场韧性明显增强。股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险防范处置成效显著，总体收敛。
资本市场改革	（1）在支持经济恢复发展上持续加力；（2）在推进新证券法的贯彻实施上持续加力；（3）在全面深化资本市场改革上持续加力；（4）在优化放管结合和改进服务上持续加力。
财务造假	（1）突出执法重点，集中优势资源查办财务造假等大要案；（2）区分实质违规与形式瑕疵，区分受疫情影响与借机造假，区分上市公司与实控人、大股东责任；（3）以案为鉴，通过个案处置的小切口，进一步完善信息披露、公司治理等基础制度；（4）强化科技监管，充分利用大数据、人工智能等现代信息技术手段
交易活跃度	（1）进一步发展壮大公募基金管理人队伍；（2）继续加大与有关方面的沟通协调力度，推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围；（3）推进完善机构投资者税收、业绩评价、会计等配套政策安排
注册制	注册制必须坚持以信息披露为核心；构建起发行承销、交易、持续监管、退市和投资者保护等整套基础制度安排
再融资	再融资不适用减持规定的政策已出台，优化创投基金反向挂钩、适度放宽协议转让等政策也已发布。后续将继续加强与市场沟通，进一步评估完善相关规则，以取得各方面相对平衡。
对外开放	努力实现由管道式、单点式开放向制度型、系统性开放转变，以开放倒逼改革，以开放促进发展。
风险防控	对于股票质押风险，加强监管协同，推动场内外信息互联、防控处置措施互商，力争整体效果有新的提升。对于债券违约风险，健全市场化法治化违约处置机制，多措并举、平稳过渡。

数据来源：银保监会、广发证券发展研究中心

2. 财政部部长刘昆：积极的财政政策要更加积极有为

2020年5月14日，财政部部长刘昆在人民日报撰文《积极的财政政策要更加积极有为》。文章指出对积极的财政政策做出了具体的部署安排：一是增加赤字规模，明确释放积极信号，缓解财政收支矛盾，稳定并提振市场信心。二是落实减税降费，对冲企业经营困难。三是扩大政府投资，对冲经济下行压力。积极的财政政策更加积极有为，必须坚持以供给侧结构性改革为主线。保市场主体，重点支持中小微企业和受疫情冲击较大的产业纾困和发展。支持创新发展和产业升级，稳定外贸外资基本盘，保障产业链供应链稳定。加大对地方财力的支持力度，兜牢兜实保工资、保运转、保基本民生“三保”底线，确保基层正常运转。

3. 金融改革助力粤港澳大湾区，设立广州期货交易所

2020年5月14日，《中国人民银行 中国银保监会 中国证监会 国家外管局关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》发布。文件就以下几方面做出部署：

（1）外币兑换和跨境流通使用：探索建立与粤港澳大湾区发展相适应的账户管理体系；探索建立跨境理财通机制；开展私募股权投资基金跨境投资试点；完善保险业务跨境收支管理和服务。

(2) 金融业对外开放：扩大银行业开放。研究探索在广东自贸试验区内设立粤港澳大湾区国际商业银行。扩大证券业开放；扩大保险业开放。

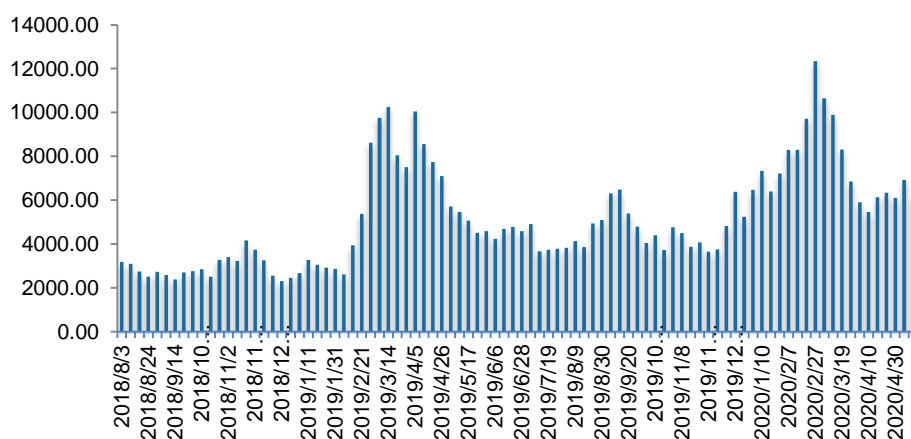
(3) 金融基础设施建设：支持规范设立粤港澳大湾区相关基金；逐步开放港澳人民币清算行参与内地银行间拆借市场。

(4) 金融科技：建设区块链贸易融资信息平台；支持粤港澳大湾区内地研究区块链、大数据、人工智能等创新技术及其成熟应用在客户营销、风险防范和金融监管等方面的推广；便利港澳居民在内地使用移动电子支付工具进行人民币支付，推动移动支付工具在粤港澳大湾区互通使用；支持内地非银行支付机构在港澳扩展业务。

我们看好资本市场改革持续推进带来业绩提升的 α 收益，也看好积极的财政政策与主动作为的货币政策共振营造的宽松环境带来的券商 β 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。

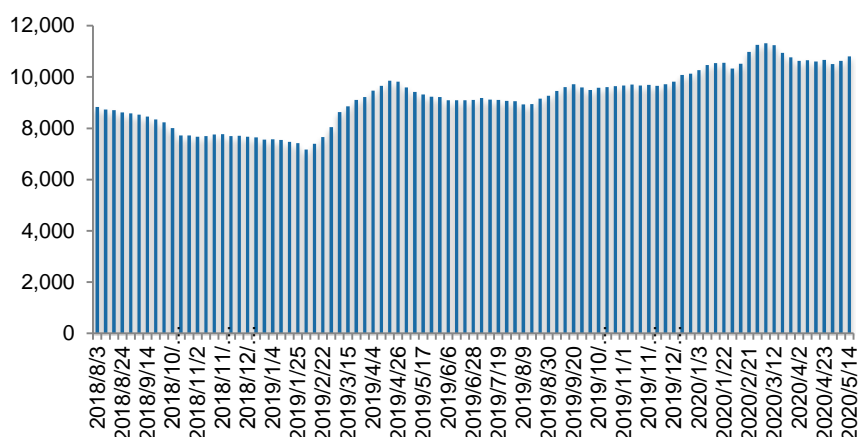
风险提示：券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

图5：全部AB股周度成交金额（亿元）



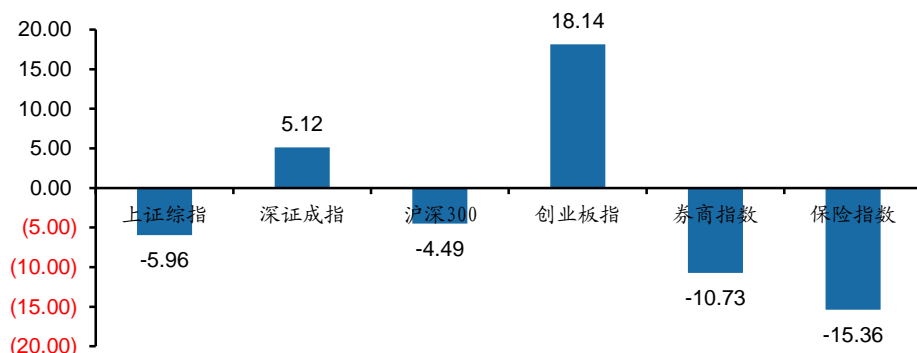
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

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	37.29	4.81	4.87	5.51	8.30	7.66	6.77	0.87	0.77	0.80
(USD)	高盛	GS.N	171.87	25.53	23.11	25.08	8.20	7.44	6.85	0.80	0.77	0.72
港股	友邦保险	01299.HK	68.25	1.68	4.15	4.67	40.63	16.45	14.61	2.71	2.24	2.01
(HKD)	中国太平	00966.HK	12.48	1.81	2.77	3.10	7.43	3.01	2.67	0.68	0.57	0.22

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。