

投资评级 **增持** **维持**
**市场表现**

资料来源：海通证券研究所

**相关研究**

《估值绝对低位，静待边际改善》

2018.04.22

《十年磨一剑，税延养老终落地》

2018.04.15

《向上拐点将至》2018.04.08

# 资管新规平稳落地，估值低位显配置价值

**投资要点：**一季度寿险首年期交保费下滑 15%，预计 4 月开始将显著改善；源于准备金计提边际减少，一季度利润同比大增 53%，预计 2018 年利润将持续改善；估值仅 0.7-1.2 倍 2018 年 PEV，继续看好保险股。资管新规影响有限，CDR 落地有望直接增加券商业务收入，利好龙头券商；券商股估值低，业绩分化明显，继续推荐绩优龙头。公司推荐：中国太保、中国平安、华泰证券、广发证券。

- **非银行金融子行业近期表现：**最近 5 个交易日（4 月 23 日-4 月 27 日）多元金融行业、证券行业跑赢沪深 300 指数，保险行业跑输沪深 300 指数。证券行业上涨 2.20%，多元金融行业上涨 0.98%，保险行业下跌 3.44%，非银金融整体下降 0.48%，沪深 300 指数下跌 0.11%。

- **证券：史上最严资管新规落地，短期影响有限，长期影响深远。**1) 央行发布资管新规正式稿，与征求意见稿相比，整体变化不大，略有放松。考虑到市场对征求意见稿已基本消化完毕，同时新规给予更长的过渡期，我们认为靴子落地对市场短期影响有限，长期影响深远。2) 证监会将推动开展创新企业境内发行 CDR 试点工作，我们认为 CDR 可能会尽快落地。国内券商凭借丰富的资本市场运营经验以及一二级市场业务优势，有望直接分享 CDR 红利。我们认为 CDR 将直接增厚券商的承销、托管及交易佣金收入，预计 CDR 带来的三项潜在收入合计 50-310 亿元，占 17 年行业营收的 2%-10%。看好业务链条齐全、境内外业务具有丰富经验的大型券商。3) 业务格局大洗牌，强监管下艰难转型。在“强监管，去杠杆”的监管背景下，券商行业业务创新较为困难，券商更多的是在夯实现有业务的基础上，努力落实业务转型：a) 互金继续深度融合，财富管理向 3.0 进化；b) 回归投资银行本质，定向注册制有望引入活水。c) 大资管时代，发展主动资管。4) 券商股估值底部，行业（使用中信Ⅱ级指数）平均 2018E PB 在 1.5x，部分大型券商估值在 1.3x 2018E PB。推荐华泰证券、广发证券、招商证券、兴业证券。

- **保险：一季度首年期交保费下滑 15%，预计 4 月开始将显著改善；估值极低，期待未来保障型产品需求带动价值持续增长。**1) 2018Q1 上市险企净利润合计同比大增 53%，主要源于准备金少提。寿险首年期交保费合计同比下降 15%，保费结构改善。各公司一季度新单保费均出现不同程度负增长，主要原因在于 134 号文带来的产品形态变化和其他理财收益率提升导致的年金险产品相对吸引力下降。我们继续看好 4 月之后重疾险等保障型产品的高增长和 NBV 的持续增长。2) 十年国债收益率下降，引发市场对于保险公司投资收益率担心。今年以来，十年国债收益率从前期 4.0% 左右高点，降至近期 3.6%，最高降幅近 50bps。目前债券收益率水平尚属保险公司可以接受的范围，但若继续下降，有可能对投资端形成配置压力。3) 历时十年，个税递延型商业养老保险试点终于落地，将于 5 月 1 日实施，最高年度减税 5400 元。中国人口老龄化加速，未来养老需求激增。基本养老金收不抵支，替代率的下降趋势难以逆转；企业年金覆盖人数增长缓慢，发展步入瓶颈期；商业养老保险迎来起步阶段，发展潜力巨大。中性（乐观）假设下，EV 贡献度为 4.8-5.7% (8.3-9.9%)。4) 行业加速回归保障本源，“保费+利润+政策”三轮驱动，价值转型可同时提升内含价值的成长性与稳定性。目前股价对应 2018E P/EV 为 0.7-1.1 倍，处于历史绝对低位，有非常高的安全边际，“增持”评级。公司推荐中国太保、中国平安。

- **多元金融：信托业受资管新规影响深远。**打破刚性兑付、禁止多层嵌套及通道业务，信托行业长期影响深远，我们认为未来信托公司主动管理水平的高低将成为形成差异化优势的核心竞争力。建议关注安信信托、五矿资本等。

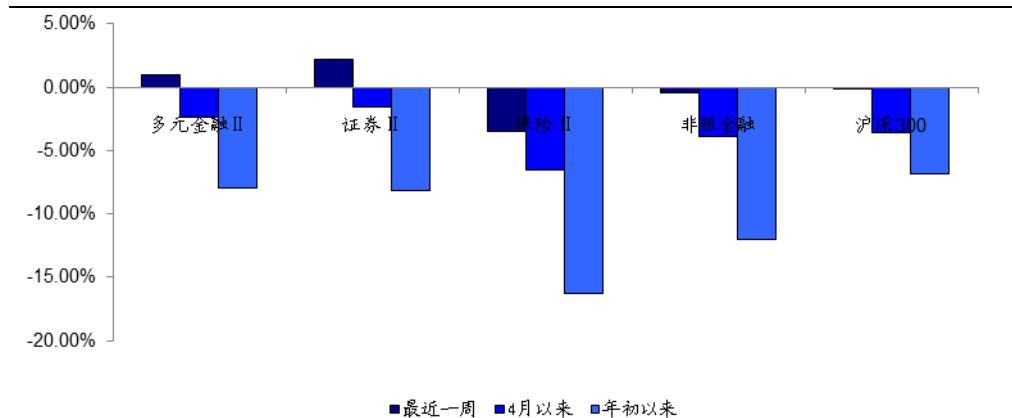
- **行业排序及重点公司推荐：**行业推荐排序为保险>证券>信托>租赁，重点推荐中国太保、中国平安、华泰证券、广发证券。

- **风险提示：**市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

## 1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（4 月 23 日-4 月 27 日）多元金融行业、证券行业跑赢沪深 300 指数，保险行业跑输沪深 300 指数。证券行业上涨 2.20%，多元金融行业上涨 0.98%，保险行业下跌 3.44%，非银金融整体下降 0.48%，沪深 300 指数下跌 0.11%。

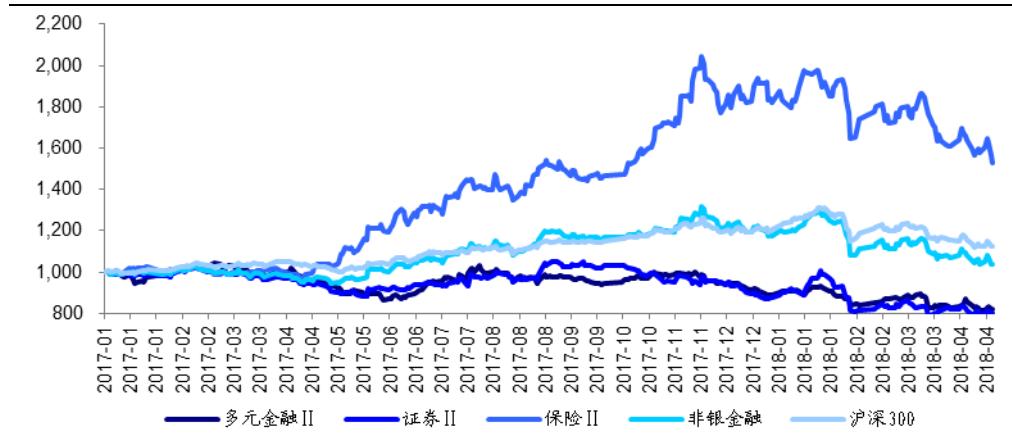
图1 非银金融子行业表现



资料来源：Wind, 海通证券研究所

2018 年以来，多元金融行业表现好于证券行业和保险行业，保险行业表现最差。多元金融行业下跌 7.99%，证券行业下跌 8.15%，保险行业下跌 16.24%，非银金融总体下跌 11.98%，沪深 300 下跌 6.80%。

图2 2018 年以来，多元金融行业表现最好，保险行业表现最差



资料来源：Wind, 海通证券研究所

公司层面，山西证券、华泰证券、光大证券、安信信托、陕国投 A、香溢融通、新华保险、中国太保等相对表现较好，西部证券、申万宏源、长江证券、鲁信创投、中航资本、\*ST 大控、中国平安、西水股份等股价表现落后同业。从相对应子行业的表现来看，新华保险上涨 5.10%，跑赢保险行业指数 8.54%。

**表1 本周非银金融股票相对行业涨跌**

股票代码	股票简称	所属行业	区间涨跌幅	行业指数涨跌	超额收益
002500.SZ	山西证券	证券 II	6.51%	2.20%	4.31%
601688.SH	华泰证券	证券 II	6.02%	2.20%	3.82%
601788.SH	光大证券	证券 II	5.19%	2.20%	2.99%
600958.SH	东方证券	证券 II	5.01%	2.20%	2.81%
002736.SZ	国信证券	证券 II	4.37%	2.20%	2.17%
600109.SH	国金证券	证券 II	4.34%	2.20%	2.14%
600030.SH	中信证券	证券 II	3.88%	2.20%	1.68%
601211.SH	国泰君安	证券 II	3.70%	2.20%	1.50%
601901.SH	方正证券	证券 II	2.96%	2.20%	0.76%
600837.SH	海通证券	证券 II	2.89%	2.20%	0.69%
000686.SZ	东北证券	证券 II	1.99%	2.20%	-0.21%
601555.SH	东吴证券	证券 II	1.27%	2.20%	-0.93%
601377.SH	兴业证券	证券 II	1.11%	2.20%	-1.09%
600999.SH	招商证券	证券 II	0.67%	2.20%	-1.53%
600739.SH	辽宁成大	证券 II	0.41%	2.20%	-1.79%
600369.SH	西南证券	证券 II	0.24%	2.20%	-1.96%
601198.SH	东兴证券	证券 II	0.22%	2.20%	-1.98%
000776.SZ	广发证券	证券 II	0.06%	2.20%	-2.14%
000728.SZ	国元证券	证券 II	0.00%	2.20%	-2.20%
000623.SZ	吉林敖东	证券 II	-0.15%	2.20%	-2.35%
601099.SH	太平洋	证券 II	-0.36%	2.20%	-2.56%
000750.SZ	国海证券	证券 II	-0.50%	2.20%	-2.70%
002673.SZ	西部证券	证券 II	-0.86%	2.20%	-3.06%
000166.SZ	申万宏源	证券 II	-1.28%	2.20%	-3.48%
000783.SZ	长江证券	证券 II	-2.03%	2.20%	-4.23%
600816.SH	安信信托	多元金融 II	4.76%	0.98%	3.78%
000563.SZ	陕国投 A	多元金融 II	2.57%	0.98%	1.59%
600830.SH	香溢融通	多元金融 II	1.92%	0.98%	0.94%
600635.SH	大众公用	多元金融 II	0.71%	0.98%	-0.28%
600747.SH	*ST 大控	多元金融 II	0.49%	0.98%	-0.49%
600643.SH	爱建集团	多元金融 II	-0.37%	0.98%	-1.36%
600705.SH	中航资本	多元金融 II	-0.38%	0.98%	-1.36%
600783.SH	鲁信创投	多元金融 II	-6.49%	0.98%	-7.48%
000666.SZ	经纬纺机	多元金融 II	0.00%	0.98%	-
000415.SZ	渤海金控	多元金融 II	0.00%	0.98%	-
601336.SH	新华保险	保险 II	5.10%	-3.44%	8.54%
601601.SH	中国太保	保险 II	1.38%	-3.44%	4.82%
601628.SH	中国人寿	保险 II	1.28%	-3.44%	4.72%
600291.SH	西水股份	保险 II	0.16%	-3.44%	3.61%
601318.SH	中国平安	保险 II	-5.08%	-3.44%	-1.64%

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 非银行金融子行业观点

### 2.1 证券：史上最严资管新规落地，短期影响有限，长期影响深远

**靴子落地，短期影响有限，长期影响深远。**央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，在征求意见稿的基础上略有修改。旨在通过统一同类资管产品的监管标准，促进资管业务健康发展，有效防控金融风险，更好地服务实体经济。此次新规核心要点包括：1) 打破刚性兑付，金融机构开展资管业务时不得承诺保本保收益，实行净值化管理；2) 消除多层嵌套和通道业务，不得为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务；3) 进一步明确清除资金池，不得期限错配；4) 信托、私募结构化产品设定杠杆上限；5) 公募及开放式私募不得进行份额分级；6) 提高合格投资者标准；7) 强化资本和准备金计提要求；8) 自发布之日起实施，过渡期至 2020 年底。

**与征求意见稿相比，整体变化不大，略有放松。**1) 给予更长的过渡期，过渡期由 2019 年 6 月 30 延长至 2020 年底；2) 净值化管理，坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量，对于符合一定条件的可以摊余成本计量（给予一部分豁免）；3) 分级产品规定中，删除了对单一投资私募产品及投资标准化产品超过 50% 的私募产品的要求。

**对券商而言总体变化不大，影响有限。**此次正式稿与去年征求意见稿及与 16 年初提出的禁止通道业务一致，券商已按照新规实施，通道业务已暂停新增，因此新规对券商影响非常有限。尽管通道业务规模占总资管规模的 7 成，但由于通道费率仅万分之五，我们预计存量业务对券商总收入的影响也仅为 2%。在监管层当前去通道、控杠杆、防嵌套的明确立场下，券商资管的转型压力不容小觑。提高主动管理规模逐渐成为证券行业内共识。但目前业内各券商的资管业务结构差异较大，对于通道业务占比很高的券商资管而言，短期阵痛不可避免，中长期将倒逼通道业务向主动管理转型，资管业务实质性转型迫在眉睫。

**CDR 落地有望直接增加券商业务收入，预计 CDR 贡献收入约占 17 年券商营收的 2%-10%。**经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，证监会将推动开展创新企业境内发行股票或存托凭证的试点工作。我们认为 CDR 可能会尽快落地，将推动境外上市公司加速回归。由于国内分业监管的特性，国内券商凭借丰富的资本市场运营经验以及一二级市场业务优势，有望直接分享 CDR 红利。我们认为 CDR 将直接增厚券商的承销、托管及交易佣金收入，龙头券商有望直接分享政策红利。预计 CDR 带来的三项潜在收入合计 50 -310 亿元，占 17 年行业营收的 2%-10%（其中承销收入 45 -270 亿元、托管费用收入 1.40- 10.37 亿元、佣金收入 3.28-29.48 亿元）。

表 2 券商 CDR 三大收入来源测算汇总（亿元）

	悲观	中性	乐观	悲观/中性/乐观假设
1、承销收入	45.0	135	270.0	承销费率为 1%/1.5%/2%
2、托管收入	1.4	4.86	10.4	托管费用为 0.13/0.23/0.32 元/股
3、交易佣金	3.3	13.10	29.5	换手率在 0.87%/1.74%/2.61%
合计	49.7	153.0	309.8	
占 17 年营业收入比	2%	5%	10%	

资料来源：Wind，海通证券研究所 注：测算均基于发行比例分别为 5%、10%、15% 的基础假设

**拥有全球业务布局的综合性龙头券商更具有优势。**CDR 的发行涉及境内外两个市场，需要券商拥有广泛的海外分支机构，较强的境内外证券市场发行运作能力，优秀的清算能力，与律所、会计、审计和证券登记结算机构的协调能力。因此我们看好业务链条齐全、境内外业务具有丰富经验的大型券商。

**2018 年预计净利润同比增长 2%。**我们根据 2017 年经营情况以及未来可能的市场

变化，估算在悲观/中性/乐观情形下，2018年券商净利润同比-11%/+2%/+15%。

表 3 2018 年盈利预测

单位：亿元		2016	2017	2018E 悲观	2018E 中性	2018E 乐观
经纪	日均股基交易额	5,553	4,905	4,500	5,000	5,500
	增速	-47%	-12%	-8%	2%	12%
	佣金率	0.039%	0.034%	0.030%	0.032%	0.034%
	增速	-25%	-12%	-13%	-7%	-1%
	佣金收入	1,053	821	653	774	905
	增速	-61%	-22%	-20%	-6%	10%
投行	股权融资规模	19,520	14,999	11,000	16,368	17,600
	IPO	1,496	2,301	2,000	2,400	2,600
	再融资	18,024	12,698	9,000	13,968	15,000
	股权融资收入	216	179	170	210	250
	IPO	90	149	130	150	170
	再融资	126	27	40	60	80
债权融资规模	363,016	406,818	327,600	366,000	387,500	
	企业债	5,876	3,731	3,000	4,000	5,000
	公司债	27,797	11,025	9,600	12,000	15,000
	其他	329,343	392,062	315,000	350,000	367,500
	债券融资收入	355	239	252	300	347
	并购收入	164	125	172	181	189
股债承销收入	股债承销收入	735	544	594	691	786
	增速	27%	-26%	9%	27%	45%
	资本中介	日均融资融券余额	8,982	9,360	9,000	10,000
	两融净收入	311	281	270	300	330
	股票质押规模	10,821	15,000	15,000	17,000	18,000
	股票质押净收入	213	258	300	320	330
资管	资本中介收入	524	539	570	620	660
	增速	-23%	3%	6%	15%	22%
	资管收入	296	310	310	326	341
	增速	8%	5%	0%	5%	10%
	自营	自营收入	568	861	603	732
	增速	-60%	51%	-30%	-15%	0%
其他	104	39	60	60	60	60
	营业收入	3,280	3,113	2,791	3,203	3,613
	净利润	1,234	1,130	1,005	1,153	1,301
	增速	-50%	-8%	-11%	2%	15%

资料来源：中国证券业协会，海通证券研究所

**券商股估值底部。**目前券商股估值再次回到底部，预计随着未来市场回暖或触底反弹，券商股估值弹性有望显现。行业（使用中信Ⅱ级指数）平均 2018E P/B 在 1.5x，部分大型券商估值在 1.3x 2018E P/B。

**重点推荐：**华泰证券（定增补充资本金，财富管理与并购业务优势显著）、广发证券（IPO 储备项目数行业领先，股票承销实力较强，直接受益于投行收入恢复）、招商证券（业务布局全面，IPO 储备项目居前）、兴业证券（机构业务优势明显，员工持股计划激发活力、估值低）。

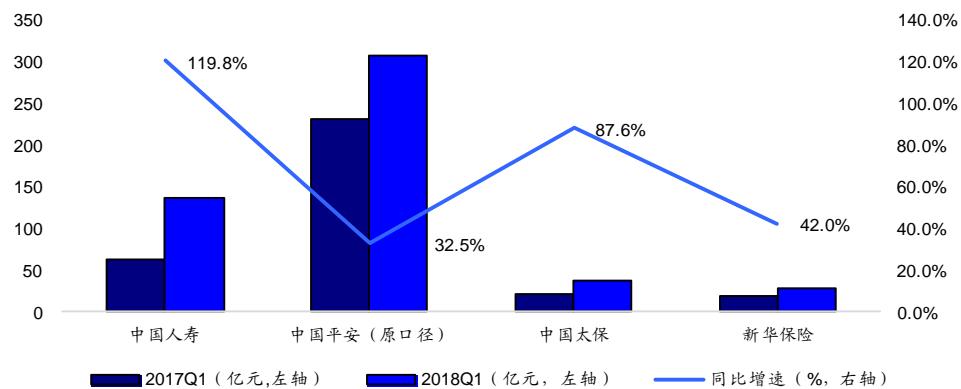
**风险提示：**资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

## 2.2 保险：估值历史低位，保费有望显著改善

一季度净利润合计同比大增 53%，主要源于准备金少提。1)2018 年 1 季度，在 IFRS9 实施前的原口径下，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险分别实现归母净利润 305 亿元、135 亿元、38 亿元和 26 亿元，分别同比增长 33%、120%、88% 和 42%。2017 年第一季度 750 天曲线较年初下移了 10-12bps，因此大幅降低了 2017Q1 的净利润基数。相反，2018 年第一季度 750 天曲线较年初上移了 2-3bps，因此导致 2018Q1“会计估计变更对税前利润的影响”由负转正，从而增加寿险业务利润。2)中国平安率先执行了 IFRS9 准则，新口径下归母净利润为 257 亿元，同比增长仅 11.5%，原因在于 1 季度股市下跌的情况下，新准则导致的“投资收益差异”高达 -48 亿元。3)2018 年 1

季末，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的归母净资产分别较年初增长了 6.0%、4.5%、3.0%和 2.8%。

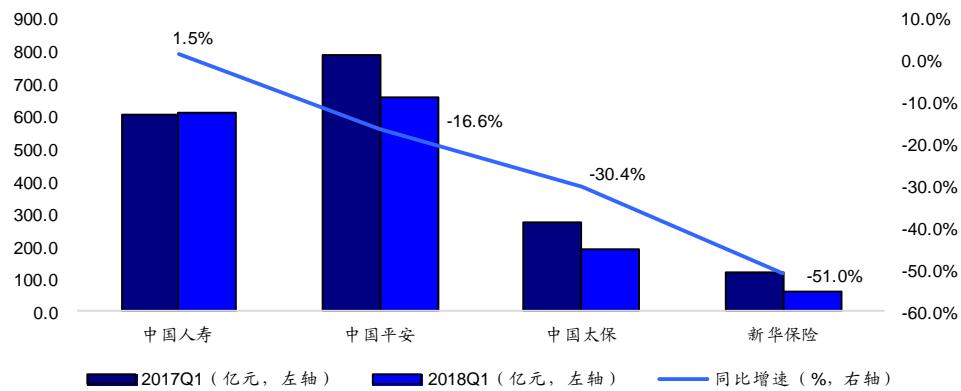
图3 2018年1季度上市保险公司的净利润及其增速（IFRS9前的原口径）



资料来源：上市保险公司 2018 年 1 季报，海通证券研究所

寿险首年期交保费合计同比下降 15%，预计寿险保费的调整期已进入尾声。1) 受到监管加强与利率上升等影响，2018 年 1 季度寿险行业的新单保费依然处于调整期。中国平安、中国太保、新华保险 1 季度的首年期交保费分别同比下滑 17%、30% 和 51%，这表明价值经营能力越强的公司在更高保费基数的情况下，依然能有相对更好的表现。中国人寿的首年期交保费逆势同比增长 2%，但我们判断原因在于公司或在 3 月推出了低价值率产品，预计 NBV 降幅并不好于同业。2) 2018 年 1 季度中国平安 NBV 同比减少 7.5%，保障型业务占比增加，NBV Margin 同比提升 3 个百分点至 30.2%。我们预计太保和新华的 NBV Margin 也在提升。3) 我们判断调整期（2017 年 4 月至 2018 年 3 月）即将结束，2018 年 4 月寿险新单保费与 NBV 或将开始进入新一轮上升期。

图4 2018年1季度上市保险公司的寿险首年期交保费及其增速



资料来源：上市保险公司 2018 年 1 季报，海通证券研究所

个税递延型商业养老保险试点将于 5 月 1 日实施，最高年度减税额度为 5400 元。试点将在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施，试点期限暂定 1 年。税收优惠采用 EET 模式：1) 缴费期间，个人购买相关产品的支出，允许在一定标准内税前扣除，标准为“月度薪酬的 6% 和 1000 元孰低”；2) 缴费期间，计入个人账户的投资收益，暂不征收个人所得税；3) 领取养老金期间，领取的养老金收入的 25% 部分予以免税，其余 75% 部分按照 10% 的比例税率计算缴纳个税。经计算，月应税收入分别为 1 万、2 万、4 万、6 万、10 万的个人，每年最高减税金额分别为 1440 元、3000 元、3600 元、4200 元、5400 元。

**表 4 个人税收递延型商业养老保险试点政策梳理**

试点时间	2018年5月1日，期限暂定一年
试点地区	上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区
产品形式	商业养老保险产品
发行主体	保险公司
账户设立	商业银行个人专用账户。该账户封闭运行，与居民身份证件绑定，具有唯一性。
适用对象	1、取得工资薪金、连续性劳务报酬所得（指纳税人连续6个月以上为同一单位提供劳务）的个人。 2、个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人和承包承租经营者。
税收减免政策	缴费期间减税政策： 1、个人扣除限额=min（当月薪酬×6%，1000元）；其他个体限额=min（当年应税收入×6%，12000元）。 2、计入账户的投资收益暂不征收个人所得税。  领取养老金期间减税政策： 25%部分予以免税，其余75%部分按照10%的比例税率计算个人所得税。
扣缴流程	中保信出具税延养老扣除凭证——个人提供给扣缴单位
领取时税款征收流程	保险公司代扣代缴

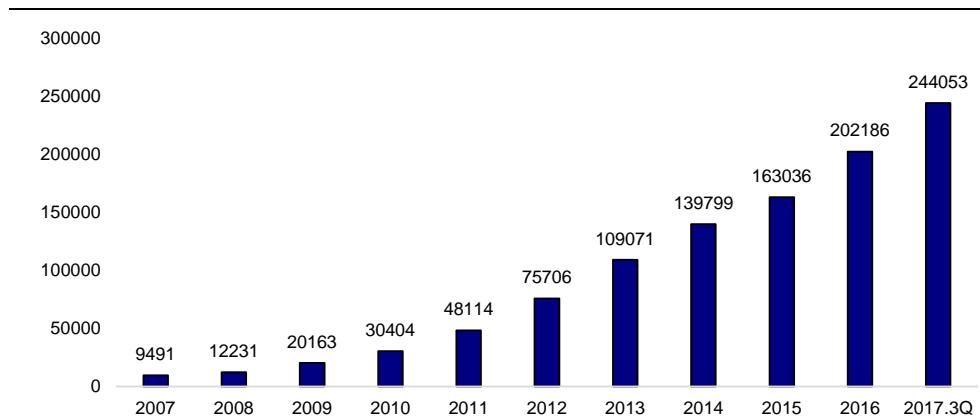
资料来源：国家财政部官网，海通证券研究所

行业加速回归保障本源，“保费+利润+政策”三轮驱动，价值转型可同时提升内含价值的成长性与稳定性。目前股价对应2018E P/EV为0.7-1.1倍，处于历史绝对低位，有非常高的安全边际，“增持”评级。

风险提示：1) 利率趋势性下行；2) 股票市场大跌；3) 保障型增长不及预期。

### 2.3 多元金融：资管新规将致行业发展减速

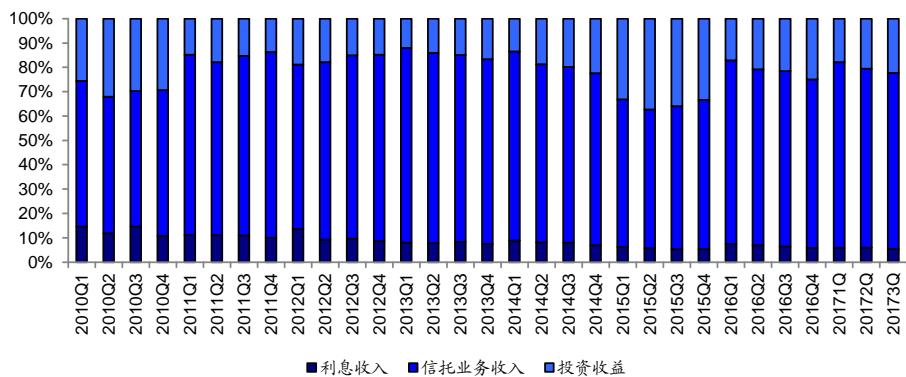
**信托资产规模稳步提升占GDP比重不断提升。**信托行业在经历了多年的高速增长后，进入平稳发展时期，截至2017年三季度末，全国68家信托公司管理信托资产规模为24.4万亿元，较2016年末增长21%。信托资产规模增速重回两位数，同时信托资产结构显著优化。这一方面体现了中国经济增长已经进入稳固期后，产业结构逐步调整，另一方面则是信托公司主动进行业务调整以适应市场需求和现状。此外据信托业协会数据，信托业管理资产规模占GDP的比重已由2007年的3.57%增长至2016年27.17%。

**图5 信托行业资产规模（亿元）**


资料来源：中国信托业协会，海通证券研究所

收入结构优化，利润增长迅速。随着信托业务规模的飞速增长和信托公司主动管理能力的持续提升，信托行业的盈利能力实现快速增长。信托行业利润从 2007 年的 158 亿元增长至 2016 年的 772 亿元，年复合增长率为 17%。2017 年前三季度信托行业收入总计 756 亿元，净利润达 554 亿元。

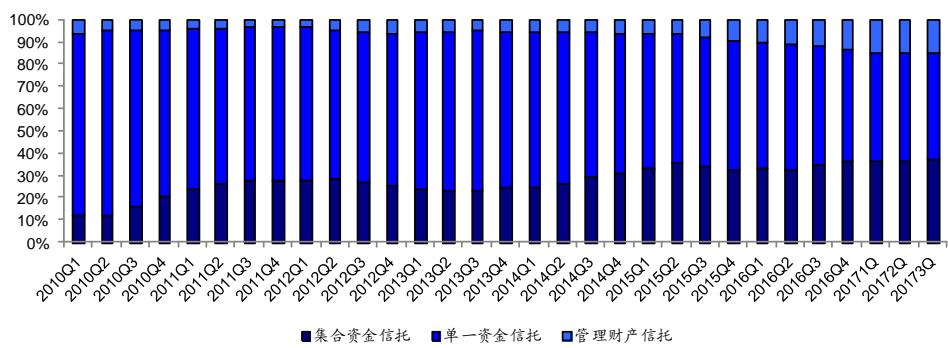
图6 信托业务收入占比



资料来源：中国信托业协会，海通证券研究所

**资金来源及投向更加多元化，强调主动管理能力。** 1) 银信合作受资管新规影响，规模虽持续上升，但资产规模占比大幅下滑，信托公司对银信理财合作业务的依赖度大幅降低。同时集合资金信托占比持续上升，信托公司更为强调主动管理能力。2) 基础产业及信证合作：由“高歌猛进”到“平稳过渡”。随着“463号文”以及监管收紧的影响，信托行业发展受到一定的制约。但地方政府融资需求并没有因为监管政策的收紧而戛然缩减，另外，信托公司也对基础产业信托产品进行了转变和创新，改变了过去单纯依靠政府承诺函、担保函的方式，从而顺利度过对新规的适应期和调整期。

图7 单一资金信托占比持续下滑



资料来源：中国信托业协会，海通证券研究所

**打破刚性兑付、禁止多层嵌套及通道业务，信托行业长期影响深远。** 新的征求意见稿对于信托来说最主要的两点在于打破刚性兑付及信托通道业务是否也将被禁止。刚性兑付一直以来都是信托不成文的约定，由于信托资产负债表较小，刚性兑付实际是信托公司的核心问题所在，打破刚性兑付后，信托将更为强调尽职免责，对投资者的风险识别能力要求更高，反而有利于信托业发展。而此次提出消除通道业务、多层嵌套等问题，并未将信托排除在外，或对信托通道业务产生长远的影响。据信托业协会数据，截至 2017 年末，信托规模 26 万亿元，其中单一资金信托占 46%，尽管这个比例一直在下降，但仍较高。如果全面禁止，我们预计信托收入影响在 117 亿元，约占目前信托总收入的 10%。目前来看，国内信托公司通道业务总体占比仍非常高，尽管信托近年来不断提高对实体经济的投入，但不可否认也为银行表内资产转表外提供了便利，我们认为未来信托公司主动管理水平的高低及产品设计等将成为信托公司形成差异化优势的核心竞争力。

相关标的。建议关注安信信托、五矿资本。

### 3. 行业排序及重点公司推荐

行业推荐排序为保险>证券>信托>租赁，重点推荐中国太保、中国平安、华泰证券、广发证券。

非银金融目前均估值仍然较低，具有充分安全边际，攻守兼备。1) 保险行业加速回归保障本源，“保费+利润+政策”三轮驱动，价值转型可同时提升内含价值的成长性与稳定性。2) 证券行业估值低位，业绩触底回升，行业转型有望带来新的业务增长点。

## 4. 非银行金融子行业重点事件及点评

### 4.1 中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 中国证券监督管理委员会联合发布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》

为规范非金融企业投资金融机构行为，强化对非金融企业投资金融机构的监管，促进实业和金融业良性互动发展，经党中央、国务院同意，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会日前联合印发《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》(银发〔2018〕107号，以下简称《指导意见》)。

《指导意见》根据党中央、国务院决策部署和全国金融工作会议要求，按照问题导向，补齐监管短板，坚持规范市场秩序与激发市场活力并重。一方面，要求非金融企业依法依规投资金融机构，立足主业，审慎经营，隔离风险，避免盲目扩张和脱实向虚。另一方面，按照十九大报告提出的两个“毫不动摇”，尊重各类产权，鼓励扎根于实体经济服务的金融创新，让非金融企业和金融机构都能从真实合规的投资行为中受益，实现经济金融健康可持续发展。

《指导意见》对金融机构的不同类型股东实施差异化监管：对一般性财务投资，不作过多限制；对于主要股东特别是控股股东，进行严格规范。《指导意见》强化金融机构控股股东的资质要求，从正面清单和负面清单明确金融机构控股股东的具体条件，加强金融机构股权质押、转让和拍卖管理。规范非金融企业投资金融机构的资金来源，加强资本的真实性合规性监管。完善股权结构和公司治理，规范关联交易，健全风险隔离机制，防止滥用控制权，严禁不当干预金融机构经营。加强对非金融企业和金融机构的穿透监管，强化部门之间的监管协调和信息共享。《指导意见》充分考虑市场影响，按照“新老划断”原则，积极稳妥组织实施。

下一步，各相关部门将按照职责分工，认真贯彻落实《指导意见》的各项要求。非金融企业和金融机构应当按照《指导意见》的规定，依法依规开展相关经营活动。

来源：中国人民银行

### 4.2 中国证监会 住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》

为贯彻落实党的十九大精神和中央经济工作会议提出的关于加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度要求，完善发展住房租赁市场配套政策，近日中国证监会、住房城乡建设部在总结前期工作的基础上，联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》(以下简称《通知》)。推进住房租赁资产证券化，将有助于盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，促进住房租赁市场发展。

《通知》明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件。主要包括物业已建成并权属清晰，工程建设质量及安全标准符合相关要求，已按规定办理住房租赁登记备案相关手

续；物业正常运营且产生持续、稳定的现金流；原始权益人公司治理健全且最近两年无重大违法违规行为等。

《通知》明确了优先和支持领域。明确优先支持大中型城市、雄安新区等国家政策重点支持区域和利用集体建设用地建设租赁住房试点城市的住房租赁项目开展资产证券化。

《通知》完善了住房租赁资产证券化的工作程序。鼓励住房租赁企业结合自身运营现状和财务需求，开展资产证券化，明确了住房租赁资产证券化申请、受理、审核、发行的程序，并对开展住房租赁证券化中涉及的租赁住房建设验收、备案、交易等程序进行优化，建立绿色通道，提高工作效率。

《通知》明确提出加强住房租赁资产证券化的监督管理。在建立健全业务合规、风控与管理体系，建立健全自律监管体系，合理评估住房租赁资产价值，强化中介机构和发起人责任等方面，提出了明确要求。

《通知》提出要营造良好政策环境，培育多元化的投资主体，鼓励专业化机构化的建设或运营机构，建立健全监管协作机制，支持开展住房租赁资产证券化。

来源：证监会

### 4.3 证监会对 5 宗案件作出行政处罚

近日，证监会依法对 5 宗案件作出行政处罚，其中包括：1 宗信息披露违法违规案，3 宗操纵市场案，1 宗利用未公开信息交易案。

1 宗信息披露违法违规案中，金亚科技股份有限公司（简称金亚科技）2014 年年度报告存在虚假记载，金亚科技通过虚构客户、伪造合同、伪造银行单据、伪造材料产品收发记录、隐瞒费用支出等方式，虚增利润总额 80,495,532.40 元，占当期披露的利润总额的比例为 335.14%。同时，金亚科技 2014 年年度报告虚增银行存款 217,911,835.55 元，虚列预付工程款 3.1 亿元。金亚科技的上述行为违反了《证券法》第 63 条规定，依据《证券法》第 193 条规定，我会决定对金亚科技给予警告，并处以 60 万元罚款；对周旭辉给予警告，并处以 90 万元罚款，其中作为直接负责的主管人员罚款 30 万元，作为实际控制人罚款 60 万元；对张法德、丁勇和等 16 名其他直接责任人员给予警告，并分别处以 10 万元至 30 万元不等的罚款。

3 宗操纵市场案中，一是 2015 年 1 月 5 日至 12 月 14 日期间，冯志浩使用本人账户通过盘中以涨停价位虚假申报后次日反向卖出、开盘以涨停价位虚假申报后反向卖出、收盘以大单封死涨停后次日反向卖出等 3 种手段交易“启明星辰”等 10 只股票，获利约 1,802 万元。冯志浩的上述行为违反了《证券法》第 77 条规定，依据《证券法》第 203 条规定，我会决定没收冯志浩违法所得约 1,802 万元，并处以约 3,604 万元罚款。二是 2015 年 3 月 6 日至 12 日期间，孟祥龙控制使用“李某燕”和“陈某阳”账户，在开盘集合竞价阶段、尾市阶段利用资金优势申报买入“\*ST 三鑫”，影响“\*ST 三鑫”价格，并于当日或次日反向卖出，获利约 1,621 万元。孟祥龙的上述行为违反了《证券法》第 77 条规定，依据《证券法》第 203 条规定，我会决定没收孟祥龙违法所得约 1,621 万元，并处以约 3,242 万元罚款。三是 2015 年 6 月 30 日至 2015 年 7 月 21 日、2015 年 10 月 23 日至 11 月 23 日，文高永权实际控制，王交英、宋翼湘操作使用“刘某英”账户、“湖南志道商务信息咨询企业（有限合伙）”账户，通过集中资金优势、持股优势，利用联合买卖、连续买卖等方式，制造“众益传媒”交易活跃的假象，并发布虚假信息，将股价抬高到接近文高永权认为合理的 18 元，并在若干交易日的最后两分钟，与做市商操作员岳源合谋，制造收盘价，操纵“众益传媒”股价，没有违法所得。文高永权、王交英、宋翼湘、岳源的上述行为违反了《证券法》第 77 条规定，依据《证券法》第 203 条规定，我会决定对文高永权处以 60 万元罚款；对王交英处以 40 万元罚款；对宋翼湘处以 40 万元罚款；对岳源处以 40 万元罚款。

1宗利用未公开信息交易案中，文宏时任上海拓璞投资管理有限公司股东、投资总监，作为“万联证券拓璞2号”账户的投资经理，其利用职务便利，知悉交易的标的股票、时点和数量，操作“汪某”账户稍早于、同步于或稍晚于“万联证券拓璞2号”账户交易有关相同股票，趋同交易股票共有27只，趋同交易金额为1.84亿元，趋同股票占比47.37%，趋同交易收益为251.44万元。文宏的上述行为违反了《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令105号）第23条规定，属于《基金法》第123条所指第20条第6项所列情形，构成利用未公开信息交易股票违法行为，依据《基金法》第123条规定，我会决定对文宏责令改正，没收违法所得251.44万元，并处以251.44万元罚款。

上述行为违反了证券期货法律法规，破坏了市场秩序，必须坚决予以打击。我会将依法全面从严查处各类违法违规行为，持续净化资本市场环境，维护资本市场稳定健康发展。

来源：证监会

#### 4.4 证监会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第19号——财务信息的更正及相关披露》（2018年修订）

近日，证监会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第19号——财务信息的更正及相关披露》（2018年修订），自公布之日起施行。

为规范公开发行证券的公司财务信息披露行为，充分保护投资者合法权益，证监会对《公开发行证券的公司信息披露编报规则第19号——财务信息的更正及相关披露》作出修订。本次修订贯彻以信息披露为核心的监管理念，针对现行规则执行中出现的问题并结合新审计准则的变化，进一步完善财务信息更正的信息披露监管要求，旨在提升市场主体财务信息披露质量，更好地满足投资者的信息需求。

本次修订的内容主要包括以下几个方面：

一是不再要求对更正后的年度财务报表一律进行全面审计，允许基于更正事项的影响程度选择执行全面审计或专项鉴证，避免在更正事项对财务报表影响程度较低的情况下执行全面审计，造成公司成本和审计资源的不必要耗费。

二是适度延长更正后经审计年度财务报表的披露期限，给公司和会计师事务所留出足够时间，以合理保证更正后财务报告及其审计的质量。

三是改进和明确了部分披露方式和内容，消除实务执行中对规定的不同理解，为投资者提供更为丰富、有用的信息。

修订后的《财务信息的更正及相关披露》共十一条，包括总则性条款、适用范围、具体编报和披露要求以及生效时间等。

来源：证监会

#### 4.5 银保监会加快落实银行业和保险业对外开放举措

当前中国步入改革开放新时期，党中央、国务院提出要积极推动形成全面开放新格局。在最近召开的博鳌亚洲论坛年会上，习近平主席宣布，中国将确保已宣布的重大金融开放举措尽快落地，努力让开放成果及早惠及世界各国企业和人民。中国银行保险监督管理委员会将积极贯彻党中央、国务院的决策部署，尽早推动以下各项开放措施落地。

1、推动外资投资便利化，包括取消对中资银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，实施内外一致的股权投资比例规则；对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司，外资持股比例不设置限制；鼓励信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、

消费金融等各类银行业金融机构引进境外专业投资者；将外资人身险公司外方股比放宽至 51%，3 年后不再设限。

2、放宽外资设立机构条件，包括允许外国银行在中国境内同时设有子行和分行，以及在全国范围内取消外资保险机构设立前需开设 2 年代表处的要求。

3、扩大外资机构业务范围，包括全面取消外资银行申请人民币业务需满足开业 1 年的等待期要求，允许外国银行分行从事“代理发行、代理兑付、承销政府债券”业务，降低外国银行分行吸收单笔人民币定期零售存款的门槛至 50 万元，允许符合条件的境外投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。

4、优化外资机构监管规则，对外国银行境内分行实施合并考核，调整外国银行分行营运资金管理要求。

为确保上述措施及早落地，中国银行保险监督管理委员会正在加快完善相关法律法规和配套制度建设，近期即将推出以下一系列实质性举措：

1、发布《关于进一步放宽外资银行市场准入相关事项的通知》，明确允许外资银行可以开展代理发行、代理兑付、承销政府债券业务，允许符合条件的外国银行在中国境内的管理行授权中国境内其他分行经营人民币业务和衍生产品交易业务，对外国银行在中国境内多家分行营运资金采取合并计算。

2、发布《关于放开外资保险经纪公司经营范围的通知》，放开保险经纪公司经营范围，与中资一致。

3、就《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》公开征求意见。该决定将宣布废止《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》，同时修改多部行政许可事项实施办法相关条款，落实取消中资银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制的开放措施。

在持续完善法规制度建设的同时，银保监会将同步受理对接各项开放措施的准入申请。近期已有来自英国、日本、新加坡的商业银行以及来自法国、德国的保险机构表达了在上海等地新设机构或增持股权的意向，银保监会将根据既定的开放方案做好政策和准入辅导，推动一批项目适时落地。

上述新开放举措旨在进一步完善银行业和保险业投资和经营环境，激发外资参与中国金融业发展的活力，丰富金融服务和产品体系，提升金融业服务实体经济的质效。在平等互利的基础上，银保监会欢迎和支持更多符合条件的外资金融机构参与中国银行业和保险业对外开放进程，共同构建更加开放、互利共赢的金融市场环境。与此同时，银保监会将立足中国国情，全面借鉴金融业对外开放的历史与国际经验，持续完善法规和配套制度建设，坚决守住不发生系统性风险的底线。

来源：银保监会

#### 4.6 中国银行保险监督管理委员会等七部委联合印发《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度

为配合《融资担保公司监督管理条例》（国务院令第 683 号，以下简称《条例》）实施，近日，中国银行保险监督管理委员会会同发展改革委、工业和信息化部、财政部、农业农村部、人民银行、国家市场监督管理总局等融资性担保业务监管部际联席会议成员单位，联合印发了《关于印发<融资担保公司监督管理条例>四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1 号），发布《融资担保业务经营许可证管理办法》、《融资担保责任余额计量办法》、《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》等四项配套制度。

为规范融资担保业务经营许可证管理，根据《条例》有关规定，《融资担保业务经营许可证管理办法》细化了监督管理部门颁发、换发、吊销、注销融资担保业务经营许可证的条件和流程，明确了许可证应当载明的内容，要求监督管理部门做好许可证管理工作。

为防范融资担保业务风险、准确计量融资担保责任余额，根据《条例》有关规定，《融资担保责任余额计量办法》对融资担保业务进行分类，根据国家政策导向和业务风险状况，对不同类别的融资担保业务设置相应权重，规定了融资担保责任余额的计量公式，明确了融资担保责任余额用于计算融资担保放大倍数和集中度等风险控制指标。

为确保融资担保公司保持充足代偿能力，根据《条例》有关规定，《融资担保公司资产比例管理办法》将融资担保公司主要资产按照形态分为Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ级，从优先保障资产流动性和安全性的角度，规定了各级资产比例，并对融资担保公司受托管理的政府性或财政专项资金在计算各级资产、资产总额和资产比例时予以扣除。

为规范银行业金融机构与融资担保公司业务合作行为、维护双方合法权益，根据《条例》有关规定，《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》明确了银担合作的基本原则，对银担双方在机构合作和业务操作流程方面提出规范性要求，并就风险分担、保证金收取、代偿宽限期、信息披露等事项进行了规定。

四项配套制度的发布和实施有利于进一步规范融资担保公司经营行为，促进融资担保行业稳健运行，更好支持普惠金融发展，促进小微企业和“三农”等普惠领域资金金融通。

来源：银保监会

**风险提示：**市场低迷导致业绩和估值双重下滑

**表 5 上市券商盈利预测及估值表 (2018 年 4 月 27 日)**

证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
海通证券	11.41	1,312	16.3	15.2		1.2	1.1	
国泰君安	17.65	1,538	13.7	15.6	17.1	1.3	1.2	1.2
中国银河	10.09	1,023	19.8	25.7	24.0	1.7	1.6	1.5
申万宏源	4.64	1,046	17.2	20.2	21.2	1.8	1.7	1.2
国信证券	10.75	882	19.2	20.7		2.0	1.9	
华泰证券	18.32	1,312	20.9	14.1	17.5	1.6	1.5	1.4
广发证券	15.62	1,190	14.9	13.8	13.5	1.5	1.4	1.3
招商证券	16.43	1,101	18.1	21.2	18.0	1.8	1.7	1.6
东方证券	12.16	850	36.8	23.9	27.6	1.9	1.6	1.5
光大证券	12.57	580	17.0	19.2	18.3	1.2	1.2	1.1
国投安信	11.81	499	17.1	18.0	14.7	1.6		
财通证券	13.69	491	24.9	30.4		3.0	2.4	
华西证券	12.42	326	15.7	25.3	26.8	2.2	2.0	1.6
方正证券	5.92	487	19.1	32.9		1.4	1.3	
浙商证券	11.86	395	28.9	34.9	35.2	3.7	2.9	2.6
长江证券	6.76	374	15.4	24.1	15.9	1.5	1.4	1.3
西部证券	9.23	323	22.9	40.1		2.1	1.8	
兴业证券	6.40	429	20.8	18.8	19.7	1.4	1.3	1.2
第一创业	7.42	260	27.5	61.8	23.4	1.9	2.9	1.6
华安证券	6.70	243	31.9	37.2	26.7	2.0	2.0	1.8
中原证券	5.94	233	32.4	52.7	51.2	2.2	2.3	2.3
国金证券	8.65	262	20.2	21.8	21.6	1.5	1.4	1.3
东吴证券	8.00	240	16.0	30.5	28.1	1.2	1.2	1.1
西南证券	4.17	235	26.1	14.2	12.7	1.2	1.1	1.0
国元证券	8.94	301	12.4	22.4	10.7	0.8	1.2	0.7
太平洋	2.78	189	27.8	163.5	47.4	1.6	1.6	2.0
山西证券	8.18	231	48.1	58.4		1.9	1.9	
东北证券	7.67	180	13.2	16.2	14.6	1.2	1.1	1.0
国海证券	4.01	169	16.7	44.6		1.2	1.2	
宝硕股份	9.00	157	(40.9)	38.5	63.0	1.1	1.0	1.0
大券商平均			<b>19.4</b>	<b>19.0</b>	<b>19.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
平均			<b>19.7</b>	<b>32.5</b>	<b>24.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>

资料来源：公司历年财报，Wind，海通证券研究所，注：大券商包括海通证券、广发证券、光大证券、招商证券、华泰证券、国泰君安、国信证券、东方证券、申万宏源；本表中海通证券的数据均来自于公开资料，放入表格中便于投资者同行业比较时参考；华泰证券、广发证券、招商证券、兴业证券、西南证券、国金证券、国元证券、东吴证券盈利预测来自海通预测，其余券商均为 Wind 一致预期。

**表 6 上市保险公司估值及盈利预测 (2018 年 4 月 27 日)**

证券简称 A 股	价格 人民币(元)	EV					1YrVNB		
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.89	34.89	45.14	55.72	68.27	2.78	3.68	4.24	5.08
中国人寿-A	24.51	23.07	25.97	30.27	35.50	1.74	2.13	2.23	2.50
新华保险-A	43.30	41.49	49.19	58.56	69.52	3.35	3.87	4.45	5.11
中国太保-A	31.60	27.14	31.58	37.98	45.30	2.10	2.95	3.24	3.73
证券简称 A 股	价格 人民币	P/EV (倍)					VNBX (倍)		
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.89	1.75	1.35	1.09	0.89	9.36	4.27	1.22	-1.45
中国人寿-A	24.51	1.06	0.94	0.81	0.69	0.83	-0.69	-2.58	-4.39
新华保险-A	43.30	1.04	0.88	0.74	0.62	0.54	-1.52	-3.43	-5.13
中国太保-A	31.60	1.16	1.00	0.83	0.70	2.12	0.01	-1.97	-3.67
证券简称 A 股	价格 人民币	EPS(元)					BVPS		
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.89	3.41	4.87	5.87	7.45	20.98	25.89	31.20	37.98
中国人寿-A	24.51	0.68	1.14	1.43	1.92	10.74	11.35	12.93	14.52
新华保险-A	43.30	1.58	1.73	2.55	3.26	18.95	20.42	22.97	26.24
中国太保-A	31.60	1.33	1.62	2.27	3.08	14.54	15.17	16.44	19.81
证券简称 A 股	价格 人民币	P/E (倍)					P/B (倍)		
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	60.89	17.84	12.49	10.38	8.18	2.90	2.35	1.95	1.60
中国人寿-A	24.51	36.22	21.48	17.16	12.74	2.28	2.16	1.89	1.69
新华保险-A	43.30	27.41	25.10	16.97	13.27	2.28	2.12	1.88	1.65
中国太保-A	31.60	23.76	19.53	13.91	10.24	2.17	2.08	1.92	1.60

资料来源：保险公司历年财报，Wind，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业  
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：第一创业，五矿资本，晨鸣纸业，中国太保，国金证券，越秀金控，光大证券，东吴证券，中国人寿，国泰君安，东方财富，兴业证券，中国银河，浙商证券，华安证券，招商证券，中原证券，中金公司，中国平安，华泰证券，安信信托，众安在线，中国财险，中国太平，宝硕股份，东方证券，长江证券，新华保险，广发证券，国元证券

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。