

投资评级 **增持** 维持

十年磨一剑，税延养老终落地

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《向上拐点将至》2018.04.08

《CDR 有望近期落地，利好龙头券商；
保险股估值触底，期待否极泰来》

2018.04.01

《可守可攻，推荐低估值龙头》

2018.03.25

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

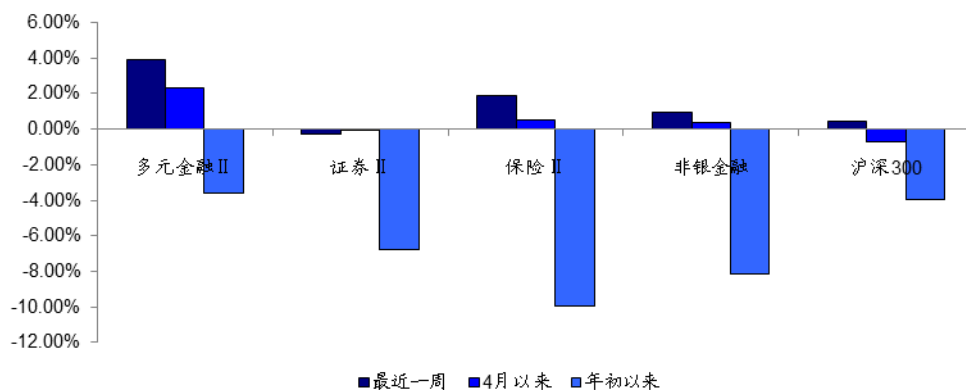
投资要点：税延养老政策试点终于落地，保障型保费预计 4 月开始将显著好转；源于准备金计提边际减少，我们预计 2018 年保险行业利润将逐季改善；估值仅 0.8-1.2 倍 2018 年 PEV，继续看好保险股。CDR 落地有望直接增加券商业务收入，利好龙头券商；券商股估值低，业绩分化明显，继续推荐绩优龙头。公司推荐：中国太保、中国平安、华泰证券、广发证券。

- **非银行金融子行业近期表现：**最近 5 个交易日（4 月 9 日-4 月 13 日）多元金融行业、保险行业跑赢沪深 300 指数，证券行业跑输沪深 300 指数。多元金融行业上涨 3.93%，保险行业上涨 1.90%，证券行业下跌 0.28%，非银金融整体上涨 0.93%，沪深 300 指数上涨 0.42%。
- **证券：CDR 落地有望直接增加券商业务收入，利好龙头券商。**1) 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。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%（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）。看好业务链条齐全、境内外业务具有丰富经验的大型券商。2) 30 家上市券商 3 月合计实现营收 180 亿元，同比-14%，环比+156%；实现净利润 88 亿元，同比-21%，环比+408%。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：税延养老保险试点历时十年终落地，开启千亿市场；一季度保费下滑风险基本消化；估值极低，期待未来保障型产品需求带动价值持续增长。**1) 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 5.8-6.9%（10.0-11.8%）。2) 各公司一季度新单保费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保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。3) 2018 年依然乐观，利润向上+保费长期向好+政策推进，行业仍处景气高位。保险行业方兴未艾，目前保险估值仅 0.8-1.2 倍 2018 年 PEV，处于估值底部。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 9 日-4 月 13 日）多元金融行业、保险行业跑赢沪深 300 指数，证券行业跑输沪深 300 指数。多元金融行业上涨 3.93%，保险行业上涨 1.90%，证券行业下跌 0.28%，非银金融整体上涨 0.93%，沪深 300 指数上涨 0.42%。

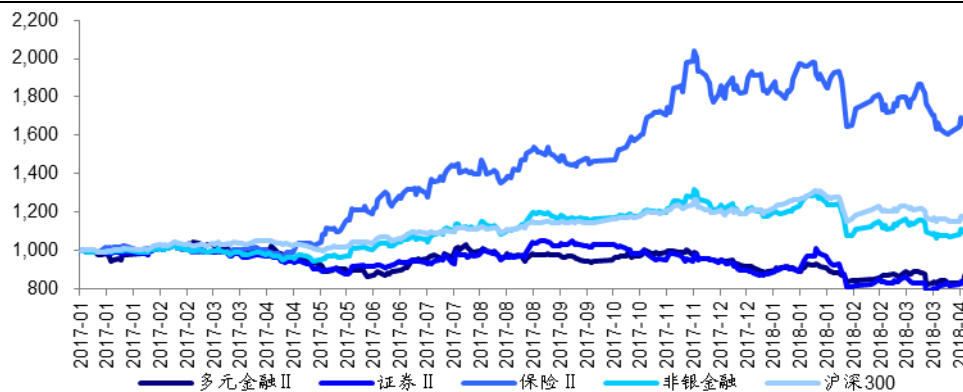
图1 非银金融子行业表现



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 3.57%，证券行业下跌 6.74%，保险行业下跌 9.94%，非银金融总体下跌 8.12%，沪深 300 下跌 3.96%。

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，国泰君安、西部证券、光大证券、香溢融通、陕国投 A、西水股份、中国平安等相对表现较好，国金证券、方正证券、辽宁成大、大众公用、鲁信创投、新华保险、中国太保等股价表现落后同业。从相对应子行业的表现来看，香溢融通上涨 12.24%，跑赢多元金融行业指数 8.31%。

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
601211.SH	国泰君安	证券 II	1.23%	-0.28%	1.51%
002673.SZ	西部证券	证券 II	0.62%	-0.28%	0.90%
601198.SH	东兴证券	证券 II	0.50%	-0.28%	0.77%
601788.SH	光大证券	证券 II	0.24%	-0.28%	0.52%
000750.SZ	国海证券	证券 II	0.23%	-0.28%	0.51%
601688.SH	华泰证券	证券 II	0.23%	-0.28%	0.51%
600369.SH	西南证券	证券 II	0.00%	-0.28%	0.28%
000686.SZ	东北证券	证券 II	-0.25%	-0.28%	0.02%
000623.SZ	吉林敖东	证券 II	-0.29%	-0.28%	-0.01%
601099.SH	太平洋	证券 II	-0.35%	-0.28%	-0.07%
002736.SZ	国信证券	证券 II	-0.37%	-0.28%	-0.09%
601377.SH	兴业证券	证券 II	-0.45%	-0.28%	-0.17%
600999.SH	招商证券	证券 II	-0.47%	-0.28%	-0.19%
600030.SH	中信证券	证券 II	-0.47%	-0.28%	-0.20%
600958.SH	东方证券	证券 II	-0.49%	-0.28%	-0.21%
600837.SH	海通证券	证券 II	-0.52%	-0.28%	-0.24%
601555.SH	东吴证券	证券 II	-0.61%	-0.28%	-0.33%
000776.SZ	广发证券	证券 II	-0.67%	-0.28%	-0.40%
000166.SZ	申万宏源	证券 II	-0.82%	-0.28%	-0.54%
002500.SZ	山西证券	证券 II	-1.14%	-0.28%	-0.86%
000728.SZ	国元证券	证券 II	-1.21%	-0.28%	-0.93%
000783.SZ	长江证券	证券 II	-1.25%	-0.28%	-0.97%
600739.SH	辽宁成大	证券 II	-1.27%	-0.28%	-0.99%
601901.SH	方正证券	证券 II	-1.47%	-0.28%	-1.19%
600109.SH	国金证券	证券 II	-3.90%	-0.28%	-3.62%
600830.SH	香溢融通	多元金融 II	12.24%	3.93%	8.31%
000563.SZ	陕国投 A	多元金融 II	6.14%	3.93%	2.21%
600705.SH	中航资本	多元金融 II	3.41%	3.93%	-0.52%
600816.SH	安信信托	多元金融 II	3.41%	3.93%	-0.53%
600643.SH	爱建集团	多元金融 II	3.13%	3.93%	-0.80%
600747.SH	*ST 大控	多元金融 II	3.00%	3.93%	-0.93%
600783.SH	鲁信创投	多元金融 II	-1.68%	3.93%	-5.61%
600635.SH	大众公用	多元金融 II	-2.12%	3.93%	-6.05%
000666.SZ	经纬纺机	多元金融 II	0.00%	3.93%	-
000415.SZ	渤海金控	多元金融 II	0.00%	3.93%	-
600291.SH	西水股份	保险 II	3.75%	1.90%	1.86%
601318.SH	中国平安	保险 II	2.53%	1.90%	0.63%
601628.SH	中国人寿	保险 II	-0.20%	1.90%	-2.10%
601601.SH	中国太保	保险 II	-0.60%	1.90%	-2.50%
601336.SH	新华保险	保险 II	-0.62%	1.90%	-2.51%

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：CDR 落地有望直接增加券商业务收入，利好龙头券商

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。

3 月净利润同比-21%，环比+408%。30 家上市券商公布 3 月业绩，合计实现营业收入 179.74 亿元，同比-14%，环比+156%；实现净利润 88.14 亿元，同比-21%，环比+408%。3 月业绩环比大幅增长主要是由于华泰及国泰君安一次性营收确认金额较大（华泰收到子公司分红 15 亿；国泰君安出让国联安）；同时，市场交易量环比+9%、两融环比同比均小幅增长，债券承销有所回暖等因素亦对业绩有积极促进作用。

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，我们认为 2018 年的主要看点包括：1）互联网金融继续深度融合，财富管理向 3.0 进化，业务部门间协同有望加大；2）回归投资银行本质，规范发行市场，在防范金融风险的同时，为资本市场引入活水；CDR 引入有望直接增厚投行收入。3）大资管时代，去通道的同时，继续大力发展主动资管；4）自营向投资交易转型，增加非方向型自营，平滑二级市场波动带来的业绩波动。5）资本市场逐步开放，打造境内境外联动的服务模式。

2018 年预计净利润同比增长 6%。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-5%/+6%/+15%。

表 3 2018 年盈利预测

(亿元)		2016	2017E	2018E 悲观	2018E 中性	2018E 乐观
经纪	日均股基交易额	5553	4905	4500	5000	5500
	增速	-47%	-12%	-8%	2%	12%
	佣金率	0.039%	.036%	0.030%	0.032%	0.034%
	增速	-25%	-8%	-16%	-11%	-5%
	佣金收入	1053	834	653	774	905
	增	-61%	-21%	-22%	-7%	9%
投行	股权融 规模	19520	12000	11000	16368	17600
	IPO	1496	2301	2000	2400	2600
	再融资	18024	12698	9000	13968	15000
	股权融资收入	216	230	222	292	315
	IPO	90	73	150	180	195
	再融资	126	102	72	112	120
	债权融资规模	363016	291000	265400	297000	314000
	企业债	5876	741	3000	4000	5000
	公司债	27797	10709	10400	13000	15000
	其他	329343	280000	252000	280000	294000
	债券融资收入	355	257	235	282	318
	并购收入	164	174	172	181	189
	股债承销收入	735	660	629	754	821
	增速	27%	-10%	-5%	4%	24%
资本中介	日均融资融券余额	8982	9360	9000	10000	110 0
	两融净收入	311	281	270	300	330
	股票质押规模	10821	15000	15000	17000	18000
	股票质押收入	256	330	387	417	432
	资本中介收入	566	611	657	717	762
	增速	-17%	8%	8%	17%	25%
资管	资管收入	296	326	326	342	359
	增速	8%	10%	0%	5%	0%
自营	自营收入	568	682	682	716	750
	增速	-60%	20%	0%	5%	10%
其他		61	70	70	70	70
营业收入		3280	3183	3018	3375	3668
净利润		1234	1146	1087	1215	1320
增速		-50%	-8%	-5%	6%	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，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+保费+利润+政策”四轮驱动，仍强烈推荐

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。

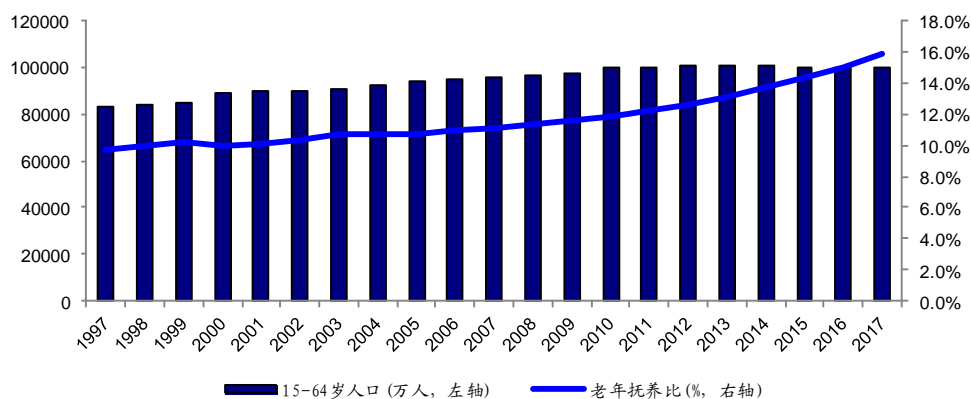
表 4 个人税收递延型商业养老保险试点政策梳理

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

中国养老形势：老龄化加速，未来养老需求必然激增。2017 年中国 65 岁及以上人口 1.6 亿人，占比 11.4%，我们预计老龄化率将加速上升，原因在于未来 65 岁以上人口的加速攀升（第一次婴儿潮人群的当前年龄仅为 48-56 岁），预期寿命的不断延长，以及出生率的持续低迷。我们预计到 21 世纪中叶，中国老龄化率或将达到 30-35%的峰值，老年抚养比或将达到 67%，即约每 1.5 个劳动年龄人口须负担一位老人，因此当前多层次的养老保障体系建设至关重要。

图3 中国 15-64 岁人口及老年抚养比



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

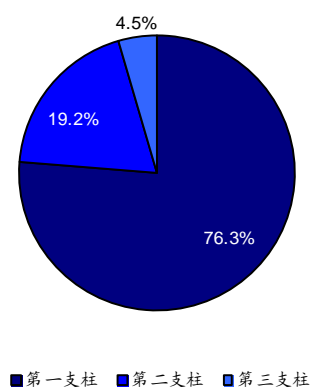
第一支柱——基本养老保险：征缴收入相较支出的差额正逐年扩大，基本养老金替代率的下降趋势难以逆转。2012 年以来，基金收入的增幅每年均小于支出增幅。2013 年以来，基本养老保险的征缴收入已经低于支出规模，且差额正快速扩大。基本养老保险必须依靠财政补贴，才能保持结余增加。基本养老金替代率已从 2000 年的 72%降至 2015 年的 45%，我们预计下降趋势难以改变，基本养老金替代率相较 70%（理想水平）的缺口须由第二支柱和第三支柱共同弥补。

第二支柱——企业年金：覆盖人数增长缓慢，发展步入瓶颈期，难以起到独立支柱

的作用。2017 年末，企业年金累计结余 1.29 万亿，为基本养老保险总收入的 29%；覆盖职工人数占基本养老保险覆盖人数的 2.6% 左右。参与人数增长缓慢，央企、大型国企等企业年金传统市场的容量已近饱和，而中小民营企业建立企业年金的动力并不强。企业年金仍处于零星发展的状态，发展缓慢的原因还包括多重监管、税收优惠力度不足、投资收益率偏低等因素。

第三支柱——商业养老保险：迎来起步阶段，发展潜力巨大。2016 年商业养老保险保费仅 1500 亿元，占人身险保费比例仅为 4%；第一支柱、第二支柱、第三支柱的余额占比分别为 76%、19%、5%。商业养老保险产品具有期限长、回报稳定、养老用途明确、附带保障功能、可年均化领取等独特优势，在税收优惠政策的推动下，预计将开启快速增长通道，在养老保障中发挥愈加重要的作用。

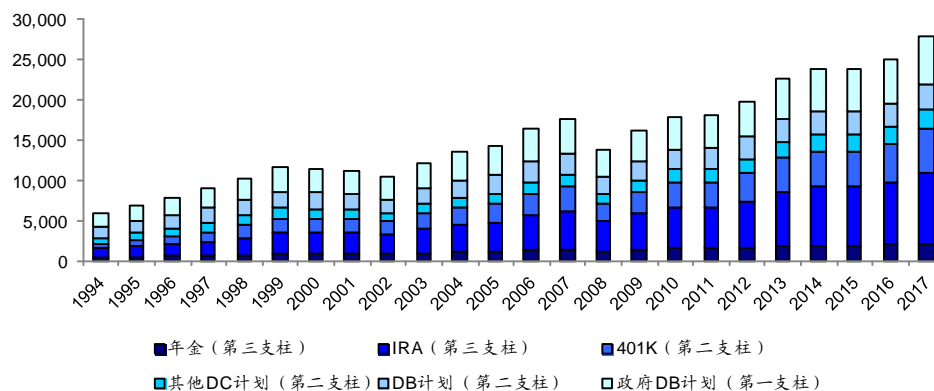
图4 2016 年末中国养老保障“三支柱”的余额占比



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

美国经验：税收优惠政策可促进第二支柱和第三支柱的长期快速增长。1) 2017 年末美国养老金总资产高达 27.9 万亿美元，占美国家庭金融资产的比例高达 35%，规模远高于中国。三大支柱占比分别为 22%、39% 和 40%，优于中国第一支柱独大的结构。2) 这 20 年来，美国 IRA 计划（第三支柱）和 401K 计划（第二支柱）的资产规模与占比快速上升，占比分别从 1995 年的 19% 和 12% 提升到了 2017 年的 32% 和 19%。我们判断其重要原因在于两者提供的“延迟纳税”等系列税收优惠政策。

图5 美国各类养老金的资产规模变化（百亿美元）



资料来源：美国投资公司协会 ICI，海通证券研究所

商业养老保险业务的 EV 贡献测算：中性（乐观）假设下，EV 贡献度为 5.8-6.9%（10.0-11.8%）。中性假设下对中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的 EV 贡献度

(EV 评估价值增量/2017EV) 分别为 6.1%、6.0%、6.9%和 5.8%; 乐观假设下分别为 10.4%、10.3%、11.8%和 10.0%。商业养老保险将贡献新的价值增长点, 期待保障型产品需求带动价值重启增长。

近期市场对于开门红保费负增长产生担心。开门红阶段以低价值率的年金险销售为主, NBV 占全年的比例并不高于其他季度, 因此并无特殊性。例如, 平安人寿 2015 和 2016 年开门红 NBV 占全年的比例分别仅为 24.6%和 25.8%。随着保障型业务占比提升, 开门红的重要性将持续下降, 常态化经营是未来的转型方向。春节后各保险公司加速健康险等保障型产品的销售, 我们预计 2018 年上市保险公司的保障型业务同比增速高于 20%, NBV 可保持整体 10%-15%的较高增速。

表 5 2018 年 1-2 月分渠道寿险保费同比预测

	个险新单保费	银保新单保费
国寿	-45%	-30%
平安	-18%	-60%
太保	-35%	-15%
新华	-35%	-60%

资料来源: 保险公司月度公告, 海通证券研究所

2018 年展望依然乐观, 投资与利润开始向上+保费长期向好, 行业仍处景气高位。受金融去杠杆、美国加息周期的影响, 预计 2018 年利率将维持在较高水平。预计 2018 年保险资金运用平均收益率超过 5.5%。同时, 预计 2018 年 750 天移动平均国债收益率曲线上行 10-25bps, “会计估计变更对税前利润的影响”由负转正, 预计使得 2018 年保险行业利润增速超过 50%。我们认为寿险保费的长期增长空间巨大, 代理人产能提升的空间巨大。

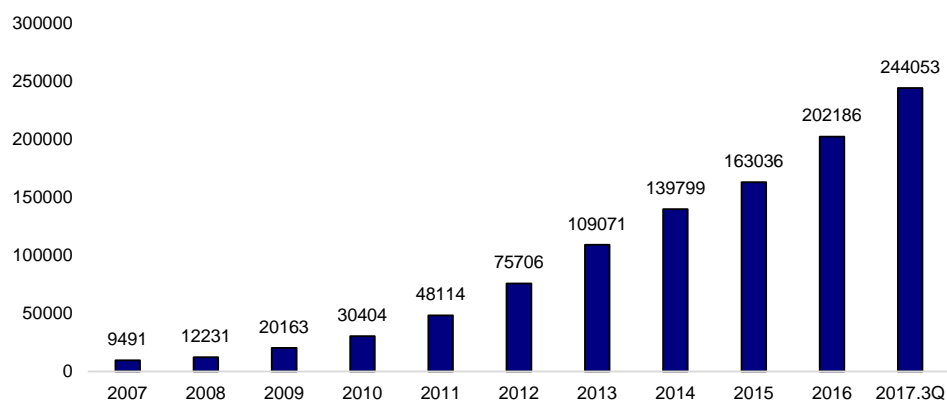
行业加速回归保障本源, “保费+利率+利润+政策”四轮驱动。利差高位的环境下, 价值转型可同时提升内含价值的成长性与稳定性, 我们判断保险公司的 P/EV 估值水平有望超越友邦保险, 进入上升通道, 戴维斯双击长期成立。目前股价对应 2018E P/EV 为 0.8-1.2 倍, 我们认为有望提升至 1.5-2.0 倍, “增持”评级。

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%。

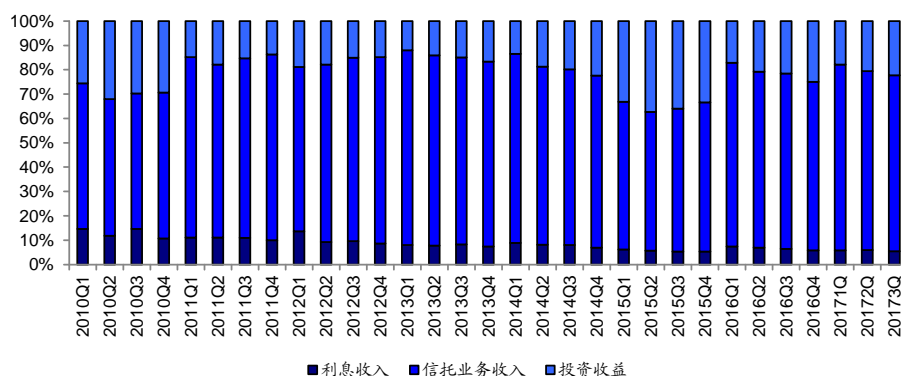
图6 信托行业资产规模（亿元）



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。

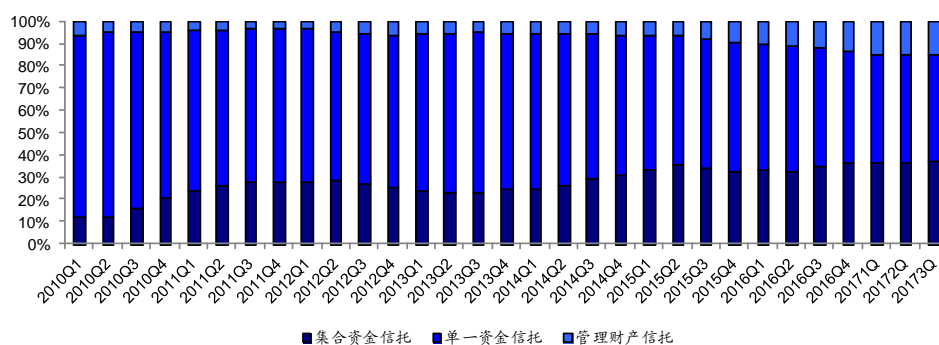
图7 信托业务收入占比



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而止，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8 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年中期，信托规模23万亿元，其中单一资金信托占48%，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100亿元，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) 保险行业基本面持续好转，长端利率上行，保险公司投资收益提升，利差收窄预期改善；个险渠道保障型产品新单保费维持增长，负债成本有所下调，业务转型持续。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 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：3宗信息披露违法违规案，1宗内幕交易案，1宗证券从业人员违法买卖股票案。

3宗信息披露违法违规案中，一是2015年9月12日至12月15日期间，时任申科滑动轴承股份有限公司（简称申科股份）实际控制人、董事长何全波及时任实际控制人、总经理何建东与严某国签署了关于申科股份控股股东股权转让的系列协议，每份股权转让协议涉及转让股份均超过5%，内容均涉及实际控制人持有公司股份或控制公司情况发生较大变化，属于《证券法》第67条所述应当及时履行信息披露义务的重大事件。除12月15日签订的《股份转让协议》外，申科股份均未按规定予以披露。依据《证券法》第193条规定，浙江证监局决定对申科股份责令改正，给予警告，并处以50万元罚款；对何全波、何建东给予警告，并分别处以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)；对中科股份董事会秘书陈兰燕给予警告，并处以 10 万元罚款。二是嵊州市永宇冲片股份有限公司（简称永宇冲片）对 2014 年以来存在的 11 起对外担保事项未按规定披露；对 2016 年以来存在的 10 起重大诉讼事项未按规定及时披露；2016 年 10 月 24 日，永宇冲片的债权人嵊州市峰帆贸易有限公司向绍兴市中级人民法院申请对永宇冲片进行破产重整，2016 年 10 月 28 日，永宇冲片收到绍兴市中级人民法院通知书后未按规定及时披露该事项。永宇冲片上述行为违反了《非上市公众公司监督管理办法》第 20 条、第 25 条规定，构成《非上市公众公司监督管理办法》第 60 条所述情形，依据《证券法》第 193 条规定，浙江证监局决定对永宇冲片责令改正，给予警告，并处以 30 万元罚款；对直接负责的主管人员魏永良给予警告，并处以 20 万元罚款；对其他直接责任人员邢利、钱纪香给予警告，并分别处以 10 万元和 3 万元罚款。三是王俊元时为义乌华鼎锦纶股份有限公司（简称华鼎股份）持股 5% 以上的股东。2014 年 12 月 18 日至 12 月 29 日，王俊元通过本人证券账户以大宗交易方式累计减持 6,000 万股“华鼎股份”，并通过其控制使用的他人证券账户接盘买回。2016 年 11 月 7 日至 12 月 14 日，王俊元又通过本人账户以大宗交易方式累计减持 3,800 万股“华鼎股份”，并通过其控制使用的他人证券账户接盘买回。王俊元的上述减持行为不构成真实减持，王俊元向华鼎股份报送权益变动报告书的有关减持情况与事实不符，导致华鼎股份后续披露的相关信息存在虚假记载。王俊元的上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》第 46 条规定，构成《上市公司信息披露管理办法》第 61 条、《证券法》第 193 条所述违法行为。依据《证券法》第 193 条规定，厦门证监局决定责令王俊元改正，给予警告，并处以 60 万元罚款。

1 宗内幕交易案中，郑一帆、樊云系天津百利特精电气股份有限公司（下称百利电气）收购苏州贯龙电磁线有限责任公司股权相关内幕信息的知情人。在内幕信息敏感期内，郑一帆控制使用其本人证券账户买入“百利电气”30,000 股，没有违法所得；樊云控制使用“吴某”证券账户买入“百利电气”115,400 股，获利约 3.8 万元。郑一帆、樊云的上述行为违反了《证券法》第 73 条、第 76 条规定，依据《证券法》第 202 条规定，吉林证监局决定对郑一帆处以 5 万元罚款；没收樊云违法所得约 3.8 万元，并处以约 11.3 万元罚款。

1 宗证券从业人员违法买卖股票案中，张锋于 1993 年 12 月至 2017 年 1 月在国联证券股份有限公司（简称国联证券）任职，徐斌武于 2008 年 11 月至 2017 年 1 月在国联证券任职，两人均为证券从业人员。2009 年 4 月 24 日至 2016 年 5 月 18 日期间，张锋控制使用其配偶林某证券账户交易股票，获利约 9.4 万元；2016 年 1 月 8 日至 2016 年 8 月 25 日期间，徐斌武控制使用其配偶王某及他人证券账户交易买票，共计获利约 189.2 万元。张锋、徐斌武的上述行为违反了《证券法》第 43 条规定，依据《证券法》199 条规定，江苏证监局决定没收张锋违法所得约 9.4 万元，并处以约 9.4 万元罚款；没收徐斌武违法所得约 189.2 万元，并处以约 189.2 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。我会将持续保持执法高压态势，扎实推动资本市场持续稳定健康发展，更好地服务于实体经济和现代化经济体系建设。

来源：证监会

4.2 中央网信办和中国证监会联合发布《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》

为全面贯彻落实党的十九大精神，充分发挥资本市场在资源配置中的重要作用，规范和促进网信企业创新发展，推进网络强国、数字中国建设，2018 年 3 月 30 日，中央网信办和中国证监会联合印发《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》（以下简称《意见》）。

当今世界，以互联网为代表的网络信息技术深刻改变着全球经济格局、利益格局、安全格局。我国正从网络大国向网络强国迈进，在互联网、信息设备制造、信息传输、

信息技术服务等领域，涌现出一大批创新型网信企业，有效拓展了经济发展新空间，为适应和引领经济发展新常态，深化供给侧结构性改革发挥了重要作用。在此背景下，需要进一步发挥资本市场服务实体经济功能，加强政策引导，促进网信企业规范发展。

《意见》指出，党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视网络安全和信息化工作，我国网信事业取得积极进展，网络强国建设不断深入推进。推动资本市场服务网络强国建设，应以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，并遵循以下总体要求：推动网信事业和资本市场协同发展，保障国家网络安全和金融安全，促进网信和证券监管工作联动。在具体措施方面，《意见》提出：

一是加强政策引导，促进网信企业规范发展。支持网信企业服务国家战略，引导网信企业围绕网络强国战略目标选择发展方向。提高网信企业规范运作水平和信息披露质量，指导网信企业遵守国家法律法规、行业规范和业务标准，建立规范的公司治理结构和健全的内部控制制度。指导网信企业提高网络与信息安全意识，建立健全网络与信息安全保障措施，维护国家网络空间主权、安全和发展利益，保障个人信息和重要数据安全。

二是充分发挥资本市场作用，推动网信企业加快发展。支持符合条件的网信企业利用主板、中小板、创业板、新三板、区域股权市场、债券市场等多层次资本市场做大做强。鼓励网信企业通过并购重组，完善产业链条，引进吸收国外先进技术，参与全球资源整合，提升技术创新和市场竞争能力。营造有利于各类投资主体参与的市场环境，为不同发展阶段的网信企业提供资本支持。充分发挥保荐机构、财务顾问、律师事务所、会计师事务所等机构的积极作用。

三是加强组织保障。中央网信办和中国证监会将建立健全工作协调机制，加强工作沟通，积极促进信息共享。充分发挥政府、行业协会、研究机构、企业等作用，搭建投融资专业服务平台。加强政策研究和宣传，发挥网信和投融资行业专家作用，研究网信企业对接资本市场中的新情况、新问题，推动资本市场改革政策在网信领域先行先试。

制定出台《意见》，从发展网信事业方面，有助于进一步发挥资本市场支持网络强国建设积极作用，有助于网信企业利用多层次资本市场做大做强。从资本市场发展和监管方面，有助于提高网信企业规范运作和公司治理水平，有助于提高信息披露质量，保护投资者合法权益。

下一步，中央网信办和中国证监会将采取务实措施，推动各项工作细化落实，努力增加制度的包容性和适应性，加大对新技术新产业新业态新模式的支持力度，促进网信企业高效对接资本市场，加快实施网络强国战略。

来源：证监会

4.3 铁矿石期货正式实施引入境外交易者业务

经过周密准备，铁矿石期货引入境外交易者参与交易的各项准备工作已经完成。综合考虑各方因素，铁矿石期货将于 2018 年 5 月 4 日正式实施引入境外交易者业务。

来源：证监会

风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑

表 6 上市券商盈利预测及估值表 (2018 年 4 月 13 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	11.54	1,327	16.5	15.4		1.2	1.1	
国泰君安	17.32	1,509	13.4	15.3	16.8	1.3	1.2	1.2
中国银河	10.58	1,073	20.8	26.9	25.2	1.7	1.7	1.6
申万宏源	4.86	1,095	18.0	21.1	20.6	1.9	1.8	1.0
国信证券	10.79	885	19.3	20.8		2.0	1.7	
华泰证券	17.60	1,261	20.1	13.6	16.8	1.5	1.4	1.3
广发证券	16.21	1,235	15.4	14.3	14.0	1.6	1.5	1.3
招商证券	17.05	1,142	18.8	22.0	18.7	1.9	1.8	1.7
东方证券	12.23	855	37.0	24.1	27.8	1.9	1.6	1.5
光大证券	12.41	572	16.8	19.0	18.1	1.2	1.2	1.1
国投安信	12.16	514	17.6	18.5	15.2	1.6		
财通证券	15.04	540	27.3	33.4	28.9	3.3	2.7	2.6
华西证券	13.32	350	16.9	27.2	28.7	2.4	2.2	1.7
方正证券	6.03	496	19.5	33.5		1.4	1.3	
浙商证券	12.79	426	31.2	37.6	38.0	4.0	3.2	2.8
长江证券	7.10	393	16.1	25.4	16.7	1.5	1.5	1.3
西部证券	9.69	339	24.1	42.1		2.2	1.9	
兴业证券	6.65	445	21.6	19.5	20.4	1.4	1.3	1.3
第一创业	7.90	277	29.3	65.8	25.0	2.0	3.1	1.7
华安证券	6.97	252	33.2	38.7	25.9	2.1	2.1	1.9
中原证券	6.15	241	33.6	54.6	53.0	2.3	2.4	2.4
国金证券	8.63	261	20.1	21.7	21.5	1.5	1.4	1.3
东吴证券	8.18	245	16.4	31.1	28.8	1.2	1.2	1.2
西南证券	4.33	244	27.1	14.7	13.2	1.3	1.1	1.0
国元证券	8.97	302	12.5	22.4	10.7	0.8	1.2	0.7
太平洋	2.84	194	28.4	167.1	48.4	1.6	1.7	2.0
山西证券	7.83	221	46.1	55.9	31.9	1.8	1.8	1.4
东北证券	7.83	183	13.5	16.5	14.9	1.2	1.1	1.0
国海证券	4.32	182	18.0	48.0		1.3	1.3	
宝硕股份	9.33	162	(42.4)	39.9	30.0	1.1	1.1	1.0
大券商平均			19.6	19.2	19.7	1.6	1.5	1.3
平均			20.2	33.5	24.4	1.7	1.7	1.5

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 7 上市保险公司估值及盈利预测（2018 年 4 月 13 日）

证券简称	价格	EV				1YrVNB			
A 股	人民币(元)	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	66.18	34.89	45.14	55.72	68.27	2.78	3.68	4.24	5.08
中国人寿-A	24.97	23.07	25.97	30.27	35.50	1.74	2.13	2.23	2.50
新华保险-A	45.22	41.49	49.19	58.56	69.52	3.35	3.87	4.45	5.11
中国太保-A	32.98	27.14	31.58	37.98	45.30	2.10	2.95	3.24	3.73
证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	66.18	1.90	1.47	1.19	0.97	11.26	5.71	2.47	-0.41
中国人寿-A	24.97	1.08	0.96	0.82	0.70	1.09	-0.47	-2.38	-4.21
新华保险-A	45.22	1.09	0.92	0.77	0.65	1.11	-1.03	-3.00	-4.75
中国太保-A	32.98	1.22	1.04	0.87	0.73	2.78	0.48	-1.54	-3.30
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	66.18	3.41	4.87	5.87	7.45	20.98	25.89	31.20	37.98
中国人寿-A	24.97	0.68	1.14	1.43	1.92	10.74	11.35	12.93	14.52
新华保险-A	45.22	1.58	1.73	2.55	3.26	18.95	20.42	22.97	26.24
中国太保-A	32.98	1.33	1.62	2.27	3.08	14.54	15.17	16.44	19.81
证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	66.18	19.39	13.58	11.28	8.89	3.15	2.56	2.12	1.74
中国人寿-A	24.97	36.90	21.88	17.48	12.97	2.32	2.20	1.93	1.72
新华保险-A	45.22	28.62	26.21	17.73	13.86	2.39	2.21	1.97	1.72
中国太保-A	32.98	24.80	20.38	14.52	10.69	2.27	2.17	2.01	1.67

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
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,越秀金控,国金证券,中国太保,东吴证券,国泰君安,光大证券,中国人寿,东方财富,兴业证券,中国银河,浙商证券,招商证券,华安证券,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,宝硕股份,中国太平,东方证券,国元证券,长江证券,新华保险,广发证券

投资评级说明

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方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经营范围包括证券投资咨询业务。