

非银金融

证券研究报告

2018年11月18日

继续推荐龙头券商，积极政策值得期待

投资评级

行业评级

中性(维持评级)

上次评级

中性

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《非银金融-行业研究周报:科创板助力龙头券商,政策转向有望持续》2018-11-11
- 《非银金融-行业专题研究:区块链大金融系列:银行区块链竞赛开启,角逐金融科技巨头桂冠》2018-04-22
- 《非银金融-行业专题研究:区块链专题报告之物联网领域:开启万物互联新时代》2018-04-16

投资要点: 证券行业的重要变化是政策转向,且政策落地的速度超预期,核心逻辑逐渐从化解股权质押风险带来的估值修复切换到资本市场改革预期带来的估值提升,政策红利持续落地将驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。2018年下半年保险负债端持续优化,行业健康险快速增长,10月上市公司保费改善加速,预计全年NBV同比增长超预期;产险行业保费集中度提升,报行合一及行业手续费上限自律的实施利好龙头公司,预计承保盈利也将向龙头公司集中。推荐排序:中信证券、华泰证券、中国财险、中国平安、中国太保。

证券: 我们继续坚定推荐龙头券商。过去一周合计共有114家上市公司发布解除质押的公告,这意味着在监管推动下,证券公司的股权质押业务风险已经得到了一定的化解。各类积极政策陆续颁布,1)证监会简化重大资产重组信息披露要求,进一步提升并购重组效率;2)上交所再出沪伦通配套规则,预计12月初将进行测试;3)上交所理事会就设立科创板并试点注册制等事项听取业内意见,明确科创板应是一个独立的新市场;4)证监会主席刘士余听取关于上证50ETF期权运作及相关风险对冲工具发展的建议。目前,证券行业仍处于历史估值底部,行业平均1.3x PB,行业历史估值的中位数为2x PB。券商估值修复的核心逻辑逐渐从化解股权质押风险切换到资本市场整体改革。政策红利持续落地将驱动券商估值持续提升,集中度提升的趋势十分明确,继续推荐龙头券商:中信证券、华泰证券,建议关注中金公司。

保险: 10月上市公司保费增速继续改善,10年期国债收益率有所下行。1) 2018年1-9月,人身险保费收入同比减少2.4%,同比降幅较8月缩小了1.9pct,其中健康险(剔除和谐健康)同比增长34.5%。10月上市公司保费端改善加速,当月合计总保费同比增长18.9%,快于此前的5个月份。其中,平安10月当月寿险个人业务新单保费同比增长14%,好于市场预期。同时,我们预计太保与新华的4季度新单保费可实现高速增长,2018年NBV增速逐季改善的趋势持续。2) 我们预计中国人寿的2019年开门红预售情况较好,主要源自吸引力较强的年金险产品。3) 2018年1-9月,产险业务保费收入同比增长10.7%,增速放缓,但农险保费收入同比增长18.5%,预计其他非车险业务也实现较快增长。产险行业保费集中度提升,前三大财险公司保费收入占比63.9%,同比提升0.4pct;报行合一及行业手续费上限自律的实施利好龙头公司,预计承保盈利也将向龙头公司集中。4) 10年期国债收益率持续走低,本周累计下跌12bps至3.35%,已降至今年4月以来10年期国债收益率的震荡区间(大致为3.5%-3.7%)底部之下,且中美一年期国债利率出现了10年来首次倒挂。

多元金融: 科创板+注册制为创投基金提供了一条便捷的退出通道,利好创投企业。科创板的设立及注册制的试点,可能将为一些创新企业,尤其是那些暂时未能达到盈利标准或者股权结构达不到当前A股发行要求的企业带来实质性利好,并为创投基金提供一条重要的退出渠道,关注鲁信创投。

行业排序及重点公司推荐: 行业推荐排序为证券>保险>多元金融,推荐中信证券、华泰证券、中国财险、中国平安、中国太保,建议关注中金公司、鲁信创投。

风险提示: 市场低迷导致业绩及估值双重下滑、政策落地不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-11-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	17.58	买入	0.94	0.96	1.14	1.27	18.70	18.31	15.42	13.84
601688.SH	华泰证券	17.57	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	13.52	18.30	16.27	14.40
601318.SH	中国平安	65.25	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	13.40	11.29	8.22	6.89
601601.SH	中国太保	32.80	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	20.25	16.57	12.24	10.38

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 非银金融子行业观点.....	3
1.1. 证券：继续推荐龙头券商，积极政策值得期待	3
证监会多项政策并举，预计后续并购重组将进一步提速	3
沪伦通再出配套规则，预计 12 月初将进行测试.....	3
上交所设立科创板并试点注册制，龙头券商预计受益大.....	4
政策改善进行时，继续看好龙头 –上市券商 10 月财务数据点评	4
1.2. 保险：10 月上市公司保费增速继续改善，10 年期国债收益率有所下行	6
1.3. 多元金融：科创板+注册制为创投基金提供便捷的退出渠道	11
2. 行业排序及公司推荐.....	11

图表目录

图 1：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）	5
图 2： 人身险分险种累计同比增长.....	6
图 3：人身险分险种当月同比增长	6
图 4：上市保险公司原保险保费收入累计同比增长.....	7
图 5：上市保险公司原保险保费收入当月同比增长.....	7
图 6：平安寿险个人业务新单保费同比增长.....	7
图 7：1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率	8
图 8：财产险和农险保费收入累计同比增长.....	9
图 9：前三家财险公司交强险盈利情况（单位：亿元）	9
图 10：前三家财险公司交强险综合成本率	9
图 11：行业保险资金配置	10
图 12：中国股市的 4 季度表现.....	10
图 13：中国和美国国债收益率情况.....	10
表 1：2018 年 10 月已披露上市券商月度财务数据情况（单位：亿元）	5
表 2：上市券商盈利预测及估值表（2018 年 11 月 16 日）	12
表 3：保险公司盈利预估关键指标	12

1. 非银金融子行业观点

1.1. 证券：继续推荐龙头券商，积极政策值得期待

监管政策是影响券商股价的重要因素，利好政策的出台对于券商估值的提升有着较长时间段的积极影响。自 10 月 20 日国务院金融稳定发展委员会召开会议以来，监管机构频繁释放出政策的积极信号。而过去一周合计共有 114 家上市公司发布了解除质押的公告，意味着在监管层的推动下，证券公司的股权质押业务风险已经得到一定的化解。

围绕资本市场改革的积极政策陆续颁布，有望进一步提升券商板块的估值，并提升市场的整体信心。1) 证监会简化重大资产重组信息披露要求，进一步提升并购重组效率；2) 上交所再出沪伦通配套规则，预计 12 月初将进行测试；3) 上交所理事会就设立科创板并试点注册制等事项听取业内意见，明确科创板不能只看成一个板块，应该是一个独立的新市场；4) 证监会主席刘士余听取关于上证 50ETF 期权运作及相关风险对冲工具发展的建议。

11 月以来市场活跃度回升，将从两方面利好券商：一是能够纾解股权质押业务的风险，经测算截至 11 月 16 日，上市公司收盘价低于预估平仓线价格规模占整体参考市值的比重为 65%，较上周五下降 8 个百分点。二是业务规模开始回升，11 月至今沪深两市成交量回升至 3778 亿元，为半年来新高；两融余额筑底回升，截至 15 日两融余额为 7776 亿元。

综上，我们继续推荐龙头券商，重要变化是政策转向，且政策落地的速度超预期。目前，证券行业仍处于历史估值底部，行业平均 1.3x PB，行业历史估值的中位数为 2x PB。我们在此前的深度报告中提出：监管政策的反转期是配置券商股的良好时机，券商股估值的反转与提升往往先于业绩的实质改善，所以行业 ROE 处于低位情况下，我们依然看好券商的估值在短期的提升空间。而券商估值修复的核心逻辑逐渐从化解股权质押风险带来的估值修复切换到资本市场改革预期带来的估值提升阶段。政策红利持续落地将驱动券商估值在目前的低位持续提升。继续推荐龙头券商：中信证券、华泰证券，建议关注中金公司。

证监会多项政策并举，预计后续并购重组将进一步提速

本次修订的主要内容有：一是聚焦主要交易对方和交易标的核心要素的披露。不再要求披露交易对方业务发展状况、主要财务指标和下属企业名目；对海外并购、招拍挂等交易允许简化或暂缓披露相关情况。二是增加中介机构核查要求弹性。允许中介机构结合尽职调查的实际进展披露核查意见。三是在已明确交易标的前提下，不再强制要求披露标的预估值或拟定价，便于交易各方更充分地谈判博弈。四是在充分披露相关风险的前提下，不再要求披露权属瑕疵、立项环保等报批事项，本次交易对公司同业竞争、关联交易的预计影响，相关主体买卖股票自查情况。

点评如下：并购重组业务的监管从严格到逐步放松，此前证监会推出“小额快速”并购重组审核机制；明确申请企业 IPO 审核失败后，可通过并购重组上市方式登录主板，而且审核期从 3 年压缩到 6 个月；支持上市公司在并购重组中定向发行可转债作为支付工具，以增加并购交易谈判的弹性。此次，简化重大资产重组信息披露要求，旨在提升并购重组效率。随着证监会多项政策并举，鼓励企业并购重组，预计后续并购重组将进一步提速。

沪伦通再出配套规则，预计 12 月初将进行测试

继 11 月 2 日《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》简称《暂行办法》等 8 项业务规则发布后，11 月 16 日，上交所又发布了《沪伦通临时公告格式指引适用指南》、《沪伦通境外基础证券发行人董事（高级管理人员）声明及承诺书》，一起发布的还有《关于沪伦通境外基础证券发行人的投资者通过权益信息披露系统申报披露权益信息的通知》。根据券商中国报道，12 月 8 日沪伦通经纪业务将进行通关测试，测试完成后业务将准备上线。

点评如下：1) 沪伦通是上海和伦敦两地的上市公司，通过将股票转换成存托凭证（DR），

并在对方市场挂牌交易，从而实现让投资者在本地市场交易境外公司股票。2) 对于券商而言影响主要是：投行业务，DR 结构设计、注册登记类似于投行业务，可以给券商带来承销业务收入。在 DR 交易环节将产生类似于基础证券的交易佣金以及证券公司和经纪商作为 DR 的做市商，能够赚取价差。3) 沪伦通涉及两地交易市场，对券商的跨境业务能力尤其是风险管控能力提出了更高的要求，预计龙头券商受益更大。

上交所设立科创板并试点注册制，龙头券商预计受益大

科创板与注册制，均是我国资本市场改革的一次重大突破

11月5日，国家主席习近平出席首届中国国际进口博览会开幕式，并发表了题为《共建创新包容的开放型世界经济》的主旨演讲，提及将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。随后证监会及上交所均表示将积极稳妥推进科创板和注册制试点顺利落地。近年来，我国一直致力于构建多层次资本市场，如今酝酿已久的科创板终于推出，是强化市场功能的一项资本市场重大改革举措。

注册制仍在稳步推进中，此次在科创板试点体现“增量改革”的思路

2013年十八届三中全会就提出了注册制改革，2015年全国人大财经委据此形成证券法修改草案，并提交人大常委会初审。2018年2月，证监会主席刘士余向全国人大常委会汇报了股票发行注册制改革的情况，同时指出，目前在资本市场发展中，还存在不少与实行股票发行注册制改革不相适应的方面，需要进一步探索和完善。后经过全国人大常委会审议，决定将授权期限延长到2020年2月29日。本次通过建立新的市场板块进行改革尝试，既能推动制度创新，又能隔离风险。若能试点成功，将从根本上解决我国资本市场长期存在的一些问题。

预计将利好龙头券商，同时丰富创投企业退出渠道

上交所提及将通过建立证券公司资本约束等新制度来推进科创板及注册制，参考年初CDR制度、新经济企业上市等改革措施，我们预计大概率会划定主承销商的范围；同时，注册制对主承销的承销能力、资产定价能力、风控能力提出更高的要求，龙头券商在这方面具有竞争优势，因此我们预计龙头券商参与会更多。

政策改善进行时，继续看好龙头 - 上市券商 10 月财务数据点评

已披露 10 月财务数据的 31 家上市券商当月实现营收 94 亿元，同比-46%，环比-40%；实现净利润 24 亿元，同比-66%，环比-58%。10 月业绩环比下滑主要是受沪深两市震荡下行影响。从全年累计的统计口径看，31 家上市券商 1-10 月实现营业收入 1385 亿元，实现净利润 494 亿元。

上市券商业绩出现明显下滑，但龙头券商业绩表现相对稳定

10 月份已披露数据的 31 家上市券商中有 23 家实现盈利。营业收入位列前三的分别是中信证券（12.52 亿元，环比-22%）、华泰证券（8.96 亿元，环比-43%）和国泰君安（8.59 亿元，环比-41%）；净利润位列前三的分别是华泰证券（4.47 亿元，环比-36%）、中信证券（3.89 亿元，环比-30%）和国泰君安（3.13 亿元，环比-32%）。10 月业绩环比下滑明显主要是受市场震荡下行、去年高基数（A+H 券商 IFRS9 实施前兑现收益）以及假期因素的影响。从全年累计的统计口径看，31 家上市券商累计实现营业收入 1385 亿元，实现净利润 494 亿元；中信证券（净利润 62 亿元，同比下降 17%）、华泰证券（净利润 60 亿元，同比-19%）、国泰君安（净利润 57 亿元，同比-21%）。

表 1: 2018 年 10 月已披露上市券商月度财务数据情况 (单位: 亿元)

公司简称	营收	环比变化	同比变化	净利润	环比变化	同比变化	净资产
中信证券	12.52	-22%	-64%	3.89	-30%	-77%	1,306.51
国投资本	4.35	127%	7%	1.48	2849%	14%	306.44
国金证券	2.15	12%	-49%	0.54	30%	-59%	190.59
西南证券	0.99	-61%	-32%	-0.16	-125%	-53%	186.60
海通证券	3.37	-62%	-76%	0.53	-81%	-92%	1,113.82
东方证券	3.37	11%	-72%	0.78	-3%	-84%	519.86
招商证券	5.39	-41%	-37%	1.56	-60%	-58%	782.57
太平洋	-0.03	-102%	-103%	-0.88	-156%	-1295%	110.78
东兴证券	1.78	-40%	-36%	0.53	-23%	-63%	192.50
国泰君安	8.59	-41%	-36%	3.13	-32%	-54%	1,267.09
兴业证券	0.99	-74%	-90%	-0.50	-176%	-112%	315.48
东吴证券	3.11	74%	112%	0.67	33%	53%	198.54
华泰证券	8.96	-43%	-16%	4.47	-36%	-5%	1,038.89
光大证券	1.24	-82%	-70%	-0.32	-111%	-123%	499.75
方正证券	3.11	-77%	12%	0.51	-95%	33%	462.39
申万宏源	6.03	-42%	-14%	2.65	-40%	5%	706.90
东北证券	1.81	6%	33%	0.22	-1%	-12%	151.59
国元证券	0.74	-42%	-61%	-0.33	-1284%	-155%	236.52
国海证券	0.63	-58%	8%	-0.16	-142%	87%	131.73
广发证券	5.04	-42%	-57%	1.45	-55%	-72%	805.70
长江证券	1.16	-69%	-56%	-0.44	-181%	-238%	275.71
山西证券	0.87	-20%	-38%	0.10	-53%	-65%	132.84
西部证券	1.24	-40%	-55%	0.23	-70%	-74%	175.35
国信证券	5.73	-3%	-15%	1.53	-24%	-40%	510.71
第一创业	1.01	14%	-4%	0.14	69%	-47%	95.36
华创阳安	1.60	-17%	65%	0.44	-11%	2126%	108.88
华安证券	0.58	-58%	-50%	0.08	-75%	-81%	121.61
中原证券	0.42	-20%	-50%	-0.09	-85%	-121%	97.74
中国银河	4.33	-40%	-27%	1.26	-29%	-37%	652.66
浙商证券	1.61	-18%	-24%	0.25	-52%	-58%	136.50
华西证券	1.39	-24%	-	0.45	-8%	-	181.39
财通证券	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1: 券商板块目前估值仍处于历史底部区间 (中信行业非银金融-证券)

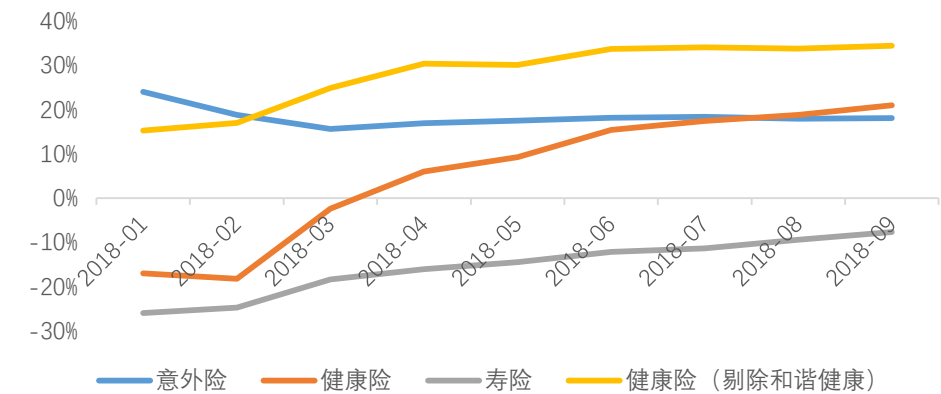


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 保险：10月上市公司保费增速继续改善，10年期国债收益率有所下行

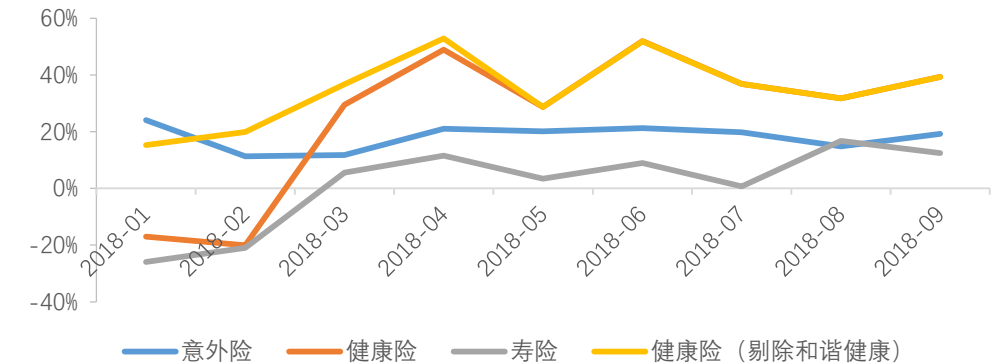
人身险：健康险快速增长，业务结构优化显著。由于新单保费同比增长不断改善和续期积累，行业原保险保费收入负增长幅度逐月缩小。2018年1-9月，人身险原保险保费收入同比增长-2.4%，负增长幅度较8月缩小1.9pct。其中寿险、健康险、意外险保费累计同比增长分别为-7.7%、21.0%、18.1%，剔除和谐健康保费，健康险累计同比增长34.5%。受益于居民健康险需求的不断释放和保险公司在供给端的大力推动，18年健康险保持快速增长，1-9月单月同比增长（剔除和谐健康）分别为：15.3%、19.9%、36.7%、52.9%、28.7%、51.8%、36.8%、31.8%、39.3%。截至9月，健康险占比19.1%，同比提升3.7pct。随着保险公司供给侧改革深化（产品和渠道）、保险+健康管理模式的完善、居民需求的不断激发，我们预计健康险将释放更大的发展动能，在中长期保持快速发展，保费和价值贡献将进一步提升。

图2：人身险分险种累计同比增长



资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

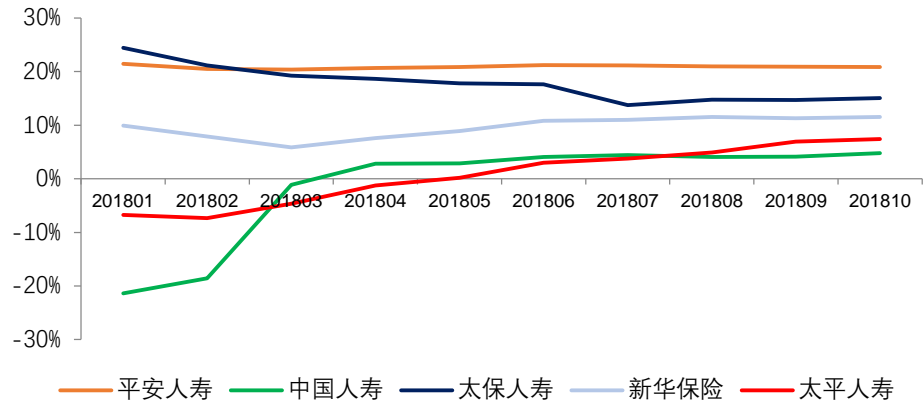
图3：人身险分险种当月同比增长



资料来源：银保监会网站，天风证券研究所

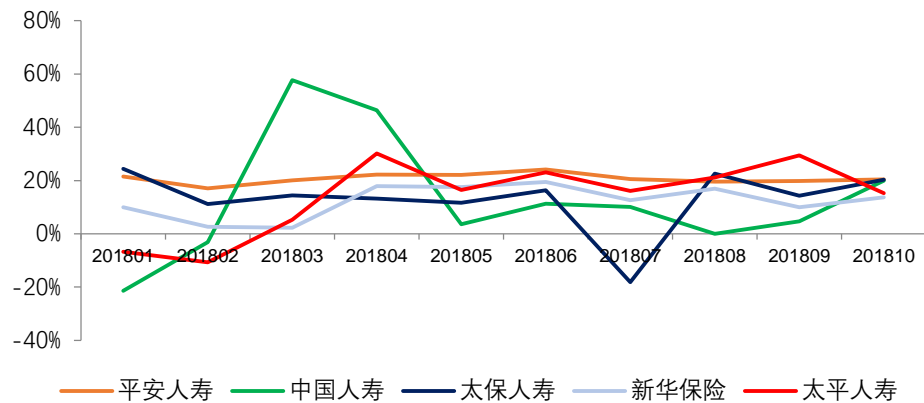
市场集中度进一步提升，大型保险公司保费端改善加速，全年NBV增长有望超预期。原来以理财型保险产品为主的中小型保险公司受到严监管政策下的产品形态变化以及销售环境变化的影响更大，仍处在震荡的转型期，而大型寿险公司凭借着个险渠道优势和转型先发优势，保费增长情况优于中小型保险公司，截至9月，前5家上市公司（国寿、平安、太平、新华、太平）人身险保费收入占比55.3%，同比提升7.2pct。10月前5家上市公司保费端改善加速，合计原保险保费收入累计同比增长11.5%，当月同比增长18.9%，快于此前的5个月份。其中，平安10月当月寿险个人业务新单保费同比增长14%，好于市场预期。同时，预计太保与新华的4季度新单保费可实现同比高速增长，2018年NBV增速逐季改善的趋势持续。

图 4：上市保险公司原保险保费收入累计同比增长



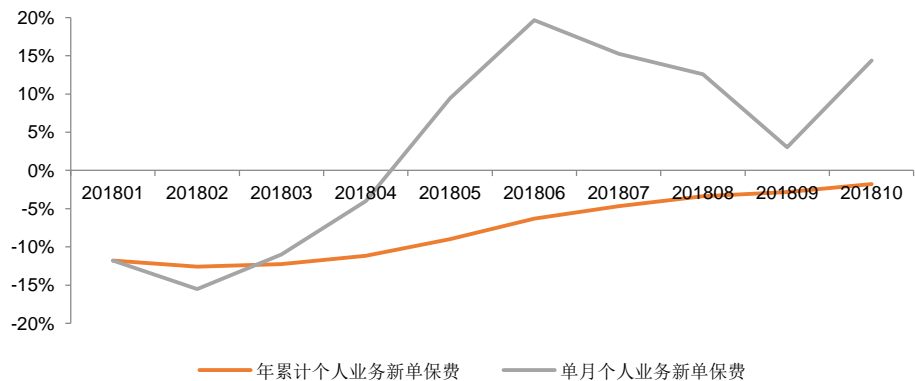
资料来源：上市公司保费收入公告，天风证券研究所

图 5：上市保险公司原保险保费收入当月同比增长



资料来源：上市公司保费收入公告，天风证券研究所

图 6：平安寿险个人业务新单保费同比增长

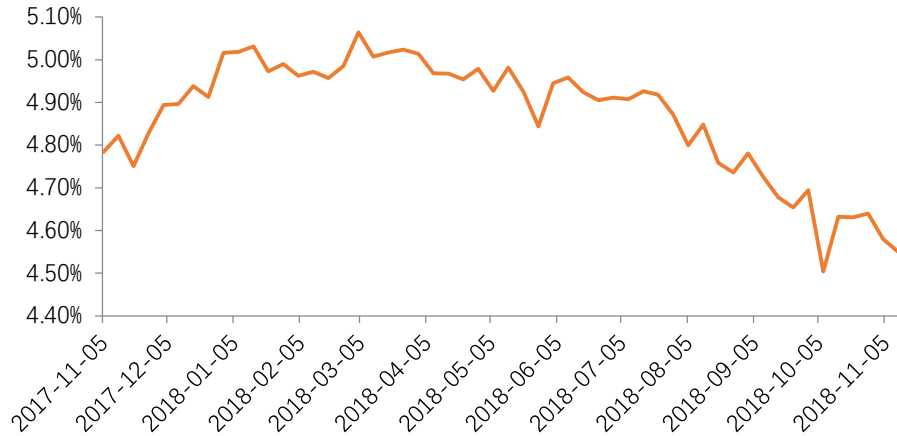


资料来源：平安保费收入公告，天风证券研究所

年金险销售环境改善，预计 2019 年 1 季度年金险整体销售情况较好。国寿、太平已开始 2019 年开门红产品预售；预计平安、太保、新华陆续将于 11 月下旬或 12 月开始开门红。我们预计中国人寿的 2019 年开门红预售情况较好，主要源自吸引力较强的年金险产品。目前 1 年期银行理财产品预期年收益率平均低于 4.6%，显著低于 2018 年初的 5%水平；2019

年保险公司的部分年金险产品的预定利率同比有所上升，附加万能险的结算利率一般高于5%，加上增员环境改善，因此我们预计2019年1季度年金险的整体销售情况较好，但市场竞争格局或对定价策略稳健的保险公司造成短期冲击。

图7：1年期银行理财产品的平均预期年化收益率



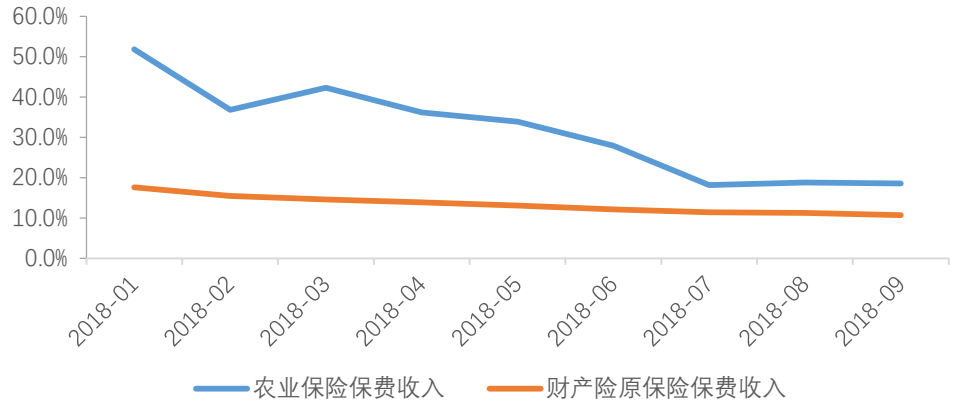
资料来源：wind，天风证券研究所

银保监会酝酿推动保险营销员新一轮改革，提升代理人留存和产能至关重要。在中保协主办的“2018中国保险营销峰会”上，银保监会管理人员指出目前营销员渠道的现状是“作用功能不容否定，但问题矛盾也不容忽视。”2014-2017年，保险营销员队伍经历了爆发式增长，从2014年的300万人到2017年底的806万人，推动了保险业的发展，同时也滋生了销售误导屡禁不止、虚假业务层出不穷等乱象。**基于此**，银保监会酝酿推动保险营销员新一轮改革，**改革方向有以下四个方面**：1) 第一，全面强化保险公司管控责任，具体包括：一是严把人员准入关，从源头上改变良莠不齐的状态；二是把好培训关，完善培训体系，加强专业及合规培训；三是强化日常考核管理，及时自觉自我地进行“门户清理”。对于保险公司在管控中的违法违规和失职失责行为，**监管将采取禁止招新、停业等系列强有力的惩处措施**。2) 切实落实行业性执业管理。3) 有序推动保险营销改革，**改革的基本方向是鼓励缩减管理团队层级，完善以业务品质为导向的佣金制度和考核机制**。改革的初步节奏是各地区、各公司可根据自身实际先行先试。4) 严厉惩处保险营销违法违规行为。我们预计保险营销员改革相关政策将于2019年出台，将重塑个险渠道发展模式，“大进大出”的人力发展模式难以持续，提升代理人留存和产能至关重要。

产险：行业保费集中度提升，报行合一及行业手续费上限自律的实施利好龙头公司，预计承保盈利也将向龙头公司集中。2018年1-9月，产险业务保费收入同比增长10.7%，增速持续放缓，主要由车险保费增长放缓带来。1-9月农险保费收入同比增长18.5%，预计其他非车险业务也实现较快增长，农险、责任险等非车险业务承保利润率更高，有利于提升财险整体承保盈利能力。财险保费集中度进一步提升，前三大财险公司（人保财险、平安财险、太保财险）保费收入占比63.9%，同比提升0.4pct。2018年产险手续费率上升导致“不可税前抵扣的手续费”规模显著增加，所得税高速增长导致净利润下滑。随着8月报行合一及行业手续费上限自律的实施，预计龙头险企手续费率将会下行，盈利将触底回升，预计承保盈利也将向龙头公司集中。

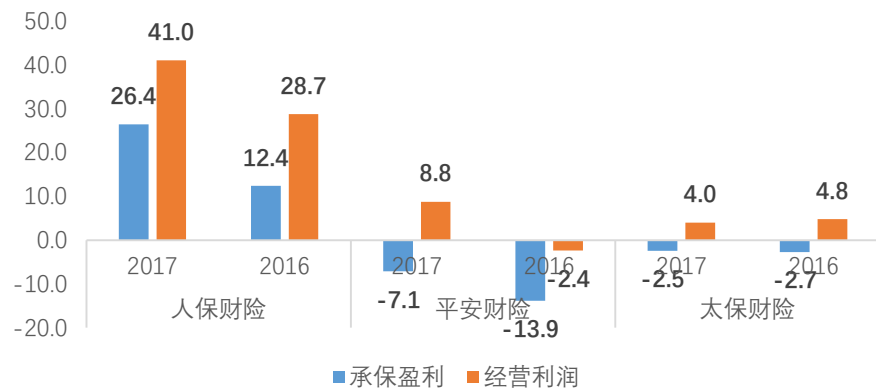
银保监会披露了2017年度交强险运营情况，交强险在经历10年的亏损后（历年累计经营亏损为71亿元），首次实现了0.8亿元的承保利润，投资收益达76亿元，经营利润为77亿元。其中，三大龙头财险公承保利润合计16.8亿，仅人保实现正盈利，其他产险公司整体实现承保亏损；经营利润合计53.7亿，占行业整体经营利润的70%，三家公司均实现正盈利。受益于规模优势和成本控制优势，人保财险的综合成本率大幅低于平安和太保，实现承保正盈利26.4亿。

图 8: 财产险和农险保费收入累计同比增长



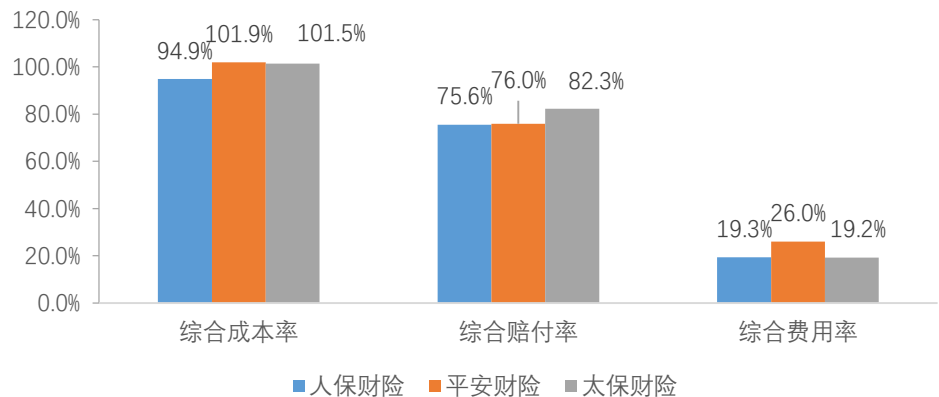
资料来源: 银保监会网站, 天风证券研究所

图 9: 前三家财险公司交强险盈利情况 (单位: 亿元)



资料来源: 财险公司交强险披露报告, 天风证券研究所

图 10: 前三家财险公司交强险综合成本率

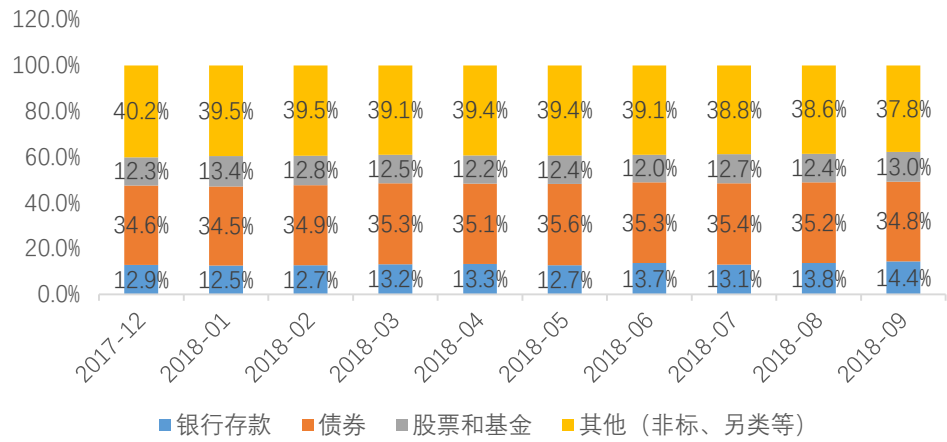


资料来源: 财险公司交强险披露报告, 天风证券研究所

投资: 股票投资依然承压, 10 年期国债收益率初显下行趋势。 1) 2018 年 10 月至 11 月 16 日, 沪深 300 指数下跌 5.3%, 较上周有所好转, 但预计仍会对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。2) 11 月 12-18 日, 十年期国债收益率持续走低, 一周内累计下跌 12bps 至 3.35%, 突破了今年 4 月以来 10 年期国债收益率的震荡区间(大致为 3.5%-3.7%)底部, 初显下行趋势, 且中美一年期国债利率出现了 10 年来首次倒挂。3) 2018 年来, 保

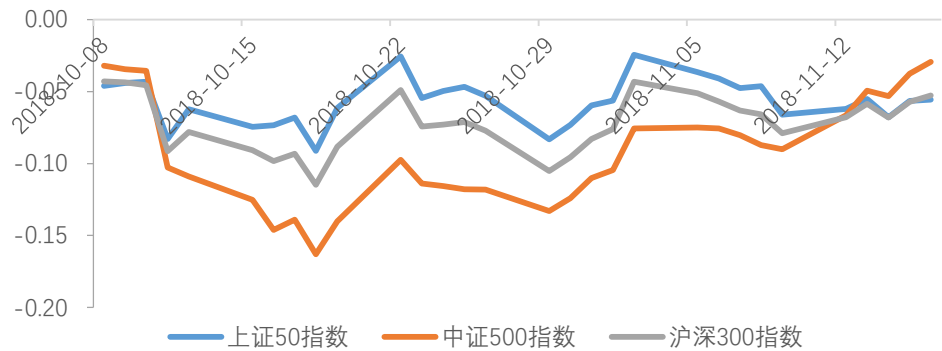
险资金配置中非标类资产配置呈下降趋势，截至9月占比下降2.4pct，银行存款、股票和基金、债券占比分别上升1.5pct、0.7pct、0.2pct。我们预计，随着银保监会股权投资细则进一步明确，在长端利率存在下行压力的环境下，险企的股权投资占比有望提升。

图 11: 行业保险资金配置



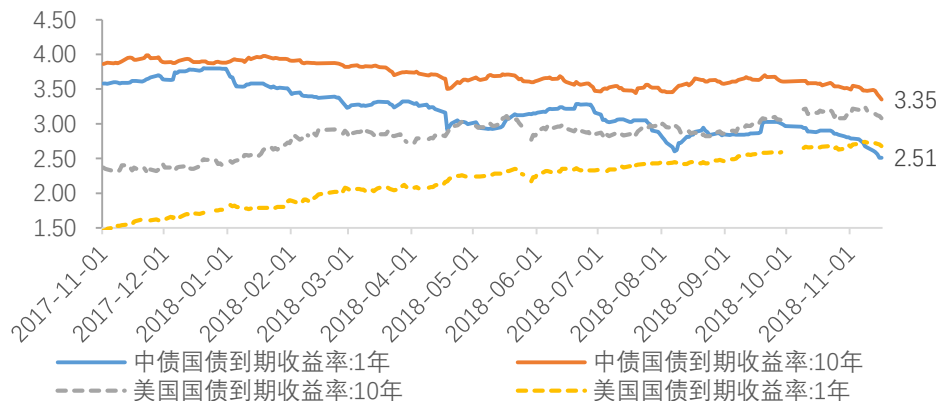
资料来源: 银保监会网站, 天风证券研究所

图 12: 中国股市的 4 季度表现



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 中国和美国国债收益率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 多元金融：科创板+注册制为创投基金提供便捷的退出渠道

A股IPO审核进入常态化，给创投企业提供重要的退出方式。2017年，A股IPO过会企业数量达438家，2018年1-10月首发家数达92家。根据清科的统计数据，2017年中国股权投资基金共有3409笔退出案例，其中通过IPO退出的案例数量达1069笔，占比达31.4%。尽管进入2018年后，IPO审核趋严，过会率下滑，但是IPO发行步入常态化已经成为市场共识，未来IPO仍将是创投基金重要的退出方式之一。

科创板+注册制为创投基金提供了一条便捷的退出通道，利好创投企业。目前上交所正在积极推进科创板，争取在明年上半年见到成效，同时强调科创板应该是一个独立的创新市场，聚集国家创新驱动和科技发展战略。根据清科的统计数据，2017年创投行业投向中投资金融占比最高的分别是互联网、生物技术/医疗健康、IT，占比分别为20%、17%和14%，这些行业的均具有前期资本投入较大，短期盈利可能较难实现的特点。因此，科创板的设立及注册制的试点，可能将为一些创新企业，尤其是那些暂时未能达到盈利标准或者股权结构达不到当前A股发行要求的企业，带来实质性利好，也为创投基金提供一条便捷的退出通道，继续推荐鲁信创投。

2. 行业排序及公司推荐

行业推荐排序为券商>保险>多元金融，重点推荐中信证券、华泰证券、中国财险、中国平安、中国太保，建议关注中金公司、鲁信创投。

证券行业的重要变化是政策转向，且政策落地的速度超预期，核心逻辑逐渐从化解股权质押风险带来的估值修复切换到资本市场改革预期带来的估值提升，政策红利持续落地将驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。2018年下半年保险负债端持续优化，行业健康险快速增长，10月上市公司保费改善加速，预计全年NBV同比增长超预期；产险行业保费集中度提升，报行合一及行业手续费上限自律的实施利好龙头公司，预计承保盈利也将向龙头公司集中。我们预计平安、太保、新华、国寿2018年NBV增速+6%、-2%、0%、-15%，对应EV增速+20%、+16%、+17%、+10%，目前估值仍处于历史低位。

表 2：上市券商盈利预测及估值表（2018 年 11 月 16 日）

证券名称	股价（元） 市值（亿元）		P/E（倍）			P/B（倍）		
			2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
中信证券	17.58	2,035.98	16.55	21.19	18.31	1.40	1.49	1.30
国泰君安	16.13	1,389.54	12.45	17.48	18.33	1.45	1.34	1.14
华泰证券	17.57	1,357.89	18.63	20.04	18.30	1.56	1.44	1.57
海通证券	9.95	1,063.39	16.26	18.92	21.63	1.67	1.27	1.00
广发证券	13.88	1,001.59	14.28	15.48	17.35	1.69	1.52	1.23
招商证券	14.50	922.53	18.07	20.54	21.32	2.23	1.47	1.22
中信建投	10.04	695.82	-	-	18.25	-	-	1.73
东方证券	9.96	646.22	29.34	31.60	17.47	2.38	1.84	1.30
光大证券	10.59	459.62	18.28	21.38	15.81	1.58	1.27	0.99
兴业证券	5.32	356.26	19.02	24.57	16.12	1.62	1.47	1.05

资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：保险公司盈利预估关键指标

证券简称	价格（元）	EV（人民币元）				1YrVNB（人民币元）			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
A 股	人民币								
中国平安-A	65.25	34.89	45.14	54.22	65.30	2.78	3.68	3.91	4.30
中国人寿-A	22.57	23.07	25.97	28.50	31.91	1.74	2.13	1.81	1.99
新华保险-A	46.76	41.49	49.19	57.33	67.77	3.35	3.87	3.87	4.45
中国太保-A	32.80	27.14	31.58	36.76	43.09	2.10	2.95	2.89	3.32
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	65.25	1.87	1.45	1.20	1.00	10.93	5.46	2.82	-0.01
中国人寿-A	22.57	0.98	0.87	0.79	0.71	-0.29	-1.60	-3.28	-4.69
新华保险-A	46.76	1.13	0.95	0.82	0.69	1.57	-0.63	-2.74	-4.73
中国太保-A	32.80	1.21	1.04	0.89	0.76	2.69	0.41	-1.37	-3.10
证券简称	价格	EPS（人民币元）				BVPS（人民币元）			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	65.25	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	22.57	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	46.76	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	32.80	1.33	1.62	1.98	2.68	14.54	15.17	15.34	16.37
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	65.25	19.12	13.39	11.28	8.21	3.11	2.52	2.03	1.57
中国人寿-A	22.57	33.35	19.78	17.86	13.08	2.10	1.99	1.91	1.70
新华保险-A	46.76	29.52	27.10	18.27	13.79	2.47	2.29	2.03	1.77
中国太保-A	32.80	24.65	20.27	16.57	12.22	2.26	2.16	2.14	2.00

资料来源：wind，保险公司年报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com