

# 非银金融

证券研究报告  
2018年11月25日

## 明年利润转向可期，推荐龙头券商+中国财险

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:继续推荐龙头券商, 积极政策值得期待》2018-11-18
- 《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

**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有望驱动券商估值在目前的低位继续提升。4 季度寿险保费端改善趋势基本确定, 2019 年开门红竞争格局或对定价策略稳健的保险公司带来短期冲击, 预计寿险 2019 年新单保费与 nbv 同比增速仍为前低后高; 目前利率趋势的不确定性较大。产险行业保费集中度提升, 报行合一深入实施利好龙头公司, 预计盈利触底回升。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:** 纾困资管项目陆续落地, 我们继续坚定推荐龙头券商。截至 11 月 24 日, 计划设立的纾困基金总规模已近 4000 亿元; 根据中证协披露, 新增 15 家券商加入设立资管计划; 15 家券商成立了 16 只系列资管计划和 1 只子计划, 出资规模总计 315.91 亿元, 预计将进一步撬动银行、保险、国企等更大规模的资金参与。积极政策陆续颁布, 上交所在活跃市场交易、规范上市公司行为方面, 先后发布上市公司停复牌业务指引、上市公司回购股份、上市公司高送转信息披露指引等政策。目前, 证券行业仍处于历史估值底部, 行业平均 1.4x PB, 行业历史估值的中位数为 2x PB。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:** 预计寿险 2019 年新单保费与 nbv 同比增速仍为前低后高, 利率趋势不确定较大; 产险盈利有望触底回升, 推荐中国财险。1) 年金销售环境好转, 我们预计国寿、太平开门红产品预售情况较好, 开门红新单保费或可实现同比正增长; 定价策略稳健、预售开启时间较晚的公司短期面临年金负增长的压力, 但公司将更早进行保障型产品推动, 全年新业务价值预计可实现同比正增长。太保等上市公司加快养老健康产业布局, “保险产品+医养服务”发展模式将打开寿险发展新空间。2) 截至 10 月, 人保、平安、太保产险保费收入累计同比增长分别为 12%、16%、14%, 预计行业集中度将持续提升。银保监会加强对报行合一违反行为的处罚力度, 预计龙头险企手续费率将会下行, 盈利将触底回升。3) 10 年期国债收益率在上周突破震荡区间底部后, 本周略有回升, 但仍承压。4) 保险业对外开发力度加大, 首家外资全资保险控股公司——安联(中国)保险控股公司获批筹建, 长期来看, 预计将加剧保险市场竞争, 国内上市龙头广泛深入的网点布局、代理人渠道多年的经营基础以及对国内客户的经营积累, 是竞争中的独有优势。

**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<br>2018-11-23 | 投资<br>评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |                   |          | 2017A  | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600030.SH | 中信证券 | 16.60             | 买入       | 0.94   | 0.96  | 1.14  | 1.27  | 17.66 | 17.29 | 14.56 | 13.07 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 16.89             | 增持       | 1.30   | 0.96  | 1.08  | 1.22  | 12.99 | 17.59 | 15.64 | 13.84 |
| 601318.SH | 中国平安 | 62.64             | 买入       | 4.87   | 5.78  | 7.94  | 9.47  | 12.86 | 10.84 | 7.89  | 6.61  |
| 601601.SH | 中国太保 | 31.25             | 买入       | 1.62   | 1.98  | 2.68  | 3.16  | 19.29 | 15.78 | 11.66 | 9.89  |

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：纾困资管项目陆续落地，继续推荐龙头券商.....   | 3  |
| 上交所发布上市公司停复牌业务指引，有利维护市场流动性.....  | 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. 券商重要数据.....   | 5  |
| 1.3. 保险：预计寿险 2019 年新单保费与 nbv 同比增速仍为前低后高，利率趋势不确定较大；产险盈利有望触底回升，推荐中国财险..... | 7  |
| 2. 行业排序及公司推荐.....  | 10 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：2018 年 11 月均股票成交金额 3780 亿元.....        | 6  |
| 图 2：11 月 16 日当周新增投资者 24.57 万人.....         | 6  |
| 图 3：截至 2018 年 11 月 22 日两融余额为 7822 亿元.....  | 6  |
| 图 4：11 月股权融资首发募资 77 亿元（2018/11/23）.....    | 6  |
| 图 5：11 月再融资共完成 209 亿元（2018/11/23）.....     | 6  |
| 图 6：11 月券商主承销约 5063 亿元（2018/11/23）.....    | 6  |
| 图 7：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）.....    | 7  |
| 图 8：1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率.....              | 7  |
| 图 9：当月产险保费收入增速.....                        | 8  |
| 图 10：累计产险保费收入增速.....                       | 9  |
| 图 11：中国股市的 4 季度表现.....                     | 9  |
| 图 12：中国国债收益率情况.....                        | 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：保险公司养老社区布局.....                        | 8  |
| 表 3：上市券商盈利预测及估值表（2018 年 11 月 23 日）.....    | 11 |
| 表 4：保险公司盈利预估关键指标（2018 年 11 月 23 日）.....    | 11 |

## 1. 非银金融子行业观点

### 1.1. 证券：纾困资管项目陆续落地，继续推荐龙头券商

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。

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。1) 截至 11 月 24 日，计划设立的纾困基金总规模已近 4000 亿元，其中地方政府纾困专项基金已近 1700 亿元，券商、基金、保险相关产品规模分别达 600 亿元、700 亿元、800 亿元，另外接近 40 亿元的纾困专项债已发行完成。2) 中证协披露，截至本周，新增 15 家券商签署《证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划发起人协议》，该协议有效期 10 年；已有 15 家证券公司共成立了 16 只系列资管计划和 1 只子计划，出资规模总计 315.91 亿元。3) 本周仍有超过 100 家上市公司发布解除质押公告；全市场质押股数下降至 6422.32 亿股，较上周减少 22 亿股。

证券公司参与纾困支持上市民企解决股权质押的方式包括：一、以自有资金出资，设立资管计划投资股权、债权等方式为上市民企提供流动性，预计将重点缓解自有项目股质风险，且与证券公司其他业务进行联动，实现战略投资和产业整合。二、与地方政府合作成立区域性的纾困基金，重点扶持地方的上市企业为主；三是支持上市民企发行纾困专项债。我们预计部分上市券商股票质押式回购业务表内业务规模继续收缩，未来仍将控制规模，但是不会出现断崖式的下降，头部券商的信用/资产减值损失计提相对充分。

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) 本周上交所在活跃市场交易、规范上市公司行为方面，先后发布了《上海证券交易所上市公司筹划重大事项停复牌业务指引（征求意见稿）》、《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则（征求意见稿）》、《上海证券交易所上市公司高送转信息披露指引》等政策。2) 此前包括针对并购重组、再融资等业务的政策，都是市场化必要的监管放松；而差异化监管有利于龙头券商，能够为龙头券商的带来市场活跃度提升和激发其创新能力两方面的收益。3) 在上交所新设立科创板与试点注册制，是我国资本市场的一次重大突破，预计将先行先试，再逐步推开，龙头券商具备一定的项目储备。

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 1.4x 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有望驱动券商估值在目前的历史低位持续提升。继续推荐龙头券商：中信证券、华泰证券，建议关注中金公司。

#### 上交所发布上市公司停复牌业务指引，有利维护市场流动性

近日，上交所起草完成《上海证券交易所上市公司回购股份实施细则（征求意见稿）》（以下简称《回购细则》）并向市场公开征求意见。《停复牌指引》总的方向是减少停牌情形，缩短停牌时限，强化分阶段披露要求，明确上市公司及相关方的停复牌责任，同时兼顾市场交易的实际需求。主要思路是以贯彻分阶段披露为核心，根据上市公司重大事项类型和影响的不同做出差异化安排。具体体现三方面的原则：一是审慎停牌原则；二是分阶段信息披露原则；三是不得以停牌代替相关各方保密业务原则。而针对重大资产重组方面的停复牌只要有 4 个方面的修订，一是减少重组停牌情形，缩短重组停牌期限；二是要求停牌期限届满披露预案；三是明确停牌申请的时间窗口及披露要求；四是对于确有必要停牌的事项，留有一定空间。

点评如下：首先，此前部分上市公司停复牌中存在的问题，此次完善停复牌制度，将改善部分资金无法自由交易、市场交易机制受到影响的情况，维护市场流动性；其次，新

规落地，有利于上市公司的股价及时反映市场预期，充分发挥价格发现功能，预计后续重组停牌的情形将减少，上市公司股价波动率有望收敛。最后，新规将进一步提升海外市场对 A 股的认可，打消海外资金的疑虑，加快增量资金入场步伐。而市场活跃度的回升，能带动证券公司经纪业务规模的提升，继而增厚券商的业绩。

### 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

## 1.2. 券商重要数据

1) 本周日均股票成交额为 3743 亿元（上周 4168 亿元）；截止本周末，2018 年两市日均股票成交额 3809 亿元，同比下降 16.83%；

2) 投行业务：本周证监会核准 2 家企业的首发申请，未披露筹资额。截至 2018 年 11 月 22 日，IPO、增发和配股承销规模分别为 1330 亿元、6809 亿元、229 亿元 1-11 月债券承销金额为 46827 亿元，同比增长 22.70%。

3) 融资融券：截至 2018 年 11 月 22 日，两市融资融券余额为 7822 亿元（11 月 16 日为 7763 亿元），其中融资余额为 7739.17 亿元，融券余额为 82.87 亿元。

4) 股票质押：截止 2018-11-23，市场质押股数 6422.32 亿股，市场质押股数占总股本 10.01%，

市场质押市值为 48162.27 亿元；截止 2018-11-23，大股东质押股数 6047.61 亿股，大股东质押股数占所持股份比 6.63%。大股东未平仓总市值 12024.69 亿元，大股东疑似触及平仓市值 29776.1 亿元。2015 年至今，券商未解押交易的参考市值为 30509 亿元，其中海通、中信、申万的规模分别为 2520 亿元、2142 亿元和 1712 亿元，位居前三。

图 1：2018 年 11 月均股票成交额 3780 亿元



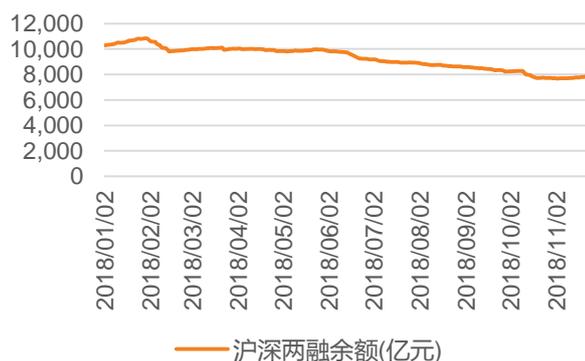
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：11 月 16 日当周新增投资者 24.57 万人



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：截至 2018 年 11 月 22 日两融余额为 7822 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：11 月股权融资首发募资 77 亿元（2018/11/23）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：11 月再融资共完成 209 亿元（2018/11/23）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：11 月券商主承销约 5063 亿元（2018/11/23）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：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

### 1.3. 保险：预计寿险 2019 年新单保费与 nbv 同比增速仍为前低后高，利率趋势不确定较大；产险盈利有望触底回升，推荐中国财险

**寿险：**年金销售环境改善，国寿、太平 2019 年开门红个险新单保费或可实现正增长，定价审慎、预售开启较晚的公司面临一定短期竞争压力，预计寿险 2019 年新单保费与 nbv 同比增速仍为前低后高。国寿、太平已开始 2019 年开门红产品预售，我们预计预售情况较好，主要源自吸引力较强的年金保险产品。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，国寿、太保或可实现正增长；市场竞争格局或对定价策略稳健、预售开启时间较晚的保险公司造成短期冲击。但开门红销售的年金险新业务价值率较低，对全年的价值贡献有限，且 2019 年保险公司会更早进入保障型产品的推动阶段（1 月中下旬），预计保障型产品的保费和价值贡献将进一步提升，在今年较低基数的情况下，我们预计上市公司整体 2019 年新业务价值可以实现 5-10% 正增长。

图 8：1 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

**保险公司加速布局养老健康产业，“保险产品+医养服务”发展模式将打开寿险发展新空间。**今年 8 月，中国太保发布《太平洋保险养老产业发展规划》，计划在 3-5 年内首期投资 100 亿元，在全国重点城市打造“太保家园”系列养老社区。近日，太保发布“专属保险产品+高端养老社区+优质专业服务”的养老社区综合解决方案，意味着或将加快养老社区的投资开发。在产品方面，将在未来推出更多的针对中老年人的保障型、储蓄型产品；在养老社区布局上，面向高、中、低龄老人打造城郊颐养、旅居乐养、城市康养三大产品业务线，

加快推进 6 个城郊型和度假型高端养老社区项目的落地；在专业养老服务方面，太保与法国欧葆庭战略合作，由各自旗下子公司共同投资设立太平洋欧葆庭运营管理合资公司，对接国际先进的长者健康和个人护理经验。泰康“医养结合”的养老社区布局已实现 13 城联动，其中北京、上海、广州、成都的 4 个社区开业运营，部分社区入住率高达 90%以上，太平、国寿部分养老社区也已开业，保险公司利用“年金险+养老社区”的组合撬动大单销售。未来多样化的养老保障型产品与实体养老社区结合，将激发更多的保险需求。

表 2：保险公司养老社区布局

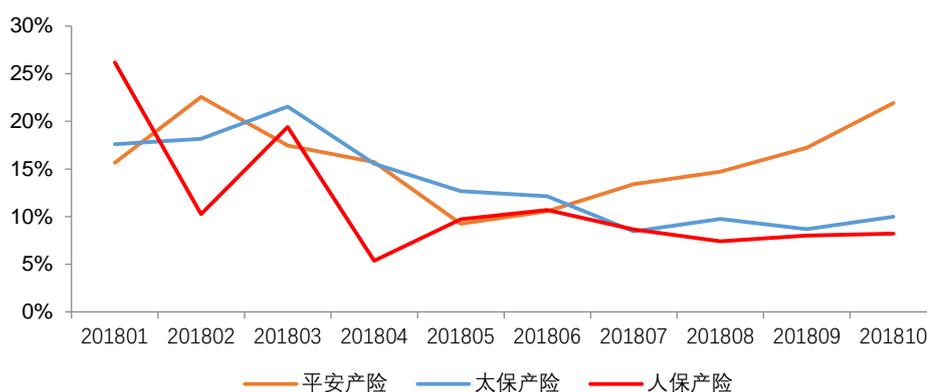
| 保险公司 | 泰康人寿               | 中国太平           | 中国人寿        | 太保            | 平安       |
|------|--------------------|----------------|-------------|---------------|----------|
| 社区名称 | 泰康之家               | 乐享家            | 国寿嘉园        | 太保家园          | 桐乡养生养老社区 |
| 布局   | 北京、上海、广州、成都        | 上海、云南、宁波       | 苏州          | /             | 浙江桐乡     |
| 城市   | 苏州、武汉、杭州、三亚等 9 个城市 | 上海梧桐人家等 15 个城市 | 北京、三亚、天津、深圳 | 成都、武汉、上海、云南等地 | /        |

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**4 季度保费端改善加速趋势不变，全年 NBV 增长有望超预期。**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，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%。

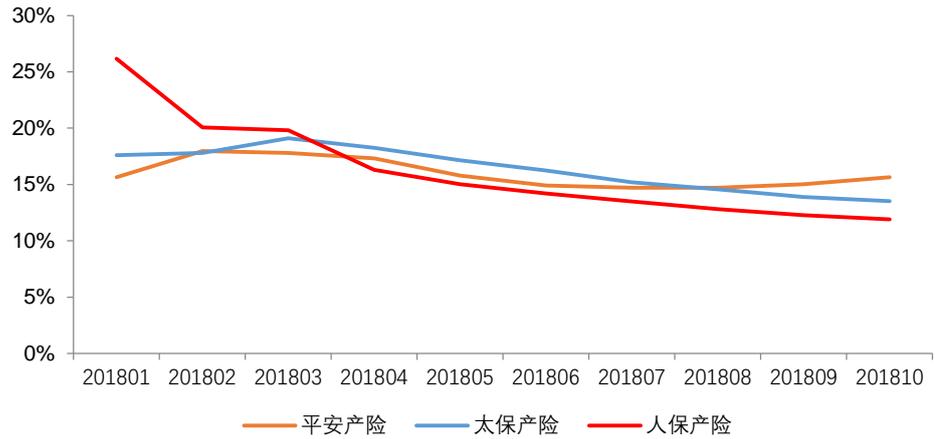
**产险：行业保费集中度提升，报行合一的深入实施利好龙头公司，预计盈利将触底回升。**2018 年 10 月，人保产险、平安产险、太保产险当月保费收入同比增长分别 8%、22%、10%，累计同比增长分别为 12%、16%、14%。平安产险保费收入增速自 5 月来逐月提升，人保产险、太保产险下半年来增速放缓，预计行业集中度将持续提升。2018 年产险手续费率上升导致“不可税前抵扣的手续费”规模显著增加，所得税高速增长导致净利润下滑。8 月行业报行合一开始实施，且近日银保监会加强对违反行为的处罚力度，若发现有公司“报行不一致”，将停止该地区相应中支公司车险销售 3 个月；若同一公司第二次被发现，将暂停该公司相应省公司车险销售 3 个月。预计龙头险企手续费率将会下行，盈利将触底回升。

图 9：当月产险保费收入增速



资料来源：保险公司保费收入公告，天风证券研究所

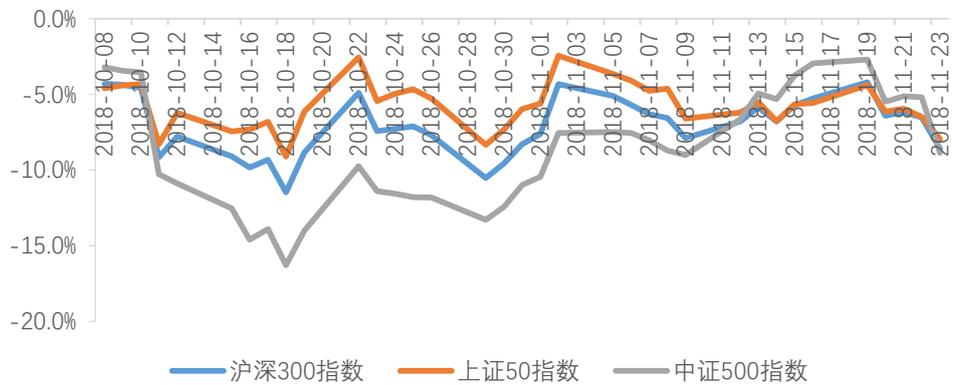
图 10: 累计产险保费收入增速



资料来源: 保险公司保费收入公告, 天风证券研究所

**投资: 股票投资依然承压, 利率趋势的不确定性较大。** 1) 2018 年 10 月至 11 月 23 日, 沪深 300 指数下跌 8.6%, 较上周下跌幅度扩大, 预计会对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。2) 2018 年 4 月以来, 10 年期国债收益率处于震荡区间(大致为 3.5%-3.7%), 在上周十年期国债收益率突破震荡区间底部 (3.5%) 后, 本周略有回升, 但仍存在下行压力。

图 11: 中国股市的 4 季度表现



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 中国国债收益率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

**首家外资全资保险控股公司获批, 保险业开放速度超预期。**首家外资全资保险控股公司——安联(中国)保险控股公司获批筹建, 预计将在 2019 年正式成立。德国安联集团在中国的业务可追溯到 1998 年, 先后成立了安联财险、中德安联人寿等合资公司。控股集团成立后, 预计将统筹在中国地区的财险、寿险、资管业务。今年 5 月 4 日, 富卫人寿保险(百慕大)公司也向银保监会提交了筹建富卫人寿保险公司的申请材料。外资积极投资中国保险市场将带来更多全球市场经验和技術、促进资源积聚和产业链条完善, 推动中国保险业创新升级和多元化发展; 一定程度上也将加剧行业竞争。国内上市龙头广泛而深入的网点布局、代理人渠道多年的经营基础以及对国内客户的经营积累, 将是对外开放竞争中的护城河。

## 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。

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有望驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。4 季度寿险保费端改善趋势基本确定, 2019 年开门红竞争格局或对定价策略稳健的保险公司带来短期冲击, 预计寿险 2019 年新单保费与 nbv 同比增速仍为前低后高; 目前利率趋势的不确定性较大。产险行业保费集中度提升, 报行合一深入实施利好龙头公司, 预计盈利触底回升, 目前估值仍处于历史低位, 推荐中国财险。

表 3：上市券商盈利预测及估值表（2018 年 11 月 23 日）

| 证券名称 |        |          | P/E (倍) |       |       | P/B (倍) |      |       |
|------|--------|----------|---------|-------|-------|---------|------|-------|
|      | 股价 (元) | 市值 (亿元)  | 2016    | 2017  | 2018E | 2016    | 2017 | 2018E |
| 中信证券 | 16.60  | 2,035.98 | 16.55   | 21.19 | 17.29 | 1.40    | 1.49 | 1.23  |
| 国泰君安 | 15.69  | 1,389.54 | 12.45   | 17.48 | 17.83 | 1.45    | 1.34 | 1.10  |
| 华泰证券 | 16.89  | 1,357.89 | 18.63   | 20.04 | 17.59 | 1.56    | 1.44 | 1.51  |
| 海通证券 | 9.32   | 1,063.39 | 16.26   | 18.92 | 20.26 | 1.67    | 1.27 | 0.94  |
| 广发证券 | 13.21  | 1,001.59 | 14.28   | 15.48 | 16.51 | 1.69    | 1.52 | 1.17  |
| 招商证券 | 13.88  | 922.53   | 18.07   | 20.54 | 20.41 | 2.23    | 1.47 | 1.17  |
| 中信建投 | 9.23   | 695.82   | -       | -     | 16.78 | -       | -    | 1.59  |
| 东方证券 | 9.31   | 646.22   | 29.34   | 31.60 | 16.33 | 2.38    | 1.84 | 1.22  |
| 光大证券 | 10.31  | 459.62   | 18.28   | 21.38 | 15.39 | 1.58    | 1.27 | 0.96  |
| 兴业证券 | 5.08   | 356.26   | 19.02   | 24.57 | 15.39 | 1.62    | 1.47 | 1.00  |

资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：保险公司盈利预估关键指标（2018 年 11 月 23 日）

| 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    | 2016       | 2017  | 2018E | 2019E | 2016          | 2017  | 2018E | 2019E |
| 中国平安-A | 62.64  | 34.89      | 45.14 | 54.22 | 65.30 | 2.78          | 3.68  | 3.91  | 4.30  |
| 中国人寿-A | 21.41  | 23.07      | 25.97 | 28.50 | 31.91 | 1.74          | 2.13  | 1.81  | 1.99  |
| 新华保险-A | 44.29  | 41.49      | 49.19 | 57.33 | 67.77 | 3.35          | 3.87  | 3.87  | 4.45  |
| 中国太保-A | 31.25  | 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 | 62.64  | 1.80       | 1.39  | 1.16  | 0.96  | 9.99          | 4.75  | 2.16  | -0.62 |
| 中国人寿-A | 21.41  | 0.93       | 0.82  | 0.75  | 0.67  | -0.95         | -2.15 | -3.92 | -5.28 |
| 新华保险-A | 44.29  | 1.07       | 0.90  | 0.77  | 0.65  | 0.84          | -1.27 | -3.37 | -5.28 |
| 中国太保-A | 31.25  | 1.15       | 0.99  | 0.85  | 0.73  | 1.96          | -0.11 | -1.91 | -3.56 |
| 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 | 62.64  | 3.41       | 4.87  | 5.78  | 7.94  | 20.98         | 25.89 | 32.11 | 41.60 |
| 中国人寿-A | 21.41  | 0.68       | 1.14  | 1.26  | 1.73  | 10.74         | 11.35 | 11.82 | 13.28 |
| 新华保险-A | 44.29  | 1.58       | 1.73  | 2.56  | 3.39  | 18.95         | 20.42 | 22.98 | 26.37 |
| 中国太保-A | 31.25  | 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 | 62.64  | 18.35      | 12.85 | 10.83 | 7.89  | 2.99          | 2.42  | 1.95  | 1.51  |
| 中国人寿-A | 21.41  | 31.64      | 18.76 | 16.94 | 12.41 | 1.99          | 1.89  | 1.81  | 1.61  |
| 新华保险-A | 44.29  | 27.96      | 25.67 | 17.31 | 13.06 | 2.34          | 2.17  | 1.93  | 1.68  |
| 中国太保-A | 31.25  | 23.49      | 19.31 | 15.79 | 11.65 | 2.15          | 2.06  | 2.04  | 1.91  |

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 |