

# 非银金融

证券研究报告  
2018年12月02日

## 产险手续费率有望下降，股指期货有望恢复常态化交易，继续推荐中国财险+龙头券商

投资评级  
行业评级  
上次评级

中性(维持评级)  
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:明年利润转向可期,推荐龙头券商+中国财险》  
2018-11-25
- 《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

**投资要点:** 股指期货有望恢复常态化交易,大集合产品(市场存续规模预计在6000-7000亿元之间)将转为公募基金或私募资产管理计划,同时资本市场双向开放提速,将有望驱动券商估值在目前的低位继续提升。报行合一将带来费用率+所得税率双降,利润将出现反转,农险等非车险持续贡献利润增量,预计未来中国财险roe可稳定高于15%,目前仅1.1倍pb,显著低估,我们预计利润反转将带来估值修复至1.5倍pb。推荐排序:中国财险、中信证券、华泰证券、中国平安、中国太保。

**证券:** 股指期货有望恢复常态化交易,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超4000亿元;上海国资委发起设立的纾困基金完成备案,建立规模为100亿元,开始投入运作。**积极政策继续落地:** 证监会副主席方星海表示,做好股指期货恢复常态化交易的各项准备,预计股指期货将进入新一轮政策松绑期;证监会明确大集合产品将转为公募基金或私募资产管理计划,市场存续的大集合规模预计在6000-7000亿元之间。**资本市场双向开放提速,** 证监会核准瑞银集团增持瑞银证券有限责任公司的股比至51%,瑞银证券正式成为首家外资控股券商;核准华泰证券发行GDR并在伦敦证券交易所上市,预计沪伦通将在年内正式开通。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:** 财产险盈利反转将至,继续推荐中国财险;寿险开门红保费增长趋势逐渐形成预期,预计保障型产品的较好增长实现“以价补量”。1) 产险: 8月实施的报行合一将带来费用率+所得税率双降,利润将出现反转。龙头公司的规模优势、服务优势、定价优势凸显,集中度将进一步提升,农险等非车险能持续贡献利润增量,预计未来中国财险roe可稳定高于15%,目前仅1.1倍pb,显著低估,我们预计利润反转将带来估值修复至1.5倍pb,继续推荐。2) 寿险: 我们预计预售开启较早的国寿、太平2019开门红或可实现正增长,其他公司短期面临年金险负增长的压力,但将更早进行保障型产品推动来“以价补量”,全年新单保费和NBV预计仍然呈前低后高趋势。2018年4季度保费端改善加速趋势不变,预计11月太保、新华、国寿个险新单保费同比增长分别为150%、40%、-10%,累计个险新单同比增长为-10%、-21%、-22%,平安个人业务新单保费11月当月及累计同比增长分别为5%、-1%,全年NBV增长有望超预期。3) 股票投资依然承压,10年期国债收益率缓慢下降至3.4%以下,未来趋势的不确定性较大。4) IFRS17计划将于2022年执行,上市公司初步测试显示:寿险公司保费收入普遍降幅在60%-70%,产险公司保费收入基本维持不变;净利润方面,寿险公司的增幅为112%,产险公司净利润下降2%,影响较小。

**行业排序及重点公司推荐:** 产险>券商>寿险>多元金融,推荐中国财险、中信证券、华泰证券、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 2018-11-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	16.87	买入	0.94	0.96	1.14	1.27	17.95	17.57	14.80	13.28
601688.SH	华泰证券	16.80	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	12.92	17.50	15.56	13.77
601318.SH	中国平安	63.49	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	13.04	10.98	8.00	6.70
601601.SH	中国太保	31.39	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	19.38	15.85	11.71	9.93

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS



## 1. 证券：股指期货有望恢复常态化交易，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 30 日，上海上市公司纾困基金正式在中国证券投资基金业协会完成私募股权投资基金产品备案，开始投入运作；这是全国首家国资发起设立、以直接投资方式纾困上市公司的私募股权投资基金完成备案。目前，计划设立的纾困基金总规模超过 4000 亿元。2) 全市场质押股数下降至 6411.77 亿股，较上周减少 11 亿股，市场质押股数占总股本的比重下降至 9.98%。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) 证监会副主席方星海在 2018 年第 14 届中国（深圳）国际期货大会上表示，做好股指期货恢复常态化交易的各项准备；今年以来证监会副主席就股指期货恢复常态化已有多次表态，预计股指期货将进入新一轮政策松绑期。2) 证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》，证监会明确，经规范后，大集合产品将转为公募基金或私募资产管理计划，按照相关法律法规持续稳定运作，市场存续的大集合规模预计在 6000-7000 亿元之间。3) 证监会依法核准 UBS AG 增持瑞银证券有限责任公司的股比至 51%，核准瑞银证券有限责任公司变更实际控制人。这是《外商投资证券公司管理办法》发布实施后，证监会核准的首家外资控股证券公司。4) 华泰证券将发行 GDR 并在伦敦证券交易所上市，获得证监会批复。根据该批复，中国证监会核准公司本次发行不超过 82,515,000 份全球存托凭证，按照华泰确定的转换比例计算，对应新增 A 股基础股票不超过 82,515 万股。预计沪伦通将在年内正式开通。

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。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。

### 券商重要数据

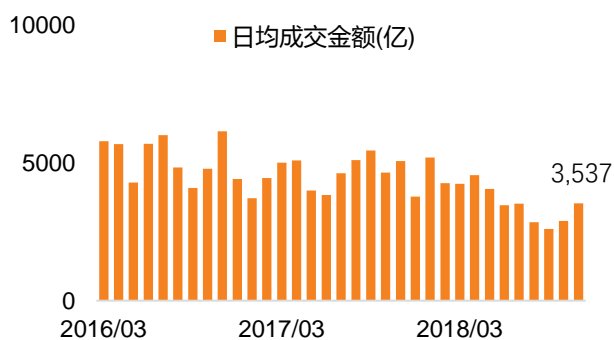
1) 本周日均股票成交额为亿元 2750（上周 3743 亿元）；截止本周末，2018 年两市日均股票成交额 3786 亿元，同比下降 17.35%；

2) 投行业务：本周证监会核准 2 家企业的首发申请，未披露筹资金额。截至 2018 年 11 月 30 日，IPO、增发和配股承销规模分别为 1350 亿元、6845 亿元、229 亿元，1-11 月债券承销金额为 48842 亿元，同比增长 27.98%。

3) 融资融券：截至 2018 年 11 月 29 日，两市融资融券余额为 7727 亿元（11 月 23 日为 7765 亿元），其中融资余额为 7648 亿元，融券余额为 79.43 亿元。

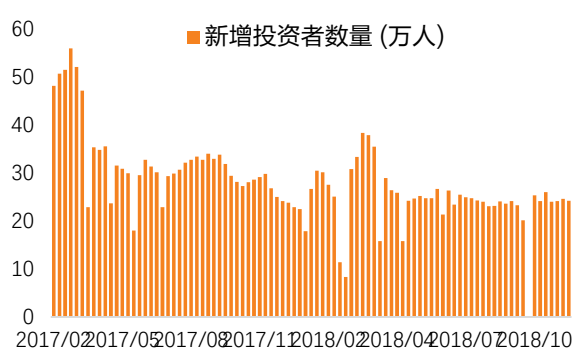
4) 股票质押：截止 2018-11-30，市场质押股数 6411.77 亿股，市场质押股数占总股本 9.98%，市场质押市值为 45488.14 亿元；截止 2018-11-30，大股东质押股数 6051.36 亿股，大股东质押股数占所持股份比 6.64%。大股东未平仓总市值 12216.58 亿元，大股东疑似触及平仓市值 29475.31 亿元。2015 年至今，券商未解押交易的参考市值为 30509 亿元，其中海通、中信、申万的规模分别为 2520 亿元、2142 亿元和 1712 亿元，位居前三。

图 1: 2018 年 11 月均股票成交金额 3537 亿元



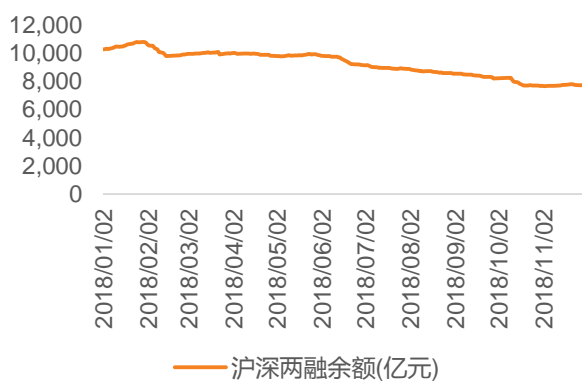
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 11 月 23 日当周新增投资者 24.16 万人



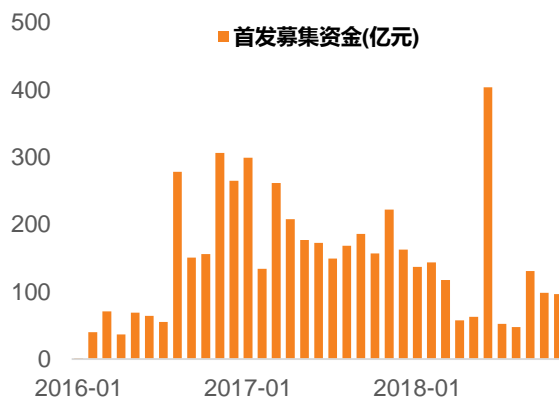
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2018 年 11 月 29 日两融余额为 7727 亿元



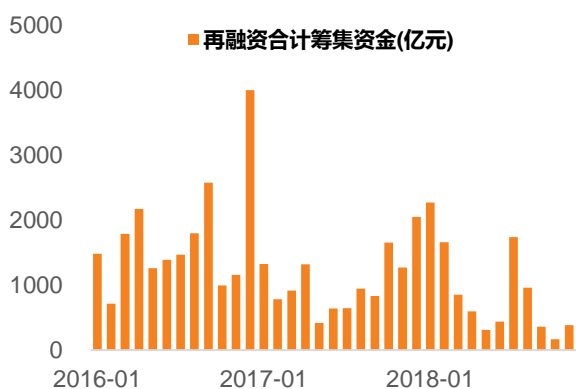
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 11 月股权融资首发募资 97 亿元 (2018/11/30)



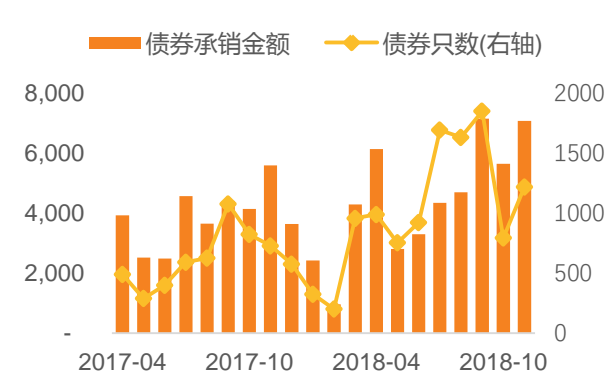
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 11 月再融资共完成 387 亿元 (2018/11/30)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 11 月券商主承销约 7078 亿元 (2018/11/30)



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）



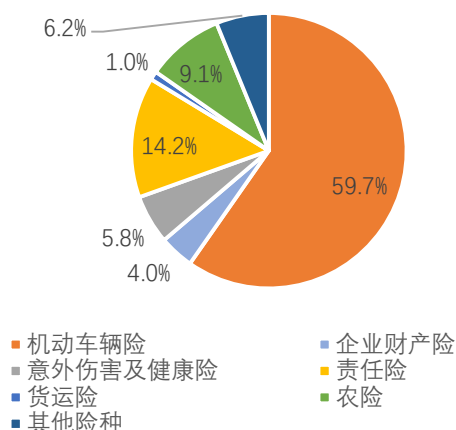
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险：财产险盈利反转将至，继续推荐中国财险

2017 年下半年以来，所得税激增严重拉低了产险公司利润，这源自手续费率上升。目净利润与手续费率紧密相关。经我们测算，手续费率下降 1 个百分点，能带来净利润提升约 5%。8 月开始实施报行合一以来，预计 9 月当月、10 月当月比 1-8 月累计综合费用率环比有较大幅度的降低。虽然部分地区的报行合一和行业自律有被突破，但绝大部分地区的费用水平都在降低。目前各地方银保监局相关领导已到位，监管力度更大，监管层级将向县支局延伸，将持续引导费用率下降+赔付率上升。

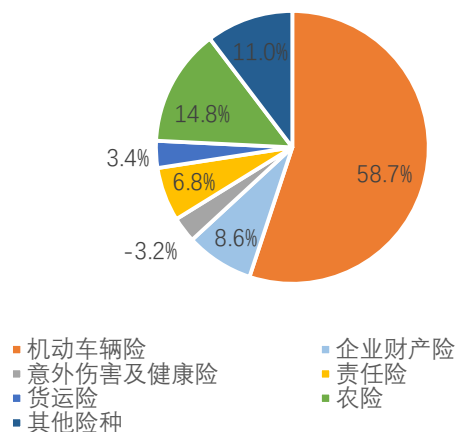
综上，预计综合成本率维持平稳，赔付率上升+费用率下降，费用率下降带来所得税率下降，带来利润的反转。龙头公司规模优势、成本控制优势、定价优势凸显，行业集中度将进一步提升。同时，非车险能持续贡献利润增量，2018H 中国财险非车险保费占比达 40%，责任险、农险、保证险、短期意外健康险均有较大的发展空间。预计未来中国财险 roe 可稳定高于 15%，目前中国财险仅 1.1 倍 pb，显著低估，我们预计利润反转将带来估值修复至 1.5 倍 pb。

图 8：中国财险险种保费结构



资料来源：中国财险半年报，天风证券研究所

图 9：中国财险险种承保利润结构



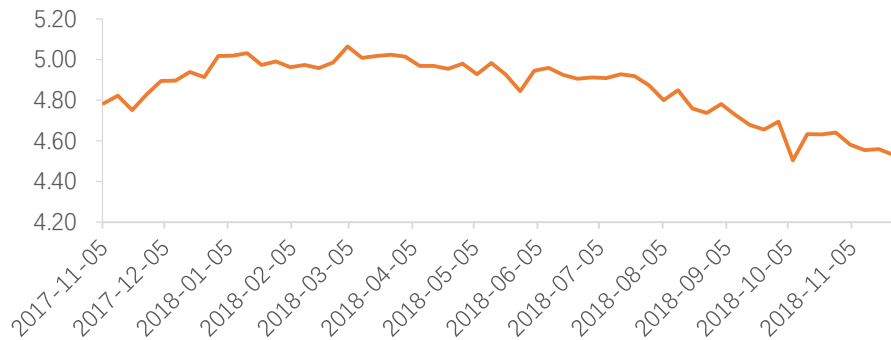
资料来源：中国财险半年报，天风证券研究所

## 2.1. 保险重点数据

1) **年金险销售环境好转。**1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率呈下降趋势，从年初的 5% 下降至 4.5%，而 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%，保险产品相对竞争力提升。

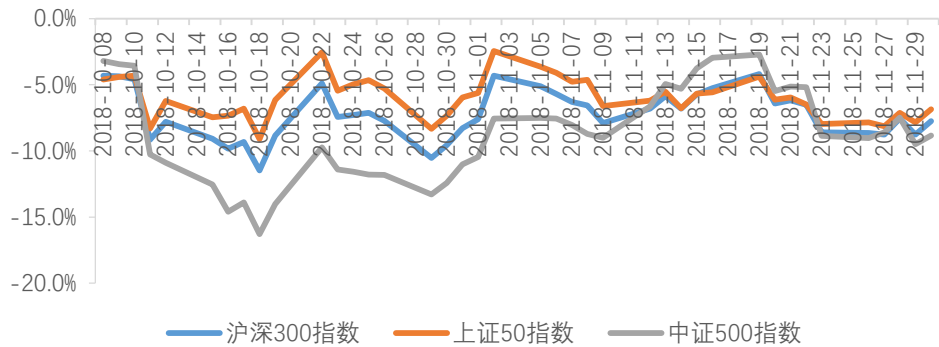
2) **股票投资依然承压，利率趋势的不确定性较大。**2018 年 10 月-11 月，沪深 300 指数累计下跌 7.7%，预计会对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。2018 年 4 月以来，10 年期国债收益率处于震荡区间（大致为 3.5%-3.7%），11 月开始，10 年期国债收益率突破震荡区间底部（3.5%），存在下行压力。

图 10：1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率（%）



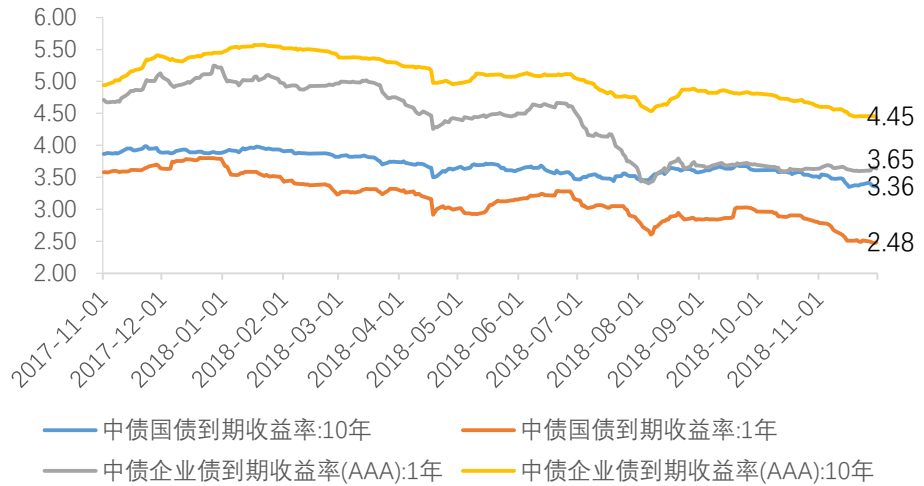
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：股市情况：2018 年 10 月-11 月，沪深 300、上证 50、中证 500 指数分别下跌 7.7%、6.9%、8.8%



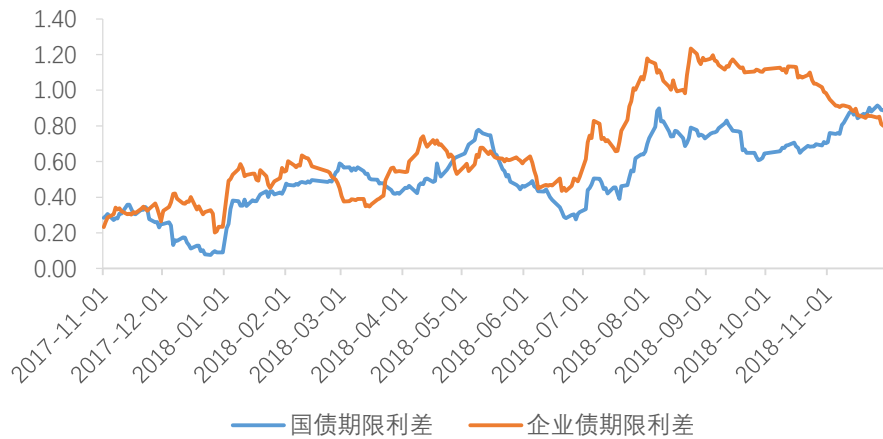
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12: 债券到期收益率情况 (%): 截至 11 月 30 日, 10 年期国债收益率为 3.36%



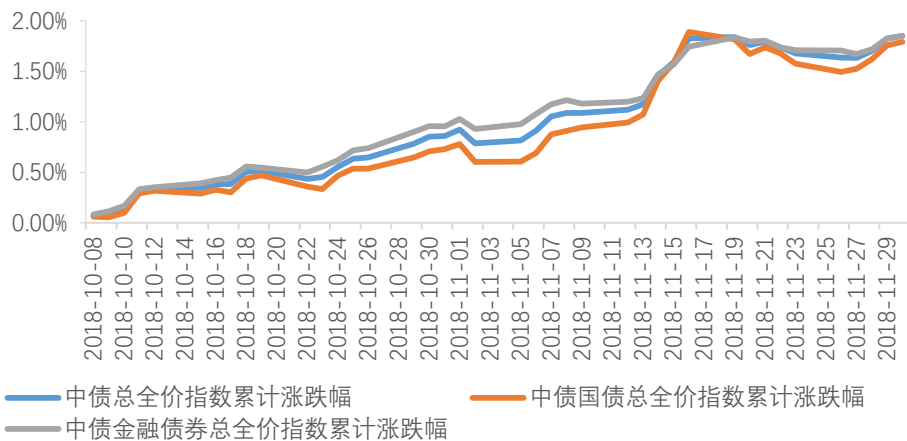
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) 情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 中债全价指数涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 1：750 天移动平均国债收益率的环比变动测算（bps）

	实际					预测			
	2017-12-31	2018-03-30	2018-06-29	2018-09-28	2018-12-31	2019-03-29	2019-06-28	2019-09-30	2019-12-31
1 年	2.77	2.38	6.35	5.37	1.63	2.18	1.33	2.70	0.33
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.92	4.31	3.95	5.09	3.32
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	3.19	4.35	3.71	5.20	3.47
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.63	4.47	3.89	5.54	3.29
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.16	1.85	1.95	4.63	2.85
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	2.02	4.08	4.15	5.92	4.82

资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：上市券商盈利预测及估值表（2018 年 11 月 30 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	16.87	2,035.98	16.55	21.19	17.57	1.40	1.49	1.25
国泰君安	16.04	1,389.54	12.45	17.48	18.23	1.45	1.34	1.13
华泰证券	16.80	1,357.89	18.63	20.04	17.50	1.56	1.44	1.50
海通证券	9.44	1,063.39	16.26	18.92	20.52	1.67	1.27	0.95
广发证券	13.48	1,001.59	14.28	15.48	16.85	1.69	1.52	1.19
招商证券	13.74	922.53	18.07	20.54	20.21	2.23	1.47	1.16
中信建投	10.44	695.82	-	-	18.98	-	-	1.80
东方证券	9.23	646.22	29.34	31.60	16.19	2.38	1.84	1.21
光大证券	9.98	459.62	18.28	21.38	14.90	1.58	1.27	0.93
兴业证券	5.06	356.26	19.02	24.57	15.33	1.62	1.47	1.00

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（2018 年 11 月 30 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	63.49	34.89	45.14	54.22	65.30	2.78	3.68	3.91	4.30
中国人寿-A	21.58	23.07	25.97	28.50	31.91	1.74	2.13	1.81	1.99
新华保险-A	44.37	41.49	49.19	57.33	67.77	3.35	3.87	3.87	4.45
中国太保-A	31.39	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	63.49	1.82	1.41	1.17	0.97	10.29	4.98	2.37	-0.42
中国人寿-A	21.58	0.94	0.83	0.76	0.68	-0.85	-2.07	-3.83	-5.19
新华保险-A	44.37	1.07	0.90	0.77	0.65	0.86	-1.25	-3.35	-5.26
中国太保-A	31.39	1.16	0.99	0.85	0.73	2.02	-0.06	-1.86	-3.52
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	63.49	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	21.58	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	44.37	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	31.39	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	63.49	18.60	13.03	10.98	7.99	3.03	2.45	1.98	1.53
中国人寿-A	21.58	31.89	18.91	17.08	12.51	2.01	1.90	1.82	1.62
新华保险-A	44.37	28.01	25.72	17.34	13.09	2.34	2.17	1.93	1.68
中国太保-A	31.39	23.59	19.40	15.86	11.70	2.16	2.07	2.05	1.92

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