

非银金融行业2019年投资策略 券商基本面改善，关注信托预期差

证券分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

研究助理：马祥云

联系邮箱：maxy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199746

研究助理：朱洁羽

联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

二零一八年十二月六日



- 信托：资产负债端边际改善，行业盈利趋势向好
- 券商：质押风险改善+监管环境向好，ROE有望提升
- 保险：开门红承压，短期或有回调风险

- **行业观点：**前瞻性提示2019年信托资产负债端趋势改善，预期差显著；券商受益于股权质押风险缓解+监管边际宽松，ROE有望提升；保险面临开门红压力+利率下行，短期有回调风险，长期仍向好。
- **重点推荐：**爱建集团、东方财富、中航资本、中国平安。
- **信托：**1) 负债端受监管影响边际弱化（资管新规细则适度放宽非标限制），同时财富管理渠道崛起；2) 资产端房地产信托项目头部化+结构优化，驱动资产质量改善，同时随着地方基建需求的扩大，政信类业务有望量价齐升；3) 2019年利率预计大概率下行，信托利差水平有望逐步扩大。
- **券商：**1) 股权质押风险逐步改善，得益于市场反弹+融资余额逐步收缩+纾困基金全面落地；2) 监管环境持续友好，科创板推出、股指期货监管放松等政策利好频现；3) “政策底”确立后“市场底”渐近，市场环境回暖提振券商盈利预期，经纪、投行、两融、自营等传统业务受益。
- **保险：**1) 负债端开门红保费增长承压（平安淡化集中式营销，预计下滑），但无需过度悲观；2) 投资端长端利率下行预期渐强，对寿险估值造成负面影响；3) 寿险基本面仍处于调整阶段，考虑前期持仓集中，短期有回调压力，长期考虑需求端空间广阔，依然值得看好。
- **风险提示：**1) 信托复苏不及预期；2) 股市进一步调整；3) 保险新单大幅下滑。

第一章

信托：资产负债端边际改善，行业盈利趋势向好

1.1 信托行业——回归本源

- 信托行业经历盛世，逐步回归本源：1) 1979-2016年（0-20万亿）——中国信托行业为满足中央、地方政府和国有企业的投融资需求进行初步探索，经历监管红利+银信合作崛起，通道业务疯狂冲量，“泛资管”混业竞争，规模迅速扩张。2) 2017年-2018年——资管新规出台，明确“回归本源”，去通道、去杠杆，重规范防风险。

信托发展历史



1.1 信托行业——监管边际改善

- 资管新规细则落地，信托行业迎来监管边际宽松，流动性风险压力减轻，过渡期相对平稳：**银保监会于2018年8月17日下发《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》标志信托“资管新规”细则落地，在去杠杆节奏上有所放缓，**明确了适用范围，区别对待事务管理类信托，避免了一刀切**，同时延续央行对于资管产品过渡期的政策安排以实现稳定过渡，明确了过渡期内老产品与新产品的发行要求和**不合规信托产品的整改问题**。以通道业务为主的信托业在“去杠杆”上面临严峻考验，细则落地行业迎来监管边际宽松和流动性边际改善。

资管新规细则对比

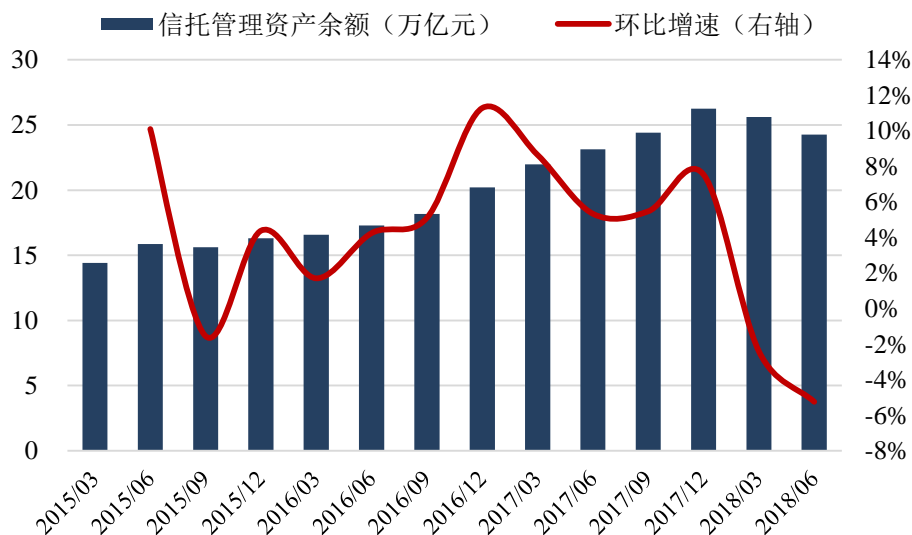
对比	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 (2018年4月27日)	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》 (2018年7月20日)
公募产品投向	主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票；不得投资未上市股权；合规下可投资商品及金融衍生品。	主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票， <u>合规下可投资非标准化债权类资产（需符合期限匹配、限额管理、信息披露等要求）。</u>
新老划断	过渡期内可以发行老产品对接，但严格控制存量产品整体规模，并有序压缩递减。	过渡期内可以发行老产品投资新资产， <u>但老产品整体规模应当控制在《指导意见》发布前存量产品的整体规模内，且所投资新资产的到期日不得晚于2020年底。</u>
金融资产计量原则	金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。 封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期、或所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值，可使用摊余成本计量。	半年期以上定开，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定开式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；银行的现金管理类产品在严格监管的前提下， <u>暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。</u>
过渡期要求	过渡期为本意见发布之日起至2020年底， 对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。	对于难以消化、需要回表的存量非标，MPA考核将调整参数予以支持。同时支持有非标回表需求的银行发行二级资本债补充资本。
	过渡期结束后，金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。	过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标，以及未到期的存量股权类资产，经相关部门同意后可采取适当安排妥善处理。

数据来源：央行，东吴证券研究所整理

1.1 信托行业——业绩稳中向好

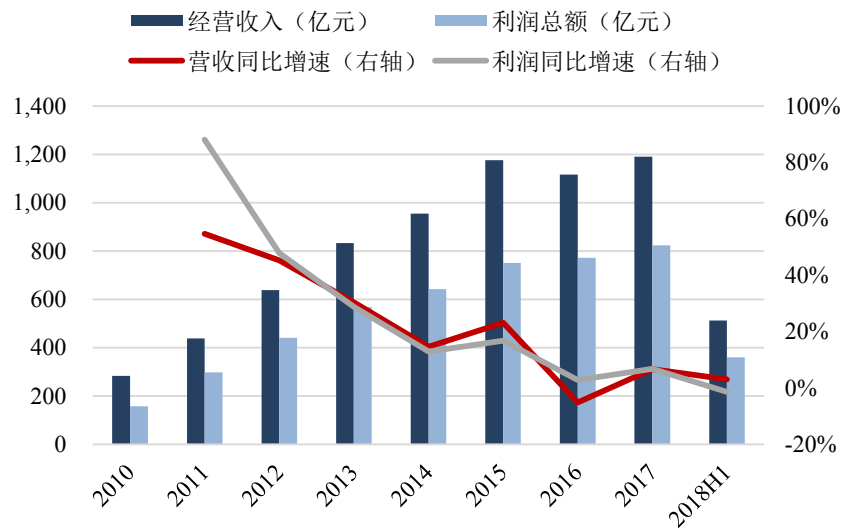
- **信托行业报酬率提升，长期稳健发展：**1) 受行业“去通道”影响，信托资产余额自2018以来缓慢下降（截至6月底，信托资产余额为24.27万亿。2) 与规模形成对比，信托业务收入仍保持小幅上升。截止2018H1，信托全行业共同实现营收同比+3.1%至513.32亿元（系市场流动性趋紧融资难度加大，信托公司议价能力提升至手续费率提升致报酬率提升；信托业务结构优化，发力主动管理业务提升单位资产创收能力）。

信托行业资产余额下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2010-2018H1行业营收及利润情况

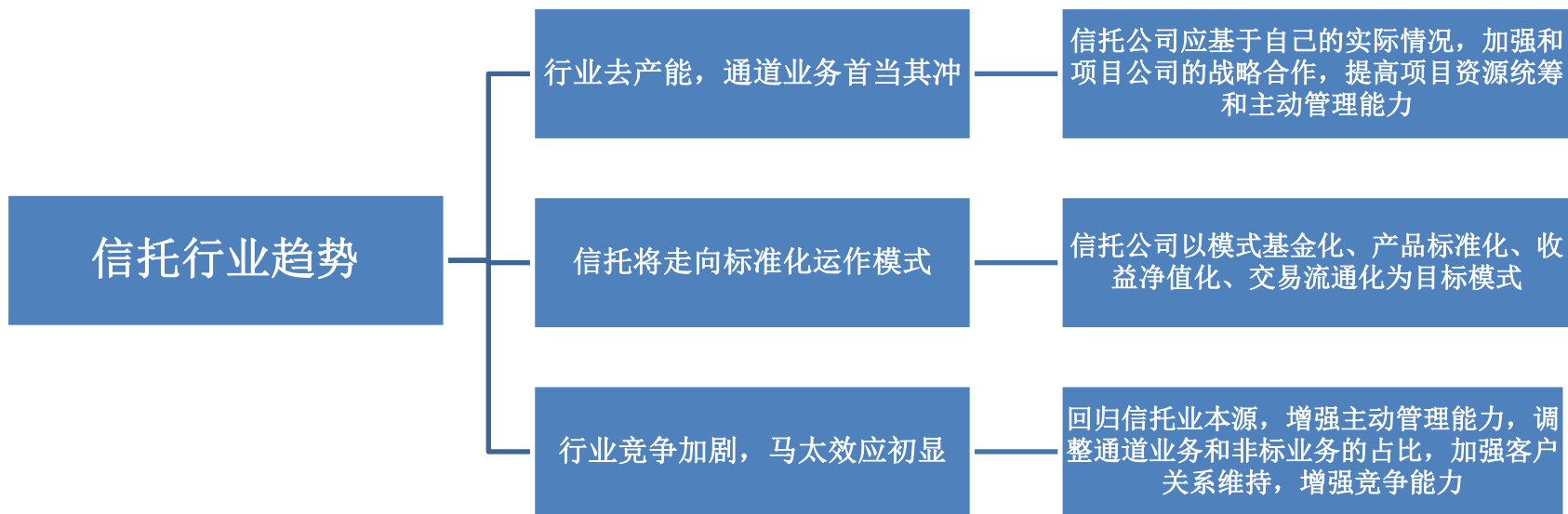


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1 信托行业——长期稳健发展

- 严格监管下，信托行业特别是对通道业务倚靠较重的信托公司短期承压。但是从长期来看，这种调整将倒逼信托行业回归受人之托、代人理财的本源，实现稳健发展。

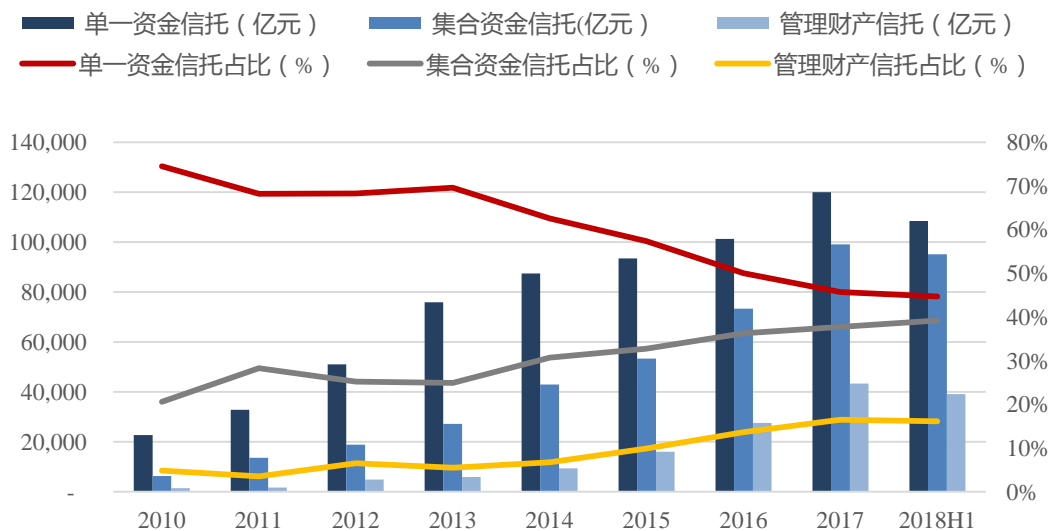
信托行业发展趋势



1.1 信托行业——长期稳健发展

- 借鉴美国及日本信托发展历史，回归信托本源：1) 美国信托以无偿民事信托起步，后开创商业信托，承担财富管理的重要角色；2) 日本起初为产业融资信托，担任长期融资职能，泡沫经济后，停止发售贷款信托，回归本源业务。
- 我国信托发展方向：1) 资产管理，信托基金化（通过组合投资分散风险，实现客户财产的保值增值）；2) 财富管理，信托定制化（客户分层，根据不同高净值客户/家庭的风险偏好、流动性要求等定制财富管理方案）；3) 回归本源，管理专业化（提升管理团队专业度，产品研发能力，专注信托本源）。

2010-2018H1我国信托资金来源

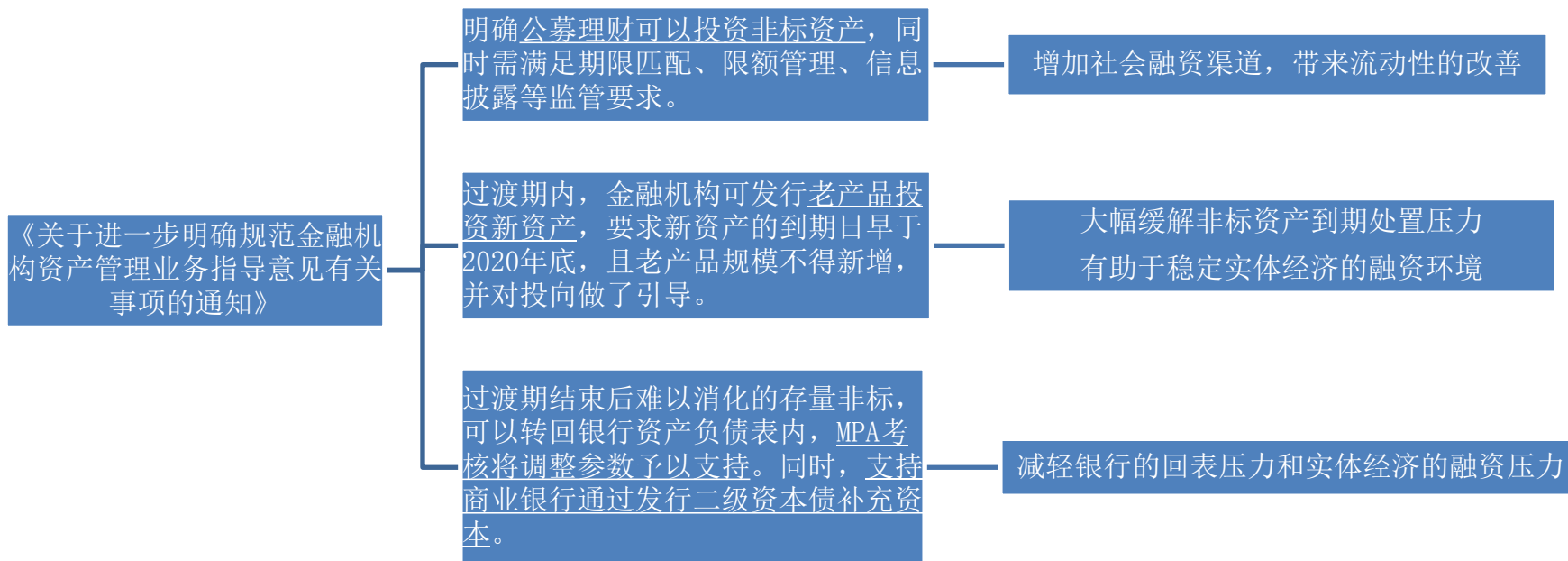


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

1.2 负债端：资管新规落地压力缓释，财富管理渠道崛起

- 资管新规细则落地，通道+非标政策边际影响减弱：1) 资管新规细则落地，明确公募基金可以适量投资非标产品（仍不能期限错配），过渡期内可继续发行老资产投资新资产，若非标回表，MPA指标可以给予一些放松。2) 明确支持信托公司开展符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务，肯定了部分信托通道业务存在的合理性。3) 非标+通道监管政策边际影响减弱，财政政策约束明显，银行表内难以满足实体融资需求，信托或成为明年货币和金融政策周期的最大受益者。

非标政策的宽松



1.2 负债端：资管新规落地压力缓释，财富管理渠道崛起

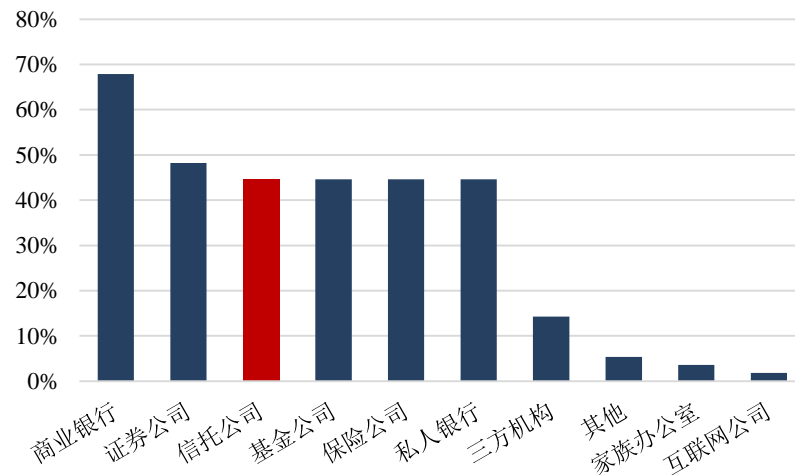
- **监管倒逼信托行业提升负债端渠道能力，驱动结构改善：**1) 银监会自2014年4月份下发《关于信托公司风险监管的指导意见》，禁止第三理财机构直接或间接代理销售信托产品，促进信托公司转型，聚焦自身直销能力。2) 监管压力下，信托公司大力扩张财富管理中心及团队，提升财富管理渠道能力，逐步优化负债端结构，由银行转向其他机构客户及高净值个人客户。

2017年末信托公司财富中心情况

排名	信托公司	机构数量	人员数量	营业收入(亿元)	排名	净利润(亿元)	排名
1	长安信托	23	124	23.36	15	10.23	19
2	四川信托	16	106	24.43	14	9.07	26
3	中航信托	14	79	29.41	10	16.29	20
4	国通信托	13	47	12.08	30	3.03	38
5	民生信托	11	88	33.08	7	18.16	8
6	中建投信托	11	70	18.19	23	9.93	21
7	浙金信托	10	61	-	-	-	-
8	万向信托	9	13	10.66	36	5.62	41
9	华润信托	8	14	26.57	11	22.29	5
10	中信信托	7	61	68.01	1	35.26	3

数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

2017年高净值客户资产配置机构选择

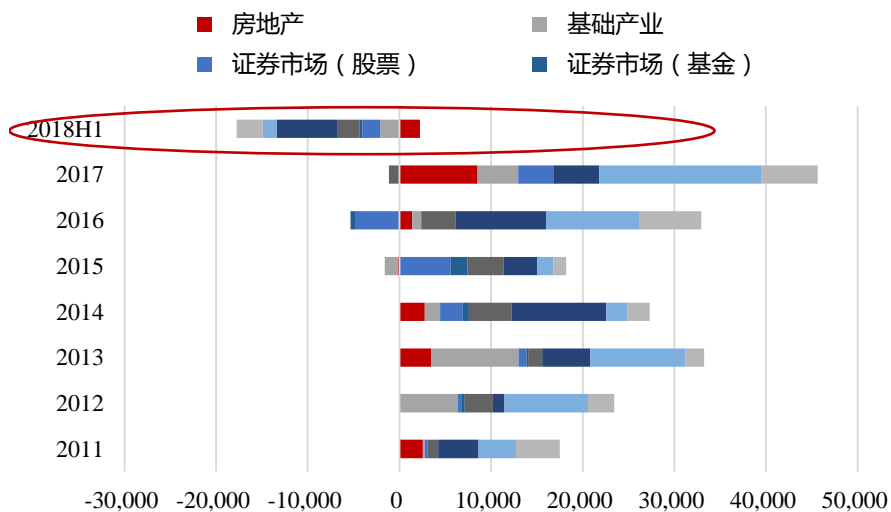


数据来源：社科院，东吴证券研究所

1.3 资产端：质量提升，政信合作释放行业机会

- 房产信托结构逐步优化，驱动信托资产质量提升：1) 截止2018H1，信托资产余额投向房地产25072亿元，较2017年底投向房地产的资金净增量为2244.17亿元（远高于其他产业），在今年新增信托资金配置领域中的地位不断提升。2) 信托合作地产公司向龙头集中（由100强提升至50强），同时地产公司合作项目由三四线城市向一二线城市集中，驱动信托资产质量提升。3) 地产公司融资压力加大，未来股权类项目占比有望提升（此前以融资类项目为主），驱动信托报酬率提升。

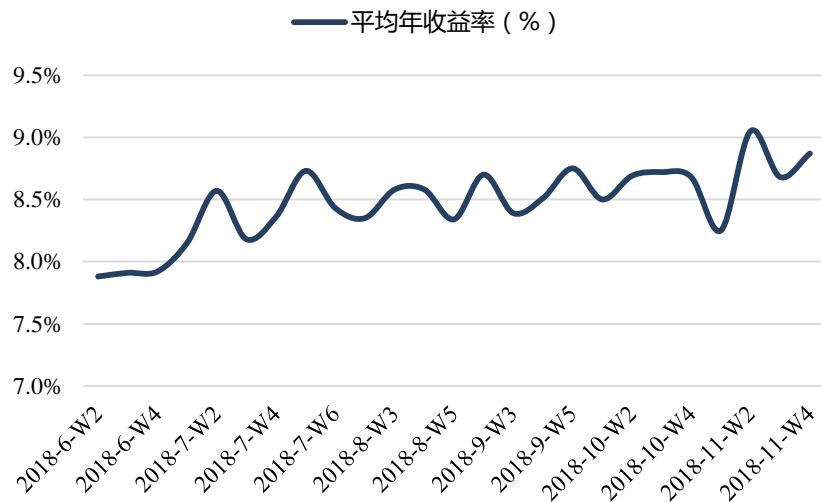
2011-2018H1资金各投向年度净增量（亿元）



注：2018年2季度房地产信托新增规模当年累计为4280.73亿元，占全部新增信托规模的18.31%，比1季度占比提升了3.5个百分点。

数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

2018年6月以来新增房地产信托股权类项目收益率



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

1.3 资产端：质量提升，政信合作释放行业机会

- 政府融资平台项目量价齐升，有望释放行业机会：1) 政府融资平台在加强地方基础设施建设中发挥积极作用，随城市建设规模日益扩大、项目投融资和工程建设任务繁重，政府融资平台有大量资金需求。2) 2018年下半年以来，政策松动信号频频释放，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求。新增投资基础产业的信托规模逐步增长，平均年化收益率逐渐提升。

2018/7/23

李克强主持召开国务院常务会议：
引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求

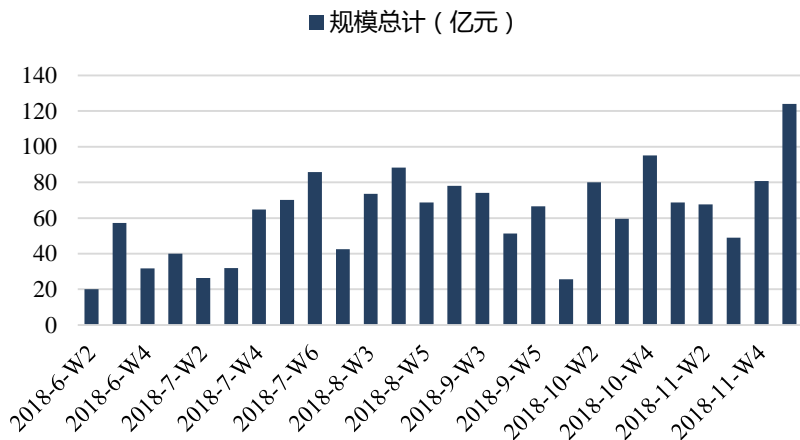
2018/8/18

中国银保监会办公厅发布《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》：
明确按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求

2018/10/31

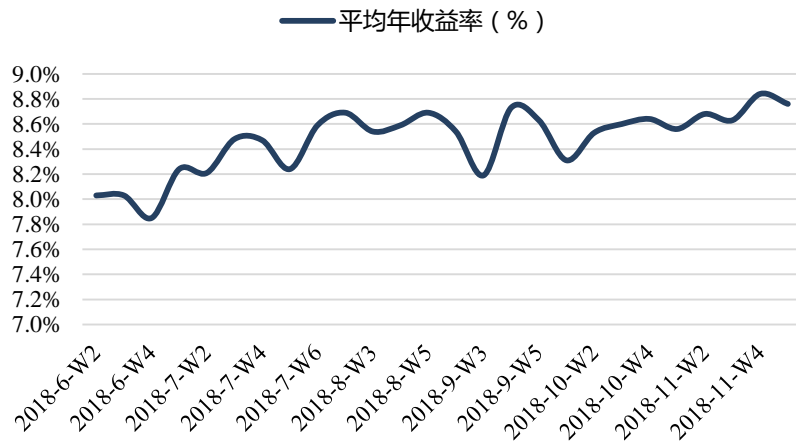
国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》：
要求金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求

2018年6月以来新增基础产业信托规模



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

2018年6月以来新增基础产业信托年化收益率



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

1.4 投资建议

- 投资建议：** 信托负债端受监管影响边际弱化，财富管理渠道崛起，资产端质量改善，同时政信类业务有望量价齐升，**重点推荐爱建集团、中航资本、江苏国信**。1) 爱建集团信托业务高速增长，大股东持续增持实力雄厚，激励机制深化初见成效；2) 中航资本金融主业稳健增长，看好公司凭借军工背景及产融结合优势实现业绩持续高增长。3) 江苏国信信托结构优化，信托能源有望发挥协同优势。

重点推荐标的盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
爱建集团					
营业总收入	1,604.80	2,334.10	2748.61	3519.88	4247.73
归属于母公司股东净利润	620.50	829.77	1165.24	1618.59	1996.44
归属于母公司股东净资产	6,382.72	7,065.39	7730.41	9348.68	11346.80
归属于母公司股东净利润增速	11.87%	33.73%	40.43%	38.91%	23.34%
P/E	23.73	17.75	12.64	9.10	7.38
中航资本					
营业总收入	8,747.52	10,950.86	13,976.41	16,660.88	19,906.85
归属于母公司股东净利润	2,324.14	2,783.61	3,254.86	3,956.87	4,878.92
归属于母公司股东净资产	22,237	23,263	25045	27250	29753
归属于母公司股东净利润增速	0.51%	19.77%	16.93%	21.57%	23.30%
P/E	17.85	14.97	12.80	10.53	8.54
江苏国信					
收入及其他收益总额	16815.00	20204.30	23542.05	27386.47	32622.76
归属于母公司股东净利润	1077.56	2179.67	2543.64	2902.39	3278.13
归属于母公司股东净资产	15480.48	17561.35	20629.93	23532.32	26810.45
归属于母公司股东净利润增速	-119.77%	102.28%	16.70%	14.10%	12.95%
P/E	23.19	11.46	9.97	8.73	7.73

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2018年12月05日收盘价）

第二章

券商：质押风险改善+监管环境向好，ROE有望提升

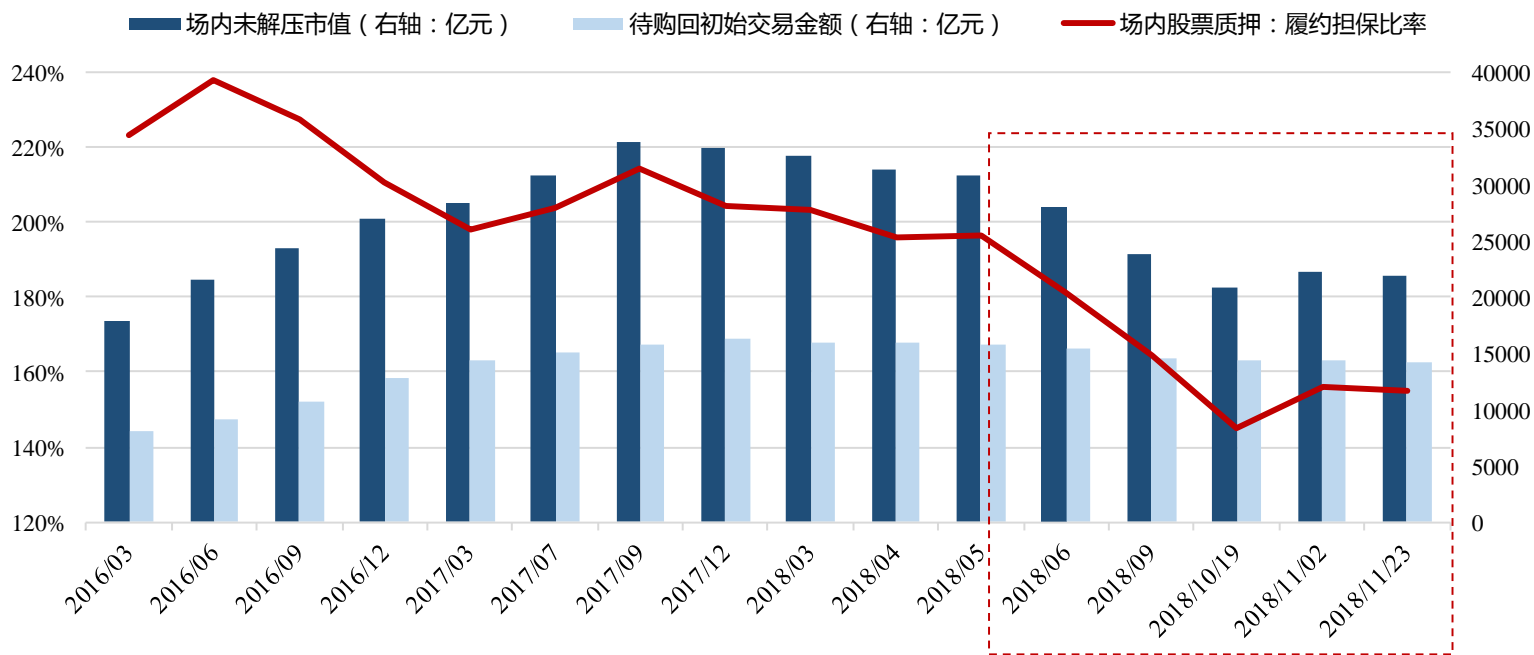
● 投资建议：质押风险改善+监管环境向好，ROE有望提升

- **股权质押风险缓解：**近期股指反弹改善股权质押市场风险，且场内质押融资余额年初以来逐步收缩（近期净赎回趋势加速）降低流动性风险，后续随着由地方国资、券商、保险等各路资金组成的“纾困基金”逐步落地，股权质押整体风险将得到显著缓解，二季度以来压制券商估值的最大风险得以改善。
- **金融监管环境边际宽松：**下半年以来监管层为推动资本市场健康发展，开始适度给予政策红利（并购重组监管放松、放宽市场交易限制等），监管环境的边际改善利于提升券商盈利预期及估值，同时龙头券商也将被纳入系统性重要金融机构，市场地位提升。近期，科创板启动筹备、股指期货监管进一步放松（逐步向常态恢复），政策利好频现。
- **市场环境改善提升ROE：**“政策底”确立后“市场底”渐近，2019年券商经纪/两融有望回暖，且投行并购重组业务受益于监管放松，有望可观增长。此外，券商2018年优化资产负债结构（降低杠杆率），随着利息支出收缩+股权质押减值降低，2019年行业ROE有望触底回升（2018年前三季度创历史新低，年化ROE低至3.54%）。
- **重点推荐东方财富、中金公司、中信证券：**1) 东方财富作为最具成长性的零售证券龙头，业绩维持高增长，获取基金管理牌照后进军财富管理市场；2) 中金公司业绩增速领先传统券商，最受益券商国际化及科创板；3) 中信证券作为券商龙头，最受益行业集中度提升，领先的投资交易能力贡献增量盈利。

2.1 股权质押风险缓慢改善，大型券商减值计提充分

- 股指反弹改善股权质押市场风险：**三季度以来股价快速下跌造成“强行平仓”是券商股权质押业务的第一风险，近期市场反弹，截至11月23日，场内股票质押履约担保率（质押市值/融资余额）已回升至155%（10月下旬一度跌至145%），券商短期风险改善，市场预期回暖。展望2019年，考虑“政策底”预期已明朗，“市场底”渐近，我们认为股权质押的市场风险将得到持续缓解。

场内股票质押融资余额、未解压市值及对应的整体履约担保率

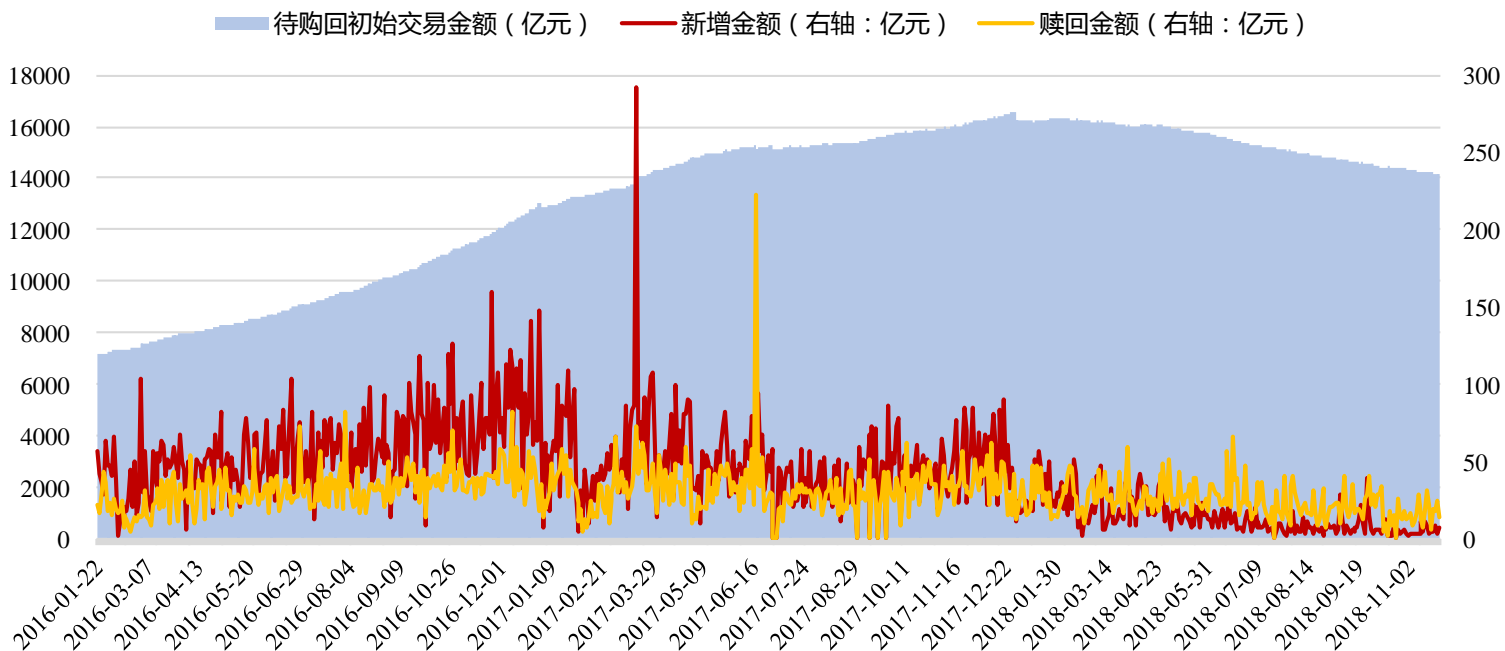


数据来源：交易所，东吴证券研究所（备注：履约担保率未考虑股票以外的其他补充质押物）

2.1 股权质押风险缓慢改善，大型券商减值计提充分

- **存量规模收缩控制流动性风险：**紧信用环境下，大股东质押到期无法偿还是券商股权质押业务的第二风险，尤其往年四至一季度的新增业务高峰，市场此前担忧2019年初产生流动性缺口。不过，场内质押存量融资余额自年初以来稳步收缩，且近期每日净赎回加速，我们判断随着存量规模下行，以及民企融资环境改善，后续流动性风险将逐步得到控制（续做或通过其他方式置换股权质押债务）。

场内股票质押融资余额及每日新增/赎回金额



数据来源：沪深交易所，东吴证券研究所

● 2.1 股权质押风险缓慢改善，大型券商减值计提充分

- **纾困基金陆续落地缓解风险：**近期，由地方国资、券商、保险等各路资金组成的“纾困基金”陆续投入到缓解上市公司及其股东股权质押风险的战线中，据不完全统计，各类基金合计规模已超过4000亿元，且已有多个项目进入实际落地阶段。目前来看，纾困基金主要通过债权融资、股权转让、股票增持、股权转质押等方式援助以民营企业为主的上市公司摆脱流动性风险，后续可能会进一步展开并购重组、战略入股等形式更加复杂的援助，基金逐步落地对股权质押风险的化解起到重要作用。

近期纾困基金落地情况

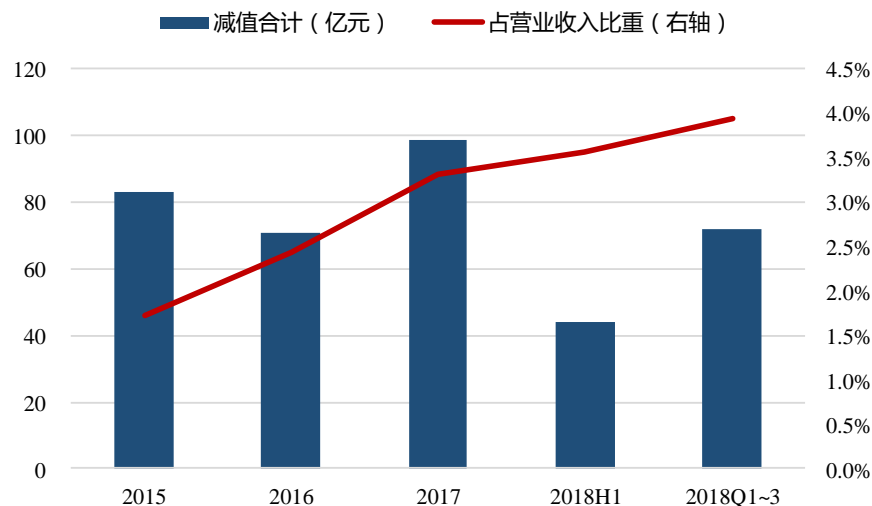
基金类型	落地情况
保险资管	国寿资产-凤凰专项产品通过大宗交易的方式购买通威股份73,976,300股（约占上市公司总股本的1.91%），加上此前已持有的约3.09%股份，国寿资产累计持有公司股份达到5%，成为第二大股东。
券商资管	广发证券通过专项资管计划，以债权融资方式帮助美尚生态大股东提前购回部分股票质押。
券商资管	天风证券则通过台州农银，间接受让水晶光电控股股东8.46%的股权。
深圳国资	雷曼股份、梦网集团等公司公告称，实际控制人已将部分股权质押给了深圳高新投、深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司；深圳国资委旗下高新投已协助麦捷科技控股股东化解质押风险，于9月25日办理了相关股权质押，麦捷科技控股股东将其持有的800万股公司股票质押给深圳市高新投用于融资需求；翰宇药业实控人曾少贵将2800万股股权质押给深圳高新投用于融资需求，占其持股比例的11.81%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

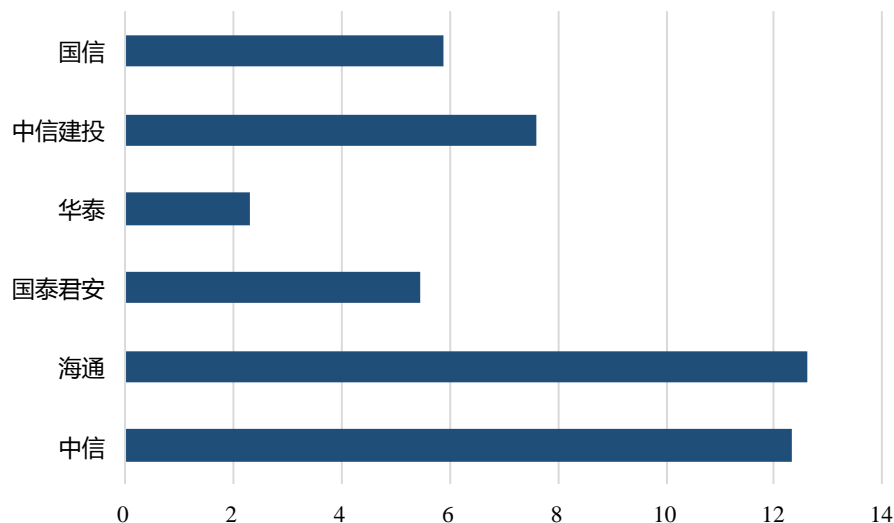
2.1 股权质押风险缓慢改善，大型券商减值计提充分

- 大型券商减值计提充分，明年影响弱化：二季度以来股权质押风险升级，券商资产减值计提大幅增加（前三季度上市券商合计计提减值72亿元，同比增加125%，占营业收入比重升至3.94%），冲击净利润。未来，考虑质押风险稳步改善，同时A+H上市的大型券商在IFRS9体系下适用预期减值损失模型，更保守地计提减值，我们认为2019年减值对券商盈利的冲击将大幅弱化（部分券商还可能冲回减值，提升盈利）。

上市券商合计信用减值计提及占收入比重



大型券商2018Q1~3信用减值计提 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：减值包含股权质押、投资资产、坏账、融出资金等科目）

2.2 金融监管环境边际宽松，孕育创新业务萌芽

- **资本市场严监管正在边际改善：**2016年以来资本市场监管全面趋严，虽然有效净化市场环境，但同时也抑制行业创新及券商股估值，但下半年以来监管层为推动资本市场健康发展，已开始适度给予政策红利（并购重组监管放松、放宽市场交易限制等）。我们认为，监管环境的边际改善利于提升券商盈利预期及估值，同时龙头券商也将被纳入系统性重要金融机构，市场地位提升。

近期资本市场相关政策梳理

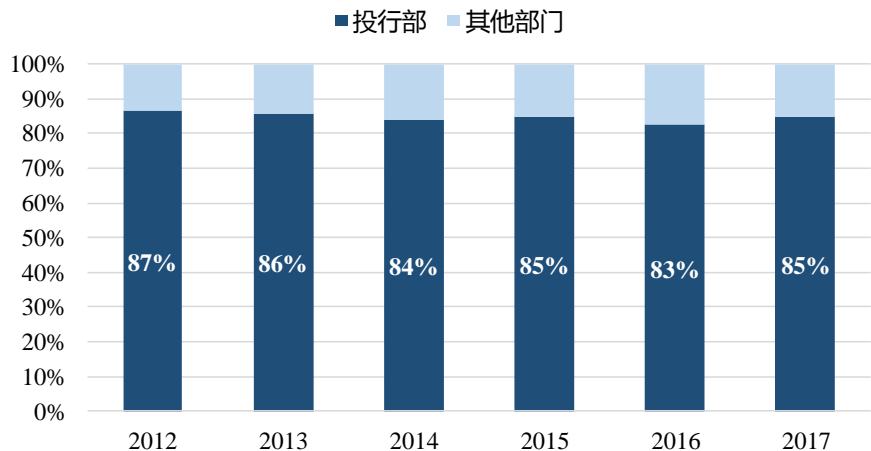
监管政策	核心内容
证监会推出“小额快速”并购重组审核机制	针对不构成重大资产重组的小额交易，直接由上市公司并购重组审核委员会审议，简化行政许可，压缩审核时间
证监会“关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答（2018年修订）”	明确配套资金可用于补充上市公司和标的资产的流动资金、偿还债务等
证监会“关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答（2018年10月19日）”及新闻发布	明确并购重组豁免/快速通道产业，深化“分道制”监管，并将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月
证监会声明	加快推动“提升上市公司质量、优化交易监管、鼓励价值投资”三方面工作
财政部、国税总局发布《中华人民共和国印花税法（征求意见稿）》	将印花税率调整权赋国务院，提升决策层级的同时保持税率调整的灵活性，为后期相机调控预留空间
证监会公布《关于支持上市公司回购股份的意见》	以多种措施刺激、鼓励股票回购
证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	突破2017年“再融资新规”限制，明确配股、优先股或特定对象定增募资可全部用于补充流动资金和偿还债务，同时取消再融资18个月间隔期限制，但相应间隔原则上不得少于6个月
证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2018年修订）》	减少简化对并购重组的披露要求，进一步鼓励支持上市公司并购重组
交易所发布“重大违法强制退市新规”	明确重大违法强制退市的具体违法情形和实施程序，强化执行力度，规范市场出口
证监会就设立上海证券交易所科创板并试点注册制答记者问	抓紧完善科创板的相关制度规则安排，同时继续促进资本市场平稳健康发展

数据来源：证监会、财政部等，东吴证券研究所整理

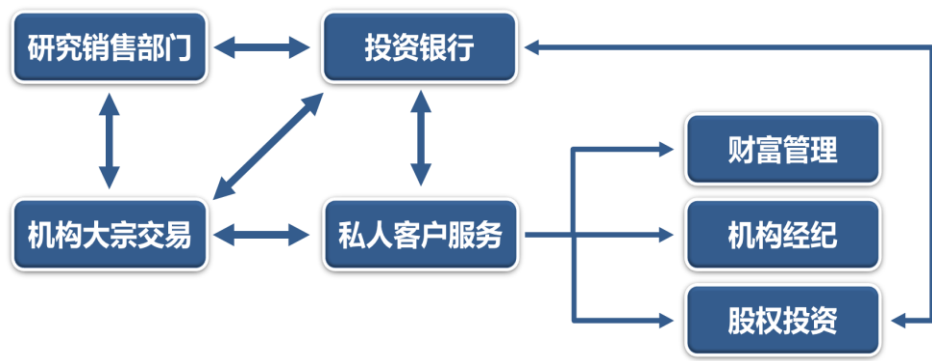
2.2 金融监管环境边际宽松，孕育创新业务萌芽

- 科创板快速推进为券商带来新的业务增长点：1) 扩容券商投行承销与保荐收入；2) 增量市场的成交额带来经纪业务收入（且新经济标的有望受到资金追捧，带来高成交量）；3) 注册制导向下，未来有望重构券商投行业务链（涉及定价、销售等环节，推动投行部与研究、机构销售、财富管理、直投等各部门协同），各线业务分享制度红利。
- 龙头券商将更受益科创板推出：例如项目储备丰富的中信、华泰，以及适用海外投行架构，早已实现投行部与各部门积极协同的中金公司（投行业务手续费收入仅85%直接归属于投行部门）。

中金公司投行业务手续费在各部门分配结构



高盛的多层次业务结构鲜明



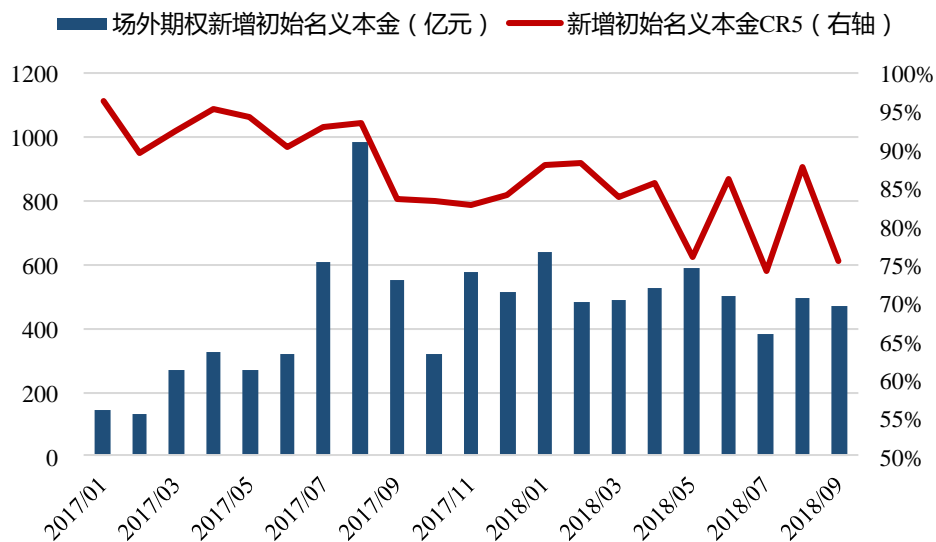
2.2 金融监管环境边际宽松，孕育创新业务萌芽

- **股指期货监管预计恢复常态，利好券商：**1) 为券商自营投资提供更充分的风险对冲工具，减轻市场波动冲击（2018Q1~3上市券商合计公允价值损益高达-20亿元）；2) 股指期货套利交易将提升券商投资收益率，尤其对衍生品交易能力优异的券商贡献增量收益（例如**中信、中金**等）；3) 为私募、外资等各类机构投资者提供更具吸引力的市场交易环境，提振市场交易活跃度。
- **场外期权等创新业务发展壮大：**场外期权分层监管后，新增业务量仍稳定，看好未来需求增长（集中度CR5始终超过75%，股指期货为主，个股期权为辅），同时**上证50ETF期权**等新产品也有望陆续推出，金融衍生品交易或成为大型券商未来的增量盈利。

2015年以来股指期货监管动态

时间	监管政策
2015/09	1) 非套保交易单个产品单日开仓量超过10手认定为异常交易行为（套保交易开仓数量不受限制）； 2) 非套保交易保证金比例提升至40%（套保交易均维持20%）； 3) 平今仓交易手续费率上调至成交金额的0.23%
2017/02	1) 将非套保日内异常交易的监管上限由10手放宽至20手（套保交易开仓数量不受限制）； 2) 非套保交易保证金比例降低，沪深300、上证50降至20%，中证500降至30%（套保交易均维持20%）； 3) 平今仓交易手续费率调低至成交金额的0.092%
2017/09	1) 沪深300、上证50交易保证金比例由20%降至15%； 2) 平今仓交易手续费率调低至成交金额的0.069%
2018/11	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”

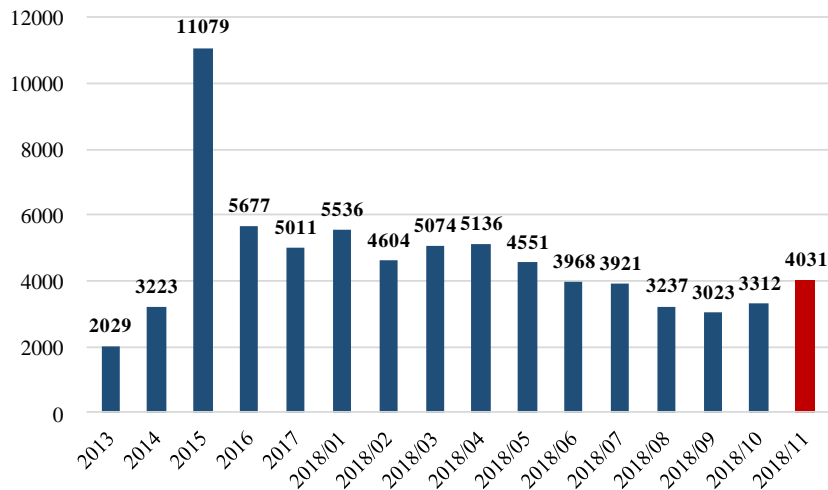
2017/01~2018/09场外期权新增业务及集中度



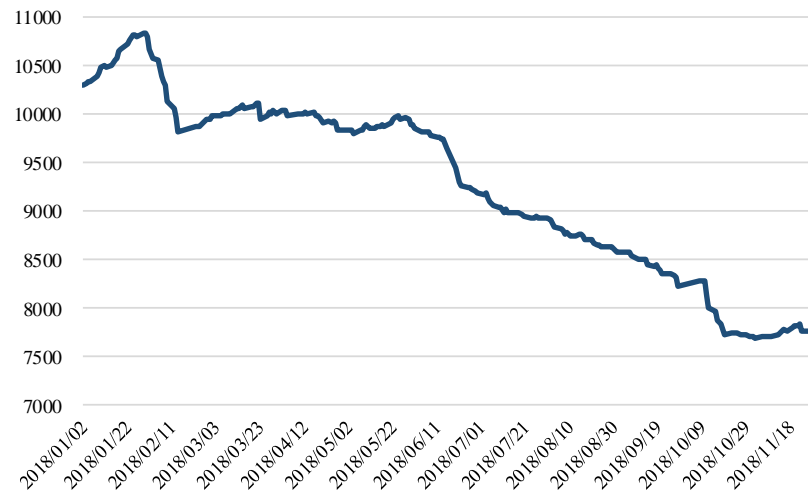
2.3 市场环境改善，2019年看好券商ROE触底回升

- “政策底”确立后“市场底”渐近，2019年经纪/两融有望回暖：1) 成交量小幅回升（11月日均成交额回暖至4031亿元，9、10月仅3023、3312亿元）；2) 两融全年持续下滑，四季度以来触底至7700亿元左右，预计后续将保持稳定。
- 投行受益监管放松，2019年并购重组有望可观增长：1) IPO目前仍有270家待审批，预计将保持“持续发行+低募资额”特征，业务量有望小幅增长；2) 并购重组受益于监管放松（募资用途限制放松+分道制加速审核流程），预计券商财务顾问收入将可观增长（已连续两年显著下滑）；3) 定增虽然取消18个月间隔期限制，但考虑减持新规仍有效，预计投资者参与情绪不足，融资规模中短期内难以增长。

2018年四季度以来市场成交量触底回升（亿元）



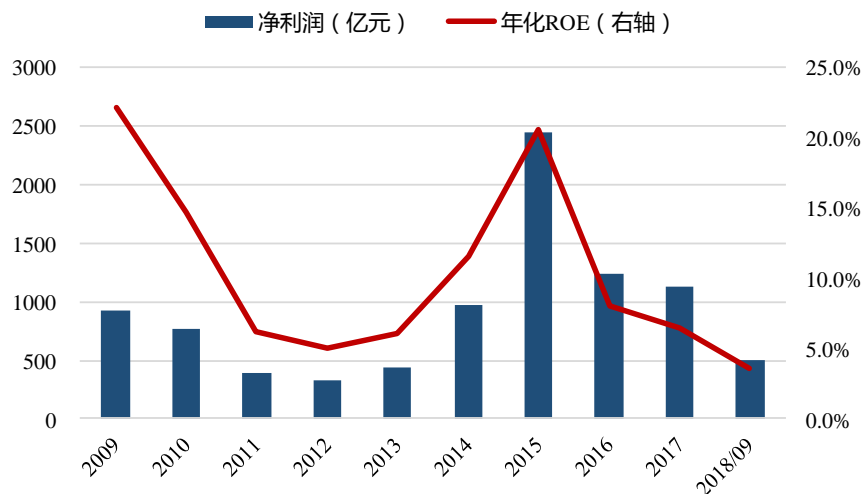
2018年四季度以来两融余额逐步触底（亿元）



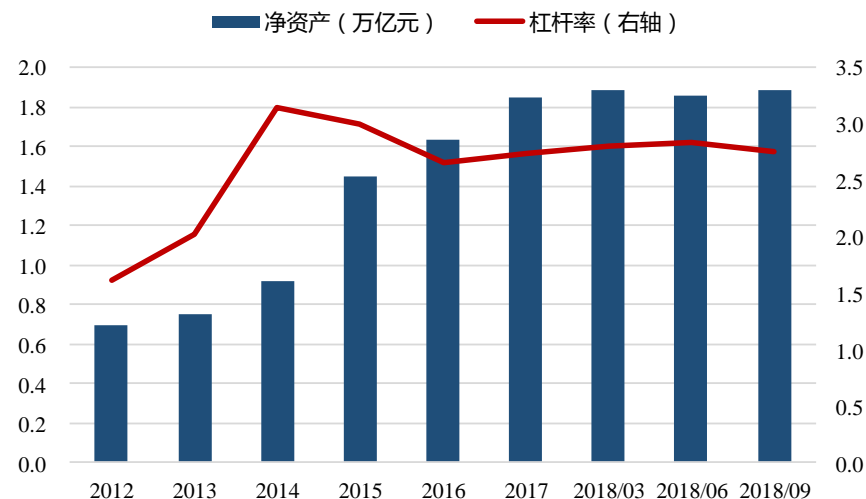
2.3 市场环境改善，2019年看好券商ROE触底回升

- **资产负债结构改善，ROE触底回升：**2018年证券行业ROE创历史新低（前三季度年化3.54%），主要原因为：1) 杠杆率维持历史高位，但融资类业务收缩（两融、股票质押）导致利息支出高企，同时投资环境波动，拖累盈利；2) 股权质押风险升级导致的资产减值冲击盈利。随着2018年下半年券商逐步降低杠杆率（行业6月末仍高达2.83倍，9月末降至2.76倍），且资产减值已相对充分，我们判断2019年券商负债端压力将减轻，ROE短期有望触底回升（但是长期提升ROE仍需依靠提高杠杆率或提升ROA）。

证券行业净利润及ROE



证券行业净资产及杠杆率



数据来源：东吴证券研究所（备注：数据为证券业协会披露的券商母公司及证券类子公司财务数据汇总）

● 2.4 盈利预测、估值及投资建议

- **盈利预测：**我们预计中性假设下，证券行业2019年营业收入、净利润分别增长4.3%、10.7%，ROE回升至4%，净利润增长主要源于自营投资回暖、利息支出缩减、减值影响消除等因素，同时净资产规模增至1.99万亿元。

2019年证券行业盈利预测及核心假设

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E（悲观）	2019E（中性）	2019E（乐观）
日均股票+基金成交额	5677	5011	4300	4000	4500	4800
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	1053	821	671	586	703	750
IPO募资总额	1496	2301	1500	1200	1600	1800
定增募资总额	16918	12705	7400	7000	7200	7400
券商债券承销金额	51606	45216	50000	40000	47000	50000
承销与保荐业务净收入	520	384	234	171	199	214
财务顾问业务净收入	164	125	95	91	110	114
资产管理规模	178200	172600	155000	135000	145000	150000
资产管理业务净收入	296	310	270	239	255	267
融资融券余额	9392	10263	8000	7500	8200	9000
利息净收入	382	348	212	200	227	243
证券投资收益（含公允价值变动）	568	861	690	725	800	850
营业收入	3280	3113	2435	2263	2540	2677
净利润	1234	1130	700	679	775	830
净利润率	37.6%	36.3%	28.7%	30.0%	30.5%	31.0%
净利润增速	-49.6%	-8.5%	-38.1%	-3.0%	10.7%	18.5%
净资产	16400	18500	18950	19857	19915	19948
ROE	8.0%	6.5%	3.7%	3.5%	4.0%	4.3%

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.4 盈利预测、估值及投资建议

- **估值触底回升：**2018年券商股估值创历史新低的主导因素为股权质押风险升级，造成资产质量恶化（部分券商动态估值出现“破净”）。目前，随着股权质押风险平稳改善，及监管环境趋势向好，我们看好券商估值触底回升。当前时点，A股大型券商整体估值约为1.2倍静态PB，行业龙头中信证券为1.34倍静态PB，产生明显估值溢价，未来看好综合实力领先的龙头券商估值进一步抬升。

A股大型券商及中信证券历史估值水平（市净率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4 盈利预测、估值及投资建议

- 投资建议：重点推荐东方财富、中金公司、中信证券。1) 东方财富作为最具成长性的零售证券龙头，业绩维持高增长，获取基金管理牌照后进军财富管理市场；2) 中金公司业绩增速领先传统券商，最受益券商国际化及科创板；3) 中信证券作为券商龙头，最受益行业集中度提升，领先的投资交易能力贡献增量盈利。

重点推荐标的盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
东方财富					
营业总收入	2,352	2,547	3,181	4,238	5,723
归属于母公司股东净利润	714	637	1,150	1,618	2,278
归属于母公司股东净利润增速	-61.4%	-10.8%	80.6%	40.7%	40.8%
P/E	94.43	110.17	60.09	42.65	30.05
中信证券					
营业收入	38,002	43,292	42,939	48,912	54,557
归属于母公司股东净利润	10,365	11,433	11,546	13,140	14,844
归属于母公司股东净资产	142,696	149,799	155,384	163,922	173,527
归属于母公司股东净利润增速	-47.7%	10.3%	1.0%	13.8%	13.0%
P/B (A)	1.48	1.41	1.36	1.29	1.22
P/B (H)	1.28	1.22	1.17	1.11	1.05
中金公司					
收入及其他收益总额	8,941	15,260	18,772	20,132	21,423
归属于母公司股东净利润	1,820	2,766	3,633	4,254	4,953
归属于母公司股东净资产	18,447	36,707	40,365	43,349	46,818
归属于母公司股东净利润增速	-6.8%	52.0%	31.3%	17.3%	16.3%
P/B (H)	3.53	1.77	1.63	1.51	1.39

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2018年12月05日收盘价）

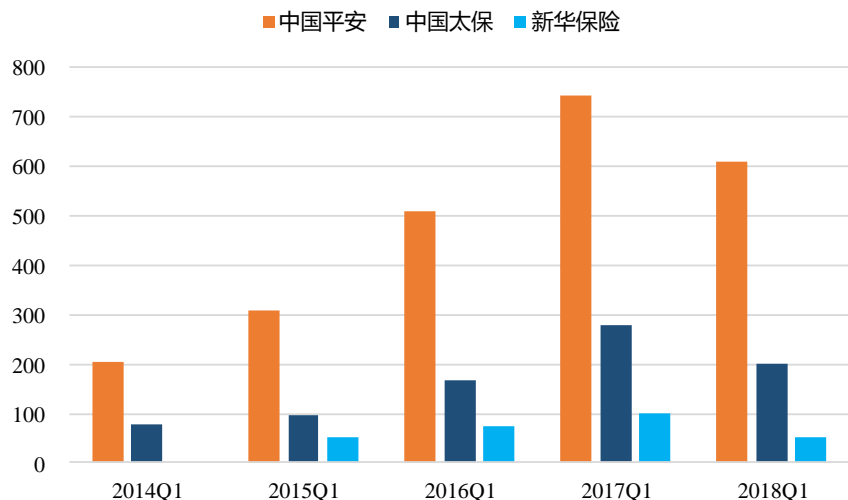
第三章

保险：开门红承压，短期或有回调风险

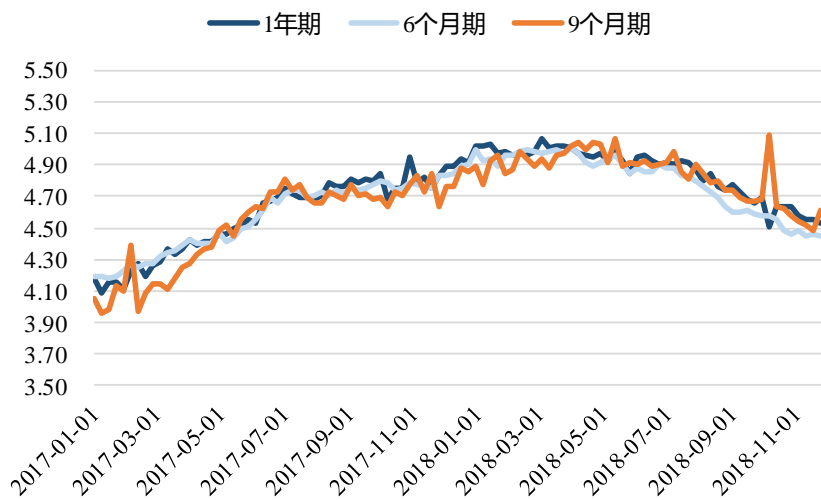
3.1 寿险开门红保费承压，NBV预计相对稳健

- **2019年开门红保费仍有下滑压力：**1) 2018年开门红新单保费虽大幅下滑，但体量基数仍较高；2) 134号文后“五年起返还型”年金保单收益吸引力降低；3) 保险公司淡化年底集中式营销（以平安为代表，未来追求各季度更均衡的销售策略）。
- **无需过度悲观，短端利率下行利好销售：**1) 短期利率下行走势利好储蓄型保单销售（银行理财等竞品的相对吸引力下降），且2019年年金险主力产品收益率较2018年已明显提升（定价利率抬高）；2) 保障型保单销售力度强于2018年同期。由此判断，2019年开门红即便下滑，降幅仍有望明显优于2018年，且市场已有所预期。分公司来看，预计表现分化明显，率先推出高定价利率产品的中国人寿有望增速领先。

近年来一季度寿险新单保费规模（亿元）



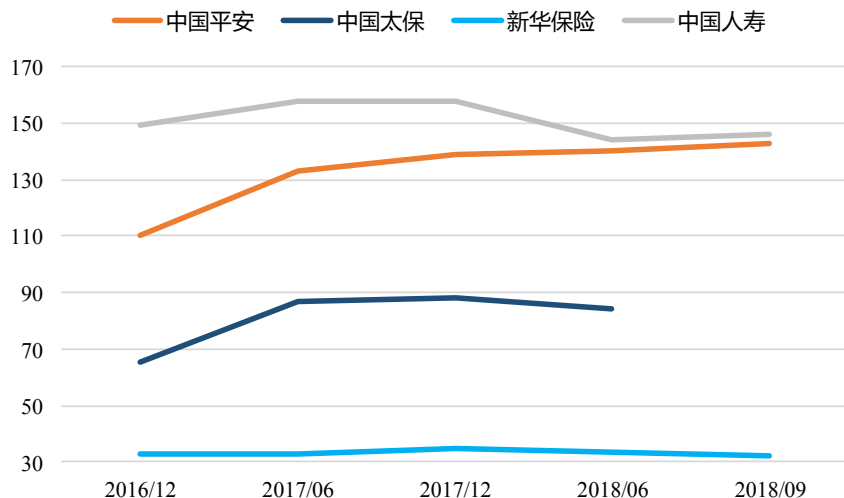
银行理财收益率走势



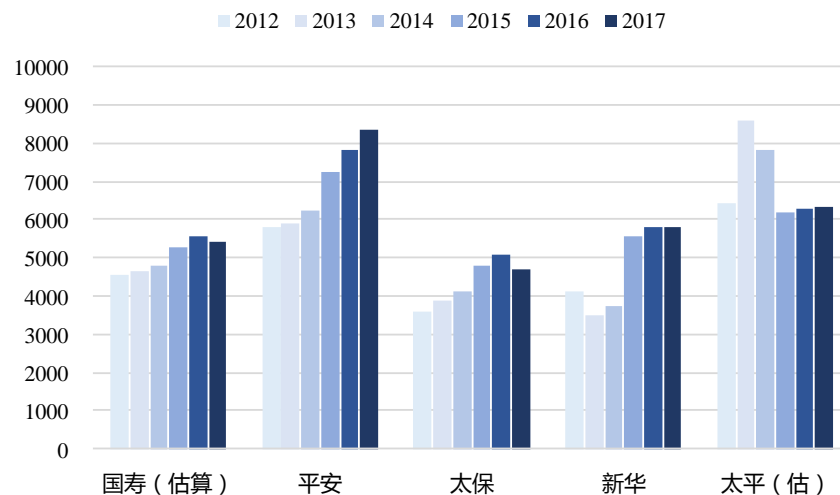
3.1 寿险开门红保费承压，NBV预计相对稳健

- **代理人队伍规模仍在收缩：**2018年以来多数寿险公司代理人数量均下滑（仅平安、太平逆势增长），一方面源于保单销量不佳影响收入，另一方面源于保险公司主动“清虚”，淘汰低产能代理人。目前，寿险销售队伍仍处于调整阶段，一定程度上影响销售能力，也对开门红的推动产生一定影响。
- **未来产能提升是长期工程：**考虑目前行业代理人规模已较为庞大，近年高增长后增速大概率走低，我们认为未来保险公司应从“入口”提升代理人质态，以“优质增量”升级队伍结构，以提升产能作为新一轮保费增长的核心动能。

寿险公司代理人队伍数量（万人）



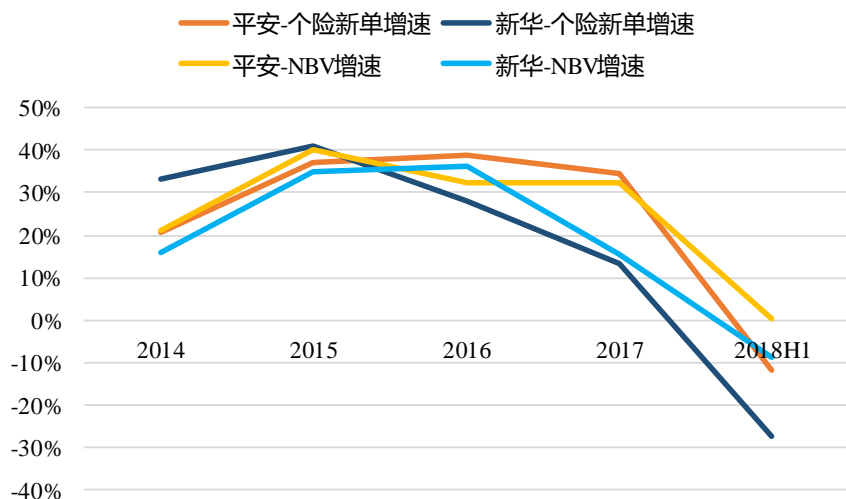
代理人人均产能（元/月/人）



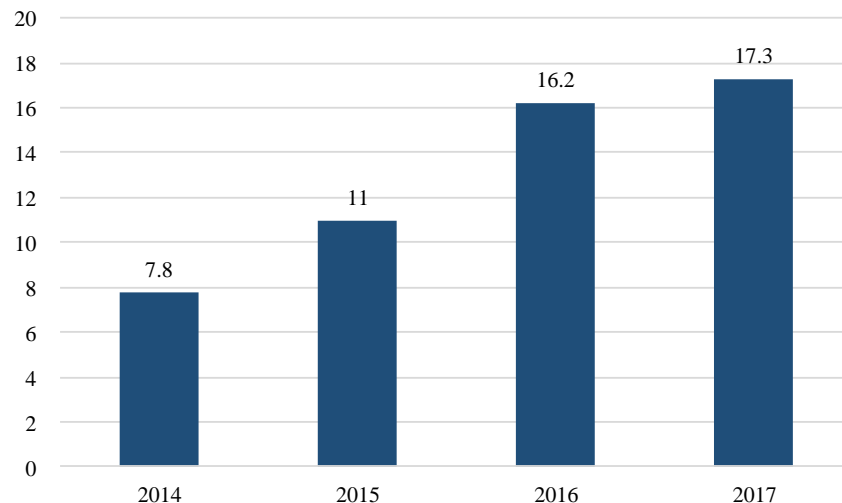
3.1 寿险开门红保费承压，NBV预计相对稳健

- **NBV同比表现仍将优于保费：**2018年寿险产品结构中保障型占比大幅提升推动整体新业务价值率提升，2019年预计价值率进一步提高的空间有限，但考虑全年持续推动保障型产品，预计NBV的同比表现仍将优于新单保费（增速差可能收窄）。
- **保障型业务仍有高成长空间：**短期而言，2018年代理人大力推动健康险销售可能会导致部分需求提前释放，同时居民财富预期降低也会影响购买意愿，但目前客户的平均健康险保额仍处于明显低位，我们认为未来提升空间很高，对行业长期成长性保持乐观（以太保为例，目前重疾险新保业务客均保额17.3万元，对标海外提升空间较高）。

寿险公司NBV及新单保费增速



中国太保重疾险新保业务客均保额（万元）



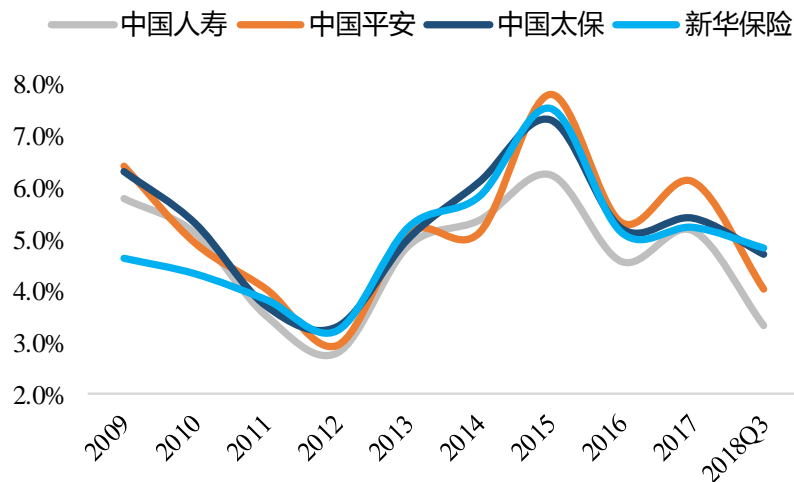
● 3.2 投资端利率下行影响预期，对EV实际影响有限

- **长端利率下行带来负面预期：**年初以来长端国债收益率下行，明年考虑经济下行压力，预计趋势仍将持续，考虑保险投资端需持续实现约5%的精算假设投资收益率（否则对EV及盈利造成负面影响），利率下行对行业预期及保险股估值造成影响。
- **股市波动预计明年有所改善：**股市波动对保险投资端带来短期扰动，但对长期的平均投资收益率影响有限，且对产品结构相对优异的公司而言，投资扰动对EV偏差影响有限（平安上半年EV变动的投资偏差仅-8.9亿元）。考虑今年股指已跌至低位，预计明年保险价值损益将回暖（尤其对适用IFRS9的平安影响更显著）。

长端利率走势



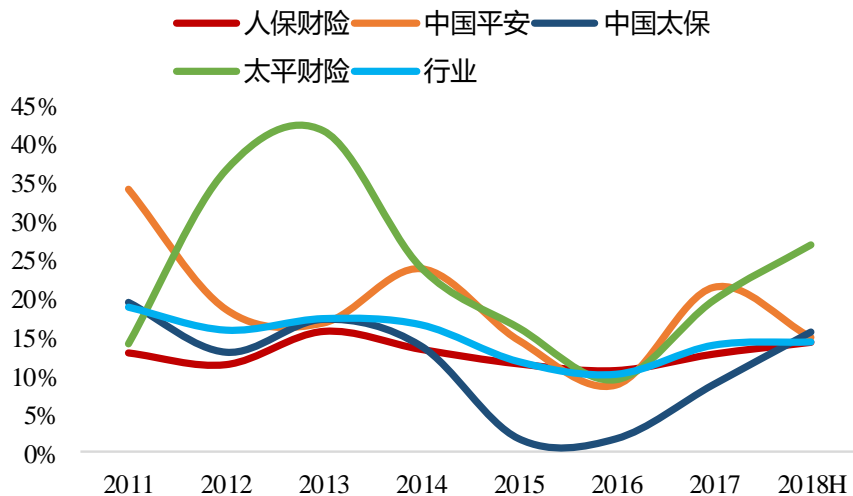
上市保险公司总投资收益率



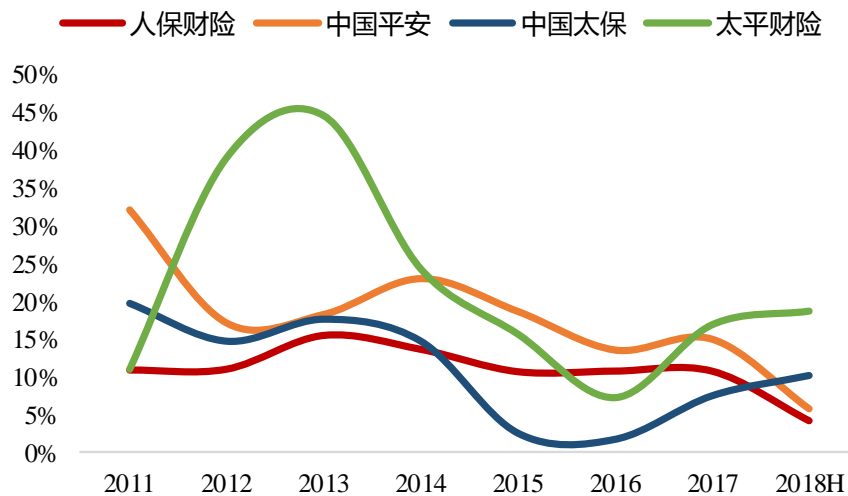
3.3 产险保费降速+综合成本率承压，基本面仍有压力

- **车险降速拖累财产险保费增速：**虽然2018H1产险行业保费增速在非车险带动下回升，但新车销量趋缓、经济降速等因素仍可能导致产险、车险保费增速低迷，国内财产险第一大险种仍为车险，2019年预计保费仍将降速。
- **费改深化+费用管控，短期产险盈利承压：**2015年以来车险费改持续推进，今年监管层重点整治费用投放乱象，严格管控费用将使得中小公司难以展业，利好大型公司抢占市场，但大型公司短期同样会因为手续费率超标原因造成所得税高增长，冲击盈利，2019年预计车险行业仍将在费改深化+费率管控的高压环境中度过。

财产险保费增速



车险保费增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

● 3.4 盈利预测、估值及投资建议

单位：百万元/人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中国平安					
归属于母公司股东净利润	62,394	89,088	110,915	142,565	185,479
新业务价值	50,805	67,357	72,409	84,356	106,267
内含价值	637,703	825,173	1,019,089	1,269,563	1,605,997
归属于母公司股东净利润增速	15.1%	42.8%	24.5%	28.5%	30.1%
新业务价值增速	32.2%	32.6%	7.5%	16.5%	26.0%
内含价值增速	15.3%	29.4%	23.5%	24.6%	26.5%
中国太保					
归属于母公司股东净利润	12,057	14,662	16,239	19,735	23,536
新业务价值	19,041	26,723	26,187	26,991	30,044
内含价值	245,940	286,169	329,866	382,289	441,546
归属于母公司股东净利润增速	-32.0%	21.6%	10.8%	21.5%	19.3%
新业务价值增速	56.5%	40.3%	-2.0%	3.1%	11.3%
内含价值增速	19.6%	16.4%	15.3%	15.9%	15.5%
新华保险					
归属于母公司股东净利润	4,942	5,383	8,210	9,996	11,651
新业务价值	10,449	12,062	12,420	14,028	16,076
内含价值	129,450	153,474	178,957	210,120	245,118
归属于母公司股东净利润增速	-42.5%	8.9%	52.5%	21.8%	16.6%
新业务价值增速	36.4%	15.4%	3.0%	12.9%	14.6%
内含价值增速	25.3%	18.6%	16.6%	17.4%	16.7%

● 3.4 盈利预测、估值及投资建议

- **投资建议：** 保险股短期或有回调风险，源于2019年寿险开门红保费下滑+长端利率下行的预期，但无需过度悲观，我们认为寿险需求端调整影响有限。估值角度，考虑EV仍将稳增长，目前整体估值较低（A股平均0.93x2018PEV，H股平均0.86x2018PEV），预计调整空间较小。个股层面，重点推荐中国平安（代理人质态优异推动寿险领先同业，围绕科技金融构建核心竞争力），关注H股中国太平（低估值+代理人扩张）。

公司名称	股价	EVPS				P/EV			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安A	64.25	34.89	45.14	55.75	69.45	1.84	1.42	1.15	0.93
中国太保A	31.48	27.14	31.58	36.40	42.19	1.16	1.00	0.86	0.75
新华保险A	44.31	41.5	49.2	57.37	67.36	1.07	0.90	0.77	0.66
A股平均						1.36	1.11	0.93	0.78
中国平安H	77.5	34.89	45.14	55.75	69.45	2.22	1.72	1.39	1.12
中国太保H	28.25	27.14	31.58	36.40	42.19	1.04	0.89	0.78	0.67
新华保险H	34.95	41.50	49.20	57.37	67.36	0.84	0.71	0.61	0.52
中国太平H	25.75	28.97	34.89	39.95	47.45	0.89	0.74	0.64	0.54
H股平均						1.25	1.02	0.86	0.71

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2018年12月05日收盘价）

● 风险提示

- 1) **信托复苏不及预期**：如果信托行业监管持续趋严，资金端将进一步承压，行业业绩将出现下滑风险；
- 2) **股市进一步调整**：股市波动将对券商、保险的投资端造成冲击，同时进一步提升股权质押风险；
- 3) **保险新单大幅下滑**：2019年寿险开门红承压，如果保费下滑超预期，会冲击保险公司盈利、NBV增长、EV增长等基本面指标的预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园