

非银金融

证券研究报告

2018年12月09日

产险盈利将触底反弹，11月上市券商业绩边际改善，继续推荐中国财险+龙头券商

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

投资要点: 11月上市券商业绩边际改善，纾困基金规模大部分覆盖风险暴露融资额，利好政策将有望驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。2019年车险费用率和实际税率下降将带来财险利润率上升，商车费改深化带来集中度进一步提升，同时，非车险保费和承保利润将保持较快增长，预计未来中国财险roe可稳定高于15%，估值历史低位(1.1倍pb)，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、国泰君安、中国平安、中国太保。

证券: 11月上市券商业绩边际改善，继续坚定推荐龙头券商。已披露11月财务数据的26家上市券商当月实现营业收入135.54亿元，同比+4%，环比+70%；实现净利润56.34亿元，同比+21%，环比+169%；从全年净利润累计的统计口径来看，中信证券(79亿元，同比-4%)、华泰证券(63亿元，同比-20%)、国泰君安(62亿元，同比-23%)，整体上看龙头券商的业绩表现相对稳定。证券公司的股权质押业务风险已经得到一定的化解，全市场质押股数继续下降；触及平仓线市值约7000亿元，对应风险暴露融资额约在6000-7000亿元之间，全系统的纾解资金约在4000-5000亿元之间，能够大部分覆盖。围绕资本市场改革的积极政策陆续颁布并实施，预计将继续改善券商的经营环境，将有望驱动券商估值在目前的历史低位持续提升。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、国泰君安，建议关注中金公司。

保险: 财产险预计将于2019年一季度实现盈利边际大幅改善，继续推荐中国财险；预计2019年健康险仍保持较快发展，“产品+服务”创新是未来竞争趋势。1)地方银保监局人员将于年底到位，对于报行合一的监管会更加严格，费用率进行下行通道。2019年车险费用率和实际税率下降将带来财险利润率上升，商车费改深化将带来集中度进一步提升，同时，非车险保费和承保利润将保持较快增长，龙头财险公司的盈利将在明年大幅好转。中国财险利润在3季报触底，估值历史低位(1.1倍pb)，2019年一季度利润反转与15%以上的稳定roe水平能够带来估值提升，预估40%提升空间。2)寿险：开门红增长的分化格局预期逐步形成，预计2019年健康险可实现较好发展，“产品+服务”创新的良性竞争是大趋势，大型保险公司具有优势；预计2019年代理人数量将持续增长。宏观经济不景气环境下，就业问题将再度凸显，代理人渠道将发挥吸纳就业、缓解就业压力的作用。3)股票投资依然承压，10年期国债收益率缓慢下降至3.3%，未来趋势的不确定性较大。

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、国泰君安、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 2018-12-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	17.05	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	18.14	19.38	16.88	14.83
601688.SH	华泰证券	17.30	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	13.31	18.02	16.02	14.18
601211.SH	国泰君安	16.33	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.45	18.56	16.84	14.98
601318.SH	中国平安	63.00	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.94	10.90	7.93	6.65
601601.SH	中国太保	30.60	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.89	15.45	11.42	9.68

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

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: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》
2018-12-02
- 《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

1. 证券：月度财务数据边际改善，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。全市场质押股数下降至 6402.72 亿股，较上周减少 10 亿股，市场质押股数占总股本的比重下降至 9.97%。证监会上市公司监管部副主任孙念瑞 12 月 8 号在 2018 中国民营企业高峰论坛上表示：截至 11 月底，A 股市场触及平仓线市值约为 7000 亿元，对应风险暴露融资额约在 6000-7000 亿元，实际上强平只有 98 亿元，占比 1.5%；证监系统要把股权质押风险的化解目标作为年终考核指标。根据此前我们统计，全系统的纾解资金约在 4000-5000 亿元之间。我们预计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。

已披露 11 月财务数据的 26 家上市券商当月实现营收 135.54 亿元，同比+4%，环比+70%；实现净利润 56.34 亿元，同比+21%，环比+169%。11 月，净利润位列前三的分别为中信证券（16.84 亿元，环比+333%）、海通证券（7.51 亿元，环比+1330%）和国信证券（5.33 亿元，环比+248%）。中信利润环比大幅增长主要是因为母公司收到下属子公司分红款 11 亿元。从全年累计的统计口径来看，26 家上市券商 1-11 月实现营业收入 1276 亿元，实现净利润 469 亿元，同比-24%。中信证券（净利润 79 亿元，同比-4%）、华泰证券（净利润 63 亿元，同比-20%）、国泰君安（净利润 62 亿元，同比-23%）。

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。恢复股指期货的常态化交易将直接利好券商经纪、自营业务。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；中金英国成为首家沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构，中金公司股票业务部境内团队和英国团队将主要负责沪伦通全球存托凭证跨境转换业务，并且已经获得 CDR 做市商资格。

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。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、国泰君安，建议关注中金公司。

券商重要数据

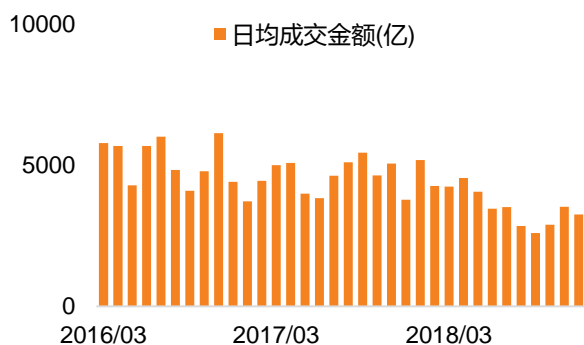
1) 本周日均股票成交额为 3257 亿元（上周 2750 亿元）；截止本周末，2018 年两市日均股票成交额 3774 亿元，同比下降 17.60%；

2) 投行业务：本周证监会核准 1 家企业的首发申请，但未披露融资规模，这已是连续第五周末披露融资规模。截至 2018 年 12 月 7 日，IPO、增发和配股承销规模分别为 1354 亿元、6863 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 12 月 6 日，两市融资融券余额为 7727 亿元（11 月 30 日为 7701 亿元），其中融资余额为 7646 亿元，融券余额为 80.18 亿元。

4) 股票质押：截止 2018-12-07，市场质押股数 6402.72 亿股，市场质押股数占总股本 9.97%，市场质押市值为 45262.19 亿元；截止 2018-12-07，大股东质押股数 6049.46 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 12453.61 亿元，大股东疑似触及平仓市值 29673.25 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 12 月均股票成交额 3257 亿元



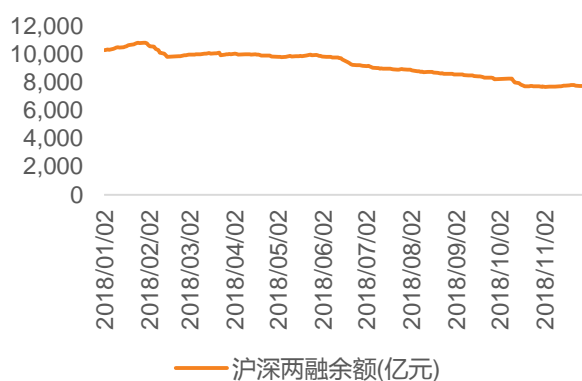
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 11 月 30 日当周新增投资者 24.16 万人



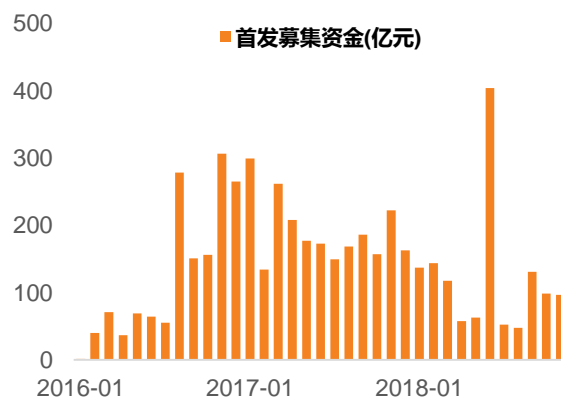
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2018 年 12 月 6 日两融余额为 7726.65 亿元



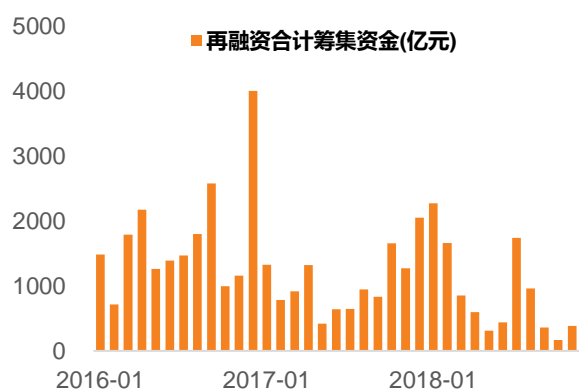
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 11 月股权融资首发募资 97 亿元 (2018/11/30)



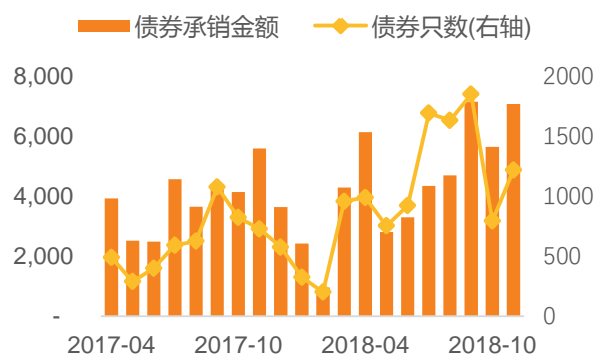
资料来源: wind, 天风证券研究所

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，看好 19 年健康险销售

2.1. 财产险盈利反转将至，坚定推荐中国财险

在报行合一和行业自律实行 4 个月之后，部分地区重回报行合一之前的态势。目前银保监会仍处在合并过程中，监督和处罚机制还未在新的银保监会的框架下形成，对于市场的管控暂时还未到位，预计各地方银保监局领导班子将会在年底形成。此后对于报行合一的监管力度预计会进一步加强，费用处于下行通道的趋势很明确。经测算，费用率下降 1 个百分点，将会带来净利润增速提升 5-8 个百分点。

随着商车费改深化，客户划分和定价能力、网点布局、服务能力、品牌效应是重要竞争因素，龙头公司竞争优势凸显，预计市场集中度进一步提升。车险和车市的变化也紧密相关，车市正向农村市场、2-3 线市场迈进，中国财险在农村、县域广泛的网点布局是其在车险竞争中突围的重要优势。

预计非车险占比将持续提升，将带动财险盈利能力增强。目前非车险在产险保费占比已达到 35%，预计明年占比将达到 40%左右。责任险方面，在政策支持下，涌现了很多政保合作项目，包括职业责任、险工程品质保险、首台(套)责任险、新材料保险等，将在辅助社会管理方面发挥更好的作用，预计未来几年，责任险的保费和盈利都会有较好的增长。信用险市场需求较大，信用保险的担保功能可以释放企业的各类抵押金，帮助解决流动性问题。同时，农险、短期意外健康险也较大的增长空间。

我们预计，2019 年车险费用率和实际税率下降将带来财险利润率上升，非车险保费和承保利润将保持较快增长，费改深化将带来集中度进一步提升，中国财险利润在 3 季报触底，估值历史低位（1.1 倍 pb），2019 年一季度利润反转与 15%以上的稳定 roe 水平能够带来估值提升，预估 40%提升空间。

2.2. 寿险发展长期逻辑不变，看好 2019 年全年保障型产品销售

预计 2019 年健康险可实现较好发展，“产品+服务”是大趋势，大型保险公司具有优势。瑞士再保险发布最新的研究报告《亚洲健康保障缺口》，报告指出 2017 年中国健康保障缺口达 8,050 亿美元。虽然中国的医疗保障体系不断完善，并实现了对基本保障需求的全覆盖，但保障程度远远不够。而且，消费者的保险意识，相较以往有所提升，商业健康险仍有较大的发展空间。中国人口红利尚在释放，中青年群体的绝对基数可以支持寿险业向上发展 10-15 年。同时，消费者对于保险服务的要求提高，用户更愿意对服务或体验溢价，产品的良性竞争主要体现在服务的创新上，如健康险附加健康管理服务、医疗服务、海外就医服务等。平安、太保等大型保险公司在着力搭建健康生态圈，在健康险竞争中具有长期优势。预计 2019 年代理人数量仍将持续增长。宏观经济不景气环境下，就业问题将再度凸显，代理人渠道具有吸纳就业、缓解就业压力作用，主动离职、被动失业、毕业未就

业人员将是保险公司重要的增员群体。

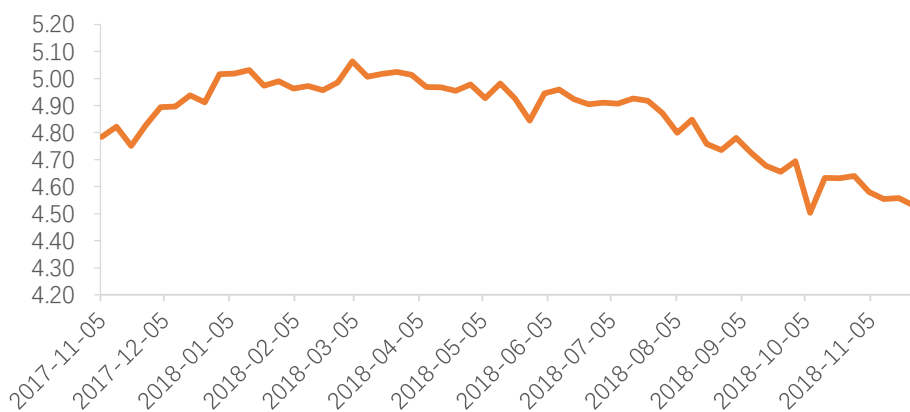
同时,2019 年行业也面临一定的负债成本上升、长端利率趋势不确定的压力。开门红期间,一些公司为提高产品竞争力,提升保单预定利率以及万能险账户结算利率;但开门红后期开始,保险公司主要销售死差占比高的健康险业务,缓解负债成本上升压力。

2.3. 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。

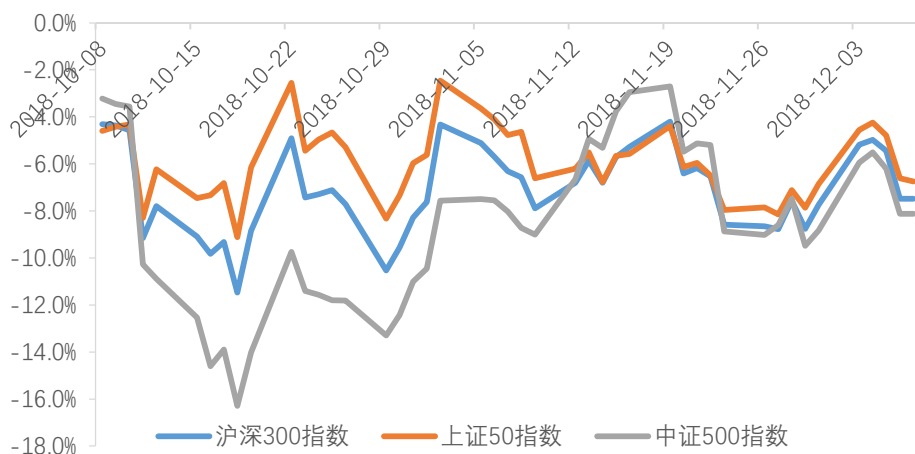
2) **股票投资依然承压,利率趋势的不确定性较大**。10 月以来,沪深 300 指数累计下跌 7.5%, 预计会对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。2018 年 11 月以来,10 年期国债收益率突破震荡区间底部 (3.5%), 本周延续缓慢下行态势,截至 12 月 7 日,10 年期国债收益率为 3.31%, 期限利差也有所下降,未来利率趋势的不确定性较大。

图 8: 1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率 (%)



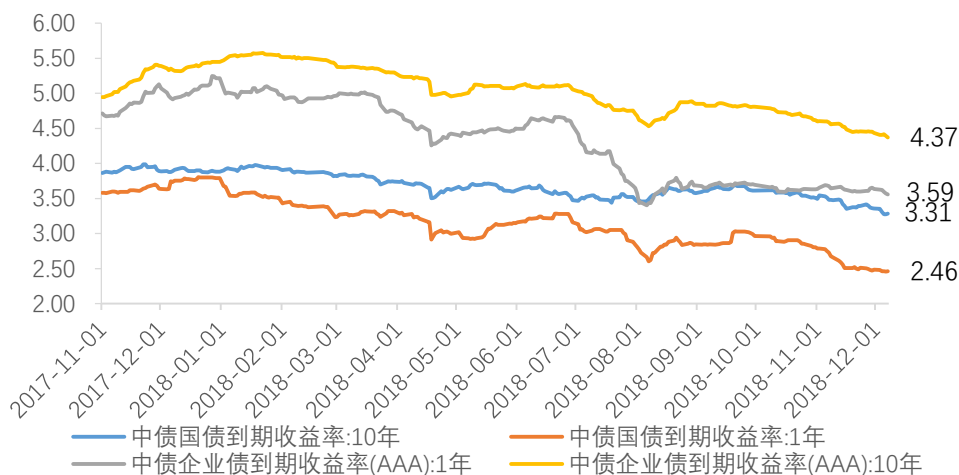
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 股市涨跌幅



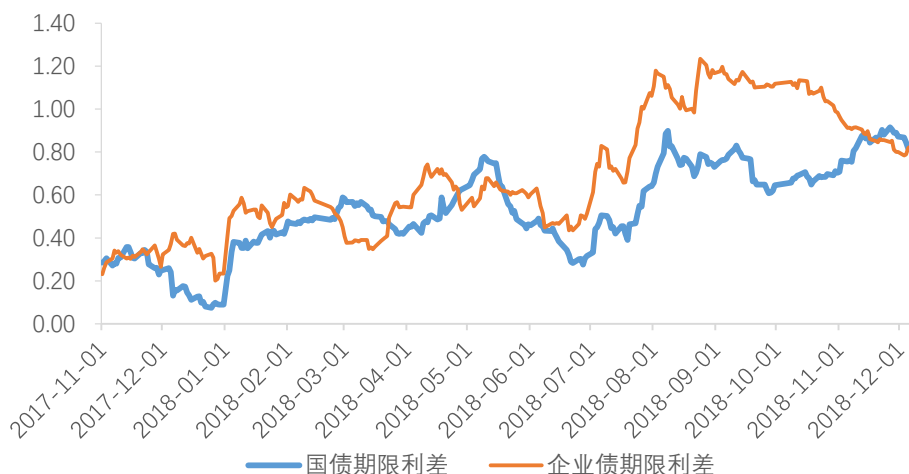
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 债券到期收益率情况 (%)



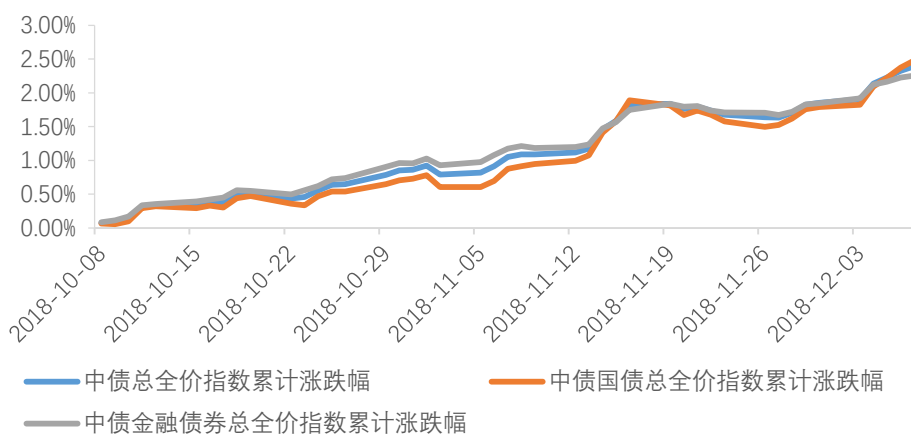
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 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 12: 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	1.57	1.99	1.13	2.50	0.13
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.64	3.35	2.98	4.10	2.33
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.90	3.36	2.71	4.18	2.45
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.45	3.90	3.31	4.96	2.71
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.39	1.10	1.19	3.85	2.07
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.73	3.10	3.16	4.91	3.81

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 12 月 7 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	17.05	2,035.98	16.55	21.19	17.76	1.40	1.49	1.26
国泰君安	16.33	1,389.54	12.45	17.48	18.56	1.45	1.34	1.15
华泰证券	17.30	1,357.89	18.63	20.04	18.02	1.56	1.44	1.54
海通证券	9.65	1,063.39	16.26	18.92	20.98	1.67	1.27	0.97
广发证券	13.41	1,001.59	14.28	15.48	16.76	1.69	1.52	1.18
招商证券	14.07	922.53	18.07	20.54	20.69	2.23	1.47	1.19
中信建投	10.41	695.82	-	-	18.93	-	-	1.79
东方证券	8.97	646.22	29.34	31.60	15.74	2.38	1.84	1.17
光大证券	9.88	459.62	18.28	21.38	14.75	1.58	1.27	0.92
兴业证券	5.04	356.26	19.02	24.57	15.27	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 12 月 7 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	63.00	34.89	45.14	54.22	65.30	2.78	3.68	3.91	4.30
中国人寿-A	21.55	23.07	25.97	28.50	31.91	1.74	2.13	1.81	1.99
新华保险-A	43.79	41.49	49.19	57.33	67.77	3.35	3.87	3.87	4.45
中国太保-A	30.60	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	63.00	1.81	1.40	1.16	0.96	10.12	4.85	2.25	-0.53
中国人寿-A	21.55	0.93	0.83	0.76	0.68	-0.87	-2.08	-3.85	-5.21
新华保险-A	43.79	1.06	0.89	0.76	0.65	0.69	-1.40	-3.50	-5.39
中国太保-A	30.60	1.13	0.97	0.83	0.71	1.65	-0.33	-2.13	-3.76
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	63.00	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	21.55	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	43.79	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	30.60	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	63.00	18.46	12.93	10.89	7.93	3.00	2.43	1.96	1.51
中国人寿-A	21.55	31.85	18.89	17.06	12.49	2.01	1.90	1.82	1.62
新华保险-A	43.79	27.65	25.38	17.11	12.92	2.31	2.14	1.91	1.66
中国太保-A	30.60	23.00	18.91	15.46	11.40	2.10	2.02	1.99	1.87

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