

# 非银金融

证券研究报告

2018年12月16日

## 产险利润增长反转将至，股权质押风险将进一步疏解，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	

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《非银金融-行业研究周报: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》  
2018-12-09
- 2 《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
- 3 《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

**投资要点:** 股权与债券融资的支持工具,有望纾解民企融资困难的问题,纾解股权质押的风险;广发、华泰、招商获得信用衍生品资质,利好政策有望驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。车险净利率提升(源自手续费率下降)+非车险保费与承保利润增长+行业集中度提升(较平安更具优势)+投资收益率及大灾损失底已过,2019年财险利润增速有望出现大幅反转。中国财险依托网点优势、风险筛选与定价优势、服务能力和品牌优势、股东背景优势等,有望实现保费和盈利的双提升,预计2019、2020年ROE可稳定高于15%,目前股价对应1.1倍2018PB,明显低估。寿险方面,目前保险股估值处于历史低位,充分体现了对利率下行趋势及寿险开门红保费增长不及预期的担忧。推荐排序:中国财险、中信证券、华泰证券、国泰君安,新华保险、中国平安、中国太保、中航资本。

**证券:** 我们继续坚定推荐龙头券商。央行行长易纲提及央行针对民企融资困难的问题,研究设立民营企业股权融资的支持工具,纾解股权质押的风险,稳定和促进民营企业的股权融资。首单民营企业债券融资支持工具在上交所落地,中证金融和华泰证券同步出售信用保护合约、为民营企业发行人提供信用增进支持。全系统的纾解资金约在4000-5000亿元之间。广发、华泰、招商获得信用衍生品业务资质;11月初,国泰君安、中信证券两家获得试点完成首批上交所信用保护工具业务;上期所将有序推进产品创新。我们预计后续在股指期货常态化交易、资本市场双向开放、科创板的持续推进等方面迎来政策的边际改善,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。证券行业平均1.4xPB,行业历史估值的中位数为2xPB。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:** 2019年财险利润有望触底回升,继续推荐中国财险。1)产险:车险净利率提升(源自手续费率下降)+非车险保费与承保利润增长+行业集中度提升(较平安更具优势)+投资收益率及大灾损失底已过,2019年财险的利润增速有望出现大幅反转。中国财险依托网点优势、风险筛选与定价优势、服务能力和品牌优势、股东背景优势等,有望实现保费和盈利的双提升,预计2019、2020年ROE可稳定高于15%。2)寿险:保费端持续改善,2019年开门红承压不改价值增长趋势。10月,行业健康险保持快速增长,剔除和谐健康,当月同比增长45.3%,累计同比增长35.3%,保费占比19.5%,同比提升3.7pct。11月,5家上市公司保费端改善加速,平安11月当月个人业务新单保费同比增长14.8%,累计负增长幅度缩小至0.8%;预计太保、新华、国寿当月个险新单保费同比增长分别为150%、40%、-10%,累计同比增长为-10%、-21%、-22%。平安、太保等公司或将面临开门红负增长的压力,将通过加强保障型产品推动来以价补量。我们预计,在经历1月新单保费同比增长的低点后,平安、太保等公司的新单保费和新业务价值将逐月好转,预计全年新业务价值同比增长或可达到5-10%。3)股票投资承压,长端利率的走势不确定性较大,1年期银行理财收益率呈震荡下降趋势,目前收益率为4.5%,较去年同期下降约40bps。新发行的信托产品收益率仍维持高位,平均预期收益率为7.76%。4)平安于12月14日宣布在现行“执行官负责制”基础上,增设三个联席首席执行官岗位,由三大业务线:个人、公司、科技负责人李源祥、谢永林、陈心颖担任,分别统筹管理个人、公司、科技业务,这一调整符合“金融+生态”新的发展模式的需要,将更好地发挥现行集体决策机制的作用,加强集团对各业务板块的管控力和协调,平安战略路径进一步清晰。

**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,新华保险、中国平安、中国太保、中航资本,建议关注中金公司。

**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 2018-12-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
02328.HK	中国财险	7.93	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.52	7.39	5.59
600030.SH	中信证券	16.85	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	17.93	19.15	16.68	14.65
601688.SH	华泰证券	17.00	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	13.08	17.71	15.74	13.93
601211.SH	国泰君安	16.25	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.38	18.47	16.75	14.91
601336.SH	新华保险	43.58	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	25.19	17.02	12.86	10.63
601601.SH	中国太保	30.40	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.77	15.35	11.34	9.62
601318.SH	中国平安	61.94	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.72	10.72	7.80	6.54
600705.SH	中航资本	4.56	买入	0.31	0.38	0.46		14.71	12.00	9.91	

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 证券：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 6374.42 亿股，较上周减少 30 亿股，市场质押股数占总股本的比重下降至 9.94%，市场质押市值为 45546.61 亿元。央行行长易纲在最新讲话中，提及央行针对民企融资困难的问题，研究设立民营企业股权融资的支持工具，纾解股权质押的风险，稳定和促进民营企业的股权融资。首单民营企业债券融资支持工具 14 日在上交所落地，中证金融和华泰证券同步出售信用保护合约、为民营企业发行人提供信用增进支持。目前，全系统的纾解资金约在 4000-5000 亿元之间。

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。本周包括广发证券、华泰证券、招商证券在内，获得信用衍生品业务资质，可以开展银行间市场信用风险缓释工具、交易所市场信用风险缓释工具以及监管认可的其他信用衍生品卖出业务。11 月初，国泰君安、中信证券两家获得试点完成首批上交所信用保护工具业务。2019 年上期所将有序推进产品创新，包括做精做细现有期货品种；推进产品创新，有序推出期货新品种、期权、指数期货等衍生品工具；拓展仓单交易平台的业务范围，研究推出远期、掉期及价差交易，促进期现市场有效对接。三是配合证监会和立法机构做好《期货法》立法相关工作。四是加大品种的对外开放。我们预计后续在股指期货常态化交易、资本市场双向开放、科创板的持续推进等方面迎来政策的边际改善。

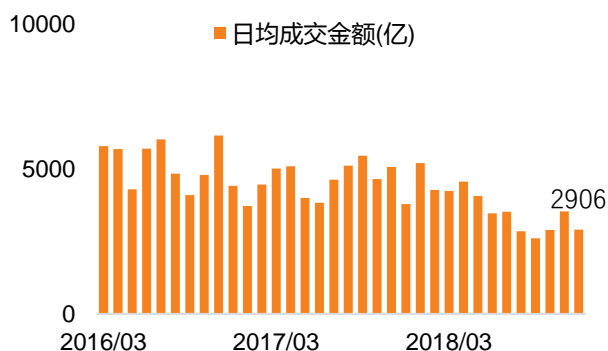
已披露 11 月财务数据的 32 家上市券商当月实现营收 170.80 亿元，同比+6%，环比+79%；实现净利润 68.94 元，同比+19%，环比+187%。11 月，净利润位列前三的分别为中信证券（16.84 亿元，环比+333%）、海通证券（7.51 亿元，环比+1330%）和国信证券（5.33 亿元，环比+248%）。中信利润环比大幅增长主要是因为母公司收到下属子公司分红款 11 亿元。从全年累计的统计口径来看，32 家上市券商 1-11 月实现营业收入 1580 亿元，实现净利润 470 亿元，同比-24%。中信证券（净利润 79 亿元，同比-4%）、华泰证券（净利润 63 亿元，同比-20%）、国泰君安（净利润 62 亿元，同比-23%）。

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

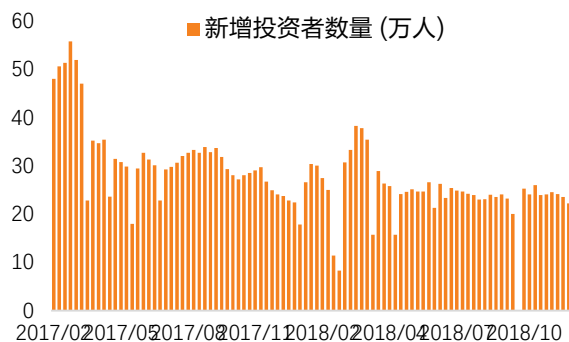
- 1) 本周日均股票成交额为 2556 亿元（上周 3257 亿元）；截止本周末，2018 年两市日均股票成交额 3748 亿元，同比下降 18.17%；
- 2) 投行业务：本周证监会核准 3 家企业的首发申请，但未披露融资规模，这已是连续第六周末披露融资规模。截至 2018 年 12 月 14 日，IPO、增发和配股承销规模分别为 1357 亿元、6945 亿元、229 亿元，1-11 月债券承销金额为 48842 亿元，同比增长 27.98%。
- 3) 融资融券：截至 2018 年 12 月 13 日，两市融资融券余额为 7709 亿元（11 月 30 日为 7701 亿元），其中融资余额为 7628 亿元，融券余额为 80.96 亿元。
- 4) 股票质押：截止 2018-12-14，市场质押股数 6374.42 亿股，市场质押股数占总股本 9.94%，市场质押市值为 45546.61 亿元；截止 2018-12-14，大股东质押股数 6038.74 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 11926 亿元，大股东疑似触及平仓市值 29167.66 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 月均股票成交金额 2906 亿元



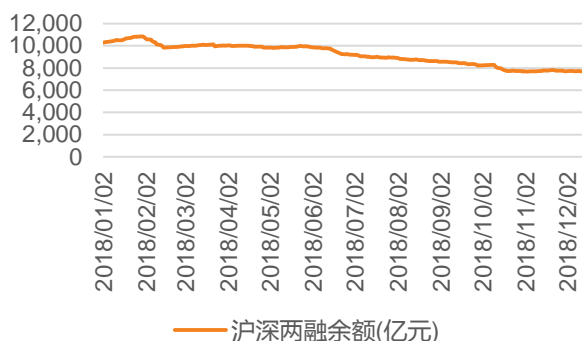
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 12 月 07 日当周新增投资者 22.28 万人



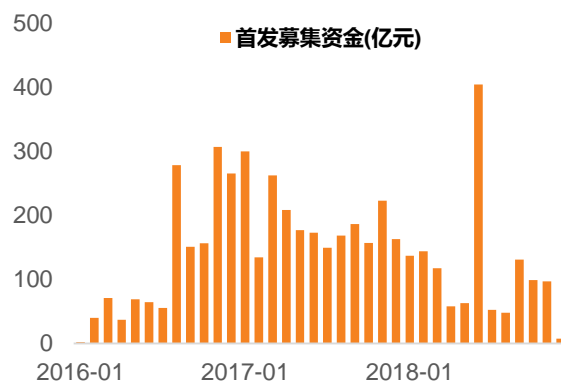
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2018 年 12 月 13 日两融余额为 7709 亿元



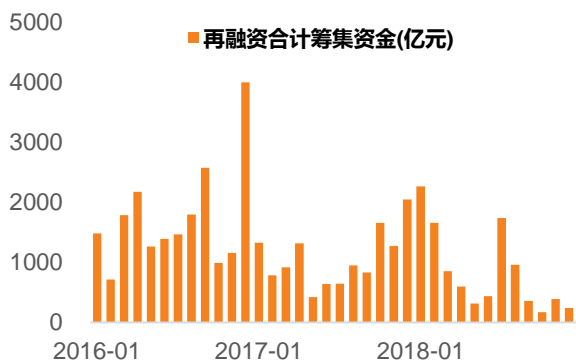
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 12 月股权融资首发募资 7.49 亿元 (2018/12/14)



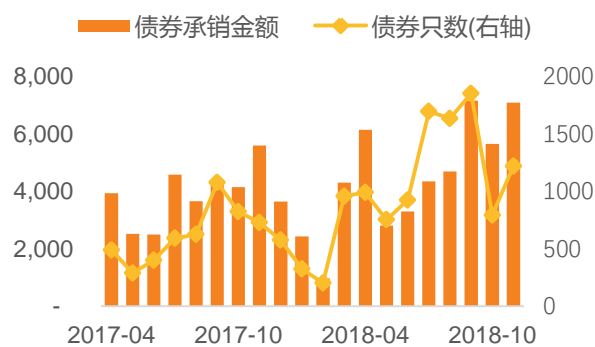
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 12 月再融资共完成 240 亿元 (2018/12/14)



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)



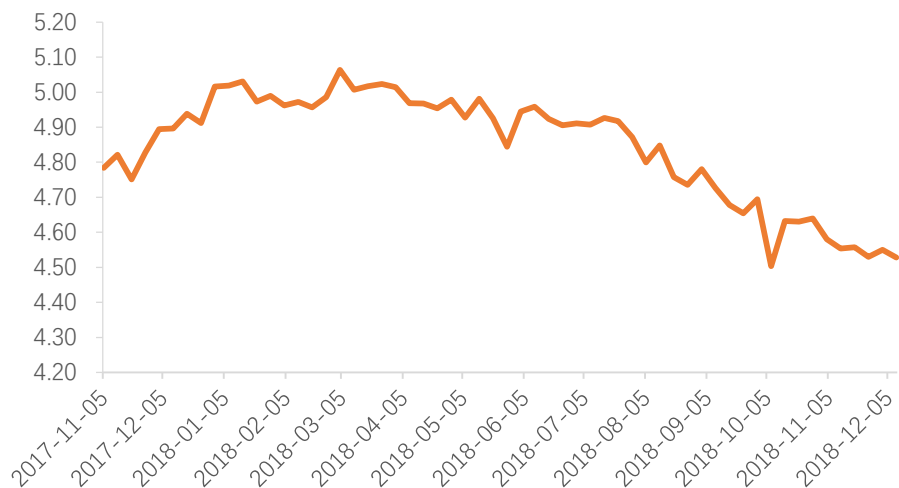
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 保险: 产险利润增长反转将至, 继续推荐中国财险

### 保险重点数据

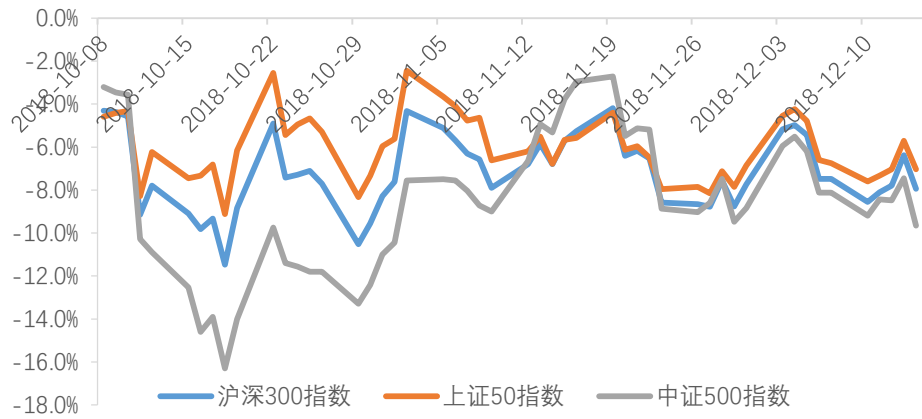
2018 年 10 月至 12 月 14 日, 沪深 300 指数下跌 7.9%, 预计会对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。11 月以来, 10 年期国债收益率处于震荡下行区间, 截至 12 月 14 日, 累计下跌 16bps 至 3.35%; 国债期限利差震荡扩大, 截至 12 月 14 日, 累计扩大 16bps, 企业债期限利差缩窄; 1 年期企业债信用利差扩大, 截至 12 月 14 日, 累计扩大 33bps, 而 10 年期企业债信用利差累计缩窄 15bps。

图 8: 1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率 (%)



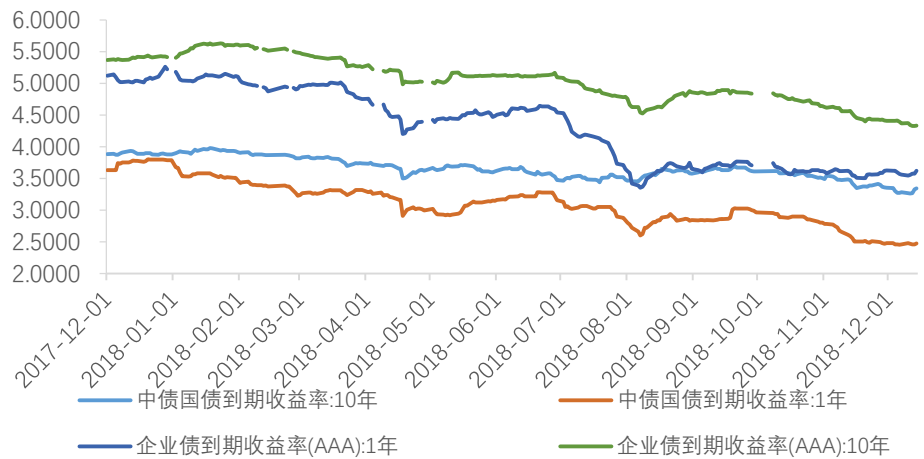
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9：股市情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：债券到期收益率情况 (%)



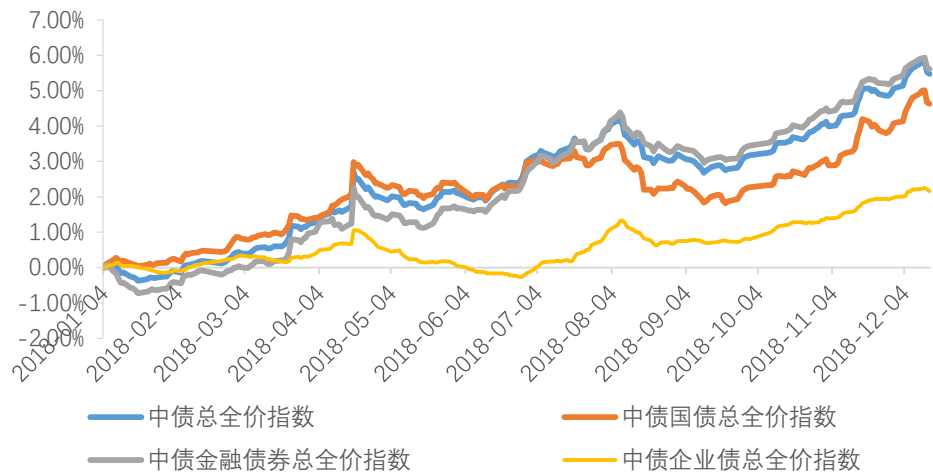
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）情况 (%)



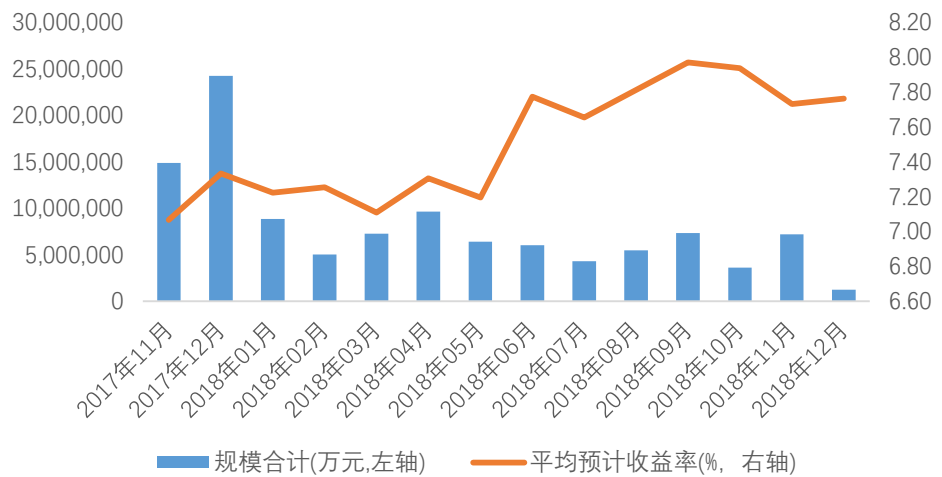
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12: 中债全价指数涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 新发行信托情况



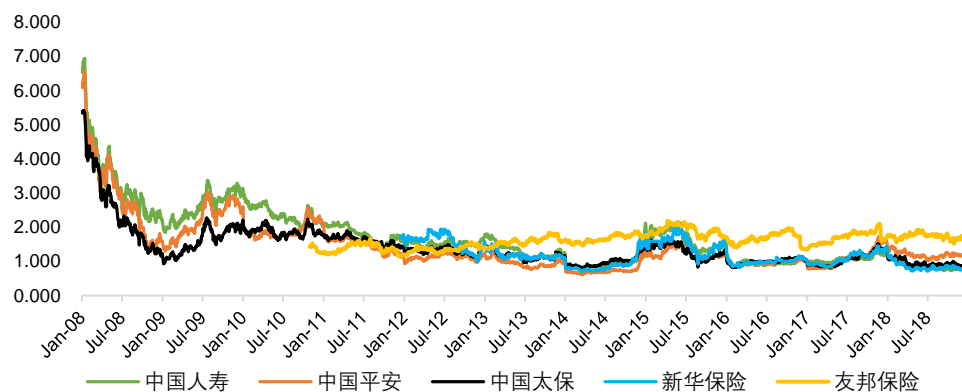
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	1.61	2.15	1.30	2.67	0.30
3年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.69	3.65	3.28	4.41	2.63
5年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.94	3.60	2.95	4.43	2.70
10年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.56	4.49	3.91	5.57	3.31
20年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.30	1.56	1.66	4.33	2.55
30年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.79	3.47	3.54	5.30	4.19

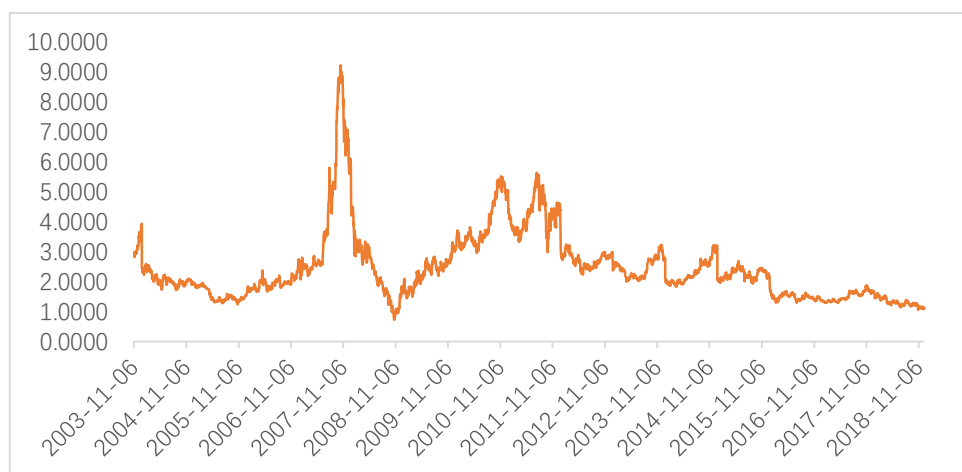
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 保险公司估值 (P/EV)



资料来源: wind, 上市公司年报, 天风证券研究所

图 15: 中国财险公司估值 (PB)



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 14 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	16.85	2,036	16.55	21.19	17.55	1.40	1.49	1.25
国泰君安	16.25	1,390	12.45	17.48	18.47	1.45	1.34	1.14
华泰证券	17.00	1,358	18.63	20.04	17.71	1.56	1.44	1.52
海通证券	9.53	1,063	16.26	18.92	20.72	1.67	1.27	0.96
广发证券	13.03	1,002	14.28	15.48	16.29	1.69	1.52	1.15
招商证券	13.89	923	18.07	20.54	20.43	2.23	1.47	1.17
中信建投	10.30	696	-	-	18.73	-	-	1.78
东方证券	8.46	646	29.34	31.60	14.84	2.38	1.84	1.11
光大证券	9.52	460	18.28	21.38	14.21	1.58	1.27	0.89
兴业证券	4.92	356	19.02	24.57	14.91	1.62	1.47	0.97

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 14 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	61.94	34.89	45.14	54.22	65.30	2.78	3.68	3.91	4.30
中国人寿-A	21.28	23.07	25.97	28.50	31.91	1.74	2.13	1.81	1.99
新华保险-A	43.58	41.49	49.19	57.33	67.77	3.35	3.87	3.87	4.45
中国太保-A	30.40	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	61.94	1.78	1.37	1.14	0.95	9.73	4.56	1.98	-0.78
中国人寿-A	21.28	0.92	0.82	0.75	0.67	-1.03	-2.21	-4.00	-5.34
新华保险-A	43.58	1.05	0.89	0.76	0.64	0.62	-1.45	-3.56	-5.44
中国太保-A	30.40	1.12	0.96	0.83	0.71	1.55	-0.40	-2.20	-3.82
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	61.94	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	21.28	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	43.58	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	30.40	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	61.94	18.15	12.71	10.71	7.80	2.95	2.39	1.93	1.49
中国人寿-A	21.28	31.45	18.65	16.84	12.33	1.98	1.87	1.80	1.60
新华保险-A	43.58	27.51	25.26	17.03	12.86	2.30	2.13	1.90	1.65
中国太保-A	30.40	22.85	18.79	15.36	11.33	2.09	2.00	1.98	1.86

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