

# 非银金融

证券研究报告  
2019年06月02日

## 预计6月底将产生首批科创板的注册企业，优选龙头券商；减税政策提升保险股长期配置价值

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:资本市场改革是应对宏观压力的一大抓手,龙头券商股估值有望重新提升》2019-05-19
- 《非银金融-行业研究周报:券商板块处于政策+流动性+业绩改善期,迎来配置良机,保险板块关注长期配置价值》2019-05-12
- 《非银金融-行业研究周报:关注1季报超预期标的》2019-04-28

**投资要点:** 1) 券商方面, 预计6月底将会产生首批科创板的注册企业, 而与科创板有关的制度建设(承销、网下打新)再提速, 龙头券商在项目储备、资本金上具备竞争优势, 将受益于资本市场发展红利。券商板块估值已调整到相对较低的位置, 结合估值水平和中长期趋势, 重点推荐华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。2) 保险方面, 财险和寿险公司的手续费抵税比例上限分别从15%、10%提升至18%, 对于保险行业利润提升和保险股估值提升是重大利好。资产端方面, 本周10年期国债收益率下降3.74bps至3.28%, 预计长端利率短期内大概率保持震荡格局。负债端方面, 5-6月存在短期压力, 预计5月太保、平安新单保费将实现平稳增长。目前保险股处于估值历史低位, 重点关注其长期配置价值, 重点推荐中国太保、中国平安、中国财险。

**证券: 龙头券商将受益于资本市场发展红利。** 1) 市场活跃度有所回落。5月日均成交额4901亿元, 环比-39%。两融余额为9262亿元, 较最高点回落653亿元。IPO募集资金规模156亿元, 环比大增77%。5月沪深300指数下跌7.24%, 预计自营业务将承压。上交所共受理113家, 处于问询阶段的共有94家。中信建投(15家)、中信证券(9家)、中金公司(9家)、华泰证券(9家), 项目储备靠前。2) 预计6月底前将会产生首批注册企业。6月5日和11日各有3家企业进入上市委审议会议, 如上交所作出同意发行上市的审核意见, 将按程序报送证监会履行发行注册程序; 如果作出终止发行上市审核决定的, 则将按规定终止发行上市审核程序。中国证监会在20个工作日内对发行人的注册申请作出同意或者不予注册的决定。3) 科创板制度建设再提速。中证协发布《科创板首次公开发行股票承销业务规范》《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》, 《承销规范》意在改变现有的“重保荐轻承销”的现状。《管理细则》主要是针对网下投资者参与科创板IPO网下询价和申购业务作出规范, 加强网下投资者自律管理。4) 中信证券收购广州证券事项正式进入监管审核流程。根据证监会披露的信息, 中信证券提交的发行股份购买资产的并购重组许可申请被证监会正式接收, 同日提交的《证券公司变更5%以上股权及实际控制人审批》申请材料亦被接收。证券行业已经进入较好的并购整合期, 预计后续并购整合案例将增多。5) 券商板块估值已经调整到一个相对较低的位置, 结合估值水平和中长期趋势, 继续推荐券商板块。行业平均估值1.84x PB, 大型券商估值在1.0-1.5x PB之间, 行业历史估值的中位数为2.5x PB(2012年至今)。

**保险: 估值低位, 保险股长期配置价值。** 1) 负债端方面, 人身险保费结构持续优化。4月人身险保费收入同比增长11%, 其中健康险同比20%, 增速较前3月有所放缓; 1-4月人身险保费收入同比增长17%, 其中健康险保费同比35%, 占比18%, 同比提升2pct。2) 上市公司方面, 5-6月寿险新单保费短期存在压力。其中, 中国太保正式聘任潘艳红为太保寿险总经理, 预计公司管理层变动顺利过渡, 公司经营管理趋向精细化, 2季度新单保费及NBV将平稳增长。国寿NBV增长趋势较好, 源自于NBV低基数+管理与考核改善+代理人规模增长。新华董事长的不确定性基本出清, 预计新领导坚持价值规模兼顾的战略, 新华目前业务基础较好, 预计全年可实现平稳增长。3) 资产端方面, 经济基本面存在不确定性, 预计长期利率仍有下行空间, 短期长端利率将保持小幅震荡格局, 目前10年期国债收益率为3.28%, 本周下滑3.74bps。4) 财政部发布税收新政, 将财险和寿险公司的手续费抵税比例上限分别从15%、10%提升至18%。财险方面, 2019年手续费监管的严格程度超预期, 导致手续费率超预期下降, 叠加抵税比例提升的双重利好, 将带来2019年财险行业利润大幅上升。寿险抵税比例从10%升至18%, 健康险快速发展带来的税收压力完全解除, 同时提升EV的可信度及数据质量, 理应提升PEV估值水平。5) 截至5月31日, 平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.20、0.79、0.79、0.79倍, PAAV(反映了利率预期)分别为1.10、1.00、0.83、0.87倍, 估值历史低位, 有较大向上空间。

**公司推荐: 券商板块, 华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。保险板块, 中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿、新华保险。多元金融, 中航资本、江苏租赁。**

**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; 长期利率下降超预期。**

## 重点标的推荐

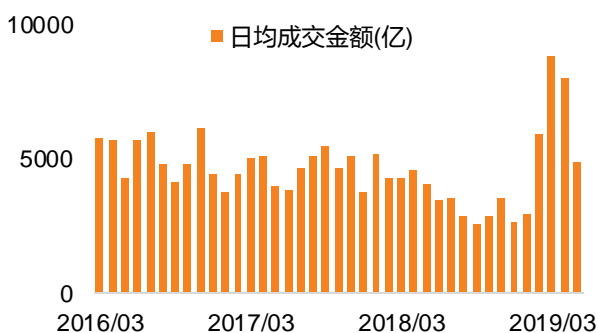
股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-31	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	18.63	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	30.54	19.01	16.34	13.60
600030.SH	中信证券	20.13	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	26.14	19.36	16.64	14.48
600837.SH	海通证券	12.10	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	26.89	14.07	11.86	10.43
601211.SH	国泰君安	16.07	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	20.87	16.23	14.61	12.96
601601.SH	中国太保	34.42	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	17.30	11.75	9.92	7.97
601318.SH	中国平安	79.00	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	13.44	9.50	7.51	6.25
02328.HK	中国财险	8.47 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	10.70	8.34	6.52	5.79
601628.SH	中国人寿	26.12	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	65.30	16.33	14.67	12.62
601336.SH	新华保险	51.60	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	20.31	15.00	12.14	10.30
600705.SH	中航资本	5.43	买入	0.35	0.62	0.76	0.96	15.51	8.76	7.14	5.66
600901.SH	江苏租赁	6.15	买入	0.39	0.48	0.58		15.77	12.81	10.60	

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 券商重要数据

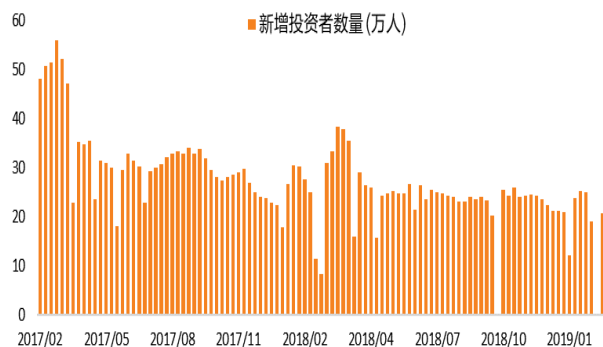
- 1、本周日均股票成交额为 4577 亿元（上周 4512 亿元），单周环比上升 1.42%，市场交易活跃度维持高位；2019 年至今，两市日均成交金额 6121 亿元，同比上年增长 65.82%。2019 年 5 月日均成交金额 4901 亿元，环比-39%。
- 2、融资融券：截至 2019 年 5 月 30 日，两市融资融券余额为 9262.10 亿元，较 2018 年 12 月 28 日上升 1705.06 亿元；两市的融资余额为 9184.66 亿元，融券余额为 77.45 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8611.37 亿元，2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3、投行业务：2019 年 5 月，IPO、再融资规模分别为 155.89 亿元、531 亿元，分别环比+77%和-67%。2019 年 1 季度，IPO、再融资规模分别为 255 亿元、3134 亿元，同比下降 36%和 34%。2019 年 4 月债券承销金额为 3975 亿元，环比-49%。
- 4、科创板：截至 2019 年 5 月 31 日，上交所共受理 113 家，受理数增加 3 家，同时项目进展迅速；其中已问询（含已回复、待上会）94 家，较上周增加 2 家。保荐机构方面，中信建投 15 家（其中联合推荐 1 家）、中信证券 9 家、中金公司 9 家、华泰证券 9 家（其中联合推荐 1 家），项目储备靠前。
- 5、股票质押：股票质押规模整体保持平稳，截至 2019 年 5 月 31 日，市场质押股数 6136.14 亿股，市场质押股数占总股本 9.38%，市场质押市值为 46890.15 亿元；截至 2019 年 5 月 31 日，大股东质押股数 6087.35 亿股，大股东质押股数占所持股份比 7.19%。大股东未平仓总市值 21341.76 亿元，大股东疑似触及平仓市值 25123.87 亿元。

图 1：2019 年 5 月日均股票成交金额 4901 亿元



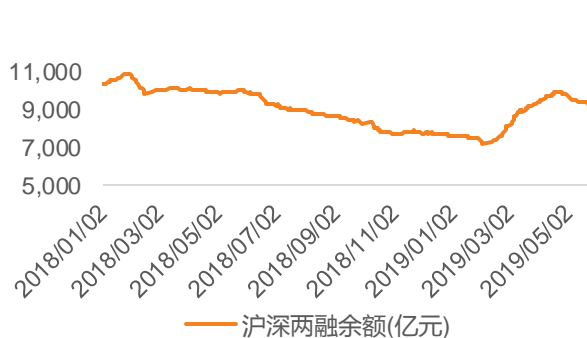
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2 月 22 日当周新增投资者 31.61 万人



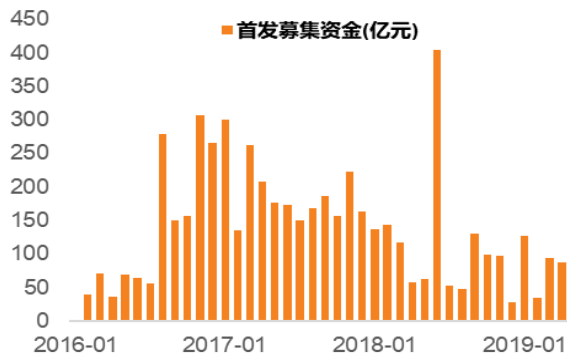
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：截至 2019 年 5 月 30 日两融余额为 9,262.10 亿元



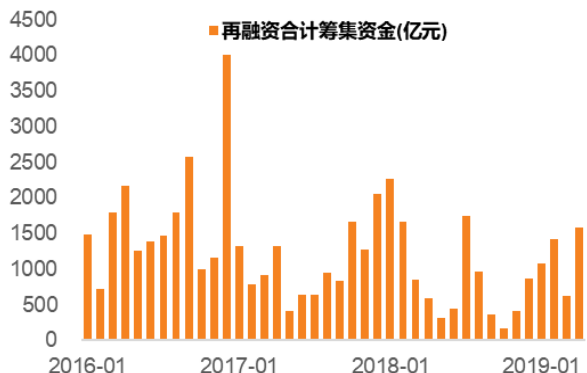
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2019 年 5 月股权融资首发募资 155.89 亿元



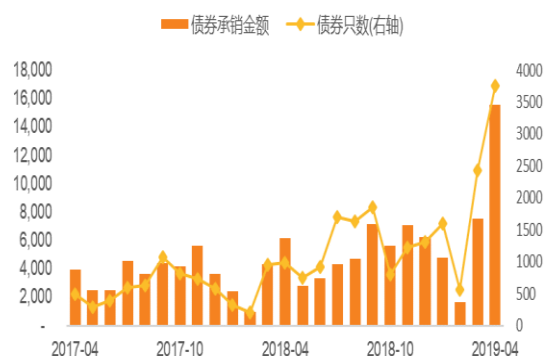
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019 年 5 月再融资共完成 531 亿元



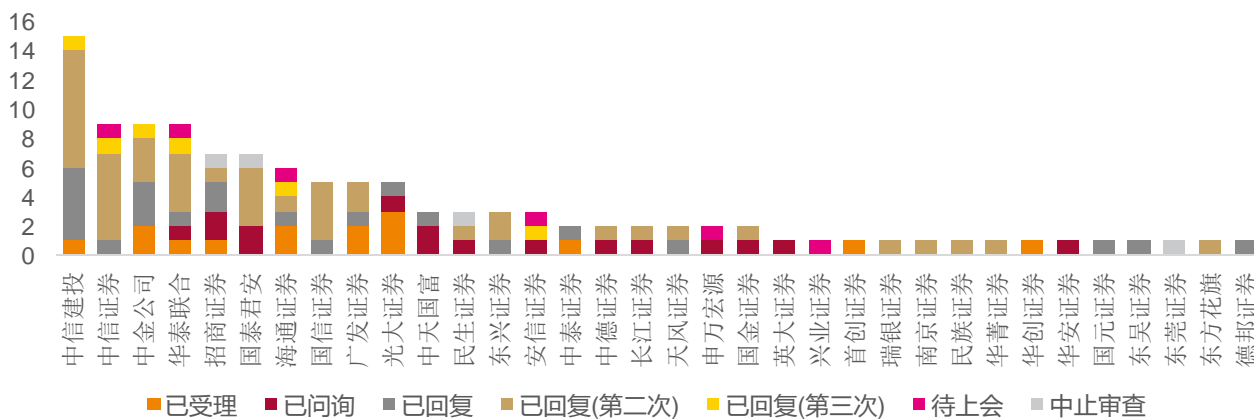
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 5 月券商承销 3975 亿元（亿元只）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：上交所科创板排队企业情况（截至 2019 年 5 月 31 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：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）

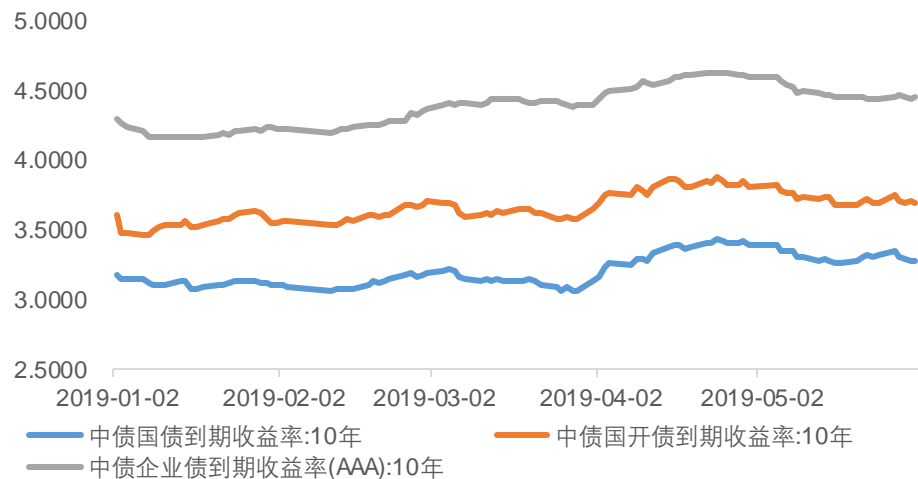


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

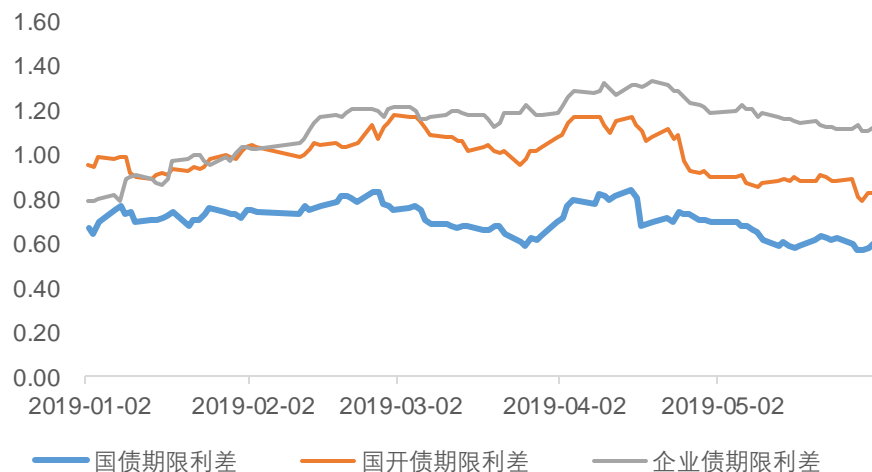
- 截至 2019 年 5 月 31 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.28%、3.70%, 本周下跌 3.74bps、上涨 0.62bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.60%、0.83%, 本周分别下降 2.52bps、4.83bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.65%、1.18%, 本周分别上涨 1.81bps、5.60 bps。
- 截至 2019 年 5 月 31 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 1.0%、下跌 0.6%, 较年初分别累计上涨 22.2%、5.6%。
- 截至 2019 年 5 月 31 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.10%、0.12%、下降 0.01%, 较年初分别累计下降 1.22%、1.26%、上涨 0.42%。
- 预计 2019 年 2 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 3.38bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



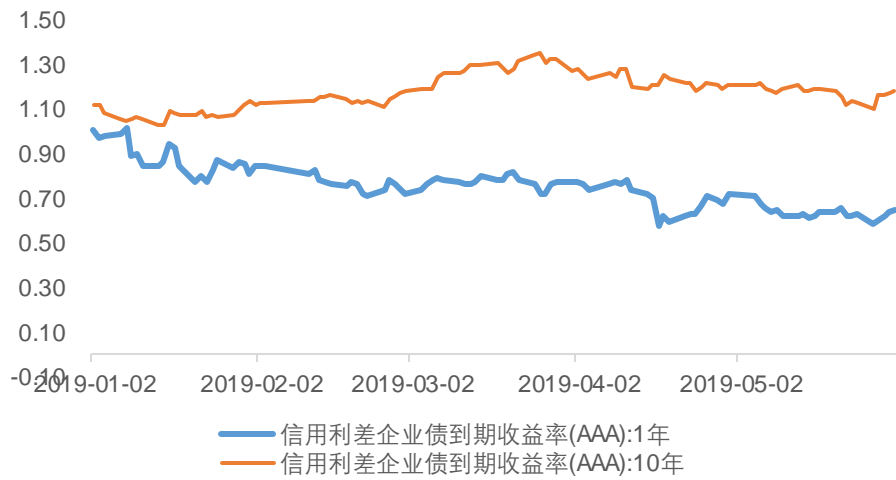
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) (%)



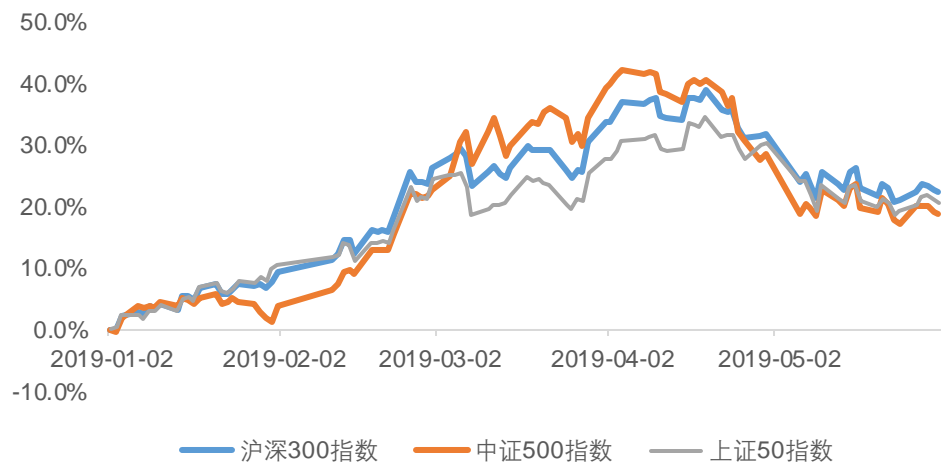
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



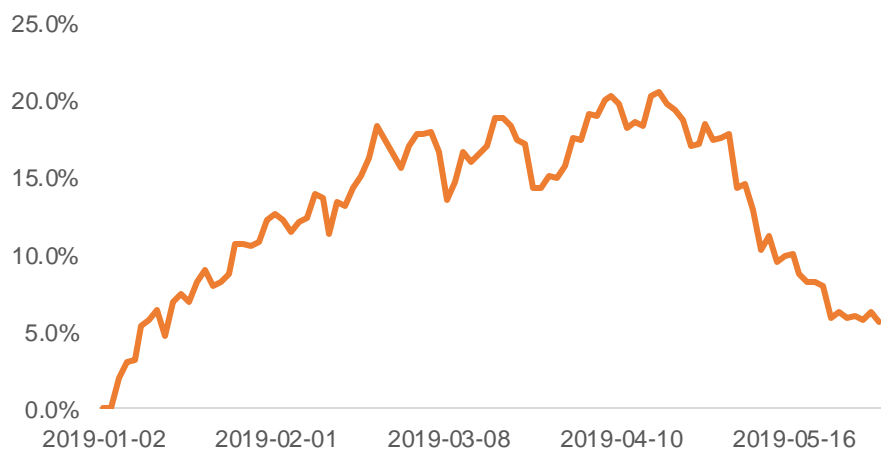
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 股市涨跌情况



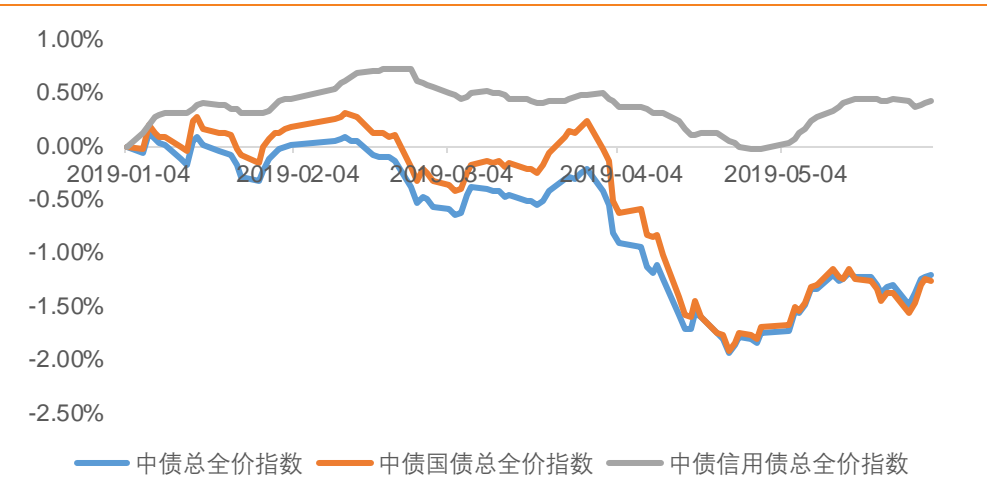
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 恒生国企指数涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 债券指数涨跌幅



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	1.91	1.44	2.84	4.38	2.20
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.71	4.56	2.96
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.73	4.55	3.02
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.38	4.74	2.68
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.93	4.50	2.97
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.80	6.83	5.96

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（2019 年 5 月 31 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	20.13	2,267	17.93	19.36	16.64	1.27	1.45	1.40
国泰君安	16.07	1,372	15.97	16.23	14.61	1.08	1.15	1.14
华泰证券	18.63	1,405	14.77	19.01	16.34	1.29	1.46	1.42
海通证券	12.10	1,220	16.70	26.30	11.86	0.86	1.22	1.05
广发证券	12.97	901	15.24	15.08	11.68	1.13	1.17	1.10
招商证券	15.46	963	19.16	17.98	15.94	1.38	1.23	1.19
中信建投	23.00	1,530	21.03	41.82	36.51	1.41	3.41	3.36
东方证券	10.25	657	30.48	29.29	23.84	1.08	1.37	1.34
光大证券	11.15	474	21.02	19.91	17.15	0.83	1.01	0.97
兴业证券	6.18	414	30.20	22.89	19.94	0.94	1.23	1.18

资料来源：wind，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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com