

非银金融

 证券研究报告
 2019 年 07 月 07 日

保险中报利润有望超预期，券商将推行分类管理

投资要点：1) 券商方面，科创板将于 7 月 22 日举行首批公司上市仪式，市场风险偏好有望提升。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。《股权规定》推动券商分类管理，龙头集中与差异化发展是行业趋势。对内对外平等开放，这是一揽子改革举措重逐步落地的一个，未来我们应该可以看到关于业务层面上更多的政策红利落地。重点推荐中信证券、华泰证券、国泰君安。2) 保险方面，2019 年中报保险公司利润有望超预期，主要来自于投资端同比向好及税收政策利好，但 2 季度 NBV 整体表现可能偏弱，其中太保呈改善趋势。我们预计 3 季度上市公司保费增长压力小于 2 季度，保费端增长趋势将改善。重点推荐中国太保、中国人寿、中国财险。3) 多元金融方面，保信合作新规对信托公司资质适度放松，明确可投资产标准，通道业务费率下降，利好头部信托及大型险企。地产融资持续收紧。信托融资有所回暖，预计二季度信托资产规模将企稳回升。陕国投发布业绩预告，净利润 3.48 亿元，同比+70.45%。重点推荐五矿资本、中航资本，建议关注陕国投。

证券：科创板将于 7 月 22 日开板，科创板首批公司上市时间敲定，《股权规定》推动券商分类管理。1) 市场活跃度略有回升。7 月日均成交金额 4905 亿元，环比+7%。两融余额 9208 亿元，19 年至今两融日均余额为 8716 亿元，较 18 年下降 415 亿元。上交所共受理 142 家企业的科创板注册申请，中信建投 15 家、中金公司 12 家、中信证券 11 家、华泰证券 9 家。2) 科创板首批公司将于 7 月 22 日上市交易。经过 8 个多月高效有序的精心筹备，科创板首批公司上市的条件基本具备，将于 7 月 22 日举行科创板首批公司上市仪式。目前已有 25 家公司获得证监会同意注册的批复，预计将是首批挂牌上市公司。首批企业中，中信建投 6 家（联合承销 1 家），华泰证券 4 家（联合承销 1 家），中信证券 3 家。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。3) 证监会正式发布《证券公司股权管理规定》，同时宣布重启内资证券公司设立审批。与征求意见稿相比，《股权规定》的出发点从防风险向重发展与防风险平衡转变，行业分类监管的理念强化（龙头集中和差异化是趋势），相当于给头部券商充分的政策红利，未来综合类券商能够在分类监管的框架下适当提升杠杆率。股东资质要求则更为合理，对内对外平等开放，这是一揽子改革举措重逐步落地的一个，未来我们应该可以看到关于业务层面上更多的政策红利落地。4) 证监会就《证券公司流动性支持管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。证监会建立行业流动性支持长效机制，出现重大流动性风险的券商，可以采用自救、股东支持、行业互助、向投保基金申请流动性救助。这是前期央行放开头部券商短期融资券后，针对证券公司流动性管理方面的制度完善。5) 我们继续推荐券商板块。科创板正式开板交易有助于市场风险偏好提升，推动资本市场改革政策将陆续出台，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值 2.03x PB，大型券商估值在 1.3-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。

保险：中报保险公司利润有望实现高增长。1) 我们预计保险公司中报利润有望超预期，但 NBV 整体表现可能偏弱。利润高增长主要来自于投资端好于去年同期及税收政策利好。一方面，权益市场表现好于去年同期。另一方面，保险公司手续费率税前可抵扣比例提升将减轻 19 年税负，且 18 年因佣金超支多交的部分所得税可用于冲抵 19 年所得税。经测算，税收新政下 2018 年平安、太保、国寿、新华所得税分别减少 109 亿、43 亿、52 亿、18 亿，如这部分利好全部在中报释放，对于上半年利润增长的贡献分别为 19%、52%、32%、31%。NBV 整体表现偏弱，主要受产品竞争加剧、基层监管趋严、管理层变动及高基数等因素影响。我们预计 2019 年上半年平安、国寿、太保、新华的 NBV 同比增速分别为 3%、21%、-9%、-2%，其中平安、国寿、新华较 1 季度增速可能有所回落，太保呈改善趋势。3) 展望下半年，我们预计 3 季度上市公司保费增长压力小于 2 季度。一方面，管理层变动及公司架构调整等短期影响逐步消除，公司进入正常发展轨道，如新华、国寿、平安。另一方面，7 月各公司上市新的保险产品，预计将促进销售。另外，预计代理人增长情况将得到好转。例如，平安 5、6 月通过上市适合新人销售的产品“安心百分百”，有助于在 3 季度提升新人留存。3) 投资方面，长端利率长期仍面临下行压力。截至 2019 年 7 月 5 日，10 年期国债到期收益率分别为 3.17%，本周下跌 5.49bps。权益投资方面，银保监会副主席梁涛称正在积极研究“提高保险公司权益类资产监管比例”，但险资投资股票面临 IFRS9 将实施及偿二代下的偿付能力充足率下降压力。目前权益资产的监管比例上限是 30%，而行业险资权益投资比例是 22.6%，因此提高上限的影响较小。4) 截至 7 月 5 日，平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.37、0.89、0.83、0.84 倍，PAAV（反映了利率预期）分别为 1.26、1.13、0.87、0.92 倍，估值仍处于低位，有较大向上空间。

公司推荐：中信证券、华泰证券、国泰君安、国泰君安。保险板块，中国太保、中国人寿、中国财险、中国平安、新华保险。

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。

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:G20 后市场不确定性下降，积极因素增加，有助于券商估值继续提升！》 2019-06-30
- 2 《非银金融-行业研究周报:并购重组业务松绑，短融额度提升，券商政策向好加速》 2019-06-23
- 3 《非银金融-行业研究周报:科创板正式开板，龙头券商将受益于资本市场发展红利》 2019-06-16



多元金融：1) 保信合作新规“有松有紧”，利好头部信托及大型险企。2019年7月1日，银保监会颁布《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》（银保监办发〔2019〕144号，以下简称“新规”），宣布自新规发布之日起执行，同时废止旧规。主要表现为几方面的影响：信托公司资质适度放松，保信合作空间巨大；明确可投资产标准，通道业务费率将下降，利好有优质资产的信托公司。**2) 地产融资再收紧。**近日，多家信托公司被监管要求控制地产信托业务规模，对部分房地产信托增速过快、房地产占比过高的信托公司影响最甚。**3) 信托融资需求回暖。**2019年1季度以来，监管层面从“强监管、去杠杆”转向“稳增长、稳杠杆”，信托融资需求回暖，尤其是基础设施领域，再加上经济预期的改善、前期通道乱象已经得到整治缓释，2018年信托被动收缩的趋势逐渐收敛。截至2019年1季度末，全国68家信托公司的受托资产规模为22.54万亿元，环比降幅进一步收窄。**我们预计，二季度信托资产规模将呈现企稳回升态势。****4) 个股方面，**7月2日，**陕国投**发布上半年业绩预告，预计净利润3.48亿元，**同比+70.45%**。业绩增加一方面因为随着证券市场回暖，公司公允价值变动损益和投资收益同比增加；另一方面是因为公司不断优化业务结构，加大资金运作力度，相关收入同比增加。

重点标的推荐

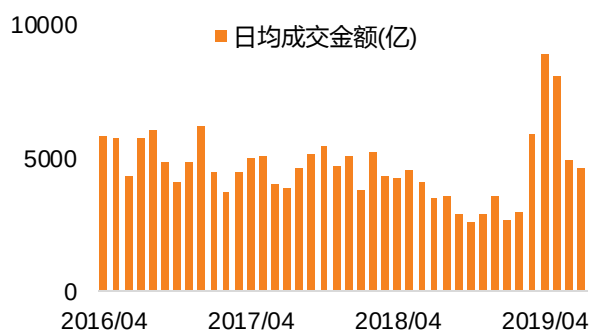
股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-07-05	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.54	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.57	19.30	19.45	16.70
601688.SH	华泰证券	21.67	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	35.52	22.11	19.01	15.82
601211.SH	国泰君安	18.03	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.42	18.21	16.39	14.54
601601.SH	中国太保	36.20	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	18.19	12.35	10.43	8.38
601628.SH	中国人寿	29.37	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	73.43	18.36	16.50	14.19
02328.HK	中国财险	8.54 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	10.82	8.43	6.60	5.86
601318.SH	中国平安	90.85	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	15.45	10.92	8.64	7.18
601336.SH	新华保险	54.73	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.55	15.91	12.88	10.92

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，中国财险的货币单位均为港币

1. 券商重要数据

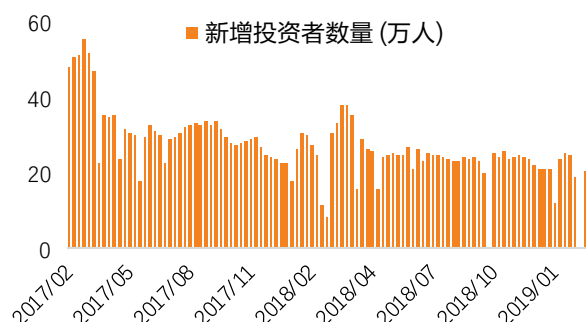
- 1、本周日均股票成交额为 4905 亿元（上周 4581 亿元），单周环比上升 7.08%，市场交易活跃度有所回升；2019 年至今，两市日均成交额 5834 亿元，同比上年增长 58.07%。2019 年 7 月日均成交额 4905 亿元，环比+7%。
- 2、融资融券：截至 2019 年 7 月 4 日，两市融资融券余额为 9207.50 亿元，较 2018 年 12 月 28 日上升 1650.46 亿元；两市的融资余额为 9113.34 亿元，融券余额为 94.15 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8716.16 亿元，2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3、投行业务：2019 年 6 月，IPO、再融资规模分别为 104.87 亿元、235 亿元，分别环比-33%和-56%。2019 年 2 季度，IPO、再融资规模分别为 349 亿元、2364 亿元，同比-34%和+75%。2019 年 6 月债券承销金额为 5030 亿元，环比+26%。
- 4、科创板：截至 2019 年 7 月 5 日，上交所共受理 142 家，受理数增加 1 家；其中已问询（含已回复）87 家，提交注册 6 家，注册生效 25 家，中止审查 1 家。保荐机构方面，中信建投 15 家（其中联合推荐 1 家）、中金公司 12 家、中信证券 11 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 7 月 5 日，市场质押股数 6134.95 亿股，市场质押股数占总股本 9.3%，市场质押市值为 47071.2 亿元；截至 2019 年 7 月 5 日，大股东质押股数 6059.24 亿股，大股东质押股数占所持股份比 7.21%。大股东未平仓总市值 22593.12 亿元，大股东疑似触及平仓市值 23819.44 亿元。

图 1：2019 年 7 月日均股票成交额 4905 亿元



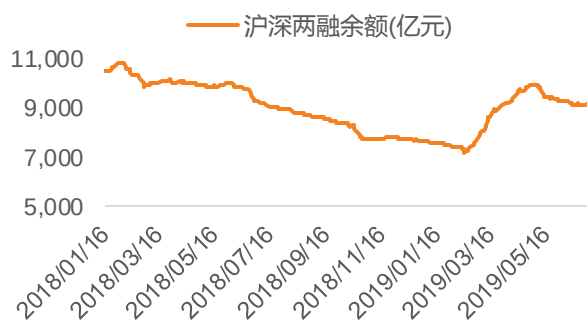
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2 月 22 日当周新增投资者 31.61 万人



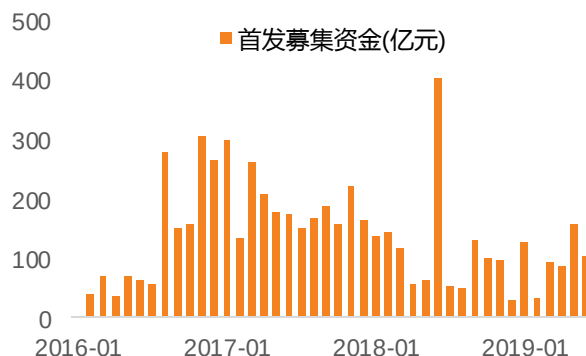
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：截至 2019 年 7 月 4 日两融余额为 9207.50 亿元



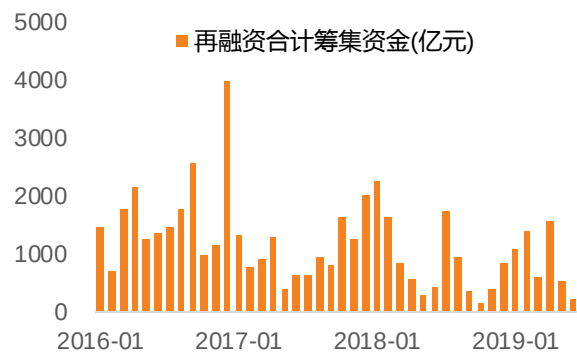
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2019 年 6 月股权融资首发募资 104.87 亿元



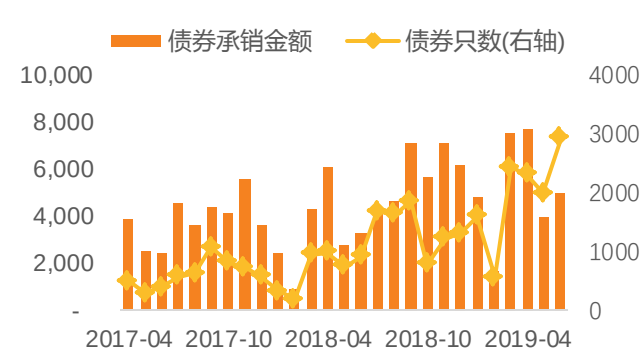
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019 年 6 月再融资共完成 235 亿元



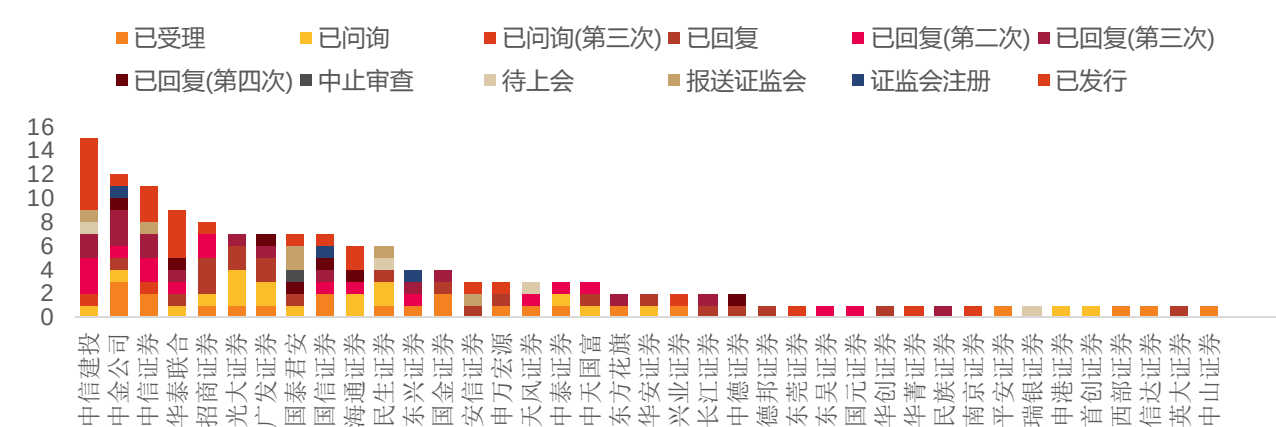
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 6 月券商承销 5030 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 7 月 5 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）

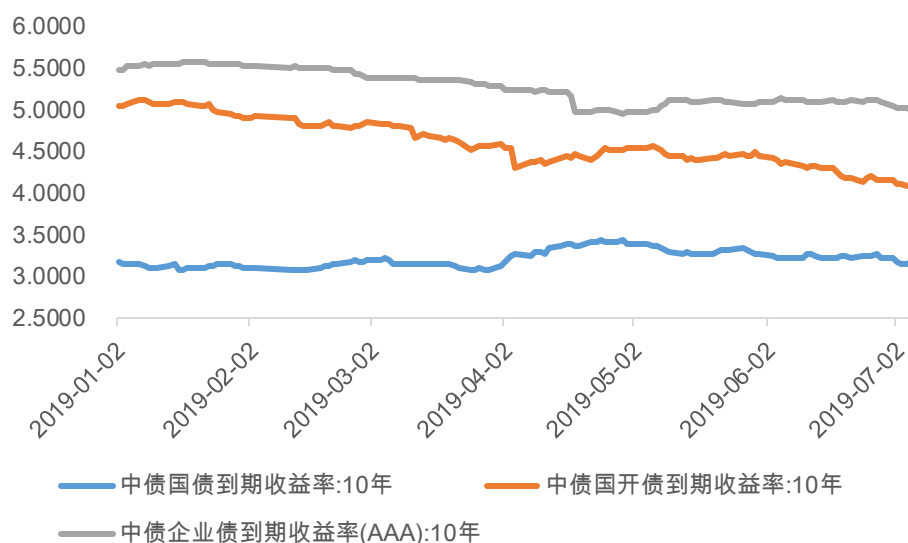


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 保险重要数据

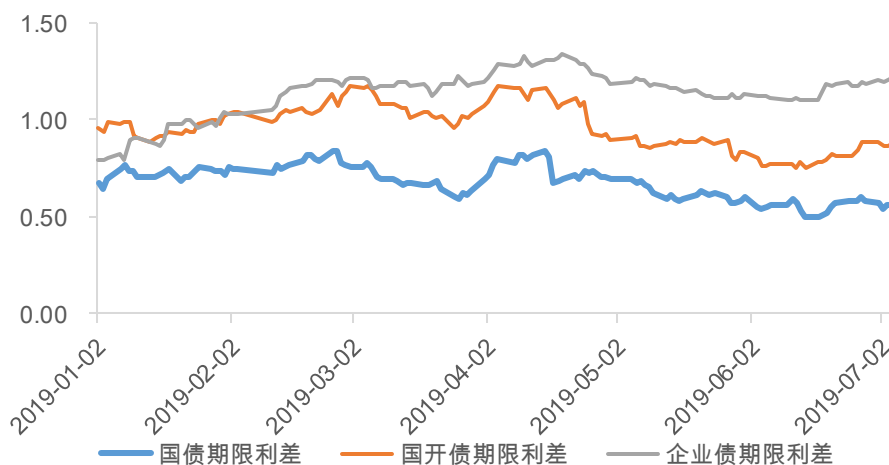
- 截至 2019 年 7 月 5 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.17%、3.56%，本周分别下跌 5.49bps、4.99bps；国债和国开债期限利差分别为 0.57%、0.89%，本周分别下跌 0.77bps、上涨 0.67bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.54%、1.17%，本周分别下跌 1.36bps、上涨 0.71bps。
- 截至 2019 年 7 月 5 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 1.8%、0.1%，较年初分别累计上涨 31.1%、10.8%。
- 截至 2019 年 7 月 5 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.38%、0.40%、0.23%，较年初分别累计下降 0.27%、0.47%、0.04%。
- 预计 2019 年 3 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 3.93bps。

图 9：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



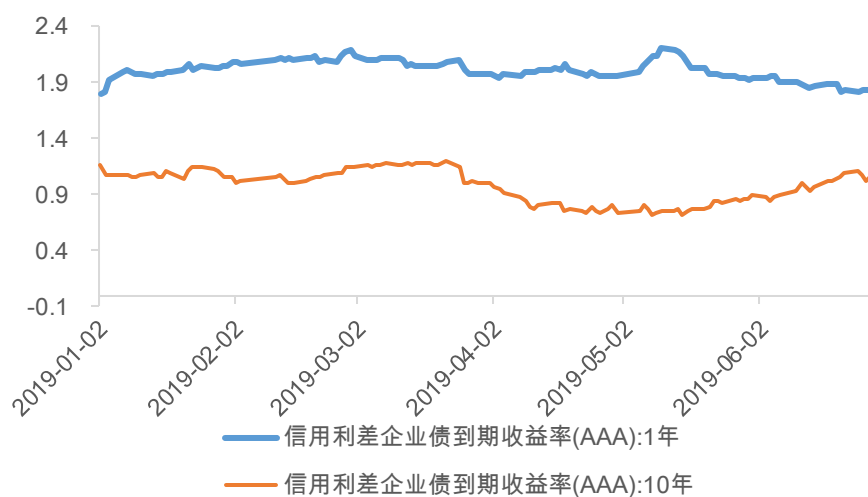
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）(%)



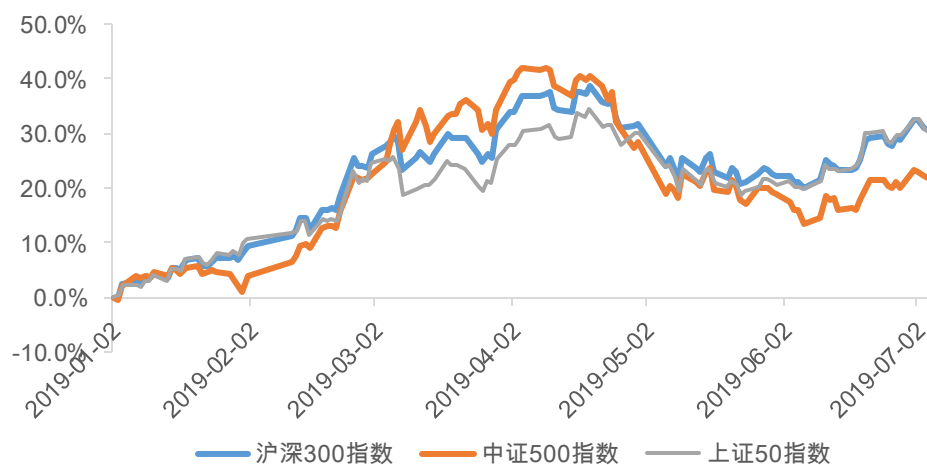
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：企业债信用利差（%）



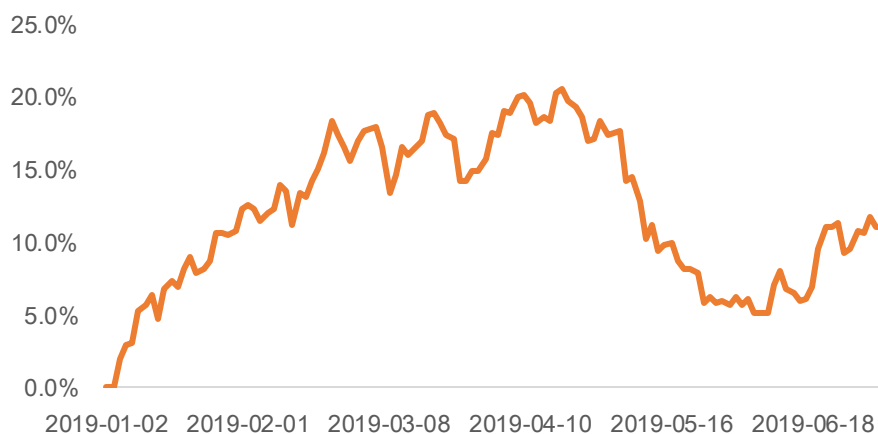
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：股市涨跌情况



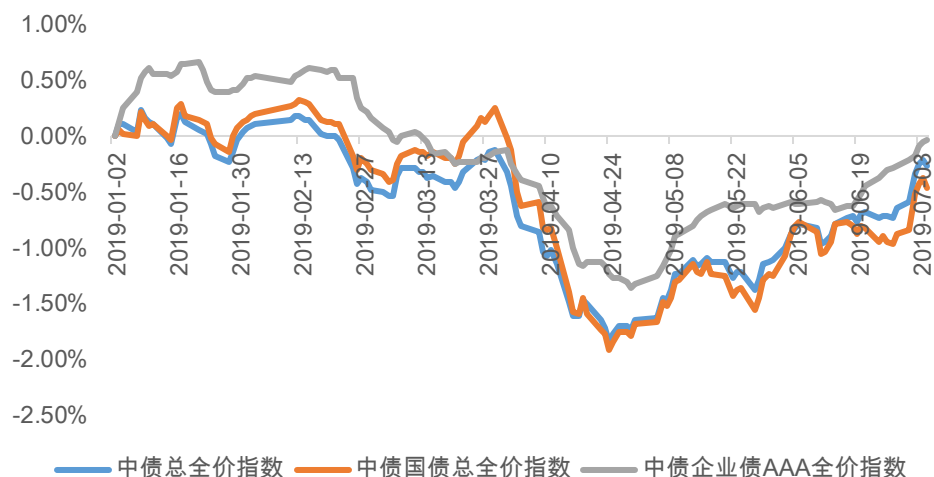
资料来源：wind，天风证券研究所

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	2.71	3.78	1.47
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.54	4.35	2.60
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.54	4.20	2.52
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.09	3.93	1.72
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.67	3.34	1.77
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.34	5.49	4.47

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 信托重要数据

表 2：符合新规、旧规要求的信托公司对比（《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》）

2018 年末净资产			2018 年末净资产		
序号	新规要求	(亿元)	序号	旧规要求	(亿元)
1	平安信托	518.35	1	重庆国际信托	327.65
2	重庆国际信托	327.65	2	中信信托	252.13
3	中信信托	252.13	3	江苏省国际信托	177.91
4	华能贵诚信托	184.7	4	兴业国际信托	175.42
5	江苏省国际信托	177.91	5	中诚信托	171.14
6	兴业国际信托	175.42	6	建信信托	135.81
7	中诚信托	171.14	7	五矿国际信托	123.62
8	上海国际信托	159.44	8	渤海国际信托	120.33
9	建信信托	135.81	9	民生信托	107.27
10	昆仑信托	128.33	10	陕西省国际信托	104.15
11	安信信托	127.21	11	华融国际信托	92.44
12	对外经济贸易信托	125.89	12	四川信托	90.05
13	五矿国际信托	123.62	13	北京国际信托	88.74
14	华信信托	120.57	14	新时代信托	84.53
15	渤海国际信托	120.33	15	英大国际信托	84.43
16	中航信托	117.94	16	安徽国元信托	67.94
17	交银国际信托	110.66	17	长安国际信托	65.07
18	民生信托	107.27	18	上海爱建信托	64.89
19	陕西省国际信托	104.15	19	新华信托	59.45
20	山东省国际信托	95.41	20	苏州信托	44.75
21	华融国际信托	92.44	21	中粮信托	43.89
22	中铁信托	91.1	22	杭州工商信托	40.75
23	四川信托	90.05			
24	光大兴隆信托	89.72			
25	北京国际信托	88.74			
26	新时代信托	84.53			
27	英大国际信托	84.43			
28	中原信托	84.12			
29	百瑞信托	77.95			
30	湖南省信托	75.15			
31	中江国际信托	74.47			
32	中建投信托	73.97			
33	安徽国元信托	67.94			
34	国投泰康信托	66.95			
35	华鑫国际信托	65.37			
36	长安国际信托	65.07			
37	上海爱建信托	64.89			
38	中海信托	62.76			
39	新华信托	59.45			
40	国通信托	55.51			
41	东莞信托	54.18			

42	天津信托	51.38
43	陆家嘴国际信托	48.78
44	国联信托	47.15
45	苏州信托	44.75
46	中粮信托	43.89
47	北方国际信托	43.48
48	杭州工商信托	40.75
49	金谷国际信托	40.13
50	华澳国际信托	38.25
51	紫金信托	38.25
52	吉林省信托	37.61

资料来源：银保监会，天风证券研究所

表 3：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 7 月 5 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	23.54	2,628	17.93	19.30	19.45	1.27	1.70	1.61
国泰君安	18.03	1,525	15.97	18.21	16.39	1.08	1.29	1.28
华泰证券	21.67	1,801	14.77	22.11	19.01	1.29	1.70	1.66
海通证券	13.86	1,374	16.70	30.13	22.72	0.86	1.40	1.32
广发证券	13.89	960	15.24	16.15	13.62	1.13	1.26	1.20
招商证券	17.01	1,053	19.16	19.78	17.54	1.38	1.36	1.30
中信建投	20.95	1,401	21.03	38.09	33.25	1.41	3.10	3.06
东方证券	10.58	677	30.48	30.23	24.60	1.08	1.41	1.38
光大证券	11.45	485	21.02	20.45	17.62	0.83	1.04	1.00
兴业证券	6.74	451	30.20	24.96	21.74	0.94	1.35	1.29

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	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