

非银金融

证券研究报告
2019年07月14日

非银中报业绩预计高增长

投资要点：1) 券商方面，预计中报业绩将大幅改善。其中，龙头券商业绩表现稳健，中小券商受低基数和投资业务大幅改善的影响，预计业绩将大幅改善。重点推荐中信证券、国泰君安、华泰证券。2) 保险方面，我们预计2019年上半年平安、太保、新华、国寿净利润同比增长约73.5%、70.2%、50.5%、122.7%，主要来自于投资端同比向好及税收政策利好。2季度NBV整体表现可能偏弱，其中太保呈改善趋势，在于核心销售人力保持稳定。下半年NBV增长有望迎来好转。财险方面，手续费率下降+税收新政利好，利润增速改善趋势明确，综合成本率将于下半年迎来好转。重点推荐中国太保、中国人寿、中国财险。

证券：中报业绩将大幅改善，继续推荐龙头券商。 1) 市场活跃度略有回升。7月日均成交金额4282亿元，环比-7%。两融余额9140亿元，19年至今两融日均余额为8734亿元，较18年下降397亿元。上交所共受理148家企业的科创板注册申请，中信建投15家、中金公司14家、中信证券11家、华泰证券10家。2) 上市券商6月业绩环比大幅改善。6月份，我们统计范围内30家上市券商实现净利润66亿元，同比+65%，环比+66%。业绩同比环比均改善，是去年同期低基数，二是6月二级市场回暖，预计自营业绩改善。1-6月，30家上市券商累计实现净利润453亿元，同比+45%。3) 中信证券中报业绩同比增长16%，符合预期。中信证券2019年上半年归母净利润同比增加15.83%，中信证券中报业绩增速基本与月度财务数据累计净利润增速相近，且考虑到公司2018年上半年业绩高基数的影响，中信证券中报业绩增速符合预期。我们认为券商中报业绩分化将更加明显，龙头券商业绩表现稳健，中小券商受低基数和投资业务大幅改善的影响，预计业绩将大幅改善。4) 我们继续推荐券商板块。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2.11x 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) 预计2019年上半年平安、太保、新华、国寿净利润同比增长约73.5%、70.2%、50.5%、122.7%，其中2季度同比增长约70.7%、90.4%、68.0%、263.0%，主要来自于投资端好于去年同期及税收政策利好。2) 负债端方面，上半年NBV整体表现偏弱，下半年NBV增长有望迎来好转。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%，其中太保呈改善趋势，我们判断主要得益于太保的核心销售人力稳定增长，人力质量提升。下半年NBV增长好转的驱动因素在于：管理层变动及公司架构调整等短期影响逐步消除，如新华、国寿；新产品上市及产品推动方案促进销售；代理人规模有望企稳（如平安5月上市适合新人销售的低件均产品，有助于提升新人留存）。3) 利率方面，长端利率长期仍面临下行压力。截至2019年7月12日，10年期国债到期收益率分别为3.15%，本周下跌1.74bps。短期来看，6月社融数据超预期对于长端利率有所支撑，但长期仍面临下行压力。4) 财险方面，手续费率下降+税收新政利好，利润改善趋势明确。但我们预计综合成本率同比持平或略有提升，主要在于赔付率因已赚保费下降而有所提升，其下降拐点或在3季度，主要由于已赚保费形成率的提高。5) 截至7月12日，平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.34、0.93、0.86、0.84倍，PAAV（反映了利率预期）分别为1.23、1.18、0.91、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、国泰君安、华泰证券。保险板块，中国太保、中国人寿、中国财险、中国平安、新华保险。

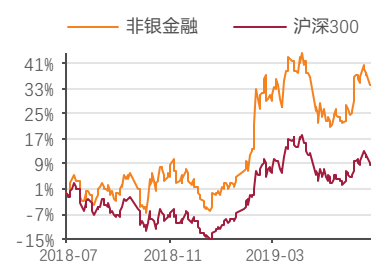
风险提示：市场低迷导致业绩及估值双重下滑、政策落地不及预期；长期利率下降超预期。

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

- 《非银金融-行业研究周报:保险中报利润有望超预期，券商将推行分类管理》2019-07-07
- 《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
- 《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

重点标的推荐

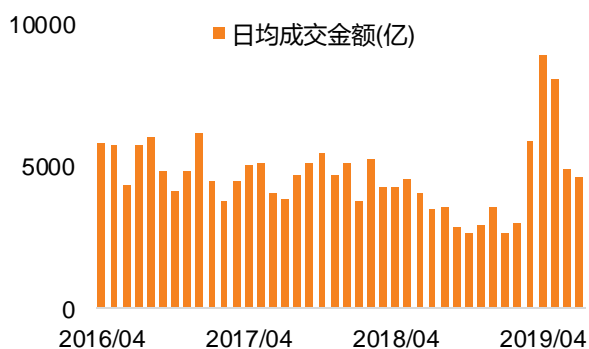
股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-07-12	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.37	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.35	19.16	19.31	16.57
601211.SH	国泰君安	18.07	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.47	18.25	16.43	14.57
601688.SH	华泰证券	20.77	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	34.05	21.19	18.22	15.16
601601.SH	中国太保	37.67	买入	1.99	3.35	4.23	5.15	18.94	11.25	8.91	7.31
601628.SH	中国人寿	30.67	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	76.68	19.17	17.23	14.82
02328.HK	中国财险	8.89 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	11.21	8.74	6.84	6.07
601318.SH	中国平安	88.75	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	15.09	10.67	8.44	7.02
601336.SH	新华保险	54.76	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.56	15.92	12.88	10.93

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

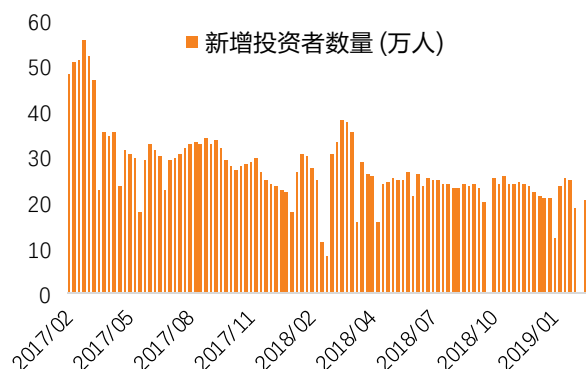
- 1) 本周日均股票成交额为 3658 亿元 (上周 4905 亿元), 单周环比下降 25.42%, 市场交易活跃度有所回落; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5749 亿元, 同比上年增长 55.76%。2019 年 7 月日均成交金额 4282 亿元, 环比-7%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 7 月 11 日, 两市融资融券余额为 9140 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1583 亿元; 两市的融资余额为 9046 亿元, 融券余额为 94 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8734 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 6 月, IPO、再融资规模分别为 105 亿元、257 亿元, 分别环比-33%和-52%。2019 年 2 季度, IPO、再融资规模分别为 349 亿元、2387 亿元, 同比-34%和+77%。2019 年 6 月债券承销金额为 5246 亿元, 环比+32%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 7 月 12 日, 上交所共受理 148 家, 受理数增加 6 家; 其中已问询 (含已回复) 88 家, 通过 2 家, 提交注册 6 家, 注册生效 25 家, 中止审查 1 家, 终止审查 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 14 家、中信证券 11 家、华泰证券 10 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 12 日, 市场质押股数 6141 亿股, 市场质押股数占总股本 9.29%, 市场质押市值为 47947 亿元; 截至 2019 年 7 月 12 日, 大股东质押股数 6045 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.22%。大股东未平仓总市值 20808 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 24193 亿元。

图 1: 2019 年 7 月日均股票成交金额 4282 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



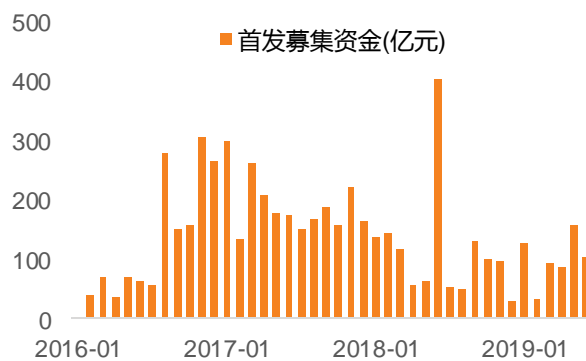
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 7 月 11 日两融余额为 9139.73 亿元



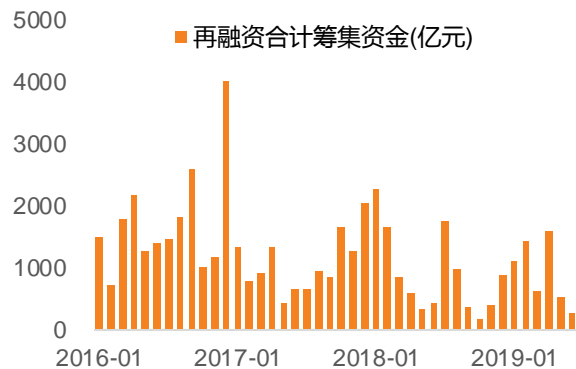
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 6 月股权融资首发募资 104.87 亿元



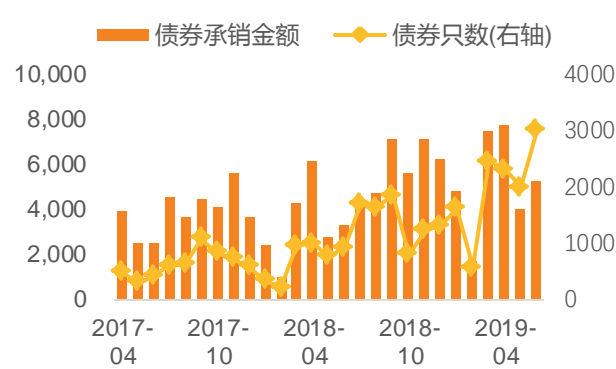
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 6 月再融资共完成 257 亿元



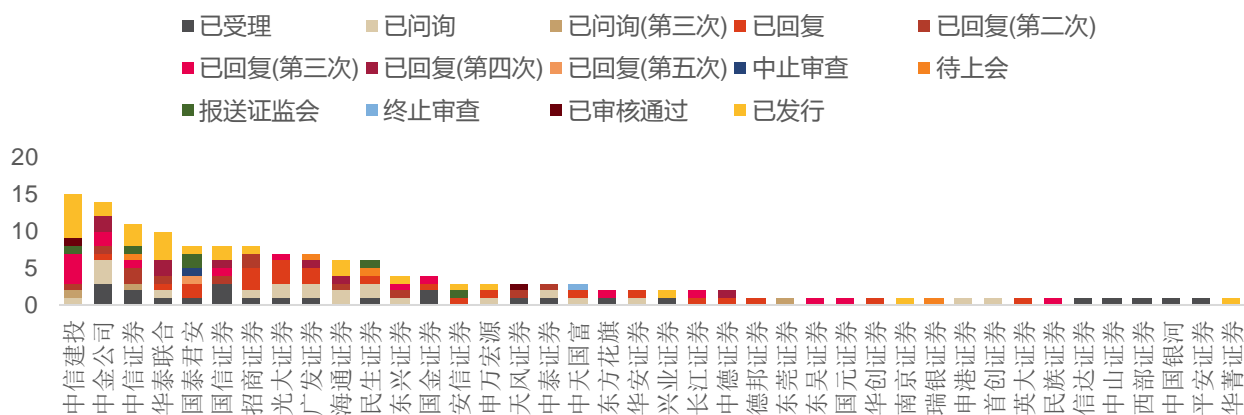
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 6：2019 年 6 月券商主承销 5246 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 12 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）

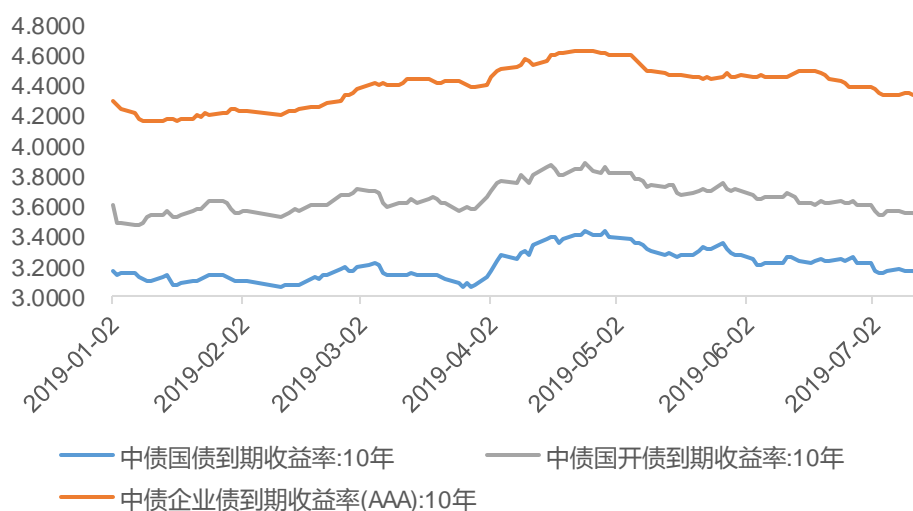


资料来源：wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

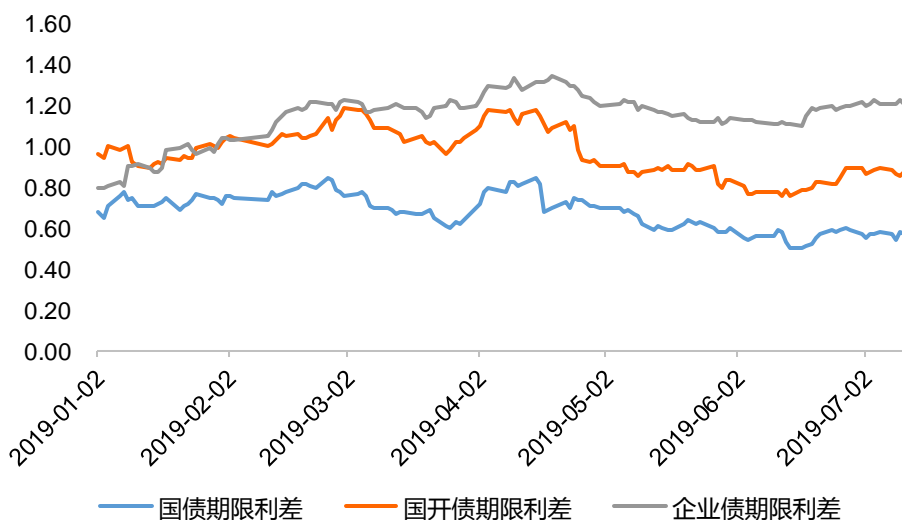
- 截至 2019 年 7 月 12 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.15%、3.54%，本周分别下跌 1.74bps、2.24bps；国债和国开债期限利差分别为 0.53%、0.85%，本周分别下跌 4.03bps、3.75bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.51%、1.18%，本周分别下跌 2.87bps、上涨 0.95bps。
- 截至 2019 年 7 月 12 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 2.2%、1.0%，较年初分别累计上涨 28.3%、9.7%。
- 截至 2019 年 7 月 12 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别下跌 0.03%、0.03%、0.001%，较年初分别累计下降 0.30%、0.50%、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 (%)



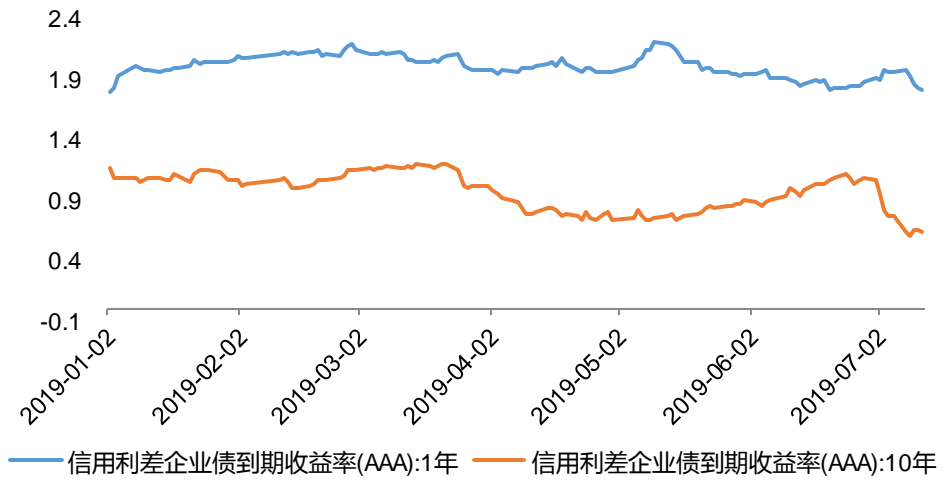
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）(%)



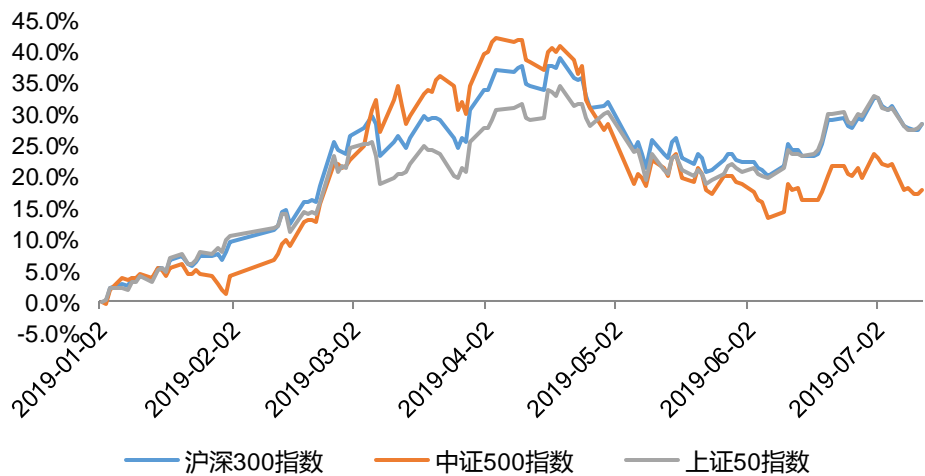
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：企业债信用利差 (%)



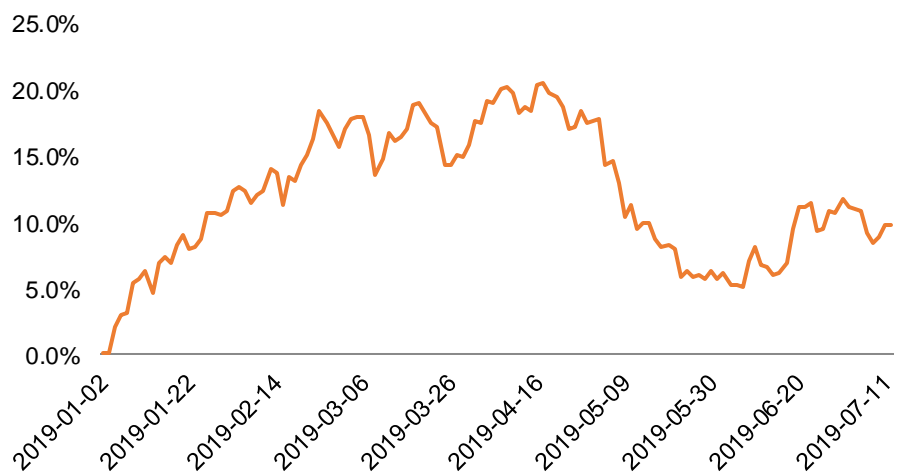
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：股市涨跌情况



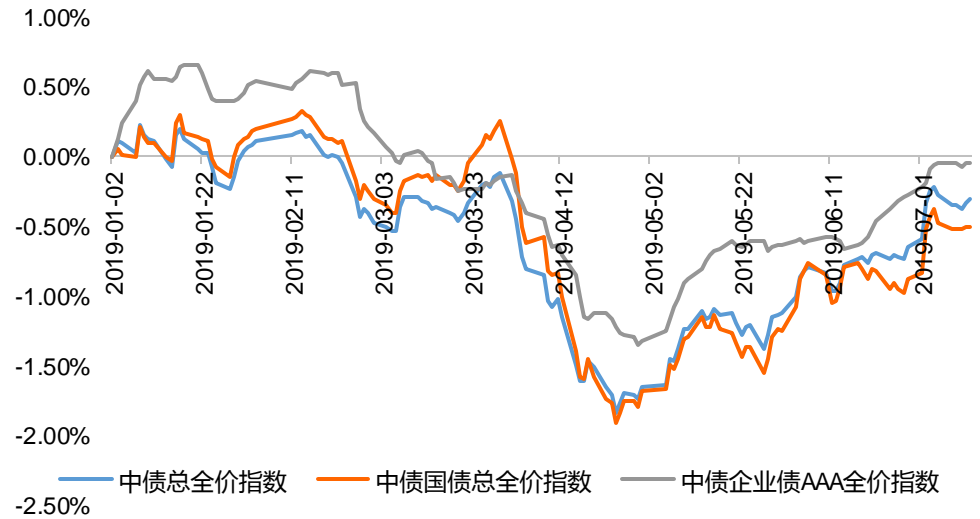
资料来源：wind，天风证券研究所

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

表 2：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 7 月 12 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	19.16	19.31	1.27	1.69	1.60	
国泰君安	18.03	1,525	15.97	18.25	16.43	1.08	1.30	1.29	
华泰证券	21.67	1,801	14.77	21.19	18.22	1.29	1.63	1.59	
海通证券	13.86	1,374	16.70	30.17	22.75	0.86	1.40	1.32	
广发证券	13.89	960	15.24	16.28	13.73	1.13	1.27	1.21	
招商证券	17.01	1,053	19.16	19.38	17.19	1.38	1.33	1.28	
中信建投	20.95	1,401	21.03	35.87	31.32	1.41	2.92	2.88	
东方证券	10.58	677	30.48	28.89	23.51	1.08	1.35	1.32	
光大证券	11.45	485	21.02	20.41	17.58	0.83	1.04	1.00	
兴业证券	6.74	451	30.20	24.26	21.13	0.94	1.31	1.25	

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