

非银金融

 证券研究报告
 2019年01月01日

寿险保费端将迎来改善，利率端已过度反应，推荐中国平安+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

- 《非银金融-行业研究周报: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》
2018-12-16
- 《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
- 《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

投资要点: 1) 券商基本面改善: 政策转向+投行业务增长+融资成本下行+股权质押业务纾困+集中度提升+股票市场处于底部+高 Beta。2) 保险底部回升: 长期利率趋势存在不确定性, 但当前寿险股股价隐含的 10 年期国债收益率预期低于 2.0%, 寿险股的安全边际较高。寿险公司即将陆续转向保障险销售, 保费迎来改善, 我们预计 2019 全年 NBV 增速平均接近 10%。3) 财产险的费用监管加强, 我们预计手续费率下降将导致费率下降, 叠加非车险业务稳健增长, 2019 年中国财险 (2328.HK) 利润改善可期。4) 复星国际 (0656.HK): 科创引领+C2M 智造+全球布局, “健康”与“快乐”板块领航。我们应用分部估值法, 得到目标价格为 17.95 港币, 对应涨幅空间为 59%, 首次覆盖给予“买入”评级。5) 推荐排序: 中国平安、中国财险、中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、新华保险、复星国际。

证券: 我们继续坚定推荐龙头券商。政策改善: 始于 2016 年 2 月的证券行业严监管周期或已逐步转向, 当前正进入政策松绑的初期。并购重组、再融资、科创板+注册制、股指期货、信用衍生品、上市公司回购等业务已经被放松或鼓励。中央经济工作会议指出“资本市场牵一发而动全身, 要深化改革, 完善交易制度, 引导更多中长期资金进入, 推动设立科创板并试点注册制尽快落地”。复盘研究表明政策改善能带来券商股的超额收益。融资成本下行: 市场利率存在下行趋势。在不考虑资产端的影响下, 敏感性测试显示上市券商整体存量资本成本每下降 0.1%, 将提升 ROE0.18%。集中度提升: 传统业务利润率分化、机构业务占比上升、创新业务头部化、监管扶优限劣。业绩估值底部。中性假设下, 预计 2019 年证券行业营收 2661 亿元, YOY+8.50%; 净利润 732 亿元, YOY+10.51%。证券行业平均估值 1.3x PB, 大型券商估值在 0.9-1.3x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2x PB。坚定推荐龙头券商, 推荐中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券, 建议关注中金公司。

保险: 寿险股股价已充分反映投资端及保费端的悲观预期, 安全边际较高, 财险利润增速反转将至, 推荐中国平安+中国财险。1) 寿险: 保费底部即将得到确认, 预计将迎来改善。开门红新单保费增速将呈现分化格局: 预计 1 月国寿 (年金吸引力强、开门红准备充分) 新单保费可以实现高增长, 太平 (预计 4.025%产品将于 1 月上市)、新华 (低基数) 有望实现正增长; 平安、太保负增长压力较大, 但 1 月保费触底后将迎来改善, 月度保费规模将更加均衡, 预计保障型产品可实现较快增长。个税改革有利于中低收入代理人留存, 寿险公司吸收就业作用将得到更大发挥, 预计 2019 年代理人留存和增员环境改善, 代理人规模增长将好于 2018 年。寿险公司即将陆续转向保障险销售, 预计 NBV 同比增长情况将好于大幅保费增长。预计平安、太保、新华、国寿、太平一季度 NBV 同比增长分别为 -5%、-10%、5%、15%、10%, 全年 NBV 同比增长约 10%、6%、8%、15%、12%, EV 同比增速整体保持在 15-20%的高水平。2) 产险: 2019 年财险利润增速将出现大幅反转。近期, 中保协发布《关于就中国保险行业协会机动车辆保险自律公约 (征求意见稿) 的通知》, 要求险企严格执行“报行合一”, 且银保监会“三定”基本完成, 地方监管力量增强, 车险行业自律的监管力度进一步强化, 手续费率下降带来车险净利率提升的趋势较为明确。同时, 非车险保费与承保利润增长、行业集中度提升 (人保较平安更具优势)、投资收益及大灾损失底已过, 2019 年财险龙头公司的利润增速有望出现大幅反转。3) 投资: 长期利率趋势存在不确定性, 但当前寿险股股价隐含的 10 年期国债收益率预期低于 2.0%, 且非标投资出现利好机会。2018 年, 沪深 300 指数累计下跌 25.3%, 10 年期国债收益率累计下跌 67bps 至 3.23%, 将对保险公司 2018 年全年利润和 EV 增速造成压力。2019 年非标投资存在利好机会: 平安不动产 50 亿 REITs 获批, 为保险资金规模化配置优质长租公寓资产提供产品支持。部分保险公司已投资多家地产公司, 预计未来将会合作成立更多长租公寓相关的金融产品; 金融委办公室于 12 月 25 日提出将推动银行永续债发行, 预计相关政策和操作细则将于 2019 年落地, 银行永续债发行将带来永续债市场扩容。永续债收益率一般高于同期限企业债/中票利率, 且久期较长 (一般在 3 年或者 5 年时债券发行人决定赎回或延续), 保险公司的非标投资标的将更加丰富, 有利于保险公司拉长资产久期, 减少资产负债期限错配风险, 提升整体投资收益率。

行业排序及重点公司推荐: 产险>券商>寿险>多元金融, 推荐中国平安、中国财险、中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、新华保险、复星国际, 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; 长期利率下行超预期。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-12-27	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601318.SH	中国平安	56.90	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	11.68	9.84	7.17	6.01
02328.HK	中国财险	7.84 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.83	7.60	5.75
600030.SH	中信证券	16.01	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	17.03	18.19	15.85	13.92
601688.SH	华泰证券	15.87	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	12.21	16.53	14.69	13.01
601211.SH	国泰君安	14.96	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	13.24	17.00	15.42	13.72
000776.SZ	广发证券	12.41	增持	1.13	0.80	0.93	1.08	10.98	15.51	13.34	11.49
601336.SH	新华保险	41.96	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	24.25	16.39	12.38	10.23
00656.HK	复星国际	11.06 (港元)	买入	1.54	1.56	1.71	1.87	8.19	8.10	7.37	6.73

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 证券：政策是 2019 年核心变量，推荐龙头券商

2019 年券商基本面改善：政策转向+投行业务增长+融资成本下行+股权质押业务纾困+集中度提升+股票市场处于底部+高 Beta。

政策改善：始于 2016 年 2 月的证券行业严监管周期或已逐步转向，当前正进入政策松绑的初期。并购重组、再融资、科创板+注册制、股指期货、信用衍生品、上市公司回购等业务已经被放松或鼓励。中央经济工作会议指出“资本市场牵一发而动全身，要深化改革，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动设立科创板并试点注册制尽快落地”。复盘研究表明政策改善能带来券商股的超额收益。

融资成本下行：市场利率存在下行趋势。在不考虑资产端的影响下，敏感性测试显示上市券商整体存量资本成本每下降 0.1%，将提升 ROE0.18%。

行业集中度提升：大券商的盈利能力提升，行业正经历着从业务恒强到业绩恒强的阶段；机构业务推动行业集中度提升，龙头在行业中的地位将随着机构投资者在市场持仓比重提升而持续提升；监管扶优限劣，包括新分类评级标准等一系列的监管政策体现资源向大型券商倾斜。

ROE 是提升券商行业估值的核心：证券行业 ROE (2018E3.57%) 处于较低水平，归因于行业杠杆率低 (2.76 倍)；资本中介类业务 ROA 低；传统轻资产业务毛利率下降。提升 ROE 的途径有两个，一是提升杠杆，二是提升 ROA。提升杠杆虽然与当前的监管大方向相悖，但是一系列新政策的颁布均给予龙头优质券商以政策红利，在分类监管的框架下龙头券商将有更大的空间在合理的范围内提高财务杠杆。行业竞争格局的优化有利于龙头券商提升 ROA

业绩估值底部：中性假设下，预计 2019 年证券行业营收 2661 亿元，YOY+8.50%；净利润 732 亿元，YOY+10.51%。证券行业平均估值 1.3x PB，大型券商估值在 0.9-1.3x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2x PB。2019 年推荐龙头券商：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

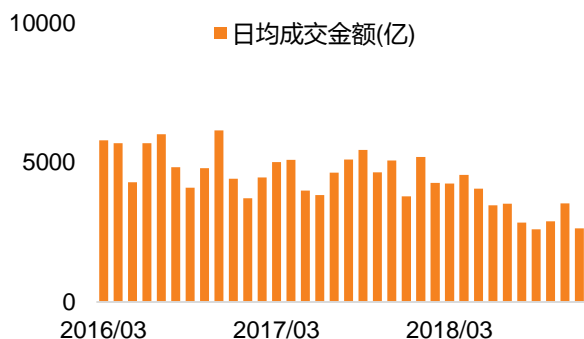
1) 本周日均股票成交额为 2447 亿元(上周 2304 亿元)；2018 年两市日均股票成交额 3691 亿元，同比下降 19.41%。

2) 投行业务：截至 2018 年 12 月 28 日，IPO、增发和配股承销规模分别为 1378 亿元、7503 亿元、229 亿元，同比分别减少 40%、29%和增长 41%；全年债券承销金额 55050 亿元，同比增长 31.70%。

3) 融资融券：截至 2018 年 12 月 27 日，两市融资融券余额为 7622 亿元，其中融资余额为 7628 亿元，融券余额为 80.96 亿元。2018 年全年日均余额为 9138 亿元，较 2017 年的 9364 亿元下降 2.41%。

4) 股票质押：截止 2018-12-28，市场质押股数 6349.77 亿股，市场质押股数占总股本 9.92%，市场质押市值为 43137.61 亿元；截止 2018-12-28，大股东质押股数 6060.24 亿股，大股东质押股数占所持股份比 6.74%。大股东未平仓总市值 10809 亿元，大股东疑似触及平仓市值 28627 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 年日均股票成交金额 3691 亿元



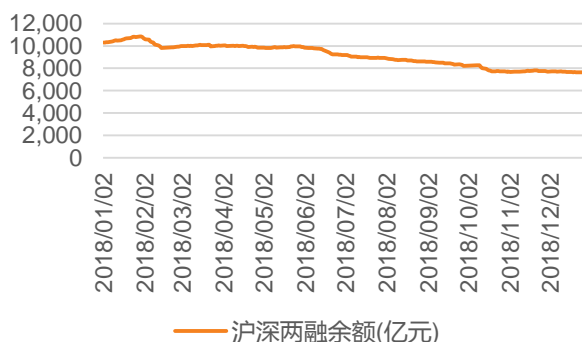
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 12 月 07 日当周新增投资者 22.28 万人



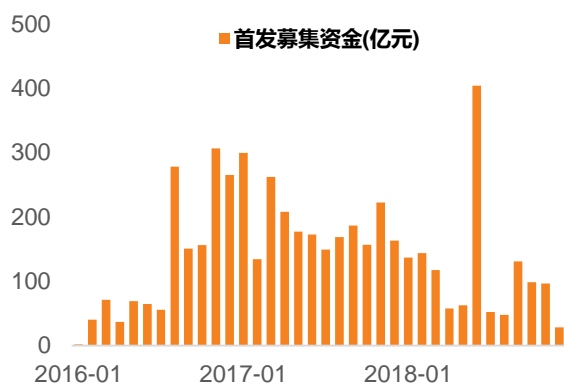
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2018 年 12 月 27 日两融余额为 7622 亿元



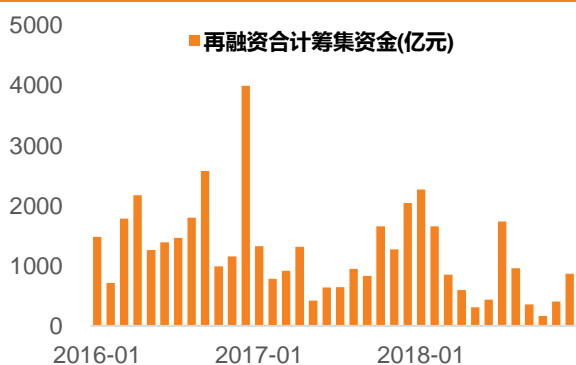
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2018 年股权融资首发募资 1378 亿元 (2018/12/28)



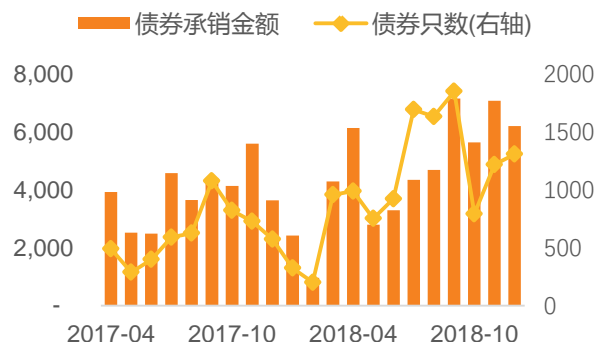
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2018 年再融资共完成 10628 亿元 (2018/12/28)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2018 年券商承销约 55050 亿元 (2018/12/28)



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

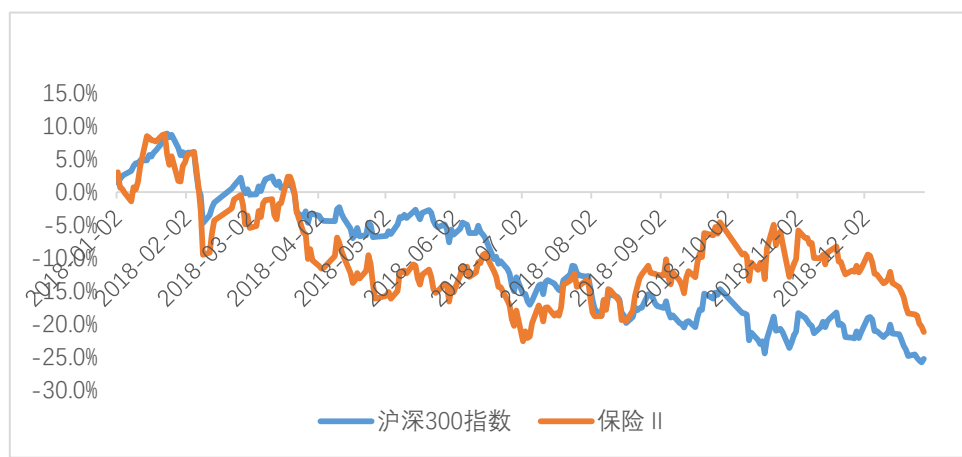
保险重点数据

1) 2018 年，保险股累计下跌 21.2%，相对沪深 300 指数的收益为 4.1pct；在 wind 二级行业中，保险股的涨跌幅排在第五。三季度，基本面改善叠加弱市中的防守属性，板块获得超额收益，但 11 月开始，市场对于 2019 年保费负增长、长期利率下行的担忧压制保险股表现。

2) 2018 年沪深 300 指数下跌 25.3%，其中四季度下跌 12.5%，将对保险公司 2018 年全年的利润和 EV 增速造成压力。

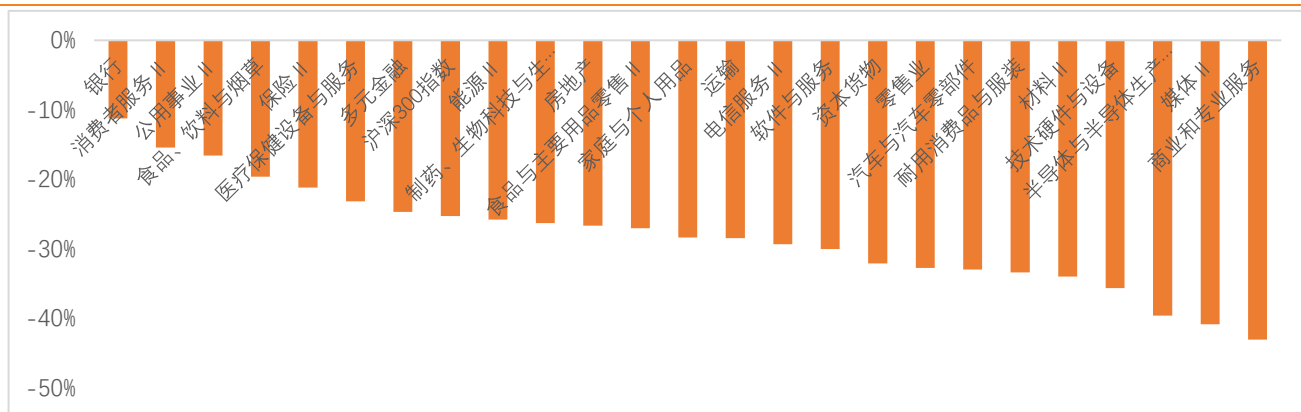
3) 10 年期国债收益率处于震荡下行区间，截至 12 月 31 日，2018 年累计下跌 67bps 至 3.23%；10 年期国开债、企业债下跌幅度更大，2018 年累计下跌 123bps、114bps。其中四季度，10 年期国债、国开债、企业债分别累计下跌 39bps、54bps、46bps。债券期限利差震荡扩大，从 2018 年初截至 12 月 31 日，国债、国开债、企业债期限利差累计扩大 40bps、50bps、33bps；但 4 季度期限利差缩窄，分别缩窄 3bps、28bps、39bps。从 2018 年初截至 12 月 31 日，1 年期、10 年期企业债信用利差分别累计缩窄 40bps、47bps，4 季度，1 年期企业债信用利差累计扩大 29bps，而 10 年期企业债信用利差累计缩窄 7bps。

图 8：沪深 300 指数与保险指数涨跌幅



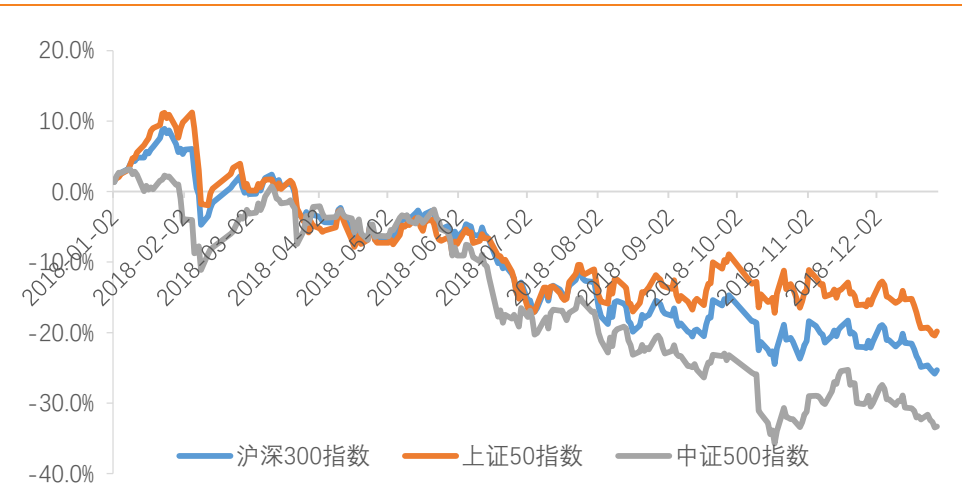
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 分行业 2018 年累计涨跌幅



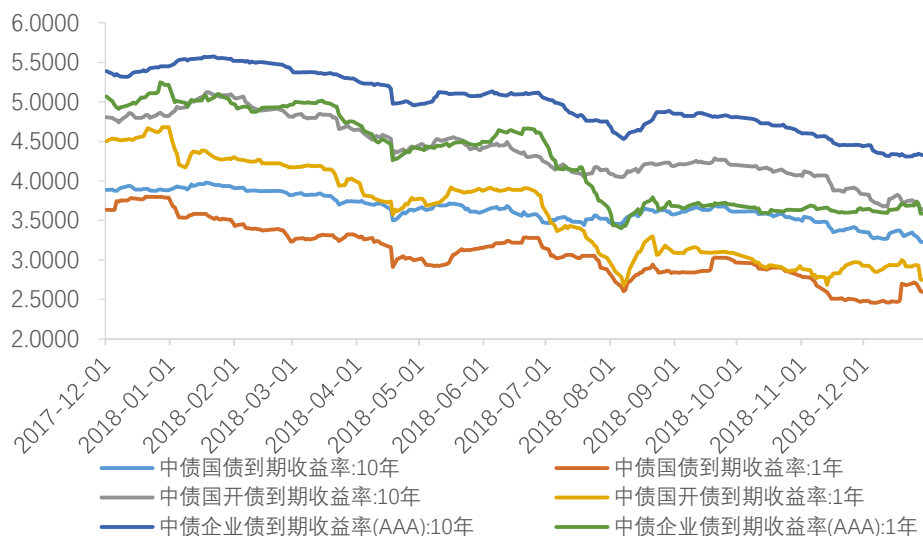
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 股市涨跌幅



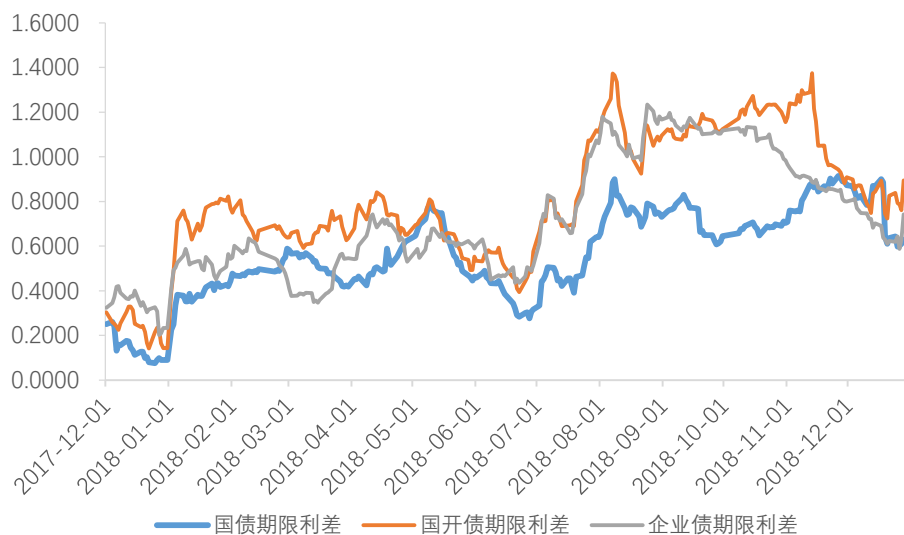
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 债券到期收益率情况 (%)



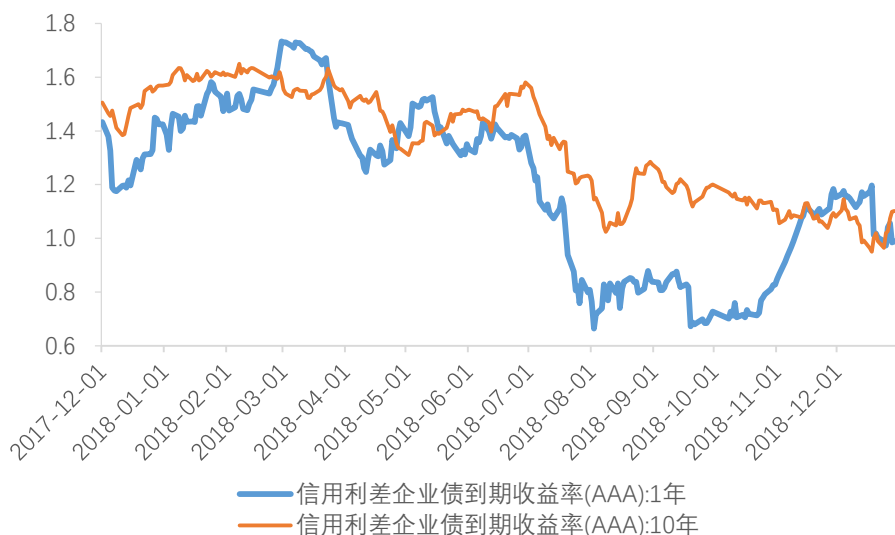
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) 情况 (%)



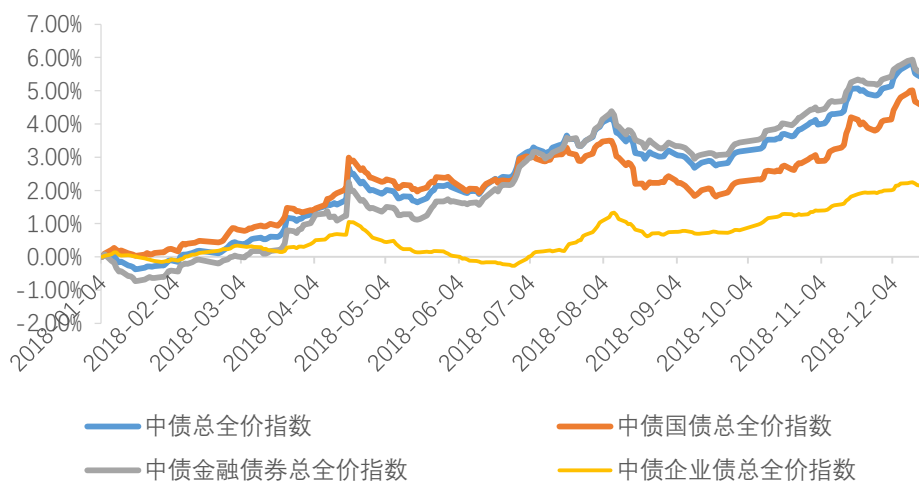
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 企业债信用利差 (%)



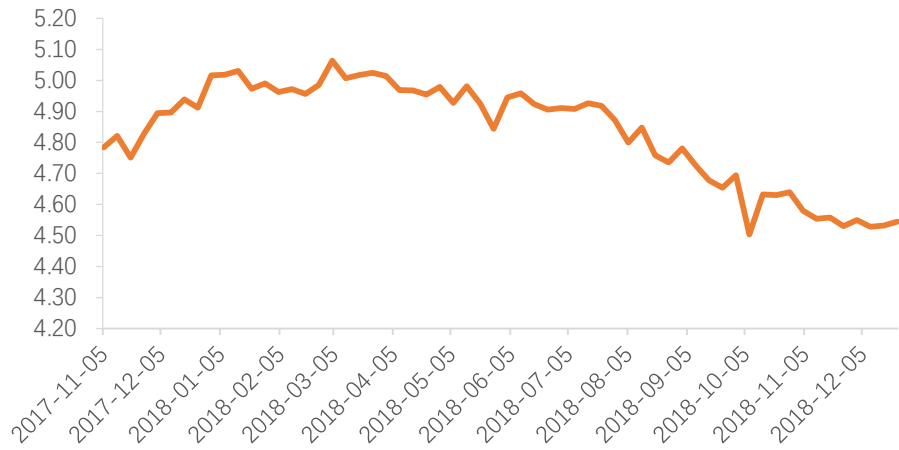
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 中债全价指数涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率 (%)



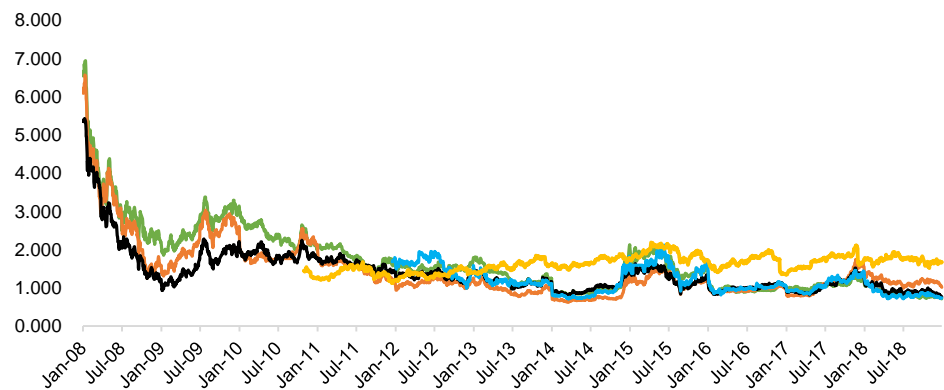
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	3.12	2.35	3.73	1.36
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	3.15	2.84	3.96	2.19
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.79	2.18	3.65	1.92
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	3.28	2.78	4.42	2.17
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.45	0.51	3.16	1.38
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.26	2.34	4.08	2.97

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 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 17: 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 28 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	16.01	2,036	16.55	21.19	16.68	1.40	1.49	1.19
国泰君安	15.32	1,390	12.45	17.48	17.41	1.45	1.34	1.08
华泰证券	16.20	1,358	18.63	20.04	16.88	1.56	1.44	1.45
海通证券	8.80	1,063	16.26	18.92	19.13	1.67	1.27	0.89
广发证券	12.68	1,002	14.28	15.48	15.85	1.69	1.52	1.12
招商证券	13.40	923	18.07	20.54	19.71	2.23	1.47	1.13
中信建投	8.71	696	-	-	15.84	-	-	1.50
东方证券	7.97	646	29.34	31.60	13.98	2.38	1.84	1.04
光大证券	8.77	460	18.28	21.38	13.09	1.58	1.27	0.82
兴业证券	4.64	356	19.02	24.57	14.06	1.62	1.47	0.92

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 28 日）

证券简称	价格 (元)	EV (人民币元)				1YrVNB (人民币元)			
A 股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	56.10	34.89	45.14	55.35	67.44	2.78	3.68	3.94	4.33
中国人寿-A	20.39	23.07	25.97	28.69	33.35	1.74	2.13	1.80	2.07
新华保险-A	42.24	41.49	49.19	58.19	67.72	3.35	3.87	3.92	4.24
中国太保-A	28.43	27.14	31.58	37.17	44.36	2.10	2.95	2.85	3.00
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	56.10	1.61	1.24	1.01	0.83	7.63	2.97	0.19	-2.62
中国人寿-A	20.39	0.88	0.78	0.71	0.61	-1.54	-2.63	-4.62	-6.25
新华保险-A	42.24	1.02	0.86	0.73	0.62	0.22	-1.80	-4.07	-6.01
中国太保-A	28.43	1.05	0.90	0.76	0.64	0.61	-1.07	-3.07	-5.30
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	56.10	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	20.39	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	42.24	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	28.43	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	56.10	16.44	11.51	9.70	7.06	2.67	2.17	1.75	1.35
中国人寿-A	20.39	30.13	17.87	16.14	11.82	1.90	1.80	1.72	1.53
新华保险-A	42.24	26.67	24.48	16.50	12.46	2.23	2.07	1.84	1.60
中国太保-A	28.43	21.37	17.57	14.36	10.60	1.96	1.87	1.85	1.74

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