

非银金融

资本市场“牵牛鼻子”，把握“中字头”券商大机会

 证券研究报告
 2019年01月13日

 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: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》2019-01-01
- 《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

投资要点: 券商股趋势向好, 1月12日证监会副主席方星海强调提升股权融资、提升股票和期货市场的活跃度、出台多空博弈工具、推动科创板和试点注册制尽快落地。中央经济工作会议对资本市场改革予以了高度重视, 我们判断目前正处于监管政策的改善初期, “投资时钟指向券商”。太平洋计提 9.7 亿资产减值损失不具有行业代表性, A+H 大型券商采用预期信用减值模型, 计提比例充分且项目质量高。寿险股的利率预期底已至, 保费底已过, 股价隐含 10 年期国债收益率预期低于 2.0%, 开门红 NBV 预计超预期, 因此具有显著的配置价值。财产险行业受经济周期影响更小, 中国财险利润转向可期, 手续费率下降提升利润率(降低税率), 非车险承保利润稳健增长。推荐中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安、广发证券、中国平安、中国财险。

证券: “投资时钟指向券商”, 我们继续坚定推荐大型券商。 1) 中央经济工作会议重视并强调了资本市场深化改革, 证监会副主席方星海在 1 月 12 日的中国资本市场论坛上就资本市场改革提及重点: 发展股权融资(稳定宏观杠杆率的要求&高质量发展与创新驱动的要求)、引入国内外的中长期资金入市、提升市场交易活跃度(如研究取消新股首日涨跌停板限制、进一步放宽股指期货交易限制)、尽快推动科创板和试点注册制的落地、出台多空双方均可使用的金融工具(定价合理的要求)。2) 大型券商的资产负债表稳健, 太平洋等部分中小型券商计提减值损失的情况不具有行业代表性。大型券商低于平仓线的融出资金规模/归母股东权益的比例显著低于中小型券商, 而信用/资产减值计提比例远高于中小型券商。3) 1-12 月度财务数据反映龙头券商相对中小券商更加稳健。2019 年券商基本面改善: 资本市场改革与政策纠偏+投行和直投业务增长+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。证券行业平均估值 1.4x PB, 大型券商估值在 0.9-1.4x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2x PB。

保险: 寿险股股价隐含的 10 年期国债收益率预期低于 2.0%, 预计保费底已过, 历史估值底部, 具有长期配置价值与防御价值。 1) 预计 2019 年新单保费与 NBV 同比增长情况开始逐步改善。目前平安、国寿、新华已转向长期保障型产品销售, 业务结构优化或产品价值率提升将带来 NBV 增长超市场预期, 预计这三家 NBV 已实现正增长。国寿 2019 年 NBV 增速预计最高, 内部管理也有明显改善。新华的董事会换届引起了市场非理性波动, 我们判断公司战略不会有大幅变动。2) 利率不确定性较高, 但当前股价隐含的 10 年期国债收益率低于 2.0%, 我们判断“利率预期底已至”。3) 监管对于手续费的管控将进一步加强, 产险行业利润情况有望显著改善。中国财险的定价优势、农村网点优势、机构业务(非车险业务)优势、服务与品牌优势预计将进一步显现。4) 平安、太保、新华、国寿 A 股股价对应 2019PEV 分别仅为 0.86、0.63、0.58、0.61 倍, 处于历史低位, 长期配置价值凸显。

我们推荐中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安、广发证券、中国平安、中国财险, 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 2019-01-11	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	16.97	买入	0.86	0.94	0.88	1.01	19.73	18.05	19.28	16.80
601066.SH	中信建投	10.74	增持	0.55	0.39	0.43	0.49	19.53	27.54	24.98	21.92
601688.SH	华泰证券	17.77	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	13.67	18.51	16.45	14.57
601211.SH	国泰君安	16.67	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.75	18.94	17.19	15.29
000776.SZ	广发证券	13.41	增持	1.13	0.80	0.93	1.08	11.87	16.76	14.42	12.42
601318.SH	中国平安	58.07	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	11.92	10.05	7.31	6.13
02328.HK	中国财险	8.06	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.77	7.56	5.72

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

1. 券商重要数据

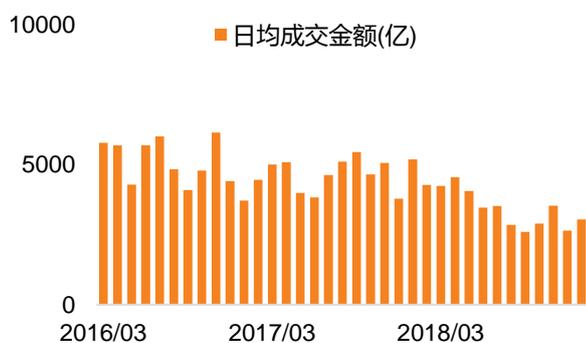
1) 本周日均股票成交额为 3269 亿元 (上周 2667 亿元); 2019 年两市日均股票成交金额 3043 亿元, 同比下降 17.54%。

2) 投行业务: 2019 年 1 月, IPO、增发规模分别为 21.11 亿元、512 亿元; 2018 年, 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 2019 年 1 月 10 日, 两市融资融券余额为 7562 亿元, 其中融资余额为 7490 亿元, 融券余额为 67.68 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%。

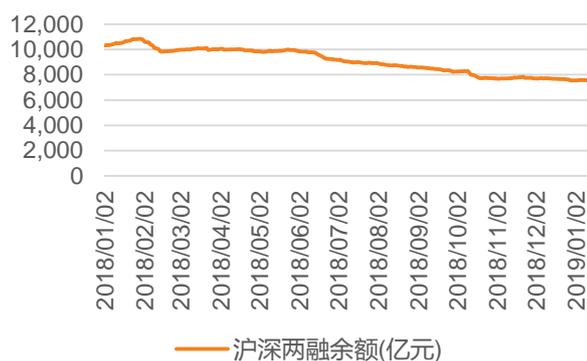
4) 股票质押: 截止 2019-1-11, 市场质押股数 6329 亿股, 市场质押股数占总股本 9.8%, 市场质押市值为 42697 亿元; 截止 2019-1-11, 大股东质押股数 6056 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 6.75%。大股东未平仓总市值 12495 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 28287 亿元。2015 年至今, 券商未解押交易的参考市值为 30509 亿元, 其中海通、中信、申万的规模分别为 2520 亿元、2142 亿元和 1712 亿元, 位居前三。

图 1: 2019 年 1 月日均股票成交金额 3043 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 1 月 10 日两融余额为 7562 亿元



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)

图 2: 1 月 4 日当周新增投资者 12 万人



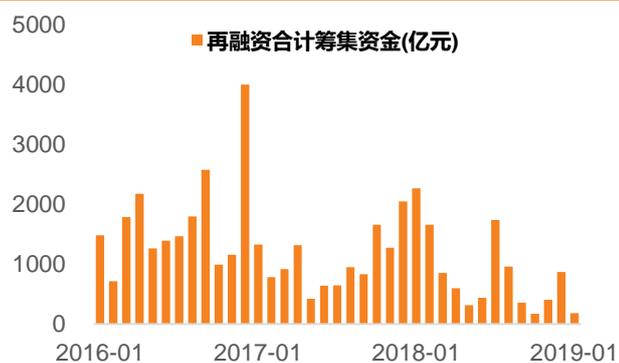
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 6: 2018 年券商主承销约 55050 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所



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)

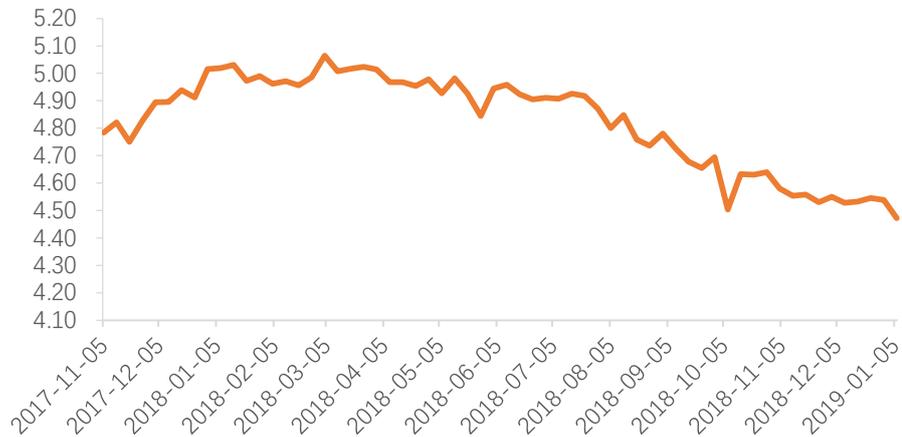


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险：重点数据

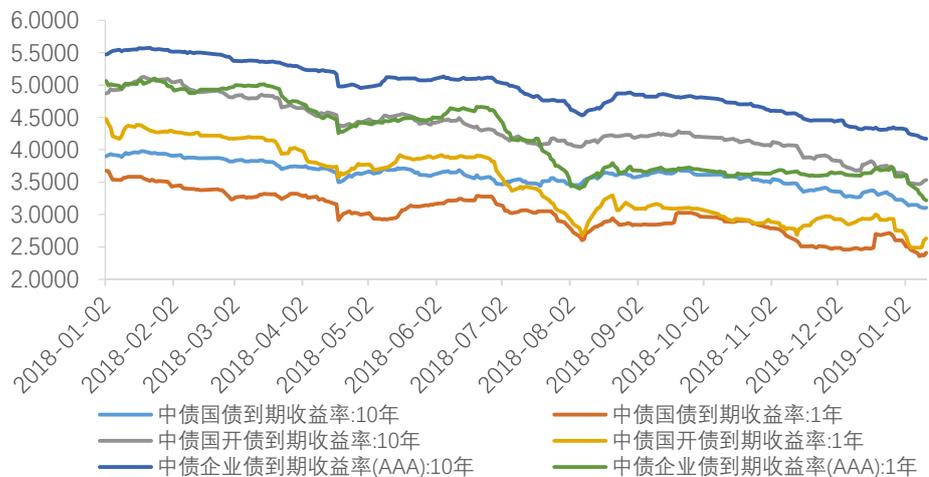
利率趋势的不确定性较大，但当前股价隐含的 10 年期国债收益率低于 2.0%。10 年期国债收益率仍延续下行趋势，2019 年来缓慢下降至 3.11%；国债和企业债期限利差较年初略有提升，企业债信用利差有所下降。1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率已下降至 4.5% 以下。

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：债券到期收益率情况 (%)：截至 1 月 11 日，10 年期国债收益率为 3.1%



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) 情况 (%)



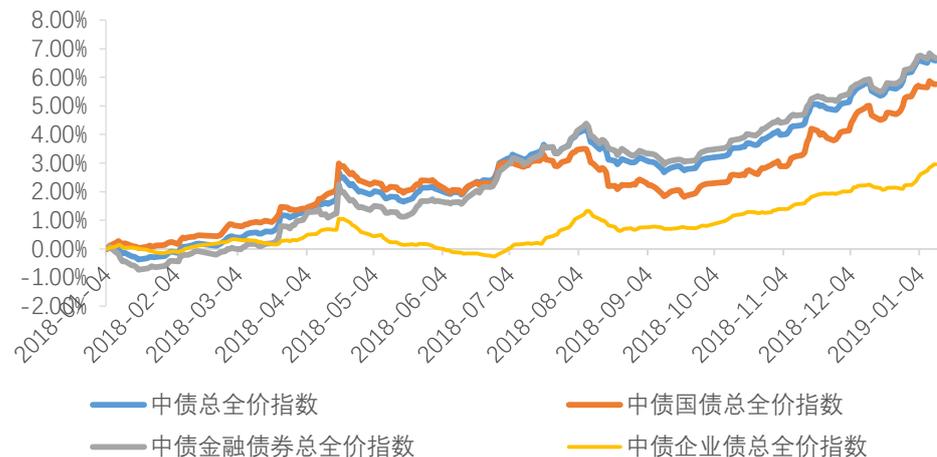
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 中债全价指数涨跌幅



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	1.54	0.67	2.03	-0.34
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.51	2.18	3.29	1.52
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.32	1.70	3.15	1.43
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.24	1.66	3.29	1.03
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.07	0.11	2.76	0.97
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.68	2.81	4.56	3.46

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 1 月 11 日）

证券名称	股价（元）	市值（亿元）	P/E（倍）			P/B（倍）		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
中信证券	16.97	2,036	16.55	21.19	17.68	14.89	1.40	1.49
国泰君安	16.67	1,390	12.45	17.48	18.94	17.19	1.45	1.34
华泰证券	17.77	1,358	18.63	20.04	18.51	16.45	1.56	1.44
海通证券	9.56	1,063	16.26	18.92	20.78	15.67	1.67	1.27
广发证券	13.41	1,002	14.28	15.48	16.76	14.42	1.69	1.52
招商证券	13.93	923	18.07	20.54	20.49	17.20	2.23	1.47
中信建投	10.74	696	-	-	19.53	18.20	-	-
东方证券	8.20	646	29.34	31.60	14.39	12.81	2.38	1.84
光大证券	9.62	460	18.28	21.38	14.36	13.36	1.58	1.27
兴业证券	5.23	356	19.02	24.57	15.85	14.53	1.62	1.47

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（2019 年 1 月 11 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									
中国平安-A	58.07	34.89	45.14	55.28	67.28	2.78	3.68	3.87	4.25	
中国人寿-A	20.45	23.07	25.97	28.69	33.35	1.74	2.13	1.80	2.07	
新华保险-A	39.49	41.49	49.19	57.71	67.72	3.35	3.87	3.92	4.24	
中国太保-A	27.88	27.14	31.58	37.24	44.51	2.10	2.95	2.92	3.08	
证券简称	价格		P/EV（倍）				VNBX（倍）			
A 股	人民币									
中国平安-A	58.07	1.66	1.29	1.05	0.86	8.34	3.51	0.72	-2.17	
中国人寿-A	20.45	0.89	0.79	0.71	0.61	-1.50	-2.60	-4.59	-6.22	
新华保险-A	39.49	0.95	0.80	0.68	0.58	-0.60	-2.51	-4.65	-6.66	
中国太保-A	27.88	1.03	0.88	0.75	0.63	0.35	-1.25	-3.21	-5.40	
证券简称	价格		EPS（人民币元）				BVPS（人民币元）			
A 股	人民币									
中国平安-A	58.07	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60	
中国人寿-A	20.45	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28	
新华保险-A	39.49	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37	
中国太保-A	27.88	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									
中国平安-A	58.07	17.01	11.92	10.04	7.31	2.77	2.24	1.81	1.40	
中国人寿-A	20.45	30.22	17.92	16.18	11.85	1.90	1.80	1.73	1.54	
新华保险-A	39.49	24.93	22.89	15.43	11.65	2.08	1.93	1.72	1.50	
中国太保-A	27.88	20.95	17.23	14.08	10.39	1.92	1.84	1.82	1.70	

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