

非银金融

证券研究报告
2019年01月20日

沪深交易所完善股票质押回购机制, 寿险保费趋势向好

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

- 1 《非银金融-行业研究周报:资本市场“牵牛鼻子”, 把握“中字头”券商大机会》 2019-01-13
- 2 《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
- 3 《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

投资要点:沪深交易所于1月18日发布《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》, 着力于完善股票质押回购机制, 为纾困创造良好市场环境, 预计将有效化解股票质押业务风险; 深交所发布报告: 股票质押风险总体影响可控, 截至2018年底, 两市低于合约规定履约保障比例的质押市值为2990亿元, 占质押总市值的14.9%。寿险配利率预期底已至(股价隐含10年期国债收益率预期约2.0%), 保费底已过(开门红NBV预计超预期且持续改善), 新华管理层变动的影响已充分反映至股价, 寿险股配置价值显著。财产险行业受经济周期影响更小, 中国财险利润增长将得到大幅改善, 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、中国太保、新华保险。

证券: “投资时钟指向券商”, 我们继续坚定推荐龙头券商。1) 沪深交易所发布的《通知》内容包括: 一是优化违约合约展期安排; 二是对用于纾解质押风险的新增股票质押回购作出特别安排, 为纾解股票质押困境创造良好市场环境。2) 深交所发布《2018年度股票质押回购风险分析报告》, 指出股票质押风险总体影响可控, 一是股票质押回购覆盖面宽, 但违约风险集中在制造业、中小市值的少数公司, 对上市公司整体影响有限; 二是股价波动导致低于履约保障比例的质押市值高, 但实际申报违约的质押市值低; 三是二级市场卖出处置的金额少, 违约处置对市场的直接影响有限。3) 海通证券、浙商证券披露年度业绩快报, 归母净利润分别为52/7亿元, YOY-40%和32%, 基本符合预期。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。行业平均估值1.46x 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: 利率预期底已至, 保费底或已过, 寿险长期配置价值与防御价值凸显。1) 预计2019年新单保费与NBV同比增长情况开始逐步改善, 平安、国寿、新华NBV或已实现正增长。预计国寿2019年NBV增速最高, 内部管理也有明显改善; 预计太保将于下周限售高现价分红年金险, 新单保费负增长幅度将大幅缩窄; 新华股价已充分反映管理层变动预期, 预计公司战略不会发生大幅变动。2) 2018年寿险保费改善幅度超市场预期, 平安、太保2018年个险新单同比增长+1%、-6%。预估2018年平安、国寿、太保、新华NBV同比增速分别为+5%、-16%、-1%、+1%。3) 利率不确定性较高, 但当前股价隐含的10年期国债收益率约2.0%, 我们判断“利率预期底已至”。4) 近日银保监会召开工作会议, 指出2019年要坚持治理金融市场乱象, 依法处置高风险机构, 严监管态势将进一步加强。2019年以来, 银保监会/局已处罚10家财险公司, 预计对车险手续费乱象将进行高压监管, 保险公司手续费率降低的确定性较高, 净利润将得到大幅改善。2018年平安、太保非车险分别同比增长+44%、+29%, 远高于车险保费增速, 预计2019年非车险业务保费和利润贡献将持续提升, 龙头公司的机构业务(非车险业务)优势进一步凸显。5) 平安、太保、新华、国寿A股股价对应2019PEV分别仅为0.89、0.67、0.60、0.64倍, 长期配置价值与防御价值卓越。

重点公司推荐: 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、中国太保、新华保险, 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 2019-01-18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	17.88	买入	0.86	0.94	0.88	1.01	20.79	19.02	20.32	17.70
601066.SH	中信建投	11.78	增持	0.55	0.39	0.43	0.49	21.42	30.21	27.40	24.04
601688.SH	华泰证券	18.44	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	14.18	19.21	17.07	15.11
601211.SH	国泰君安	16.65	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.73	18.92	17.16	15.28
000776.SZ	广发证券	13.81	增持	1.13	0.80	0.93	1.08	12.22	17.26	14.85	12.79
601318.SH	中国平安	59.92	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.30	10.37	7.55	6.33
02328.HK	中国财险	8.30	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	11.04	7.75	5.86
601601.SH	中国太保	29.83	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.41	15.07	11.13	9.44
601336.SH	新华保险	40.95	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	23.67	16.00	12.08	9.99

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 券商重要数据

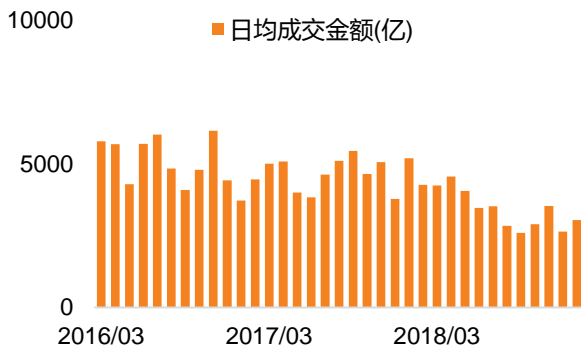
1) 本周日均股票成交额为 3055 亿元 (上周 3269 亿元); 2019 年两市日均股票成交金额 3048 亿元, 同比下降 17.43%。

2) 投行业务: 2019 年 1 月, IPO、增发规模分别为 60.99 亿元、661 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 17 日, 两市融资融券余额为 7507 亿元, 其中融资余额为 7435 亿元, 融券余额为 72.44 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%。

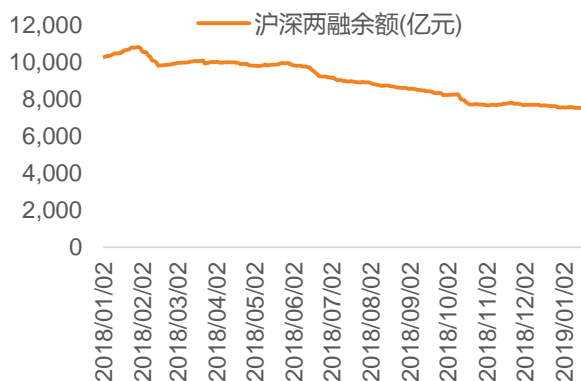
4) 股票质押: 截止 2019-1-18, 市场质押股数 6328.57 亿股, 市场质押股数占总股本 9.78%, 市场质押市值为 43713 亿元; 截止 2019-1-18, 大股东质押股数 6058 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 6.77%。大股东未平仓总市值 12982 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 28054 亿元。

图 1: 2019 年 1 月日均股票成交金额 3048 亿元



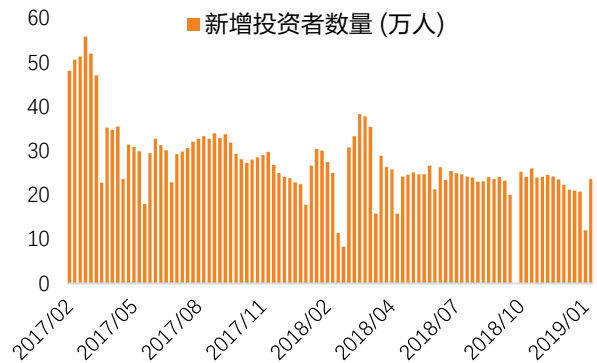
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 1 月 17 日两融余额为 7507 亿元



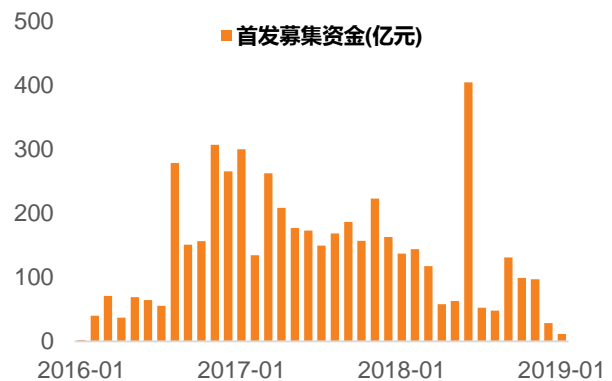
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 1 月 11 日当周新增投资者 23.63 万人



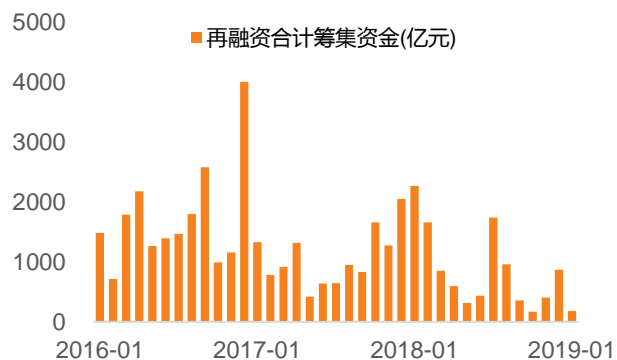
资料来源: wind, 天风证券研究所

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



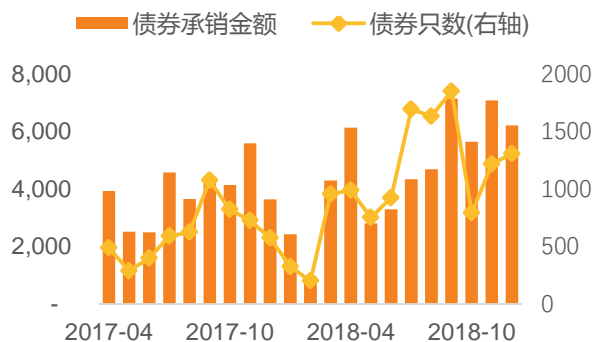
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 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 年券商主承销约 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）

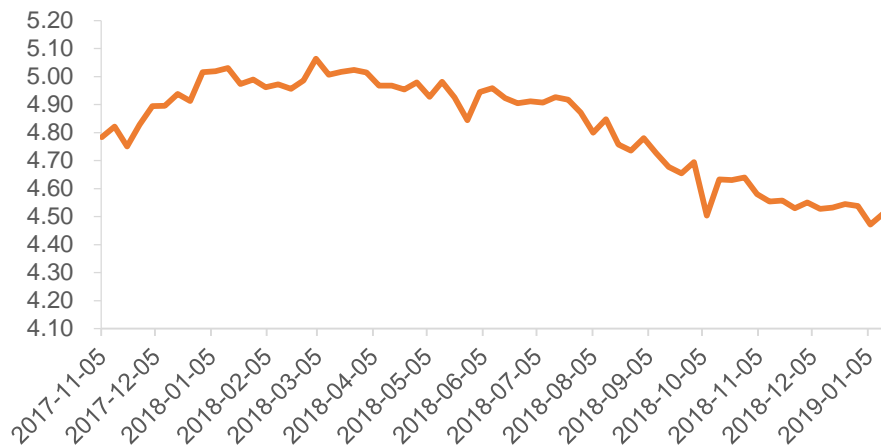


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 保险重要数据

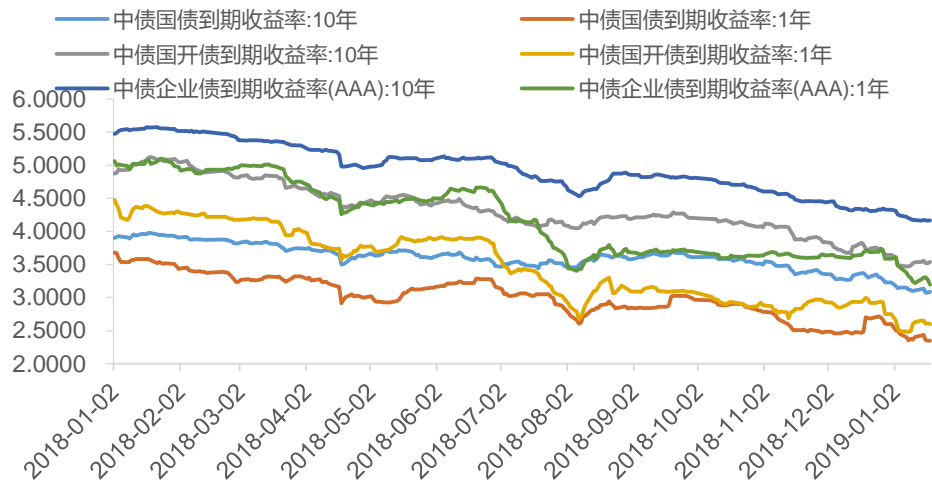
利率趋势的不确定性较大，但当前股价隐含的 10 年期国债收益率低于 2.0%。10 年期国债收益率仍延续下行趋势，2019 年来缓慢下降至 3.09%；国债和企业债期限利差较年初略有下降，企业债信用利差有所提升。1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率在 4.5%左右震荡。

图 8：1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率 (%)



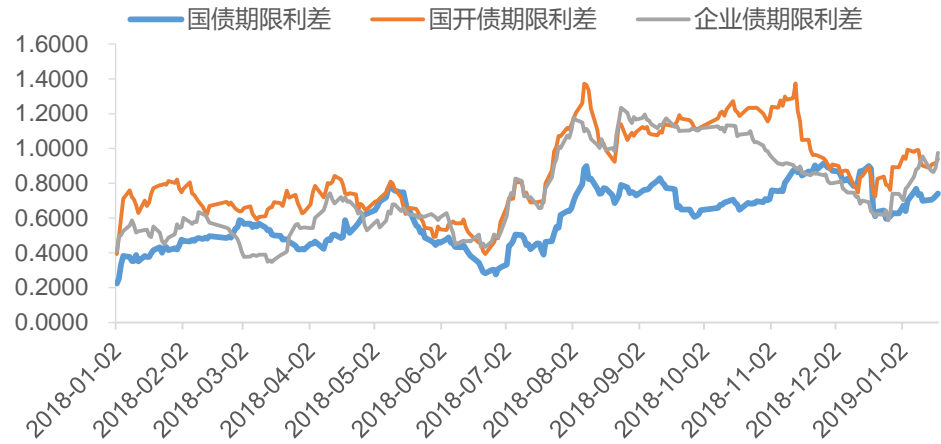
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：债券到期收益率情况 (%)：截至 1 月 18 日，10 年期国债收益率为 3.09%



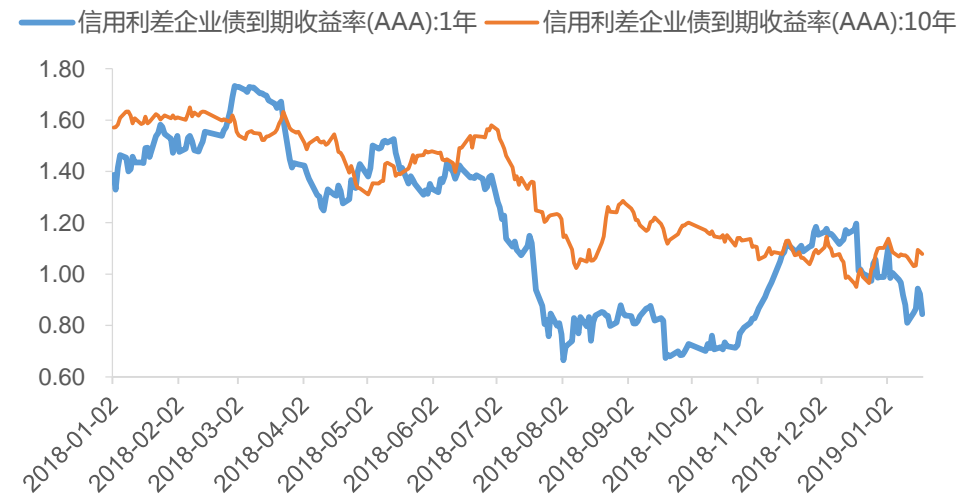
资料来源：wind，天风证券研究所

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



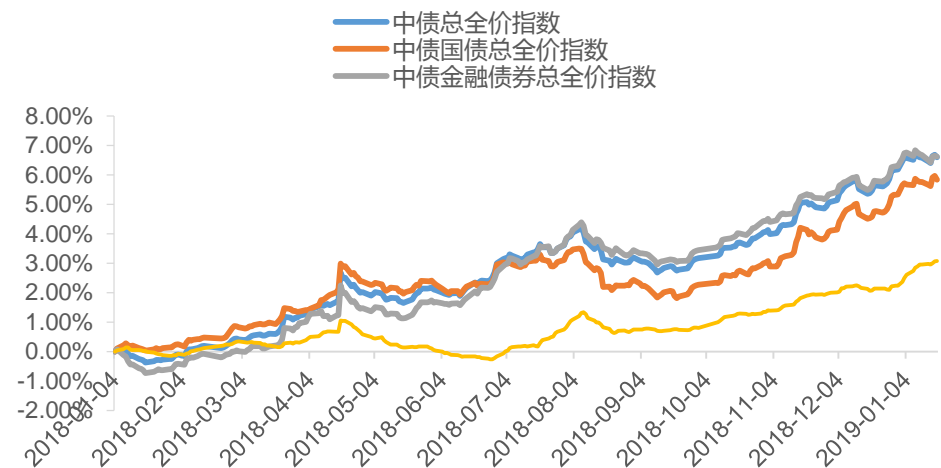
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	1.15	0.18	1.53	-0.84
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	1.90	1.42	2.52	0.75
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.57	2.02	3.48	1.76
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.14	1.53	3.16	0.90
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	-0.02	0.00	2.65	0.87
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.66	2.80	4.54	3.44

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 18 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	17.88	2,036	21.19	18.63	15.68	1.49	1.32	1.23
国泰君安	16.65	1,390	17.48	18.92	17.16	1.34	1.17	1.17
华泰证券	18.44	1,358	20.04	19.21	17.07	1.44	1.43	1.40
海通证券	9.85	1,063	18.92	21.41	16.15	1.27	0.99	0.94
广发证券	13.81	1,002	15.48	17.26	14.85	1.52	1.22	1.19
招商证券	14.25	923	20.54	20.96	17.59	1.47	1.20	1.19
中信建投	11.78	696	-	21.42	19.97	-	2.03	1.92
东方证券	8.34	646	31.60	14.63	13.03	1.84	1.09	1.07
光大证券	9.72	460	21.38	14.51	13.50	1.27	0.91	0.89
兴业证券	5.16	356	24.57	15.64	14.33	1.47	1.02	1.01

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 18 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	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	59.92	34.89	45.14	55.28	67.28	2.78	3.68	3.87	4.25
中国人寿-A	21.51	23.07	25.97	28.69	33.35	1.74	2.13	1.80	2.07
新华保险-A	40.95	41.49	49.19	57.71	67.72	3.35	3.87	3.92	4.24
中国太保-A	29.83	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	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
中国平安-A	59.92	1.72	1.33	1.08	0.89	9.01	4.01	1.20	-1.73
中国人寿-A	21.51	0.93	0.83	0.75	0.64	-0.89	-2.10	-4.00	-5.71
新华保险-A	40.95	0.99	0.83	0.71	0.60	-0.16	-2.13	-4.27	-6.31
中国太保-A	29.83	1.10	0.94	0.80	0.67	1.28	-0.59	-2.54	-4.77
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	59.92	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	21.51	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	40.95	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	29.83	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	59.92	17.56	12.30	10.36	7.54	2.86	2.31	1.87	1.44
中国人寿-A	21.51	31.79	18.85	17.02	12.47	2.00	1.89	1.82	1.62
新华保险-A	40.95	25.85	23.73	16.00	12.08	2.16	2.01	1.78	1.55
中国太保-A	29.83	22.42	18.44	15.07	11.12	2.05	1.97	1.94	1.82

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