

# 非银金融

## 迈向新阶段，券商与保险行业的配置价值均卓越

**投资要点：**国务院决定，任命易会满同志为中国证监会主席，免去刘士余同志的中国证监会主席职务；中央深改委审议通过设立上交所科创板并试点注册制总体实施方案；证券行业 2018 年净利润 666 亿元，YOY-41%；上市券商披露业绩快报，中信证券、中信建投等龙头券商业绩优于行业，中小券商受计提减值准备影响拖累业绩，预计行业集中度进一步提升；我们判断目前正处于监管政策的改善初期，业绩低点或已过，“投资时钟指向券商”。寿险股股价隐含 10 年期国债收益率预期约 2.0%，且长端利率下行预期有所好转；开门红 NBV 预计超预期且持续改善，寿险或将迎来阶段性行情。监管再度发文管控车险手续费率，手续费率下降带来利润率提升的确定性较高，非车险承保利润稳健增长，财险龙头优势凸显。推荐中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安、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) 1 月 26 日，中共中央决定，任命易会满同志为中国证监会党委书记，免去刘士余同志的中国证监会党委书记职务。国务院决定，任命易会满同志为中国证监会主席，免去刘士余同志的中国证监会主席职务。2) 1 月 23 日，中央深改委审议通过设立上交所科创板并试点注册制总体实施方案，并指出这是实施创新驱动发展战略、深化资本市场改革的重要举措；提出要稳步试点注册制，统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，建立健全以信息披露为中心的发行上市制度。3) 证券业协会披露数据显示，131 家证券公司营业收入 2663 亿元，YOY-14%；净利润 666 亿元，YOY-41%；总资产为 6.26 万亿元，YOY+1.95%；净资产 1.89 万亿元，YOY+2.16%；净资产回报率为 3.52%；各主营业务收入均出现不同程度下滑，利息净收入下滑幅度最大，自营收入占比 30%，是第一大收入来源。4) 12 家上市券商公布 2018 年业绩快报，中信证券、海通证券、中信建投净利润分别为 94/52/31 亿元，YOY-18%/-40%/-23%，优于行业平均水平；中小券商受计提减值准备影响拖累业绩；上市券商间的盈利能力分化明显，据此我们判断 2018 年行业集中度预计将进一步提升。5) 业绩低点或已过，政策环境持续改善。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 1.42x 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：长端利率下行预期有所好转，保费底已过，寿险或将迎来阶段性行情。**1) 预计 2019 年新单保费与 NBV 同比增长情况持续改善，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，内部管理边际改善明显；预计太保通过销售高现价分红年金险将使得新单保费负增长幅度大幅缩窄至 20%左右。2) 长端利率下行预期有所好转。本周 10 年期国债收益率回升 5pct 至 3.14%，宏观经济走弱、流动性宽松的环境下，利率仍存在下行压力，但下行的空间或较为有限：春节后资金回流导致的流动性边际收紧，经济指标未能“超预期”走弱，油价和美股上涨导致的风险偏好边际修复，地方债供给速度加快，一季度社融大概率企稳等因素都可能成为利率继续下行的“阻力”。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”。3) 近日，银保监会发布通知，保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和永续债。中国银行发行 400 亿元无固定期限资本债券，票面利率为 4.50%，较本期债券基准利率（前 5 日五年期国债收益率均值）高出 157bp，保险公司及资管公司积极参与认购。考虑到四大行可能发行永续债来满足 TLAC 要求，银行永续债未来规模或达万亿，有利于缓解险资投资压力。4) 1 月 21 日，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于进一步加强车险监管有关事项的通知》，列明严禁通过虚列其他费用套取手续费变相突破报批手续费率水平、以直接业务虚挂中介业务等方式套取手续费等 8 项禁止行为，高压监管势在必行，手续费率降低、净利润率提升的确定性较高。同时，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) 中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿 A 股股价对应 2019PEV 分别仅为 0.91、0.68、0.61、0.68 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、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。

证券研究报告  
2019 年 01 月 27 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

- 1 《非银金融-行业研究周报:沪深交易所完善股票质押回购机制,寿险保费趋势向好》2019-01-20
- 2 《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
- 3 《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

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-01-25	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	18.04	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	19.19	20.50	17.86	15.69
601688.SH	华泰证券	18.80	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	14.46	19.58	17.41	15.41
601066.SH	中信建投	11.20	增持	0.55	0.39	0.43	0.49	20.36	28.72	26.05	22.86
601211.SH	国泰君安	16.32	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.44	18.55	16.82	14.97
601318.SH	中国平安	61.29	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.59	10.60	7.72	6.47
601336.SH	新华保险	40.93	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	23.66	15.99	12.07	9.98
601601.SH	中国太保	30.19	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.64	15.25	11.26	9.55
02328.HK	中国财险	7.97 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.65	7.48	5.66

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 券商重要数据

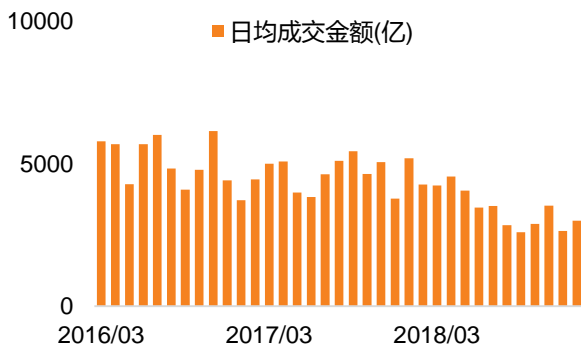
1) 本周日均股票成交额为 2897 亿元 (上周 3055 亿元); 2019 年两市日均股票成交金额 3006 亿元, 同比下降 18.56%。

2) 投行业务: 2019 年 1 月, IPO、增发规模分别为 106.20 亿元、757.44 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 24 日, 两市融资融券余额为 7474 亿元, 其中融资余额为 7404 亿元, 融券余额为 69.93 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%。

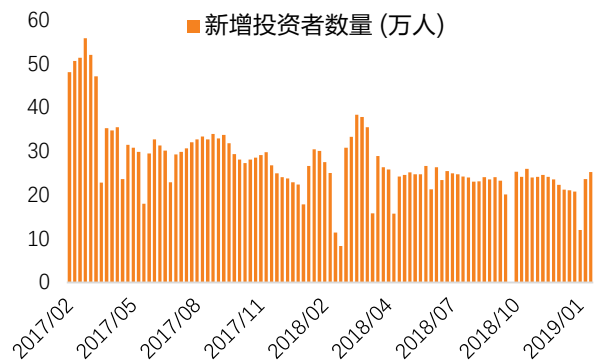
4) 股票质押: 截止 2019-1-25, 市场质押股数 6315.96 亿股, 市场质押股数占总股本 9.75%, 市场质押市值为 43894 亿元; 截止 2019-1-25, 大股东质押股数 6076 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 6.8%。大股东未平仓总市值 13104 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 27668 亿元。

图 1: 2019 年 1 月日均股票成交金额 3006 亿元



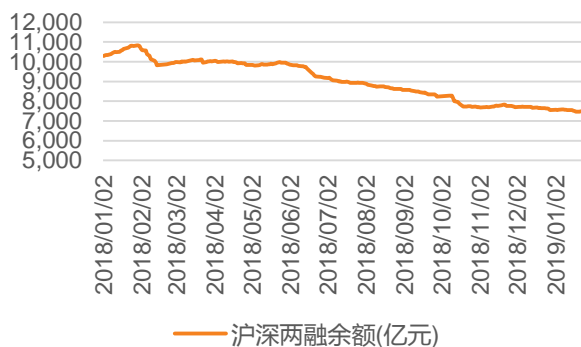
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 1 月 18 日当周新增投资者 25.26 万人



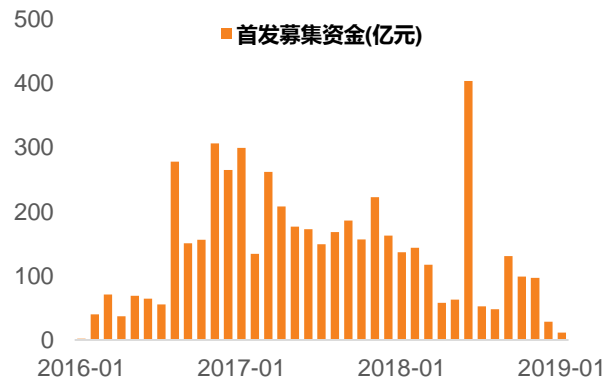
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 1 月 24 日两融余额为 7474 亿元



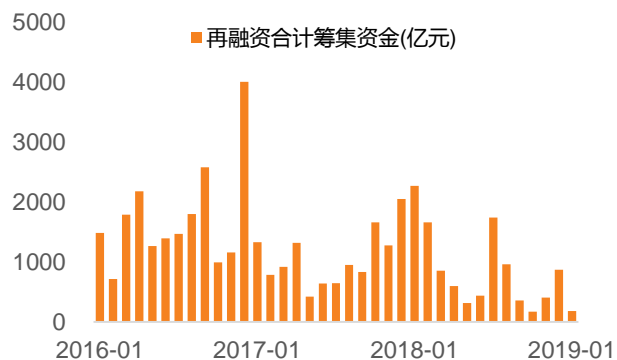
资料来源: wind, 天风证券研究所

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



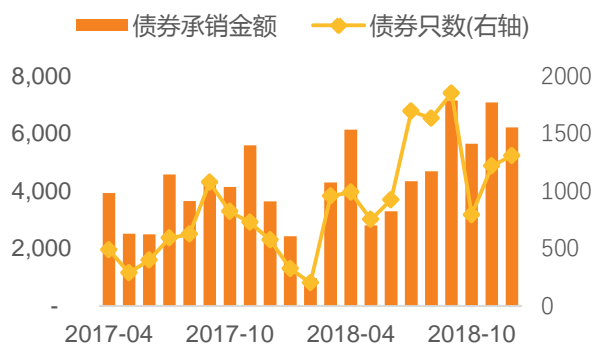
资料来源: wind, 天风证券研究所

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）

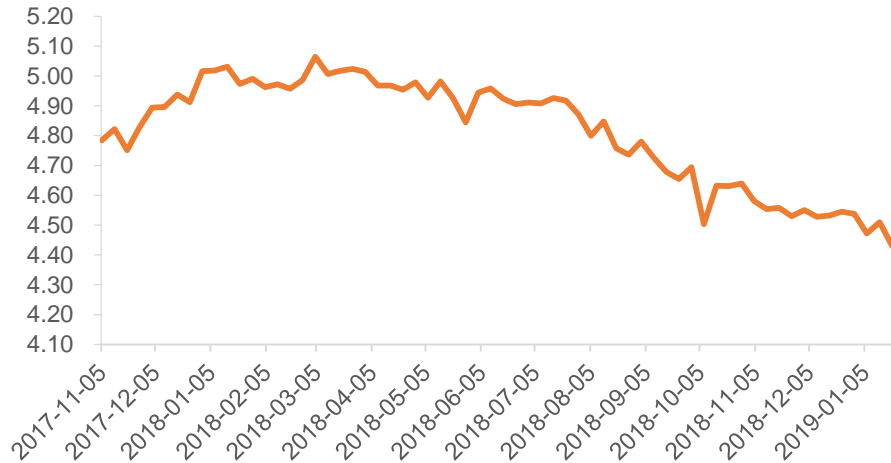


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

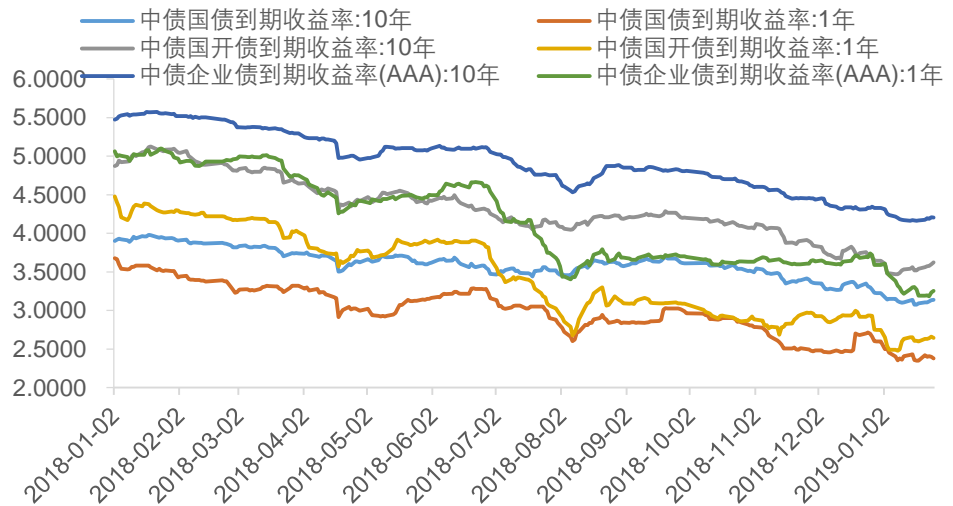
利率趋势的不确定性较大，但当前股价隐含的 10 年期国债收益率低于 2.0%。本周 10 年期国债收益率从 1 月 18 日的 3.09% 回升至 3.14%，10 年期国开债收益率较上周提升 8.5pct 至 3.63%，利率趋势的不确定性仍较大，但市场对于利率下行的悲观预期有所缓解。1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率在 4.5% 左右震荡。

图 8：1 年期银行理财产品的平均预期年化收益率 (%)



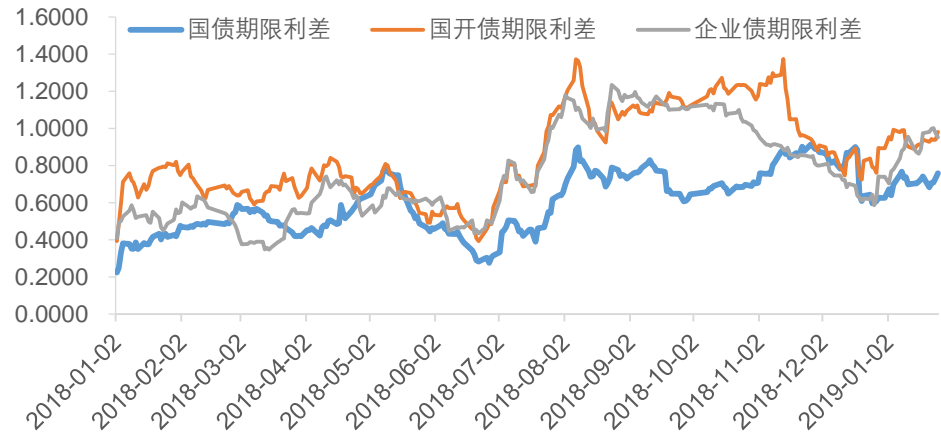
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：债券到期收益率情况 (%)：截至 1 月 25 日，10 年期国债收益率为 3.14%



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 (%)



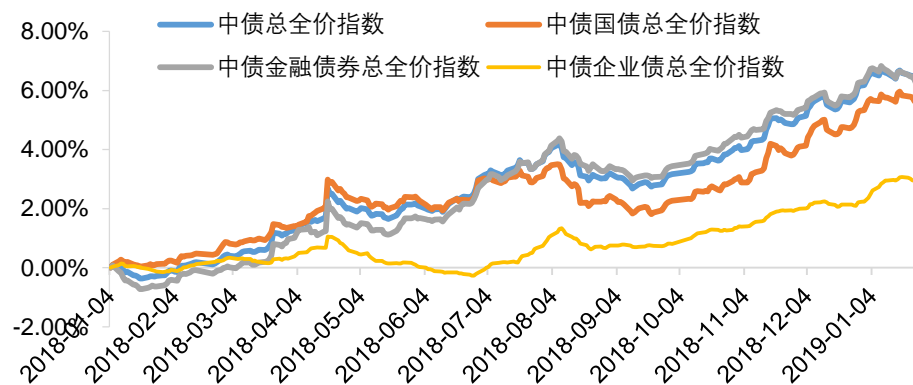
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



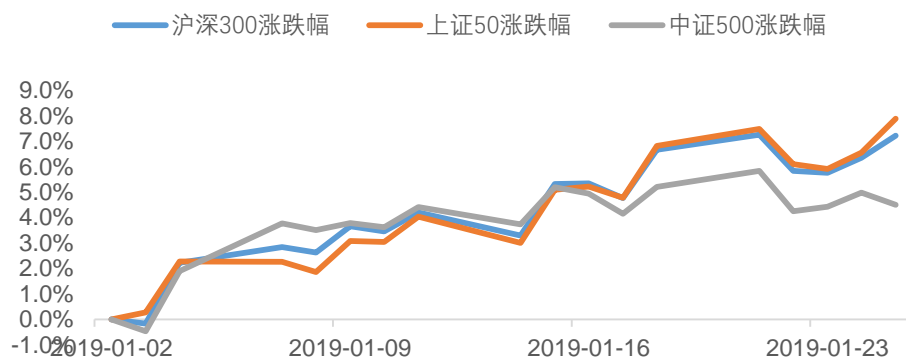
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 中债全价指数涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 股市涨跌幅



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 25 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	18.04	2,036	21.19	18.79	15.82	1.49	1.34	1.24
国泰君安	16.32	1,390	17.48	18.55	16.82	1.34	1.15	1.14
华泰证券	18.80	1,358	20.04	19.58	17.41	1.44	1.46	1.42
海通证券	10.06	1,063	18.92	21.87	16.49	1.27	1.01	0.96
广发证券	13.29	1,002	15.48	16.61	14.29	1.52	1.17	1.15
招商证券	14.36	923	20.54	21.12	17.73	1.47	1.21	1.19
中信建投	11.20	696	-	20.36	18.98	-	1.93	1.82
东方证券	8.30	646	31.60	14.56	12.97	1.84	1.08	1.06
光大证券	9.53	460	21.38	14.22	13.24	1.27	0.89	0.87
兴业证券	5.05	356	24.57	15.30	14.03	1.47	1.00	0.99

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 25 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	61.29	34.89	45.14	55.28	67.28	2.78	3.68	3.87	4.25
中国人寿-A	22.30	23.07	25.97	28.69	33.35	1.74	2.13	1.80	2.07
新华保险-A	40.93	41.49	49.19	57.71	67.72	3.35	3.87	3.92	4.24
中国太保-A	30.19	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	61.29	1.76	1.36	1.11	0.91	9.50	4.38	1.55	-1.41
中国人寿-A	22.30	0.97	0.86	0.78	0.67	-0.44	-1.73	-3.56	-5.33
新华保险-A	40.93	0.99	0.83	0.71	0.60	-0.17	-2.14	-4.28	-6.32
中国太保-A	30.19	1.11	0.96	0.81	0.68	1.45	-0.47	-2.42	-4.65
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	61.29	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	22.30	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	40.93	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	30.19	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	61.29	17.96	12.58	10.60	7.72	2.92	2.37	1.91	1.47
中国人寿-A	22.30	32.95	19.54	17.65	12.92	2.08	1.96	1.89	1.68
新华保险-A	40.93	25.84	23.72	15.99	12.07	2.16	2.00	1.78	1.55
中国太保-A	30.19	22.69	18.66	15.25	11.25	2.08	1.99	1.97	1.84

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