

# 非银金融

## 政策迎来再次松绑，利率下行预期改善，券商与保险行业的配置价值卓越

证券研究报告  
2019年02月10日

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

- 《非银金融-行业研究周报:迈向新阶段,券商与保险行业的配置价值均卓越》2019-01-27
- 《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
- 《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

**投资要点:**中国证监会于2019年1月30日发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》;上交所就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见;证监会:拟对风控指标实施逆周期调节,鼓励证券公司权益类投资;指导交易所完善融资融券交易机制;就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》公开征求意见;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”。长端利率下行预期有所好转,利率预期底或已至;NBV 预计超预期且持续改善,寿险估值处于历史低位,长期配置价值价值卓越。高压监管下车险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、中国人寿、新华保险、中国太保、中国财险。

**证券:“投资时钟指向券商”,我们继续坚定推荐龙头券商。**1)中国证监会于2019年1月30日发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》;上交所就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则公开征求意见。2)证监会研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》,鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度。3)证监会拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制,并扩大担保物范围;沪深交易所正在研究扩大标的证券范围。预计将进一步提升两市融资融券规模;提升业务灵活性,但同时考验券商风险管理能力;预计将提升市场交易活跃度;4)证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法(征求意见稿)》及其配套规则、《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见。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+高Beta。行业平均估值1.37x 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,保费端将持续改善,保险股配置价值显著。**1)预计2019年1月新单保费和NBV同比增长情况超预期,预计平安(主要受益于产品结构优化)、国寿、新华、太平NBV同比正增长。1月后,长期保障型产品将是各保险公司发展重点,同时代理人增员、留存情况有望得到改善(代理人税负大幅减轻、宏观经济下行环境下保险行业吸收就业作用得到发挥),预计新单保费和NBV同比增长情况将持续好转。预计国寿2019年NBV增速最高,内部管理边际改善明显;太保NBV暂时承压。2)长端利率下行预期有所好转。截至2月3日,10年期国债收益率再次跌破3.10%,经济增长和通胀双双回落背景下,预计利率中枢将继续下移,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,油价和美股上涨导致的风险偏好边际修复、利率债供给较往年明显提前等因素都可能对利率下行形成制约。当前股价隐含的10年期国债收益率低于2.5%,我们判断“利率预期底或已至”。3)2018年受公开权益市场下跌影响,险资投资收益率约为4.3%,同比下降1.5pct。2019年受长端利率下降、高收益非标集中到期影响,险资运用仍存在一定的压力。银保监会发文鼓励保险公司使用长周期账户资金,增持优质上市公司股票和债券,拓宽专项产品投资范围,加大专项产品落地力度,预计险资权益投资占比将有所提升,有利于缓解险资配置压力。在偿付能力充足率、IFRS9会计准则的影响下,保险公司或更倾向于高股息率股票配置和长期股权投资,近日中国平安以24.597元/股价格增持华夏幸福5.69%股权,共持有华夏幸福股权25.25%。4)监管力量下沉,行业高压监管势在必行。银保监会通过发文、严查严惩等措施管控车险手续费问题,13家财险支公司车险业务由于费用处理问题遭到无期限叫停。财险手续费率降低、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0.94、0.69、0.62、0.70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、中国人寿、新华保险、中国太保、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

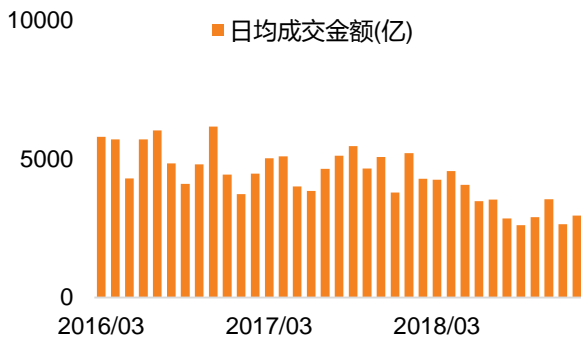
股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-02-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	18.58	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	19.77	21.11	18.40	16.16
601688.SH	华泰证券	19.74	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	15.18	20.56	18.28	16.18
601066.SH	中信建投	12.15	增持	0.55	0.39	0.43	0.49	22.09	31.15	28.26	24.80
601211.SH	国泰君安	17.10	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	15.13	19.43	17.63	15.69
601318.SH	中国平安	63.21	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.98	10.94	7.96	6.67
601628.SH	中国人寿	22.87	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	20.06	48.66	27.23	20.06
601336.SH	新华保险	41.90	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	24.22	16.37	12.36	10.22
601601.SH	中国太保	30.88	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	19.06	15.60	11.52	9.77
02328.HK	中国财险	8.11 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	10.62	7.46	5.64

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 券商重要数据

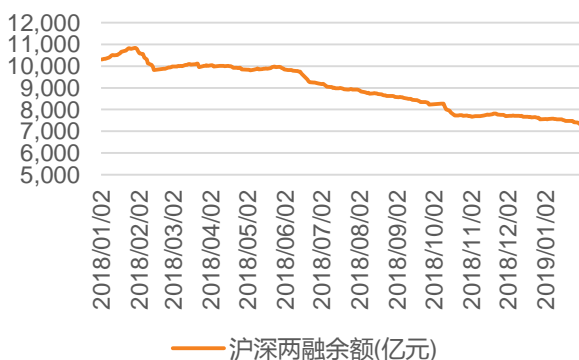
- 1) 本周日均股票成交额为 2755 亿元 (上周 2897 亿元); 2019 年两市日均股票成交金额 2951 亿元, 同比下降 20.04%。
- 2) 投行业务: 2019 年 1 月, IPO、增发规模分别为 126.86 亿元、1015.30 亿元; 2019 年 1 月债券承销金额为 4785 亿元。2018 年, IPO、增发和配股承销规模分别为 1378 亿元、7503 亿元、229 亿元, 同比分别减少 40%、29%和增长 41%; 全年债券承销金额 55050 亿元, 同比增长 31.70%。
- 3) 融资融券: 截至 2019 年 1 月 31 日, 两市融资融券余额为 7282 亿元, 其中融资余额为 7220 亿元, 融券余额为 62.40 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 2019-2-1, 市场质押股数 6313.28 亿股, 市场质押股数占总股本 9.74%, 市场质押市值为 43407.85 亿元; 截止 2019-2-1, 大股东质押股数 6093.78 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 6.81%。大股东未平仓总市值 12942.54 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 27213.51 亿元。

图 1: 2019 年 1 月日均股票成交金额 2951 亿元



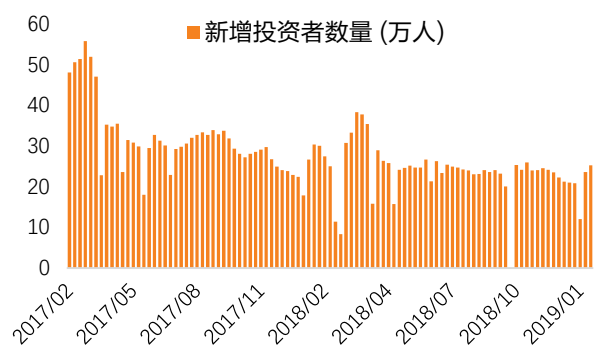
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 1 月 31 日两融余额为 7282 亿元



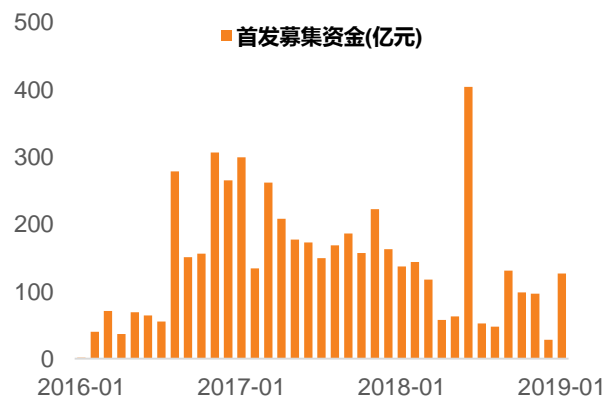
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 1 月 18 日当周新增投资者 25.26 万人



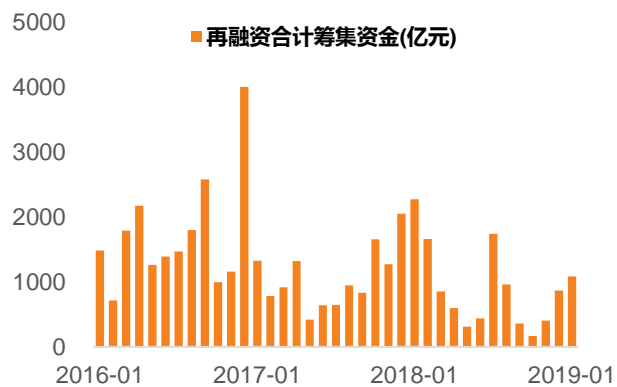
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 1 月股权融资首发募资 127 亿元



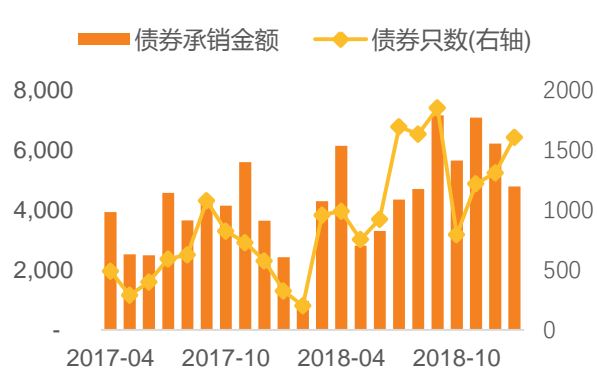
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 1 月再融资共完成 1086 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 1 月券商主承销 4785 亿元



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）

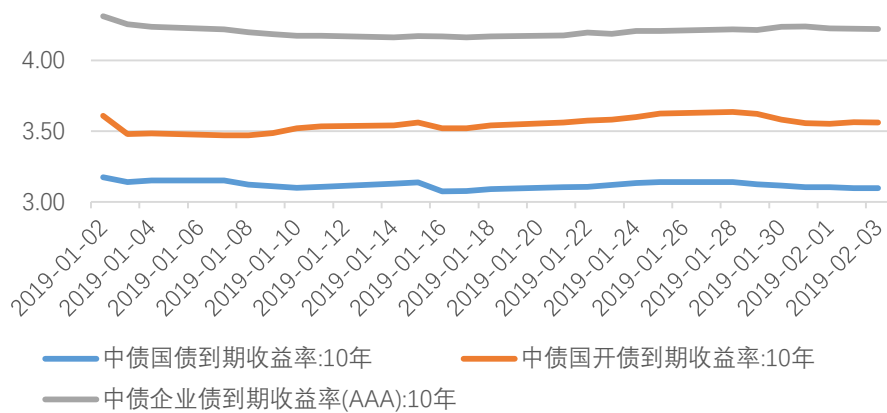


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

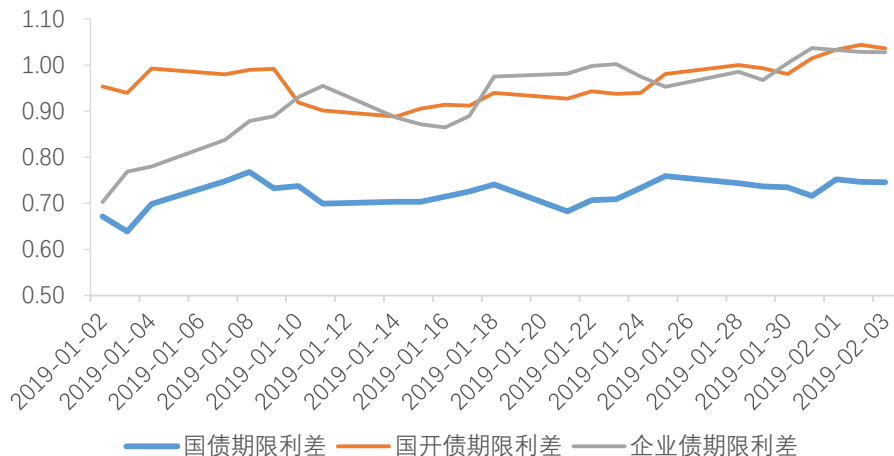
- 1) 截止 2019 年 2 月 3 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.10%、3.56%, 较年初分别下降 7.67BPS、4.61BPS, 国债和国开债期限利差分别走扩至 0.75%、1.04%; 10 年期和 1 年期企业债信用利差分别为 1.12%、0.84%, 较年初分别下降 1BPS、26BPS。
- 2) 截至 2019 年 2 月 1 日, 沪深 300 指数和恒生中国企业指数分别为 3,247.40 、11,063.94, 较年初分别累计上涨 9.4%、12.5%。
- 3) 截止 2019 年 2 月 3 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和企业债总全价指数分别为 125.94 、121.79、 88.23, 较年初分别上涨 0.11%、0.20%、0.66%。
- 4) 预计 2019 年一季度 750 天移动平均国债收益率将环比上升 2.24BPS。

图 8: 国债、企业债 (10 年期到期收益率) 情况 (%)



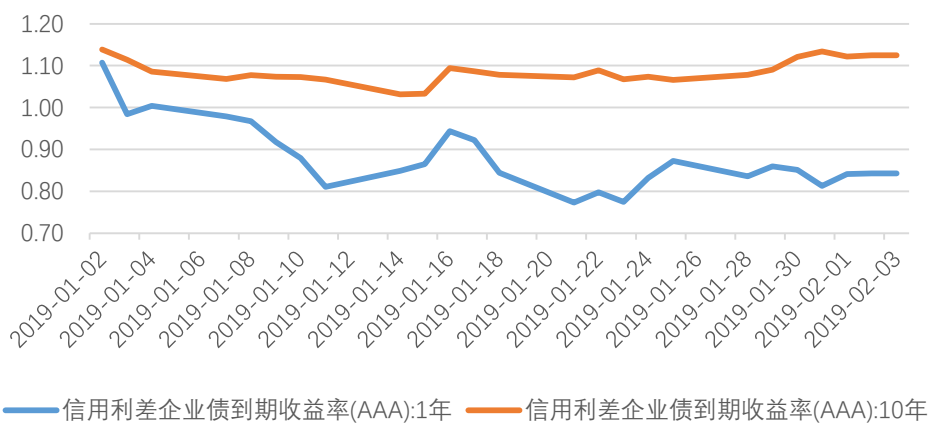
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) 情况 (%)



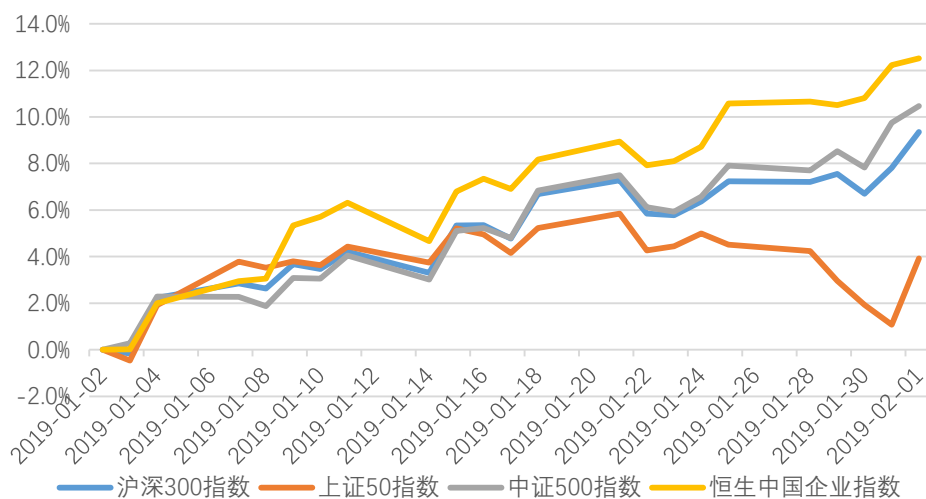
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 企业债信用利差 (%)



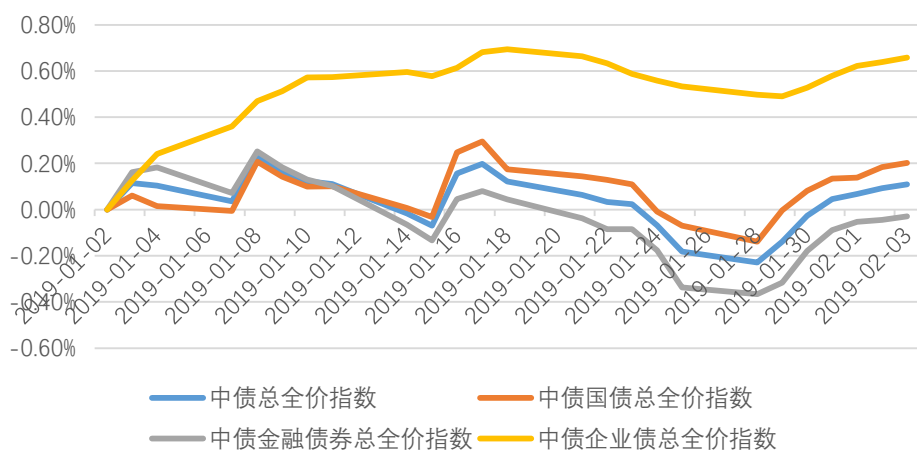
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 股市涨跌幅 (%)



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	1.21	0.19	1.54	-0.83
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	1.76	1.18	2.27	0.50
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.29	1.57	3.02	1.30
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.24	1.63	3.25	0.99
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.02	0.01	2.66	0.88
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.73	2.85	4.60	3.49

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 2 月 1 日)

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
中信证券	18.58	2,036	21.19	19.35	16.30	1.49	1.38	1.28
国泰君安	17.10	1,390	17.48	19.43	17.63	1.34	1.20	1.20
华泰证券	19.74	1,358	20.04	20.56	18.28	1.44	1.53	1.49
海通证券	10.29	1,063	18.92	22.37	16.87	1.27	1.04	0.98
广发证券	12.97	1,002	15.48	16.21	13.95	1.52	1.15	1.12
招商证券	14.79	923	20.54	21.75	18.26	1.47	1.25	1.23
中信建投	12.15	696	-	22.09	20.59	-	2.09	1.98
东方证券	8.48	646	31.60	14.88	13.25	1.84	1.11	1.09
光大证券	9.58	460	21.38	14.30	13.31	1.27	0.89	0.88
兴业证券	5.00	356	24.57	15.15	13.89	1.47	0.99	0.98

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 2 月 1 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	63.21	34.89	45.14	55.22	67.22	2.78	3.68	3.87	4.25
中国人寿-A	22.87	23.07	25.97	28.75	32.67	1.74	2.13	1.80	2.17
新华保险-A	41.90	41.49	49.19	57.66	67.28	3.35	3.87	3.87	4.18
中国太保-A	30.88	27.14	31.58	37.27	44.58	2.10	2.95	2.95	3.11
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	63.21	1.81	1.40	1.14	0.94	10.19	4.90	2.06	-0.94
中国人寿-A	22.87	0.99	0.88	0.80	0.70	-0.11	-1.46	-3.26	-4.51
新华保险-A	41.90	1.01	0.85	0.73	0.62	0.12	-1.89	-4.07	-6.07
中国太保-A	30.88	1.14	0.98	0.83	0.69	1.78	-0.24	-2.17	-4.40
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	63.21	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	22.87	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	41.90	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	30.88	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	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E

中国平安-A	63.21	18.52	12.97	10.93	7.96	3.01	2.44	1.97	1.52
中国人寿-A	22.87	33.80	20.04	18.10	13.25	2.13	2.01	1.93	1.72
新华保险-A	41.90	26.45	24.29	16.37	12.36	2.21	2.05	1.82	1.59
中国太保-A	30.88	23.21	19.09	15.60	11.51	2.12	2.04	2.01	1.89

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