

非银金融

证券研究报告
2019年02月17日

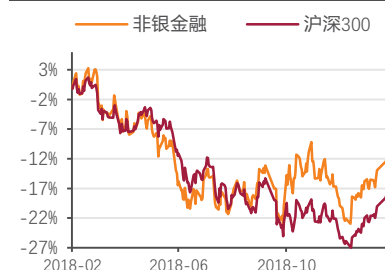
相对收益看券商，绝对收益看保险，同时关注社融超预期下的信托行业估值修复机会

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: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》 2019-02-10
- 《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

投资要点: 相对收益看券商,绝对收益看保险。券商的 alpha 来源于政策,进一步活跃交易和鼓励股权融资的政策可期。社融增速和表外融资均有所改善,各项宽信用政策效果显现;政策支持民企融资预计将缓解其流动性困境,继而缓解股票质押风险;预计 2 月以后业绩同比表现会显著改善。寿险开门红 NBV 超预期,1 月社融超预期,利率预期正在好转;高压监管下车险手续费率预计将下降,同时非车险高速增长,预计 2019 年产险业绩亦迎来好转,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,关注中航资本。

证券:“投资时钟指向券商”,我们继续坚定推荐龙头券商。 1) 1 月份社会融资规模增量 4.64 万亿元,比上年同期多 1.56 万亿;社融增速和表外融资均有改善,其中,社融口径人民币贷款存量增速反弹至 13.6%,是 2017 年 11 月以来的最高增速;社融存量增速回升至 10.4%,是 2017 年 7 月社融增速开始单边下行以来首次企稳。2) 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》,确保对民企的金融服务得到切实改善,我们预计支持民企融资将有助于缓解民企股票质押风险。3) 市场回暖预计将驱动上市券商业绩回升:1 月 36 家上市券商净利润为 67.41 亿元,同比-5%,环比-6%(可比口径);2018 年 2 月市场开始震荡下行,我们预计以后月份业绩的同比表现将进一步好转,预期 2019 年证券行业净利润 YOY+10.51%(中性假设下)。4) 业绩低点或已过,政策环境持续改善: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 1.48x PB,大型券商估值在 1-1.6x PB 之间,行业历史估值的中位数为 2x PB。

保险:长端利率下行预期正在好转,保费端将持续改善,保险股配置价值显著。 1) 1 月后各公司全面转向保障型产品推动,预计寿险新单保费和 NBV 将持续好转。平安在开门红常态化转型下,1 月个人业务新单保费同比增长-20%,预计负增长幅度将逐月收窄;受益于产品结构优化,预计 1 月平安 NBV5%-7%,超市场预期。预计国寿 2019 年一季度及全年 NBV 增速最高,内部管理边际改善明显。预计目前太保 NBV 增速暂时承压,但压力将逐月减缓。新华继续坚持健康险为主的策略,预计保费和 NBV 平稳增长。受 18 年 1 月及 19 年 1 月保费负增长的影响,预计 19 年各家总保费收入增速将放缓,1 月平安、太保、太平总保费收入同比增长分别为 5%、3%、10%,增速同比大幅下滑。2) 长端利率下行预期好转。截至 2 月 15 日,10 年期国债收益率 3.08%,较 2 月 3 日下降 1.7bps。在经济增长和通胀双双回落背景下,预计利率中枢仍存在继续下行压力,但以下因素可能对利率下行形成制约:预计 1 月社融创新高将奠定社融增速拐点、市场风险偏好边际修复、利率债供给较往年明显提前等。当前平安、国寿、太保、新华股价隐含的 10 年期国债收益率分别为:2.5%、2.5%、1.8%、1.8%,我们判断“利率预期底或已至”。3) 2 月 14 日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》,提到研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制,鼓励险资进入资本市场,预计险资进行长期股权投资的意愿加强,有助于缓解长端利率下降、高收益非标集中到期带来的险资配置压力。4) 预计 2019 年龙头公司的规模优势(网点铺设深入、广泛)、品牌优势、机构业务优势(非车险业务)等进一步凸显,车险保费保持稳定增长,非车险将快速增长。1 月平安产险保费同比增长 19%,其中车险保费同比增长 11%,增速超市场预期;非车险保费同比增长 37%,占比同比提升 5pct;1 月太保产险保费同比 19%。同时,高压监管下,财险手续费率降低、净利率提升的确定性较高。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、0.64、0.69 倍,长期配置价值与防御价值卓越。

重点公司推荐: 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,关注中航资本。

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 2019-02-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	18.64	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	19.83	21.18	18.46	16.21
601688.SH	华泰证券	18.90	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	14.54	19.69	17.50	15.49
601066.SH	中信建投	12.63	增持	0.55	0.39	0.43	0.49	22.96	32.38	29.37	25.78
601211.SH	国泰君安	17.35	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	15.35	19.72	17.89	15.92
601318.SH	中国平安	63.25	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	12.99	10.94	7.97	6.68
601628.SH	中国人寿	22.46	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	19.70	47.79	26.74	19.70
601336.SH	新华保险	42.90	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	24.80	16.76	12.65	10.46
601601.SH	中国太保	30.70	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	18.95	15.51	11.46	9.72
02328.HK	中国财险	8.31(港币)	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

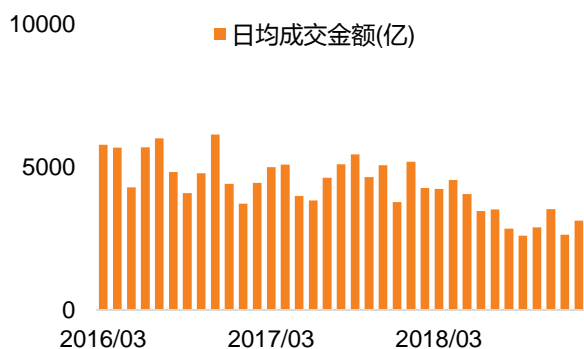
1) 本周日均股票成交额为 3987 亿元 (上周 2755 亿元), 单周环比上升 45%, 市场交易活跃度明显提升; 2019 年两市日均股票成交金额 3136 亿元, 同比下降 15.03%。

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 2 月 14 日, 两市融资融券余额为 7354 亿元, 较 2 月 1 日上升 184.13 亿元; 两市的融资余额为 7281 亿元, 融券余额为 72.71 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%。

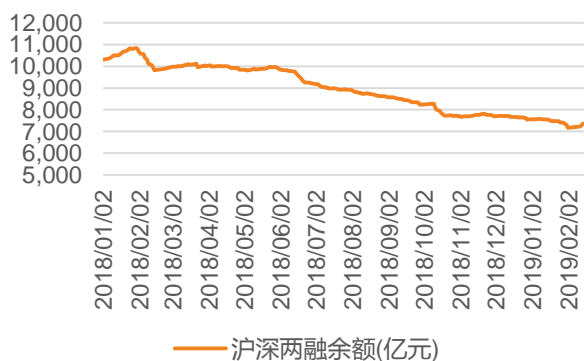
4) 股票质押: 股票质押规模整体保持平稳, 截止 2019-2-15, 市场质押股数 6320.06 亿股, 市场质押股数占总股本 9.74%, 市场质押市值为 42688.93 亿元; 截止 2019-2-15, 大股东质押股数 6096.18 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 6.8%。大股东未平仓总市值 15789.9 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 27034.61 亿元。

图 1: 2019 年 2 月日均股票成交金额 3758 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

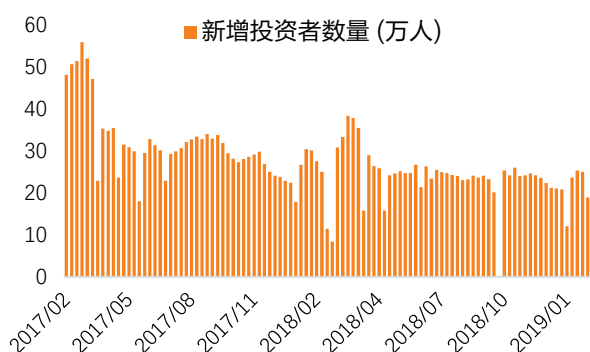
图 3: 截至 2019 年 2 月 14 日两融余额为 7354 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

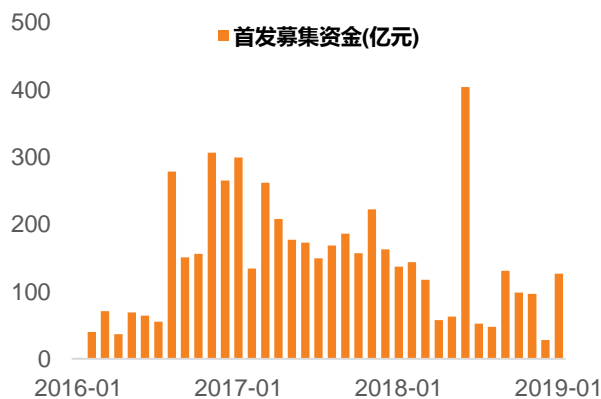
图 5: 2019 年 1 月再融资共完成 1086 亿元

图 2: 2 月 1 日当周新增投资者 18.91 万人



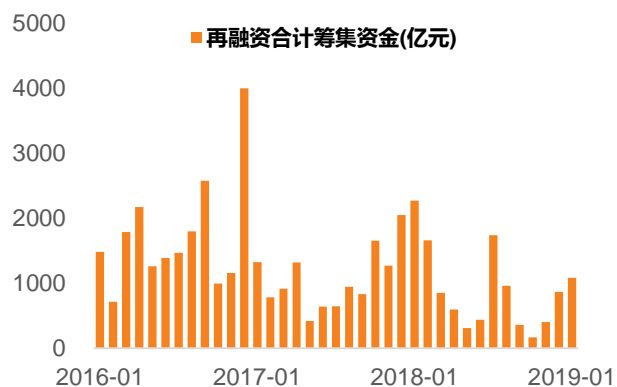
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 1 月股权融资首发募资 127 亿元

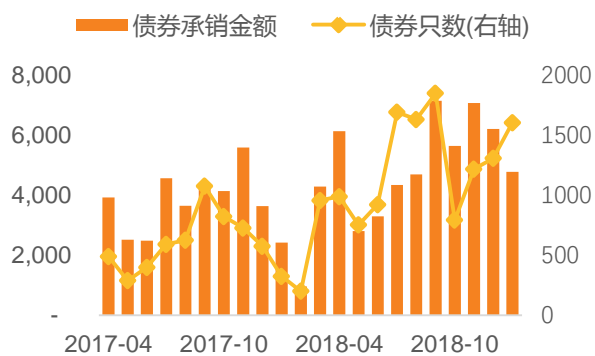


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年 1 月券商主承销 4785 亿元 (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)

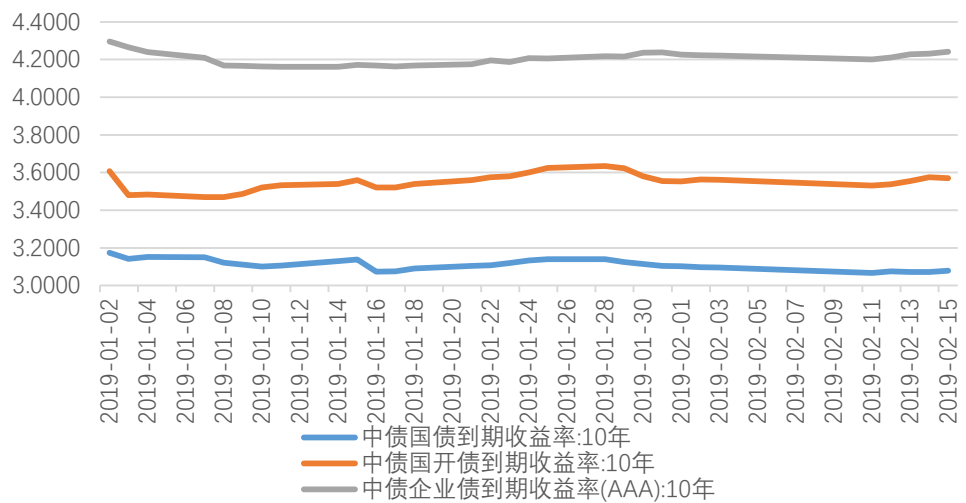


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

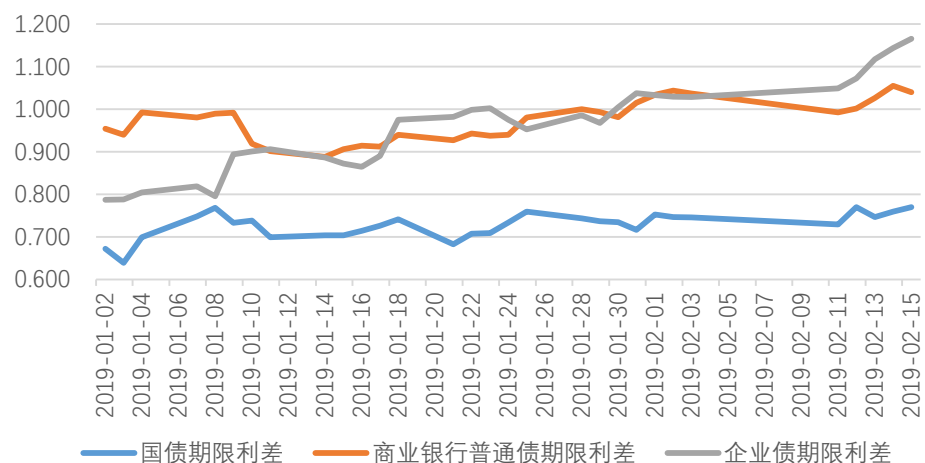
- 截至 2019 年 2 月 15 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.08%、3.57%, 较 2 月 3 日分别下降 1.7bps、0.9bps, 国债和国开债期限利差分别为 0.77%、1.04%, 较 2 月 3 日基本持平; 10 年期和 1 年期企业债信用利差分别为 1.16%、0.77%, 较 2 月 3 日分别上升 3.7bps、下降 7.6bps。
- 截至 2019 年 2 月 15 日, 沪深 300 指数和恒生中国企业指数上周分别上涨 2.8%、下跌 0.2%, 较年初分别累计上涨 12.4%、11.2%。
- 截至 2019 年 2 月 15 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和企业债总全价指数上周分别上涨 0.04%、0.09%、0.21%, 较年初分别累计上涨 0.15%、0.29%、0.87%。
- 预计 2019 年一季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 2.15BPS。

图 8: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



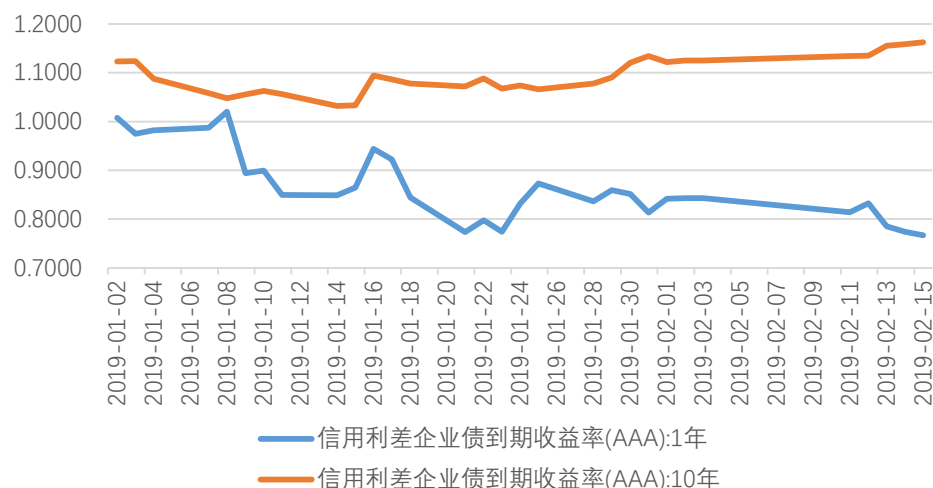
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) (%)



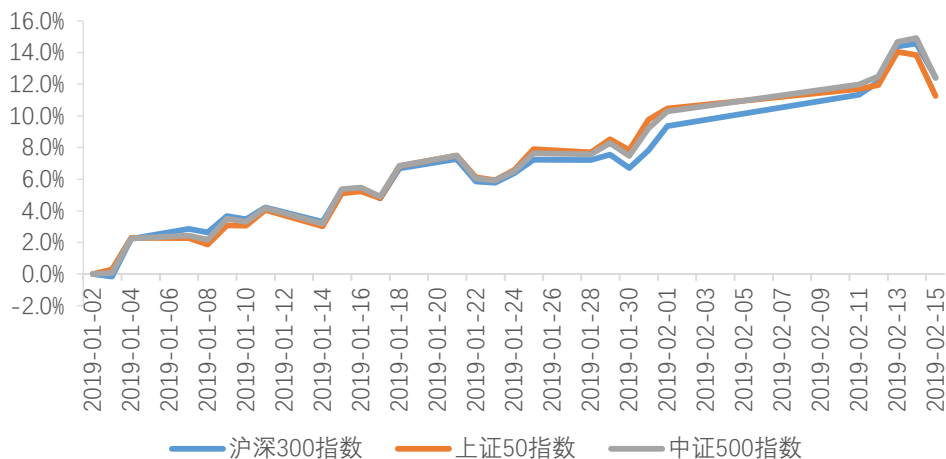
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 企业债信用利差 (%)



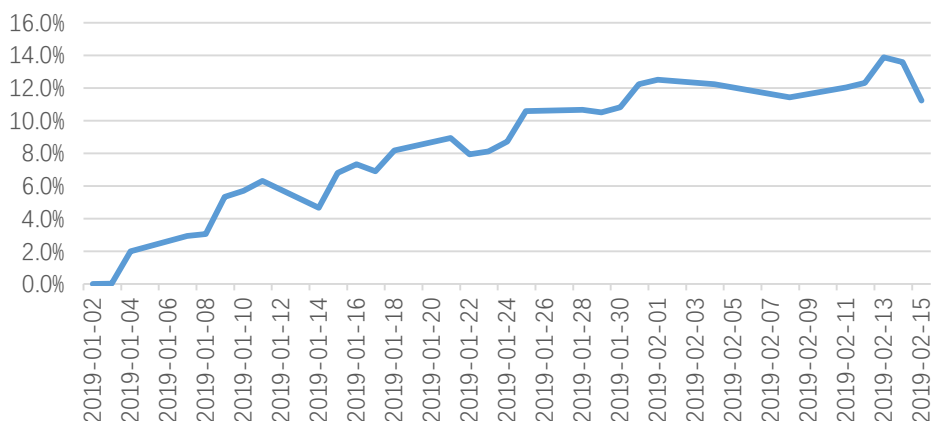
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 沪深 300、中证 50、上证 50 指数涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 恒生中国企业指数涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 中债全价指数涨跌幅

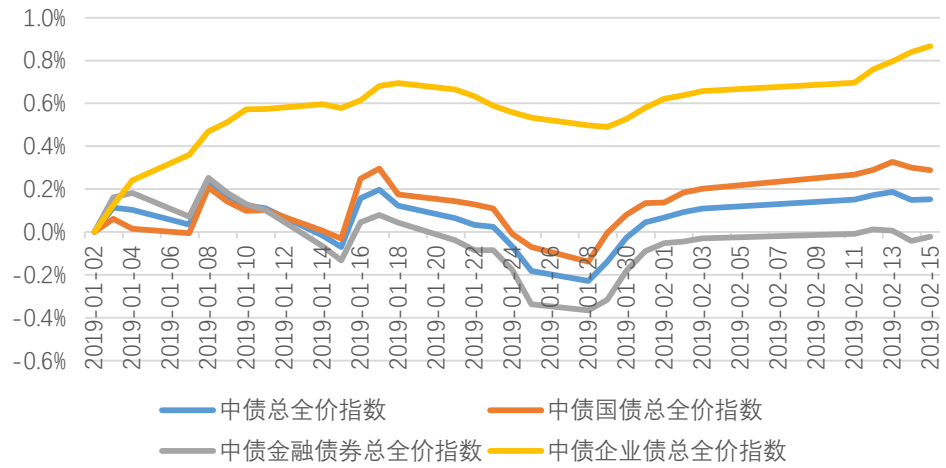


表 1: 750 天移动平均国债收益率的环比变动测算 (bps)

	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	1.02	-0.16	1.18	-1.18
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	1.63	0.94	2.03	0.26
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.22	1.46	2.92	1.19
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.15	1.47	3.09	0.84
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.00	-0.02	2.63	0.85
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.78	2.95	4.70	3.59

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 15 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	18.64	2,036	21.19	19.42	16.35	1.49	1.38	1.29
国泰君安	17.35	1,390	17.48	19.72	17.89	1.34	1.22	1.22
华泰证券	18.90	1,358	20.04	19.69	17.50	1.44	1.47	1.43
海通证券	10.82	1,063	18.92	23.52	17.74	1.27	1.09	1.03
广发证券	13.76	1,002	15.48	17.20	14.80	1.52	1.22	1.19
招商证券	15.14	923	20.54	22.26	18.69	1.47	1.28	1.26
中信建投	12.63	696	-	22.96	21.41	-	2.18	2.06
东方证券	9.16	646	31.60	16.07	14.31	1.84	1.20	1.17
光大证券	10.13	460	21.38	15.12	14.07	1.27	0.94	0.93
兴业证券	5.32	356	24.57	16.12	14.78	1.47	1.05	1.04

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 15 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	63.25	34.89	45.14	55.22	67.22	2.78	3.68	3.87	4.25
中国人寿-A	22.46	23.07	25.97	28.75	32.67	1.74	2.13	1.80	2.17
新华保险-A	42.90	41.49	49.19	57.66	67.28	3.35	3.87	3.87	4.18
中国太保-A	30.70	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	63.25	1.81	1.40	1.15	0.94	10.21	4.91	2.08	-0.93
中国人寿-A	22.46	0.97	0.86	0.78	0.69	-0.35	-1.65	-3.48	-4.70
新华保险-A	42.90	1.03	0.87	0.74	0.64	0.42	-1.63	-3.82	-5.83
中国太保-A	30.70	1.13	0.97	0.82	0.69	1.69	-0.30	-2.23	-4.46
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	63.25	3.41	4.87	5.78	7.94	20.98	25.89	32.11	41.60
中国人寿-A	22.46	0.68	1.14	1.26	1.73	10.74	11.35	11.82	13.28
新华保险-A	42.90	1.58	1.73	2.56	3.39	18.95	20.42	22.98	26.37
中国太保-A	30.70	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	63.25	18.53	12.98	10.94	7.96	3.02	2.44	1.97	1.52
中国人寿-A	22.46	33.19	19.68	17.78	13.02	2.09	1.98	1.90	1.69
新华保险-A	42.90	27.08	24.86	16.76	12.65	2.26	2.10	1.87	1.63
中国太保-A	30.70	23.07	18.97	15.51	11.44	2.11	2.02	2.00	1.88

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