

非银金融

全面看好高弹性低估值的非银标的, 重视保险股的估值修复机会!

投资要点: 券商方面, 政策依然是券商板块的核心驱动因素, 习近平总书记强调“深化金融供给侧结构性改革, 增强金融服务实体经济能力”, 强调建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。2月至今两市日均成交金额为4679亿元, 环比提升58%。2019年日均交易额已回升至3537亿元, 较2018年全年(日均3689亿元)-4%, 降幅逐步收窄, 两融余额逐日回升至7596亿元, 沪深300年度涨幅达16.92%, 预计券商业绩将逐月改善, 股票质押风险将逐步释放。保险方面, 在市场情绪好转、社融增速超预期、专项债提前发行放量等因素影响下长端利率预期好转, 各公司全面转向保障型产销售预计将带来保费端持续改善。车险高压监管下预计手续费率将下降, 同时非车险将保持高速增长, 预计19年中国财险业绩将迎来好转。保险股高β属性受益于A股市场好转, 或将迎来阶段性行情。券商板块推荐中信证券、华泰证券、国泰君安、光大证券; 多元金融板块关注爱建集团、中航资本、国投资本, 推荐复星国际; 保险板块推荐新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安、中国财险。

证券: “投资时钟指向券商”, 我们继续坚定推荐龙头券商。 1) 习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调“深化金融供给侧结构性改革”, “优化融资结构”, “建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”, “完善资本市场基础性制度, 把好市场入口和市场出口两道关”。此前中央经济工作会议强调资本市场在金融运行中具有“牵一发而动全身”的作用, 我们认为政策依然是券商板块的核心驱动因素, 预计后续围绕资本市场建设将出台一系列政策。 2) 上周政策的变化包括证券业协会近期下发《关于就资本市场减税降费措施征集意见的通知》, 意在减轻券商经营成本。 3) 市场活跃度明显提升, 2月至今两市日均成交金额为4679亿元, 环比提升58%; 2019年日均交易额已回升至3537亿元, 较2018年全年(日均3689亿元)-4%, 降幅逐步收窄。两融余额逐日回升至7596亿元(2018年两融日均余额为9138亿元), 较1月底上升了427亿元。市场景气度回升有利于券商业绩改善。2019年至今沪深300涨幅为16.92%, 而2018年1-2月沪深300涨幅为-0.18%, 全年累计跌幅为25.31%, 预计2019年2月业绩同比改善明显。 4) 券商基本面改善趋势强, 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+股权质押纾困+集中度提升+股票市场回升+高Beta。行业平均估值1.75x PB, 大型券商估值在1.2-1.8x PB之间, 行业历史估值的中位数为2.5x PB。

保险: 长端利率预期好转, 保费端将持续改善, 同时保险股高β属性受益于A股市场好转, 或将迎来阶段性行情。 1) 预计寿险新单保费和NBV增长情况正逐步好转。各公司已全面转向保障型产品推动, 预计代理人销售能力逐步加强(产品适应及基础管理、培训加强)及增员情况有望好转(个税改革大幅降低代理人税负、就业困难环境下保险公司增员难度降低)将驱动保障型产品取得较好增长。预计国寿2019年1季度及全年NBV增速最高, 内部管理边际改善明显; 新华和平安业务结构优化, NBV平稳增长; 太保NBV增长压力预计逐步减缓。 2) 长端利率预期好转。截至2月22日, 10年期国债收益率3.15%, 本周上涨6.6bps。从1季度来看, 减税基建等积极财政政策密集出台可能带来市场情绪好转, 叠加社融增速拐点或将到来、专项债提前发行放量, 预计长端利率继续下行受到制约。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2.9%、3.0%、2.1%、2.0%, 太保、新华利率预期修复空间较大。 3) 车险监管强化明显, 预计19年行业手续费率处于下降通道。且费用强监管有利于具有品牌优势、规模优势的产险龙头; 同时龙头公司机构业务(非车险业务)优势显著, 非车险有望保持高速增长, 2019年1月中国财险保费收入同比增长31%, 增速高于平安产险(19%)、太保产险(19%)、天安产险(2%)。叠加投资收益改善、大灾损失大概率减少, 中国财险2019年业绩改善可期。目前估值1.3倍pb, 历史均值和中位数分别为1.75倍、1.56倍, 提升空间较大。 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1.00、0.75、0.68、0.79倍。

重点公司推荐:

券商板块: 中信证券、华泰证券、国泰君安、光大证券; **多元金融板块:** 关注爱建集团、中航资本、国投资本, 推荐复星国际; **保险板块:** 新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安、中国财险。

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02月24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: 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》 2019-02-17
- 《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

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-02-22	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	22.43	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	23.86	25.49	22.21	19.50
601688.SH	华泰证券	22.39	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	17.22	23.32	20.73	18.35
601211.SH	国泰君安	19.50	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	17.26	22.16	20.10	17.89
601788.SH	光大证券	12.63	增持	0.65	0.30	0.52	0.62	19.43	42.10	24.29	20.37
601336.SH	新华保险	45.80	买入	1.73	2.56	3.39	4.10	26.47	17.89	13.51	11.17
601628.SH	中国人寿	25.96	买入	1.14	0.47	0.84	1.14	22.77	55.23	30.90	22.77
601601.SH	中国太保	33.45	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	20.65	16.89	12.48	10.59
601318.SH	中国平安	67.02	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	13.76	11.60	8.44	7.08
02328.HK	中国财险	9.43 (港元)	买入	1.34	0.65	0.92	1.22	7.66	12.46	8.75	6.62
00656.HK	复星国际	12.86 (港元)	买入	1.54	1.56	1.71	1.87	7.14	7.07	6.43	5.87

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 券商重要数据

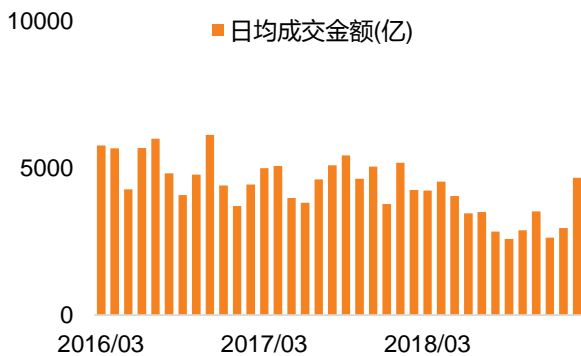
1) 本周日均股票成交额为 5783 亿元 (上周 3987 亿元), 单周环比上升 45%, 市场交易活跃度明显提升; 2019 年两市日均股票成交金额 3537 亿元, 同比下降 4.17%, 降幅持续收窄。

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 21 日, 两市融资融券余额为 7596 亿元, 较 2 月 1 日上升 427 亿元; 两市的融资余额为 7518 亿元, 融券余额为 78.31 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%。

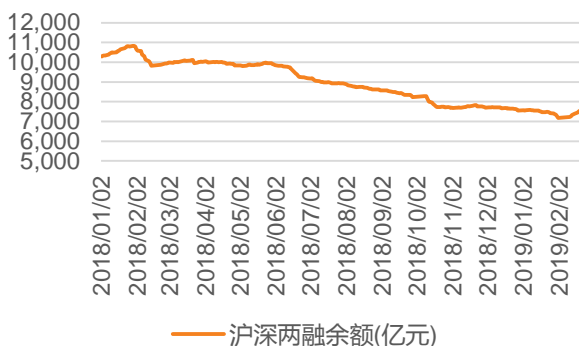
4) 股票质押: 股票质押规模整体保持平稳, 截止 2019-2-22, 市场质押股数 6320.63 亿股, 市场质押股数占总股本 9.71%, 市场质押市值为 45333.37 亿元; 截止 2019-2-22, 大股东质押股数 6094.95 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 6.81%。大股东未平仓总市值 19106.66 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 26586.95 亿元。

图 1: 2019 年 2 月日均股票成交金额 4679 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

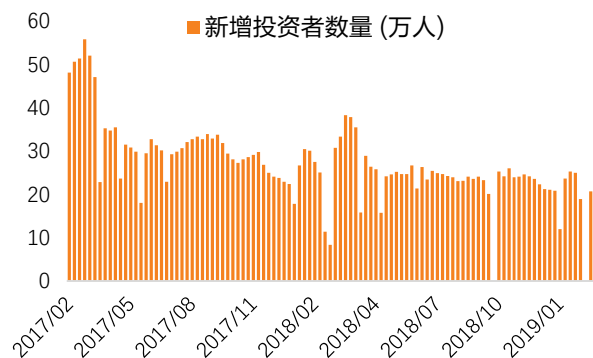
图 3: 截至 2019 年 2 月 21 日两融余额为 7596 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

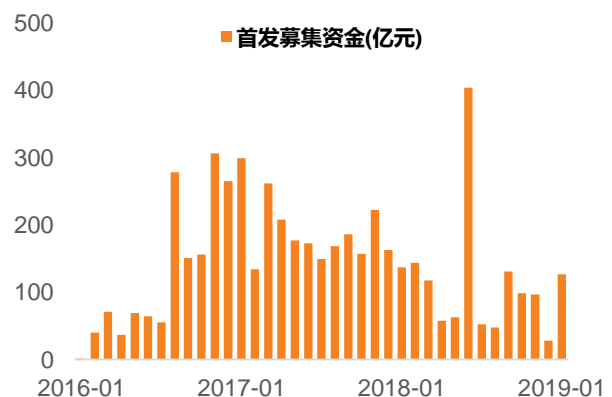
图 5: 2019 年 1 月再融资共完成 1086 亿元

图 2: 2 月 15 日当周新增投资者 20.66 万人



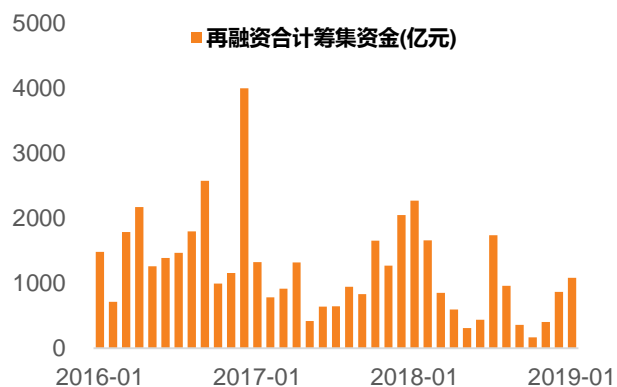
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 1 月股权融资首发募资 127 亿元

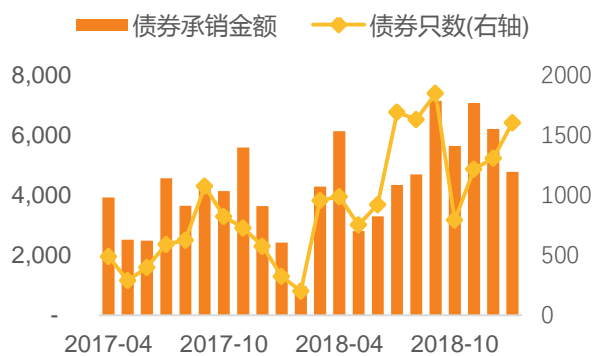


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年 1 月券商主承销 4785 亿元



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)

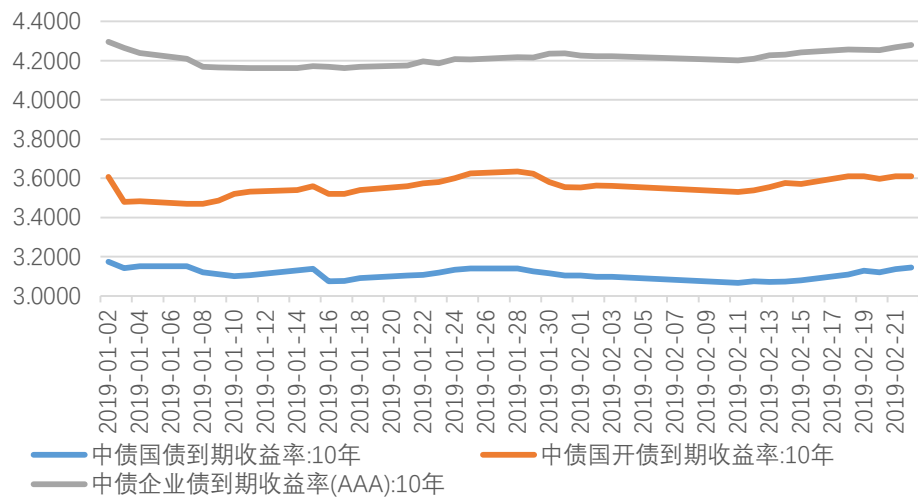


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

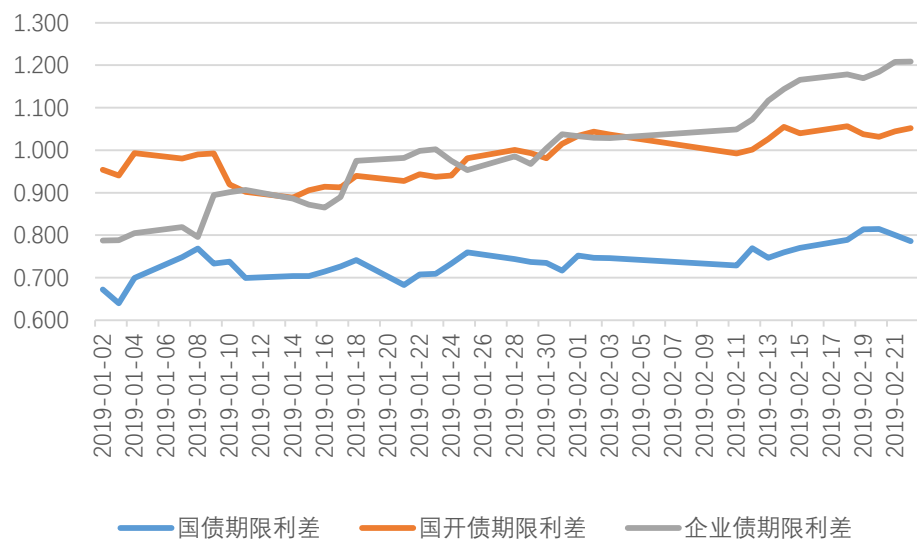
- 截至 2019 年 2 月 22 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.15%、3.61%，本周分别提升 6.6bps、4.0bps，国债和国开债期限利差分别为 0.79%、1.05%，本周略有提升；10 年期和 1 年期企业债信用利差分别为 1.13%、0.71%，本周分别下降 2.8bps、5.6bps。
- 截至 2019 年 2 月 22 日，沪深 300 指数和恒生中国企业指数上周本周分别上涨 5.4%、下跌 4.5%，较年初分别累计上涨 18.5%、16.2%。
- 截至 2019 年 2 月 22 日，中债总全价指数、国债总全价指数和企业债总全价指数本周分别下跌 0.19%、0.18%、上涨 0.06%，较年初分别累计下跌 0.04%、上涨 0.11%、0.93%。
- 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 2.43 bps。

图 8：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



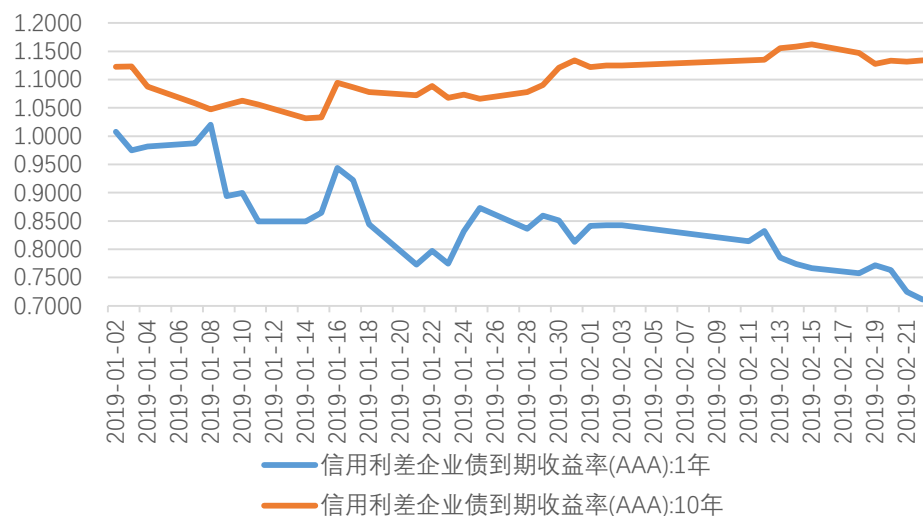
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）(%)



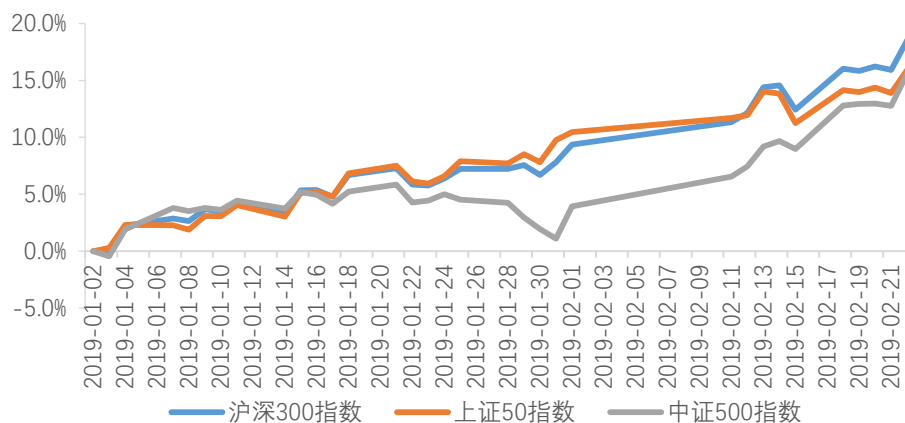
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10: 企业债信用利差 (%)



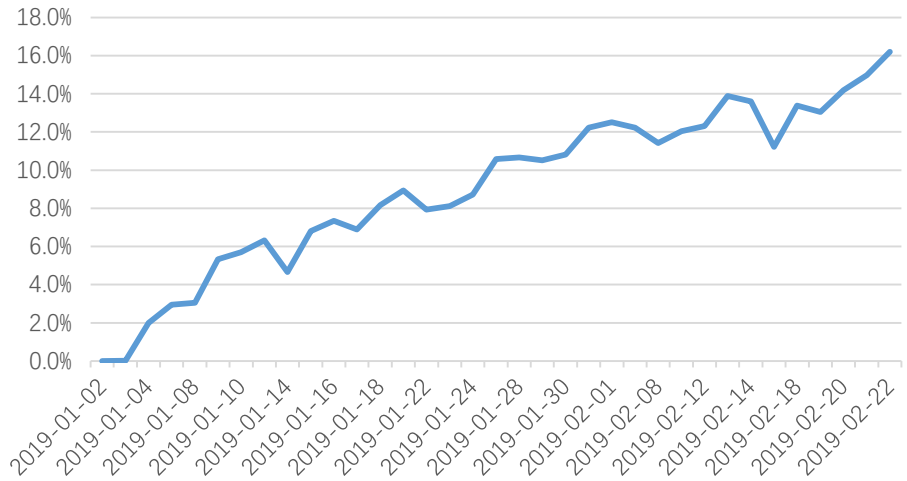
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 沪深 300、中证 50、上证 500 指数涨跌幅



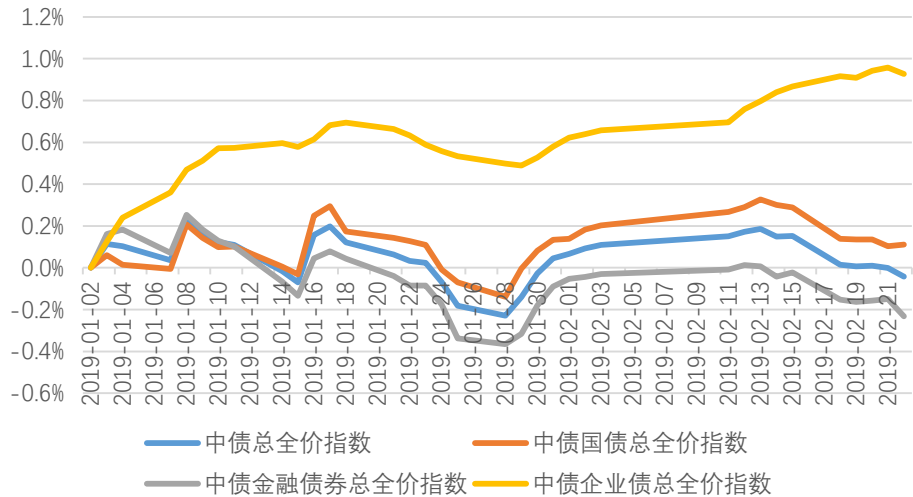
资料来源: wind, 天风证券研究所

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



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	1.20	0.26	1.61	-0.76
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	1.83	1.37	2.47	0.70
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.42	1.88	3.33	1.61
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.43	2.07	3.70	1.45
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.10	0.19	2.84	1.06
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.63	2.61	4.35	3.24

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 22 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	22.43	2,589	21.19	23.36	19.68	1.49	1.66	1.55
国泰君安	19.50	1,655	17.48	22.16	20.10	1.34	1.37	1.37
华泰证券	22.39	1,720	20.04	23.32	20.73	1.44	1.74	1.69
海通证券	12.71	1,341	18.92	27.63	20.84	1.27	1.28	1.21
广发证券	16.28	1,152	15.48	20.35	17.51	1.52	1.44	1.40
招商证券	17.52	1,108	20.54	25.76	21.63	1.47	1.48	1.46
中信建投	16.45	1,130	-	29.91	27.88	-	2.84	2.68
东方证券	11.70	759	31.60	20.53	18.28	1.84	1.53	1.50
光大证券	12.63	545	21.38	18.85	17.54	1.27	1.18	1.16
兴业证券	6.83	457	24.57	20.70	18.97	1.47	1.35	1.34

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 22 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