

# 非银金融

 证券研究报告  
 2019年04月14日

## 社融大超预期，1季报业绩高增长，全面推荐保险、信托、证券

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	

**投资要点:** 1) 保险方面, 3月社融超预期, 资产端各因素显著向好, 预计1季度业绩亮眼, 保险股迎来向上时机。但负债端2季度存在压力, 其中国寿的持续改善或最为确定。另外, 太保寿险管理层变化的影响或小于市场预期。综合判断, 继续坚定推荐保险股。2) 券商方面, 政策+业绩超预期依旧是证券行业估值提升的重要催化剂。政策方面: 再融资政策或松绑+股指期货有望恢复正常交易, 后续期待进一步的资本市场改革政策。业绩方面: 上市券商1季度业绩将大幅改善, 3月金融数据从总量到结构均超市场预期, 风险偏好提升有望驱动券商业绩持续超预期。首推龙头券商即海通证券、中信证券、华泰证券, 短期弹性品种建议关注东吴证券(自营业务)、中国银河(经纪业务)。3) 多元金融方面, 3月社融数据从总量到结构均超市场预期, 非标融资持续改善。3月新成立集合信托规模快速提升, 后续信托行业政策改善可期。信托标的推荐中航资本: 信托与租赁业务规模均在增长, 军工投资贡献业绩增量。租赁标的推荐江苏租赁。建议关注低估值央企金控平台: 五矿资本、国投资本。

### 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:4月迎来双击时机: 保费+利率+利润驱动保险股; 政策+业绩驱动券商股》 2019-04-07
- 《非银金融-行业研究周报:PMI超预期, 1季报将迎来业绩高增长, 把握4月非银机会!》 2019-03-31
- 《非银金融-行业研究周报:政策+业绩双驱动, 全面看好高弹性低估值的非银标的!》 2019-03-24

**证券: 政策+业绩超预期依旧是证券行业估值提升的重要催化剂, 继续推荐券商板块。** 1) 3月份金融数据从总量到结构均超市场预期, 我们判断基于风险偏好提升带来的券商基本面改善有望持续超预期。2) 3月33家上市券商实现净利润147亿元, 同比+48%(可比口径), 西南证券、方正证券、太平洋、东吴证券等中小券商业绩弹性大, 预计是跟各家自营配置情况有关。中信证券、国泰君安、海通证券、广发证券、华泰证券等头部券商业绩相对稳健。2019年1季度, 33家上市券商累计净利润302亿元, 同比+66%, 从已披露一季度业绩情况的券商来看, 1季报的业绩增速预计将会略高于月度财务数据。3) 市场环境持续向好, 券商业绩向好趋势预计将逐月体现。19年至今两市日均成交额6304亿元, YOY+71%。两融余额9693亿元, 较18年底上升2135亿元。4) 科创板稳步推进, 龙头券商项目储备优势明显。截至4月12日, 科创板待审企业72家, 其中已受理40家, 已问询32家。按保荐机构划分, 中信建投(12.5家)、中信证券(9家)、华泰联合(6.5家)中金公司(6家)名列前茅。5) 政策+业绩驱动券商股。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。我们预计19年证券行业净利润为951亿元, YOY+43%, 行业平均估值2.23x PB, 大型券商估值在1.4-2.0x PB之间, 行业历史估值的中位数为2.5x PB。

**保险: 资产端各因素向好, 1季报预计大幅超预期, 保险股迎来向上时机, 但2季度负债端暂时承压。** 1) 利率预期持续改善, 截至4月12日, 10年期国债收益率为3.33%, 较上周继续上升6.55bps, 3月社融数据大超预期, 社融增速拐点进一步明确, 且CPI和PPI双双回升, 或将成为长端利率向上的支撑。2) 2019年1季报大概率超预期。主要受益于权益市场上涨, 我们预计1季度保险公司净利润同比增速超30%, 净资产较年初也将大幅增厚。在业务端, 预计1季度新华健康险新单保费增速超预期, 国寿和平安NBV增速超预期。3) 2季度高基数或将导致新单保费与NBV增长暂时承压。在2018年前低后高的增长节奏下, 2季度各公司新单保费基数较高, 且平安、新华、太保在2季度主要销售保障型产品, 其NBV的基数也较高。其中, 国寿管理改善, 叠加18年全年NBV低基数(业务结构优化空间大), 同时预计增员较优, 其负债端持续改善或最为确定。平安、新华、太保2季度在NBV高基数的压力下, 需要由稳定的增员以及保障型产品销售方案的推动带来NBV增量, 后续效果待进一步观察。另外, 太保寿险管理层变化的影响或小于市场预期, 队伍质量仍然较优, 传统业务或将保持稳定。4) 截至4月12日, 平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.22、0.90、0.80、0.87倍, PAAV(反映了利率预期)分别为1.05、1.10、0.89、0.87倍, 估值向上提升空间较大。5) 2019年财险行业面临三重利好: 投资收益大幅好转+手续费率下降+非车险发展空间广阔, 净利润增速将迎来大幅改善, 同时保费和利润将进一步向龙头公司集中。6) 4月11日, 银保监会主席郭树清赴人保集团调研, 并主持召开保险机构座谈会, 再次明确保险业定位, 即回归本源, 坚持服务实体经济的根本导向, 坚守长期稳健风险管理和保障的基本属性; 明确新监管架构下的重点工作, 即治理市场乱象, 加快调整机构体系、市场结构和产品结构等。

**多元金融:** 3月社会融资规模增量为2.86万亿元, 比上年同期多1.28万亿元, 预期1.85万亿元, 前值7030亿元。3月末社会融资规模存量为208.41万亿元, 同比增长10.7%, 回升趋势明显。表外融资正增长, 3月委托贷款-1070亿元, 信托贷款+528亿元, 未贴现银承+1366亿元, 表外融资合计+824亿元, 同比多增3354亿元, 环比亦大幅改善。根据用益信托网数据, 3月新成立集合信托规模达1948亿元, 环比+98%, 同比+74%。从投资领域看房地产、基础产业是主要方向, 占比分别为38%、27%, 房地产+基建领域的高增长将驱动集合信托规模超预期回升。信托标的首推中航资本: 信托与租赁业务规模均在增长, 军工投资贡献业绩增量。租赁标的推荐江苏租赁。建议关注低估值央企金控平台: 五矿资本、国投资本。

**重点公司推荐:** 券商板块: 海通证券、中信证券、华泰证券、国泰君安; 保险板块: 新华保险、中国平安、中国人寿、中国太保。多元金融: 中航资本、江苏租赁, 关注五矿资本、国投资本。

**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; 长期利率下降超预期。

## 重点标的推荐

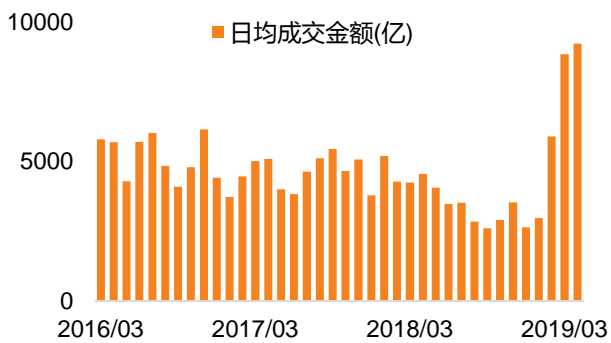
股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-04-12	评级	2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
600837.SH	海通证券	14.61	增持	0.75	0.45	0.62	0.73	19.48	32.47	23.56	20.01
600030.SH	中信证券	24.27	买入	0.94	0.77	1.02	1.18	25.82	31.52	23.79	20.57
601688.SH	华泰证券	22.11	增持	1.30	0.61	0.98	1.14	17.01	36.25	22.56	19.39
601211.SH	国泰君安	20.29	增持	1.13	0.77	1.02	1.12	17.96	26.35	19.89	18.12
601336.SH	新华保险	57.19	买入	1.73	2.54	3.52	4.25	33.06	22.52	16.25	13.46
601318.SH	中国平安	80.44	买入	4.87	5.88	7.54	8.88	16.52	13.68	10.67	9.06
601628.SH	中国人寿	28.59	买入	1.14	0.4	0.67	0.84	25.08	71.48	42.67	34.04
601601.SH	中国太保	34.99	买入	1.62	1.99	2.63	3	21.60	17.58	13.30	11.66
600705.SH	中航资本	6.82	买入	0.31	0.35	0.62	0.76	22.00	19.49	11.00	8.97
600901.SH	江苏租赁	7.39	买入	52.02	52.15	52.17	52.19	0.14	0.14	0.14	0.14
600390.SH	五矿资本	11.09	买入	0.66	0.87	1.05		16.80	12.75	10.56	

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 券商重要数据

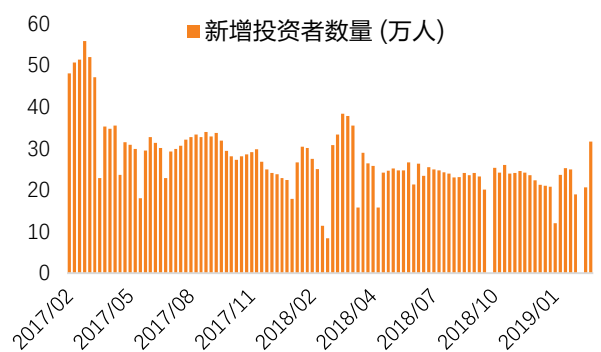
- 1) 本周日均股票成交额为 8557 亿元 (上周 10045 亿元), 单周环比下降 14.82%, 市场交易活跃度维持高位; 2019 年至今, 两市日均成交额 6304 亿元, 同比上市 70.79%。2019 年 4 月日均成交金额 9218 亿元, 环比提升 4%。
- 2) 投行业务: 2019 年 3 月, IPO、再融资规模分别为 93.56 亿元、625 亿元, 分别环比 +173%和 -5631%。2019 年 1 季度, IPO、再融资规模分别为 255 亿元、3134 亿元, 同比下降 36%和 34%。2019 年 3 月债券承销金额为 7501 亿元, 1 季度债券承销规模为 13951 亿元, 同比 +82%。
- 3) 融资融券: 截至 2019 年 4 月 11 日, 两市融资融券余额为 9693 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 2135.46 亿元; 两市的融资余额为 9599.04 亿元, 融券余额为 93.46 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8182 亿元, 2018 年全年日均余额为 9138 亿元。
- 4) 股票质押: 股票质押规模整体保持平稳, 截至 2019-4-12, 市场质押股数 6255.51 亿股, 市场质押股数占总股本 9.61%, 市场质押市值为 55474.83 亿元; 截至 2019-4-4, 大股东质押股数 6110.3 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 11.86%。大股东未平仓总市值 32338.61 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23912.42 亿元。

图 1: 2019 年 4 月日均股票成交额 9218 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2 月 22 日当周新增投资者 31.61 万人



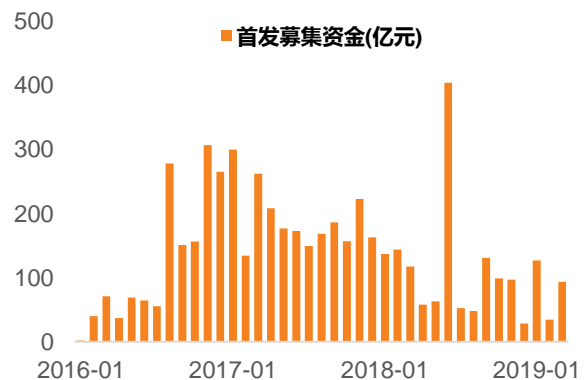
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 4 月 11 日两融余额为 9693 亿元



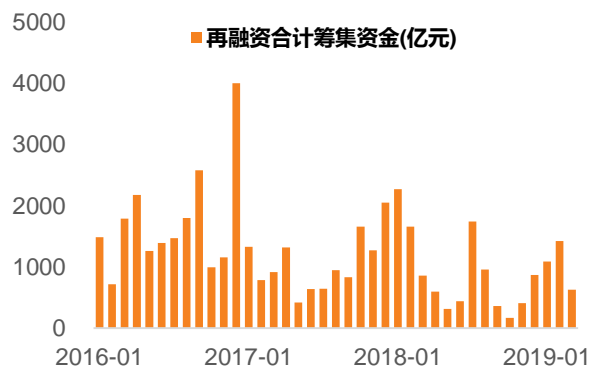
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 3 月股权融资首发募资 64 亿元



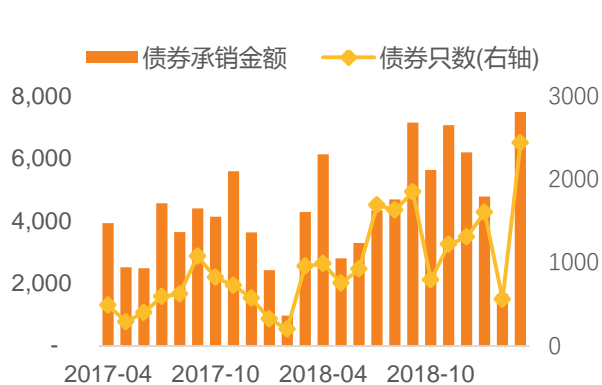
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 3 月再融资共完成 625 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 3 月券商主承销 7501 亿元（亿元\只）



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）

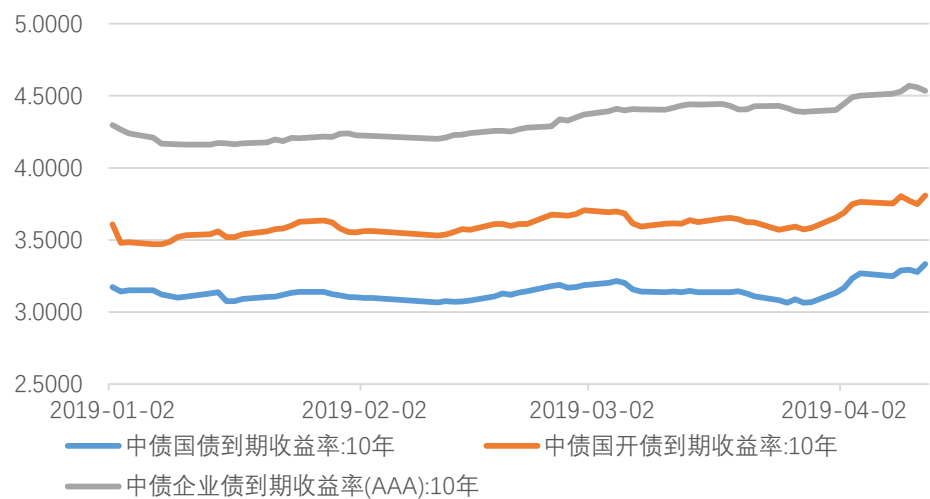


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

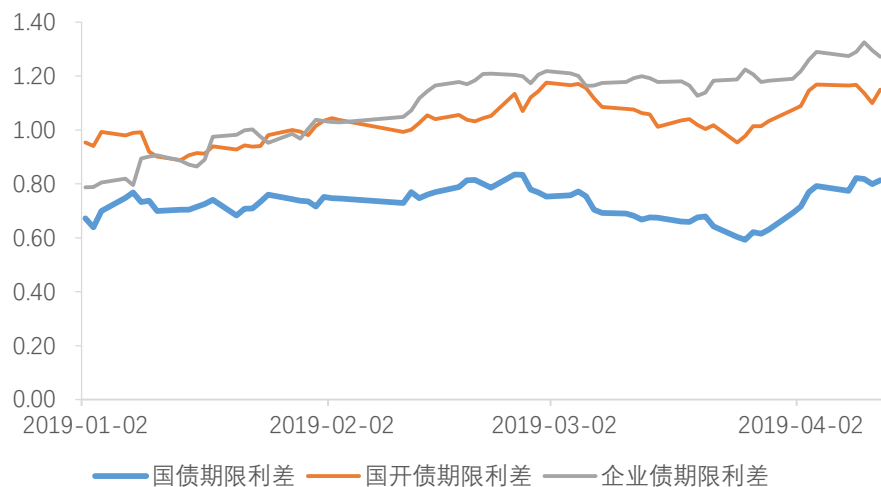
- 截至 2019 年 4 月 12 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.33%、3.81%, 本周分别上升 6.55bps、4.51bps, 国债和国开债期限利差分别为 0.81%、1.15%, 本周分别上升 2.14 bps、下降 1.89bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.74%、1.20%, 本周分别上升 0.66bps、下降 3.25 bps。
- 截至 2019 年 4 月 12 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 1.8%、0.3%, 较年初分别累计上涨 34.3%、18.6%。
- 截至 2019 年 4 月 12 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别下跌 0.35%、0.39%、0.05%, 较年初分别累计下跌 1.25%、1.02%、上涨 0.31%。
- 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 2.33 bps。

图 8: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



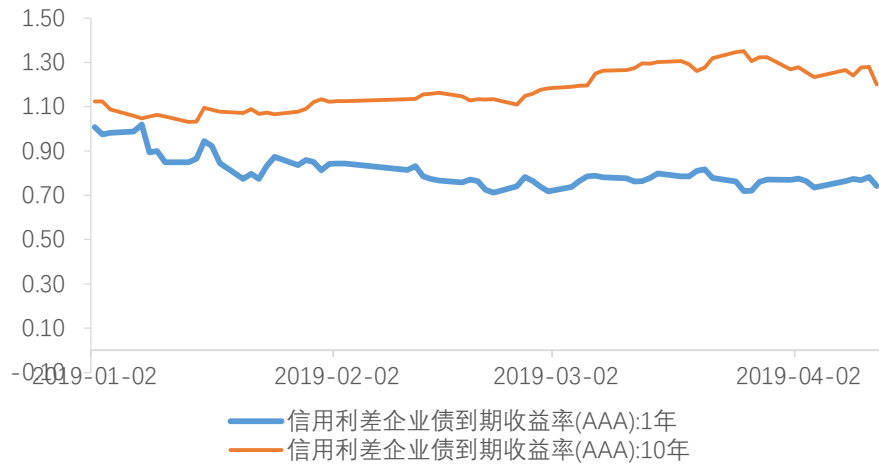
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) (%)



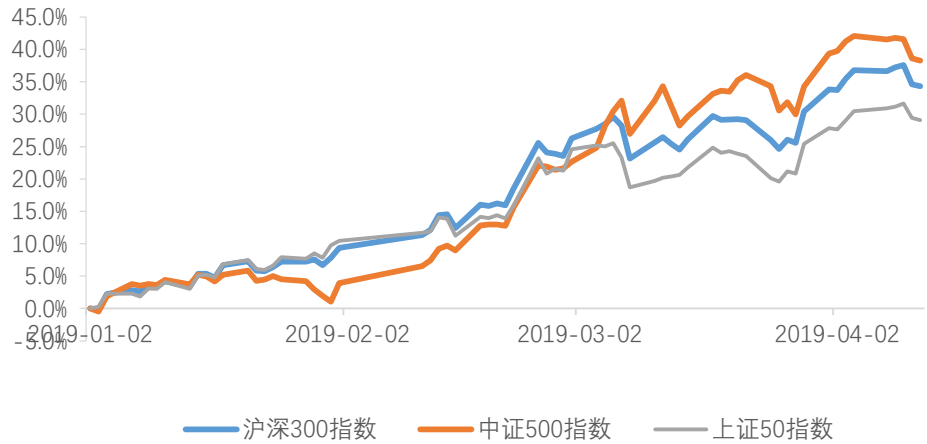
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 企业债信用利差 (%)



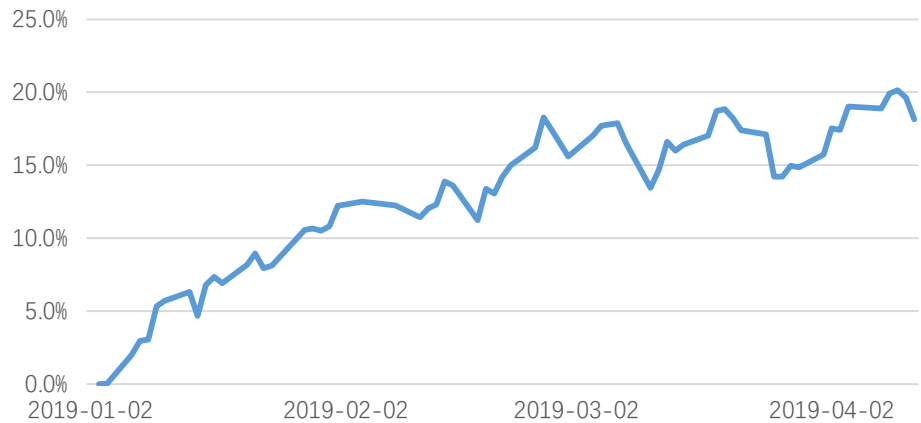
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 沪深 300、中证 50、上证 50 指数涨跌幅



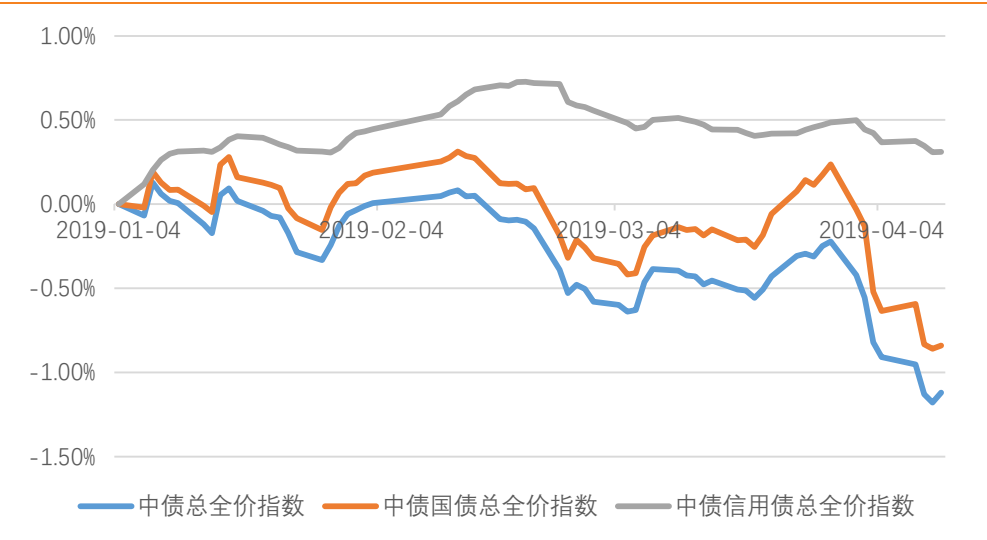
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 恒生国企指数涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 债券指数涨跌幅



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	1.44	1.64	2.98	0.80
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.48	4.59	3.00
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	4.11	5.55	4.01
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.55	5.30	3.24
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.62	4.29	2.77
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	3.77	5.48	4.61

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 4 月 12 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
	股价 (元)	市值(亿元)						
中信证券	24.27	2,739	17.93	23.79	20.57	1.27	1.75	1.69
国泰君安	20.29	1,694	15.97	19.89	18.12	1.08	1.43	1.41
华泰证券	22.11	1,670	14.77	22.56	19.39	1.29	1.74	1.69
海通证券	14.61	1,483	16.70	23.56	20.01	0.86	1.39	1.35
广发证券	16.01	1,110	15.24	20.53	17.59	1.13	1.42	1.41
招商证券	18.27	1,144	19.16	21.24	18.84	1.38	1.46	1.40
中信建投	24.56	1,644	21.03	44.65	38.98	1.41	3.64	3.59
东方证券	11.86	763	30.48	33.89	27.58	1.08	1.58	1.55
光大证券	13.18	563	21.02	23.54	20.28	0.83	1.20	1.15
兴业证券	7.22	483	47.18	26.74	23.29	1.46	1.44	1.38

资料来源：wind，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