

非银金融

 证券研究报告
 2019年04月28日

关注 1 季报超预期标的

投资要点: 1) 保险方面, 1 季度业绩超预期, 国寿利润、NBV 增长预计全面优于同业, 太保利润端和新华保费端亦超预期。资产端持续向好, 十年期国债收益率升至 3.4%, 我们预计货币政策暂时不会边际宽松, 或将成为长端利率的支撑; 股市上涨对于保险公司投资收益提升作用显著, 根据测算, Q1 国寿、太保、新华综合投资收益率分别为 10.7%、7.3%、7.4%。2 季度国寿负债端趋势向好(低基数+管理改善); 另外, 太保寿险管理层变化的影响或小于市场预期, 我们判断太保寿险管理层将顺利过渡, 公司经营更趋精细化。重点推荐中国人寿、中国太保。2) 券商方面, 1 季报自营贡献业绩弹性, 信用业务风险大幅纾解, 经纪业务受佣金率影响弹性变弱。科创板相关业务细则继续完善和发行中, 进度有望再超预期。推荐龙头券商即华泰证券、海通证券、招商证券、中信证券, 弹性品种建议关注东吴证券。3) 多元金融方面, 关注 1 季度业绩超预期的公司。五矿资本 1 季度归母净利润 10 亿元, YOY+90%, 大超市场预期。经济企稳有助于改善信托项目的资产质量。信托标的推荐中航资本, 租赁标的推荐江苏租赁。建议关注低估值、业绩超预期的五矿资本。

证券: 自营业务贡献业绩弹性, 科创板进度有望超预期, 继续推荐券商板块。 1) 从 1 季度披露的情况来看, 上市券商业绩均大幅改善, 中小券商业绩弹性大。分业务看, 自营贡献业绩弹性, 经纪业务弹性有所降低, 预计市场回暖下佣金率进一步下降。股市上涨, 信用业务风险大幅纾解, 转回部分股票质押及两融的减值准备。2) 证监会: 坚持新股常态化发行, 严格按照现行法律法规规章, 对主板、中小板、创业板首发企业进行审核, 审核政策没有新的调整, 主要在公司治理、规范运行、信息披露等多个维度对首发企业严格把关, 从源头上提高上市公司质量。审核进度服从质量。3) 围绕资本市场改革政策超预期是 2019 年证券板块的核心逻辑, 龙头券商则是直接的受益者。科创板相关业务细则继续完善和发行中, 包括科创板承销细则、融券业务、科创板基金、网下投资者的自律管理等。我们判断科创板进度有望持续超预期。4) 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。我们再次上调 2019 年行业盈利预测, 预计净利润 1054 亿元, YOY+59%。证券行业平均估值 2.11x PB, 大型券商估值在 1.3-1.9x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。

保险: 1 季报超预期, 资产端各因素向好, 保险股迎来向上时机。 1) 各公司 1 季报业绩表现亮眼。国寿归母净利润同比+93%, 归母净资产较年初+14%, NBV 同比+28%, 预计全面大幅优于同业; 太保归母净利润同比+46%, 好于预期, 代理人渠道新单同比-13%但预计后续将改善; 新华净利润同比+29%, 净资产较年初+12%, 负债端表现良好, 预计 NBV 增速约为+25%。股市上涨对于保险公司 1 季度投资收益提升作用显著, 根据测算, Q1 国寿、太保、新华综合投资收益率分别为 10.7%、7.3%、7.4%。2) 利率预期持续改善, 截至 4 月 26 日, 10 年期国债收益率为 3.40%, 较上周继续上升 3.02bps, 我们预计货币政策边际上暂时不会更加宽松, 或将成为长端利率的支撑。3) 2 季度来看, 国寿负债端趋势向好, 主要由于 NBV 低基数(业务结构优化空间大)+管理改善提升内部公司工作压力和积极性+预计代理人规模和活动率稳步提升。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) 2019 年财险行业费用监管加码, 手续费率下降趋势明确, 但预计财务口径综合费用率反映有所滞后, 3、4 季度或为下降拐点, 叠加投资收益好转、非车险较快增长, 全年净利润较快增长可期。5) 截至 4 月 26 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.26、0.91、0.83、0.90 倍, PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.09、1.16、0.92、0.90 倍, 估值仍有较大向上提升空间。

多元金融: 重点关注 1 季度业绩超预期的标的。 1) 19Q1 环境持续改善, 包括金控(旗下证券子公司)和信托(固有业务)预期将贡献可观的投资收益。五矿资本 1 季度归母净利润 10 亿元, YOY+90%, 大超市场预期。2) 4 月 19 日中共政治局会议认为: “一季度经济运行总体平稳、好于预期, 开局良好”, 经济企稳有助于信托行业资产质量的改善。3) 信托标的推荐中航资本, 逻辑是信托与租赁规模持续增长, 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、业绩超预期的五矿资本。

公司推荐: 华泰证券、海通证券、招商证券、中信证券; 保险板块: 中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险。多元金融: 中航资本、江苏租赁。

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。

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:政策淡化宽松利好保险, 股指期货再次松绑利好券商, 期待 1 季报高增长兑现》 2019-04-21
- 2 《非银金融-行业研究周报:社融大超预期, 1 季报业绩高增长, 全面推荐保险、信托、证券》 2019-04-14
- 3 《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

重点标的推荐

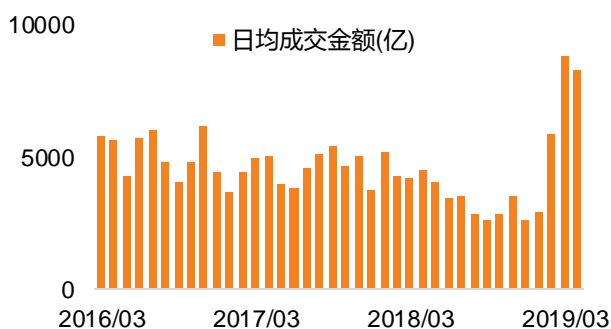
股票代码	股票名称	收盘价 2019-04-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
601628.SH	中国人寿	30.08	买入	1.14	0.40	1.60	1.78	26.39	75.20	18.80	16.90
601601.SH	中国太保	36.21	买入	1.62	1.99	2.63	3.00	22.35	18.20	13.77	12.07
601688.SH	华泰证券	21.30	增持	1.30	0.61	0.98	1.14	16.38	34.92	21.73	18.68
600837.SH	海通证券	14.30	买入	0.75	0.45	0.86	1.02	19.07	31.78	16.63	14.02
600999.SH	招商证券	17.56	增持	0.86	0.66	0.86	0.97	20.42	26.61	20.42	18.10
600030.SH	中信证券	23.59	买入	0.94	0.77	1.02	1.18	25.1	30.64	23.13	19.99
600705.SH	中航资本	5.90	买入	0.31	0.35	0.62	0.76	19.03	16.86	9.52	7.76
600901.SH	江苏租赁	6.88	买入	0.43	0.39	0.48	0.58	16.00	17.64	14.33	11.86

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 券商重要数据

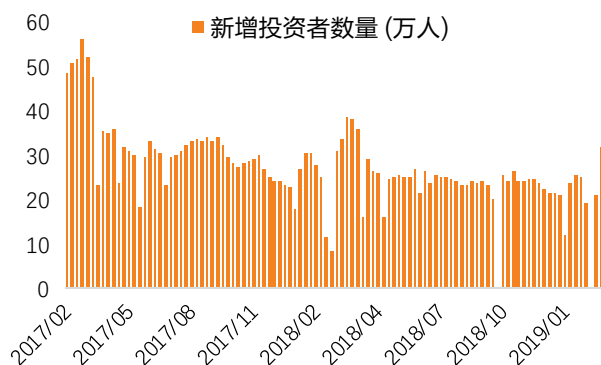
- 1) 本周日均股票成交额为 7091 亿元 (上周 7738 亿元), 单周环比下降 8.37%。2019 年 4 月日均成交金额 8269 亿元, 环比-7%。2019 年至今, 两市日均成交金额 6448 亿元, 同比上年增长 74.70%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 4 月 25 日, 两市融资融券余额为 9858 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 2300.89 亿元; 两市的融资余额为 9769.16 亿元, 融券余额为 88.78 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8397 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 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-56.31%。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%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 4 月 26 日, 上交所共受理 93 家企业, 较上周增加 4 家。其中, 处于已问询状态的共有 75 家, 比上周增加 12 家。保荐机构方面, 中信建投 (13 家)、中信证券 (8 家)、华泰证券 (8 家) 项目储备靠前。
- 5) 股票质押: 股票质押规模整体保持平稳, 截至 2019 年 4 月 26 日, 市场质押股数 6182.75 亿股, 市场质押股数占总股本 9.49%, 市场质押市值为 57796.72 亿元; 截至 2019 年 4 月 26 日, 大股东质押股数 6083.83 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.51%。大股东未平仓总市值 27396.87 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 24850.87 亿元。

图 1: 2019 年 4 月日均股票成交金额 8269 亿元



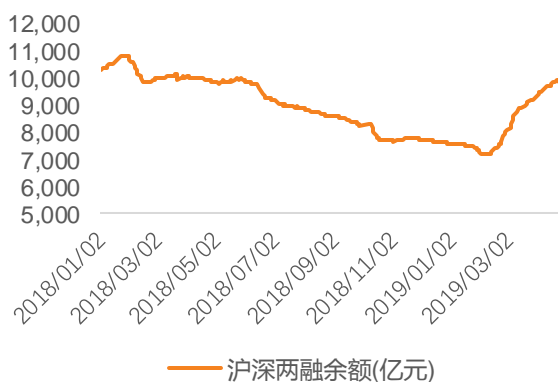
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 2 月 22 日当周新增投资者 31.61 万人



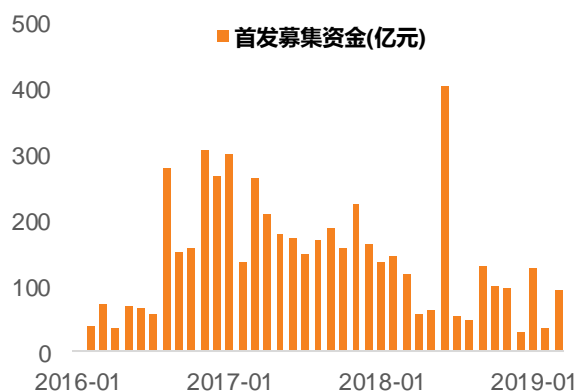
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 4 月 25 日两融余额为 9858 亿元



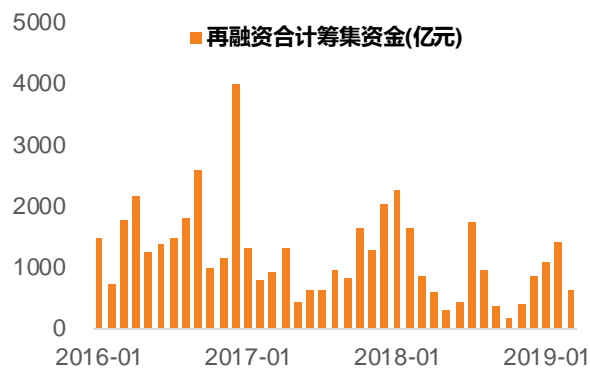
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 3 月股权融资首发募资 64 亿元



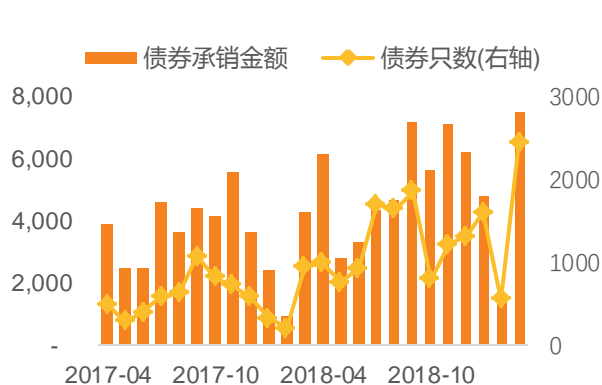
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 3 月再融资共完成 625 亿元



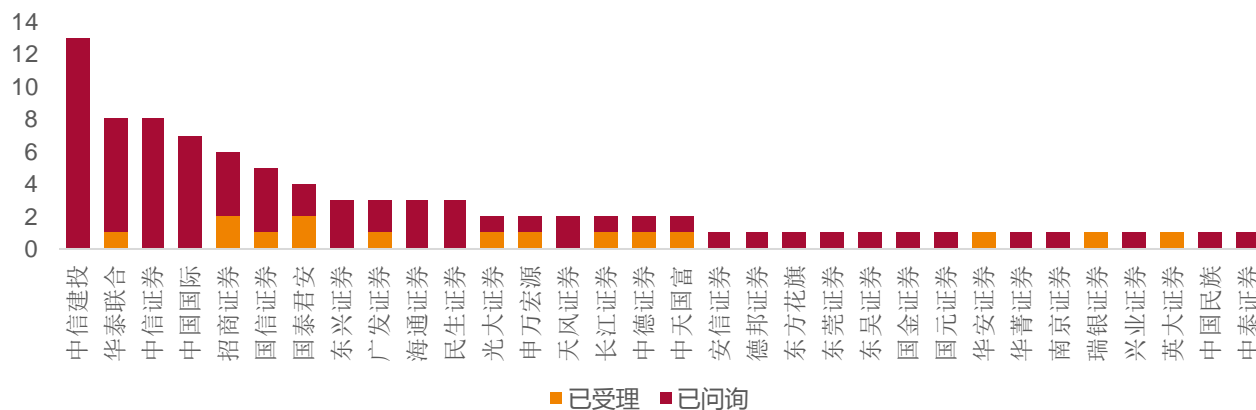
资料来源：wind，天风证券研究所

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：上交所科创板排队企业情况（截至 2019 年 4 月 26 日）



资料来源：上交所，天风证券研究所

图 8：券商板块目前估值仍处于历史中枢以下（中信行业非银金融-证券）

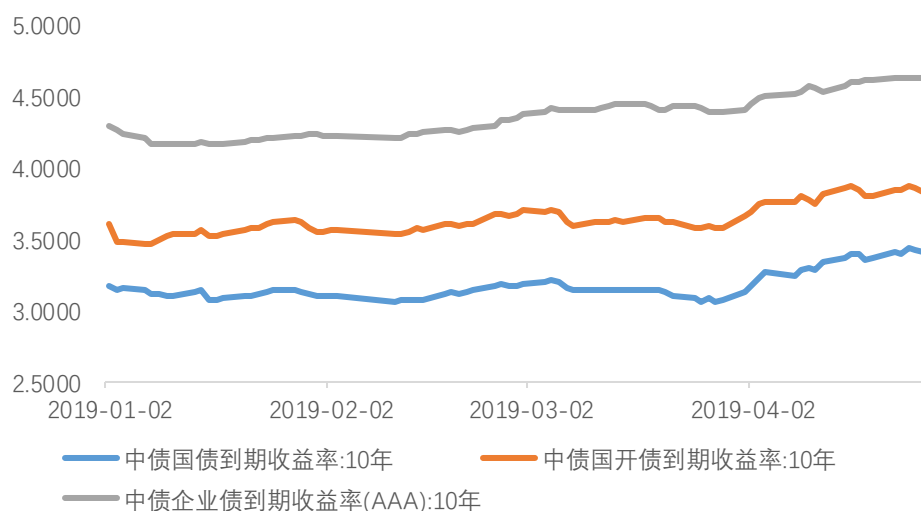


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 保险重要数据

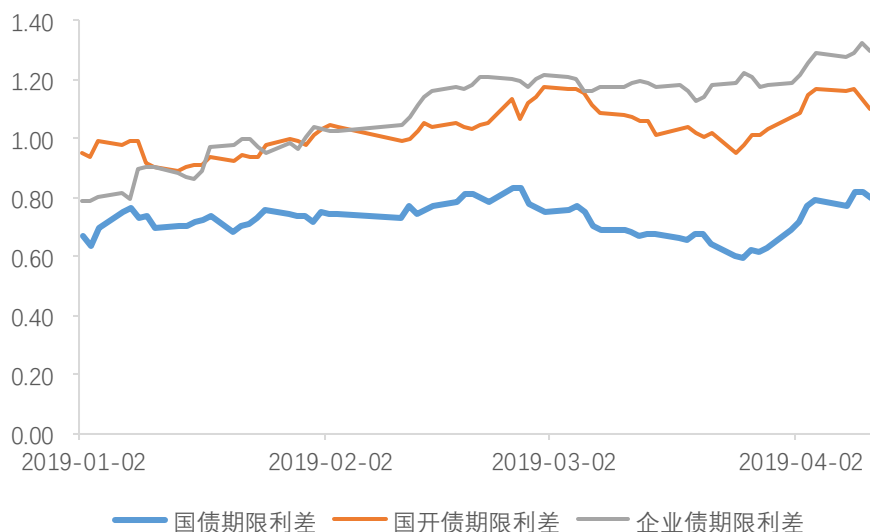
- 截至 2019 年 4 月 26 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.40%、3.83%，本周分别上升 3.02 bps、2.04bps，国债和国开债期限利差分别为 0.73%、0.93%，本周分别上升 3.57bps、下降 14.77 bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.71%、1.21%，本周分别上升 10.93bps、下降 2.51bps。
- 截至 2019 年 4 月 26 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 5.6%、2.2%，较年初分别累计上涨 31.0%、17.1%。
- 截至 2019 年 4 月 26 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别下跌 0.20%、0.16%、0.12%，较年初分别累计下跌 1.80%、1.76%、0.00%。
- 预计 2019 年 2 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 4.06bps。

图 9：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



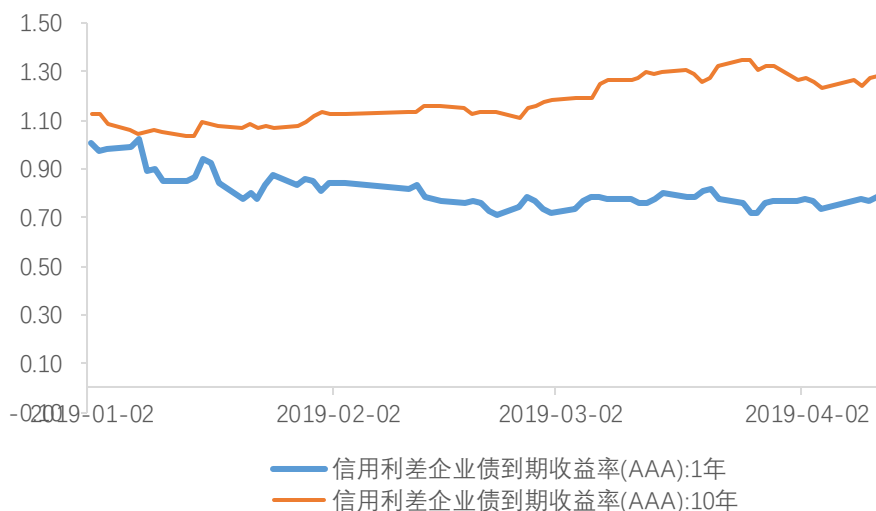
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) (%)



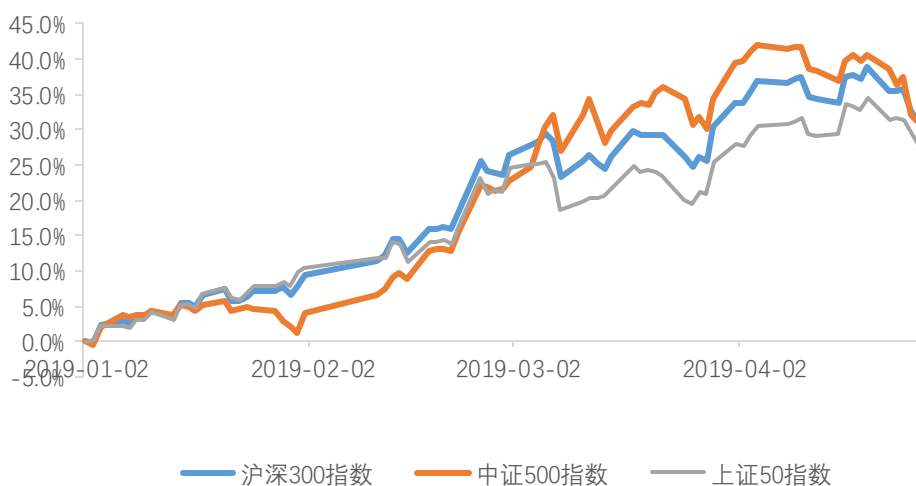
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：企业债信用利差 (%)



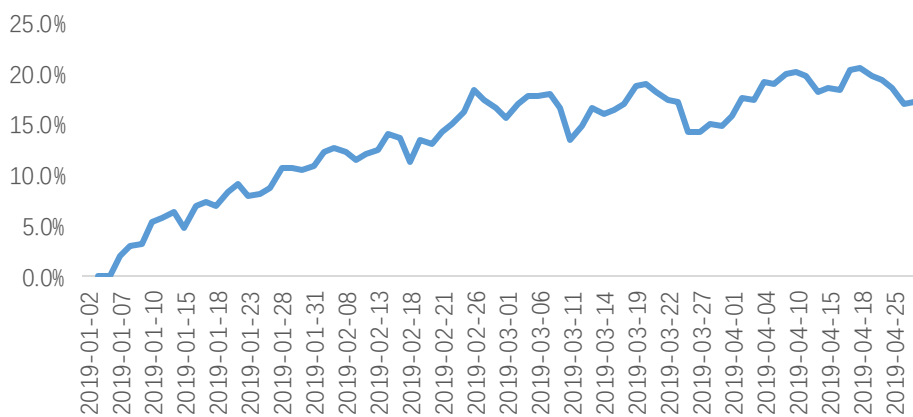
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：沪深 300、中证 50、上证 500 指数涨跌幅



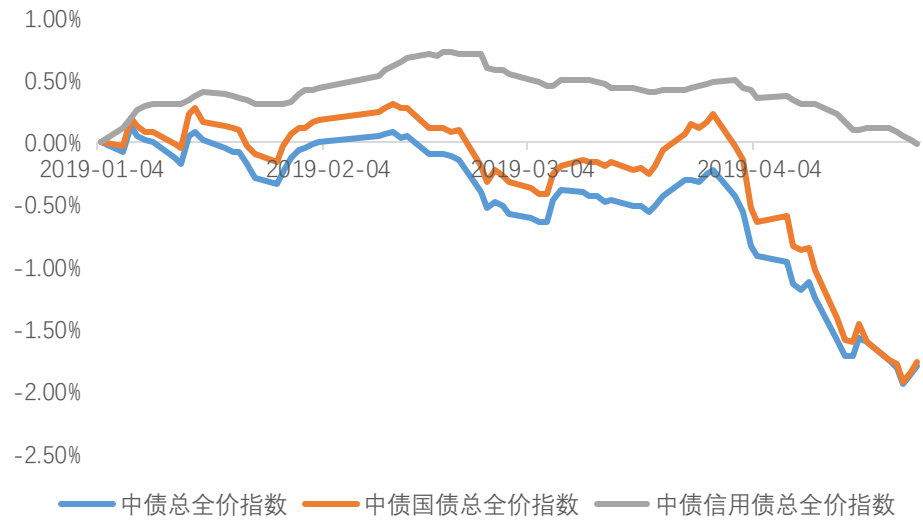
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：恒生国企指数涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：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	2.78	4.34	2.15
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	4.11	5.35	3.75
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	4.39	5.85	4.31
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	4.06	5.92	3.86
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	2.36	5.19	3.66
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.84	6.77	5.90

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 26 日）

证券名称	股价（元） 市值(亿元)		P/E（倍）			P/B（倍）		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	23.59	2,660	17.93	24.57	20.69	1.27	1.75	1.63
国泰君安	19.32	1,651	15.97	21.95	19.92	1.08	1.36	1.35
华泰证券	21.30	1,612	14.77	22.19	19.72	1.29	1.65	1.61
海通证券	14.30	1,454	16.70	31.09	23.44	0.86	1.44	1.36
广发证券	15.75	1,091	15.24	19.69	16.94	1.13	1.39	1.36
招商证券	17.56	1,096	19.16	25.82	21.68	1.38	1.48	1.46
中信建投	27.75	1,847	21.03	50.45	47.03	1.41	4.78	4.52
东方证券	11.46	735	30.48	20.11	17.91	1.08	1.50	1.47
光大证券	12.78	546	21.02	19.07	17.75	0.83	1.19	1.17
兴业证券	6.91	463	30.20	20.94	19.19	0.94	1.37	1.35

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