

# 非银金融

证券研究报告  
2019年05月12日

## 券商板块处于政策+流动性+业绩改善期，迎来配置良机，保险板块关注长期配置价值

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:关注1季报超预期标的》2019-04-28
- 《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
- 《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

**投资要点:** 1) 券商方面, 资本市场的战略高度地位不变, 龙头券商是直接受益者。证监会主席提出“提升上市公司质量, 夯实有活力、有韧性的资本市场的基础”。券商板块处于政策+流动性+业绩改善期, 且估值具有安全边际, 重点推荐龙头券商, 即华泰证券、海通证券、国泰君安、中信证券。2) 保险方面, 在资产端, 中美贸易谈判增加经济预期压力, 4月部分经济数据可能小幅回落, 长端利率继续向上有所压力; 在负债端, 各公司短期增长趋势有所分化, 国寿负债端趋势向好(低基数+管理改善); 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, 预计2季度NBV或可实现平稳增长。保险股估值重回相对低位, 配置价值卓越, 重点推荐中国人寿、中国太保。

**证券:** 资本市场的战略高度地位不变, 龙头券商是直接受益者, 且估值具有较高安全边际。1) 证监会易会满主席参加中国上市公司协会2019年年会暨第二届理事会第七次会议, 针对上市公司大股东和董监高提出监管底线要求, 提出要探索创新退市方式(5月10日深交所暂停7家企业上市), 完善并购重组破产重整等机制支持优质资产注入上市公司, 核心在于提高上市公司质量, 夯实有活力、有韧性的资本市场的基础。对于以证券公司为首的中介机构既是机遇也是挑战。2) 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。外部环境的不确定性, 4月社融增速回落, 这种经济环境有望带来资本市场政策与货币政策的积极变化, 从而利好券商估值。3) 市场对上市券商业绩环比下滑已有预期, 业绩同比涨幅将逐月走高。我们统计范围内的21家上市券商4月实现净利润47亿元, 同比增长46%, 环比下降58%。21家上市券商1-4月累计净利润276亿元, 同比+52%。预计2019年行业盈利预测, 预计净利润1054亿元, YOY+59%。4) 券商板块估值水平已经调整到一个相对较低的位置, 结合估值水平和中长期趋势, 我们继续推荐券商板块。证券行业平均估值1.85x PB, 大型券商估值在1.0-1.5x PB之间, 行业历史估值的中位数为2.5x PB(2012年至今)。

**保险:** 关注保险股长期配置价值。1) 负债端方面, 上市公司短期增长趋势存在分化, 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, 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, 预计2季度NBV将实现平稳增长。2) 利率预期有所反复, 截至5月10日, 10年期国债收益率为3.30%, 5月以来下降8.52bps。中美贸易谈判增加经济预期压力, 4月社融增速回调, 且4月部分经济数据(工业增加值、出口、地产新开工、社融信贷)可能小幅回落, 对长端利率向上带来压力, 但下行空间或较为有限。3) 2019年财险行业费用监管加码, 手续费率下降趋势明确, 3、4季度或为综合费用率下降拐点, 叠加非车险较快增长, 且财险资产端受长端利率影响较小, 全年净利润较快增长可期。4) 截至5月10日, 平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.23、0.82、0.77、0.81倍, PAAV(反映了利率预期)分别为1.13、1.04、0.82、0.90倍, 估值历史低位, 有较大向上提升空间。

**公司推荐:** 华泰证券、海通证券、国泰君安、中信证券; **保险板块:** 中国太保、中国人寿、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。

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-10	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	18.99	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	31.13	19.38	16.66	13.86
600837.SH	海通证券	12.77	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	28.38	14.85	12.52	11.01
601211.SH	国泰君安	17.47	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	22.69	17.65	15.88	14.09
600030.SH	中信证券	20.64	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	26.81	19.85	17.06	14.85
601601.SH	中国太保	33.75	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	16.96	11.52	9.73	7.81
601628.SH	中国人寿	27.01	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	67.53	16.88	15.17	13.05
600705.SH	中航资本	5.50	买入	0.35	0.62	0.76	0.96	15.71	8.87	7.24	5.73
600901.SH	江苏租赁	6.37	买入	0.39	0.48	0.58		16.33	13.27	10.98	

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 5455 亿元 ( 上周 5709 亿元 ), 单周环比下降 4.45%, 市场交易活跃度维持高位; 2019 年至今, 两市日均成交金额 6371 亿元, 同比上年增长 72.62%。2019 年 5 月日均成交金额 5455 亿元, 环比-32%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 5 月 9 日, 两市融资融券余额为 9414.52 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1857.48 亿元; 两市的融资余额为 9346.82 亿元, 融券余额为 67.70 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8481.66 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 4 月, IPO、再融资规模分别为 87.84 亿元、1581 亿元, 分别环比-6%和+153%。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 4 月债券承销金额为 15523 亿元, 同比+106.94%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 5 月 10 日, 上交所共受理 108 家, 比上周增加 10 家, 其中已问询 ( 含已回复 ) 85 家, 较上周增加 7 家。保荐机构方面, 中信建投 14 家、中信证券 10 家 ( 其中联合推荐 1 家 )、中金公司 9 家、华泰证券 8 家 ( 其中联合推荐 1 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 5 月 10 日, 市场质押股数 6160.73 亿股, 市场质押股数占总股本 9.44%, 市场质押市值为 52419.52 亿元; 截至 2019 年 5 月 10 日, 大股东质押股数 6082.91 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.1%。大股东未平仓总市值 23017.07 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 25420.88 亿元。

图 1: 2019 年 5 月日均股票成交金额 5455 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 5 月 9 日两融余额为 9414.52 亿元



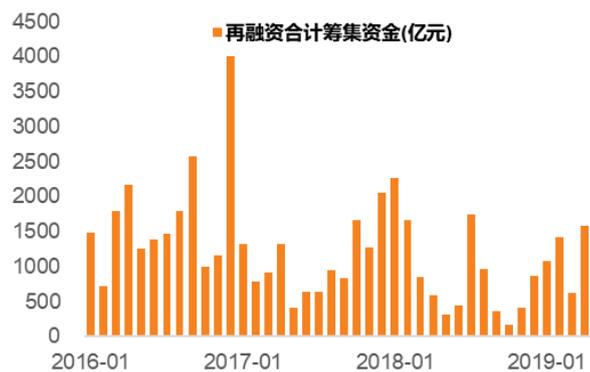
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 4 月股权融资首发募资 87.84 亿元



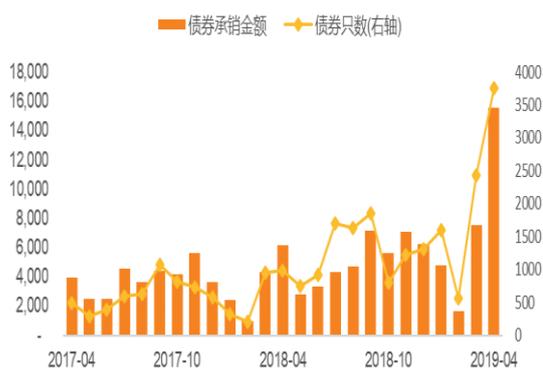
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 4 月再融资共完成 1581 亿元



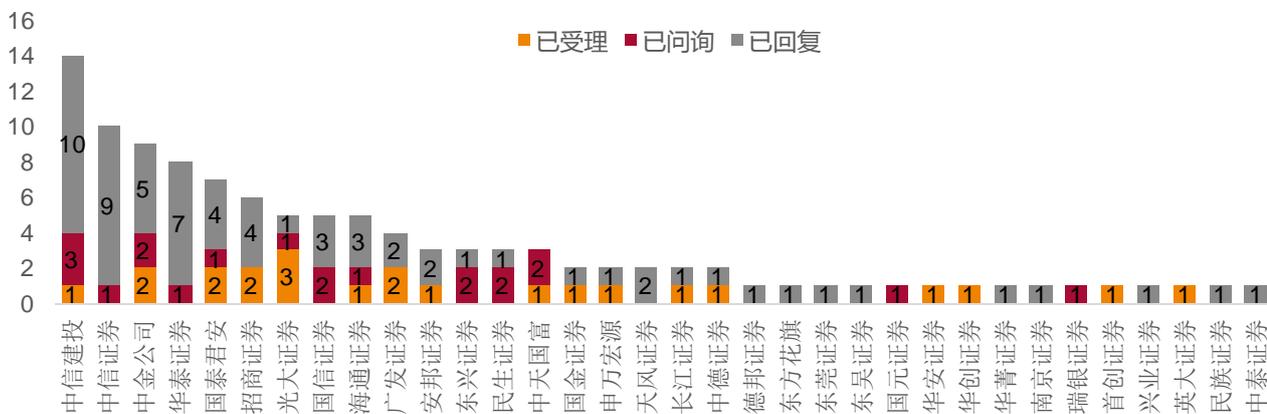
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 4 月券商主承销 15523 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 5 月 11 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）

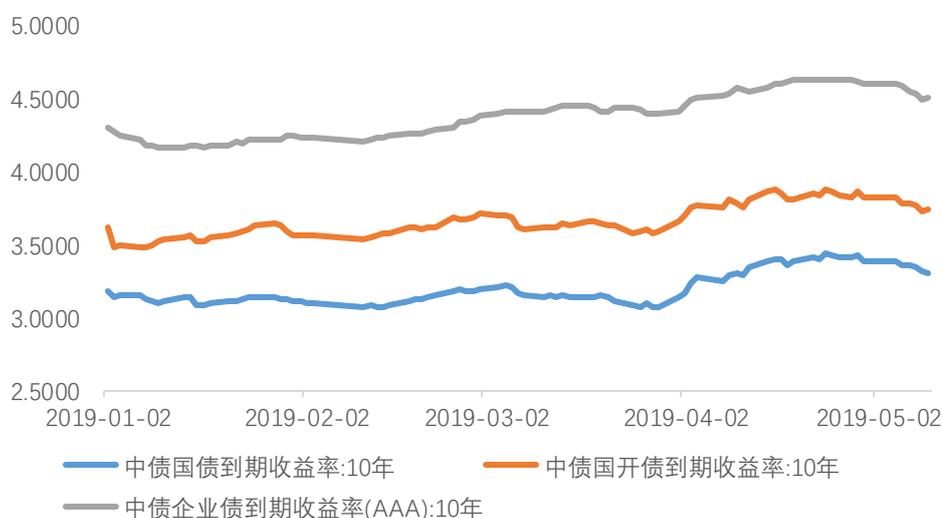


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

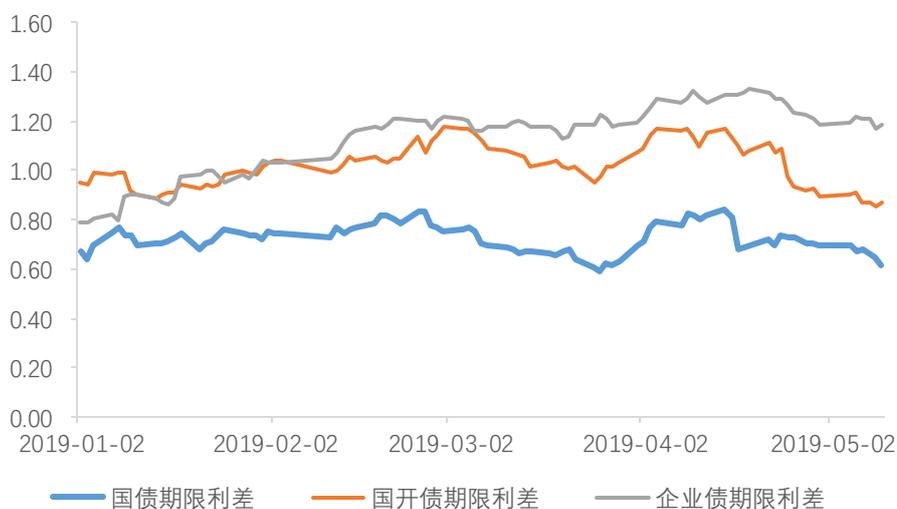
- 6) 截至 2019 年 5 月 10 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.30%、3.74%, 5 月以来分别下降 8.52bps、7.41bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.62%、0.87%, 5 月以来分别下降 8bps、3bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.62%、1.19%, 5 月以来分别下降 10.22bps、2.22bps。
- 7) 截至 2019 年 5 月 10 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数 5 月以来分别下跌 4.7%、5.3%, 较年初分别累计上涨 25.6%、11.2%。
- 8) 截至 2019 年 5 月 10 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数 5 月以来分别上涨 0.42%、0.40%、0.29%, 较年初分别累计下跌 1.33%、1.30%、上涨 0.27%。
- 9) 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 (%)



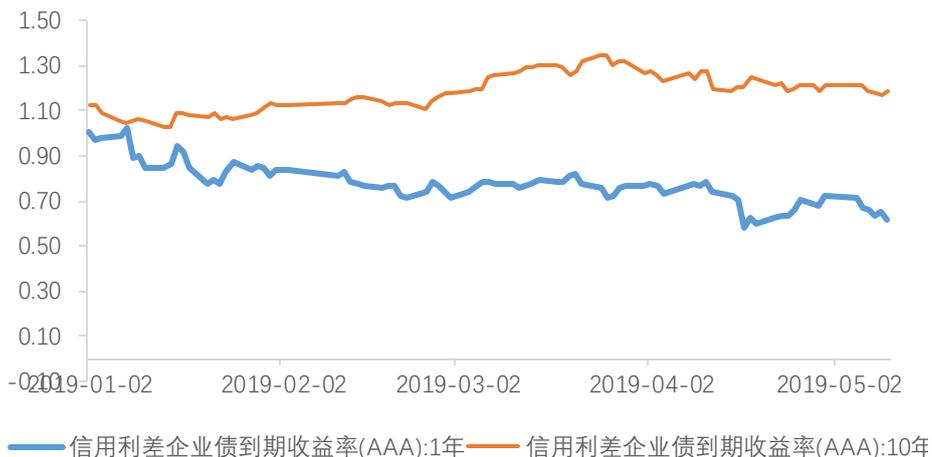
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 (%)



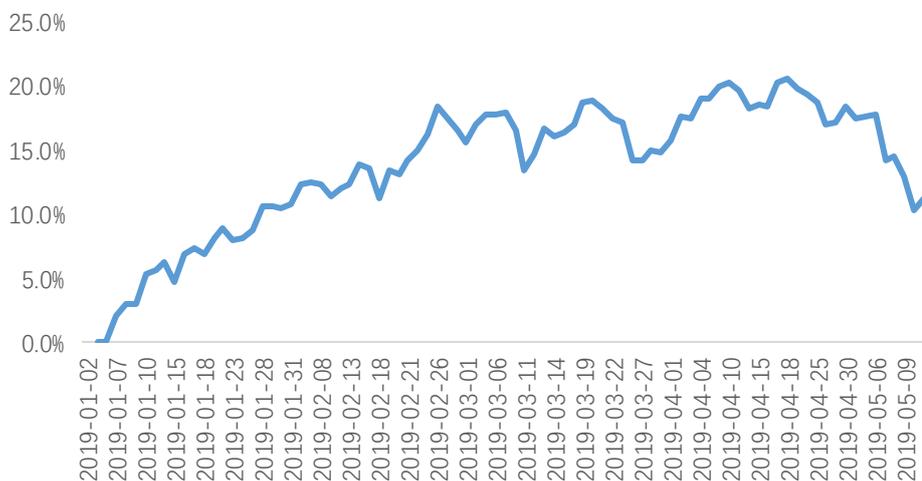
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：沪深 300、中证 50、上证 500 指数涨跌幅



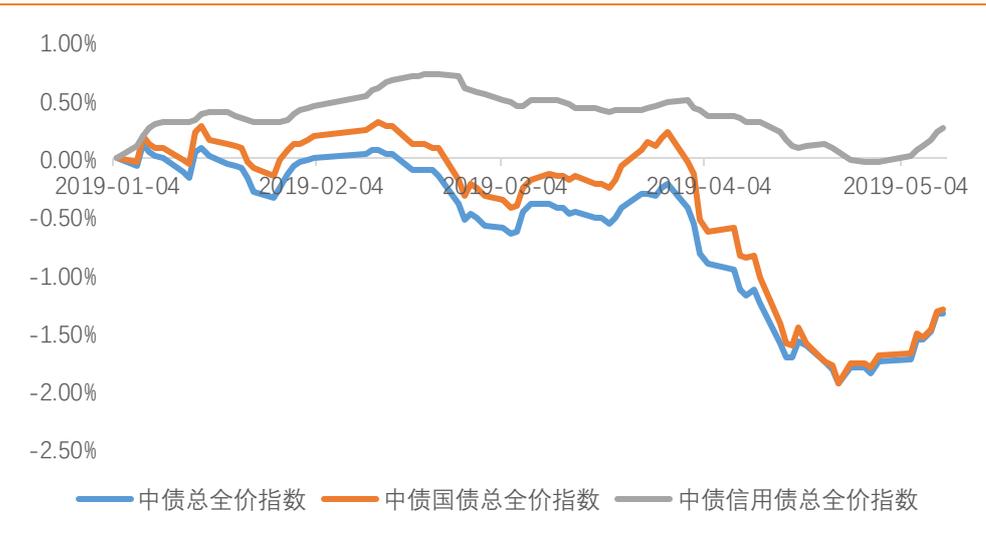
资料来源：wind，天风证券研究所

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 5 月 10 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	20.64	2,340	17.93	19.85	17.06	1.27	1.49	1.43
国泰君安	17.47	1,496	15.97	17.65	15.88	1.08	1.25	1.24
华泰证券	18.99	1,438	14.77	19.38	16.66	1.29	1.49	1.45
海通证券	12.77	1,304	16.70	14.85	12.52	0.86	1.16	1.11
广发证券	14.45	998	15.24	16.80	14.17	1.13	1.31	1.25
招商证券	16.25	1,014	19.16	18.90	16.75	1.38	1.30	1.25
中信建投	21.84	1,460	21.03	39.71	34.67	1.41	3.24	3.19
东方证券	10.89	698	30.48	31.11	25.33	1.08	1.45	1.42
光大证券	11.57	495	21.02	20.66	17.80	0.83	1.05	1.01
兴业证券	6.33	424	30.20	23.44	20.42	0.94	1.26	1.21

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com