

# 非银金融

 证券研究报告  
 2019年06月09日

## 首批科创板企业成功过会，龙头券商攻守兼备

**投资要点：**1) 券商方面，上交所审议通过 3 家企业注册申请，6 月仍有 8 家企业将进入审核环节。龙头券商在项目储备、资本金上具备竞争优势，将受益于资本市场发展红利。27 家上市券商 5 月净利润 38 亿元，环比同比均有不同程度下滑，业绩分化预计与投资类业务相关。券商板块估值已调整到相对较低的位置，结合估值水平和中长期趋势，重点推荐华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。2) 保险方面，本周 10 年期国债收益率下降 6.15bps 至 3.21%，预计短期长端利率将保持震荡格局。保费方面，代理人规模增长或产品创新及升级迭代将成为短期保费增长的驱动，预计 6 月新单保费有望实现平稳增长。目前保险股处于估值历史低位，具有较好的长期配置价值，重点推荐中国太保、中国平安、中国财险。

**证券：龙头券商将受益于资本市场发展红利。**1) 市场活跃度略有回落。6 月日均成交额 4239 亿元，环比-14%。两融余额回落至 9150 亿元，19 年日均余额为 8634 亿元。上交所共受理 119 家，处于问询阶段的共有 101 家。中信建投 15 家（其中联合推荐 1 家）、华泰证券 9 家（其中联合推荐 1 家）、中金公司 9 家、中信证券 9 家，项目储备靠前。2) 上交所科创板上市委审议通过 3 家企业注册申请。6 月 5 日，上交所科创板股票上市委员会审议通过微芯生物、安集科技、天准科技的发行上市申请，保荐机构分别是安信证券、申万宏源和海通证券。后续上交所将按程序报送证监会履行发行注册程序。中国证监会在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出同意或者不予注册的决定。证监会同意注册的决定自作出之日起 1 年内有效，发行人可自行选择在注册决定有效期内发行股票。6 月仍有 8 家企业将进入科创板上市委审核环节，预计 6 月底将产生首批科创板的注册企业。3) 上市券商 5 月业绩分化预计与投资类业务相关。我们统计范围内的 27 家上市券商 5 月实现净利润 38.34 亿元，同比下滑 14%（可比口径），环比下降 34%。5 月上市券商业绩受自营、经纪业务影响业绩出现环比下滑，但全年看业绩同比高增长仍可预期。4) 券商板块估值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，继续推荐券商板块。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：估值历史低位，保险股具有较好的长期配置价值。**1) 保费方面，短期寿险新单保费增长仍存在高基数压力。分公司来看，预计中国太保在新管理层带领下走向精细化、高质量发展，6 月新单保费及 NBV 有望延续平稳增长态势。中国人寿享有 NBV 低基数和管理改善的红利，预计 2 季度 NBV 增量主要来自于业务结构优化带来的价值率提升。预计中国平安新产品促销或产品升级迭代将带来保费增量，或可带动新单保费回归正增长轨道。新华保险目前处于新管理层上任后的磨合阶段，其业务基础较好且代理人规模提升，预计 6 月新单保费增长情况将环比好转，全年可实现平稳增长。2) 资产端方面，经济基本面存在不确定性，长期来看长端利率仍有下行压力，但短期将保持小幅震荡格局，目前 10 年期国债收益率为 3.21%，本周下滑 6.15bps。3) 财险行业受益于三重利好，车险严监管带来手续费率下降+手续费税前可抵扣比例从 15%提升至 18%+非车险快速增长，利润增长将迎来改善，预计下半年改善趋势更为显著，且财险公司受利率下行压力的影响弱于寿险。4) 行业监管方面，《保险中介行政许可及备案实施办法》征求意见，明确保险中介公司的准入条件，即全国性保险专业代理、经纪机构的注册资本最低限额为 5000 万元，区域性的最低限额为 1000 万元。征求意见稿的发布意味着停滞近一年的保险中介牌照审批或将重新开闸。但保险专业中介的行业集中度高，新进入者很难冲击现有格局，预计对泛华等头部保险中介公司冲击较小，对大型保险公司代理人渠道的冲击更加有限。5) 截至 6 月 6 日，平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.17、0.79、0.77、0.75 倍，PAAV（反映了利率预期）分别为 1.07、1.00、0.82、0.83 倍，估值历史低位，有较大向上空间。

**公司推荐：**券商板块，华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。保险板块，中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿、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

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:预计 6 月底将产生首批科创板的注册企业，优选龙头券商；减税政策提升保险股长期配置价值》2019-06-02
- 《非银金融-行业研究周报:资本市场改革是应对宏观压力的一大抓手，龙头券商股估值有望重新提升》2019-05-19
- 《非银金融-行业研究周报: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》2019-05-12

## 重点标的推荐

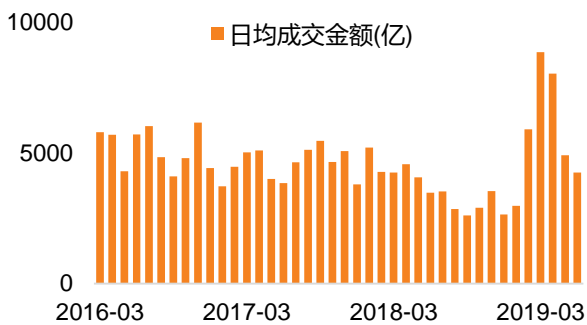
股票代码	股票名称	收盘价 2019-06-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A/E	2019E	2020E	2021E	2018A/E	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	18.75	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	30.74	19.13	16.45	13.69
600030.SH	中信证券	20.07	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	26.06	19.30	16.59	14.44
600837.SH	海通证券	12.58	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	27.96	14.63	12.33	10.84
601211.SH	国泰君安	15.90	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	20.65	16.06	14.45	12.82
601601.SH	中国太保	33.88	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	17.03	11.56	9.76	7.84
601318.SH	中国平安	77.11	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	13.11	9.27	7.33	6.10
02328.HK	中国财险	8.18 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	10.36	8.34	6.52	5.79
601628.SH	中国人寿	26.07	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	65.18	16.29	14.65	12.59
601336.SH	新华保险	49.17	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	19.36	14.29	11.57	9.81
600705.SH	中航资本	5.20	买入	0.35	0.62	0.76	0.96	14.86	8.39	6.84	5.42
600901.SH	江苏租赁	5.94	买入	0.39	0.48	0.58		15.23	12.38	10.24	

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，中国财险的货币单位均为港币

## 1. 券商重要数据

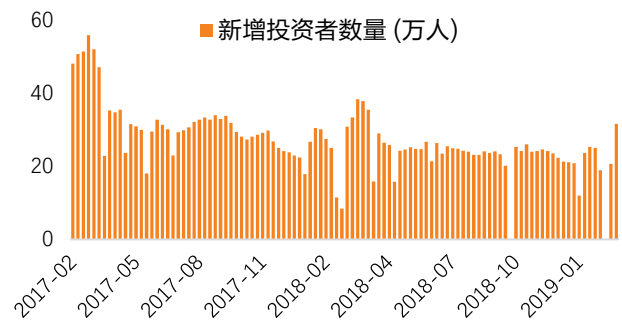
- 1、本周日均股票成交额为 4239 亿元（上周 4577 亿元），单周环比下降 7.38%，市场交易活跃度较高位回落；2019 年至今，两市日均成交金额 6048 亿元，同比上年增长 63.84%。2019 年 6 月日均成交金额 4239 亿元，环比-14%。
- 2、融资融券：截至 2019 年 6 月 5 日，两市融资融券余额为 9149.65 亿元，较 2018 年 12 月 28 日上升 1592.61 亿元；两市的融资余额为 9073.39 亿元，融券余额为 76.26 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8634.20 亿元，2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3、投行业务：2019 年 5 月，IPO、再融资规模分别为 155.89 亿元、531 亿元，分别环比 +77%和-67%。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 3975 亿元，环比-49%。
- 4、科创板：截至 2019 年 6 月 6 日，上交所共受理 119 家，受理数增加 6 家，项目进展迅速；其中已问询（含已回复、待上会）101 家，较上周增加 7 家，已审核通过 3 家，中止审查 2 家。保荐机构方面，中信建投 15 家（其中联合推荐 1 家）、华泰证券 9 家（其中联合推荐 1 家）、中金公司 9 家、中信证券 9 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 6 月 6 日，市场质押股数 6141.19 亿股，市场质押股数占总股本 9.37%，市场质押市值为 47609.66 亿元；截至 2019 年 6 月 6 日，大股东质押股数 6084.08 亿股，大股东质押股数占所持股份比 7.19%。大股东未平仓总市值 19642.85 亿元，大股东疑似触及平仓市值 25302.23 亿元。

图 1：2019 年 6 月日均股票成交金额 4239 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



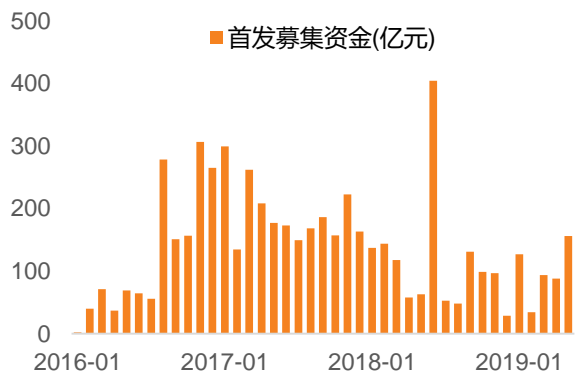
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：截至 2019 年 6 月 5 日两融余额为 9,149.65 亿元



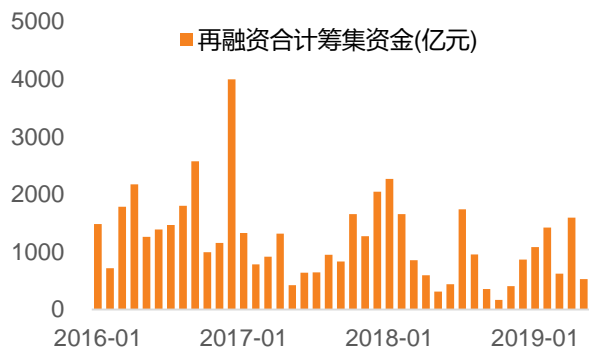
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2019 年 5 月股权融资首发募资 155.89 亿元



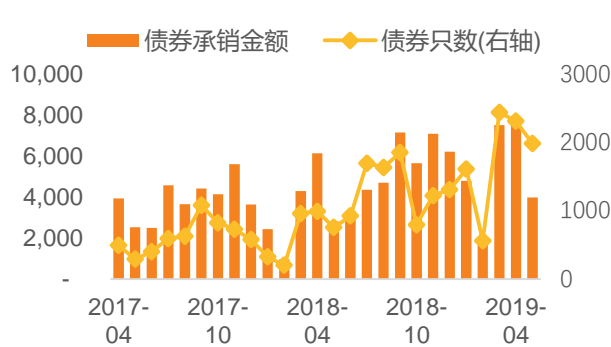
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019 年 5 月再融资共完成 531 亿元



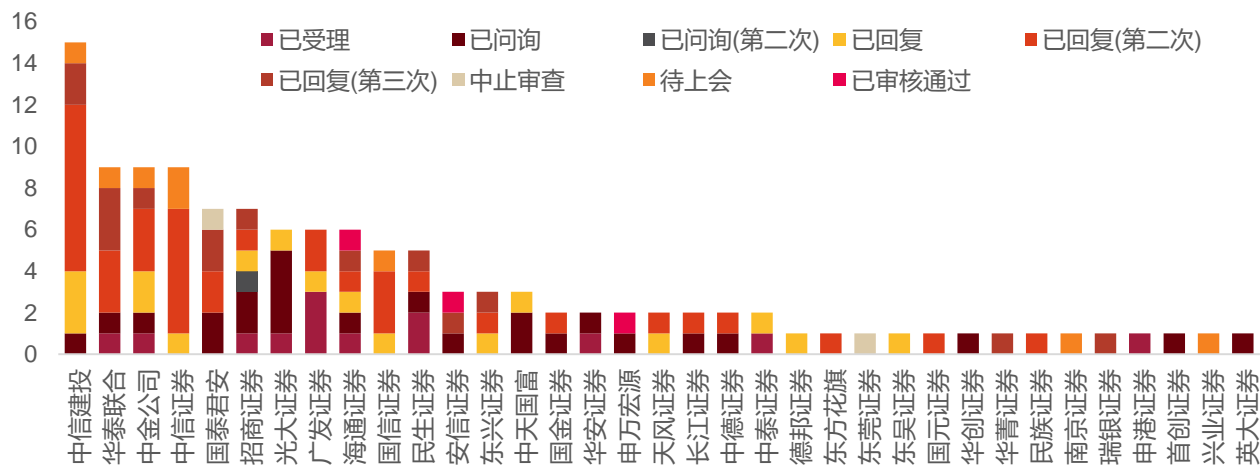
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 5 月券商主承销 3975 亿元（亿元\只）



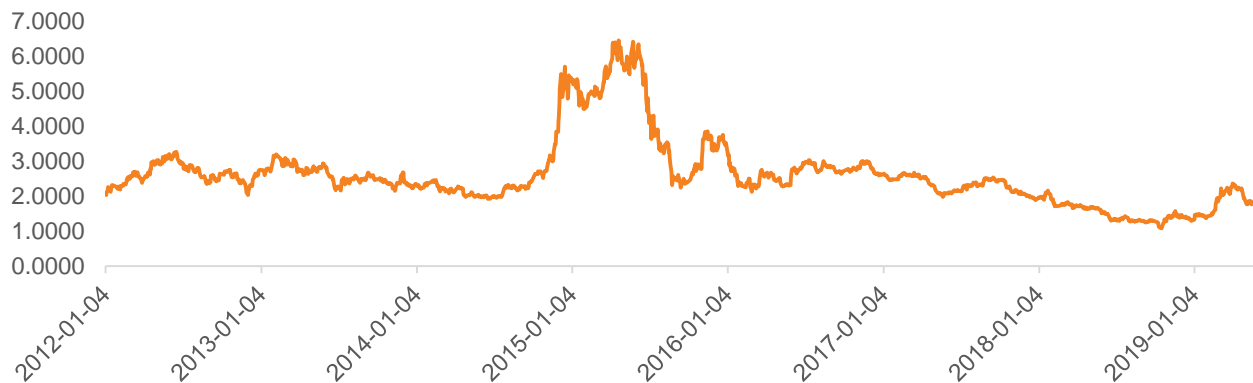
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：上交所科创板排队企业情况（截至 2019 年 6 月 6 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：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）

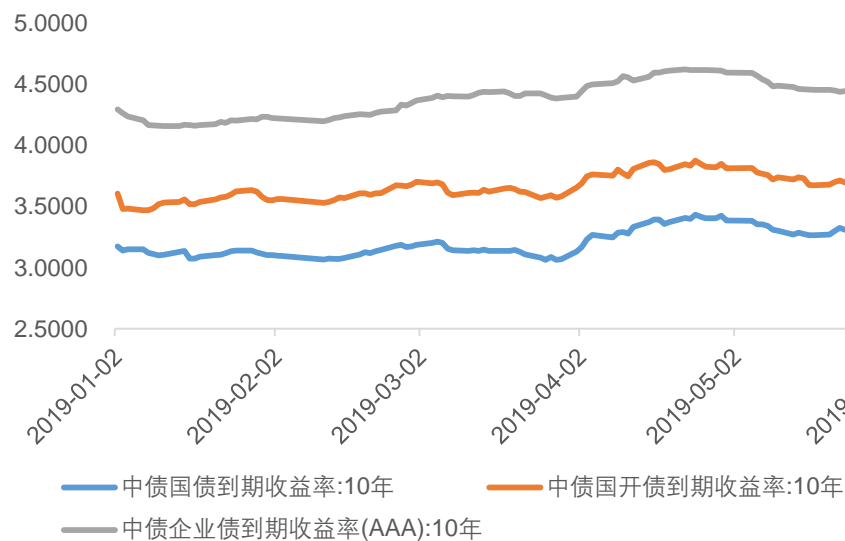


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

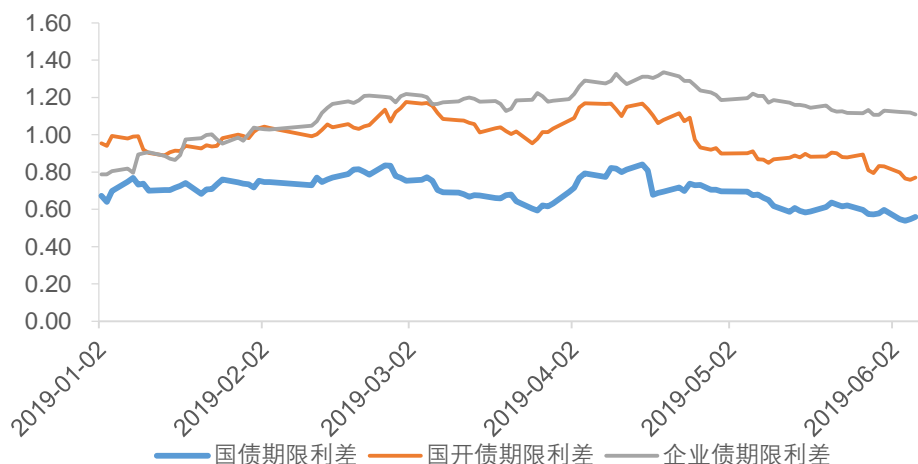
- 截至 2019 年 6 月 6 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.21%、3.66%，本周下跌 6.15bps、4.49bps；国债和国开债期限利差分别为 0.56%、0.77%，本周分别下降 3.67bps、6.06 bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.69%、1.24%，本周分别上涨 4.25bps、5.87 bps。
- 截至 2019 年 6 月 6 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 1.8%、0.5%，较年初分别累计上涨 20.0%、5.1%。
- 截至 2019 年 6 月 6 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.33%、0.49%、0.05%，较年初分别累计下降 0.89%、0.77%、上涨 0.47%。
- 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 3.19bps。

图 9：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



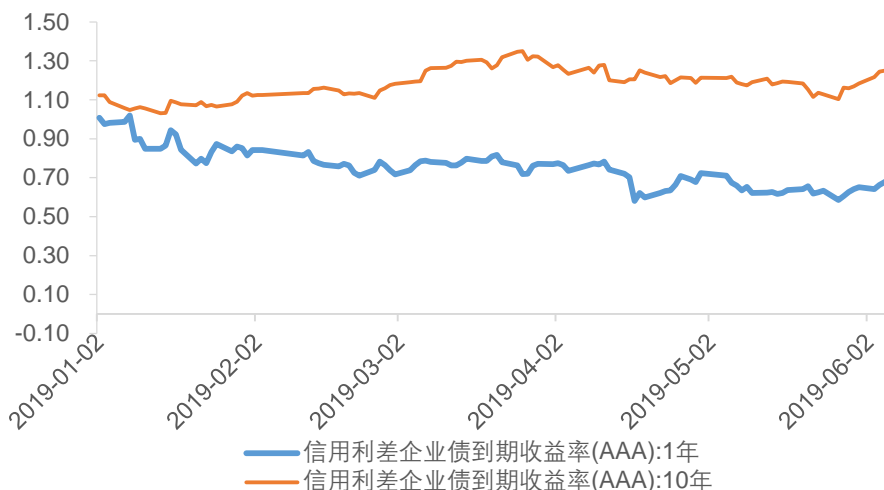
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）(%)



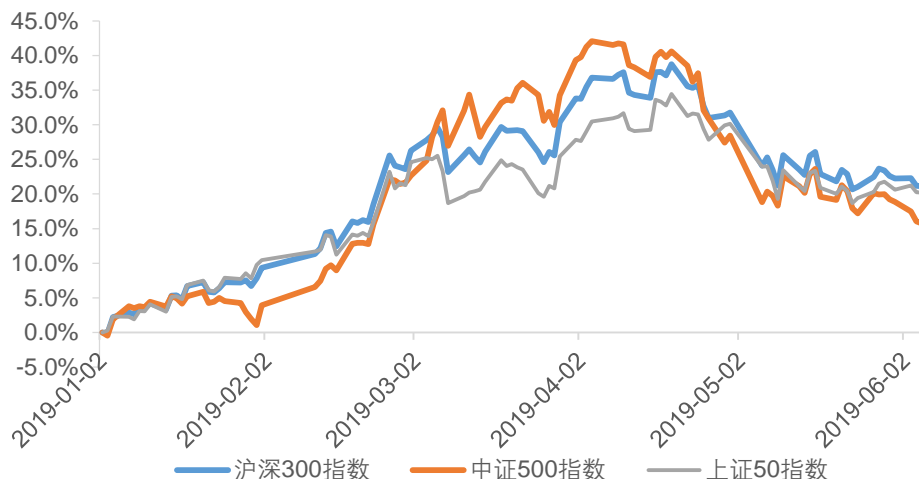
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



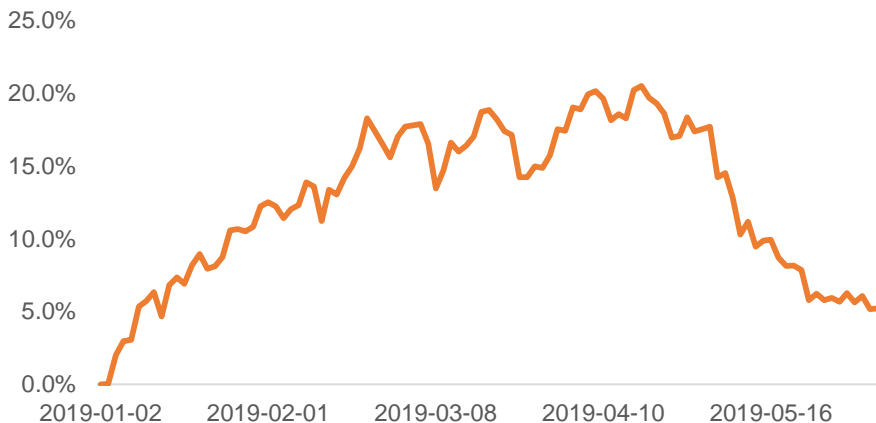
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 股市涨跌情况



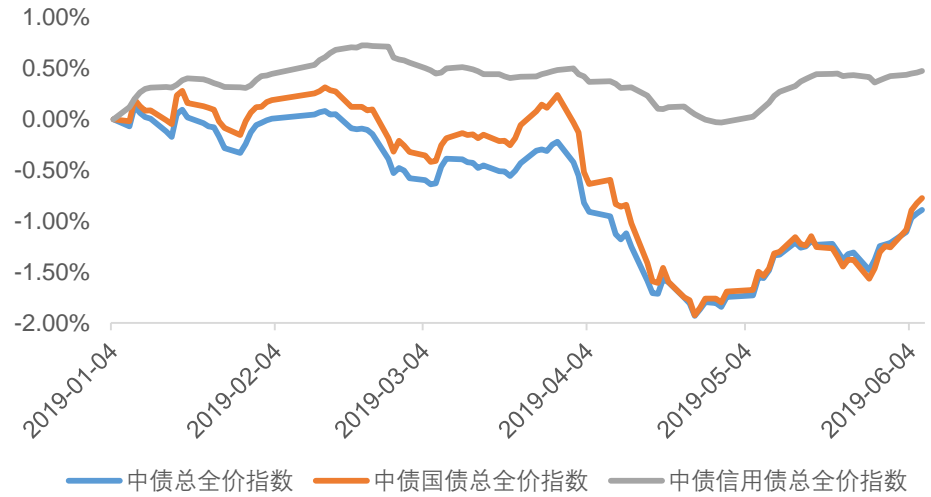
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	2.79	4.20	2.01
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.74	4.67	3.08
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.67	4.40	2.86
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.19	4.16	2.10
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.69	3.74	2.22
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.46	5.77	4.91

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 6 月 6 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	20.07	2,253	17.93	19.30	16.59	1.27	1.44	1.39
国泰君安	15.90	1,356	15.97	16.06	14.45	1.08	1.14	1.13
华泰证券	18.75	1,406	14.77	19.13	16.45	1.29	1.47	1.43
海通证券	12.58	1,255	16.70	27.35	20.62	0.86	1.27	1.20
广发证券	12.67	880	15.24	14.73	12.42	1.13	1.15	1.10
招商证券	15.28	952	19.16	17.77	15.75	1.38	1.22	1.17
中信建投	22.73	1,513	21.03	41.33	36.08	1.41	3.37	3.32
东方证券	10.00	641	30.48	28.57	23.26	1.08	1.34	1.30
光大证券	10.48	446	21.02	18.71	16.12	0.83	0.95	0.92
兴业证券	6.16	413	30.20	22.81	19.87	0.94	1.23	1.18

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