



寿险估值关注点逐步转变，把握资本市场改革与开放机遇

——非银金融2019年中期投资策略

戴志锋 CFA 中泰银行业首席分析师，金融组组长

执业证书编号：S0740517030004

陆韵婷 中泰非银首席分析师

执业证书编号：S0740518090001

高崧 中泰非银分析师

执业证书编号：S0740519050001

中泰证券研究所

2019年6月10日

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

投资要点

- **保险监管利好与趋严并存：**1) 代理人税负压力大幅减轻，有利于收入提升；2) 手续费和佣金支出抵税新政增加保险行业盈利和价值。3) 产品设计信披，销售合规，资金运用三管齐飞。2019年以来上市公司重疾险销售增速略低于预期，我们估计和前期销售粗放，短期激励降低，以及客户固有加保频率有关，潮水退去，需要考验代理人挖掘需求的核心能力，健康险市场空间依旧充足，公司估值预计继续由短期保费向长期治理、roe、ev真实性过渡。**科创板、对外开放，资本市场改革推动行业转型发展：**1) 科创板通道红利弱化，倒逼投行模式转型，多业务协作提升综合实力，机构客户质量与黏性将成为核心竞争力；2) MSCI拟于年内提升A股纳入因子至20%，金融板块市值权重排名居前，有望持续受益外资布局加速；
- **2019年上半年保险行业股价收益理想，个股分化严重，管理动作不变形和战略稳定持续是核心：**平安在4月末股价达到历史新高的，而太平股价甚至都未回复至18年11月之前的平台。新华和太保的PEV估值也依然处于历史低位，市场对保险股基本面的投资考察重点由短期的保费转化至ROEV的长期稳定性和EV的真实性。**19Q1自营带动券商基本面触底回升：**展望全年，我们认为经纪业务弹性有所下滑，未来关注龙头机构客户及境外业务优势；19年以来投行再融资逐步回暖，债券承销持续增长，关注科创板带动现代化投资银行转型；19年股质业务存量到期压力仍然存在，规模预计维持相对稳定，但费率有望逐步提升，收入下行压力收窄；19Q1中小券商自营投资收益率同比改善幅度较大，未来关注风险管理工具丰富带来行业场内外衍生品业务发展，龙头券商具备相对优势；
- **投资建议：**首选高ROEV和剩余边际的中国平安，新华保险健康险销售技能大幅改善，太平虽然短时间需要战术软着陆，但方向正确，当前估值严重低估，中国财险估值和roe错位，均维持买入评级；MSCI、富时罗素指数调整带来外资布局加速，科创板受理、问询、上会稳步推进，券商私募资管产品备案细则落地，我们认为，科创板及资本市场对外开放为券商行业转型发展提供机遇，行业内并购已有布局，资本、投研以及风控等综合竞争力角逐下，持续看好龙头券商。
- **风险提示：**健康险新单销售增速大幅减缓；长端利率快速走低；二级市场大幅下滑；监管政策发生超预期变化。

目录

- 一、保险：寿险估值提升来源于管理动作不变形和战略的持续稳定
- 二、证券：把握资本市场改革+开放机遇

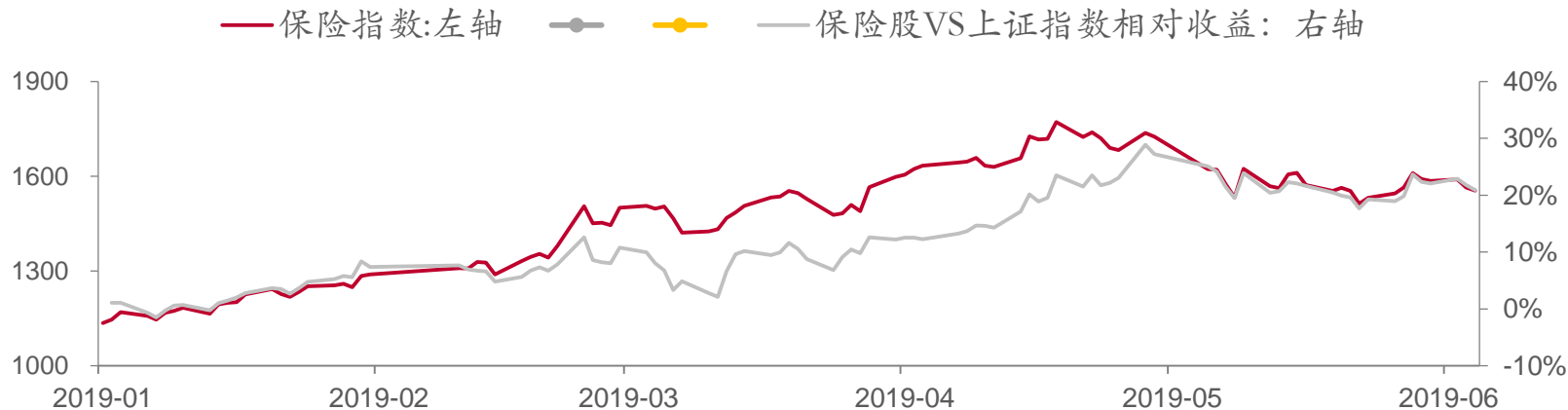
1.1 2019年上半年保险行业股价的绝对和相对收益理想

□ 2019年至今保险行业涨幅36.99%，相对大盘超额收益20.93%，位列50个申万二级行业中的第8位，收益情况较为理想。

□ 复盘上半年行业走势，结论如下：

- ✓ 年初至2月末，行业指数跟随风险偏好的修复而上涨，保险行业具有高杠杆性，权益投资和净资产的比重接近1，因此权益资产上涨10%，对应内含价值上涨1.44%-3.08%；
- ✓ 4月起随着社融和经济数据企稳，货币政策边际收紧，长端利率迅速在两周内由3.1%跳升30bp至3.4%，4月中旬保险股相对收益走阔；
- ✓ 基于低基数和产品战略调整影响，大部分保险公司Q1新业务价值显著同比好（平安6.3%vs去年同期-7.5%；国寿28.3%；），基本面有支撑，一季报出炉前夕股价涨幅亮眼；

图表：2019年至今保险行业的绝对和相对收益情况：%

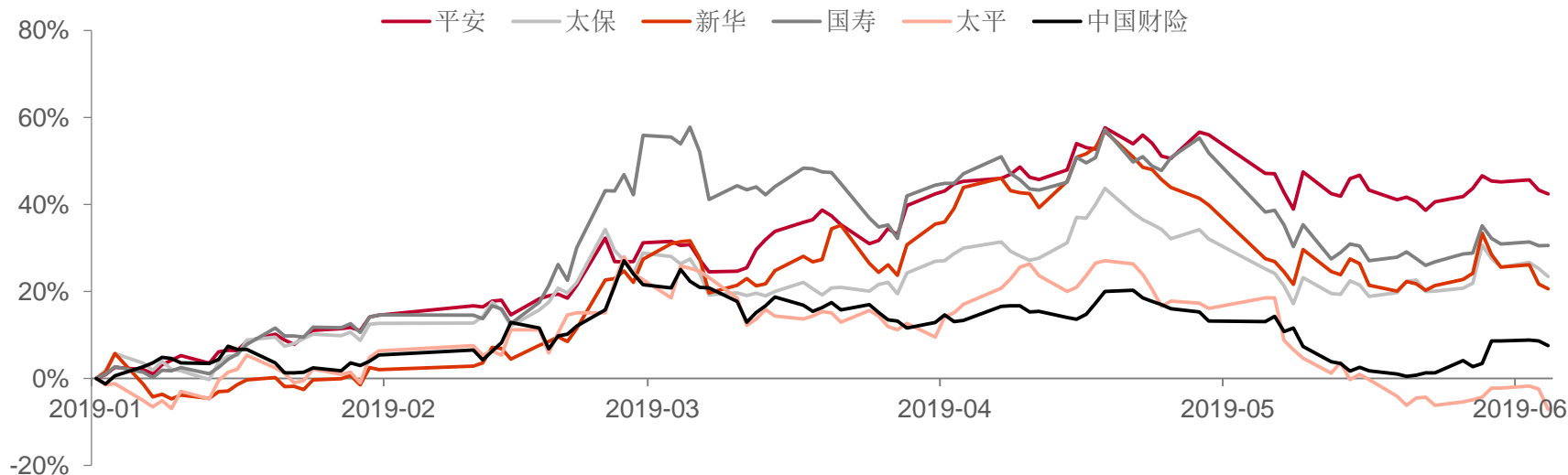


来源：wind, 中泰证券研究所

1.2 2019年上半年个股分化严重：管理动作不变形和战略稳定持续是核心

- 年初至今，平安，太保，新华，国寿，太平和中国财险这6大主要标的绝对涨幅分别为 42.46%，23.47%，20.62%，30.63%，-7.12%和7.58%。其中平安在4月末股价达到历史新高的86.84元，而太平股价甚至都未回复至去年11月之前的平台。新华和太保的PEV估值也依然处于历史低位，个股间分化明显。
- 市场对保险股基本面的投资考察重点由短期的保费转化至ROEV的长期稳定性和EV的真实性。背后的原因在于大公司短期运作空间大，但核心能力在于当年业绩达到市场预期的同时，管理动作是否不变形，以及战略是否持续稳定。

图表：2019年至今6大公司股价绝对涨幅：%



来源：wind, 中泰证券研究所

2.1 监管利好之一：代理人税负压力大幅减轻，有利于收入提升

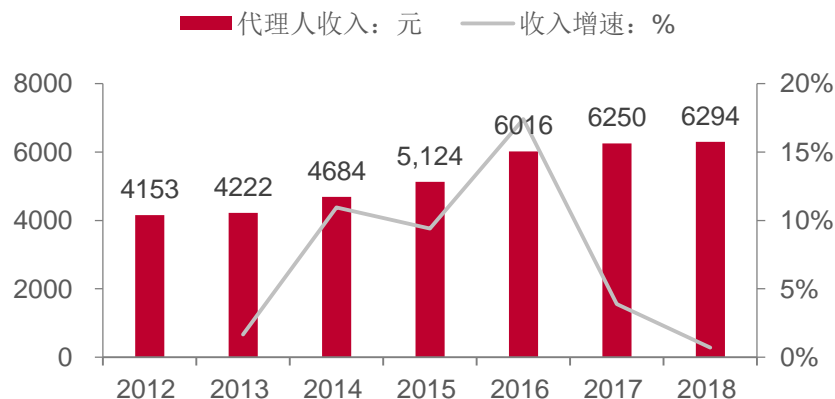
- 保险营销员个人所得税在起征点，超额累计税率和展业成本上有较大调整。2018年12月27日发布的《财政部，税务总局于个人所得税法修改后有关优惠政策衔接问题的通知》对代理人收入影响较大，包括：1) 展业成本和费用发生了变化：过去展业成本为40%，现在为25%；2) 起征点大幅提高：过去有收入就要缴纳所得税，而新税法实施之后保险营销员享受5000元个人所得税起征点待遇；3) 超额累进税率发生变化：新税法累计税率根据应纳税所得额的大小分成了3%-45%区间的7档，过去统一为20%；4) 月收入不足10万元的，免交增值税附加税；
- 新税法下营销员的税负有显著下降。案例一：月佣金收入10000元的营销员税负下降96.9%：在新税法下，月佣金收入10000元的中等收入代理人全年累计应纳税额应该为360元，而过去为11520元。案例二：月平均佣金收入30000元的营销员税负下降58.68%。

图表：新税法下代理人边际税率

全月应纳税所得额	税率 (%)
不超过36000元的	3
超过36000元至144000元的部分	10
超过144000元至300000元的部分	20
超过300000元至420000元的部分	25
超过420000元至660000元的部分	30
超过660000元至960000元的部分	35
超过960000元的部分	45

来源：财政部官网, 中泰证券研究所

图表：平安寿险代理人收入情况：元，%



来源：公司年报, 中泰证券研究所

2.2 监管利好之二：手续费和佣金支出抵税新政增加保险行业盈利和价值

- 5月29日，财政部联合税务总局共同发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》，新规将寿险和财险公司的手续费和佣金支出率抵扣上限从10%和15%统一提升至18%。
- 新规将大幅提升保险公司的盈利和价值创造能力。根据我们的测算，2018年平安，国寿，太保和新华寿险的净利润在新规下将分别增厚90.1，52.8，33.6和17.8亿元，占各自18年净利润的15.4%，46.4%，23.7%和22.5%。若将未来净利润稍微增厚值贴现至当前，预计平安，国寿，太保和新华ev增厚的幅度是10.32%，9.84%，12.01%和9.8%。
- 新规也将有利于健康险等高首年佣金支出险种的顺利转型。

图表：抵税新政下寿险公司利润增厚测算：百万元

寿险：百万元	保费收入扣除退保金	手续费和佣金支出	实际佣金支出率	增厚的利润	对18年净利润的增厚比例
平安	450820	83949	18.62%	9016	15.35%
国寿	415794	62705	15.08%	5281	46.35%
太保	192517	32683	16.98%	3358	23.65%
新华	89247	16708	18.72%	1785	22.53%

来源：财政部官网，公司年报，中泰证券研究所

2.3 监管驱严：产品设计信披，销售合规，资金运用三管齐飞

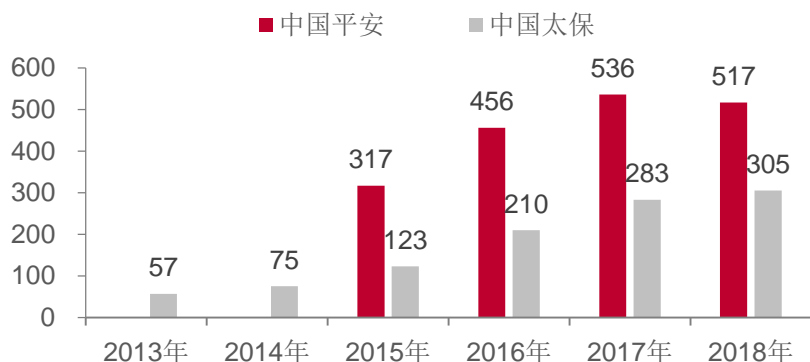
- 19年3月，银保监会下发《办公厅关于开展保险专业中介机构从业人员执业登记数据清查工作的通知》（32号文），要求保险公司确保其在中介系统、统信系、保险公司自身人员管理系统以及对外公开披露这四个方面的从业人员数据基本一致。目的在于落实保险公司对从业人员的管控责任，强化从业人员执业管理，以及防止挂虚假人员套费避税。
- 江苏银保监局下发《人身险可回溯管理征求意见稿》，规定自6月1日起，保险销售员、保险经纪人向自然人销售一年期以上，以及连续续保、保证续保的所有人身保险均需双录。
- 5月9日，中国银行保险监督管理委员会财务会计部（偿付能力监管部）主任赵宇龙博士在英国精算师协会2019年亚洲年会上，发表了关于《偿二代穿透式监管下的保险业资产风险》的演讲。详细的介绍了穿透式监管的流程和目前实施情况。
- 5月23日，银保监会人身险部发布《关于近期人身保险产品问题的通报》，对费率厘定，条款表述，产品设计等问题进行回溯，规范人身保险公司产品开发管理行为，防范人身保险产品风险，切实保护保险消费者合法权益。

3.1 健康险市场空间依旧充足，当前依旧处于行业发展初期

□ 当前健康险市场每年消耗客户约2000万人。平安当前重疾险年均体量约360亿元，件均6000元，则对应客户600万人，新华18年重疾险110亿元，件均4500元，则对应客户245万人，太平体量和新华类似，太保去年重疾险约200亿元，件均5000元，对应400万客户，这4家上市公司去年重疾险客户合计1500万，算上国寿和其他公司，预计一年消耗的客户2000万人。

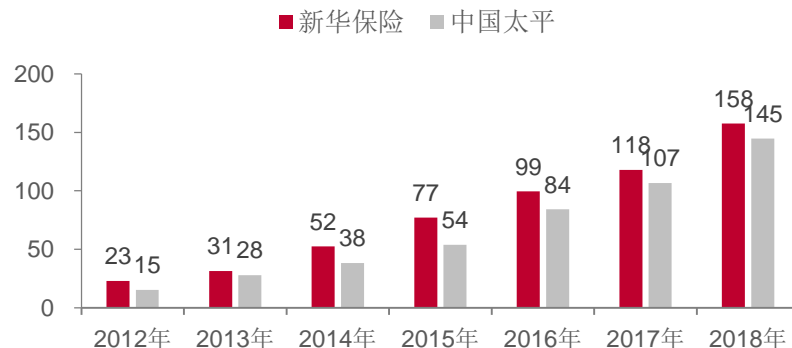
□ 当前健康险发展依然处于发展初期。中国当前城镇人口8亿，扣除不符合投保年龄的，无法通过核保的以及低收入者，潜在客户体量预计在2亿人左右，够行业经营至少10年，当前行

图表：长期保障险新单规模：亿元



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表：长期保障险新单规模：亿元

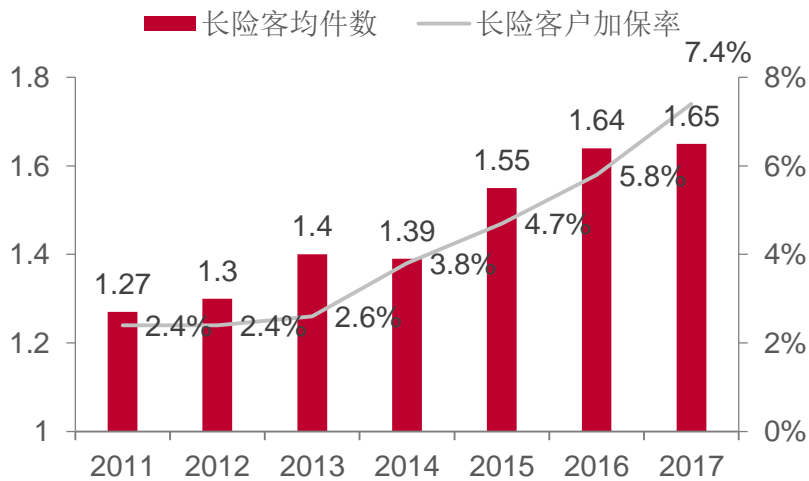


来源：公司年报，中泰证券研究所

3.2 健康险销售由粗放向精细化发展会带来短期波动

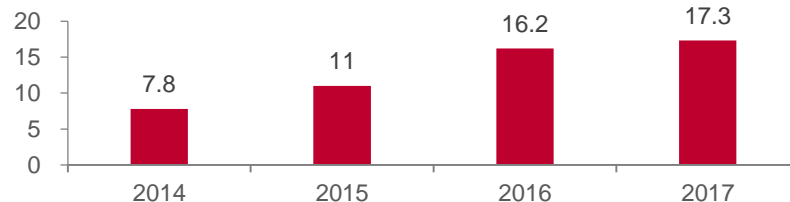
- 2019年以来上市公司重疾险销售增速略低于预期，我们估计和前期销售粗放，短期激励降低，以及客户固有加保频率有关。
- 2017-2019年上半年，重疾险销售较为粗放，保险公司通过人海战术，降低价格，提高佣金率等短期战术刺激销售。比如太平的龙腾计划使得代理人数量由38.4万激增至50万，2018年4月推出低价值的福禄康瑞1年内销售规模超过110亿元；平安福和新华的健康无忧的首年佣金率均在40%以上。但短期的激励总是暂时的，潮水退去，需要考验代理人挖掘需求的核心能力；
- 老客户加保不应短期预期过高。一方面新客户重疾险件均保额已经达到一定程度，太保和平安分别为17.3万和23万元；另一方面重疾险销售开始才2-3年，老客户加保的时间间隔可能需要更长。

图表：太保长险加保率和件数情况：%

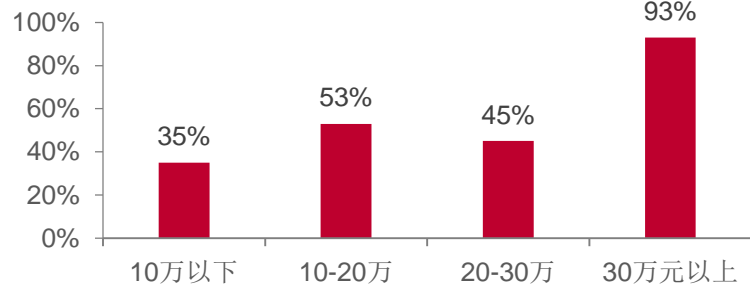


来源：太保公告，中泰证券研究所

图表：太保重疾险新保客均保额



图表：2017年太保各档重疾保额的客户同比增速

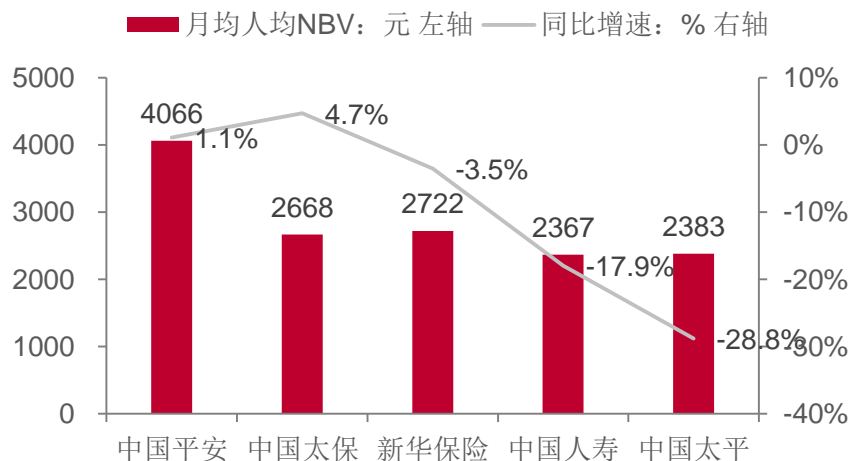


来源：太保公告，中泰证券研究所

3.3 代理人销售能力比较：平安人均价值创造能力领先，新华健康险突飞猛进

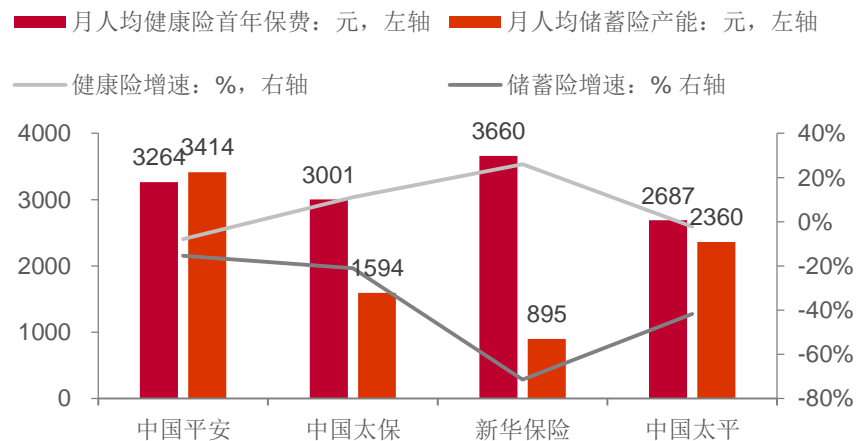
- 平安人均价值创造能力领先。**我们采用月人均新业务价值这个指标来反映各个公司代理人的价值创造能力。平安2018年月人均NBV达到4066元，同比微增1.1%，绝对值上遥遥领先，2013年至今呈现单调递增的良好态势，体现了公司在产品，代理人，精算等方面强大的匹配和调整能力。
- 新华健康险销售能力长足进步。**我们统计了长期保障险和储蓄险的月人均产能情况，窥见各公司在客户区位，代理人销售能力和产品战略的变化。新华代理人“偏科”，强健康险弱储蓄险。新华保险2018年月人均健康险的产能达到了3660元，同比大幅增加25.96%，甚至超过了平安3264元的保障险月均产能，显示出过去3年转型成效。

图表：2018年上市公司月人均NBV比较：元，%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表：2018年各险种人均产能比较：元，%

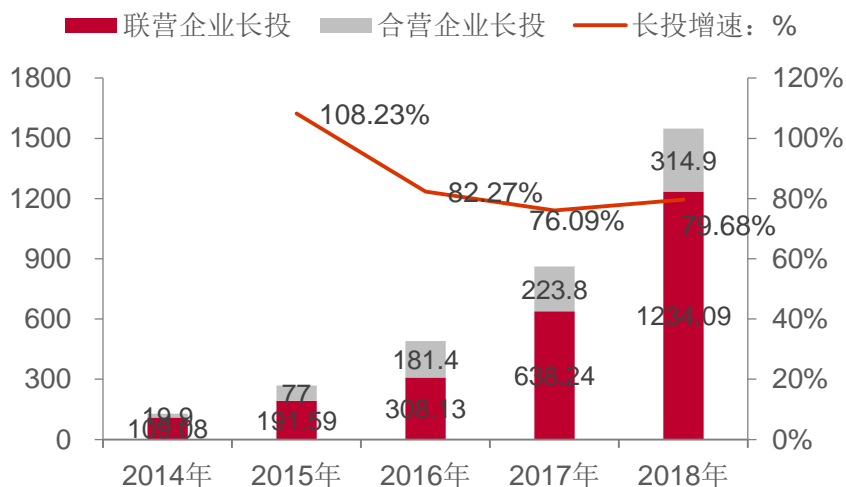


来源：公司年报，中泰证券研究所

4.1 保险公司投资端长期股权投资规模和占比显著提升：以平安为例

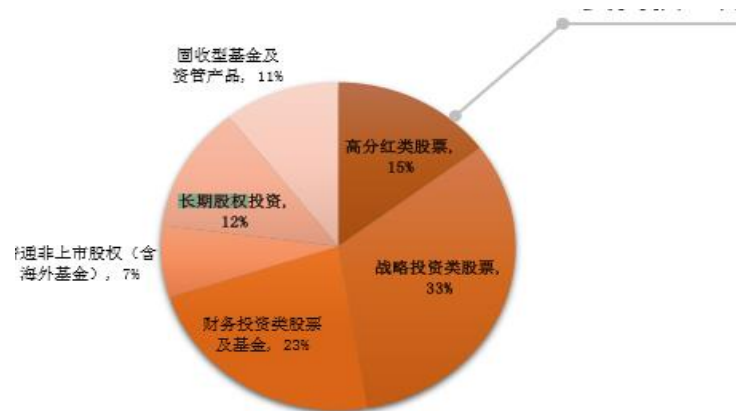
- 截止2018年末，平安的长期股权投资规模达到1549亿元，5年复合增速达到53.56%，占总资产的比重由2014年的0.32%提升至18年的2.17%。长期股权投资又以联营企业为主。
- 落实在保险资金层面，2018年末平安长期股权投资规模达到932亿元，较IFRS9实施前一年的584亿元同比增加59.6%，占2.8万亿可投资资产的比重达到3.34%，同比提升0.95pct。长期股权投资占平安保险资金中股权投向12%的比重。

图表：平安集团长期股权投资情况：亿元，%



来源：wind, 中泰证券研究所

图表：平安保险资金长期股权投资情况：%



来源：2018年平安投资者开放日, 中泰证券研究所

4.2 长期股权投资贡献稳定利润，内部孵化外部协同共举

- 长期股权投资对平安投资收益贡献分为三部分，第一部分是以前成本法计量的长期股权投资资产的分红收入，第二部分是长投的处置收益，第三部分是权益法下被投资标的当年净利润乘以平安持股比例而得到的收益。2018年平安集团持有的长期股权投资的利润贡献达到了204亿元。
- 平安的长期股权投资标的分为两大类，第一类是内部孵化，之后不断对外募资的医疗金融类科技企业，包括陆金所，好医生，医保科技和一账通，后三者均是在2017年才正式计入长期股权投资科目，第二类是平安通过配股，定增和二级市场等方式向外投资形成的长期股权标的，金额较大的包括京沪高铁，旭辉股份，长江电力，中药控股和华夏幸福，其中后四者均为近两年所投出。平安对外长期股权投资的特点是契合集团战略，以金融、医药、不动产等行业为主。

图表：平安近年来外部长期股权投资情况：亿元，%

外部财务性长期股权投资	年末净额	股权占比	入账年份	获取方式
京沪高铁	63	39.19%	2007年	
众安	15.85	10.21%	2016年	
金证科技	9.1	6.00%	2016年	
旭辉股份	33.1	9.56%	2017年	定增
长江电力	142.31	4.47%	2018年	二级市场买入
中药控股	22.55	11.94%	2018年	配股
华夏幸福	262.33	19.73%	2018年	股权转让
合计	548.24	16.57%		

来源：公司公告，中泰证券研究所

5. 投资建议和风险提示

□ 我们对中报和全年的新业务价值增长，全年内含价值增长给出下列预测：

	平安	太保	新华	国寿	太平(H股)
中报NBV增速预测	4%	-10%	-2%	5%	0%
全年NBV增速预测	7%	2%	6%	8%	5%
全年EV增速预测	22.2%	17.7%	19.8%	17.6%	18.40%
当前估值	1.16	0.77	0.74	0.79	0.41

来源：公司公告, wind, 中泰证券研究所

- **投资建议：** 1) 首选高ROEV和剩余边际的中国平安，尽管今年其NBV增长面临较大压力，但产品和销售政策依然较为克制，走可持续发展道路； 2) 新华保险健康险销售技能大幅改善，维持买入评级； 3) 太平虽然短时间需要战术软着陆（福禄康瑞的高价值对代理人销售技能的培养并不是好事），但方向正确，0.41倍的估值严重低估，维持买入评级； 4) 中国财险将持续的受益于抵税上限的上调，全年的综合成本率将在已赚保费形成率上升的趋势下企稳回落，估值和roe错位，维持买入评级；
- **风险提示：** 健康险新单销售增速大幅减缓，长端利率快速走低，权益市场大幅波动，监管政策收紧等

目录

一、保险：寿险估值提升来源于管理动作不变形和战略的持续稳定

二、证券：把握资本市场改革+开放机遇

- 科创板带来机遇与挑战：资本实力+投研风控能力，行业龙头具备优势
- 基本面：19Q1市场交易量回升，行业基本面改善
- 投资建议：行业并购+国际化发展，看好龙头现代化投资银行竞争力不断提升

科创板推动资本市场改革

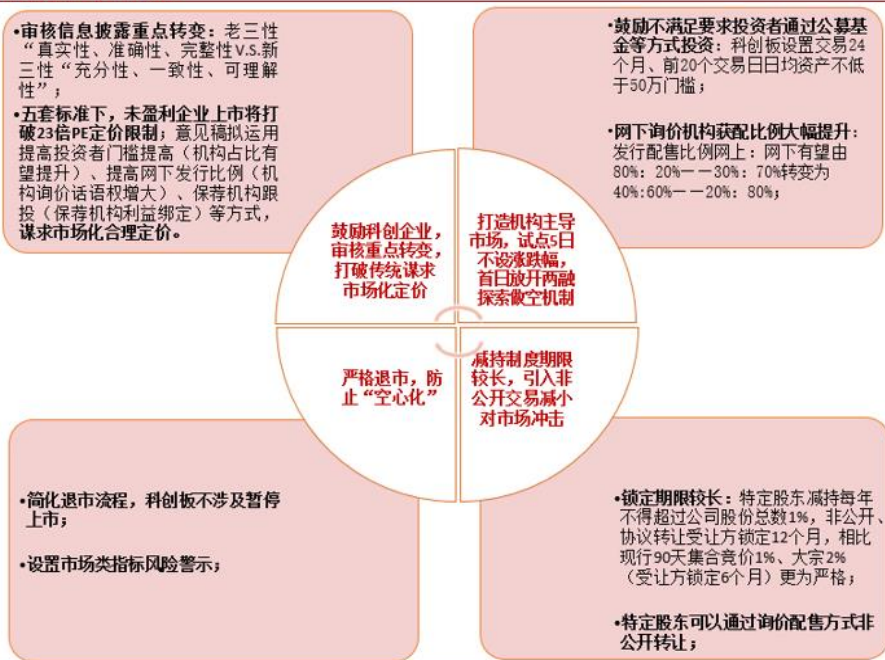
▶ 科创板是连接中国的创新与改革两大主题。

▶ 一方面科技创新、产业升级等新兴经济的发展则需要融资模式的创新，科创板等资本市场制度的创新，正符合中国经济转型的融资要求。

▶ 另一方面，科创板将推动资本市场改革。试点注册制，战略配售引入券商跟投，打造机构市场，执行更为严格退市制度，提高市场效率，作为增量改革的前沿试点，其机制在不断改善成熟后，将延伸至A股市场的存量领域。

▶ 目前科创板配套政策持续落地，申报项目119家，问询101家，首批过会3家，有望为券商发行、承销、经纪多项业务带来增量，对资本实力+投研能力提出更高要求。

图表：科创板制度创新亮点

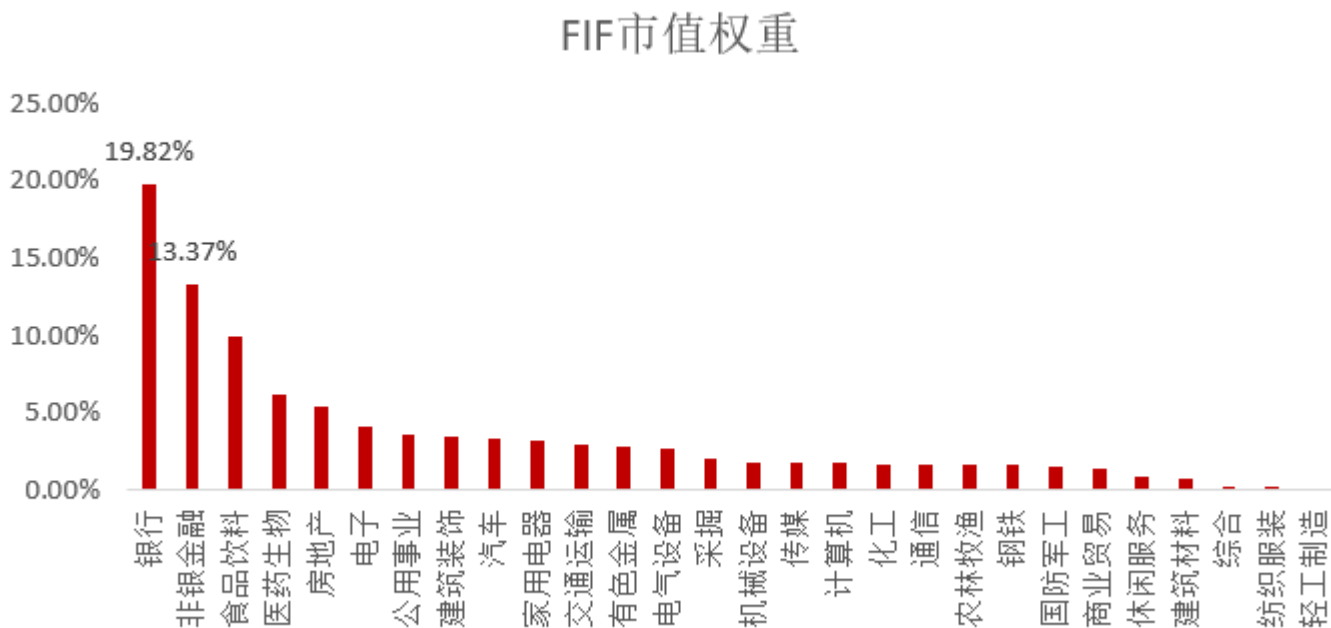


资料来源：证监会、沪深交易所，中泰证券研究所

对外开放推进，外资加速布局

- 2019年3月1日，MSCI宣布将于年内将A股纳入因子调整至20%，对应时点分别为5月、8月、11月，预计后续约400亿美元外资流入我们对其最新公布的大盘股市值权重进行分析发现，银行及非银领域占比位列前二，金融行业将持续受益。

图表：2019年2月公布MSCI大盘股FIF市值权重



来源：wind，中泰证券研究所

券商融资补充资本金，回购提升投资者信心

- ▶2019年以来，15家券商发布再融资以及海外上市方案，资本市场发展对券商资本实力要求增多，后续布局有望持续加速；
- ▶方正、东吴、华创、中信、招商等发布拟回购、股权激励公告，根据海外经验，回购实施员工持股，彰显对行业及公司发展信心，有望持续提升对投资者吸引力，同时优化员工长期机制，提升综合竞争力。

图表：上市券商融资相关公告

公司	H股IPO	非公开发行股票	配股	可转债	GDR	公告日期	计划资金用途
海通证券		不超过200亿元				2018/4/27	发展资本中介业务，扩大FICC投资规模，信息系统建设，投行业务的资金投入，补充营运资金
广发证券		150亿元				2018/5/9	对全资子公司的投入，提升中介业务，拓展FICC业务，建设信息技术系统，其他营运资金安排
国信证券		不超过150亿元				2018/11/28	补充公司资本金、营运资金及偿还债务，以扩大业务规模，提升公司的市场竞争力和抗风险能力
招商证券			不超过150亿元			2019/3/12	子公司增资及多元化布局、资本中介业务、资本投资业务、补充营运资金
中信建投		130亿元				2019/1/22	发展资本中介业务，发展投资交易业务，信息系统建设，增资子公司，其他运营资金安排
申万宏源	90亿港元					2019/4/12	发展证券业务，本金投资，发展国际业务
兴业证券		不超过80亿元				2017/12/19	增加公司资本金，补充公司营运资金，增加信息系统建设、合规风控等基础性投入，扩大公司业务规模。
东方财富				不超过73亿元		2019/5/30	发展融资融券，扩大证券投资业务规模，对子公司增资
第一创业		不超过60亿元				2019/4/25	扩大投资与交易业务规模，扩大信用业务规模，偿还债务，增加对子公司的投入
中原证券		不超过55亿元				2019/4/19	补充公司资本金和营运资金，发展主营业务，提升公司的市场竞争力和抗风险能力
国投资本				不超过45亿元		2019/3/29	扩大信用交易业务规模，扩大证券投资业务规模
财通证券				38亿元		2018/4/28	提升经纪业务服务质量，支持信用业务发展，适度增加证券投资业务规模，加大对资产管理业务的投入，扩大投资银行业务规模，加大信息投入，增加另类投资子公司的投入，加大国际业务开展投入。
浙商证券				35亿元		2018/3/3	加大对资产管理业务的投入，营业网点建设，加强投资银行业务，开展创新业务，信息系统建设，扩充研究团队
华泰证券					不低于5亿美元	2018/11/23	支持国际业务内生与外延式增长，扩展海外布局；持续投资并进一步增强公司现有的主营业务分部；进一步增强公司的营运资金和其他一般企业用途
华安证券				28亿元		2019/3/13	股权投资业务平台建设，加快境外业务布局，加快传统经纪业务向财富管理转型

来源：公司公告，中泰证券研究所

目录

一、保险：寿险估值提升来源于管理动作不变形和战略的持续稳定

二、证券：把握资本市场改革+开放机遇

- 科创板带来机遇与挑战：资本实力+投研风控能力，行业龙头具备优势
- 基本面：19Q1市场交易量回升，行业基本面改善
- 投资建议：行业并购+国际化发展，看好龙头现代化投资银行竞争力不断提升

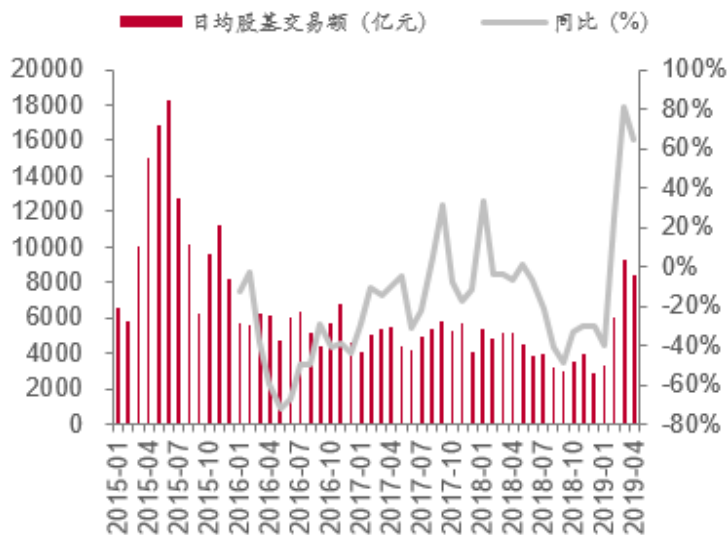
经纪业务回顾：股基交易收入弹性有所下滑

►19Q1市场交易额回升，行业收入改善，佣金率下滑趋势继续趋缓。

►1、19Q1交易额回升：2018年131家券商合计实现代理买卖证券业务净收入623亿元，同比-24%，34家上市券商实现净收入603亿元，同比-19%，占行业总体比例97%，同比提升6个百分点，19Q1随着市场回暖，股基交易额回升至6000亿以上，行业实现经纪业务净收入222亿，同比+14%，上市券商净收入行业集中度83%，同比下滑7个百分点。

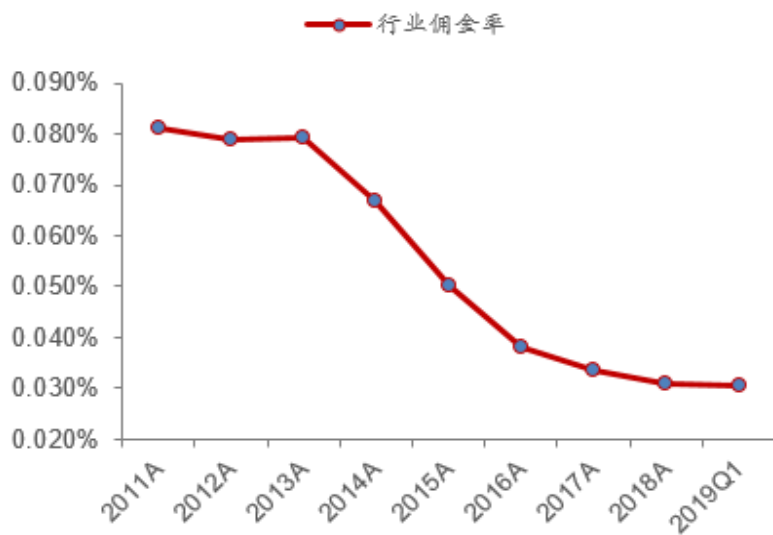
►2、佣金低位经纪业务弹性有所下滑：截止2018，行业平均佣金率已降至万3.1，19Q1基本持平，相比2011年下滑62%，相比2015年下滑39%，19Q1上市券商经纪业务收入同比+6%，占总收入占比下滑8个百分点至19%。

图表：日均股基交易额（月度，亿元），同比(%)



来源：wind，中泰证券研究所

图表：行业平均佣金率降幅继续收窄

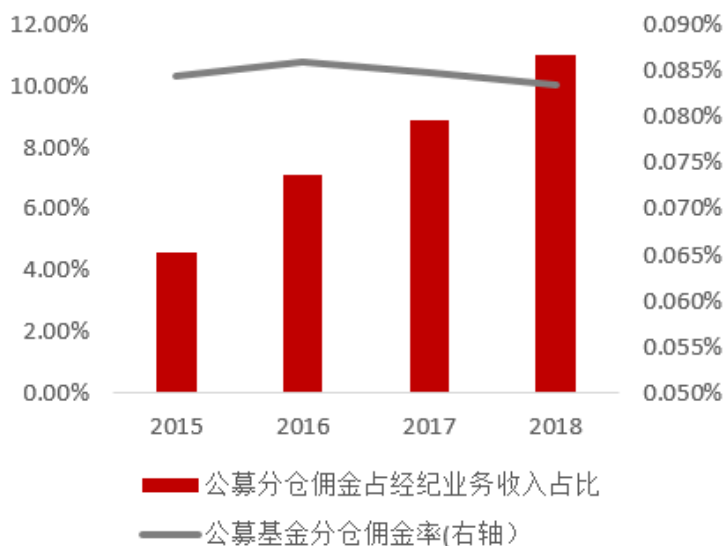


来源：中证协，wind，中泰证券研究所

经纪业务展望：机构客户+对外开放机遇

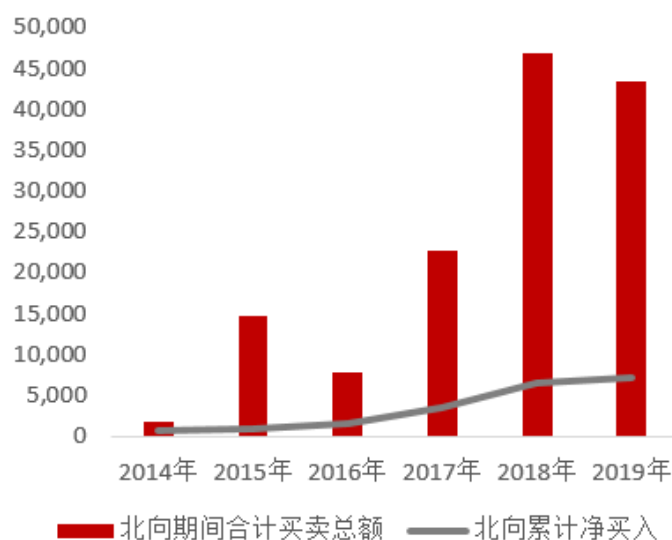
- 1、机构客户市场重要性提升。根据wind数据，公募基金分仓占券商经纪业务收入比重近年来持续提升，同时佣金率保持稳定，规模对收入贡献具有较大弹性，随着保险资管、养老金、银行理财子公司等资金入市的推进，同时科创板拟打造机构市场，多重机遇下，机构客户重要性有望持续提升。
- 2、把握对外开放机遇。2014年沪深港通开通以来，北向资金合计买卖总额13.68万亿，19年以来，MSCI、富时罗素纳入比例按预期提升，外资布局临近，券商国际化布局把握对外开放机遇。

图表：券商公募基金分仓佣金情况



来源：wind，中证协，中泰证券研究所（注：wind统计券商数量在92至95家，协会公布同期行业券商数量为121至131家）

图表：沪、深港通北向资金情况（亿元）

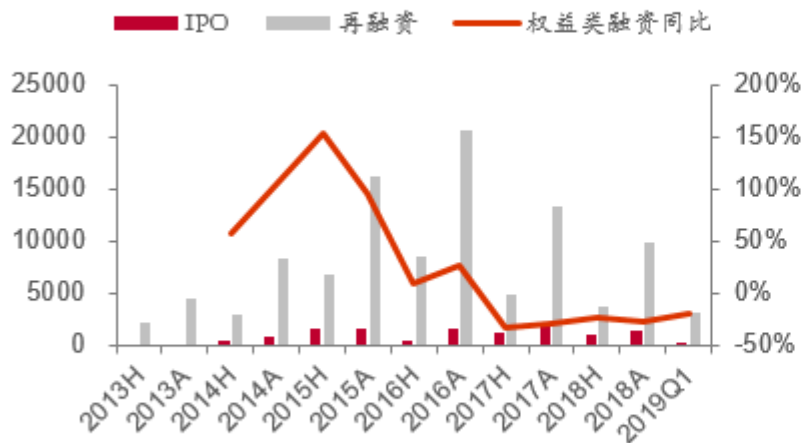


来源：wind，中泰证券研究所

投行业务回顾：再融资逐步回暖，债券承销持续增长

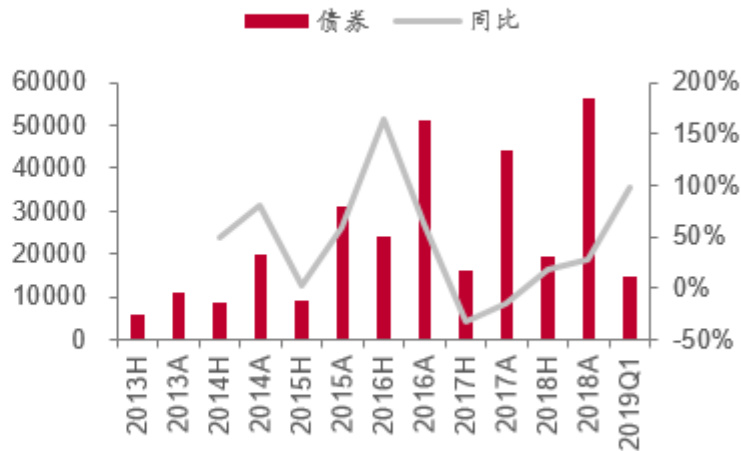
- 再融资逐步回暖，IPO审核通过率提升：**随着2018年11月并购重组、回购等配套融资政策推出，股权再融资逐步回暖，2018年承销9988亿，同比-25%，19Q1承销规模3138亿，同比-19%；IPO方面规模仍同步收缩，审核通过率改善，19Q1 75%，相比18年提升19个百分点，5月回升至100%，随着科创板临近，期待IPO改善；
- 债券承销规模大幅增长：**2018年券商债券承销5.63万亿，同比+28%，19Q1承销1.46万亿，同比+98%，其中企业债和公司债、短融、中票均增长良好，同时地方政府债规模同比增幅较18年继续扩大。

图表：行业股权承销业务规模（亿元），同比（%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表：行业债券承销业务规模（亿元），同比（%）



来源：wind，中泰证券研究所

投行业务展望：科创板带动现代化投资银行转型

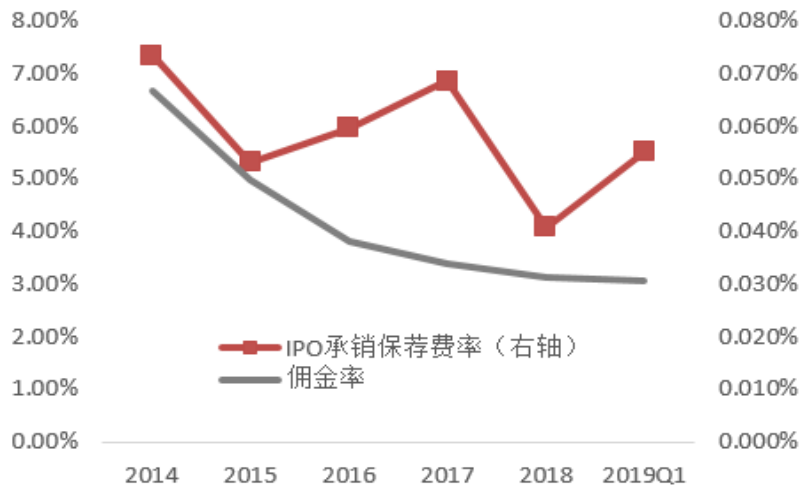
- ▶借鉴发达市场经验，我国券商后“佣金战”时代，注册制契机下，现代化投资银行将成为核心竞争力。2014年起，我国证券佣金率呈现下滑趋势，与美国70-80年代情形类似（1983年“储架”注册制进一步提升资本市场效率，催生美国投行机构服务传统向创新转型），“后佣金自有化”时代，科创板注册制制度落地，传统承销保荐费率或面临下滑压力，但资本市场效率提升迎来契机，现代化投资银行转型将成为我国证券行业转型核心点。
- ▶4月16日，科创板承销保荐细则落地，券商自有资金出资参与跟投，资本金实力成为科创板发力基础。龙头资本能力相对雄厚，同时市场化询价、配售机制下，具备较强机构客户基础，客户质量与黏性将成为现代化投行核心竞争力。

图表：2018A 投行业务规模排名

机构简称	首发		再融资		债券承销		财务顾问	
	募集资金 (亿元)	市场份额 (%)	募集资金 (亿元)	市场份额 (%)	募集资金 (亿元)	市场份额 (%)	并购重组规模 (亿元)	市场份额 (%)
中金公司	368	27%	613	6%	3770	7%	1361	11%
华泰联合证券	188	14%	1197	12%	721	1%	1454	12%
中信建投	141	10%	1397	14%	5980	11%	1060	8%
中信证券	128	9%	1512	15%	7674	14%	1623	13%
招商证券	79	6%	214	2%	4291	8%	371	3%
国信证券	45	3%	395	4%	1085	2%	174	1%
广发证券	38	3%	282	3%	1612	3%	247	2%
国泰君安	29	2%	819	8%	3013	5%	358	3%
海通证券	25	2%	408	4%	2675	5%	464	4%
东方花旗证券	19	1%	73	1%	633	1%	541	4%
中国银河证券	19	1%	79	1%	877	2%	9	0.1%

来源：wind，中泰证券研究所

图表：我国证券行业佣金率下滑趋缓，注册制下传统承销保荐费率或面临下滑压力

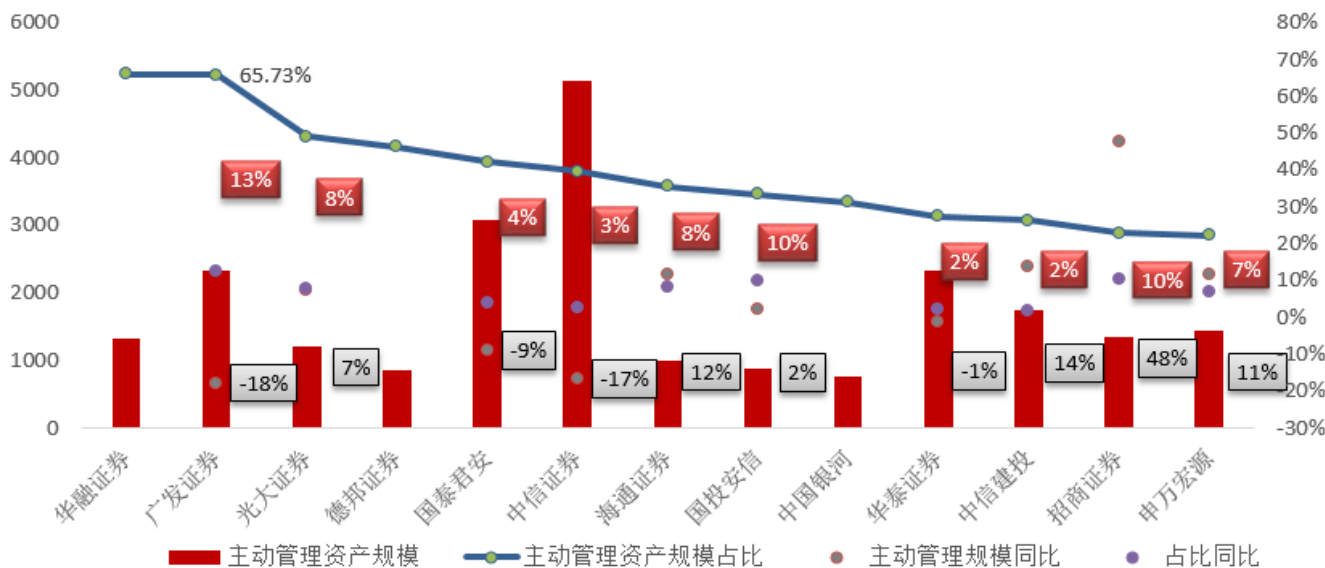


来源：wind，中证协，中泰证券研究所

资管业务回顾与展望：规模收缩，主动管理占比相对提升

- ▶ 19Q1行业排名前20券商管理规模除中信建投外，同比下滑9%-34%，主动管理规模幅度下滑幅度相对较小，总规模占比相对提升；
- ▶ 提升主动管理业务规模水平已经成为行业共识，截止19Q1上市券商主动管理规模绝对数据排名前三为中信、国君、广发，占比排名前三为广发、光大、国君；
- 近期，中基协发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法（试行）》，其中对明确了ABS、政府产业投资基金的嵌套规定，穿透后至最终投资者，券商资管业务透明、规范化发展，主动管理有望提速。

图表：主动管理规模占比提升



来源：中基协，中泰证券研究所

信用业务回顾：规模收缩显著，增提减值准备

图表：股票质押回购规模及买入返售金融资产减值（百万元）-2018A

证券公司	股票质押 业务余额 (百万元)	同比	买入返售金 融资产	股票质押 占比	占比 同比	买入返售金 融资产减值 准备	买入返售 金融资产 减值准备 占资产余 额比例	比例同比	2019Q1信 用减值损 失
海通证券	55603	-25%	82679	67%	-10%	734	0.9%	0.53%	264.10
申万宏源	43723	35%	66268	66%	-7%	628	0.9%	0.58%	15.40
中信证券	38478	-51%	67370	57%	-11%	1,966	2.9%	2.43%	(16.21)
国泰君安	38343	-50%	61118	63%	-20%	1,635	2.7%	1.92%	(374.82)
中国银河	37452	3%	39967	94%	-1%	115	0.3%	0.08%	(53.61)
国信证券	31451	-23%	33208	95%	4%	537	1.6%	0.78%	(131.24)
华泰证券	28334	-41%	43557	65%	-13%	547	1.3%	1.15%	6.21
东方证券	24094	-23%	28169	86%	-4%	834	3.0%	2.42%	9.56
招商证券	22839	-26%	33044	69%	-16%	200	0.6%	0.22%	(116.69)
广发证券	22440	-16%	36813	61%	-18%	214	0.6%	0.27%	130.31
光大证券	20979	13%	33709	62%	-31%	427	1.3%	1.27%	36.73
中信建投	13817	3%	23797	58%	6%	120	0.5%	0.34%	(423.81)
兴业证券	20742	-33%	21135	98%	5%	692	3.3%	2.99%	(177.48)
东吴证券	13833	-21%	16495	84%	-5%	662	4.0%	3.71%	9.64
国元证券	9598	21%	10797	89%	-2%	112	1.0%	0.10%	1.23
东兴证券	8668	7%	9155	95%	11%	255	2.8%	1.79%	(61.81)
国海证券	8371	24%	9903	85%	3%	113	1.1%	0.73%	4.43
太平洋	7234	-26%	8711	83%	24%	979	11.2%	10.77%	0.00
长江证券	7177	-57%	11148	64%	-2%	159	1.4%	1.09%	(93.31)
东北证券	6284	-13%	6747	93%	8%	207	3.1%	2.64%	(18.25)
华安证券	4016	-14%	4753	84%	-5%	38	0.8%	0.53%	38.70
中原证券	3220	-33%	8917	36%	-16%	226	2.5%	2.36%	7.29
第一创业	2142	-47%	4740	45%	-43%	157	3.3%	3.15%	21.49
山西证券	1578	-47%	3976	40%	-8%	8	0.2%	-0.04%	0.73
西南证券	1251	-30%	2140	58%	0%	7	0.3%	0.04%	(39.93)
西部证券	1085	-74%	2853	38%	-39%	5	0.2%	-0.20%	(33.33)
华林证券	261	-62%	1978	13%	-16%	8	0.4%	0.43%	(8.22)
长城证券	213	-87%	2051	10%	-65%	1	0.0%	-0.19%	42.97

►2018年股票质押业务受市场大幅震荡影响，规模显著收缩；

►1、上市券商主动收缩规模，CR5中信、华泰、国君同比降幅在40%以上；

►2、上市券商买入返售金融资产减值准备计提增加，同比提升，CR5中信、国君准备占余额比例同比提升约2个百分点，较为充分。

►3、19Q1市场回暖，部分券商进行减值损失转回；

►18A市场两融业务规模同比-8%，19Q1相比18年末同比+22%，有所回暖。

信用业务展望：规模相对稳定，整体费率回升

我们认为，19年股质业务存量到期压力仍然存在，规模预计维持相对稳定，但费率有望逐步提升，收入下行压力收窄；

1、我们估算上市券商2018年两融以及回购业务费率，两融继续维持稳定，回购业务费率有所回升；

2、经历2018年平仓压力，存量客户风控标准预计有所提升，整体风险可控，新增业务费率趋势或延续。

图表：上市券商两融利率稳定，回购费率有所提升，利息成本占比显著上升-2018A

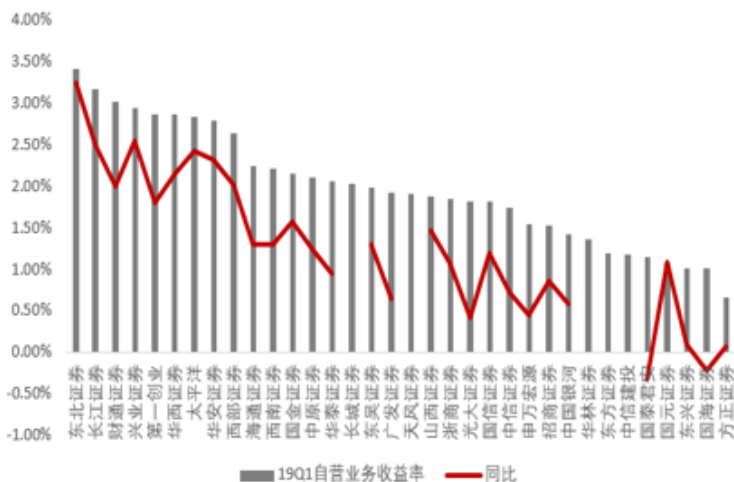
证券公司	两融费率 估算	同比	金融回购 业务费率 估算	同比	利息成本 /利息收 入	利息成本 /利息收 入同比
海通证券	7.04%	-0.4%	5.69%	0.98%	75%	-0.5%
申万宏源	7.27%	0.01%	6.17%	1.76%	71%	-8%
中信证券	7.41%	-0.4%	4.18%	-0.19%	88%	7%
国泰君安	7.69%	-0.3%	4.95%	-0.28%	60%	6%
中国银河	7.64%	-0.4%	6.19%	1.67%	73%	13%
国信证券	8.02%	-0.3%	5.87%	0.83%	76%	15%
华泰证券	7.36%	-0.2%	5.17%	0.92%	72%	10%
东方证券	7.71%	-0.5%	5.56%	-0.52%	151%	0%
招商证券	7.23%	-0.2%	5.13%	0.41%	91%	18%
广发证券	7.49%	-0.7%	4.99%	0.50%	99%	5%
光大证券	7.52%	-1.6%	4.70%	-0.613%	84%	8%
中信建投	7.52%	-0.05%	4.90%	0.63%	72%	-3%
兴业证券	8.02%	-0.6%	5.40%	-0.57%	109%	20%
东吴证券	7.40%	0.2%	6.43%	1.43%	127%	0%
国元证券	7.55%	0.1%	5.53%	-0.66%	72%	13%
东兴证券	7.62%	-0.1%	6.95%	3.74%	145%	33%
国海证券	7.60%	0.2%	6.05%	1.04%	140%	13%
太平洋	8.45%	-1.0%	5.58%	-0.54%	116%	29%
长江证券	7.69%	-0.4%	4.95%	-0.59%	85%	15%
东北证券	7.66%	-0.1%	5.76%	0.42%	95%	-13%
华安证券	7.03%	-0.2%	5.78%	0.61%	84%	36%
中原证券	7.57%	-0.5%	5.63%	-0.766%	80%	16%
第一创业	7.16%	0.0%	4.28%	-1.16%	107%	23%
山西证券	7.38%	0.1%	5.07%	1.03%	118%	23%
西南证券	7.57%	-0.2%	5.75%	0.56%	136%	19%
西部证券	7.70%	-0.4%	3.29%	-2.50%	105%	35%
华林证券	9.32%	-2.1%	3.04%	-1.07%	55%	-12%
长城证券	7.10%	0.4%	4.80%	-2.34%	101%	35%

来源：wind，公司公告，中泰证券研究所，注：费率估算为利息收入/期初、期末资产余额均值，A+H 股利息收入排除 FVTOCI 债权投资调整新增利息

自营业务回顾：19Q1中小券商同比改善幅度较大

- ▶根据我们测算，19Q1东北、长江、财通等中小券商自营收益率提升至3%以上，弹性优势凸显；龙头华泰、广发、中信收益率同比增长1%左右。
- ▶券商自营配置预计仍以债券为主，截止5月，券商债券配置杠杆率2.09，同比-10%。

图表：2019Q1上市券商自营投资收益率（%），同比（%）



来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

图表：自营债券投资杠杆率

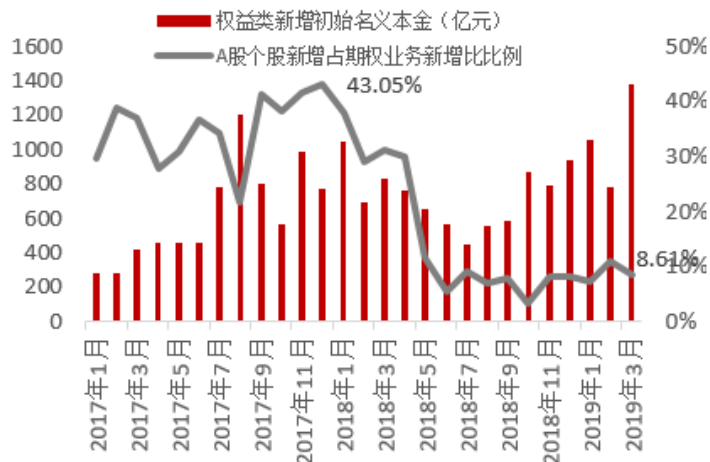


来源：wind，中泰证券研究所

自营业务展望：丰富风险管理工具，关注衍生品业务

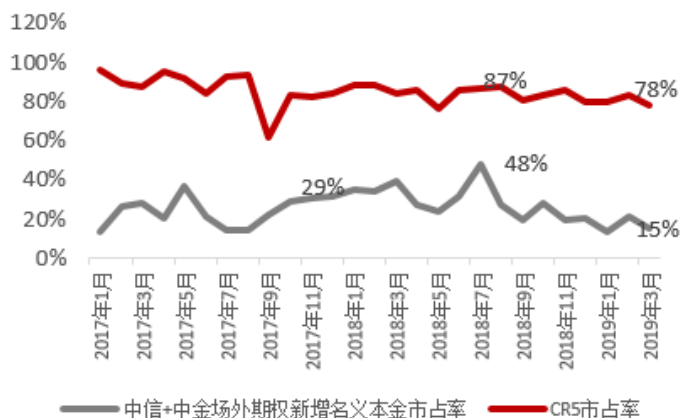
- 场内衍生品发力，股指期货松绑：**2019年4月19日，股指年内再次松绑，核心变量日内开仓大幅提升至单个合约500手，超过2015年8月监管要求单个品种600手，按当时指数点位计算，单日持仓市值提升至64亿，我们认为，日内开仓限额持续改善有助于增强对大资金吸引力，为对外开放外资布局提供支持，流动性存在进一步改善预期，借鉴前三次松绑经验，股指期货常态化有望使得券商业务期货子公司、IB业务及自营机遇增多；
- 场外衍生品个股新增占比降低，龙头集中度整体稳健：**4月21日，场外衍生品论坛提出进一步丰富风险管理工具，衍生品市场迎来发展机遇，18年5月新规以来，场外权益类衍生品新增名义本金逐步回归常态，截止19年3月，个股占期权类占比下滑至8%，但CR5集中度维持稳定，预计龙头仍具有优势，中金、中信稳健发展，申万、招商等新增趋势良好。

图表：场外权益类衍生品新增回归常态，个股新增维持低位



来源：中证协，中泰证券研究所

图表：期权衍生品新增集中度



来源：中证协，中泰证券研究所

目录

一、保险：寿险估值提升来源于管理动作不变形和战略的持续稳定

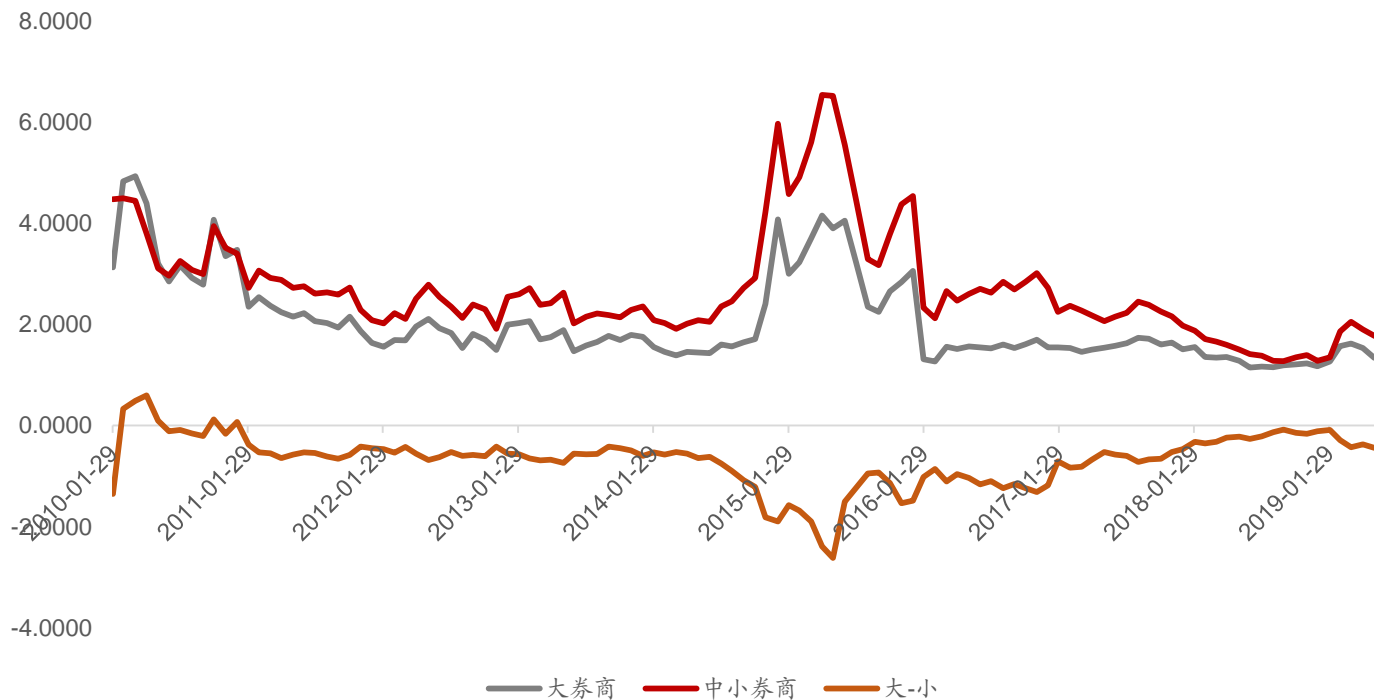
二、证券：把握资本市场改革+开放机遇

- 科创板带来机遇与挑战：资本实力+投研风控能力，行业龙头具备优势
- 基本面：19Q1市场交易量回升，行业基本面改善
- 投资建议：行业并购+国际化发展，看好龙头现代化投资银行竞争力不断提升

投资建议：把握核心资产，龙头仍据估值优势

- MSCI、富时罗素指数调整带来外资布局加速，科创板受理、问询、上会稳步推进，券商私募资管产品备案细则落地，我们认为，科创板及资本市场对外开放为券商行业转型发展提供机遇，行业内并购已有布局，资本、投研以及风控等综合竞争力角逐下，持续看好龙头券商。

图表：大券商估值仍具有相对优势



图表来源：wind，中泰证券研究所，注：大券商为CR5，中小券商为其余纯券商标的

风险提示

- 行业再融资、回购低于预期。
- 二级市场持续低迷。券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高，若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- 金融监管发生超预期变化。监管政策的变化、中长期制度改革推进低于预期会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。

重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。