

非银2019年中期投资策略

——科创临近关注龙头券商，盈利拐点左侧布局中国财险

证券分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

研究助理：朱洁羽

联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理：周颖婕

联系邮箱：zhouyj@dwzq.com.cn

二零一九年六月九日

● 核心要点:

- **券商:** 1) 4月以来市场下行, 板块估值调整至历史低位, 政策呵护释放积极信号, 股票质押规模压缩, 整体风险可控; 2) 2018年下半年低基数, 叠加科创板预期, 行业全年有望保持同比增长。3) 券商并购整合趋势明显, 行业集中度有望进一步提升, 大券商更具配置价值: 建议关注价值龙头**中信证券**(作为券商龙头, 最受益行业集中度提升, 领先的投资交易能力贡献增量盈利)、**华泰证券**(科技赋能, 财富管理转型领衔行业发展); 同时建议关注估值较低且具有业绩弹性的**海通证券**、**兴业证券**。
- **保险:** 1) 财险: 所得税增提影响改善增厚净利润, 下半年已赚保费形成率影响逐步消除, 年内综合成本率有望优化, 财险盈利有望迎来周期拐点, ROE提升预计显著, 建议左侧配置产险龙头**中国财险**(估值较低、业绩有望改善、安全边际充足, 且受益于财险行业集中度提升); 2) 寿险二季度估值低点, 全年来看经营指标(NBV、利润、EV等)预计全面优于去年, 中长期具备配置价值, 短期仍需关注新单保费、长端利率以及权益市场投资等情况, 建议关注**中国平安**(寿险核心资产, 代理人质态优异推动寿险显著领先同业)、**新华保险**(新单、NBV及人力规模增长弹性较高)。
- **信托:** 1) 短期政策面承压(地产信托政策趋严), 进一步督促信托公司向股权投资模式转型; 长期来看, 资管新规将推动行业变革, 驱动行业正向健康发展。2) 行业积极主动管理转型, 2019年以来信托项目新发规模保持同比增长, 资产负债端双双好转, 盈利能力得到保障; 3) 行业估值仍处于历史低位, 具有安全边际。建议关注**爱建集团**(公司信托主动管理起势, 激励机制及招聘机制改善后公司运营效率及盈利提升, 公司现价对应2019年/2020年PE仅9倍/7倍, 安全边际充足)、**江苏国信**、**中航资本**、**国投资本**。
- **风险提示:** 1) 市场交易活跃度下降; 2) 股市进一步调整; 3) 保险新单大幅下滑; 4) 信托行业监管趋紧。

第一章

券商：政策呵护，集中度提升龙头受益

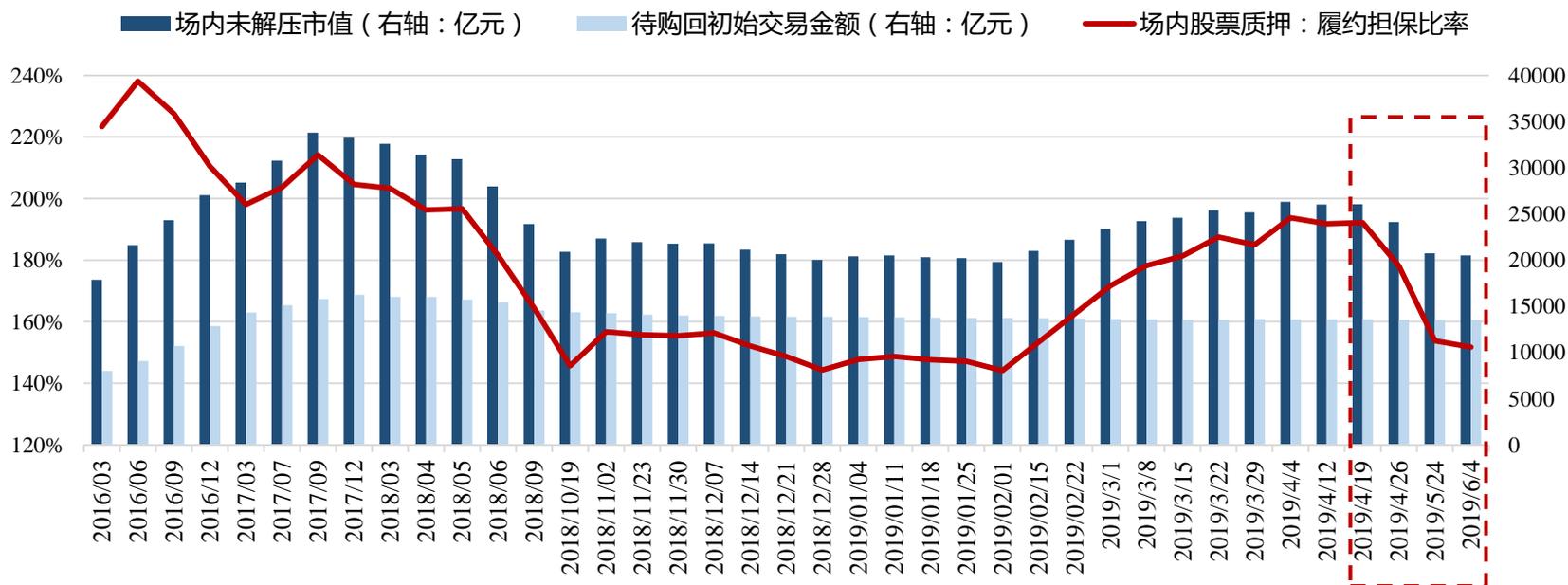
● 核心要点：政策呵护，市场风险可控，行业集中度提升龙头受益

- **市场调整风险整体可控，低基数下全年有望保持同比增长：**1) 4月以来市场调整，股票质押风险回升，但随存量规模下行、纾困基金落地及政策呵护，风险整体可控。2) 2019年以来股基成交额同比提升，融资融券余额触底回升，2018年下半年低基数背景下，全年仍有望保持同比增长。3) 券商再融资需求旺盛，积极推动补充资本金，提升综合竞争力，积极备战科创板。
- **政策呵护释放积极信号，科创板持续超预期推进：**1) 证监会主席易会满表示，中美经贸摩擦对资本市场的影响客观存在但程度可控，我国资本市场韧性在增强，抗风险能力在提高。2) 银保监会强调当前中小银行运行平稳，流动性充足，总体风险可控。此外，保险公司有望被赋予更多投资自主权，提高证券投资比重，促进资本市场长期稳定健康发展。3) 科创板自推出以来超预期推进，作为增量改革市场，为直接融资打开空间，券商有望深度受益。
- **券商并购整合趋势明显，行业集中度有望进一步提升：**1) “金融供给侧改革”背景下，面对低迷的外部市场，传统中小券商呈现出业务单一、缺乏竞争力、易亏损等弱势，对转移风险有迫切需求，并购整合将成为快速有效的方式。2) 随外资不断放开，海外成熟投行的进入将对行业造成一定冲击，国内大券商靠内生增长难以跨越当前的增长瓶颈，兼并重组将成为公司各方面提升的有效手段，行业集中度有望进一步提升。
- **投资建议：板块估值处于历史低位，大券商更具配置价值：**券商板块估值回到历史低位，当前位置具有一定安全边际。1) 券商并购整合趋势明显，行业集中度有望进一步提升，建议关注价值龙头**中信证券**（作为券商龙头，最受益行业集中度提升，领先的投资交易能力贡献增量盈利）、**华泰证券**（科技赋能，财富管理转型领衔行业发展）；2) 建议估值较低且具有业绩弹性的**海通证券**、**兴业证券**、**东北证券**。
- **风险提示：**1) 市场交易活跃度下降；2) 股市进一步调整。

1.1 股票质押规模收缩，风险整体可控

- 股票质押规模收缩，风险整体可控。1) 2019年股票质押业务规模持续收缩，截至6月4日，场内待回购初始交易金额同比-13.8%至13514亿元，此前已大幅计提减值（2018年上市券商合计计提资产+信用减值同比+70.2%至167.9亿元）。2) 2019年以来风险有所改善，5月随市场下行风险再次升级，截至6月4日，履约担保率回落至151.7%逼近行业平均预警线。经测算，假设股市持续下行，上证综指下跌100/200/300点，履约担保率分别为146%/141%/136%，将触及平仓线。我们认为随存量规模下行及纾困基金落地（截至5月10日已累计投出金额364亿元，相比4月1日增加47.5%），后续风险将逐步得到控制。

股票质押履约担保比例回落趋缓

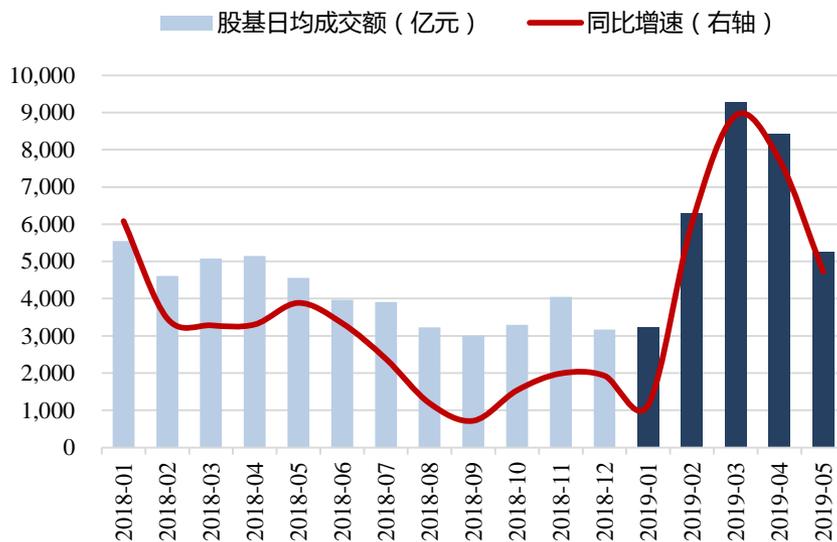


数据来源: choice, 东吴证券研究所

1.2 低基数+科创板预期，行业全年增速可期

- **股基成交额同比提升，两融余额触底回升。**1) 2019年以来市场流动性改善，股基成交额同比提升，1-5月股基日均成交额同比+29.6%至6493亿元。2) 两融余额在年初触底后回升，截至5月底两融余额较年初增长22.5%至9262亿元。5月以来股基成交额及两融余额呈环比下滑趋势，考虑2018年下半年低基数，全年同比增速依旧可期。
- **IPO及再融资缩水，债承同比大幅增长，科创板有望贡献增量。**1) 2019年1-5月IPO规模同比-4%至519亿元，再融资规模同比-17%至3449亿元，均同比减少。2) 2019年1-5月债承规模同比大幅增长57%至25951亿元，对冲了股权承销下滑的影响。科创板自问世以来持续超预期推进，下半年有望为券商投行贡献增量。

2019年以来股基成交额同比提升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2019年以来两融余额触底回升

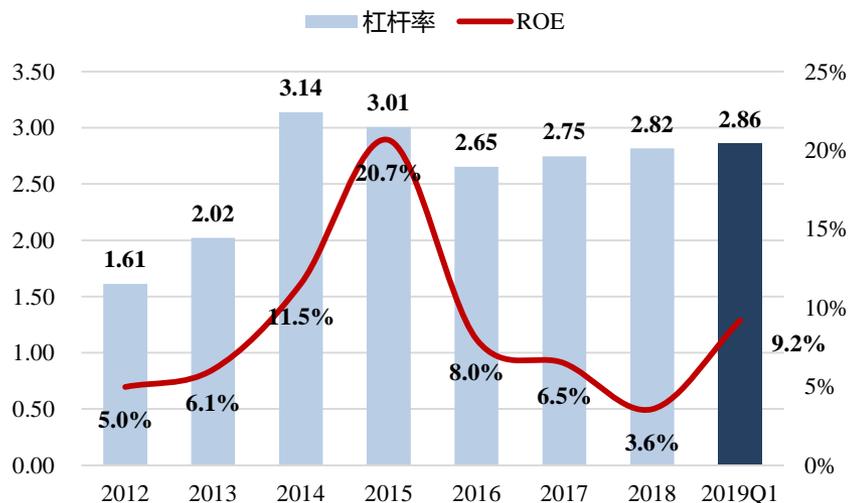


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3 杠杆率平稳+ROE提升，券商募资提升竞争实力

- 行业杠杆率相对平稳，ROE水平提升显著。（1）截至2019Q1，证券行业杠杆率较2018年底略有提升至2.86，系2019以来中美贸易战升级，国内经济复苏不确定性引发担忧，宽信用背景下，行业杠杆率回升。（2）2018年受全业务线下滑影响，行业ROE于2018年触底（3.56%），2019Q1市场回暖带动年化ROE显著回升至9.19%，全年有望保持同比增长。
- 券商再融资需求旺盛，积极推动补充资本金。2018年以来，上市券商通过各种方式密集补充资本，一方面源于科创板并试点注册制下，具备资源与资本优势的券商可抢占先机；另一方面资本实力雄厚的券商，既可扩大业务规模、纵向加深业务深度，又可进入新的业务领域以促进业务协同，提升竞争实力。

行业杠杆率平稳+ROE回升



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2019年以来启动再融资计划的A股券商

券商	预案公告日	方案进度	预计募集资金 (亿元)
今年来启动配股计划的A股券商			
东吴证券	2019/5/14	董事会预案	65.0
山西证券	2019/4/23	董事会预案	60.0
天风证券	2019/4/16	股东大会通过	80.0
招商证券	2019/3/13	董事会预案	150.0
今年来启动定增计划的A股券商			
第一创业	2019/4/25	董事会预案	60.0
中原证券	2019/4/19	董事会预案	55.0
中信建投	2019/1/22	董事会预案	130.0
中信证券	2019/1/10	董事会预案	134.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 资本市场重要性提升，政策呵护传递积极信号

- **高层表态，资本市场重要性提升。**1) 2月习近平总书记强调，深化金融供给侧结构性改革、防范化解金融风险、深化金融改革开放，将为当前我国金融业发展的三大主要目标。2) 证监会副主席表示要优化金融市场体系结构，下大力气补短板，大力发展资本市场。
- **政策呵护，传递积极信号：**1) 证监会主席易会满表态，中美经贸摩擦对资本市场的影响客观存在但程度可控，我国资本市场韧性在增强，抗风险能力在提高。A股正处于历史低位的市场估值，显示巨大潜力。2) 银保监会强调“包商银行”为个案，当前中小银行运行平稳，流动性充足，总体风险可控。3) 银保监会表示，有望赋予保险公司更多投资自主权，更好地发挥保险资金长期投资、价值投资优势，提高证券投资比重，促进资本市场长期稳定健康发展。

2019年以来部分重要监管政策

日期	信息来源	监管政策及核心内容
2019/1/14	国家外汇管理局	合格境外机构投资者（QFII）总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，时隔两年半QFII总额度再扩容。
2019/1/30	证监会	发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，并同日就《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》公开征求意见，科创板及注册制改革方案落地，A股制度设计实现重大突破。
2019/1/31	证监会	1) QFII、RQFII整合有关配套监管规定，扩大投资范围，放宽准入条件，为市场引进更多境外长期资金； 2) 研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度。 3) 拟取消融资融券业务现行的130%强制平仓线，改为由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例，同时扩大担保物范围，进一步提高客户补充担保的灵活性，此外为满足投资者对标的证券的多样化需求，沪深交易所正在研究扩大标的证券范围。
2019/2/24	中共中央政治局	习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调， 深化金融供给侧结构性改革、防范化解金融风险、深化金融改革开放 ，将为当前我国金融业发展的三大主要目标，重视程度上升到前所未有的高度。
2019/4/19	金融期货交易所	调整股指期货交易安排：2019年4月22日结算时起，将中证500股指期货交易保证金标准调整为12%；自2019年4月22日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手，套期保值交易开仓数量不受此限；自2019年4月22日起，将股指期货平仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。进一步优化股指期货交易运行，促进市场功能的发挥。
2019/5/25	证监会	副主席阎庆民表示监管层需要优化交易监管制度，不允许行政干预股指，最大限度实现投资者公平交易；优化金融市场体系结构，下大力气补短板，大力发展资本市场。
2019/6/2	新闻联播	证监会主席易会满表态：中美经贸摩擦对资本市场影响客观存在但程度可控。我国资本市场的韧性在增强，抗风险能力在提高。设立科创板并试点注册制改革已进入冲刺阶段，这项改革不仅会在关键制度创新上实现突破，还将成为改革的试验田，进而带动资本市场的全面深化改革。中国资本市场的改革将一如既往在更加开放的市场环境中推进。
2019/6/9	银保监会	银保监会新闻发言人强调，当前，中小银行运行平稳，流动性较为充足，总体风险完全可控。此外为进一步优化保险资产配置结构，银保监会正在研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜。

数据来源：证监会等，东吴证券研究所整理

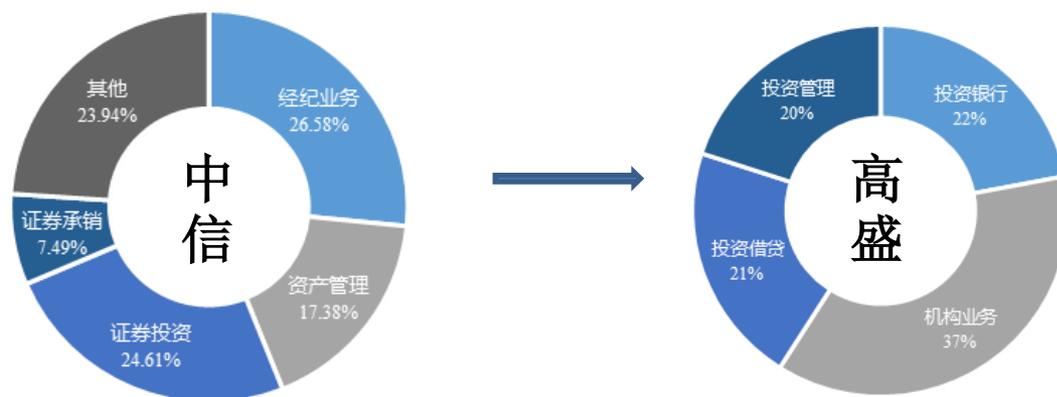
2.2 科创板稳步推进，推动券商业务链重构

- 科创板稳步推进，投行市场扩容，提振承销收入。** 科创板自推出以来超预期推进，各家券商积极筹备。作为增量改革市场，科创板为直接融资打开了空间，提振券商投行业务，假设科创板首年募集资金规模1000亿，以6%承销保荐费率测算，将增厚行业承销保荐收入约23%。
- 投行业务链将重构，协同重要度提升：** 1) 国内传统投行业务以通道为主，投行部独立展业，各部门联动较少，对标海外差异明显，高盛投行业务链共同展业的多层次结构鲜明。2) 科创板涉及定价、销售、跟投等，未来国内投行将与研究、投资、IT、销售、财富管理等部门广泛协同，对内部运作机制提出更高要求。

各大券商积极筹备科创板

保荐机构	家数	保荐机构	家数
中信建投	15	天风证券	2
华泰证券	9	申万宏源	2
中信证券	9	瑞银证券	1
中金公司	9	华创证券	1
招商证券	7	民族证券	1
国泰君安	7	首创证券	1
海通证券	6	德邦证券	1
光大证券	6	兴业证券	1
广发证券	5	英大证券	1
民生证券	5	东莞证券	1
国信证券	5	东方花旗证券	1
安信证券	3	东吴证券	1
东兴证券	3	南京证券	1
中天国富	3	国元证券	1
国金证券	2	华菁证券	1
长江证券	2	华安证券	1
中泰证券	2	申港证券	1
中德证券	2		

2018年中信证券与高盛收入结构对比



3.1 行业兼并收购趋势明显，突破成长瓶颈

- 中小券商并购整合快速提升实力，试图从头部化趋势中突围。“金融供给侧改革”背景下，面对低迷的外部市场，传统中小券商呈现出业务单一、缺乏竞争力、易亏损等弱势，对转移风险有迫切需求，并购整合将成为快速有效的方式。
- 头部券商通过并购稳固地位，抵御外资券商冲击。随外资不断放开，海外成熟投行的进入将对行业造成一定冲击，国内大券商靠内生增长难以跨越当前的增长瓶颈，将面临不进则退的困境，兼并重组将成为公司各方面提升的有效手段，行业集中度有望进一步提升。

2009~2019年券商行业并购重组事件整理

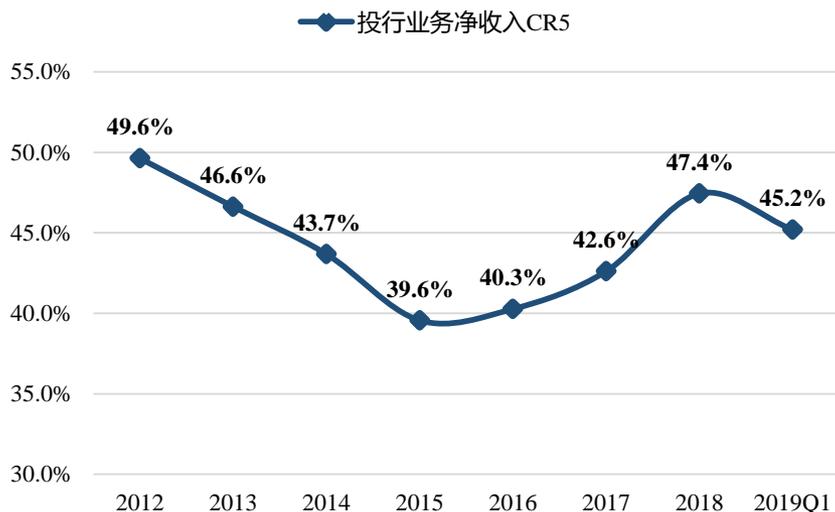
时间	事件	金额	并购方式	整合效果
2019.5.28	天风证券收购恒泰证券29.99%股份	尚未公布	现金收购	有助于天风证券优化资源配置，对公司资产进行补充调整，进而提高竞争力和盈利能力，有利于上市公司和投资者利益最大化
2018.12.24	中信证券并购广州证券	不超过134.6亿元	换股合并 (股权交换股权)	提高经纪业务市场份额，布局粤港澳大湾区经纪圈
2016.11.4	中金公司并购中投证券	167亿	换股合并 (股权交换股权)	夯实客户基础，实现对大中小型企业及机构、个人客户更为深度的覆盖，为财富管理转型奠定基础
2014.12.17	东方财富收购宝华世纪证券	1.3亿港元	现金合并 (现金购买股权)	拓展海外业务，延伸公司业务领域和范围，拓展市场覆盖面
2014.7.25	申银万国并购宏源证券	400亿元左右	换股合并 (股权交换股权)	整合北京、新疆、上海以及香港4个地区的资源和优势，吸纳银行、保险、信托和租赁等金融业务资源
2014.4.22	国泰君安收购上海证券	35.71亿元	现金合并 (现金购买股权)	实现IPO
2014.1.16	广州证券并购天源证券	6亿元	现金合并 (现金购买股权)	迅速扩大网点和规模，天源证券有17家营业部，主要分布于青海、甘肃、辽宁、深圳等地，大部分正好是广州证券尚未铺设网点的地区，实现区位优势互补
2014.1.10	方正证券重组民族证券	132.02亿元	换股合并 (股权交换股权)	区位优势互补，进一步扩大方正证券的经营网络
2012.7.20	中信证券并购里昂证券	8.4亿元	现金合并 (现金购买股权)	实现海外布局，里昂证券业务覆盖美国、英国、日本等国家，收购后中信成为首家分支机构遍及全球的中国证券公司
2009.11.25	海通证券收购香港大福证券	18.2亿港元	现金合并 (现金购买股权)	实现海外布局

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2 行业集中度将进一步提升，龙头券商优势凸显

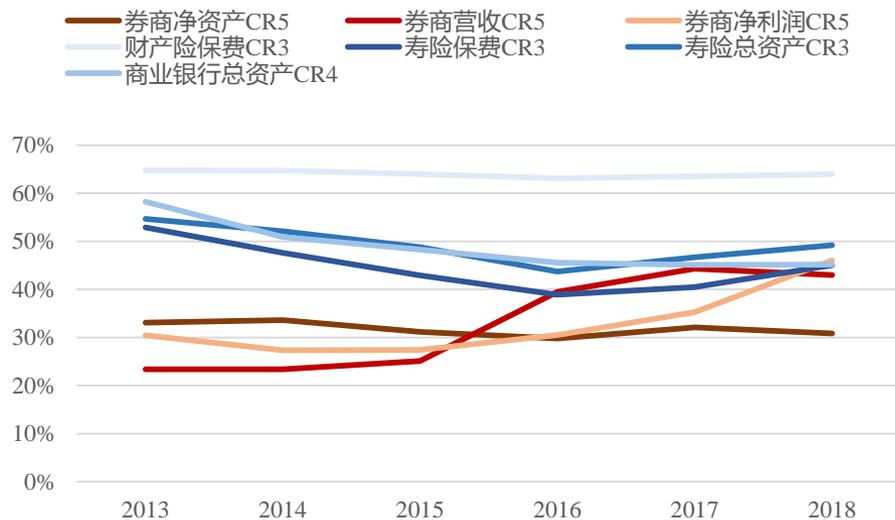
- **行业集中度提升，龙头券商优势凸显：**2016年以来，上市券商经纪业务净收入CR5保持在38%以上，投行业务净收入CR5保持在40%以上（其中2018年IPO/再融资规模CR5为57%/70%）；龙头券商主动管理基数较高，资管业务业绩稳健增长；自营业务中，龙头券商优秀的主动管理能力和资产配置能力能更好抵御股市波动影响。
- **对标保险、银行，券商行业集中度仍存在提升空间。**2018年上市券商营收CR5为43%，净利润CR5为46%，而财险保费CR3达64%，寿险CR3达45%。与金融同业相比，券商行业集中度仍然存在提升空间。龙头券商拥有更雄厚的资本实力、更优秀的人才资源和完善的资源配置，长期竞争中优势凸显，将受益于集中度提升趋势。

2012-2019Q1上市券商投行业务净收入CR5



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2012-2019Q1上市券商投行业务CR5



数据来源：银保监会、Wind，东吴证券研究所

4.1 盈利预测

- **盈利预测：**我们预计中性假设下，证券行业2019年营业收入、净利润分别增长30.5%、56.2%，ROE回升至5%，净利润增长主要源于经纪及自营投资回暖、利息支出缩减、减值影响消除等因素，同时净资产规模增至**2.00万亿元**。

2019年证券行业盈利预测及核心假设

单位：亿元	2016	2017	2018	2019E (悲观)	2019E (中性)	2019E (乐观)
日均股票+基金成交额	5677	5011	4139	5500	6000	6500
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	1053	821	623.42	805	893	983
IPO募资总额	1496	2301	1375	1200	1600	1800
定增募资总额	16918	12705	7752	6800	7200	7600
券商债券承销金额	51606	45216	56820	68184	71025	73866
承销与保荐业务净收入	520	384	258	252	279	297
财务顾问业务净收入	164	125	112	106	128	134
资产管理规模	178200	175782	168843	133569	117541	120212
资产管理业务净收入	296	310	275	213	228	244
融资融券余额	9392	10263	7557	8500	9000	9500
利息净收入	382	348	214.85	206	231	244
证券投资收益（含公允价值变动）	568	861	800.27	1040	1400	1601
营业收入	3280	3113	2663	2882	3413	3747
净利润	1234	1130	666	865	1041	1162
净利润率	37.6%	36.3%	25.0%	30.0%	30.5%	31.0%
净利润增速	-49.6%	-8.5%	-41.0%	29.8%	56.2%	74.4%
净资产	16400	18500	18900	19919	20024	20097
ROE	8.0%	6.5%	3.6%	4.5%	5.3%	6.0%

4.2 板块估值处于低位

- 板块回调，估值处于低位：近期市场下行，2019年以来券商股经历强势反弹后调整，回归到历史低位，具有一定的安全边际。

券商板块估值水平处于历史低位（市净率）



数据来源：wind，东吴证券研究所

● 5 投资建议

- **投资建议：金融监管呵护市场，领导层释放积极信号，科创板进入冲刺阶段，政策环境持续向好。券商板块估值处于历史低位，具有一定安全边际。1) 券商并购整合趋势明显，行业集中度有望进一步提升，建议关注价值龙头中信证券、华泰证券；2) 建议关注估值较低且具有业绩弹性的海通证券、兴业证券。**

重点推荐标的盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中信证券					
营业收入	43,292	37,221	50,066	51,712	53,130
归属于母公司股东净利润	11,433	9,390	14,382	15,814	16,396
归属于母公司股东净资产	149,799	153,141	165,452	175,556	187,587
归属于母公司股东净利润增速	10.3%	-17.87%	53.16%	9.96%	3.68%
P/B (A)	1.62	1.59	1.47	1.39	1.30
华泰证券					
营业收入	21,109	16,108	21,803	22,672	23,799
归属于母公司股东净利润	9,277	5,033	7,691	8,203	8,480
归属于母公司股东净资产	87,336	103,394	110,543	116,493	122,566
归属于母公司股东净利润增速	47.94%	-45.75%	52.83%	6.65%	3.37%
P/B (A)	1.77	1.50	1.40	1.33	1.26
海通证券					
营业收入	28,222	23,765	29,475	31,496	33,759
归属于母公司股东净利润	8,618	5,211	7,810	8,305	9,047
归属于母公司股东净资产	117,755	117,859	126,085	131,874	131,916
归属于母公司股东净利润增速	7.15%	-39.54%	49.87%	6.34%	8.93%
P/B (A)	1.23	1.23	1.15	1.10	1.10

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2019年6月6日收盘价）

第二章

保险：财险盈利周期拐点，寿险价值长期看好

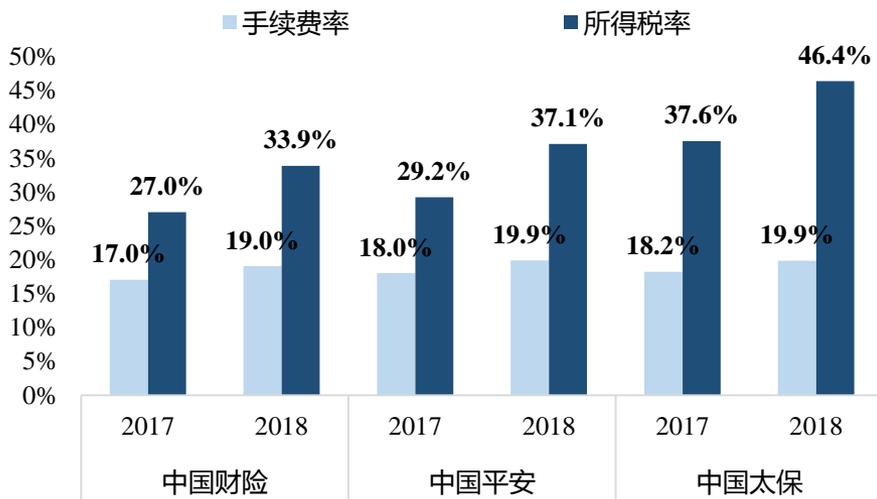
● 核心要点：财险盈利周期拐点，寿险价值长期看好

- **财险：所得税增提影响改善+综合成本率优化，盈利有望迎来周期拐点：**财险手续费扣除标准提升后，2018年多缴所得税转回+2019年所得税增提影响改善，将显著增厚财险公司净利润。保费层面，虽然车险降速导致整体增速承压，但非车险中的新兴险种有望成为产险保费的主要驱动力；综合成本率层面，严监管下车险手续费率已有下降，年内未到期责任准备金计提增加导致已赚保费形成率提升的影响有望逐步消除，我们预计综合成本率下半年将逐步优化，财险盈利有望迎来周期拐点，ROE将显著提升。
- **寿险：全年经营指标预计优于去年，后续关注保费+利率+投资：**1) 负债端：受到去年二季度新单及NBV同比高基数影响，保费短期面临压力，随着后续基数走低，三、四季度有望回暖。考虑保障型产品为销售主力，NBV增速预计优于新单，全年仍有望稳健增长；2) 资产端：目前长端利率仍为影响保险股估值的核心分歧，考虑经济走势和政策波动存在不确定性，建议关注后续利率走势+权益市场表现情况。
- **板块估值低点，建议关注左侧配置机会：**1) 产险盈利周期拐点，ROE提升趋势显著，建议左侧配置产险龙头**中国财险**（估值较低、业绩有望改善、安全边际充足，且受益于财险行业集中度提升）；2) 寿险二季度估值低点，19年经营指标（NBV、利润、EV）预计全面优于去年，中长期具备配置价值，建议关注**中国平安**（寿险核心资产，代理人质态优异推动寿险显著领先同业）、**新华保险**（新单、NBV及人力规模增长弹性较高）。
- **风险提示：** 1) 股市进一步调整；2) 保险新单大幅下滑。

1.1 财险：减税大幅改善所得税增提，财险盈利有望迎来拐点

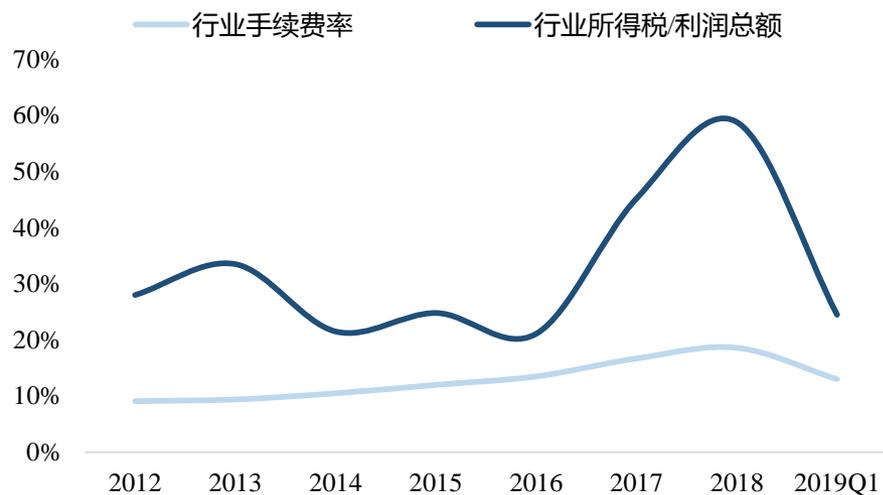
- **手续费扣除标准提升，所得税增提影响将显著改善：**财政部5月28日发文，将保险公司手续费及佣金支出/（当年全部保费收入-退保金）计算应纳税所得额的抵扣上限提升至18%（此前寿险上限为10%，财险上限为15%），**财险所得税影响将显著改善：**1) 2018年车险激烈竞争下导致手续费普遍超标，所得税大幅增长冲击净利润，虽然今年一季度在严监管下行业手续费率已普遍降至15%以下，但此次税负减轻仍有望避免后续手续费重新上行导致的所得税增提；2) **2018年财险公司多缴纳的所得税有望转回，将显著利好2019年财险利润。**
- **上市财险公司盈利有望迎来拐点，ROE将显著提升：**以2018年的手续费率及净利润水平测算，对人保、平安财、太保财的净利润弹性影响分别为18%、15%、25%，对财险业务ROE的提升分别为+2.1%、+2.5%、+2.4%，预计2019年全年财险盈利将在减税政策+严监管下迎来拐点。

2017、2018年上市财险公司手续费率及所得税率



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2010~2019Q1行业手续费率及所得税率

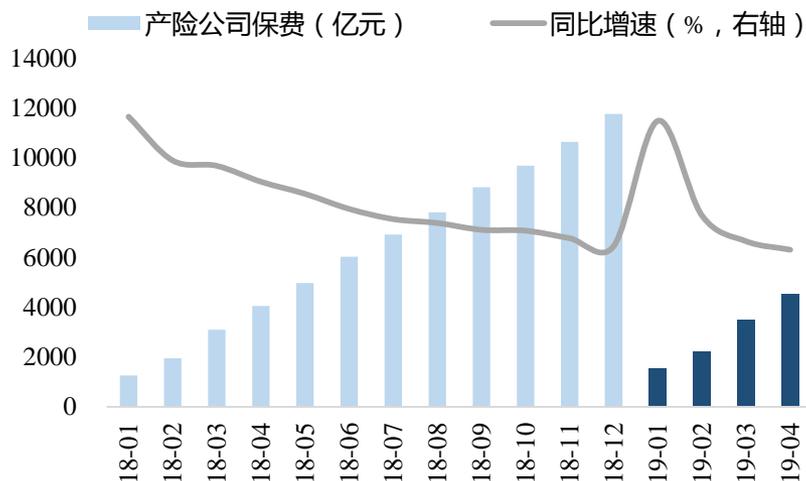


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

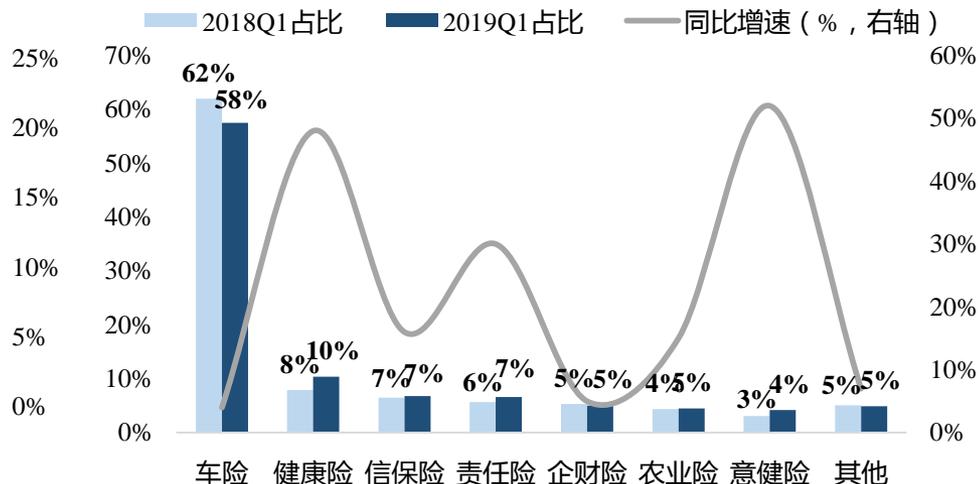
1.2 财险：产险保费增速仍承压，下半年综合成本率有望逐步优化

- **车险保费增速仍在放缓，非车险将成为主要增长动力：**2019年来，受新车销量增速下滑及费改后车险件均保费下降影响，行业车险保费持续下滑，拖累产险保费增速（2019年1-4月产险公司累计保费4504亿元，同比+11%）。全年来看，非车险中的新兴险种（意健险、信用保证险、责任险、农险等）有望成为产险保费的主要驱动力，但考虑到车险仍然为第一大险种（1-4月累计占比59%），预计2019年产险保费增速仍然难有大幅改善。
- **年内已赚保费形成率有望下降，综合成本率将逐步优化：**2019年龙头险企综合成本率上升，主要系会计口径下未到期责任准备金计提增加导致已赚净保费下滑，但从保费口径来看，整体赔付水平和费用水平均在改善。全年来看，产险的严监管态势不变，“报行合一”下手续费率有望继续下降，前期已赚形成率影响有望逐步消除，年内综合成本率有望优化。

2018/01~2019/04产险公司保费及同比增速



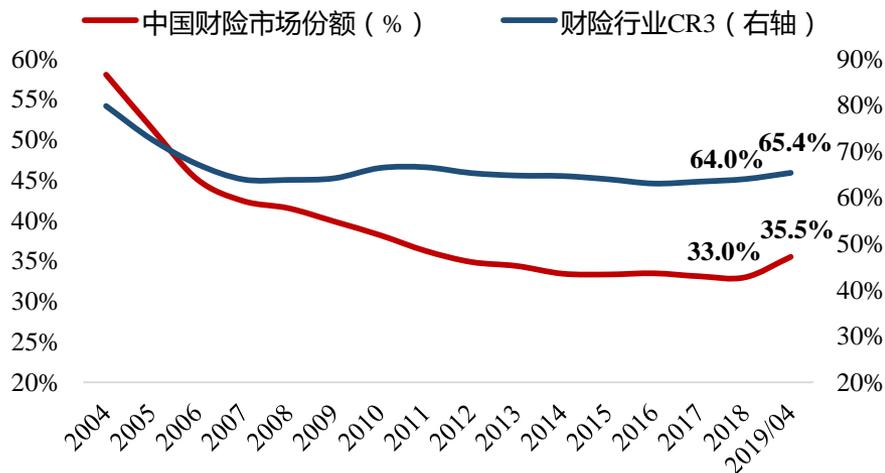
2019Q1产险行业各险种保费占比及增速



1.2 财险：中国财险估值处于阶段性底部，重视左侧配置机会

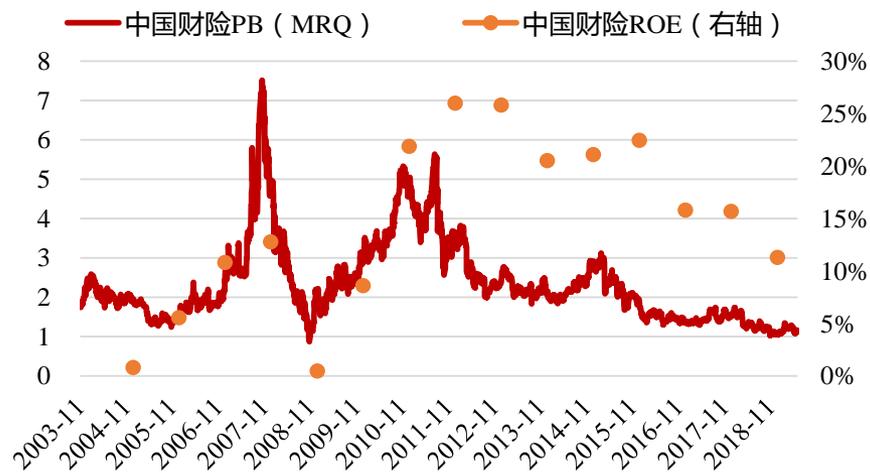
- 供给侧改革强化龙头效应，行业集中度已有所提升：随着车险费改深化加剧市场竞争，中小公司在费改压力下或将逐步退出车险市场（承保利润率很薄，必须形成规模效应），而龙头公司凭借对产业链的深度把控及数据、定价、服务等优势，预计市占率仍将提升（截至2019年4月，中国财险市场份额较年初+2.53%至35.5%，行业CR3较年初+1.35%至65.39%）。
- 中国财险业绩改善+估值处于阶段性底部，目前是较好的左侧配置机会：基本面角度而言，一季度中国财险手续费率已降至11.3%，保费口径下整体费用水平和赔付水平均有所改善，随着三季度开始已赚保费形成率较低的影响逐步消除，叠加减税政策释放利好，预计中国财险2019年的盈利能力有望改善。估值角度而言，目前中国财险PB估值（MRQ）为1.13倍，处于历史阶段性底部，具备安全边际，建议重视中国财险的左侧配置机会。

截至2019/04，中国财险市场份额及财险行业CR3



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2003年上市至今中国财险PB估值（MRQ）及对应ROE

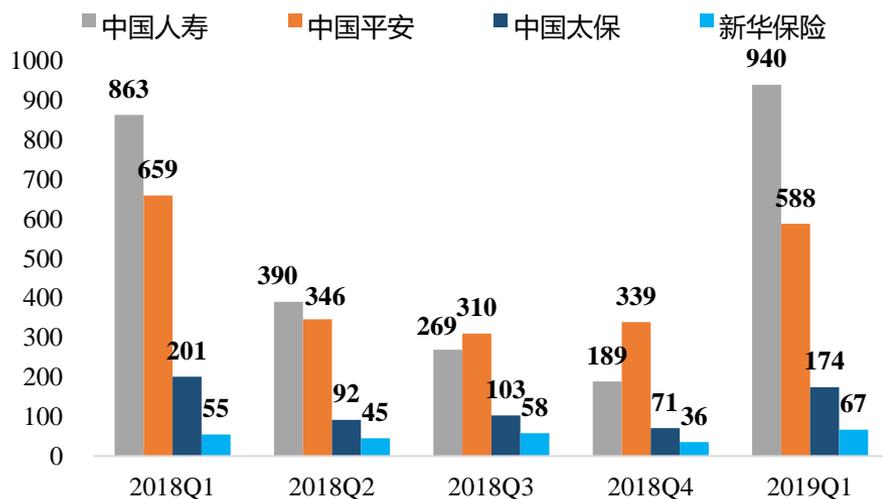


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2.1 寿险：负债端—短期保费承压，下半年基数走低、增速有望回升

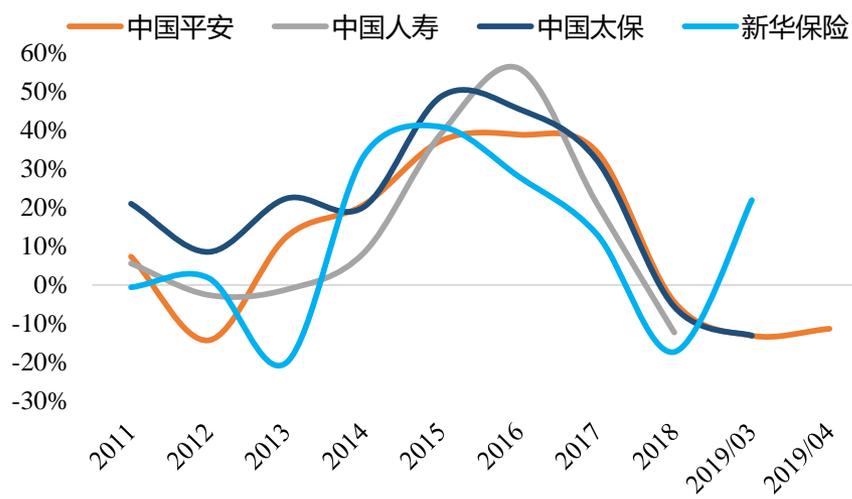
- 受去年同比高基数影响，二季度负债端保费短期面临压力：二季度以来，受新单及NBV基数走高（2018年Q1“开门红”大幅下滑，增长压力驱动二季度保障型产品销售强劲），以及今年一季度提前发力影响，4月以来，保险公司负债端保费短期承压。
- 下半年保费及NBV基数走低，增速有望回升：考虑到平安等目前已在积极发力运作新产品，缓解负债端压力，叠加三、四季度起基数开始走低，预计下半年新单增速有望回升，考虑考虑保障型产品为销售主力，NBV增速预计优于新单，全年保险公司NBV仍有望稳健增长。从去年新单基数分布的情况来看，后续改善压力国寿最小（2018Q1新单占比超50%）、新华由于在2018年四个季度的新单分布更为均衡，下半年基数相对较高。

2018Q1~2019Q1上市寿险公司分季度新单规模（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2011~2019/04寿险公司个险新单保费增速

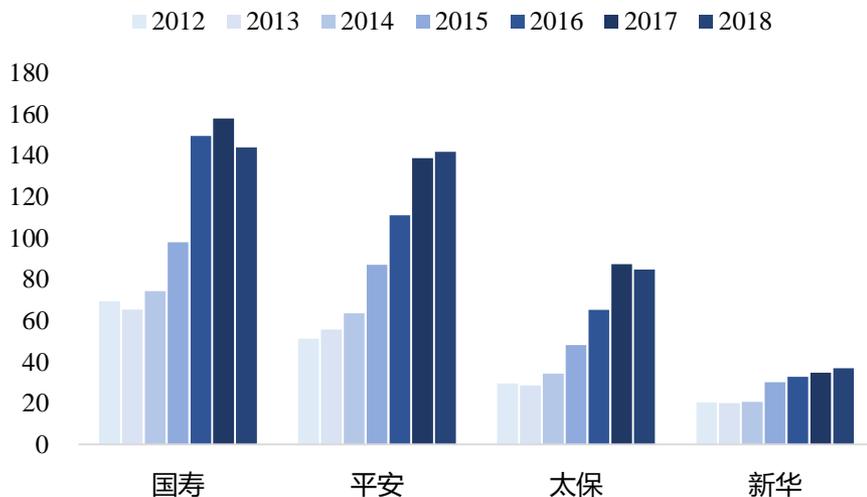


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

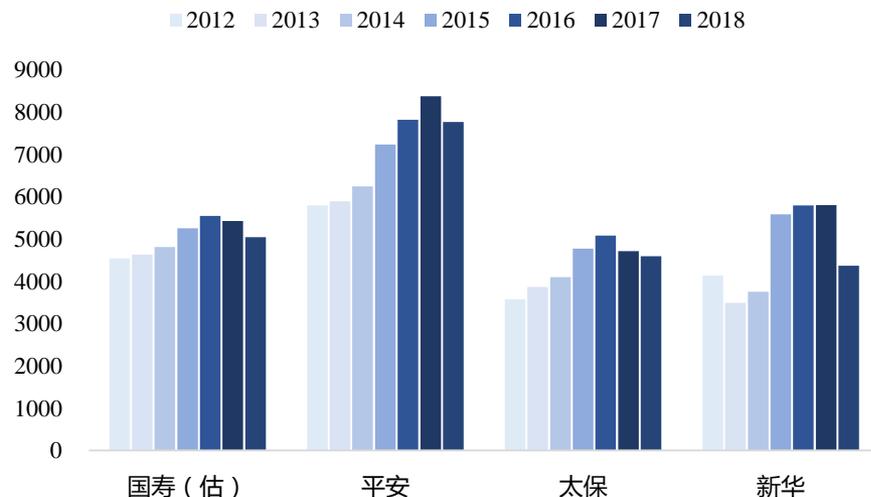
2.1 寿险：负债端—人力规模增速趋缓，提升队伍质态是关键

- **中短期内人力规模增速将趋缓：**近三年来代理人数量爆发，成为新单增长的核心驱动力，2018年末行业代理人871万人，规模已占城镇人口比重约1%（参照海外发达国家接近饱和水平），前期在人口红利驱动下的粗放式发展不可持续，今年以来上市保险公司主动“清虚”（代理人数量除国寿外均有所下降），我们预计中短期内代理人规模增长将趋缓。
- **后续提升代理人队伍质态是关键：**随着未来件均保费较低、复杂程度较高的保障型产品成为主线，同时监管层对销售端管控收紧，后续提升发展高质量的代理人队伍成为关键。从上市保险公司来看，产能提升是长期缓慢的过程，目前平安代理人质态优势仍然最为显著。

2012~2018年保险公司代理人规模（万人）



2012~2018年保险公司代理人产能（元/每月/每人）

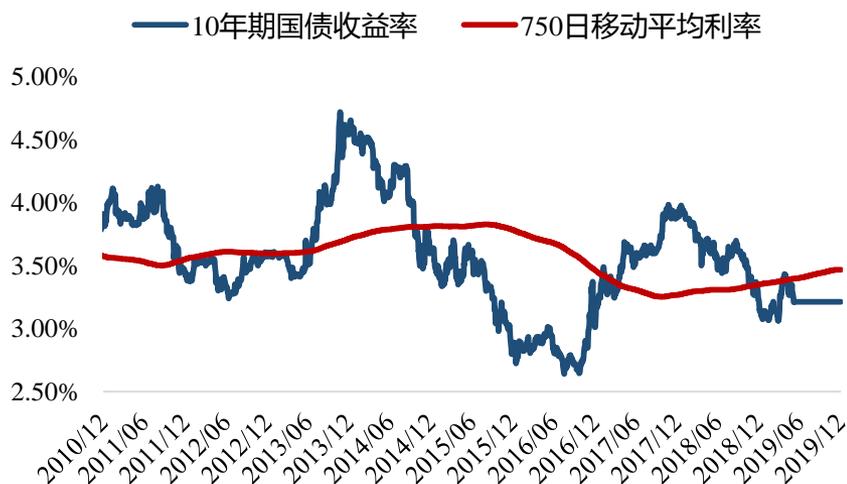


数据来源：公司公告，东吴证券研究所，其中国寿、2017~2018太保、2012~2015新华产能为估算数据

2.2 寿险：资产端—长端利率走势仍是核心分歧

- **保险股估值与利率相关性较强：**利率市场上行一方面意味着准备金评估假设折现率上行、释放寿险当期盈利，另一方面，长端利率向上利好长久期固收类资产配置，提升保险公司投资收益率及利差，因此保险股估值与利率走势呈现一定正相关性。2016年以来，利率走势对保险板块的解释力显著增强，主要源于保险公司分红型产品比例减少，且普通寿险可自由调整预期利率，利率几乎不再能直接影响销售（之前为负相关）。
- **前期长端利率回升支撑估值，后续利率走势仍是主要分歧：**受中美贸易摩擦升级、4月经济数据偏弱、以及资金面月初以来回归宽松的影响，长端利率预期有所反复，目前10年期国债收益率回落至3.21%，考虑经济走势和政策波动存在不确定性，关注后续利率走势情况。

2010年以来长端利率走势情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2010年以来长端利率走势与上市保险公司P/EV

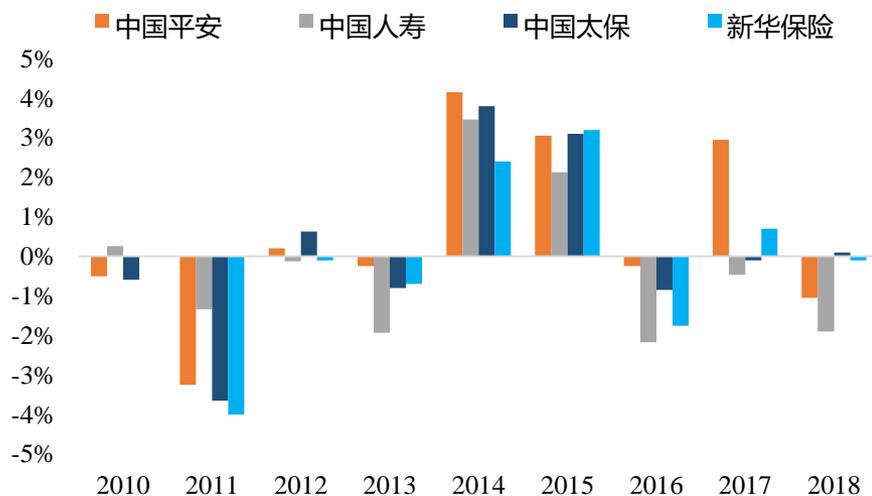


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

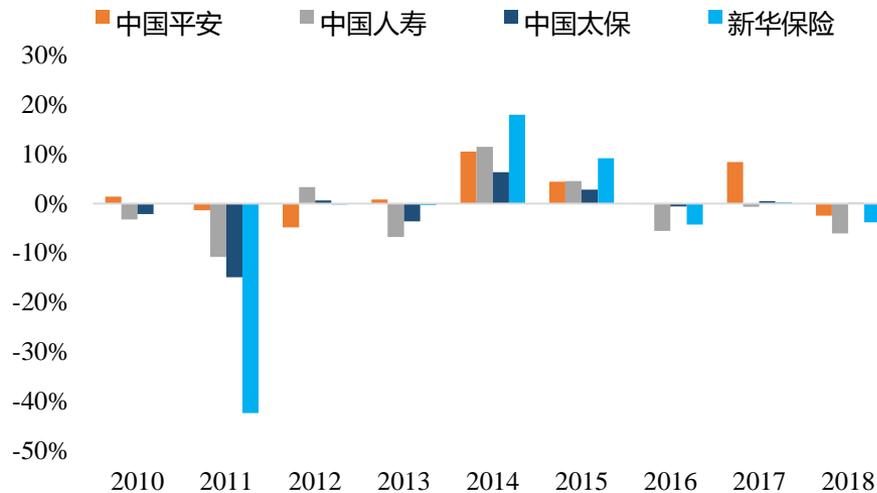
2.2 寿险：资产端—保险高贝塔属性，关注二级市场波动影响

- 二级市场波动加剧，关注保险股高贝塔属性：一季度权益市场上涨驱动保险投资收益及净利润同比大幅提升，但近期二级市场波动加大（4-5月上证综指、沪深300分别下跌6.24%、6.18%），考虑保险股资产端高贝塔属性，关注市场波动对保险股走势影响。
- 全年利润仍有望延续增长，预计各项经营指标仍将优于去年：展望后续，我们认为虽然后续走势存在一定不确定性，但今年权益市场表现整体仍将优于去年，全年保险公司利润有望延续增长，净资产增长提速+投资回报正偏差预计提升上市险企EV增速。

2010~2018年保险公司实际投资收益率差



2010~2018年保险公司投资偏差占EV比重



*实际投资收益率差以综合投资收益率-假设投资收益率计算

● 2.3 投资建议

- **投资建议：**寿险二季度估值低点，主要源于短期保费承压+利率预期反复，但全年而言，寿险经营指标（NBV、利润、EV）预计仍将全面优于去年，且长期保障型产品的需求空间仍然广阔。目前保险板块整体估值较低（A股平均0.86x2019PEV，H股平均0.58x2019PEV），中长期具备配置价值，建议关注**中国平安**（寿险核心资产，代理人质态优异推动寿险显著领先同业）、**新华保险**（新单、NBV及人力规模增长弹性较高）。

公司名称	股价	EVPS				P/EV			
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
中国人寿A	26.07	25.97	28.13	33.14	37.94	1.00	0.93	0.79	0.69
中国平安A	77.11	45.14	54.84	68.77	85.82	1.71	1.41	1.12	0.90
中国太保A	33.88	31.58	37.09	43.50	50.86	1.07	0.91	0.78	0.67
新华保险A	49.17	49.20	55.51	66.50	78.53	1.00	0.89	0.74	0.63
A股平均						1.20	1.03	0.86	0.72
中国人寿H	17.64	25.97	28.13	33.14	37.94	0.58	0.53	0.45	0.39
中国平安H	85.25	45.14	54.84	68.77	85.82	1.60	1.32	1.05	0.84
中国太保H	28.95	31.58	37.09	43.50	50.86	0.78	0.66	0.56	0.48
新华保险H	34.15	49.20	55.51	66.50	78.53	0.59	0.52	0.44	0.37
中国太平H	19.32	34.89	39.95	47.45	55.28	0.55	0.48	0.41	0.35
H股平均						0.82	0.76	0.58	0.49

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：股价对应2019年6月6日收盘价）

第三章

信托：政策面短期承压，建议关注爱建集团

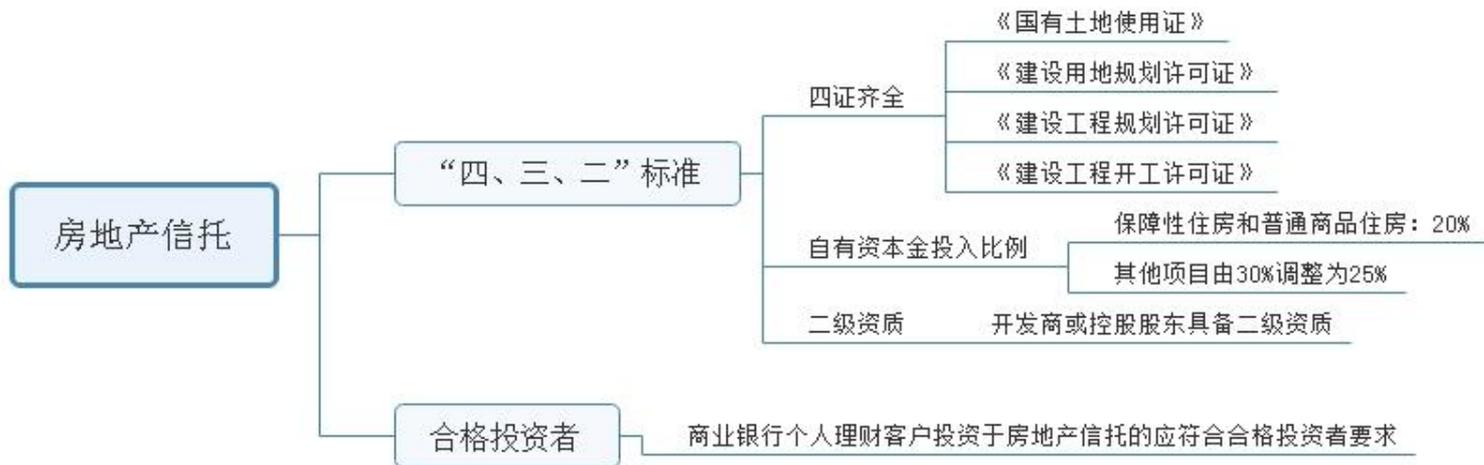
行业短期政策面承压，金融供给侧改革背景下有望迎来新机遇，建议关注爱建集团：

- **短期政策面承压，长期行业将健康正向发展：**近期银保监会下发23号文强调宏观调控政策执行，房地产信托政策趋严，进一步督促信托公司向股权投资模式的转型，以适应新的监管背景和市场形势。自2018年4月资管新规正式出台，明确“回归本源”，围绕严禁刚性兑付、去嵌套、去通道、限投向、禁止资金池操作等对资管产品进行严格限制。长期来看，变革势在必行，资管新规将驱动行业正向健康发展。
- **积极主动管理转型，盈利能力得到保障：**2019年以来信托项目新发规模保持同比增长，收益率平稳较高，盈利能力得到保障；行业积极主动管理转型，资产负债端双双好转；房地产项目地位提升，头部化保障收益，股权类房地产信托项目发行规模同比提升，发展态势良好。
- **行业估值仍处于历史低位：**版块回调，估值处于历史低位，具有安全边际。建议重点关注爱建集团、江苏国信、中航资本、国投资本，首推【爱建集团】：公司信托主动管理起势，且考虑其激励机制及招聘机制改善+资本实力大增后的运营效率及盈利提升（2018年业绩增速达40%，预计2019保持高增速），叠加爱建原有金融牌照与均瑶产业资源的协同。公司现价对应2019年/2020年PE仅9倍/7倍，估值低于行业可比公司，安全边际充足，继续给予“买入”评级。
- **风险提示：**信托行业监管趋紧。

1.1 短期政策面承压，长期驱动行业正向健康发展

- 房地产信托政策趋严，强调宏观调控政策执行。2019年5月银保监会下发“巩固治乱象成果”的23号文，特别针对信托公司，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资。监管趋严环境下，进一步督促信托公司向股权投资模式的转型，以适应新的监管背景和市场形势。
- 资管新规要求回归本源，驱动行业正向健康发展。2018年4月，资管新规正式出台明确“回归本源”。2018年下半年一系列资管新规细则出台，在大原则不变的情况下，去杠杆节奏上有所放缓，明确了适用范围，区别对待事务管理类信托，避免了一刀切，同时延续央行对于资管产品过渡期的政策安排以实现稳定过渡。长期来看，行业变革势在必行，资管新规驱动行业正向健康发展。

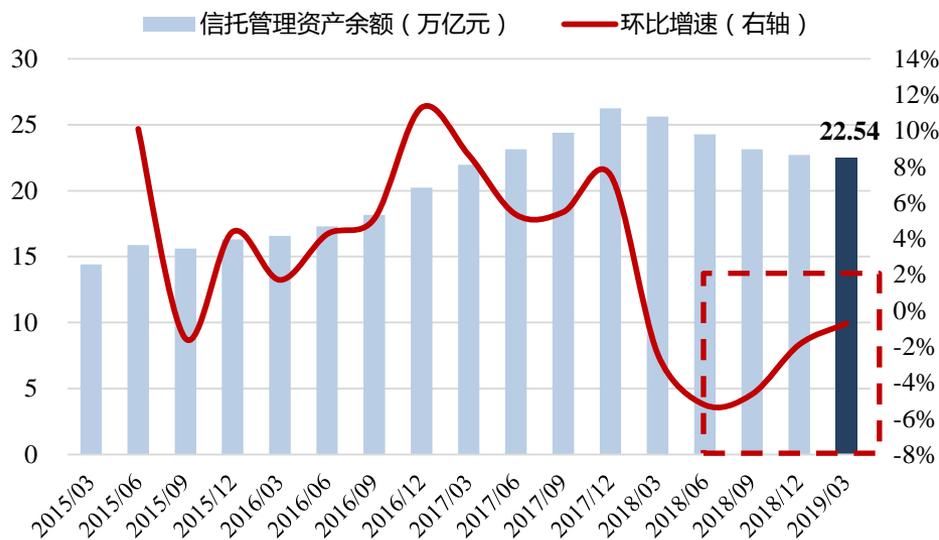
房地产信托需满足的规定



1.2 金融侧供给改革，行业有望迎来新发展机遇

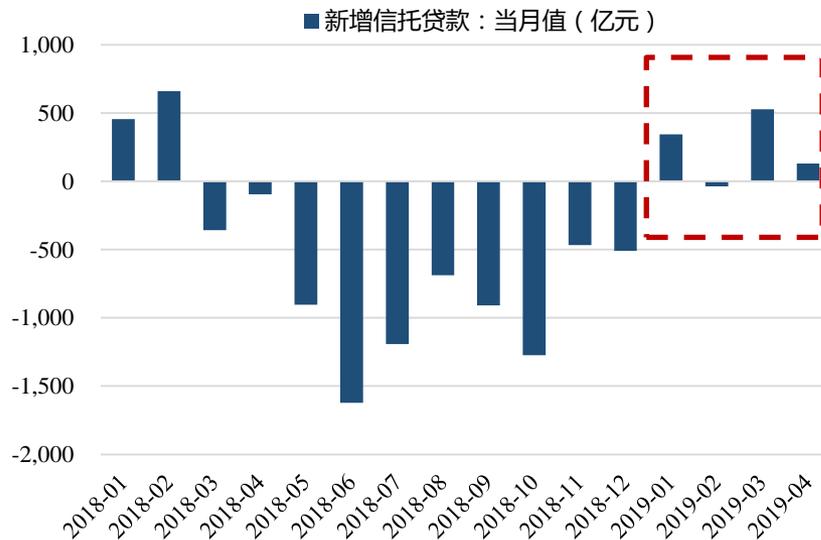
- **金融供给侧改革背景下，信托有望迎来新的发展机遇。**习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时强调：深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。中国人民银行副行长潘功胜发言指出，目前我国金融体系供给过剩与供给不足同时并存，间接融资（效率和服务能力存在不足）和直接融资（股权融资发展严重不足）失衡。
- **信托资产余额降幅收窄，社融数据同比改善。**2018年下半年起去杠杆节奏放缓以来，信托管理资产余额下滑幅度收窄明显，截至2019年3月底，信托管理资产余额22.54亿。同时2019年起社融数据改善明显，3月/4月M2同比+8.6%/8.5%高于去年同期，1月新增信托贷款回正，3月/4月较去年同期增长885/223亿元。整体来看，信托行业逐步回暖。

信托行业整体资产余额下滑幅度收窄



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

2019年新增信托贷款明显回暖

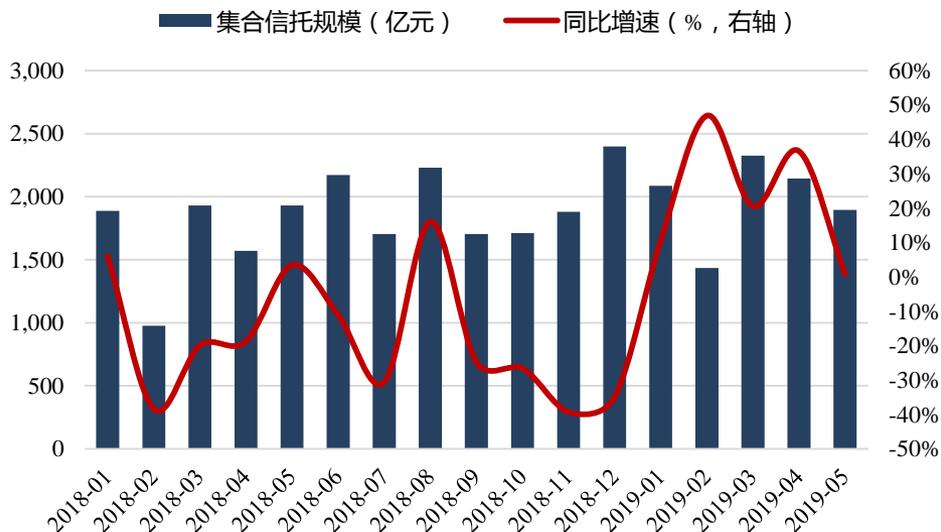


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1 集合信托规模同比增长，盈利能力得到保障

- 积极主动管理转型，集合信托新发行规模保持同比增长。根据用益信托网统计，2019年以来集合信托新发行规模保持同比增长，1/2/3/4/5月同比增长+11%/+47%/+21%/+37%/1%，行业正积极进行主动管理转型，有望持续保持增长。
- 收益率保持高位，盈利能力或将优于市场预期。2018年整体监管环境和政策环境偏紧，表观上看信托规模大幅收缩，但信托报酬率实际上大幅上行，并覆盖了规模下行的负面影响。2019年新增信托项目收益率平稳较高，保持在8%左右。新发规模同比增长+收益率保持高位，2019年信托盈利能力得到保障。

集合信托新发行规模同比增长



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

新增信托项目平均年收益率保持高位

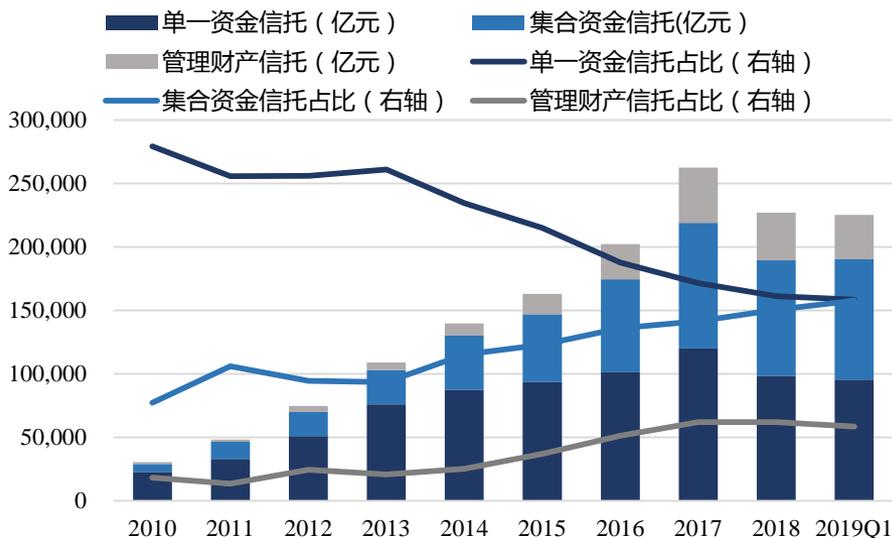


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

2.2 负债端：结构持续优化，转型初见成效

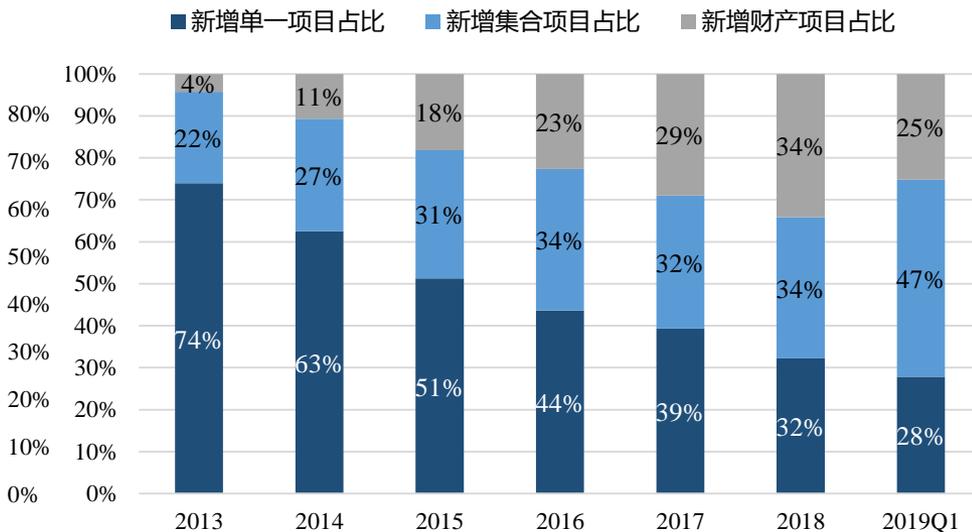
- 单一资金信托规模下滑明显，集合信托占比规模双升。尽管2018年起行业信托资产规模下滑，但从行业资金来源来看，以通道业务为主的单一资金信托占比由2010年的75%逐年递减至2019Q1的42%（2019Q1对行业资产规模下降的贡献度达186%）。相反，集合信托2019Q1占比及规模（较2018年底+4.2%）双升，一定程度上弥补了单一资金信托规模下滑带来的影响。
- 新增信托资产来源结构持续优化，行业转型已初见成效。从新增信托资产来源结构来看，单一资金信托季度累计值占比持续下滑（从2013年的74%下降至2019Q1年的28%），集合资金信托和财产权信托的季度累计值总体保持上升。系资管新规出台，监管政策影响下以单一信托为主的通道业务受限，信托利用自身制度优势逐步推进转型，新增信托资产来源结构优化，发展质量提升，行业转型初见成效。

单一资金信托占比下降快速



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

新增项目中单一类占比持续下降

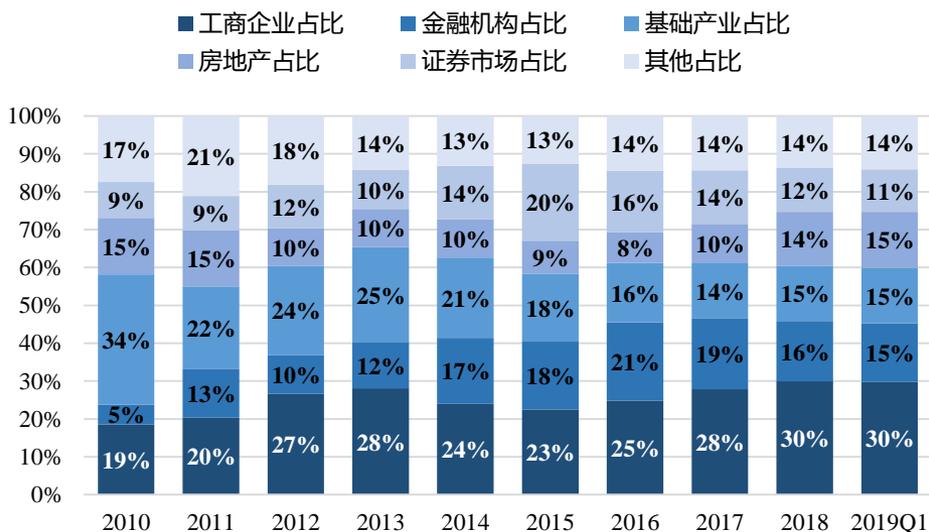


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

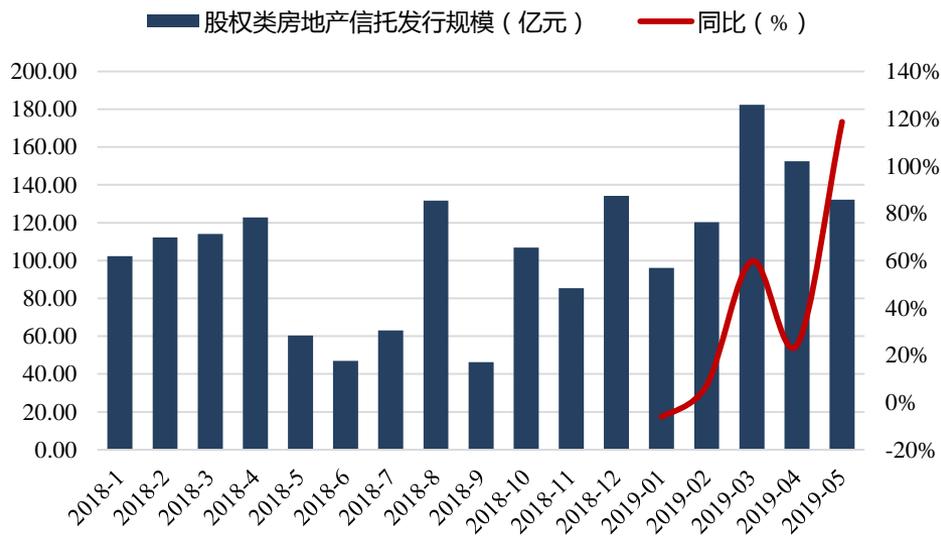
2.3 资产端：服务实体经济，加速房地产股权投资转型

- 信托资产配置以实体经济（工商企业、基础产业和房地产）为主。（1）首要配置领域工商企业投向占比持续上升，反映信托加速“服务实体经济”的趋势；（2）第二配置领域金融机构自2017年以来受强监管及去杠杆影响，占比有所减少；（3）基础产业投向与实体经济增速放缓密切相关，占比有所回升，保持第三位。（4）房地产占比及规模双升，2019Q1房地产投向资金净增量最高，为1187亿元，地位逐渐提升。
- 房地产合作公司头部化，加速房地产股权投资转型：1）信托合作地产公司向龙头集中（由100强提升至50强）、合作项目由三四线城市向一二线城市集中，驱动信托资产质量提升。2）2019年以来，股权类房地产信托项目发行规模同比提升明显，系信托公司主动加速房地产股权投资转型。

信托投向实体经济占比提升



股权类房地产信托发行规模同比提升

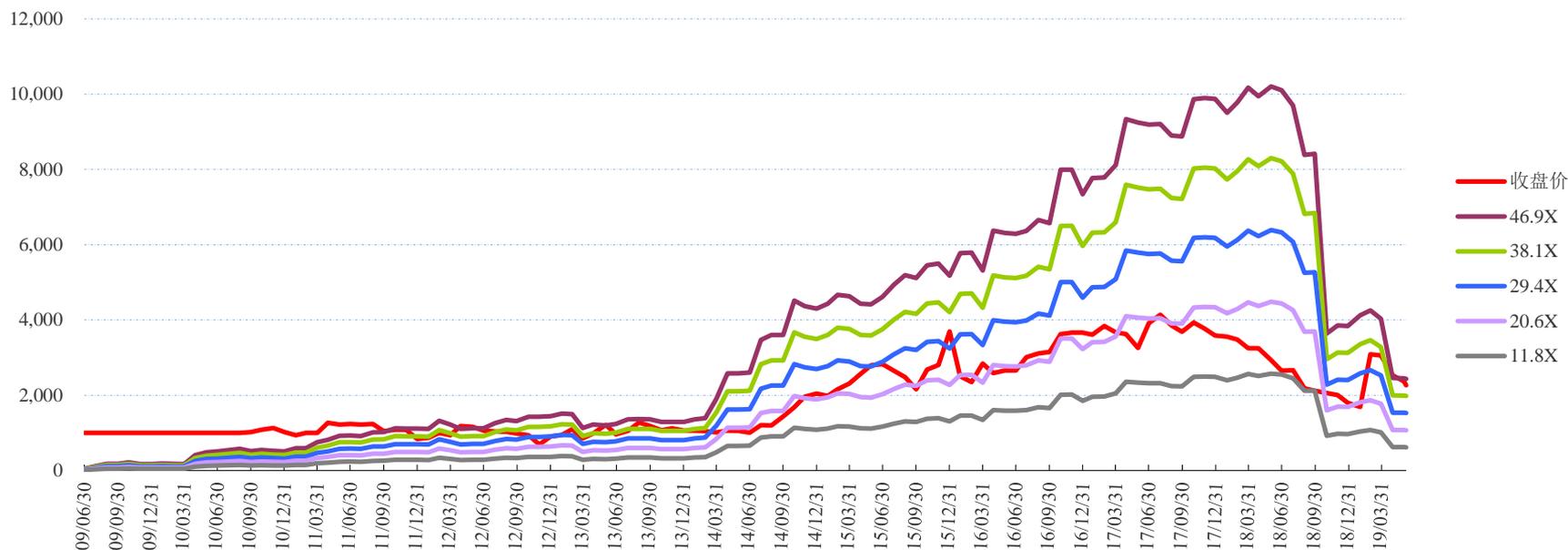


3.1 估值仍处于历史低位

- 信托行业估值仍处于历史低位：2018年受监管趋严负面预期的影响，行业估值充分下杀。目前板块回调，再次处于历史低位。信托行业的估值中枢在25-30倍PE左右，具有安全边际。

信托行业估值仍处于历史低位

信托(中信) CI005347.WI



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：图为信托（中信）指数，不包含爱建集团、中航资本、五矿资本，整体估值偏高）

● 3.2 关注信托预期差，首推爱建集团

我们看好公司体制机制改善基础上业绩持续释放+丰富金融牌照基础上的协同效应，全年业绩有望保持高增。

- **信托主动管理能力稳步向好，保持高成长性：**1) 公司信托主动管理能力稳步向好，提升主动管理规模同比+19.6%至660.0亿元，机制改革带动高成长，带动信托报酬率稳步提升，保持高成长性（近3年净利润复合增长率22.9%，一季度归母净利润同比+48.9%），业绩有望保持高增速。3) 公司积极创新转型，成立了消费金融、ABS产品推进工作小组，还获得银监会批准经营QDII资格，发展潜力值得期待。
- **租赁扩大版图+证券市场回暖，综合金融平台价值凸显：**1) 公司已于9月底受让华瑞租赁100%股权进一步扩大租赁版图，2018Q4已贡献净利润0.38亿元，2019年全年有望贡献增量业绩；此外预计随市场回暖，爱建证券业绩将逐步释放。2) 公司已开展信托、证券、融资租赁、资产管理与财富管理、私募股权投资等金融业务的综合布局。目前，子公司之间业务资源整合效率、客户和信息资源共享度持续提高，协同效应凸显。
- **大股东实力雄厚，激励机制改善提升运营效率：**1) 大股东均瑶集团业务布局范围广，管理能力和综合实力强劲，未来有望与各子公司形成良好协同。目前均瑶持股比例达28.34%并拥有控制权，综合成本价12元左右高于现价，安全边际充足。2) 公司顺利回归民营体制后，经营理念与发展策略更加灵活，市场化激励吸引大量优秀外部团队，为主动管理业务转型及直销体系建立提供人才基础，信托主业业绩持续高增长，激励机制已见成效。
- **投资建议：**看好公司综合金融平台发展潜力，全年有望保持高增。预计公司2019、2020年归母净利润分别为16.3、20.9亿元，对应估值约9倍、7倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**信托监管趋严

● 风险提示

- 1) **市场交易活跃度下降**：如果之后流动性及政策层面出现趋严拐点，则资本市场活跃度可能下降，成交量亦有可能下滑，将影响券商业绩预期。
- 2) **股市进一步调整**：股市波动将对券商、保险的投资端造成冲击，同时进一步提升股权质押风险。
- 3) **保险新单大幅下滑**：人力规模增长趋缓或导致新单短期承压，如果保费下滑超预期，将对NBV增长、EV增长等基本面指标形成冲击。
- 4) **信托行业监管趋紧**：行业监管趋紧，资金端进一步承压，将面临业绩下滑风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园