

非银金融

证券研究报告
2019年06月16日

科创板正式开板,龙头券商将受益于资本市场发展红利

投资要点: 1) 券商方面,证监会主席易会满宣布科创板正式开板,并将推出9项资本市场对外开放务实举措。首批科创板企业通过IPO注册,进度再超预期,预计科创板企业集中上市或在7月中旬,龙头券商将受益于资本市场发展红利。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,5月上市公司寿险新单保费增长或有分化。平安5月增速创今年以来的新高,我们判断由产品端发力带来。预计太保新单保费保持平稳增长,公司内部经营平稳,代理人产能稳步提升。资产端方面,长端利率仍面临下行压力,短期保持震荡,本周10年期国债收益率上涨1.66bps至3.23%。财险保费同比增速保持平稳,利润增长改善趋势明确。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。3) 多元金融方面,信托严监管态势延续,涉房业务成为监管重点。今年以来,累计罚单已达1183万元。“23号文”对信托公司展业产生重要影响;房地产集合信托规模下降(整个5月,房地产类集合信托成立规模为470.95亿元,环比下降17.73%);房地产业务模式由前端融资向股权投资转型;未来业务向多元化发展。政信业务、消费金融业务规模保持较快增长。信托违约增多,投资者情绪或受影响。

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4488亿元,环比-8%,两融余额回落至9145亿元。上交所共受理123家企业注册申请,中信建投15家(其中联合推荐1家)、中金公司11家、华泰证券9家(其中联合推荐1家)、中信证券9家,项目储备靠前。2) 上海证券交易所科创板正式开板。6月13日上午,证监会主席易会满主持科创板开板仪式,宣布科创板正式开板。易会满主席讲话要点包括:坚定推进资本市场对外开放,即将推出9项资本市场对外开放务实举措。支持资本市场各类产品、机制创新。推动资本市场改革政策的出台对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。3) 首批科创板企业通过IPO注册。证监会于14日同意华兴源创、睿创微纳2家企业科创板IPO注册。根据制度安排,拿到注册同意后,申报企业将进入询价发行阶段,发行环节正常预计将在15个工作日内。目前尚处于提交注册状态的科创板企业达到4家,3家通过上交所科创板上市委审核,14家企业即将进入上市委的审核,我们预计科创板企业集中上市或在7月中旬。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1.86x 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) 5月寿险新单保费表现分化,平安、太保表现较优,6月高基数压力仍在。平安前5月个人业务新单保费同比下滑9%,其中5月单月同比增长6%,创今年以来的单月增速新高,我们判断由新产品上市促销带来保费增量。平安后续或将继续在产品端发力,有望带动新单保费回归正增长轨道。我们预计5月单月国寿、太保、新华、太平个险新单保费同比增速分别为-10%、5%、-30%、70%,年累计太保新单保费增速约为-5%,国寿、新华、太平增速约为5%-10%。其中,太平单月保费高增长源自于5月底停售健康险福康瑞。2) 我们预计2季度上市公司NBV增速整体表现偏弱,主要受高基数、产品竞争加剧、基层监管趋严及管理层变动等因素影响。我们预计2019年上半年平安、国寿、太保、新华的NBV同比增速分别为4%、21%、-8%、5%,其中平安、国寿、新华的NBV增速较1季度可能有所回落,太保有所改善。3) 5月经济数据整体偏弱,长端利率面临下行压力,但短期仍保持震荡。本周10年期国债收益率上涨1.66bps至3.23%。4) 财险保费增速平稳,利润改善趋势较为明确。5月平安、太保产险保费增速分别为12%、9%,前5月累计增速分别为9%、11%。行业受益于车险手续费严监管及手续费税前可抵扣比例提升的利好,19年利润增速将迎来大幅改善。5) 截至6月14日,平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.20、0.81、0.80、0.77倍,PAAV(反映了利率预期)分别为1.11、1.02、0.84、0.85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。

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

- 《非银金融-行业研究周报:首批科创板企业成功过会,龙头券商攻守兼备》 2019-06-09
- 《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

多元金融：1) 行业严监管态势延续，多家信托公司受罚。今年信托业监管步伐明显加快，已有 9 家信托公司收到罚单，涉房业务成为监管重点，累计罚没金额达 1183 万元，远超去年上半年的 470 万元。今年，中融信托首次受罚，处罚金额共 210 万元。本周，浙金信托因涉高管履职、股票投资信托及信托产品“双录”等原因收到浙江银保监局 80 万元罚单。今年 5 月 17 日发布的 23 号文对信托公司涉房展业造成一定影响：一是房地产类集合信托成立规模受到冲击。整个 5 月，房地产类集合信托成立规模为 470.95 亿元，环比下降 17.73%。二是房地产业务模式谋求创新，由前端融资向股权投资转型。信托公司开展“四三二”房地产项目贷款业务，相较于银行资金成本高，且需在项目前融阶段布局。在 23 号文影响下，目前只有股权投资模式在前融阶段是合规的，信托公司必须加快向股权投资模式的转型。三是涉房业务模式向多元化发展。目前，市场上已出现大量房地产供应链融资业务，如项目公司下游的购房尾款融资业务、上游的真实应收账款融资业务。同时，随着国内小微金融的发展，市场上也涌现出一定规模的房抵贷业务。除“房地产+”业务外，信托公司在养老地产、长租公寓等方面或将面临业务机会。2) 近期信托违约有所增加，投资者情绪或受影响，信托公司亟需加强风险管理。5 月以来多个信托产品违约。5 月 22 日晚，安信信托收到监管问询函，涉及到业绩下滑，信托产品违约和延期兑付等 9 方面；渤海国际信托未能按照合同约定支付信托受益权转让价款，持续违约。3) 个股方面，中航资本 2019 年公开发行公司债券（第二期）发行工作已于本周结束，实际发行规模 30 亿元，票面利率 3.84%。江苏租赁第一期绿色租赁资产支持证券（国内租赁业首单国内国际双重绿色认证绿色金融债）已于本周完成发行，为实际发行规模 19.20 亿元，吸引了国内外投资机构的积极认购。

重点标的推荐

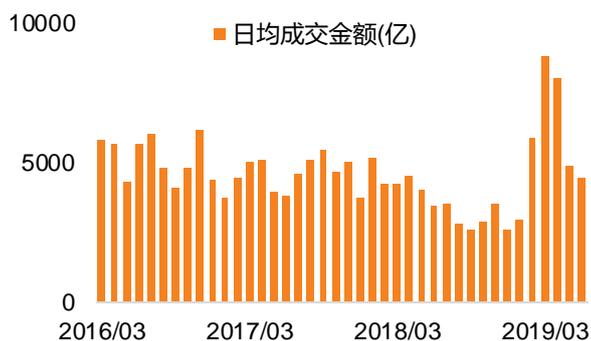
股票代码	股票名称	收盘价 2019-06-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	19.28	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	31.61	19.67	16.91	14.07
600030.SH	中信证券	20.66	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	26.83	19.87	17.07	14.86
600837.SH	海通证券	12.74	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	28.31	14.81	12.49	10.98
601211.SH	国泰君安	16.18	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	21.01	16.34	14.71	13.05
601601.SH	中国太保	34.85	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	17.51	11.89	10.04	8.07
601318.SH	中国平安	79.75	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	13.56	9.59	7.58	6.30
02328.HK	中国财险	8.27(港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	10.46	8.07	6.31	5.61
601628.SH	中国人寿	26.58	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	66.45	16.61	14.93	12.84
601336.SH	新华保险	50.60	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	19.92	14.71	11.91	10.10

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 4687 亿元(上周 4239 亿元),单周环比上升 10.57%,2 季度市场交易活跃度较 1 季度有所回落;2019 年至今,两市日均成交金额 5985 亿元,同比上年增长 62.14%。2019 年 6 月日均成交金额 4488 亿元,环比-8%。
- 2、融资融券:截至 2019 年 6 月 13 日,两市融资融券余额为 9145.19 亿元,较 2018 年 12 月 28 日上升 1588.16 亿元;两市的融资余额为 9064.18 亿元,融券余额为 81.01 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8656.77 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 5 月债券承销金额为 3975 亿元,环比-49%。
- 4、科创板:截至 2019 年 6 月 14 日,上交所共受理 123 家,受理数增加 4 家,项目进展迅速;其中已问询(含已回复、待上会)100 家,已审核通过 3 家,报送证监会 6 家,中止审查 1 家。证监会已经核准 2 家企业的科创板 IPO 注册。保荐机构方面,中信建投 15 家(其中联合推荐 1 家)、中金公司 11 家、中信证券 9 家、华泰证券 9 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 6 月 14 日,市场质押股数 6146.29 亿股,市场质押股数占总股本 9.36%,市场质押市值为 45110.25 亿元;截至 2019 年 6 月 14 日,大股东质押股数 6079.94 亿股,大股东质押股数占所持股份比 7.22%。大股东未平仓总市值 19917.85 亿元,大股东疑似触及平仓市值 25002.11 亿元。

图 1: 2019 年 6 月日均股票成交额 4488 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



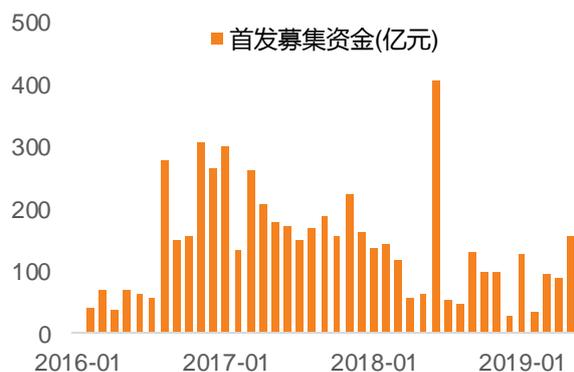
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 6 月 13 日两融余额为 9145.19 亿元



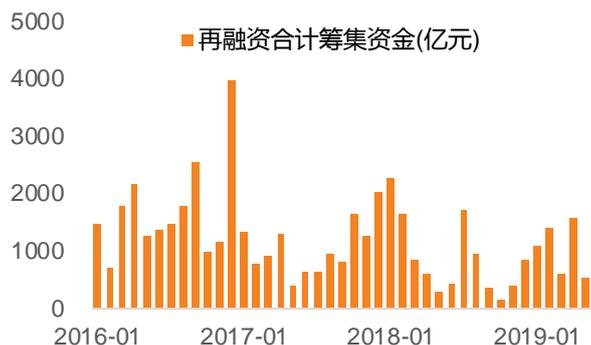
资料来源: wind, 天风证券研究所

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



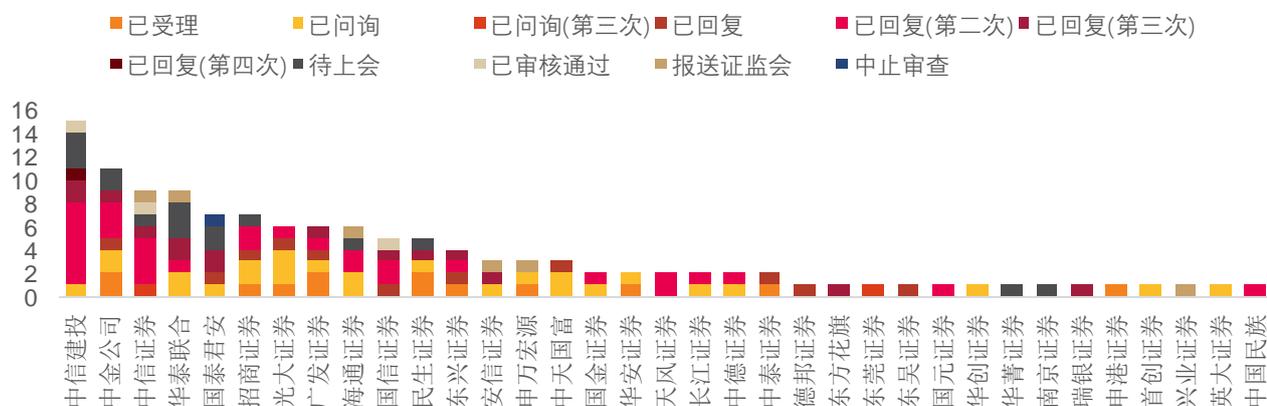
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 14 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)

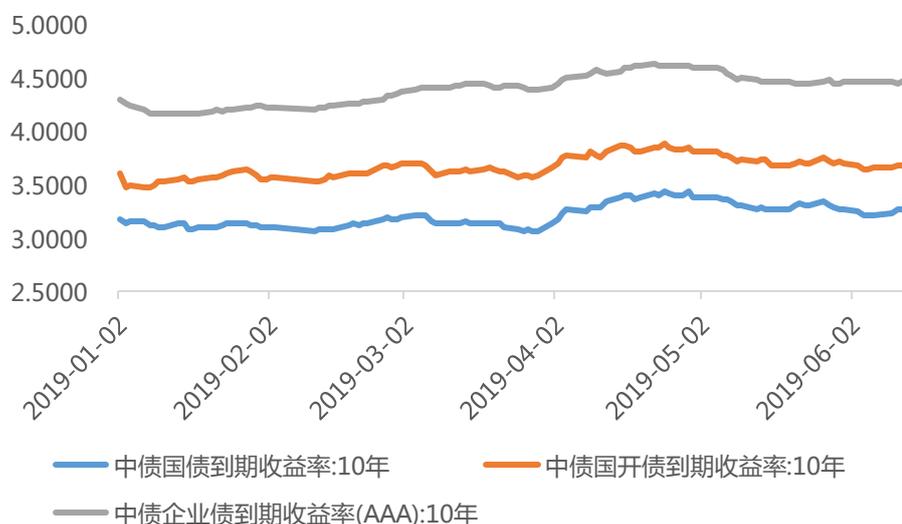


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

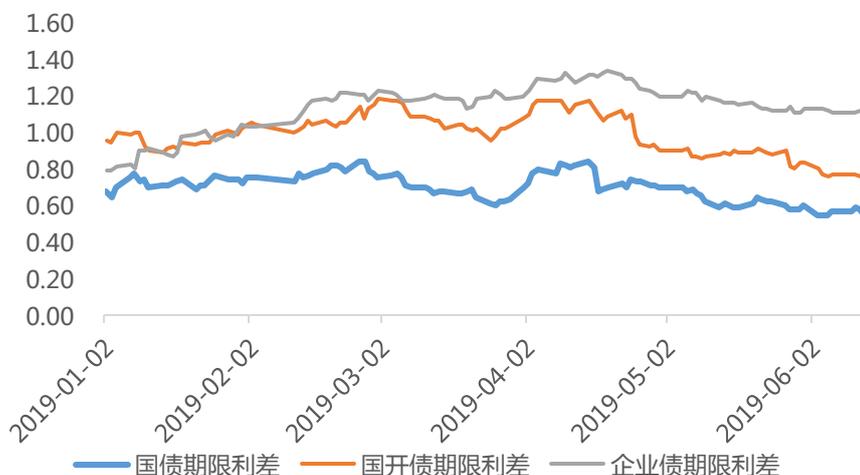
- 截至 2019 年 6 月 14 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.23%、3.62%，本周上涨 1.66bps、下跌 3.49bps；国债和国开债期限利差分别为 0.50%、0.75%，本周分别下降 6.30bps、2.09bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.65%、1.26%，本周分别下跌 4.12bps、上涨 1.39 bps。
- 截至 2019 年 6 月 14 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 2.5%、0.0%，较年初分别累计上涨 23.1%、6.0%。
- 截至 2019 年 6 月 14 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.01%、下降 0.03%、0.10%，较年初分别累计下降 0.88%、0.80%、上涨 0.37%。
- 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 3.24bps。

图 9：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



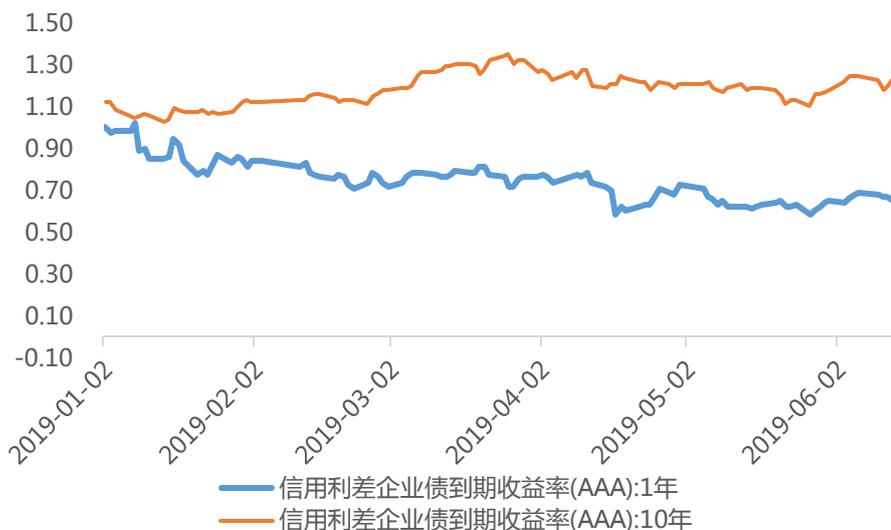
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）(%)



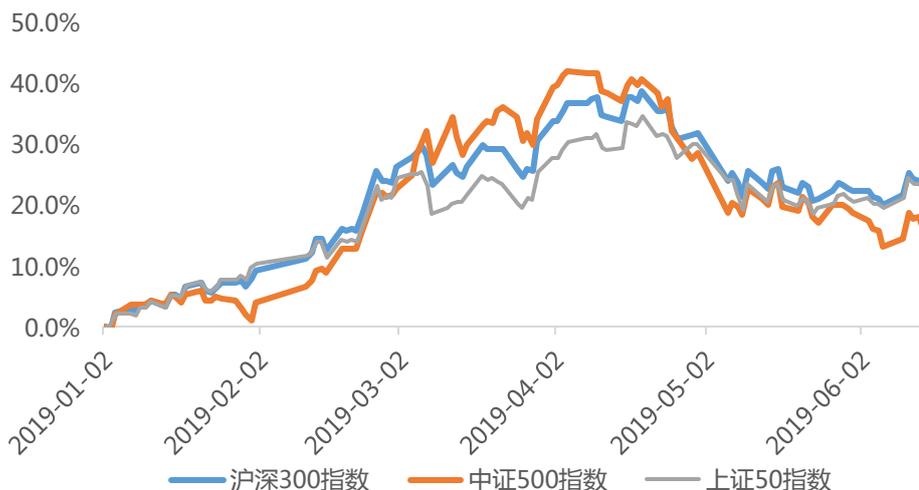
资料来源：wind，天风证券研究所

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



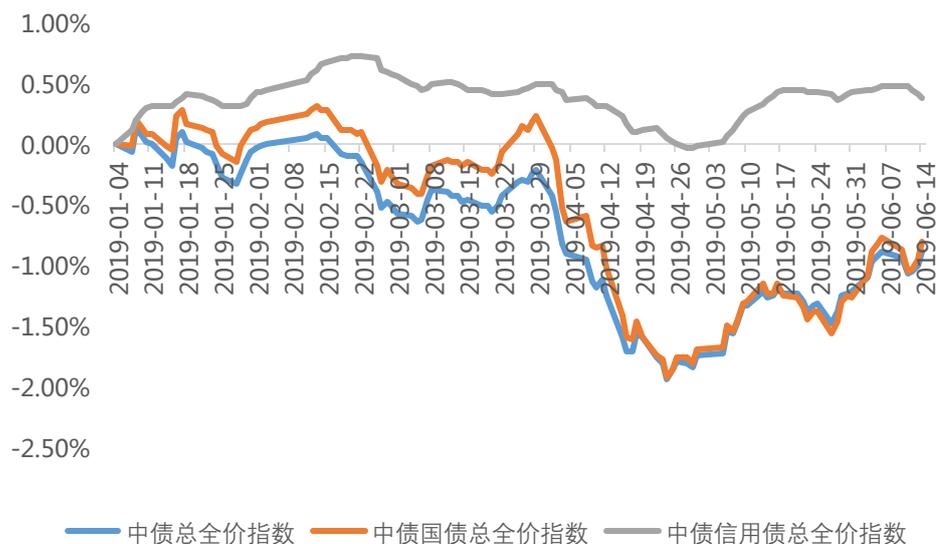
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	2.95	4.86	2.68
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.72	4.53	2.94
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.73	4.54	3.01
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.24	4.31	2.25
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.71	3.75	2.23
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.44	5.59	4.72

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 14 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	20.66	2,321	17.93	19.87	17.07	1.27	1.49	1.43	
国泰君安	16.18	1,377	15.97	16.34	14.71	1.08	1.16	1.15	
华泰证券	19.28	1,435	14.77	19.67	16.91	1.29	1.51	1.47	
海通证券	12.74	1,273	16.70	27.70	20.89	0.86	1.28	1.21	
广发证券	12.73	885	15.24	14.80	12.48	1.13	1.15	1.10	
招商证券	15.34	957	19.16	17.84	15.81	1.38	1.23	1.18	
中信建投	20.30	1,357	21.03	36.91	32.22	1.41	3.01	2.96	
东方证券	10.19	651	30.48	29.11	23.70	1.08	1.36	1.33	
光大证券	10.57	449	21.02	18.88	16.26	0.83	0.96	0.92	
兴业证券	6.20	415	30.20	22.96	20.00	0.94	1.24	1.19	

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