

非银金融

 证券研究报告
 2019年06月23日

并购重组业务松绑，短融额度提升，券商政策向好加速

投资要点：1) 券商方面，并购重组新规预期松绑，未来制度优化重点落在再融资、减持、分拆上市等。四大头部券商获准提高短期融资券余额上限达 1647 亿元，成为监管机构稳定同业的桥梁。科创板监管新政密集出台，我们预计将于 7 月正式上市交易。重点推荐华泰证券、中信证券、国泰君安。2) 保险方面，我们预计 2019 年上半年保险公司利润有望实现良好增长，主要由于资产端情况优于去年同期，且所得税利好将在中报释放。6 月新单保费压力仍在，我们预计 2 季度 NBV 增速整体表现偏弱，其中太保呈改善趋势，源自于太保内部经营趋向精细化，核心销售队伍保持稳定且产能有所提升。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 4589 亿元，环比-6%。两融余额回落至 9111 亿元，19 年至今两融日均余额为 8677 亿元，较 18 年下降 454 亿元。上交所共受理 125 家企业的科创板注册申请，中信建投 15 家、中金公司 11 家、华泰证券 9 家、中信证券 9 家。2) 并购重组新规预期松绑。证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》，从财务方面取消重组上市中的“净利润”标准，时间维度放松了重组上市的认可标准，将扩展并购重组的标的范围。恢复重组上市的配套融资，利好券商的再融资业务。创业板借壳也不再被禁止。证监会易会满主席提出未来要适度优化再融资、并购重组、减持、分拆上市等一系列制度，大力发展直接融资特别是股权融资。3) 头部券商成为监管机构稳定同业的桥梁。央行与证监会鼓励大行扩大向大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资，以维护同业业务的稳定。中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券 21 日晚间，同时发布公告称收到央行核准公司提高短期融资券最高待偿还余额，核准余额上限分别为 469 亿元、508 亿元、397 亿元、300 亿元，合计 1674 亿元。4) 科创板进展超预期。科创板的监管新政密集出台，包括发行承销业务指南、转融通新规等。目前，3 家企业的注册已经生效，华兴源创将于下周启动网上申购，我们预计将于 7 月正式上市交易。5) 我们继续推荐券商板块。推动资本市场改革政策将陆续出台，复盘研究表明利好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。行业平均估值 2.08x PB，大型券商估值在 1.2-1.8x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。

保险：2019 年上半年保险公司利润有望实现良好增长。1) 2019 年利润良好增长预期主要源自于资产端情况优于去年同期，且所得税利好将在中报释放。一方面，我们预计 2 季度保险公司投资情况好于去年同期。截至 2019 年 6 月 21 日，沪深 300 较年初累计上涨 29%，2 季度单季下跌 1%，而 2018 年上半年累计下跌 14%，2 季度单季下跌 10%。截至 2019 年 6 月 21 日 10 年期国债收益率累计上涨 5.7bps，2 季度单季上涨 16.2bps。另一方面，所得税新政下，保险公司 2019 年手续费率税前可抵扣比例提升。除此之外，新政规定“保险企业 2018 年度汇算清缴按照本公告规定执行”，即 2018 年多交的所得税可用于冲抵 2019 年所得税，各公司可能酌情在 2019 年中报释放这部分利好（经测算，税收新政下各公司 2018 年可少缴纳的所得税如下：人保财险、平安财险、太保财险分别为 29 亿、19 亿、9 亿；中国人寿、新华保险、太保寿险、平安寿险 52 亿、18 亿、35 亿、90 亿），利润增长有支撑。2) 6 月保费端压力仍在，我们预计 2 季度 NBV 增速整体表现偏弱。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，2 季度上市公司负债端整体表现偏弱。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、新华较 1 季度增速可能有所回落，太保呈改善趋势，源自于太保内部经营趋向精细化，核心销售队伍保持稳定且产能有所提升。3) 宏观经济的主要变量短期均有积极信号，短期长端利率保持小幅震荡，长期仍有下行压力。贸易条件、信用环境短期具出现积极信号：G20 前中美沟通重启、专项债用于资本金支撑地方基建、对中小银行增信及明确大行支持非银流动性。4) 截至 6 月 21 日，平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.33、0.86、0.85、0.84 倍，PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.22、1.09、0.90、0.92 倍，上周估值有所修复，但仍有较大向上空间。

公司推荐：券商板块，华泰证券、中信证券、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:科创板正式开板，龙头券商将受益于资本市场发展红利》2019-06-16
- 《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

重点标的推荐

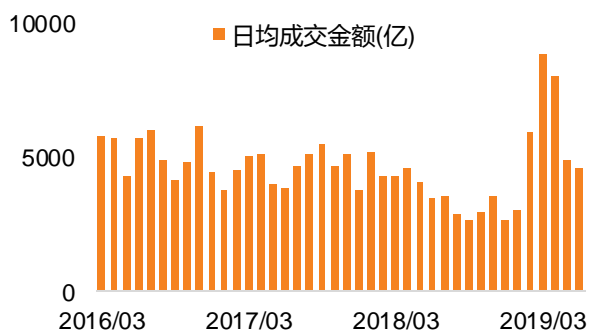
股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-06-21	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	23.30	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	38.20	23.78	20.44	17.01
600030.SH	中信证券	23.67	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	30.74	22.76	19.56	17.03
601211.SH	国泰君安	17.73	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.03	17.91	16.12	14.30
601601.SH	中国太保	37.06	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	18.62	12.65	10.68	8.58
601318.SH	中国平安	87.97	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	14.96	10.57	8.36	6.95
02328.HK	中国财险	8.55 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	10.77	8.15	6.38	5.66
601628.SH	中国人寿	28.26	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	70.65	17.66	15.88	13.65
601336.SH	新华保险	54.70	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.54	15.90	12.87	10.92

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

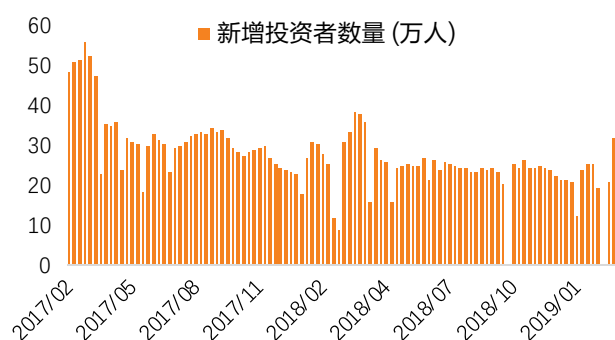
- 1) 本周日均股票成交额为 4771 亿元(上周 4687 亿元),单周环比上升 1.79%,市场交易活跃度有所上升;2019 年至今,两市日均成交金额 5931 亿元,同比上年增长 60.68%。2019 年 6 月日均成交金额 4589 亿元,环比-6%。
- 2) 融资融券:截至 2019 年 6 月 20 日,两市融资融券余额为 9110.90 亿元,较 2018 年 12 月 28 日上升 1553.86 亿元;两市的融资余额为 9020.21 亿元,融券余额为 90.70 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8676.52 亿元,2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 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 21 日,上交所共受理 125 家,受理数增加 2 家,项目进展迅速;其中已问询(含已回复、待上会)88 家,已审核通过 10 家,证监会注册(含注册反馈)11 家,已发行 1 家,中止审查 1 家。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、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。
- 5) 股票质押:股票质押规模整体保持平稳,截至 2019 年 6 月 21 日,市场质押股数 6146.28 亿股,市场质押股数占总股本 9.35%,市场质押市值为 46157.8 亿元;截至 2019 年 6 月 14 日,大股东质押股数 6,067.07 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 22160.74 亿元,大股东疑似触及平仓市值 24411.66 亿元。

图 1: 2019 年 6 月日均股票成交金额 4589 亿元



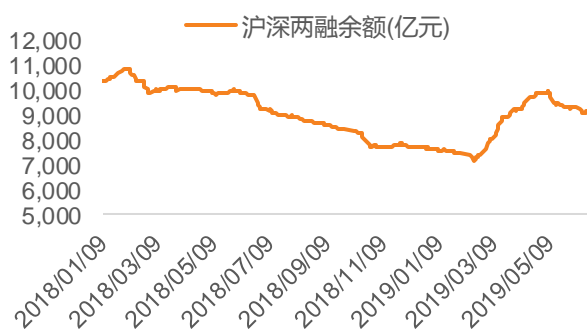
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 20 日两融余额为 9110.90 亿元



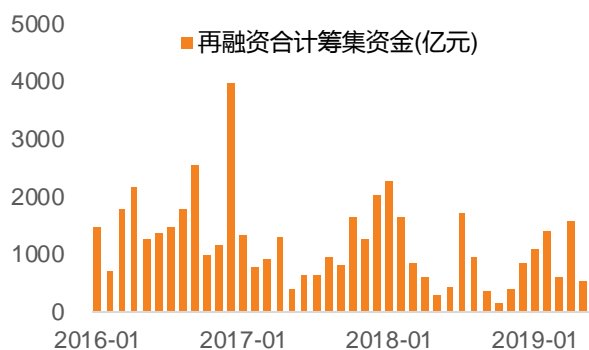
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 5 月股权融资首发募资 155.89 亿元



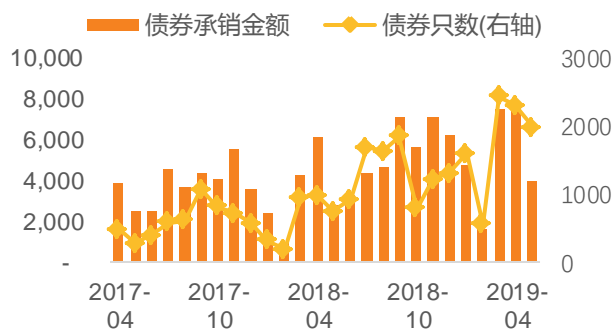
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 5 月再融资共完成 531 亿元



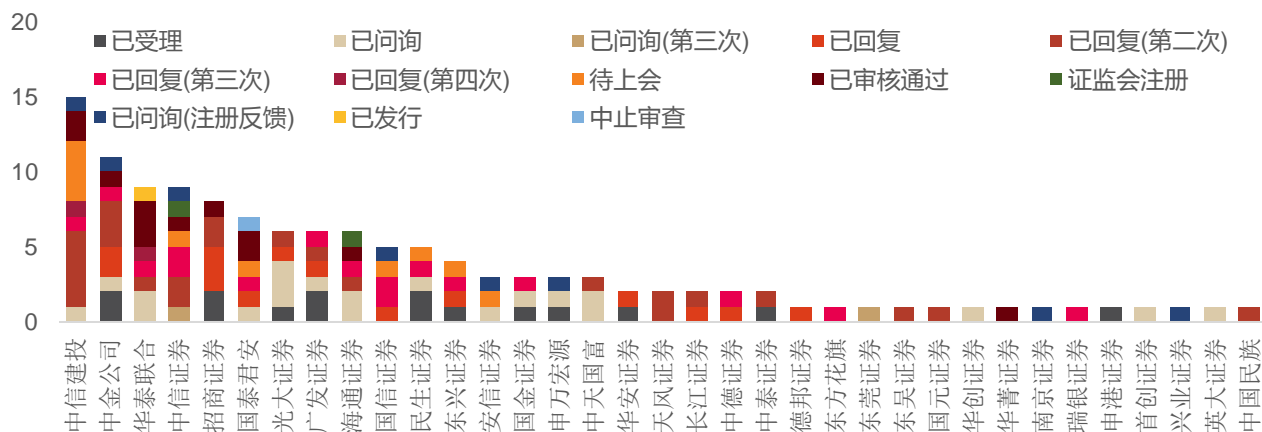
资料来源：wind, 天风证券研究所

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 21 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）

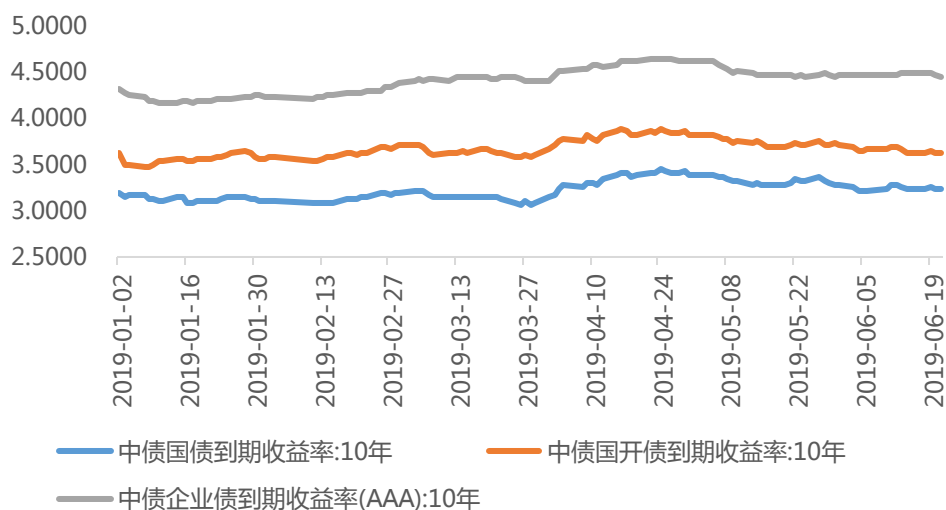


资料来源：wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

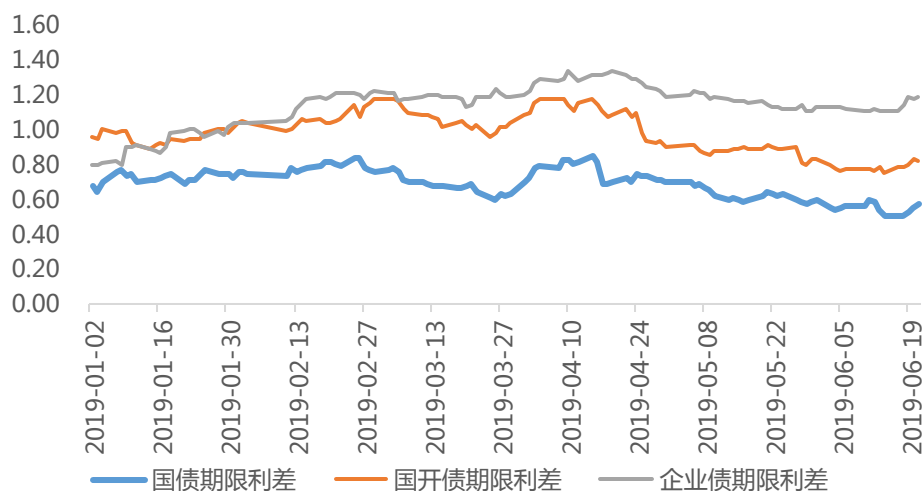
- 6) 截至 2019 年 6 月 21 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.23%、3.62%, 本周分别上涨 0.01bps、下跌 0.49bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.57%、0.82%, 本周分别上涨 7.31bps、6.83bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.60%、1.21%, 本周分别下跌 5.31bps、4.32bps。
- 7) 截至 2019 年 6 月 21 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 4.9%、4.8%, 较年初分别累计上涨 29.1%、11.1%。
- 8) 截至 2019 年 6 月 21 日, 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 0.09%、下降 0.03%、上涨 0.11%, 较年初分别累计下降 0.79%、0.84%、上涨 0.49%。
- 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 3.25bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



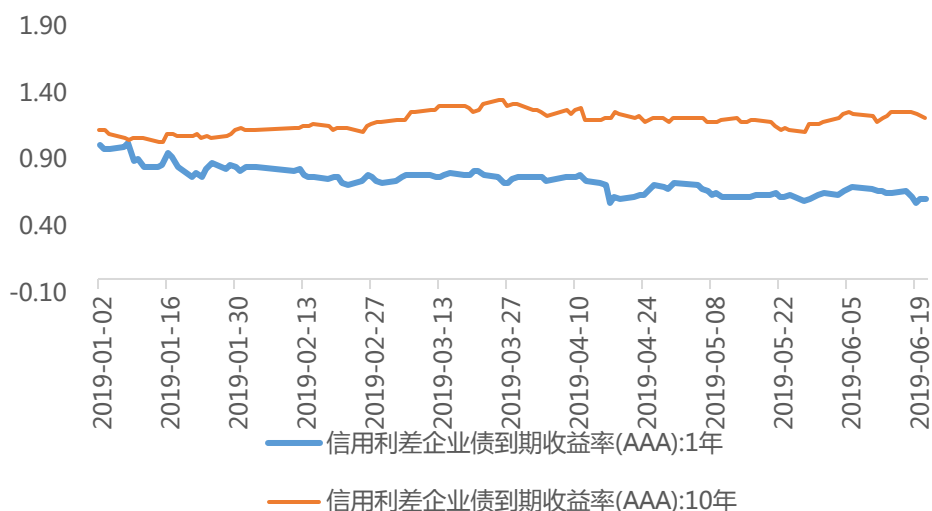
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) (%)



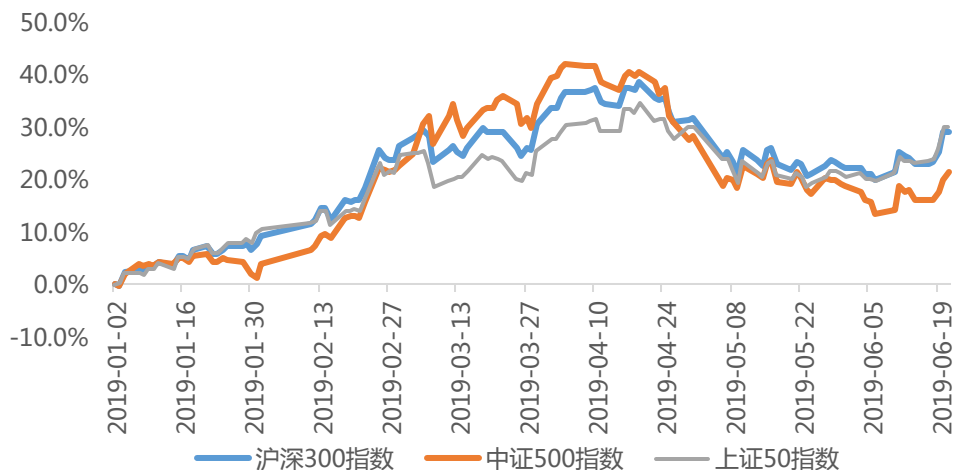
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11：企业债信用利差 (%)



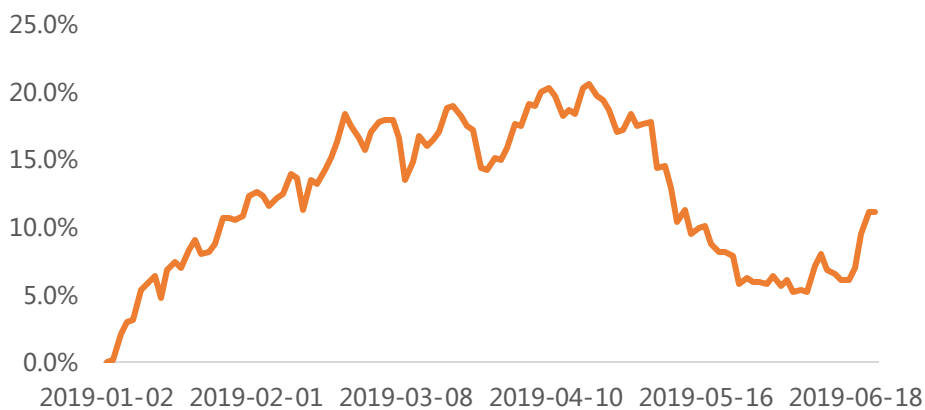
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：股市涨跌情况



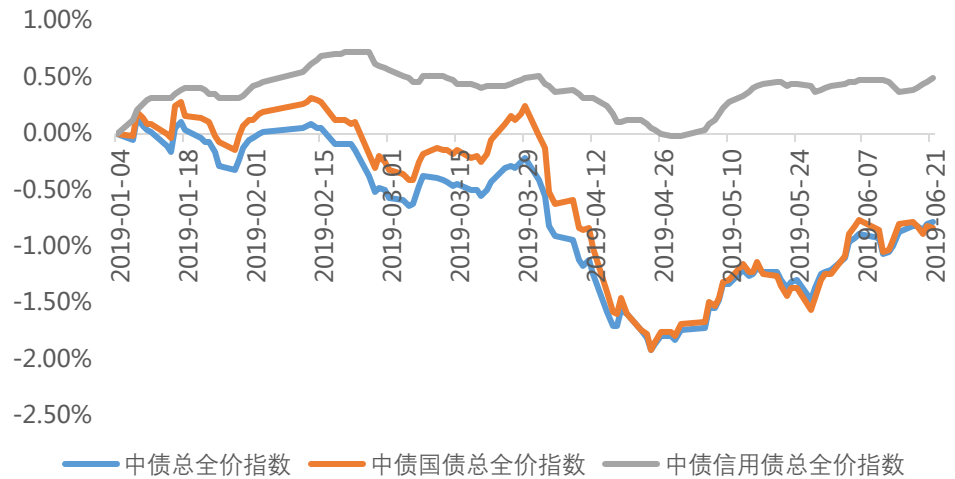
资料来源：wind，天风证券研究所

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	2.85	4.22	2.04
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.68	4.29	2.70
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.68	4.26	2.72
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.25	4.34	2.28
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.73	3.87	2.35
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.50	5.96	5.10

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 21 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	23.67	2,646	17.93	22.76	19.56	1.27	1.70	1.64
国泰君安	17.73	1,502	15.97	17.91	16.12	1.08	1.27	1.26
华泰证券	23.30	1,902	14.77	23.78	20.44	1.29	1.83	1.78
海通证券	14.22	1,414	16.70	16.53	13.94	0.86	1.29	1.23
广发证券	13.73	951	15.24	14.15	12.37	1.13	1.20	1.17
招商证券	17.01	1,056	19.16	19.78	17.54	1.38	1.36	1.30
中信建投	24.53	1,634	21.03	44.60	38.94	1.41	3.63	3.58
东方证券	10.81	693	30.48	30.89	25.14	1.08	1.44	1.41
光大证券	11.55	489	21.02	20.63	17.77	0.83	1.05	1.01
兴业证券	6.73	451	30.20	24.93	21.71	0.94	1.34	1.29

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