

# 非银金融

 证券研究报告  
 2019年06月30日

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:并购重组业务松绑,短融额度提升,券商政策向好加速》2019-06-23
- 《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

## G20 后市场不确定性下降, 积极因素增加, 有助于券商估值继续提升!

**投资要点:** 1) 券商方面, G20 后市场不确定性下降, 市场风险偏好提升, 有助于券商估值继续回升。7 月继续观察边际的积极因素(科创板、并购重组、融资渠道拓宽等)。已有 20 家企业向证监会提交注册申请, 6 家企业注册生效, 我们预计科创板将于 7 月中正式上市交易。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。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高增长, 主要来自于投资端好于去年同期及税收政策利好。保费方面, 行业健康险保持高速增长, 前 5 月同比增长 33%, 保费占比同比提升 2pct。但上市公司保费端面临一定压力, 我们预计 2 季度 NBV 整体表现偏弱, 其中太保呈改善趋势。G20 后经济预期或将改善, 亦有利于保险估值修复。重点推荐中国太保、中国平安、中国财险。

**证券:** G20 后市场不确定性下降, 边际的积极因素增加, 继续推荐龙头券商。1) 市场活跃度回落。6 月日均成交金额 4587 亿元, 环比-6%。19H1 两市日均成交金额 5874 亿元, YOY+59%。两融余额 9157 亿元, 19 年至今两融日均余额为 8696 亿元, 较 18 年下降 435 亿元。上交所共受理 141 家企业的科创板注册申请, 中信建投 15 家、中金公司 12 家、中信证券 11 家、华泰证券 9 家。2) G20 后市场不确定性下降。中美两国元首同意重启两国经贸磋商, 美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。短期内市场不确定性下降, 预计市场风险偏好将回升, 这有助于券商估值继续回升。3) 7 月继续观察边际的积极因素。随着注册生效企业的增加, 科创板已经正式进入打新阶段, 下周将有三家拟上市企业启动打新。从监管层到上交所也在推出一系列的政策法规, 并针对市场关切的问题进行解释, 涵盖科创板、注册制的方方面面。目前已有 20 家企业向证监会提交注册申请, 6 家企业注册生效, 我们预计科创板将于 7 月中正式上市交易。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。4) 头部券商成为监管机构稳定同业的桥梁。一是, 中信证券、国泰君安等十家头部券商被核准提高短期融资券最高待偿还余额, 提高至 3000 亿元左右。二是, 中信证券等 7 家券商受到证监会监管意见书, 对公司申请发行金融债无异议, 此前券商没有在银行间市场发行过金融债。监管层对于券商融资渠道的放开, 有利于增强券商的盈利能力、抗风险能力和竞争能力, 但考验券商的提升杠杆能力。5) 我们继续推荐券商板块。外部风险缓和有助于市场风险偏好提升, 推动资本市场改革政策将陆续出台, 这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 2.04x 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高增长, 经济预期或将改善, 亦有利于保险估值修复。1) 我们预计 2019 年上半年平安、太保、新华、国寿净利润同比增长约 60%、47%、34%、122%, 其中 2 季度同比增长约 47%、48%、38%、261%, 主要来自于投资端好于去年同期及税收政策利好。一方面, 我们判断保险公司投资情况优于去年同期。权益市场表现好于去年同期, 上半年沪深 300 上涨 29%, 2 季度下跌 1%, 而 2018 年上半年累计下跌 14%, 2 季度下跌 10%。上半年 10 年期国债收益率小幅震荡, 2 季度上涨 16bps。另一方面, 保险公司手续费率税前可抵扣比例提升将减轻 19 年税负, 另外, 18 年因佣金超支多交的部分所得税可用于冲抵 19 年所得税, 各公司可能酌情在中报中释放这部分利好。经测算, 税收新政下 2018 年平安、太保、国寿、新华所得税分别减少 109 亿、43 亿、52 亿、18 亿。2) 保费方面, 行业健康险保持高速增长。1-5 月行业人身险保费收入同比增长 17%, 其中健康险保费同比增长 33%, 保费占比 19%, 同比提升 2pct。5 月单月人身险保费同比增长 12%, 健康险同比增长 27%。3) 我们预计 2 季度上市公司 NBV 增速整体表现偏弱。受产品竞争加剧、基层监管趋严、管理层变动及高基数等因素影响, 2 季度上市公司保费端面临较大压力。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 3%、21%、-9%、-2%, 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。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。本周 10 年期国债到期收益率为 3.23%, 较上周下降 0.49bps。4) 财险方面, 行业保费平稳增长, 集中度提升, 利润改善趋势确定。1-5 月财险公司保费收入同比增长 11%, 其中前三家财险公司(人保、平安、太保)保费同比增长 13%。手续费率下降及税前可抵扣比例提升使得财险利润增速改善趋势较为确定。4) 截至 6 月 28 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.34、0.86、0.83、0.84 倍, PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.23、1.09、0.88、0.93 倍, 估值仍处于低位, 有较大向上空间。

**公司推荐:** 券商板块, 华泰证券、中信证券、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。

## 重点标的推荐

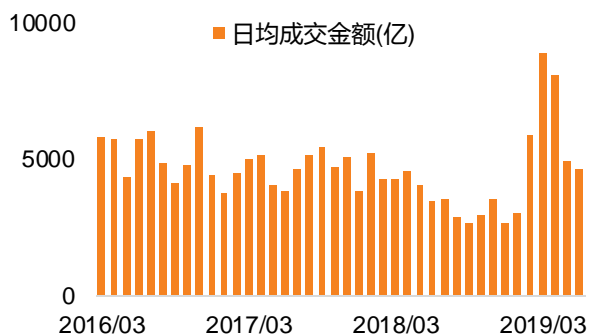
股票代码	股票名称	收盘价 2019-06-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	22.32	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	36.59	22.78	19.58	16.29
600030.SH	中信证券	23.81	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.92	19.52	19.68	16.89
601211.SH	国泰君安	18.35	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.83	18.54	16.68	14.80
601601.SH	中国太保	36.51	买入	1.99	2.93	3.47	4.32	18.35	12.46	10.52	8.45
601318.SH	中国平安	88.61	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	15.07	10.65	8.42	7.00
02328.HK	中国财险	8.43 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	10.65	8.15	6.38	5.66
601628.SH	中国人寿	28.32	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	70.80	17.70	15.91	13.68
601336.SH	新华保险	55.03	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.67	16.00	12.95	10.98

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

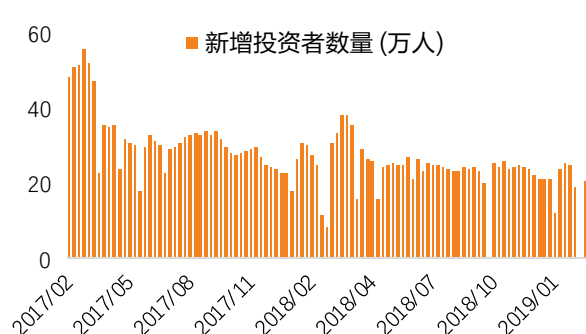
- 1、本周日均股票成交额为 4581 亿元（上周 4771 亿元），单周环比下降 3.97%，市场交易活跃度有所回落；2019 年上半年，两市日均成交金额 5874 亿元，同比+59%。2019 年 6 月日均成交金额 4587 亿元，环比-6%。
- 2、融资融券：截至 2019 年 6 月 27 日，两市融资融券余额为 9157 亿元，融资余额为 9066 亿元，融券余额为 91 亿元。2019 年两融日均余额为 8696 亿元，2018 年两融日均余额为 9131 亿元。
- 3、投行业务：2019 年 6 月，IPO、再融资规模分别为 104.87 亿元、235 亿元，分别环比-33%和-56%。2019 年 2 季度，IPO、再融资规模分别为 349 亿元、2364 亿元，同比-34%和+75%。2019 年 6 月债券承销金额为 5030 亿元，环比+26%。**2019 年上半年，IPO、再融资规模分别为 603 亿元、5499 亿元，同比-35%和-10%。债券承销金额 30680 亿元，同比+54%。**
- 4、科创板：截至 2019 年 6 月 28 日，上交所共受理 141 家，受理数增加 16 家，项目进展迅速；其中已问询（含已回复）80 家，上市委会议通过 5 家，提交注册 20 家，注册生效 6 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 12 家、中信证券 11 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 28 日，市场质押股数 6126.61 亿股，市场质押股数占总股本 9.31%，市场质押市值为 47864.62 亿元；截至 2019 年 6 月 28 日，大股东质押股数 6060.41 亿股，大股东质押股数占所持股份比 7.21%。大股东未平仓总市值 21445.76 亿元，大股东疑似触及平仓市值 24327.71 亿元。

图 1：2019 年 6 月日均股票成交金额 4587 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



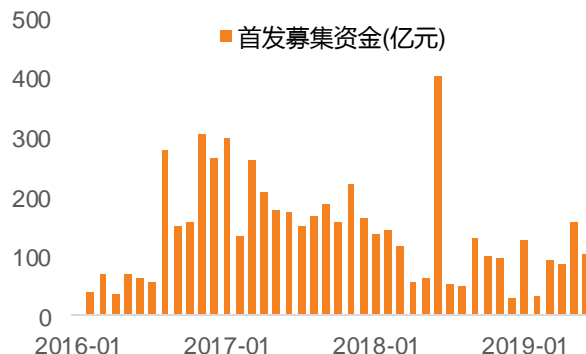
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：截至 2019 年 6 月 27 日两融余额为 9156.94 亿元



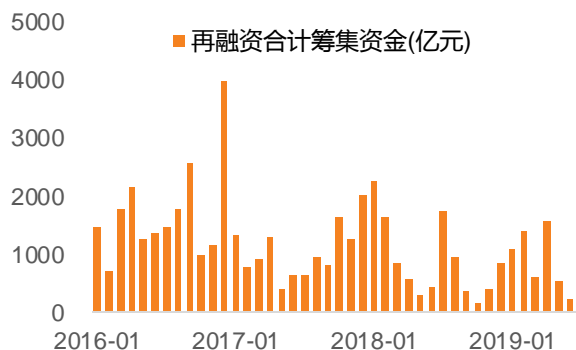
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2019 年 6 月股权融资首发募资 104.87 亿元



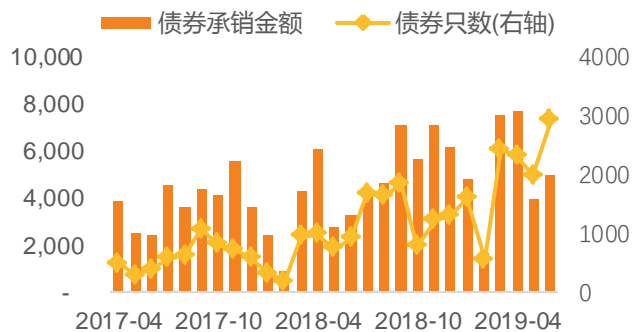
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019 年 6 月再融资共完成 235 亿元



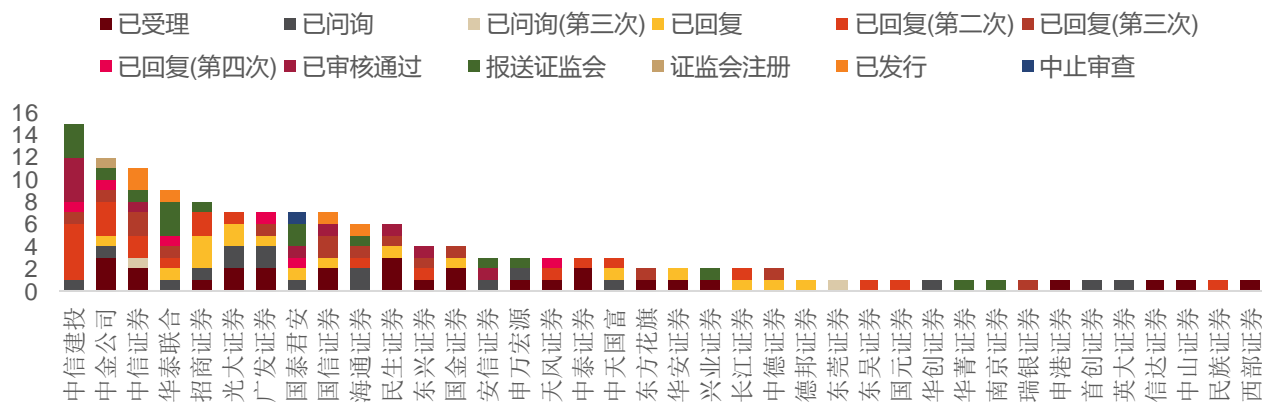
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 6 月券商主承销 5030 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 28 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）

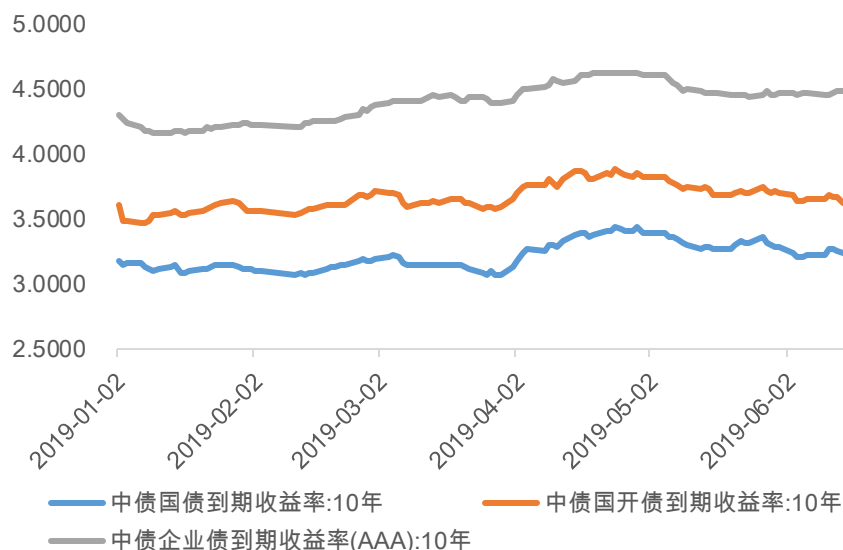


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

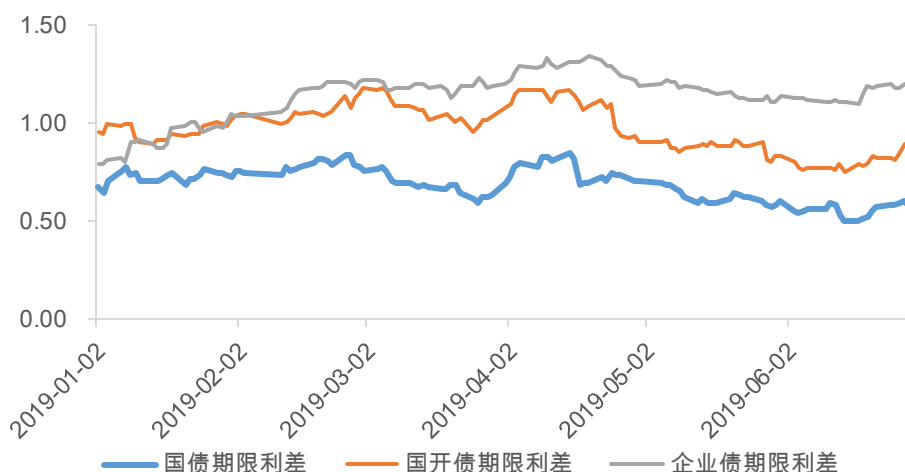
- 截至 2019 年 6 月 28 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.23%、3.61%，本周分别下跌 0.49bps、0.49bps；国债和国开债期限利差分别为 0.58%、0.89%，本周分别上涨 1.30bps、6.80bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.55%、1.16%，本周分别下跌 4.67bps、5.54bps。
- 截至 2019 年 6 月 28 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 0.2%、0.4%，较年初分别累计上涨 28.8%、10.7%。
- 截至 2019 年 6 月 28 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.04%、下降 0.05%、上涨 0.13%，较年初分别累计下降 0.75%、0.88%、上涨 0.61%。
- 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 (%)



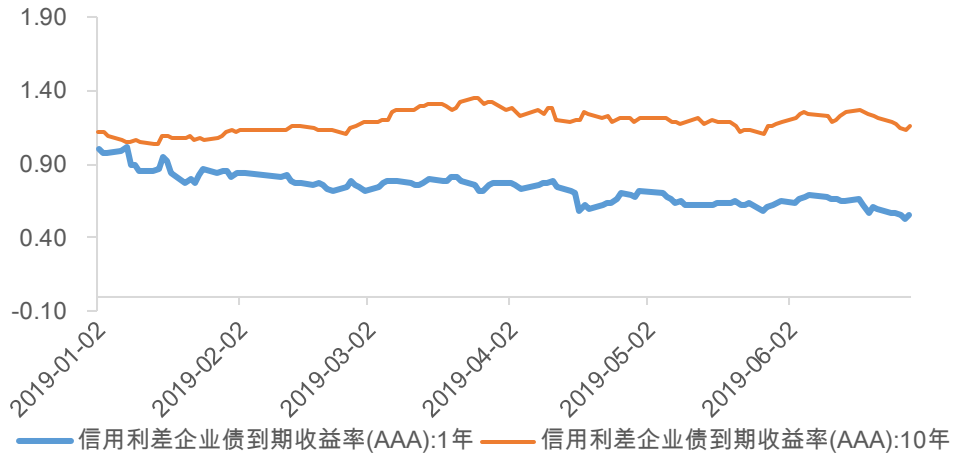
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）(%)



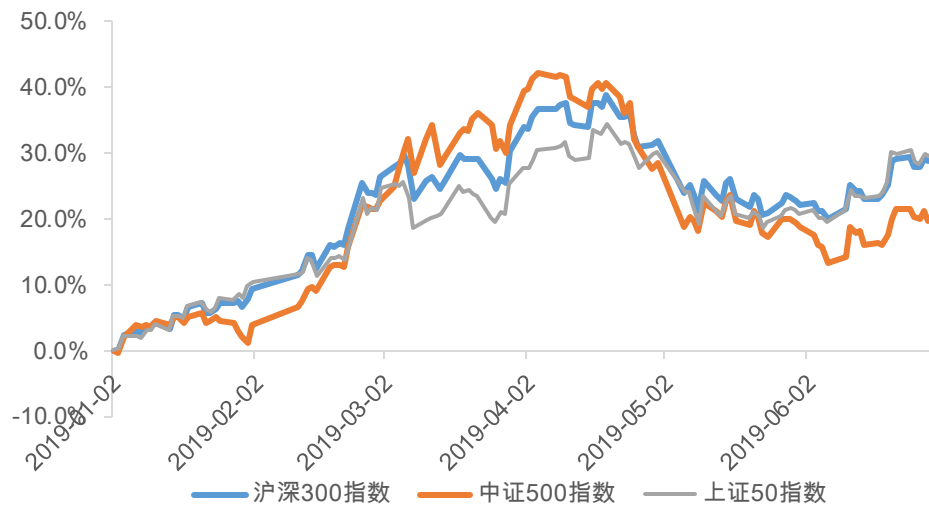
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



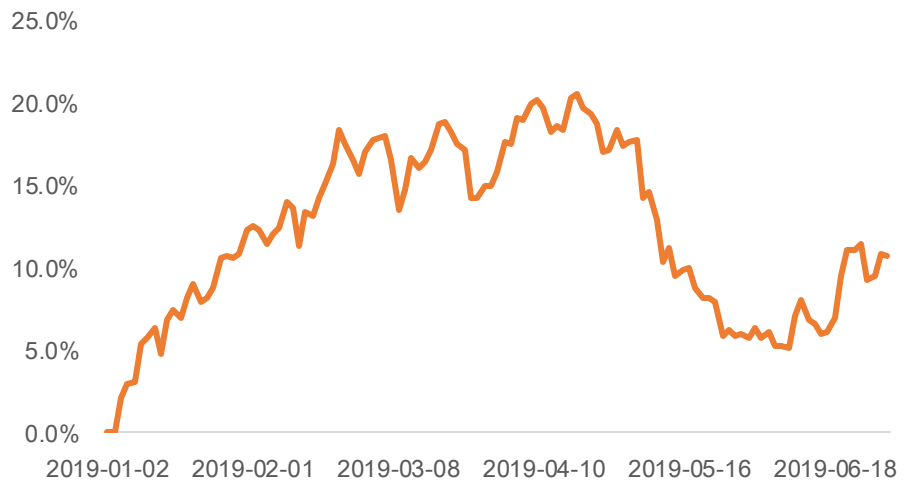
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 股市涨跌情况



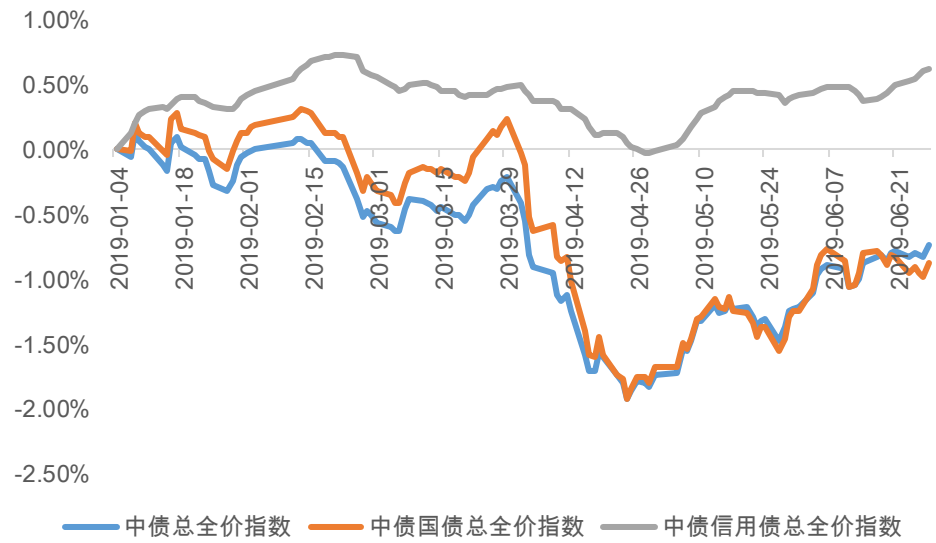
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	2.84	4.07	1.88
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.71	4.55	2.95
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.70	4.40	2.87
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.25	4.28	2.22
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.74	3.86	2.34
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.52	6.10	5.24

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 28 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	23.81	2,669	17.93	19.52	19.68	1.27	1.71	1.65	
国泰君安	18.35	1,550	15.97	18.54	16.68	1.08	1.32	1.31	
华泰证券	22.32	1,845	14.77	22.78	19.58	1.29	1.75	1.71	
海通证券	14.19	1,411	16.70	30.85	23.26	0.86	1.43	1.35	
广发证券	13.74	952	15.24	15.98	13.47	1.13	1.24	1.19	
招商证券	17.09	1,060	19.16	19.87	17.62	1.38	1.37	1.31	
中信建投	21.08	1,410	21.03	38.33	33.46	1.41	3.12	3.08	
东方证券	10.68	683	30.48	30.51	24.84	1.08	1.43	1.39	
光大证券	11.42	484	21.02	20.39	17.57	0.83	1.04	1.00	
兴业证券	6.74	451	30.20	24.96	21.74	0.94	1.35	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	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