

行业研究/动态点评

2019年07月05日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
银行 增持(维持)

中报业绩分化, 金融改革加速

金融行业 2019 中报业绩前瞻

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

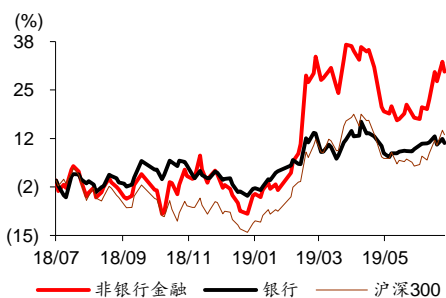
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《银行: 创新开拓, 驶向小微新蓝海》
2019.07
- 2 《银行/非银行金融: 行业周报(第二十六周)》2019.06
- 3 《非银行金融: 松绑规范结合, 信保合作扩容》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

市场行情催化业绩, 内外因素改善优化投资环境

2019 上半年资本市场显著改善, 叠加政策红利持续释放, 推动保险与券商板块趋势向上; 银行基本面稳健, 资产增速保持平稳、息差仍有较强支撑、资产质量保持稳健。展望下半年, 金融开放加速推进, 更添市场活力; 贸易摩擦有改善迹象, 优化市场投资环境, 交投活跃有望带动行情持续升温。上市金融企业基本面稳健, 估值优势显著, 增量资金入场带动板块配置价值, 重申优质金融股的配置机遇, 板块排序为保险、证券、银行。

保险: NBV 增长现分化, 手续费新规助力 EV 稳增长

上半年保险业经历了开门红调结构、二季度增长承压的态势; 投资端一季度受益于权益市场的大幅回暖, 收益表现超预期, 二季度受市场调整有所回落。我们判断 NBV 表现有所分化, 中国人寿上半年仍能维持较好的增长, 而其他上市险企呈现不同程度的负增长态势。综合险企 EV 增长更为稳健, 中国人寿受益于 NBV 推动有望实现 EV 增长超预期, 上半年均有望实现 15%-20% 的增长, 对新华保险 EV 增长保守估计为 12%-15%。下半年清核完成后高质量增员的推进有望夯实保费增长基础, 投资端扩容提升配置效率, 手续费新规催化业绩增长。推荐中国人寿、中国太保和新华保险。

证券: 政策及市场改善驱动业绩向上, 紧握优质券商

上半年在政策红利和市场改善多维度催化下, 券商业绩从 2018 年底磨砾到向上改善。行业内部业绩增速分化, 我们预计 2019H1 大型券商归母净利润 YoY 在 40%-80% 区间; 中小券商增速较高, 部分有望突破 100%。市场整体上行、交投活跃度提升, 预计投资及经纪收入驱动业绩向上。两融提升、股质规模收缩下, 利息收入预计相对平稳。投行中股权承压、债权大幅上升, 预计综合实力差异引导业绩分化。资管推动主动管理转型。短期追踪政策及市场预期变化, 长期看好市场化改革红利下行业前景。建议关注优质券商投资机会, 推荐中信证券、国泰君安、招商证券。

银行: 基本面稳健态势不改, 积极把握配置机会

预计上半年上市银行基本面稳健, 资产增速平稳、息差仍有较强支撑、资产质量保持稳健。预计上半年大行利润增速 4%-4.5%, 股份行超过 10%。一季度信贷集中投放后优质资产减少, 银行风险偏好上升较慢, 预计上半年资产增速与 Q1 末基本持平。息差有一定支撑, 但预计大中型银行表现好于区域性银行。监管层引导加大不良贷款确认力度, 预计资产质量稳健。下半年基本面有望向好, 逆周期调节提供优质资产、缓解信用风险压力, 理财子公司开业带动中间收入回暖。建议配置零售型银行、低估值稳健的大行及特色区域性银行, 推荐平安银行、招商银行、农业银行、成都银行。

风险提示: 保障险业务推进力度不及预期, 利率下行带来潜在的利差损风险, 权益市场波动导致投资收益增长的不确定性, 政策推进不及预期, 市场波动风险, 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601628	中国人寿	28.75	买入	0.40	0.67	0.97	1.32	71.31	42.91	29.64	21.78
600030	中信证券	23.60	买入	0.77	1.17	1.36	1.56	30.65	20.17	17.35	15.13
000001	平安银行	13.99	买入	1.45	1.65	1.92	2.24	9.65	8.48	7.29	6.25

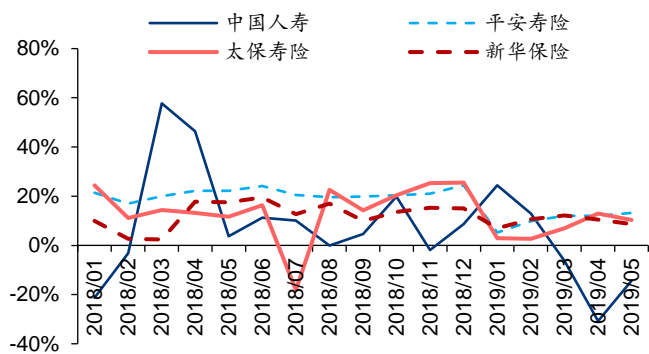
资料来源: 华泰证券研究所

保险：NBV 增长现分化，手续费新规助力 EV 稳增长

利润增速维持高位，NBV 增长现分化。2019 上半年保险行业经历了开门红调结构、二季度增长承压的态势；投资端一季度受益于权益市场的大幅回暖，收益表现超预期，二季度受市场调整有所回落。此外长端利率维持中枢震荡态势，据中债数据，折现率上半年上行 5.4bps，推动准备金的进一步释放。5 月末发布的手续费税前扣除新规有望大幅缓解目前存在的高税负压力，综合影响下我们预计上市险企上半年归母净利润增速在一季度基础上有所下滑，但仍维持在 30%-80% 的高位水平。新业务价值一季度表现良好，但二季度新单增速拖累导致一定程度滑落，我们预计中国人寿 NBV 仍能维持较好的增长，而其他上市险企呈现不同程度的负增长态势。内含价值层面，综合险企增长更为稳健，中国人寿受益于 NBV 推动有望实现 EV 增长超预期，上半年均有望实现 15%-20% 的增长，对新华保险的 EV 增长保守估计为 12%-15%。

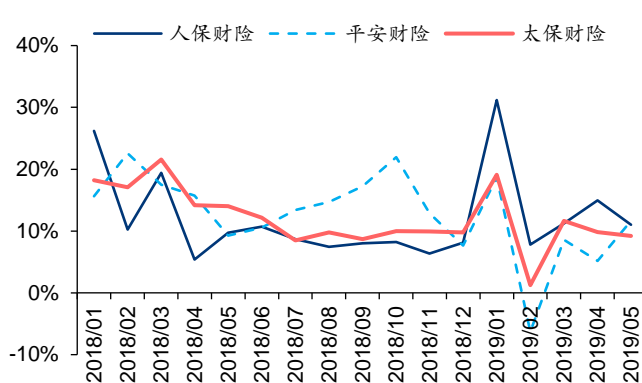
寿险新单承压，财险增速回温。今年各大寿险销售策略均以健康险为主，开门红阶段整体表现较符合预期，但二季度以来，随着代理人清核推进与去年高基数共同影响，新单增长有所承压。具体来看，中国人寿一季度受鑫享金生爆款产品的催化，保费实现大幅提升，二季度由于去年盛世臻品高基数影响拖累增速，我们预计上半年新单仍能维持小幅上涨。平安寿险与太保寿险积极转型保障险产品，二季度降幅逐步收窄，边际回暖显著，但我们预计上半年新单仍为负增长态势。新华保险去年二季度费用激励加码下代理人规模与产能均实现提升，高基数压力下导致今年二季度新单增长不及预期，逐步消耗一季度增长动能，我们预计上半年新单呈现小幅下滑态势。财险业务来看，非车险增速回暖，推动总保费增速回温，叠加手续费税前扣除新规催化，财险业绩表现今年有望超预期。

图表1：上市寿险单月保费增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

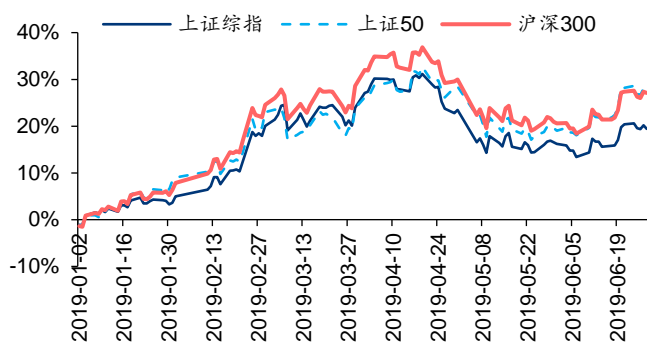
图表2：上市财险单月保费增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

权益市场回暖，利率中枢波动，投资端稳中向好。上半年资本市场行情升温，上证综指、上证 50 和沪深 300 分别上涨 19%、28% 和 27%，具有 β 属性的保险股受益于权益市场的向上行情，上半年收益可观。利率中枢波动环境下，利差损风险的缓释有望推动估值持续修复。在利率中枢震荡与权益改善的环境下，去年投资回报差异产生的负贡献有望消除，今年政策预期刺激下的正效应有望逐步显现。

图表3：2019H1 股指涨幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2019H1 长端收益率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望下半年，监管层对信保合作门槛的放宽与提升权益投资比例上限的规划有望拓宽保险投资范围，优化资产配置结构，提升资金运用效率，投资回报正效应有望逐步显现。手续费税前抵扣新规大幅缓解税负压力，有望显著提升利润增长。清核完成后高质量增员的稳步推进有望夯实保费增长基础，价值率有望企稳回升，推动 EV 稳健增长。个股推荐 NBV 表现优于行业的中国人寿，综合业务布局的中国太保，以及期待新管理层履新后新战略布局的新华保险。

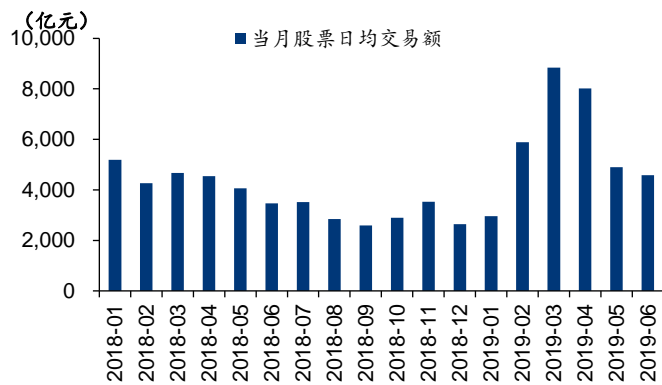
证券：政策及市场改善驱动业绩向上，紧握优质券商

2019 年上半年政策及市场环境多维度改善。顶层设计推动金融供给侧改革，科创板加速推进。市场量价提升、风险偏好边际上行。政策和市场红利催化下，我们预计 2019 年上半年投资及经纪业务将带动券商业绩改善，但受二季度市场环境波动影响，预计上半年整体增速将较一季度收窄。行业内部业绩增速分化。我们预计，2019H1 大型券商归母净利润同比增速在 40%到 80%区间；中小券商基数较低、业绩弹性更大，有望获得较高净利润增速，增长较快的公司有望突破 100%。

市场整体上行驱动投资类业绩改善。上半年市场整体均呈现上升趋势。根据 Wind 统计，2019H1 上证综指较年初+19.4%，深证成指+26.8%，创业板指数+20.9%，上证国债+2%。虽然第二季度股票市场整体震荡盘整，但预计上半年市场整体上升将改善券商投资类业务收入。行业内部因投资敞口差异，预计各家业绩弹性或有所分化。

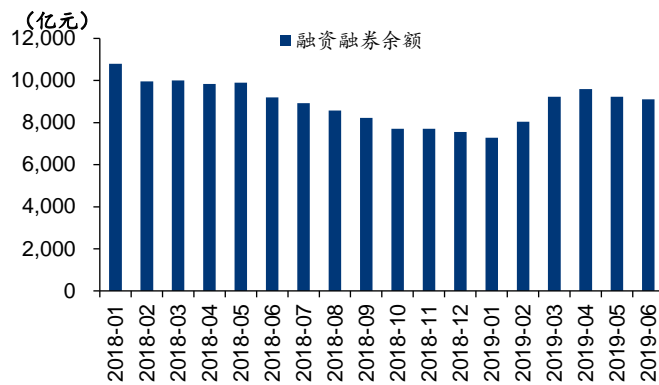
交投活跃度改善带动经纪业绩向上，两融提升、股质收缩背景下，利息预计相对稳定。根据 Wind 统计，2019H1 日均股票成交金额同比增加 34%。受交投活跃度提升影响，券商经纪收入预计同比改善。市场风险偏好改善，两融规模提升；股票质押在券商强化风险准入下，业务规模有所收缩。2019H1 末两融余额 9108 亿元，较年初+20.5%。2019H1 末全市场股票质押未解押股数 6135 亿股，较年初-3.3%；受股价上升影响未解押参考市值 4.7 万亿元，较年初+11.2%。2019 上半年券商新增股票质押股数较 2018 下半年-28.7%，参考市值受股价上升影响较 2018 年下半年+3.8%。我们预计，上半年券商利息收入维持相对稳定，未来大型券商可通过金融债和短期融资券融资，且有望向中小非银机构传递流动性，或将降低券商利息成本。

图表5: 2018.1-2019.6 股票日均交易额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 2018.1-2019.6 每月末融资融券余额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

上半年股权承压、债权大幅上升，预计投行业绩呈现分化格局，关注科创板开板等政策红利对投行收入提升。根据 Wind 统计，2019H1 IPO 募资 604 亿元，同比-34.3%，剔除 2018 年 6 月工业富联 IPO 募资 271 亿元影响，同比-6.9%，平均通过率较上年同期上升；再融资 5543 亿元，同比-10.2%；债权承销 32083 亿元，同比+ 63.8%。各家券商投行综合竞争力差异，预计投行业绩呈现分化格局。当前科创板加速推进，预计正式开板将带来可观业务增量。同时，重组上市政策边际放宽，预计也将驱动投行再融资和并购重组业绩上行。资管业务持续推动主动管理转型，行业整体受存量整改影响预计收入边际收缩。未来，率先构筑主动管理能力、开辟创新业务品类的券商有望攫取发展先机。

展望下半年，政策方面金融供给侧改革和对外开放奠定行业发展核心基调，多维度政策红利驱动行业加快创新发展。我们预计投行、FICC 和衍生品是潜在核心增长点。市场方面需持续追踪股指走势、市场交投活跃度、风险偏好等指标边际变化，关注境内外增量资金入市对交易活跃度提振和市场机制优化。我们认为政策红利持续和市场环境边际变化将优化券商经营环境，驱动业绩延续改善趋势。长期坚定看好市场化改革红利下行业前景。建议关注优质券商投资机会，推荐中信证券、国泰君安、招商证券。

图表7：上市券商2019年前5个月母公司层面月度经营数据

(百万元)	2019年前5个月月度数据-累计净利润	同比
中信证券	4,096	22%
国泰君安	4,059	25%
海通证券	3,432	21%
华泰证券	2,834	32%
广发证券	2,576	20%
招商证券	2,550	55%
申万宏源	2,341	35%
国信证券	2,271	105%
中国银河	2,135	74%
中信建投	1,826	n.a
光大证券	1,608	96%
东方证券	1,190	202%
国投资本	1,148	81%
长江证券	1,061	122%
兴业证券	837	37%
方正证券	798	151%
东兴证券	722	53%
华西证券	647	n.a
西南证券	637	57%
西部证券	622	117%
东吴证券	607	337%
国元证券	568	196%
国金证券	515	30%
东北证券	511	254%
哈投股份	479	751%
华安证券	448	152%
财通证券	433	11%
长城证券	405	n.a
山西证券	337	209%
浙商证券	335	18%
国海证券	323	479%
南京证券	310	n.a
华创阳安	284	129%
第一创业	259	117%
太平洋	246	279%
天风证券	209	n.a
中原证券	168	32%
华林证券	144	n.a

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

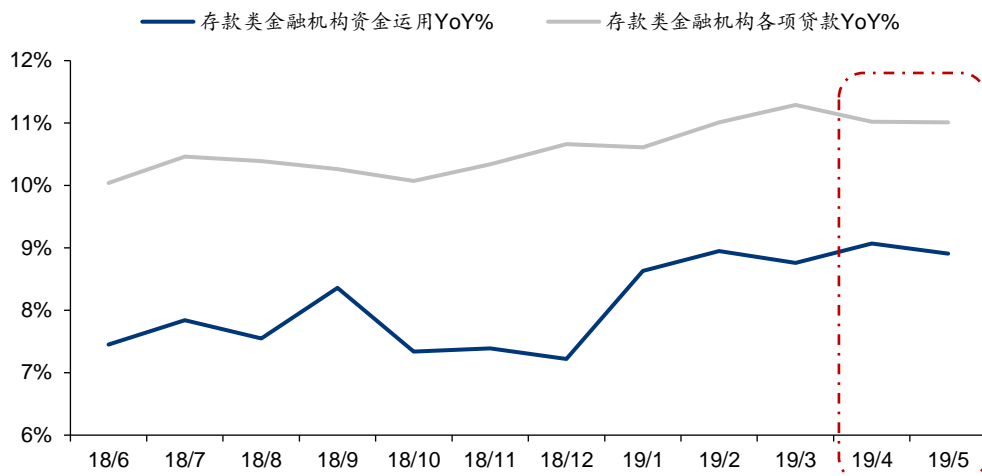
注：累计净利润和同比均已剔除分红影响

银行：基本面稳健态势不改，积极把握配置机会

我们预计 2019 年上半年上市银行基本面稳健，资产增速保持平稳、息差仍有较强支撑、资产质量保持稳健。预计上半年大行归母净利润增速维持在 4%-4.5% 的区间；股份行受益于同业负债成本继续改善，利润增速有望较一季度微升，保持在 10% 以上；城商行和农商行短期内面临一定负债压力，整体利润增速或稳中有降，且行业分化有望加剧，稳健经营的优质区域性银行优势将更突出。

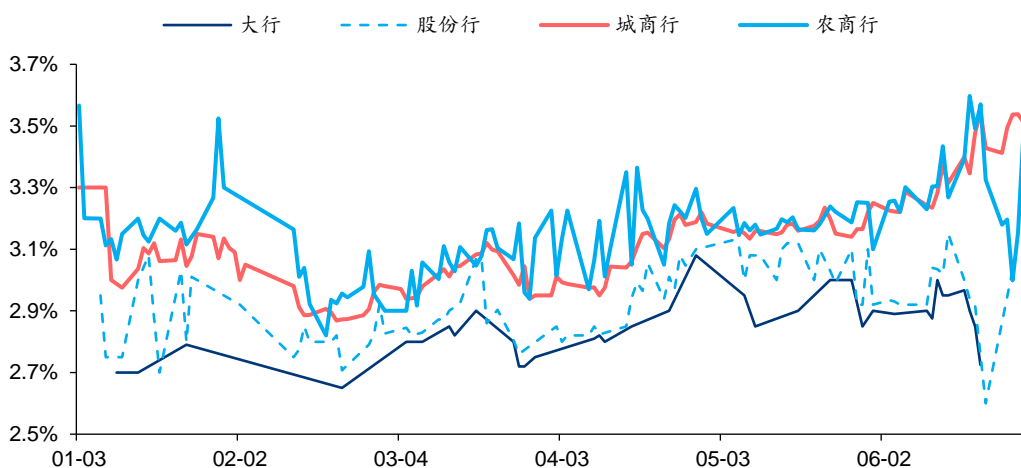
首先，资产增速预计稳定。经历了一季度的信贷集中投放后，银行可投优质资产减少。叠加金融资产风险分类新规意见稿出台，银保监会继续奠定严监管基调，银行风险偏好上升较慢，我们认为上市银行上半年资产和贷款增速与 Q1 末相比基本持平。其次，息差有较强支撑，但子板块间分化。央行 5-6 月通过定向降准、频繁开展公开市场操作等方式支持市场流动性，稳定银行负债成本，银行风险偏好上升较慢使得资产端定价相对刚性，综合来看二季度息差有望保持相对稳定。但包商银行接管事件发生后，市场化资金的保守偏好预计将使得大中型银行的息差表现整体较区域性银行更好。

图表8：2018年4-5月存款类金融机构资金运用与各项贷款增速均保持基本平稳



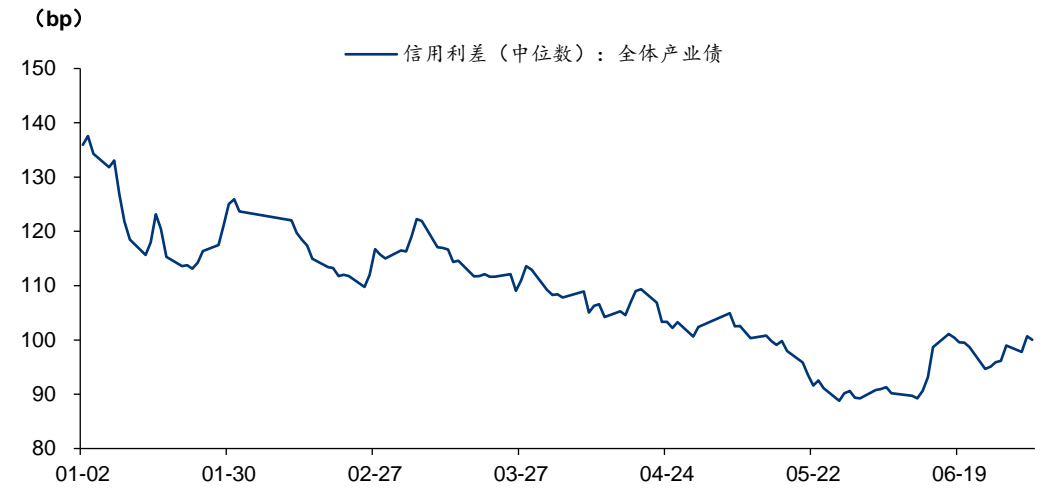
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表9：2019年6月大中型银行与区域性银行的同业存单发行利率分化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，预计资产质量保持稳健。7月4日银保监会在国新办新闻发布会上透露当前银行业不良贷款率稳定在2%左右，而Q1末为1.80%。我们认为不良贷款率或稍有抬升主要源于2019年监管层鼓励银行业加大不良贷款确认力度，包括下发金融资产风险分类新规征求意见稿、鼓励有条件的银行把逾期60天以上的贷款也纳入不良等，但主动确认不良贷款进一步夯实了资产质量。二季度产业债信用利差继续收窄，反映实体经济信用风险压力缓解。据央行数据，5月末普惠型小微贷款不良率为5.9%，较2018年末下降0.3pct。综合来看，我们认为二季度上市银行资产质量相对稳健。

图表10： 2019年二季度产业债信用利差整体呈现收窄态势

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019年下半年上市银行基本面有望向好。一方面，适时适度实施逆周期调节，呵护银行基本面。6月地方政府专项债可用作重大项目资本金的新政利于支撑基建投资企稳，为银行供应了优质资产；减税降费继续深化缓解实体经济经营压力，利于银行资产质量向好。综合来看，政策为银行创造了有利经营环境。另一方面，理财子公司陆续开业，中间业务收入继续回暖可期。5月末以来，建信理财、工银理财、交银理财先后开业，目前理财子公司的筹建审批已从大中型银行阶段进入城商行阶段，下半年一批理财子公司有望集中开业。据2019年一季报数据，Q1上市银行中间业务收入增速高达15.0%，理财子公司在产品起售门槛、投资范围等方面有多项优势，其开业有望带动银行中间业务收入加速回暖。建议配置优质零售型银行、稳健经营且估值较低的大行以及坚守本源的特色区域性银行，个股推荐平安银行、招商银行、农业银行、成都银行。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com