

非银金融

科创板利好头部券商

投资要点: 1) 券商方面, 科创板首批公司下周将正式上市交易, 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。行业对外开放提速将加剧竞争, 但难改内资主导的行业格局。市场开放和产品开放将加速行业转型, 利好头部券商。重点推荐中信证券、华泰证券、国泰君安。2) 保险方面, 我们预计下半年 NBV 增长有望迎来改善, 驱动因素在于创新的保险产品上市促销、代理人规模有望稳步回升、管理层变动的不确定性消除。保险业开放时点前移, 准入限制放宽, 将激发市场活力, 我们判断对于大型保险公司的固有优势冲击有限。重点推荐中国太保、中国人寿、中国财险。

证券: 科创板首批公司下周将正式上市交易, 行业对外开放提速利好头部机构。1) 市场活跃度略有回升。7 月日均成交金额 4100 亿元, 环比-11%。两融余额 9127 亿元, 19 年至今两融日均余额为 8749 亿元, 较 18 年下降 382 亿元。上交所共受理 149 家企业的科创板注册申请, 中信建投 15 家、中金公司 14 家、中信证券 11 家、华泰证券 10 家。2) 科创板首批公司将于 7 月 22 日上市交易。科创板相关准备工作已经全部就绪, 包括发行、承销、审核、注册、技术系统等在内的日常工作都正常进行, 7 月 22 日, 首批 25 家科创板公司将在上交所上市交易。监管机构、交易所等出台一系列政策措施确保科创板平稳运行。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。3) 7 月 20 日, 国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施, 其中包括将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。2018 年中国宣布将合资证券、基金管理和期货公司的外资投资比例限制放宽至 51%, 三年后不再设限。目前, 外资股比放宽至 51% 的政策已落实落地, 证监会于 2018 年发布实施了《外商投资证券公司管理办法》和《外商投资期货公司管理办法》等管理规定, 已先后核准设立 4 家外资控股的证券公司和基金管理公司。外资券商进入中国市场后, 行业竞争预计会加剧。但是, 参照日本的经验, 行业预计仍将是内资机构主导。境外资金将成为未来市场潜在的重要机构投资者, 市场投资者结构将呈现机构化趋势, 头部券商的市场份额将随着机构投资者在市场持仓比重提升而持续提升。对外开放将加速产品开放, 我们预计后续业务层面将有配套政策落地, 将进一步优化国内券商的业务结构。4) 我们继续推荐券商板块。科创板正式开板交易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 2.07x PB, 大型券商估值在 1.3-1.7x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。

保险: 保险业开放将加速, 但我们判断对于大型保险公司冲击有限。1) 我们预计下半年 NBV 增长有望迎来好转。下半年 NBV 增长好转的驱动因素在于: 管理层变动及公司架构调整等短期影响逐步消除, 如新华、国寿; 7 月太保、平安均上市了各有亮点的新产品, 配合产品推动方案, 预计将促进新单保费增速好转; 代理人规模有望企稳 (如平安 5 月上市适合新人销售的低件均产品, 有助于提升新人留存)。2) 长端利率长期仍面临下行压力。截至 2019 年 7 月 19 日, 10 年期国债到期收益率为 3.16%, 本周上涨 0.28bps。3) 保险业开放时点前移, 准入限制放宽, 将激发市场活力, 但我们判断对于大型保险公司的固有优势冲击有限。国务院金融委 20 日宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施, 涉及保险业的主要包括: 缩短外资人身险公司外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期至 2020 年; 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定; 放宽外资保险公司准入条件, 取消 30 年经营年限要求。行业的加速放开将引入更加先进的经营理念、更加多元化的保险产品和服务, 有利于激活保险市场, 一定程度上将加大市场竞争。但代理人队伍的建设及培育需要大量的投入和长时间的沉淀, 且营业网点广泛、深入的铺设也需要较长时间, 外资公司或将走“精品”发展路线, 专注于特定渠道或客群, 我们判断对大型保险公司的冲击有限。5) 截至 7 月 19 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.33、0.92、0.89、0.83 倍, PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.23、1.16、0.94、0.91 倍, 估值仍处于低位, 有较大向上空间。

公司推荐: 券商板块, 中信证券、华泰证券、国泰君安; 保险板块, 中国太保、中国人寿、中国财险、中国平安、新华保险。

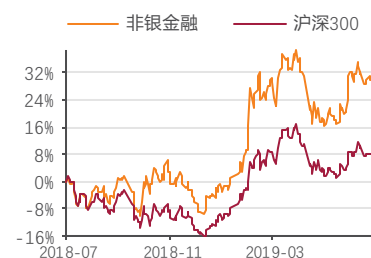
风险提示: 市场低迷导致业绩及估值双重下滑、政策落地不及预期; 长期利率下降超预期。

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

- 1 《非银金融-行业研究周报:非银中报业绩预计高增长》 2019-07-14
- 2 《非银金融-行业研究周报:保险中报利润有望超预期, 券商将推行分类管理》 2019-07-07
- 3 《非银金融-行业研究周报: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!》 2019-06-30

重点标的推荐

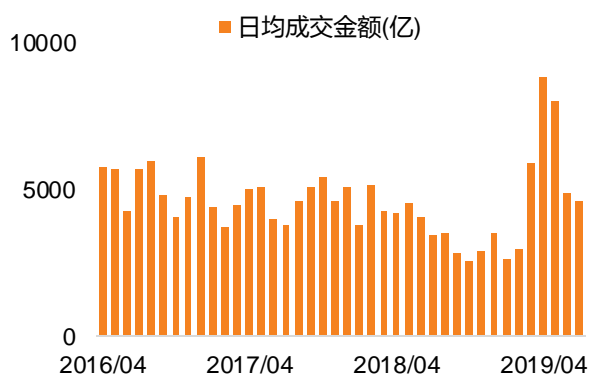
股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-07-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.18	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.10	19.00	19.16	16.44
601688.SH	华泰证券	21.17	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	34.70	21.60	18.57	15.45
601211.SH	国泰君安	18.08	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.48	18.26	16.44	14.58
601601.SH	中国太保	38.78	买入	1.99	3.35	4.23	5.15	19.50	11.25	8.91	7.31
601628.SH	中国人寿	30.13	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	75.33	18.83	16.93	14.56
02328.HK	中国财险	9.36 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	11.81	8.74	6.84	6.07
601318.SH	中国平安	88.35	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	15.03	10.62	8.40	6.98
601336.SH	新华保险	54.20	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.34	15.76	12.75	10.82

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

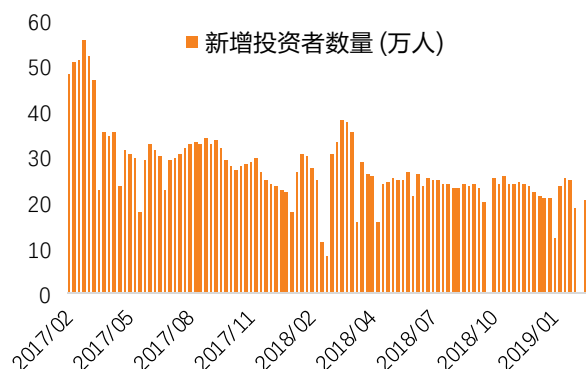
- 1) 本周日均股票成交额为 3737 亿元 (上周 3658 亿元), 单周环比上升 2.17%, 市场交易活跃度有所提升; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5674 亿元, 同比上年增长 53.71%。2019 年 7 月日均成交金额 4100 亿元, 环比-11%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 7 月 18 日, 两市融资融券余额为 9127.19 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1570.15 亿元; 两市的融资余额为 9,035.54 亿元, 融券余额为 91.65 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8749 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 6 月, IPO、再融资规模分别为 105 亿元、257 亿元, 分别环比-33%+和-52%。2019 年 2 季度, IPO、再融资规模分别为 349 亿元、2387 亿元, 同比-34%和+77%。2019 年 6 月债券承销金额为 5246 亿元, 环比+32%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 7 月 19 日, 上交所共受理 149 家, 受理数增加 1 家; 其中已问询 (含已回复) 88 家, 通过 2 家, 提交注册 5 家, 注册生效 28 家, 中止审查 1 家, 终止审查 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 14 家、中信证券 11 家、华泰证券 10 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 7 月 19 日, 市场质押股数 6140.13 亿股, 市场质押股数占总股本 9.27%, 市场质押市值为 46388.31 亿元; 截至 2019 年 7 月 19 日, 大股东质押股数 6053.39 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.25%。大股东未平仓总市值 21287.14 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23911.30 亿元。

图 1: 2019 年 7 月日均股票成交金额 4100 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



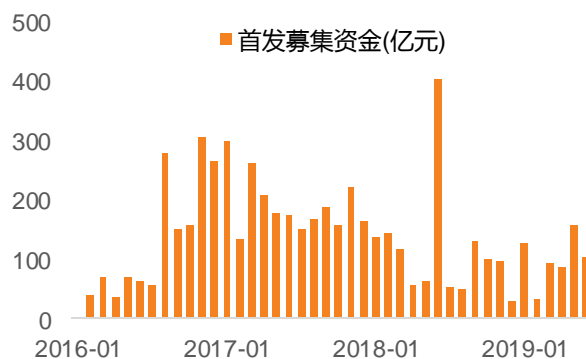
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 7 月 18 日两融余额为 9127.19 亿元



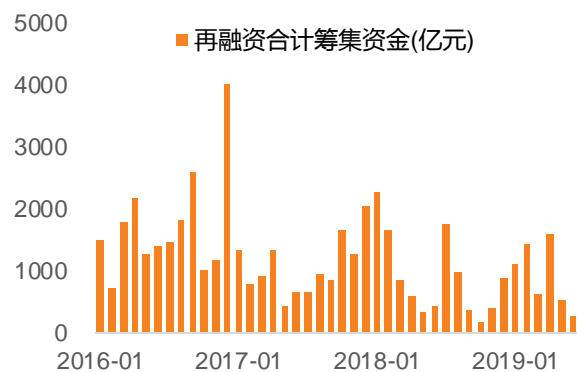
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 6 月股权融资首发募资 105 亿元



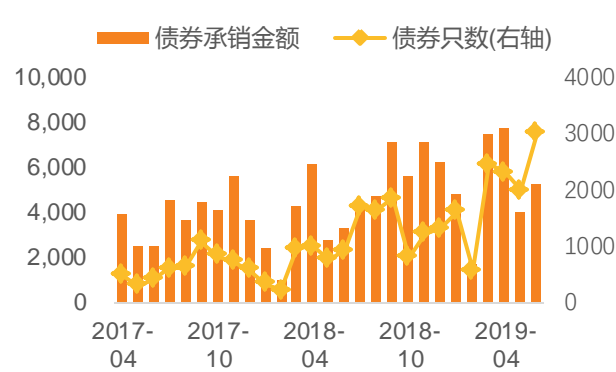
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 6 月再融资共完成 257 亿元



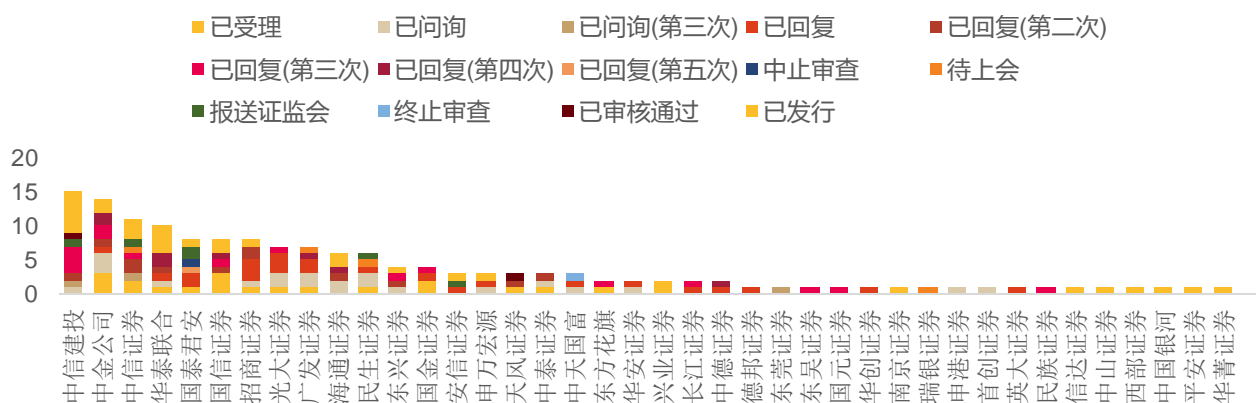
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 6：2019 年 6 月券商主承销 5246 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 7 月 19 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）

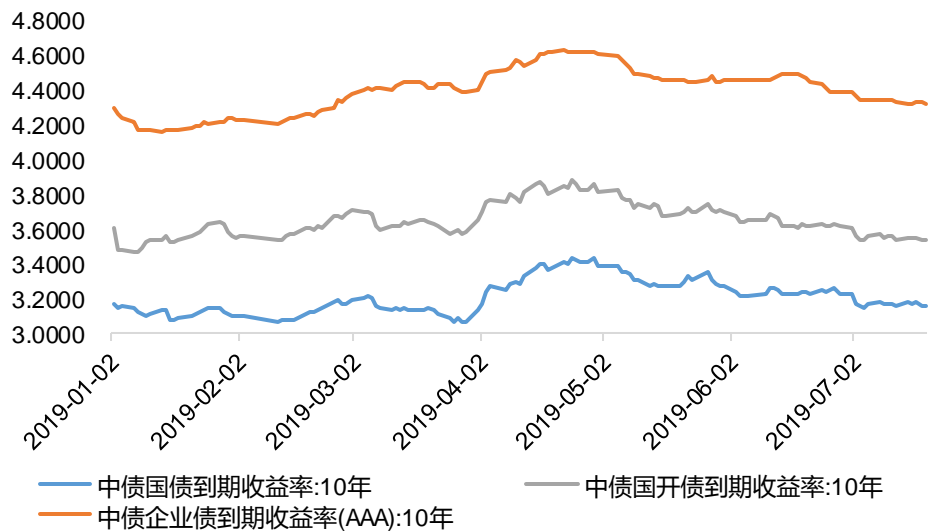


资料来源：wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

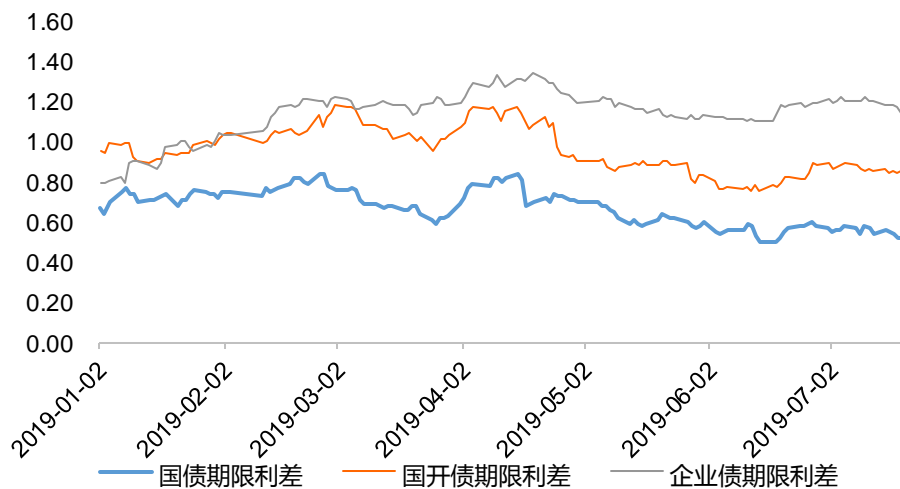
- 截至 2019 年 7 月 19 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.16%、3.53%, 本周分别上涨 0.28bps、下跌 0.61bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.52%、0.85%, 本周分别下跌 1.30bps、0.57bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.55%、1.16%, 本周分别上涨 3.69bps、下跌 1.18bps。
- 截至 2019 年 7 月 19 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 0.02%、上涨 1.1%, 较年初分别累计上涨 28.2%、10.9%。
- 截至 2019 年 7 月 19 日, 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下跌 0.03%、0.15%、0.019%, 较年初分别累计下降 0.33%、0.65%、0.02%。
- 预计 2019 年 3 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 3.93bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



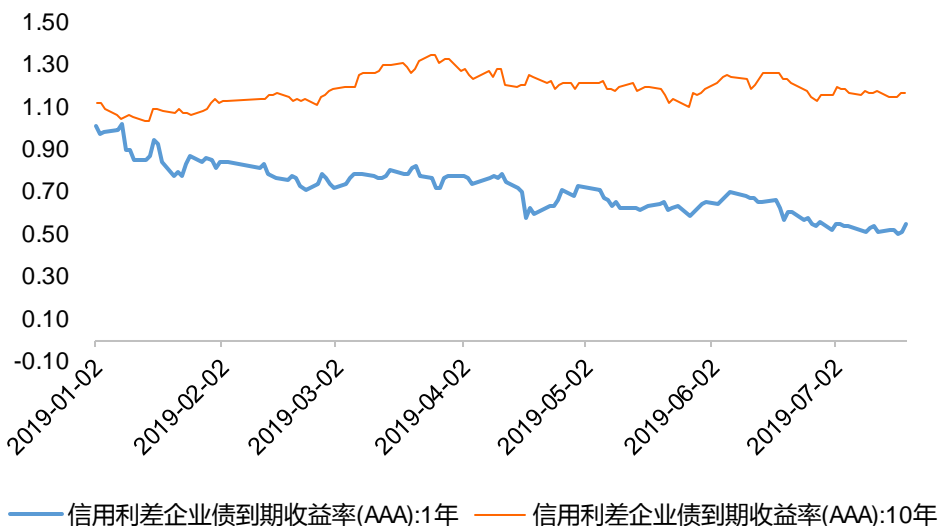
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率) (%)



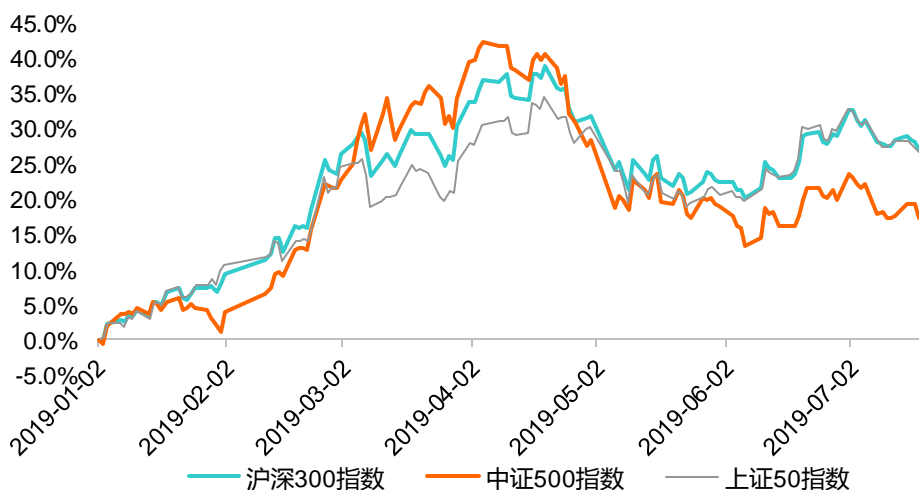
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11：企业债信用利差 (%)



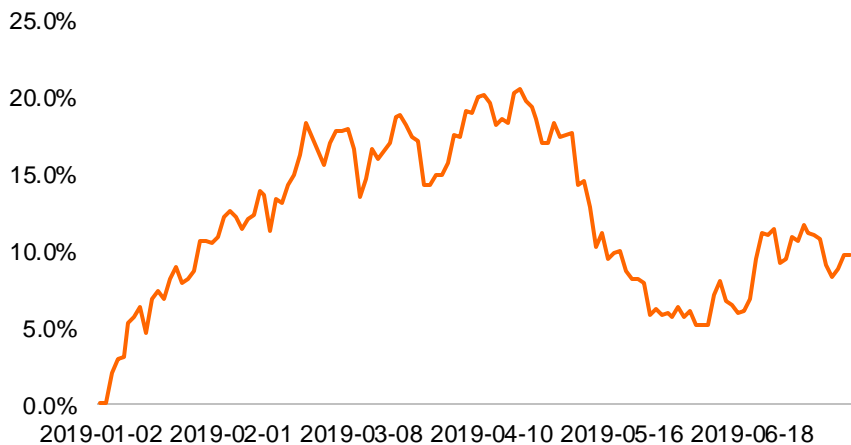
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：股市涨跌情况



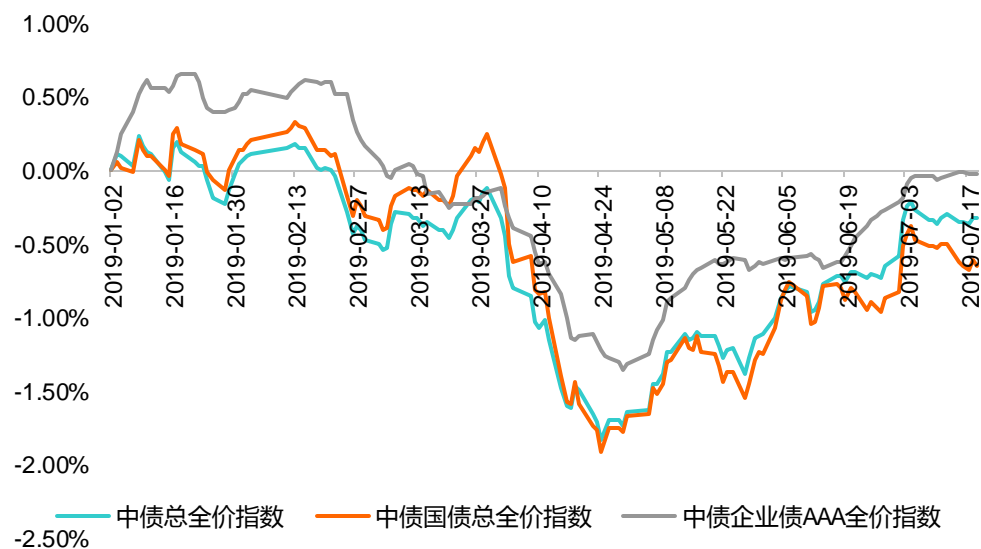
资料来源：wind，天风证券研究所

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	2.71	3.78	1.47
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.54	4.35	2.60
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.54	4.20	2.52
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.09	3.93	1.72
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.67	3.34	1.77
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.34	5.49	4.47

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 7 月 19 日）

证券名称	股价（元） 市值（亿元）		P/E（倍）			P/B（倍）		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	23.18	2,594	17.93	19.00	19.16	1.27	1.67	1.59
国泰君安	18.08	1,520	15.97	18.26	16.44	1.08	1.30	1.29
华泰证券	21.17	1,760	14.77	21.60	18.57	1.29	1.66	1.62
海通证券	14.09	1,393	16.70	30.63	23.10	0.86	1.42	1.34
广发证券	13.93	968	15.24	16.20	13.66	1.13	1.26	1.21
招商证券	17.04	1,054	19.16	19.81	17.57	1.38	1.36	1.31
中信建投	20.11	1,348	21.03	36.56	31.92	1.41	2.98	2.94
东方证券	10.57	675	30.48	30.20	24.58	1.08	1.41	1.38
光大证券	11.49	487	21.02	20.52	17.68	0.83	1.05	1.00
兴业证券	6.70	449	30.20	24.81	21.61	0.94	1.34	1.28

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