

非银金融

证券研究报告
2019年07月28日

券商迎来加配良机

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:科创板利好头部券商》 2019-07-21
- 2 《非银金融-行业研究周报:非银中报业绩预计高增长》 2019-07-14
- 3 《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

投资要点: 1) 券商方面, 2019 年证券公司分类结果分布整体变化不大, 部分券商的评价结果较上年下滑预计是受监管处罚扣分影响, 中信证券等龙头券商加分优势延续, 并维持 AA 类评价。流动性宽松和推动资本市场改革政策是应对宏观压力的一大抓手, 这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。重点推荐海通证券、中信证券、华泰证券、国泰君安。2) 保险方面, 上半年行业健康险保持高速增长, 增速为 31.9%, 保费占比 20.2%, 同比提升 2.4pct。我们预计下半年上市公司 NBV 增长有望迎来改善, 可能源自于新保险产品上市推动、代理人规模有望企稳、管理层变动及公司架构调整的不确定性消除。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, 我们预计下半年将迎来综合成本率下降拐点。重点推荐中国太保、中国人寿、中国财险、中国平安。

证券: 券商迎来加配良机, 重点推荐海通证券、中信证券。 1) 市场活跃度处于低位。7 月日均成交金额 4019 亿元, 环比-12%。两融余额 9087 亿元, 19 年至今两融日均余额为 8762 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, 中金公司 17 家、中信建投 16 家、中信证券 13 家、华泰证券 10 家。2) 证监会公布 2019 年证券公司分类结果。98 家证券公司的评级分布整体变化不大, A 类券商有 38 家, 10 家券商获得 AA 评级, 占比较上年略有下降。B 类有 50 家, C 类券商有 8 家, D 类券商有 2 家。部分券商的评价结果较上年下滑预计是受监管处罚扣分影响, 龙头券商加分优势延续。评价结果主要是影响包括风险资本准备计算折扣率、传统业务开展(股票质押式回购业务规模)、创行业务资质申请(场外期权)等。此外, 还会影响投保基金缴纳比例并直接影响证券公司的当期利润。3) 证监会就《证券经纪业务管理办法(征求意见稿)》公开征求意见。《管理办法》首次尝试对证券经纪业务作出界定, 并形成统一的监管文件, 解决行业目前存在部分监管要求有所滞后的问题, 将提升经纪业务运作规范程度, 同时留出经纪业务未来发展空间。4) 科创板首批公司挂牌上市交易。对比创业板开板前后券商指数的表现, 券商指数也是先抑后扬的走势, 在创业板开板前券商指数小幅调整, 伴随着创业板正式开板后, 券商指数迎来大幅反弹, 区间最大涨幅超过 20%。5) 我们继续推荐券商板块。流动性宽松和推动资本市场改革政策是应对宏观压力的一大抓手, 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 2x 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: 行业健康险保费高速增长, 预计下半年 NBV 增长有望迎来好转。 1) 行业健康险保持高速增长。上半年行业人身险保费收入同比增长 16.0%, 其中寿险、健康险、意外险保费同比增长分别为 12.5%、31.9%、17.3%, 健康险保费占比 20.2%, 同比提升 2.4pct。6 月单月人身险保费同比增长 12%, 其中寿险、健康险、意外险保费同比增长分别为 9.1%、24.6%、6.5%。2) 中小公司保费收入经过前两年的调整, 保费收入进入较快增长阶段。上半年寿险公司保费收入同比增长 15.2%, 其中上市保险公司(国寿、平安、太保、新华、太平)合计增速为 7.2%, 其他中小公司保费同比增速为 25.3%。3) 上市公司方面, 我们预计下半年 NBV 增长有望迎来好转。管理层变动及公司架构调整等短期影响逐步消除、新产品上市推动、代理人规模有望企稳是保费增长改善的驱动力。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。上半年财险公司保费收入同比增长 11.3%, 其中前三家财险公司(人保、平安、太保)保费同比增长 12.9%。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, 我们预计下半年将迎来综合成本率下降拐点。5) 截至 7 月 26 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.36、0.92、0.88、0.85 倍, PAAV(反映了利率预期)分别为 1.25、1.16、0.93、0.94 倍, 估值仍处于低位, 有较大向上空间。

公司推荐: 券商板块, 海通证券、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。

重点标的推荐

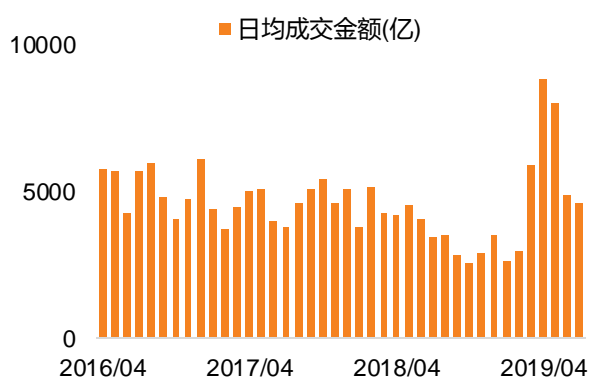
股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	13.81	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	30.69	16.06	13.54	11.91
600030.SH	中信证券	23.39	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.38	19.17	19.33	16.59
601688.SH	华泰证券	21.41	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	35.10	21.85	18.78	15.63
601211.SH	国泰君安	18.07	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.47	18.25	16.43	14.57
601601.SH	中国太保	38.64	买入	1.99	3.35	4.23	5.15	19.43	11.53	9.14	7.50
601628.SH	中国人寿	30.30	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	75.75	18.94	17.02	14.64
02328.HK	中国财险	9.40 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	11.89	9.26	7.25	6.44
601318.SH	中国平安	90.10	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	15.32	10.83	8.56	7.12
601336.SH	新华保险	55.53	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.86	16.14	13.07	11.08

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

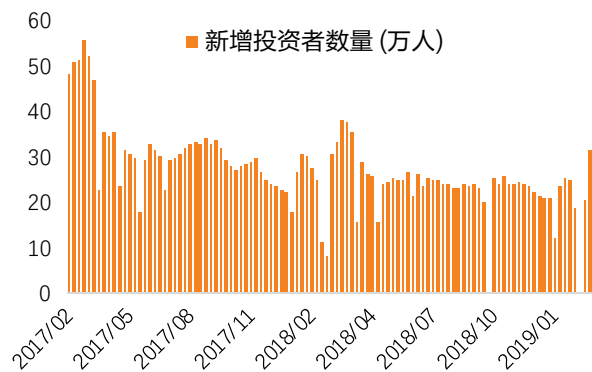
- 1) 本周日均股票成交额为 3777 亿元 (上周 3737 亿元), 单周环比上升 1.05%, 市场交易活跃度处于低位; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5605 亿元, 同比上年增长 51.85%。2019 年 7 月日均成交金额 4019 亿元, 环比-12%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 7 月 25 日, 两市融资融券余额为 9087.34 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1530.30 亿元; 两市的融资余额为 8979.29 亿元, 融券余额为 108.05 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8761.55 亿元, 2018 年全年日均余额为 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 26 日, 上交所共受理 149 家, 受理数与上周持平; 其中已问询 (含已回复) 94 家, 通过 1 家, 提交注册 7 家, 注册生效 28 家, 中止审查 1 家, 终止审查 4 家。保荐机构方面, 中金公司 17 家、中信建投 16 家、中信证券 13 家、华泰证券 10 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 6139.74 亿股, 市场质押股数占总股本 9.26%, 市场质押市值为 46359.23 亿元; 截至 2019 年 7 月 26 日, 大股东质押股数 6054.50 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.27%。大股东未平仓总市值 21520.48 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23576.30 亿元。

图 1: 2019 年 7 月日均股票成交金额 4019 亿元



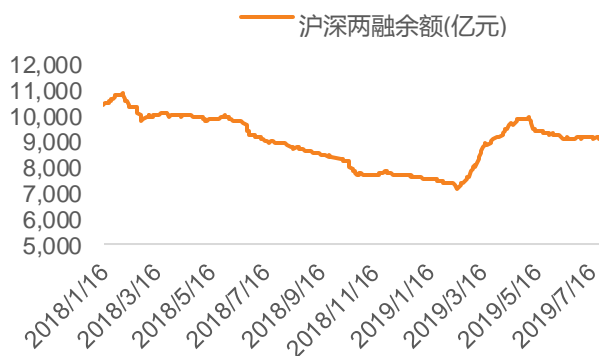
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2 月 22 日当周新增投资者 31.61 万人



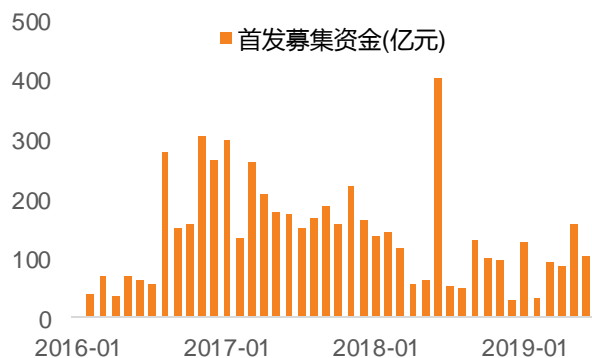
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 7 月 25 日两融余额为 9087 亿元



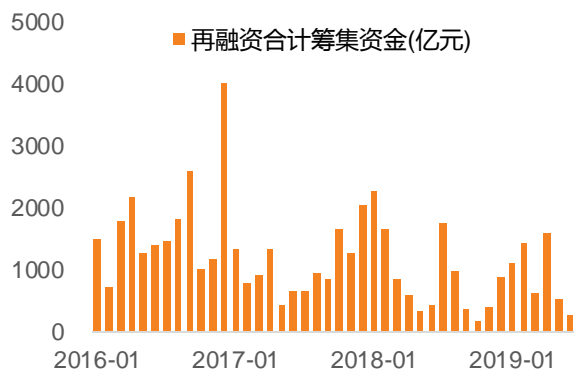
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 6 月股权融资首发募资 105 亿元



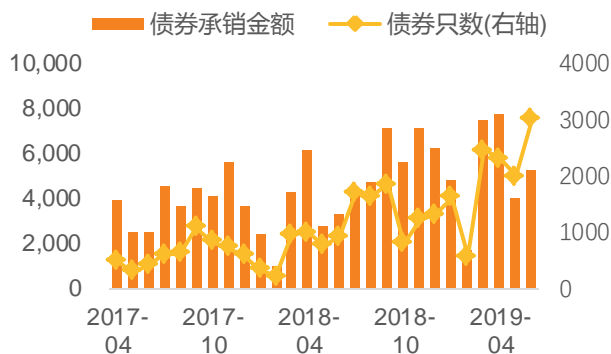
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 6 月再融资共完成 257 亿元



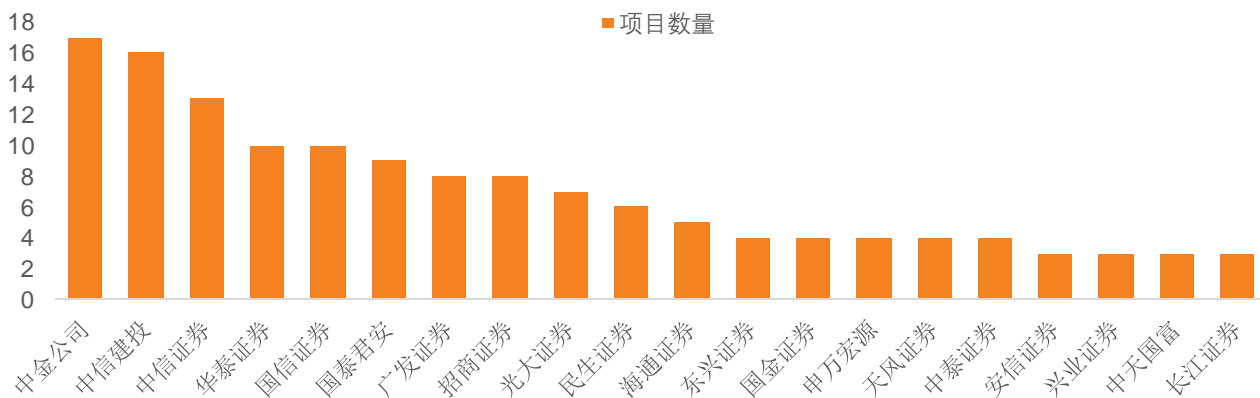
资料来源：wind, 天风证券研究所

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 26 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

表 1：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 7 月 26 日）

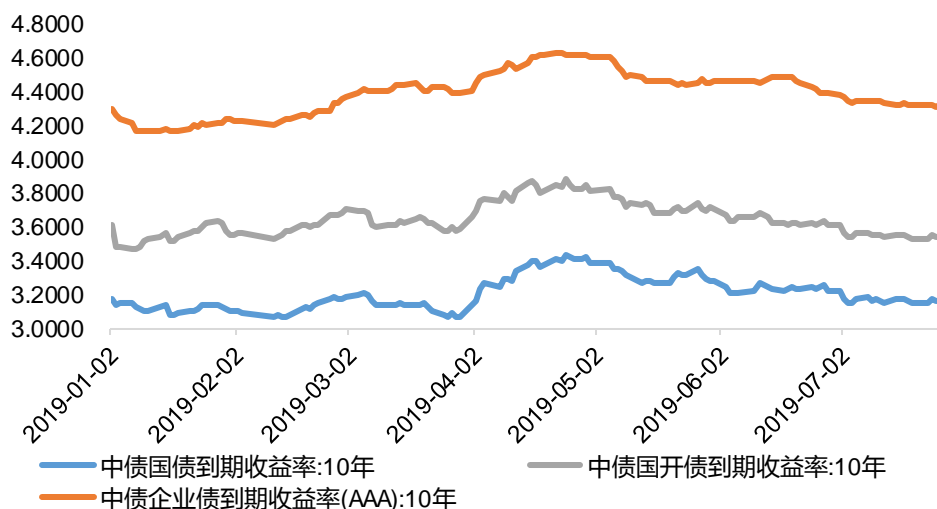
证券名称				P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
中信证券	23.39	2,611.29	17.93	19.17	19.33	1.27	1.69	1.60	
国泰君安	18.07	1,513.27	15.97	18.25	16.43	1.08	1.30	1.29	
华泰证券	21.41	1,772.28	14.77	21.85	18.78	1.29	1.68	1.64	
海通证券	13.81	1,361.83	16.70	30.02	22.64	0.86	1.39	1.32	
广发证券	13.84	957.35	15.24	16.09	13.57	1.13	1.25	1.20	
招商证券	17	1,051.71	19.16	19.77	17.53	1.38	1.36	1.30	
中信建投	19.43	1,305.17	21.03	35.33	30.84	1.41	2.88	2.84	
东方证券	10.36	662.35	30.48	29.60	24.09	1.08	1.38	1.35	
光大证券	11.54	488.70	21.02	20.61	17.75	0.83	1.05	1.01	
兴业证券	6.55	438.63	30.20	24.26	21.13	0.94	1.31	1.25	

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 保险重要数据

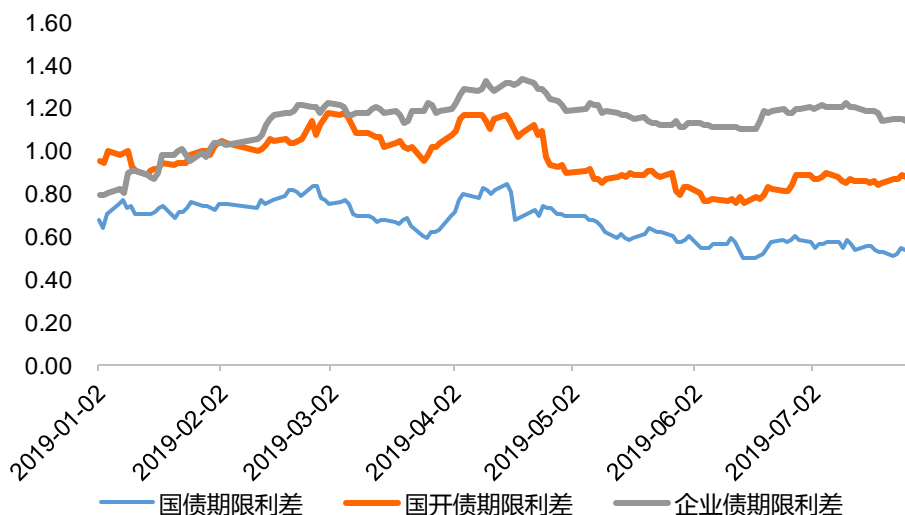
- 截至 2019 年 7 月 26 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.17%、3.54%，本周分别上涨 1.02bps、1.28bps；国债和国开债期限利差分别为 0.54%、0.88%，本周分别上涨 1.79bps、3.04bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.51%、1.15%，本周分别下跌 3.66bps、1.19bps。
- 截至 2019 年 7 月 26 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 1.33%、下跌 0.5%，较年初分别累计上涨 29.9%、10.4%。
- 截至 2019 年 7 月 26 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.08%、0.05%、0.054%，较年初分别累计下降 0.25%、0.60%、0.03%。
- 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 4.07bps。

图 9：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



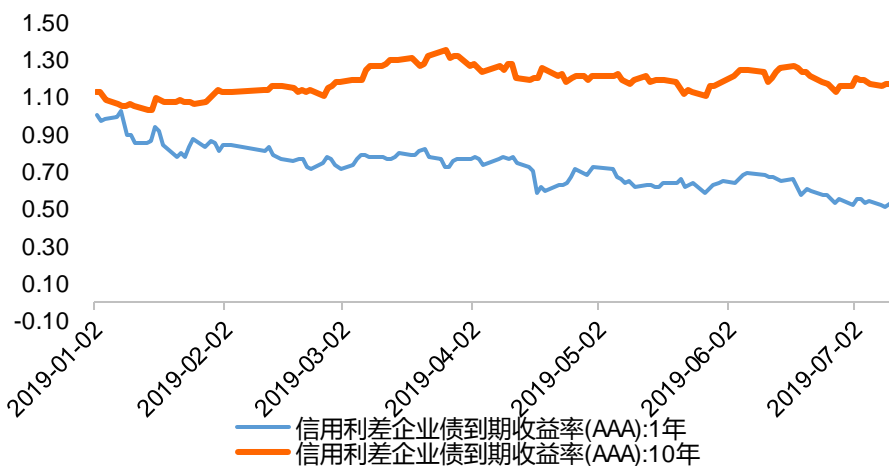
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）（%）



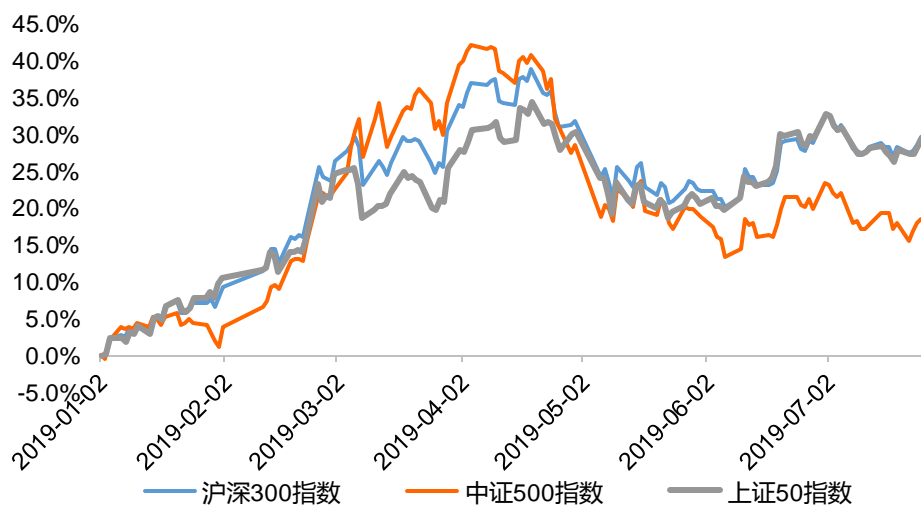
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：企业债信用利差（%）



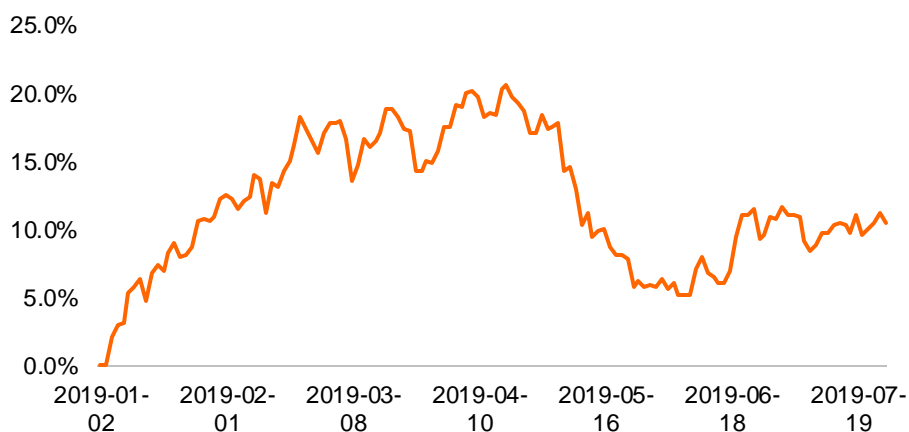
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：股市涨跌情况



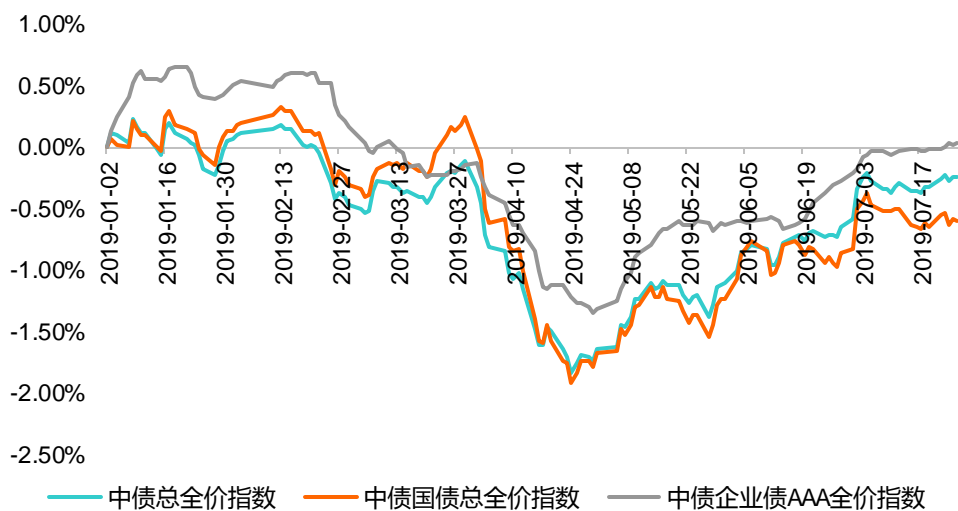
资料来源：wind，天风证券研究所

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 2: 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	4.13	2.02
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.54	4.46	2.83
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.54	4.26	2.67
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.09	4.07	1.98
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.67	3.79	2.35
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.34	6.17	5.36

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