

非银金融

证券研究报告
2019年08月04日

关注券商板块配置机会，重点推荐海通证券

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:券商迎来加配良机》2019-07-28
- 《非银金融-行业研究周报:科创板利好头部券商》2019-07-21
- 《非银金融-行业研究周报:非银中报业绩预计高增长》2019-07-14

投资要点: 1) 券商方面,受外部环境冲击,券商板块出现调整,估值重新回落至低位,但考虑中报业绩增速预计在50%以上,板块估值具有较高安全边际。从长期角度看,我们认为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、华泰证券、国泰君安、中信证券。2) 保险方面,中报利润高增长基本兑现,税收新政“一次性”利好的释放是重要的贡献,如剔除这一影响因素,国寿、太保、新华、中国财险、人保集团净利润同比增长分别为84%-104%、38%、45%、6%-26%、9-29%,增速仍然较快。行业方面,2019年上半年大型寿险公司保费收入市占率下降5pct,主要是一、二线城市中端市场受到市场竞争挤压,专业的培训+专业的工具(科技)+差异化服务是未来的破局方向。重点推荐中国太保、中国平安、中国人寿、中国财险。

证券: 建议关注券商板块配置机会,重点推荐海通证券。 1) 市场活跃度处于低位。7月日均成交金额3981亿元,环比-13%。两融余额9091亿元,19年至今两融日均余额为8776亿元,较18年下降355亿元。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。7月IPO、再融资规模分别446亿元和1931亿元,分别环比提升325%和650%。2) 科创板前两周成交额分别为1418亿元和1429亿元,25只科创板股票日均换手率高达41.33%,远高于同期A股市场平均水平,交投活跃。对比创业板开板前券商指数的表现,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%。3) 证券公司中报业绩高增长。中信证券、海通证券、国泰君安和中信建投的2019年中期的归母净利润分别为65亿元、55亿元、50亿元和23亿元,同比增资16%、82%、25%和38%。展望全年上市券商业绩同比涨幅有望进一步提升,业绩呈改善趋势。4) 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1.90x PB,大型券商估值在1.2-1.6x PB之间,行业历史估值的中位数为2.44x PB(2012年至今)。

保险: 中报利润高增长基本兑现,行业竞争格局有所变化。 1) 2019年保险公司中报利润整体表现较好。税收新政“一次性”利好的释放是利润高增长的重要贡献,如剔除这一影响因素,国寿、太保、新华、中国财险、人保集团净利润同比增长分别为84%-104%、38%、45%、6%-26%、9-29%,2季度单季净利润同比42%-155%、31%、58%、14%-50%、6-49%,增速仍然较快。2) 行业方面,2019年上半年大型寿险公司保费收入市占率下降5pct,主要是一、二线城市中端市场受到市场竞争挤压,而其他中资公司和外资公司市占率分别提升3pct、2pct。今年大型寿险公司保费增长承压的原因主要在于,居民的保障需求发生变化,但公司的作业模式没有更新。当今社会对于寿险已经进入了“我要买”时代,地市级以上城市的居民会主动通过互联网去了解保险,保险公司还是通过原来“人海战术”、“卖产品”的方式经营市场,会受到一些挑战,特别是中端理性客群受到冲击。外资公司和经代公司的经营模式逐步受到更多消费者的认可。专业的培训+专业的工具(科技)+差异化服务是未来的破局方向。我们预计下半年上市公司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。3) 资产端方面,长端利率面临下行压力。截至8月2日,10年期国债收益率为3.09%,本周下行7.5bps。4) 截至8月2日,平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.30、0.88、0.86、0.84倍,PAAV(反映了利率预期)分别为1.19、1.12、0.91、0.92倍,估值处于低位,有较大向上空间。

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

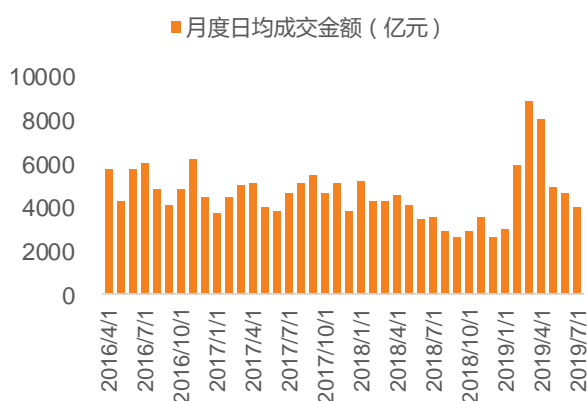
股票代码	股票名称	收盘价 2019-08-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	13.29	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	29.53	15.45	13.03	11.46
601688.SH	华泰证券	19.53	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	32.02	19.93	17.13	14.26
601211.SH	国泰君安	17.29	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	22.45	17.46	15.72	13.94
600030.SH	中信证券	21.71	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	28.19	17.80	17.94	15.40
601601.SH	中国太保	37.56	买入	1.99	3.35	4.23	5.15	18.89	11.21	8.89	7.29
601318.SH	中国平安	86.03	买入	5.88	8.32	10.52	12.65	14.63	10.34	8.18	6.80
601628.SH	中国人寿	29.03	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	72.58	18.14	16.31	14.02
02328.HK	中国财险	8.99 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	11.39	8.88	6.95	6.17
601336.SH	新华保险	54.64	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	21.51	15.88	12.86	10.91

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

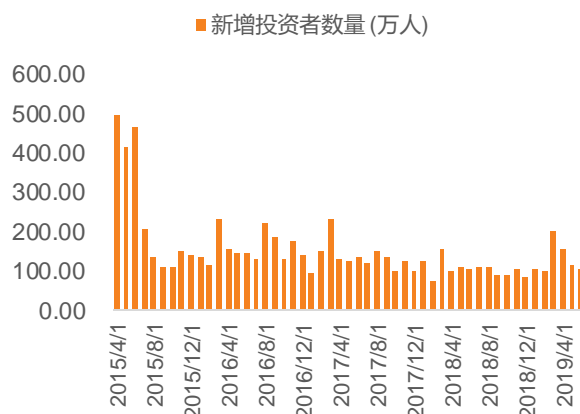
- 1) 本周日均股票成交额为 3827 亿元 (上周 3777 亿元), 单周环比上升 1.34%, 市场交易活跃度虽有所回升但仍处低位; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5543 亿元, 同比上年增长 50.15%。2019 年 7 月日均成交金额 3981 亿元, 环比-13%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 8 月 1 日, 两市融资融券余额为 9090.82 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1520.47 亿元; 两市的融资余额为 8980.69 亿元, 融券余额为 110.13 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8776.26 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 7 月, IPO、再融资规模分别为 446 亿元、1931 亿元, 分别环比 325%和 650%。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 7 月债券承销金额为 6183 亿元, 环比+18%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 8 月 2 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) 18 家, 提交注册 7 家, 注册生效 28 家, 中止审查 85 家, 终止审查 4 家, 中止审查数目急增。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 26 日, 市场质押股数 6126.33 亿股, 市场质押股数占总股本 9.24%, 市场质押市值为 46359.16 亿元; 截至 2019 年 8 月 2 日, 大股东质押股数 6033.09 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 20080.13 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23808.60 亿元。

图 1: 2019 年 7 月日均股票成交金额 3981 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 6 月新增投资者 106 万人



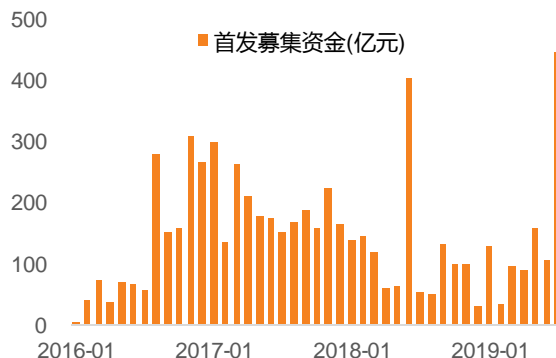
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 8 月 1 日两融余额为 9090.82 亿元



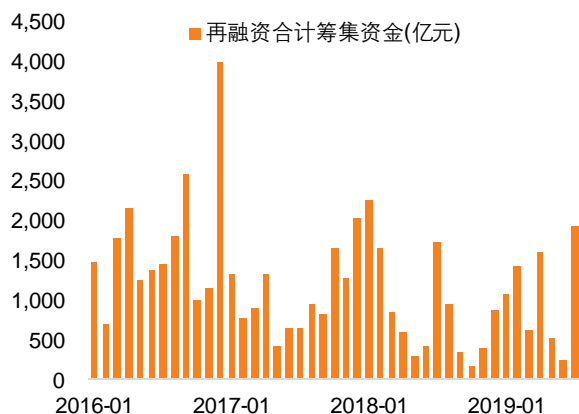
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 7 月股权融资首发募资 2377 亿元



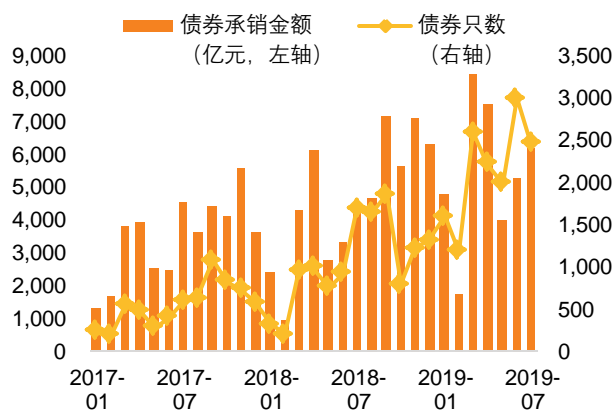
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 7 月再融资共完成 1931 亿元



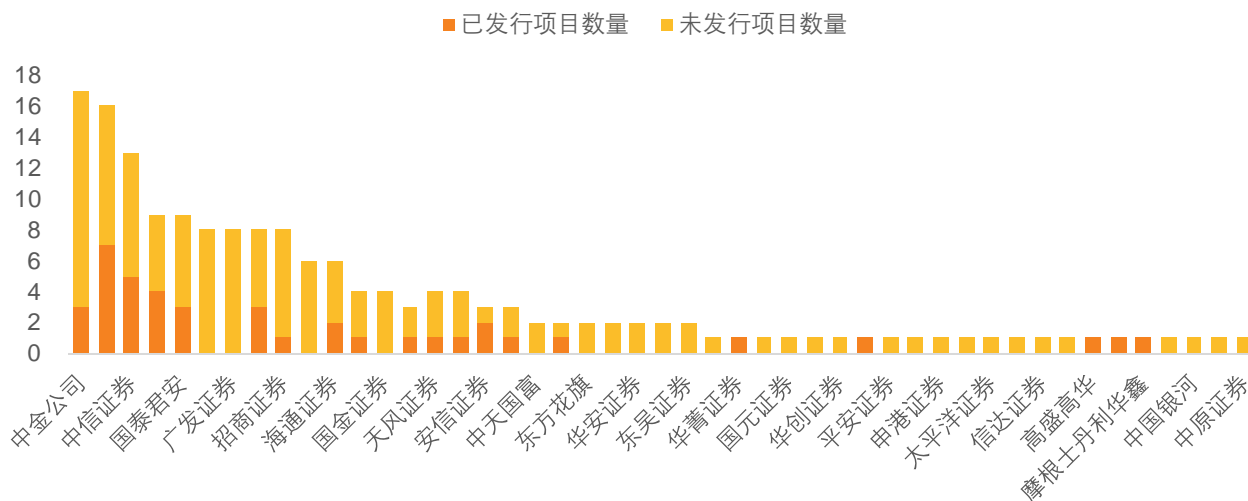
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 7 月券商承销债券 6183 亿元



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 8 月 2 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 8 月 2 日）

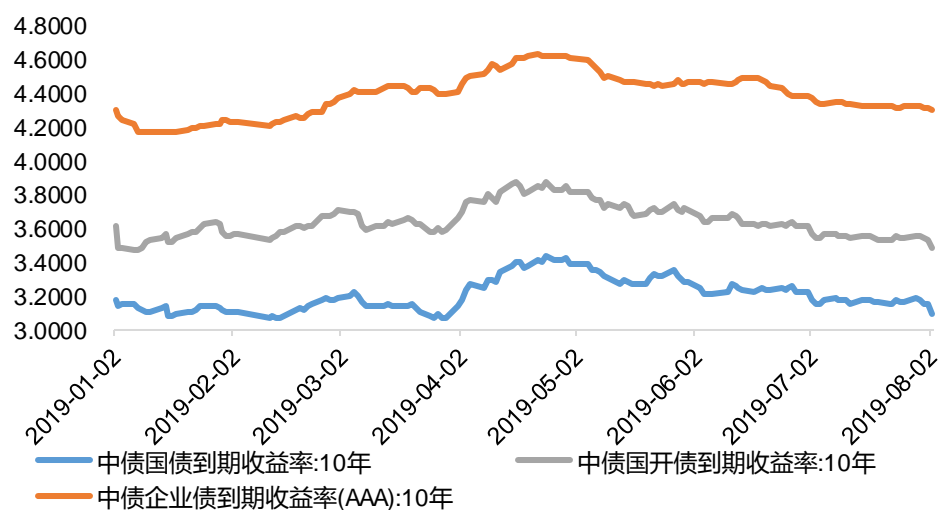
证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	21.71	2,416.94	17.93	17.80	17.94	1.27	1.57	1.49
国泰君安	17.29	1,447.86	15.97	17.46	15.72	1.08	1.24	1.23
华泰证券	19.53	1,621.96	14.77	19.93	17.13	1.29	1.53	1.49
海通证券	13.29	1,299.53	16.70	28.89	21.79	0.86	1.34	1.27
广发证券	12.88	887.91	15.24	14.98	12.63	1.13	1.17	1.12
招商证券	15.95	988.73	19.16	18.55	16.44	1.38	1.27	1.22
中信建投	17.89	1,202.08	21.03	32.53	28.40	1.41	2.65	2.61
东方证券	10.08	644.02	30.48	28.80	23.44	1.08	1.35	1.31
光大证券	10.82	458.73	21.02	19.32	16.65	0.83	0.98	0.94
兴业证券	6.24	417.87	30.20	23.11	20.13	0.94	1.25	1.19

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 保险重要数据

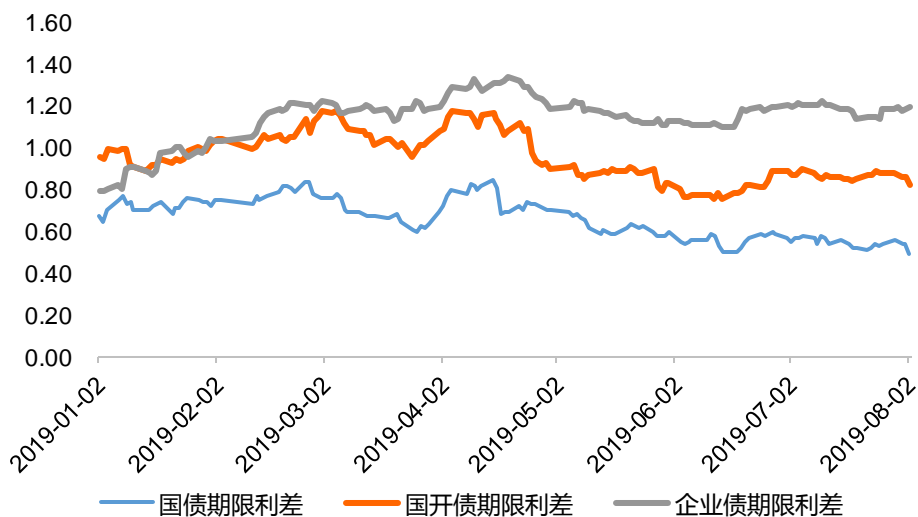
- 截至 2019 年 8 月 2 日，10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.09%、3.49%，本周分别下跌 7.47bps、5.85bps；国债和国开债期限利差分别为 0.49%、0.82%，本周分别下跌 4.53bps、5.56bps；1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.51%、1.21%，本周分别下跌 0.08bps、上涨 5.73bps。
- 截至 2019 年 8 月 2 日，沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 2.88%、4.65%，较年初分别累计上涨 26.2%、5.2%。
- 截至 2019 年 8 月 2 日，中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.33%、0.40%、0.062%，较年初分别累计上涨 0.08%、下跌 0.20%、上涨 0.10%。
- 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 3.63bps。

图 9：债券 10 年期到期收益率情况 (%)



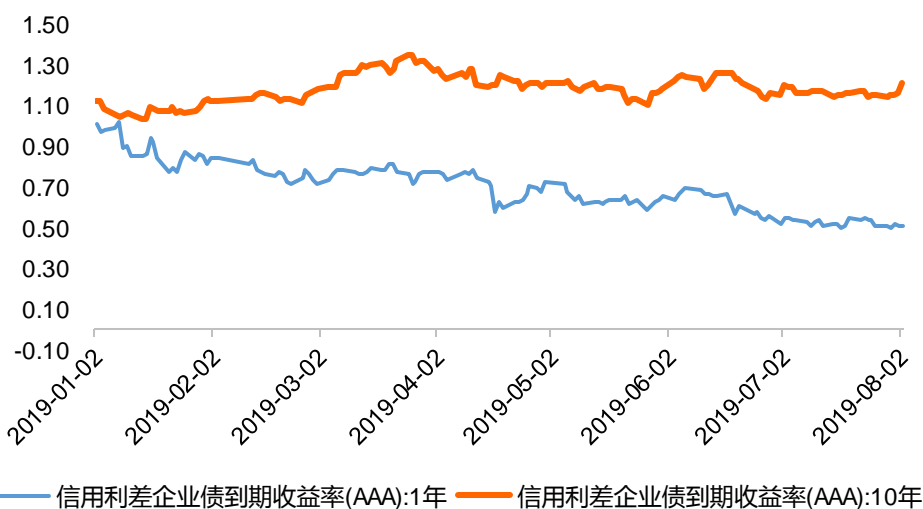
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：期限利差（10 年期债券收益率-1 年期债券收益率）（%）



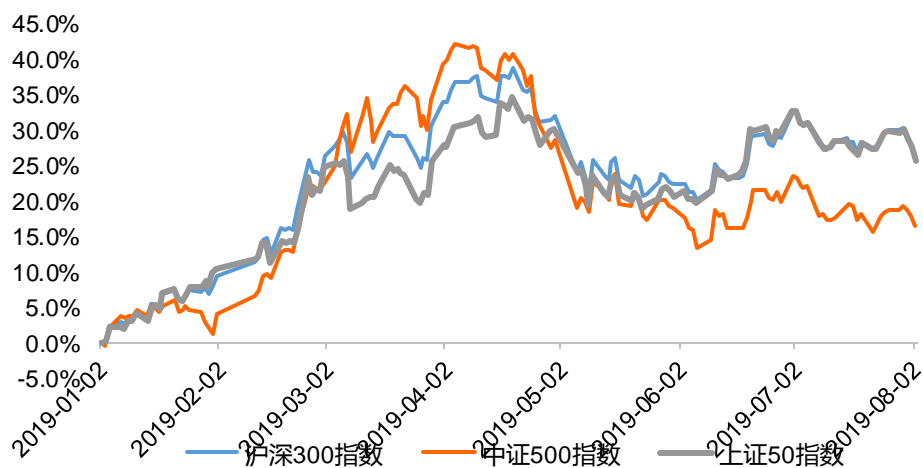
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：企业债信用利差（%）



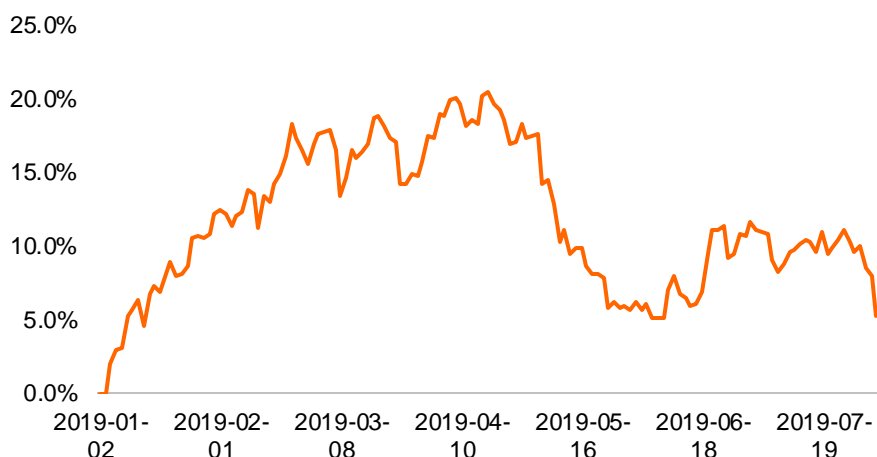
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：股市涨跌情况



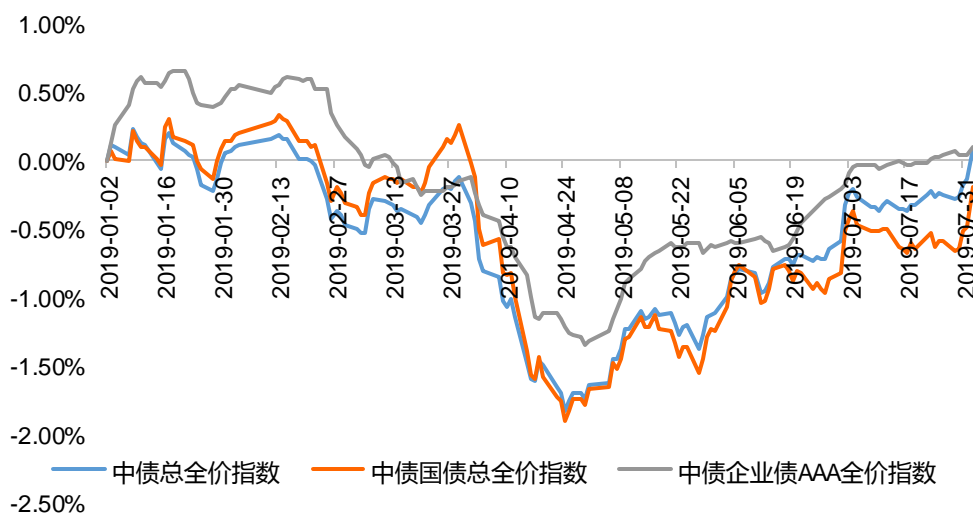
资料来源：wind，天风证券研究所

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	3.96	1.76
3 年	2.34	3.32	2.59	2.93	2.73	2.03	3.54	4.22	2.44
5 年	2.24	3.61	1.35	1.55	2.97	2.70	3.54	3.88	2.07
10 年	1.20	3.14	0.87	1.23	3.60	2.33	3.09	3.63	1.28
20 年	0.35	1.97	-0.99	0.81	-0.40	0.11	1.67	3.35	1.66
30 年	0.86	2.21	-0.41	1.94	1.72	2.60	4.34	5.74	4.68

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