

非银金融

证券研究报告

2019年08月18日

中报利好将逐步兑现，重申看好券商

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:关注券商板块配置机会, 重点推荐海通证券》2019-08-04
- 《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

投资要点: 1) 券商方面, 行业 2019H1 的业绩大幅改善, 头部券商业绩稳定性更强; 监管层实施一系列逆周期调整措施包括券商风控指标调整、两融交易机制完善、转融资费率下调等, 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, 中国平安中报业绩整体超预期, 营运利润 (YOY+23.8%) 及 EV (较年初+11.0%) 均实现稳健增长, 预计其他上市公司中报利润也将实现高增长, 将在下周逐步兑现。保费方面, 7 月上市公司寿险新单保费增长或有分化, 平安、太保表现较优, 由新产品上市推动及代理人产能提升带来, 下半年上市公司 NBV 增长将有所改善。重点推荐中国太保、中国财险、中国人寿、中国平安。非银重点推荐: 海通证券、国泰君安、中国太保、中国财险。

证券: 券商迎来加配良机。1) 市场活跃度处于低位。 8 月日均成交金额 4016 亿元, 环比+4%。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 339 亿元。上交所共受理 152 家企业的科创板注册申请, 中金公司 18 家、中信建投 17 家、中信证券 14 家、华泰证券 10 家。2) **证券行业 19H 的业绩大幅提升 103%至 667 亿元。** 根据证券业协会统计数据, 131 家证券公司 2019 年上半年实现净利润 666.62 亿元, 同比增长 103%。证券投资收益 (含公允价值变动) 621 亿元, 占收入比例为 35%, 同比增长 110%。利息净收入 229 亿元, 同比增长 103%, 预计是统计口径变更影响。证券行业净资产 1.96 万亿元, 年化 ROE 约 6.8%。3) **实施逆周期调整, 将提振市场活跃度。** 证监会就修改券商风险控制指标公开征求意见, 强化差异化监管, 鼓励资优券商扩大业务规模, 并引导券商更多持有优质权益资产。证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则, 两融交易机制大幅优化, 标的范围显著扩大 (900 家扩大到 1600 家), 将提升市场交易活跃度。4) **中信等 3 家券商大集合产品转公募率先获批。** 2018 年 11 月, 证监会发布指引开启大集合产品公募改造。近期, 东方证券、中信证券、国泰君安旗下的大集合产品获得证监会公募化改造批文。截至 19Q1, 券商集合资管规模 1.99 万亿元, 大集合整改对于上市券商业绩影响有限, 2018 年券商集合资产管理业务收入约占行业收入 2%, 扣除小集合部分收入, 预计来源于大集合的收入贡献不足 2%。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 1.86x PB, 大型券商估值在 1.1-1.6x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。

保险: 中报利润高增长将逐步兑现, 7 月保费增长平安、太保表现较优。1) 中报业绩逐步兑现, 利润整体表现较好。 中国平安中报业绩整体超预期, 营运利润 (YOY+23.8%) 及 EV (较年初+11.0%) 均实现稳健增长。NBV margin 和代理人产能提升驱动寿险业务 NBV 稳定增长 (YOY+4.7%)。我们预计其他上市公司中报利润也将实现高增长, 将在下周逐步兑现。2) **保费方面, 7 月上市公司寿险新单保费增长或有分化, 平安、太保表现较优, 由新产品上市推动及代理人产能提升带来。** 平安 7 月单月个人业务新单保费同比增长 4.0%, 年累计同比下滑 7.4%, 下滑幅度进一步缩窄, 我们判断由产品端发力带来, 7 月平安上市新产品“大小福星”, 降低产品起卖点, 销售效果良好。我们预计 7 月单月国寿、太保、新华、太平个险新单保费增速分别为 -30%、+5%、-30%、-10%, 太保增长平稳预计由新产品 (金福人生) 上市及核心代理人队伍保持稳定带来。我们预计国寿保费结构大幅优化, NBV margin 提升。前 7 月平安、国寿、太保、新华、太平总保费收入分别同比增长 9%、5%、6%、9%、11%。我们判断下半年上市公司 NBV 增长将有所改善, 新产品上市推动、代理人产能提升及核心销售人力的规模保持稳定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 16 日, 10 年期国债收益率为 3.02%, 本周上行 0.2bps。4) **财险方面, 7 月单月保费增速放缓, 人保、平安、太保财险保费分别同比增长 6%、4%、11%, 年累计增速分别为 14%、9%、12%。** 受益于手续费率下降+税收新政+非车险快速增长, 利润改善趋势明确, 下半年综合成本率将迎来下降拐点。5) 截至 8 月 16 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.32、0.86、0.84、0.77 倍, PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.21、1.09、0.89、0.85 倍, 估值处于低位, 有较大向上空间

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 2019-08-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	12.79	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	28.42	14.87	12.54	11.03
601688.SH	华泰证券	19.06	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	31.25	19.45	16.72	13.91
601211.SH	国泰君安	16.51	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	21.44	16.68	15.01	13.31
600030.SH	中信证券	21.33	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	27.70	17.48	17.63	15.13
601601.SH	中国太保	36.77	买入	1.99	3.35	4.23	5.15	18.49	10.98	8.70	7.14
02328.HK	中国财险	8.61 (港元)	买入	0.70	0.89	1.14	1.29	11.09	8.64	6.76	6.01
601628.SH	中国人寿	28.25	买入	0.40	1.60	1.78	2.07	70.63	17.66	15.87	13.65
601318.SH	中国平安	87.46	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.87	9.67	8.04	6.75

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

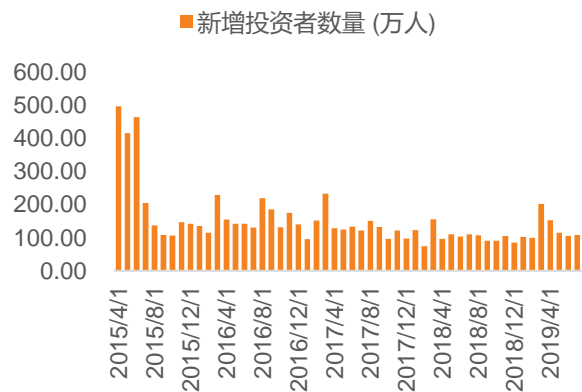
- 1) 本周日均股票成交额为 3856 亿元 (上周 4126 亿元), 单周环比下降 6.53%, 市场交易活跃度处于低位; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5441 亿元, 同比上年增长 47.40%。2019 年 8 月日均成交金额 4016 亿元, 环比 3.83%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 8 月 15 日, 两市融资融券余额为 8945.68 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1387.88 亿元; 两市的融资余额为 8822.56 亿元, 融券余额为 123.12 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8791.62 亿元, 2018 年全年日均余额为 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 16 日, 上交所共受理 152 家, 受理数相比上周增加 1 家; 其中已问询 (含已回复) 34 家, 提交注册 11 家, 注册生效 28 家, 中止审查 70 家, 终止审查 5 家。保荐机构方面, 中金公司 18 家、中信建投 17 家、中信证券 14 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 8 月 16 日, 市场质押股数 6062.92 亿股, 市场质押股数占总股本 9.14%, 市场质押市值为 42992.91 亿元; 截至 2019 年 8 月 16 日, 大股东质押股数 6022.71 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.34%。大股东未平仓总市值 18602.96 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 24528.29 亿元。

图 1: 2019 年 8 月日均股票成交金额 4016 亿元

图 2: 2019 年 7 月新增投资者 108 万人



资料来源: wind, 天风证券研究所



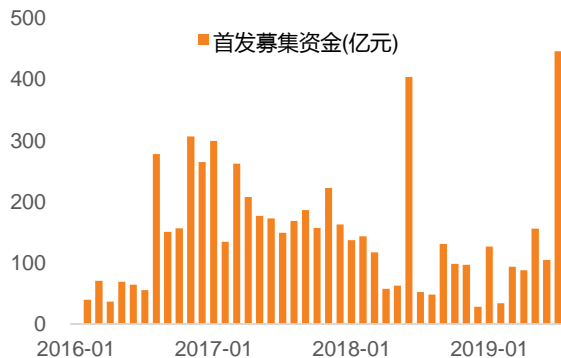
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 8 月 15 日两融余额为 8945.68 亿元

图 4: 2019 年 7 月股权融资首发募资 446 亿元

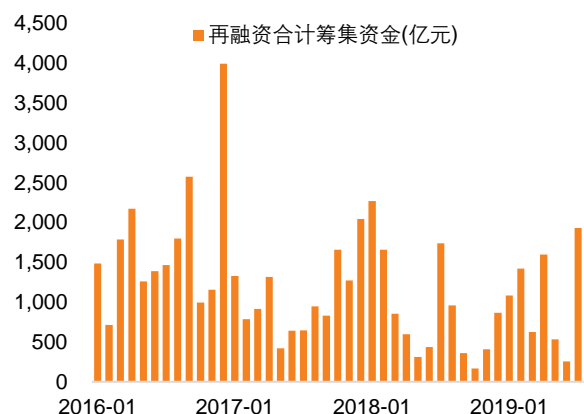


资料来源: wind, 天风证券研究所



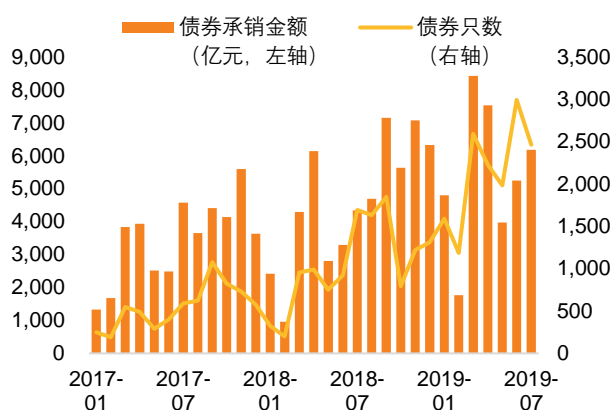
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 7 月再融资共完成 1931 亿元



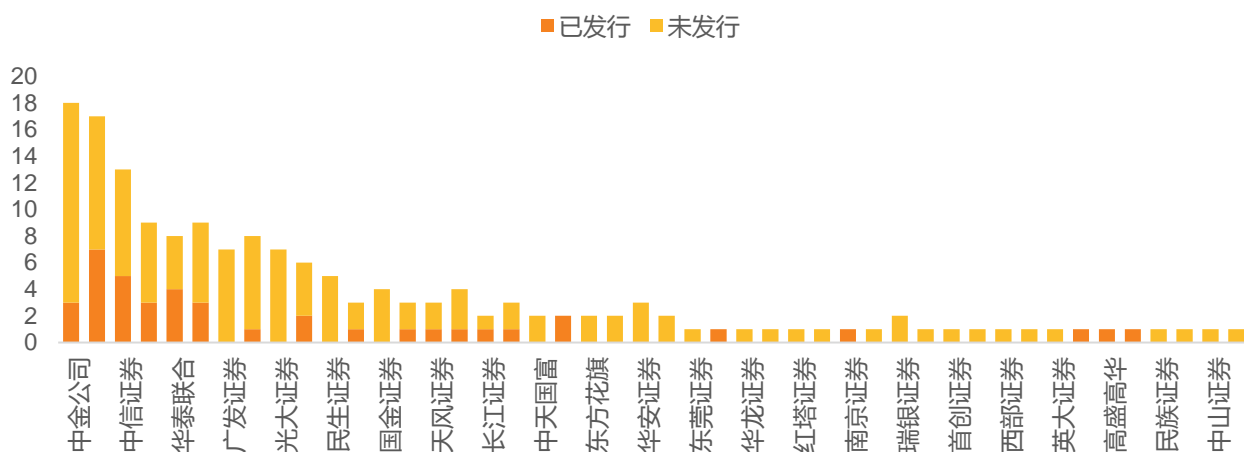
资料来源：wind，天风证券研究所

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 16 日，单位：家）



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 16 日)

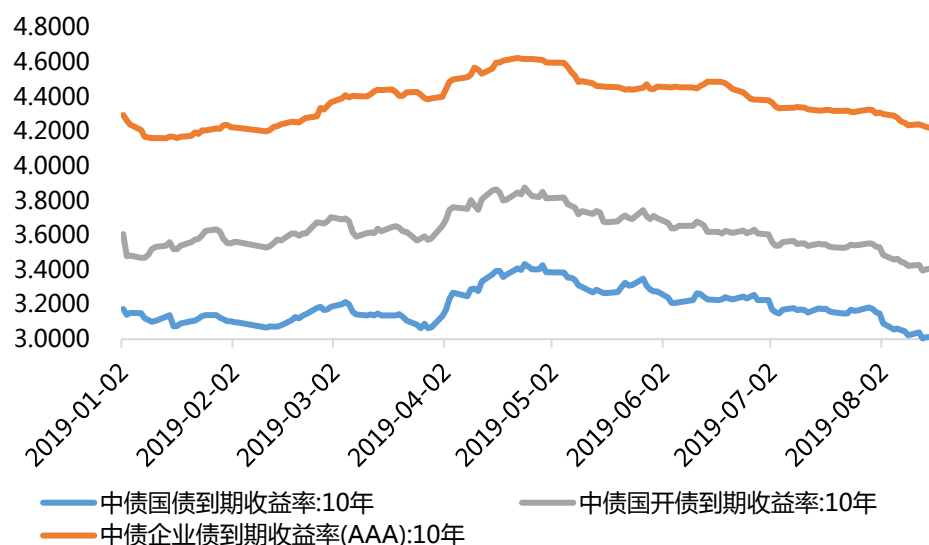
证券名称	P/E (倍)			P/B (倍)				
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	21.33	2,377.27	17.93	17.48	17.63	1.27	1.54	1.46
国泰君安	16.51	1,378.46	15.97	16.68	15.01	1.08	1.19	1.18
华泰证券	19.06	1,575.33	14.77	19.45	16.72	1.29	1.50	1.46
海通证券	12.79	1,254.53	16.70	27.80	20.97	0.86	1.29	1.22
广发证券	12.54	858.12	15.24	12.93	11.30	1.13	1.09	1.06
招商证券	15.71	971.52	19.16	18.27	16.20	1.38	1.25	1.20
中信建投	16.92	1,138.42	21.03	30.76	26.86	1.41	2.51	2.47
东方证券	9.81	628.52	30.48	28.03	22.81	1.08	1.31	1.28
光大证券	10.44	442.84	21.02	18.64	16.06	0.83	0.95	0.91
兴业证券	6.03	403.81	30.20	22.33	19.45	0.94	1.20	1.15

资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

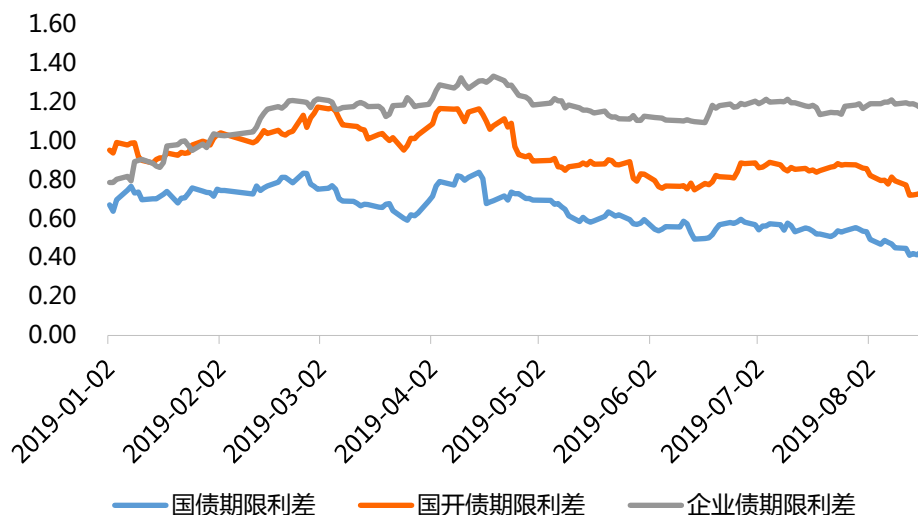
- 截至 2019 年 8 月 16 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.02%、3.41%, 本周分别上涨 0.01bps、下跌 1.28bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.43%、0.73%, 本周分别下跌 2.54bps、6.48bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.4%、1.21% , 本周分别下跌 1.40bps、0.61bps。
- 截至 2019 年 8 月 16 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 2.12%、下跌 0.30%, 较年初分别累计上涨 25.0%、1.3%。
- 截至 2019 年 8 月 16 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.14%、0.19%、下跌 0.03%, 较年初分别累计上涨 0.58%、0.44%、0.30%。
- 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 2.84bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



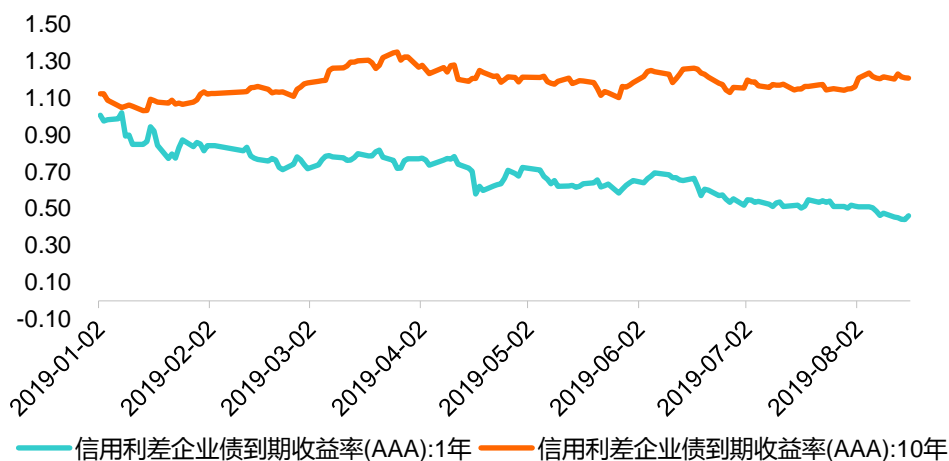
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



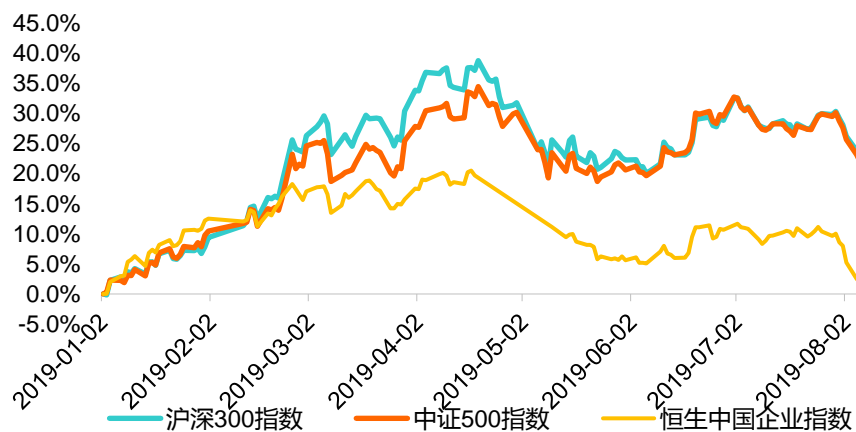
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 14: 债券指数涨跌幅

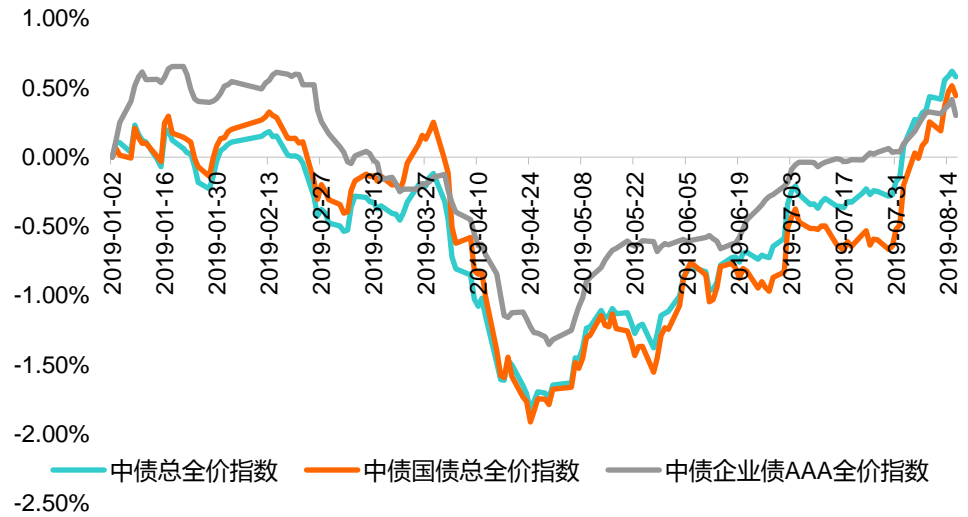


表 2: 750 天移动平均国债收益率的环比变动测算 (bps)

	实际				预测			
	2019-03-29	2019-06-28	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31
1 年	1.44	2.71	3.59	1.74	-2.60	-7.65	-7.52	-9.17
3 年	2.03	3.54	3.42	1.75	-1.82	-6.65	-7.03	-8.43
5 年	2.70	3.54	3.44	2.04	-1.61	-5.37	-6.51	-8.25
10 年	2.33	3.09	2.84	0.64	-3.46	-4.98	-5.78	-8.05
20 年	0.11	1.67	2.28	0.59	-4.58	-5.37	-7.33	-8.02
30 年	2.60	4.34	4.22	2.90	-0.41	-2.09	-5.05	-6.11

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