

非银金融

 证券研究报告
 2019年09月22日

2020年开门红改善的驱动力加强，保险股迎来向上时机

投资要点：1) 保险方面，4季度保费的关注重点转向开门红，我们预计2020年开门红整体好于去年同期，主要由于开门红时点或有提前、银行理财收益率下降及P2P等资管产品暴雷提升储蓄险相对吸引力；利率方面，通胀压力上升、货币政策宽松低于预期、地方债扩容等使得短期利率预期可能好转。同时，4季度保险股“估值切换”或将带来超额收益。2) 券商方面，建设规范透明开放有活力有韧性的资本市场，将显著提升龙头券商的ROE，且下半年业绩大概率超预期，重点推荐低估值组合海通证券和国泰君安，龙头组合中信证券和华泰证券，弹性品种关注中信建投。

非银重点推荐：中国太保、中国平安、中国财险，关注中国人保H；海通证券、中信证券。

保险：上市公司2020年开门红整体业绩同比或有改善，保险股迎来向上时机。1) 4季度保费的关注重点转向开门红，我们预计2020年开门红整体好于去年同期，主要基于以下判断：①从历史经验来看，股市显著正向影响第二年保费（股市影响保险投资收益，进而影响第二年储蓄型理财产品的利益），2018年股市下行导致2019年保费较弱，2019年股市好转有望提升2020年的保费表现。②银行理财产品收益率与保费负相关（银行理财产品与储蓄险有替代关系），银行理财收益率下降有利于保费表现。信托、私募基金、P2P等资管产品暴雷环境下，储蓄险“保本保收益”的优势凸显。③2019年国寿、太保、新华等公司领导层均有变更，使得对明年保费增长的诉求更强，国寿、太保、新华较去年提前开启开门红，其中太保产品竞争力将高于去年且基数最低。因此，开门红保费增速有望好于去年同期。④储蓄险与保障险的销售有共振效应，因此我们预估2020年保费增长有望迎来改善。⑤监管实质上已将年金险新产品的预定利率上限从4.025%降至3.5%，限制负债成本。此后，其他形式的限制定价的政策有望继续出台，针对重疾险的定价限制也值得期待，利好于定价利率审慎的大型公司。2) **销售队伍转型是保费增长的长期驱动力。**未来行业的转型重点是打造“全职化、专业化、精英化的营销员队伍”，产品+服务+科技是抓手，转型领先（平安、太保）的寿险公司有望脱颖而出。3) **短期长端利率预期好转。**通胀压力上升、明年经济数据或相对企稳、货币政策宽松低于预期、地方债扩容等因素或会压制短期利率下行的空间，利率的长期下行预期已体现在当前保险股估值中。截至9月20日，10年期国债收益率为3.10%，本周上涨1.04bps。4) **4季度保险股或将迎来“估值切换”行情。**历年来保险股4季度实现超额收益的概率很大，我们判断主要受“估值切换”影响。4) 截至9月20日，平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.35、0.88、0.85、0.78倍，PAAV（反映了利率预期）分别为1.25、1.11、0.90、0.85倍，估值处于低位，迎来向上时机。

证券：建设规范透明开放有活力有韧性的资本市场，将显著提升龙头券商的ROE。1) 9月以来市场活跃度显著提升，券商将直接受益。9月日均成交金额6027亿元，环比+35%。两融余额大幅回升至9602亿元，19年至今两融日均余额为8871亿元，较18年下降260亿元。上交所共受理156家企业的科创板注册申请，中金公司18家、中信建投16家、中信证券12家、华泰证券12家。2) **建设规范透明开放有活力有韧性的资本市场，将显著提升龙头券商的ROE。**9月以来内外部政策出现明显回暖，证监会召开的全面深化资本市场改革工作座谈会提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务。围绕四个方面的内容：鼓励投行业务发展、化解信用业务风险并推动两融业务均衡发展、衍生品扩容、优化资本市场供给提高上市公司质量。与上一轮改革周期相比，此次改革资本市场的定位更高，短期来看证券公司根据政策、市场变化适度提升业务规模，长期来看将优化既有的业务模式，并催生新的业务机会包括资产管理、私募股权、衍生品等。3) **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，我们长期看好证券板块的投资机遇。**行业平均估值2.14x PB，大型券商估值在1.3-1.8x PB之间，行业历史估值的中位数为2.5x PB（2012年至今）。

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

上次评级

中性(维持评级)

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:边际利好因素增加，将打开头部券商估值天花板》2019-09-15
- 《非银金融-行业研究周报:全面降准后，券商股估值有望继续提升》2019-09-08
- 《非银金融-行业研究周报:中报利好将逐步兑现，重申看好券商》2019-08-18



重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	37.20	买入	1.99	3.36	3.77	4.55	18.69	11.07	9.87	8.18
601318.SH	中国平安	89.85	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	15.28	9.94	8.26	6.93
02328.HK	中国财险	9.39	买入	0.70	1.12	1.32	1.50	12.18	7.55	6.44	5.64
600837.SH	海通证券	15.18	买入	0.45	0.74	0.86	0.99	33.73	20.51	17.65	15.33
600030.SH	中信证券	23.34	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	30.31	21.61	21.81	18.82

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 5384 亿元 (上周 6479 亿元), 单周环比增长-16.9%, 市场交易活跃度走低; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5463 亿元, 同比上年增长 48.00%。2019 年 9 月日均成交金额 6027 亿元, 环比 34.84%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 9 月 19 日, 两市融资融券余额为 9738.08 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 2180.28 亿元; 两市的融资余额为 9602.22 亿元, 融券余额为 135.86 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8870.75 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 8 月, IPO、再融资规模分别为 252 亿元、688 亿元, 分别环比-43% 和-64%。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 8 月债券承销金额为 6568 亿元, 环比+6%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 9 月 20 日, 上交所共受理 156 家, 相比上周增加 3 家 (孚能科技、神州细胞、芯原股份); 其中已问询 (含已回复) 61 家, 提交注册 13 家, 注册生效 34 家, 中止审查 28 家, 终止审查 11 家。保荐机构方面, 中金公司 18 家、中信建投 16 家、中信证券 12 家、华泰证券 12 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 9 月 20 日, 市场质押股数 6050.71 亿股, 市场质押股数占总股本 9.09%, 市场质押市值为 48557.97 亿元; 截至 2019 年 9 月 20 日, 大股东质押股数 6045.48 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.42%。大股东未平仓总市值 24700.15 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 22774.33 亿元。

图 1: 2019 年 9 月日均股票成交金额 6027 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 8 月新增投资者 99 万人



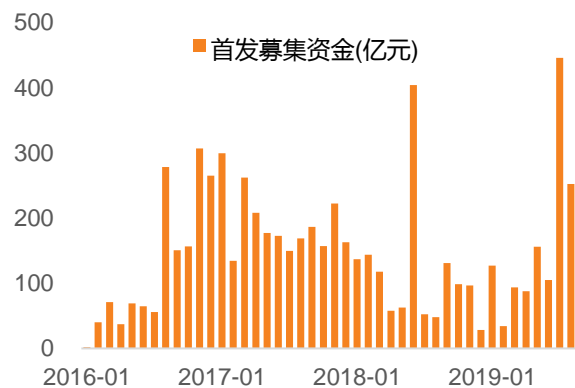
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 9 月 19 日两融余额为 9738 亿元



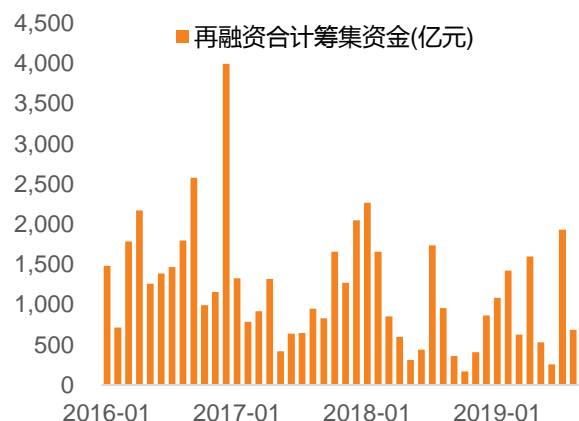
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 8 月股权融资首发募资 252 亿元



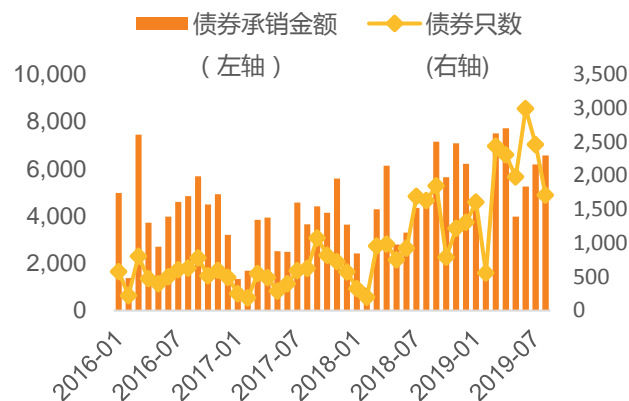
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 8 月再融资共完成 688 亿元



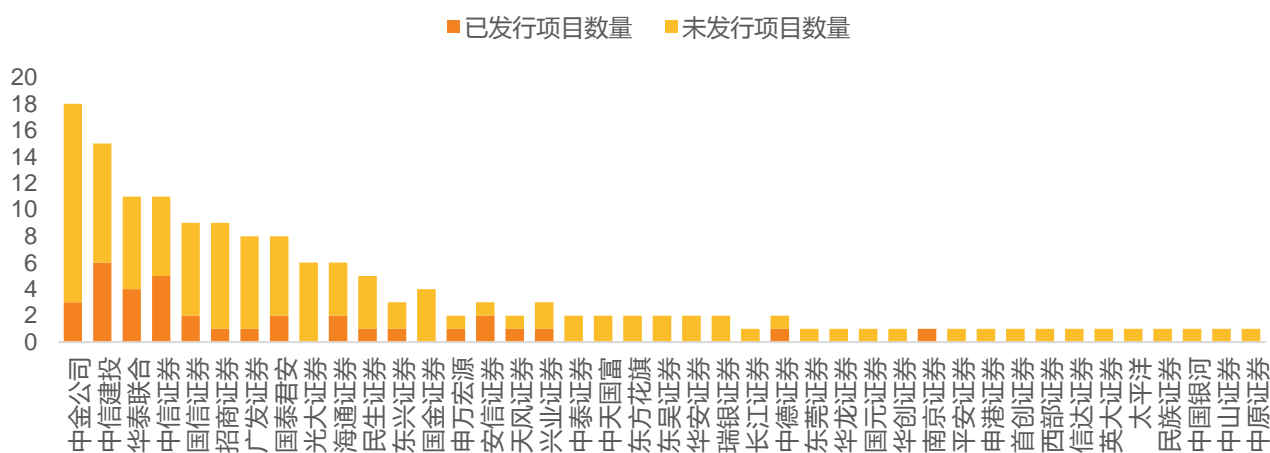
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 8 月券商承销债券 6568 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 9 月 20 日）（项目数量单位：个）



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 9 月 20 日)

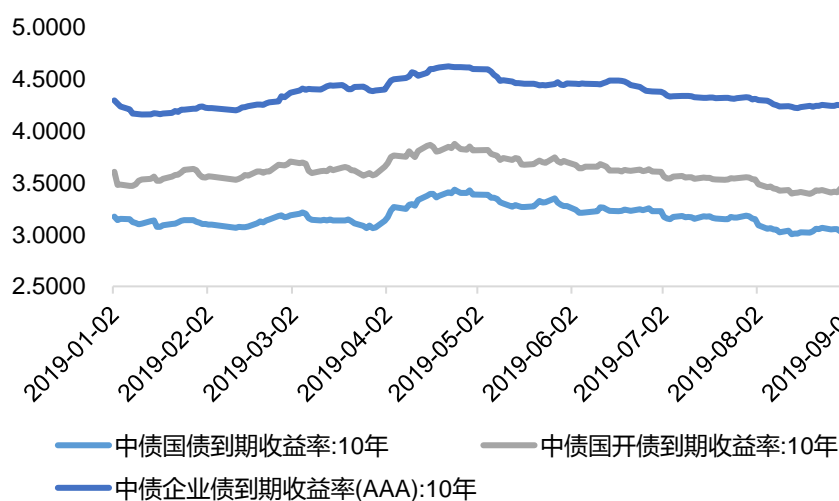
证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	23.34	2617.75	17.93	21.61	21.81	1.27	1.76	1.68
国泰君安	18.36	1540.62	15.97	18.93	16.84	1.08	1.35	1.33
华泰证券	19.67	1643.49	14.77	22.10	18.73	1.29	1.49	1.45
海通证券	15.18	1496.92	16.70	20.51	17.65	0.86	1.43	1.38
广发证券	14.38	984.30	15.24	14.82	12.95	1.13	1.25	1.22
招商证券	17.21	1066.77	19.16	19.12	17.56	1.38	1.40	1.37
中信建投	24.95	1661.94	21.03	45.36	36.69	1.41	3.80	3.70
东方证券	10.74	686.91	30.48	30.69	24.98	1.08	1.43	1.40
光大证券	11.98	507.39	21.02	21.39	18.43	0.83	1.09	1.05
兴业证券	6.60	441.98	30.20	22.76	18.86	0.94	1.33	1.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

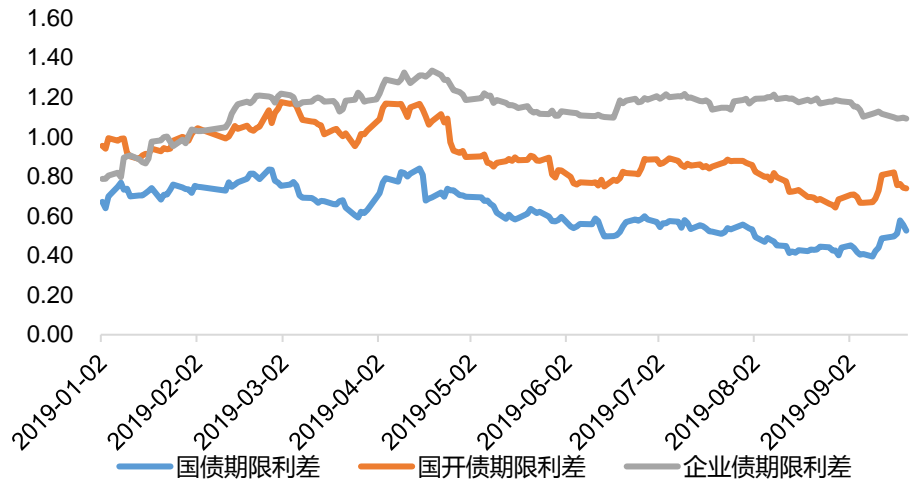
- 6) 截至 2019 年 9 月 20 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.10%、3.51%, 本周分别上涨 1.04bps、下跌 3.22bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.53%、0.74%, 本周分别上涨 3.98bps、下跌 6.82bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.54%、1.11%, 本周分别上涨 5.82bps、下跌 0.66bps。
- 7) 截至 2019 年 9 月 20 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 0.92%、2.05%, 较年初分别累计上涨 32.5%、5.5%。
- 8) 截至 2019 年 9 月 20 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 0.15%、0.20%、0.11%, 较年初分别累计上涨 0.08%、0.01%、0.21%。
- 9) 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 3.03bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



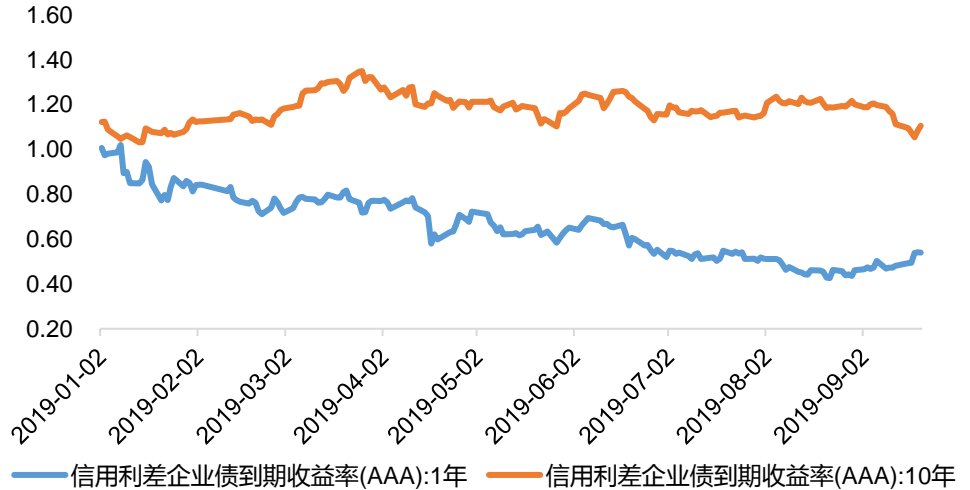
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



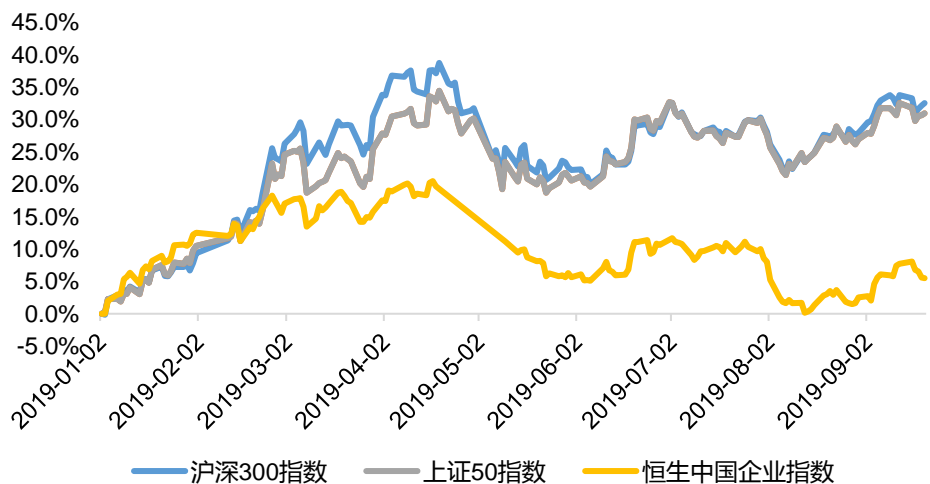
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



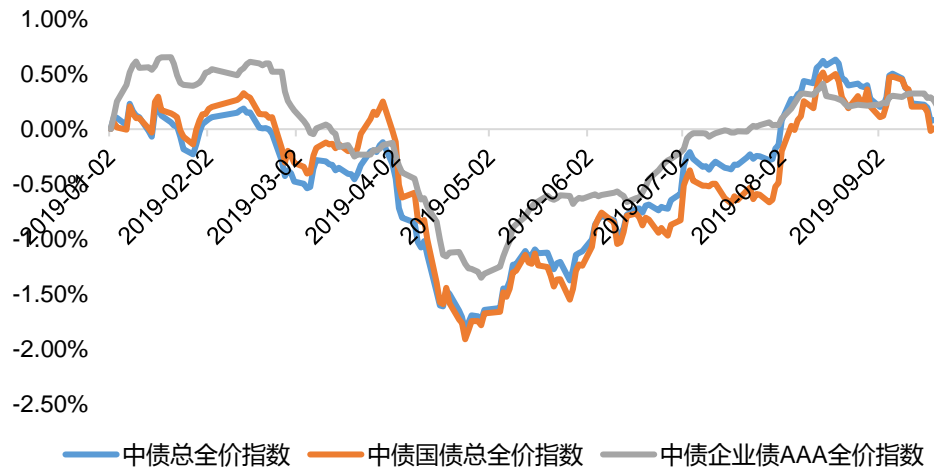
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 股市涨跌幅



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 债市涨跌幅



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			
	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	3.61	1.64	-1.58	-6.46	-6.96	-9.26
3 年	2.03	3.54	3.34	1.47	-1.19	-5.58	-6.42	-8.59
5 年	2.70	3.54	3.56	2.51	-0.36	-3.83	-4.82	-7.34
10 年	2.33	3.09	3.03	1.41	-1.87	-3.52	-4.22	-6.59
20 年	0.11	1.67	2.48	1.42	-2.73	-4.01	-5.50	-7.05
30 年	2.60	4.34	4.45	3.60	0.52	-0.59	-2.79	-5.08

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