

# 非银金融

证券研究报告

2019年10月13日

## 2020年保费预期改善，保险股估值切换行情已开启

**投资要点：**1) 保险方面，我们预计 2020 年开门红及全年保费增长有望迎来改善，上市公司 3 季度业绩表现平稳（股市同比平稳、750 日均线上行、税收新政下实际税率同比下降）。利率方面，通胀压力上升、短期内经济预期好转等使得短期利率预期好转。财险方面，农业险指导意见出台，预期 2019-22 年农险保费复合增速 20% 左右，农险龙头人保财险将显著受益。2) 券商方面，四季度证券行业政策仍有改善空间，如果将注册制等在创业板推开将进一步提升证券公司的业务规模，催生新的业务机会，这对于券商估值有着积极的影响。

**非银重点推荐：**中国太保、中国人保 H、中国平安、中国财险；海通证券、中信证券、国泰君安。

**保险：2020 年保费预期和短期利率预期改善，指导意见出台将促进农业险发展，保险股迎来向上时机。** 1) 我们预计 2020 年开门红及全年保费增长有望迎来改善，主要基于以下判断：①年金险吸引力上升。经测算，年金险 irr（含万能账户）与银行理财收益率相比吸引力明显上升。信托、私募基金、P2P 等资管产品爆雷环境下，年金险“保本保收益”的优势凸显。②各公司领导层变更使得对明年保费增长的诉求更强，国寿、新华会较去年提前开启开门红。平安继续淡化开门红；太保产品竞争力将高于去年且基数较低，因此开门红保费增速有望好于去年同期。③政策方面，甲状腺癌移出重疾分类有望在 4 季度或明年 1 季度推出，我们预计会带来一波保障险增长高峰；监管明确限制产品定价，将年金险的预定利率上限从 4.025% 下调至 3.5%，利好于定价审慎、销售渠道较强的大型公司。2) 我们预计上市公司 Q3 净利润增速较上半年将有所回落，但仍将保持平稳增长，主要基于股市同比基本平稳、750 日均线仍处于上行阶段、税收新政下 3 季度实际税率同比下降。3) 短期利率预期好转。通胀压力上升、短期内经济预期好转、地方债扩容等因素短期内制约长端利率进一步下行。截至 10 月 12 日，10 年期国债收益率为 3.17%，本周上涨 3.05bps。4) 财险方面，农业险指导意见出台，预期 2019-22 年农险保费复合增速 20% 左右，农险龙头人保财险将显著受益。财政部印发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》，提出到 2022 年，农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到 1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到 500 元/人。2018 年，我国农业保险保费 573 亿，深度为 0.85%。在新的指导意见下，各地有望陆续出台农业险支持政策，预计未来几年行业农险保费增长有望保持在 20% 左右。人保财险的农险业务占据行业绝对优势地位（2018 年农险保费市占率为 47%），且农险的综合成本率大部分年份均低于 95%，承保盈利能力较强。人保财险政府合作资源和经验丰富，将显著受益于农业险新政策。5) 4 季度保险股有望开启“估值切换”行情。6) 截至 10 月 11 日，平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.35、0.85、0.84、0.78 倍，PAAV（反映了利率预期）分别为 1.25、1.09、0.88、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) 10 月以来市场活跃度略有回落。** 10 月日均成交金额 4039 亿元，环比-29%。两融余额大幅回升至 9601 亿元，19 年至今两融日均余额为 8912 亿元，较 18 年下降 219 亿元。上交所共受理 162 家企业的科创板注册申请，中金公司 17 家、中信建投 15 家、华泰证券 15 家、中信证券 13 家。2) 证监会明确自 2020 年 12 月 1 日起，在全国范围内取消证券公司外资股比限制。今年以来，资本市场的双向开放的广度、深度持续升级，短期内外资进入将加剧行业竞争程度，长期来看行业格局难以改变，但有望提升头部券商经营效率。3) 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。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重点任务。证监会主席易会满本周提出，“全力推进深圳资本市场改革发展，尽快取得阶段性成效，切实提升资本市场服务实体经济的质量和效率。”如果将注册制等在创业板推开将进一步提升证券公司的业务规模，催生新的业务机会。4) 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 2.05x PB，大型券商估值在 1.2-1.7x 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

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:3 季报业绩预计平稳，开门红改善的驱动力加强，保险股迎来向上时机》2019-10-07
- 2 《非银金融-行业研究周报:2020 年开门红改善的驱动力加强，保险股迎来向上时机》2019-09-22
- 3 《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

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-10-11	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	36.49	买入	1.99	3.36	3.77	4.55	18.34	10.86	9.68	8.02
01339.HK	中国人民保险 集团	3.24 (港元)	买入	0.29	0.55	0.65	0.79	9.89	5.30	4.42	3.66
601318.SH	中国平安	89.90	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	15.29	9.94	8.26	6.94
02328.HK	中国财险	9.71 (港元)	买入	0.70	1.12	1.32	1.50	12.58	7.80	6.65	5.83
600837.SH	海通证券	14.97	买入	0.45	0.74	0.86	0.99	33.27	20.23	17.41	15.12
600030.SH	中信证券	22.94	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	29.79	21.24	21.44	18.50
601211.SH	国泰君安	17.79	增持	0.77	0.97	1.09	1.24	23.10	18.34	16.32	14.35

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 3936 亿元 (上周 5034 亿元), 单周环比增长-21.82%, 市场交易活跃度走低; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5411 亿元, 同比上年增长 46.59%。2019 年 9 月日均成交金额 5654 亿元, 环比 26.49%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 10 月 11 日, 两市融资融券余额为 9601 亿元, 较 2018 年底上升 2044 亿元; 两市的融资余额为 9468 亿元, 融券余额为 133.47 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8912 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 9 月, IPO、再融资规模分别为 99 亿元、1248 亿元, 分别环比-61%和+81%。2019 年 3 季度, IPO、再融资规模分别为 797 亿元、3867 亿元, 同比+245%和+27%。2019 年 9 月债券承销金额为 6917 亿元, 环比+5%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 10 月 11 日, 上交所共受理 162 家, 相比 9 月 30 日增加 2 家; 其中已问询 (含已回复) 73 家, 提交注册 17 家, 注册生效 42 家, 中止审查 2 家, 终止审查 12 家。保荐机构方面, 中金公司 17 家、中信建投 15 家、华泰证券 15 家、中信证券 13 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 10 月 11 日, 市场质押股数 6012 亿股, 市场质押股数占总股本 9.02%, 市场质押市值为 45415 亿元; 截至 2019 年 10 月 11 日, 大股东质押股数 6047 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.41%。大股东未平仓总市值 23402 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 22851 亿元。

图 1: 2019 年 9 月日均股票成交金额为 5654 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 10 月 11 日两融余额为 9601 亿元



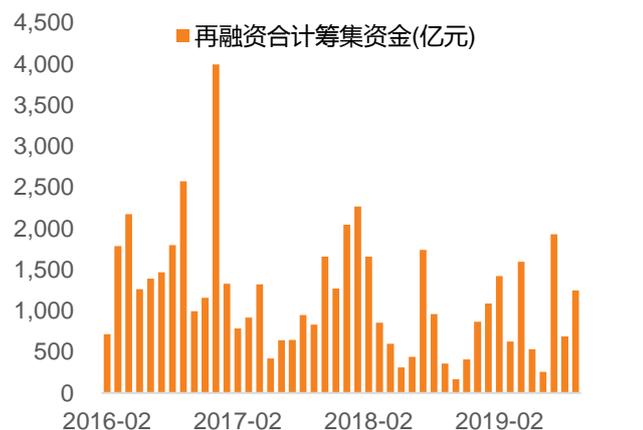
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 9 月股权融资首发募资 99 亿元



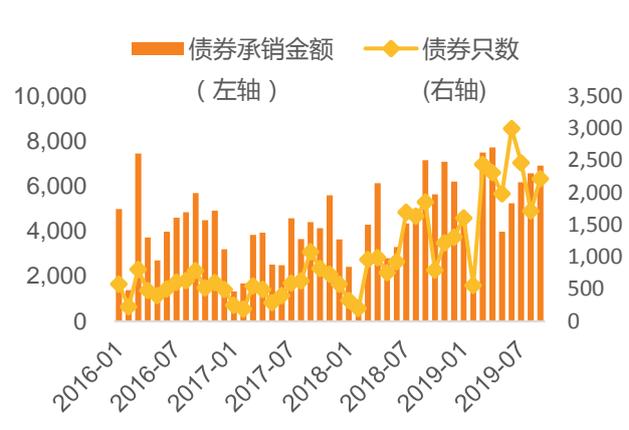
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 9 月再融资共完成 1248 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 9 月券商承销债券 6917 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 10 月 11 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 10 月 11 日)

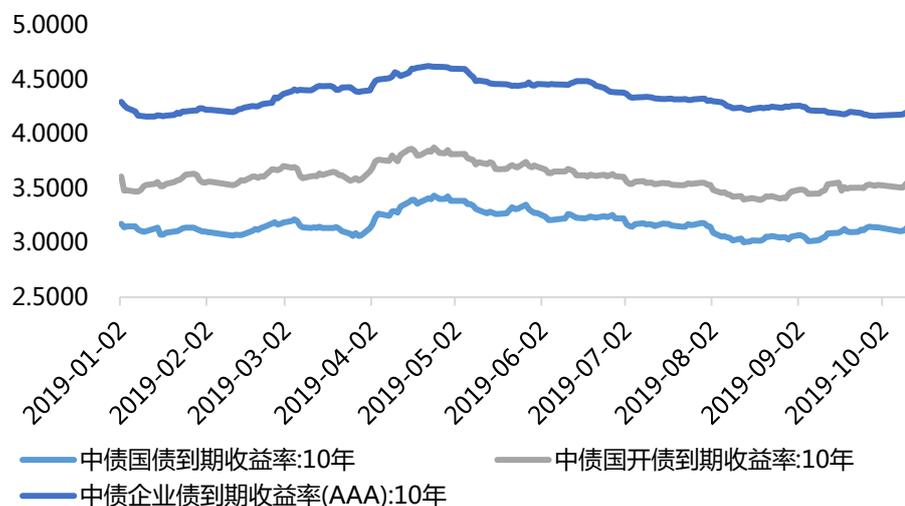
证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	22.94	2,575	17.93	21.24	21.44	1.27	1.73	1.65
国泰君安	17.79	1,496	15.97	18.34	16.32	1.08	1.31	1.29
华泰证券	19.02	1,591	14.77	21.37	18.11	1.29	1.44	1.40
海通证券	14.97	1,474	16.70	20.23	17.41	0.86	1.41	1.36
广发证券	13.89	954	15.24	14.32	12.51	1.13	1.21	1.18
招商证券	17.01	1,054	19.16	18.90	17.36	1.38	1.38	1.35
中信建投	25.19	1,674	21.03	45.80	37.04	1.41	3.84	3.73
东方证券	10.32	660	30.48	29.49	24.00	1.08	1.38	1.35
光大证券	11.75	497	21.02	20.98	18.08	0.83	1.07	1.03
兴业证券	6.33	424	30.20	21.83	18.09	0.94	1.27	1.21

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

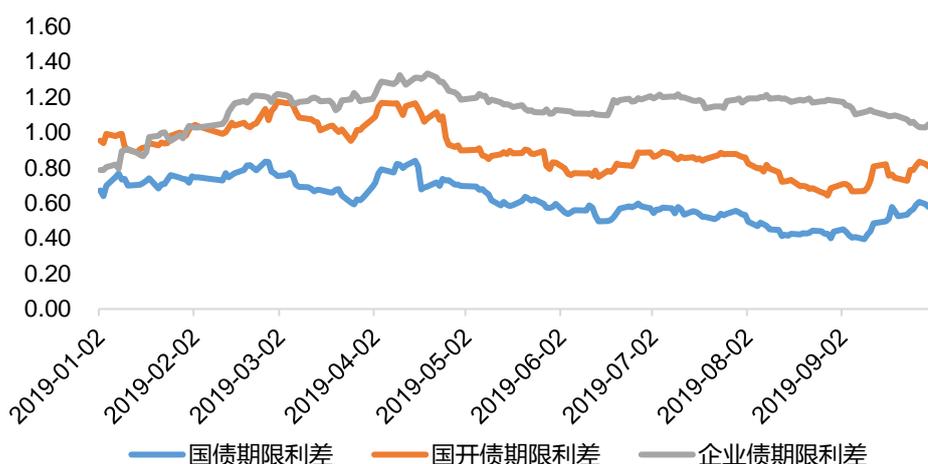
- 截至 2019 年 10 月 12 日 (此数据到 10 月 12 日), 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.17%、3.58%, 本周分别上涨 3.05bps、4.63bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.62%、0.85%, 本周分别上涨 3.87bps、3.83bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.56%、1.05%, 本周分别上涨 0.45bps、1.87bps。
- 截至 2019 年 10 月 11 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 2.55%、2.47%, 较年初分别累计上涨 31.7%、6.3%。
- 截至 2019 年 10 月 11 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 0.03%、下跌 0.00%、上涨 0.12%, 较年初分别累计下跌 0.01%、0.20%、上涨 0.41%。
- 预计 2019 年 4 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 1.96bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



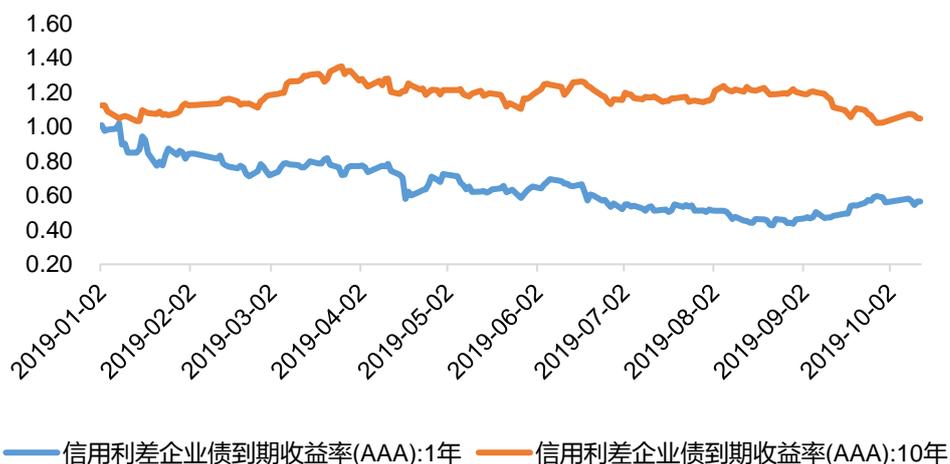
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



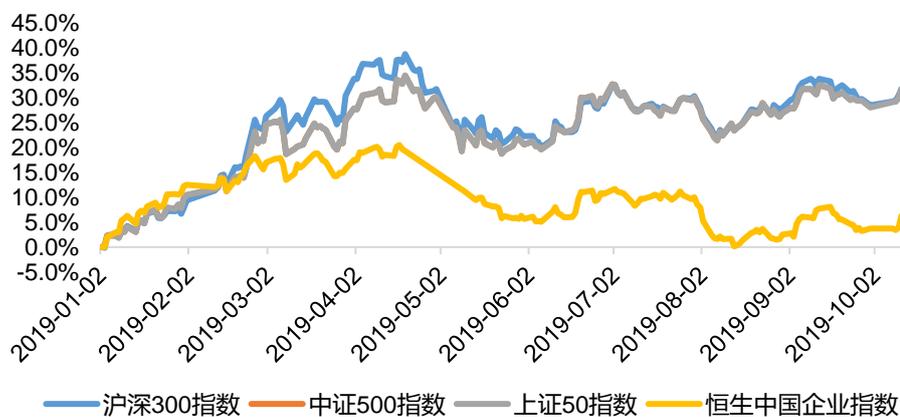
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



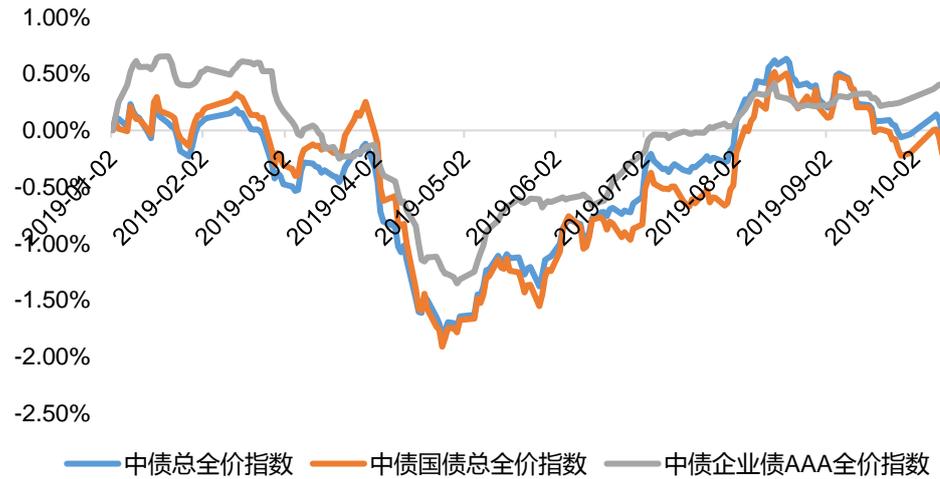
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	3.65	1.45	-1.70	-6.60	-7.10	-9.06
3 年	2.03	3.54	3.41	1.73	-0.90	-5.26	-6.11	-7.88
5 年	2.70	3.54	3.63	2.92	0.11	-3.33	-4.32	-6.39
10 年	2.33	3.09	3.12	1.96	-1.27	-2.88	-3.57	-5.47
20 年	0.11	1.67	2.57	2.07	-2.04	-3.28	-4.77	-5.79
30 年	2.60	4.34	4.59	4.38	1.36	0.32	-1.88	-3.58

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