

# 非银金融

证券研究报告

2019年10月20日

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:2020年保费预期改善,保险股估值切换行情已开启》2019-10-13
- 2 《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
- 3 《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

看好寿险 2020 年开门红表现, 期待国寿高增长;《重组办法》落地有望提振券商并购重组业务

**投资要点:** 1) 保险方面, 国寿前 3 季度净利润同比+180%-200%, Q3 单季同比+423%-539%, 开门红有望实现高增长, 短期亮点显著。我们预计其他上市公司 3 季度业绩也将表现平稳。2020 年开门红整体业绩同比或有改善(主要由于储蓄型产品吸引力提升、开门红准备的节奏好于去年等)。同时, 4 季度保险股“估值切换”行情已经开启。2) 券商方面,《重组办法》落地, 预计将提振券商并购重组业务, 未来预期优化再融资、减持等制度安排。金融业对外开放背景下, 行业竞争加剧, 头部券商竞争优势日趋明显。

**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, 保险股“估值切换”行情已开始; 国寿前 3 季度净利润同比+180%-200%, 开门红有望实现高增长, 短期亮点显著。1) 9 月及 Q3 单季上市公司保费端表现仍然较弱, 但已体现在目前的估值中。平安 9 月单月个人业务新单保费同比-5%, Q3 单季同比-2%, 前 3 季度同比-7%。受益于主力产品价值率提升, 我们预计平安 Q3 单季 NBV 同比约+7%, 前 3 季度同比约+5.5%。预计国寿、太保、新华前 3 季度 NBV 同比约+19%、-5%、-12%。前 3 季度平安、国寿、太保、新华总保费收入同比分别为+9%、+6%、+6%、+8%。2) 我们预计上市公司 Q3 净利润增速将保持较快增长, 主要基于股市同比基本平稳、750 日均线仍处于上行阶段及税收新政。国寿短期业绩表现亮眼, 根据业绩预增公告, 前 3 季度净利润同比+180%-200%, 3 季度单季同比+423%-539%, 主要由权益投资收益同比大幅增长带来。3) 2020 年开门红有望好于去年同期, 全年保费增长亦有望迎来改善, 主要基于以下判断: ①外部环境适合销售年金险。银行理财收益率持续下降, 年金险 IRR 具有优势。信托、私募等资管产品的风险上升。②各公司领导层变更使得对明年保费增长的诉求加强, 预计会更好的平衡今年 4 季度和开门红业绩。③监管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。针对重疾险产品的监管政策值得期待, 利好于定价审慎、销售渠道较强的大型公司。4) 短期利率预期好转。截至 10 月 18 日, 10 年期国债收益率为 3.19%, 本周上涨 1.54bps。5) 保险业对外开放加速, 将为市场注入新活力。国务院发布关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》的决定, 外资进入保险业的条件进一步放宽。根据修改决定, 取消申请设立外资保险公司的外国保险公司应当经营保险业务 30 年以上, 且在中国境内已经设立代表机构 2 年以上的条件; 允许外国保险集团公司在境内投资设立外资保险公司, 允许境外金融机构入股外资保险公司。4) 截至 10 月 18 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.35、0.88、0.83、0.76 倍, PAAV (反映了利率预期) 分别为 1.25、1.13、0.87、0.83 倍, 估值处于低位, 迎来向上时机。

**证券:**《重组办法》落地, 预计将提振券商并购重组业务。1) 10 月以来市场活跃度略有回落。10 月日均成交额 4233 亿元, 环比-25%。两融余额回升至 9647 亿元, 19 年至今两融日均余额为 8931 亿元, 较 18 年下降 200 亿元。上交所共受理 165 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) 《重组办法》落地, 预计将提振券商并购重组业务。2019 年 10 月 18 日, 证监会发布《关于修改上市公司重大资产重组管理办法的决定》, 自发布之日起施行。《重组办法》与征求意见稿基本一致, 正式稿加强重组业绩承诺监管。2018 年证券行业的财务顾问业务净收入 111.5 亿元, 占营收比重为 4.2%。头部券商在并购重组业务优势明显, 预计后续将贡献业绩增量。未来预期优化再融资、减持等制度安排。3) 市场回暖提振业绩, 1-9 月上市券商净利润累计增长 51%。36 家上市券商 9 月实现营收 204 亿元, 环比+10%, 同比+27% (可比口径, 下同); 实现净利润 67 亿元, 环比-1%, 同比+30%。36 家上市券商 1-9 月累计实现营收 1844 亿元, 同比+37%; 累计实现净利润 701 亿元, 同比+51%。9 月上市券商业绩受益于低基数效应同比增幅明显。中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券单月净利润分别环比-31%、+21%、+180% (剔除分红)、+5%, 中信证券环比下降主要是因为 8 月高基数的影响。头部券商业绩依旧稳健, 上述 4 家券商 1-9 月的累计净利润同比分别增长 28%、27%、19%、42%。4) 政策边际改善将驱动相关业务复苏, 这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。三季度上市券商业绩预计将维持高速增长, 金融业对外开放背景下, 行业竞争加剧, 头部券商竞争优势日趋明显。行业平均估值 1.98x 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。



## 重点标的推荐

| 股票代码      | 股票名称         | 收盘价<br>2019-10-18 | 投资<br>评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|--------------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |              |                   |          | 2018A  | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 601601.SH | 中国太保         | 35.86             | 买入       | 1.99   | 3.36  | 3.77  | 4.55  | 18.02 | 10.67 | 9.51  | 7.88  |
| 01339.HK  | 中国人民保险<br>集团 | 3.20 (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         | 89.75             | 买入       | 5.88   | 9.04  | 10.88 | 12.96 | 15.26 | 9.93  | 8.25  | 6.93  |
| 02328.HK  | 中国财险         | 9.55 (港元)         | 买入       | 0.70   | 1.12  | 1.32  | 1.50  | 12.36 | 7.66  | 6.54  | 5.73  |
| 600837.SH | 海通证券         | 14.32             | 买入       | 0.45   | 0.74  | 0.86  | 0.99  | 31.82 | 19.35 | 16.65 | 14.46 |
| 600030.SH | 中信证券         | 22.00             | 买入       | 0.77   | 1.08  | 1.07  | 1.24  | 28.57 | 20.37 | 20.56 | 17.74 |
| 601211.SH | 国泰君安         | 17.45             | 增持       | 0.77   | 0.97  | 1.09  | 1.24  | 22.66 | 17.99 | 16.01 | 14.07 |

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 4388 亿元 (上周 3936 亿元), 单周环比增长 11.49%, 市场交易活跃度走高; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5384 亿元, 同比上年增长 45.86%。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 17 日, 两市融资融券余额为 9647.24 亿元, 较 2018 年底上升 2,089.44 亿元; 两市的融资余额为 9503.5 亿元, 融券余额为 143.74 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8,931 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 18 日, 上交所共受理 165 家, 相比 10 月 11 日增加 3 家 (信大捷安、松井新材、金博股份); 其中已问询 (含已回复) 69 家, 提交注册 9 家, 注册生效 54 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 18 日, 市场质押股数 5997.71 亿股, 市场质押股数占总股本 9.00%, 市场质押市值为 46513.35 亿元; 截至 2019 年 10 月 18 日, 大股东质押股数 6012.29 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.47%。大股东未平仓总市值 22042.39 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23318.88 亿元。

图 1: 2019 年 10 月日均股票成交金额为 4233 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 9 月新增投资者 96 万人



资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 10 月 17 日两融余额为 9647 亿元



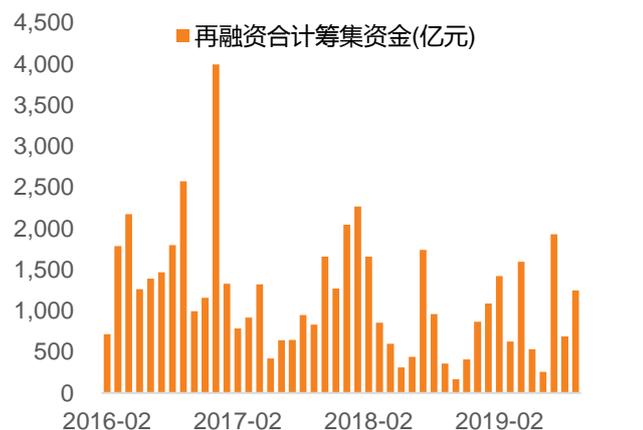
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 9 月股权融资首发募资 99 亿元



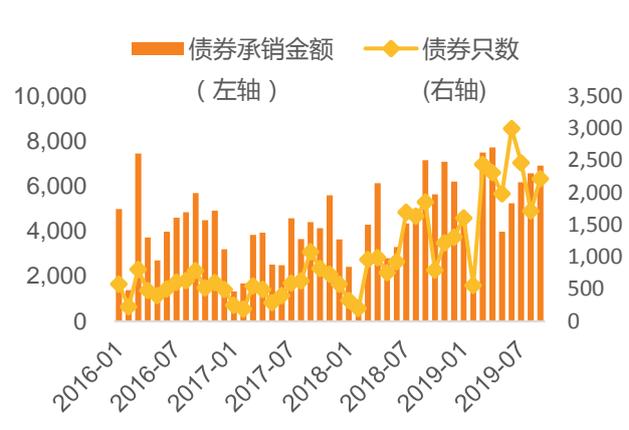
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 9 月再融资共完成 1248 亿元



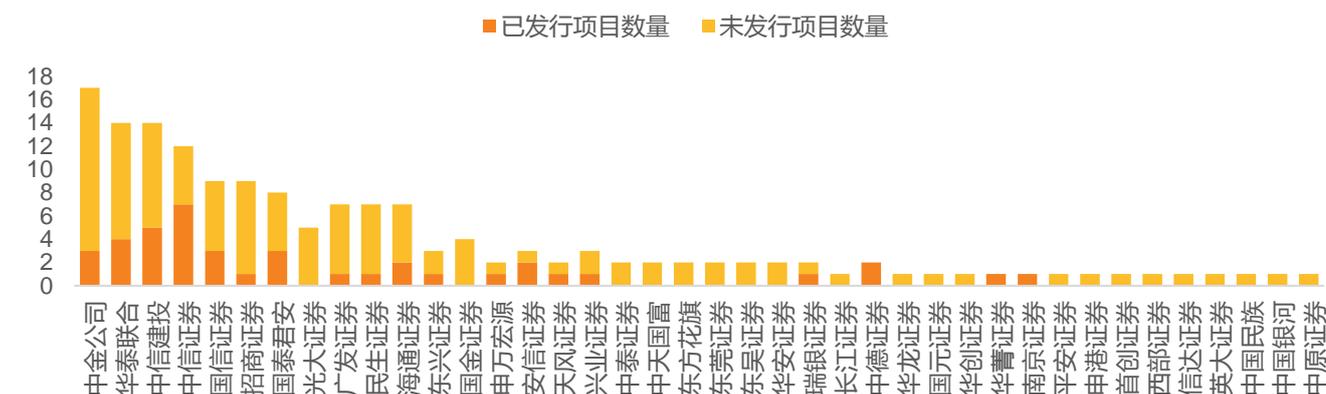
资料来源：wind，天风证券研究所

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 18 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 18 日)

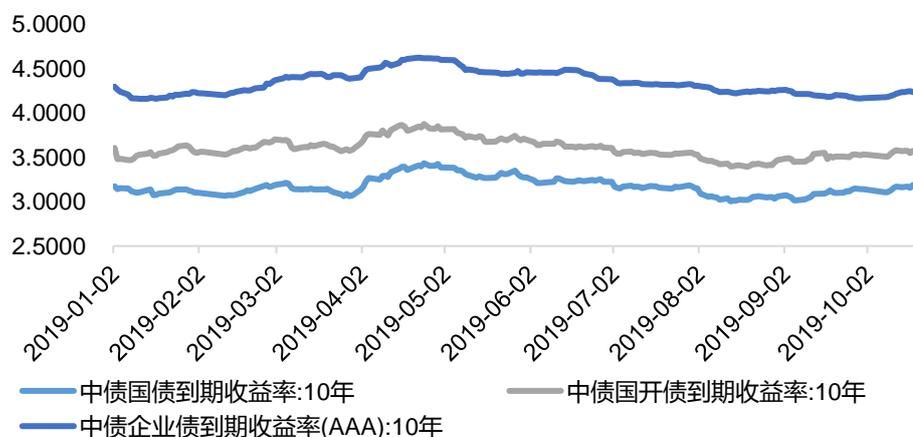
| 证券名称 |        |          | P/E (倍) |       |       | P/B (倍) |       |       |
|------|--------|----------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|      | 股价 (元) | 市值 (亿元)  | 2018    | 2019E | 2020E | 2018    | 2019E | 2020E |
| 中信证券 | 22.00  | 2,468.83 | 17.93   | 20.37 | 20.56 | 1.27    | 1.66  | 1.58  |
| 国泰君安 | 17.45  | 1,465.37 | 15.97   | 17.99 | 16.01 | 1.08    | 1.28  | 1.27  |
| 华泰证券 | 18.23  | 1,526.61 | 14.77   | 20.48 | 17.36 | 1.29    | 1.38  | 1.35  |
| 海通证券 | 14.32  | 1,409.26 | 16.70   | 19.35 | 16.65 | 0.86    | 1.35  | 1.30  |
| 广发证券 | 13.65  | 935.30   | 15.24   | 14.07 | 12.30 | 1.13    | 1.19  | 1.16  |
| 招商证券 | 16.62  | 1,029.41 | 19.16   | 18.47 | 16.96 | 1.38    | 1.35  | 1.32  |
| 中信建投 | 22.56  | 1,504.76 | 21.03   | 41.02 | 33.18 | 1.41    | 3.44  | 3.34  |
| 东方证券 | 10.05  | 642.32   | 30.48   | 28.71 | 23.37 | 1.08    | 1.34  | 1.31  |
| 光大证券 | 11.33  | 479.82   | 21.02   | 20.23 | 17.43 | 0.83    | 1.03  | 0.99  |
| 兴业证券 | 6.20   | 415.19   | 30.20   | 21.38 | 17.71 | 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

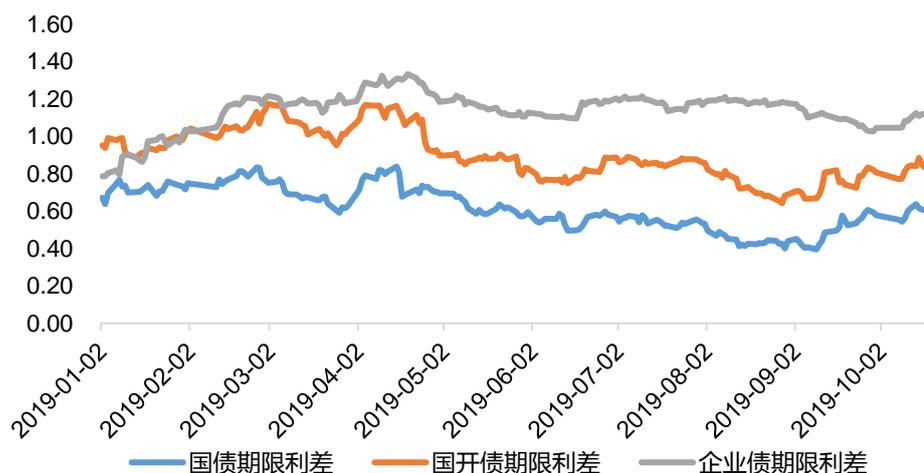
- 6) 截至 2019 年 10 月 18 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.19%、3.58%, 本周分别上涨 1.54bps、下跌 0.49bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.62%、0.85%, 本周分别上涨 0.22bps、下跌 0.01bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.56%、1.05%, 本周分别下跌 0.11bps、上涨 0.22bps。
- 7) 截至 2019 年 10 月 18 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 1.08%、上涨 0.84%, 较年初分别累计上涨 30.3%、7.2%。
- 8) 截至 2019 年 10 月 18 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 0.09%、0.25%、0.06%, 较年初分别累计下跌 0.10%、0.46%、上涨 0.35%。
- 9) 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 2.09bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



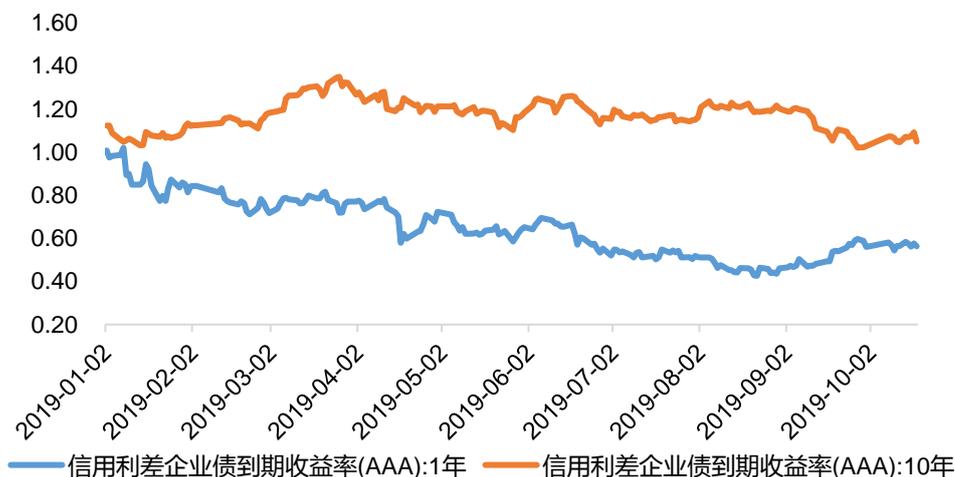
资料来源: wind, 天风证券研究所

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       | 1.53       | -1.61      | -6.49      | -7.00      | -8.95      |
| 3 年  | 2.03       | 3.54       | 3.41       | 1.78       | -0.84      | -5.20      | -6.05      | -7.82      |
| 5 年  | 2.70       | 3.54       | 3.63       | 2.41       | -0.45      | -3.92      | -4.92      | -7.04      |
| 10 年 | 2.33       | 3.09       | 3.12       | 2.09       | -1.12      | -2.72      | -3.42      | -5.30      |
| 20 年 | 0.11       | 1.67       | 2.57       | 2.25       | -1.84      | -3.06      | -4.55      | -5.55      |
| 30 年 | 2.60       | 4.34       | 4.59       | 4.66       | 1.68       | 0.65       | -1.55      | -3.22      |

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 |