

# 非银金融

证券研究报告

2019年11月10日

## 宏观环境利好保险股，政策环境利好券商股，非银迎来较好配置时点

**投资要点：**1) 券商板块再度迎来利好政策。证监会拟松绑主板和创业板的再融资规则，并规范科创板再融资。证监会批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期货。我们判断 2020 年证券行业将迎来政策利好与业绩双改善，龙头券商将直接受益。2) 保险方面，2020 年开门红有望好于去年同期（储蓄型产品吸引力提升、开门红准备的节奏好于去年）；2020 全年保费增长亦有望迎来改善（年金险和保障险销售的共振效果；2020 年产品竞争或将有所收敛；销售队伍的转型成果初显）。我们判断 4 季度保险股“估值切换”将从个股行情转向普涨行情。

**非银重点推荐：**华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安；中国太保 A/H，中国人保 H、中国人寿、中国平安。

**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) 11 月以来市场活跃度环比改善，券商将直接受益。11 月日均成交额 4477 亿元，环比+5.4%。两融余额大幅回升至 9724 亿元，19 年至今两融日均余额为 8984 亿元，较 18 年下降 147 亿元。上交所共受理 175 家企业的科创板注册申请，中金公司 19 家、中信建投 16 家、华泰证券 16 家、中信证券 13 家。2) 证监会拟松绑主板和创业板的再融资规则，并规范科创板再融资。此次主板和创业板松绑的内容包括：非公开发行对象扩容、放松锁定机制、适当下调定增价格下限、延长批文有效期、优化减持规模，针对创业板则特定降低发行条件、取消资产负债率要求和放松资金使用要求等。我们判断 2020 年将是股权融资大年，政策松绑将驱动业务规模回升，假设 2020 年再融资规模回升至 1-1.2 万亿水平，预计将给券商带来超过 35-50 亿元的收入增量，占营业收入比重约 2%。3) 证监会正式启动扩大股票股指期货试点工作，按程序批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期货。股票股指期货是管理股票现货投资的基础性风险管理工具，扩大股票股指期货试点有利于健全多层次资本市场体系，完善市场功能，吸引中长期资金入市，增强市场内在稳定性。金融开放提速的背景下，2020 年衍生品有望持续扩容。4) 自营与经纪业务下滑导致上市券商 10 月业绩环比下降，低基数效应下同环比增速扩大。我们统计范围内的 36 家上市券商 10 月的净利润为 49 亿元，环比下降 28%，同比大幅增长 108%。1-10 月累计净利润为 750 亿元，同比增长 54%。2018 年的低基数以及政策边际改善将驱动相关业务复苏，我们预计四季度上市券商业绩仍将维持高增长。5) 资本市场改革政策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 1.91x PB，大型券商估值在 1.1-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。重点推荐华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。

**保险：**2020 年保费预期改善，保险股“估值切换”行情继续。1) 2020 年开门红有望好于去年同期，主要原因在于：① 外部环境利好年金险销售，如银行理财产品收益率大幅下降；② 我们预计各公司会更好的平衡今年 4 季度和开门红的业绩。2) 2020 全年保费增长亦有望迎来改善，主要基于以下判断：① 年金险和保障型产品销售具有共振效果。② 针对重疾险产品的监管政策值得期待，2020 年产品竞争或将有所收敛。③ 2019 年各上市公司在新的管理层领导下，在发展战略、管理机制、组织架构、销售队伍、产品结构等方面进行转型，转型将在中长期发挥作用，2020 年转型成果初显或能使部分公司走出“底部”。3) 监管方面，对外开放进一步加速。国务院近日印发《关于进一步做好利用外资工作的意见》，包括：减少外国投资者投资设立保险业机构和开展相关业务的数量型准入条件；取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务的经营年限、总资产要求，扩大投资入股外资保险机构的股东范围；允许外国保险集团公司投资设立保险类机构，继续支持按照内外资一致的原则办理外资保险公司及其分支机构设立及变更等行政许可事项。4) 短期利率预期好转。截至 11 月 8 日，10 年期国债收益率为 3.28%，本周上涨 0.08bps，本月上涨 13.54bps。5) 截至 11 月 8 日，平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.33、1.05、0.84、0.76 倍，2020 年 PEV 分别为 1.11、0.91、0.72、0.66 倍。重点推荐：中国太保（估值极具吸引力，寿险队伍转型成果可期，发行 GDR 短期对股价的压力缓解）、中国人寿（2020 年开门红及全年 NBV 增速有望最高，制度改革进行时）、中国平安、人保集团 H（财险综合成本率处于下降区间，寿险和健康险 NBV 和 EV 均迎来向上拐点，价值严重低估）。

**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: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》 2019-10-20
- 2 《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
- 3 《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



## 重点标的推荐

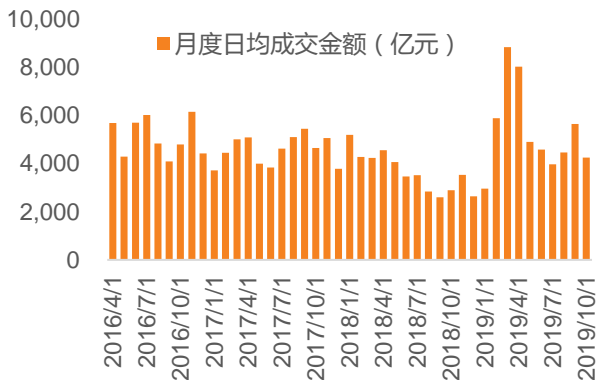
股票代码	股票名称	收盘价 2019-11-08	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	17.71	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	29.03	19.90	16.87	14.17
600030.SH	中信证券	22.42	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	29.12	20.76	19.16	16.73
600837.SH	海通证券	14.22	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	31.60	18.00	15.63	13.54
601211.SH	国泰君安	17.21	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	22.35	17.74	15.23	12.94
601601.SH	中国太保	36.81	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	18.50	11.50	9.54	8.07
01339.HK	中国人民保险集团	3.34 (港元)	买入	0.29	0.55	0.65	0.79	10.23	5.48	4.57	3.79
601628.SH	中国人寿	34.84	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	87.10	15.62	13.94	12.01
601318.SH	中国平安	89.17	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	15.16	9.86	8.20	6.88

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

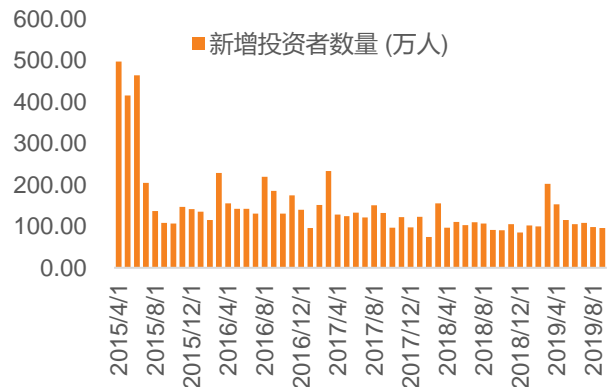
- 1) 本周日均股票成交额为 4502 亿元 (上周 4381 亿元), 单周环比增长 2.78%, 市场交易活跃度走高; 2019 年至今, 两市日均成交额 5309 亿元, 同比上年增长 43.83%。2019 年 11 月日均成交额 4477 亿元, 环比 5.36%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 11 月 7 日, 两市融资融券余额为 9723.85 亿元, 较 2018 年底上升 2,166.05 亿元; 两市的融资余额为 9580.85 亿元, 融券余额为 142.99 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8,984.31 亿元, 2018 年全年日均余额为 9130.90 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 10 月, IPO、再融资规模分别为 224 亿元、974 亿元, 分别环比+126% 和-22%。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 10 月债券承销金额为 5939 亿元, 环比-14%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 11 月 7 日, 上交所共受理 175 家, 相比 10 月 18 日增加 10 家 (力合微、震有科技、微创网络、国盛智科、博汇科技、键凯科技、敏芯股份、三生国健、路德环境、恒誉环保); 其中已问询 (含已回复) 49 家, 提交注册 15 家, 注册生效 64 家, 中止审查 11 家, 终止审查 14 家。保荐机构方面, 中金公司 19 家、中信建投 16 家、华泰证券 16 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 11 月 8 日, 市场质押股数 5957.11 亿股, 市场质押股数占总股本 8.92%, 市场质押市值为 45659.55 亿元; 截至 2019 年 11 月 8 日, 大股东质押股数 6009.34 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.52%。大股东未平仓总市值 23069.16 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 22682.82 亿元。

图 1: 2019 年 11 月日均股票成交金额为 4477 亿元



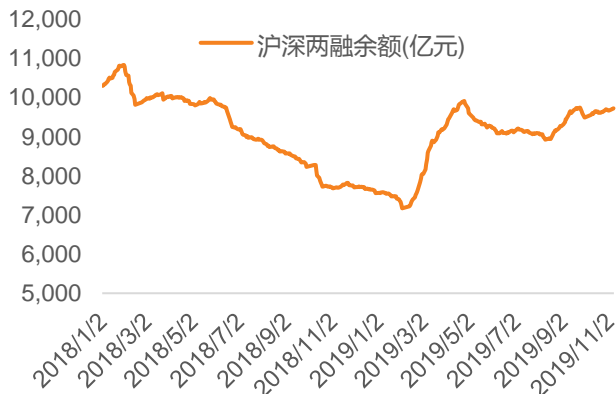
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 9 月新增投资者 96 万人



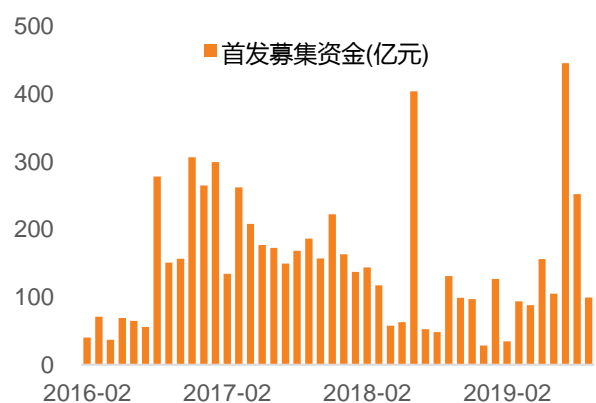
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 11 月 7 日两融余额为 9724 亿元



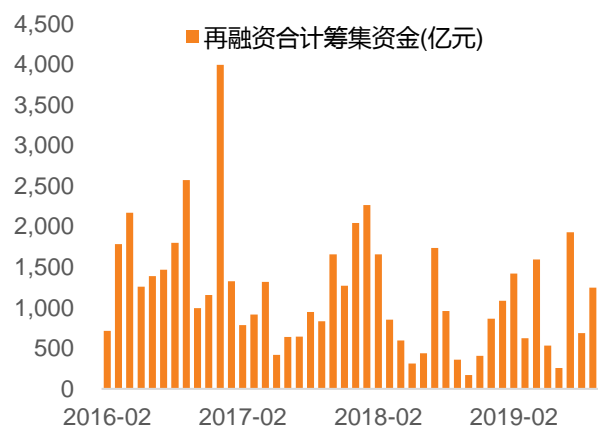
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 10 月股权融资首发募资 224 亿元



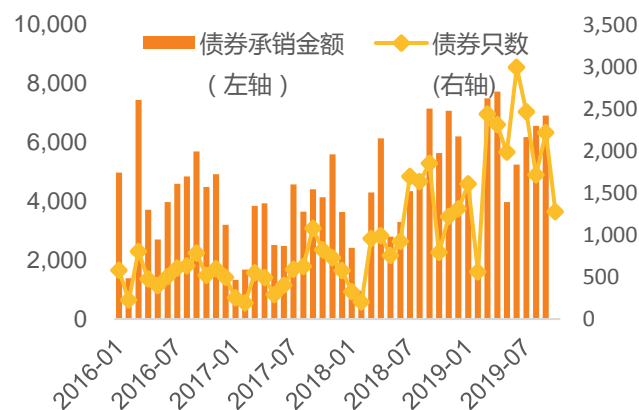
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2019 年 10 月再融资共完成 974 亿元



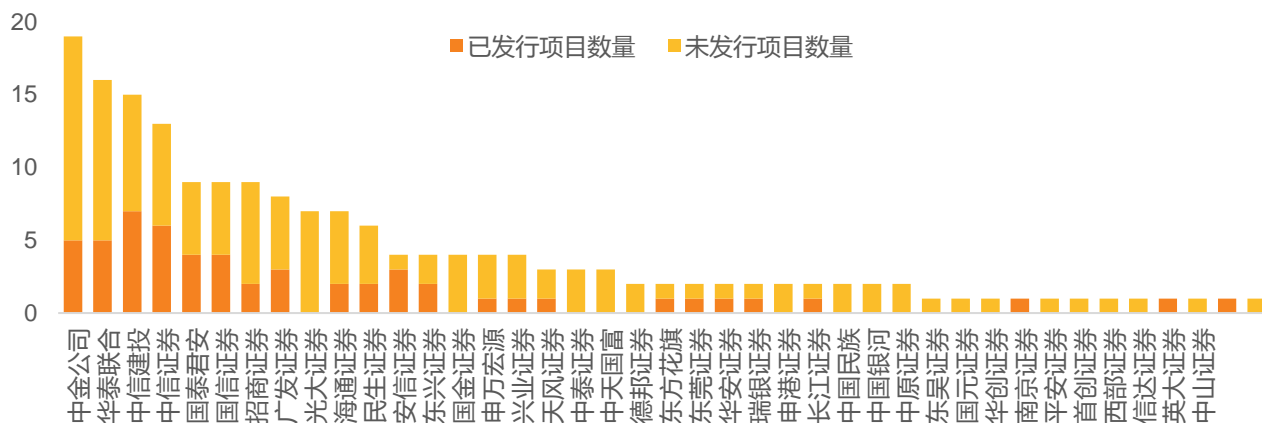
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年 10 月券商承销债券 5939 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 11 月 7 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 11 月 8 日)

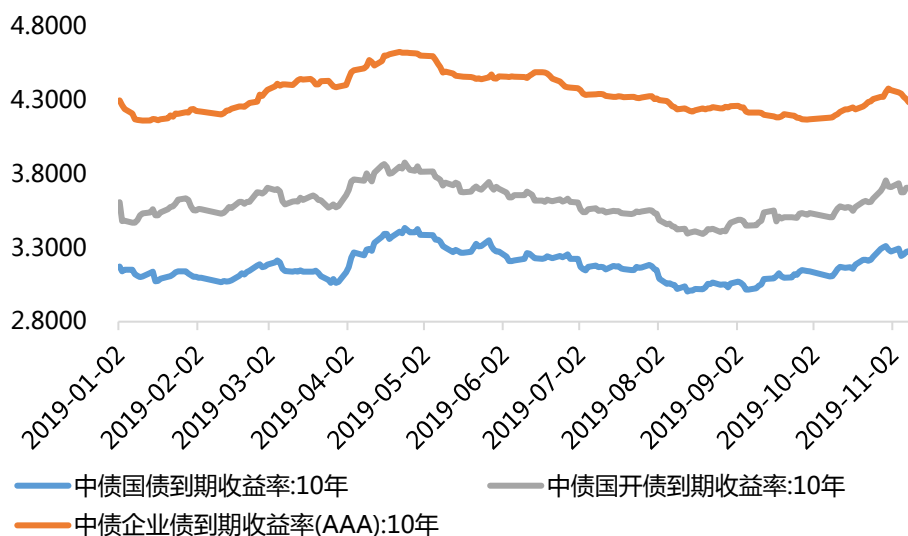
证券名称	P/E (倍)			P/B (倍)				
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	22.42	2,520	17.93	20.76	20.95	1.27	1.69	1.61
国泰君安	17.21	1,450	15.97	17.74	15.79	1.08	1.26	1.25
华泰证券	17.71	1,497	14.77	19.90	16.87	1.29	1.34	1.31
海通证券	14.22	1,409	16.70	19.22	16.53	0.86	1.34	1.29
广发证券	13.79	949	15.24	14.22	12.42	1.13	1.20	1.17
招商证券	16.25	1,008	19.16	18.06	16.58	1.38	1.32	1.29
中信建投	22.49	1,501	21.03	40.89	33.07	1.41	3.43	3.33
东方证券	10.05	642	30.48	28.71	23.37	1.08	1.34	1.31
光大证券	11.5	487	21.02	20.54	17.69	0.83	1.05	1.00
兴业证券	6.41	429	30.20	22.10	18.31	0.94	1.29	1.23

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

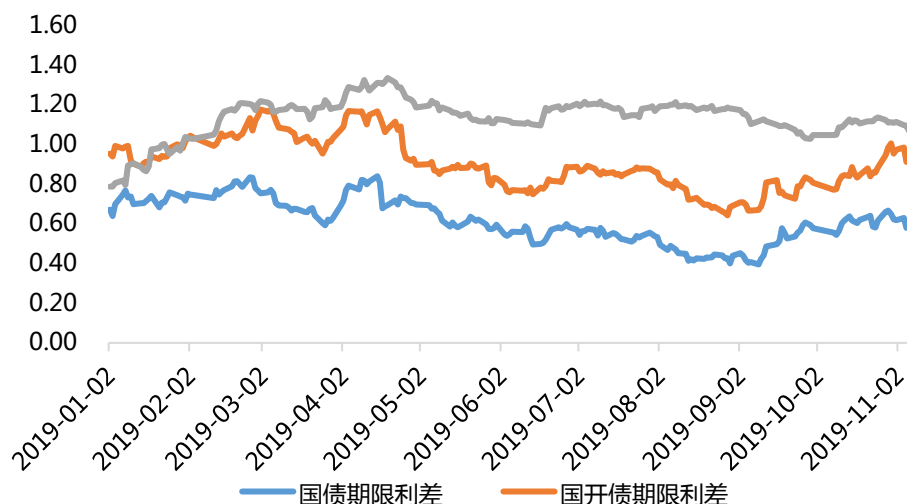
- 截至 2019 年 11 月 08 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.28%、3.71%, 本周分别上涨 0.08bps、下跌 0.48bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.62%、0.93%, 本周分别上涨 0.05bps、下跌 4.79bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.60%、1.01%, 本周分别上涨 0.75 bps、下跌 8.47bps。
- 截至 2019 年 11 月 08 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 0.52%、2.45%, 较年初分别累计上涨 33.8%、10.7%。
- 截至 2019 年 11 月 08 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和企业债 AAA 全价指数本周分别上涨 0.12%、0.04%、0.17%, 较年初分别累计下跌 0.46%、0.95%、上涨 0.05%。
- 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 2.69bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



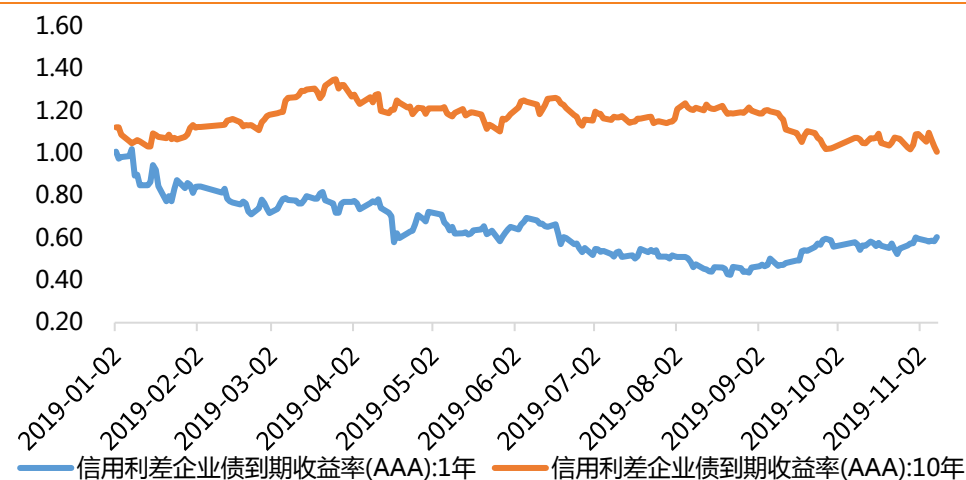
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



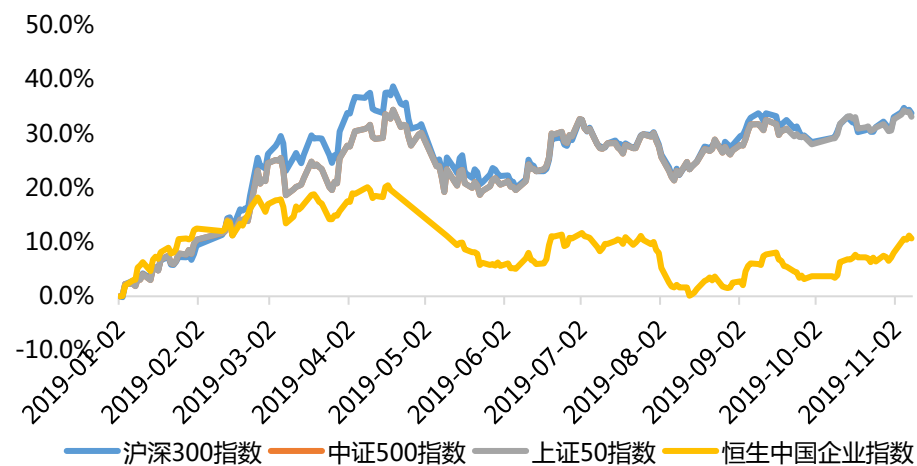
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



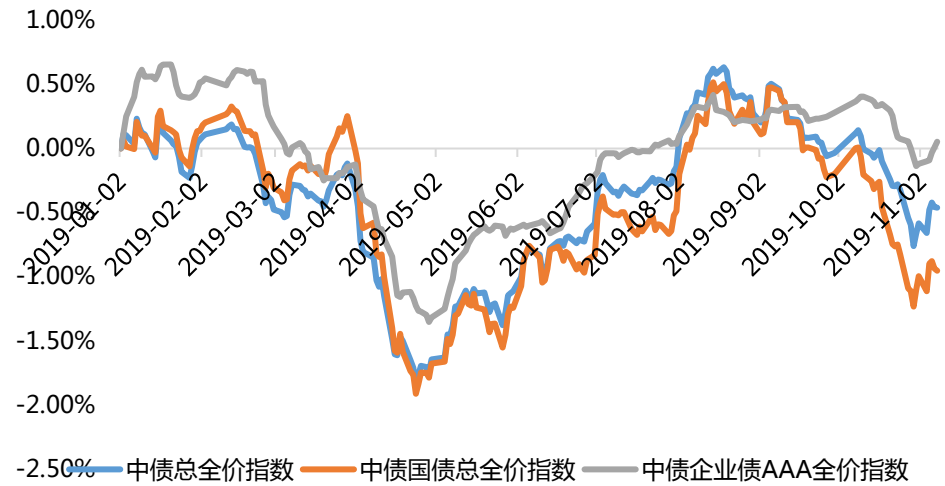
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	2.11	-0.91	-5.75	-6.25	-8.50
3 年	2.03	3.54	3.41	2.45	0.00	-4.30	-5.15	-7.24
5 年	2.70	3.54	3.63	3.00	0.22	-3.21	-4.20	-6.67
10 年	2.33	3.09	3.12	2.69	-0.40	-1.95	-2.64	-4.91
20 年	0.11	1.67	2.57	2.78	-1.20	-2.38	-3.87	-5.31
30 年	2.60	4.34	4.59	5.00	2.07	1.08	-1.13	-3.31

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