

非银金融

证券研究报告

2019年11月24日

12月开门红保费的好转即将体现，估值切换行情即将开始

投资要点：1) 保险方面，我们预计2020年上市险企的保费与NBV增速将有好转，12月开门红预收保费即可体现，原因在于保险产品较各类资管产品的吸引力提升，中小险企的低价产品陆续退出市场，上市险企换帅后重视明年业绩，队伍产能不断提升等。目前保险股的估值水平历史低位，且宏观与利率环境可支撑“估值切换”。2) 券商方面，“深改12条”举措逐步落地。证监会下发文件着力于提升上市公司质量，金融对外开放推进，“鲶鱼效应”有望提升国内券商竞争力。当前证券行业板块估值重回低位水平，性价比凸显。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。

非银重点推荐：中国太保、中国人寿、中国平安、新华保险；华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。

保险：我们判断明年开门红及全年的负债端表现将好转，当前估值低位，配置价值卓越。1) 部分公司开门红预收将于12月开始，我们预计整体开门红保费及NBV增长将迎来改善。主要源自于：①银行理财产品收益率下降，P2P、信托产品等暴雷，利好年金险销售。②定价4.025%的产品销售受限，大型公司开门红产品基本不受影响，年金险的行业竞争压力减弱。③部分公司2019年换帅，对于2020年，尤其是开门红有较强的增长诉求，在开门红准备、费用投入、4季度与开门红业绩平衡等方面均可支撑开门红保费增长改善。2) 我们判断2020年健康险销售也将迎来改善。主要基于以下判断：①重疾险的“价格”竞争有望收敛，有利于大型保险公司的保障险销售的改善。2019年下半年开始，中小保险公司由于再保压力，低价产品陆续退出或实质性提价。②年金险与保障险销售有共振效应。③长期来看，销售队伍转型是保费增长的长期驱动力，2019年部分公司坚定推进优选增员、加强培训管理等销售队伍转型，2020年转型成果初显或能使队伍产能提升。3) 公司层面，中国平安保险业务执行官李源祥辞任，由现任集团CIO、汽车之家董事长兼CEO陆敏继任。陆敏在平安工作的22年履历中，拥有长期的保险业务经验，曾先后担任中国平安人寿保险公司副总经理、平安健康保险股份有限公司董事长兼CEO等职务。考虑保险业务执行官对寿险业务进行间接追踪管理，我们认为该项人事变动调整对平安寿险经营整体影响有限。4) 在资产端，我们判断利率大概率将至2020Q1仍保持在较高水平，保险公司可把握时机加配长期国债、地方债、高股息股票等稳定投资收益率。5) 截至11月22日，平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.28、0.99、0.79、0.70倍，2020年PEV分别为1.07、0.86、0.68、0.62倍。目前估值低位，重点推荐中国太保A+H。

证券：“深改12条”举措逐步落地，全面推进资本市场改革将显著提升龙头券商ROE。1) 提高上市公司质量将是未来3-5年证监会工作重点之一。本周证监会在系统内印发《推动提高上市公司质量行动计划》，力争通过3-5年努力，使上市公司整体面貌得到较大改观，优化市场投资生态环境，吸引中长期资金进入，“深改12条”提出的各项举措正在逐步落地。2) **金融对外开放推进，“鲶鱼效应”有望提升国内券商竞争力。**野村东方国际证券获得四项业务许可证，包括证券经纪、证券投资咨询、证券自营和证券资产管理，标志着外资券商展业进一步加速。从此次批准的业务范围来看，外资券商业务着力点为财富管理和机构交易，在传统经纪和投行方面涉足不多，我们预计外资将在业务创新、产品研发等方面为国内券商注入活水。3) **11月以来市场活跃度环比略有改善，券商将直接受益。**11月日均成交额4164亿元，环比-2.0%。两融余额大幅回升至9728亿元，19年至今两融日均余额为9017亿元，较18年下降114亿元。上交所共受理179家企业的科创板注册申请，中金公司19家、中信建投17家、华泰联合16家、中信证券14家。4) **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。**当前证券行业板块估值重回低位水平，性价比凸显，行业平均估值1.83x PB，大型券商估值在1.0-1.6x 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。

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:2020年保险行业竞争格局将改善，负债端有望迎来好转》2019-11-17
- 2 《非银金融-行业研究周报: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》2019-11-10
- 3 《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

重点标的推荐

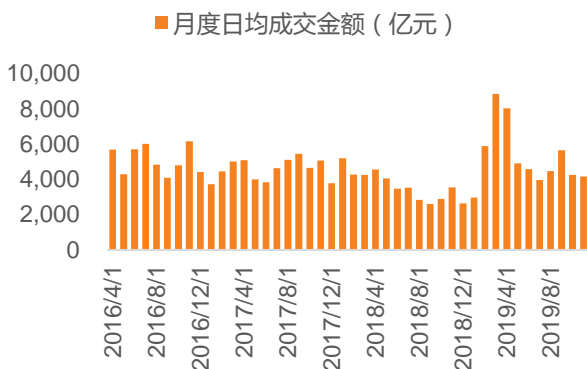
股票代码	股票名称	收盘价 2019-11-22	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	34.50	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	17.34	10.78	8.94	7.57
601628.SH	中国人寿	32.79	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	81.98	14.70	13.12	11.31
601318.SH	中国平安	84.89	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.44	9.39	7.80	6.55
601336.SH	新华保险	45.46	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	17.90	13.22	10.70	9.07
601688.SH	华泰证券	16.90	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	27.70	18.99	16.10	13.52
600030.SH	中信证券	21.49	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	27.91	19.90	18.37	16.04
600837.SH	海通证券	13.86	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	30.80	17.54	15.23	13.20
601211.SH	国泰君安	16.53	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	21.47	17.04	14.63	12.43

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

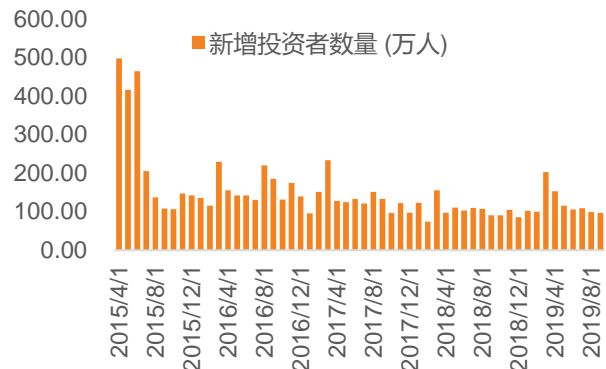
- 1) 本周日均股票成交额为 4080 亿元 (上周 3976 亿元), 单周环比+2.62%, 市场交易活跃度走高; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5248 亿元, 同比上年增长 42.17%。2019 年 11 月日均成交金额 4164 亿元, 环比-1.99%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 11 月 21 日, 两市融资融券余额为 9727.76 亿元, 较 2018 年底上升 2,169.96 亿元; 两市的融资余额为 9592.35 亿元, 融券余额为 135.41 亿元。2019 年至今两融日均余额为 9017.30 亿元, 2018 年全年日均余额为 9130.90 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 22 日, 上交所共受理 179 家, 相比 11 月 16 日增加 2 家 (传神语联、合肥江航); 其中已问询 (含已回复) 37 家, 提交注册 20 家, 注册生效 66 家, 中止审查 10 家, 终止审查 19 家。保荐机构方面, 中金公司 18 家、中信建投 17 家、华泰证券 16 家、中信证券 14 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 22 日, 市场质押股数 5898.50 亿股, 市场质押股数占总股本 8.82%, 市场质押市值为 43911.01 亿元; 截至 2019 年 11 月 12 日, 大股东质押股数 5998.7 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.61%。大股东未平仓总市值 21620.12 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 22735.13 亿元。

图 1: 2019 年 11 月日均股票成交金额为 4080 亿元



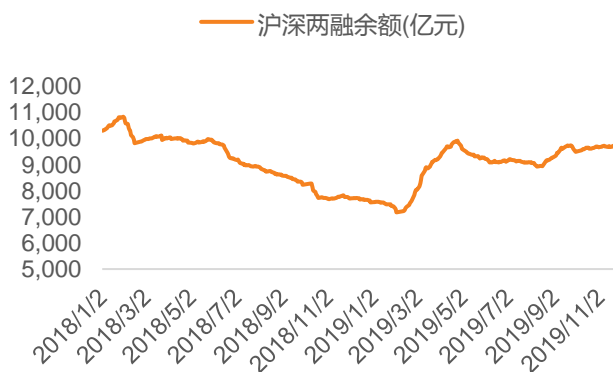
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 9 月新增投资者 96 万人



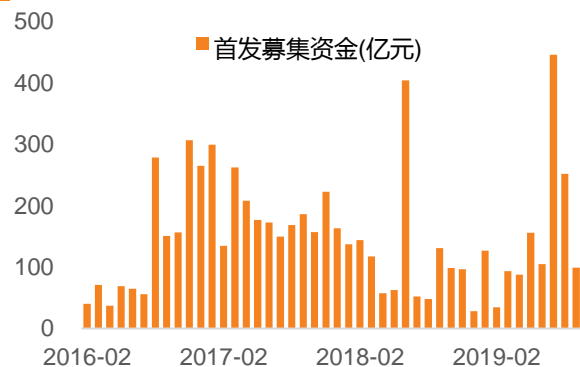
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 11 月 21 日两融余额为 9728 亿元



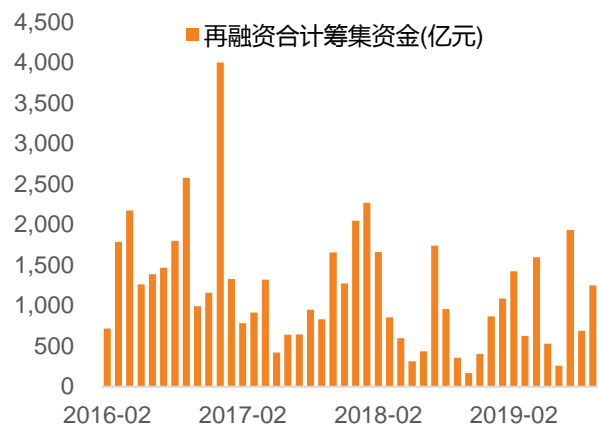
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 10 月股权融资首发募资 224 亿元



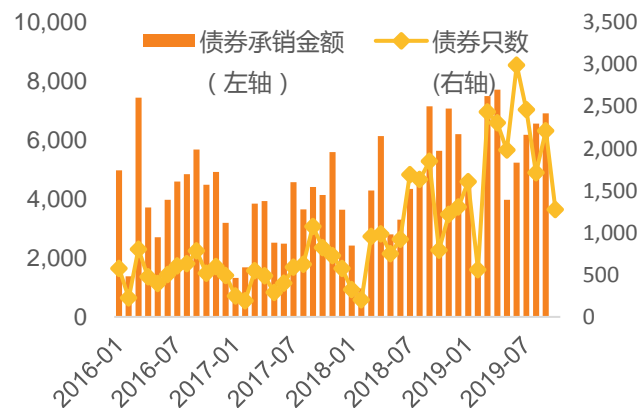
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 10 月再融资共完成 974 亿元



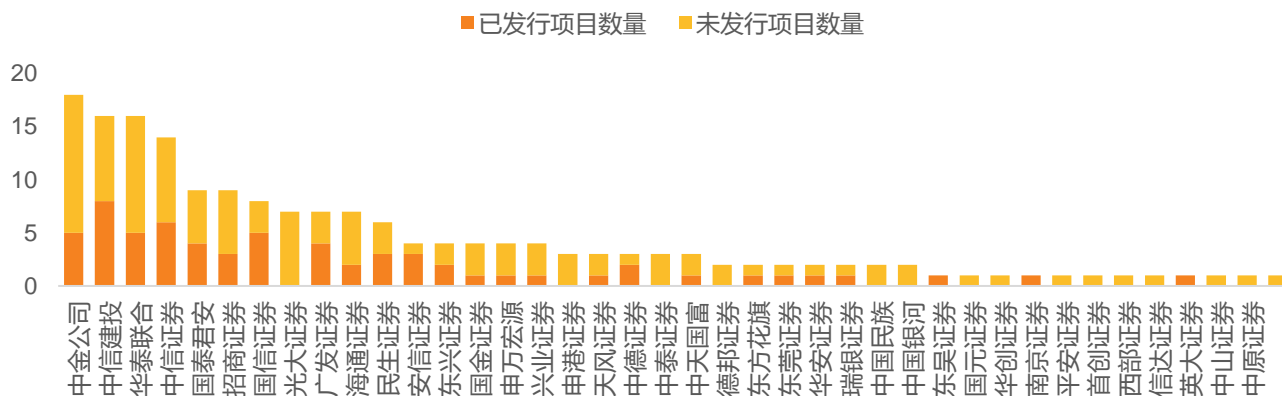
资料来源：wind，天风证券研究所

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 22 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 22 日)

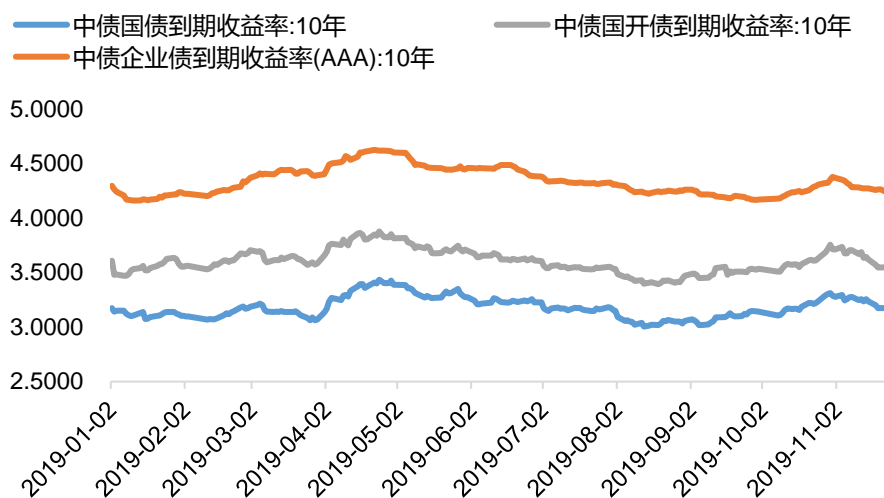
证券名称	P/E (倍)			P/B (倍)				
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	21.49	2,418.14	17.93	19.90	20.08	1.27	1.62	1.55
国泰君安	16.53	1,392.00	15.97	17.04	15.17	1.08	1.21	1.20
华泰证券	16.9	1,428.81	14.77	18.99	16.10	1.29	1.28	1.25
海通证券	13.86	1,365.16	16.70	18.73	16.12	0.86	1.31	1.26
广发证券	13.27	913.80	15.24	13.68	11.95	1.13	1.16	1.13
招商证券	16.28	1,007.26	19.16	18.09	16.61	1.38	1.32	1.30
中信建投	22.68	1,509.73	21.03	41.24	33.35	1.41	3.46	3.36
东方证券	9.68	618.08	30.48	27.66	22.51	1.08	1.29	1.26
光大证券	11.1	469.52	21.02	19.82	17.08	0.83	1.01	0.97
兴业证券	6.15	411.85	30.20	21.21	17.57	0.94	1.24	1.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

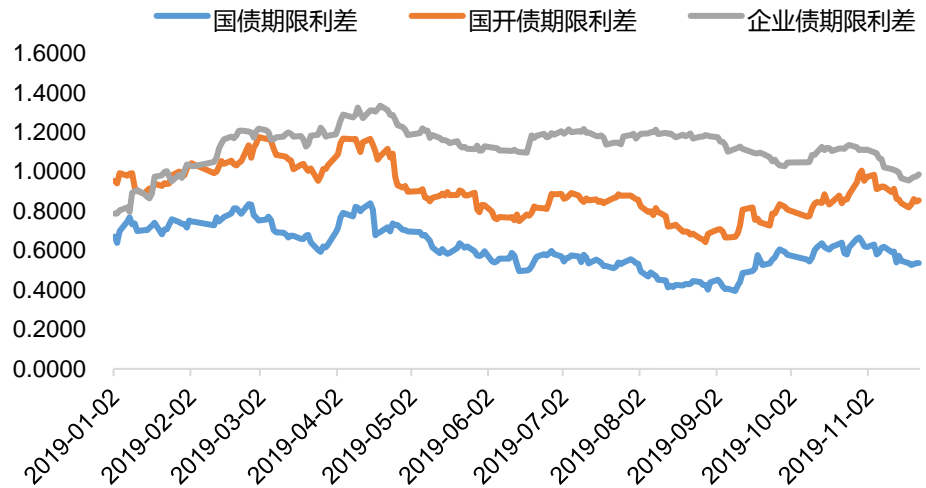
- 截至 2019 年 11 月 22 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.17%、3.55%, 本周分别下跌 6.08bps、6.98bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.54%、0.86%, 本周分别下跌 1.10bps、上涨 1.44bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.62%、1.07%, 本周分别上涨 0.27bps、3.41bps。
- 截至 2019 年 11 月 22 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 0.70%、上涨 0.78%, 较年初分别累计上涨 29.6%、6.8%。
- 截至 2019 年 11 月 22 日, 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 0.41%、0.42%、0.19%, 较年初分别累计上涨 0.17%、下跌 0.33%、上涨 0.36%。
- 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 2.24bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



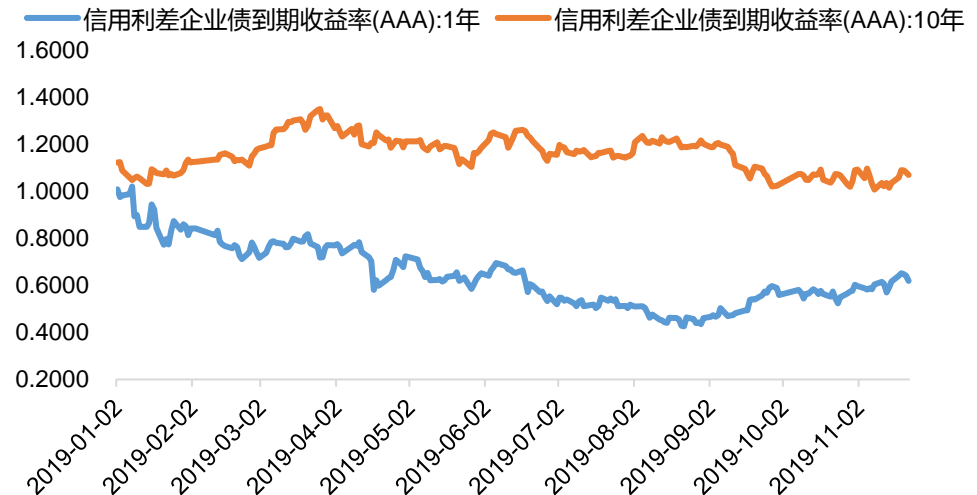
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



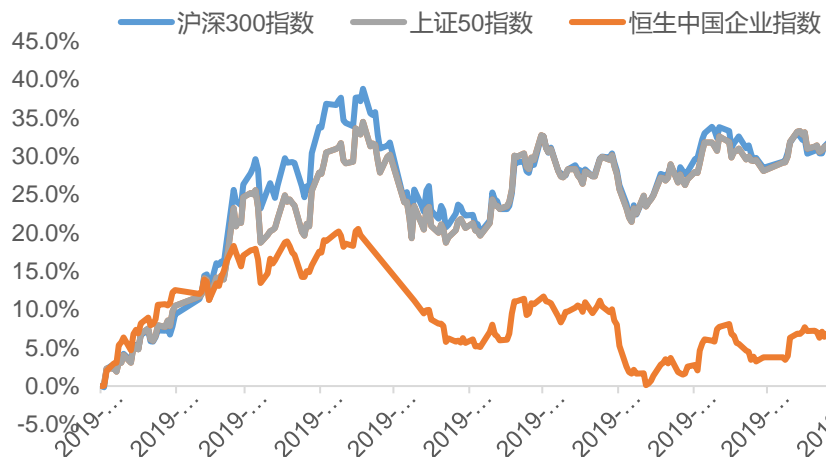
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



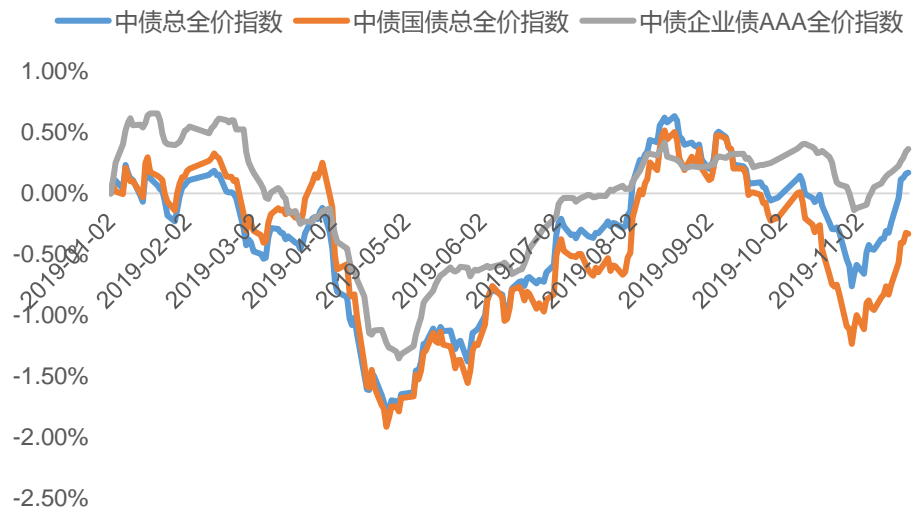
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	2.05	-1.06	-5.92	-6.42	-8.68
3 年	2.03	3.54	3.41	2.12	-0.64	-4.99	-5.84	-7.97
5 年	2.70	3.54	3.63	2.59	-0.55	-4.03	-5.03	-7.55
10 年	2.33	3.09	3.12	2.24	-1.21	-2.82	-3.51	-5.83
20 年	0.11	1.67	2.57	2.27	-2.14	-3.39	-4.88	-6.38
30 年	2.60	4.34	4.59	4.47	1.06	-0.01	-2.21	-4.47

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