

# 非银金融

证券研究报告

2019年12月01日

## 开门红保费的好转即将体现，监管支持下头部券商将迎来新一轮成长周期

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

**投资要点:** 1) 保险方面, 我们预计 2020 年上市险企的保费与 NBV 增长将迎来改善, 原因在于储蓄险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、上市险企换帅后对于 2020 年增长的诉求加强以及队伍产能有望提升。待 12 月开门红预收保费好转开始体现, 保险股将重新开启“估值切换”行情。2) 券商方面, 证监会积极支持航母证券公司, 头部券商将迎来新一轮成长周期, 后续政策有望逐步放松行业管制, 提升证券公司资金利用效率。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, 保险股将重新开启“估值切换”行情。1) 2020 年开门红保费增长有望迎来改善, 短期关注 12 月开门红预收保费表现。支持开门红增长的利好因素有: ①保险产品较各类资管产品的吸引力提升。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, 年金险市场的竞争压力减弱。③部分公司 2019 年换帅, 对于 2020 年开门红有较强的增长诉求, 开门红准备提前, 费用投入加大, 以及更好的平衡 4 季度与开门红业绩。2) 健康险新规配套细则落地, 我们判断 2020 年健康险销售将迎来改善。银保监会下发健康险新规配套细则, 设置长期医疗保险产品费率三年后可调规则, 以应对疾病谱变化、医疗技术进步带来的医疗费用上涨。目前市场销售的医疗保险大多为 1 年期产品, 引入费率定期浮动机制后, 有利于保险公司加大长期医疗保险开发和市场投放。我们认为 2020 年健康险销售将迎来改善: ①重疾险“价格”竞争收敛, 中小保险公司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。③2019 年部分公司坚定推进销售队伍转型, 2020 年销售队伍产能有望提升。3) 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。4) 截至 11 月 29 日, 平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.26、0.99、0.79、0.69 倍, 2020 年 PEV 分别为 1.05、0.86、0.67、0.60 倍。目前估值低位, 重点推荐中国太保 A+H。

**证券:** 监管支持背景下, 头部券商将迎来新一轮成长周期。1) 证监会就与其相关的政协提案进行书面回复(并非正式政策), 列举六项打造航母级证券公司的政策措施。现阶段证券行业资本规模相对于银行和保险较小, 资本规模提升空间大, 但在做大资本规模的同时更需要关注提升资本利用效率, 单纯注资将进一步拉低证券行业 ROE(2019 年预计是 5.5%-6%)。行业整合层面, 监管明确要多渠道充实证券公司资本, 鼓励市场化并购重组, 我们预计证券行业有望进入新一轮的整合期。业务发展层面, 柜台市场交易、信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务将是下一阶段创新的方向。截至 2019 年三季度客户存量资产占行业总资产的比例约 18%, 若能试点运用客户存量资产券商的负债成本将大幅下降, 同时大幅提升券商的资金利用效率。2) 科创板并购重组审核规则落地, 长期利好证券公司并购重组业务: 科创板并购重组审核规则新增对重组上市后控股股东、实际控制人减持的要求, 并提出标的资产必须与科创板公司协同效应, 首次明确科创企业借壳标准, 总体而言, 此次并购重组审核规则提升门槛限制, 但规则落地有助于科创公司扩大规模、激活市场, 券商并购重组业务有望受益。3) 11 月以来市场活跃度环比略有回落。11 月日均成交金额 4043 亿元, 环比-4.8%。两融余额大幅回升至 9660 亿元, 19 年至今两融日均余额为 9032 亿元, 较 18 年下降 99 亿元。上交所共受理 180 家企业的科创板注册申请, 中金公司 19 家、华泰联合 17 家、中信建投 16 家、中信证券 14 家, 项目储备靠前。4) 资本市场改革持续推进, 为提升券商长期估值带来积极的正面影响, 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 1.84x PB, 大型券商估值在 1.1-1.6x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2.4x 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。

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:12 月开门红保费的好转即将体现, 估值切换行情即将开始》 2019-11-24
- 2 《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
- 3 《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



## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-11-29	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	34.25	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	17.21	10.70	8.87	7.51
601628.SH	中国人寿	32.81	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	82.03	14.71	13.12	11.31
601318.SH	中国平安	83.62	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.22	9.25	7.69	6.45
601336.SH	新华保险	44.52	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	17.53	12.94	10.48	8.89
601688.SH	华泰证券	16.97	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	27.82	19.07	16.16	13.58
600030.SH	中信证券	21.41	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	27.81	19.82	18.30	15.98
600837.SH	海通证券	13.74	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	30.53	17.39	15.10	13.09
601211.SH	国泰君安	16.71	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	21.70	17.23	14.79	12.56

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 3655 亿元 (上周 4080 亿元), 单周环比下降 10.41%, 市场交易活跃度走低; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5212 亿元, 同比上年增长 41.20%。2019 年 11 月至今的日均成交金额 4043 亿元, 环比 10 月下降 4.84%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 11 月 28 日, 两市融资融券余额为 9660.26 亿元, 较 2018 年底上升 2102.46 亿元; 两市的融资余额为 9524.95 亿元, 融券余额为 135.30 亿元。2019 年至今两融日均余额为 9032 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 11 月, IPO、再融资规模分别为 402 亿元、1054 亿元, 分别环比 +79%和+8%。2019 年 1-11 月, IPO、再融资规模分别为 2026 亿元、11417 亿元, 同比+50%和+17%。2019 年 10 月债券承销金额为 5917 亿元, 环比-18%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 11 月 29 日, 上交所共受理 180 家, 相比 11 月 22 日增加 1 家 (大地熊); 其中已问询 (含已回复) 70 家、提交注册 21 家, 注册生效 66 家。保荐机构方面, 中金公司 19 家、华泰联合 17 家、中信建投 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 29 日, 市场质押股数为 5924.29 亿股, 市场质押股数占总股本 8.83%, 市场质押市值为 43975.06 亿元; 截至 2019 年 11 月 29 日, 大股东质押股数 5972.00 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.59%。 , 大股东未平仓总市值 21229.06 亿元。

图 1: 2019 年 11 月日均股票成交金额为 4043 亿元



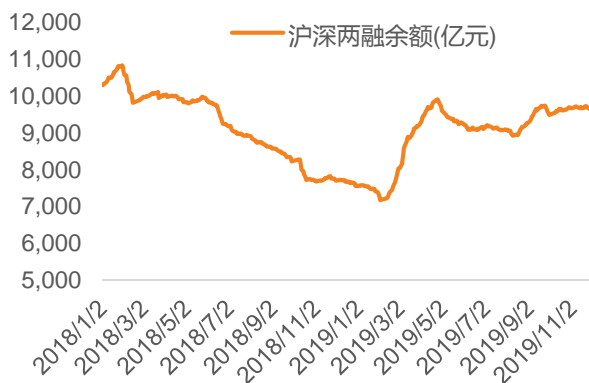
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 9 月新增投资者 96 万人



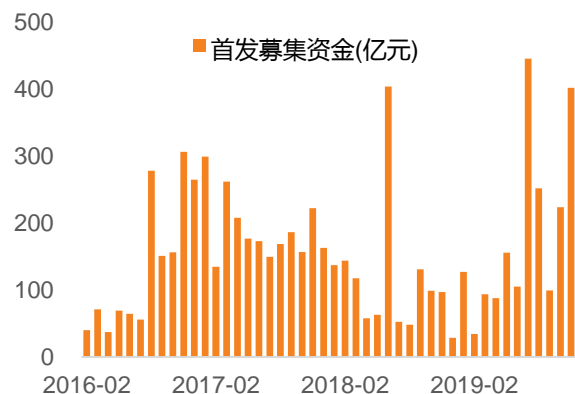
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 11 月 21 日两融余额为 9,660 亿元



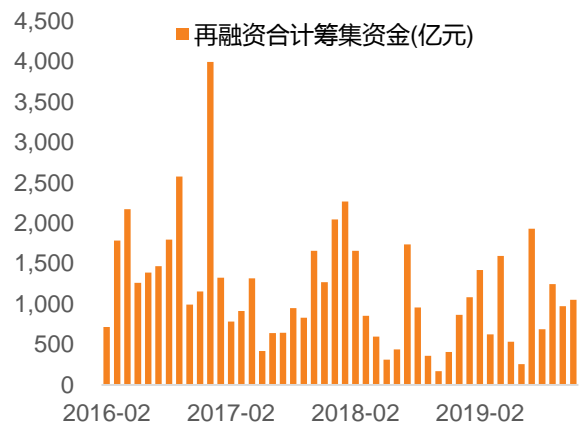
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 11 月股权融资首发募资 402 亿元



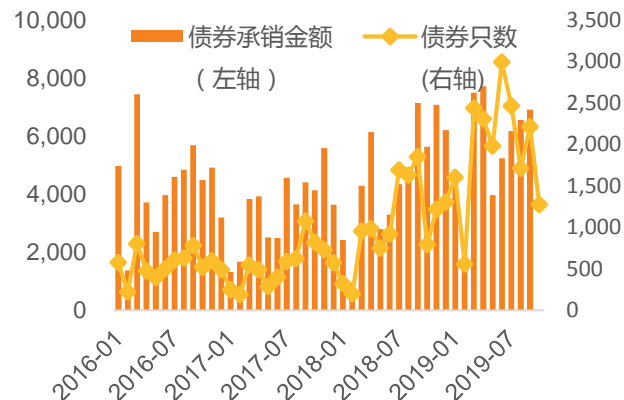
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2019 年 11 月再融资共完成 1054 亿元



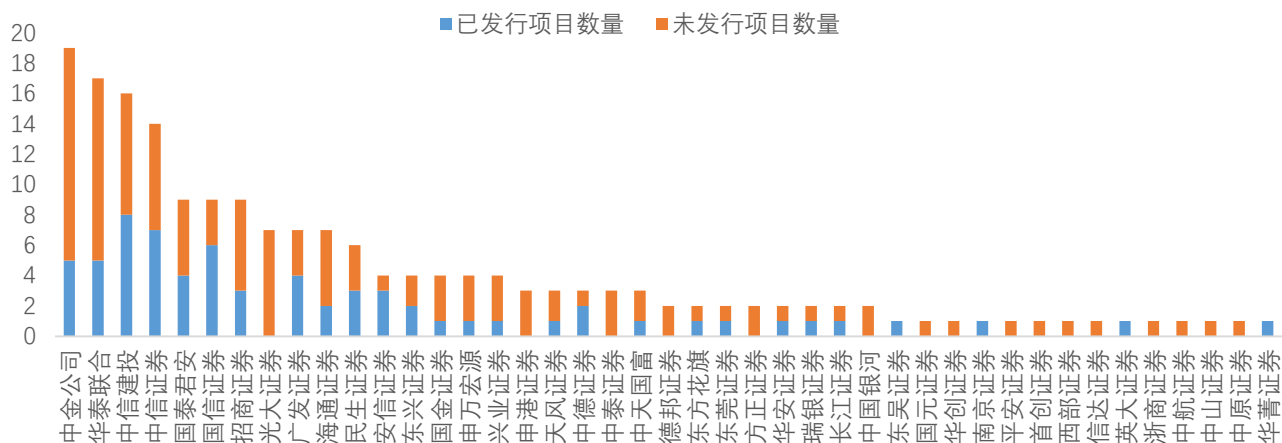
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年 10 月券商主承销债券 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 (数据截止 2019 年 11 月 29 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中枢位置 (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 29 日)

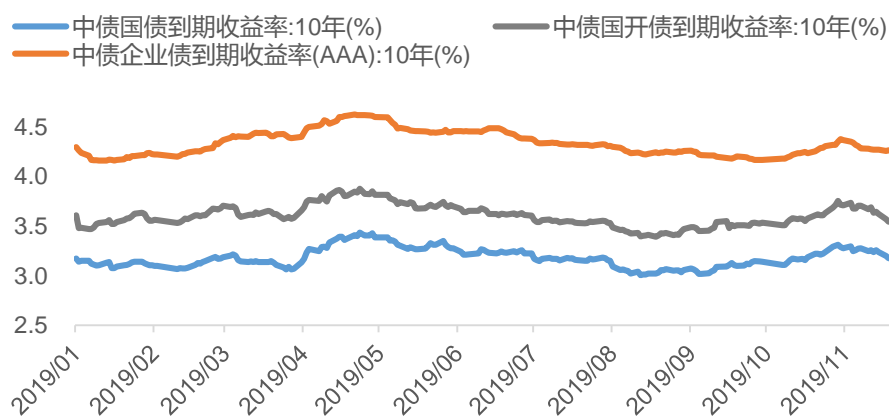
证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	21.41	2,404	17.93	19.82	20.01	1.27	1.62	1.54
国泰君安	16.71	1,405	15.97	17.23	15.33	1.08	1.23	1.21
华泰证券	16.97	1,430	14.77	19.07	16.16	1.29	1.28	1.25
海通证券	13.74	1,351	16.70	18.57	15.98	0.86	1.30	1.25
广发证券	13.34	918	15.24	13.75	12.02	1.13	1.16	1.13
招商证券	16.48	1,019	19.16	18.31	16.82	1.38	1.34	1.31
中信建投	22.39	1,490	21.03	40.71	32.93	1.41	3.41	3.32
东方证券	9.72	621	30.48	27.77	22.60	1.08	1.30	1.27
光大证券	11.21	474	21.02	20.02	17.25	0.83	1.02	0.98
兴业证券	6.19	415	30.20	21.34	17.69	0.94	1.25	1.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

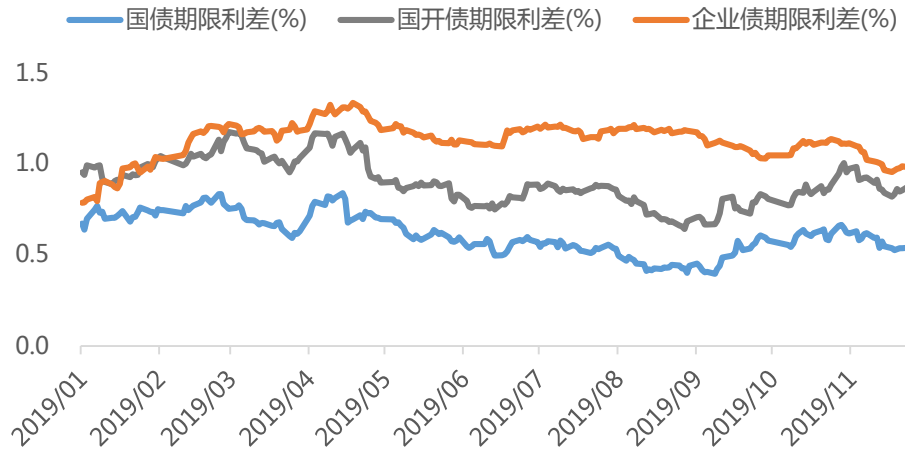
- 6) 截至 2019 年 11 月 29 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.17%、3.57%, 本周分别下跌 0.97bps、上涨 1.76bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.52%、0.85%, 本周分别下跌 1.49bps、0.88bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.59%、1.10%, 本周分别下跌 3.20bps、上涨 3.35bps。
- 7) 截至 2019 年 11 月 29 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别下跌 0.55%、1.95%, 较年初分别累计上涨 28.9%、4.8%。
- 8) 截至 2019 年 11 月 29 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 0.01%、下跌 0.07%、上涨 0.01%, 较年初分别累计上涨 0.16%、下跌 0.40%, 上涨 0.38%。
- 9) 预计 2019 年 4 季度 10 年期国债 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 2.53bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



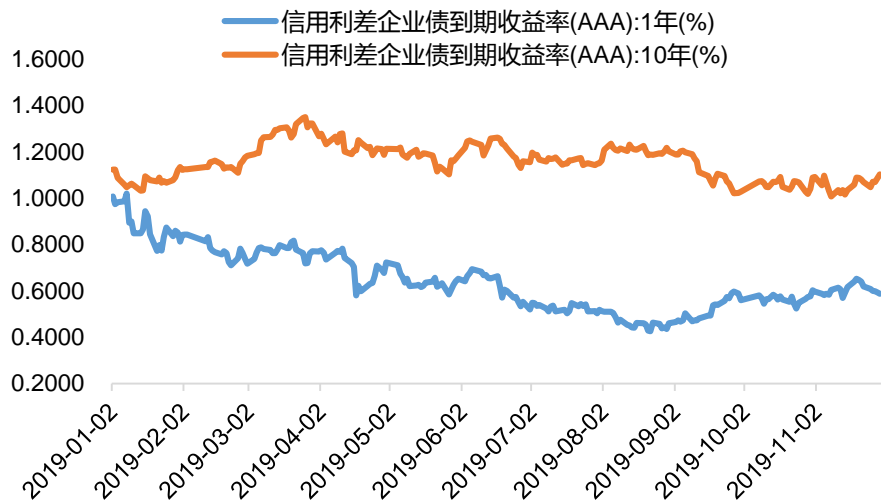
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



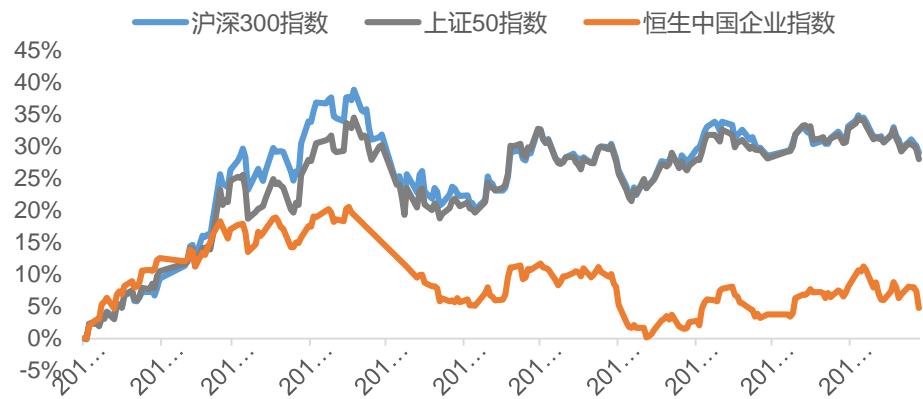
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



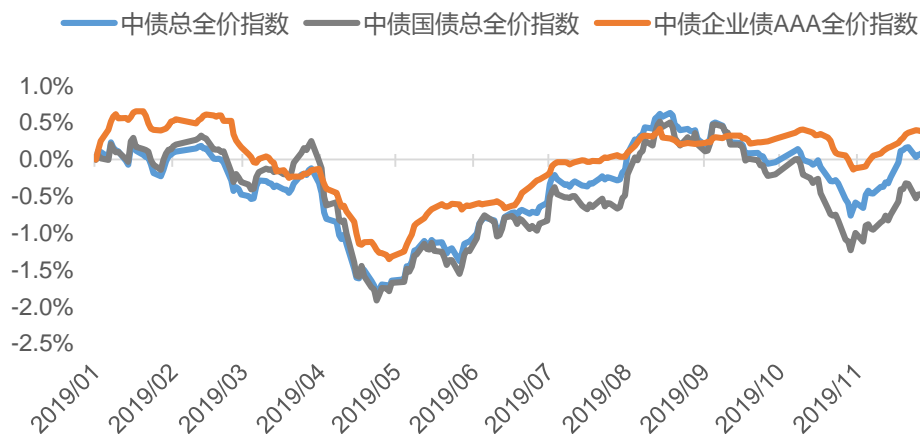
资料来源: wind, 天风证券研究所

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

图 14: 2006 年至今十年期国债收益率及 750 日移动平均利率



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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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