

非银金融

证券研究报告
2019年12月08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	

开门红保费好转信号出现, 股票期权标的有望扩容, 非银迎来较好配置时点

投资要点: 1) 保险方面, 大部分上市险企已开启开门红预收, 预计开门红保费整体增长改善, 其中国寿、太保预收保费增速较快, 开门红(1季度)的NBV增速有望分别达20%、10%。目前估值低位, 重点推荐中国太保 A+H。2) 券商方面, 深交所发布股票期权试点规则, 股票期权标的有望扩容, 创新业务加速发展, 长期资金稳步入市, 均有望为券商带来增量业绩贡献。证监会提出打造航母级头部券商, 后续创业板、新三板等各市场会大概率迎来政策红利, 2020年将为股权融资大年, 重点推荐龙头券商。

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

保险: 预计开门红预收保费实现较好增长, 我们判断1季度及全年负债端表现将好转, 估值低位关注配置价值。 1) 大部分上市险企已开启开门红预收, 预计开门红保费整体增长改善, 其中国寿、太保 NBV 增长较好。开门红及全年负债端改善的预期源自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。国寿、太保已开启开门红预收, 我们预计预收保费增速较快, 开门红(1季度)的NBV增速有望达20%、10%。2) **银保监会将停售不符合健康险新规的产品, 我们判断2020年健康险销售将迎来改善。** 银保监会明确所有与《健康保险管理办法》不符的产品, 应于2020年4月1日前停止销售, 存量保单不受影响。我们认为, 健康险相关配套细则持续落地, 有望带来险企对健康险产品的开发和升级, 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年队伍产能有望提升。3) **外资保险公司管理条例实施细则修订, 保险对外开放加速。** 银保监会修订发布《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》, 明确“合资保险公司中外资比例不得超过公司总股本的51%”, 为2020年适时全面取消外方股比限制预留制度空间; 并取消外资保险机构设立前需开设2年代表处的要求和30年经营年限的要求。我们认为, 借鉴日韩台开放经验, 保险具有较强文化性和地域性, 且本土保险公司的渠道和品牌稳定, 当地保险市场份额仍基本由本土保险公司占据, 影响不大, 但对外开放有望为市场注入新活力。4) 截至12月6日, 平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.27、0.99、0.80、0.71倍, 2020年PEV分别为1.07、0.87、0.69、0.63倍。目前估值低位, 重点推荐中国太保 A+H。

证券: 股票期权标的有望扩容, 创新业务发展凸显龙头券商价值。 1) 深交所发布股票期权试点规则, 有望带来增量业绩贡献。深交所正式发布《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》等10项股票期权相关规则和《深圳证券交易所股票期权试点证券公司经纪业务指南》等4项指南, 为深市股票期权平稳启动夯实制度基础。文件明确股票、ETF可作为股票期权合约标的物, 利于投资者套期保值和风险对冲, 有望扩大机构资金进入资本市场。此外, 深交所后续将发布做市商名单, 股票期权等创新业务将为券商提供增量业绩贡献, 龙头券商有望率先获益。2) **银行理财子公司证券账户细则出台, 长期资金预计稳步入市。** 12月6日, 中国结算对《特殊机构及产品证券账户业务指南》进行修订, 银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户, 并开立相关理财产品证券账户。截至2019年10月, 商业银行的总资产规模为23万亿元, 假设未来有5%资产配置于上市公司股权, 将为市场带来超过万亿元增量资金, 利好证券公司经纪、研究等业务。3) **自营、投行业务回暖, 头部券商业绩环比改善明显。** 36家上市券商11月实现净利润54亿元, 环比+12%, 同比-26%; 1-11月累计实现营收2162亿元, 同比+33%; 累计实现净利润804亿元, 同比+43%, 业绩环比改善主要源于债券自营、投行、经纪业务回暖。其中头部券商业绩环比改善明显, 中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券等5家券商单月净利润分别环比+91%(剔除10月子公司分红)、+18%、+38%、-63%、+74%; 1-11月的累计净利润同比分别增长3%、18%、31%、22%、35%。4) **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9047亿元, 较18年下降84亿元。上交所共受理181家企业的科创板注册申请, 中金公司18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) **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1.90x 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2.4x 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

- 《非银金融-行业研究周报: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》 2019-12-01
- 《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
- 《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

重点标的推荐

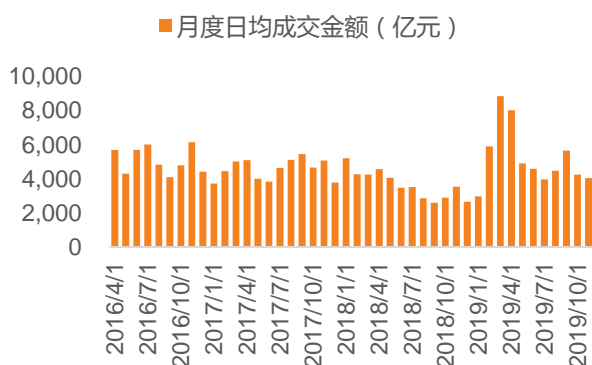
股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	34.82	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	17.50	10.88	9.02	7.64
601628.SH	中国人寿	33.04	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	82.60	14.82	13.22	11.39
601318.SH	中国平安	84.74	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.41	9.37	7.79	6.54
601336.SH	新华保险	46.16	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	18.17	13.42	10.86	9.21
600030.SH	中信证券	22.38	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	29.06	20.72	19.13	16.70
601688.SH	华泰证券	17.90	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	29.34	20.11	17.05	14.32
600837.SH	海通证券	14.12	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	31.38	17.87	15.52	13.45
601211.SH	国泰君安	17.51	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	22.74	18.05	15.50	13.17

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 券商重要数据

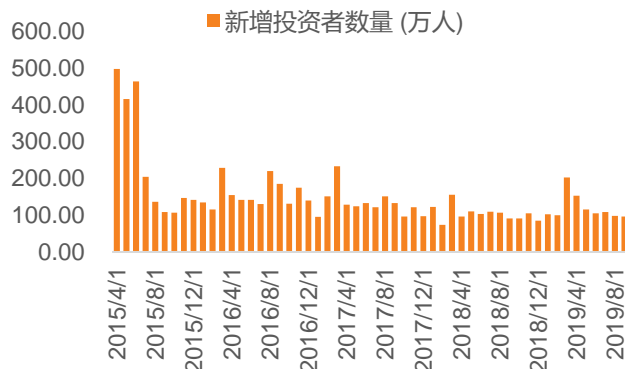
- 1) 本周日均股票成交额为 3757 亿元 (上周 3655 亿元), 单周环比+2.77%, 市场交易活跃度走高; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5180 亿元, 同比上年增长 40.33%。2019 年 11 月日均成交金额 4043 亿元, 环比-4.84%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 12 月 5 日, 两市融资融券余额为 9720.45 亿元, 较 2018 年底上升 2,162.65 亿元; 两市的融资余额为 9588.44 亿元, 融券余额为 132.01 亿元。2019 年至今两融日均余额为 9046.52 亿元, 2018 年全年日均余额为 9130.90 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 11 月, IPO、再融资规模分别为 402 亿元、1063 亿元, 分别环比+80%和+9%。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 11 月债券承销金额为 7416 亿元, 环比+25%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 12 月 6 日, 上交所共受理 181 家, 相比 11 月 22 日增加 2 家(博睿数据、大地熊); 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 20 家、中信证券 19 家、中信建投 18 家、华泰证券 17 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 12 月 5 日, 市场质押股数 5906.65 亿股, 市场质押股数占总股本 8.81%, 市场质押市值为 43715.14 亿元; 截至 2019 年 12 月 5 日, 大股东质押股数 5950.57 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.58%。大股东未平仓总市值 22280.87 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 22266.44 亿元。

图 1: 2019 年 11 月日均股票成交金额为 4043 亿元



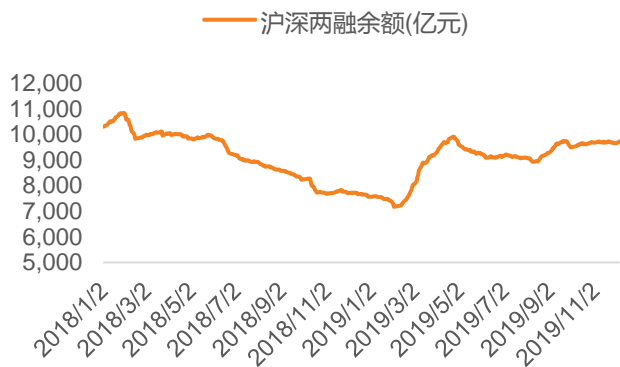
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 10 月新增投资者 79 万人



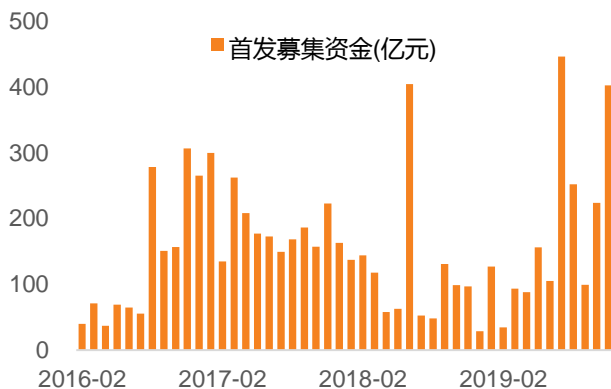
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 12 月 5 日两融余额为 9720 亿元



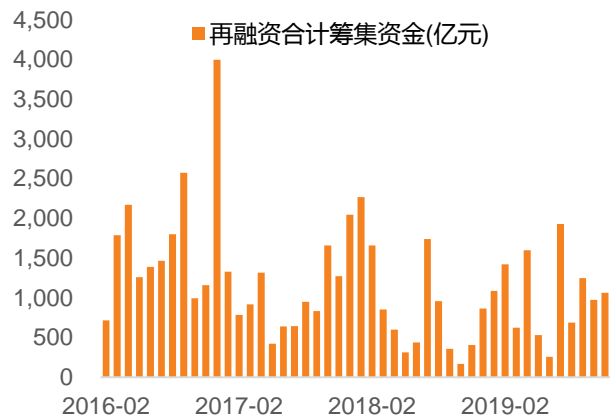
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 11 月股权融资首发募资 402 亿元



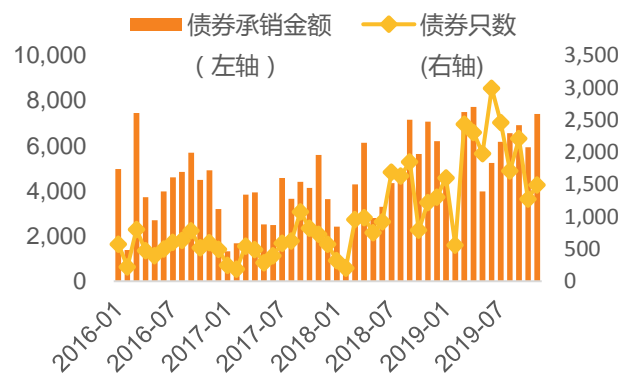
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 11 月再融资共完成 1063 亿元



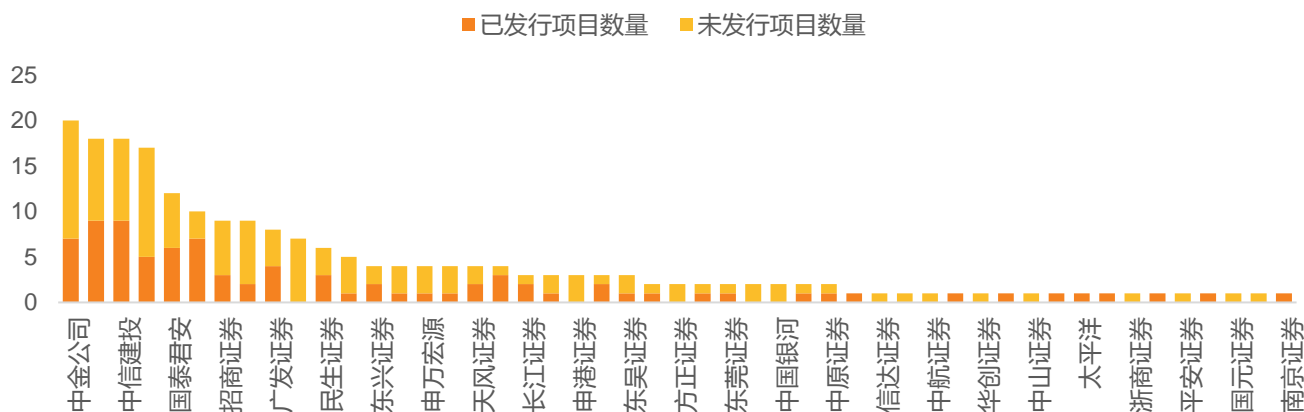
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 11 月券商主承销债券 7416 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 12 月 6 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 12 月 6 日)

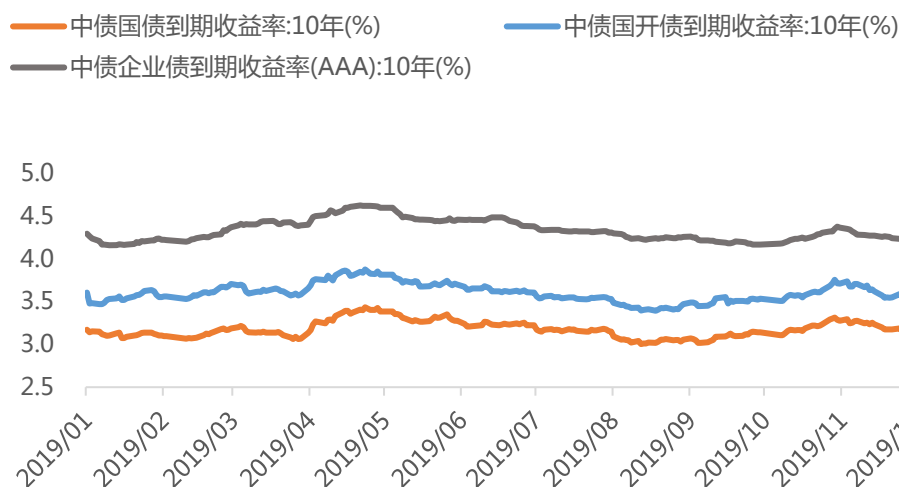
证券名称				P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
中信证券	22.38	2,508.28	17.93	20.72	20.92	1.27	1.69	1.61	
国泰君安	17.51	1,472.97	15.97	18.05	16.06	1.08	1.28	1.27	
华泰证券	17.9	1,505.86	14.77	20.11	17.05	1.29	1.35	1.32	
海通证券	14.12	1,387.51	16.70	19.08	16.42	0.86	1.33	1.28	
广发证券	13.87	951.20	15.24	14.30	12.50	1.13	1.21	1.18	
招商证券	17.09	1,055.20	19.16	18.99	17.44	1.38	1.39	1.36	
中信建投	22.68	1,509.98	21.03	41.24	33.35	1.41	3.46	3.36	
东方证券	9.97	636.32	30.48	28.49	23.19	1.08	1.33	1.30	
光大证券	11.73	495.28	21.02	20.95	18.05	0.83	1.07	1.02	
兴业证券	6.32	423.23	30.20	21.79	18.06	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

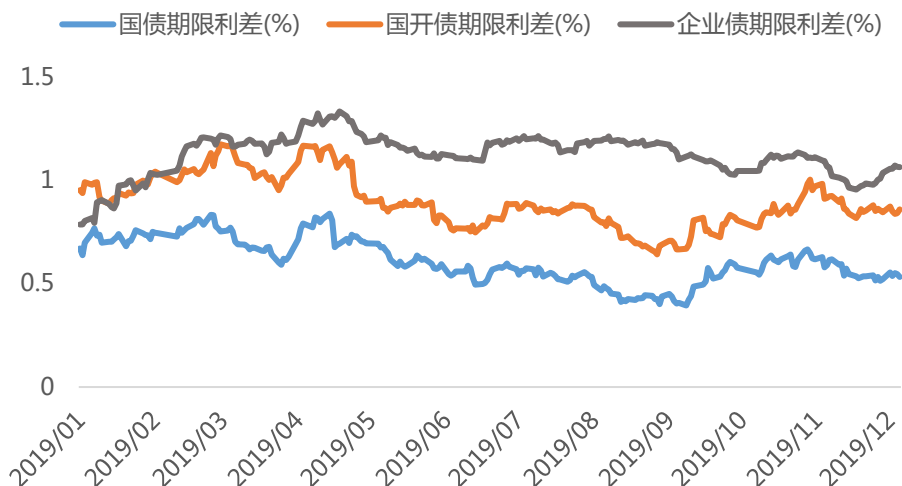
- 6) 截至 2019 年 12 月 6 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.18%、3.59%, 本周分别上涨 1.01bps、下跌 0.17bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.53%、0.86%, 本周分别上涨 1.18bps、1.47bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.56%、1.09%, 本周分别下跌 3.08bps、1.52bps。
- 7) 截至 2019 年 12 月 6 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 1.93%、1.02%, 较年初分别累计上涨 31.4%、5.8%。
- 8) 截至 2019 年 12 月 6 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 0.02%、下跌 0.05%、上涨 0.05%, 较年初分别累计上涨 0.17%、下跌 0.45%, 上涨 0.42%。
- 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 2.57bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



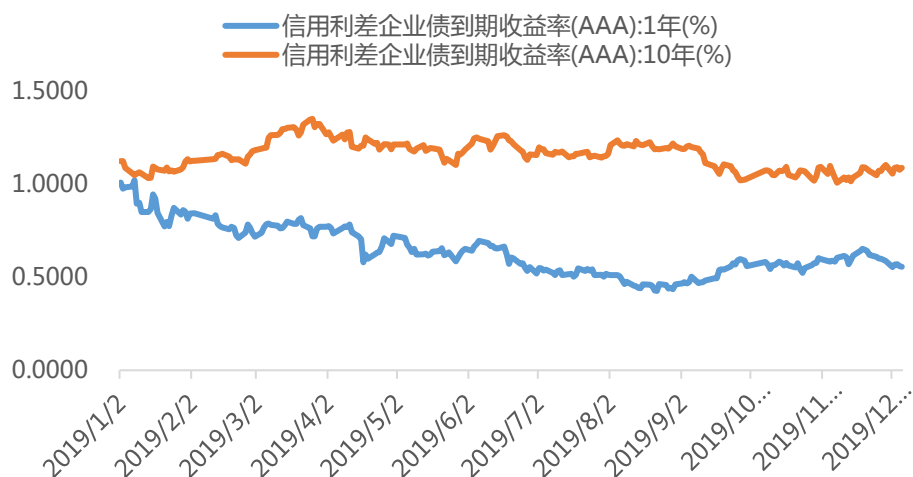
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



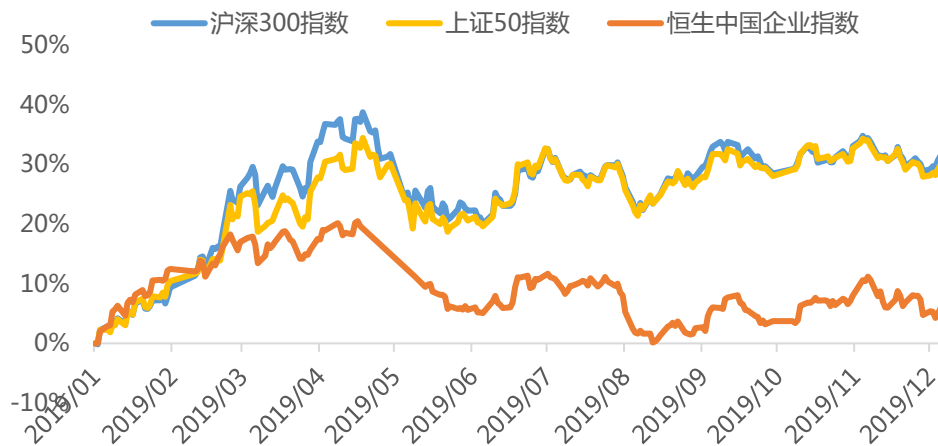
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



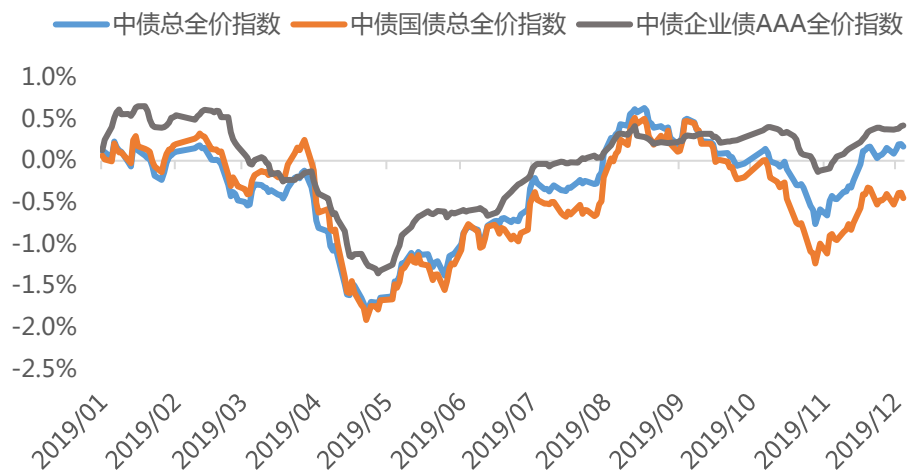
资料来源: wind, 天风证券研究所

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