

非银金融

证券研究报告

2019年12月15日

券商利好政策正密集出台，保险开门红向好已充分验证，把握非银机会

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, 上市险企均开启开门红预收, 我们预计上市险企预收保费整体增长将迎来改善, 平安、国寿、太保、新华开门红(1季度)的NBV增速有望达4%、21%、13%、3%。另外, 重疾险竞争环境改善、代理人产能有望提升, 保障型产品销售或能好转, 2020年全年负债端亦有望实现改善。目前估值低位, 重点推荐中国太保。2) 券商方面, 中央经济工作会议评价积极正面, 证监会发布分拆上市新规, 并稳步推进创业板和新三板改革, 此前已松绑再融资、并购重组等政策, 我们判断2020年将是股权融资大年, 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, 重点推荐华泰证券, 建议关注中信建投H。

非银重点推荐: 中国太保、中国人寿; 华泰证券。建议关注: 中信建投H、中国太保H。

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) 上市险企均已开启开门红预收, 预计开门红保费整体增长改善, 其中国寿、太保NBV增长较好。开门红保费增长改善主要源自于储蓄险较各类资管产品的吸引力提升, 年金险销售好转的趋势明确。我们预计, 平安、国寿、太保、新华开门红(1季度)的NBV增速有望达4%、21%、13%、3%。2) **上市险企2019年负债端增长乏力趋势已充分反应, 期待2020年的负债端增长好转。** 中国平安11月个人业务新单保费同比-19%, 前11月保费同比-8%。我们预计, 国寿、太保、新华前11月个险新单保费分别同比-5%、-10%、-5%。2020年全年保费增速好转的有利因素包括: 年金险和保障险销售具有共振效应, 中小险企的低价产品陆续退出市场使得重疾险竞争环境好转、代理人产能有望提升、上市险企换帅后对于2020年增长的诉求加强。3) **中短存续期产品新规出台, 对上市险企影响不大。** 12月9日, 银保监会下发《关于规范两全保险产品有关问题的通知》, 明确若因流动性管理或资产负债匹配管理需要, 保险公司可以申请销售中短存续期产品, 拟放行3-5年期的两全保险。我们认为, 2015年左右大量销售的3-5年期的万能险将在近两年集中到期, 部分中小险企的中短存续期产品面临兑付高峰, 政策出台有望缓解资产负债久期错配的流动性压力, 可能减弱中小公司大量销售激进重疾险的动力。4) **合资寿险公司外资比例可达100%, 保险对外开放加速。** 银保监会发布《关于明确取消合资寿险公司外资股比限制时点的通知》, 明确2020年1月1日起, 合资寿险公司的外资比例可达100%。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。5) 截至12月13日, 平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.30、1.07、0.85、0.73倍, 2020年PEV分别为1.09、0.94、0.73、0.64倍。目前估值低位, 重点推荐中国太保A。

证券: 中央全面定调2020, 投行收入有望提升, 头部券商直接收益。 1) 中央经济工作会议称我国金融体系总体健康, 具备化解各类风险的能力, 评价积极正面。我们判断这有利于未来金融业务创新的推进, 比如有利于券商衍生品等创新业务的开放与发展。会议强调了“稳步推进创业板和新三板改革”, 这意味着创业板与新三板的改革即将推进, 科创板注册制制度将向创业板等推广。2) **证监会分拆上市新规落地, 2020年有望成为股权融资大年。** 证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》, 与征求意见稿相比, 主要区别在于降低分拆上市的净利润门槛、放宽募集资金使用要求、放宽子公司董事及高管持股要求等。分拆上市新规落地, 创业板和科创板改革稳步推进, 叠加此前已松绑再融资、并购重组等政策, 我们判断2020年将是股权融资大年, 预计2020年投行业务收入同比+20%至662亿。3) **12月以来市场活跃度环比改善, 券商将直接受益。** 12月日均成交额4286亿元, 环比+6.02%。两融余额大幅回升至9816亿元, 19年至今两融日均余额为9062亿元, 较18年下降69亿元。上交所共受理183家企业的科创板注册申请, 中金公司20家、中信证券20家、中信建投18家、华泰证券17家。4) **证券板块估值较低, 具有安全边际。** 证券行业平均估值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2.4x PB(2012年至今)。未来券商商业模式转向“资本化投行(投行+PE模式)”, 研究投行投资均强且可协同的政策券商才可提升ROE。基于此, 重点推荐华泰证券、中信证券、国泰君安, 建议关注中信建投H。

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》 2019-12-08
- 《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

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601601.SH	中国太保	37.10	买入	1.99	3.20	3.86	4.56	18.64	11.59	9.61	8.14
601628.SH	中国人寿	35.69	买入	0.40	2.23	2.50	2.90	89.23	16.00	14.28	12.31
601318.SH	中国平安	86.77	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	14.76	9.60	7.98	6.70
601336.SH	新华保险	47.41	买入	2.54	3.44	4.25	5.01	18.67	13.78	11.16	9.46
600030.SH	中信证券	23.00	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	29.87	21.30	19.66	17.16
601688.SH	华泰证券	18.54	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	30.39	20.83	17.66	14.83
600837.SH	海通证券	14.71	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	32.69	18.62	16.16	14.01
601211.SH	国泰君安	17.96	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	23.32	18.52	15.89	13.50

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 券商重要数据

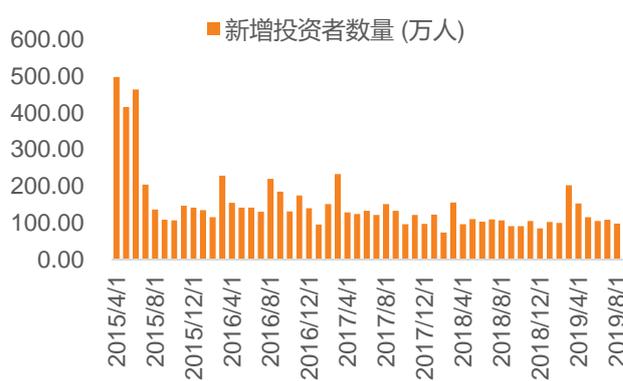
- 1) 本周日均股票成交额为 4816 亿元 (上周 3773 亿元), 单周环比+27.65%, 市场交易活跃度走高; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5172 亿元, 同比上年增长 40.11%。2019 年 12 月日均成交金额 4286 亿元, 环比 6.02%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 12 月 12 日, 两市融资融券余额为 9815.63 亿元, 较 2018 年底上升 2257.83 亿元; 两市的融资余额为 9682.20 亿元, 融券余额为 133.43 亿元。2019 年至今两融日均余额为 9062.34 亿元, 2018 年全年日均余额为 9130.90 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 13 日, 上交所共受理 183 家, 相比 11 月 22 日增加 2 家 (爱博诺德、凯赛生物); 其中已问询 (含已回复) 37 家, 提交注册 25 家, 注册生效 72 家, 中止审查 7 家, 终止审查 23 家。保荐机构方面, 中金公司 20 家、中信证券 20 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 12 日, 市场质押股数 5862.16 亿股, 市场质押股数占总股本 8.74%, 市场质押市值为 44667.01 亿元; 截至 2019 年 12 月 12 日, 大股东质押股数 5952.13 亿股, 大股东质押股数占所持股份 21.14%。大股东未平仓总市值 23575.65 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 21716.70 亿元。

图 1: 2019 年 12 月日均股票成交金额为 4286 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 12 日两融余额为 9816 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



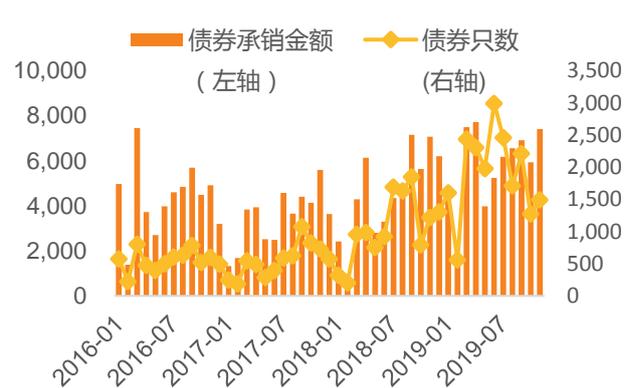
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 11 月再融资共完成 1063 亿元



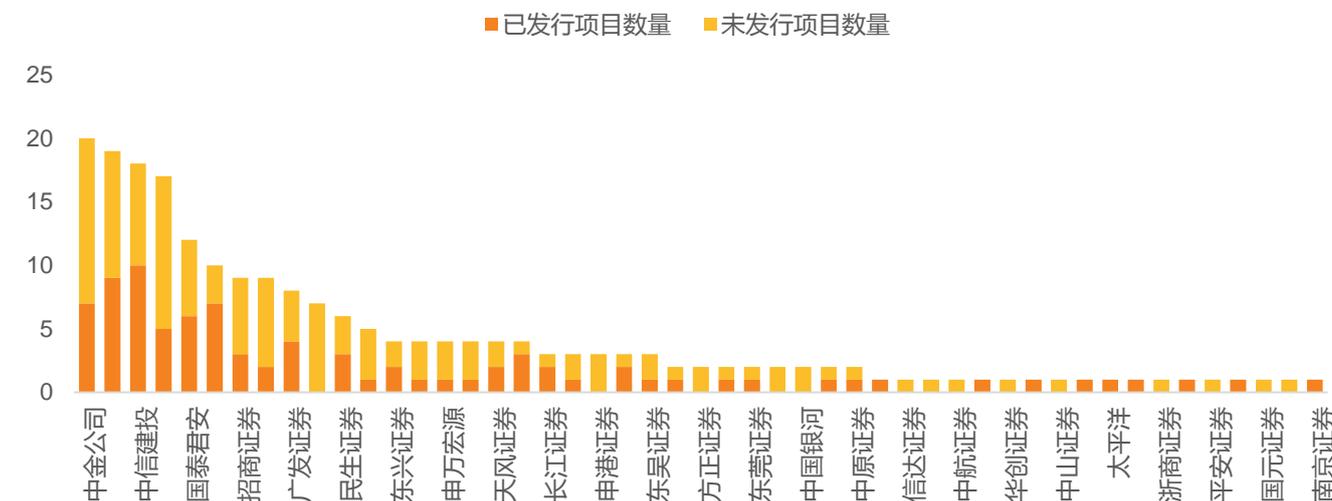
资料来源：wind，天风证券研究所

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 13 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 13 日)

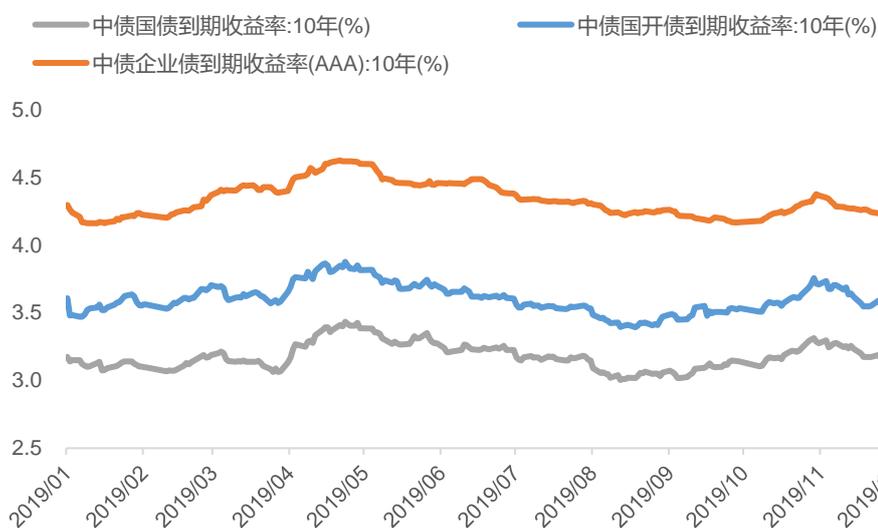
证券名称	P/E (倍)			P/B (倍)				
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	23.00	2,591	17.93	21.30	21.50	1.27	1.74	1.65
国泰君安	17.96	1,513	15.97	18.52	16.48	1.08	1.32	1.30
华泰证券	18.54	1,565	14.77	20.83	17.66	1.29	1.40	1.37
海通证券	14.71	1,453	16.70	19.88	17.10	0.86	1.39	1.34
广发证券	14.03	968	15.24	14.46	12.64	1.13	1.22	1.19
招商证券	17.36	1,075	19.16	19.29	17.71	1.38	1.41	1.38
中信建投	24.65	1,645	21.03	44.82	36.25	1.41	3.76	3.65
东方证券	10.10	646	30.48	28.86	23.49	1.08	1.35	1.32
光大证券	12.06	510	21.02	21.54	18.55	0.83	1.10	1.05
兴业证券	6.52	437	30.20	22.48	18.63	0.94	1.31	1.25

资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

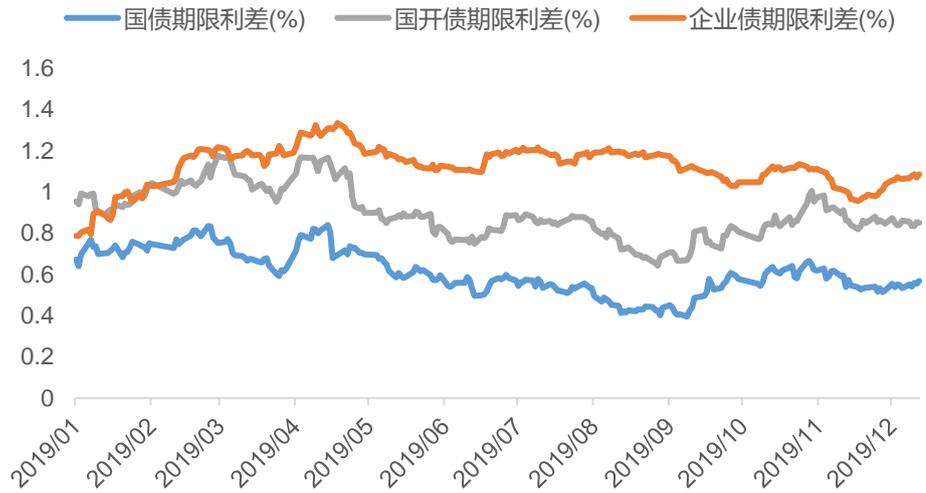
- 截至 2019 年 12 月 13 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.18%、3.59%, 本周分别上涨 0.77bps、0.27bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.57%、0.85%, 本周分别上涨 3.56bps、下跌 0.97bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.57%、1.08%, 本周分别上涨 1.05bps、下跌 0.41bps。
- 截至 2019 年 12 月 13 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 1.69%、4.14%, 较年初分别累计上涨 33.6%、10.2%。
- 截至 2019 年 12 月 13 日, 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 0.10%、上涨 0.06%、下跌 0.09%, 较年初分别累计上涨 0.27%、下跌 0.39%、上涨 0.34%。
- 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 2.58bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



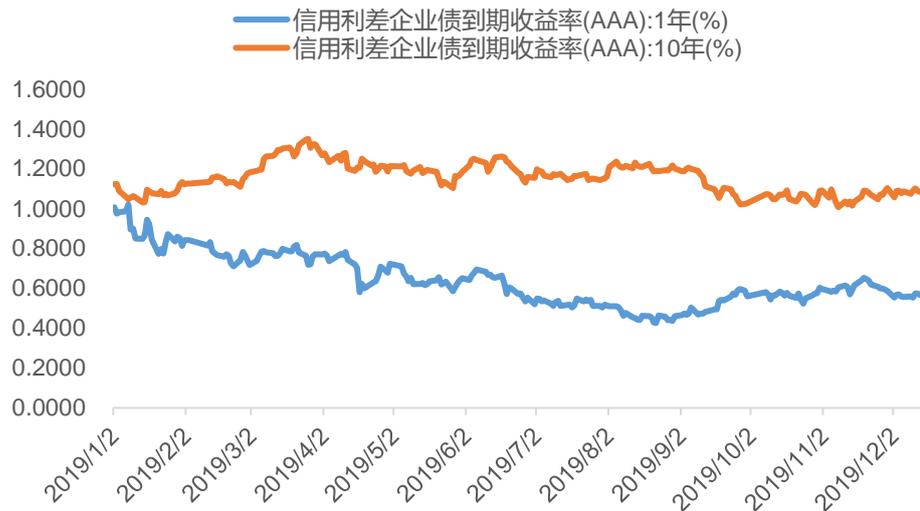
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 (%)



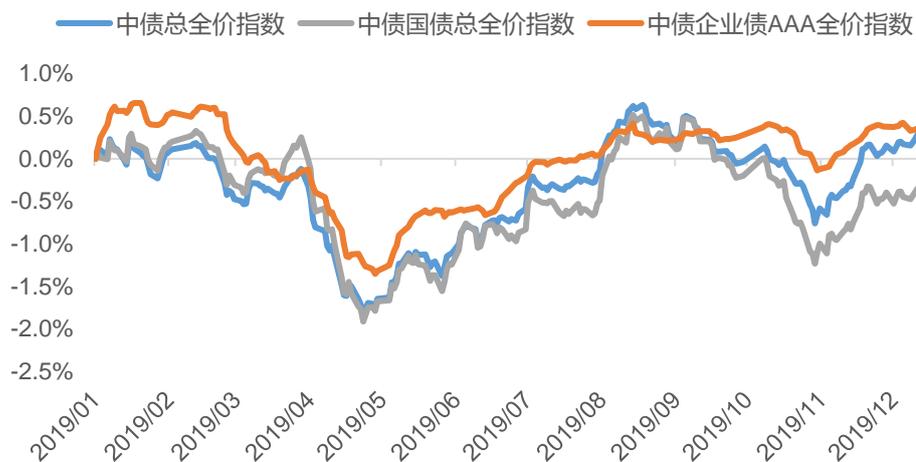
资料来源: wind, 天风证券研究所

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