

# 非银金融

证券研究报告  
2019年09月15日

## 边际利好因素增加，将打开头部券商估值天花板

**投资要点：**1) 券商方面，证监会系统全面深化资本市场改革工作座谈会在京召开，努力建设规范透明开放有活力有韧性的资本市场，券商的边际利好因素增加，且下半年业绩大概率超预期，重点推荐低估值组合国泰君安和海通证券，龙头组合中信证券和华泰证券，弹性品种关注中信建投、兴业证券。2) 保险方面，麦肯锡近期发布的报告中指出，中国保险代理人产能与美国同行相差高达 14.6 倍，提升代理人绩效水平和专业水准将为带来显著的利润提升空间，各公司均在代理进行增、强训、分级分类管理等举措，寿险新单保费增长改善的拐点或将出现在 2020 年。大型公司中，国寿、人保寿险业务边际改善空间较大。

**非银重点推荐：**国泰君安、中信证券、中国太保、中国财险。关注人保集团 H。

**证券：**证监会系统全面深化资本市场改革工作座谈会在京召开，券商的边际利好因素增加。

1) **市场活跃度显著提升，券商将直接受益。**9月日均成交金额 6384 亿元，环比+41%。两融余额大幅回升至 9651 亿元，19 年至今两融日均余额为 8847 亿元，较 18 年下降 284 亿元。上交所共受理 153 家企业的科创板注册申请，中金公司 17 家、中信建投 16 家、中信证券 12 家、华泰证券 11 家。2) **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。**2019 年 9 月 9 日至 10 日，证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会。会议提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务，基本延续了 18 年 10 月以来得监管思路，信号意义比实际意义重要。具体的政策优化包括：优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点；允许优质券商拓展柜台业务；大力发展私募股权投资；推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新，丰富期货期权产品；推动公募机构大力发展权益类基金；完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。3) **外管局全面取消合格境外投资者投资额度限制。**经国务院批准，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。此前 QFII 和 RQFII 额度并未用满，取消额度限制边际影响有限。若真要引入境外长线资金入市，需要满足其风险管理需求，在多空双向交易机制上进行优化。同时，金融业对外开放提速的过程中，国际化布局领先的券商将显著受益，国际业务将成为龙头券商下一个业绩增长点。4) **我们继续推荐券商板块。**流动性宽松和推动资本市场改革政策是应对宏观压力的一大抓手，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值 2.27x PB，大型券商估值在 1.3-1.9x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。

**保险：**下半年各公司业务策略或将有所分化，国寿、人保寿险业务边际改善空间较大。1) **代理人产能提升是大型寿险公司改善新单增长乏力局面的驱动力，**各公司均在代理进行增、强训、分级分类管理等举措，改善拐点或将出现在 2020 年。麦肯锡近期发布的《加速中国寿险业发展：代理人渠道转型四大举措》指出，大力推动代理人渠道转型将是短期内最优方式，中国保险代理人产能与美国同行相差高达 14.6 倍，提升代理人绩效水平和专业水准将为保险公司带来显著的利润提升空间。2) **下半年各公司业务策略或将有所分化。**我们判断平安下半年将全力冲刺全年计划，继续弱化“开门红”；国寿今年业务达成较好，可能较早开始“开门红”准备，但明年开门红基数压力较大；太保“开门红”基数压力小，预计将兼顾下半年达成及“开门红”准备；新华将弱化下半年业务推动力度，聚焦增员，为明年“开门红”蓄力。3) **国寿、人保寿险业务边际改善空间较大。**国寿推动“鼎新工程”，优化总部和分支机构组织架构和人员配置，定位是“强总部、精县域、优地市、活基层”。国寿近期对省级分公司负责人进行了新一轮的调整，涉及河南、四川、福建、内蒙古、广西、北京、陕西等多家省级分公司以及中国人寿旗下独立法人机构，另外，正准备筹建一家专业健康险公司与一家互联网寿险公司，补齐发展短板。人保寿险业务转型初显成效，价值增长出现良好势头，上半年 NBV 同比+26%，EV 较年初增长 17%，但 NBV Margin 仅为 9.3%，提升空间大。作为人保集团中的弱势板块的健康险和寿险的崛起是人保集团的下一个利润支点。4) **长端利率仍面临下行压力。**截至 9 月 12 日，10 年期国债收益率为 3.09%，本周上升 7.0bps。5) 截至 9 月 12 日，平安、国寿、太保、新华的 2019 年 PEV 分别为 1.39、0.91、0.89、0.81 倍，PAAV（反映了利率预期）分别为 1.28、1.14、0.94、0.89 倍，估值处于低位，有较大向上空间。

**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

上次评级

中性(维持评级)

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:全面降准后，券商股估值有望继续提升》2019-09-08
- 2 《非银金融-行业研究周报:中报利好将逐步兑现，重申看好券商》2019-08-18
- 3 《非银金融-行业研究周报:关注券商板块配置机会，重点推荐海通证券》2019-08-04

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-12	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601211.SH	国泰君安	19.29	增持	0.77	0.97	1.09	1.24	25.05	19.89	17.70	15.56
600030.SH	中信证券	24.71	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	32.09	22.88	23.09	19.93
601601.SH	中国太保	38.79	买入	1.99	3.36	3.77	4.55	19.49	11.54	10.29	8.53
02328.HK	中国财险	9.59 (港元)	买入	0.70	1.12	1.32	1.50	12.58	7.80	6.65	5.83
601318.SH	中国平安	92.34	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	15.70	10.21	8.49	7.13

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 6479 亿元 (上周 6308 亿元), 单周环比增长 2.72%, 市场交易活跃度有所回暖; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5466 亿元, 同比上年增长 48.01%。2019 年 9 月日均成交金额 6384 亿元, 环比 42.83%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 9 月 11 日, 两市融资融券余额为 9650.59 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 2092.79 亿元; 两市的融资余额为 9510.18 亿元, 融券余额为 140.41 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8846.94 亿元, 2018 年全年日均余额为 9131 亿元。
- 3) 投行业务: 2019 年 8 月, IPO、再融资规模分别为 252 亿元、688 亿元, 分别环比-43%和-64%。2019 年 2 季度, IPO、再融资规模分别为 349 亿元、2387 亿元, 同比-34%和+77%。2019 年 8 月债券承销金额为 6568 亿元, 环比+6%。
- 4) 科创板: 截至 2019 年 9 月 12 日, 上交所共受理 153 家, 相比上周增加一家 (傲基科技); 其中已问询 (含已回复) 56 家, 提交注册 12 家, 注册生效 33 家, 中止审查 37 家, 终止审查 9 家。保荐机构方面, 中金公司 17 家、中信建投 16 家、中信证券 12 家、华泰证券 11 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 9 月 12 日, 市场质押股数 6051.36 亿股, 市场质押股数占总股本 9.1%, 市场质押市值为 47511.3 亿元; 截至 2019 年 9 月 12 日, 大股东质押股数 6051.26 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.39%。大股东未平仓总市值 24752.55 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23086.48 亿元。

图 1: 2019 年 9 月日均股票成交金额 6479 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 8 月新增投资者 99 万人



资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 9 月 11 日两融余额为 9651 亿元



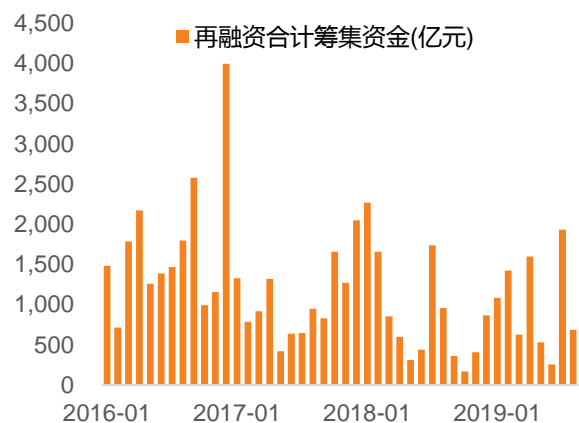
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 8 月股权融资首发募资 252 亿元



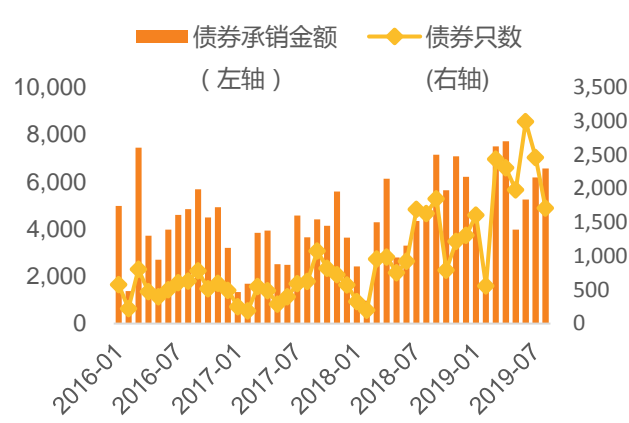
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 8 月再融资共完成 688 亿元



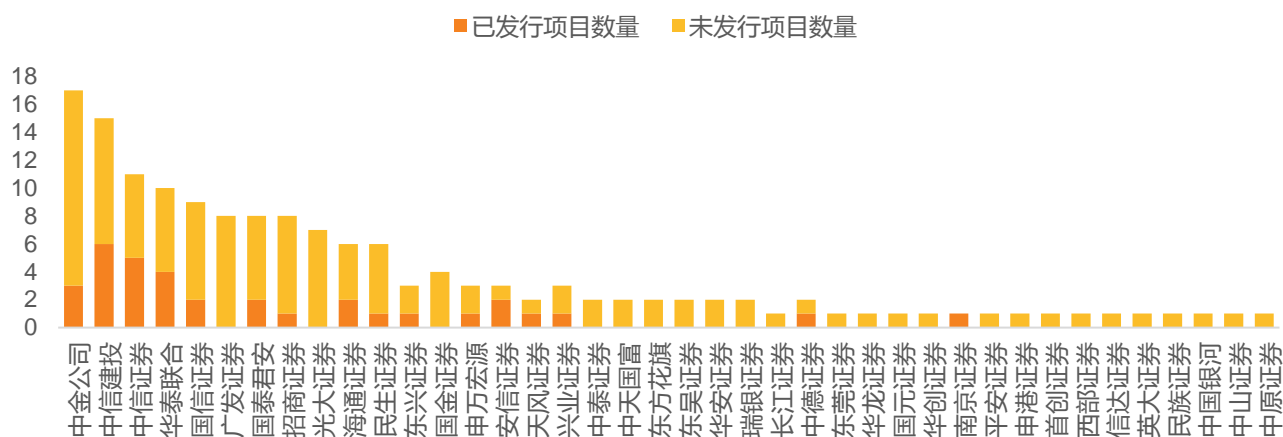
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2019 年 8 月券商承销债券 6568 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 9 月 12 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 9 月 12 日)

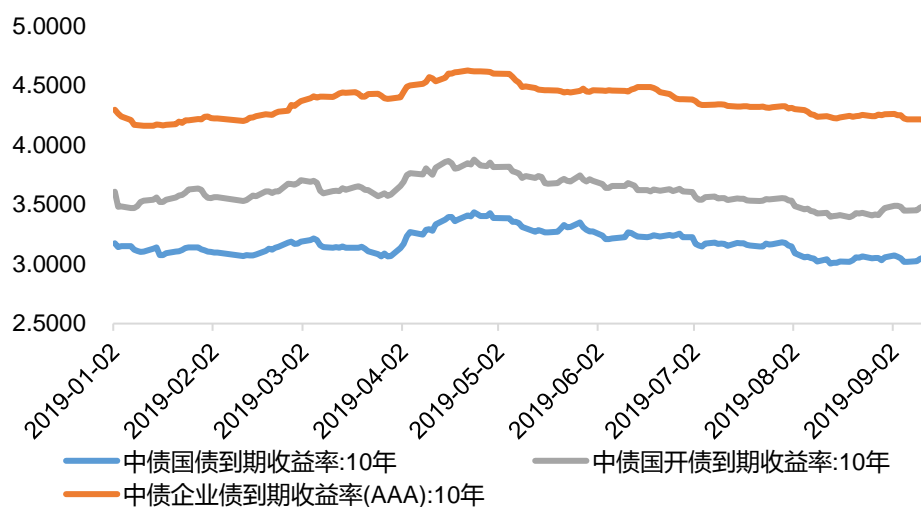
证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	24.71	2,766.06	17.93	22.88	23.09	1.27	1.86	1.78
国泰君安	19.29	1,613.96	15.97	19.89	17.70	1.08	1.42	1.40
华泰证券	20.81	1,736.28	14.77	23.38	19.82	1.29	1.57	1.54
海通证券	16.54	1,620.51	16.70	22.35	19.23	0.86	1.56	1.50
广发证券	14.82	1,013.87	15.24	15.28	13.35	1.13	1.29	1.26
招商证券	17.89	1,107.43	19.16	19.88	18.26	1.38	1.46	1.42
中信建投	25.96	1,728.22	21.03	47.20	38.18	1.41	3.96	3.85
东方证券	11.24	718.93	30.48	32.11	26.14	1.08	1.50	1.47
光大证券	12.4	526.83	21.02	22.14	19.08	0.83	1.13	1.08
兴业证券	6.85	458.72	30.20	23.62	19.57	0.94	1.38	1.31

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 保险重要数据

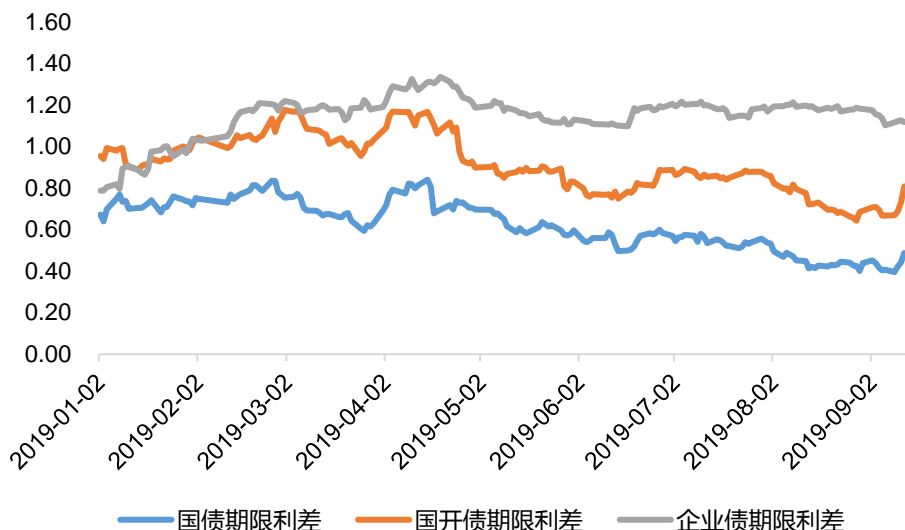
- 6) 截至 2019 年 9 月 12 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.09%、3.54%, 本周分别上涨 7.03bps、8.98bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.49%、0.81%, 本周分别上涨 7.93bps、14.11bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.48%、1.11%, 本周分别下跌 2.18bps、8.64bps。
- 7) 截至 2019 年 9 月 12 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 0.60%、1.55%, 较年初分别累计上涨 33.8%、7.7%。
- 8) 截至 2019 年 9 月 12 日, 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 0.27%、0.27%、上涨 0.02%, 较年初分别累计上涨 0.23%、0.20%、0.32%。
- 9) 预计 2019 年 3 季度 10 年期 750 天移动平均收益率曲线将环比上升 3.06bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



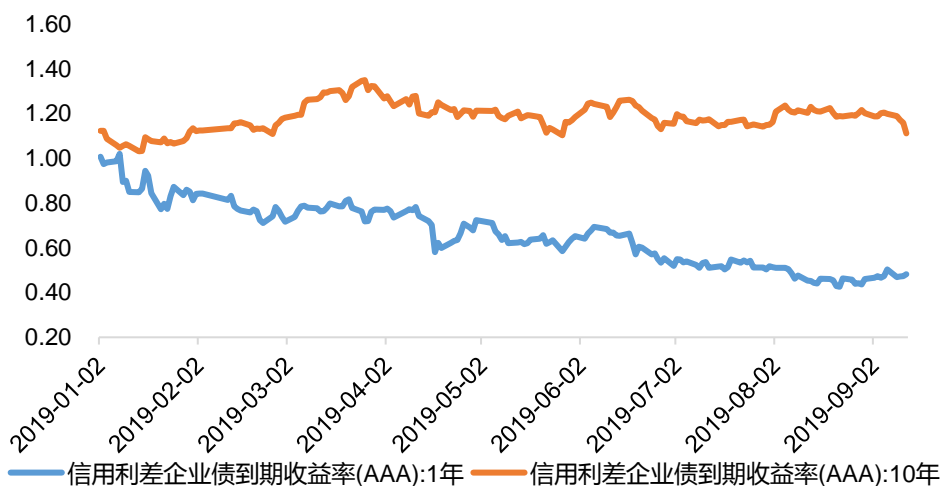
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



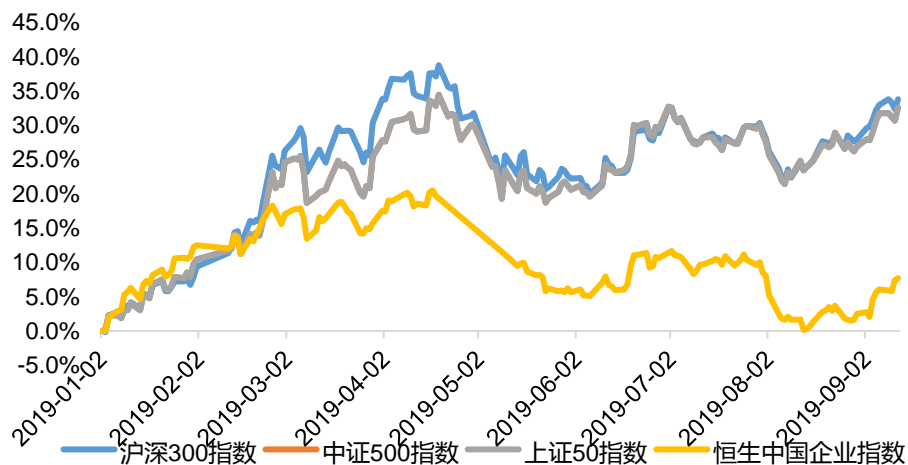
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



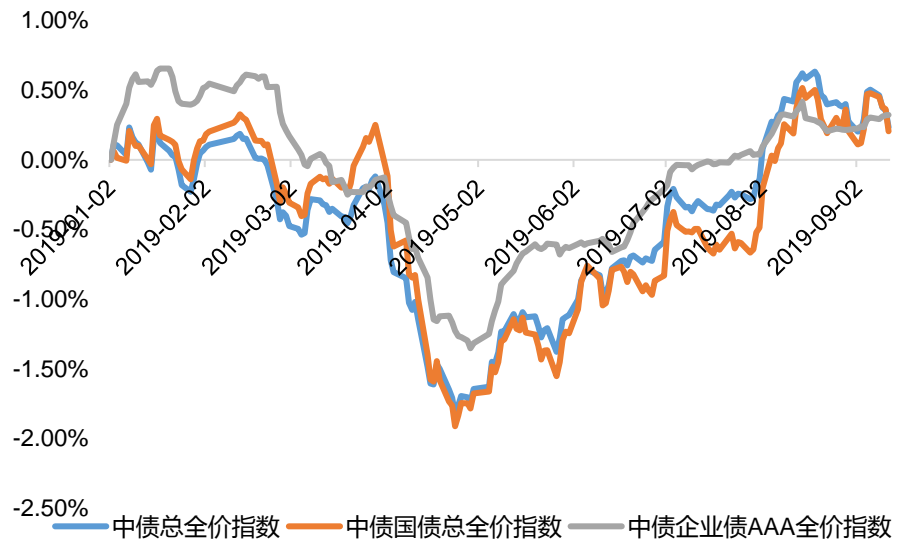
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	3.71	1.72	-1.87	-7.29	-7.26	-9.25
3 年	2.03	3.54	3.39	1.35	-1.63	-6.62	-7.12	-8.84
5 年	2.70	3.54	3.60	2.40	-0.72	-4.71	-5.66	-7.89
10 年	2.33	3.09	3.06	1.18	-2.28	-4.20	-4.83	-7.37
20 年	0.11	1.67	2.50	1.05	-3.35	-4.66	-6.54	-7.46
30 年	2.60	4.34	4.48	3.29	0.17	-1.35	-4.22	-5.62

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