

非银金融

 证券研究报告
 2019年09月08日

全面降准后，券商股估值有望继续提升

投资要点：1) 券商方面，以全面降准为起点，央行将继续加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，将提振券商估值。证券行业将显著受益于资本市场改革政策，且下半年业绩大概率超预期，重点推荐低估值组合海通证券和国泰君安，龙头组合中信证券和华泰证券，弹性品种关注中信建投。2) 保险方面，行业健康险持续快速增长，前7月健康险保费同比增长31%，保费占比为21%，同比提升2.4pct。前7月大型寿险公司保费市占率59%，同比下降3.8pct。8月上市公司寿险新单保费增长整体表现较弱，但预计平安、国寿NBV margin提升。长端利率面临下行压力，健康险占比提升及监管导向将降低负债成本。重点推荐中国太保、中国财险、中国平安，建议关注中国人保H。非银重点推荐：海通证券、中信证券、中国太保、中国财险。

证券：券商迎来加配良机。1) 市场活跃度显著提升，券商将直接受益。9月日均成交额6308亿元，环比+41%。两融余额大幅回升至9309亿元，19年至今两融日均余额为8830亿元，较18年下降301亿元。上交所共受理152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10家。2) 2012年至今，历次宣布降准后券商指数大概率实现上涨，且超额受益明显。中国人民银行决定从9月16日起，全面降准0.5%，此外配合定向降准，对仅在省级行政区内经营的城商行，额外再定向降准1%，于10月15日和11月15日分批生效，每次0.5%。全面降准预计释放约8000亿资金，定向降准预计释放1000亿资金。流动性是影响券商估值的重要因素之一，经过测算，最近12次央行宣布降准后，券商指数5、10个交易日内的平均涨幅分别为2.3%和5.0%，上涨的概率分别为83%和67%。券商指数在央行宣布降准后，相对沪深300指数的超额收益平均为3.5%（10个交易日）。3) 8月券商业绩同比大幅改善，下半年业绩有望维持高增长。36家上市券商8月实现净利润83亿元，YOY+350%，环比下降5%（调整后），业绩环比下滑预计主要受自营及投行业务收入回落影响。1-8月36家上市券商累计净利润666亿元，同比增长51%。下半年业绩大概率将超预期：科创板+再融资或将松绑带来的投行业务收入增长；两融及FICC业务发展+融资成本下降驱动资金类业务收入超预期；19年下半年自营和信用减值计提情况大概率改善。4) 头部券商创新业务资质再下一城。外管局批准中信证券、华泰证券和招商证券等3家证券公司结售汇业务试点资格，允许其在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务，并按规定参与银行间外汇市场交易。短期来看，获得结售汇业务试点的券商，未来可直接从事自身及代客即期结售汇业务，自身与代客跨境投融资更加便利。长期来看，我们认为未来将逐步增加券商参与这项业务的宽度（发放更多的牌照）和深度（丰富业务模式）。该项业务有望成为头部券商的重要业绩增量来源，并将显著ROE中枢。5) 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2.07x 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：行业保费结构持续优化。1) 人身险行业健康险持续快速增长。7月单月人身险保费收入同比增长13%，其中寿险、健康险、意外险同比增速分别为9%、26%、13%；前7月健康险保费同比增长31%，保费占比为21%，同比提升2.4pct。7月单月寿险公司保费收入同比增长12%，其中前6家大型公司（国寿、平安、太保、新华、泰康、太平）、其他中资公司、外资公司分别同比增长9%、16%、16%，前7月大型寿险公司保费市占率56%，同比下降3.8pct。3) 8月上市公司寿险新单保费增长整体表现较弱。我们预计8月单月平安、国寿、太保、新华、太平个险新单同比增速分别为-15%、-5%、-20%、-30%、-30%。但预计平安、国寿NBV margin提升。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聚焦全年任务达成，“开门红”继续弱化；国寿今年业务目标达成压力小，可能较早开始“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；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。3) 长端利率面临下行压力。截至9月6日，10年期国债收益率为3.02%，本周下降4.0bps。4) 财险方面，前7月3大财险公司保费收入保费占比64%，同比提升0.6pct，非车险占比59.7%。我们判断下半年综合成本率将迎来下降拐点。5) 截至9月6日，平安、国寿、太保、新华的2019年PEV分别为1.37、0.90、0.90、0.80倍，PAAV（反映了利率预期）分别为1.26、1.14、0.95、0.87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

- 《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
- 《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
- 《非银金融-行业研究周报:券商迎来加配良机》2019-07-28

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	15.11	买入	0.45	0.74	0.86	0.99	33.58	20.42	17.57	15.26
601211.SH	国泰君安	18.83	增持	0.77	0.97	1.09	1.24	24.45	19.41	17.28	15.19
600030.SH	中信证券	24.15	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	31.36	22.36	22.57	19.48
601688.SH	华泰证券	20.42	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	33.48	22.94	19.45	16.34
601601.SH	中国太保	39.13	买入	1.99	3.36	3.77	4.55	19.66	11.65	10.38	8.60
02328.HK	中国财险	9.33 (港元)	买入	0.70	1.02	1.24	1.53	12.11	8.28	6.82	5.51
601318.SH	中国平安	90.70	买入	5.88	9.04	10.88	12.96	15.43	10.03	8.34	7.00

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 6308 亿元 (上周 5090 亿元), 单周环比增长 23.9%, 市场交易活跃度有所回暖; 2019 年至今, 两市日均成交金额 5442 亿元, 同比上年增长 47.41%。2019 年 9 月日均成交金额 6308 亿元, 环比 41.13%。
- 2) 融资融券: 截至 2019 年 9 月 5 日, 两市融资融券余额为 9447.04 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1888.81 亿元; 两市的融资余额为 9308.88 亿元, 融券余额为 138.16 亿元。2019 年至今两融日均余额为 8829.56 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 6 日, 上交所共受理 152 家; 其中已问询 (含已回复) 51 家, 提交注册 11 家, 注册生效 32 家, 中止审查 45 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 10 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 6 日, 市场质押股数 6063.49 亿股, 市场质押股数占总股本 9.12%, 市场质押市值为 45372.06 亿元; 截至 2019 年 9 月 6 日, 大股东质押股数 6030.53 亿股, 大股东质押股数占所持股份比 7.37%。大股东未平仓总市值 23374.31 亿元, 大股东疑似触及平仓市值 23409.91 亿元。

图 1: 2019 年 9 月日均股票成交金额 6308 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 7 月新增投资者 108 万人



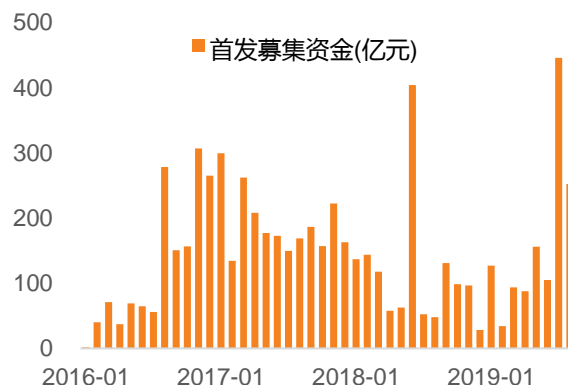
资料来源: 中证登, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 9 月 5 日两融余额为 9447 亿元



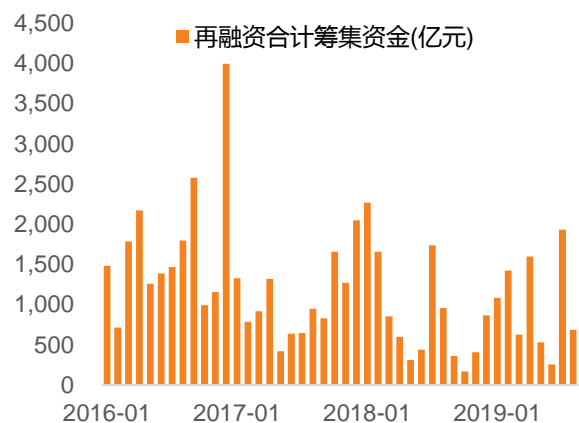
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 8 月股权融资首发募资 252 亿元



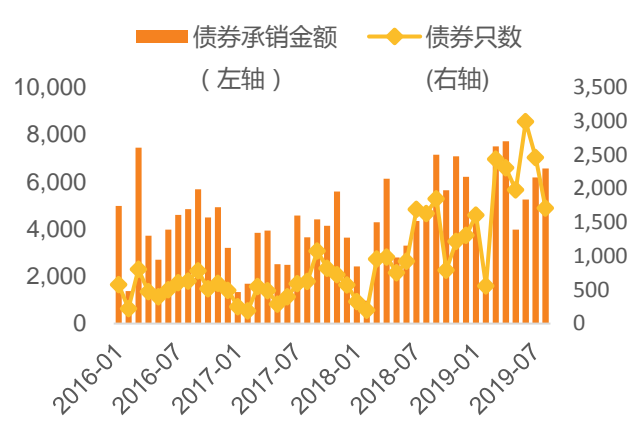
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 8 月再融资共完成 688 亿元



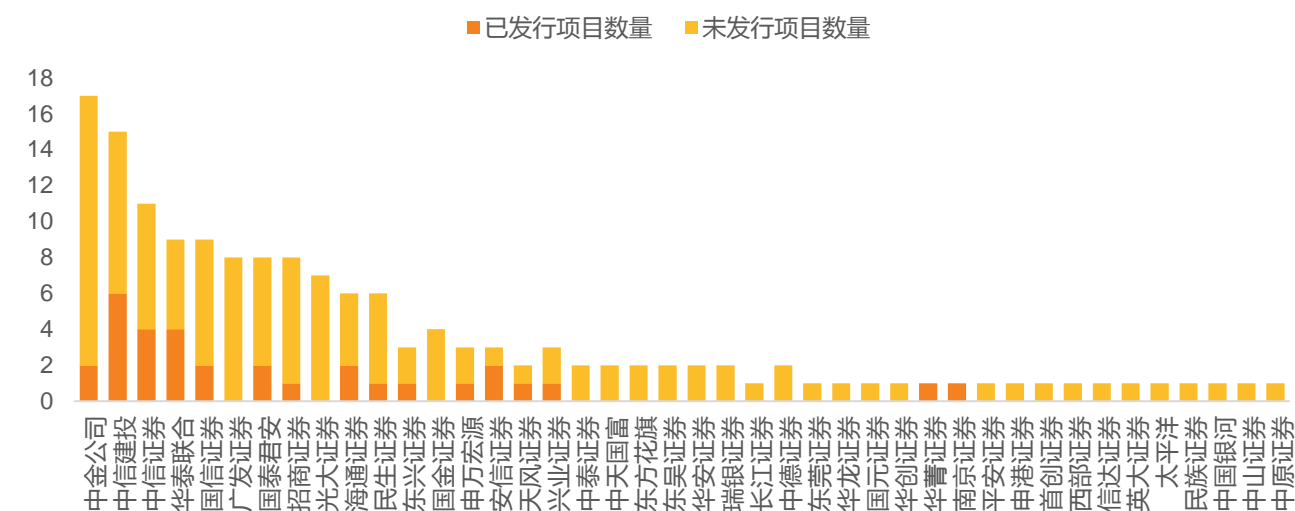
资料来源：wind，天风证券研究所

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 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 9 月 6 日)

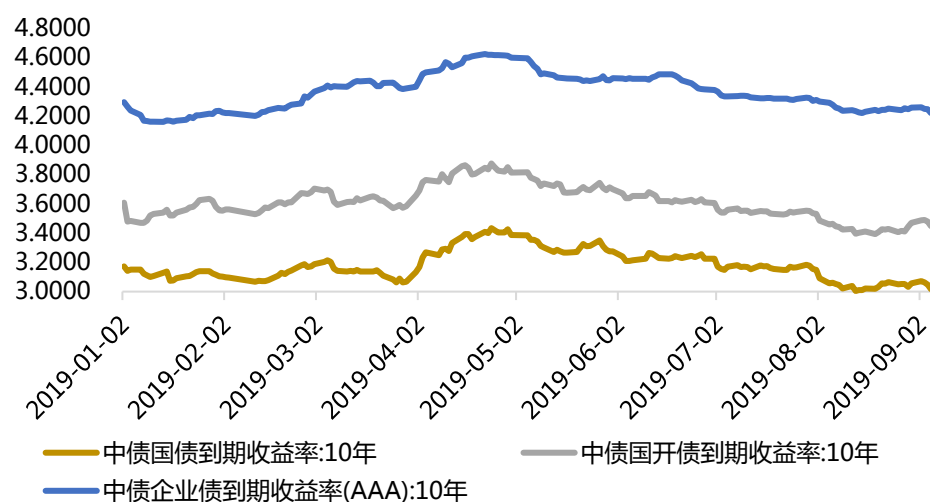
证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	24.15	2,698.97	17.93	22.36	22.57	1.27	1.82	1.74
国泰君安	18.83	1,574.83	15.97	19.41	17.28	1.08	1.38	1.37
华泰证券	20.42	1,702.59	14.77	22.94	19.45	1.29	1.54	1.51
海通证券	15.11	1,490.58	16.70	20.42	17.57	0.86	1.42	1.37
广发证券	14.49	995.55	15.24	14.94	13.05	1.13	1.26	1.23
招商证券	17.26	1,068.82	19.16	19.18	17.61	1.38	1.40	1.37
中信建投	23.75	1,586.52	21.03	43.18	34.93	1.41	3.62	3.52
东方证券	10.58	678.15	30.48	30.23	24.60	1.08	1.41	1.38
光大证券	11.76	499.85	21.02	21.00	18.09	0.83	1.07	1.03
兴业证券	6.47	433.27	30.20	22.31	18.49	0.94	1.30	1.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 保险重要数据

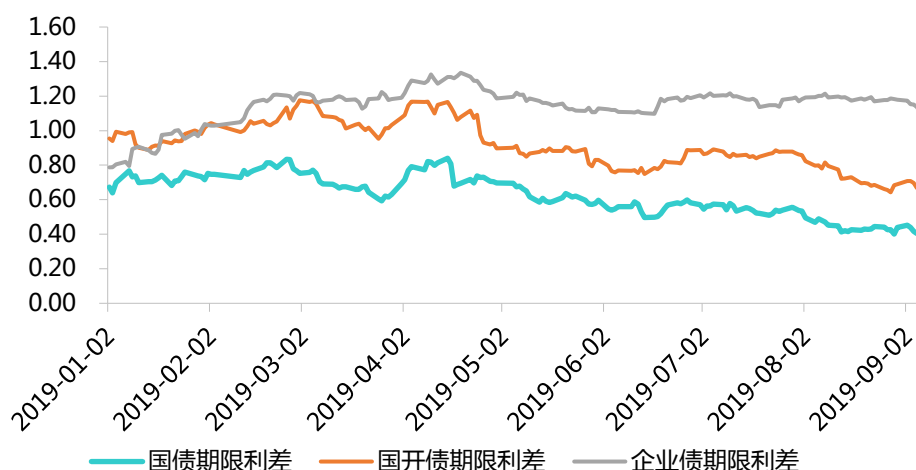
- 6) 截至 2019 年 9 月 6 日, 10 年期国债和国开债到期收益率分别为 3.02%、3.45%, 本周分别下跌 4.00bps、2.10bps; 国债和国开债期限利差分别为 0.41%、0.67%, 本周分别下跌 3.23bps、2.33bps; 1 年期和 10 年期企业债信用利差分别为 0.5%、1.20%, 本周分别上涨 4.22bps、下跌 0.31bps。
- 7) 截至 2019 年 9 月 6 日, 沪深 300 指数和恒生国企指数本周分别上涨 3.9%、3.4%, 较年初分别累计上涨 33.0%、6.1%。
- 8) 截至 2019 年 9 月 6 日, 中债总全价指数、国债总全价指数和信用债总全价指数本周分别上涨 0.23%、0.27%、0.09%, 较年初分别累计上涨 0.50%、0.48%、0.30%。
- 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 2.93bps。

图 9: 债券 10 年期到期收益率情况 (%)



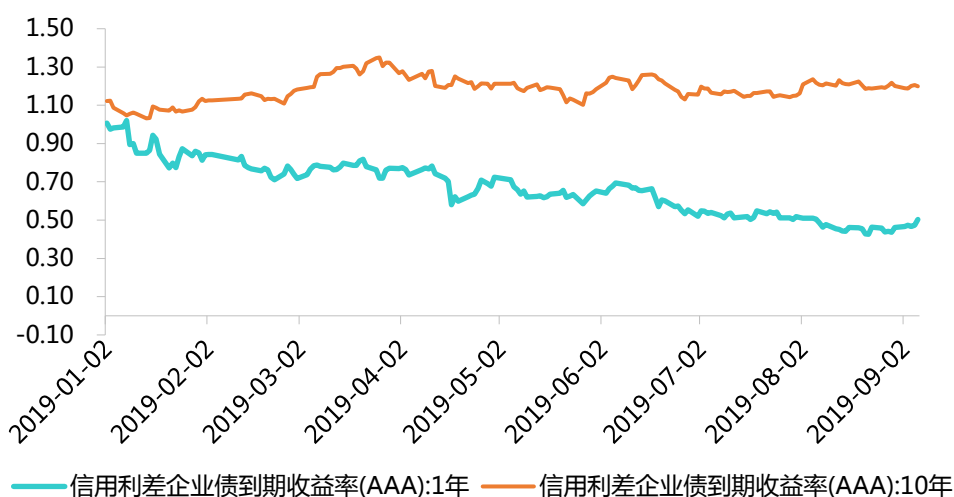
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 期限利差 (10 年期债券收益率-1 年期债券收益率)(%)



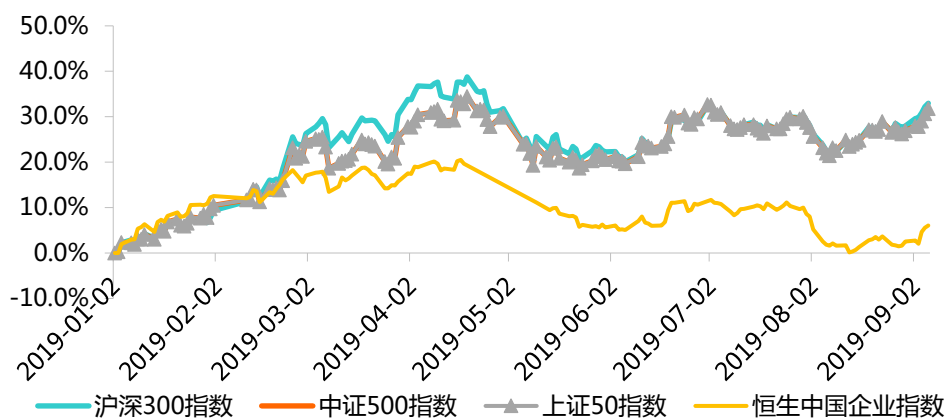
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 企业债信用利差 (%)



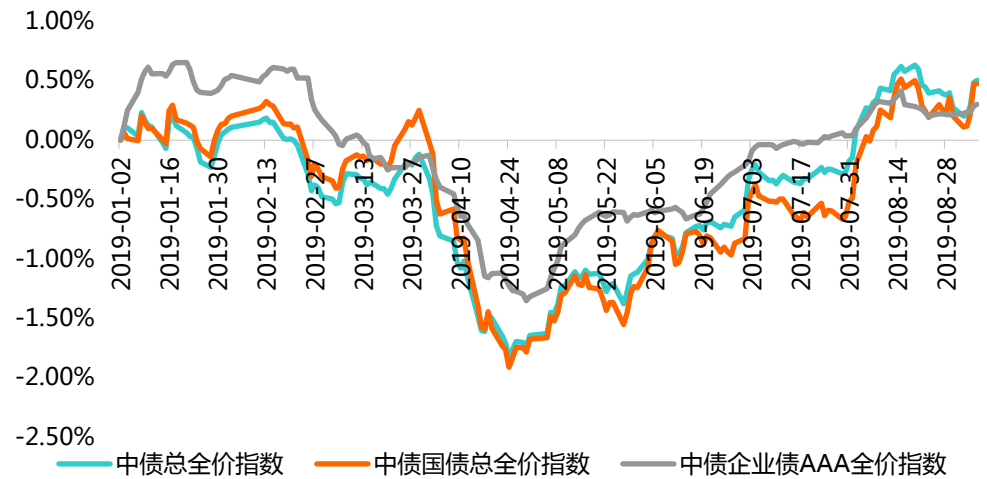
资料来源: wind, 天风证券研究所

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	3.73	1.80	-1.80	-7.21	-7.18	-9.17
3 年	2.03	3.54	3.38	1.34	-1.64	-6.63	-7.13	-8.85
5 年	2.70	3.54	3.45	1.72	-1.39	-5.37	-6.34	-8.56
10 年	2.33	3.09	2.93	0.54	-2.92	-4.83	-5.48	-8.02
20 年	0.11	1.67	2.38	0.51	-3.89	-5.20	-7.09	-8.01
30 年	2.60	4.34	4.39	2.88	-0.24	-1.76	-4.64	-6.04

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