

非银金融行业跟踪：深度回调的保险标的中长期投资价值凸显

2021年01月24日

看好/维持

非银行金融 行业报告

行业观点：

证券板块：

本周两市成交额继续回落，但均值仍稳定在万亿上方（1.03万亿）。两融规模延续上升态势，1月21日达1.71万亿，继续刷新近年新高。考虑到券商业绩和估值与市场表现的高度正向相关性，活跃的交易气氛将持续推升证券板块投资价值。从个股看，价值个股和弹性个股走势继续分化，存在业绩不确定性和前期“炒作型”个股大多继续回调，投资风格仍偏“稳”，整体估值向历史均值回归。

部分券商披露2020年业绩，市场向好推动业绩高增，但在市场上行中仍有多家券商大量计提信用减值的现象值得关注。证券公司信用&投资类业务风险与实体经济高度相关且存在一定滞后性，我们预计券商经营偏好和风控能力将对21年业绩构成较大影响，加速板块业绩分化，从投资角度仍建议在不确定性中寻找确定性，继续推荐安全垫厚，经营稳健的头部标的。此外，在业务结构高度相似的证券行业，龙头护城河有望持续拓宽，将获得更高的估值溢价，首推兼具 β 和业绩确定性的行业龙头中信证券。

保险板块：

上市险企2020年月度保费数据全部披露，开门红策略叠加疫情影响致使保费高度分化。寿险方面新华保险、中国人寿、人保寿险和太平寿险录得年度保费正增长，其中人保和太平主要由续期拉动。平安寿险和太保寿险保费同比下降，预计全年NBV增速约为-25%和-30%。上市产险均实现年度保费正增长，其中太保产险增长超10%，领先行业。

本周保险板块深度回调，国内疫情散发，涉及区域不断扩大对保险公司经营构成较大冲击。代理人展业遇到困难，其中疫情严重的几个地区代理人渠道展业基本停滞，预计按开门红口径测算，一季度保费增速将大幅低于预期。此外，国内长端利率亦受美政策宽松预期影响而下行，对险企业绩释放构成压力。但我们认为，回调后险企估值更具吸引力，短期波动不改长期价值回归趋势，中长期维度仍为优质投资品种。

中长期看行业负债端大概率仍将维持中低增速，板块 β 属性或持续增强。考虑到其他险企未来两年会计准则变更压力压降投资端弹性，我们首推负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小的中国平安。从板块角度看，当前上市险企股价对应21年EVPS在0.59-0.96x之间，具备很强的投资价值，继续推荐。

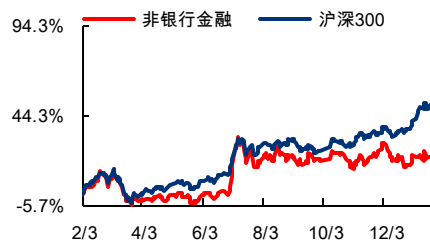
板块表现：

上周非银板块整体下跌1.53%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业27/28；其中证券板块上涨0.63%、保险板块下跌4.43%，均跑输沪深300指数（2.05%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方财富（9.18%）、锦龙股份（8.31%）、招商证券（6.48%）、华鑫股份（5.75%）、华林证券（3.98%），保险公司涨跌幅分别为天茂集团（-2.05%）、西水股份（-2.99%）、中国平安（-3.57%）、中国人保（-4.15%）、新华保险（-5.22%）、中国人寿（-8.19%）、中国太保（-8.54%）。

上周市场日均成交额再破万亿，5个交易日合计成交金融51,543.34亿元，日均成交金额10308.67亿元。北向资金合计净流出11.44亿元，其中非银板块净流入27.32亿元，中国平安、东方财富分别获净买入14.67亿元、12.65亿元。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

1. 行业观点

1.1 证券板块

本周两市成交额继续回落，但均值仍稳定在万亿上方（1.03 万亿）。两融规模延续上升态势，1 月 21 日达 1.71 万亿，继续刷新近年新高。考虑到券商业绩和估值与市场表现的高度正向相关性，活跃的交易气氛将持续推升证券板块投资价值。从个股看，价值个股和弹性个股走势继续分化，存在业绩不确定性和前期“炒作型”个股大多继续回调，投资风格仍偏“稳”，整体估值向历史均值回归。

部分券商披露 2020 年业绩，市场向好推动业绩高增，但在市场上行中仍有多家券商大量计提信用减值的现象值得关注。证券公司信用&投资类业务风险与实体经济高度相关且存在一定滞后性，我们预计券商经营偏好和风控能力将对 21 年业绩构成较大影响，加速板块业绩分化，从投资角度仍建议在不确定性中寻找确定性，继续推荐安全垫厚，经营稳健的头部标的。此外，在业务结构高度相似的证券行业，龙头护城河有望持续拓宽，将获得更高的估值溢价，首推兼具 β 和业绩确定性的行业龙头中信证券。

1.2 保险板块

上市险企 2020 年月度保费数据全部披露，开门红策略叠加疫情影响致使保费高度分化。寿险方面新华保险、中国人寿、人保寿险和太平寿险录得年度保费正增长，其中人保和太平主要由续期拉动。平安寿险和太保寿险保费同比下降，预计全年 NBV 增速约为-25%和-30%。上市产险均实现年度保费正增长，其中太保产险增长超 10%，领先行业。

本周保险板块深度回调，国内疫情散发，涉及区域不断扩大对保险公司经营构成较大冲击。代理人展业遇到困难，其中疫情严重的几个地区代理人渠道展业基本停滞，预计按开门红口径测算，一季度保费增速将大幅低于预期。此外，国内长端利率亦受美政策宽松预期影响而下行，对险企业绩释放构成压力。但我们认为，回调后险企估值更具吸引力，短期波动不改长期价值回归趋势，中长期维度仍为优质投资品种。

中长期看行业负债端大概率仍将维持中低增速，板块 β 属性或持续增强。考虑到其他险企未来两年会计准则变更压力压降投资端弹性，我们首推负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小的中国平安。从板块角度看，当前上市险企股价对应 21 年 EVPS 在 0.59-0.96x 之间，具备很强的投资价值，继续推荐。

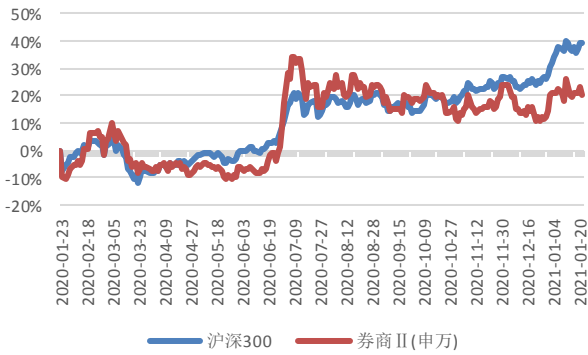
1.3 重点推荐

证券：中信证券、华泰证券

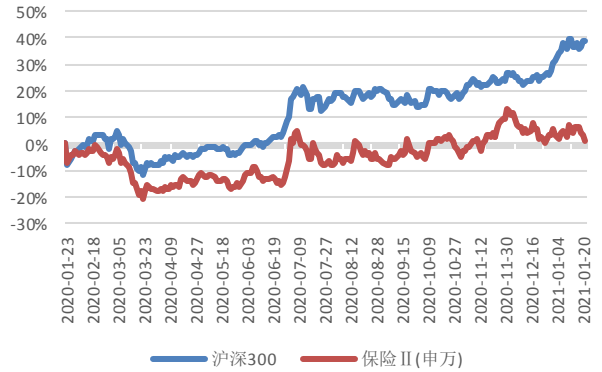
保险：中国平安、中国太保、中国人寿

2. 板块表现

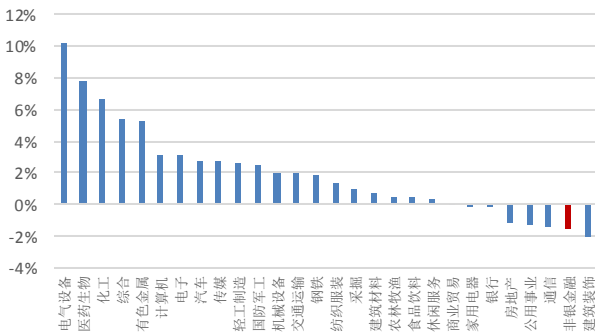
上周非银板块整体下跌 1.53%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 27/28；其中证券板块上涨 0.63%、保险板块下跌 4.43%，均跑输沪深 300 指数（2.05%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方财富（9.18%）、锦龙股份（8.31%）、招商证券（6.48%）、华鑫股份（5.75%）、华林证券（3.98%），保险公司涨跌幅分别为天茂集团（-2.05%）、西水股份（-2.99%）、中国平安（-3.57%）、中国人寿（-4.15%）、新华保险（-5.22%）、中国人寿（-8.19%）、中国太保（-8.54%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图


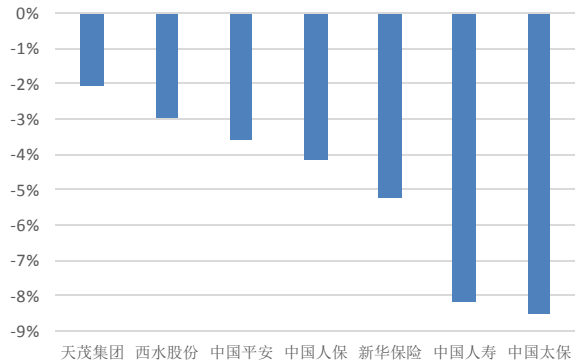
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级证券板块走势图


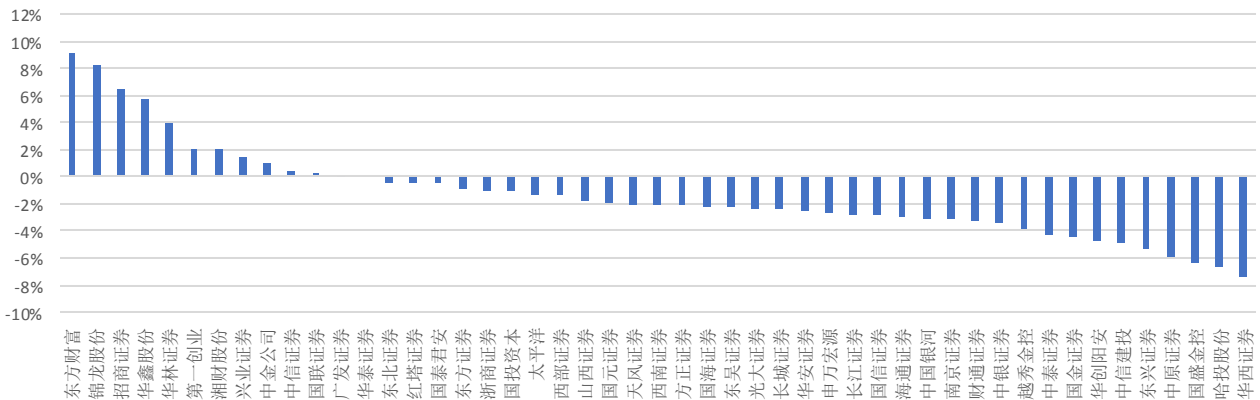
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：上周保险个股涨跌幅情况


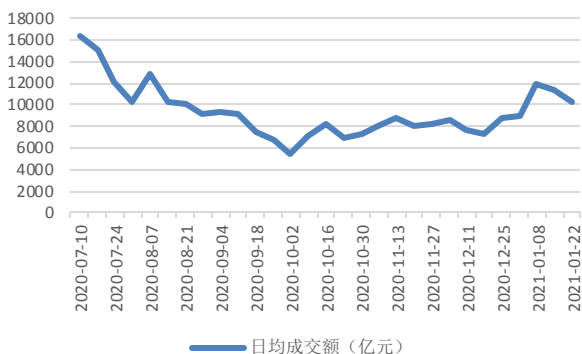
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：上周证券个股涨跌幅情况


资料来源：Wind，东兴证券研究所

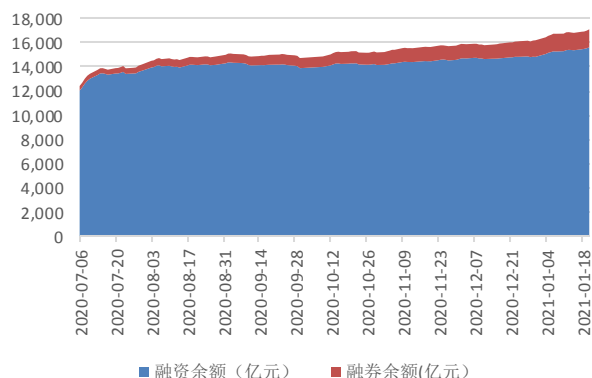
上周市场日均成交额再破万亿，5个交易日合计成交金融51,543.34亿元，日均成交金额10308.67亿元。北向资金合计净流出11.44亿元，其中非银板块净流入27.32亿元，中国平安、东方财富分别获净买入14.67亿元、12.65亿元。

图6：市场交易量情况



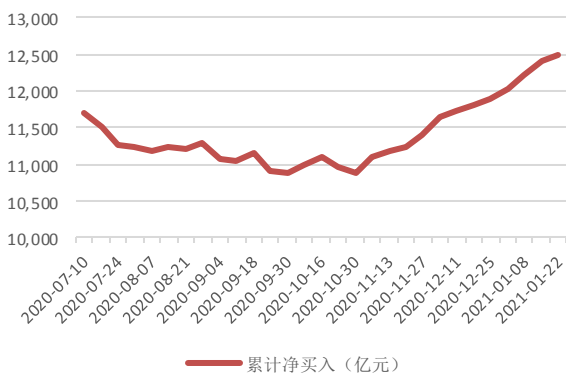
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



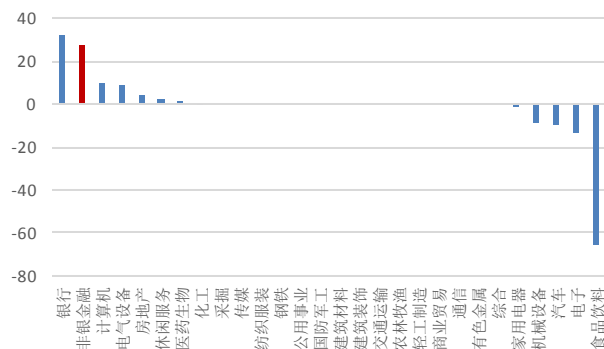
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



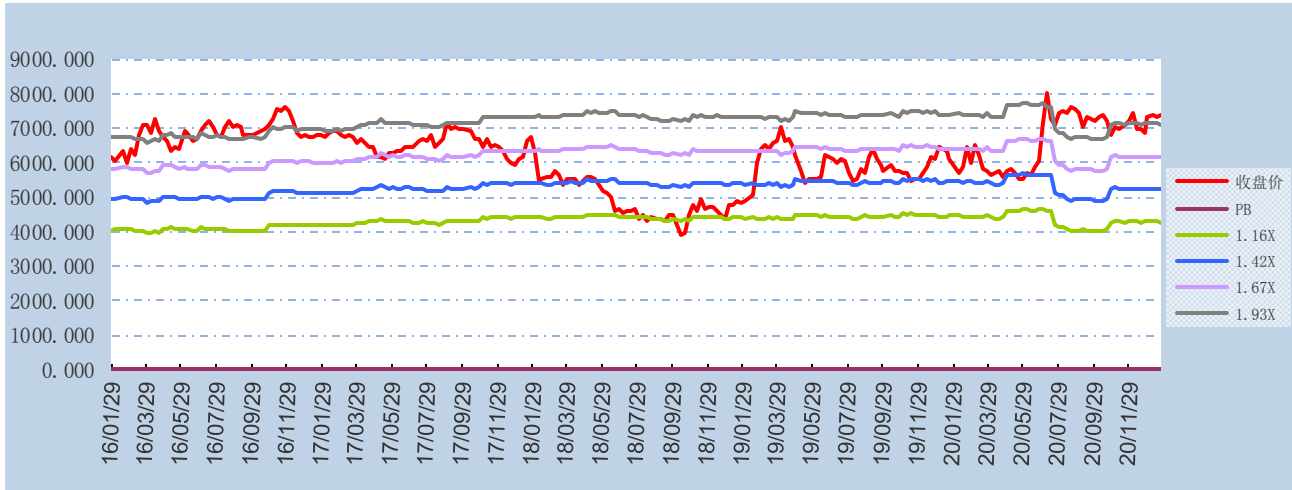
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



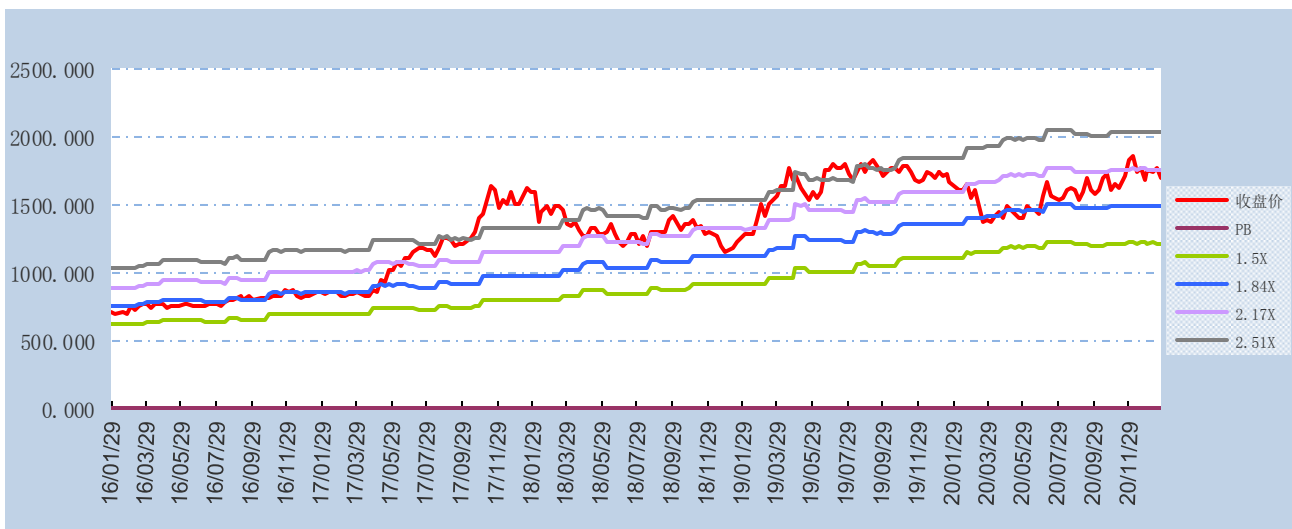
资料来源：wind，东兴证券研究所

图10: 申万 II 级证券指数 PB-Band



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图11: 申万 II 级保险指数 PB-Band



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3. 行业及个股动态

表1: 政策跟踪及媒体报道 (1月18日-1月24日)

部门或事件	主要内容
证监会	1月18日, 证监会公司债券监管部二级巡视员倪改琴在2021债市发展论坛上透露, 2021年, 围绕交易所债券市场建设, 证监会将重点开展四方面工作: 一是把好入口关, 提升服务实体经济质效; 二是汇聚监管合力, 做好风险防控工作; 三是着力加强监管, 促进形成良好生态, 证监会将继续严厉打击违法违规行为, 严肃查

处性质恶劣的欺诈发行、虚假信息披露、逃废债等违法违规典型案；四是进一步完善制度规则，为债券市场高质量发展保驾护航。

银保监会	1月19日，银保监会就偿二代二期修订征求意见：在第一支柱定量资本要求方面，征求意见稿实施穿透监管，准确识别和计量保险公司投资风险。如果资产无法穿透，将适用惩罚性的资本要求。
证监会	1月19日，证监会副主席阎庆民表示，证监会将继续推动公司法修订和上市公司监管条例制定，不断夯实监管工作的制度基础，加快构建更加成熟、更加定型的上市公司监管制度体系。
银保监会	1月20日，银保监会发布2021版人身险产品“负面清单”，明确73项违规行为，覆盖产品条款表述、产品责任设计，产品费率厘定及精算假设、产品报送管理四大方面，要求各人身险公司认真对照新版“负面清单”，对在售保险产品进行梳理自查，对存在的问题及时整改。
央行	1月20日，央行发布关于《非银行支付机构条例（征求意见稿）》公开征求意见的通知。央行表示，此次公开征求意见主要是为了加强对非银行支付机构的监督管理，规范非银行支付机构行为，防范支付风险，保障当事人合法权益，促进支付服务市场健康发展。
证监会	证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第3号—指数基金指引》，自2021年2月1日起实施，要求加强指数基金产品注册及投资运作监管。具体包括：一、在产品注册环节，强化管理人专业胜任能力和指数质量要求；二、在产品持续运作环节，聚焦投资者保护与风险防控，强化产品规范运作；三、加强与证券交易所自律管理的协同，提高监管有效性。
银保监会	银保监会起草了《银行保险机构许可证管理办法（征求意见稿）》，共22条，重点将银保监会向银行保险机构颁发的许可证整合为金融许可证、保险许可证和保险中介许可证3类，在此基础上统一许可证记载内容。根据优化营商环境工作精神，对部分许可证管理规定进行调整。同时，对存在未按规定使用或管理许可证相关情形的，明确依照有关法律法规进行处罚。
银保监会	在2021年1月22日国新办举行的新闻发布会上，中国银行保险监督管理委员会副主席梁涛等就银行业保险业2020年运行及改革发展情况进行详解。梁涛介绍，2020年银行业保险业运行呈现五大特点：一是资产负债及业务稳步增长；二是服务实体经济质效持续提高；三是主要经营和风险指标处于合理区间；四是多渠道增强风险抵御能力；五是改革开放取得积极进展。
深交所	1月24日，深交所发布《2020年深市并购重组市场情况综述》，数据显示：2020年，深市上市公司完成收购事项665家次，同比增长10%，交易金额3011亿元，同比增长5%。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（1月18日-1月24日）

个股	摘要	主要内容
东吴证券	设立基金	1月18日公告称，公司拟联合国发集团、苏州资管、园区经发及其他非关联方共同发起设立苏州并购母基金。基金总规模人民币13亿元，以有限合伙企业形式运作。
中国太保	发布月度保费收入数据	1月18日公告称，公司子公司太保寿险、太保产险于2020年1月1日至2020年12月31日期间累计原保险业务收入分别为2084.60亿元、人民币1480.95亿元。
第一创业	限售股解禁	1月19日公告称，公司6.3亿限售股将于2021年1月22日解禁，占公司总股本的14.99%。
长城证券	向子公司增资	1月19日公告称，公司决定将子公司长城投资注册资本由人民币5亿元增加至人民币10亿元，并根据经营需求分期向长城投资增资。

华泰证券	证监会批复	1月20日公告称，中国证监会批准公司开展商品期货做市业务。
新华保险	董事长辞职	1月20日公告称，公司董事长刘浩凌先生因工作原因辞去本公司董事长、非执行董事、董事会战略委员会主任委员职务。辞任后，刘浩凌先生不在公司担任任何职务。
泛海控股	股份转让	1月21日公告称，公司拟以1.53元/股的价格，向上海沅泉峪转让公司持有的民生证券股份共15.45亿股，转让总价为23.64亿元。目前，公司持有民生证券44.52%股份。本次股份转让完成后，公司对民生证券持股比例将降至约31.03%。
中信证券	发布年度业绩快报	1月22日，公司发布2020年度业绩快报：2020年公司实现营业收入人民币543.48亿元，同比增长25.98%；实现归属于母公司股东的净利润人民币148.97亿元，同比增长21.82%。
中信建投	发布年度业绩快报	1月22日，公司发布2020年度业绩快报：2020年，公司实现营业收入人民币233.51亿元，同比增长70.53%；实现归属于母公司股东的净利润人民币95.09亿元，同比增长72.85%。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526