

非银金融行业跟踪：业绩超预期有望成为板块个股估值修复催化剂

2021年03月29日

看好/维持

非银行金融 行业报告

行业观点：

市场：

本周市场日均成交额和上周基本持平，但周四创下年内新低（6760亿），两融规模企稳于1.65万亿。市场观望气氛浓厚，交易热情不足，预计短期成交额将大概率维持在8000亿上下。但可以看出，个股表现分化形式和前期略有差异，中小次新标的表现整体优于头部标的，流动性改善趋势或已出现。流动性改善或来源于两点，一是十年债到期收益率周下行8bp，释放积极信号，利好券商但对保险板块影响偏负面；二是银保监会与央行、住建部发文严查经营贷违规流入房地产市场，或因房贷“跷跷板效应”而利好市场，进而利好高beta的证券板块，beta属性持续增强的保险板块也将受益。

板块：

从板块投资角度看，证券板块表现很大程度由市场决定，当前虽不确定性仍存，但板块当前平均PB 2.09x，其中头部券商平均PB仅1.25x，远低于历史估值中枢。但需要关注的是，近期券商监管趋严，集中于投行项目申报、大财富管理业务等方面，或对相关标的业绩及估值产生持续性影响。保险板块受益于疫情缓解后代理人全面复工正常展业，寿险新单将实现高速增长，而当前板块估值仍未将此利好price in，四大上市险企股价对应21EVPS仅0.55-0.94倍，极具中长期投资价值。此外，年报业绩预期差将显著影响板块标的短期表现，优于预期个股估值将因业绩正反馈而率先修复。

个股：

保险个股方面，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，我们继续首推负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小、科技投入陆续变现的中国平安。太保年报业绩略超预期有望助力估值修复，继续推荐。证券个股方面，考虑到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，继续首推兼具beta和业绩确定性的行业龙头中信证券，中信股价在配股方案披露后已深度回调，2020年度信用减值计提也较为充分，业绩和估值风险得到有效释放，当前估值仅1.71xPB，中长期投资价值突显。

重点推荐

证券：首推中信证券、推荐华泰证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

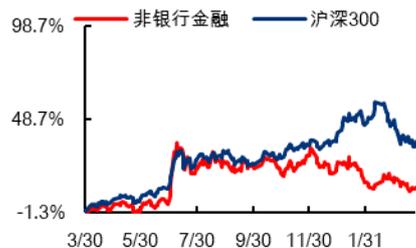
板块表现：

上周非银板块整体上涨1.55%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业9/28；其中证券板块上涨2.36%，跑赢沪深300指数（0.62%），保险板块上涨0.60%，跑输沪深300指数（0.62%）。个股方面，券商涨幅前五分别为国联证券（19.91%）、国盛金控（11.50%）、国金证券（8.89%）、红塔证券（7.53%）、东吴证券（7.24%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（3.60%）、天茂集团（1.98%）、新华保险（1.67%）、中国人保（0.67%）、中国平安（0.46%）、中国太保（-0.10%）、西水股份（-1.43%）。

上周5个交易日合计成交金额37,347.63亿元，日均成交金额7,469.53亿元。北向资金合计净流入141.64亿元，其中非银板块净流入1.92亿元，中国平安获净买入4.91亿元。截至3月25日，两市两融余额16484.86亿元，其中融资余额15078.89亿元，融券余额1405.97亿元。

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

市场：

本周市场日均成交额和上周基本持平，但周四创下年内新低（6760 亿），两融规模企稳于 1.65 万亿。市场观望气氛浓厚，交易热情不足，预计短期成交额将大概率维持在 8000 亿上下。但可以看出，个股表现分化形式和前期略有差异，中小次新标的表现整体优于头部标的，流动性改善趋势或已出现。流动性改善或来源于两点，一是十年债到期收益率周下行 8bp，释放积极信号，利好券商但对保险板块影响偏负面；二是银保监会与央行、住建部发文严查经营贷违规流入房地产市场，或因房股“跷跷板效应”而利好市场，进而利好高 beta 的证券板块，beta 属性持续增强的保险板块也将受益。

板块：

从板块投资角度看，证券板块表现很大程度由市场决定，当前虽不确定性仍存，但板块当前平均 PB 2.09x，其中头部券商平均 PB 仅 1.25x，远低于历史估值中枢。但需要关注的是，近期券商监管趋严，集中于项目申报、大财富管理业务等方面，或对相关标的业绩及估值产生持续性影响。保险板块受益于疫情缓解后代理人全面复工正常展业，寿险新单将实现高速增长，而当前板块估值仍未将此利好 price in，四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.55-0.94 倍，极具中长期投资价值。此外，年报业绩预期差将显著影响板块标的短期表现，优于预期个股估值将因业绩正反馈而率先修复。

个股：

保险个股方面，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，我们继续首推负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小、科技投入陆续变现的中国平安。太保年报业绩略超预期有望助力估值修复，继续推荐。证券个股方面，考虑到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，继续首推兼具 beta 和业绩确定性的行业龙头中信证券，中信股价在配股方案披露后已深度回调，2020 年度信用减值计提也较为充分，业绩和估值风险得到有效释放，当前估值仅 1.71xPB，中长期投资价值突显。

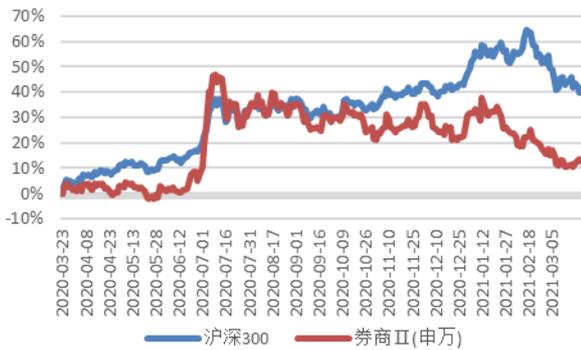
证券：首推中信证券、推荐华泰证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

2. 板块表现

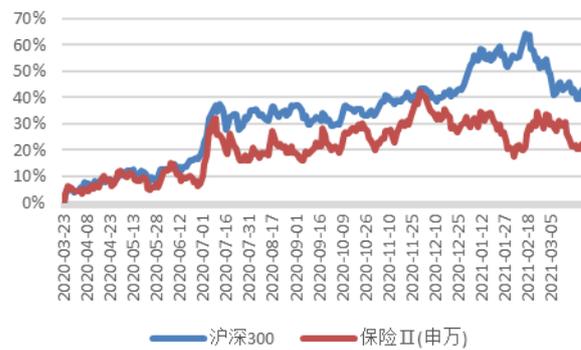
上周非银板块整体上涨 1.55%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 9/28；其中证券板块上涨 2.36%，跑赢沪深 300 指数（0.62%），保险板块上涨 0.60%，跑输沪深 300 指数（0.62%）。个股方面，券商涨幅前五分别为国联证券（19.91%）、国盛金控（11.50%）、国金证券（8.89%）、红塔证券（7.53%）、东吴证券（7.24%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（3.60%）、天茂集团（1.98%）、新华保险（1.67%）、中国人保（0.67%）、中国平安（0.46%）、中国太保（-0.10%）、西水股份（-1.43%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



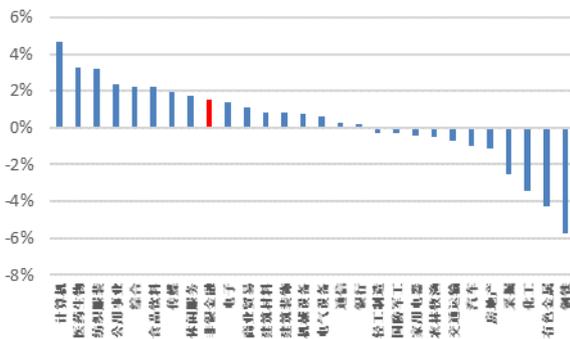
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



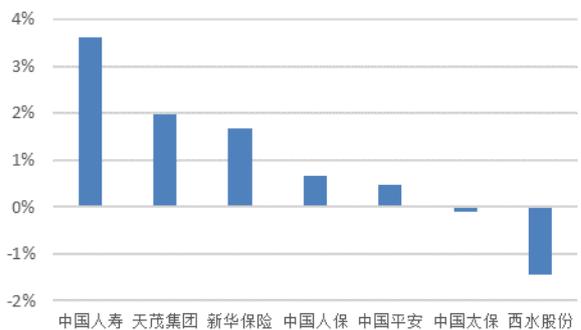
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



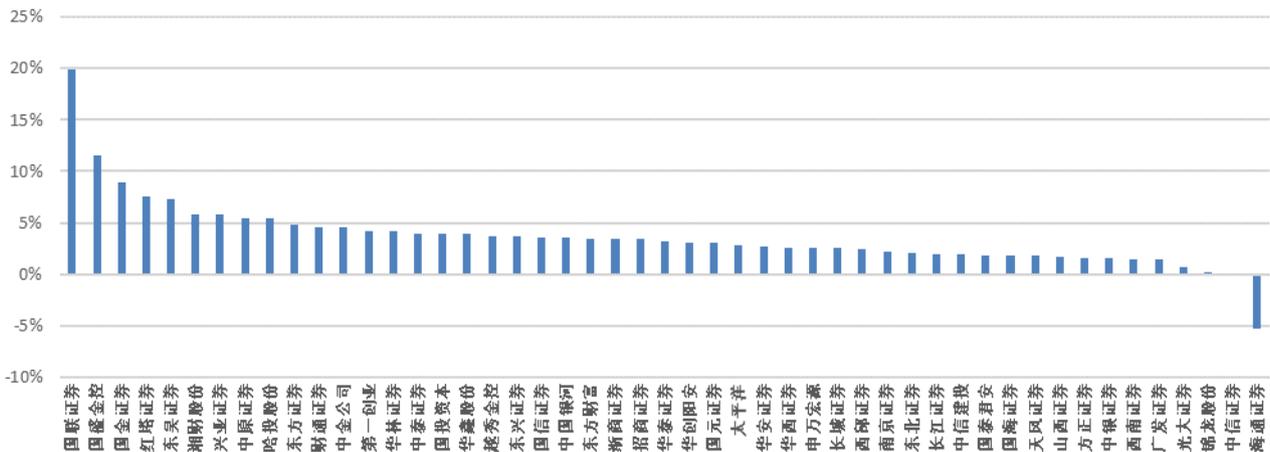
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

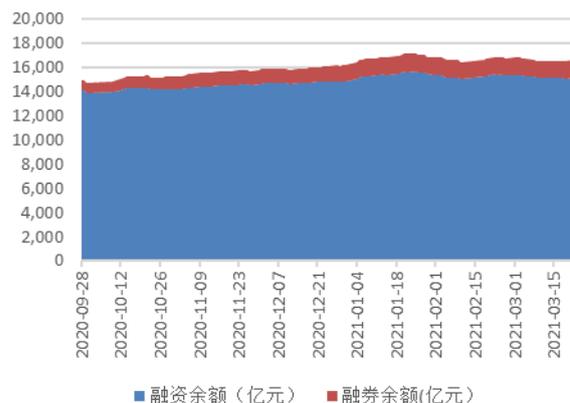
上周5个交易日合计成交金额37,347.63亿元,日均成交金额7,469.53亿元。北向资金合计净流入141.64亿元,其中非银板块净流入1.92亿元,中国平安获净买入4.91亿元。截至3月25日,两市两融余额16484.86亿元,其中融资余额15078.89亿元,融券余额1405.97亿元。

图6: 市场交易量情况



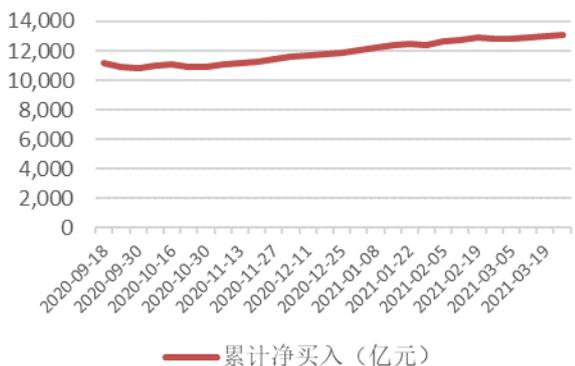
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图7: 两融余额情况



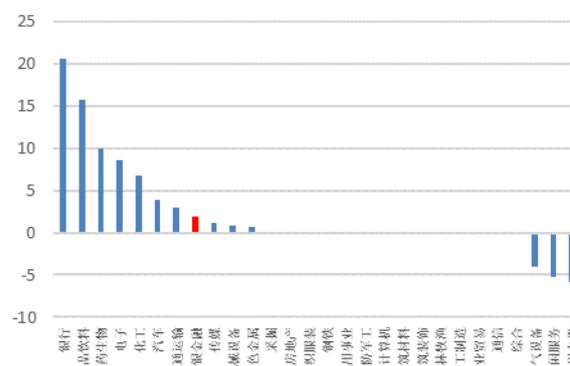
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图8: 市场北向资金流量情况



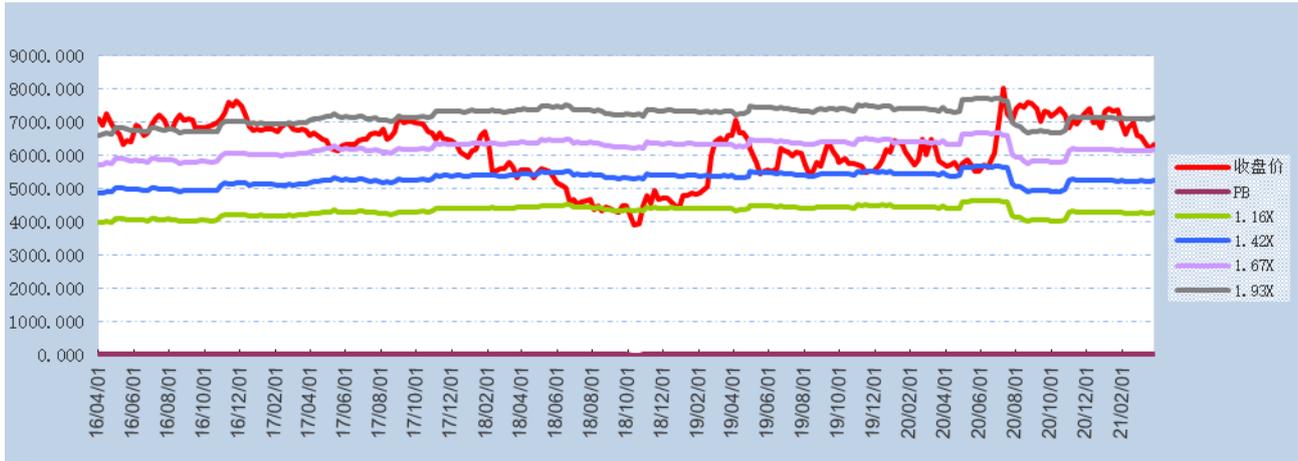
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图9: 各板块上周陆股通资金流入/流出 (亿元)



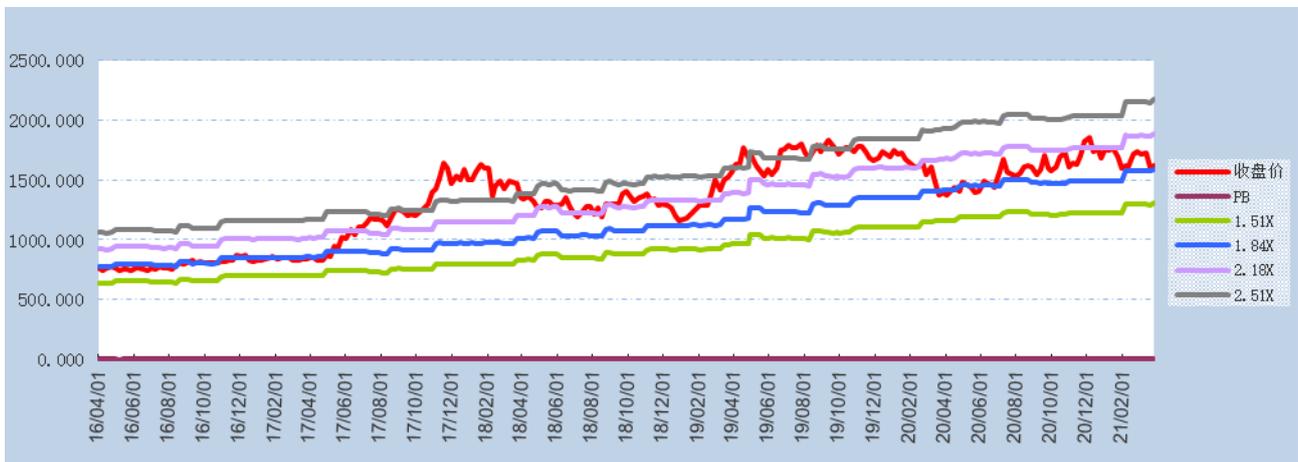
资料来源: wind, 东兴证券研究所

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（3月22日-3月28日）

部门或事件	主要内容
银保监会	3月22日，银保监会人身险部向各人身险公司下发《关于提供佣金制度有关材料的函》，全面启动人身险

行业佣金制度调研工作，对佣金制度长期存在的问题来一次全面大摸底。

证监会

3月26日，证监会官网发文，就修改《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》（以下简称《许可程序规定》）公开征求意见。本次《许可程序规定》修改主要包括以下三个方面：一是加强对证券中介机构从业人员的监管，证券中介机构从业人员因涉嫌违法违规被立案调查，证监会中止审查行政许可申请的，不再允许证券中介机构复核被立案调查从业人员签字项目。二是为提高证券中介机构复核工作的质量，避免复核工作“走过场”，明确复核人员的法律责任，规定证券公司、证券服务机构及其从业人员按照《许可程序规定》进行复核的，应当勤勉尽责，严格履行法定职责。复核意见存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，证监会将依照规定予以处理。三是为减轻对非涉案行政许可申请人行政许可申请项目的影 响，明确在受理阶段为申请人制作、出具有关申请材料的证券公司、证券服务机构因涉嫌违法违规被证监会及其派出机构立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案，且涉案行为与其为申请人提供服务的行为属于同类业务的，证券公司、证券服务机构可以按规定进行复核，但证券公司、证券服务机构内部控制机制存在严重问题，或者涉案行为对市场有重大影响的除外。

银保监会

3月26日，银保监会方面日前表示，随着金融供给侧结构性改革持续推进，下一步将按照党中央、国务院决策部署，紧扣“六稳”“六保”工作要求，以金融供给侧结构性改革为主线，努力提升服务实体经济质效，为构建新发展格局提供有力支持。一是促进中小金融机构差异化发展，优化机构体系。二是以市场需求为导向，优化产品体系。三是加大支持帮扶，助力企业渡过难关。四是支持发展直接融资，优化融资结构。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（3月22日-3月28日）

个股	摘要	主要内容
中国太平	发布年度报告	3月22日公告称，2020年公司总保费收入2,335亿港元，同比增长4.7%；实现归母净利润65.49亿港元，同比减少27.3%。总内含价值2486.09亿港元，同比增长21.04%；寿险新业务价值87.84亿港元，同比减少16.43%；基本每股收益1.822港元；拟每股派40港仙(含税)。
越秀金控	发布年度报告	3月22日公告称，2020年公司实现营业收入96.87亿元，同比下降2.44%；实现归母净利润46.15亿元，同比增长291.45%；基本每股收益1.68元，拟向全体股东每10股派发现金红利2.5元(含税)，以资本公积金向全体股东每10股转增3.5股。
华泰证券	发布年度报告	3月23日公告称，2020年公司实现营业收入314.45亿元，同比增长26.47%；实现归母净利润108.22亿元，同比增长20.23%。分红情况为每10股派发现金红利人民币4.00元(含税)，分配现金红利总额为36.13亿元(含税)。
中国人保	发布年度报告	3月23日公告称，2020年公司实现营业收入5,836.96亿元，同比增长5.1%；实现归母净利润200.69亿元，同比下降10.4%。人身险板块实现新业务价值61.32亿元，同比增长9.7%；人身险内含价值1172.44亿元，同比增长22.4%。拟向全体股东每10股派发现金红利1.20元人民币(含税)。
新华保险	发布年度报告	3月24日公告称，2020年公司实现营业收入2,065.38亿元，同比增长18.3%；实现归母净利润1,016.67元，同比增长20.4%，实现新业务价值91.82亿元，同比下降6.1%；总内含价值2,406.04亿元，同比增长17.3%。
东方财富	发行可转换债	3月24日公告称，中国证监会批复同意公司向不特定对象发行可转换公司债券的注册申请。

江苏租赁	发布年度报告	3月24日公告称，2020年公司实现营业收入37.53亿元，同比增长22.43%；实现归母净利润18.63亿元，同比增长18.17%。
国泰君安	发布年度报告	3月25日公告称，2020年公司实现营业收入352亿元，同比增长17.53%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润111.22亿元，同比增长28.77%。拟每10股派发现金红利人民币5.6元（税前）。
光大证券	发布年度报告	3月25日公告称，2020年公司实现营业收入158.66亿元，同比增长57.76%；实现归母净利润23.34亿元，同比增长310.97%。拟每10股派发现金红利1.58元（含税）。
中国人寿	发布年度报告	3月25日公告称，2020年公司实现营业收入824,961百万元，同比增长10.7%；总资产达到4,252,410百万元，同比增长14.1%；归属于母公司股东的净利润50,268百万元，同比下降13.8%，其中内含价值1,072,140亿元，同比增长13.8%；新业务价值583.73亿元，同比下降0.6%。
招商证券	发布年度报告	3月26日公告称，2020年公司实现营业收入242.78亿元，同比增长29.77%；实现归母净利润94.92亿元，同比增长30.34%。拟每10股派发现金红利4.37元（含税）。
东吴证券	股权激励	3月26日公告称，深交所批复公司《关于同意东吴证券开展上市公司股权激励行权融资业务试点的函》，同意公司开展上市公司股权激励行权融资业务试点。
天风证券	非公开发行新股	3月26日公告称，中国证监会批复同意公司非公开发行不超过20.00亿股新股。

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法律责任。

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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526