

非银金融行业跟踪：3月上市寿险负债端复苏放缓，保费收入不及预期

2021年04月19日

看好/维持

非银行金融 行业报告

行业观点：

本周市场日均成交额环比下降 250 亿至 6900 亿，两融规模亦小幅回落，市场持续下行压制投资者交易热情。上市险企披露 3 月保费数据，受队伍清虚和产品重心调整影响，寿险整体表现不及预期，除新华保险和太平人寿外，其余寿险 3 月单月保费收入均同比减少，其中披露新单数据的平安寿险和人寿寿险 3 月新单保费分别同比减少 25% 和 42%。车险费改亦一定程度压降产险保费收入，3 月增速较 2 月显著回落。同时我们看到，近期保险业监管有趋严迹象，代理人和银保渠道业务模式存在一定调整压力，亦致使保费收入放缓。此外，友邦等外资险企在一二线城市的布局逐步深入&互联网保险的低价策略令头部险企面临定价、定位两难处境，也是上市险企保费不及预期的重要因素。不过我们认为，经历长时间回调后，当前保险板块估值已经较为充分的反映了市场和监管方面的负面因素影响，且投资逻辑并未破坏，短期扰动不改中长期投资价值。

比较行业核心指标后，我们预计证券、保险一季度业绩将略优于 2020 年同期，但券商更关注环比，且和市场关联更为紧密，故当前仍更为看好逻辑完好且在后疫情阶段复苏预期更具确定性的保险板块。当前四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.52-0.89 倍，极具中长期投资价值。券商板块当前平均 PB 2.01x，其中头部券商平均 PB 仅 1.23x，远低于历史估值中枢，但需重视监管风险及其影响的持续性，规避相关标的。

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。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，风险得到有效释放，当前估值仅 1.68xPB，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

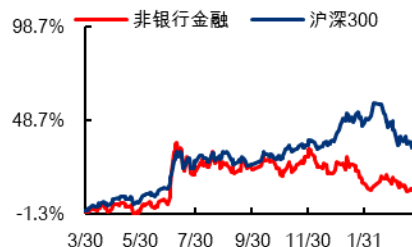
板块表现：

上周非银板块整体下跌 1.45%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 20/28；其中证券板块下跌 1.30%、保险板块下跌 1.85%，证券跑赢沪深 300 指数（-1.37%），保险跑输沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为国盛金控（5.50%）、东方财富（3.22%）、国投资本（0.55%）、中信证券（0.30%）、兴业证券（0.23%），保险公司涨跌幅分别为天茂集团（3.00%）、中国人寿（-0.17%）、新华保险（-0.89%）、中国平安（-1.89%）、西水股份（-1.93%）、中国人寿（-1.98%）、中国太保（-2.31%）。

上周 5 个交易日合计成交金融 34540.21 亿元，日均成交金额 6908.04 亿元。北向资金合计净流入 247.09 亿元，其中非银板块净流入 18.80 亿元，中国平安、东方财富分别获净买入 14.91 亿元、6.89 亿元。截至 4 月 15 日，两市两融余额 16580.16 亿元，其中融资金额 15108.02 亿元，融券余额 1472.13 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

本周市场日均成交额环比下降 250 亿至 6900 亿，两融规模亦小幅回落，市场持续下行压制投资者交易热情。上市险企披露 3 月保费数据，受队伍清虚和产品重心调整影响，寿险整体表现不及预期，除新华保险和太平人寿外，其余寿险 3 月单月保费收入均同比减少，其中披露新单数据的平安寿险和人保寿险 3 月新单保费分别同比减少 25%和 42%。车险费改亦一定程度压降产险保费收入，3 月增速较 2 月显著回落。同时我们看到，近期保险业监管有趋严迹象，代理人和银保渠道业务模式存在一定调整压力，亦致使保费收入放缓。此外，友邦等外资险企在一二线城市的布局逐步深入&互联网保险的低价策略令头部险企面临定价、定位两难处境，也是上市险企保费不及预期的重要因素。不过我们认为，经历长时间回调后，当前保险板块估值已经较为充分的反映了市场和监管方面的负面因素影响，且投资逻辑并未破坏，短期扰动不改中长期投资价值。

比较行业核心指标后，我们预计证券、保险一季度业绩将略优于 2020 年同期，但券商更关注环比，且和市场关联更为紧密，故当前仍更为看好逻辑完好且在后疫情阶段复苏预期更具确定性的保险板块。当前四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.52-0.89 倍，极具中长期投资价值。券商板块当前平均 PB 2.01x，其中头部券商平均 PB 仅 1.23x，远低于历史估值中枢，但需重视监管风险及其影响的持续性，规避相关标的。

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。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，风险得到有效释放，当前估值仅 1.68xPB，中长期投资价值突显。

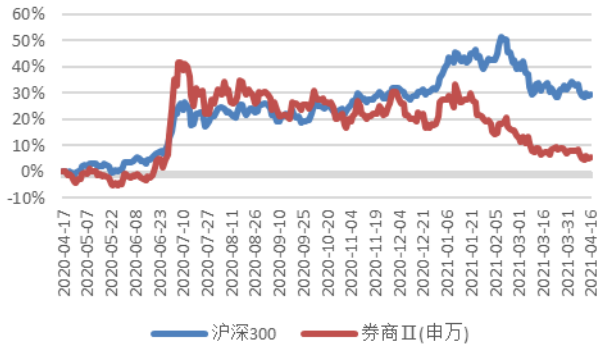
重点推荐：

证券：首推中信证券、推荐华泰证券

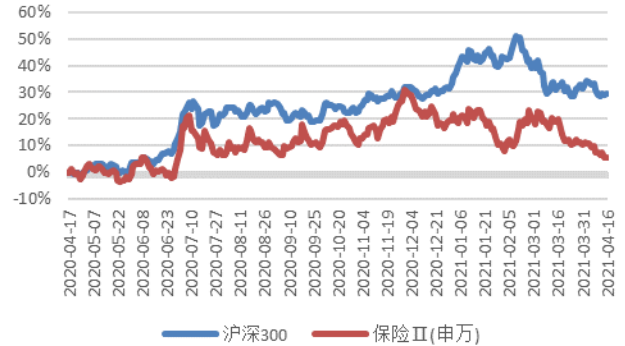
保险：首推中国平安、推荐中国太保

2. 板块表现

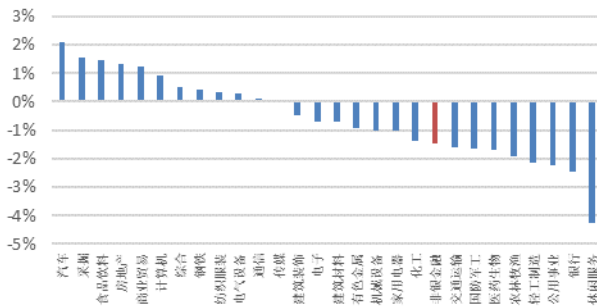
上周非银板块整体下跌 1.45%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 20/28；其中证券板块下跌 1.30%、保险板块下跌 1.85%，证券跑赢沪深 300 指数（-1.37%），保险跑输沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为国盛金控（5.50%）、东方财富（3.22%）、国投资本（0.55%）、中信证券（0.30%）、兴业证券（0.23%），保险公司涨跌幅分别为天茂集团（3.00%）、中国人保（-0.17%）、新华保险（-0.89%）、中国平安（-1.89%）、西水股份（-1.93%）、中国人寿（-1.98%）、中国太保（-2.31%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图


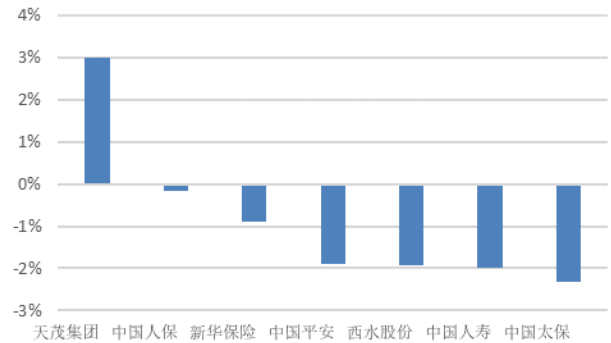
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图


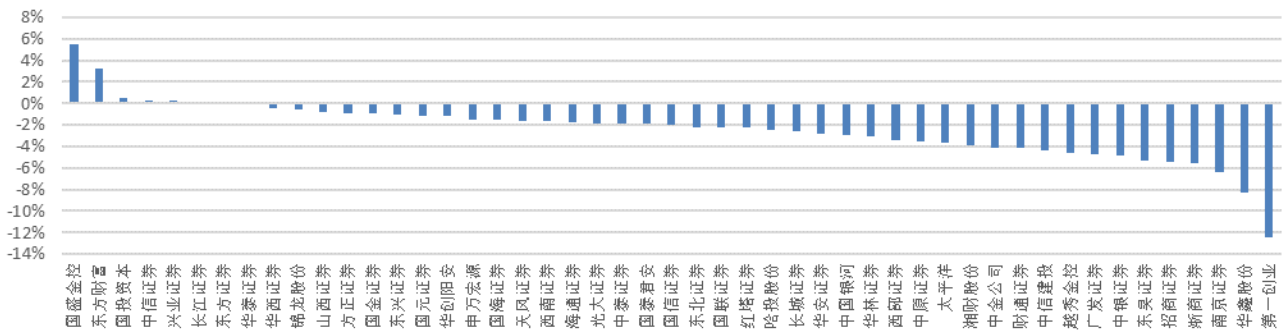
资料来源：wind，东兴证券研究所

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


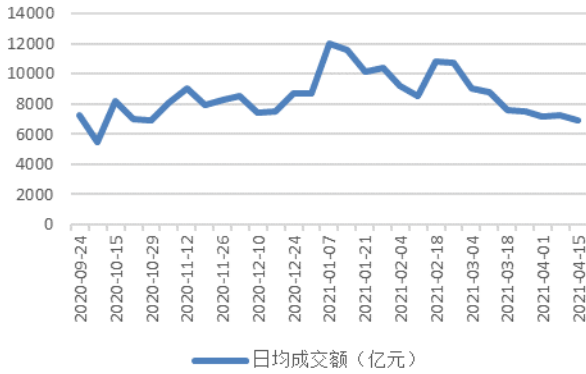
资料来源：wind，东兴证券研究所

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

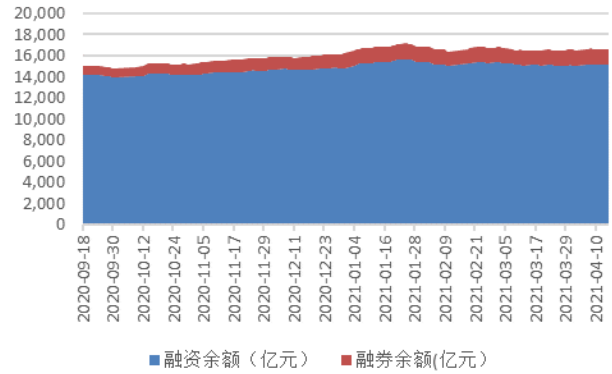
上周5个交易日合计成交金融 34540.21 亿元，日均成交金额 6908.04 亿元。北向资金合计净流入 247.09 亿元，其中非银板块净流入 18.80 亿元，中国平安、东方财富分别获净买入 14.91 亿元、6.89 亿元。截至 4 月 15 日，两市两融余额 16580.16 亿元，其中融资余额 15108.02 亿元，融券余额 1472.13 亿元。

图6：市场交易量情况



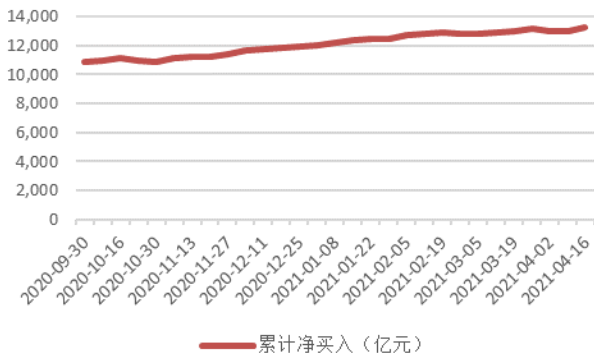
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



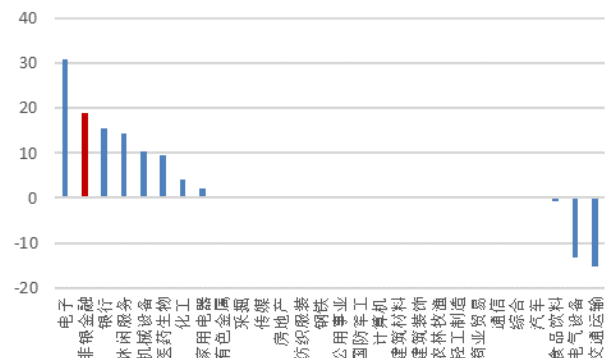
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



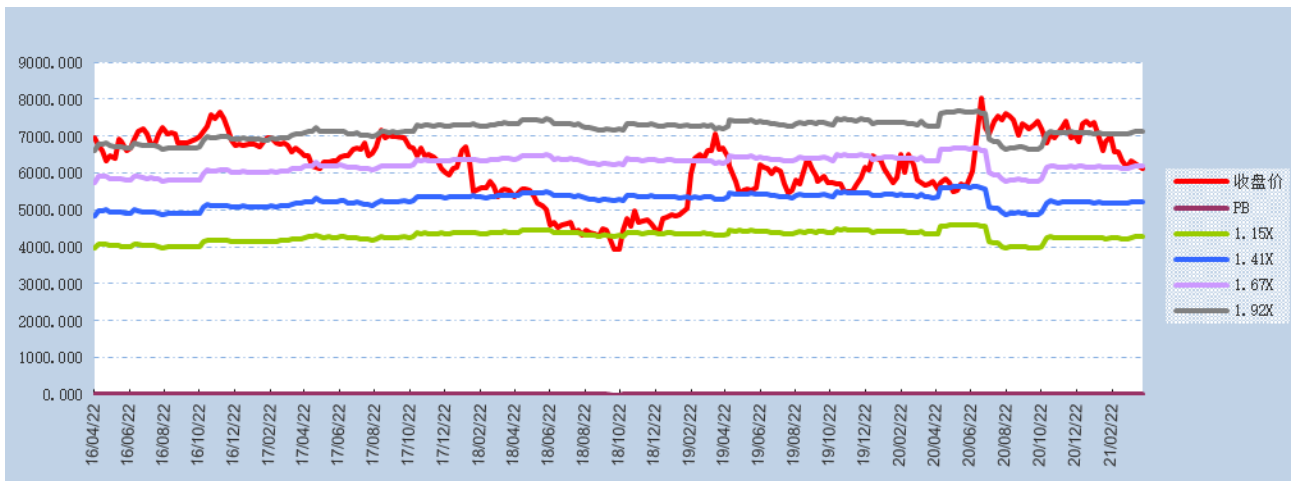
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）

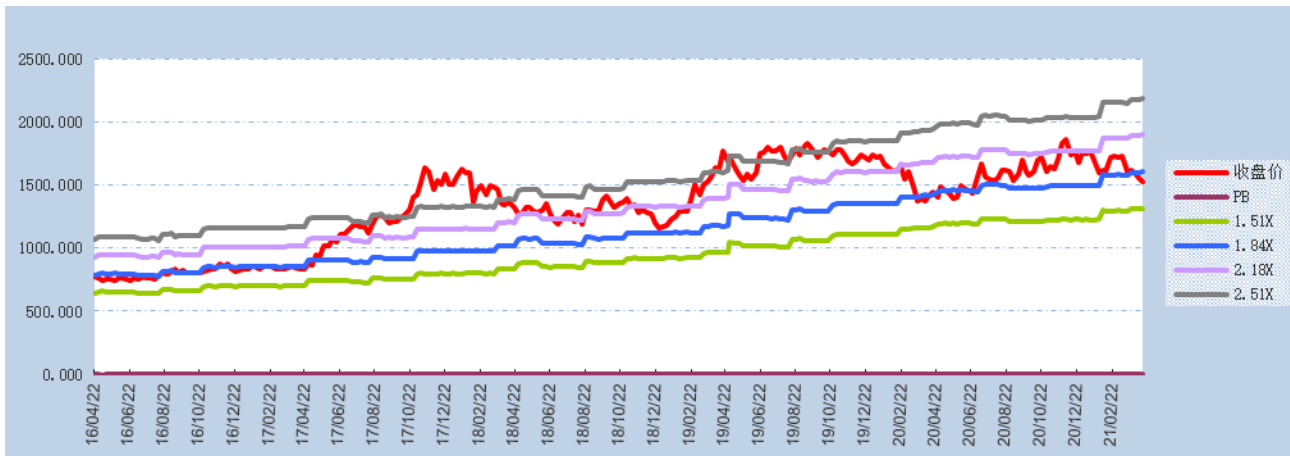


资料来源：wind，东兴证券研究所

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（4月12日-4月18日）

部门或事件	主要内容
央行	4月12日，中国3月份金融数据出炉：M2同比增9.4%，预期增9.6%，前值增10.1%；新增人民币贷款2.73万亿元，预期2.5万亿元，前值1.36万亿元；社会融资规模增量为3.34万亿元，预期3.6万亿元，前值1.71万亿元，期末社会融资规模存量为294.55万亿元，同比增长12.3%。
银保监会	4月16日，银保监会披露，一季度末，银行业总资产329.6万亿元，同比增长9.2%，不良贷款率1.89%，较年初下降0.02个百分点；保险业总资产24.3万亿元，同比增长11.7%。一季度，银行业净利润同比增长1.5%，实现正增长。当前，商业银行资本充足率14.7%，保险业综合偿付能力充足率246.3%，核心偿付能力充足率234.3%。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（4月12日-4月18日）

个股	摘要	主要内容
浙商证券	业绩快报	4月12日，公司发布2021年第一季度业绩快报。2021年第一季度末，公司营业总收入为32.61亿元，同比增长73.05%；公司总资产较上年末增长15.70%，归属于上市公司股东的所有者权益较上年末增长2.19%，归属于上市公司普通股股东的每股净资产较上年末增长2.24%。
华西证券	年报	4月12日，公司发布2020年年度报告。2020年公司实现营业收入46.83亿元，同比增加18.93%；归属于上市公司股东和扣除非经常性损益的净利润为18.36亿元，同比增长29.12%。拟每10股派发现金股利1.11元（含税）。
东方财富	发行可转债	4月12日公告称，公司发行158.00亿元可转债，每张面值为人民币100元，共计1.58亿张。

中信建投	发行短期融资券	4月12日公告称,公司2021年度第一期短期融资券已于2021年4月9日兑付完毕,本息共计人民币40.23亿元。
中信建投	发行短期融资券	4月12日公告称,公司2021年度第五期短期融资券(债券通)已发行完毕,发行规模为人民币39亿元,票面利率为2.35%,期限为78天。
华西证券	发行短期融资券	4月13日公告称,公司2021年度第一期短期融资券发行完毕,实际发行总额15亿元,票面利率2.68%,发行面值人民币100元,短期融资券期限为91天。
招商证券	发行短期融资券	4月13日公告称,公司2021年度第三期短期融资券发行完毕,实际发行总额50亿元,票面利率2.64%,发行面值人民币100元,短期融资券期限为88天。
中国人寿	业绩快报	4月13日公告称,公司于2021年1月1日至2021年3月31日期间,累计原保险保费收入约为人民币3239亿元。
新华保险	业绩快报	4月13日公告称,公司于2021年1月1日至2021年3月31日期间累计原保险保费收入为人民币633.91亿元。
中国人保	业绩快报	4月13日公告称,公司于2021年1月1日至2021年3月31日经由本公司子公司中国人民财产保险股份有限公司、中国人民人寿保险股份有限公司及中国人民健康保险股份有限公司所获得的原保险保费收入分别为人民币1355.52亿元、人民币506.60亿元及人民币171.90亿元。
东方财富	发行可转债	4月14日公告称,公司发布签署募集资金三方监管协议的公告,公司向不特定对象发行可转换公司债券方式实际募集资金净额为人民币157.80亿元。至公告披露之日,公司和保荐机构中国国际金融股份有限公司及中国建设银行股份有限公司上海市分行签署了《募集资金三方监管协议》,协议限定项目募集资金的存储和使用等。
长江证券	业绩快报	4月14日,公司发布2021年一季度业绩预告。2021年1月1日至2021年3月31日期间,公司归属于上市公司股东的净利润7.01亿元,比上年同期增加64.53%;基本每股收益0.13元/股,上年同期每股收益为0.08元/股(未审计)。
第一创业	业绩快报	4月14日,公司发布2021年一季度业绩预告。2021年1月1日至2021年3月31日期间,公司归属于上市公司股东的净利润0.14亿元,比上年同期下降94.13%;基本每股收益0.003元/股,上年同期每股收益为0.067元/股(未审计)。
中国太保	业绩快报	4月14日,公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于2021年1月1日至2021年3月31日期间累计原保险业务收入分别为人民币954.17亿元和人民币432.92亿元。
中国平安	业绩快报	4月14日,公司子公司中国平安财产保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、平安养老保险股份有限公司、平安健康保险股份有限公司于2021年1月1日至2021年3月31日期间累计原保险业务收入分别为人民币661.74亿元、1663.97亿元、78.18亿元和33.85亿元。
越秀金控	业绩快报	4月14日,公司发布2021年第一季度业绩预告。2021年1月1日至2021年3月31日期间,公司归属于上市公司股东的净利润5.20亿元至5.80亿元,比上年同期下降84%至85%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润5.20亿元至5.80亿元,比上年同期上升111%至135%;基本每股收益0.189元/股至0.211元/股,上年同期每股收益为1.281元/股(未审计)。
国金证券	发行短期融资券	4月15日公告称,公司发行2021年度第二期短期融资券,发行总额12亿元,票面利率2.70%,期限91天。

越秀金控	业绩快报	4月15日公告称，截止2021年3月末，公司借款余额为917.86亿元，当年累计新增借款金额109.70亿元，累计新增借款占上年末净资产比例为35.02%，超过20%。
越秀金控	发行中期票据	4月15日公告称，公司发行2021年度第一期中期票据，发行总额7亿元，发行利率3.79%，期限4年。
渤海租赁	年报	4月15日公告称，公司发布2020年度业绩快报。2020年，公司实现营业收入274.18亿元，同比下降29.34%，归母净利润-77.04亿元，同比下降516.80%。
渤海租赁	业绩快报	4月15日公告称，公司发布2021年第一季度业绩预告。2021年1月1日至2021年3月31日期间，公司归属于上市公司股东的净利润-3.5至-4.5亿元，比上年同期下降191.95%至218.22%；基本每股收益-0.0568元/股至-0.0730元/股，上年同期每股收益为0.0616元/股。
中国太平	业绩快报	4月16日公告称，公司发布保费收入公告。2021年1月1日至3月31日期间，太平人寿保费收入580.02亿元，同比增长3.18%；太平产险保费收入67.40亿元，同比增长2.35%；太平养老保费收入21.07亿元，同比增长28.44%。

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

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