

非银金融行业跟踪：一季度业绩兑现 望助力板块估值修复

2021年04月26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大增 1000 亿至 7940 亿，两融规模亦缓慢回升，投资者信心有恢复迹象。行业一季报即将密集出炉，由于内地和香港权益市场表现优于 2019 年同期，且券商投行业务向好&保险负债端回暖，预计行业 2020 一季度业绩将同比小幅增长（p. s. 固定收益类资产配置过高或触雷的公司业绩表现相对不佳）。业绩兑现有望助力板块估值修复。

年初以来行业监管趋严且程度超预期，对政策及监管较为敏感的非银板块估值承压明显。不过我们认为，严监管对行业短空长多，规范化经营有利于行业行稳致远。举例来说，银保监会规范短期健康险产品销售，涉及“保证续保”等合规问题的险种将于 5 月 1 日前停售。而 2020 年起短期健康险成为险企抢占市场份额、获客增量的重要产品线，新规出台对该险种销售产生不利影响，进而压低保费整体增速，但可以预见在销售策略调整后险企负债端整体价值率有望回升，进而带动新业务价值增长，助力行业价值属性回归。且经历长时间回调后，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。当前四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.52-0.87 倍，我们继续坚定推荐。

沪深交易所已正式接收首批四单基础设施公募 REITs 申报，该业务券商可以通过投行、资管、投资等业务条线全方位全流程参与，属于重要的增量业务且空间广阔。同时，作为市场风向标，投资者情绪回暖直接利好证券板块。当前板块平均 PB 2.03x，其中头部券商平均 PB 仅 1.22x，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 1.66xPB，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

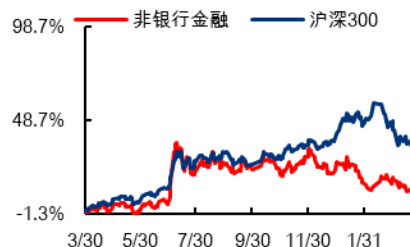
板块表现：

上周非银板块整体上涨 0.23%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 19/28；其中证券板块上涨 1.82%、保险板块下跌 1.63%，均跑输沪深 300 指数（3.41%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方财富（10.57%）、中金公司（9.30%）、方正证券（8.41%）、兴业证券（5.53%）、国联证券（3.48%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（4.83%）、新华保险（0.70%）、中国人保（0.00%）、中国平安（-0.07%）、中国太保（-3.31%）、天茂集团（-3.40%）、西水股份（-6.23%）。

上周 5 个交易日合计成交金融 38837.93 亿元，日均成交金额 7767.59 亿元。北向资金合计净流入 210.24 亿元，其中非银板块净流出 11.78 亿元，东方财富获净买入 11.82 亿元，中国平安遭净卖出 23.60 亿元。截至 4 月 22 日，两市两融余额 16722.74 亿元，其中融资余额 15200.52 亿元，融券余额 1522.22 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大增 1000 亿至 7940 亿，两融规模亦缓慢回升，投资者信心有恢复迹象。行业一季报即将密集出炉，由于内地和香港权益市场表现优于 2019 年同期，且券商投行业务向好&保险负债端回暖，预计行业 2020 一季度业绩将同比小幅增长（p. s. 固定收益类资产配置过高或触雷的公司业绩表现相对不佳）。业绩兑现有望助力板块估值修复。

年初以来行业监管趋严且程度超预期，对政策及监管较为敏感的非银板块估值承压明显。不过我们认为，严监管对行业短空长多，规范化经营有利于行业行稳致远。举例来说，银保监会规范短期健康险产品销售，涉及“保证续保”等合规问题的险种将于 5 月 1 日前停售。而 2020 年起短期健康险成为险企抢占市场份额、获客增量的重要产品线，新规出台对该险种销售产生不利影响，进而压低保费整体增速，但可以预见在销售策略调整后险企负债端整体价值率有望回升，进而带动新业务价值增长，助力行业价值属性回归。且经历长时间回调后，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。当前四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.52-0.87 倍，我们继续坚定推荐。

沪深交易所已正式接收首批四单基础设施公募 REITs 申报，该业务券商可以通过投行、资管、投资等业务条线全方位全流程参与，属于重要的增量业务且空间广阔。同时，作为市场风向标，投资者情绪回暖直接利好证券板块。当前板块平均 PB 2.03x，其中头部券商平均 PB 仅 1.22x，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 1.66xPB，中长期投资价值突显。

重点推荐：

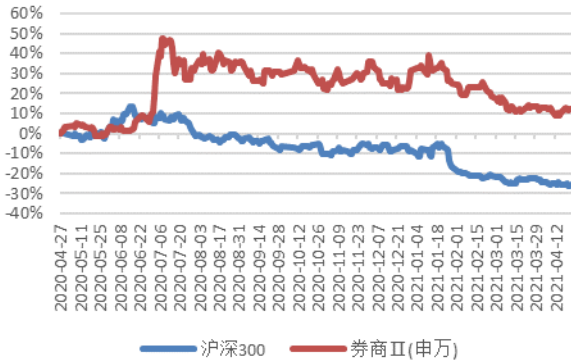
证券：首推中信证券、推荐华泰证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

2. 板块表现

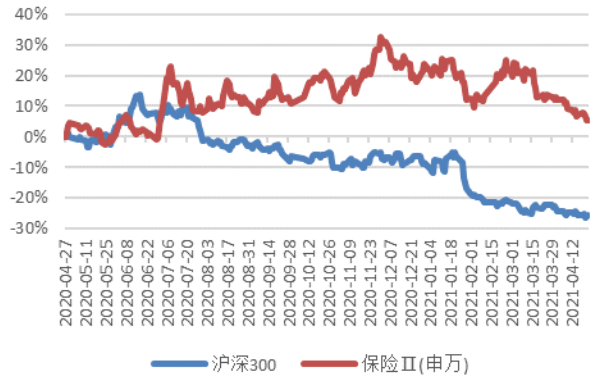
上周非银板块整体上涨 0.23%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 19/28；其中证券板块上涨 1.82%、保险板块下跌 1.63%，均跑输沪深 300 指数（3.41%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方财富（10.57%）、中金公司（9.30%）、方正证券（8.41%）、兴业证券（5.53%）、国联证券（3.48%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（4.83%）、新华保险（0.70%）、中国人保（0.00%）、中国平安（-0.07%）、中国太保（-3.31%）、天茂集团（-3.40%）、西水股份（-6.23%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



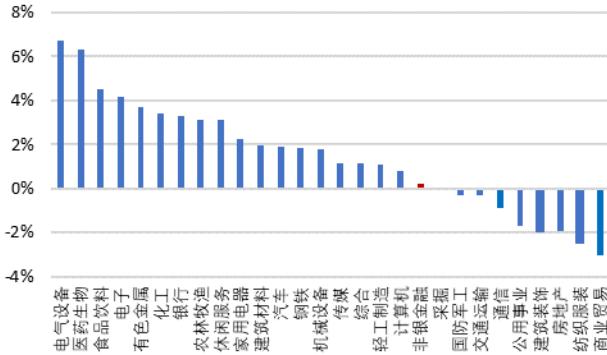
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



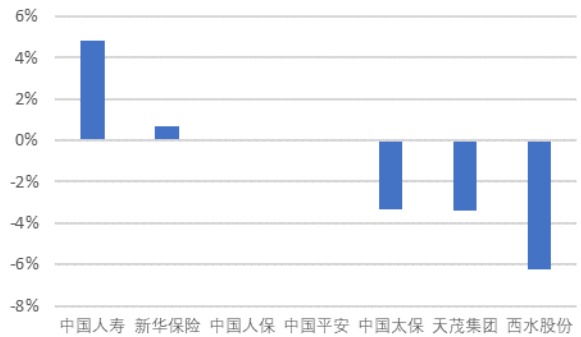
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



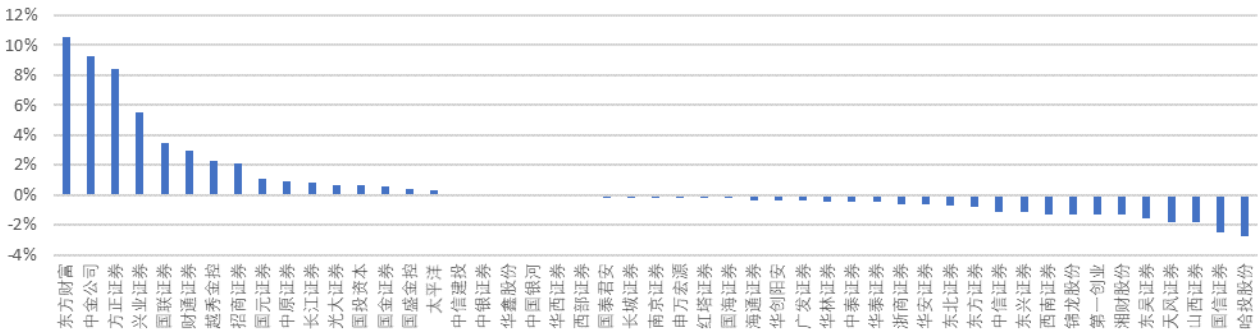
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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5个交易日合计成交金融 38837.93 亿元，日均成交金额 7767.59 亿元。北向资金合计净流入 210.24

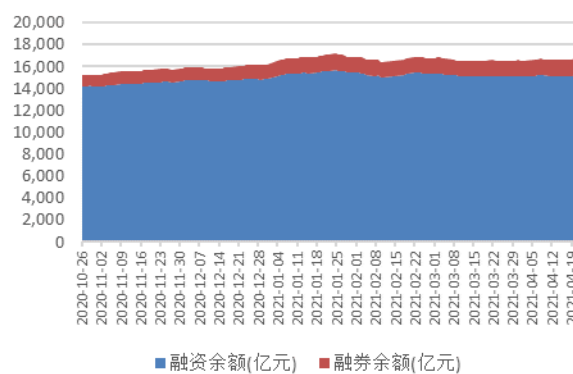
亿元，其中非银板块净流出 11.78 亿元，东方财富获净买入 11.82 亿元，中国平安遭净卖出 23.60 亿元。截至 4 月 22 日，两市两融余额 16722.74 亿元，其中融资余额 15200.52 亿元，融券余额 1522.22 亿元。

图6：市场交易量情况



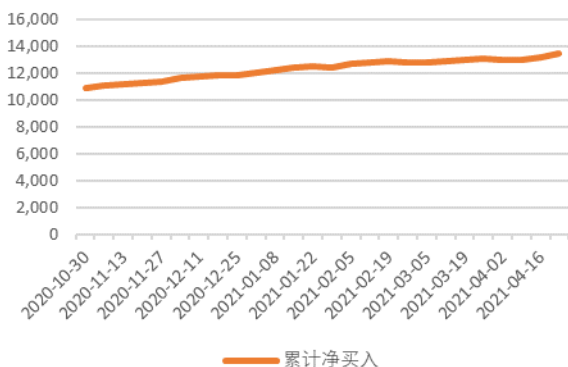
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



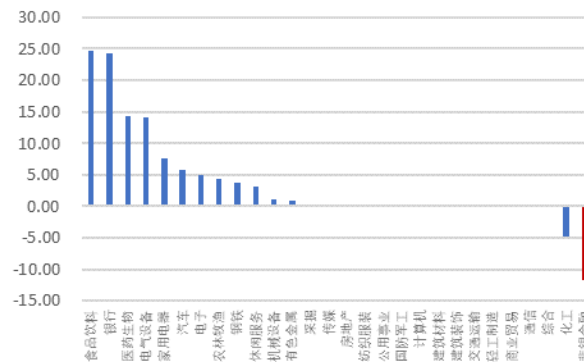
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



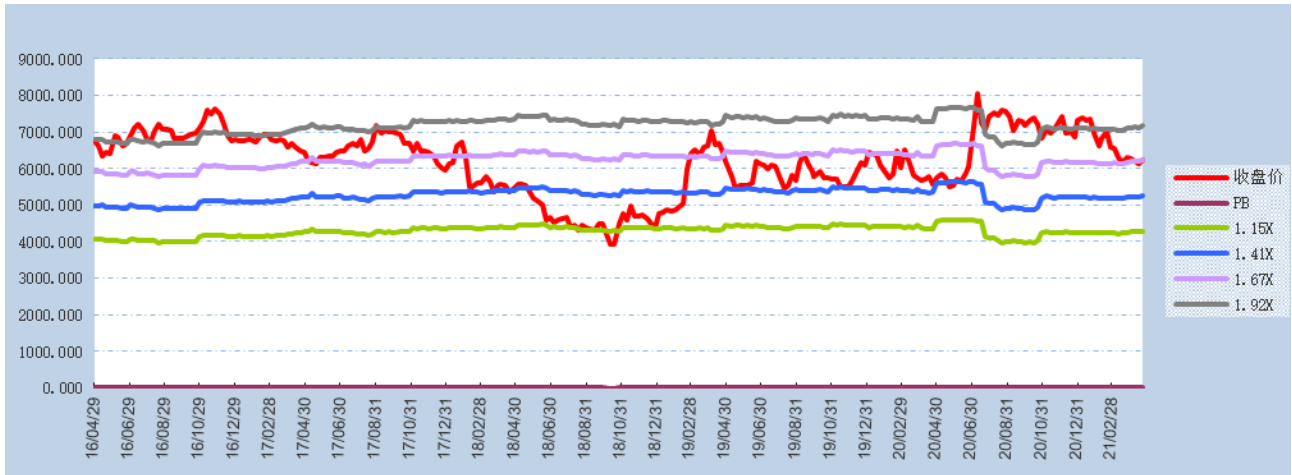
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



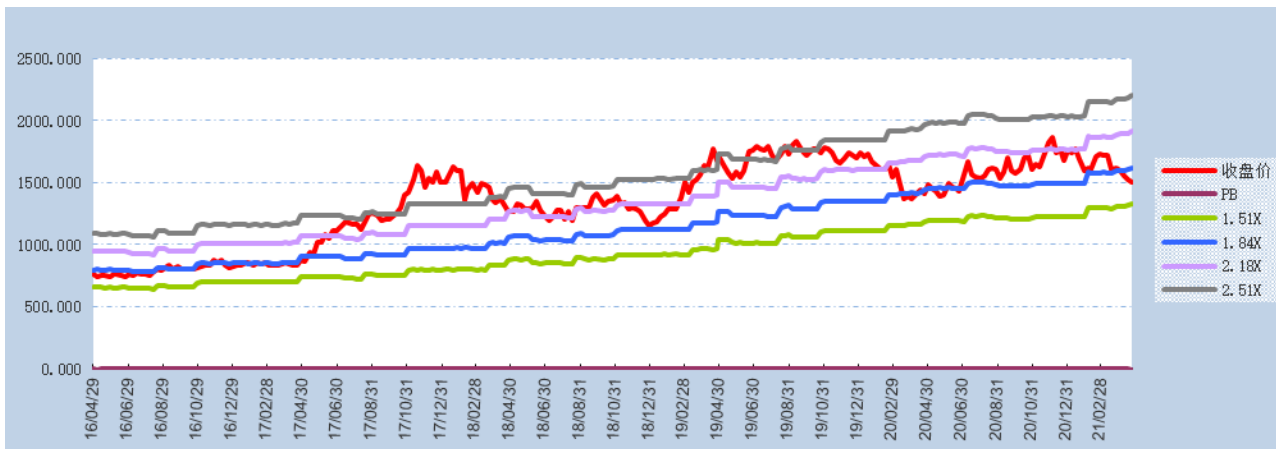
资料来源：wind，东兴证券研究所

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19日-4月25日）

部门或事件	主要内容
银保监会	4月25日，银保监会网站发布《关于2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》。《通知》提出围绕“两增”目标，确保对小微企业的信贷支持力度。另外，《通知》提出差异化的考核要求：五家大型银行要努力实现普惠型小微企业贷款全年增长30%以上；大型银行要将小微企业“首贷户”占比纳入内部绩效指标等。对比2020年，今年《通知》对贷款流向尤其是“套利”方面提出严格要求，并且要求加强小微企业贷款用途监控，确保资金投向真实合规。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（4月19日 - 4月25日）

个股	摘要	主要内容
天风证券	营业部撤销	4月19日，公司发布公告，近日决定撤销襄阳长虹南路证券营业部。
国元证券	一季报预告	4月19日，公司发布2021年一季度业绩预报。公司一季度营业收入92,183.59万元，同比增长1.32%；营业利润40,175.52万元，同比增长4.83%；归属于上市公司股东的净利润为33,382.38万元，同比增长18.01%；基本每股收益为0.08元/股。
方正证券	一季报预告	4月19日，公司发布2021年一季度业绩预报。公司一季度营业收入204,860.61万元，同比增长5.83%；营业利润111,929.85万元，同比增长134.08%；归属于上市公司股东的净利润为88,164.22万元，同比增长135.27%；基本每股收益为0.11元/股。
第一创业	股份质押	4月20日，公司公告称，持有公司5%以上股份的股东华熙昕宇投资有限公司，将持有的部分公司股份用于补充质押，质押数量1700万股，占其所持股份比例5.23%，占公司总股本比例0.41%。
中国平安	一季报	4月20日，公司发布2021年第一季度报告，报告期内实现归母净利润272.23亿元，同比增长4.5%；归母营运利润391.20亿元，同比增长8.9%。寿险及健康险新业务价值189.80亿元，同比增长15.4%。产险综合成本率95.2%，同比下降1.3pct。投资组合总投资收益率3.1%，同比下降0.3pct；净投资收益率3.5%，同比下降0.1pct。。
华泰证券	美元债发行	4月21日，公司公告称，公司已于香港联合交易所有限公司完成13亿美元的固定利率美元债券的发行，其中三年期品种8亿美元，五年期品种5亿美元，并于日前在上述三年期品种的基础上完成1亿美元的固定利率美元债券的增发。
中原证券	年报	4月21日，公司公告称中州证券发布2020年度报告，公司完成非公开发行A股股票773,814,000股，每股面值人民币1元，发行价格为每股A股人民币4.71元，注册资本增加至人民币46.43亿元。营业收入31.03亿元，同比增长30.08%，归属于上市公司股东的净利润1.04亿元，同比增长79.14%。
东兴证券	年报	4月21日，公司发布2020年度报告。报告期内，公司营业收入56.87亿元，同比增长27.10%，归属于上市公司股东的净利润15.40亿元，同比增长26.13%。
中国人寿	一季报预告	4月21日，公司发布2021年第一季度业绩预增公告。预计2021年第一季度归属于母公司股东的净利润较2020年同期增加约人民币94.00亿元到人民币128.18亿元，同比增长约55%到75%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润较2020年同期增加约人民币94.16亿元到人民币128.40亿元，同比增长约55%到75%
西水股份	重大资产重组	4月21日，公司发布继续推进重大资产重组事项的进展公告，公司或公司指定的控股子公司拟以现金方式收购北京千禧世豪和北京中胜世纪合计持有的华夏人寿21%—25%的股权，本次标的股权交易定价不超过310亿元人民币，公司已支付支付了定金70亿元。
中信建投	一季报	4月22日，公司发布2021年第一季度报告。报告期内，公司营业收入48.04亿元，同比增长9.63%，归属于上市公司股东的净利润17.22亿元，同比减少11.74%。
中信建投	拟成立子公司	4月22日，公司发布对外投资公告，拟出资不超过人民币25亿元设立一家全资附属的资产管理子公司，初始注册资本人民币10亿元，从事证券资产管理相关业务。
国泰君安	对外担保	4月22日，公司发布境外全资附属公司根据中期票据计划进行首次发行并由公司提

供担保的公告，公司境外全资附属公司 GUOTAI JUNAN HOLDINGS LIMITED 作为发行主体，已完成本次中票计划项下的首次发行，发行金额为 5 亿美元、期限为 5 年、票面利率为 2.00%。

中国平安 一季报

4 月 22 日，公司发布 2021 年第一季度报告。报告期内，公司营业收入人民币 3403.08 亿元，同比增长 3.7%；归属于母公司股东的净利润为人民币 272.23 亿元，同比增长 4.5%；公司寿险及健康险新业务价值 189.80 亿元，同比增长 15.4%。

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