

非银金融

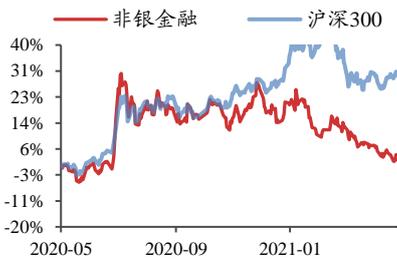
2021年05月05日

券商估值已到底部，看好三类标的投资机会

——非银金融行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市保险公司 2021 年 1 季度业绩综述-2021Q1 高开低走,后续关注代理人质态提升进展》-2021.5.2

《非银金融行业周报-一季度基金赎回好于预期,继续推荐东方财富》-2021.4.25

《非银金融行业周报-金融科技科创板上市受限,看好财富管理优势券商》-2021.4.18

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790120100011

龚思匀（联系人）

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790120110033

● 周观点：非银持仓进一步下降，继续看好东方财富等财富管理优势标的

从基金一季报看，主动基金重仓股中券商和保险持仓比例进一步下降，分别降至 0.54%、1.94%，环比分别-43bps/-93bps。重仓个股看，主动基金对中国平安、新华保险、东方财富和中信证券有所减仓，对中国太保有所加仓。保险负债端维持弱复苏格局，券商板块估值已反映悲观预期，行业ROE有望延续上行趋势，继续看好财富管理、资产管理优势较强标的。

● 券商：头部券商 1 季度年化 ROE 站上 10%，估值见底看好三类标的

(1) 40家上市券商2021Q1实现归母净利润422亿，同比+27.3%，符合我们预期，年化ROE达到8.9%，较2020年8.4%进一步提升。TOP6券商2021Q1扣非净利润增速达到39%，年化ROE由2020年的8.8%进一步升至10.2%，明显优于上市券商平均水平。(2) 证监会发布《IPO辅导监管规定》征求意见稿，体现统一规范、明确定位和高效便民原则，规定辅导期原则上不少于3个月，明确派出机构辅导验收工作时限不得超过20个工作日，验收工作完成函的有效期为12个月。本次政策进一步规范辅导相关工作，统一标准，有助于提升上市公司质量。(3) 交易端和基本面因素共同造成券商估值持续下移，目前TOP6券商PB降至1.24倍，2020年静态PE 15.2倍，国泰君安、海通证券、广发证券平均PB估值仅1.05倍，考虑券商净资产质量安全、年化ROE已站上10%，头部券商估值已到底部，目前时点我们看好券商板块投资机会，第一条主线：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；第二条主线标的：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券和广发证券有所受益；第三条主线：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H股)有所受益。

● 保险：供需两侧均影响保险负债端增速，关注后续转型效果

(1) 受益于权益投资收益增长，多数上市险企净利润实现同比高增，中国人寿、中国平安2021Q1NBV分别-13.2%/+15.4%，分化主要受基数影响。预计2021Q1上市险企NBV增速高开低走，整体略低于预期。负债端低于预期主要受疫情对消费的压制影响仍在、代理人转型仍在途中人力同比下降等因素影响，关注后续增员和产能提升效果。(2) 平安收购方正集团资产有利于加速医疗健康产业布局，提升产品端和渠道端的综合竞争力，医疗健康和养老产业布局成为龙头险企应对行业竞争的重要举措。(3) 保险股P/EV估值处于历史低点，基本反应负债端不及预期影响。全年看，资产端利差同比扩张较为确定，负债端复苏进展将决定保险股估值修复幅度，而代理人渠道升级及产品供给增加可助力负债端复苏，推荐正处于寿险改革聚焦渠道升级、产品升级、经营升级且处于改革全国推广期的中国平安。

● 受益标的组合：

券商：东方财富，兴业证券，中信证券，国泰君安，广发证券，中金公司 H 股；
保险：中国平安。

● 风险提示：股市波动对券商和保险带来不确定影响；保险负债端增长不及预期。

目 录

1、一周观点：非银持仓进一步下降，继续看好东方财富等财富管理优势标的	3
2、市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑输指数	4
3、数据追踪：两市成交额回升	4
4、行业及公司要闻：交易所拟调整创业板发行股份购买资产申请的审核期限	6
5、风险提示	8

图表目录

图 1：本周 A 股整体下跌，非银板块跑输指数	4
图 2：国泰君安、江苏租赁分别+3.63%/+3.34%	4
图 3：2021 年 4 月日均股基成交额同比+21%	5
图 4：2021 年 4 月 IPO 承销规模累计同比+17%	5
图 5：2021 年 4 月再融资累计承销规模同比+12%	5
图 6：2021 年 4 月券商债券承销规模累计同比-4%	5
图 7：4 月两市日均两融余额同比+57.03%	5
图 1：3 月上市险企单月寿险保费同比继续放缓	6
图 2：3 月单月财险保费同比下降明显	6
表 1：受益标的估值表	4

1、一周观点：非银持仓进一步下降，继续看好东方财富等财富管理优势标的

从基金一季报看，主动基金重仓股中券商和保险持仓比例进一步下降，分别降至0.54%、1.94%，环比分别-43bps/-93bps。重仓个股看，主动基金对中国平安、新华保险、东方财富和中信证券有所减仓，对中国太保有所加仓。保险负债端维持弱复苏格局，券商板块估值已反映悲观预期，行业 ROE 有望延续上行趋势，继续看好财富管理、资产管理优势较强标的。

券商：头部券商 1 季度年化 ROE 站上 10%，估值见底看好三类标的

(1) 40 家上市券商 2021Q1 实现归母净利润 422 亿，同比+27.3%，符合我们预期，年化 ROE 达到 8.9%，较 2020 年 8.4% 进一步提升。TOP6 券商 2021Q1 扣非净利润增速达到 39%，年化 ROE 由 2020 年的 8.8% 进一步升至 10.2%，明显优于上市券商平均水平。(2) 证监会发布《IPO 辅导监管规定》征求意见稿，体现统一规范、明确定位和高效便民原则，规定辅导期原则上不少于 3 个月，明确派出机构辅导验收工作时限不得超过 20 个工作日，验收工作完成函的有效期为 12 个月。本次政策进一步规范辅导相关工作，统一标准，有助于提升上市公司质量。(3) 交易端和基本面因素共同造成券商估值持续下移，目前 TOP6 券商 PB 降至 1.24 倍，2020 年静态 PE 15.2 倍，国泰君安、海通证券、广发证券平均 PB 估值仅 1.05 倍，考虑券商净资产质量安全、年化 ROE 已站上 10%，头部券商估值已到底部，目前时点我们看好券商板块投资机会，第一条主线：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；第二条主线标的：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券和广发证券有所受益；第三条主线：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H 股) 有所受益。

保险：供需两侧均影响保险负债端增速，关注后续转型效果

(1) 受益于权益投资收益增长，多数上市险企净利润实现同比高增，中国人寿、中国平安 2021Q1 NBV 分别-13.2%/+15.4%，分化主要受基数影响。预计 2021Q1 上市险企 NBV 增速高开低走，整体略低于预期。负债端低于预期主要受疫情对消费的压制影响仍在、代理人转型仍在途中人力同比下降等因素影响，关注后续增员和产能提升效果。(2) 平安收购方正集团资产有利于加速医疗健康产业布局，提升产品端和渠道端的综合竞争力，医疗健康和养老产业布局成为龙头险企应对行业竞争的重要举措。(3) 保险股 P/EV 估值处于历史低点，基本反应负债端不及预期影响。全年看，资产端利差同比扩张较为确定，负债端复苏进展将决定保险股估值修复幅度，而代理人渠道升级及产品供给增加可助力负债端复苏，推荐正处于寿险改革聚焦渠道升级、产品升级、经营升级且处于改革全国推广期的中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，兴业证券，中信证券，国泰君安，广发证券，中金公司 H 股；
 保险：中国平安。

表1: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/04/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	32.24	0.58	0.80	1.07	55.70	40.30	买入
601318.SH	中国平安	72.50	8.10	6.06	8.68	8.95	11.96	买入
3908.HK	中金公司	19.52	1.60	1.81	2.17	12.22	10.77	未评级
000776.SZ	广发证券	14.85	1.32	1.56	1.76	11.25	9.52	未评级
601377.SH	兴业证券	9.09	0.60	0.71	0.82	15.21	12.76	未评级
600030.SH	中信证券	23.85	1.16	1.44	1.67	20.56	16.59	未评级
601211.SH	国泰君安	16.56	1.20	1.47	1.67	13.80	11.24	未评级

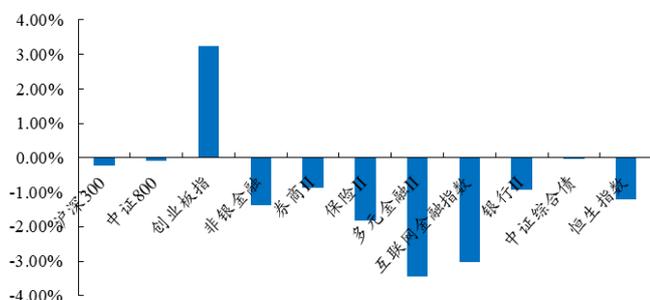
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: (1) 除东方财富、中国平安外, 上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期;

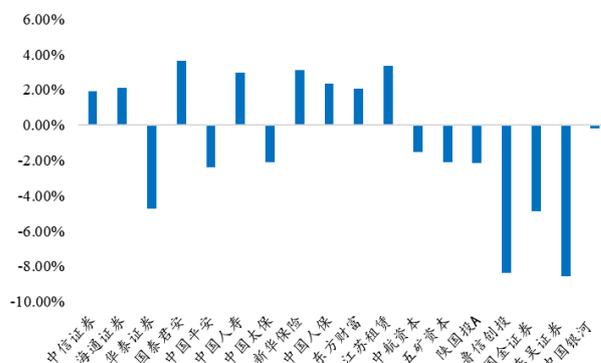
(2) 中金公司 H 股价格为港币, 2021 年 4 月 30 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)

2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑输指数

本周 (4 月 26 日至 4 月 30 日) A 股整体下跌, 沪深 300 指数-0.23%, 创业板指+3.24%, 中证综合债指数-0.03%。本周非银板块-1.38%, 跑输指数, 券商和保险分别-0.86%/-1.84%。从主要个股表现看, 国泰君安、江苏租赁以及新华保险分别+3.63%/+3.34%/+3.10%, 上涨较多。

图1: 本周 A 股整体下跌, 非银板块跑输指数


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 国泰君安、江苏租赁分别+3.63%/+3.34%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪: 两市成交额回升

基金发行情况: 本周 (4 月 26 日至 4 月 30 日) 新发股票+混合型基金 36 只, 发行份额 490 亿份, 环比+195%, 同比+245%。截至 4 月 30 日, 本年累计新发股票+混合型基金 461 只, 发行份额 1.0 万亿份, 同比+135%, 待审批偏股型基金减少 58 只。

券商经纪业务: 本周 (4 月 26 日至 4 月 30 日) 日均股基成交额为 8910 亿元, 环比+5%, 同比+20%; 截至 4 月 30 日, 两市年初至今累计日均股基成交额为 9621 亿元, 同比+14.7%。

券商投行业务: 截至4月30日, 2021年IPO/再融资/债券承销规模分别为1141亿元/2900亿元/29483亿元, 同比+17%/+12%/-4%, IPO和再融资规模同比扩张。

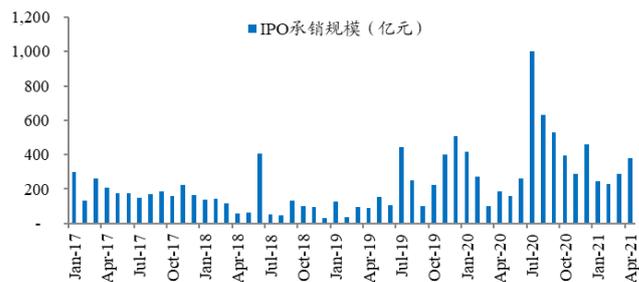
券商信用业务: 截至4月29日, 全市场两融余额达到16695亿元, 较4月初+0.94%, 两融余额占流通市值比重为2.55%; 融券余额1539亿元, 占两融比重达到9.22%, 占比环比提升。

图3: 2021年4月日均股基成交额同比+21%



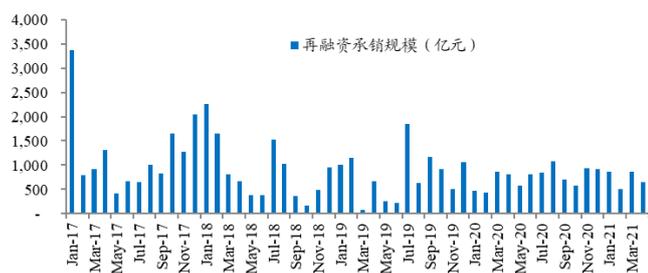
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2021年4月IPO承销规模累计同比+17%



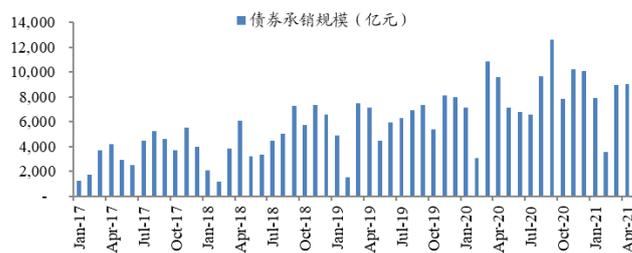
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021年4月再融资累计承销规模同比+12%



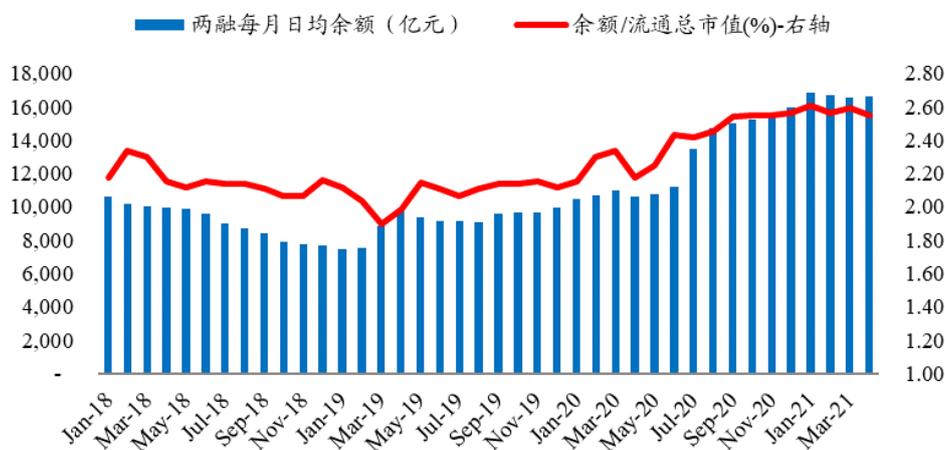
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2021年4月券商债券承销规模累计同比-4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 4月两市日均两融余额同比+57.03%

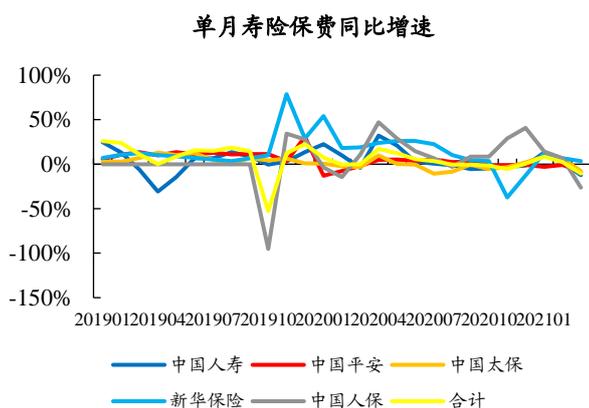


数据来源: Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据: 3月5家上市险企年累计寿险保费同比+2.66%(2月+7.35%), 其中: 新华保险+8.84%、中国人寿+5.24%、中国太保+3.86%、中国人保+2.61%、中国平安-4.12%。3月寿险保费同比为-10.69%(2月+2.42%), 其中: 新华保险+3.30%、中国太保-7.64%、中国平安-9.29%、中国人寿-12.38%、中国人保-26.25%。

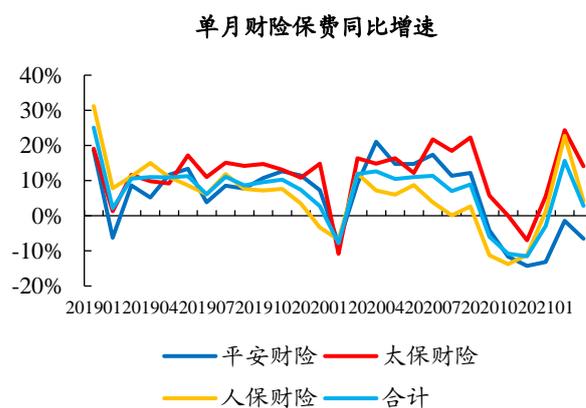
财险保费月度数据: 3月3家上市险企财险保费收入同比为+2.83%, 较2月的15.60%降低12.77pct, 主要原因为车险综改压力及部分非车险种同比放缓。其中: 太保财险+14.08%、人保财险+4.17%、平安财险-6.51%;

图1: 3月上市险企单月寿险保费同比继续放缓



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图2: 3月单月财险保费同比下降明显



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻: 交易所拟调整创业板发行股份购买资产申请的审核期限

● 行业要闻:

【央行: 一季度中国宏观杠杆率净下降2.6个百分点】 财联社5月1日讯, 央行发文称, 初步测算, 2021年一季度我国宏观杠杆率为276.8%, 比2020年末低2.6个百分点。分部门看, 非金融企业部门杠杆率为160.3%, 比2020年末低0.9个百分点; 政府部门杠杆率为44.5%, 比2020年末低1.3个百分点; 住户部门杠杆率为72.1%, 比2020年末低0.4个百分点。各部门杠杆率均出现不同程度的下降。未来, 随着疫情影响逐步减弱, 经济增长稳定, 债务总量与经济增长相匹配, 预计2021年宏观杠杆率将保持基本稳定。(财联社)

【中共中央政治局: 要辩证看待一季度经济数据 当前经济恢复不均衡、基础不稳固】 财联社4月30日讯, 中共中央政治局4月30日召开会议, 会议指出, 要辩证看待一季度经济数据, 当前经济恢复不均衡、基础不稳固。要用好稳增长压力较小的窗口期, 推动经济稳中向好, 凝神聚力深化供给侧结构性改革, 打通国内大循环、国内国际双循环堵点, 为“十四五”时期我国经济发展提供持续动力。(财联社)

【深交所: 拟调整创业板发行股份购买资产申请的审核期限 从现行45天的审核期限调整为2个月】 财联社4月30日讯, 深交所就《深圳证券交易所创业板上市公司重大资产重组审核规则》《深圳证券交易所创业板上市公司委员会管理办法》公开征求意见

见。意见提到，相应调整发行股份购买资产申请的审核期限，从现行45天的审核期限调整为2个月。按照《深圳证券交易所创业板上市委员会管理办法》要求，并购重组委会议需在会议召开5个工作日前，公布审议会议时间及审议项目信息，将相应增加审核时间。重组上市的审核时间保持不变，仍为3个月。（财联社）

【证监会：常态化打击场外配资】财联社4月30日讯，证监会市场二部副主任刘云峰今日在证监会新闻发布会上表示，下一步，证监会将坚决落实零容忍工作要求，与公安部等有关部门紧密协作配合，常态化打击场外配资，严厉查处场外配资违法犯罪案件，切实保护投资者合法权益，全力保障资本市场健康发展。（财联社）

【上交所：科创板上市公司发行股份购买资产申请的交易所审核时间修改为60天】财联社4月30日讯，上交所拟对《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则》进行修订。修订内容包括：一、增加科创公司发行股份购买资产申请的并购重组委员会审议流程，同时将重组交易项目由现有的上市委审议，调整为并购重组委员会审议。二、修改审核时间，完善相关计算规则。第一，将重组交易审核时限明确为自受理申请文件之日起，交易所审核和中国证监会注册的时间总计不超过3个月；第二，根据重组审核机构审核实践和并购重组委审议需要，发行股份购买资产申请的交易所审核时间修改为60天；第三，结合审核实践、进一步完善审核时限扣除情形，新增暂缓审议、处理会后事项、要求进行专项核查等情形。（财联社）

【4月新成立公募基金规模1327.64亿份 仅为1月份的27%】财联社4月30日讯，4月以来，新基金发行仍未见回暖。据财联社记者统计，截至发稿前，2021年4月份新成立基金共有106只，合计发行份额为1327.64亿份，平均发行份额为12.52亿元，三大数据均迎来2021年以来最低值。其中，4月新基金总发行份额与1月份的4901.40亿总发行份额相比，仅为其27.09%。若把时间拉长至2020年，本月新成立基金总发行份额和平均发行份额已达到2020年5月以来最低值。（财联社）

【13家被约谈网络平台企业表态 全面对标金融监管要求制定整改方案】财联社4月29日讯，今日，中国人民银行等金融管理部门联合对从事金融业务的主要网络平台企业进行监管约谈。参与此次约谈的13家企业表示，将高度重视自查和整改工作，全面对标金融监管要求制定整改方案，认真落实到位。在保证金融业务合规性和连续性的同时，继续坚持服务实体经济和人民群众的本源。（财联社）

● 公司公告集锦：

中国平安：公司发布关于参与方正集团重整进展的公告，平安人寿将以 370.5-507.5 亿元对价受让新方正集团 51.1%-70.0%的股权。

中信证券：公司发布 2021 年一季报，公司 2021 年一季度实现归母净利润 51.65 亿元，同比增长 26.73%

广发证券：公司发布 2021 年一季报，公司 2021 年一季度实现归母净利润 25.41 亿元，同比增长 22.71%

第一创业：公司发布 2021 年一季报，公司 2021 年一季度实现归母净利润 0.14 亿元，

同比增长-94.13%

长江证券：公司发布 2020 年年报，公司 2020 年实现归母净利润 20.85 亿元，同比增长 25.19%；基本每股收益 0.38 元。

方正证券：公司发布 2020 年年报，公司 2020 年实现归母净利润 10.96 亿元，同比 +8.82%；基本每股收益 0.13 元。

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn