

非银金融

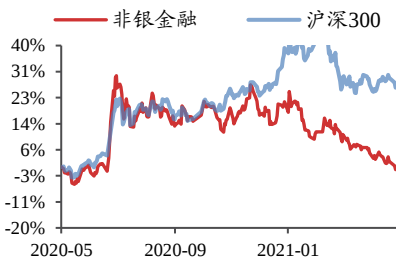
2021年05月09日

券商估值见底，看好财富管理方向和龙头标的

——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

《保险行业 2021 中期投资策略-供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展》-2021.5.8

《非银金融行业周报-券商估值已到底部，看好三类标的投资机会》-2021.5.5

《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

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：券商左侧布局时点已至，看好财富管理方向和龙头标的

我们认为券商板块2020年9月开始出现持续跑输指数的原因在于边际交易层面，机构化及机构头部化趋势、中证金减持、券商弹性弱化共同影响，而背后核心是估值未与ROE匹配。目前头部券商估值基本见底，ROE/PB比率接近银行龙头股，左侧布局时点已到。财富管理有望成为驱动行业ROE和估值提升的重要边际变量，看好财富管理方向和低估值的龙头标的。

● 券商：估值开始与 ROE 匹配，看好券商三类标的

（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）2020年9月开始券商持续跑输大盘，交易端多层原因是主要边际催化因素，背后本质原因是估值与ROE不匹配。目前头部券商估值已回到匹配位置，目前TOP6券商PB降至1.24倍，年化ROE已站上10%，ROE/PB比率升至8.39%，与头部银行接近，券商左侧布局时点已到。（3）目前时点我们看好券商板块三类标的机会，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）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：券商左侧布局时点已至，看好财富管理方向和龙头标的	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：上市公司须在定期报告披露公司因环境问题受到行政处罚情况	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 2：五矿资本、国泰君安分别+0.99%/+0.12%	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：券商左侧布局时点已至，看好财富管理方向和

龙头标的

我们认为券商板块 2020 年 9 月开始出现持续跑输指数的原因在于边际交易层面，机构化及机构头部化趋势、中证金减持、券商弹性弱化共同影响，而背后核心是估值未与 ROE 匹配。目前头部券商估值基本见底，ROE/PB 比率接近银行龙头股，左侧布局时点已到。财富管理有望成为驱动行业 ROE 和估值提升的重要边际变量，看好财富管理方向和低估值的龙头标的。

券商：估值开始与 ROE 匹配，看好券商三类标的

(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) 2020 年 9 月开始券商持续跑输大盘，交易端多层原因是主要边际催化因素，背后本质原因是估值与 ROE 不匹配。目前头部券商估值已回到匹配位置，目前 TOP6 券商 PB 降至 1.24 倍，年化 ROE 已站上 10%，ROE/PB 比率升至 8.39%，与头部银行接近，券商左侧布局时点已到。(3) 目前时点我们看好券商板块三类标的机会，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) 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
		2021/05/07	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	30.19	0.58	0.80	1.07	54.89	40.30	买入
601318.SH	中国平安	70.10	8.10	6.06	8.68	8.65	11.96	买入
3908.HK	中金公司	18.84	1.60	1.80	2.14	11.79	10.77	未评级
000776.SZ	广发证券	14.77	1.32	1.56	1.76	11.19	9.52	未评级
601377.SH	兴业证券	9.00	0.60	0.71	0.83	15.06	12.76	未评级
600030.SH	中信证券	23.44	1.16	1.44	1.67	20.21	16.59	未评级
601211.SH	国泰君安	16.58	1.20	1.48	1.67	13.82	11.24	未评级

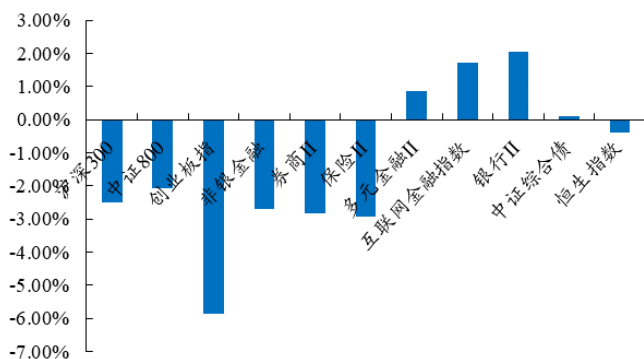
数据来源: Wind、开源证券研究所

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;

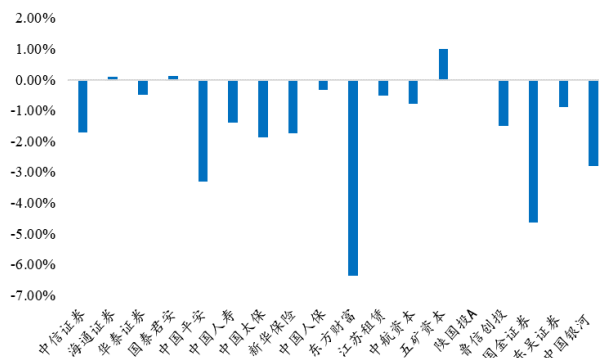
(2) 中金公司 H 股价格为港币, 2021 年 5 月 07 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)

2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑输指数

本周 (5 月 06 日至 5 月 07 日) A 股整体下跌, 沪深 300 指数-2.49%, 创业板指-5.85%, 中证综合债指数+0.10%。本周非银板块-2.70%, 跑输指数, 券商和保险分别-2.84%/-2.94%。从主要个股表现看, 五矿资本、国泰君安以及海通证券分别+0.99%/+0.12%/+0.09%, 略微上涨, 较为抗跌。

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: 五矿资本、国泰君安分别+0.99%/+0.12%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪: 两市成交额回升

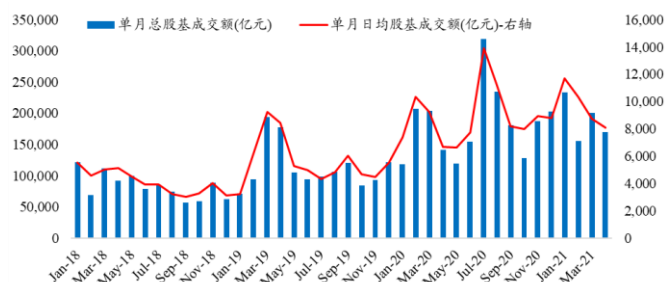
基金发行情况: 本周 (5 月 6 日至 5 月 7 日) 新发股票+混合型基金 14 只, 发行份额 64 亿份, 环比-87%, 同比-50%。截至 5 月 7 日, 本年累计新发股票+混合型基金 475 只, 发行份额 1.0 万亿份, 同比+130%, 待审批偏股型基金增加 6 只。

券商经纪业务: 本周 (5 月 6 日至 5 月 7 日) 日均股基成交额为 9407 亿元, 环比+6%, 同比+42%; 截至 5 月 07 日, 两市年初至今累计日均股基成交额为 9616 亿元, 同比+16.0%。

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。

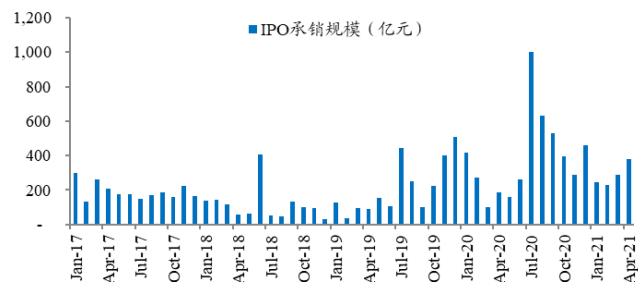
券商信用业务: 截至4月30日, 全市场两融余额达到16695亿元, 较4月初+0.35%, 两融余额占流通市值比重为2.55%; 融券余额1540亿元, 占两融比重达到9.17%, 占比环比下降。

图3: 2021年4月日均股基成交额同比+21%



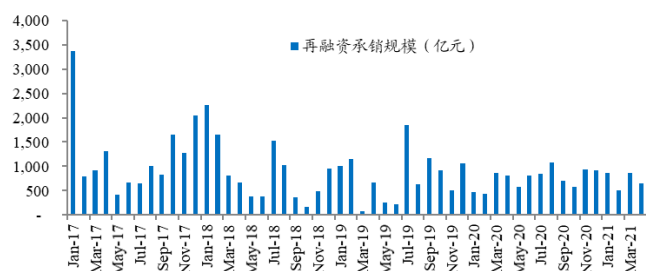
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2021年4月IPO承销规模累计同比+17%



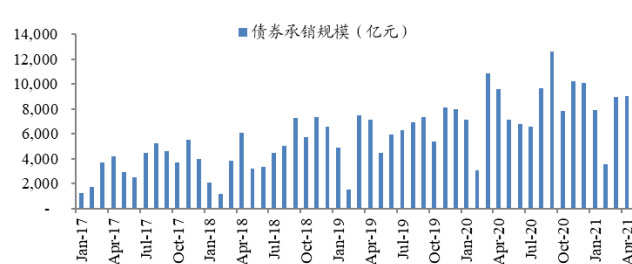
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021年4月再融资累计承销规模同比+12%



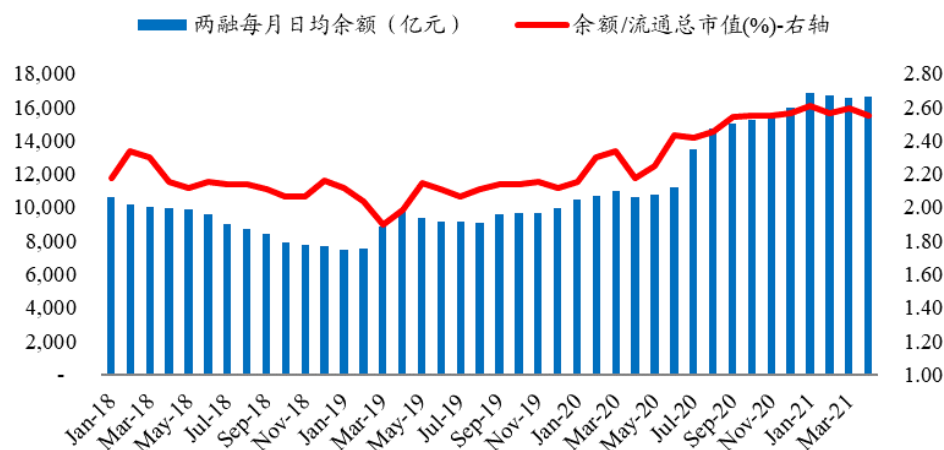
数据来源: Wind、开源证券研究所

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%

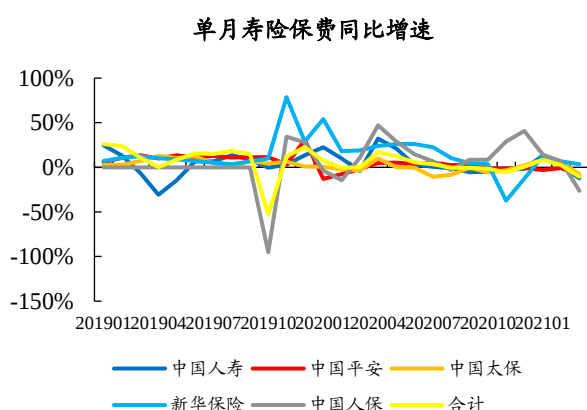


数据来源: Wind、开源证券研究所

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%。

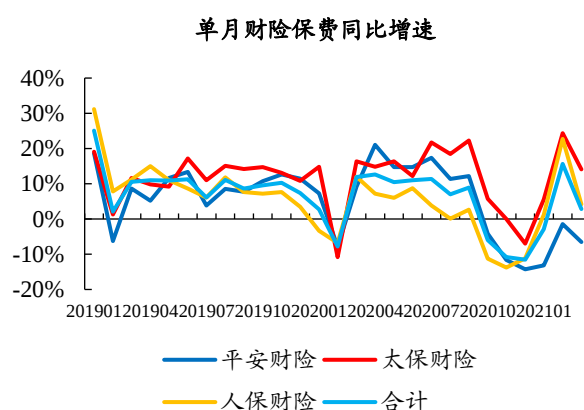
财险保费月度数据：3月3家上市险企财险保费收入同比为+2.83%，较2月的15.60%降低12.77pct，主要原因为车险综改压力及部分非车险种同比放缓。其中：太保财险+14.08%、人保财险+4.17%、平安财险-6.51%；

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：上市公司须在定期报告披露公司因环境问题受到行政处罚情况

● 行业要闻：

【证监会：上市公司须在定期报告披露公司因环境问题受到行政处罚情况】财联社5月7日讯，证监会修订形成了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号—年度报告的内容与格式（征求意见稿）》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号—半年度报告的内容与格式（征求意见稿）》，其中明确，上市公司须在定期报告新增报告期内公司因环境问题受到行政处罚情况的披露内容（财联社）

【“跨境理财通”细则发布：总额度1500亿 单个投资者额度100万】财联社5月6日讯，今日，广东六家“一行两局”金融监管机构就《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则（征求意见稿）》公开征求意见。《细则》提出，“北向通”跨境资金净流入额上限和“南向通”跨境资金净流出额上限均不超过“跨境理财通”业务试点总额度。目前，“跨境理财通”业务试点总额度暂定为1500亿元人民币。另外，“跨境理财通”业务试点对单个投资者实行额度管理，投资额度为100万元。港澳投资者可以购买内地银行非保本净值化理财产品，但现金管理类理财产品除外。（财联社）

【监管摸底险企信用债交易情况】财联社5月5日讯，近日，监管部门在业内展开信

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

用债市场风险情况书面调研，旨在全面摸清保险资金信用债交易情况和风险底数。根据要求，保险机构将填报相关信息，配合此次调研。调研内容包括：当前信用债市场风险主要表现形式，包括但不限于信用、利率、流动性等风险；近期信用债市场发生个别高评级主体、国企信用债违约事件，对公司一季度末表内外资产质量有无影响，包括公司直接或间接持有债券违约情况、发行主体及关联企业贷款资产质量，以及分红险、万能险投向信用债占比，涉及违约信用债产品及金额等。（财联社）

【深圳市金融业发展《十四五》规划》已基本拟定】财联社5月5日讯，从深圳市地方金融监督管理局获悉，经过前期征求意见和多次修订完善后，《深圳市金融业发展“十四五”规划》已基本拟定，目前正与全市“十四五”规划进行衔接，将在《深圳市国民经济和社会发展第十四个五年规划》出台后待市政府审定发布。（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。

民生控股：公司发布关于公司董事会秘书辞职的公告，董事会秘书张颖女士因个人原因向公司递交了辞职申请，申请辞去公司董事会秘书职务。公司董事会董事长已

批准。

国联证券：公司发布关于变更监事、监事会主席的公告，公司 2020 年度股东大会审议通过《关于更换公司监事的议案》，选举徐法良先生为公司监事，江志强先生不再担任公司监事、监事会主席。

国海证券：公司发布关于收到深圳证券交易所《关于国海证券股份有限公司 2021 年非公开发行公司债券符合深交所转让条件的无异议函》的公告，公司申请确认发行面值不超过 50 亿元人民币的国海证券股份有限公司 2021 年非公开发行公司债券。

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