

非银金融行业跟踪：重要指标回暖， 证券板块望迎估值修复

2021年05月10日

看好/维持

非银行金融 行业报告

行业观点：

五一节后两个交易日日均成交额较节前一周回升近 500 亿，且上升势头已延续四周。IPO 周发行规模也较 4 月中旬低点显著增长。虽然当前投资类业务在证券公司经营结构中的重要性持续增强，但市场成交额、两融余额和 IPO 规模等高频数据仍是投资者判断证券行业景气度的核心指标，上述指标自低位持续回升有望提振板块投资信心，助力板块估值修复。

和 2020 年报情况略有不同，2021 年一季度报板块不同体量上市公司表现差异并不明显，但从监管角度和持续经营角度分析，头部公司仍明显占优，特别是在监管趋严的背景下，对于资本金、风控、业务合规性等方面的考核或更为严格。五一前后银保监会和证监会分别发布《银行保险机构许可证管理办法》和《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》征求意见稿，前者细化机构执业标准，明确业务覆盖面，划清权责范围；后者为降低 IPO 申报的逆向选择和道德风险，将监管时点提前，自上市辅导期开始加强监管，严把项目入口，或将增加 IPO 项目的时间成本和人力成本，提高对项目团队人员储备需求。相较之下，上述两项新规均更利好龙头，或促使行业集中度进一步提升。整体上看，持续调整后行业头部公司估值已充分消化监管风险和经营风险，中长期投资价值凸显。其中，证券板块对市场核心指标回暖更为敏感，价值回归更可期待。当前证券板块平均 PB 1.86x，其中头部券商平均 PB 仅 1.19x，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。

一季度投资端高增长未能掩盖部分上市险企负债端增速低于预期的表现，保险板块估值仍缓慢下行。中国平安牵头参与方正集团重整，市场普遍担忧潜在溢价收购以及后续整合效果，亦令公司和板块估值承压。我们认为，虽然上述潜在问题或对公司盈利能力产生短期影响，但在行业头部化趋势持续，规模效应显著增强的大背景下，收购对公司经营层面的中长期红利可期。前期中信证券因收购广证溢价约 50%，致使中信股价短期承压，但随着整合后业绩兑现、龙头逻辑强化，中信估值快速修复，表现持续跑赢板块。中国平安负债、资产两端弹性大，新准则下资产端调整压力小，科技投入望陆续变现，中长期逻辑最为通顺，我们继续首推，坚定看好。当前股价对应 21 年 EVPS 仅 0.83 倍，投资价值凸显。

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 1.63xPB，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：

五一节后两交易日非银板块整体下跌 2.70%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 22/28；其中证券板块下跌 2.84%、保险板块下跌 2.94%，均跑输沪深 300 指数（-2.49%）。个股方面，券商涨幅前五分别为锦龙股份（1.49%）、西南证券（0.89%）、天风证券（0.64%）、哈投股份（0.58%）、东兴证券（0.49%），保险公司涨跌幅分别为天茂集团（1.57%）、中国人寿（-0.33%）、中国人寿（-1.39%）、新华保险（-1.75%）、中国太保（-1.89%）、中国平安（-3.31%）、*ST 西水（-9.96%）。

五一后 2 个交易日合计成交金融 17593.77 亿元，日均成交金额 8796.89 亿元。北向资金合计净流入 5.65 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 5 月 6 日，两市两融余额 16610.74 亿元，其中融资余额 15111.39 亿元，融券余额 1499.35 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

未来 3-6 个月行业大事：

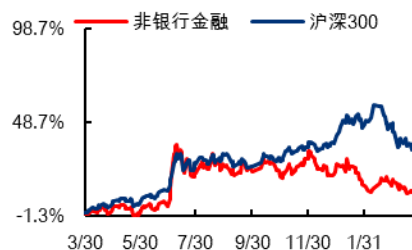
无

行业基本资料

占比%

股票家数	89	2.07%
重点公司家数	-	-
行业市值	65,879.97 亿元	7.64%
流通市值	24,544.57 亿元	7.07%
行业平均市盈率	12.46	/
市场平均市盈率	50.83	/

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

研究助理：高鑫

010-66554042

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070056

1. 行业观点

五一节后两个交易日日均成交额较节前一周回升近 500 亿，且上升势头已延续四周。IPO 周发行规模也较 4 月中旬低点显著增长。虽然当前投资类业务在证券公司经营结构中的重要性持续增强，但市场成交额、两融余额和 IPO 规模等高频数据仍是投资者判断证券行业景气度的核心指标，上述指标自低位持续回升有望提振板块投资信心，助力板块估值修复。

和 2020 年报情况略有不同，2021 年一季报板块不同体量上市公司表现差异并不明显，但从监管角度和持续经营角度分析，头部公司仍明显占优，特别是在监管趋严的背景下，对于资本金、风控、业务合规性等方面的考核或更为严格。五一前后银保监会和证监会分别发布《银行保险机构许可证管理办法》和《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》征求意见稿，前者细化机构执业标准，明确业务覆盖面，划清权责范围；后者为降低 ipo 申报的逆向选择和道德风险，将监管时点提前，自上市辅导期开始加强监管，严把项目入口，或将增加 ipo 项目的时间成本和人力成本，提高对项目团队人员储备需求。相较之下，上述两项新规均更利好龙头，或促使行业集中度进一步提升。整体上看，持续调整后行业头部公司估值已充分消化监管风险和经营风险，中长期投资价值凸显。其中，证券板块对市场核心指标回暖更为敏感，价值回归更值得期待。当前证券板块平均 PB 1.86x，其中头部券商平均 PB 仅 1.19x，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。

一季度投资端高增长未能掩盖部分上市险企负债端增速低于预期的表现，保险板块估值仍缓慢下行。中国平安牵头参与方正集团重整，市场普遍担忧潜在溢价收购以及后续整合效果，亦令公司和板块估值承压。我们认为，虽然上述潜在问题或对公司盈利能力产生短期影响，但在行业头部化趋势持续，规模效应显著增强的大背景下，收购对公司经营层面的中长期红利可期。前期中信证券因收购广证溢价约 50%，致使中信股价短期承压，但随着整合后业绩兑现、龙头逻辑强化，中信估值快速修复，表现持续跑赢板块。中国平安负债、资产两端弹性大，新准则下资产端调整压力小，科技投入望陆续变现，中长期逻辑最为通顺，我们继续首推，坚定看好。当前股价对应 21 年 EVPS 仅 0.83 倍，投资价值凸显。

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 1.63xPB，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

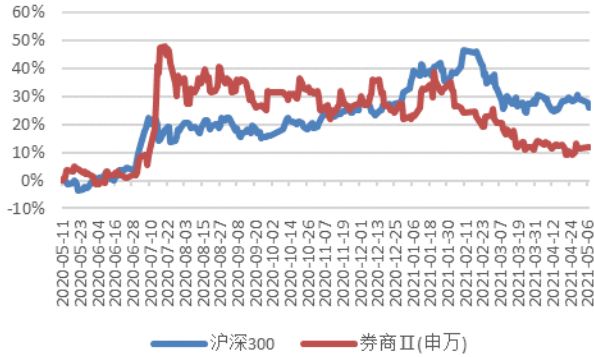
保险：首推中国平安、推荐中国太保

2. 板块表现

五一节后两交易日非银板块整体下跌 2.70%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 22/28；其中证券板块下跌 2.84%、保险板块下跌 2.94%，均跑输沪深 300 指数（-2.49%）。个股方面，券商涨幅前五分别为锦龙股份（1.49%）、西南证券（0.89%）、天风证券（0.64%）、哈投股份（0.58%）、东兴证券（0.49%），

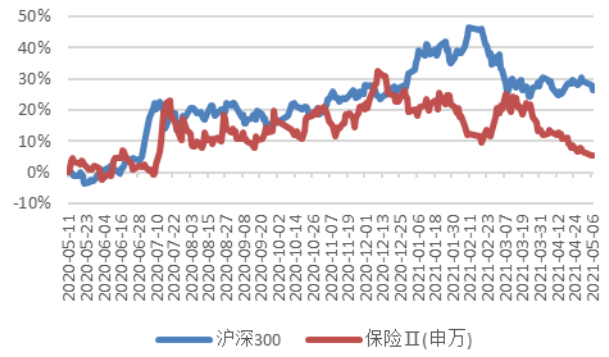
保险公司涨跌幅分别为天茂集团 (1.57%)、中国人保 (-0.33%)、中国人寿 (-1.39%)、新华保险 (-1.75%)、中国太保 (-1.89%)、中国平安 (-3.31%)、*ST西水 (-9.96%)。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



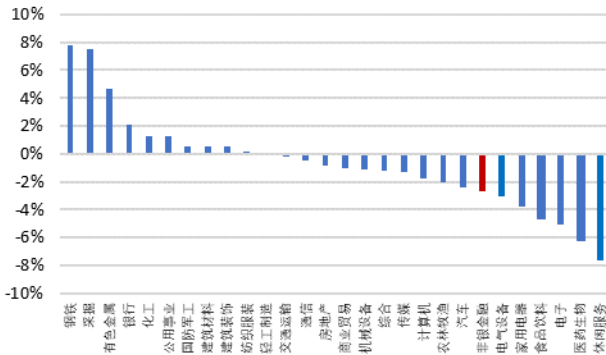
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



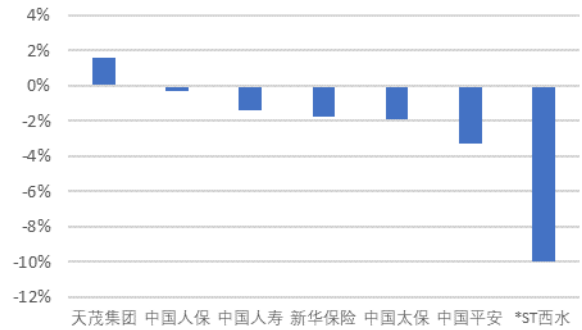
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



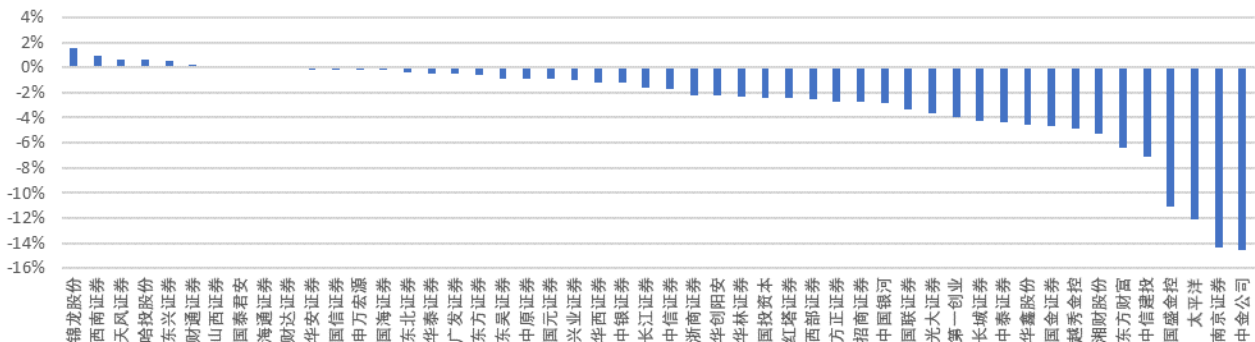
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

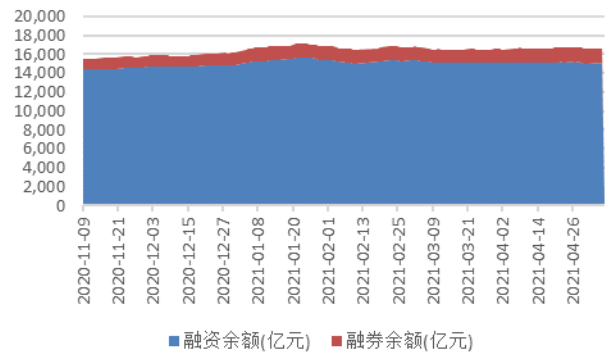
五一后 2 个交易日合计成交金融 17593.77 亿元，日均成交金额 8796.89 亿元。北向资金合计净流入 5.65 亿元，其中非银板块净流出 11.78 亿元，东方财富获净买入 11.82 亿元，中国平安遭净卖出 23.60 亿元。截至 5 月 6 日，两市两融余额 16610.74 亿元，其中融资余额 15111.39 亿元，融券余额 1499.35 亿元。

图6：市场交易量情况



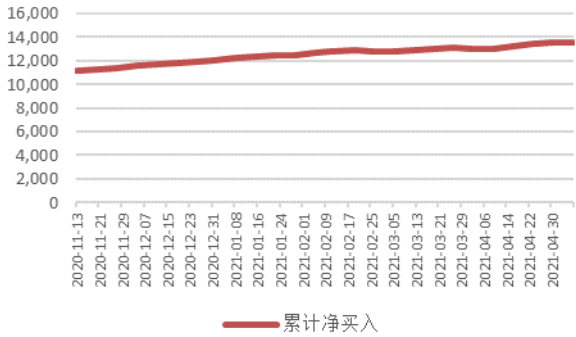
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



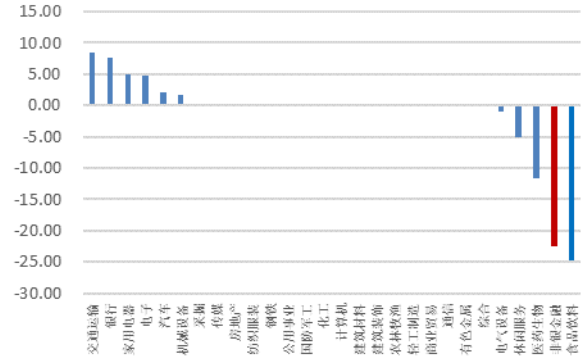
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



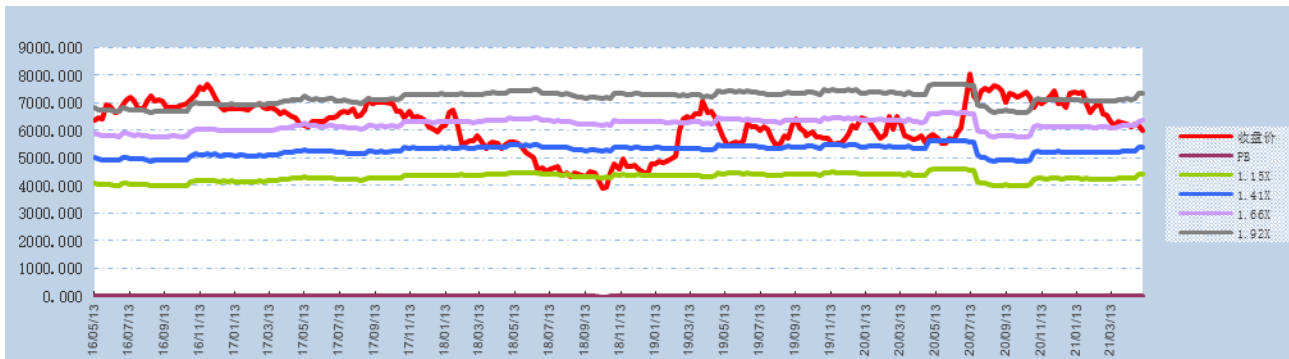
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）

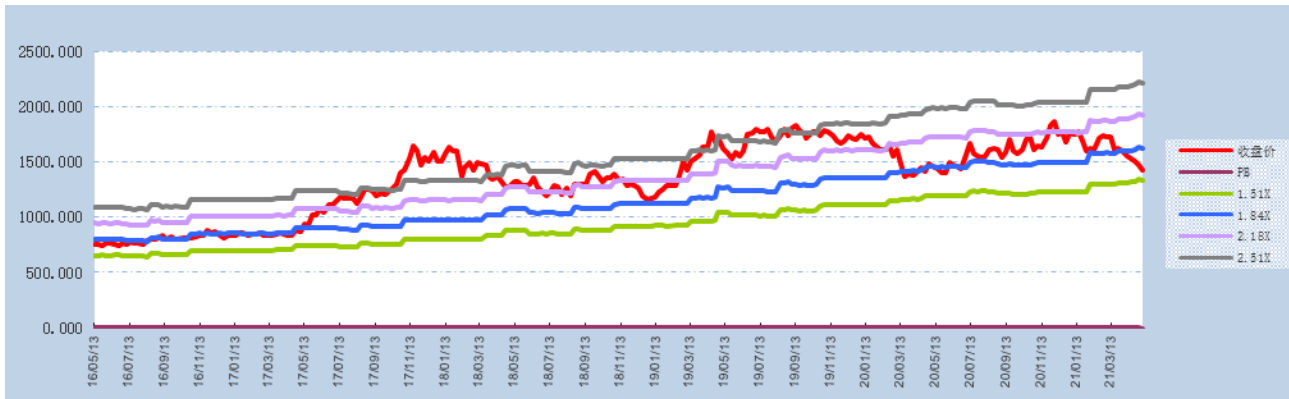


资料来源：wind，东兴证券研究所

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26日-5月7日）

部门或事件	主要内容
银保监会	5月7日，银保监会发布《银行保险机构许可证管理办法》，自7月1日起施行，将银行保险机构持有的许可证整合为金融许可证、保险许可证和保险中介许可证3类，银行保险机构开展金融业务。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（4月26日-5月7日）

个股	摘要	主要内容
天风证券	一季报	4月28日，公司发布公告，营业总收入43.6亿元，同比去年增长13.35%，净利润为4.55亿元，同比去年47.8%，基本EPS为0.07元，平均ROE为3.08%。
中泰证券	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入24.49亿元，同比增长1.35%，归属于上市公司股东的净利润6.66亿元，同比减少11.32%。
华鑫股份	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业总收入4.48亿元，同比增长7.63%，营业收入3409.78万元，同比增长4.74%，归属于上市公司股东的净利润7886.51万元，同比减少19.28%。
浙商证券	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入32.61亿元，同比增长73.05%，归属于上市公司股东的净利润4.21亿元，同比增加31.88%。
锦龙股份	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入3.46亿元，同比减少20.97%，归属于上市公司股东的净利润876.64万元，同比减少80.84%。
中信证券	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入163.97亿元，同比增加27.58%，归属于上市公司股东的净利润51.65亿元，同比增加26.73%。
海通证券	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入111.92亿元，同比增加60.20%，归属于上市公司股东的净利润36.18亿元，同比增加58.48%。

中信建投	一季报	4月28日，公司发布2021年度第六期短期融资券（债券通）发行结果公告，实际发行总额30亿元人民币，票面年利率2.35%，期限87天。
东兴证券	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入8.86亿元，同比增加0.71%，归属于上市公司股东的净利润2.50亿元，同比减少19.01%。
财通证券	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业收入13.31亿元，同比增加49.28%，归属于上市公司股东的净利润4.47亿元，同比增加130.69%。
中国太保	一季报	4月28日，公司发布2021年第一季度报告，营业总收入1512.63亿元，同比增加9.4%，归属于上市公司股东的净利润85.47亿元，同比增加1.9%。
中金公司	一季报	4月29日，公司发布2021年第一季度报告。报告期内公司营业收入为人民币5,933,180,552元，同比增加24.37%；归属于上市公司股东的净利润为人民币1,875,792,058元，同比增加46.90%。
光大证券	一季报	4月29日，公司发布2021年第一季度报告。报告期内公司营业收入为人民币3,327,363,196.96元，同比增加18.06%；归属于上市公司股东的净利润为人民币696,691,061.76元，同比减少36.88%。
新华保险	一季报	4月29日，公司发布2021年第一季度报告。报告期内公司总保费收入为人民币63,392百万元，同比增加8.8%。
中天金融	资产重组	5月7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，公司已依据协议及双方协商的时间及交易进程支付了定金70亿元。

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。

研究助理简介

高鑫

经济学硕士，2019年加入东兴证券。

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