

非银金融

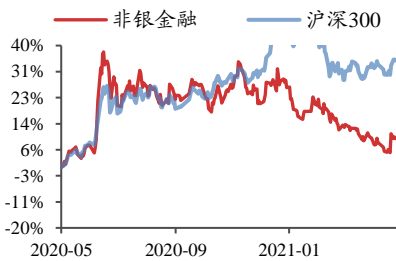
2021年05月23日

券商估值仍在底部，看好财富管理主线

——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

《上市券商 2020 年报及 2021 一季报综述-行业 ROE 持续上行,头部效应凸显》-2021.5.18

《非银金融行业周报-券商反弹背后是估值见底,看好财富管理主线》-2021.5.16

《上市保险公司 4 月保费收入数据点评-新业务保费持续承压,后续关注增员及转型进展》-2021.5.16

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：券商估值仍在底部，看好财富管理方向和龙头标的

目前时点看，头部券商估值仍在底部，ROE/PB比率超过龙头银行股，左侧布局时点已到，我们继续看好券商板块机会。与市场观点不同，我们认为以往的交易量驱动逻辑在弱化，财富管理或是板块新投资主线，关注右侧催化，继续看好财富管理方向和低估值龙头标的。

● 券商：估值仍在底部，关注右侧催化，看好三类标的

(1) 本周周易会满在中证协第七次会员大会上表示，应制定证券行业高质量发展的时间表、路线图、行动方案，建设高质量的投资银行和财富管理机构；注册制改革是当前和今后一段时期的中心任务，要建立起对发行人质量、发行定价和发行时机的市场化约束机制；券商要走精品化专业化道路，形成差异化特色化行业格局。(2) 我们认为交易端边际恶化造成券商过往两个季度持续跑输指数，背后是估值与ROE不匹配。目前TOP6券商平均PB降至1.25倍，年化ROE已站上10%，ROE/PB 比率均值8.2%，优于龙头银行的7.7%，券商估值已在底部。(3) 在交易额同比下降的背景下，券商依靠财富管理、资产管理、投行和衍生品业务仍有望实现全年利润10%-15%的增长，头部券商和财富管理龙头标的业绩表现将明显优于行业均值。(4) 财富管理转型、风格修复、养老金政策均有望成为板块催化，继续看好券商板块三类标的机会，主线一：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；主线二：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券和东方证券有望受益；主线三：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H股)有望受益。

● 保险：2 季度负债端悲观预期已充分反映在估值中，关注边际变化

(1) 在基数抬高、1季度需求集中释放的影响下，预计2季度上市险企新单和NBV增速整体承压，负债端的悲观预期基本反映在股价中。4-5月为险企增员和养客阶段，部分险企或在6月冲击半年度业绩目标，关注代理人和保费边际变化趋势。(2) 保险股P/EV估值处于历史低点，充分反映市场悲观预期。代理人转型推进和养老相关政策利好有望助推行业负债端逐步复苏，推荐转型领先且竞争优势突出的中国平安和中国太保。

● 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，中国太保。

● 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：券商估值仍在底部，看好财富管理方向和龙头标的.....	3
2、市场回顾：A股整体上涨，非银板块跑输指数.....	4
3、数据追踪：融券占比持续提升.....	4
4、行业及公司要闻：证券行业要助力资本市场高质量发展.....	6
5、风险提示.....	8

图表目录

图 1：本周 A 股整体上涨，非银板块跑输指数.....	4
图 2：东方财富、中国太保分别+0.26%/-0.85%.....	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 8：4 月上市险企单月寿险保费同比降幅缩窄.....	6
图 9：4 月单月财险保费同比延续下降趋势.....	6
表 1：受益标的估值表.....	4

1、一周观点：券商估值仍在底部，看好财富管理方向和龙头标的

目前时点看，头部券商估值仍在底部，ROE/PB 比率超过龙头银行股，左侧布局时点已到，我们继续看好券商板块机会。与市场观点不同，我们认为以往的交易量驱动逻辑在弱化，财富管理或是板块新投资主线，关注右侧催化，继续看好财富管理方向和低估值龙头标的。

券商：估值仍在底部，关注右侧催化，看好三类标的

(1) 本周易会满在中证协第七次会员大会上表示，应制定证券行业高质量发展的时间表、路线图、行动方案，建设高质量的投资银行和财富管理机构；注册制改革是当前和今后一段时期的中心任务，要建立起对发行人质量、发行定价和发行时机的市场化约束机制；券商要走精品化专业化道路，形成差异化特色化行业格局。

(2) 我们认为交易端边际恶化造成券商过往两个季度持续跑输指数，背后是估值与 ROE 不匹配。目前 TOP6 券商平均 PB 降至 1.25 倍，年化 ROE 已站上 10%，ROE/PB 比率均值 8.2%，优于龙头银行的 7.7%，券商估值已在底部。(3) 在交易额同比下降的背景下，券商依靠财富管理、资产管理、投行和衍生品业务仍有望实现全年利润 10%-15% 的增长，头部券商和财富管理龙头标的业绩表现将明显优于行业均值。(4) 财富管理转型、风格修复、养老金政策均有望成为板块催化，继续看好券商板块三类标的机会，主线一：继续推荐互联网财富管理龙头东方财富；主线二：资管和财富管理优势较强且低估值的兴业证券、广发证券和东方证券有望受益；主线三：低估值龙头券商中信证券、国泰君安和中金公司(H 股) 有望受益。

保险：2 季度负债端悲观预期已充分反映在估值中，关注边际变化

(1) 在基数抬高、1 季度需求集中释放的影响下，预计 2 季度上市险企新单和 NBV 增速整体承压，负债端的悲观预期基本反映在股价中。4-5 月为险企增员和养客阶段，部分险企或在 6 月冲击半年度业绩目标，关注代理人 and 保费边际变化趋势。(2) 保险股 P/EV 估值处于历史低点，充分反映市场悲观预期。代理人转型推进和养老相关政策利好有望助推行业负债端逐步复苏，推荐转型领先且综合竞争优势突出的中国平安和中国太保。

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，中国太保。

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
		2021/05/21	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	34.49	0.55	0.79	1.05	62.71	40.30	买入
601318.SH	中国平安	70.05	8.10	7.16	10.03	8.65	11.96	买入
601601.SH	中国太保	33.63	2.63	3.48	4.50	12.79	9.75	买入
3908.HK	中金公司	19.82	1.60	1.80	2.14	12.40	10.77	未评级
000776.SZ	广发证券	14.98	1.32	1.56	1.76	11.35	9.52	未评级
601377.SH	兴业证券	8.29	0.60	0.68	0.79	13.87	12.76	未评级
600030.SH	中信证券	24.61	1.16	1.44	1.67	21.22	16.59	未评级
601211.SH	国泰君安	16.82	1.20	1.48	1.67	14.02	11.24	未评级

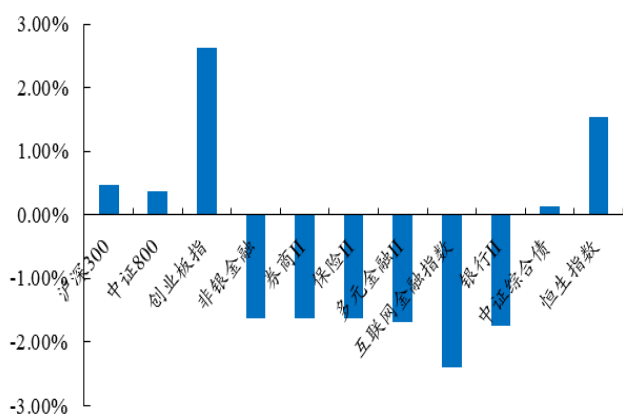
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

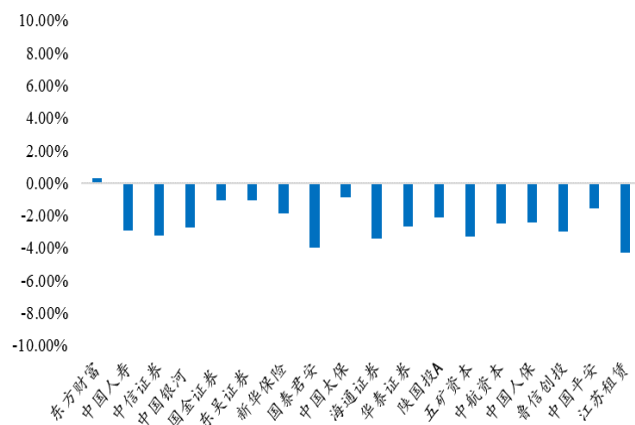
(2) 中金公司 H 股价格为港币, 2021 年 5 月 21 日汇率 (1 港币=0.83 人民币)。

2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑输指数

本周 (5 月 17 日至 5 月 21 日) A 股整体上涨, 沪深 300 指数+0.46%, 创业板指+2.62%, 中证综合债指数+0.13%。本周非银板块-1.64%, 跑输指数, 券商和保险分别-1.64%/-1.63%。从主要个股表现看, 东方财富、中国太保分别+0.26%/-0.85%, 较为抗跌。

图1: 本周 A 股整体上涨, 非银板块跑输指数


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 东方财富、中国太保分别+0.26%/-0.85%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪: 融券占比持续提升

基金发行情况: 本周 (5 月 17 日至 5 月 21 日) 新发股票+混合型基金 15 只, 发行份额 130 亿份, 环比-62%, 同比-80%。截至 5 月 21 日, 本年累计新发股票+混合型基金 508 只, 发行份额 1.1 万亿份, 同比+107%, 待审批偏股型基金增加 17 只。

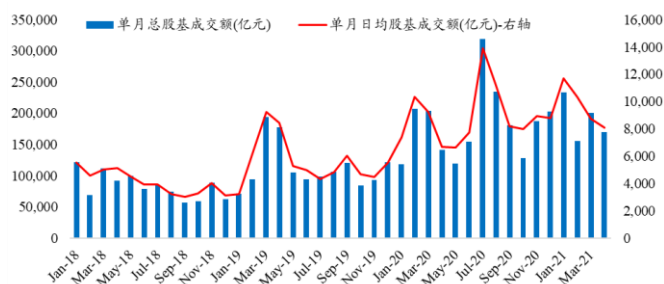
券商经纪业务: 本周 (5 月 17 日至 5 月 21 日) 日均股基成交额为 8933 亿元, 环比-1%, 同比+51%; 截至 5 月 21 日, 两市年初至今累计日均股基成交额为 9544 亿元,

同比+17.7%。

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。

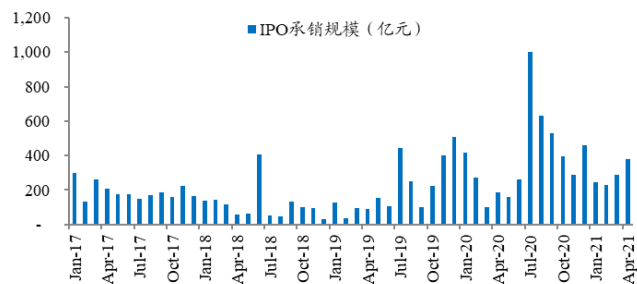
券商信用业务:截至4月30日,全市场两融余额达到16695亿元,较4月初+0.35%,两融余额占流通市值比重为2.55%;融券余额1540亿元,占两融比重达到9.17%,占比环比下降。

图3: 2021年4月日均股基成交额同比+21%



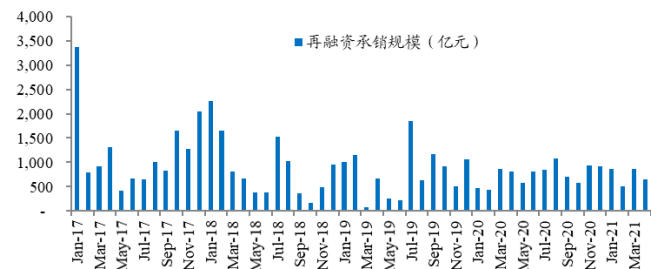
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2021年4月IPO承销规模累计同比+17%



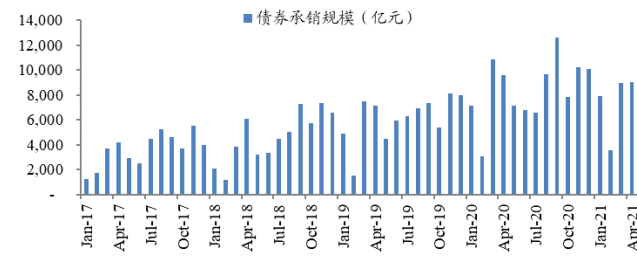
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021年4月再融资累计承销规模同比+12%



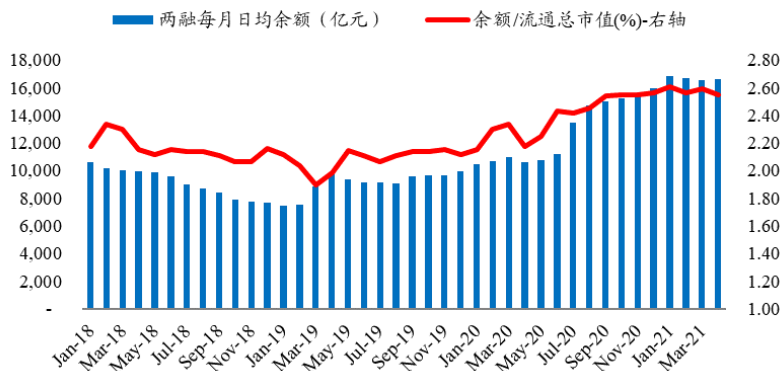
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

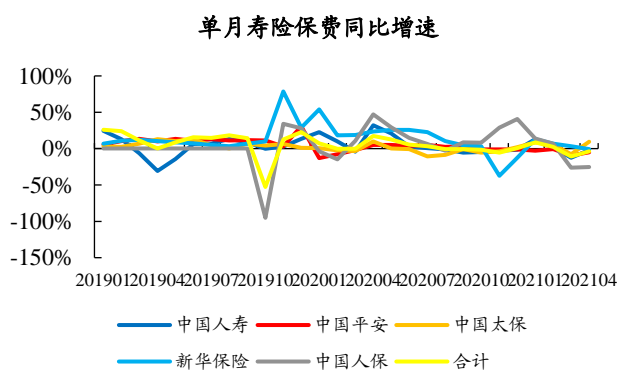
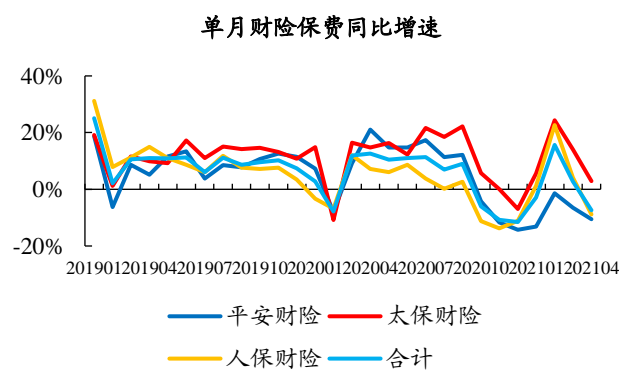
图7: 4月两市日均两融余额同比+57.03%



数据来源: Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据: 4月5家上市险企年累计寿险保费同比+1.9% (3月+2.7%), 其中: 新华保险+7.4%、中国人寿+4.6%、中国太保+4.4%、中国人保-0.1%、中国平安-4.3%。4月寿险保费同比为-3.6% (3月-10.7%), 其中: 中国太保+9.4%、新华保险-0.7%、中国人寿-2.1%、中国平安-5.2%、中国人保-25.3%。

财险保费月度数据: 4月3家上市险企财险保费收入同比为-7.4%, 较3月的2.8%降低10.2pct, 主要原因为车险综改压力及2020年同期高基数。其中: 太保财险+2.9%、人保财险-8.8%、平安财险-10.5%。

图8: 4月上市险企单月寿险保费同比降幅缩窄

图9: 4月单月财险保费同比延续下降趋势


4、行业及公司要闻: 证券行业要助力资本市场高质量发展

● 行业要闻:

【易会满: 证券行业要助力资本市场高质量发展】 财联社5月22日讯, 在中国证券业协会第七次会员大会上, 证监会主席易会满表示, 30年来, 证券行业与资本市场共同发展壮大, 已成为我国金融体系的重要组成部分, 发挥着越来越重要的作用。在新的发展阶段, 贯彻新发展理念, 构建新发展格局对资本市场和证券行业提出了更高要求。行业必须切实肩负起新责任新使命, 以自身的高质量发展助力资本市场高质量发展, 为经济社会发展积极贡献力量。(财联社)

【央行副行长李波: 针对房地产金融等特定领域潜在风险及时采取宏观审慎措施】 财联社5月22日讯, 在5月22日召开的2021清华五道口全球金融论坛上, 央行副行长李波建议, 进一步强化货币政策、宏观审慎政策双支柱调控框架协调配合, 积极推动货币政策调控框架从数量型调控为主向价格型调控为主转变, 增强货币政策操作的规则性和透明度。针对房地产金融、跨境资本流动, 债券市场等特定领域的潜在风险, 及时采取宏观审慎措施, 防范系统性风险, 要深入研究货币政策与宏观审慎政策的交互机制, 理清不同政策工具的作用方向和使用条件。(财联社)

【国务院金融委: 要综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕】 财联社5月21日讯, 刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会第五十一次会议, 会议要求, 金融系统要坚持大局意识, 坚持稳字当头, 科学精准实施宏观调控, 把握好度, 不搞急转弯。要综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕, 有效防范和化解金融

风险，促进经济金融良性循环。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，继续实施直达实体经济的政策工具，增强微观主体活力，稳企业保就业，大力支持普惠小微、乡村振兴、制造业、科技创新和绿色转型发展。进一步推动利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加快资本市场改革，推动债券市场高质量发展。深化金融机构改革，回归本源，坚守定位，遵循绿色理念开展投融资行为。继续扩大高水平金融开放。（财联社）

【新一轮养老服务体系规划酝酿出炉】财联社5月21日讯，从权威人士处获悉，国家发展改革委、民政部、国家卫生健康委等多个部门近日正展开密集调研谋划，新一轮养老服务体系顶层设计酝酿出炉，地方版养老服务规划也在加紧制定中。为落实积极应对人口老龄化国家战略，国家发展改革委、民政部、国家卫生健康委正在会同有关方面编制“十四五”养老服务体系规划。（财联社）

【证监会会同公安机关查获一起利用股市“黑嘴”操纵市场的重大案件】财联社5月21日讯，证监会监测发现，有不法团伙通过社交媒体非法荐股等手段，诱骗投资者高价买入股票的同时，其反向卖出相关股票非法牟利，导致个股暴涨暴跌，严重扰乱市场秩序，侵害投资者利益。对此，我会稽查部门立即启动与公安机关的执法协作机制，协同开展线索分析和调查取证，并于近期配合公安机关将郑某团伙23名主要成员抓捕归案。经查，私募基金实际控制人郑某及其团伙与配资中介合谋，借入近4亿元资金和80余个证券账户，以连续交易、对倒等方式大幅拉抬嘉美包装股票价格，并伙同股市“黑嘴”，利用直播间、微信群诱骗投资者高价买入接盘，其反向卖出非法获利数千万元，涉嫌操纵市场、非法经营等违法犯罪。下一步，证监会将深化与公安司法机关的执法协作，严厉打击操纵市场、股市“黑嘴”等市场欺诈行为，持续塑造市场良好生态。同时，提醒广大投资者坚持理性投资，远离“非法荐股”、“场外配资”，防止上当受骗。（财联社）

【财政部：1-4月证券交易印花税1025亿元 同比增长57.9%】财联社5月21日讯，财政部公告，1-4月累计印花税1600亿元，同比增长49.6%。其中，证券交易印花税1025亿元，同比增长57.9%。（财联社）

● 公司公告集锦:

浙商证券:公司向符合中国证监会规定条件的不超过35名的特定对象非公开发行A股股票不超过10亿股（含10亿股），募集资金总额不超过人民币100亿元（含人民币100亿元）。

招商证券:公司副总裁谢继军先生因个人原因，申请辞去公司副总裁职务。

安信信托:公司将就股票交易异常波动情况进行核查，公司股票于2021年5月21日开市起停牌一天，5月24日开市起复牌。

中银国际:股东云南省投资控股集团有限公司在本次减持后，持有公司股份比例将从8.18%减少至7.18%。

东方财富:公司将以总股本86.1亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增2股；同时，向全体股东每10股派发现金股利人民币0.60元。

海通证券: 公司作为担保人签署《贷款协议》，为境外全资附属公司海通银行 3.75 亿欧元贷款提供担保。

中原证券: 公司发布关于获得政府补助的公告，中原证券及控股子公司自 2020 年 10 月 22 日至今获得政府补助合计人民币 0.12 亿元。

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