

非银金融行业跟踪：建议重点关注估值已在底部的保险股投资机会

2021年08月02日

看好/维持

非银行金融 行业报告

行业观点：

上周市场日均成交额环比大增1600亿至1.36万亿，其中周二的1.53万亿再创年内新高；两融余额高位回落但仍稳定在1.8万亿上方。当前时点我们建议继续重点关注市场关键数据的边际变化，若成交额&两融余额等核心数据继续上行，或将成为低估值低配置的券商板块投资及交易机会的触发点。政策层面，周末中央政治局会议和央行下半年工作会议再次提及积极财政政策与稳健货币政策相结合，支持中小微企业恢复与发展。作为开展直接融资&支持实体经济的核心中介机构，我们继续看好证券行业的景气度上升，但行业内马太效应将长期持续。目前券商大多已披露中期业绩预告，由于券商业绩接近“明牌”，很难走出业绩行情，但净利润同比下滑的券商应适度规避。此外，我们认为未来有三点或影响券商估值：1. 国企改革、激励机制的市场化程度，当前国泰君安和华泰证券估值换位或基于此；2. 财富管理转型节奏，但难获得过高溢价；3. 市场极致分化的格局收敛将利好券商业绩和估值。

证券板块当前平均PB1.97x，其中头部券商平均PB仅1.15x，仍远低于历史估值中枢，具备中长期投资价值。证券行业当前业务差异性仍较为有限，在难以获取“稳定差异化溢价”的情况下，在个股选择上建议从头部公司细化至“行业龙头”。我们认为，在行业马太效应持续增强的背景下，仅行业龙头的护城河有望持续存在并拓宽，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具beta和业绩确定性的行业龙头中信证券。中信证券估值仅1.56xPB，业绩和ROE近年持续上升且增长确定性强，但长期看估值中枢仍缓慢下行，一定程度上已脱离公司基本面，看好其估值年内回归至1.8-2.0x区间。

保险板块方面，预计近三年均为监管大年，政策对险企经营的影响需持续关注。此外，年内各类自然灾害频发和新冠疫情提高险企赔付压力。但“开源”比“节流”更为重要，目前上市险企业绩和估值层面仍聚焦寿险新单拐点，居民消费能力增长放缓、险企竞争加剧和严监管使拐点出现滞后。高净值客群和年轻客群成为险企新客竞争主战场，如何突破友邦和互联网险企的“前后夹击”成为破局关键点。A股个股中我们仍看好并继续首推资源禀赋更佳，经营机制更为灵活、寿险渠道改革成效即将显现且科技投入有望陆续变现的中国平安。当前股价对应21年EVPS仅0.64倍，持续回调后中长期投资价值和配置价值凸显。

重点推荐：

证券：首推中信证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

板块表现：

上周非银板块整体下跌7.67%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业25/28；其中证券板块下跌8.14%，保险板块下跌7.70%，均跑输沪深300指数（-5.46%）。个股方面，券商涨幅前五分别为广发证券（-0.13%）、华林证券（-3.72%）、华鑫股份（-4.38%）、西南证券（-4.42%）、申万宏源（-4.45%），保险公司涨跌幅分别为中国平安（-6.89%）、天茂集团（-6.98%）、新华保险（-8.42%）、中国人寿（-11.26%）、中国太保（-10.71%）、中国人保（-11.44%）、*ST西水（-12.46%）。

7月26至7月30日五个交易日合计成交金额68,123.41亿元，日均成交金额13624.682亿元。北向资金合计净流出24.46亿元，其中非银板块净流入2.99亿元，东方财富遭净卖出13.57亿元，中国平安获净买入16.56亿元。截至7月30日，两市两融余额18,031.60亿元，其中融资余额16,475.38亿元，融券余额1,556.22亿元。

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

未来3-6个月行业大事：

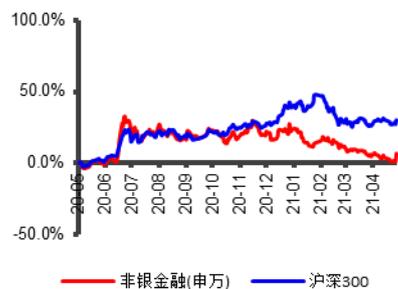
无

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	64,123.88 亿元	7.98%
流通市值	45,819.37 亿元	7.01%
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：刘嘉琦

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554042

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070005

1. 行业观点

上周市场日均成交额环比大增 1600 亿至 1.36 万亿，其中周二的 1.53 万亿再创年内新高；两融余额高位回落但仍稳定在 1.8 万亿上方。当前时点我们建议继续重点关注市场关键数据的边际变化，若成交额&两融余额等核心数据继续上行，或将成为低估值低配置的券商板块投资及交易机会的触发点。政策层面，周末中央政治局会议和央行下半年工作会议再次提及积极财政政策与稳健货币政策相结合，支持中小微企业恢复与发展。作为开展直接融资&支持实体经济的核心中介机构，我们继续看好证券行业的景气度上升，但行业内马太效应将长期持续。目前券商大多已披露中期业绩预告，由于券商业绩接近“明牌”，很难走出业绩行情，但净利润同比下滑的券商应适度规避。此外，我们认为未来有三点或影响券商估值：1. 国企改革、激励机制的市场化程度，当前国泰君安和华泰证券估值换位或基于此；2. 财富管理转型节奏，但难获得过高溢价；3. 市场极致分化的格局收敛将利好券商业绩和估值。

证券板块当前平均 PB1.97x，其中头部券商平均 PB 仅 1.15x，仍远低于历史估值中枢，具备中长期投资价值。证券行业当前业务差异性仍较为有限，在难以获取“稳定差异化溢价”的情况下，在个股选择上建议从头部公司细化至“行业龙头”。我们认为，在行业马太效应持续增强的背景下，仅行业龙头的护城河有望持续存在并拓宽，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具 beta 和业绩确定性的行业龙头中信证券。中信证券估值仅 1.56xPB，业绩和 ROE 近年持续上升且增长确定性强，但长期看估值中枢仍缓慢下行，一定程度上已脱离公司基本面，看好其估值年内回归至 1.8-2.0x 区间。

保险板块方面，预计近三年均为监管大年，政策对险企经营的影响需持续关注。此外，年内各类自然灾害频发和新冠疫情提高险企赔付压力。但“开源”比“节流”更为重要，目前上市险企业绩和估值层面仍聚焦寿险新单拐点，居民消费能力增长放缓、险企竞争加剧和严监管使拐点出现滞后。高净值客群和年轻客群成为险企新客竞争主战场，如何突破友邦和互联网险企的“前后夹击”成为破局关键点。A 股个股中我们仍看好并继续首推资源禀赋更佳，经营机制更为灵活、寿险渠道改革成效即将显现且科技投入有望陆续变现的中国平安。当前股价对应 21 年 EVPS 仅 0.64 倍，持续回调后中长期投资价值和配置价值凸显。

重点推荐：

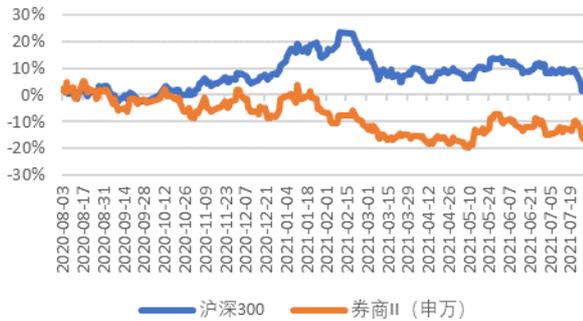
证券：首推中信证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

2. 板块表现

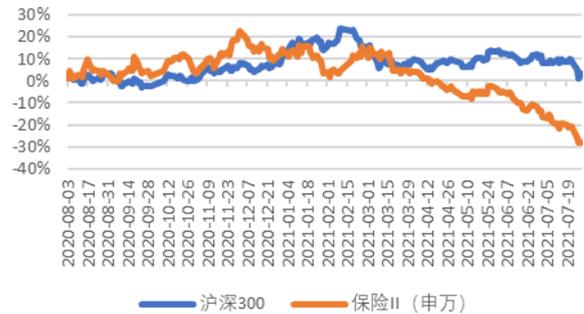
上周非银板块整体下跌 7.67%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 25/28；其中证券板块下跌 8.14%，保险板块下跌 7.70%，均跑输沪深 300 指数（-5.46%）。个股方面，券商涨幅前五分别为广发证券（-0.13%）、华林证券（-3.72%）、华鑫股份（-4.38%）、西南证券（-4.42%）、申万宏源（-4.45%），保险公司涨跌幅分别为中国平安（-6.89%）、天茂集团（-6.98%）、新华保险（-8.42%）、中国人寿（-10.26%）、中国太保（-10.71%）、中国人保（-11.44%）、*ST 西水（-12.46%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



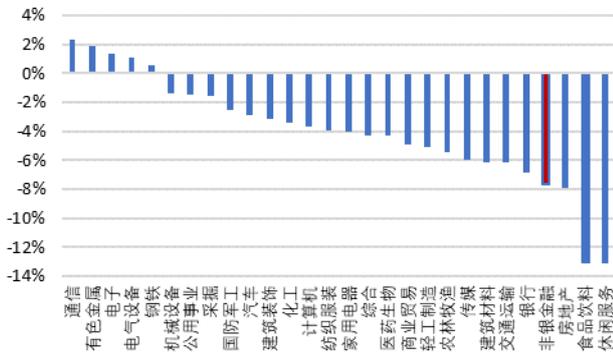
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



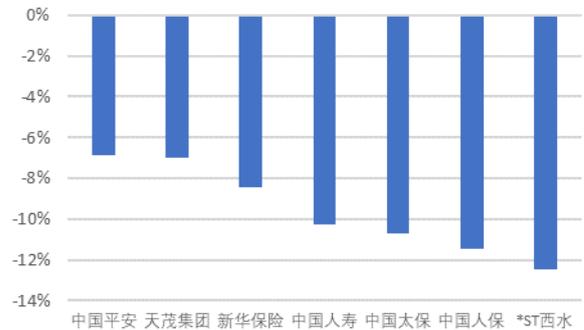
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



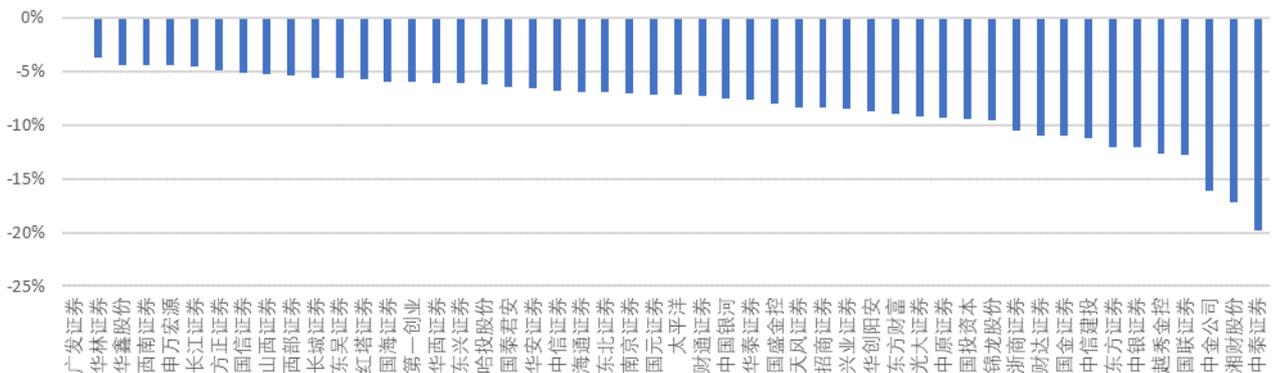
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

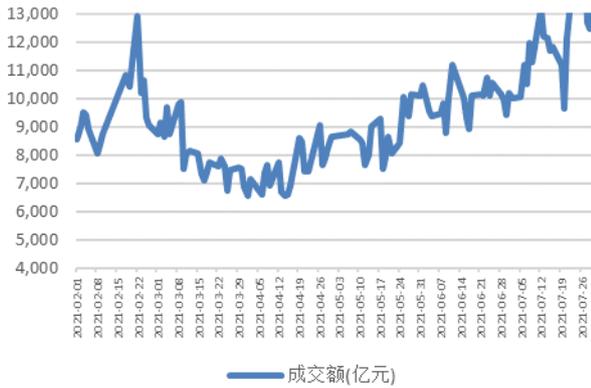


资料来源：Wind，东兴证券研究所

7月26日至7月30日五个交易日合计成交金额 68,123.41 亿元，日均成交金额 13624.682 亿元。北向资金

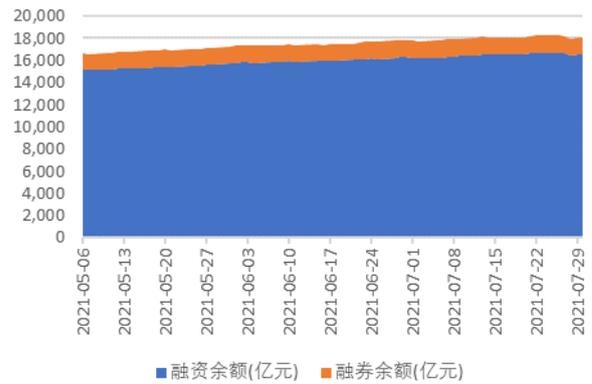
合计净流出 24.46 亿元，其中非银板块净流入 2.99 亿元，东方财富遭净卖出 13.57 亿元，中国平安获净买入 16.56 亿元。截至 7 月 30 日，两市两融余额 18,031.60 亿元，其中融资余额 16,475.38 亿元，融券余额 1,556.22 亿元。

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



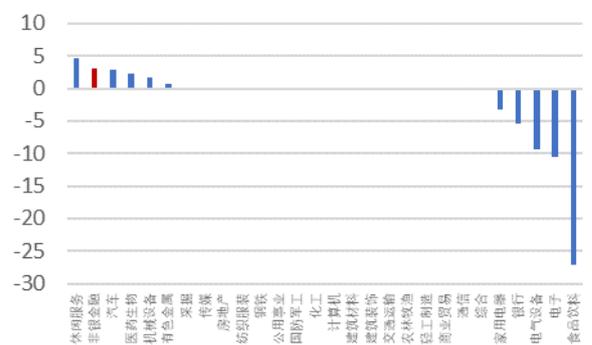
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况

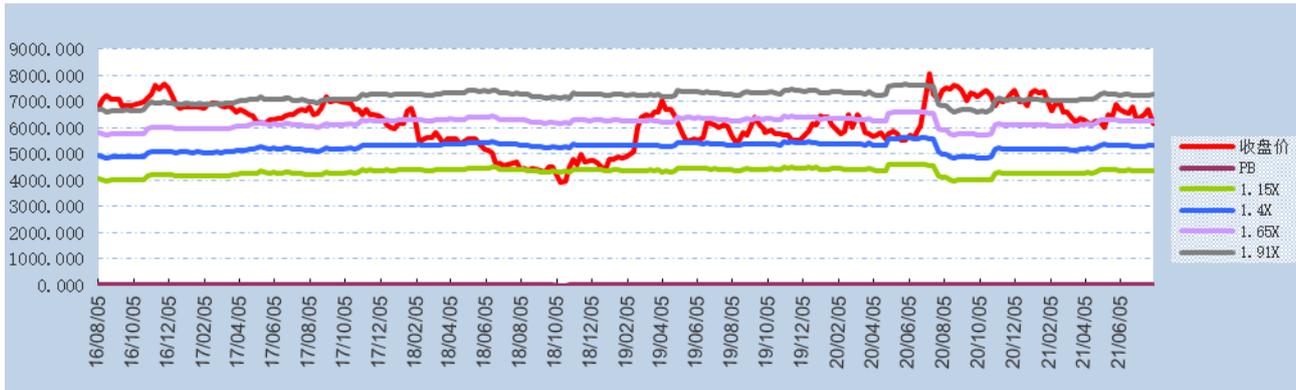


资料来源：Wind，东兴证券研究所

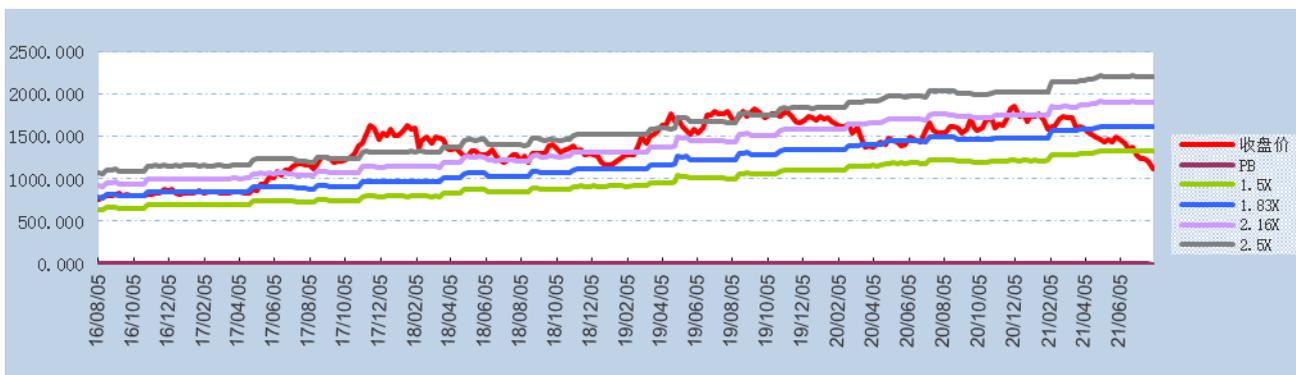
图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



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（7月26日-7月30日）

部门或事件	主要内容
银保监会	发布《关于印发深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力实施方案的通知》，《实施方案》对中央层面设定的涉企经营许可事项逐项细化改革举措，明确在全国范围内，对银行业保险业涉企经营许可事项实施全覆盖清单管理，采取“优化审批服务”的改革方式，推动行政许可减材料、简程序、减环节；在自由贸易实验区内，进一步加大改革试点力度，采取“审批改为备案”的改革方式，结合监管实际，将部分银行保险机构分支机构设立、高级管理人员任职资格核准等事项由事前审批改为事后报告。
银保监会	发布《中国银保监会办公厅关于清理规范信托公司非金融子公司业务的通知》，《通知》共七条，以“压缩层级、规范业务”为主要思路，加强信托公司境内一级非金融子公司管控，明确清理规范工作安排。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（7月26日 - 7月30日）

个股	摘要	主要内容
红塔证券	配股	公司本次配股以股权登记日 2021 年 7 月 26 日（T 日）上交所收市后红塔证券 A 股股本总数 3,633,405,396 股为基数，按每 10 股配售 3 股的比例向全体 A 股股东配售，可配售股份总额为 1,090,021,619 股，配股价格为 7.33 元/股。
国联证券	非公开发行	公司本次公开发行限售股上市流通数量为 59,601,146 股，将于 2021 年 8 月 2 日上市流通。公司首次公开发行人民币普通股（A 股）股票 475,719,000 股，发行完成后总股本由 1,902,400,000 股增至 2,378,119,000 股。其中有限售条件股份数量为 1,459,760,000 股（全部为 A 股股份），无限售条件股份数量为 918,359,000 股（其中 A 股 475,719,000 股，H 股 442,640,000 股）。
长城证券	非公开发行	公司发布非公开发行 A 股股票预案，发行对象为包括华能资本、深圳能源、深圳新江南在内的符合中国证监会规定条件的不超过 35 名（含 35 名）特定对象，募集资金数额不超过人民币 100 亿元（含本数），发行的股票数量不超过本次发行前公司总股本的 30%，即不超过 931,021,605 股（含本数），按照本次非公开发行股票的数量上限计算，发行完成后，公司普通股总股本将达到 4,034,426,956 股。
哈投股份	收购子公司	公司于 2021 年 7 月 26 日与哈投集团签署了《股权转让意向协议》，拟以现金方式购买哈投集团持有的太平供热 100% 股权
中航产融	权益分派	公司利润分配以方案实施前总股本 8,919,974,627 股，剔除公司回购专用账户中的回购股份 89,282,615 股，即 8,830,692,012 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.12 元（含税）；合计分配现金股利 989,037,505.34 元。
中信证券	业绩快报	公司发布 2021 年半年度业绩快报，2021 年上半年，公司实现营业收入人民币 377.21 亿元，同比增长 41.04%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 121.98 亿元，同比增长 36.66%。
新华保险	权益分派	公司 2020 年年度权益分派以方案实施前的公司总股本 3,119,546,600 股为基数，每股派发现金红利 1.39 元（含税），共计派发现金红利人民币 4,336,169,774.00 元。
中原证券	股东减持	公司 5% 以上股东渤海公司计划自今日起 15 个交易日后的 6 个月内通过集中竞价方式，减持公司股份数量不超过 92,857,694 股，且在任意连续 90 日内，减持股份的总数不超过公司股份总数的 1%，减持价格根据市场价格确定。截至今日，渤海公司持有公司无限售流通股 292,430,857 股，占公司总股本比例约 6.30%。
国信证券	向子公司增资	公司将以自有资金对全资子公司国信香港增加注册资本金不超过港币 10 亿元，资金分期注入，首期增资款为港币 6 亿元，后续增资资金授权公司经营管理层确定注资进度及每期注资金额。7 月 28 日，公司以非公开发行 A 股股票募集资金向国信香港划付增资款港币 4 亿元。同日，国信香港在香港公司注册处完成注册资本变更手续，注册资本由港币 22.3 亿元增至港币 26.3 亿元。
天风证券	对子公司担保	公司就控股子公司天风天睿发行总额不超过人民币 3 亿元、期限不超过 5 年的非公开发行创新创业（或科技创新）公司债券和总额不超过人民币 12 亿元、期限不超过 5 年的非公开发行公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保责任的期间为债券发行首日至到期日后两年止，并由天风天睿为公司提供连带责任保证反担保。

国元证券	转融通出借	公司第三大股东建安集团参与转融通证券出借业务，将所持有的本公司部分股份出借给中国证券金融公司，预计出借股份数量不超 87,275,557 股，即不超过公司总股本的 2%，出借周期 3 到 182 天，截至 7 月 30 日，建安集团累计出借公司股份 4,363 万股给中国证券金融公司，占公司总股本的 0.9998%，证券出借前共持有公司股份 263,854,725 股，占公司总股本的 6.05%
锦龙股份	股票质押	公司控股股东新世纪公司本次解除质押股份数量 19,000,000 股，占其所持股份比例 7.60%，占公司总股本比例 2.12%，本次股份质押数量 17,000,000 股，占其所持股份比例 6.80%，占公司总股本比例 1.90%。
国泰君安	业绩快报	公司发布 2021 年半年度业绩快报，公司实现营业收入人民币 21,918.20 百万，归属于上市公司股东的净利润人民币 8,013.20 百万。
第一创业	权益分派	公司 2020 年度利润分配以现有总股本 4,202,400,000 股为基数，向全体股东每股派发现金红利 0.04 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。
华泰证券	权益分派	公司 2020 年年度权益分派以 9,031,371,505 股为基数，每股派发现金红利人民币 0.40 元（含税），分配现金红利总额为人民币 3,612,548,602.00 元。
渤海租赁	贷款重新定价	公司控股子公司 Avolon 对 TLB-5 贷款进行了重新定价，将 TLB-5 贷款的利率由 LIBOR 利率加上 2.50%，且 LIBOR 利率不低于 0.75%，下调为 LIBOR 利率加上 2.25%，且 LIBOR 利率不低于 0.50%。截至 2021 年 7 月 30 日（都柏林时间），TLB-5 贷款项下本金余额约 6.72 亿美元。
爱建集团	限售股流通	公司 48,233 股股改限售股将于 8 月 6 日上市流通。

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。

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