

非银金融行业跟踪：流动性&风险偏好上升，继续看好板块投资机会

2021年08月31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幅回升 1000 亿至 1.35 万亿；两融余额亦连续四日回升至 1.87 万亿，其中融资余额创年内新高至 1.71 万亿。央行月末连续三日逆回购规模达 500 亿，净投放 400 亿，有效改善市场流动性；周五美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的表态略显鸽派，并未明确 taper 时间和方式，有望带动市场风险偏好上升。在流动性&风险偏好上升的情况下，非银特别是证券板块有望走出 beta 行情。当前市场对证券行业受益于大财富管理转型，盈利能力提升，抗周期性增强已形成一致预期，板块内控/参股公募基金且基金利润贡献较高的标的估值修复效应明显。由于此类标的以大型券商为主，估值相对较低，beta 属性显著提升。在此主线持续催化下，近期上涨较少的头部券商中信（华夏）、国泰君安（华安）、海通证券（富国、海富通）、华泰证券（南方、华泰柏瑞）估值有望得到进一步修复，东方证券也有望再度彰显财富管理细分龙头优势。

证券板块当前平均 PB2.07x，其中头部券商平均 PB 仅 1.27x，虽和板块整体估值差距缩小但仍远低于历史估值中枢，投资价值凸显。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；2. 财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3. 市场风格。整体上看，证券行业当前业务差异性仍较为有限，在行业马太效应持续增强的背景下，仅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 1.71xPB，业绩和 ROE 近年持续上升且增长确定性强，且估值已消化配股影响，看好其年内回归至 1.9-2.1x 区间。

保险方面，上市险企均已披露中报，太平人寿成为唯一一家新业务价值同比增长的寿险公司（29.1%），太保寿险（-8.9%）、平安人寿（-11.7%）、中国人寿（-19.0%）、新华保险（-21.7%）、人保寿险（-25.2%）均同比下滑。预计伴随疫情影响的持续减弱，代理人客户拜访量逐步恢复到疫情前水平，叠加代理人清虚取得阶段性成果，高价值保障型产品销售回暖有望带动 NBV 和 margin 持续回升；且 22 年开门红红增员也在有序推进，保险行业“至暗时刻”或已成为过去时。同时我们仍建议重点关注监管政策影响，预计近三年均为监管大年，险企经营和代理人展业均将面临更严格监管。A 股个股中我们仍看好并继续推荐资源禀赋更佳，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。公司中期高分红和大规模股份回购&管理层自购彰显公司信心，也向市场传递积极信号。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：推荐中信证券；建议关注国泰君安、东方证券

保险：推荐中国平安、中国太保；建议关注友邦保险、中国太平

板块表现：

上周非银板块整体下跌 0.98%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 23/28；其中证券板块下跌 0.95%，保险板块下跌 1.57%，均跑输沪深 300（1.21%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方证券（3.69%）、国泰君安（3.65%）、光大证券（2.95%）、海通证券（2.47%）、浙商证券（2.34%），保险公司半多下跌，涨跌幅分别为新华保险（0.79%）、中国人寿（0.59%）、天茂集团（0.00%）、中国人寿（-0.67%）、中国太保（-1.10%）、中国平安（-1.91%）。

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：

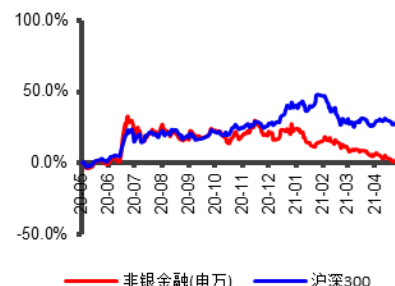
无

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：刘嘉瑞

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554042

gaixin@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幅回升 1000 亿至 1.35 万亿；两融余额亦连续四日回升至 1.87 万亿，其中融资余额创年内新高至 1.71 万亿。央行月末连续三日逆回购规模达 500 亿，净投放 400 亿，有效改善市场流动性；周五美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的表态略显鸽派，并未明确 taper 时间和方式，有望带动市场风险偏好上升。在流动性&风险偏好上升的情况下，非银特别是证券板块有望走出 beta 行情。当前市场对证券行业受益于大财富管理转型，盈利能力提升，抗周期性增强已形成一致预期，板块内控/参股公募基金且基金利润贡献较高的标的估值修复效应明显。由于此类标的以大型券商为主，估值相对较低，beta 属性显著提升。在此主线持续催化下，近期上涨较少的头部券商中信（华夏）、国泰君安（华安）、海通证券（富国、海富通）、华泰证券（南方、华泰柏瑞）估值有望得到进一步修复，东方证券也有望再度彰显财富管理细分龙头优势。

证券板块当前平均 PB2.07x，其中头部券商平均 PB 仅 1.27x，虽和板块整体估值差距缩小仍远低于历史估值中枢，投资价值凸显。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；2. 财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3. 市场风格。整体上看，证券行业当前业务差异性仍较为有限，在行业马太效应持续增强的背景下，仅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 1.71xPB，业绩和 ROE 近年持续上升且增长确定性强，且估值已消化配股影响，看好其年内回归至 1.9-2.1x 区间。

保险方面，上市险企均已披露中报，太平人寿成为唯一一家新业务价值同比增长的寿险公司（29.1%），太保寿险（-8.9%）、平安人寿（-11.7%）、中国人寿（-19.0%）、新华保险（-21.7%）、人保寿险（-25.2%）均同比下滑。预计伴随疫情影响的持续减弱，代理人客户拜访量逐步恢复到疫情前水平，叠加代理人清虚取得阶段性成果，高价值保障型产品销售回暖有望带动 NBV 和 margin 持续回升；且 22 年开门红增员也在有序推进，保险行业“至暗时刻”或已成为过去时。同时我们仍建议重点关注监管政策影响，预计近三年均为监管大年，险企经营和代理人展业均将面临更严格监管。A 股个股中我们仍看好并继续推荐资源禀赋更佳，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。公司中期高分红和大规模股份回购&管理层自购彰显公司信心，也向市场传递积极信号。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：推荐中信证券；建议关注国泰君安、东方证券

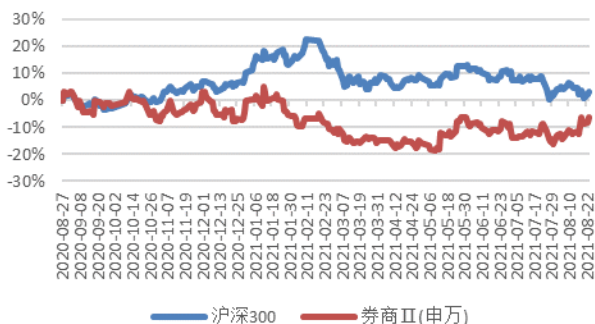
保险：推荐中国平安、中国太保；建议关注友邦保险、中国太平

2. 板块表现

上周非银板块整体下跌 0.98%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 23/28；其中证券板块下跌 0.95%，保险板块下跌 1.57%，跑输沪深 300（1.21%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方证券（3.69%）、国泰君安（3.65%）、光大证券（2.95%）、海通证券（2.47%）、浙商证券（2.34%），保险公司半多下跌，

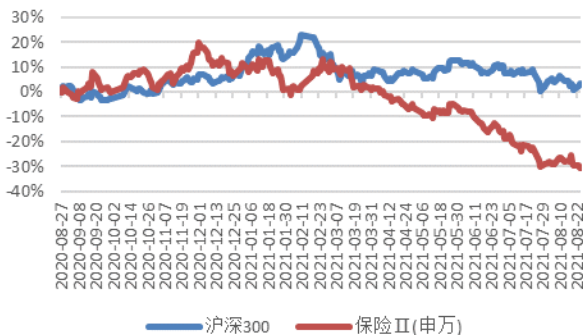
涨跌幅分别为新华保险（0.79%）、中国人保（0.59%）、天茂集团（0.00%）、中国人寿（-0.67%）、中国太保（-1.10%）、中国平安（-1.91%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



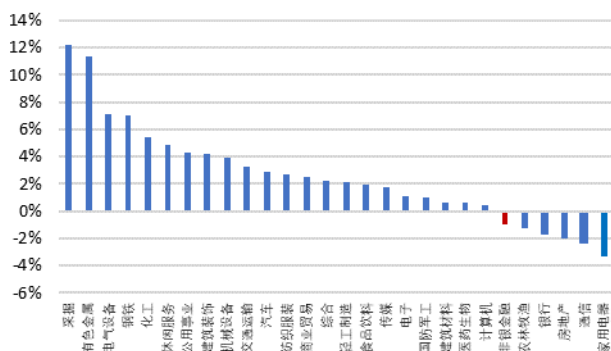
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



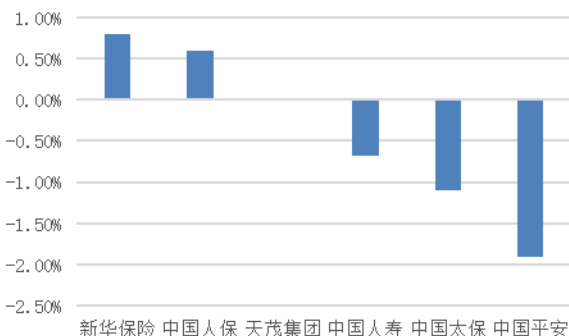
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



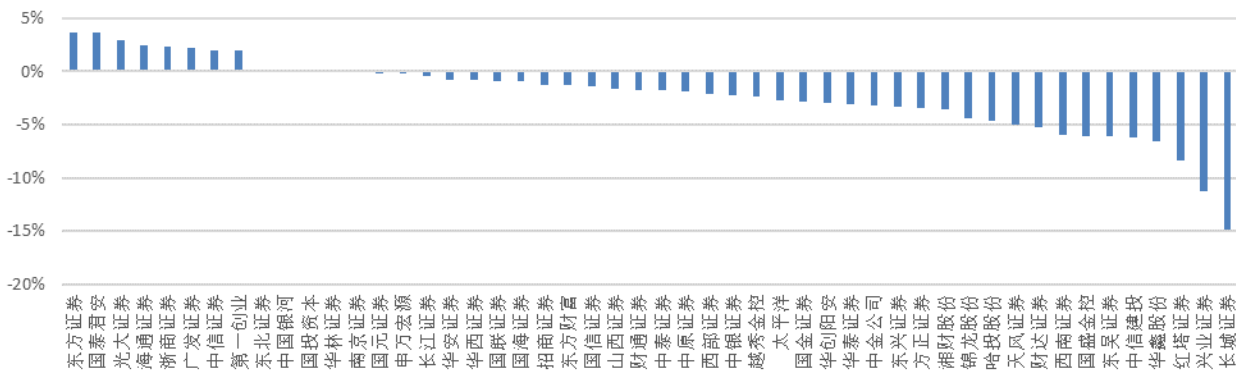
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

8月23日至8月27日五个交易日合计成交金额 67639.21 亿元，日均成交金额 13527.84 亿元。北向资金合

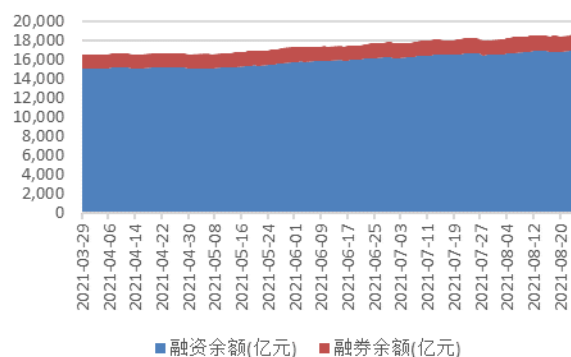
计净流入 179.97 亿元，其中非银板块净流入 10.43 亿元，东方财富遭净卖出 1.80 亿元，中国平安遭净卖出 0.45 亿元，中信证券获净买入 12.68 亿元。截至 8 月 26 日，两市两融余额 18,706.01 亿元，其中融资余额 17,058.42 亿元，融券余额 1,647.58 亿元。

图6：市场交易量情况



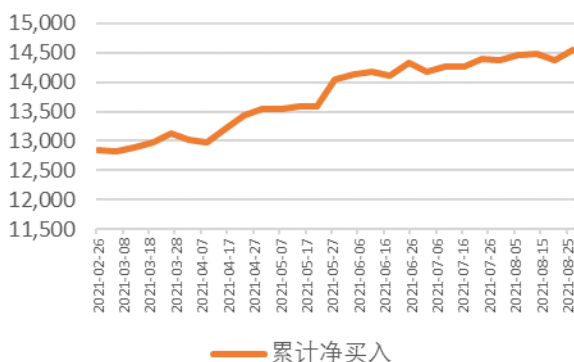
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



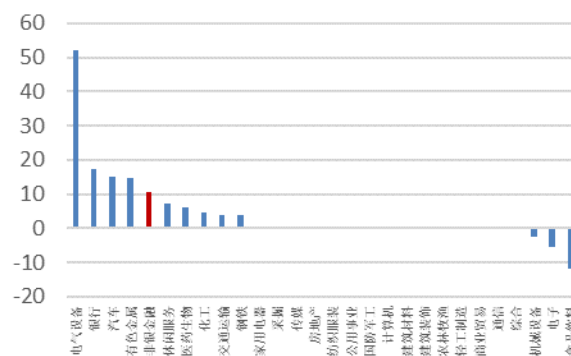
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



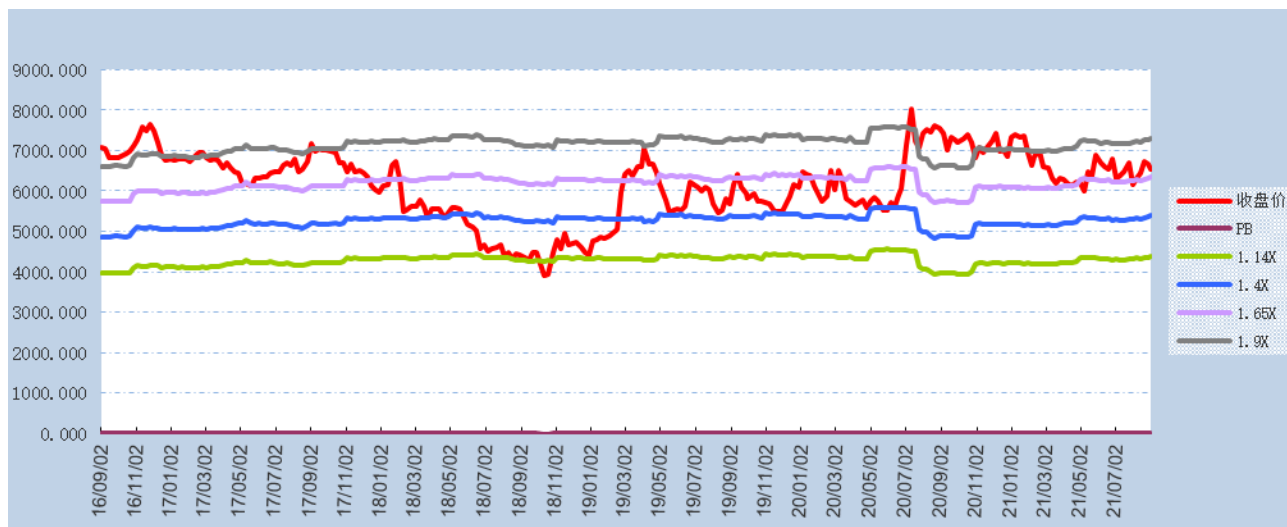
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



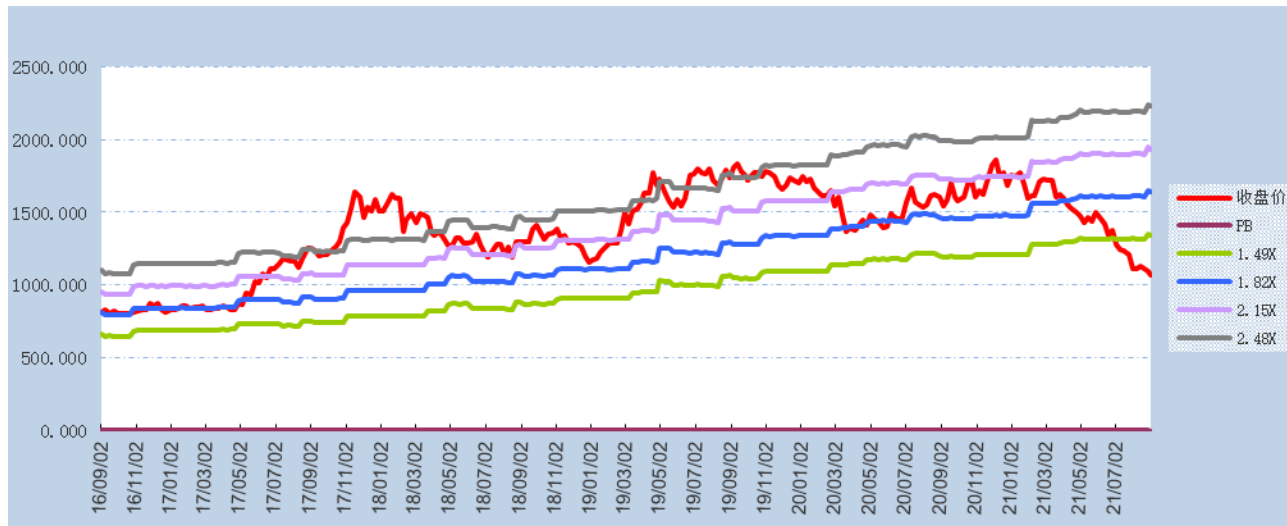
资料来源：wind，东兴证券研究所

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（8月23日-8月30日）

部门或事件	主要内容
中国人民银行	央行要求把促进共同富裕作为金融工作的出发点和着力点，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，宏观杠杆率基本稳定。
银保监会	银保监会修订发布《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》，对财产保险公司保险产品监管体制机

制进行完善。进一步规范财产保险公司条款开发和费率厘定行为。规范公司保险条款费率报送行为。强化条款费率监督管理，明确条款费率直接责任人及其违规处理。

证监会

上海金融工作局局长解冬表示，上海在证监会指导下正积极准备资本市场金融科技创新的相关工作。

深交所

深交所表示将继续践行“建制度、不干预、零容忍”方针和“四个敬畏、一个合力”要求，坚持系统思维，保持改革定力，心系“国之大者”，完整、准确、全面贯彻新发展理念，把支持科技创新、服务“专精特新”、助力经济高质量发展摆在突出位置，坚守创业板“三创”“四新”定位，全力维护创业板注册制高质量运行，防范化解重点风险，积极支持“双区”建设和深圳综合改革试点，奋力建设优质创新资本中心和世界一流交易所，在更深层次更广范围服务国家战略和实体经济，为全面建设社会主义现代化国家积极贡献力量。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（8月23日 - 8月30日）

个股	摘要	主要内容
国泰君安	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 219.18 亿元，同比增长 38.62%；实现归母净利润 80.13 亿元，同比增长 46.93%。
哈投股份	业绩快报	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 7.79 亿元，同比增长 2.69%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 70.98%。
国联证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 11.30 亿元，同比增长 37.42%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比增长 17.98%。
西南证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 19.58 亿元，同比增长 20.75%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比增长 60.17%。
华泰证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 182.33 亿元，同比增加 17.32%；实现归母净利润 77.70 亿元，同比增加 21.32%。
中金公司	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 144.61 亿元，同比增加 37.82%；实现归母净利润 50.07 亿元，同比增加 64.07%。
广发证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 180.07 亿元，同比增加 26.76%；实现归母净利润 58.88 亿元，同比增加 2.38%。
东方证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 132.77 亿元，同比增加 37.94%；实现归母净利润 27.00 亿元，同比增加 76.95%。
招商证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 143.42 亿元，同比增加 24.72%；实现归母净利润 57.45 亿元，同比增加 32.57%。
兴业证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 101.49 亿元，同比增加 22.43%；实现归母净利润 24.39 亿元，同比增加 50.64%。
长江证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 42.64 亿元，同比增加 28.10%；实现归母净利润 14.24 亿元，同比增加 51.27%。
国联证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 11.30 亿元，同比增加 37.42%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比增加 17.98%。
西部证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 32.17 亿元，同比增加

		44.91%；实现归母净利润 7.15 亿元，同比增加 12.14%。
五矿资本	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 14.70 亿元，同比减少 39.51%；实现归母净利润 24.24 亿元，同比增加 21.36%。
海通证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 234.71 亿元，同比增加 31.95%；实现归母净利润 81.70 亿元，同比增加 49.00%。
中信建投	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 123.26 亿元，同比增加 24.51%；实现归母净利润 45.29 亿元，同比下降 1.08%。
光大证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 79.99 亿元，同比增加 26.66%；实现归母净利润 22.62 亿元，同比增加 5.13%。
中国平安	中期业绩	公司发布 2021 年中报，上半年公司实现营业收入 6356.49 亿港元，同比增长 0.9%；实现归母净利润 580.05 亿元，同比减少 15.5%；截至 6 月 30 日，寿险及健康险内含价值 8635.85 亿元，较上年末增长 4.7%；实现新业务价值 273.87 亿元，同比减少 11.7%；实现归属于母公司营运利润 818.36 亿元，同比增长 10.1%。公司拟使用不低于人民币 50 亿元且不超过人民币 100 亿元的自有资金，以不超过人民币 82.56 元/股的回购价格回购本公司 A 股股份。公司 2021 年中期股息每股现金人民币 0.88 元。
新华保险	中期业绩	公司发布 2021 年中报，上半年公司保险业务收入 1,006.10 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利润 105.46 亿元，同比增长 28.3%。截至 6 月 30 日内含价值 2,507.66 亿元，较上年末增长 4.2%；实现新业务价值 40.90 亿元，同比减少 21.7%。另外，公司本期进行会计估计变更，增加 2021 年 6 月 30 日寿险责任准备金人民币 1,454 百万元，增加长期健康险责任准备金人民币 1,092 百万元，减少 2021 年半年度税前利润合计人民币 2,546 百万元。
中国人寿	中期业绩	公司发布 2021 年中报，上半年公司保险业务收入 4422.99 亿港元，同比增长 3.49%；实现归母净利润 409.75 亿元，同比增长 34.19%；截至 6 月 30 日，集团内含价值 11428.11 亿元，较上年末增长 6.59%；实现新业务价值 298.67 亿元，同比减少 19.04%。同时，公司本期进行会计估计变更，增加 2021 年 6 月 30 日寿险责任准备金人民币 119.92 亿元，增加长期健康险责任准备金人民币 12.96 亿元，减少 2021 年半年度税前利润合计人民币 132.88 亿元。
中国太平	中期业绩	公司发布 2021 年中报，上半年公司保险业务收入 1569.71 亿港元，同比增长 14.5%；实现归母净利润 51.13 亿元，同比增长 77.7%；截至 6 月 30 日，集团内含价值 2651.16 亿港元，较上年末增长 6.6%。其中，太平人寿内含价值 2162.72 亿港元，较上年末增长 7.42%；上半年实现新业务价值 38.36 亿港元，同比增长 41.63%。
中航产融	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 47.88 亿元，同比减少 3.18%；实现归母净利润 16.34 亿元，同比增加 8.31%。
江苏国信	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 128.32 亿元，同比增加 30.79%；实现归母净利润 13.93 亿元，同比增加 18.30%。
国元证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 22.75 亿元，同比增加 7.58%；实现归母净利润 8.46 亿元，同比增加 36.99%。
国信证券	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 103.21 亿元，同比增加 28.39%；实现归母净利润 47.90 亿元，同比增加 62.61%。

爱建集团	中期业绩	公司发布 2021 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 10.58 亿元，同比增加 25.22%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比减少 33.47%。
兴业证券	配股	公司拟采用向原股东配售股份的方式公开发行业券，以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份总数为基数，按每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售，募集资金总额预计不超过人民币 140 亿元。
西部证券	股东增资	公司向控股子公司西部利得基金增资 1020 万元；向全资子公司西部优势资本增资 5 亿元。
红塔证券	解除股份质押	公司接到股东云投集团通知，云投集团质押给国泰君安 9,566,969 股公司股份于近日办理了证券质押登记解除手续，占其所持股份比例 1.13%，占公司总股本比例 0.20%。
中国太保	股份减持	公司股东申能集团拟于 2021 年 3 月 1 日至 8 月 27 日期间以集中竞价交易方式减持不超过 96,200,000 股公司股票（不超过公司总股本的 0.99996%），截至今日，本次减持计划时间区间届满，申能集团未减持公司股票，当前持股 1,326,776,782 股，持股比例 13.79%。
中国平安	股份回购	本公司拟使用不低于人民币 50 亿元且不超过人民币 100 亿元（均包含本数）的自有资金，以不超过人民币 82.56 元/股的回购价格回购本公司 A 股股份，本次回购的股份将全部用于本公司员工持股计划，公司于 2021 年 8 月 27 日通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式实施了首次回购 A 股股份。首次回购共购得 570,416 股本公司 A 股股份，占本公司总股本的比例为 0.00312%，已支付的资金总额合计人民币 29,374,125.64 元（不含交易费用），最低成交价格为人民币 51.19 元/股，最高成交价格为人民币 51.96 元/股。
ST 安信	债务和解	公司与中国银行上海分行达成债务和解，将持有的部分股权资产的全部权利转移给中国银行上海分行用于抵偿到期未偿还债务，构成重大资产重组。

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