



东兴证券
DONGXING SECURITIES

非银金融行业跟踪：证券行业景气度望持续提升，板块再获两融资金青睐

2021年09月12日

看好/维持

非银行金融 行业报告

行业观点：

本周市场日均成交额环比降1000亿至1.46万亿；两融余额连升4日至1.91万亿，其中融资余额升至1.74万亿，续创六年新高。根据wind数据，9月以来申万非银板块融资净买入额达65.11亿元，居申万一级28个行业之首，证券板块重获杠杆资金青睐。根据中证登数据，8月市场新增投资者数量达187.46万，同比增长4.43%，环比增长16.51%。从板块逻辑看，当前证券行业受益于大财富管理转型，盈利拐点显现，抗周期性增强，市场对行业转型逻辑亦已形成一致预期，近一个月券商板块走出具有较强持续性的行情。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。此外，北交所的设立有望成为未来一段时间资本市场关键词，有助于提升券商板块的市场关注度，较高的市场关注度有望和证券行业经营产生正向共振，带动行业景气度上升。

需要注意的是，当前证券板块平均PB 2.24x，自8月初已反弹23%+，由于证券板块历史上从未走出长期独立行情，建议重点关注上证综指和上证50表现。整体上看，我们认为证券板块表现在未来一段时间仍将强于大势。预计近期财富管理主线仍将持续，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）估值有望继续修复。

我们认为未来有两点将影响券商估值：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。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1.88xPB，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2.1-2.3x区间。

保险方面，我们建议持续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，相关风险仍待释放。展望四季度，伴随疫情影响减弱，代理人客户拜访量逐步恢复到疫情前水平，叠加代理人提质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。此外，随着中秋、国庆双节临近，保险板块或将伴随大消费板块走出估值修复行情，建议提升对保险板块的关注度。

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：推荐中国太保、中国平安；建议关注友邦保险、中国太平

板块表现：

上周非银板块整体上涨4.18%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业9/28；其中证券板块上涨6.00%，跑赢沪深300指数（3.51%）；保险板块上涨0.48%，跑输沪深300指数。个股方面，券商涨幅前五分别为申万宏源（20.60%）、东方财富（13.33%）、广发证券（12.75%）、长城证券（12.50%）、东方证券（12.30%）；保险公司半多上涨，涨幅分别为*ST西水（23.94%）、中国人寿（2.68%）、天茂集团（1.97%）、中国人保（1.91%）、中国太保（1.76%）、新华保险（0.87%）、中国平安（0.00%）。

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：

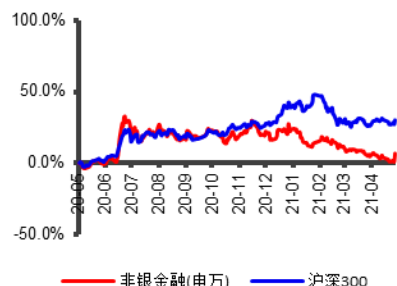
无

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：刘嘉玮

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

本周市场日均成交额环比降 1000 亿至 1.46 万亿；两融余额连升 4 日至 1.91 万亿，其中融资余额升至 1.74 万亿，续创六年新高。根据 wind 数据，9 月以来申万非银板块融资净买入额达 65.11 亿元，居申万一级 28 个行业之首，证券板块重获杠杆资金青睐。根据中证登数据，8 月市场新增投资者数量达 187.46 万，同比增长 4.43%，环比增长 16.51%。从板块逻辑看，当前证券行业受益于大财富管理转型，盈利拐点显现，抗周期性增强，市场对行业转型逻辑亦已形成一致预期，近一个月券商板块走出具有较强持续性的行情。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。此外，北交所的设立有望成为未来一段时间资本市场关键词，有助于提升券商板块的市场关注度，较高的市场关注度有望和证券行业经营产生正向共振，带动行业景气度上升。

需要注意的是，当前证券板块平均 PB 2.24x，自 8 月初已反弹 23%+，由于证券板块历史上从未走出长期独立行情，建议重点关注上证综指和上证 50 表现。整体上看，我们认为证券板块表现在未来一段时间仍将强于大势。预计近期财富管理主线仍将持续，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）估值有望继续修复。

我们认为未来有两点将影响券商估值：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。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 1.88xPB，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 2.1-2.3x 区间。

保险方面，我们建议持续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，相关风险仍待释放。展望四季度，伴随疫情影响减弱，代理人客户拜访量逐步恢复到疫情前水平，叠加代理人提质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 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。此外，随着中秋、国庆双节临近，保险板块或将伴随大消费板块走出估值修复行情，建议提升对保险板块的关注度。

重点推荐：

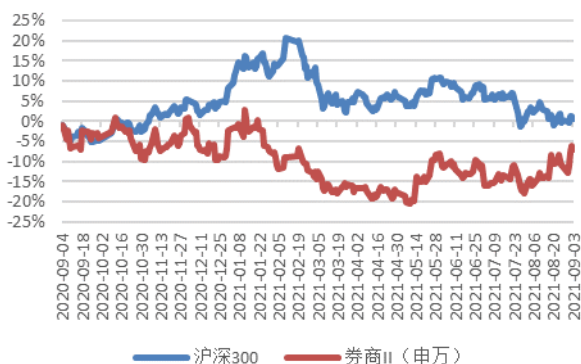
证券：推荐中信证券；建议关注国泰君安、东方证券

保险：推荐中国太保、中国平安；建议关注友邦保险、中国太平

2. 板块表现

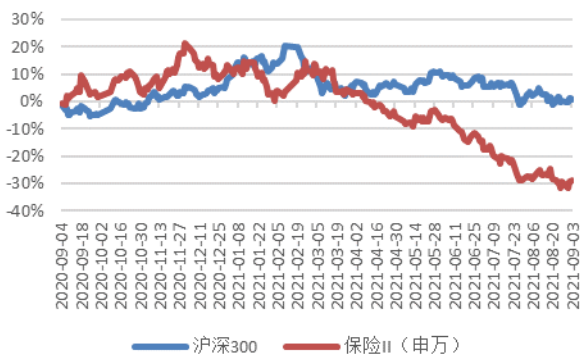
上周非银板块整体上涨 4.18%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 9/28；其中证券板块上涨 6.00%，跑赢沪深 300 指数（3.51%）；保险板块上涨 0.48%，跑输沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为申万宏源（20.60%）、东方财富（13.33%）、广发证券（12.75%）、长城证券（12.50%）、东方证券（12.30%）；保险公司半多上涨，涨幅分别为*ST 西水（23.94%）、中国人寿（2.68%）、天茂集团（1.97%）、中国人保（1.91%）、中国太保（1.76%）、新华保险（0.87%）、中国平安（0.00%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



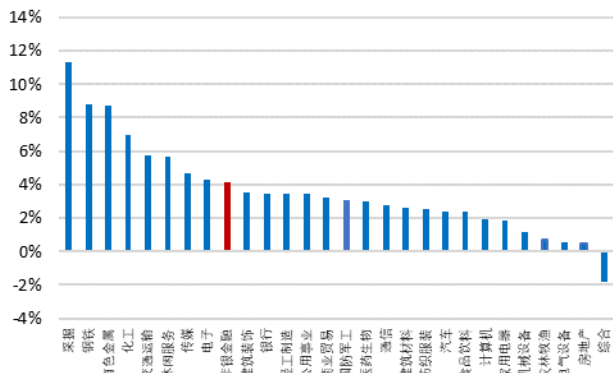
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



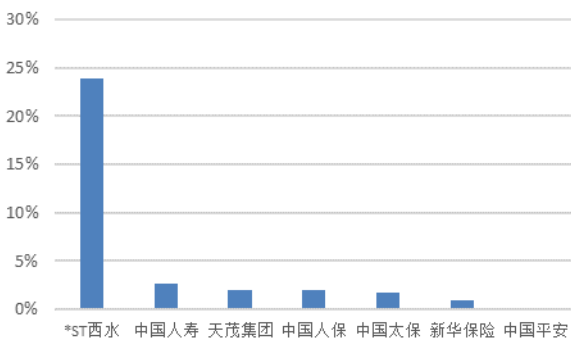
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



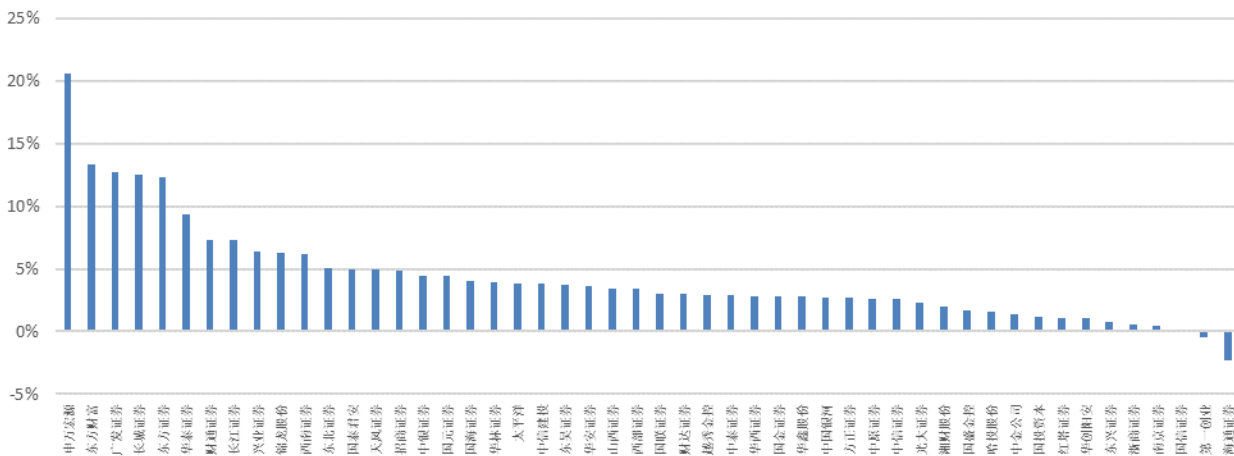
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

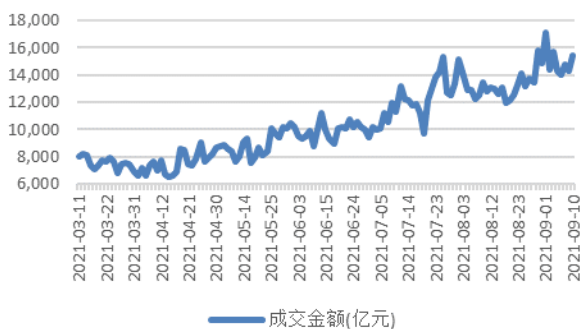
图5：上周证券个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

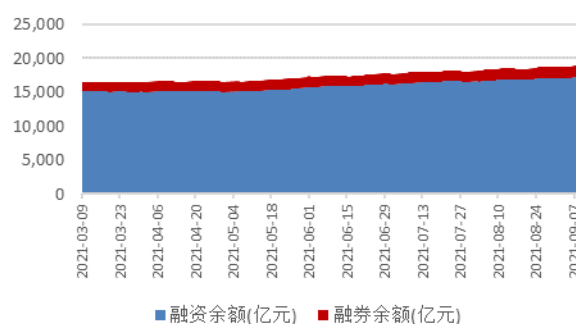
9月6日至9月10日五个交易日合计成交金额72793.83亿元，日均成交金额14558.77亿元。北向资金合计净流入150.95亿元，其中非银板块净流入1.08亿元，东方财富获净买入16.02亿元，中国平安遭净卖出15.48亿元。截至9月10日，两市两融余额19,118.76亿元，其中融资余额17,396.46亿元，融券余额1,722.30亿元。

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



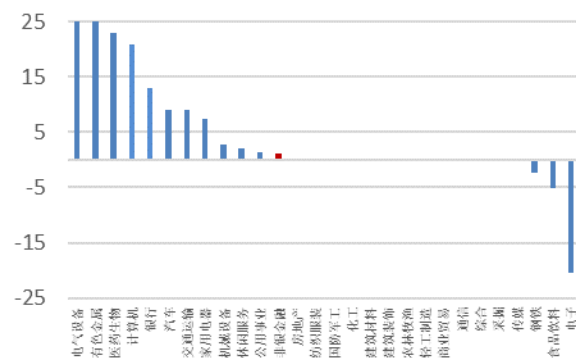
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



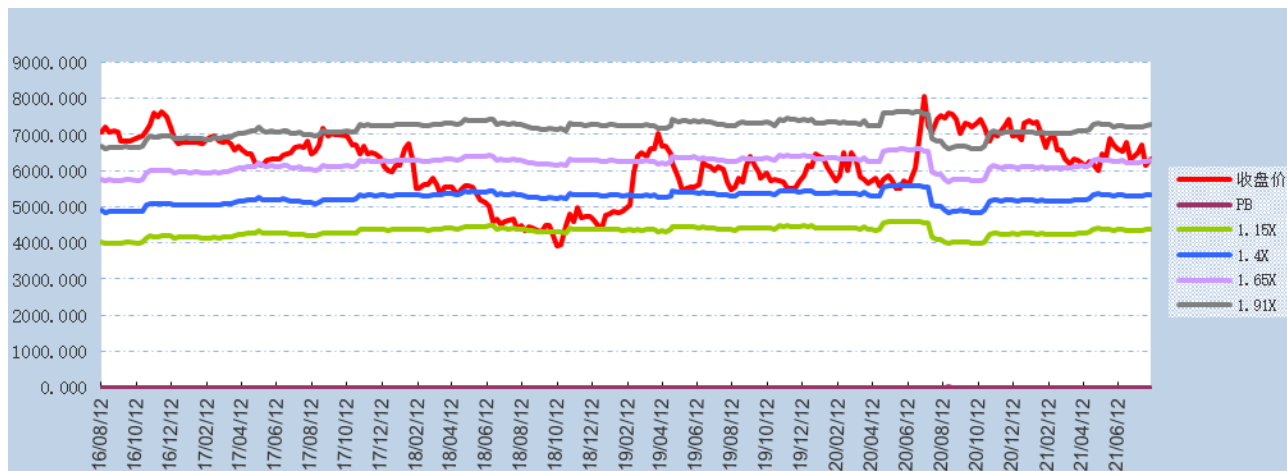
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



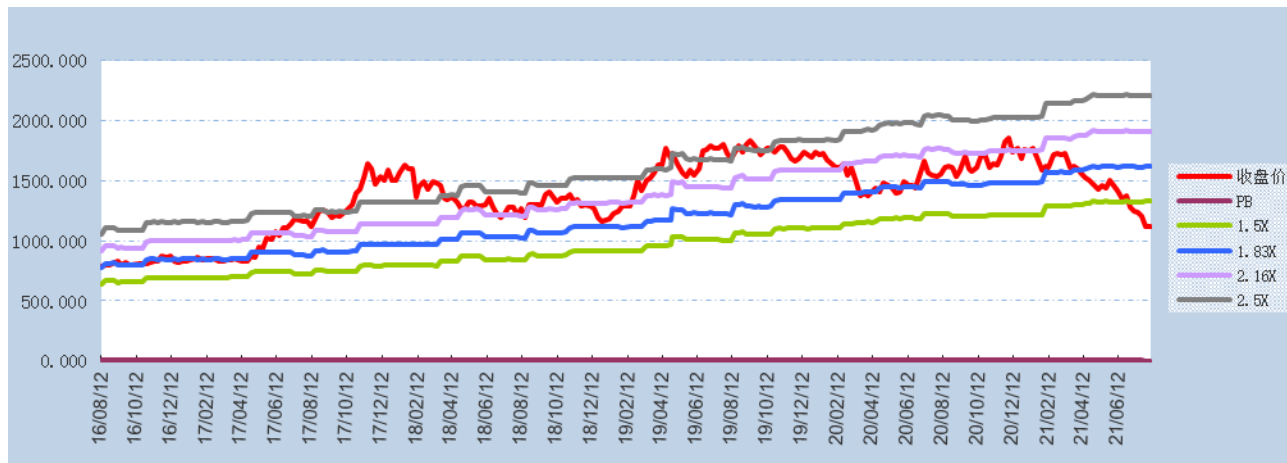
资料来源：wind，东兴证券研究所

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（9月6日-9月12日）

部门或事件	主要内容
银保监会	银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议，审议保险公司风险综合评级结果和对部分保险公司的监管措施。第二季度末，纳入会议审议的179家保险公司平均综合偿付能力充足率为243.7%，平均核心偿付能力充足率为231%。人身险公司、财产险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为235.7%、286.8%和307.4%。95家保险公司风险综合评级被评为A类，76家保险公司被评为B类，5家保险公司被评为C类，2家保险公司被评为D类。

银保监会	银保监会办公厅发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，自9月15日起，工银理财在武汉市和成都市，建信理财和招银理财在深圳市，光大理财在青岛市开展养老理财产品试点。试点期限暂定一年。试点阶段，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在100亿元人民币以内。
中国人民银行	国务院新闻办9月7日举行国务院政策例行吹风会，央行货币政策司司长孙国峰指出，对于财政收支、政府债券发行缴款等因素对流动性产生的阶段性扰动，央行有充足的工具予以平滑，完全可以保持流动性合理充裕。市场不宜简单根据银行体系流动性或者超额准备金率判断流动性松紧程度，判断流动性最重要的指标是观察市场利率，特别是DR007。孙国峰指出，可能并不存在很大的基础货币缺口；7月降准后，金融机构运用降准释放的长期资金归还一部分中期借贷便利，金融机构流动性需求得到充分满足。今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。美元。
中国人民银行	央行副行长潘功胜表示，未来跨境人民币业务，创新试点将在前海地区先行先试，这将有助于拓展香港离岸人民币业务的深度和广度，巩固香港作为全球最大离岸人民币市场的地位。
国务院	国务院常务会议通过《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法（草案）》，推动完善资本市场基本制度，提高监管效能，更好保护投资者合法权益。
工信部	工信部研究并适时出台接续政策，稳定政策预期，增强企业信心；目前正在抓紧修订出台《中小企业划型标准规定》，已征求意见，推动针对中小企业不同的特点来精准施策。
商务部	商务部表示，将指导地方与企业加强产销衔接，重点保障主要生活必需品市场供应，确保不脱销、不断档；指导商贸流通企业根据不同消费群体的个性化需求，增加库存数量，丰富商品种类。根据市场需要，适时发挥政府储备调节作用。
上交所	上交所发布《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第2号——公司债券和资产支持证券信息披露直通车业务》，标志着上交所正式推出债券市场信息披露直通车制度。直通车制度明确公司债券和资产支持证券直通车基本安排，强化信息披露义务人主体责任，明确对直通车公告进行事后形式审核，完善对信息披露业务办理及时、准确、完整等规范性要求。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（9月6日-9月12日）

个股	摘要	主要内容
哈投股份	股东减持	公司股东中国华融六个月内通过集中竞价交易方式减持股份41,611,410股，不超过总股本的2%，且任意连续90日内减持不超过总股本的1%。减持前中国华融持有本公司股份218,697,516股，占公司总股本的10.51%，全部为无限售流通股。
国信证券	股东减持	公司股东一汽投资（持股2.67%）计划在9月6日起3个交易日后的6个月内以集中竞价或大宗交易方式，合计减持公司股份不超过256,579,219股（不超过公司当前总股本的2.67%）；公司股东华润信托（持股5%以上）计划在9月6日起3个交易日后的6个月内以集中竞价或大宗交易方式，合计减持公司股份不超过60,000,000股，即不超过公司当前总股本的0.62%
方正证券	股权变更	公司收到中国证监会《关于核准方正证券股份有限公司变更主要股东的批复》，核准中国信达成为公司主要股东，对中国信达依法受让709,886,375股（占公司总股本的8.62%）公司股份无异议。该股份完成过户登记手续，政泉控股持有本公司股份将减少至1,089,704,789股，占公司总股本13.24%。
锦龙股份	股权质押	公司向东莞信托贷款人民币20.5亿元，公司以所持中山证35%股权提供质押担保，

		截止 9 月 7 日，公司共持有中山证券 1,206,393,810 股股权，占中山证券总股本的 70.96%，处于质押状态的股权为 587,010,000 股，占中山证券总股本的 34.53%。
中银证券	股权质押	公司持股 5% 以上股东云投集团持有公司股份 143,966,345 股，占公司总股本的 5.18%，本次解除质押 72,014,210 股后，累计质押公司股份 0 股。
海通证券	监管调查	公司在开展西南药业股份有限公司（现奥瑞德光电股份有限公司）财务顾问业务的持续督导工作期间未勤勉尽责，涉嫌违法违规，因此于 2021 年 9 月 7 日收到中国证监会《立案告知书》和《调查通知书》，目前公司的经营情况正常。
海通证券	发行次级债	公司向专业投资者公开发行次级公司债券获得中国证监会注册批复，同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 300 亿元次级公司债券的注册申请。
华泰证券	发行永续次级债	中国证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 200 亿元永续次级公司债券的注册申请。
东方财富	向子公司增资	公司以对东方财富证券的债权 15.00 亿元以及现金 9.25 亿元对东方财富证券进行增资，合计增资金额 24.25 亿元，其中 5.00 亿元作为注册资本，19.25 亿元作为资本公积。本次增资完成后，东方财富证券注册资本由 83.00 亿元增至 88.00 亿元。
招商证券	责任担保	公司拟为其下设境外特殊目的机构 CMS International Gemstone Limited 发行总金额不超过 5 亿美元的债券提供连带责任保证担保。
中原证券	股份减持	公司持股 5% 以上股东渤海公司拟通过集中竞价交易方式及大宗交易方式减持公司 19,820,800 股份，持股比例减持至 5% 以下
中国人保	保费收入公告	公司 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日经由本公司子公司中国人民财产保险股份有限公司、中国人民人寿保险股份有限公司及中国人民健康保险股份有限公司所获得的原保险保费收入分别为人民币 309,843 百万元、人民币 72,943 百万元及人民币 28,946 百万元。
红塔证券	股权质押	公司 98,000,000 股流通股被股东云南省投资控股集团有限公司质押，云投集团持有公司股份 850,255,839 股，占公司总股本的 18.03%，累计质押 385,513,100 股，占其持股数量的 45.34%。
广发证券	公司增资	公司完成了向广发乾和首批增资 20 亿元人民币事宜，目前广发乾和已获得了北京市怀柔区市场监督管理局换发的新营业执照，注册资本为人民币 61.035 亿元。
爱建集团	股权回购	截至 2021 年 8 月月底，公司已累计回购股份 975.0174 万股，占公司总股本的比例为 0.60%，购买的最高价为 6.86 元/股、最低价为 6.50 元/股，已支付的总金额为人民币 6575.631974 万元。
爱建集团	信息披露	公司为爱建进出口公司提供担保，本次担保额度为人民币 2000 万元。
民生控股	资产重组	民生保险经纪于 2021 年 6 月 3 日以自有资金 3000 万元申购浦发银行发行的“财富班车进取 3 号（90 天）” 3000 万份，投资期限 90 天，预期收益率 3.40%/年，已于近日收到本次投资本金及收益合计 30,251,506.85 元，其中本金 3000 万元，收益 251,506.85 元。
江苏租赁	发行转债	中国证监会核准公司公开发行 A 股可转换公司债券。
陕国投 A	非公开发行	中国银保监会陕西监管局批复同意公司非公开发行股票方案，即非公开发行股票不超过 1,189,203,853 股（含本数），募集资金总额不超过 36 亿元，募集资金在扣除相关发行费用后全部用于补充公司资本金。

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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526