

非银金融行业跟踪：继续看好证券板块表现

2021年09月22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微降 300 亿至 1.43 万亿；两融余额持平于 1.91 万亿。周末证监会、沪深交易所发布创业板、科创板股票发行与承销业务规则的修订版，对新股询价、报价、信息披露等方面加强监管并优化基础流程。我们认为，适度扩大报价范围给予投资者更大空间，一定程度上提升投资者报价积极性和潜在收益规模，同时更宽的价格范围也对券商 IPO 定价提出更高要求，在合理价格区间内足量、足额募集资金的难度略有增大。但对于定价能力较强的券商而言，本次规则调整望给予其更大的项目议价能力，进而提升利润空间。

从板块层面看，当前市场对行业受益于大财富管理转型，盈利拐点显现，抗周期性增强已形成一致预期，同时市场核心指标持续高位运行增强证券行业业绩增长的确定性，两大逻辑叠加助力板块估值提升，表现望持续强于大市。但需要注意的是，由于证券板块历史上从未走出真正意义上的持续性独立行情，建议重点关注上证综指和上证 50 表现。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。综上，我们预计近期财富管理仍将是板块投资主线，头部财富管理平台中信（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。（P.S. 主题龙头东方、兴业、广发决定热度，板块龙头中信决定高度。）

我们认为未来有两点将影响券商基本面：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 1.79xPB，业绩和 ROE 近年持续上升且增长确定性高，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，受疫情和 20 年高基数影响，上市险企 8 月保费数据仍未显现复苏信号，且近期地产投资的不确定性也对行业造成一定负面影响，板块投资周期或将进一步拉长。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，负债端“至暗时刻”或已成为过去时。此外，进入四季度后，受消费端拉动，保险板块或将伴随大消费板块走出估值修复行情。

重点推荐：

证券：推荐中信证券；建议关注国泰君安、东方证券

板块表现：

上周非银板块整体下跌 4.20%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 17/28；其中证券板块下跌 3.80%，保险板块下跌 5.36%，均跑输沪深 300（-3.14%）。个股方面，券商涨幅前五分别为长城证券（3.60%）、东吴证券（1.38%）、锦龙股份（1.08%）、西部证券（-0.59%）、中信建投（-0.62%），保险公司多半下跌，涨跌幅分别为*ST 西水（11.36%）、天茂集团（-2.75%）、中国人寿（-3.05%）、中国人保（-3.93%）、中国太保（-3.99%）、新华保险（-5.13%）、中国平安（-5.86%）。

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：

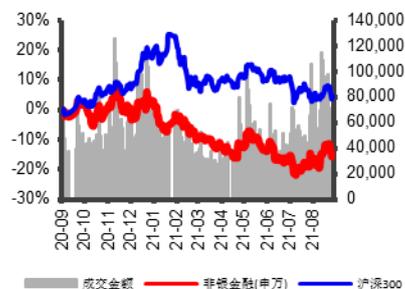
无

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

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微降 300 亿至 1.43 万亿；两融余额持平于 1.91 万亿。周末证监会、沪深交易所发布创业板、科创板股票发行与承销业务规则的修订版，对新股询价、报价、信息披露等方面加强监管并优化基础流程。我们认为，适度扩大报价范围给予投资者更大空间，一定程度上提升投资者报价积极性和潜在收益规模，同时更宽的价格范围也对券商 IPO 定价提出更高要求，在合理价格区间内足量、足额募集资金的难度略有增大。但对于定价能力较强的券商而言，本次规则调整望给予其更大的项目议价能力，进而提升利润空间。

从板块层面看，当前市场对行业受益于大财富管理转型，盈利拐点显现，抗周期性增强已形成一致预期，同时市场核心指标持续高位运行增强证券行业业绩增长的确定性，两大逻辑叠加助力板块估值提升，表现望持续强于大市。但需要注意的是，由于证券板块历史上从未走出真正意义上的持续性独立行情，建议重点关注上证综指和上证 50 表现。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。综上，我们预计近期财富管理仍将是板块投资主线，头部财富管理平台中信（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。（P.S. 主题龙头东方、兴业、广发决定热度，板块龙头中信决定高度。）

我们认为未来有两点将影响券商基本面：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 1.79xPB，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，受疫情和 20 年高基数影响，上市险企 8 月保费数据仍未显现复苏信号，且近期地产投资的不确定性也对行业造成一定负面影响，板块投资周期或将进一步拉长。我们建议持续关注监管政策影响，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，负债端“至暗时刻”或已成为过去时。此外，进入四季度后，受消费端拉动，保险板块或将伴随大消费板块走出估值修复行情。

重点推荐：

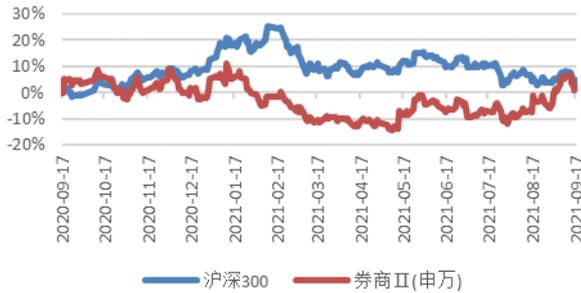
证券：推荐中信证券；建议关注国泰君安、东方证券

2. 板块表现

上周非银板块整体下跌 4.20%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 17/28；其中证券板块下跌 3.80%，保险板块下跌 5.36%，均跑输沪深 300（-3.14%）。个股方面，券商涨幅前五分别为长城证券（3.60%）、东吴证券（1.38%）、锦龙股份（1.08%）、西部证券（-0.59%）、中信建投（-0.62%），保险公司

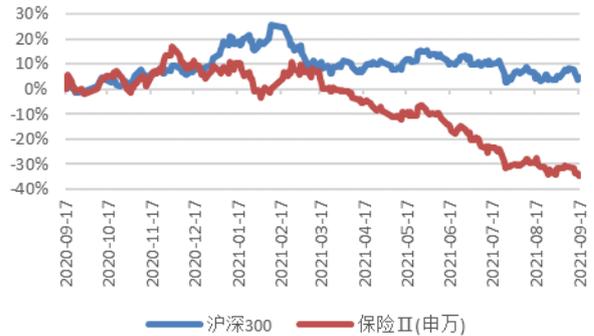
多半下跌，涨跌幅分别为*ST西水(11.36%)、天茂集团(-2.75%)、中国人寿(-3.05%)、中国人保(-3.93%)、中国太保(-3.99%)、新华保险(-5.13%)、中国平安(-5.86%)。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



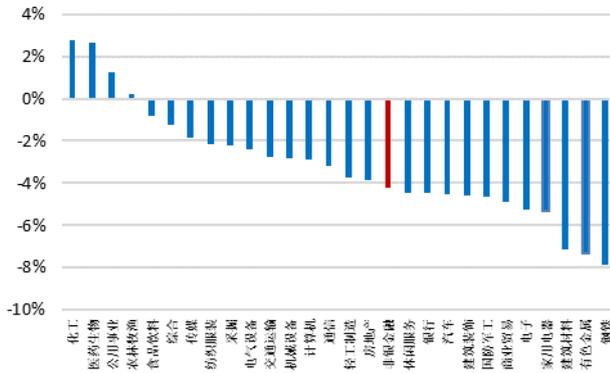
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



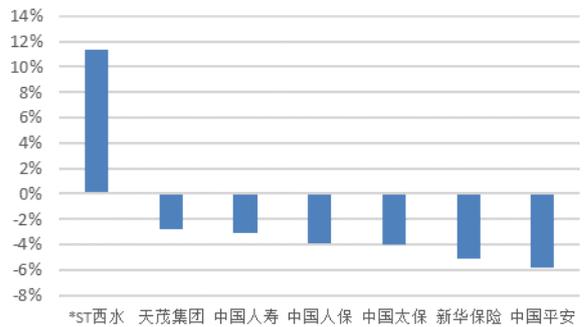
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



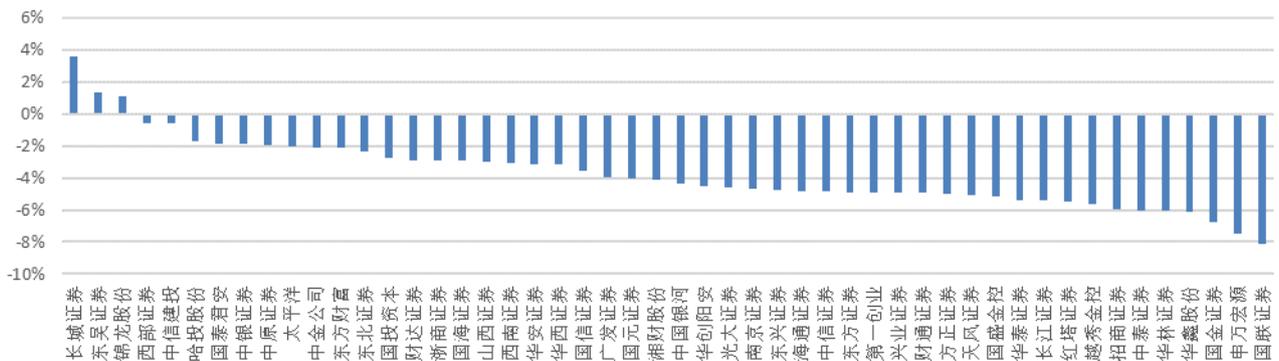
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

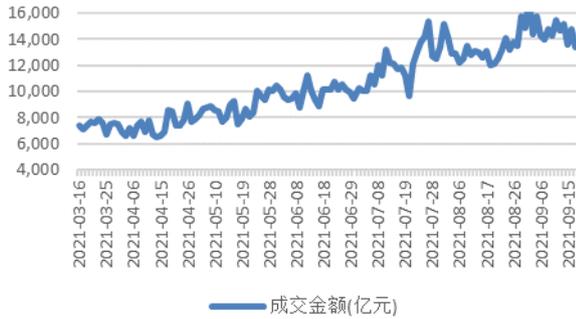
图5：上周证券个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

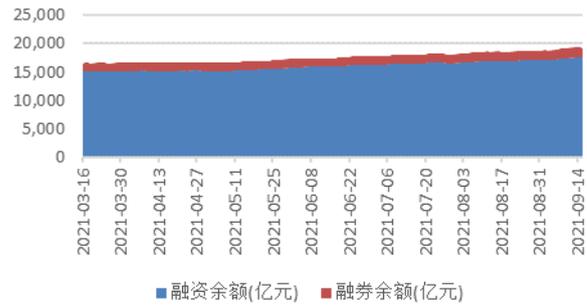
9月13至9月17日五个交易日合计成交金额71526.17亿元，日均成交金额14305.23亿元。北向资金合计净流出88.27亿元，其中非银板块净流入1.35亿元，东方财富获净买入16.17亿元，中国平安遭净卖出14.91亿元。截至9月16日，两市两融余额19,122.39亿元，其中融资余额17,478.64亿元，融券余额1,643.74亿元。

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



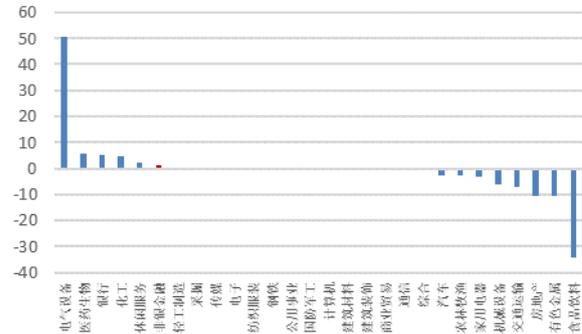
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



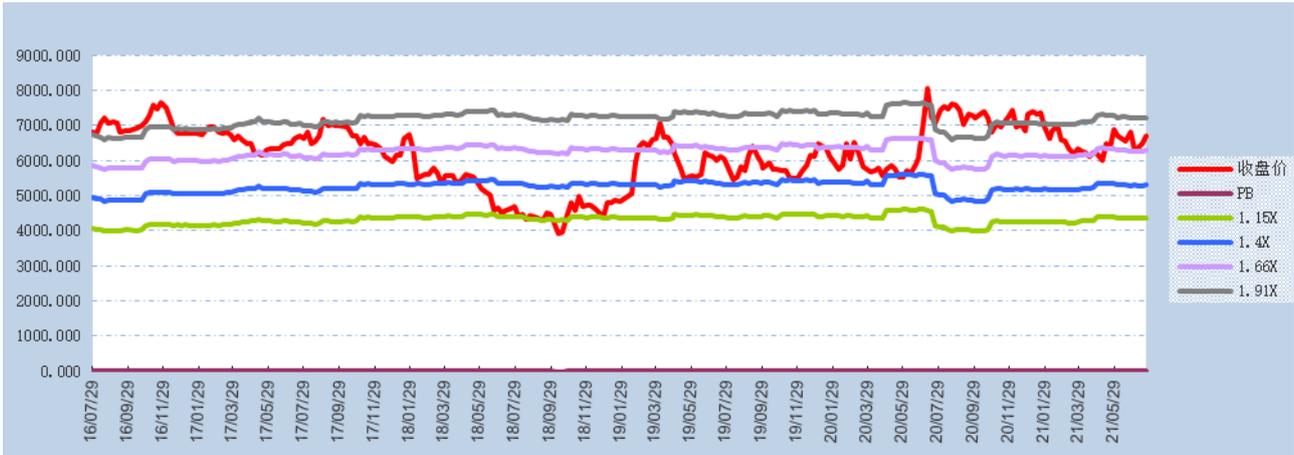
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



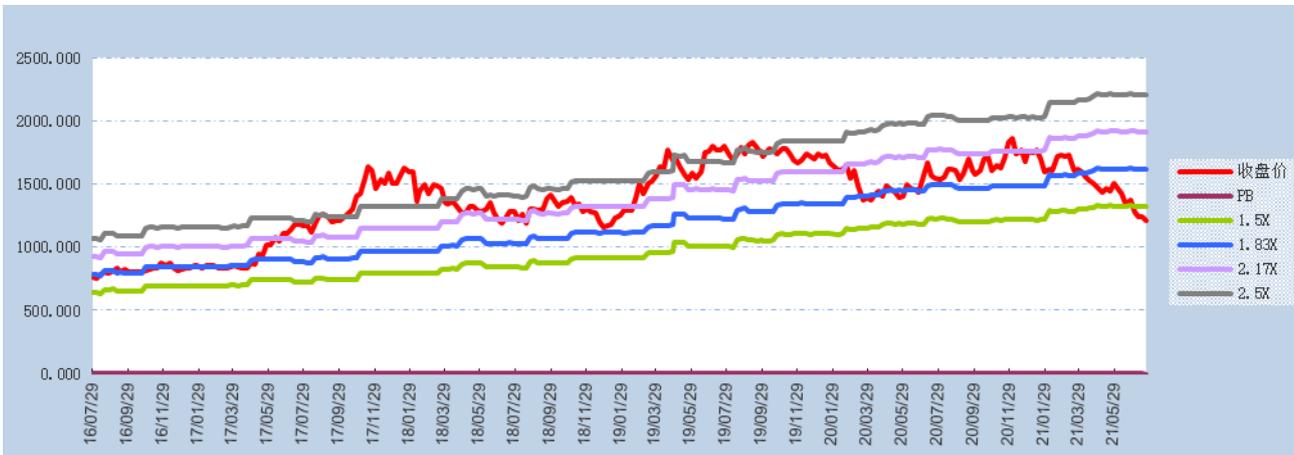
资料来源：wind，东兴证券研究所

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13日-9月20日）

部门或事件	主要内容
国务院	国务院发布批复原则同意《东北全面振兴“十四五”实施方案》，要求内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江提高对东北全面振兴重要性、紧迫性认识，加强组织领导，完善工作机制，深化改革开放，强化政策保障，优化营商环境，推动实施一批对东北全面振兴具有全局性影响的重点项目和重大改革举措，着力增强内生发展动力，确保《方案》各项目标任务如期实现。
中国人民银行	中国人民银行和德意志联邦银行联合举办“金融科技与全球支付领域全景—探索新疆域”视频会议，来自中、德两国央行及政府部门、商业银行、金融科技企业、支付机构的代表探讨了金融业的数字化、金融业中的新技术、央行数字货币和支付行业前景等议题。
证监会	北京市委书记蔡奇、中国证监会主席易会满、市委副书记、市长陈吉宁调研北京证券交易所，提出要大力支持

	持创新型中小企业，特别是专精特新、隐形冠军企业上市融资。
中国人民银行	为促进内地与香港债券市场共同发展，中国人民银行、香港金融管理局决定统一中国外汇交易中心（全国银行间同业拆借中心）等内地基础服务机构和香港交易及结算有限公司等香港基础服务机构于 2021 年 9 月 24 日开展香港于内地债券市场互联互通南向合作。
保险行业协会	9 月 15 日，中国保险行业协会在京发布《商业补充养老保险保障体系建设(第三支柱养老保险)研究报告》。研究报告指出：第三支柱养老保险制度的建设涉及政策支持、产品标准和创新、风险管理、运作模式等完整体系设计。期待国家顶层设计长效引导，金融机构持续创新，社会大众养老金融意识不断提升，从而有效推进我国多层次、多支柱养老保险体系的结构性改革，共同落实积极应对人口老龄化国家战略。
银保监会	北京银保监局 9 月 15 日消息，为持续深化“放管服”改革，进一步优化营商环境，激发市场主体发展活力，北京银保监局印发《北京银保监局关于进一步深化“证照分离”改革相关措施的通知》。一是扩大改革试点范围，优化准入方式；二是压减行政审批时限；三是精简行政许可材料。
证监会	证监会牵头成立打击资本市场违法活动协调工作小组并召开第一次工作会议。会议强调要强大要案惩治，继续聚焦财务造假、操控市场、交易内幕等违法违规行为，强化行政与刑事执法司法合作，加快构建行政执法、民事追偿和刑事惩戒相互衔接、互相支持的立体追责体系，推动形成“零容忍”的强大震撼。
银保监会	银保监会发布《支持国家乡村振兴重点帮扶县工作方案》，对银行业保险业支持国家乡村振兴重点帮扶县工作作出安排部署，大型银行、股份制银行在重点帮扶县的分支机构要将 70% 以上的新增可贷资金用于当地。
证券交易所	北京证券交易所今日发布《北京证券交易所投资者适当性管理办法(试行)》，该管理办法共计 24 条，明确个人投资者准入门槛为开通交易权限前 20 个交易日日均证券资产 50 万元，同时具备 2 年以上证券投资经验，机构投资者准入不设置资金门槛。自规则发布之日起，投资者即可预约开通北京证券交易所交易权限。
上交所	上交所发布通知，为进一步优化证券交易公开信息，自 2021 年 10 月 8 日起，对竞价交易出现日收盘价格涨跌幅偏离值达到 ±7%、日价格振幅达到 15%、日换手率达到 20% 3 种情形之一的各前 5 只有价格涨跌幅限制的股票、封闭式基金，公布当日买入、卖出金额最大的 5 家会员营业部的名称及其买入、卖出金额。
保险行业协会	9 月 17 日，中国保险行业协会联合中国健康管理协会在北京正式发布《保险业健康管理标准体系建设指南》，对保险行业健康管理服务标准体系进行了总体规划。内容涵盖了保险行业健康管理业务发展的要素，具体包括健康管理服务分类的标准化、健康管理服务平台和系统建设、健康管理服务产品设置、健康管理服务商的遴选、健康管理服务质量的评价、市场上的健康管理服务应用项目，以及关键疾病管理技术等方面，是保险行业健康管理服务建设的规划蓝图。
保险行业协会	中国保险行业协会已编制《保险销售从业人员执业失信行为认定指引》，目前正在业内征求意见中。《指引》基本涵盖了销售人员执业过程中的各种失信行为，并对部分存有争议的条款进行了删减与完善，同时近两年因“全额代理退保”等保险黑产频发，特别增设了“代理退保”类别。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（9月13日 - 9月20日）

个股	摘要	主要内容
中国人寿	保费收入	公司于 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日期间，累计原保险保费收入约为人民币 5,043 亿元（未经审计）。
新华保险	保费收入	公司于 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日期间，累计原保险保费收入约为人民币 1189.38 亿元（未经审计）。

浙商证券	利润分配	公司拟定 2021 年中期利润分配方案，以公司股份总数 3,878,168,795 股为基数，向全体股东每股派发现金红利人民币 0.13 元（含税）。
浙商证券	公司混改	公司已召开董事会，审议通过了《关于启动浙商期货有限公司混改的议案》，同意启动浙商期货有限公司混改研究工作。
哈投股份	股份收购	公司拟以现金方式收购哈尔滨投资集团有限责任公司持有的哈尔滨太平供热有限责任公司 100% 股权，价款为人民币 2.07 亿元。
中国平安	保费收入	2021 年 1 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日期间，子公司中国平安财产保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、平安养老保险股份有限公司、平安健康保险股份有限公司分别实现原保费收入 1750.94 亿元、3320.72 亿元、165.84 亿元、80.36 亿元。
香溢融通	出资认购	公司子公司香溢融通（浙江）投资有限公司拟出资 14,290 万元认购香溢租赁新增注册资本 1 亿元。
国泰君安	股票回购	公司对 A 股限制性股票激励计划部分 A 股限制性股票进行回购注销，回购价格为 7.08 元/股，拟回购注销的限制性股票合计 1,778,000 股，占本激励计划首次授予 A 股限制性股票的比例约为 2.25%，占截至目前公司总股本的比例约为 0.02%。
湘财股份	股权激励	公司鉴于 1 名原激励对象因离职原因不符合激励资格，根据 2021 年第二次临时股东大会授权，本激励计划首次授予激励对象由 331 人减少为 330 人，拟授予的股票期权数量由 12,000 万份减少为 11,975 万份，首次授予的股票期权数量由 11,302 万份减少为 11,277 万份，授予价格/行权价格为 10.04 元/股。
中国太平	保费收入	2021 年 1 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日期间，子公司太平人寿保险有限公司、太平财产保险股份有限公司、太平养老保险股份有限公司分别实现原保费收入人民币 1092.65 亿元、185.27 亿元、45.97 亿元。
越秀金控	基金提取	公司全资子公司广州越秀金融控股集团有限公司达到 2020 年度超业绩奖励基金提取条件，提取总额为 8,051.95 万元，拟向 101 名符合条件员工分配其中 3,864.93 万元。该金额已在公司 2020 年财务数据中计提，不会对公司 2021 年度财务状况和经营成果产生重大影响。
广发证券	发行债券	公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）的发行工作已完成，发行规模不超过人民币 90 亿元（含 90 亿元），发行价格为每张 100 元，采取网下面向专业投资者询价配售的方式发行。其中品种一发行期限为 3 年期，最终发行规模为 30 亿元，最终票面利率为 3.10%；品种二发行期限为 5 年期，最终发行规模为 20 亿元，最终票面利率为 3.50%；品种三发行期限为 10 年期，最终发行规模为 20 亿元，最终票面利率为 3.90%。
中国太保	保费收入	子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司于 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 8 月 31 日期间累计原保险业务收入分别为人民币 1,663.90 亿元、人民币 1,051.77 亿元。
五矿资本	派发红利	公司以总股本 4,498,065,459 股为基数，每股派发现金红利 0.248 元（含税），共计派发现金红利 1,115,520,232.83 元。
爱建集团	股份回购	公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分股份，拟用于公司员工持股或股权激励计划，共计回购股份 975.0174 万股，占总股本的 0.60%，购买的最高价为 6.86 元/股、最低价为 6.50 元/股。

泛海控股	股份减持	公司股东中国泛海减持泛海控股股份 5,880 万股，占泛海控股总股本的 1.13%。权益变动后，中国泛海持有公司股份 3,264,672,908 股，占公司总股本的 62.83%。
中信证券	投资活动	公司第七届董事会第二十八次会议决议，同意中信证券投资有限公司以可转债方式向北京鸿联九五信息产业公司（以下简称“鸿联九五”）投资不超过人民币 3.5 亿元，年利率 3.85%。2023 年 9 月 1 日起，根据鸿联九五盈利情况及其上市可行性判断，公司有权选择转股或收回本金及利息，转股价格按照鸿联九五投前估值人民币 8 亿元计算。
华创阳安	股权质押	中证信用为公司发行 2021 年第二期公开发行公司债券（面向专业投资者）提供融资担保服务，担保额度不超过 10 亿元。公司将持有的华创证券部分股权（不超过总股份的 5%）质押予中证信用。
华西证券	捐赠资金	为切实履行国有企业社会责任，帮助灾区群众渡过难关、重建家园，公司决定向泸县紧急捐赠 500 万元，用于支持灾区抗震救灾及灾后重建工作。
哈投股份	股权过户	根据哈尔滨市市场监督管理局开发区分局于 2021 年 9 月 17 日出具的《准予变更登记通知书》、营业执照及太平供热《公司章程》，太平供热 100% 股权已过户至本公司名下，相关变更手续已办理完成。公司已成为太平供热的控股股东。
中泰证券	发行债券	中国证券监督管理委员会核准公司向专业投资者公开发行次级公司债券注册。
越秀金控	股票购买	2021 年 9 月 16 日，公司第五期核心人员持股计划完成了股票购买，其通过二级市场累计购买公司股票合计 2,582,700 股，占公司总股本的 0.0695%，成交总金额为 22,715,644.25 元，成交均价为 8.795 元/股。

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