

非银金融

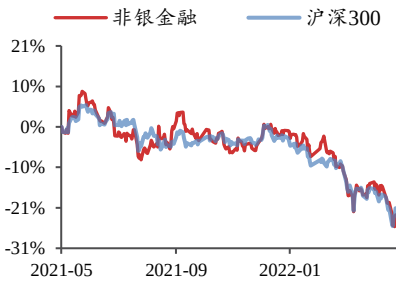
2022 年 05 月 04 日

看好一季报较好标的，关注财富管理标的的反弹机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业事件点评-推动公募行业高质量发展，渠道端和产品端公司受益》-2022.4.27

《从居民和金融机构视角看个人养老金长期影响-强化大财富管理赛道长逻辑，头部机构有望明显受益》-2022.4.26

《从年报看券商大财富管理赛道-公募基金马太效应明显，长期看好财富管理赛道龙头》-2022.4.26

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

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 周观点：看好一季报较好标的，关注财富管理标的的反弹机会

受股市1季度下跌影响，券商和保险一季报净利润均明显承压，券商主动或被动的权益方向性持仓对盈利的冲击超出我们的预期。券商一季报中，东方财富、中信证券和国联证券盈利表现明显优于同业，保险一季报中，中国财险数据较好。看好一季报较好且2季度盈利景气度有望延续的标的，同时看好估值位于低位且更加受益股市反弹的大财富线条标的。

● 券商：不利的股市环境是券商大自营业务试金石，看好一季报较好标的

(1) 40家上市券商(扣除财达证券)一季报合计净利润228亿，同比下降46%，年化ROE降至4.3%(2021年9.6%)。除投行业务，上市券商各项收入均同比下降，自营拖累最大，一季度上市券商自营投资亏损22亿，2021年同期盈利326亿，方向性权益自营和投行带来的被动直投、跟投共同造成自营亏损。自营是券商一季报的胜负手，中信证券、中金公司、中信建投和国联证券一季报表现较好，体现了衍生品业务优势和严格的头寸管控；1季度不利的股市环境是券商大自营业务的试金石，投资收益占比高而风险小的券商应获得估值溢价。1季度券商资管收入同比-2%，头部公募日均偏股保有规模同比微增，资管收入同比下降预计受浮动费率高基数影响。(2) 券商1季报靴子落地，目前头部券商整体估值位于历史最低点(TOP6 平均PB 1.02倍)，我们认为当下券商资产质量安全性较高，板块具有配置价值。一季报较好且二季度景气度相对较强的标的短期逻辑更顺，首推东方财富，受益标的中信证券和国联证券；财富管理线条短期景气度承压，当下估值已具备配置价值，基金净值反弹或带来赛道催化，推荐广发证券和东方证券。

● 保险：财险一季报表现相对较好，上市险企核心偿付能力不影响后续展业

(1) 中国人寿/中国平安/友邦保险 1 季度 NBV 分别-14.3%/-33.7%/-18%，受人力下降、需求较弱及行业转型影响，同时部分地区受疫情影响展业难度加大，一季度 NBV 整体承压。权益市场下跌对上市险企 1 季度净利润形成明显拖累。中国财险一季报数据相对较好，车险保费景气度有所提升，且综合成本率进一步降至 96.0%，非车险亏损幅度明显缩窄，同时一季度投资收益表现优于同业。(2) 偿二代二期工程后险企首次披露偿付能力指标，上市寿险企业核心偿付能力基本在 140%-180%，明显高于 50%的监管红线，预计对业务开展、分红政策无明显影响。(3) 展望看，车险高景气度有望维持，受益标的中国财险；当前寿险处于估值底部，关注负债端改善进展，推荐资产端修复空间较大的中国平安，推荐转型领先的中国太保，受益标的中国财险(H股)、友邦保险(H股)和中国人寿。

● 受益标的组合

券商：东方财富，广发证券，中信证券，东方证券，国联证券，中金公司(H股)；
保险：中国财险(H股)，友邦保险(H股)，中国太保，中国平安，中国人寿；
多元金融：江苏租赁。

● 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

1、周观点：看好一季报较好标的，关注财富管理标的反弹机会	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：成交额有所上升	4
4、行业及公司要闻：证监会发文推进公募基金行业高质量发展，强调提高中长期资金占比	6
5、风险提示	8

图表目录

图 1： 上周 A 股上涨，非银板块跑输指数	4
图 2： 上周东方财富和中信证券分别+9.26%/-0.96%	4
图 3： 2022 年 4 月日均股基成交额同比+19%	5
图 4： 2022 年 4 月 IPO 承销规模累计同比+129%	5
图 5： 2022 年 4 月再融资承销规模累计同比-34%	5
图 6： 2022 年 4 月债券承销规模累计同比+1%	5
图 7： 2022 年 3 月两市日均两融余额同比+2.46%	6
图 8： 3 月上市险企单月寿险保费同比分化	6
图 9： 3 月头部险企财险保费同比增速有所放缓	6
表 1： 受益标的估值表	4

1、周观点：看好一季报较好标的，关注财富管理标的的反弹机会

受股市 1 季度下跌影响，券商和保险一季报净利润均明显承压，券商主动或被动的权益方向性持仓对盈利的冲击超出我们的预期。券商一季报中，东方财富、中信证券和国联证券盈利表现明显优于同业，保险一季报中，中国财险数据较好。看好一季报较好且 2 季度盈利景气度有望延续的标的，同时看好估值位于低位且更加受益股市反弹的大财富线条标的。

券商：不利的股市环境是券商大自营业务试金石，看好一季报较好标的

(1) 40 家上市券商(扣除财达证券)一季报合计净利润 228 亿，同比下降 46%，年化 ROE 降至 4.3%(2021 年 9.6%)。除投行业务，上市券商各项收入均同比下降，自营拖累最大，一季度上市券商自营投资亏损 22 亿，2021 年同期盈利 326 亿，方向性权益自营和投行带来的被动直投、跟投共同造成自营亏损。自营是券商一季报的胜负手，中信证券、中金公司、中信建投和国联证券一季报表现较好，体现了衍生品业务优势和严格的头寸管控；1 季度不利的股市环境是券商大自营业务的试金石，投资收益占比高而风险小的券商应获得估值溢价。1 季度券商资管收入同比-2%，头部公募日均偏股保有规模同比微增，资管收入同比下降预计受浮动费率基数影响。(2) 券商 1 季报靴子落地，目前头部券商整体估值位于历史最低点(TOP6 平均 PB 1.02 倍)，我们认为当下券商资产质量安全性较高，板块具有配置价值。一季报较好且二季度景气度相对较强的标的短期逻辑更顺，首推东方财富，受益标的中信证券和国联证券；财富管理线条短期景气度承压，当下估值已具备配置价值，基金净值反弹或带来赛道催化，推荐广发证券和东方证券。

保险：财险一季报表现相对较好，上市险企核心偿付能力不影响后续展业

(1) 中国人寿/中国平安/友邦保险 1 季度 NBV 分别-14.3%/-33.7%/-18%，受人力下降、需求较弱及行业转型影响，同时部分地区受疫情影响展业难度加大，一季度 NBV 整体承压。权益市场下跌对上市险企 1 季度净利润形成明显拖累。中国财险一季报数据相对较好，车险保费景气度有所提升，且综合成本率进一步降至 96.0%，非车险亏损幅度明显缩窄，同时一季度投资收益表现优于同业。(2) 偿二代二期工程后险企首次披露偿付能力指标，上市寿险企业核心偿付能力基本在 140%-180%，明显高于 50%的监管红线，预计对业务开展、分红政策无明显影响。(3) 展望看，车险高景气度有望维持，受益标的中国财险；当前寿险处于估值底部，关注负债端改善进展，推荐资产端修复空间较大的中国平安，推荐转型领先的中国太保，受益标的中国财险(H 股)、友邦保险(H 股)和中国人寿。

受益标的组合

券商：东方财富，广发证券，中信证券，东方证券，国联证券，中金公司(H 股)；

保险：中国财险(H 股)，友邦保险(H 股)，中国太保，中国平安，中国人寿；

多元金融：江苏租赁。

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
		2022/4/29	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E		
600901.SH	江苏租赁	4.94	0.70	0.79	0.95	7.06	6.25	买入	
601318.SH	中国平安	44.56	5.77	4.72	9.10	7.72	9.44	买入	
601601.SH	中国太保	20.80	2.79	2.01	3.42	7.46	10.35	买入	
300059.SZ	东方财富	22.78	0.83	0.84	1.06	27.45	27.12	买入	
000776.SZ	广发证券	16.07	1.42	1.33	1.74	11.32	12.08	买入	
600958.SH	东方证券	9.16	0.73	0.59	0.77	12.55	15.53	买入	
601688.SH	华泰证券	13.35	1.47	1.42	1.68	9.08	9.40	买入	
1299.HK	友邦保险	77.75	4.77	6.13	6.26	16.30	12.68	增持	
2328.HK	中国财险	8.06	1.01	1.17	1.34	8.02	6.89	未评级	
601628.SH	中国人寿	25.45	1.80	1.81	2.16	14.14	14.05	未评级	
600030.SH	中信证券	19.69	1.77	1.78	2.13	11.12	11.04	未评级	
3908.HK	中金公司	15.92	2.16	2.54	2.99	7.37	6.27	未评级	
601456.SH	国联证券	9.37	0.36	0.40	0.58	26.03	23.19	未评级	

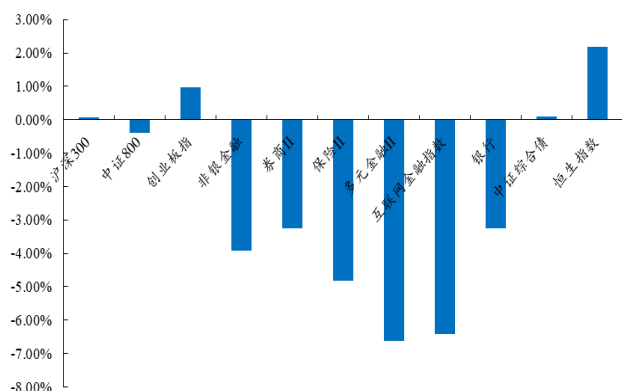
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方财富、广发证券、东方证券、华泰证券、中国太保、中国平安、江苏租赁、友邦保险，上述公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

2、市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑输指数

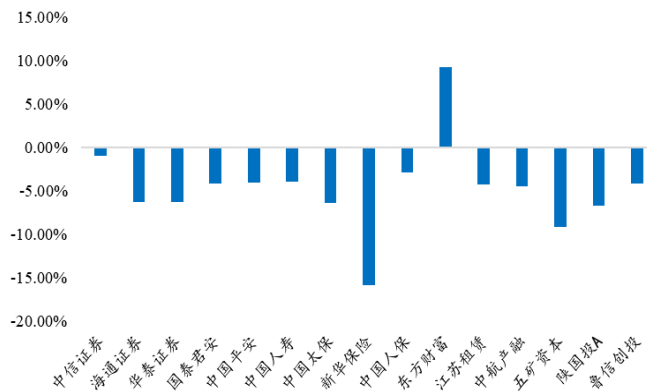
上周（4 月 25 日至 4 月 29 日）A 股整体上涨，沪深 300 指数+0.07%，创业板指数+0.98%，中证综合债指数+0.10%。上周非银板块-3.93%，跑输指数，券商和保险分别-3.24%/-4.82%。从主要个股表现看，上周东方财富和中信证券分别+9.26%/-0.96%，相对抗跌。

图1：上周 A 股上涨，非银板块跑输指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周东方财富和中信证券分别+9.26%/-0.96%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：成交额有所上升

基金发行情况：上周（4 月 25 日至 4 月 29 日）新发股票+混合型基金 12 只，发行份额 47 亿份，环比+58%，同比-72%。截至 4 月 29 日，本年累计新发股票+混合型基金

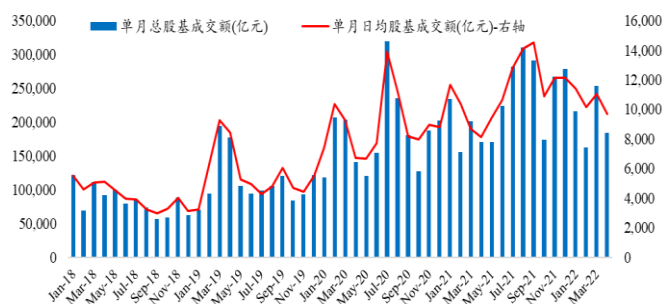
基金 317 只，发行份额 1704 亿份，同比-83%，待审批偏股型基金增加 29 只。

券商经纪业务：上周（4 月 25 日至 4 月 29 日）日均股基成交额为 9981 亿元，环比+14.07%，同比+12.02%；截至 4 月 29 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10603 亿元，同比+10.21%。

券商投行业务：截至 4 月 29 日，2022 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 2633 亿元/1950 亿元/33484 亿元，同比+129%/-33%/+1%，IPO 和债券承销规模同比上升，再融资规模同比下降。

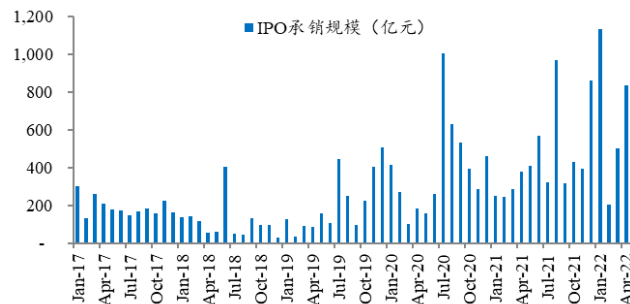
券商信用业务：截至 4 月 28 日，全市场两融余额达到 15223 亿元，较 4 月初-8.32%，两融余额占流通市值比重为 2.54%；融券余额 779 亿元，占两融比重达到 5.12%，占比环比下降。

图3：2022 年 4 月日均股基成交额同比+19%



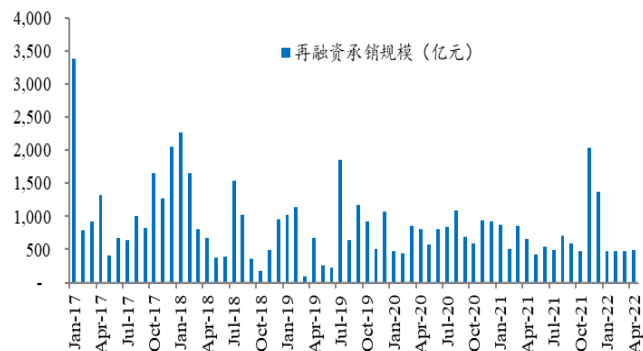
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022 年 4 月 IPO 承销规模累计同比+129%



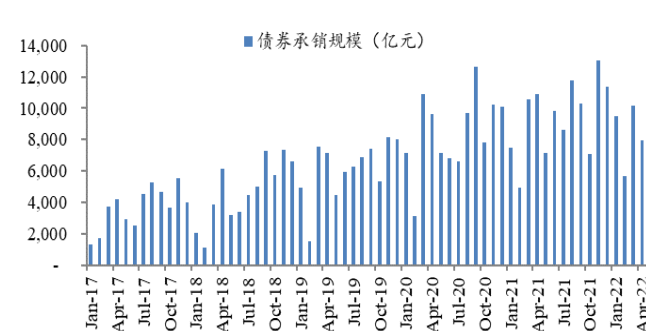
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 年 4 月再融资承销规模累计同比-34%

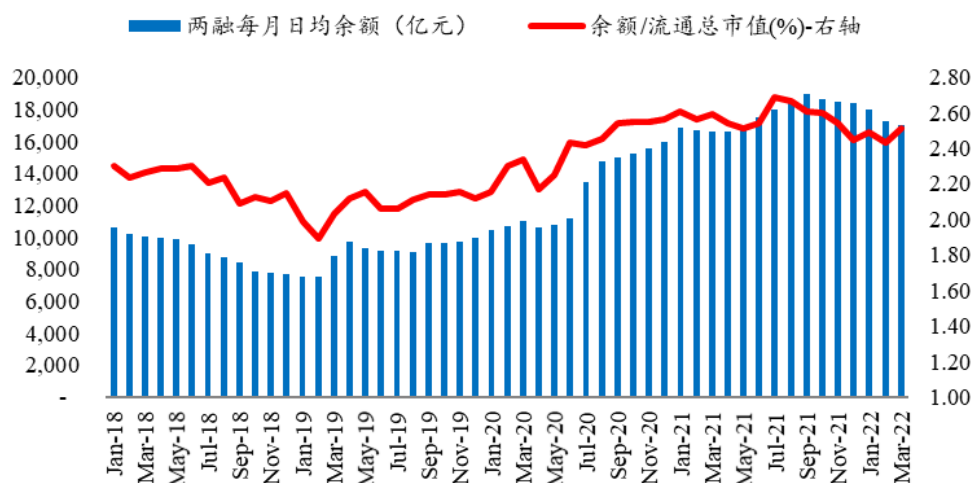


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022 年 4 月债券承销规模累计同比+1%



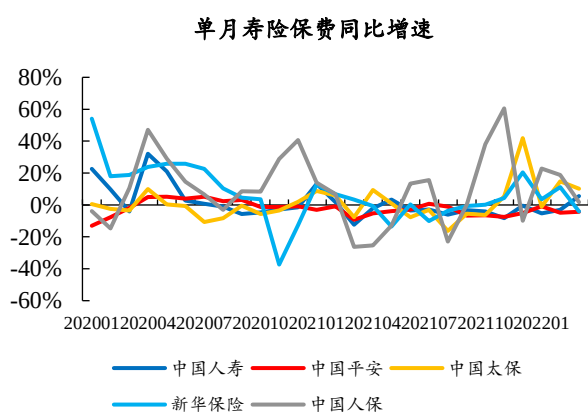
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022年3月两市日均两融余额同比+2.46%


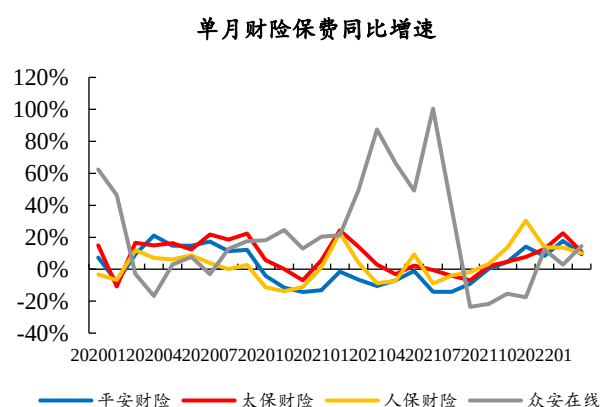
数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：2022年3月5家上市险企寿险总保费累计同比+0.7%（2022年2月+0.2%），其中：中国人保+18.3%、中国太保+4.2%、新华保险+2.4%、中国平安-2.3%、中国人寿-2.7%。3月单月总保费同比分别为：中国太保+10.1%、中国人寿+5.6%、新中国人保+1.8%、新华保险-4.1%、中国平安-4.2%。

财险保费月度数据：2022年3月4家上市险企财险保费收入同比为+10.1%，较2月的+15.7%回落5.6pct，各家险企3月财险保费同比分别为：众安在线+14.5%（2月+2.8%）、太保财险+10.9%（2月+22.5%）、人保财险+10.2%（2月+13.4%）、平安财险+9.2%（2月+17.6%）。

图8：3月上市险企单月寿险保费同比分化


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：3月头部险企财险保费同比增速有所放缓


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：证监会发文推进公募基金行业高质量发展，强调提高中长期资金占比

● 行业要闻：

【证监会发文推进公募基金行业高质量发展，强调提高中长期资金占比】财联社4月26日电，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，意见提到着力打造行业良好发展生态，提高中长期资金占比。做好个人养老金投资公募基金政策落地工作，指导行业机构稳妥做好产品、系统、投教等准备，鼓励行业机构开发各类具有锁定期、服务投资者生命周期的基金产品。积极参与各类养老金投资运营管理政策设计，推动配合有关部门出台养老金市场化、长期化投资政策，研究建立以个人账户为基础的多层次补充养老体系，支持更多优秀公募基金管理人参与养老金管理。持续推动保险、理财、信托等各类资管机构通过直接投资、委托投资、公募基金等形式提高权益投资实际占比，并实施长周期考核。推动基金管理人加大人力、资本、研究等资源投入，加强多资产配置和投研能力建设，切实提高中长期资金服务水平。（财联社）

【证监会进一步完善上市公司退市后监管工作，将强化退市程序衔接】财联社4月29日电，证监会发布《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》。《指导意见》立足于落实《证券法》基本要求，更好保障常态化退市平稳实施，依托现有的代办股份转让系统作为退市板块，按照“顺畅衔接、适度监管、防范风险、形成合力”的原则，对目前实践中存在的堵点、风险点进行优化完善。主要内容包括：一是强化退市程序衔接，畅通交易所退出机制，完善主办券商承接安排，简化确权登记程序，优化退市板块挂牌流程，推动退市公司平稳顺畅进入退市板块；二是优化退市公司持续监管制度，从退市公司实际情况出发，合理设定信息披露和公司治理要求，建立差异化的监管机制，提升监管精准性、适应性；三是健全风险防范机制，加强投资者适当性管理，引导不具备持续经营能力的企业通过市场化途径退出市场，促进风险收敛和逐步出清；四是完善退市公司监管体制，构建职责清晰、协同高效的监管机制，强化各方分工协作和统筹协调，形成有效的监管合力。下一步，证监会将指导全国股转公司等单位持续完善有关的自律规则，切实发挥退市板块制度功能，保护投资者基本权利，确保退市制度平稳实施，推动形成“有进有出，能进能出”的良好生态。（财联社）

【中基协：截至3月末存续私募基金管理人24,611家，较上月减少72家】财联社4月25日电，中国基金业协会数据显示，截至2022年3月末，存续私募基金管理人24,611家，较上月减少72家，环比下降0.29%；管理基金数量129,955只，较上月增加2,001只，环比增长1.56%；管理基金规模20.38万亿元，较上月增加117.23亿元，环比增长0.06%。其中，私募证券投资基金管理人9,117家，较上月减少9家，环比下降0.10%；私募股权、创业投资基金管理人14,993家，较上月减少44家，环比下降0.29%；私募资产配置类基金管理人9家，与上月持平；其他私募投资基金管理人492家，较上月减少19家，环比下降3.72%。（财联社）

【中证协修订发布《公司债券承销业务规范》，规范承揽行为】财联社4月28日电，中国证券业协会修订发布《公司债券承销业务规范》，规则自发布之日起施行。本次修订的主要内容是规范承揽行为，维护市场良性竞争秩序；促进中介机构归位尽责，明确主承销商核查责任；进一步规范定价配售过程管理，限制结构化发债；强化承销机构内部管理机制等。同时，根据《证券法》和《管理办法》有关规定，《承销规范》在信息披露等方面作了相应修订。（财联社）

- 公司公告集锦：

华泰证券：公司于4月30日发布2022年第一季度报告。公司2022年第一季度营业收入/归母净利润分别为72/22亿元，分别同比-18%/-34%，加权平均净资产收益率为1.41%。（2021Q1为2.54%）

国泰君安：公司于4月29日发布2022年第一季度报告。公司2022年第一季度营业收入/归母净利润分别为82/25亿元，同比-26%/-43%，加权平均净资产收益率为1.75%。（2021Q1为3.33%）

中金公司：公司于4月29日发布2022年第一季度报告。公司2022年第一季度营业收入/归母净利润分别为51/17亿元，分别同比-15%/-11%，加权平均净资产收益率为2.01%。（2021Q1为2.67%）

中信证券：公司于4月28日发布2022年第一季度报告。公司2022年第一季度营业收入/归母净利润分别为152/52亿元，分别同比-7%/+1%，加权平均净资产收益率为2.26%。（2021Q1为2.81%）

广发证券：公司于4月29日发布2022年第一季度报告。公司2022年第一季度营业收入/归母净利润分别为48/13亿元，同比-43%/-49%，加权平均净资产收益率为1.22%。（2021Q1为2.56%）

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

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

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

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

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