

中航证券研究所

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

电话：010-59219557

邮箱：shimz@avicsec.com

非银行业周报（2022 年第九期）：

券商估值见底把握反弹机会，保险拐点仍需等待

行业分类：非银

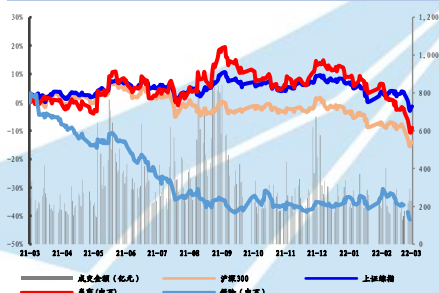
2022 年 3 月 13 日

推荐评级
中性

基础数据（2022. 3. 11）

沪深 300 指数	4306.52
券商 II（申万）	5663.48
保险 II（申万）	992.77
行业总市值（亿元）	27211.27
证券板块市净率（%）	1.44
保险板块市净率（%）	1.10

近一年行业表现



数据来源：Wind，中航证券研究所

市场表现：

本期（2022. 3. 7-2022. 3. 11）非银（申万）指数-5.58%，行业排名 25/31，券商 II 指数-5.41%，保险 II 指数-6.29%；

上证综指-4.00%，深证成指-4.40%，创业板指-3.03%。

个股涨跌幅排名前五位：华林证券(+14.32%)、财达证券(+5.75%)、永安期货(+3.93%)、香溢融通(+2.35%)、ST 安信(+1.17%)；

个股涨跌幅排名后五位：*ST 易见(-11.83%)、九鼎投资(-9.80%)、ST 熊猫(-9.25%)、中国人寿(-9.00%)、*ST 绿庭(-8.59%)。

核心观点

券商：本周券商板块累计下跌 5.41%，自开年以来，券商已累计下跌 19.33%，大幅跑输上证综指和沪深 300。券商板块表现较差的原因，一方面是俄乌冲突、美国加息等一系列外围因素打压市场情绪，本周市场表现整体低迷，券商板块很难独善其身，另一方面是年初以来，市场活跃度降低、股债市场震荡下行、基金发行遇冷，预期一季度券商经纪、自营两大核心业务业绩都将受到影响，市场对券商，尤其是财富管理赛道的预期整体偏悲观。

目前，券商板块 PB 估值为 1.44 倍，低于 2016 年以来的 20 分位点，处于历史底部区域，与业绩背离程度较大。我们认为外围冲击，以及对财富管理业务遇冷均属于短期影响因素，不宜过度担忧。一方面，截至 3 月 11 日，目前已发布业绩预告或业绩快报的 24 家上市券商归母净利润均实现同比增长。此外，通过中证协发布的证券公司 2021 年度经营数据看，证券行业 2021 年整体业绩表现亮眼，资本实力不断增强。另一方面，在资本市场深化改革以及居民财富向权益产品转移的大背景下，券商长期受益。3 月 11 日下午，券商异动拉升，中银证券、华林证券、中金公司等涨幅明显，对于整个大盘的情绪具有显著提振作用。结合券商业绩表现、经济“稳增长”主线，以及注册制全面落地这一资本市场改革大趋势，券商板块被严重低估，建议逢低布局。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

保险：本周保险板块下跌 6.29%，跑输沪深 300 2.07pct，跑输上证指数 2.29pct，中国平安、中国人寿、新华保险、中国太保和中国人寿分别下跌-5.91%、-3.66%、-7.16%、-8.14%和-9.00%，跌幅较大，板块整体表现低迷。

随着市场的调整、风格切换以及外部不确定性的增强，保险股股价本周大幅回落，未能扭转上周颓势，整体仍在磨底，但较低的估值水平存在一定的安全边际，我们认为可关注结构性行情。

资产端，政策近期对购房者、金融机构等多个方面提供了支持，以扭转地产景气度低的状态，尽管我们认为房地产市场在短期内仍然处在一个向下的预期中，但是随着政策的不断转松，房地产市场基本面未来可能转好，保险板块投资端风险也会逐渐缓释，近期两会传达的基建的财政规划导向，也对保险的投资端构成一定支撑。10 年期国债收益率目前接近 2.85%，在后续内部稳增长，外部加息的双重作用下有望迎来抬升，这将利好保险公司资产端。

负债端，即使边际在改善，我们认为转型仍然任重道远，从 1 月的保费数据来看，寿险部分，春节假期提前、疫情零星扰动和代理人规模下降影响，整体承压状态未改变。财险部分，2021 年基数偏低，数据向好，市场集中度提升，产品服务规范、优化。2022 年全年居民资金流向来看，房地产市场短期内很难出现反转，权益市场受情绪面和风格切换影响较大，年金险和增额终身寿险等产品的比较优势可能会凸显，有望成为保险行业负债端修复的一个积极因素。

3 月 9 日，银保监会发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7 号）》，近些年，保险市场存在人为调整准备金的现象，尤其在分支机构，并且通过准备金调节利润的现象也一定程度存在，一些保险公司因为准备金不利偏差等而收到监管函，基于这些现象，银保监会 2021 年 10 月发布了《保险公司非寿险业务准备金管理办法》，时隔五个月，再次发布此次的《实施细则》，1-7 号分别为《未到期责任准备金》《未决赔款准备金》《风险边际和折现》《分支机构准备金》《准备金回溯分析》《准备金评估报告》《准备金工作底稿》，增强了非寿险准备金监管的科学性、合理性、系统性和完备性。

一方面，龙头险企在过往准备金计提的实操中，相对规范，利润真实性高，此次监管细则的出台对其利润影响较小，另一方面，在保险公司深度转型的过程中，此次细则的出台，使非寿险责任准备金，无论是在评估回溯还是精算方法方面都趋向科学，对于保险公司赔付能力和负债管理有一定正面影响。

整体来看，保险板块资产负债两端都在改善，且估值处于低位，但筑底阶段仍未结束，拐点需要等待。

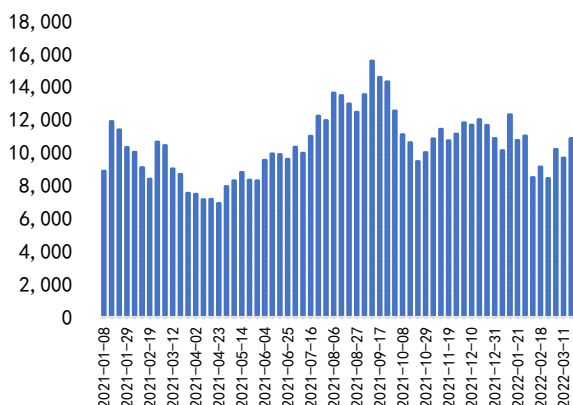
风险提示：监管加强、外部市场风险加剧、市场波动、疫情反复

一、券商周度数据跟踪

1、经纪业务

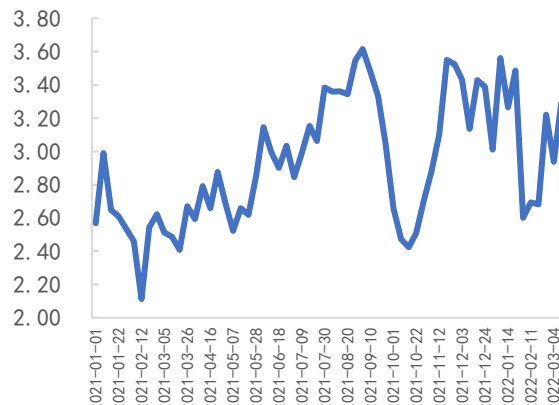
本周（3.7-3.11）A股日均成交额10864亿元，环比+12.33%；日均换手率3.29%，环比+0.36pct。本周，两市日成交额和日均换手率小幅上涨，市场交易热情一定程度修复。

图1：A股各周日均成交额（千亿元）



数据来源：wind、中航证券研究所

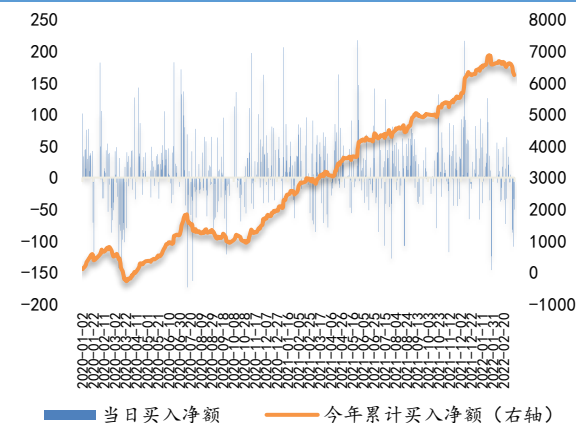
图2：A股各周日均换手率（%）



数据来源：wind、中航证券研究所

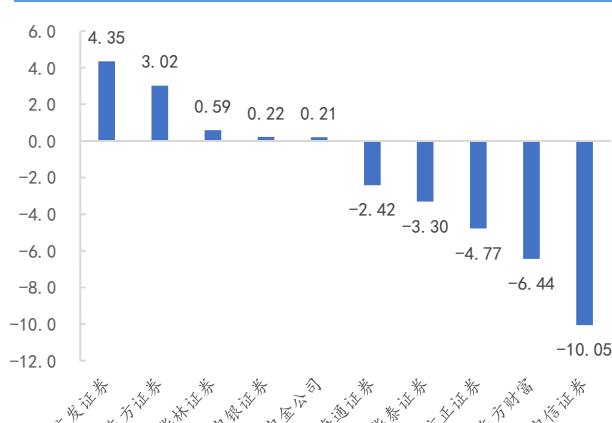
本周北向资金净流出363亿元，较上周减少406亿元；陆股通券商净买入前五大个股为：广发证券（+4.35亿元）、东方证券（+3.02亿元）、华林证券（+0.59亿元）、中银证券（+0.22亿元）、中金公司（+0.21亿元），卖出前五大个股为中信证券（-10.05亿元）、东方财富（-6.44亿元）、方正证券（-4.77亿元）、华泰证券（-3.30亿元）、海通证券（-2.42亿元）。

图3：陆港通北向资金流入情况（亿元）



数据来源：wind、中航证券研究所

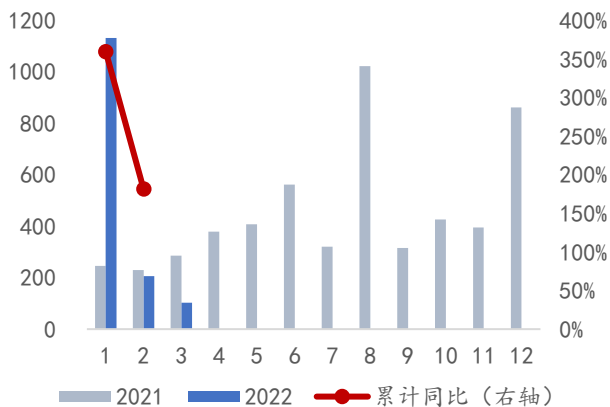
图4：本周陆股通持股市值变动前五与后五（亿元）



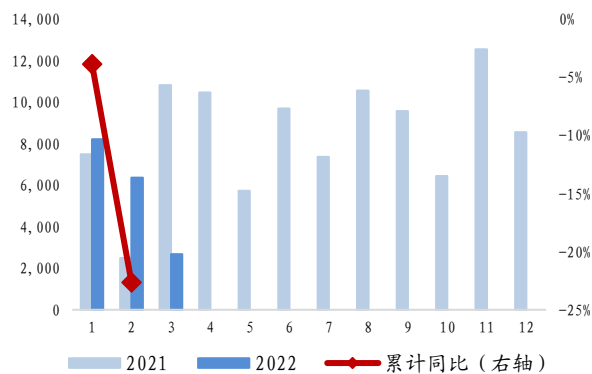
数据来源：wind、中航证券研究所

2、投行业务

截至2022年3月11日，股权融资规模达3412亿元。其中IPO1442亿元，增发1017亿元，其他再融资953亿元。2月券商共计直接融资规模达到765亿元，同比-23.01%，环比-65.40%。债券承销规模达到6366亿元，同比+155.12%，环比-22.65%。3月券商累计主承债券规模2685.02亿元。

图 5: IPO 承销金额 (亿元) 及增速


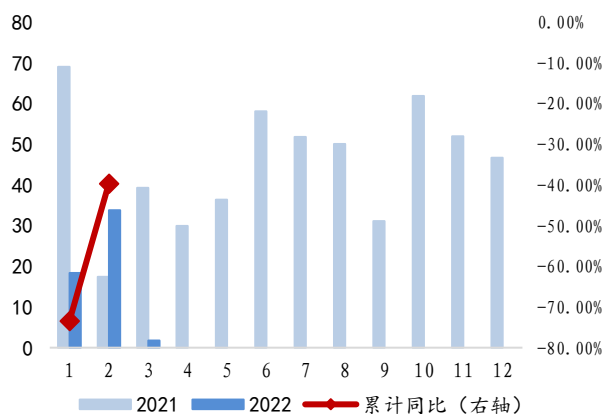
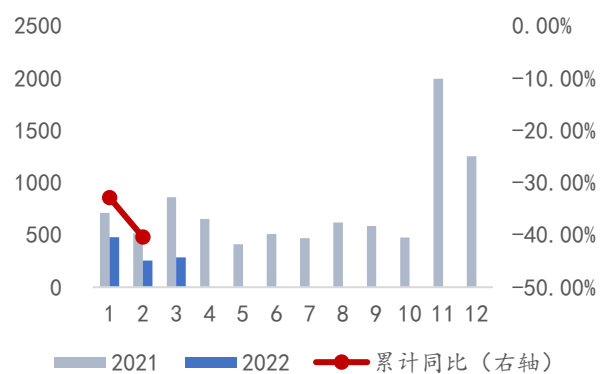
数据来源: wind、中航证券研究所

图 7: 债承规模 (亿元) 及增速


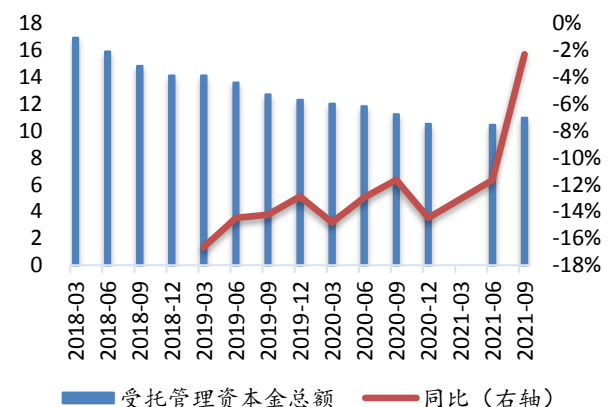
数据来源: wind、中航证券研究所

3、资管业务

截至 3 月 11 日,券商资管累计新发行份额 53.88 亿份,2 月新增份额同比下降了 39.67%。截至 2021 年 9 月,证券资管市场规模达到 86,436.13 亿元,同比-9.00%,降幅较二季末收窄 9.78 个百分点。受托管理资金本金总额 10.97 万亿元,同比-2.32%。截至 3 月 11 日,基金市场份额 22.25 万亿份,实现基金规模 25.72 万亿元。2 月新成立基金 39 只,共计市场份额 318.6 亿份,同比-89.79%。新产品发行速度较去年同期大幅放缓,公募基金发行市场遇冷。

图 8: 券商集合资管产品各月发行情况 (亿份)

图 6: 增发承销金额 (亿元) 及增速


数据来源: wind、中航证券研究所

图 9: 受托管理资金本金总额 (万亿元) 及增速


数据来源: wind、中航证券研究所

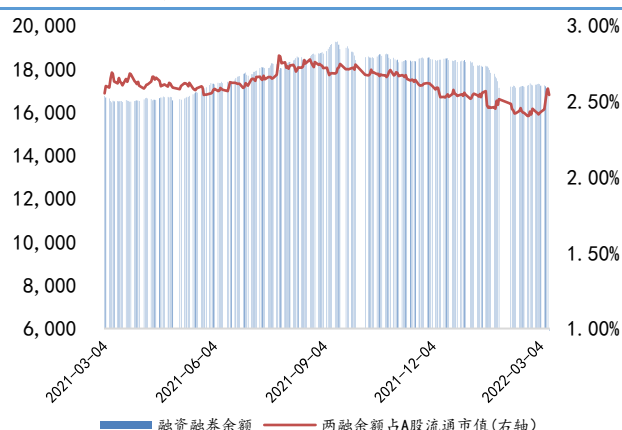
4、信用业务

截至 3 月 10 日,两融余额 17123.07 亿元,较上周同期-180 亿元,3 月两融日均余额 17229 亿元,环比+0.07%;截止 3 月 11 日,市场质押股数 4166.51 亿股,市场质押股数占总股本 5.60%,市场质押市值为 38366.29 亿元。

5、自营业务

截至 3 月 11 日,沪深 300 年内上涨-12.83%,中债总财富(总值)指数年内上涨 0.44%。股票市场持续低迷,沪深 300 持续下跌,债券市场表现稳定。

图 10: 近一年两融余额走势(亿元)



数据来源: wind、中航证券研究所

数据来源: wind、中航证券研究所

图 11: 2020 年以来股、债相关指数走势



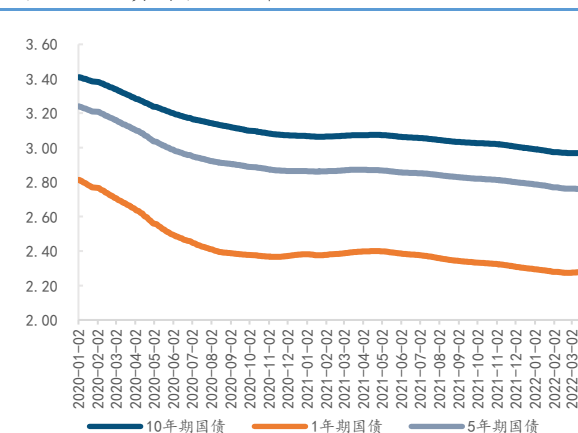
数据来源: wind、中航证券研究所

二、保险周度数据跟踪

1、资产端

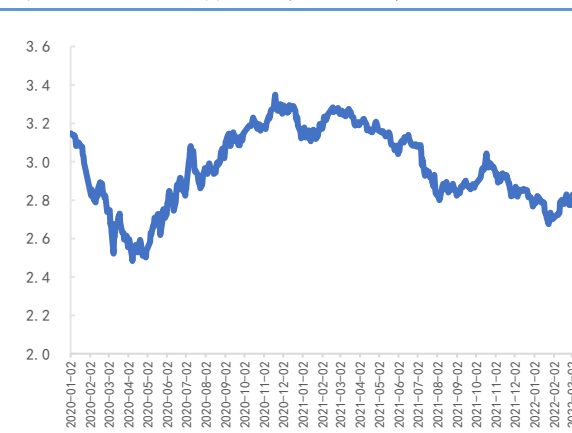
截至 3 月 11 日,10 年期债券到期收益率为 2.9687%,环比-0.0003BP。10 年期国债 750 日移动平均值为 2.7902%,环比-0.03 BP。

图 12: 国债到期收益率(%)



数据来源: wind、中航证券研究所

图 13: 750 日国债移动平均收益率(%)



数据来源: wind、中航证券研究所

截至 2021 年 12 月,保险公司总资产为 24.89 万亿元,环比+1.09%。同比+6.83%。其中人身险公司总资产 21.39 万亿元,环比+1.57%,同比+7.06,占总资产的比重为 85.95%;财产险公司总资产 2.45 万亿元,环比-1.37%,同比+4.65%,占总资产的比重为 9.85%。人身险资产规模占比稳步提升,财产险资产规模占比有所下降,人身险资产规模增速显著高于财产险。

图 14: 2021 年 12 月末保险资产规模及变化

	人身险公司	财产险公司	再保险公司	资产管理公司	总计
总资产 (亿元)	213,895	24,513	6,057	1,030	248,874
环比变化	1.57%	-1.37%	-5.17%	5.32%	1.09%
同比变化	7.06%	4.65%	22.22%	35.35%	6.82%
占比	85.95%	9.85%	2.43%	0.41%	
占比环比变化	0.41%	-0.25%	-0.16%	0.02%	

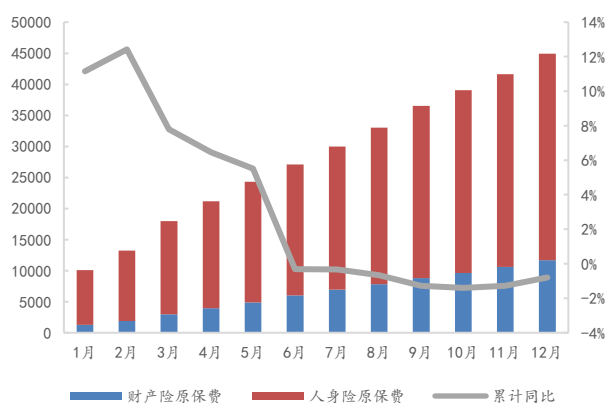
数据来源: 银保监会、中航证券研究所

2、负债端

原保费收入: 2022 年 1 月, 全行业共实现原保险保费收入 9792.69 亿元, 同比-2.98%, 同比增速较上月下降 2.19 个百分点。其中, 产险业务原保险保费收入 1406.12 亿元, 同比+10.04%; 人身险原保费收入 8386.56 亿元, 同比-4.87%。

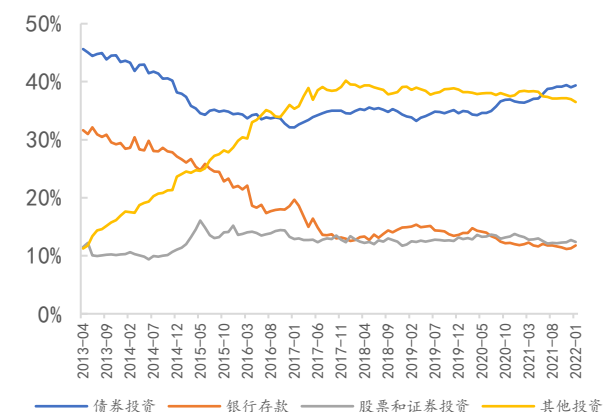
保险资金配置: 2022 年 1 月, 全行业资金运用余额 232440 亿元, 同比增长 5.70%。其中, 银行存款 27318 亿元, 占比 11.75%; 债券 91484 亿元, 占比 39.36%; 股票和证券投资基金 28779 亿元, 占比 12.38%; 其他投资 84859 亿元, 占比 36.51%。

图 15: 原保费收入 (亿元)



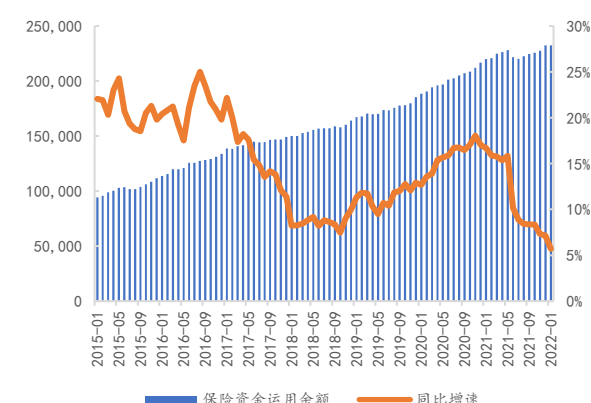
数据来源: wind、中航证券研究所

图 17: 保险资金各方向配置比例走势



数据来源: wind、中航证券研究所

图 16: 保险资金运用余额 (亿元)



数据来源: wind、中航证券研究所

三、行业动态

1、券商

行业政策

3月11日，证监会就《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定（草案）》公开征求意见。其中提出，违反《证券法》规定，违法行为人应当同时承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金，缴纳罚款、罚金后，剩余财产不足以承担民事赔偿责任时，合法权益受到侵害的投资者可提出书面申请，请求将违法行为人因同一违法行为已缴纳的罚款、罚金用于承担民事赔偿责任。

3月11日，央行发布2月份金融统计数据。2月份，人民币贷款增加1.23万亿元，同比少增1258亿元。居民中长期贷款减少459亿元，企业中长期贷款增加5052亿元，同比少增5948亿。M2同比增速回落0.6个百分点至9.2%。普遍低于市场预期。

公司公告

中国银河（601881）：2021年年度业绩快报公告

3月9日，中国银河发布2021年年度业绩快报公告。2021年，公司实现营业收入358.79亿元，同比增长51.07%；实现归母净利润103.49亿元，同比增长42.87%。实现基本每股收益0.95元/股，同比增长33.80%，实现加权ROE 12.04%，同比增加2.20个百分点。

长江证券（000783）：公司2021年度业绩快报

3月10日，长江证券发布2021年年度业绩快报公告。2021年，公司实现营业收入86.23亿元，同比增长10.78%；实现归母净利润24.10亿元，同比增长15.54%。实现基本每股收益0.44元/股，同比增长15.79%，实现加权ROE 8.34%，同比增加0.76个百分点。

中泰证券（600918）：2021年度业绩快报公告

3月10日，中泰证券发布2021年年度业绩快报公告。2021年，公司实现营业收入131.50亿元，同比增长27.02%；实现归母净利润32.00亿元，同比增长26.72%。实现基本每股收益0.46元/股，同比增长27.78%，实现加权ROE 9.25%，同比增加1.52个百分点。

东方财富（300059）：东方财富信息股份有限公司2021年度业绩快报

3月10日，东方财富发布2021年年度业绩快报公告。2021年，公司实现营业收入130.94亿元，同比增长58.94%；实现归母净利润85.53亿元，同比增长79.00%。实现基本每股收益0.83元/股，同比增长72.92%，实现加权ROE 22.11%，同比增加4.22个百分点。

光大证券（601788）：关于经营业绩情况的自愿性公告

3月11日，天风证券发布公告，2021年，公司营业收入人民币167.05亿元，较上年增长5%；归属于母公司股东的净利润人民币35.01亿元，较上年增长50%。截至2021年末，公司总资产人民币2,392.34亿元，较上年末增长4.59%；归属于上市公司股东的所有者权益人民币578.94亿元，较上年末增长10.38%。

2、保险

行业政策

3月9日，为进一步完善非寿险业务准备金监管制度，健全保险公司准备金管理内控机制，规范有效开展

准备金监管工作，中国银保监会近日发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7号）》，主要包括：明确准备金评估的原则和方法，规定准备金评估的内控流程，规范准备金风险边际和折现的处理，加强对保险公司分支机构准备金的管理，规范准备金回溯分析工作，明确准备金评估报告的内容，完善准备金评估工作底稿制度。

公司公告

中国平安（601318）：平安银行 2021 年年度报告摘要公告

3月10日，中国平安发布公告，公布了平安银行股份有限公司2021年年度报告摘要，营业收入达1694亿，同比增长10.3%，平均资产收益率0.77%，同比增长0.0008%，吸收存款本金29618亿元，同比增长10.8%不良贷款率由1.18%下降为1.02%。

中国太保（601601）：2022 年 1-2 月保费收入公告

3月11日，中国太保发布公告，2022年1月1日至2022年2月28日期间，子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司累计原保险业务收入为人民币738.88亿元，同比增长2.3%，子公司中国太平洋财产保险股份有限公司累计原保险业务收入为人民币309.54亿元，同比增长15.7%。

中国人保（601319）：2022 年 1-2 月保费收入公告

3月11日，中国人保发布公告，2022年1月1日至2022年2月28日经由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91,758百万元、人民币53,384百万元及人民币14,104百万元。

中国人寿（601628）：2022 年 1-2 月保费收入公告

3月11日，中国人寿发布公告，于2022年1月1日至2022年2月28日期间，累计原保险保费收入约为人民币2,412亿元（未经审计）。

新华保险（601336）：2022 年 1-2 月保费收入公告

3月11日，新华保险发布公告，于2022年1月1日至2022年2月28日期间累计原保险保费收入为人民币4,638,381万元，同比增长5.2%。上述原保险保费收入数据未经审计。

➤ 建议关注

广发证券（公司控股广发基金并参股易方达，盈利能力突出，财富管理业务发展较好，公司分类评级为AA，有利于公司创新业务开展和进一步推进财富管理转型。）

兴业证券（公司在财富管理和主动管理转型成效显著，参控股实力较强的兴证基金和南方基金。研究实力稳居第一梯队。）

华泰证券（公司作为行业头部券商，各项业务实力突出，具备基金投顾业务试点等多项创新业务试点资格。当前PB估值为远低于板块整体估值。）

➤ 风险提示

监管加强、政策风险、市场波动

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，中航证券研究所非银行业研究员。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。