东兴证券 DONGXING SECURITIES

非银金融行业跟踪：建议关注超低预期下的保险股中报行情

2021 年 08 月 16 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续降至 1.3 万亿；而两融余额持续回升并创年内新高（1.86 万亿）。7 月社融不及预期，市场流动性趋势仍存疑问，叠加十年债利率企稳向上，保险板块的相对优势或将显现。**当前市场对保险行业的预期已降至较低水平，板块估值已充分反映市场过度悲观的情绪。但反过来看，低预期增加了板块中期业绩超预期的可能性，建议重点关注或将出现的保险中报行情。**

证券板块当前平均 PB2.06x，其中头部券商平均 PB 仅 1.21x，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 1.66xPB，业绩和 ROE 近年持续上升且增长确定性强，但长期看估值中枢仍缓慢下行，一定程度上已脱离公司基本面，看好其估值年内回归至 1.8-2.0x 区间。

保险方面，预计近三年均为监管大年，政策对险企经营的影响需持续关注。根据银保监会数据，2021 年上半年保险行业原保费收入 2.7 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年同期下降 2.3pct，其中人身险和财产险增速均较 2020 年同期放缓。**上市公司层面，在已披露 7 月原保费数据的上市险企中，寿险仅太保寿险和太平人寿 7 月保费同比增长；而产险 7 月保费均同比下降。我们认为，随着夏季自然灾害高发期和国内疫情高点即将结束，险企或已度过“至暗时刻”。**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。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

板块表现：

上周非银板块整体上涨 1.80%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 16/28；其中证券板块上涨 2.09%，保险板块上涨 1.54%，均跑赢沪深 300 指数（0.50%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方证券（10.47%）、广发证券（9.81%）、国投资本（8.71%）、红塔证券（8.33%）、中泰证券（4.67%），保险公司半多下跌，涨跌幅分别为*ST 西水（10.83%）、天茂集团（4.32%）、新华保险（3.17%）、中国太保（2.61%）、中国人寿（2.12%）、中国人保（1.79%）、中国平安（1.19%）。

8 月 9 至 8 月 13 日五个交易日合计成交金额 64778.74 亿元，日均成交金额 12955.75 亿元。北向资金合计净流入 12.76 亿元，其中非银板块净流出 8.23 亿元，东方财富遭净卖出 2.32 亿元，中国平安遭净卖出 5.91 亿元。截至 8 月 13 日，两市两融余额 18,540.61 亿元，其中融资余额 16,898.00 亿元，融券余额亿 1,642.61 元。

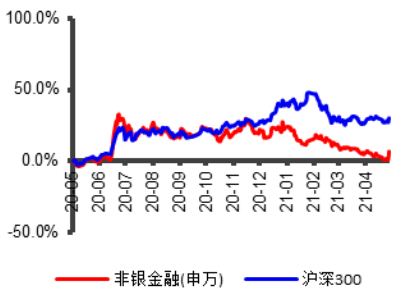
风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

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续降至 1.3 万亿；而两融余额持续回升并创年内新高（1.86 万亿）。7 月社融不及预期，市场流动性趋势仍存疑问，叠加十年债利率企稳向上，保险板块的相对优势或将显现。**当前市场对保险行业的预期已降至较低水平，板块估值已充分反映市场过度悲观的情绪。但反过来看，低预期增加了板块中期业绩超预期的可能性，建议重点关注或将出现的保险中报行情。**

证券板块当前平均 PB2.06x，其中头部券商平均 PB 仅 1.21x，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 1.66xPB，业绩和 ROE 近年持续上升且增长确定性强，但长期看估值中枢仍缓慢下行，一定程度上已脱离公司基本面，看好其估值年内回归至 1.8-2.0x 区间。

保险方面，预计近三年均为监管大年，政策对险企经营的影响需持续关注。根据银保监会数据，2021 年上半年保险行业原保费收入 2.7 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年同期下降 2.3pct，其中人身险和财产险增速均较 2020 年同期放缓。**上市公司层面，在已披露 7 月原保费数据的上市险企中，寿险仅太保寿险和太平人寿 7 月保费同比增长；而产险 7 月保费均同比下降。我们认为，随着夏季自然灾害高发期和国内疫情高点即将结束，险企或已度过“至暗时刻”。**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。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：

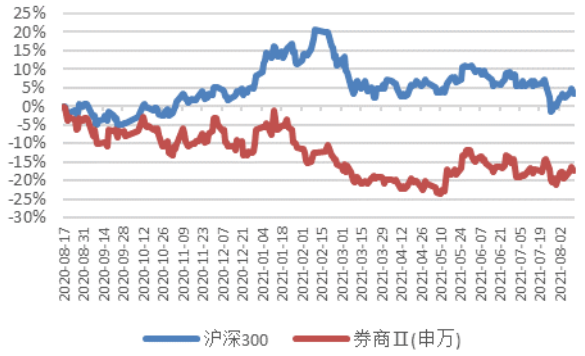
证券：推荐中信证券；建议关注国泰君安、东方证券

保险：推荐中国平安、中国太保；建议关注友邦保险

2. 板块表现

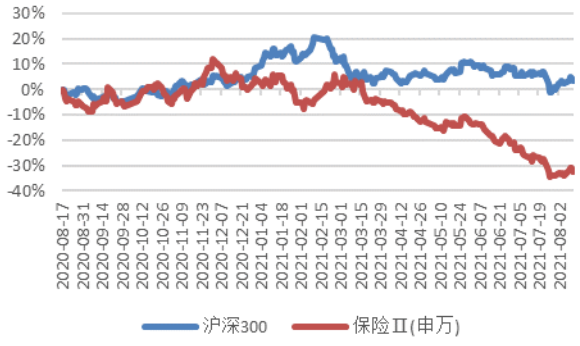
上周非银板块整体上涨 1.80%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 16/28；其中证券板块上涨 2.09%，保险板块上涨 1.54%，均跑赢沪深 300 指数（0.50%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方证券（10.47%）、广发证券（9.81%）、国投资本（8.71%）、红塔证券（8.33%）、中泰证券（4.67%），保险公司半多下跌，涨跌幅分别为*ST 西水（10.83%）、天茂集团（4.32%）、新华保险（3.17%）、中国太保（2.61%）、中国人寿（2.12%）、中国人保（1.79%）、中国平安（1.19%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



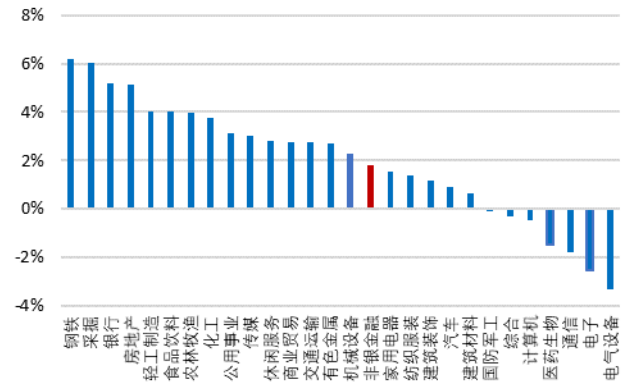
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



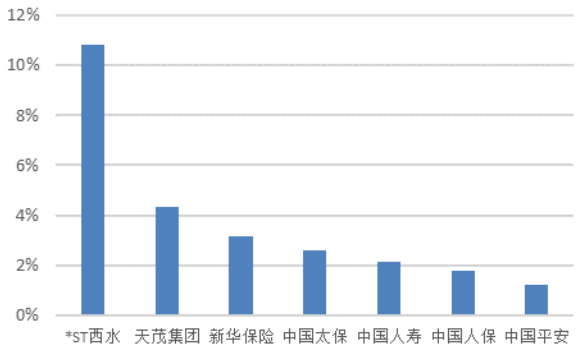
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



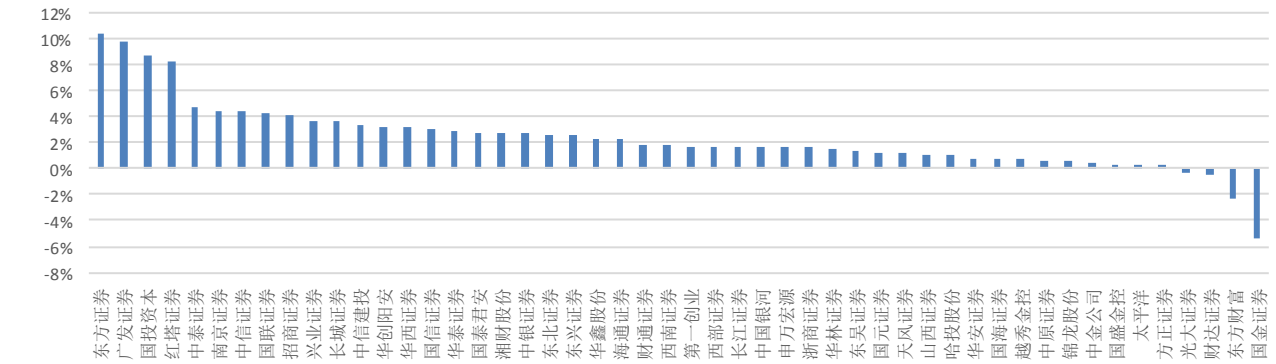
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

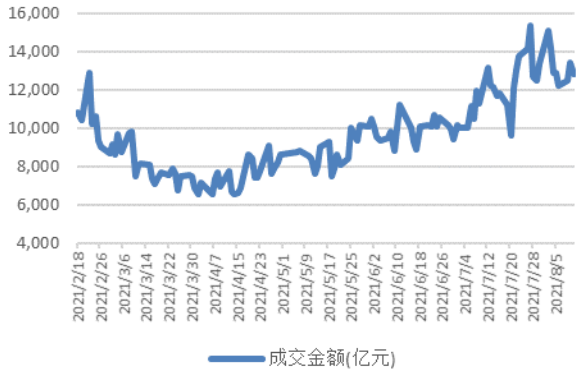
图5：上周证券个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

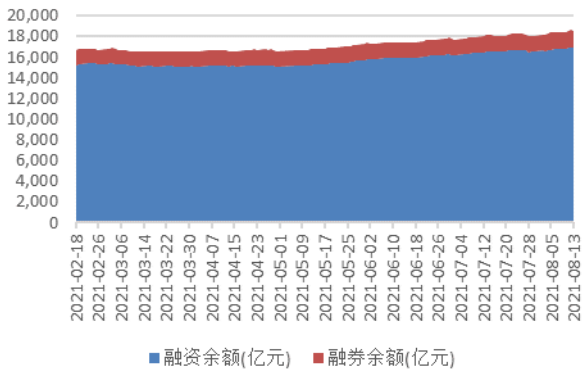
8 月 9 至 8 月 13 日五个交易日合计成交金额 64778.74 亿元，日均成交金额 12955.75 亿元。北向资金合计净流入 12.76 亿元，其中非银板块净流出 8.23 亿元，东方财富遭净卖出 2.32 亿元，中国平安遭净卖出 5.91 亿元。截至 8 月 13 日，两市两融余额 18,540.61 亿元，其中融资余额 16,898.00 亿元，融券余额亿 1,642.61 元。

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



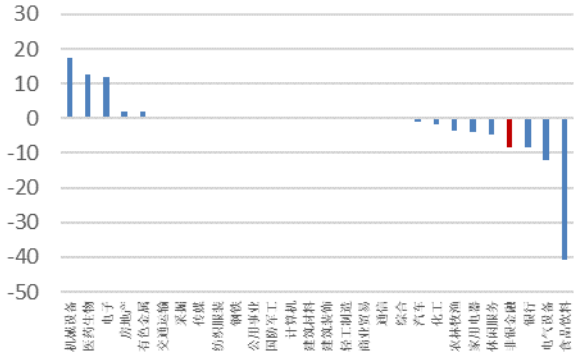
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



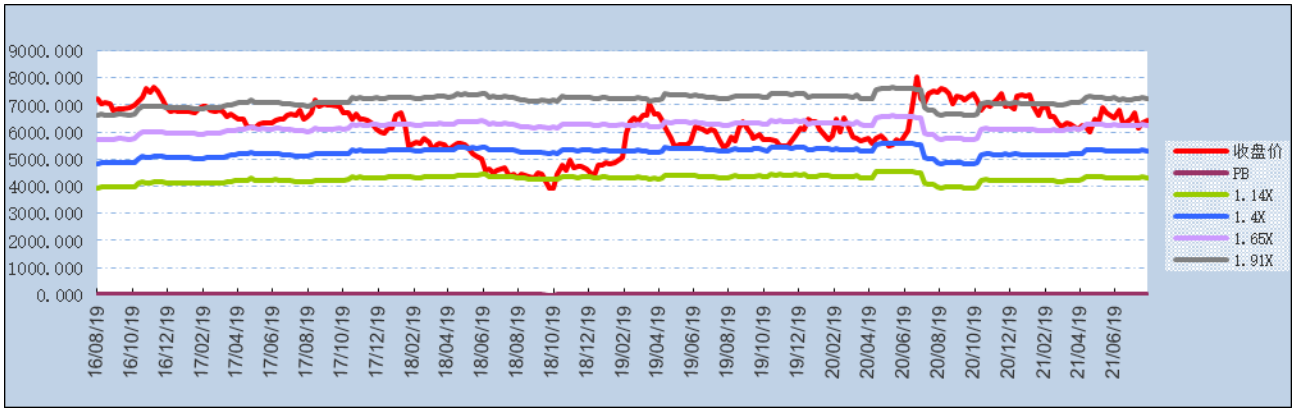
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



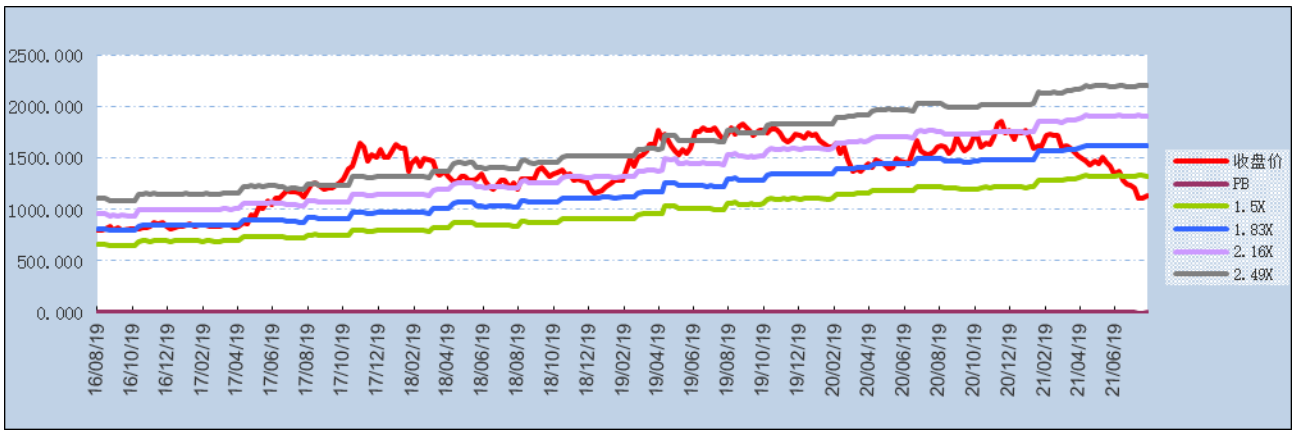
资料来源：wind，东兴证券研究所

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9日-8月15日）

部门或事件	主要内容
中国人民银行	央行报告显示，7月末广义货币余额230.22万亿元，同比增长8.3%，增速分别比上月末和上年同期低0.3个和2.4个百分点。7月社会融资规模增量为1.06万亿元，比上年同期少6362亿元。
中国人民银行	为进一步提升市场主体使用外部评级的自主性，推动信用评级行业市场化改革，央行决定试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级的要求。
中国人民银行	央行指出未来人民币汇率双向波动将是常态，下一步要继续坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，合理使用货币政策工具，加强跨境融资宏观审慎管理，通过多种方式合理引导预期，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，保持人民币汇率在合理均衡水平基本稳定。

银保监会	针对互联网保险产品管理、销售管理、理赔管理、信息安全等乱象频发领域，银保监会决定开展专项整治工作，重点整治销售误导、强制搭售、费用虚高、违规经营和用户信息泄露等突出问题。
银保监会	银保监会就《保险公司非寿险业务准备金管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。意见稿将非寿险准备金评估规则与会计准则、偿二代监管制度协调一致；二是总结提炼非寿险准备金监管的实践经验，将《试行办法》配套规范性文件中关于准备金监管的相关制度进行了梳理。
银保监会	银保监会发布 2021 年第二季度保险业务主要监管指标数据。2021 年上半年，保险公司原保险保费收入 2.7 万亿元，同比增长 4.2%；赔款与给付支出 7531 亿元，同比增长 21.4%；新增保单件数 221 亿件，同比下降 7.4%。
证监会	上海证监局将按照“零容忍”工作要求，持续强化重大证券违法犯罪案件惩治和重点领域执法，加强执法司法协作，推动健全证券执法司法体制机制，重拳打击财务造假、内幕交易、操纵市场等恶性违法行为，推动形成崇信守法、规范透明、开放包容的良好资本市场生态。
深交所	深交所部署加强公司债券投资者权益保护，表示发行人可以根据实际情况或者与意向投资者、受托管理人的沟通情况，以《投保指南》有关条款为基础做出更高标准的约定，或者进一步补充细化其他约定，但不得损害投资者合法权益。
深交所	深交所联合中国证券业协会对 11 家网下投资者实施专项检查，针对检查发现的内控制度不健全、定价依据不充分、未严格履行定价改价决策程序等问题，分别采取暂停资格 1 至 3 个月、下发警示函等监管措施。同期，针对日常监管发现的网下投资者改价未报备原因等其他不规范操作情形，发出监管工作函 9 份，谈话提醒 19 家次。
深交所	8 月 13 日，深交所发布《公司债券发行上市审核业务指南第 2 号——投资者权益保护（参考文本）》，以落实证监会关于构建投资者保护大格局工作要求，完善资本市场基础制度建设，提升公司债券发行人依法诚信经营和规范运作水平。
中国证券业协会	8 月 13 日晚间，中国证券业协会对 19 家网下投资者采取自律措施，其中，对 1 家保险公司暂停资格一个月，对 1 家证券公司资管子公司、4 家公募、4 家私募暂停新增配售对象注册一个月，对 1 家证券公司资管子公司、6 家公募、2 家私募给予警示。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（8 月 9 日 -8 月 15 日）

个股	摘要	主要内容
东吴证券	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 40.71 亿元，同比增长 13.43%；实现归母净利润 13.36 亿元，同比增长 29.68%。
锦龙股份	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 6.89 亿元，同比下降 41.35%；实现归母净利润 137.04 万元，同比下降 99.16%。
华西证券	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 25.08 亿元，同比增长 9.79%；实现归母净利润 9.30 亿元，同比增长 0.82%。
中粮资本	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 113.78 亿元，同比增长 70.38%；实现归母净利润 6.92 亿元，同比增长 16.22%。
新力金融	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 2.12 亿元，同比下降 8.97%；实现归母净利润 102.55 万元，同比下降 86.22%。

中国太保	保费收入	公司子公司中国太平洋人寿保险、中国太平洋财产保险于 2021 年 1 月 1 日至 7 月 31 日期间累计原保险业务收入分别为人民币 1,512.64 亿元、人民币 937.22 亿元。
天茂集团	保费收入	2021 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 31 日期间，公司控股子公司国华人寿累计原保险保费收入（未经审计）约为人民币 199.60 亿元。
中国人寿	保费收入	2021 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 31 日期间，公司累计原保险保费收入约为人民币 4,689 亿元。
新华保险	保费收入	公司于 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 31 日期间，累计原保险保费收入为人民币 1,099.36 亿元。
中国人保	保费收入	公司 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 7 月 31 日期间，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 2,800.60 亿元、人民币 682.03 亿元及人民币 271.68 亿元。
中信证券	权益分派	公司实施 2020 年年度 A 股分红派息，以公司总股本 12,926,776,029 股为基数，每股派发现金红利人民币 0.40 元，合计派发现金红利人民币 5,170,710,411.60 元
中信建投	权益分派	公司实施 2020 年度 A 股权益分派，本次利润分配以公司总股本 7,756,694,797 股为基数，每股派发现金红利人民币 0.375 元（含税），共计派发现金红利人民币 2,908,760,548.88 元（含税）。其中 A 股普通股股份数为 6,495,671,035 股，本次派发 A 股股东现金红利人民币 2,435,876,638.13 元（含税）。
国泰君安	权益分派	公司实施 2020 年年度权益分派，以总股本 8,908,448,891 股为基数，扣除公司回购专用证券账户持有股份数量 9,999,990 股，每股派发现金红利人民币 0.56 元（含税），分配现金红利总额为人民币 4,983,131,384.56 元。
中银证券	权益分派	公司实施 2020 年年度权益分派，以方案实施前的公司总股本 2,778,000,000 股为基数，每股派发现金红利 0.096 元（含税），共计派发现金红利 266,688,000.00 元。
中航产融	向子公司增资	公司全资子公司中航产投拟向明日宇航增资人民币 4 亿元，占公司最近一期经审计净资产的 1%。
中国银河	向子公司增资	公司向全资子公司银河国际增资 1,738,791,750 元港币用于联昌并购项目。
中泰证券	股东变动	公司股东济钢集团将其持有的中泰证券 5.05%股份无偿划转给莱钢集团，无偿划转完成后，莱钢集团直接持有中泰证券 3,231,288,900 股股份（持股比例 46.37%），仍为中泰证券的控股股东，控制人仍为山东省国资委。
湘财股份	股票期权激励	公司 2021 年拟向激励对象授予 12,000 万份股票期权，约占本激励计划公告时公司股本总额 2,854,958,418 股的 4.20%。
湘财股份	工商变更	公司完成工商变更登记并换发营业执照，总股本因公司非公开发行 A 股股票由 2,681,990,294 股增至 2,854,958,418 股，注册资本由人民币 2,681,990,294 元增至 2,854,958,418 元。
泛海控股	拍卖过户	公司控股股东中国泛海持有的公司 5,880 万股股份已被拍卖成交并完成过户登记手续，累计被拍卖过户的股份数量为 23,520 万股，占公司总股本的 4.53%。公司控股股东及其一致行动人质押股份数量占其所持公司股份数量比例已超过 80%，投资者需注意投资风险。
ST 安信	资产出售	公司发布重大资产出售预案，公司向中国银行上海分行转让持有的中信银行（国际）3.4%股权、七项资产管理计划的全部受益权、公司持有的湖南大宇本金为 4,000 万

		元的质押贷款债权以及 8 亿元以偿还待和解债务（包括本金 3,278,360,350.77 元及对应利息、罚息、资金成本、其他费用等）。
五矿资本	股东减持	公司股东兴证全球基金计划以集中竞价交易方式累计减持不超过 44,980,654 股公司 A 股股票。截至 8 月 6 日收盘后，本次减持计划的减持时间过半，兴证全球基金通过集中竞价减持 236,400 股，目前持有公司股份股票 222,526,799 股，约占总股本的 4.95%。

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