非银金融

2021 年 04 月 11 日

ROE 延续上行，看好低估值且财富管理优势券商

——非银金融行业周报

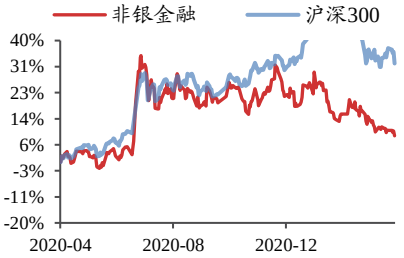
高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

吕晨雨（联系人）
lvchenyu@kysec.cn
证书编号：S0790120100011

龚思匀（联系人）
gongsiyun@kysec.cn
证书编号：S0790120110033

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《非银金融行业周报-账户管理功能有望优化，券商板块攻守兼备》-2021.4.5

《新定义下重疾产品研究深度报告-新定义引发产品策略切换，差异化保障服务成关键》-2021.3.29

《非银金融行业周报-低估值+ROE 改善，资金行为或驱动板块估值修复》-2021.3.28

● 周观点：低估值叠加 ROE 上行，券商板块性价比凸显

券商板块先于市场回调，目前估值见底，部分券商动态PE仅10倍，财富管理、衍生品、投行以及基金等资管业务持续向好，ROE延续上行趋势，1季报增速或达25%以上，券商板块攻守兼备，看好财富管理、资产管理优势较强标的。保险板块估值位于历史低点，负债端维持弱复苏趋势，看好龙头险企估值修复。

● 券商：ROE 延续上行趋势，估值位于历史低点

（1）政策面看，本周证监会集中披露对多家券商的行政处罚，主要集中在投行业务，在提升IPO质量的政策背景下，投行业务合规风险提升。财联社报道，自中证协4月2日启动账户管理优化试点评估，在多家第三方供应商的积极配合下，已有券商准备就绪，正等待4月12日起的试点申报。账户管理功能优化试点将进一步优化券商账户管理体系，利好财富管理业务转型。（2）大部分上市券商已披露年报，财富管理、衍生品、投行以及基金等资管业务均实现大幅增长，预计35家上市券商2020年净利润+33%，ROE升至8.3%（2019年为6.9%）。（3）目前券商板块PB 1.6倍，TOP6券商PB 1.3倍，部分券商动态PE降至10倍，考虑ROE抬升趋势，板块估值处于历史低点。在财富管理、资产管理、投行和衍生品等业务持续增长的驱动下，上市券商2021Q1和全年有望实现25%/15%的正增长。低估值叠加盈利改善，板块攻守兼备，资管业务线条利润贡献较高、财富管理转型较强且低估值的兴业证券、广发证券和中金公司(H股)有望受益，推荐互联网财富管理龙头东方财富，推荐低估值龙头券商华泰证券。

● 保险：负债端增长或低于预期，2 季度关注增员和新重疾产品销售

（1）上市险企1季度NBV增速或略低于预期，成为近期压制保险股的首要因素。负债端增长不达预期或与增员压力仍在、需求恢复较缓以及产品价值率下降有关。2季度重点在于增员和养客，主要险企增员门槛提升，注重优质代理人的招募，重“质”轻“量”，优质代理人占比的提升将利于后续负债端的进一步改善。产品端看，中国平安、友邦和中国太保新重疾产品具有相对竞争优势。（2）2020年2季度NBV基数有所抬升，预计上半年保险负债端整体维持弱复苏趋势，近两周10Y国债收益率有所回落，全年视角看，保险2021年再投资利率扩张趋势较为确定，利于保险投资端利差扩张和估值修复。保险板块估值处于历史低点，龙头公司具有防御属性，看好中国平安。

● 受益标的组合：

券商：东方财富，兴业证券，广发证券，华泰证券，中金公司 H 股；

保险：中国平安。

● 风险提示：股市波动对券商和保险带来不确定影响；保险负债端增长不及预期。

目 录

1、 一周观点：低估值叠加 ROE 上行，券商板块性价比凸显 3
2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑赢指数 4
3、 数据追踪：基金发行规模回落 4
4、 行业及公司要闻：肖刚表示全面推行注册制还需一定时间和条件 6
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 本周 A 股整体下跌，非银板块跑赢指数 4
图 2： 鲁信创投和海通证券分别+0.90%/+0.18% 4
图 3： 2021 年 3 月日均股基成交额同比-6% 5
图 4： 2021 年 3 月 IPO 承销规模累计同比-3% 5
图 5： 2021 年 3 月再融资累计承销规模同比+26% 5
图 6： 2021 年 3 月券商债券承销规模累计同比+6% 5
图 7： 3 月两市日均两融余额同比+50.59% 5
图 8： 2 月上市险企单月寿险保费同比略有放缓 6
图 9： 受低基数影响，2 月单月财险保费同比回升明显 6

表 1： 受益标的估值表 4

1、 一周观点：低估值叠加 ROE 上行，券商板块性价比凸显

券商板块先于市场回调，目前估值见底，部分券商动态 PE 仅 10 倍，财富管理、衍生品、投行以及基金等资管业务持续向好，ROE 延续上行趋势，1 季报增速或达 25%以上，券商板块攻守兼备，看好财富管理、资产管理优势较强标的。保险板块估值位于历史低点，负债端维持弱复苏趋势，看好龙头险企估值修复。

券商：ROE 延续上行趋势，估值位于历史低点

（1）政策面看，本周证监会集中披露对多家券商的行政处罚，主要集中在投行业务，在提升 IPO 质量的政策背景下，投行业务合规风险提升。财联社报道，自中证协 4 月 2 日启动账户管理优化试点评估，在多家第三方供应商的积极配合下，已有券商准备就绪，正等待 4 月 12 日起的试点申报。账户管理功能优化试点将进一步优化券商账户管理体系，利好财富管理业务转型。（2）大部分上市券商已披露年报，财富管理、衍生品、投行以及基金等资管业务均实现大幅增长，预计 35 家上市券商 2020 年净利润+33%，ROE 升至 8.3%（2019 年为 6.9%）。（3）目前券商板块 PB 1.6 倍，TOP6 券商 PB 1.3 倍，部分券商动态 PE 降至 10 倍，考虑 ROE 抬升趋势，板块估值处于历史低点。在财富管理、资产管理、投行和衍生品等业务持续增长的驱动下，上市券商 2021Q1 和全年有望实现 25%/15%的正增长。低估值叠加盈利改善，板块攻守兼备，资管业务线条利润贡献较高、财富管理转型较强且低估值的兴业证券、广发证券和中金公司(H 股)有望受益，推荐互联网财富管理龙头东方财富，推荐低估值龙头券商华泰证券。

保险：负债端增长或低于预期，2 季度关注增员和新重疾产品销售

（1）上市险企 1 季度 NBV 增速或略低于预期，成为近期压制保险股的首要因素。负债端增长不达预期或与增员压力仍在、需求恢复较缓以及产品价值率下降有关。2 季度重点在于增员和养客，主要险企增员门槛提升，注重优质代理人的招募，重“质”轻“量”，优质代理人占比的提升将利于后续负债端的进一步改善。产品端看，中国平安、友邦和中国太保新重疾产品具有相对竞争优势。（2）2020 年 2 季度 NBV 基数有所抬升，预计上半年保险负债端整体维持弱复苏趋势，近两周 10Y 国债收益率有所回落，全年视角看，保险 2021 年再投资利率扩张趋势较为确定，利于保险投资端利差扩张和估值修复。保险板块估值处于历史低点，龙头公司具有防御属性，看好中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，兴业证券，广发证券，华泰证券，中金公司 H 股；

保险：中国平安。

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
		2021/04/09	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
300059.SZ	东方财富	27.68	0.27	0.55	0.79	101.51	50.33	买入
601318.SH	中国平安	77.16	8.41	8.10	7.16	9.17	9.53	买入
601688.SH	华泰证券	16.79	1.04	1.20	1.41	16.14	13.99	买入
3908.HK	中金公司	19.02	0.99	1.60	1.78	19.21	11.90	未评级
000776.SZ	广发证券	15.71	0.99	1.32	1.56	15.87	11.90	未评级
601377.SH	兴业证券	8.66	0.26	0.60	0.67	33.31	14.49	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

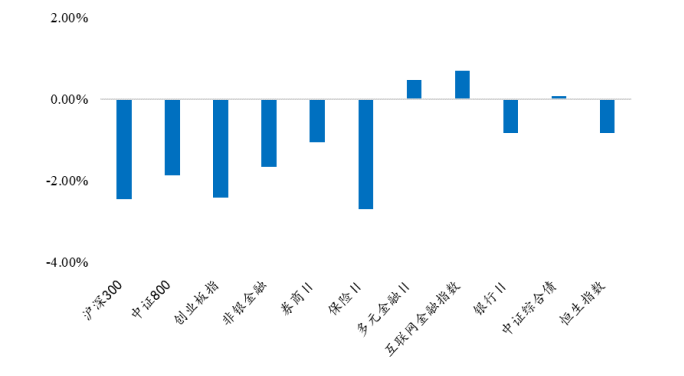
注：（1）除东方财富、中国平安、华泰证券外，上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期；

（2）中金公司 H 股价格为港币。

2、 市场回顾：A 股整体下跌，非银板块跑赢指数

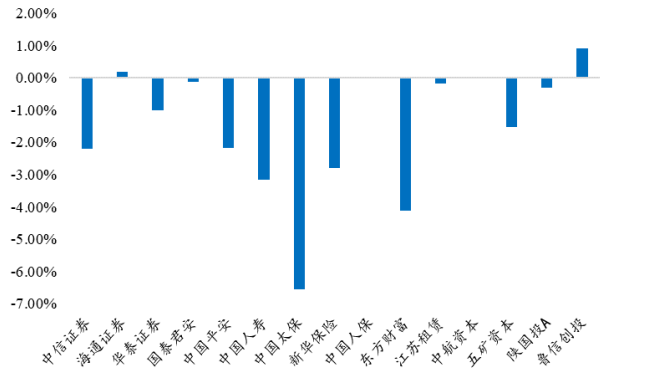
本周（4 月 5 日至 4 月 9 日）A 股整体下跌，沪深 300 指数-2.45%，创业板指-2.42%，中证综合债指数+0.07%。本周非银板块-1.65%，跑赢指数，券商和保险分别-1.05 %/-2.70%。从主要个股表现看，鲁信创投和海通证券分别+0.90%/+0.18%，表现相对较好。

图1：本周 A 股整体下跌，非银板块跑赢指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：鲁信创投和海通证券分别+0.90%/+0.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 数据追踪：基金发行规模回落

基金发行情况：本周（4 月 5 日至 4 月 9 日）新发股票+混合型基金 18 只，发行份额 114 亿份，环比-22%，同比+121%。截至 4 月 9 日，本年累计新发股票+混合型基金 395 只，发行份额 9585 亿份，同比+144%，待审批偏股型基金减少 24 只。

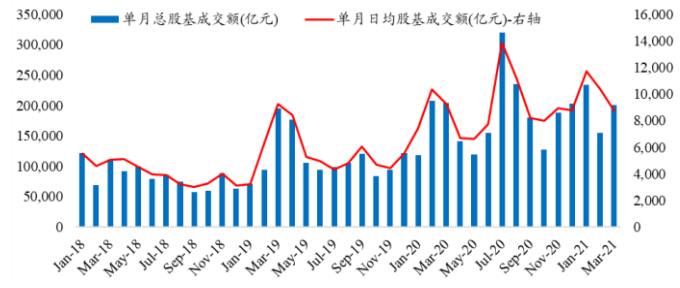
券商经纪业务：本周（4 月 5 日至 4 月 9 日）日均股基成交额为 7706 亿元，环比-0.6%，同比+17%；截至 4 月 9 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 9931 亿元，同比+15%。

券商投行业务：截至 4 月 9 日，2021 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 822 亿元/2353 亿元/25070 亿元，同比+0%/+9%/+10%，再融资和债券承销规模同比扩张，IPO

规模同比持平。

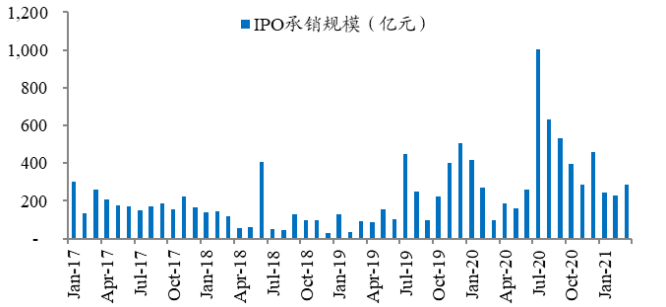
券商信用业务：截至 4 月 8 日，全市场两融余额达到 16666 亿元，较 3 月初+0.71%，两融余额占流通市值比重为 2.55%；融券余额 1495 亿元，占两融比重达到 8.97%，占比环比持平。

图3：2021 年 3 月日均股基成交额同比-6%



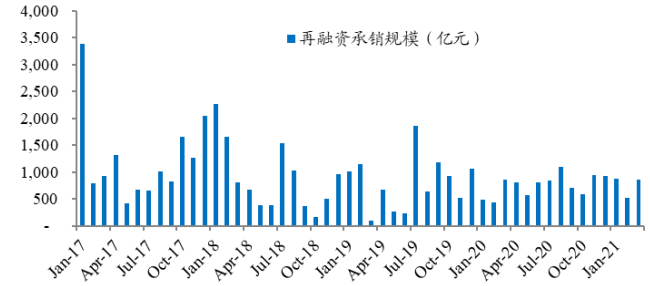
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021 年 3 月 IPO 承销规模累计同比-3%



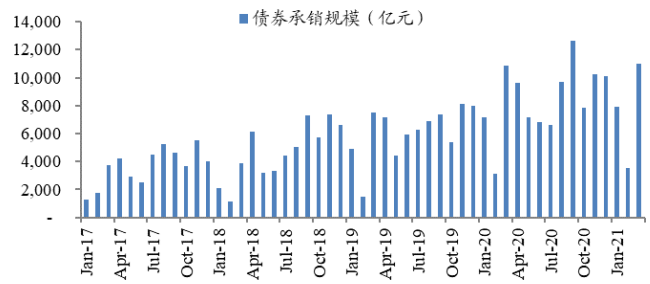
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年 3 月再融资累计承销规模同比+26%



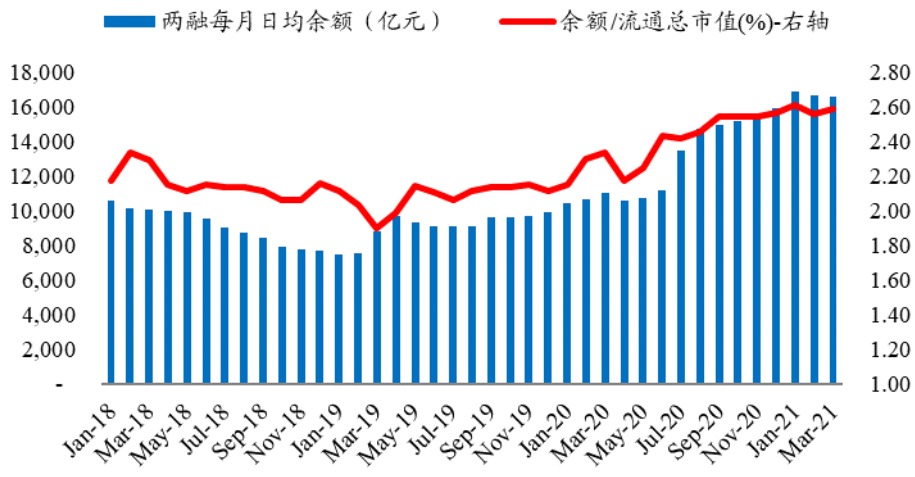
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年 3 月券商债券承销规模累计同比+6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：3 月两市日均两融余额同比+50.59%

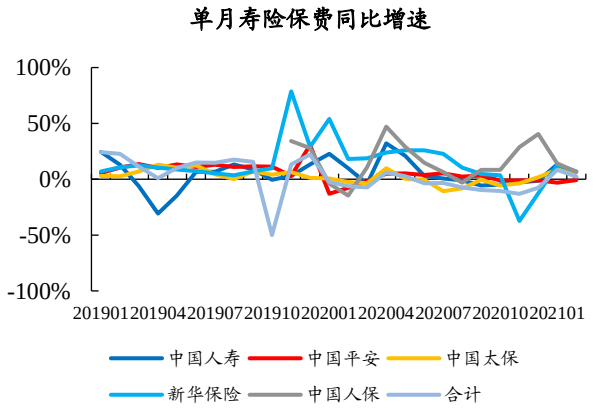


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：2 月 5 家上市险企年累计寿险保费同比+7.35%（1 月+8.53%），其中：中国人保+12.58%、新华保险+11.45%、中国人寿+11.40%、中国太保+8.19%、中国平安-2.54%。2 月寿险保费同比为+2.42%(1 月+8.53%)，其中：新华保险+6.84%、中国人保+6.73%、中国太保+6.06%、中国人寿+1.74%、中国平安-0.87%。

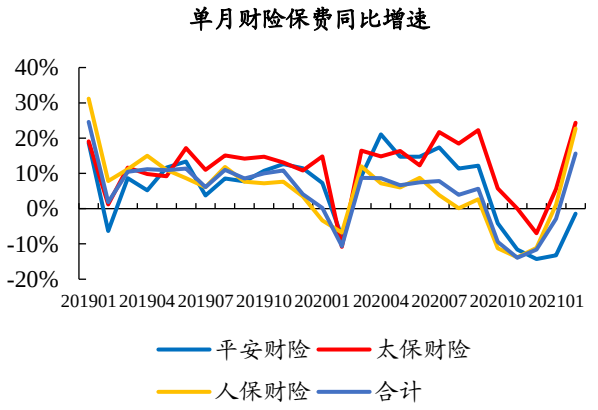
财险保费月度数据：2 月 3 家上市险企财险保费收入同比为+15.60%，较 1 月的-2.87%提升 18.47pct，主要原因为 2020 年同期受疫情影响造成的低基数效应。其中：太保财险+24.35%、人保财险+22.71%、平安财险-1.45%；2 月财险保费同比+15.60%（1 月-2.87%），其中：太保财险+24.35%、人保财险+22.71%、平安财险-1.45%。

图8：2 月上市险企单月寿险保费同比略有放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：受低基数影响，2 月单月财险保费同比回升明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 行业及公司要闻：肖刚表示全面推行注册制还需一定时间和条件

- **行业要闻：**

【肖钢：全面推行注册制还需要一定的时间和条件】财联社4月10日讯，全国政协委员、中国证监会原主席肖钢在清华五道口首席经济学家论坛上表示，全面推行注册制还需要一定的时间和条件。中国资本市场发展才三十年，时间还是很短但发展很快，现在已经位居全球资本市场第二位，自己跟自己比，已经取得了较大成就。注册制改革是一项“牵牛鼻子”的工程，将带动整个资本市场生态变革，需要培育的时间，需要一个过程，制度也需要磨合。肖钢认为，注册制改革可能会有阵痛，但只是暂时的，要坚定不移地朝着改革的方向推进。（财联社）

【27家公募一年中相继被监管处罚或谈话】财联社4月10日讯，当赚钱效应引领公募基金走向新高潮时，监管也马不停蹄。财联社记者通过梳理144家基金公司旗下产品年报发现，至少有27家公募在2020年遭到监管稽查或处罚。这也相当于每10家基金公司中，便有1-2家在过去一年中被监管点名。具体到被监管的公司来看，27家公司里，既有华夏基金、景顺长城基金等大型公募机构，也有新华基金、九泰基金、弘毅远方基金等中小基金公司。（财联社）

【央行：稳妥推进数字人民币研发试点】财联社4月9日讯，2021年4月9日，人民银

行召开2021年货币金银和安全保卫工作电视会议。会议要求，下一阶段，要切实保障现金供应，稳妥推进数字人民币研发试点，持续深入做好整治拒收现金工作，不断完善大额现金管理试点，改进完善反假货币工作。（财联社）

【央行、证监会：支持公募基金落户海南】财联社4月9日讯，央行、银保监会、证监会、外汇局印发意见，支持海南相关基金发展。支持公募基金落户海南，支持符合条件的机构在海南依法申请设立合资公募基金管理公司，支持符合条件的境外金融机构在海南全资拥有或控股参股期货公司。对投向海南种业、现代农业等重点领域的私募股权投资基金，给予登记备案绿色通道。（财联社）

【易纲：未来中国宏观经济政策将保持稳定性、连续性】财联社4月9日讯，4月8日，第43届国际货币与金融委员会（IMFC）会议以视频会议形式召开，会议主要讨论了全球政策议程和国际货币基金组织及各国对新冠肺炎疫情的政策应对等议题。中国人民银行行长易纲介绍了中国经济形势，表示中国经济2021年以来继续稳定复苏。中国稳健的货币政策有力支持了疫情应对，并始终保持在正常区间。为支持小微企业，中国近期宣布延长两项直达实体经济的货币政策工具。未来，宏观经济政策将保持稳定性、连续性。（财联社）

【支付牌照成构建金融生态圈“必争之地”】财联社4月9日讯，近日，华为通过收购讯联智付100%股权，拿下了一张移动支付牌照。支付牌照已成巨头“必争之地”。相比借助第三方公司，自己拿下牌照做支付，能够节约通道成本，还能够构建自己的账户体系，形成信息流、资金流的闭环和数据沉淀，打造金融生态圈。同时，在金融业务持牌经营的监管环境下，巨头自己拿下支付牌照，也有利于规避潜在的合规风险。（财联社）

- **公司公告集锦：**

东北证券：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 13.33 亿元，同比+32.4%，ROE8.28%，同比+1.65pct。

东方财富：公司发行可转债 158 亿元，原股东优先配售日期及网上发行日期为 2021 年 4 月 7 日，向原股东优先配售 113 亿元，占发行总量的 71.34%。

华泰证券：公司于 2021 年 3 月 29 日向符合条件的 810 名激励对象授予 4,564 万股 A 股限制性股票，授予价格为人民币 9.10 元/股。

中信证券：公司第一大股东中信股份于 2021 年 3 月 22 日至 4 月 1 日期间，通过集中竞价交易方式合计增持本公司 1.56 亿股 H 股股份，增持后中信股份持有公司股份占已发行股份的 16.68%。

东吴证券：公司副总裁、董事会秘书冯恂女士因工作变动原因，辞去公司副总裁、董事会秘书职务。

中信建投：中信建投基金于 2021 年 4 月 9 日完成股权变更的工商变更登记，因本次股权受让，公司对中信建投基金的持股比例由 55%增加至 75%。

5、 风险提示

- 股市波动对券商和保险带来不确定影响;
- 保险负债端增长不及预期。

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

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

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

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