东兴证券 DONGXING SECURITIES

非银金融行业跟踪：市场趋稳，低估值券商板块望迎估值修复

2021 年 04 月 05 日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

行业观点：

市场：

上周市场日均成交额回落至 7100 亿，但两融规模企稳回升至 1.65 万亿上方。节前交易清淡，市场观望气氛仍较为浓厚，预计短期成交额将大概率维持在 8000 亿上下。但从两融这一市场领先指标可以看出，市场正在发生微妙变化，情绪底部或已出现。随着海外市场趋稳，不确定性下降，叠加一季度国内经济数据或超预期和流动性边际改善，近期持续调整估值已近底部的券商板块有望迎来估值修复。短期流动性改善判断源于两点，一是十年债到期收益率稳中有降释放积极信号；二是住房贷款监管趋严，权益市场或因房股“跷跷板效应”而获得增量资金注入。此外，券商板块主要上市公司年报亦符合预期，业务结构优化也将对投资价值形成正反馈，助力估值提升。

板块：

从板块投资角度看，证券板块表现很大程度由市场决定，从根本上讲是投资者市场预期的映射。板块当前平均 PB 2.07x，其中头部券商平均 PB 仅 1.25x，远低于历史估值中枢，经济数据&流动性改善之下反弹一触即发。但需要关注的是，近期券商监管趋严，集中于投行项目申报、大财富管理业务等方面，或对相关标的业绩及估值产生持续性影响。保险板块受益于疫情缓解后代理人全面复工正常展业，寿险新单将实现高速增长，而当前板块估值仍未将此利好 price in，四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.55-0.94 倍，极具中长期投资价值。

个股：

保险个股方面，考虑到其他险企未来两年会计准则变更压力压降投资端弹性，我们继续首推负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小，科技投入陆续变现的中国平安。证券个股方面，考虑到在业务结构高度相似的证券行业，龙头护城河有望持续拓宽，将获得更高的估值溢价，继续首推兼具 beta 和业绩确定性的行业龙头中信证券，中信股价在配股方案披露后已深度回调，2020 年度信用减值计提也较为充分，业绩和估值风险得到有效释放，当前估值仅 1.72xPB，中长期投资价值突显。

重点推荐：

证券：首推中信证券、推荐华泰证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

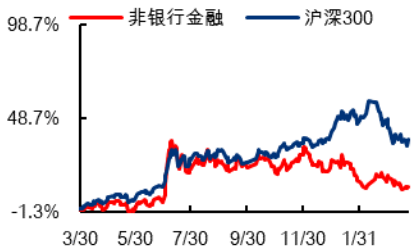
板块表现：

上周非银板块整体下跌 1.02%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 27/28；其中证券板块下跌 0.79%、保险板块下跌 1.37%，均跑输沪深 300 指数（2.45%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方财富（2.74%）、国投资本（1.60%）、广发证券（1.15%）、中信证券（0.63%）、中金公司（0.41%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（0.22%）、中国人保（-1.17%）、中国太保（-1.19%）、中国平安（-1.41%）、天茂集团（-1.45%）、新华保险（-2.51%）、西水股份（-16.57%）。

上周市场 5 个交易日合计成交金融 35690.40 亿元，日均成交金额 7138.08 亿元。北向资金合计净流出 99.38 亿元，其中非银板块净流入 21.87 亿元，中国平安获净买入 10.40 亿元。截至 4 月 1 日，两市两融余额 16540.29 亿元，其中融资余额 15072.54 亿元，融券余额 1467.75 亿元。

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

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

1. 行业观点

市场：

上周市场日均成交额回落至 7100 亿，但两融规模企稳回升至 1.65 万亿上方。节前交易清淡，市场观望气氛仍较为浓厚，预计短期成交额将大概率维持在 8000 亿上下。但从两融这一市场领先指标可以看出，市场正在发生微妙变化，情绪底部或已出现。随着海外市场趋稳，不确定性下降，叠加一季度国内经济数据或超预期和流动性边际改善，近期持续调整估值已近底部的券商板块有望迎来估值修复。短期流动性改善判断源于两点，一是十年债到期收益率稳中有降释放积极信号；二是住房贷款监管趋严，权益市场或因房股“跷跷板效应”而获得增量资金注入。此外，券商板块主要上市公司年报亦符合预期，业务结构优化也将对投资价值形成正反馈，助力估值提升。

板块：

从板块投资角度看，证券板块表现很大程度由市场决定，从根本上讲是投资者市场预期的映射。板块当前平均 PB 2.07x，其中头部券商平均 PB 仅 1.25x，远低于历史估值中枢，经济数据&流动性改善之下反弹一触即发。但需要关注的是，近期券商监管趋严，集中于投行项目申报、大财富管理业务等方面，或对相关标的业绩及估值产生持续性影响。保险板块受益于疫情缓解后代理人全面复工正常展业，寿险新单将实现高速增长，而当前板块估值仍未将此利好 price in，四大上市险企股价对应 21EVPS 仅 0.55-0.94 倍，极具中长期投资价值。

个股：

保险个股方面，考虑到其他险企未来两年会计准则变更压力压降投资端弹性，我们继续首推负债、资产两端弹性大，资产端调整压力小，科技投入陆续变现的中国平安。证券个股方面，考虑到在业务结构高度相似的证券行业，龙头护城河有望持续拓宽，将获得更高的估值溢价，继续首推兼具 beta 和业绩确定性的行业龙头中信证券，中信股价在配股方案披露后已深度回调，2020 年度信用减值计提也较为充分，业绩和估值风险得到有效释放，当前估值仅 1.72xPB，中长期投资价值突显。

重点推荐：

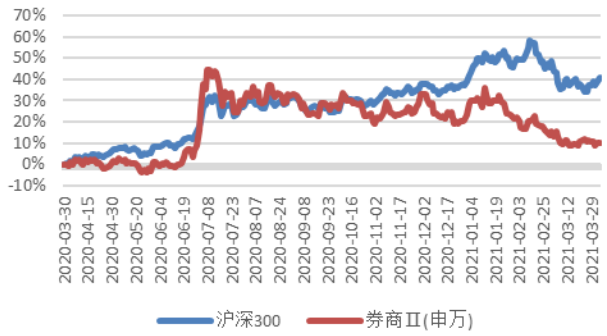
证券：首推中信证券、推荐华泰证券

保险：首推中国平安、推荐中国太保

2. 板块表现

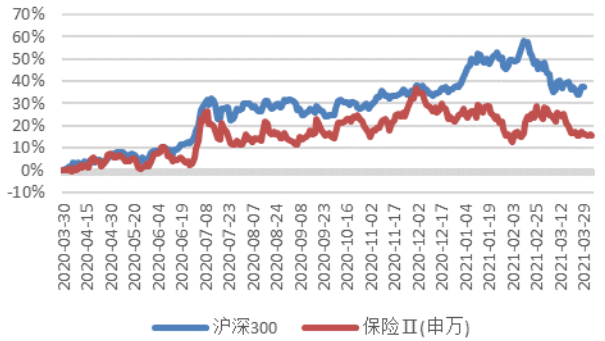
上周非银板块整体下跌 1.02%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 27/28；其中证券板块下跌 0.79%、保险板块下跌 1.37%，均跑输沪深 300 指数（2.45%）。个股方面，券商涨幅前五分别为东方财富（2.74%）、国投资本（1.60%）、广发证券（1.15%）、中信证券（0.63%）、中金公司（0.41%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（0.22%）、中国人保（-1.17%）、中国太保（-1.19%）、中国平安（-1.41%）、天茂集团（-1.45%）、新华保险（-2.51%）、西水股份（-16.57%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



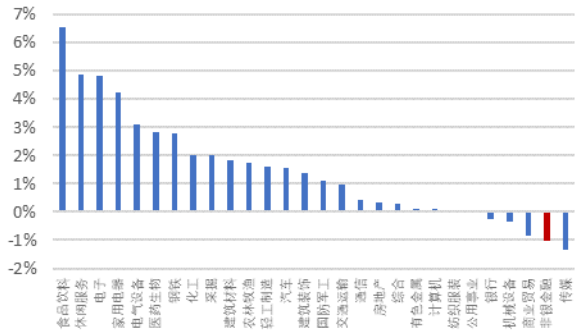
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



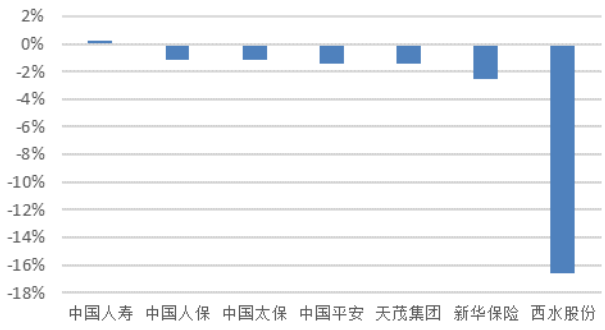
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



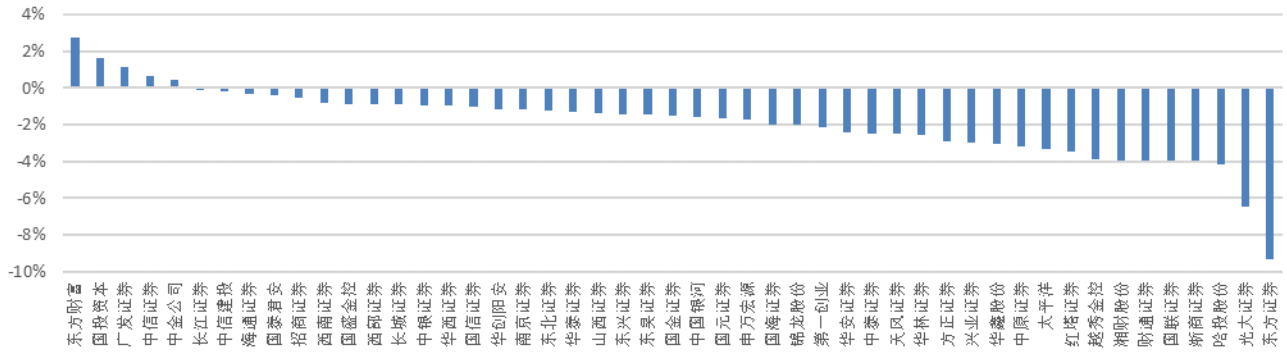
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

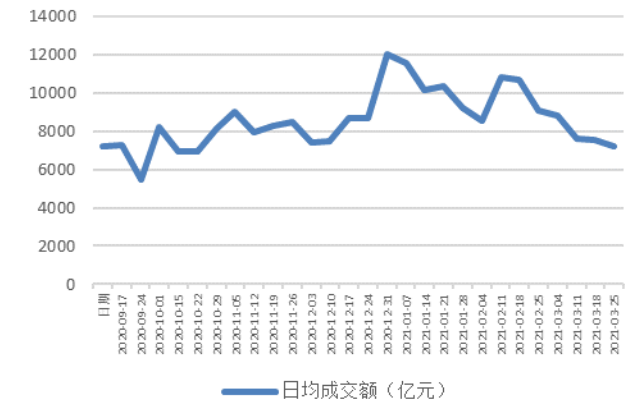


资料来源：Wind，东兴证券研究所

上周市场5个交易日合计成交金融35690.40亿元，日均成交金额7138.08亿元。北向资金合计净流出99.38亿元，其中非银板块净流入21.87亿元，中国平安获净买入10.40亿元。截至4月1日，两市两融余额

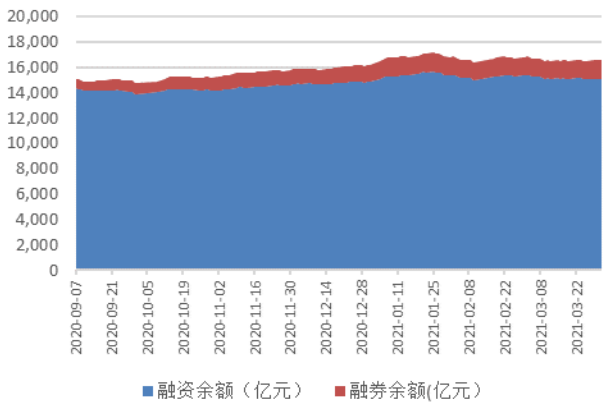
16540.29 亿元，其中融资余额 15072.54 亿元，融券余额 1467.75 亿元。

图6：市场交易量情况



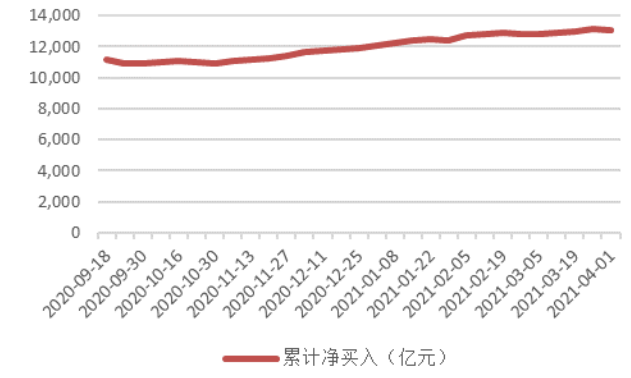
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



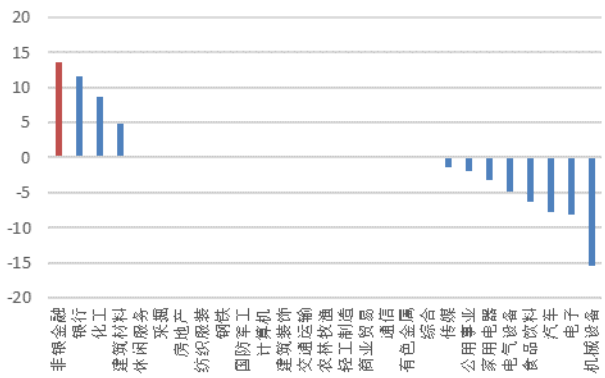
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



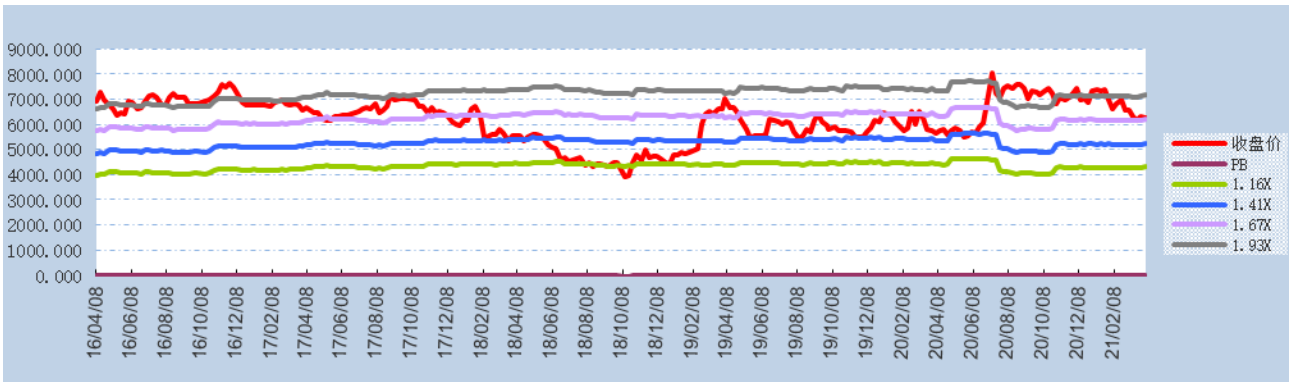
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



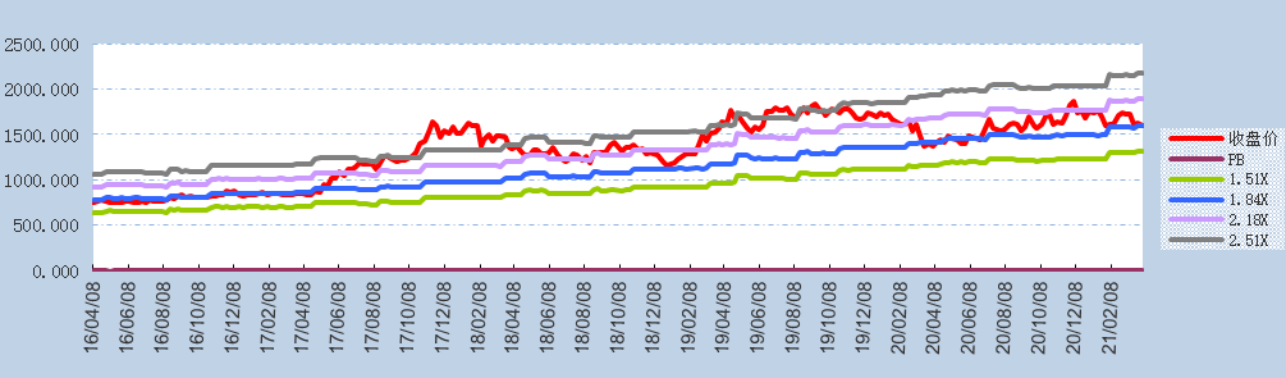
资料来源：wind，东兴证券研究所

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（3月29日-4月4日）

部门或事件	主要内容
央行	3月31日，央行提出进一步优化银行间债券市场基础设施对外开放服务，加强事中事后管理，对境外机构投资者建立严格的看穿机制，定期向央行报告境外机构投资者业务开展情况。
财政部	3月31日，财政部对外发布，今年1-2月全国发行地方政府债券4181亿元。其中，发行一般债券2423亿元，发行专项债券1758亿元；按用途划分，全部为再融资。
银保监会	3月31日，银保监会指出将积极试点，为养老金融发展探索出一条新路；一是稳妥有序推进养老金融试点，在审慎监管的前提下，支持相关机构创新开发并推出各类养老金融产品；二是发挥商业养老保险在第三支柱建设中的作用；三是，配合相关部门开展第三支柱相关制度建设，并做好配套工作，稳步推动税延养老保险试点业务发展。
央行	4月2日，央行发布《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定》，自5月1日起施行。规定明确董监高任职条件和备案程序，应具备与岗位相适应的技能、经验和知识，并加强任职管理，防控关键岗位人员风险，规范兼职、代为履职、公示人员信息等行为。
银保监会	4月2日，银保监会召开车险综合改革半年工作会议，计划组织10个银保监局对5家主要财险法人机构的12家省级分支机构开展靶向检查，决不允许市场秩序的搅局者破坏车险综改工作全局。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（3月29日-4月4日）

个股	摘要	主要内容
中国银河	发布年度报告	3月29日公告称，公司发布2020年年度报告。2020年公司实现营业收入237.49亿元，同比增长39.37%；归属于母公司股东的净利润72.44亿元，同比增长38.54%。拟向股东每10股派发现金股利2.20元（含税）。
中银证券	发布年度报告	3月29日公告称，公司发布2020年年度报告。2020年公司实现营业收入32.44亿元，同比

		增长 11.57%；归属于母公司股东的净利润 8.83 亿元，同比增长 10.65%。拟向股东每 10 股派发现金股利 0.96 元（含税）。
中国银河	永续次级债券发行	3 月 29 日公告称，公司发行 2021 年永续次级债券（第一期），发行规模为人民币 50 亿元，首个重定价周期（前 5 年）票面利率为 4.57%。
海通证券	发布年度报告	3 月 30 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 382.20 亿元，同比增长 9.64%；实现归母净利润 108.75 亿元，同比增长 14.20%。拟每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。
中金公司	发布年度报告	3 月 30 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 236.60 亿元，同比增长 50.17%；实现归母净利润 72.07 亿元，同比增长 70.04%。拟每 10 股派发现金股利 1.80 元（含税）。
华林证券	发布年度报告	3 月 30 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 14.90 亿元，同比增长 47.42%；实现归母净利润 8.12 亿元，同比增长 83.96%。拟每 10 股派发现金红利 0.91 元（含税）。
中原证券	发布年度报告	3 月 30 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 31.03 亿元，同比增长 30.80%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 79.14%。拟每 10 股派发现金红利 0.17 元（含税）。
华安证券	发布年度报告	公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 33.57 亿元，同比增长 3.87%；实现归母净利润 12.68 亿元，同比增长 14.39%。拟每 10 股派发现金红利 1.20 元（含税）。
红塔证券	发布年度报告	3 月 30 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 55.85 亿元，同比增长 170.37%；实现归母净利润 14.13 亿元，同比增长 68.72%。拟每 10 股派发现金红利 1.55 元（含税）。
爱建集团	发布年度报告	3 月 30 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 17.78 亿元，同比增长 4.69%；实现归母净利润 11.53 亿元，同比减少 7.05%。拟每 10 股派发现金红利 2.60 元（含税）。
越秀金控	超短期融资券发行	3 月 31 日公告称，公司控股子公司越秀租赁发行 2021 年度第二期超短期融资券，发行总额 8 亿元，发行利率 3.15%，期限 150 天。
中信建投	发布年度报告	3 月 31 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 233.51 亿元，同比增长 70.53%；归属于母公司股东的净利润 95.09 亿元，同比增长 72.85%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.75 元（含税）。
东北证券	股份解除质押	2021 年 3 月 30 日，公司第一大股东亚泰集团解除质押 9000 万股，占其所持股份比例 12.48%。
国信证券	发布年度报告	4 月 1 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 187.84 亿元，同比增长 33.29%；实现归母净利润 66.16 亿元，同比增长 34.73%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.30 元（含税）。
国金证券	发布年度报告	4 月 1 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 60.63 亿元，同比增长 39.39%；实现归母净利润 17.91 亿元，同比增长 43.35%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税）。
湘财股份	发布年度报告	4 月 1 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 7.31 亿元，同比增长 56.34%；实现归母净利润 2.63 亿元，同比减少 13.91%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.75 元（含税）。
国泰君安	可转债转股	4 月 1 日公告称，自 2018 年 1 月 8 日至 2021 年 3 月 31 日期间，公司 A 股可转债累计有 979.7

		万元转换为公司 A 股股份累计转股数量为 51.46 万股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.006%。截至 2021 年 3 月 31 日，公司尚未换股的 A 股可转债金额为人民币 69.90 亿元，占可转债发行总量的 99.86%
东方财富	可转换公司债券发行	4 月 1 日公告称，公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，发行总额 158 亿，期限 6 年，票面利率为第一年 0.2%、第二年 0.3%、第三年 0.4%、第四年 0.8%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。
第一创业	股份解除质押	4 月 1 日公告称，公司股东华熙昕宇解除质押公司股份 0.22 亿股，占公司总股本比例 0.52%。
中油资本	发布年度报告	4 月 1 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 301.27 亿元，同比减少 9.05%；实现归母净利润 78.36 亿元，同比增长 3.56%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.87 元（含税）。
中信证券	股份增持	4 月 2 日公告称，公司股东中国中信于 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 156，000，000 股 H 股股份，增持股份数已达到本公司已发行股份的 1%。增持后中信股份及一致行动人合计持有本公司 1999，695，746 股 A 股股份、156，000，000 股 H 股股份，合计占本公司已发行股份的 16.68%。
兴业证券	发布年度报告	4 月 2 日公告称，公司发布 2020 年年度报告。2020 年公司实现营业收入 175.80 亿元，同比增长 23.37%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 39.11 亿元，同比增加 139.67%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.80 元现金红利（含税）。
华安证券	可转债转股	4 月 2 日公告称，自 2020 年 9 月 18 日至 2021 年 3 月 31 日期间，公司可转债累计有人民币 0.41 亿元转换为公司 A 股股票，累计转股数量为 0.47 亿股，占可转债转股前公司已发行股份总数的 0.0013%；截至 2021 年 3 月 31 日，公司尚未转股的可转债金额为人民币 28.00 亿元，占可转债发行总量的 99.9855%。
华创阳安	非公开发行股票	4 月 2 日公告称，公司非公开发行股票申请获中国证监会受理。
华创阳安	股份回购	4 月 2 日公告称，2021 年 3 月份，公司未实施股份回购。截至 2021 年 3 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 34，659，270 股，占公司总股本（1，739，556，648 股）的比例为 1.99%，最高成交价为 12.03 元/股.最低成交价为 10.93 元/股，支付的资金总额为 394，256，417.38 元。

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。

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