非银金融

2021 年 03 月 28 日

低估值+ROE 改善，资金行为或驱动板块估值修复

——非银金融行业周报

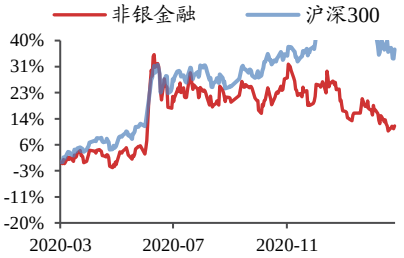
高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

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-易会满表态利于股市，关注财富管理转型领先券商》-2021.3.21

《非银金融行业周报-2 月新单保费延续增势，继续推荐顺周期保险股》-2021.3.14

《上市保险公司 2 月保费收入数据点评-新单改善趋势延续，资负两端顺周期支撑估值修复》-2021.3.13

● 周观点：低估值叠加 ROE 改善，资金行为或是板块重要催化

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，保险板块估值位于历史低点，中国太保和中国平安动态PEV分别为0.70/0.97倍，非银金融板块整体估值处于历史低点；站在目前时点看，券商和保险板块全年基本面保持稳健增长态势，资金从抱团高估值股票向PB-ROE更加匹配的低估值金融股流动或是板块重要催化，看好券商和保险的估值修复。

● 券商：估值降至历史低点，ROE 延续升势，板块攻防兼备

（1）本周（3月22日至3月26日）新发股票+混合型基金39只，发行份额361亿份，环比+7%，同比+89%。3月以来新发偏股基金数量均保持每周30支以上，单支规模逐步降至9亿份，处于历史低点。在每周新发350亿的假设下，全年新发偏股基金规模仍将保持14%增长，保有量保持20%以上增长。（2）头部券商年报逐步披露，财富管理转型效果超预期，权益类衍生品高增，基金等资管业务大幅增长，预计35家上市券商2020年净利润+32%，ROE升至8.2%（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，机构配置券商仓位降至历史冰点。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、广发证券有所受益，推荐互联网财富管理龙头东方财富。

● 保险：负债端增长短期有一定压力，关注后续增员和新重疾产品销售

（1）近两周保险股有所回调，或是对保费复苏力度有所减弱、10Y国债收益率缓降的反馈。理财型产品开门红和重疾产品需求在1月集中释放，2月新单增速有所放缓，需求阶段性透支对3月新重疾销售或带来一定影响，短期看新单增速有一定压力。保险负债端整体维持弱复苏趋势，关注后续增员和新重疾产品销售情况。中国平安、友邦保险和中国太保新重疾产品具有相对竞争优势。（2）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。资产负债两端复苏，保险估值仍在历史低点，看好估值修复，推荐中国太保、中国平安。

● 受益标的组合：

券商：东方财富，广发证券、兴业证券；

保险：中国太保，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 改善，资金行为或是板块重要催化 3
2、 市场回顾：A 股整体上涨，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：国务院表示稳步推进注册制改革 6
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 本周 A 股整体上涨，非银板块跑赢指数 4
图 2： 中国人寿和东方财富分别+3.60%/+3.50% 4
图 3： 2021 年 2 月日均股基成交额同比+0% 5
图 4： 2021 年 2 月 IPO 承销规模累计同比-31% 5
图 5： 2021 年 2 月再融资累计承销规模同比+51% 5
图 6： 2021 年 2 月券商债券承销规模累计同比+12% 5
图 7： 2 月两市日均两融余额同比+56.42% 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 改善，资金行为或是板块重要催化

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，保险板块估值位于历史低点，中国太保和中国平安动态 PEV 分别为 0.70/0.97 倍，非银金融板块整体估值处于历史低点；站在目前时点看，券商和保险板块全年基本面保持稳健增长态势，资金从抱团高估值股票向 PB-ROE 更加匹配的低估值金融股流动或是板块重要催化，看好券商和保险的估值修复。

券商：估值降至历史低点，ROE 延续升势，板块攻防兼备

（1）本周（3 月 22 日至 3 月 26 日）新发股票+混合型基金 39 只，发行份额 361 亿份，环比+7%，同比+89%。3 月以来新发偏股基金数量均保持每周 30 支以上，单支规模逐步降至 9 亿份，处于历史低点。在每周新发 350 亿的假设下，全年新发偏股基金规模仍将保持 14%增长，保有量保持 20%以上增长。（2）头部券商年报逐步披露，财富管理转型效果超预期，权益类衍生品高增，基金等资管业务大幅增长，预计 35 家上市券商 2020 年净利润+32%，ROE 升至 8.2%（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，机构配置券商仓位降至历史冰点。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、广发证券有所受益，推荐互联网财富管理龙头东方财富。

保险：负债端增长短期有一定压力，关注后续增员和新重疾产品销售

（1）近两周保险股有所回调，或是对保费复苏力度有所减弱、10Y 国债收益率缓降的反馈。理财型产品开门红和重疾产品需求在 1 月集中释放，2 月新单增速有所放缓，需求阶段性透支对 3 月新重疾销售或带来一定影响，短期看新单增速有一定压力。保险负债端整体维持弱复苏趋势，关注后续增员和新重疾产品销售情况。中国平安、友邦保险和中国太保新重疾产品具有相对竞争优势。（2）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。资产负债两端复苏，保险估值仍在历史低点，看好估值修复，推荐中国太保、中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，广发证券、兴业证券；

保险：中国太保，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
		2021/03/26	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
300059.SZ	东方财富	28.10	0.27	0.55	0.80	103.06	51.09	买入
601601.SH	中国太保	38.51	3.06	3.03	4.52	12.58	12.71	买入
601318.SH	中国平安	80.01	8.41	8.10	7.16	9.51	9.88	买入
000776.SZ	广发证券	15.63	0.99	1.32	1.66	15.79	11.84	未评级
601377.SH	兴业证券	8.78	0.26	0.55	0.61	33.77	16.00	未评级

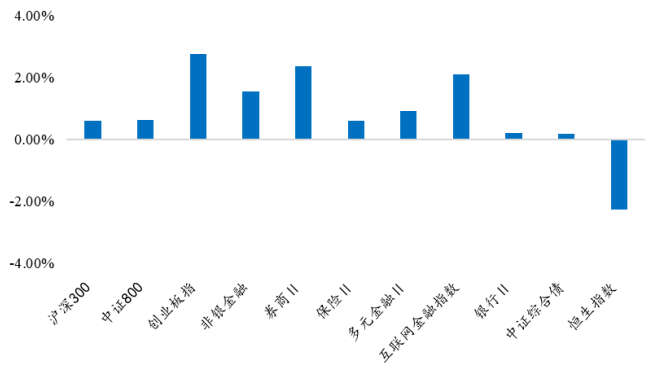
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方财富、中国太保、中国平安外，上述公司 EPS 数据取自 Wind 一致性预期。

2、 市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑赢指数

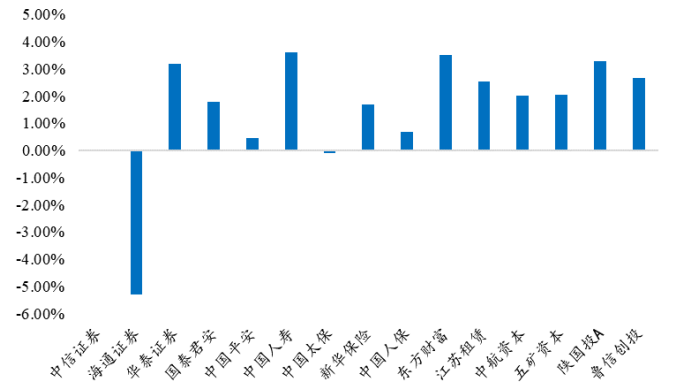
本周（3 月 22 日至 3 月 26 日）A 股整体上涨，沪深 300 指数+0.62%，创业板指+2.77%，中证综合债指数+0.18%。本周非银板块+1.55%，跑赢指数，券商和保险分别+2.36%/+0.60%，券商板块上涨较多。从主要个股表现看，中国人寿和东方财富分别+3.60%/+3.50%，表现较好。

图1：本周 A 股整体上涨，非银板块跑赢指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：中国人寿和东方财富分别+3.60%/+3.50%



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

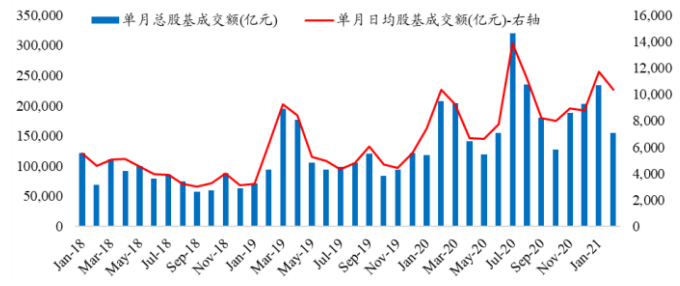
基金发行情况：本周（3 月 22 日至 3 月 26 日）新发股票+混合型基金 39 只，发行份额 361 亿份，环比+7%，同比+89%。截至 3 月 26 日，本年累计新发股票+混合型基金 353 只，发行份额 9320 亿份，同比+145%，待审批偏股型基金减少 192 只。

券商经纪业务：本周（3 月 22 日至 3 月 26 日）日均股基成交额为 8095 亿元，环比-0.2%，同比+27%；截至 3 月 26 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10291 亿元，同比+16%。

券商投行业务：截至 3 月 26 日，2021 年 IPO/再融资/债券承销规模分别为 724 亿/2138 亿/20773 亿，同比-6%/+73%/+5%，再融资和债券承销规模同比扩张，IPO 规模同比下降。

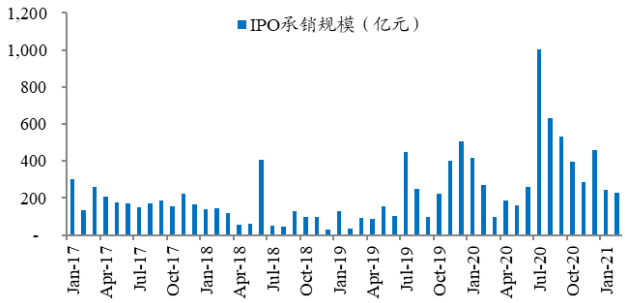
券商信用业务：截至 3 月 25 日，全市场两融余额达到 16485 亿元，较 3 月初-1.29%，两融余额占流通市值比重为 2.64%；融券余额 1406 亿，占两融比重达到 8.53%，占比略有下降。

图3：2021 年 2 月日均股基成交额同比+0%



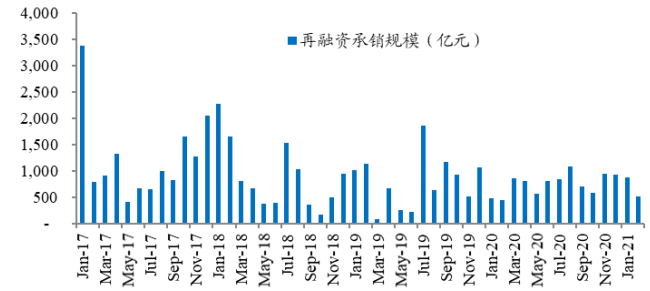
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021 年 2 月 IPO 承销规模累计同比-31%



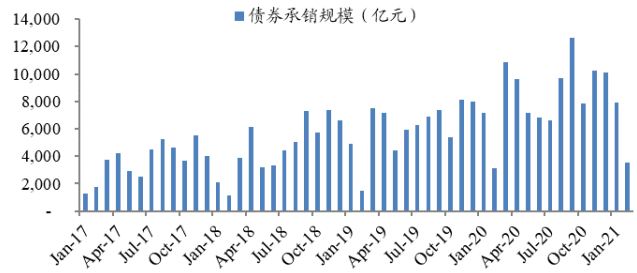
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年 2 月再融资累计承销规模同比+51%



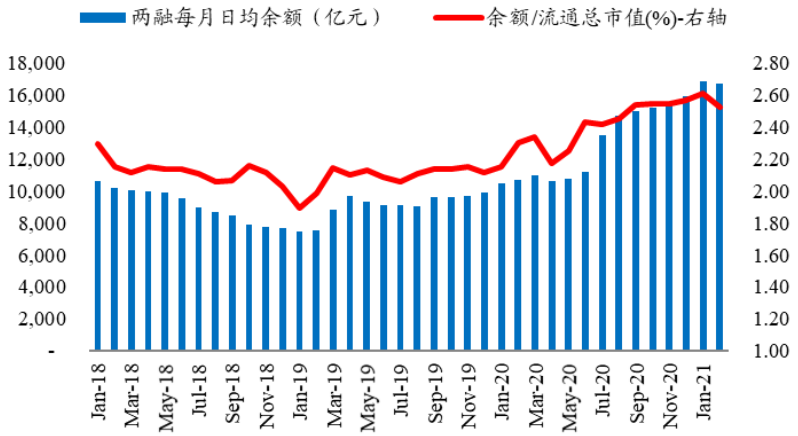
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年 2 月券商债券承销规模累计同比+12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2 月两市日均两融余额同比+56.42%



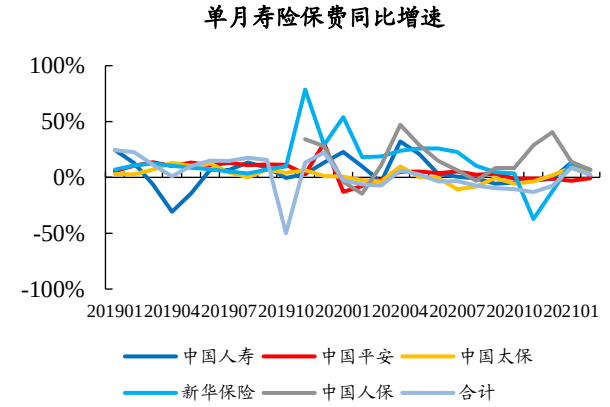
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%。

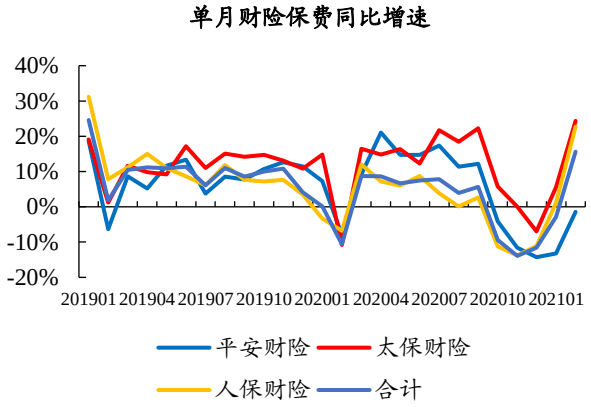
财险保费月度数据： 2 月 3 家上市险企财险保费收入同比为+15.60%，较 1 月的-2.87%提升 18.47pct，主要原因为 2020 年同期受疫情影响造成的低基数效应。其中：太保财险+24.35%、人保财险+22.71%、平安财险-1.45%；2 月财险保费同比+15.60%（1 月-2.87%），其中：太保财险+24.35%、人保财险+22.71%、平安财险-1.45%。

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：国务院表示稳步推进注册制改革

- **行业要闻：**

【国务院：稳步推进注册制改革 完善常态化退市机制】财联社3月25日讯，国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见。意见提出，稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。（财联社）

【银保监会摸底人身险佣金制度 研究修订制度助力营销体制改革】财联社3月22日讯，今日下午，银保监会人身险部向各人身险公司下发《关于提供佣金制度有关材料的函》，全面启动人身险行业佣金制度调研工作，对佣金制度长期存在的问题来一次全面大摸底。下一步，银保监会将结合此次调研情况，构建长效机制，研究修订相关制度，明确佣金制度的改革方向，进一步推动人身保险业高质量发展。（财联社）

【证券基金行业首席经济学家例会：中美利差仍将持续 机构投资者和外资将继续流入A股】财联社3月26日讯，中国证券业协会召开2021年第一季度证券基金行业首席经济学家例会，与会专家表示，虽然美债收益率上升前期对国内资本市场造成了一定扰动，但相比之下，国内资本市场的确定性因素更加值得关注。从已公布的宏观经济数据看，国内一季度经济好于预期，企业盈利仍在回升中。在通货膨胀方面，受到猪肉价格下跌的影响，国内通胀压力相对较小。如果从估值的角度看，市场总体上仍处于合理估值区间。此外，随着国内“双循环”的发展以及资本市场改

革的深入，人民币资产吸引力进一步提升，同时中美利差仍将持续，机构投资者和外资将继续流入A股。（财联社）

【李克强：欢迎国外养老服务产品有序进入中国市场】财联社3月23日讯，“中国超过60岁的老龄人口已达2.6亿多人，多层次的养老服务需求潜力巨大，可以说是一个巨大的朝阳产业，欢迎外国企业参与中国养老产业发展。”李克强总理3月22日在人民大会堂以视频方式会见出席中国发展高层论坛2021年年会的境外代表时表示。李克强说，中国政府一直致力于打造内外资企业一视同仁、公平竞争的营商环境，我们鼓励和欢迎符合中国老人身体状况和实际需求的养老产品。（财联社）

【美国证券交易委员会通过《外国公司问责法案》最终修正案】财联社3月25日讯，美国证券交易委员会（SEC）发布最新通告称，已通过临时修正，以执行《外国公司责任法案》（HFCA Act）对上市公司信息披露的要求。（财联社）

- **公司公告集锦：**

华泰证券：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 108.22 亿元，同比+20.22%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 4 元（含税）。

国泰君安：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 111.22 亿元，同比+28.77%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 5.6 元（含税）。

招商证券：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 94.92 亿元，同比+30.34%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 4.37 元（含税）。

光大证券：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 23.32 亿元，同比+310.97%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 1.58 元（含税）。

中国人寿：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 502.68 亿元，同比-13.8%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 6.4 元（含税）。

中国人保：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 200.69 亿元，同比-10.4%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 1.2 元（含税）。

新华保险：公司发布 2020 年年度报告，公司 2020 年度实现归母净利润 142.94 亿元，同比-1.8%。同时公司决定采取现金分红方式，每 10 股派发人民币 13.9 元（含税）。

海通证券：公司、子公司上海海通证券资产管理有限公司及相关责任人员分别收到了中国证券监督管理委员会上海监管局出具的行政监管措施事先告知书。自监督管理措施决定作出之日起 12 个月内，责令暂停海通证券股份有限公司为机构投资者提供债券投资顾问业务。

东方财富：中国证监会同意公司向不特定对象发行可转换公司债券的注册申请。

东吴证券：深圳证券交易所同意公司开展上市公司股权激励行权融资业务试点。

天风证券：中国证监会核准公司非公开发行不超过 20 亿股新股。

中银证券：公司股东云南省投资控股集团有限公司拟通过大宗交易方式合计减持公司股份不超过 8334 万股，不超过公司总股本的 3%。

国海证券：公司股东大会通过《关于审议公司非公开发行股票方案的议案》。

中国太保：公司董事会及股东大会同意选举潘艳红女士为董事长、蔡强先生为董事，并聘任蔡强先生为总经理（首席执行官）。

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