东兴证券 DONGXING SECURITIES

非银金融行业跟踪：利率上行或将持续，继续看好保险板块

2021 年 03 月 08 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回落至 9000 亿，两融规模也趋于稳定，预计在流动性未得到明显改善之前交易活跃度难以快速回升，短期成交额大概率仍将维持在 9000-10000 亿。政府工作报告中提出将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，预计上述四点将成为 2021 年资本市场政策主线。对证券行业而言，注册制改革和资本市场制度创新将贯穿未来 1-2 年行业发展始终，全面注册制预期下“大投行业务”将成为券商业绩最具确定性的增长点，但当前市场波动加大或影响企业上市募资节奏，2021 年股权融资增量规模或较 2019 和 2020 年有所下降，进而压低券商业绩增长预期。而相比之下保险行业受益于疫情影响减弱，负债端边际改善趋势持续，3 月新单同比增速或超 20%。此外，美十年债利率上行势头不减，中美利差缩窄至 170bp，已近近年低点，利率上行或将持续驱动保险估值上升，在负债端和利率上行共同推动下，保险板块投资价值凸显。

证券板块：

在市场走向尚不明确的情况下，高 beta 证券板块短期向上空间较为有限。且当前信用环境仍难以界定，而券商信用业务暴露于实体经济和资本市场双重风险之下，是券商业绩预期差的主要成因。综合考量上述因素，在证券行业向资本中介及投资类业务倾斜的大趋势中，资本金、经营综合实力和风险防控能力将成为中长期“胜负手”，“破圈”能力将决定估值天花板，故当前时点从投资角度仍建议抓住以资本实力为“盾”的价值主线。综上，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，风险得到有效释放，当前估值仅 1.78xPB，具备中长期投资价值。

保险板块：

相较美十年债利率的快速上行，中国十年债利率走向相对平稳，但中美利差已近近年低值，预计在外部环境影响下，中国十年债短期仍有向上空间。利率层面利好将持续推动板块估值修复。此外，近期国内疫情明显缓和，已多日未出现境内新增，预计代理人展业常态化后负债端将于 3 月显著改善。此外，未来两个月仍需关注年报一季报预期差，监管导向、重要个体性事件和海外市场走向也将影响板块及个股估值。

我们认为，与 2015-2018 年的高速增长相比，行业负债端中期大概率将维持中低增速，板块 beta 将被不断推升，估值和股、债市场的相关性或将持续增强。利率上行且波动性加剧之下，无论是交易类还是持有至到期固定收益类资产的配置价值均将下降，或将进一步提升险企权益资产配置需求，无论对险企还是权益市场均是利好。

从板块角度看，当前上市险企股价对应 21 年 EVPS 在 0.59-0.99x 之间，中长期维度仍具很强的投资价值，继续推荐。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。

重点推荐：

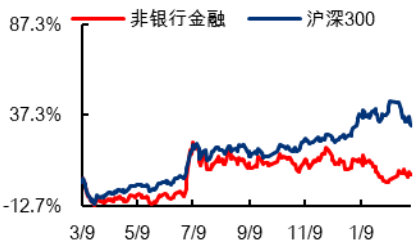
证券：中信证券、华泰证券

保险：中国平安、中国太保

板块表现：

上周非银板块整体下跌 0.33%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 19/28；其中证券板块下跌 0.36%、保险板块下跌 0.77%，均跑赢沪深 300 指数（-1.39%）。个股方面，券商涨幅前五分别为光大证券（10.84%）、东兴证券（6.89%）、财通证券（5.79%）、中信建投（5.66%）、浙商证券（5.64%），保险公司涨跌幅分别为西水股份（12.36%）、天茂集团（4.24%）、新华保险（2.38%）、中国人寿（0.51%）、

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

中国人保（0.16%）、中国平安（-0.80%）、中国太保（-2.51%）。

上周市场日均成交额再破万亿，5 个交易日合计成交金融 45023.80 亿元，日均成交金额 9004.76 亿元。北向资金合计净流出 8.36 亿元，其中非银板块净流出 0.71 亿元，中国平安获净买入 8.82 亿元。截至 3 月 4 日，两市两融余额 16750.34 亿元，其中融资余额 15326.51 亿元，融券余额 1423.83 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

1. 行业观点

本周市场日均成交额回落至 9000 亿，两融规模也趋于稳定，预计在流动性未得到明显改善之前交易活跃度难以快速回升，短期成交额大概率仍将维持在 9000-10000 亿。政府工作报告中提出将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，预计上述四点将成为 2021 年资本市场政策主线。对证券行业而言，注册制改革和资本市场制度创新将贯穿未来 1-2 年行业发展始终，全面注册制预期下“大投行业务”将成为券商业绩最具确定性的增长点，但当前市场波动加大或影响企业上市募资节奏，2021 年股权融资增量规模或较 2019 和 2020 年有所下降，进而压低券商业绩增长预期。而相比之下保险行业受益于疫情影响减弱，负债端边际改善趋势持续，3 月新单同比增速或超 20%。此外，美十年债利率上行势头不减，中美利差缩窄至 170bp，已近近年低点，利率上行或将持续驱动保险估值上升，在负债端和利率上行共同推动下，保险板块投资价值凸显。

1.1 证券板块

在市场走向尚不明确的情况下，高 beta 证券板块短期向上空间较为有限。且当前信用环境仍难以界定，而券商信用业务暴露于实体经济和资本市场双重风险之下，是券商业绩预期差的主要成因。综合考量上述因素，在证券行业向资本中介及投资类业务倾斜的大趋势中，资本金、经营综合实力和风险防控能力将成为中长期“胜负手”，“破圈”能力将决定估值天花板，故当前时点从投资角度仍建议抓住以资本实力为“盾”的价值主线。综上，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，风险得到有效释放，当前估值仅 1.78xPB，具备中长期投资价值。

1.2 保险板块

相较美十年债利率的快速上行，中国十年债利率走向相对平稳，但中美利差已近近年低值，预计在外部环境影响下，中国十年债短期仍有向上空间。利率层面利好将持续推动板块估值修复。此外，近期国内疫情明显缓和，已多日未出现境内新增，预计代理人展业常态化后负债端将于 3 月显著改善。此外，未来两个月仍需关注年报一季报预期差，监管导向、重要个体性事件和海外市场走向也将影响板块及个股估值。

我们认为，与 2015-2018 年的高速增长相比，行业负债端中期大概率将维持中低增速，板块 beta 将被不断推升，估值和股、债市场的相关性或将持续增强。利率上行且波动性加剧之下，无论是交易类还是持有至到期固定收益类资产的配置价值均将下降，或将进一步提升险企权益资产配置需求，无论对险企还是权益市场均是利好。

从板块角度看，当前上市险企股价对应 21 年 EVPS 在 0.59-0.99x 之间，中长期维度仍具很强的投资价值，继续推荐。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。

1.3 重点推荐

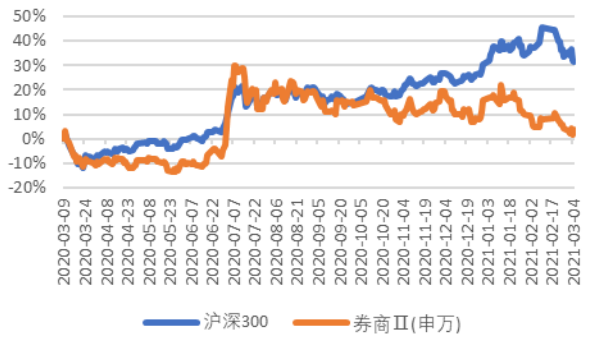
证券：中信证券、华泰证券

保险：中国平安、中国太保

2. 板块表现

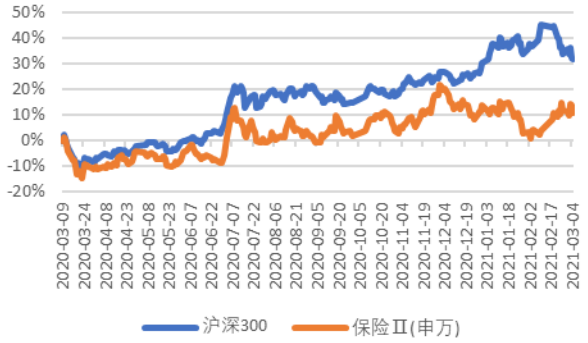
上周非银板块整体下跌 0.33%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 19/28；其中证券板块下跌 0.36%、保险板块下跌 0.77%，均跑赢沪深 300 指数（-1.39%）。个股方面，券商涨幅前五分别为光大证券（10.84%）、东兴证券（6.89%）、财通证券（5.79%）、中信建投（5.66%）、浙商证券（5.64%），保险公司涨跌幅分别为西水股份（12.36%）、天茂集团（4.24%）、新华保险（2.38%）、中国人寿（0.51%）、中国人保（0.16%）、中国平安（-0.80%）、中国太保（-2.51%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



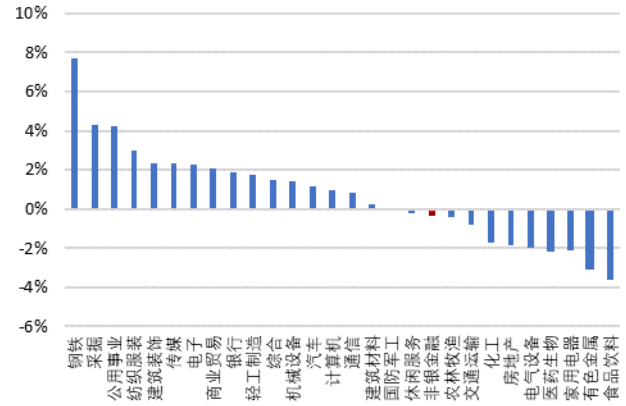
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



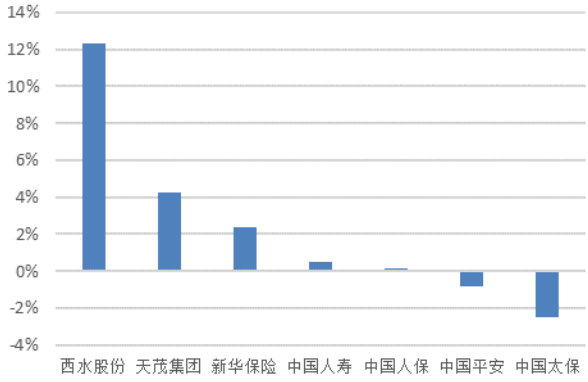
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



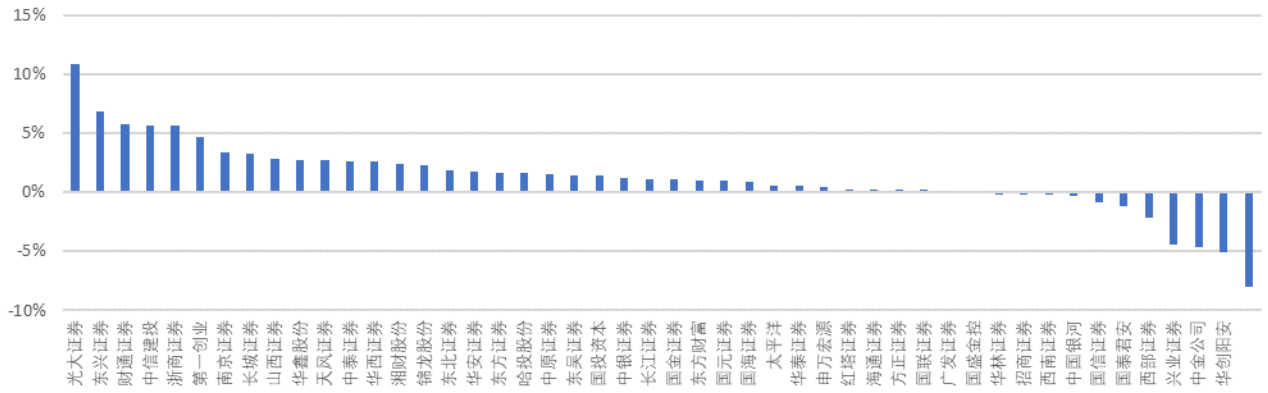
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

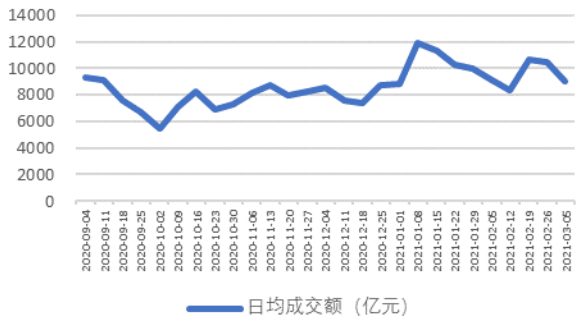
图5：上周证券个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

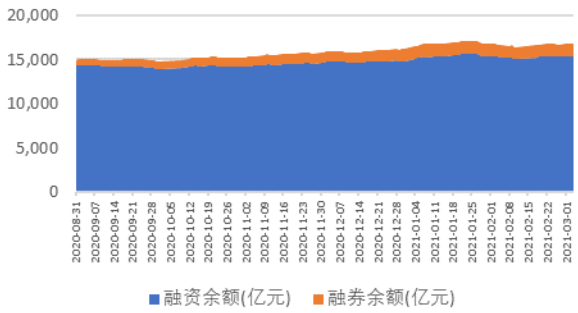
上周市场日均成交额再破万亿，5 个交易日合计成交金融 45023.80 亿元，日均成交金额 9004.76 亿元。北向资金合计净流出 8.36 亿元，其中非银板块净流出 0.71 亿元，中国平安获净买入 8.82 亿元。截至 3 月 4 日，两市两融余额 16750.34 亿元，其中融资余额 15326.51 亿元，融券余额 1423.83 亿元。

图6：市场交易量情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

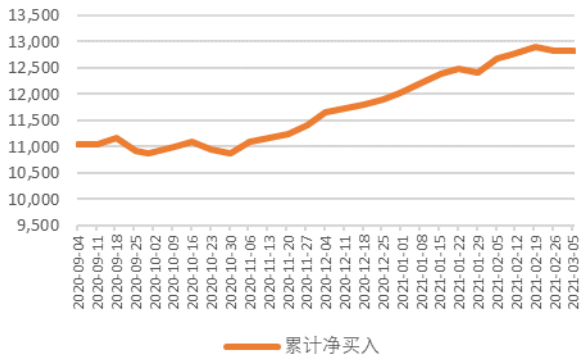
图7：两融余额情况



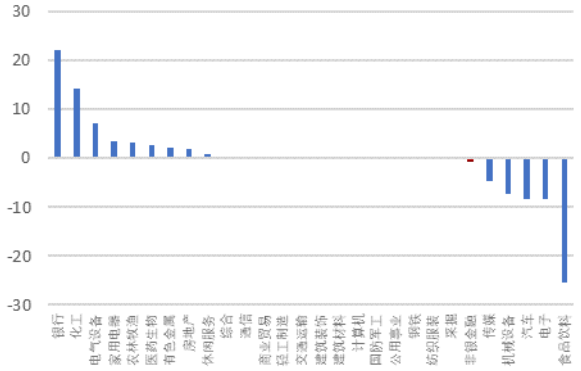
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）

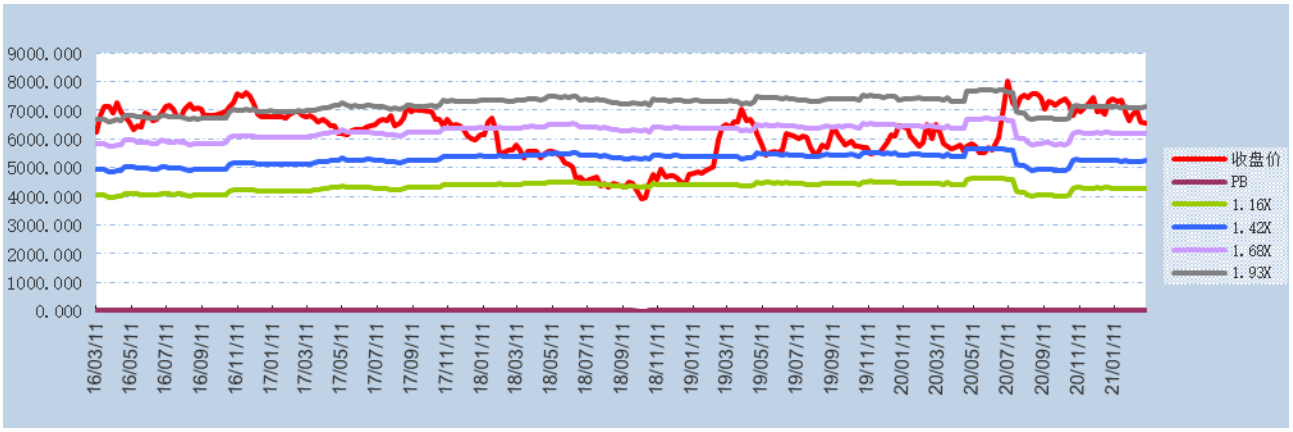


资料来源：Wind，东兴证券研究所



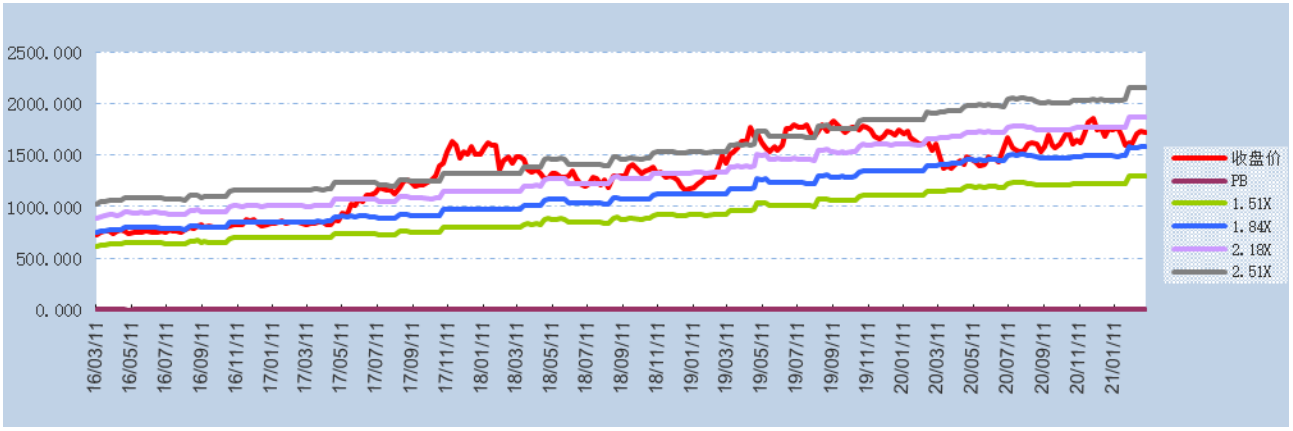
资料来源：wind，东兴证券研究所

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1日-3月7日）

部门或事件	主要内容
银保监会	3月2日，银保监会发布《银保监会国新办新闻发布会答问实录》。中国银行保险监督管理委员会主席郭树清发言的主要内容包括：第一，支持国民经济迅速从停滞下滑恢复到正常发展；第二，数字化转型助力开拓普惠金融新局面；第三，防范化解金融风险攻坚战取得决定性成就；第四，强监督强监管的良好氛围基本形成；第五，中国特色银行保险机构公司治理逐步完善；第六，银行业保险业其他各项改革开放持续深化。
银保监会	银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议，要求坚决守住不发生系统性风险底线，做好“十四五”开局之年保险业偿付能力监管工作，推动保险业高质量发展。数据显示，2020年第四季度末，纳入会议审议的178家保险公司平均综合偿付能力充足率为246.3%，平均核心偿付能力充足率为234.3%。
证监会	2021年证监会拟制定、修改的规章类立法项目合计27件，立法总体包括三个方面，一是落实新证券法，完善制度衔接；二是规范券商、私募、资管等主体行为，防范化解风险；三是针对证监会自身的内容，旨在强化法治政府建设，推进依法行政。
中国人民银行	中国人民银行对《证券公司短期融资券管理办法》进行了修订，现向社会公开征求意见。短期融资券实行余额管理，短期融资券与其他短期融资工具待偿还余额之和不超过净资本的60%，最长期限不超过1年。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（3月1日-3月7日）

个股	摘要	主要内容
华安证券	证监会批复	公司配股申请获得证监会审核通过。
中泰证券	人事变动	公司首席信息官程龙因个人原因辞职。
华创阳安	回购公司股份	2021年2月1日至28日，公司通过集中竞价交易方式回购公司股份3372.18万股，占公司总股本的比例为1.94%，最高成交价为11.65元/股，最低成交价为10.93元/股，支付的资金总额为3.83亿元。
国信证券	证监会批复	公司收到证监会批复同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过100亿元次级债券的注册申请。
中国人保	银保监会批复	中国银保监会核准才智伟先生担任公司副总裁的任职资格。
光大证券	提供担保	公司为全资子公司光证金控提供担保，本次担保金额为8亿港元。已实际为其提供的担保余额为13.75亿港元。
湘财股份	发布业绩快报	公司2020年度证券业务实现营业总收入15.78亿元，同比增加15.90%，归属于母公司股东的净利润4.84亿元，同比增长24.54%。2020年其他业务合计实现营业收入7.26亿元，净利润-0.30亿元。
湘财股份	计提资产减值准备	公司计提资产减值准备和信用减值准备，将减少公司2020年度净利润3741.56万元，减少归属于上市公司股东的净利润3689.40万元。
招商证券	发布业绩快报	2020年度公司实现营业收入人民币242.78亿元，同比增长29.77%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币94.92亿元，同比增长30.34%。

东吴证券	回购公司股份	自公司董事会审议通过回购 A 股股份方案之日起 12 个月内，公司拟回购股份数量下限为 1,940.26 万股，即不低于公司当前总股本的 0.50%；上限为 3,880.51 万股，即不超过公司当前总股本的 1.00%。公司回购股份的价格不超过人民币 13.20 元/股。

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

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526