东兴证券 DONGXING SECURITIES

非银金融行业跟踪：利率上行驱动下，短期保险板块更具投资价值

2021 年 02 月 22 日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

行业观点：

跨春节五个交易日市场气氛仍显低迷，节后两日日均成交额回到万亿上方但增速较低，预计流动性趋紧仍将制约交易活跃度的快速回升，短期成交额大概率维持在 9000-10000 亿。跨年两周证券、保险板块均反弹超 5%，但核心逻辑并不相同。券商主要跟随市场，而保险则受益于利率上行。短期看利率上行趋势有望持续，低估值保险板块大概率继续反弹；但证券板块上行逻辑仍需市场验证。且潜在的信用风险对证券行业冲击更为直接，程度也更大，若流动性无明显改善，证券板块短期投资价值较为有限。建议在不确定性中寻找确定性，继续从中期维度推荐安全垫厚，经营稳健且有能力开展创新业务的头部标的。

证券板块：

展望全年，对券商业绩的担忧集中体现于信用环境的不确定性，但 2020 年末已有多家券商逆市增加信用减值计提，间接增厚 2021 年业绩安全垫。同时，已有多家券商通过在两融业务保证金比例、标的池划分方面进行调整压降风险，股质业务规模也在持续下降之中，总体上看信用风险相对可控。

此外，未来市场流动性走向也将高度影响证券板块表现，上述五个交易日板块个股表现分化情况和年初已存在一定差异，中小次新标的大多跑赢头部标的，或从一个侧面反映出市场对节后流动性的判断，但从投资角度仍建议抓住价值主线。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。

保险板块：

受中美长端利率上行利好刺激，保险板块快速反弹，预计利率层面利好将持续推动板块估值修复。除利率和投资端向好共振之外，负债端同比改善趋势望将延续。目前已有三家上市险企披露 1 月保费数据,人保寿险和新华保险同比增速均超 10%，太平寿险增速也近 5%，近期国内疫情明显缓和，已多日未出现境内新增，若春运期间高人口流动未产生新的风险，预计负债端将于 3 月出现显著边际改善。此外，未来两个月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，行业负债端中期大概率将维持中低增速，进而推升板块 beta，估值和市场的相关性或将持续增强。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

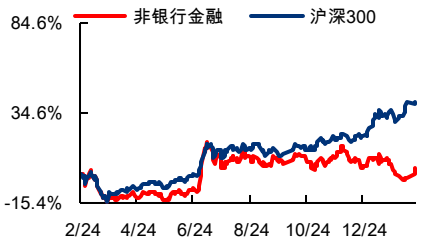
保险：中国平安、中国人寿

板块表现：

自 2020 年 2 月 8 日至 2020 年 2 月 19 日(包含年前三个交易日及年后两个交易日)，非银板块整体上涨 5.84%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 18/28；其中证券板块上涨 5.54%、保险板块上涨 6.07%，均跑赢沪深 300 指数（5.38%）。个股方面，券商涨幅前五分别为财通证券（14.05%）、东兴证券（13.65%）、锦龙股份（12.63%）、兴业证券（10.85%）、浙商证券（9.73%）；保险公司涨跌幅分别为西水股份（15.46%）、中国太保（8.99%）、新华保险（8.92%）、天茂集团（8.17%）、中国平安（5.62%）、中国人寿（4.44%）、中国人保（4.22%）。

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

跨春节五个交易日市场气氛仍显低迷，节后两日日均成交额回到万亿上方但增速较低，预计流动性趋紧仍将制约交易活跃度的快速回升，短期成交额大概率维持在 9000-10000 亿。跨年两周证券、保险板块均反弹超 5%，但核心逻辑并不相同。券商主要跟随市场，而保险则受益于利率上行。短期看利率上行趋势有望持续，低估值保险板块大概率继续反弹；但证券板块上行逻辑仍需市场验证。且潜在的信用风险对证券行业冲击更为直接，程度也更大，若流动性无明显改善，证券板块短期投资价值较为有限。建议在不确定性中寻找确定性，继续从中期维度推荐安全垫厚，经营稳健且有能力开展创新业务的头部标的。

1.1 证券板块

展望全年，对券商业绩的担忧集中体现于信用环境的不确定性，但 2020 年末已有多家券商逆市增加信用减值计提，间接增厚 2021 年业绩安全垫。同时，已有多家券商通过在两融业务保证金比例、标的池划分方面进行调整压降风险，股质业务规模也在持续下降之中，总体上看信用风险相对可控。

此外，未来市场流动性走向也将高度影响证券板块表现，上述五个交易日板块个股表现分化情况和年初已存在一定差异，中小次新标的大多跑赢头部标的，或从一个侧面反映出市场对节后流动性的判断，但从投资角度仍建议抓住价值主线。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。

1.2 保险板块

受中美长端利率上行利好刺激，保险板块快速反弹，预计利率层面利好将持续推动板块估值修复。除利率和投资端向好共振之外，负债端同比改善趋势望将延续。目前已有三家上市险企披露 1 月保费数据，人保寿险和新华保险同比增速均超 10%，太平寿险增速也近 5%，近期国内疫情明显缓和，已多日未出现境内新增，若春运期间高人口流动未产生新的风险，预计负债端将于 3 月出现显著边际改善。此外，未来两个月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，行业负债端中期大概率将维持中低增速，进而推升板块 beta，估值和市场的相关性或将持续增强。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

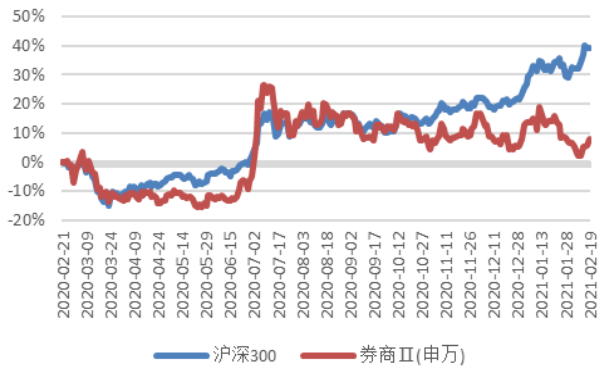
保险：中国平安、中国人寿

2. 板块表现

自 2020 年 2 月 8 日至 2020 年 2 月 19 日（包含年前三个交易日及年后两个交易日），非银板块整体上涨 5.84%，按申万一级行业分类标准，非银排名全部行业 18/28；其中证券板块上涨 5.54%、保险板块上涨 6.07%，均跑赢沪深 300 指数（5.38%）。个股方面，券商涨幅前五分别为财通证券（14.05%）、东兴证券

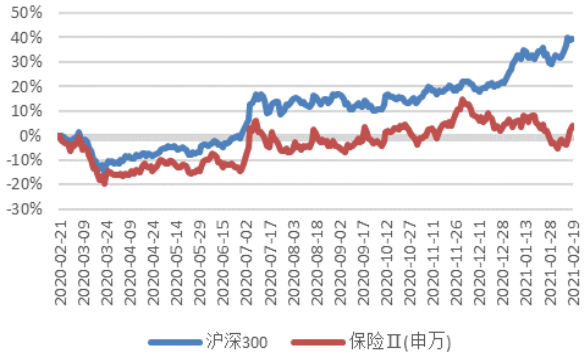
（13.65%）、锦龙股份（12.63%）、兴业证券（10.85%）、浙商证券（9.73%）；保险公司涨跌幅分别为西水股份（15.46%）、中国太保（8.99%）、新华保险（8.92%）、天茂集团（8.17%）、中国平安（5.62%）、中国人寿（4.44%）、中国人保（4.22%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



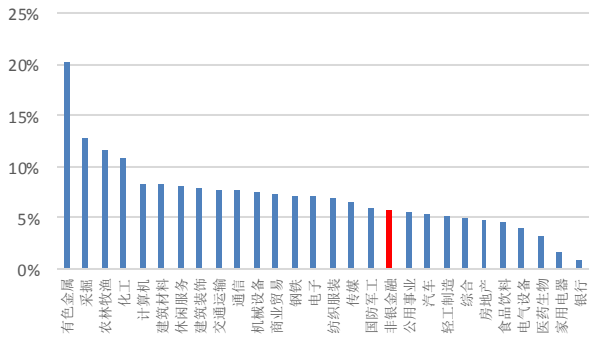
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



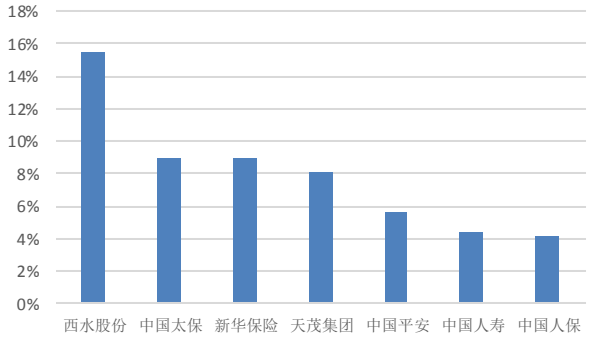
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



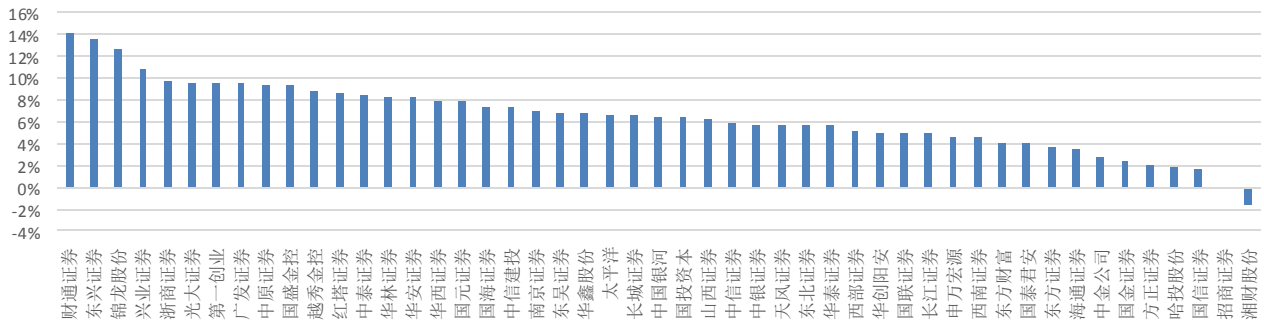
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

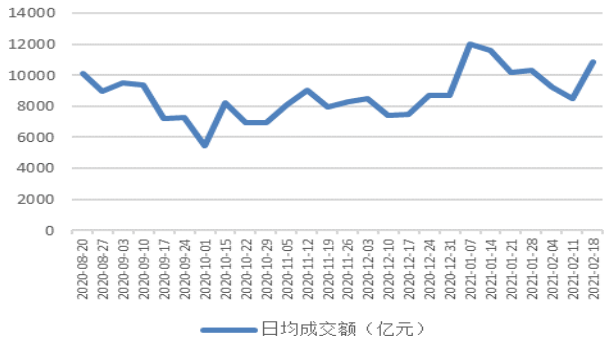
图5：上周证券个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

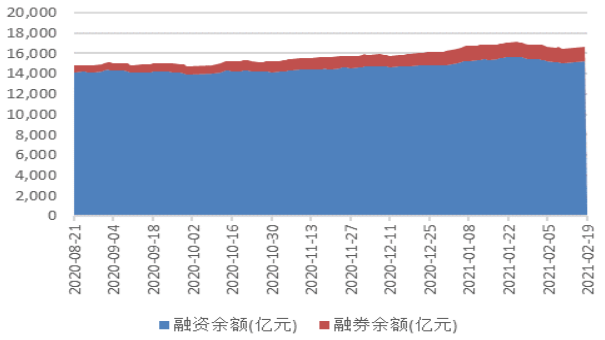
自 2020 年 2 月 8 日至 2020 年 2 月 19 日合计市场成交金融 46466.30 亿元，日均成交金额 9293.26 亿元，其中年前交易略显冷淡，年后两交易日成交均破万亿；北向资金合计净流入 233.99 亿元，其中非银板块净流出 6.60 亿元，中国平安、东方财富分别净卖出 0.83 亿元和 5.77 亿元。截至 2 月 18 日，两市两融余额 16648.01 亿元，其中融资余额 15217.35 亿元，融券余额 1430.67 亿元。

图6：市场交易量情况



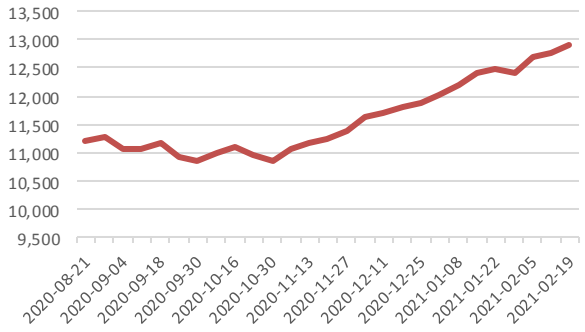
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



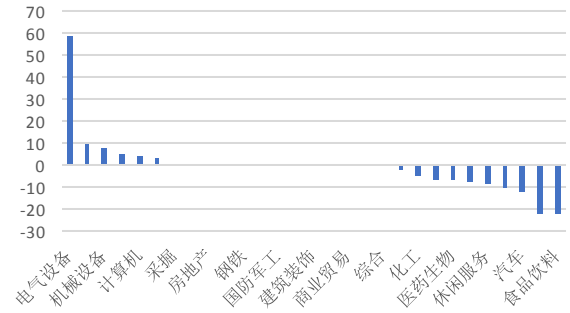
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



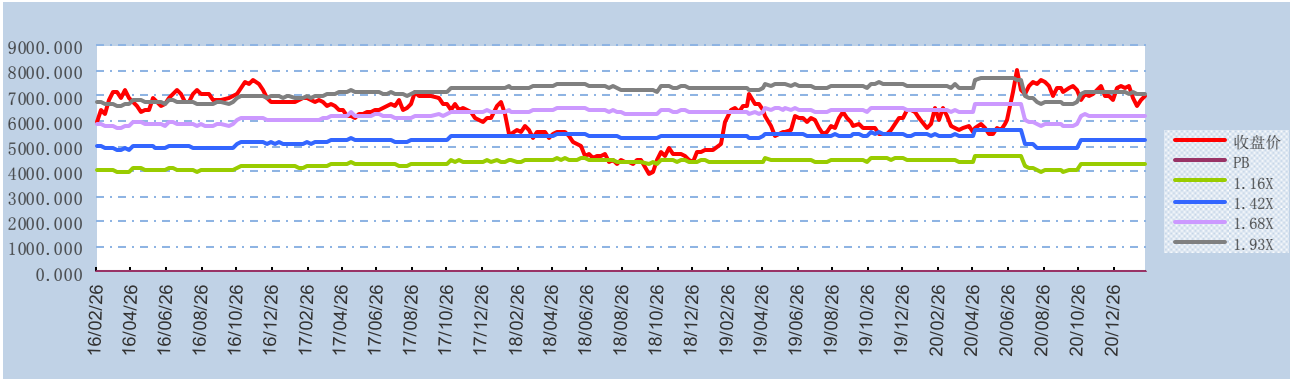
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



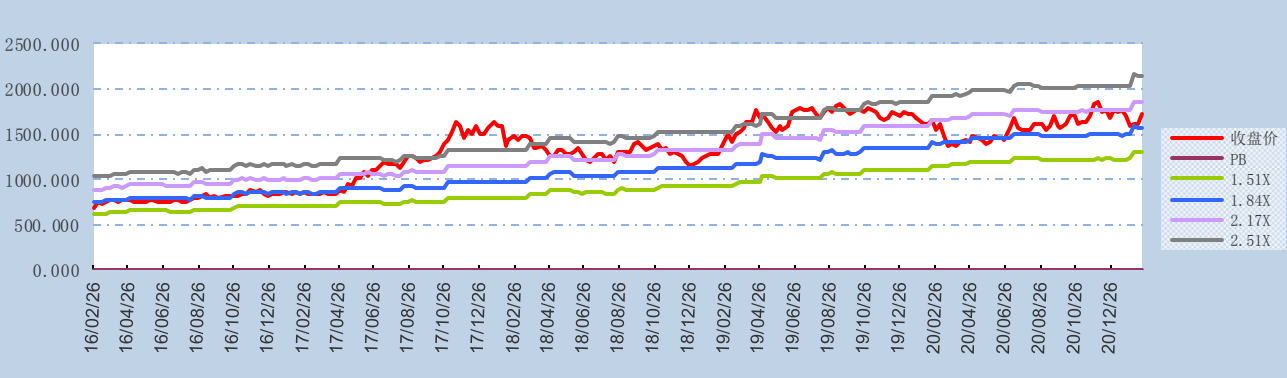
资料来源：wind，东兴证券研究所

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（2月8日-2月19日）

部门或事件	主要内容
深交所	2月10日，深交所发布《全球ETF行业发展年度报告（2020）》。报告显示，随着ETF市场建设的不断推进，2020年中国境内ETF市场快速发展，产品总规模突破万亿元，较上一年大幅增长57.68%，产品数量和规模均创近十年来新高，
证监会	2月19日，证监会将全面落实党中央国务院关于依法从严打击证券期货违法活动的决策部署，按照国务院金融委关于“建制度、不干预、零容忍”的工作方针，加强对证券审计市场的监管，切实维护市场秩序，保护投资者合法权益。
证监会	2月19日，证监会发布《公司债券监管部公开发行公司债券审核工作流程及申请企业情况》行政许可事项。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（2月8日-2月19日）

个股	摘要	主要内容
中金公司	证监会批复	2月8日公告称，公司股票期权做市业务资格已获核准。
国泰君安	持股比例下降	2月8日公告称，公司持有上海证券的股权比例下降为24.99%，上海证券不再为公司控股子公司，
中泰证券	新增借款占比	2月8日公告称，截至2021年末，公司借款余额为589.00亿元，累计新增借款为74.98亿元，占2020年末未经审计净资产比例为21.72%，超过20%。
哈投股份	减持股份	2月8日公告称，公司股东中国华融计划通过集中竞价交易方式减持不超过0.42亿股，不超过公司总股本的2%。
第一创业	补充质押	2月9日公告称，公司股东华熙昕宇于2021年2月8日补充质押公司股份450万股，占公司总股本比例为0.11%。
国信证券	限售股上市流通	2月9日公告称，公司申请非公开发行股份解除限售上市流通，申请解除限售股份

		数量为 6.27 亿股，占公司无限售条件股份 7.65%，占公司总股本的 6.52%，上市流通日期为 2021 年 2 月 18 日。
新力金融	减持股份	2 月 10 日公告称，公司股东华泰资管计划通过集中竞价方式减持公司股份不超过 513.36 万股，即不超过公司总股本的 1%。
中国人保	保费收入	2 月 18 日公告称，公司公布保费收入。2021 年 1 月 1 日至 2021 年 1 月 31 日，经由本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 53,112 百万元、人民币 35,818 百万元及人民币 9,055 百万元。
新华保险	保费收入	2 月 18 日公告称，公司公布保费收入。2021 年 1 月 1 日至 2021 年 1 月 31 日期间累计原保险保费收入为人民币 3,463,014 万元。
国信证券	减持股份	2 月 18 日公告称，2020 年 11 月 13 日- 2021 年 2 月 13 日，公司股东一汽投资减持股份 1,199.27 万股，减持比例为 0.12%。
财通证券	证监会批复	2 月 19 日公告称，证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 80 亿元次级公司债券的注册申请。
中金公司	证监会批复	2 月 19 日公告称，证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 300 亿元公司债券的注册申请。
中泰证券	证监会批复	2 月 19 日公告称，证监会同意公司向中泰国际增资 16 亿元。
中银国际	限售股上市流通	2 月 19 日公告称，公司限售股上市流通数量为 11.74 亿股，上市流通日期为 2021 年 2 月 26 日。
中国太平	保费收入	2 月 19 日公告称，公司于 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 1 月 31 日各子公司原保险保费收入为：太平人寿 368.65 亿元；太平产险 30.85 亿元；太平养老 10.96 亿元。

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