东兴证券 DONGXING SECURITIES

非银金融行业跟踪：节前交易气氛转淡，券商估值或持续承压

2021 年 02 月 07 日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

行业观点：

证券板块：

本周两市交易活跃度继续下降，五个交易日成交均未过万亿，日均成交额仅 9090 亿，两融余额也继续小幅回落。流动性紧张仍未有效缓解叠加临近春节，核心指标下降对具备较强 β 属性的证券板块表现压制较强，申万证券指数周跌幅已连续两周超过 5%。从个股表现看，连续三周涨少跌多，头部券商整体表现持续优于中小次新券商，从一个侧面反映出投资者对未来市场仍略偏谨慎。周末证监会发布申请首发上市企业股东信息披露指引，对于 IPO 短期造富乱象加强监管，对实质性股东信息进行穿透核查，加强信息披露并要求提交申请前 12 个月内入股的新股东锁定股份 36 个月。由于实施新老划断，新规仅对新 IPO 项目募资规模产生一定影响，募资周期亦或将略有延长。周末德勤安永两大律所关于审计合规问题爆出，虽不知程度几何，或间接增加投行项目审核强度，延长上市周期。

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的计提，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，总体上看信用风险仍相对可控。整体上看，节前若流动性无明显改善，证券板块短期投资价值则较为有限，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。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，首推兼具 β 和业绩确定性的行业龙头中信证券。

保险板块：

本周中国平安 2020 年业绩出炉，靴子落地后股价快速反弹。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会影响板块及个股估值。从负债端看，国内疫情有明显缓和的趋势，若春节前后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，考虑 20 年基数因素，即使春节假期影响代理人展业，对 2 月负债端增速也无须过度悲观。

我们认为，中长期行业负债端大概率仍将维持中低增速，板块 β 属性或持续增强。从板块角度看，当前上市险企股价对应 21 年 EVPS 在 0.55-0.93x 之间，中长期维度已具备很强的投资价值，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，资产端调整压力小的中国平安。

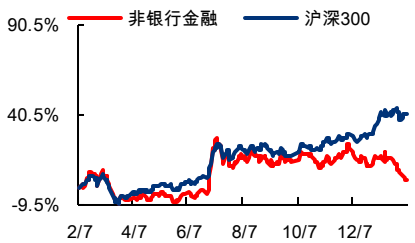
板块表现：

上周非银板块整体下跌 2.31%，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 4.71%、保险板块上涨 1.44%，均跑输沪深 300 指数（2.46%）。个股方面，券商涨跌幅前五分别为华创阳安（3.71%）、东方财富（0.48%）、中金公司（-0.84%）、国泰君安（-1.22%）、申万宏源（-1.28%），保险公司涨跌幅分别为中国太保（11.91%）、中国平安（0.81%）、新华保险（0.68%）、中国人保（-1.66%）、中国人寿（-6.50%）、天茂集团（-7.56%）、西水股份（-10.32%）。

上周 5 个交易日市场合计成交金额为 45450.63 亿元，日均成交金额 9090.13 亿元，环比下滑近千亿。北向资金合计净流入 253.26 亿元，其中非银板块净流出 6.07 亿元，中国太保获净买入 3.79 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

1.1 证券板块

本周两市交易活跃度继续下降，五个交易日成交均未过万亿，日均成交额仅 9090 亿，两融余额也继续小幅回落。流动性紧张仍未有效缓解叠加临近春节，核心指标下降对具备较强 β 属性的证券板块表现压制较强，申万证券指数周跌幅已连续两周超过 5%。从个股表现看，连续三周涨少跌多，头部券商整体表现持续优于中小次新券商，从一个侧面反映出投资者对未来市场仍略偏谨慎。周末证监会发布申请首发上市企业股东信息披露指引，对于 IPO 短期造富乱象加强监管，对实质性股东信息进行穿透核查，加强信息披露并要求提交申请前 12 个月内入股的新股东锁定股份 36 个月。由于实施新老划断，新规仅对新 IPO 项目募资规模产生一定影响，募资周期亦或将略有延长。周末德勤安永两大律所关于审计合规问题爆出，虽不知程度几何，或间接增加投行项目审核强度，延长上市周期。

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的计提，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，总体上看信用风险仍相对可控。整体上看，节前若流动性无明显改善，证券板块短期投资价值则较为有限，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。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，首推兼具 β 和业绩确定性的行业龙头中信证券。

1.2 保险板块

本周中国平安 2020 年业绩出炉，靴子落地后股价快速反弹。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会影响板块及个股估值。从负债端看，国内疫情有明显缓和的趋势，若春节前后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，考虑 20 年基数因素，即使春节假期影响代理人展业，对 2 月负债端增速也无须过度悲观。

我们认为，中长期行业负债端大概率仍将维持中低增速，板块 β 属性或持续增强。从板块角度看，当前上市险企股价对应 21 年 EVPS 在 0.55-0.93x 之间，中长期维度已具备很强的投资价值，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

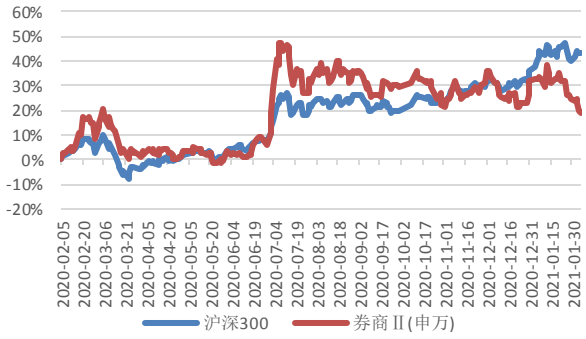
保险：中国平安、中国人寿

2. 板块表现

上周非银板块整体下跌 2.31%，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 4.71%、保险板块上涨 1.44%，均跑输沪深 300 指数（2.46%）。个股方面，券商涨跌幅前五分别为华创阳安（3.71%）、东方财富（0.48%）、中金公司（-0.84%）、国泰君安（-1.22%）、申万宏源（-1.28%），保险

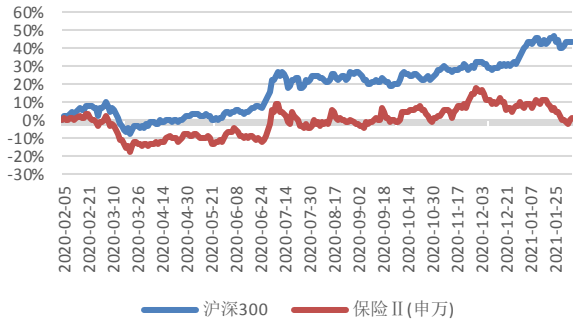
公司涨跌幅分别为中国太保（11.91%）、中国平安（0.81%）、新华保险（0.68%）、中国人保（-1.66%）、中国人寿（-6.50%）、天茂集团（-7.56%）、西水股份（-10.32%）。

图1：上周申万Ⅱ级证券板块走势图



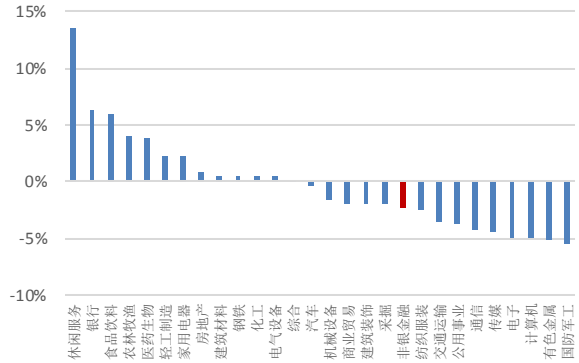
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：上周申万Ⅱ级保险板块走势图



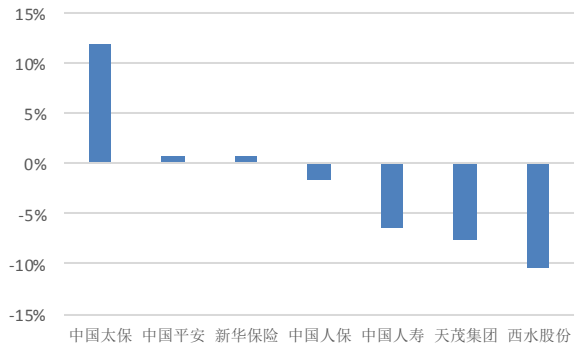
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：申万Ⅰ级行业涨跌幅情况



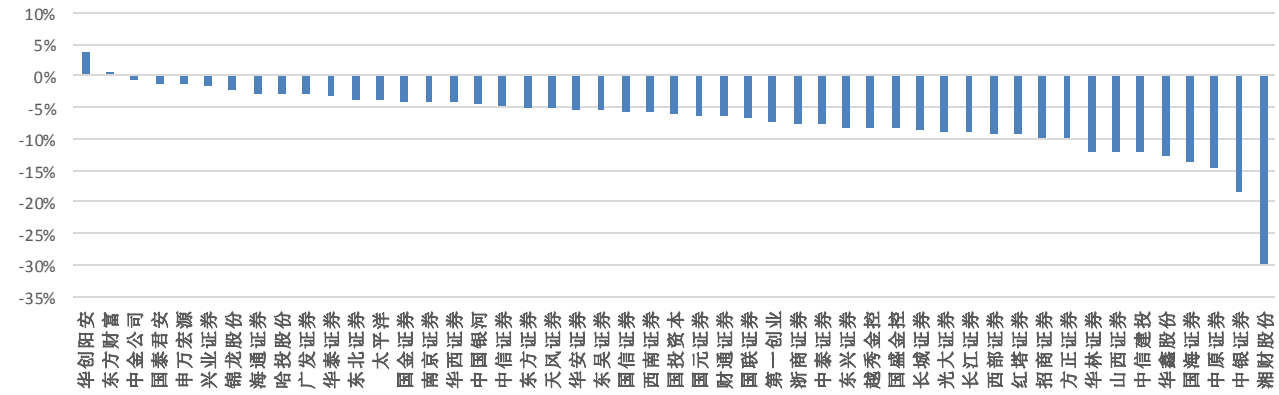
资料来源：Wind，东兴证券研究所

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

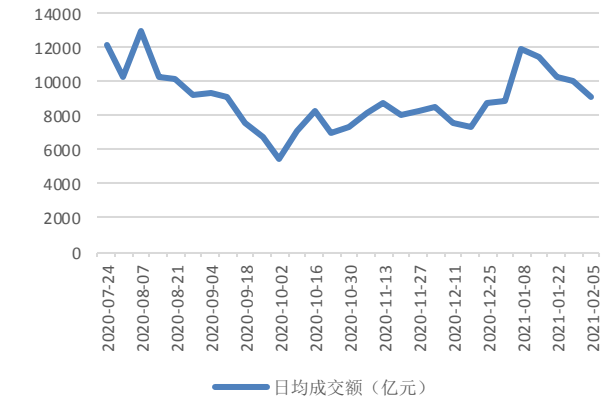
图5：上周证券个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

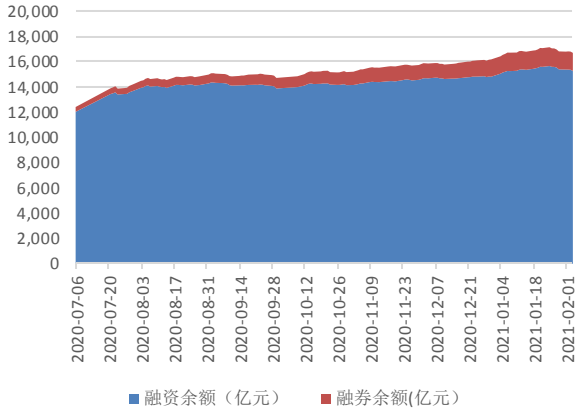
上周 5 个交易日市场合计成交金额为 45450.63 亿元，日均成交金额 9090.13 亿元，环比下滑近千亿。北向资金合计净流入 253.26 亿元，其中非银板块净流出 6.07 亿元，中国太保获净买入 3.79 亿元。

图6：市场交易量情况



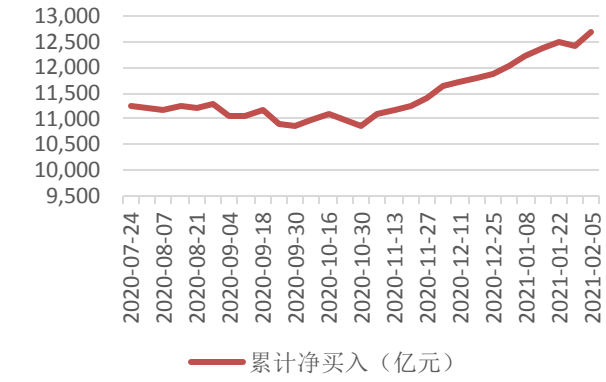
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



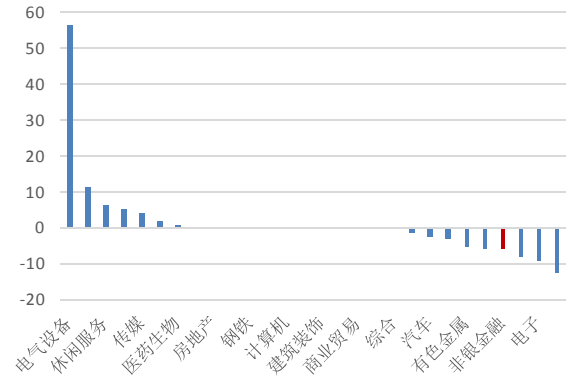
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



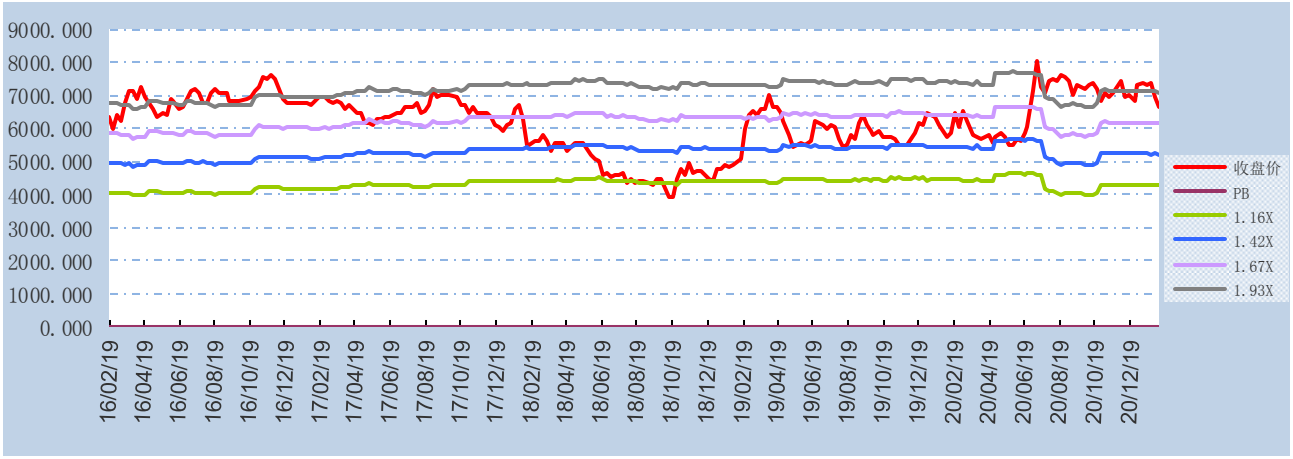
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：各板块上周陆股通资金流入/流出（亿元）



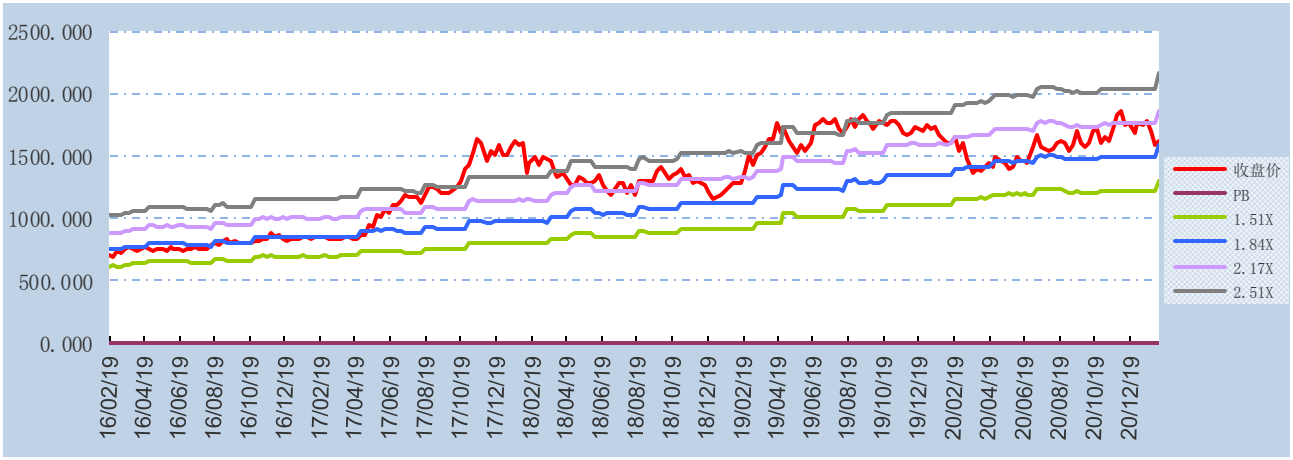
资料来源：wind，东兴证券研究所

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1日-2月7日）

部门或事件	主要内容
银保监会	2月1日，银保监会研究制定《关于建立完善银行保险机构绩效薪酬追索扣回机制的指导意见》，明确绩效薪酬追索扣回的适用情形、追索扣回比例、工作程序、责任部门、争议处理、内部监督及问责等内容。
深交所	2月1日，深交所强化规则与技术保障，积极构建基础设施公募REITs市场体系：一是将全力做好项目的审核、发售、上市、监管等工作；二是注重培育专业机构投资者，推动拓宽投资者群体，研究完善交易机制，努力提高二级市场流动性；三是继续探索并及时总结试点经验，推动完善税收、国资转让、投资等相关配套政策，降低实体经济融资成本，为REITs产品后续健康发展夯实基础。

证监会	2 月 2 日，证监会发布 2021 年工作重点，主要集中在遵循市场规律、改革开放、投资端稳健性、严监管、防范化解重大风险和科技监管等进一步完善资本市场监管工作，相比之下，2021 年证监会监管工作更加强调关注投资端建设、防风险任务更加具体，全面注册制落地箭在弦上，而坚持市场化是监管工作基础导向。
银保监会	2 月 3 日，银保监会“点名”金融租赁公司、企业集团财务公司、汽车金融公司、消费金融公司等四类非银机构，称其治理水平与高质量发展要求相比还存在差距，存在关联交易管理不到位等问题。
证监会	2 月 5 日，证监会重磅宣布批准深交所主板中小板合并。
银保监会	2 月 5 日，银保监会财险部向各财险公司、各再保险公司下发《关于落实总精算师制度有关事项的通知》。通知表示，目前行业已基本满足全面实施总精算师制度的条件，因此不再给予公司过渡期。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（2 月 1 日 -2 月 7 日）

个股	摘要	主要内容
湘财股份	限售股解禁	2 月 1 日公告称，公司 1.06 亿限售股将于 2021 年 2 月 8 日解禁。
华安证券	解除质押	2 月 1 日公告称，公司股东安徽出版集团解除质押 1.7 亿股，占公司总股本的 12.32%。
红塔证券	发布年度业绩快报	2 月 2 日公告称，公司发布 2020 年度业绩快报：2020 年公司实现营业收入人民币 103.55 亿元，同比增长 6.65%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 27.21 亿元，同比增长 20.95%。
中国平安	发布年度报告	2 月 3 日公告称，公司发布 2020 年度报告，2020 年集团内含价值为 13281.12 亿元，同比增长 10.6%；寿险和健康险业务新业务价值为 495.75 亿元，同比减少 34.7%；归母营运利润值为 1394.70 亿元，同比增长 4.9%；总投资收益率为 6.2%，净投资收益率为 5.1%；公司拟派发 2020 年末期股息每股现金 1.40 元；全年股息为每股现金 2.20 元，同比增长 7.3%。
华创阳安	股份回购	2 月 3 日公告称，公司通过集中竞价交易方式累计回购 0.20 亿股公司股份，占总股本比例 1.14%，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 2.25 亿元。
泛海控股	股份回购	2 月 4 日公告称，公司拟回购公司部分社会公众股，拟回购股份将用于公司员工持股计划或者股权激励。本次用于回购的资金总额不少于 3 亿元（含）且不超过 5 亿元（含），回购价格不超过 4.75 元/股（含）。
绿庭投资	股东减持	2 月 5 日公告称，公司股东绿庭科创提前终止减持计划，2020 年 11 月 30 日至 2020 年 12 月 9 日减持期间，公司以集中竞价交易方式累计减持 2,538,000 股，减持比例为 0.3569%。
中银证券	发布年度业绩快报	2 月 5 日，公司发布 2020 年度业绩快报：2020 年公司实现营业收入人民币 32.44 亿元，同比增长 11.6%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 8.83 亿元，同比增长 10.6%。
中银证券	计提减值	2 月 5 日公告称，公司 2020 年共计提各项资产减值准备合计 2.13 亿元，超过 2019 年度经审计净利润的 10%。
东方证券	发布年度业绩快报	2 月 5 日，公司发布 2020 年度业绩快报：2020 年公司实现营业收入人民币 231.31

		亿元，同比增长 21.41%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 27.23 亿元，同比增长 11.82%。
东方证券	计提减值	2 月 5 日公告称，公司 2020 年下半年计提各项资产减值准备合计 25.92 亿元，超过 2019 年度经审计净利润的 10%。

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