



非银金融行业：证券业正在 发生底层变革 保险将迎来 估值修复



核心观点：1) 券商行业底层正在发生变革，由交易佣金主导的经纪业务模式正在向代销转变，远超交易佣金费率的收益是主要驱动力。财富管理业务有望成为继 2006-2007 年的经纪业务、2014-2015 年的两融业务后，成为券商业绩增量的第三块业务。我们判断市场将会从初期大财富管理净利润贡献占比高的券商（东方 74%、广发 31%、兴业 37%）向真正具有优质产品和优秀投顾能够留存客户的券商扩散，同时估值体系将重塑，留存更多 AUM 的券商将享有估值溢价。当前板块估值 PB1.9 倍，距离估值中枢 PB2.61 倍有较大空间，仍然建议积极参与。2) 保险板块负债端短期较难出现改善，但代理人产能提升和银保渠道 NBVM 提高，反应了基本面亮点。在房地产投资悲观预期和长端利率下行预期得到修正的背景下，我们判断投资端将会带领板块估值修复。

核心标的：中金公司、东方证券、浙商证券、中国太保、新华保险等？

市场回顾：本周主要指数涨跌互现，上证综指报 3613.07 点，-0.02%；深证指数报 14357.85 点，-0.01%；沪深 300 指数报 4849.43，-0.13%；创业板报 3207.82，+0.46%；中证综合债（净价）指数报 99.52，+1bp。

沪深两市 A 股日均成交额 12525.01 亿元，环比-12.44%，两融余额 19055.88 亿元，较上周+0.72%。个股方面，券商：长城证券+3.85%，东方证券+2.74%，国信证券+1.84%；保险：中国太保-0.26%，新华保险-0.81%，中国人保-1.17%；多元金融：江苏租赁+3.76%，渤海租赁+3.30%，岩石股份+2.52%。

证券业观点：9 月初北交所成立，为“专精特新”中小企业直接融资服务，近两周公开发行业与上市审核、重大资产重组等各项制度陆续征求意见，形成契合专精特新中小企业发展规律和融资需求特点的制度安排；上周北交所发布投资者适当性门槛，较精选层门槛 150 万降至 50 万，交易流动性将进一步改善。北交所成立及各项制度陆续推进落地，券商迎来政策催化剂。

当前券商板块估值 PB1.90 倍，估值与业绩、资产质量仍不匹配，距离 PB2.61x 估值中枢尚有较大空间。财富管理收入与金融产品保有量、客户资产总规模挂钩，业绩增量无上限，高 ROA、稳定增长以及给公司带来多元化增量业绩的特性，有望推动板块估值提升。近年来券商大财富业务快速发展，上半年头部券商代销金融产品收入翻倍；居民财富加速通过机构入市，头部公募规模与净利润高速增长，券商参/控股头部公募基金对公司的利润贡献大幅增加，部分券商大财富业务利润贡献大幅提升。我们认为板块行情将从初期大财富利润贡献占比高的券商真正具有优质产品和高素质投顾、具备强大的留客能力的券商扩散，AUM 增速快、体量大的券商将享有估值溢价。建议关注受益于财富管理市场扩容的核心标的：1.产品与投顾优势明显，推进高端财富管理规模化发展的中金公司；2.受益于居民财富通过机构入市，资管收入占比高+参/控股公募基金贡献度高的东方证券、兴业证券、广发证券等；3.公司战略高度重视、产品端特色明显，有望实现弯道超车的浙商证券。

保险业观点：各险企公布 8 月保费增速情况，8 月单月各险企负债端依然承压，同比下滑明显，主要因为后疫情时代居民消费力不足、险企有效人力增长不及预期、重疾炒停等因素综合影响。我们判断负债端压力、增员压力仍然存在。资产端，房地产投资对险企的不利影响已充分反映，

“

能耗双控”政策下存在的滞涨风险使得未来货币政策进一步放松的可能性降低，长端利率下行预期有所修正，为险企投资端带来一定支撑。我们判断，险企负债端依然承压，但险企中报存在两大亮点：

第一，个险人均 FYP 增速快于人力下降幅度，改革初见成效；第二，银保渠道 NBVM 提升，得益于规模效应下固定费用摊薄以及趸交产品向期交产品转变。银行作为未来养老保险重要渠道，银保战略地位将有提升。当期时点保险板块估值较低，建议关注。当期时点保险板块估值较低，当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021EPEV 分别为 0.63x、0.51x、0.47x、0.42x，建议关注。

流动性观点：量方面，本周央行公开市场净投放 3000 亿元，其中逆

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27008

