

非银行金融行业跟踪：成交额、两融等市场指标持续改善，建议关注证券板块

2023年4月4日

看好/维持

非银行金融 行业报告

证券：本周市场日均成交额环比微增至1.01万亿，已连续两周保持在万亿之上；两融余额（3.30）续升至1.61万亿，且融资融券比继续上行。**3月PMI维持景气区间**等国内经济复苏信号和美欧加息预期下降等外部因素均有利于投资者信心恢复，成交额、两融等市场核心指标有望持续向好，进而对证券板块构成直接利好，建议重点关注。

周五证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，主要包括落实审慎监管原则，加强对券商股东穿透监管，引导行业回归本源，完善业务规则，加强合规风控等。从已披露2022年度业绩的券商年报中可以看到，面对市场剧烈波动，其中部分券商的净资本、风险覆盖率、流动性覆盖率等核心风控指标较2021年同期有所下降，虽然券商积极通过各种方式补充资本，但抵御风险能力仍有待加强。**风控能力和风控水平从一定程度上决定了券商业绩和估值的下限，所以此次监管条例的修订有望有效改善行业经营业态和风控合规管理，进而从中长期角度利好行业发展和估值修复。**

保险：伴随着国内经济的企稳向好，居民消费能力和消费意愿均有望逐步增强，保险需求有望逐步释放，疫情影响弱化令以代理人渠道为主的各渠道加速复苏。从上市险企2022年年报中可以看到，自Q3起负债端边际改善趋势已开始形成并得以延续，2022年的低基数有望缔造2023年的高增长。我们认为，受疫情、资产配置需求、产品竞争格局、政策等因素影响，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度持续提升；同时，伴随险企对于产品定位的高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。**我们预计，伴随人身险和财产险的协同发力，2023年险企负债端有望持续复苏，进而使板块估值修复成为中期主题。**

板块表现：3月27日至3月31日5个交易日非银板块整体下跌0.96%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业21/31；其中证券板块下跌0.82%，保险板块下跌1.18%，均跑输沪深300指数（0.59%）。个股方面，券商涨幅前五分别为华林证券（4.94%）、华泰证券（1.19%）、红塔证券（0.94%）、光大证券（0.40%）、广发证券（0.38%），保险公司涨跌幅分别为新华保险（2.52%）、天茂集团（1.20%）、中国平安（-1.30%）、中国太保（-1.41%）、中国人寿（-1.42%）、中国人保（-2.26%）。

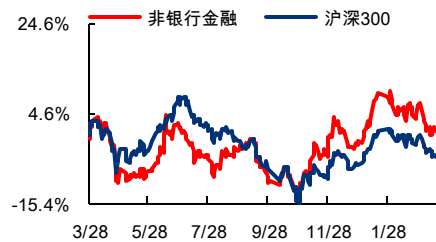
风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

未来3-6个月行业大事：

无

行业基本资料	占比%	
股票家数	87	1.83%
行业市值(亿元)	58739.94	6.34%
流通市值(亿元)	43981.78	6.17%
行业平均市盈率	17.5	/

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

执业证书编号：

分析师：高鑫

010-66554130

执业证书编号：

liujw_yjs@dxzq.net.cn

S1480519050001

gaoxin@dxzq.net.cn

S1480521070005

1. 行业观点

证券：

本周市场日均成交额环比微增至 1.01 万亿，已连续两周保持在万亿之上；两融余额（3.30）续升至 1.61 万亿，且融资融券比继续上行。3 月 PMI 维持景气区间等国内经济复苏信号和美欧加息预期下降等外部因素均有利于投资者信心恢复，成交额、两融等市场核心指标有望持续向好，进而对证券板块构成直接利好，建议重点关注。

周五证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，主要包括落实审慎监管原则，加强对券商股东穿透监管，引导行业回归本源，完善业务规则，加强合规风控等。从已披露 2022 年度业绩的券商年报中可以看到，面对市场剧烈波动，其中部分券商的净资产、风险覆盖率、流动性覆盖率等核心风控指标较 2021 年同期有所下降，虽然券商积极通过各种方式补充资本，但抵御风险能力仍有待加强。风控能力和风控水平从一定程度上决定了券商业绩和估值的下限，所以此次监管条例的修订有望有效改善行业经营业态和和风控合规管理，进而从中长期角度利好行业发展和估值修复。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。而全面注册制推动下的投行业务“井喷”将成为证券行业中长期最具确定性的增长机会。在当前时点看，2023 年资本市场大发展趋势已现，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具 beta 和较高业绩增长确定性的行业龙头中信证券。公司 2022 年归母净利润仅个位数下滑，大幅优于行业整体水平，在市场剧烈波动的情况下业绩仍能保持较强稳定性和确定性。同时，近年来公司业务结构持续优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性，且在补充资本后经营天花板进一步抬升，我们坚定看好公司发展前景。公司当前估值仅 1.27xPB，仍处于低估区间，建议重点关注。

保险：

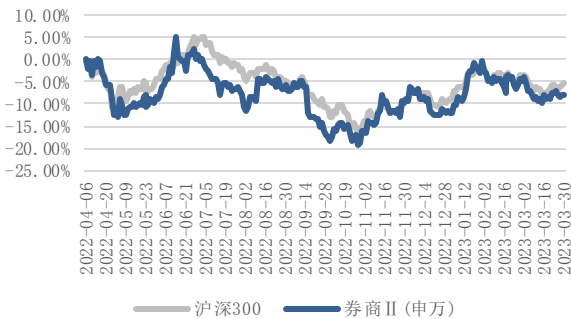
伴随着国内经济的企稳向好，居民消费能力和消费意愿均有望逐步增强，保险需求有望逐步释放，疫情影响弱化令以代理人渠道为主的各渠道加速复苏。从上市险企 2022 年年报中可以看到，自 Q3 起负债端边际改善趋势已开始形成并得以延续，2022 年的低基数有望缔造 2023 年的高增长。我们认为，受疫情、资产配置需求、产品竞争格局、政策等因素影响，居民对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度持续提升；同时，伴随险企对于产品定位的高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。我们预计，伴随人身险和财产险的协同发力，2023 年险企负债端有望持续复苏，进而使板块估值修复成为中期主题。

时至年报和一季报的业绩密集披露期，考虑到市场风险偏好仍偏弱，险企在市值管理和分红方面的积极表现有望提振市场对板块的信心，延续行业估值修复。根据中国平安和中国太保年报，预计 2022 年股息率将分别达到 5.3%和 4.4%，均为近十年最高水平，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手。但受制于 ROE/ROEV 中枢下行并保持在近年低位，保险标的投资周期拉长是大概率事件。同时，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022-2023 年政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素，需要持续重点关注。

2. 板块表现

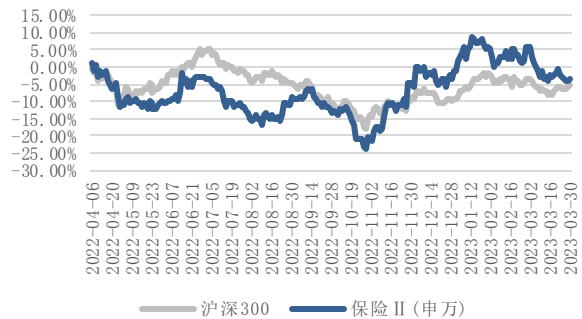
3 月 27 日至 3 月 31 日 5 个交易日非银板块整体下跌 0.96%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 21/31；其中证券板块下跌 0.82%，保险板块下跌 1.18%，均跑输沪深 300 指数（0.59%）。个股方面，券商涨幅前五分别为华林证券（4.94%）、华泰证券（1.19%）、红塔证券（0.94%）、光大证券（0.40%）、广发证券（0.38%），保险公司涨跌幅分别为新华保险（2.52%）、天茂集团（1.20%）、中国平安（-1.30%）、中国太保（-1.41%）、中国人寿（-1.42%）、中国人保（-2.26%）。

图1：申万 II 级证券板块走势图



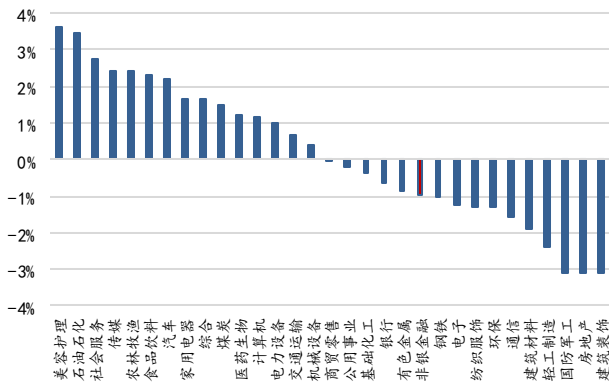
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万 II 级保险板块走势图



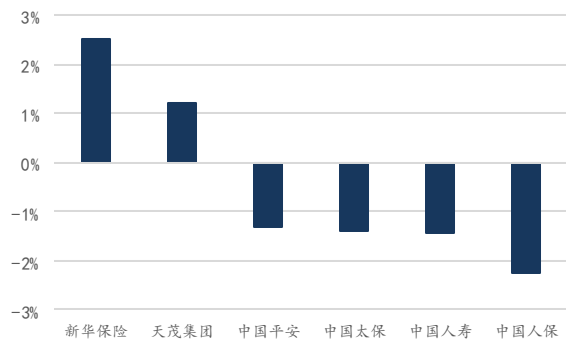
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



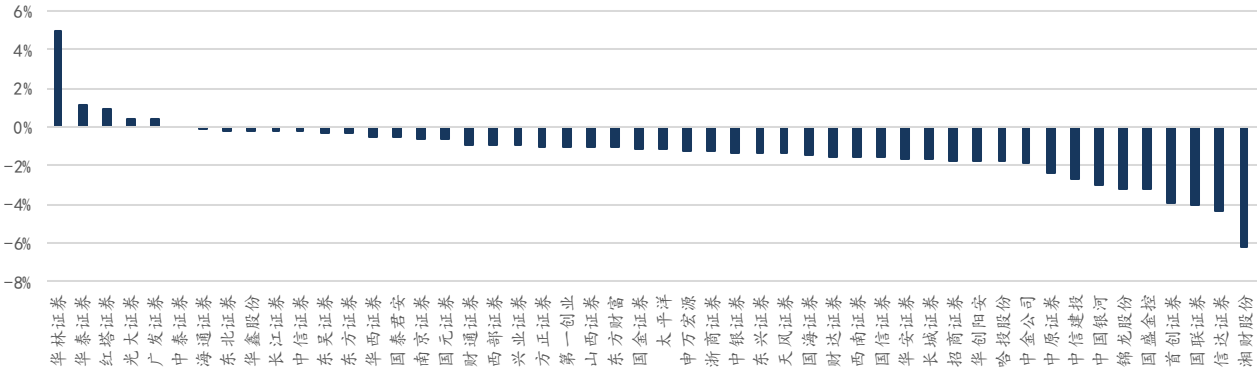
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

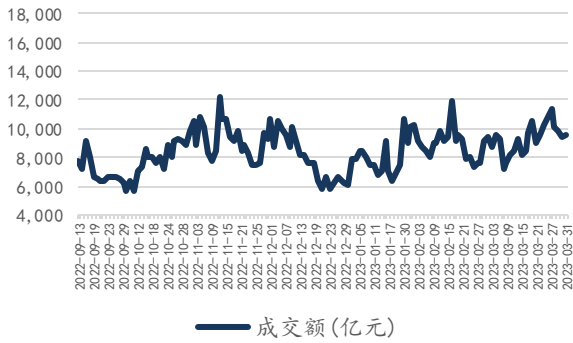
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

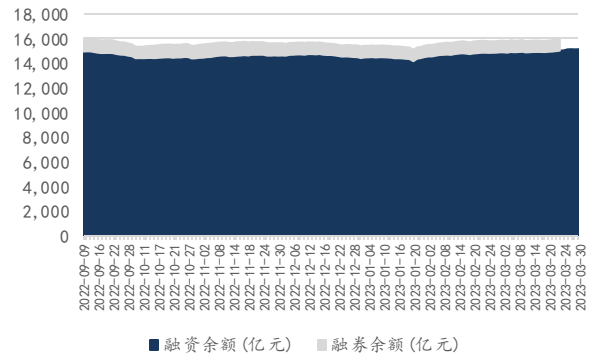
3月27日至3月31日5个交易日合计成交金额50266.16亿元，日均成交金额10053.23亿元，北向资金合计净流入104.64亿元。截至3月30日，沪深两市两融余额16,102.77亿元，其中融资余额15,165.84亿元，融券余额935.82亿元。

图6：市场交易量情况



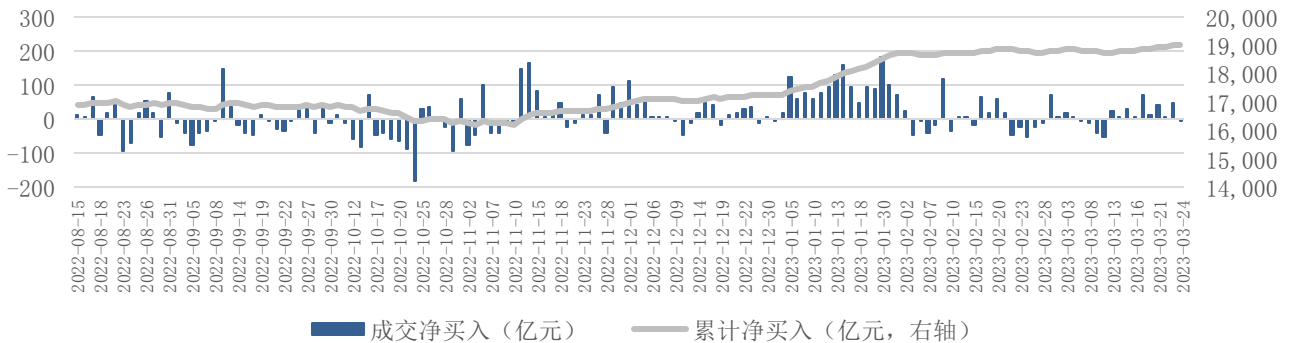
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



资料来源：iFinD，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27日 - 4月2日）

部门或事件	主要内容
中国证监会	3月31日，证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见。《条例（修订草案征求意见稿）》主要内容有六方面。一是落实新《证券法》要求，取消、调整部分行政许可事项，落实审慎监管原则、提升风险防控主动性，对照《证券法》提高处罚力度。二是加强对证券公司股东、实际控制人穿透监管的要求，增强监管力度，规范公司治理。三是引导行业回归本源、集约经营，走高质量发展之路，培育“合规、诚信、专业、稳健”行业文化，建立长效合理激励约束机制。四是补充业务规则，新增证券承销与保荐、做市交易、场外业务三节，针对性完善相关业务规范，促进服务实体经济功能有效发挥。五是强化合规风控，完善内外部约束机制，突出合规风控全覆盖，强化全面风险管理；补充恢复与处置计划、子公司和分支机构管理、利益冲突防控、关联交易管理、异常交易监控、廉洁从业、人员管理等重点制度要求，系统规定信息技术制度。六是优化监管方式，提升监管效能。明确差异化监管原则，完善法律责任设置、提升违法违规成本。
国务院	国务院召开政策例行吹风会，主题为“优化完善部分阶段性税费优惠政策有关情况”。财政部副部长朱忠明表示，3月24日，国务院常务会议决定，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策。政策的安排具有以下特点：一是坚持稳字当头，保证税费政策的连续性和稳定性，支持保市场主体、保居民就业。二是着力加力提效，深入实施科教兴国战略和创新驱动发展战略，加大科技创新支持力度，助力我国科技自立自强。三是做到固本强基，统筹国内国际两个市场、两种资源，支持煤炭安全稳定供应，保障国家能源安全。支持降低物流成本，建设高效顺畅的物流体系。

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（3月27日 - 4月2日）

个股	摘要	主要内容
华鑫股份	转让子公司股权	公司发布关于转让上海金陵投资有限公司100%股权暨关联交易进展公告。2022年12月13日，公司收到华鑫置业（集团）有限公司支付的30%的转让款58,644,399.14元；2022年12月27日，公司收到华鑫置业（集团）有限公司支付的21%的股权受让款41,051,079.40元，合计占总股权转让款的51%，2022年12月28日，上海金陵投资有限公司完成了章程变更，公司不再对其具有控制权，不再纳入公司的合并报表范围。2023年3月27日，公司收到华鑫置业（集团）有限公司支付的49%的股权受让款（尾款）95,785,851.92元。本次股权转让增加公司净利润1.1亿元左右。
浙商证券	业绩快报	公司发布2022年度业绩快报公告。2022年，公司实现营业收入168.14亿元，同比增长2.41%，实现归母净利润16.54亿元，同比下降24.66%。
国元证券	年报	公司发布2022年度报告。2022年，公司实现营业收入53.41亿元，同比下降12.58%，实现归母净利润17.33亿元，同比下降9.24%。
华铁应急	对外提供担保	公司发布对外担保进展公告。公司分别于2022年12月14日、2022年12月30日召开第四届董事会第三十五次会议和2022年第八次临时股东大会，审议通过了《关于子公司投资并办理融资租赁及对其提供担保的议案》，同意公司为子公司浙江大黄蜂办理融资租赁业务新增提供总计不超过人民币12亿元的担保额度。2023年2月，公司为浙江大黄蜂提供合计42642.98万元的连带担保。
中原证券	非公开发行	公司发布收到上海证券交易所针对公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函。内容包括针对融资规模、类金融业务中小贷公司开展情况、减值计提、经营合规等方面问题。
华泰证券	对外提供担保	公司发布关于间接全资子公司根据中期票据计划进行发行并由全资子公司提供担保的公告。公司境外全资子公司华泰国际的附属公司华泰国际财务于2020年10月27日设立本金总额最高为30亿美元（或等值其他货币）的境外中期票据计划，此中票计划由华泰国际提供担保。2023年3月27日，华泰国际财务在上述中票计划下发行一笔中期票据，发行金额为3,000万美元，约为人民币2.09亿元。

个股	摘要	主要内容
锦龙股份	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 2.47 亿元，同比下降 75.41%；实现归母净利润-3.92 亿元，上年同期为-1.31 亿元。
国联证券	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 26.23 亿元，同比下降 11.59%；实现归母净利润 7.67 亿元，同比下降 13.66%。
中国太平	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现总保费收入 2650 亿港元，同比增长 0.9%；实现股东应占溢利 27.97 亿港元，同比下降 62.8%。截至年末，集团总内含价值 2657.23 亿元，同比下降 7.1%；年内，太平寿险新业务价值为 74.58 亿港元，同比下降 18.1%；拟派发股息为每股 0.26 港元。
仁东控股	重大资产购买重组	公司发布关于重大资产购买重组事项的实施进展公告。以现金 140,000 万元的价格购买其持有的广东合利 90%股权。2016 年 10 月 13 日公司给交易对手方张军红支付了第一期股权转让款人民币 10,000 万元，截至本公告披露日，公司尚未向张军红支付 2021 年 3 月 20 日前、2021 年 6 月 20 日前及 2021 年 10 月 20 日前合计应付的交易款本金 9,641.33 万元，除尚余 9,641.33 万元交易尾款未完成支付外，本次交易购买的广东合利 90%的股权已于 2016 年 10 月 31 日完成过户等工商变更登记手续，并于 2016 年纳入公司合并报表范围。
国泰君安	年报	公司港股发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营业收入 490.87 亿港元，同比下降 12.98%；实现归母净利润 115.07 亿港元，同比下降 23.35%。
中原证券	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 18.81 亿元，同比下降 57.45%；归母净利润 1.06 亿元，同比下降 79.23%。
中国人寿	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 8260.55 亿元，同比下降 3.8%；归母净利润 320.82 亿元，同比下降 36.8%。截至年末，公司内含价值为 12305.19 亿元，同比增长 2.3%；年内，寿险新业务价值为 360.04 亿元，同比下降 19.6%；每股拟派发现金红利人民币 0.49 元。
华铁应急	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 32.78 亿元，同比增长 25.75%；归母净利润 6.41 亿元，同比增长 28.74%。
中信证券	年报	公司港股发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 859.41 亿港元，同比下降 11.70%；实现归母净利润 213.17 亿港元，同比下降 7.72%。
华泰证券	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 320.32 亿港元，同比下降 15.50%；实现归母净利润 110.53 亿港元，同比下降 17.18%。
海通证券	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 259.48 亿港元，同比下降 39.94%；实现归母净利润 65.45 亿港元，同比下降 48.97%。
东方证券	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 187.29 亿港元，同比下降 23.15%；实现归母净利润 30.11 亿港元，同比下降 43.95%。
光大证券	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 107.80 亿港元，同比下降 35.48%；实现归母净利润 31.89 亿港元，同比下降 8.47%。
新华保险	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 2143.19 亿港元，同比下降 3.6%；归母净利润 98.22 亿港元，同比下降 34.3%。截至年末，公司内含价值为 2555.82 亿港元，同比下降 1.3%；年内，寿险新业务价值为 24.23 亿港元，同比下降 59.48%；每股拟派发现金红利人民币 1.08 元。
爱建集团	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 15.78 亿港元，同比下降 17.49%；实现归母净利润 4.82 亿港元，同比下降 58.17%。
瑞达期货	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 21.06 亿港元，同比下降 1.04%；实现归母净利润 2.94 亿港元，同比下降 41.74%。

个股	摘要	主要内容
湘财股份	股权激励	公司发布 2021 年股票期权激励计划首次授予股票期权第一个行权期限限制行权期间调整的提示性公告。本次股票期权已于 2022 年 9 月 15 日进入第一个行权期，行权有效期为 2022 年 9 月 15 日至 2023 年 9 月 14 日，本次限制行权期由 2023 年 3 月 8 日至 2023 年 4 月 6 日调整为 2023 年 3 月 8 日至 2023 年 4 月 14 日，在此期间全部激励对象将限制行权。
国联证券	非公开发行	公司发布向特定对象发行证券募集说明书（申报稿）（2022 年度数据更新版），公司本次向特定对象发行 A 股不超过 6 亿股（含），拟募集资金总额（含发行费用）不超过 70 亿元（含），扣除发行费用后将全部用于进一步扩大包括融资融券在内的信用交易业务规模；扩大固定收益类、权益类、股权衍生品等交易业务；偿还债务。
中油资本	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 324.31 亿元，同比增长 4.74%；实现归母净利润 49.18 亿元，同比下降 11.39%。
越秀资本	年报	公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 141.71 亿元，同比增长 6.44%；实现归母净利润 25.12 亿元，同比增长 1.27%。

资料来源：公司公告，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。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：险企负债端边际改善，建议继续重点关注	2023-03-20
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：权益市场波动加剧，重点关注低估值高价值标的	2023-03-13
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：沪深港互联互通机制日臻完善，资本市场望迎增量资金	2023-03-06
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策红利持续释放，流动性成为板块表现“胜负手”	2023-02-27
行业普通报告	证券行业：多措并举，开源引流——中证金融公司市场化转融资业务试点上线点评	2023-02-22
行业普通报告	证券行业：全面注册制极速落地有望成为行业价值回归的直接催化剂	2023-02-20
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：全面注册制落地提速，资本市场改革进入新阶段	2023-02-20
行业普通报告	证券行业：券商公募基金销售规模逆势提升，财富管理主线有望更为明确——2022Q4公募基金保有规模数据点评	2023-02-16
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：券商公募基金销售数据回暖，财富管理主线机会显现——20230212	2023-02-13
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：全面注册制落地提速，资本市场改革进入新阶段	2023-02-06

资料来源：东兴证券研究所

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，七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。

高鑫

经济学硕士，2019年加入东兴证券。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526