

非银金融行业跟踪周报 20230417-20230423

一季报披露在即，业绩与估值共振发令可期 增持（维持）

2023年04月23日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

投资要点

- 下周，2023年一季报披露在即，非银板块业绩与估值共振发令可期。受益于权益市场回暖，市场赚钱效应提升，叠加同期投资收益基数极低，我们预计券商在一季度的营收将同比+127%，归母净利润同比+89%；保险板块受益于新保险合同会计准则和新金融工具准则的同步实施，叠加追溯同期业绩，净利润同比增速逾30%。
- 近期银保监会窗口指导，要求寿险公司新开发产品定价利率从3.5%降到3.0%。主要思想是市场有效，监管有为，主体调节在先，控制节奏，实现软着陆。我们理解有两层含义：1) 已报备旧产品在剩余额度内仍可以销售，新产品预计停止备案，对上市险企预计影响程度太保>平安>国寿>新华；2) 预计对2Q23的销售会有一定促进，但会提前消耗3Q23客户需求。降低负债的监管思路一脉相承，在长端利率趋势性下行背景下，通过调整预定利率降低刚性负债成本是大势所趋。短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及10年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降，虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。
- 宏观经济拐点确认，金融板块估值修复演绎从“弱预期”转向“强现实”。随着经济社会活动正常化、前期稳增长政策效果逐步显现，2023年一季度中国GDP同比增速加快至4.5%，好于市场预期。金融板块作为经济顺周期直接受益品种，迎来估值催化。3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，增速较1—2月回升7.1个百分点，创2021年7月以来新高。我们预计后续消费复苏将沿着必选向可选传导，线下场景的持续修复将助力传统寿险线下代理人活动和零售银行需求回暖，2Q23寿险NBV和银行息差有望迎来拐点。
- 投资建议：一季报披露在即，业绩与估值共振发令可期。建议积极把握宏观经济修复预期和AI+金融两条主赛道。在宏观经济修复这个方向上，推荐【中国太保】、【中国平安】、【东方财富】和【中信证券】，建议关注【招商银行】和【宁波银行】。在AI+金融这个方向上，我们最看好应用和数据环节，具备较大金融交易数据基础，较好应用场景入口的公司未来可能受益最为明显，推荐【东方财富】、【同花顺】，建议关注【指南针】、【财富趋势】。
- 风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。

流动性及行业高频数据监测：

高频数据监测	本周	上周环比	2022 同期比
中国内地日均股基成交额（亿元）	12,380	-1.48%	-1.94%
中国香港日均股票成交额（亿港元）	860	-5.25%	-10.86%
两融余额（亿元）	16,488	0.82%	1.42%
基金申购赎回比	0.96	1.04	1.11
开户平均变化率	6.91%	5.46%	14.08%

数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所

注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额2022同期比为2023年初至今日均相较2022年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022年同期比分别为上周与2022年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

行业走势



相关研究

《寿险定价利率调整：回顾、分析与展望》

2023-04-21

《守得云开见月明——上市保险公司2022年年报综述》

2023-04-19

内容目录

1. 一周数据回顾	4
1.1. 市场数据	4
1.2. 行业数据	4
2. 重点事件点评	7
2.1. 东方财富 2023 一季报点评：整体业绩符合预期，看好公司长期成长性	7
2.2. 监管窗口指导下调寿险定价利率	8
3. 公司公告及新闻	9
3.1. 北交所公布第一季度券商执业质量评价结果	9
3.2. 证监会规范证券期货市场主机交易托管活动	10
3.3. 证监会、发改委发布企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排	10
3.4. 上市公司公告	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 市场主要指数涨跌幅	4
图 2: 2021/01~2023/03 月度股基日均成交额 (亿元)	5
图 3: 2021/03~2023/04 日均股基成交额 (亿元)	5
图 4: 2019.01.02~2023.04.21 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元)	5
图 5: 2021.01.04~2023.04.21 基金申购赎回情况	6
图 6: 2021.01.04~2023.04.21 预估新开户变化趋势	6
图 7: 2021.01.08~2023.04.21 证监会核发家数与募集金额	7

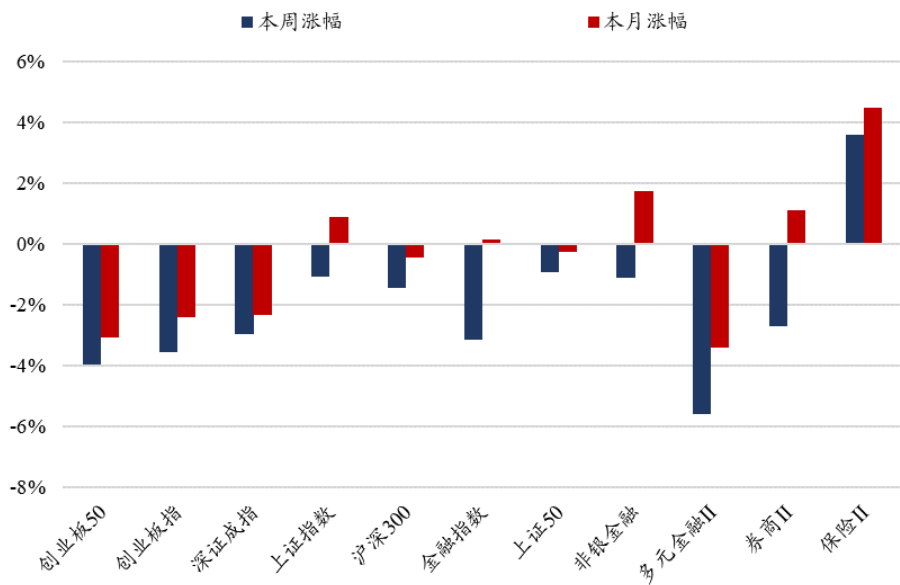
1. 一周数据回顾

1.1. 市场数据

截至 2023 年 04 月 21 日，本周（04.17-04.21）上证指数下跌 1.11%，金融指数下跌 3.15%。非银金融板块下跌 1.14%，其中券商板块下跌 2.73%，保险板块上涨 3.59%。

沪深 300 指数期货基差：截至 2023 年 04 月 21 日收盘，IF2204.CFE 贴水 0 点；IF2205.CFE 贴水 0 点；IF2206.CFE 贴水 0 点；IF2209.CFE 贴水 0 点。

图 1：市场主要指数涨跌幅

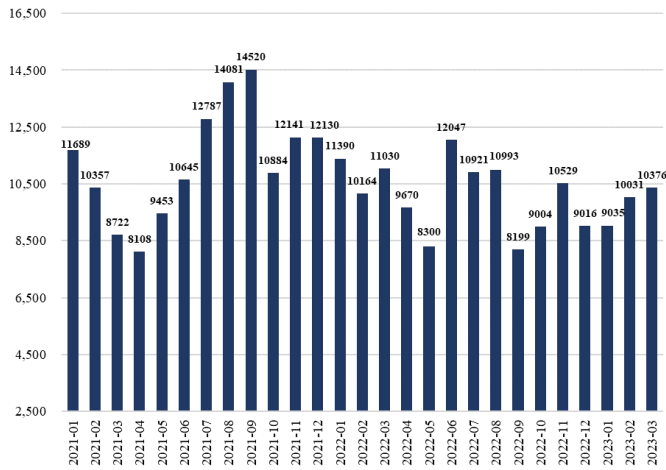


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 行业数据

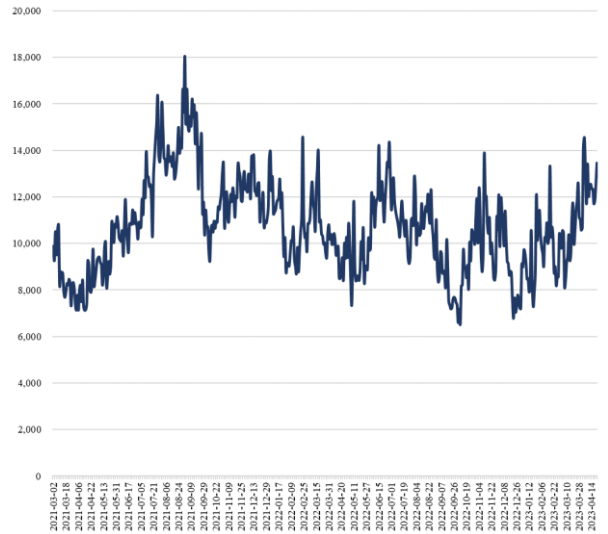
截至 2023 年 04 月 21 日，本周股基日均成交额 12380.36 亿元，环比-1.48%。年初至今股基日均成交额 10439.92 亿元，较去年同期同比-1.94%。2023 年 03 月中国内地股基日均同比-5.93%。

图 2：2021/01~2023/03 月度股基日均成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：数据为中国内地股基日均成交额

图 3：2021/03~2023/04 日均股基成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 04 月 21 日，沪深两市前一交易日两融余额/融资余额/融券余额分别为 16488/15487/1001 亿元，较月初分别 +2.62%/+2.36%/+6.83%，较年初分别 +6.71%/+6.84%/+4.67%，同比分别+1.42%/+0.58%/+16.36%。

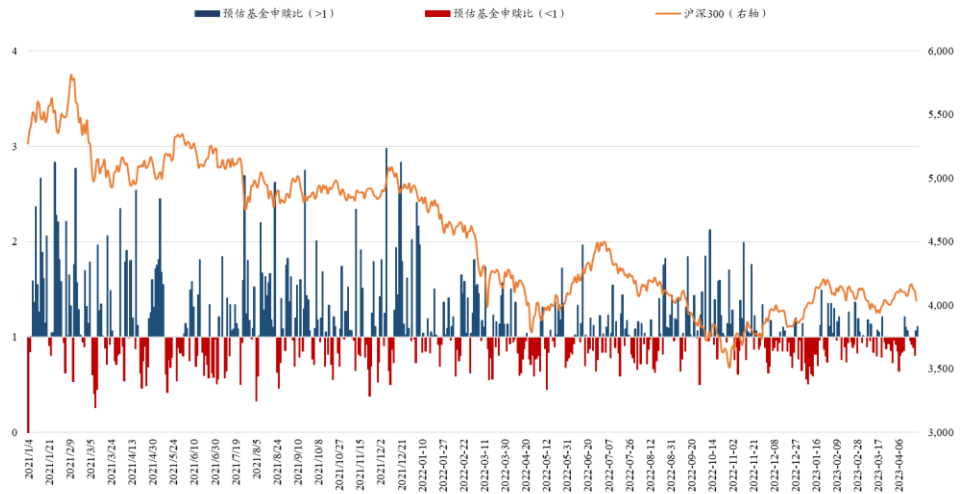
图 4：2019.01.02~2023.04.21 沪深两市前一交易日两融余额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2023 年 04 月 21 日，近三月（2023 年 1 月~2023 年 4 月）预估基金平均申赎比为 0.98，预估基金申赎比的波动幅度达 24.48%，市场情绪相对稳定。截至 2023 年 04 月 21 日，本周（04.17-04.21）基金申购赎比为 0.96，上周为 1.04；年初至今平均申购赎比为 0.95，2022 年同期为 1.11。

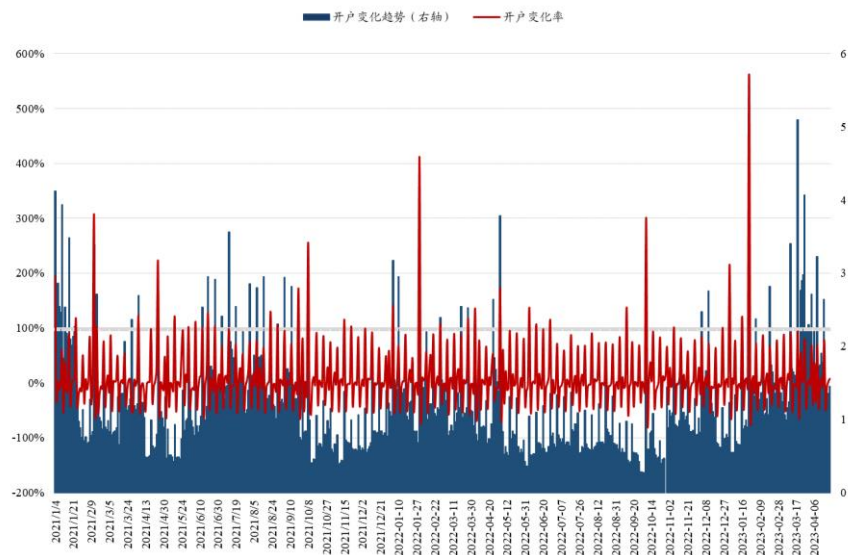
图 5: 2021.01.04~2023.04.21 基金申购赎回情况



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

截至 2023 年 04 月 21 日, 近三月 (2023 年 1 月~2023 年 4 月) 预估证券开户平均变化率为 15.43%, 预估证券开户变化率的波动率达 83.84%, 市场情绪不稳定。截至 2023 年 04 月 21 日, 本周 (04.17-04.21) 平均开户变化率为 6.91%, 上周为 5.46%; 年初至今平均开户变化率为 15.98%, 2022 年同期为 14.08%。

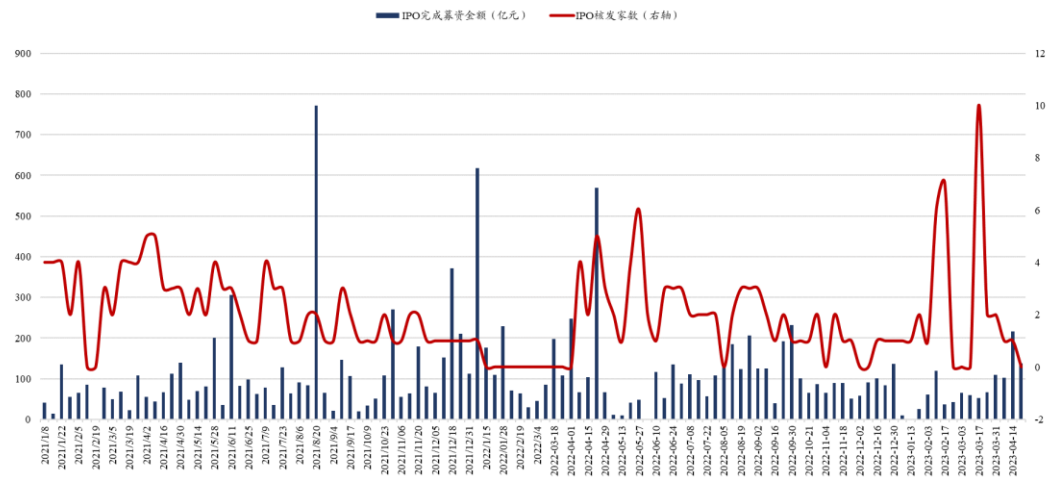
图 6: 2021.01.04~2023.04.21 预估新开户变化趋势



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

本周（04.17-04.21）主板 IPO 核发家数 0 家；IPO/再融资/债券承销规模环比-36%/-80%/-26%至 138/32/2270 亿元；IPO/再融资/债承家数分别为 11/5/856 家。年初至今 IPO/再融资/债券承销规模 1109 亿元/2363 亿元/27012 亿元，同比-59%/48%/25%；IPO/再融资/债承家数分别为 98/110/8929 家。

图 7：2021.01.08~2023.04.21 证监会核发家数与募集金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 重点事件点评

2.1. 东方财富 2023 一季报点评：整体业绩符合预期，看好公司长期成长性

事件：东方财富发布 2023 年一季报。公司 2023Q1 实现营收 28.10 亿元，同比减少 12.09%；实现归母净利润 20.29 亿元，同比减少 6.54%；归母净资产 671.88 亿元，较年初+3.11%。业绩整体符合预期。

点评：收入端整体符合预期，业绩受制于市场出现下滑：1) 证券经纪业务收入减少。截至 2023Q1 末，全市场日均股基成交额同比-9%至 9895 亿元，市场交投情绪仍待提振。我们预计当前市场交易结构中机构占比较高，散户交投意愿仍较低迷，而公司客户结构中散户居多，导致公司手续费及佣金净收入（主要由证券经纪业务净收入构成）同比-13%至 11.79 亿元，降幅高于市场成交额。2) 基金业务相对承压。2023Q1，基金前端申购修复趋势尚未显现，全市场新发基金份额同比-9%至 2507 亿份。同时，基金后端保有量仍呈现下滑趋势，截至 2023 年 2 月全市场非货币/权益基金保有量同比-3%/-7%至 16/8 万亿元。受此影响，公司 2023Q1 营业收入（主要由基金业务收入构成）同比-13%至 10.78 亿元。3) 两融市占率持续提升，利息净收入小幅下滑。截至 2023Q1 末，全市场两融余额同比-4%至 16067 亿元，东方财富融出资金则实现逆势增长，同比+0.3%

至 398 亿元，带动公司两融市占率同比提升 0.11pct 至 2.48%。公司利息净收入同比下滑 9%至 5.52 亿元，预计主要系公司利息支出增长所致。4) **自营业务延续稳健表现**。2023Q1，在宏观经济徐缓复苏背景下，市场行情逐渐回暖，公司投资收益率上行，叠加公司自营业务规模扩张（23Q1 交易性金融资产较上年末+9.6%至 694 亿元），导致公司自营业务收入同比+160%至 4.92 亿元。

成本端有所提升，平台优势不断巩固：1) **管理费用持续攀升**。2023Q1，公司管理费用同比+18%至 5.97 亿元，管理费用率达到 17.2%，同比增长 1.3pct，预计系公司员工薪酬水平提升。2) **研发投入不断加码**。2023Q1，公司研发费用同比+8%至 2.46 亿元，预计主要由公司持续加码数据基础设施及能力建设、强化 AI 能力发展、夯实科技实力所致。

风险提示：1) 宏观经济复苏不及预期；2) 市场交投活跃度下滑。

2.2. 监管窗口指导下调寿险定价利率

事件：为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部 2023 年 3 月末组织保险行业协会以及 23 家人身险公司召开座谈会。本次公司调研重点内容包括：负债成本情况、负债与资产匹配情况、对公司负债成本合理性的判断、降低责任准备金评估利率对公司和行业的影响以及对降低负债成本、提高负债质量的意见和建议。相关调研内容体现了监管对股债成本合理性的关注，鼓励各类机构主动降成提质。此前监管层定期召开相关座谈会，本次三地临时召开座谈会预计是积极响应新一届高层对“大兴调查研究之风”的导向。

近期，据业内人士介绍，银保监会寿险部正陆续召集多家公司总精算师开会，要求机构应当主动调整新产品的定价利率，尤其是传统寿险产品，明确若定价利率在 3.5%的将不予报备。至于应当下降至何种水平，监管部门暂未“一刀切”。整体来看，传统险不超过 3.5%、分红险不超过 2.5%、万能险不超过 2%，但也将根据保险公司实际情况分类监管，比如投资水平较高的或可放宽至 3.25%。

点评：我们认为寿险定价利率调整对行业影响“短空长多”，我们从短期、中期和长期三个维度分析。

从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。近年来，疫情持续影响下，传统个险队伍增员难、留存难、展业难的困境交织放大，增额终身寿险成为不少寿险公司 2023 年“开门红”主打产品。3 月 24 号座谈会结束后，部分中小寿险公司和代理人纷纷“蹭热点”，通过各类宣传“炒停”，例如“3.5%复利的绝唱”、“即将下架”、“最后的机会”等字眼，虽然短期对上半年新单有着明显贡献，但也给保险消费者留下专业度不高的负面印象。

中期来看，预定利率跟随评估利率下行，寿险公司利差损隐忧逐步缓解，业务结构上，分红险占比提升，传统险业务占比下降。虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力，值得注意的是，在资管新规和市场利率中枢下行的共振影响下，寿险产品本身保本属性有望进一步强化。

长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。座谈会召开体现监管防范利差损风险信号，叠加此前监管规范增额终身寿险竞争乱象、财政部发行 230 亿元 50 年期国债等措施，未来行业淡化开门红，聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。2022 年末，监管层点名提出，随着增额终身寿险产品市场关注不断攀升，个别公司激进经营，行业恶性竞争现象有所抬头。监管明确各公司应当于 2022 年 12 月 5 日前，向监管报送增额终身寿险产品专项风险排查报告，重点涵盖：1) 增额比例超过产品定价利率；2) 利润测试的投资收益假设超过公司近 5 年平均投资收益率水平；3) 产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用等。

风险提示：1) 预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加；2) 宏观经济复苏低于预期；3) 寿险业转型持续低于预期。

3. 公司公告及新闻

3.1. 北交所公布第一季度券商执业质量评价结果

北京证券交易所、全国中小企业股份转让系统公司日前发布了 2023 年第一季度证券公司执业质量评价结果。结果显示，开源证券在此次评价中拔得头筹，申万宏源、中信证券、国金证券和华泰证券位列 2 至 5 名，东吴证券、中泰证券、东莞证券、国信证券以及财通证券合计得分排名前十。

从得分来看，开源证券在北交所发行并购，新三板推荐挂牌、持续督导、发行并购，研究等多项业务获得行业最高分。安信证券在新三板做市业务方面全行业表现领先。华泰证券在北交所、新三板经纪业务方面拿到全行业最高分。

作为首批参与北交所股票做市交易的券商之一，国金证券今年一季度北交所做市业务得分排名行业首位。根据北交所统计，国金证券目前展业的做市标的数量为 22 只，在所有做市商排名第一。根据此前发布的 2022 年度证券公司执业质量评价结果，国金证券去年被评为二档证券公司。

此外，在本期评价中，共 24 家券商合规质量扣分，其中中国融证券被扣 12 分，为行业最高扣分，扣分均来自该机构在新三板持续督导业务上的表现。其余扣分较多券商，包括华金证券、光大证券、开源证券等，该三家机构均被扣 8 分。

3.2. 证监会规范证券期货市场主机交易托管活动

4月21日，证监会就新起草的《证券期货市场主机交易托管管理规定（征求意见稿）》（下称《规定》）向社会公开征求意见。《规定》将主机交易托管相关主体分为证券期货交易所和证券期货经营机构两部分，明确证券期货交易所实施专区管理，统一专区交易时延，并对证券期货经营机构租用主机交易托管资源的一般要求作出规定。

《规定》共五章二十八条，对证券期货行业主机交易托管服务和相关租用活动提出了要求，主要包括总则、证券期货交易所要求、证券期货经营机构要求、监督管理、附则等方面内容。

根据《规定》，证券期货交易所实施专区管理，统一专区交易时延，建设运维要求不得低于《证券期货业信息系统托管基本要求》中三级系统的受托方要求；需从资源保障、资源分配、服务申请、服务协议、收费要求、服务退出与资源再分配等方面保障其提供有关服务的公平合理；需建立健全监控指标及应急处置机制，加强风险防控。

《规定》明确了证券期货经营机构租用主机交易托管资源的要求，并对证券期货经营机构租用主机交易托管资源的一般要求作出规定，从能力评估、治理架构、尽职调查等方面确保证券期货经营机构能保障客户设施的安全运行，此外还明确了证券期货经营机构对证券期货交易所的报告要求。

《规定》强调了证券期货交易所的监管报告义务。证监会及其派出机构结合法定职责，对证券期货交易所及证券期货经营机构实施现场检查和非现场检查，并规定相应罚则。

《规定》还明确了参照适用、关联机构要求和过渡期安排等事项。

3.3. 证监会、发改委发布企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排

4月21日，《中国证监会国家发展改革委关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排的公告》（下称《公告》）发布，宣告划转过渡期开始。过渡期结束前，证监会将及时向市场公告企业债券管理的整体工作安排。根据安排，过渡期内企业债券受理审核、发行承销、登记托管等安排保持不变。不过，过渡期内企业债券发行注册、监管执法、风险防控等工作将进行有序衔接。

根据《公告》，有四个方面保持不变。1) 受理和审核机构不变。证监会指定中央国债登记结算有限责任公司（下称中央结算公司）负责受理，中央结算公司、中国银行间市场交易商协会（下称交易商协会）负责审核工作。对于已受理未注册的企业债券申请，继续由中央结算公司、交易商协会推进相关工作。2) 公开发行企业债券的发行条件、信息披露及申报文件格式内容、报送方式等事项，按照现有企业债券相关规定执行。3) 企业债券仍在中央结算公司簿记建档、招标发行，并执行现有企业债券相关规定和要求。

对于国家发改委已完成注册且在有效期内的企业债券注册通知书，可按程序继续发行。
4) 企业债券仍在中央结算公司、中国证券登记结算有限责任公司登记托管，在银行间债券市场、交易所债券市场挂牌交易。

根据《公告》过渡期内企业债券发行注册、监管执法、风险防控等工作将进行有序衔接。注册方面，证监会将履行企业债券发行注册职责。中央结算公司、交易商协会已受理未注册的企业债券申请，报证监会履行发行注册程序。监管方面，证监会及其派出机构、证券交易所、登记结算机构、中国证券业协会等依法履行对企业债券的监管和风险控制职责，参照公司债券做好企业债券日常监管、稽查执法和风险控制相关工作。

3.4. 上市公司公告

- 1、中国人保：**公司发布 2022 年度报告。报告期内，公司实现税前利润 411.40 亿元，同比增长 15.6%，净利润 344.28 亿元，同比增长 13.4%，归母净利润 244.77 亿元，同比增长 14.0%。人保财险综合成本率 97.6%，同比下降 2.0%。
- 2、兴业证券：**公司收到证监会《关于核准兴业证券股份有限公司股票期权做市业务资格的批复》，根据批复，公司股票期权做市业务资格已获核准。
- 3、国信证券：**公司股东一汽投资计划在公司发布本公告之日起 3 个交易日后的 6 个月内，以集中竞价或大宗交易方式，合计减持公司股份不超过 2.57 亿股（不超过公司当前总股本的 2.67%）。
- 4、国泰君安：**公司董事会于近日收到公司副总裁龚德雄先生的书面辞职报告，龚德雄先生因工作调动原因，申请辞去公司副总裁职务。
- 5、江苏金租：**公司 2022 年度实现归母净利润 24.1 亿元，同比增长 16.36%；实现营业收入 43.5 亿元，同比增长 10.29%。
- 6、新华保险：**公司已完成法定代表人变更登记手续，并取得北京市延庆区市场监督管理局换发的《营业执照》，公司法定代表人已变更为李全先生。

4. 风险提示

- 1) 宏观经济不及预期；
- 2) 政策趋紧抑制行业创新；
- 3) 市场竞争加剧风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

