

非银行金融行业跟踪：“中特估”行情中，建议继续关注高股息低估值的保险板块

2023年5月8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上升200亿至1.12万亿，继续保持在近期高位；两融余额（5.4）持平于1.62万亿。当前交易量、两融余额和融资融券比仍处高位，成为券商业绩和估值的较强支撑；全面注册制落地带来的投行业务增量&国内经济复苏和政策支持下的资本市场环境改善，叠加美欧等主要央行加息接近尾声，均对证券板块基本面构成直接利好。在此大趋势下，2023全年券商业绩两位数增长可以期待，估值也有望呈现稳步上升的态势。

保险：“后疫情时期”的保险负债端修复已延续近两个季度，居民生活有序恢复和代理人展业常态化有助于保险产品的供给和需求双升，有望达到一个更高的“稳态”，而近期银行存款利率下行或将推动储蓄型保险产品形成新的销售“小高峰”。从中期角度看，受资产配置需求、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有望持续提升；同时，保险产品定位趋于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，保险需求有望加快释放，人身险和财产险将协同发力，当前的基本面改善有望延续2023全年，进而使板块估值修复成为中期主题。

此外，险企在分红方面的积极表现有望提振市场对板块的信心，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手，且在当前“中特估”行情之下，尚处在近年较低估值水平的保险板块估值修复逻辑更为顺畅。但考虑到负债端结构继续向储蓄型产品倾斜，NBVM长期保持在较低水平，保险股的估值天花板或将有所下降；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。

板块表现：5月4日至5日2个交易日非银板块整体上涨3.29%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业3/31；其中证券板块上涨2.80%，保险板块上涨4.05%，均跑赢沪深300指数（-0.30%）。个股方面，券商涨幅前五分别为中国银河（14.56%）、海通证券（8.20%）、长江证券（7.94%）、申万宏源（6.42%）、光大证券（4.62%），保险公司涨跌幅分别为中国太保（7.02%）、新华保险（6.20%）、中国人保（5.14%）、中国平安（3.92%）、天茂集团（3.78%）、中国人寿（-0.13%）。

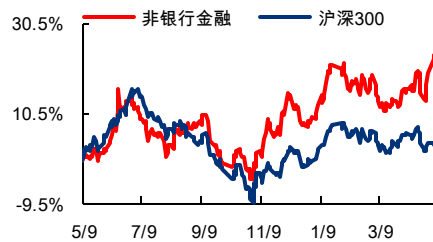
风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

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)	65143.68	6.96%
流通市值(亿元)	48513.91	6.74%
行业平均市盈率	17.32	/

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：

liujw_yjs@dxzq.net.cn

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554130

执业证书编号：

gaoxin@dxzq.net.cn

S1480521070005

1. 行业观点

证券：

本周市场日均成交额环比上升 200 亿至 1.12 万亿，继续保持在近期高位；两融余额（5.4）持平于 1.62 万亿。当前交易量、两融余额和融资融券比仍处高位，成为券商业绩和估值的较强支撑；全面注册制落地带来的投行业务增量&国内经济复苏和政策支持下的资本市场环境改善，叠加美欧等主要央行加息接近尾声，均对证券板块基本面构成直接利好。在此大趋势下，2023 全年券商业绩两位数增长可以期待，估值也有望呈现稳步上升的态势。

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 全年和 2023Q1 归母净利润同比变动较小，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 1.33xPB，仍处于低估区间，建议重点关注。

保险：

“后疫情时期”的保险负债端修复已延续近两个季度，居民生活有序恢复和代理人展业常态化有助于保险产品的供给和需求双升，有望达到一个更高的“稳态”，而近期银行存款利率下行或将推动储蓄型保险产品形成新的销售“小高峰”。从中期角度看，受资产配置需求、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有望持续提升；同时，保险产品定位趋于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，保险需求有望加快释放，人身险和财产险将协同发力，当前的基本面改善有望延续 2023 全年，进而使板块估值修复成为中期主题。

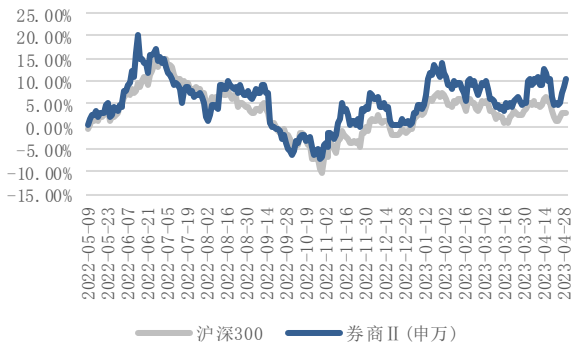
此外，险企在分红方面的积极表现有望提振市场对板块的信心，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手，且在当前“中特估”行情之下，尚处在近年较低估值水平的保险板块估值修复逻辑更为顺畅。但考虑到负债端结构继续向储蓄型产品倾斜，NBVM 长期保持在较低水平，保险股的估值天花板或将有所下降；同时，

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

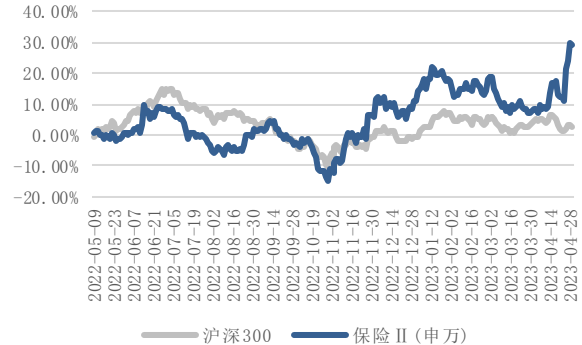
5 月 4 日至 5 日 2 个交易日非银板块整体上涨 3.29%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 3/31；其中证券板块上涨 2.80%，保险板块上涨 4.05%，均跑赢沪深 300 指数 (-0.30%)。个股方面，券商涨幅前五分别为中国银河 (14.56%)、海通证券 (8.20%)、长江证券 (7.94%)、申万宏源 (6.42%)、光大证券 (4.62%)，保险公司涨跌幅分别为中国太保 (7.02%)、新华保险 (6.20%)、中国人保 (5.14%)、中国平安 (3.92%)、天茂集团 (3.78%)、中国人寿 (-0.13%)。

图1：申万 II 级证券板块走势图



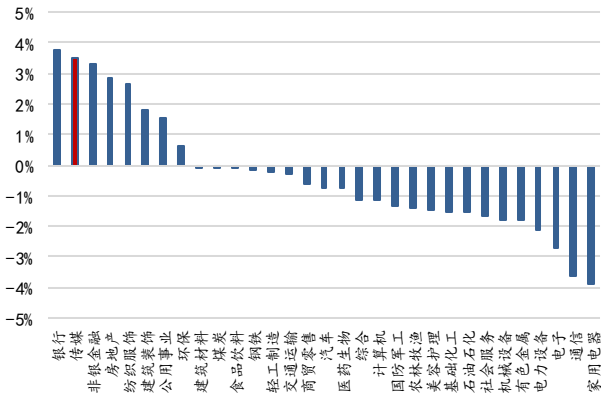
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万 II 级保险板块走势图



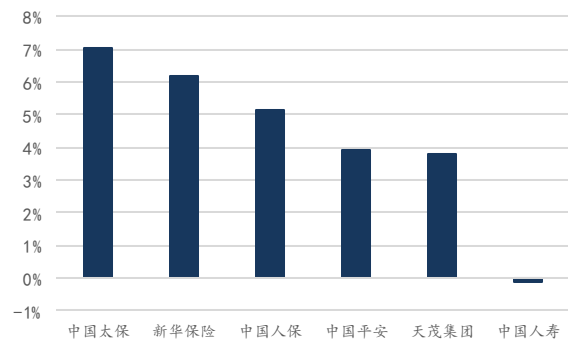
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



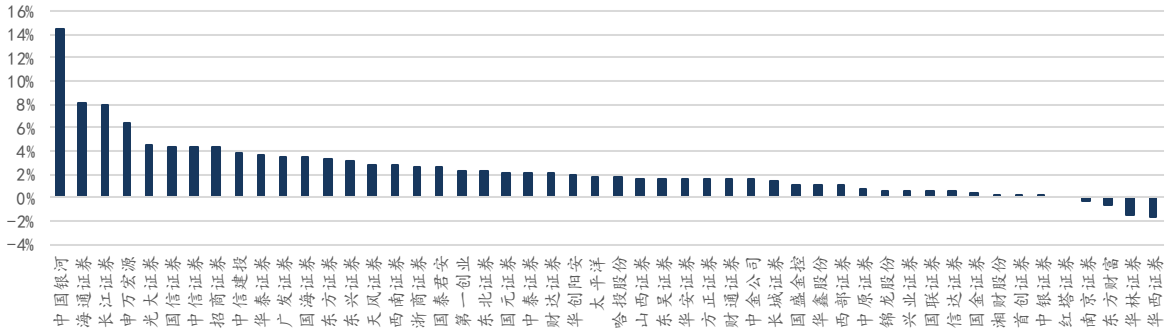
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

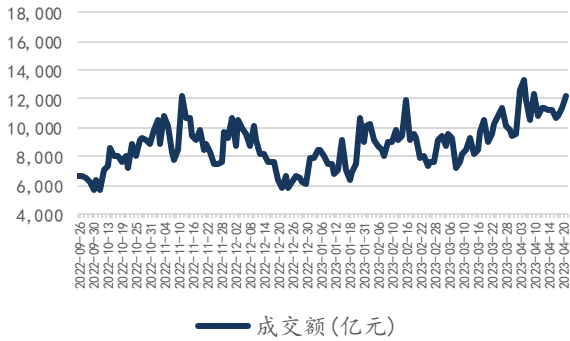
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

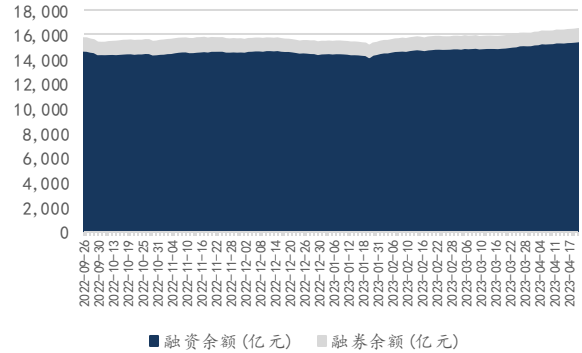
5月4日至5日2个交易日合计成交金额22472.60亿元，日均成交金额11236.30亿元，北向资金合计净流出9.06亿元。截至5月4日，沪深两市两融余额16,175.37亿元，其中融资余额15,243.71亿元，融券余额930.08亿元。

图6：市场交易量情况



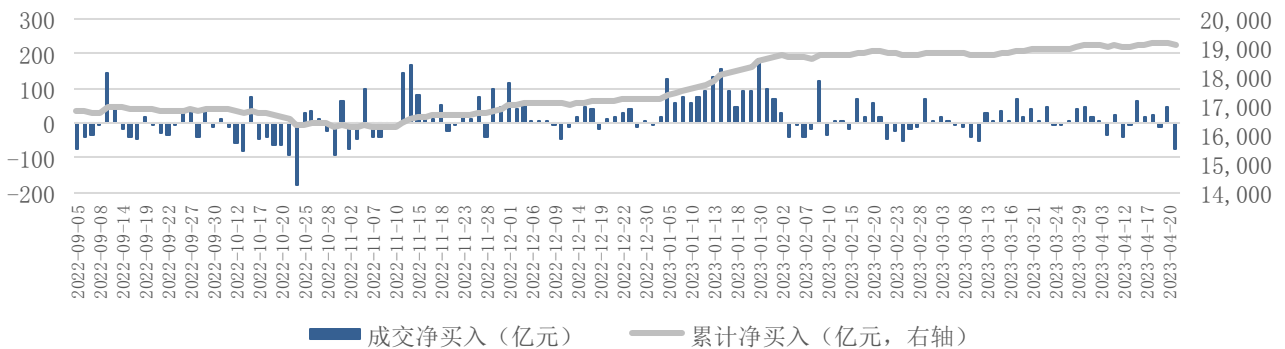
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

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（5月4日-5月7日）

部门或事件	主要内容
中国银保监会	银保监会5月4日公布的数据显示，2022年我国保险业原保险保费收入4.7万亿元，同比增长4.6%。我国保险业偿付能力指标维持在合理区间，风险总体可控。原保险保费收入是保险公司履行保险合同中所规定的义务向投保人收取的费用，主要是与再保险保费收入进行区分。

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（5月4日-5月7日）

个股	摘要	主要内容
东北证券	股东减持	公司发布持股5%以上股东减持计划实施期限届满暨实施情况的公告。2022年12月30日，公司收到股东吉林信托出具的《关于东北证券股份减持计划告知函》，获悉吉林信托计划在2023年2月1日至4月30日期间以集中竞价方式减持公司股份不超过23,400,000股。2023年4月30日，吉林信托上述减持计划时间区间届满，公司收到吉林信托出具的《关于东北证券股份减持计划实施期限届满暨实施情况的告知函》。在2023年2月1日至4月30日的减持计划时间区间内，吉林信托未减持公司股份。
华泰证券	对外提供担保	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5月2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5,100万港币，约为人民币4499万元。
国联证券	收购中融基金	公司发布关于收购中融基金75.5%股权完成工商变更登记的公告。公司与中融国际信托有限公司和上海融晟投资有限公司签署相关协议，收购其所持有的中融基金75.5%股权。2023年5月5日，中融基金收到深圳市市场监督管理局出具的《变更（备案）通知书》，中融基金变更股东信息已获核准。变更后，公司持有中融基金股权的比例为75.5%，中融基金成为公司的控股子公司。
湘财证券	股票期权注销	公司发布关于部分股票期权注销完成的公告。对因离职失去激励资格的9名激励对象所持有的255万份股票期权予以注销；因公司未满足业绩考核指标，对首次授予及预留授予第二个行权期的333名激励对象已获授的当期合计3,364.8万份股票期权予以注销，经中登公司审核确认，上述3619.8万份股票期权已注销完毕。
华创阳安	股份回购	公司发布关于回购股份进展公告。截至2023年3月31日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份41,241,103股，占公司总股本的比例为1.82%，最高成交价为8.87元/股，最低成交价为7.11元/股，累计支付的资金总额为304,541,942.12元（不含佣金、过户费等交易费用）。2023年4月，公司未实施股份回购。
华创阳安	限售股解禁	公司发布关于非公开发行限售股上市流通公告，2022年11月向12名特定对象非公开发行人民币普通股（A股）521,866,994股。本次非公开发行股份锁定期为6个月，将于2023年5月11日上市流通。本次限售股上市流通后，公司非公开发行限售股将全部解禁。
华安证券	股东减持	公司发布股东集中竞价减持股份结果公告。为满足自身发展资金需求，公司股东安徽交控资本拟通过集中竞价方式减持公司股份不超过14,038,706股，减持期间自减持计划公告发布之日起十五个交易日后的六个月内。截至本公告披露之日，安徽交控资本通过集中竞价方式累计减持公司股份14,038,609股，距本次减持计划拟减持股份数量上限已不足100股，本次减持计划实施完毕。

个股	摘要	主要内容
天风证券	权益变动	公司发布公司收购报告书摘要。本次权益变动前，宏泰集团直接持有上市公司 1,199,447,290 股，占上市公司总股本的 13.84%，与其一致行动人武汉商贸集团合计持有上市公司 1,960,436,232 股股份，占上市公司总股本的 22.62%，为上市公司控股股东。按照本次发行股票数量上限计算，本次发行完成后，公司总股本达 10,163,884,804 股。宏泰集团直接持有上市公司 2,697,574,630 股股份，占上市公司总股本的 26.54%，与其一致行动人武汉商贸集团合计持有上市公司 3,458,563,572 股股份，占上市公司总股本的 34.03%，仍为上市公司控股股东，上市公司控制权未发生变化。
经纬纺机	出售中融基金	公司子公司中融信托与国联证券签署产权交易相关合同，向其转让所持中融基金 51% 股权，并已获得证监会核准。截至目前，上述股权转让事项已交割，并完成工商变更登记备案程序。中融信托不再持有中融基金的股权。
中金公司	股东减持	公司发布持股 5% 以上股东减持股份计划公告。海尔金盈根据自身发展需要，计划自本公告披露之日起 3 个交易日结束后的 3 个月内，通过大宗交易方式减持不超过 96,545,137 股公司 A 股股份，占不超过公司总股本的 2%。
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 5 月 5 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 4.75 亿港元，约为人民币 4.19 亿元。
中粮资本	股东减持	公司发布关于持股 5% 以上股东减持股份达到 1% 暨减持计划进展的公告。公司持股 5% 以上股东于 2022 年 12 月 14 日披露计划在公告披露之日起 15 个交易日后的六个月内通过集中竞价方式、大宗交易方式合计减持公司股份不超过 69,123,167 股（占公司总股本比例为 3.0000%）。公司于 2023 年 5 月 5 日收到弘毅弘量出具的《关于持股 5% 以上股东减持公司股份达到 1% 的告知函》，获悉弘毅弘量按本次预披露的减持计划，以集中竞价方式合计减持其持有的公司股份 8,000,000 股，占公司总股本的比例为 0.3472%，累加 2021 年及 2022 年前二次减持计划减持的公司股份 19,564,600 股。

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：负债端稳步改善，继续关注保险板块	2023-05-04
行业普通报告	证券行业：市场波动加剧，基金销售承压——2023Q1 公募基金保有规模数据点评	2023-05-04
行业普通报告	中信证券(600030)：投行业务延续突出表现，有效平抑业绩波动——中信证券 2022 年年报业绩点评	2023-04-28
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：负债端持续向好，保险板块中长期投资价值凸显	2023-04-24
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：成交量&两融规模维持高位，继续关注证券板块	2023-04-17
行业普通报告	证券行业：减少券商资金占用，资信优质券商更为受益	2023-04-17
行业普通报告	非银行金融：证券行业再迎“降准”，资金运用效率有望提升	2023-04-13
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：权益市场暖意将在一季报中展现，继续关注证券板块——20230410	2023-04-10
行业普通报告	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	2023-04-04
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：周日均成交额时隔七月再过万亿，重点关注证券板块估值修复机会	2023-03-27

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