



基本面景气度延续，关注中特估主线

非银金融行业2023年中期投资策略

姓名高超（分析师）

证书编号：S0790520050001

邮箱：gaochao1@kysec.cn

姓名吕晨雨（分析师）

证书编号：S0790522090002

邮箱：lvchenyu@kysec.cn

姓名卢崑（联系人）

证书编号：S0790122030100

邮箱：lukun@kysec.cn

2023年5月10日

1. 复盘：保险明显超额，券商小幅跑赢，中特估带来定价影响

2022年11月至今，保险板块呈现出明显超额收益，券商小幅跑赢市场，中特估对多元金融和保险带来定价影响。4月以来保险明显领涨，一季报和中特估成为重要定价因素。保险1季报NBV及净利润同比超预期，数据验证寿险负债端供需改善；2023Q1自营驱动券商净利润高增，手续费类收入复苏较缓。

2. 展望：经济复苏延续，居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续

- 经济复苏延续，权益资产逐步复苏，居民储蓄逐渐流向理财产品，非银金融受益于权益资产弹性和经营景气度复苏，有望延续超额收益。
- 保险：2023Q2资负两端景气度延续，中特估同步受益，板块行情有望延续。
- 券商：手续费类业务有望同环比改善，机构持仓较低，估值仍处低位，看好板块性机会。

3. 重视中特估主线

- 中特估对非银金融板块定价影响明显，国企改革深化以及中特估体系持续探索的大背景下，我们认为非银央企上市公司享受三重利好：（1）央企金融公司自身估值重塑。（2）产投和投行业务受益于央企资本运作加速。（3）对央国企的一二级市场投资增值。
- 非银板块中特估主线选股思路：（1）产融协同优势明显的央企金控。受益标的：中航产融，中油资本，中粮资本。（2）央企背景的保险公司。受益标的：中国人寿、中国人保和新华保险。（3）高股息率低估值标的。受益标的：中国财险，江苏金租。

4. 投资观点和受益标的：

- 保险：（1）寿险负债端持续复苏：首推负债端转型领先且NBV同比领先同业的中国太保，推荐NBV同比超预期的中国平安、中国人寿、友邦保险；（2）资产端释放利润弹性：受益标的权益市场资产占比最高的新华保险；（3）产险COR持续改善：推荐COR连续改善的众安在线以及财险行业龙头优势明显且具有中特估属性的中国财险，受益标的中国人保。
- 券商：（1）低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。（2）互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于AI主线。受益标的：指南针，同花顺，东方财富。（3）低估值央国企头部券商，盈利景气度向好。受益标的：中国银河。（4）券商三方导流政策放开后潜在受益标的。受益标的：财通证券，招商证券。

5. 风险提示：保险需求复苏不及预期；权益市场波动高于预期；稳增长政策效果不及预期；券商财富管理和资产管理业务增长不及预期。

目录

CONTENTS

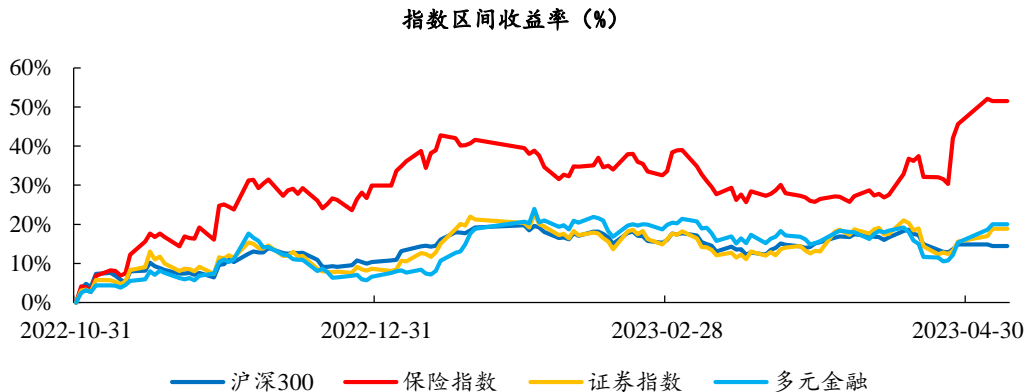
- 1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响
- 2 展望：居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续
- 3 关注中特估下非银板块三类机会
- 4 投资建议
- 5 风险提示

1.1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响

复盘：保险呈现明显超额收益，券商小幅跑赢，中特估对多元金融和保险带来定价影响

2022年11月1日至2023年5月5日，保险指数累计收益率51.5%，大幅跑赢沪深300指数的14.5%，证券指数收益率18.8%、多元金融指数收益率20.0%。4月以来保险明显领涨，一季报超预期和中特估成为重要定价因素。

图1：2022年11月以来保险指数明显跑赢沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响

复盘：保险呈现明显超额收益，券商小幅跑赢，中特估对多元金融和保险带来定价影响

个股层面看，保险多数受到1季报NBV及利润增速超预期以及中特估带动，多元金融受到中特估及1季报改善影响，券商受到1季报高增+AI概念带动

表1：1季报超预期及中特估对非银个股带来定价影响

| 证券简称 | 行业 | 区间涨跌幅(%)： | | 公司央企属性 | 2023Q1 净利润同比 | 2023Q1较 2021Q1 净利润同比 | 上涨原因 |
|-------|------|------------------------|------------------------|--------|-----------------|----------------------------|-------------------|
| | | 2022.11.1- 2023.5.5 | 2023.04.1- 2023.5.5 | | | | |
| 同花顺 | 软件开发 | 108.6 | -14.4 | 民营企业 | 9% | -28% | AI+1季报高景气 |
| 财富趋势 | 软件开发 | 84.9 | 16.1 | 民营企业 | 25% | 8% | AI+1季报高景气 |
| 中油资本 | 多元金融 | 84.4 | 18.9 | 中央国有企业 | 27% | 26% | 中特估 |
| 中国太平 | 保险II | 77.2 | 15.6 | 中央国有企业 | - | - | 保险+中特估 |
| 新华保险 | 保险II | 76.6 | 35.3 | 中央国有企业 | 115% | - | 保险+中特估 |
| 中国太保 | 保险II | 75.5 | 28.9 | 地方国有企业 | 27% | - | 保险龙头+NBV同比领先 |
| 香港交易所 | 多元金融 | 54.6 | -8.2 | 公众企业 | 28% | -11% | 港股复苏 |
| 中粮资本 | 多元金融 | 53.1 | 26.3 | 中央国有企业 | 扭亏为盈 | 86% | 中特估+寿险影子 |
| 中国平安 | 保险II | 48.9 | 18.0 | 公众企业 | 49% | - | 保险+NBV同比超预期 |
| 中国人寿 | 保险II | 46.4 | 17.0 | 中央国有企业 | 78% | - | 保险+中特估 |
| 东方证券 | 证券II | 42.7 | 13.1 | 地方国有企业 | 526% | 21% | 一季报高增+完成配股+财富线高占比 |
| 中国财险 | 保险II | 40.1 | 26.6 | 中央国有企业 | 22% | - | 中字头+高股息 |
| 友邦保险 | 保险II | 37.2 | -1.3 | 公众企业 | - | - | 保险龙头 |
| 中国银河 | 证券II | 37.1 | 22.9 | 中央国有企业 | 45% | 13% | 中特估 |
| 中国人保 | 保险II | 34.8 | 25.8 | 中央国有企业 | 230% | - | 中字头 |
| 五矿资本 | 多元金融 | 34.4 | 15.7 | 中央国有企业 | 35% | -26% | 中特估+一季报改善 |
| 大智慧 | 软件开发 | 33.5 | 7.3 | 民营企业 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | AI |
| 物产中大 | 物流 | 31.9 | 13.4 | 地方国有企业 | -6% | 5% | - |
| 国投资本 | 多元金融 | 31.5 | 8.9 | 中央国有企业 | 1260% | -20% | 中特估+一季报改善 |
| 湘财股份 | 证券II | 31.4 | -11.8 | 民营企业 | 扭亏为盈 | 23% | - |
| 南华期货 | 多元金融 | 31.3 | -0.3 | 其他企业 | 122% | 80% | 独立逻辑 |
| 首创证券 | 证券II | 30.9 | -7.9 | 地方国有企业 | 108% | 245% | 新股 |
| 中航产融 | 多元金融 | 29.4 | -4.4 | 中央国有企业 | 1361% | -75% | 中特估 |
| 兴业证券 | 证券II | 28.0 | 10.5 | 地方国有企业 | 430% | -31% | 一季报高增+完成配股+财富线高占比 |
| 中信证券 | 证券II | 27.4 | 7.1 | 中央国有企业 | 4% | 5% | 券商龙头+完成配股+中特估 |
| 江苏金租 | 多元金融 | 27.0 | 11.7 | 地方国有企业 | 10% | 22% | 高股息+1季报 |
| 东方财富 | 证券II | 23.4 | -3.8 | 民营企业 | -7% | 6% | 券商龙头 |

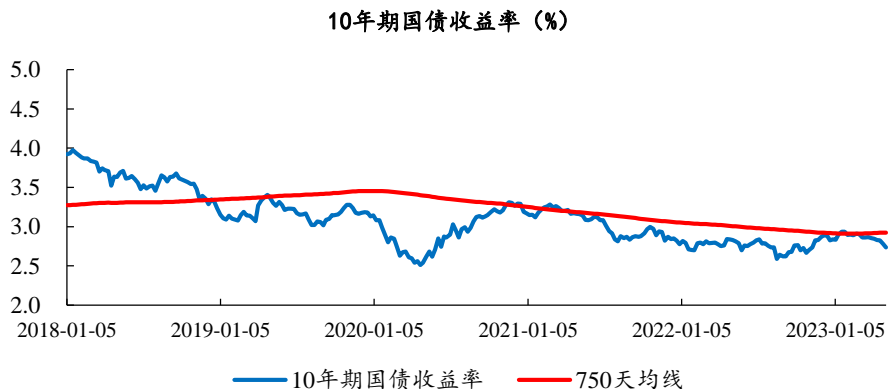
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 保险：资产、负债及政策三重利好，推动两轮超额收益

2022年11月-2023年1月，第一轮超额收益：宏观政策及经济预期向好，开门红预期改善

防疫政策优化后，宏观政策加大力度稳增长、稳地产，长端利率预期上行，资产端预期向好。同时，负债端受线下活动复苏、居民收入预期回升以及险企提前备战开门红，开门红预期迎来较强改善。资负预期向好共同催生第一轮行情。

图2：2022年11月-2023年1月长端利率呈上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2022年11月我国加大金融领域对房地产市场的支持力度

| 发布时间 | 相关政策 |
|-------------|---|
| 2022年11月14日 | 银保监会、住建部、人民银行三部门发布《关于商业银行出具保函置换预收监管资金有关工作的通知》 |
| 2022年11月23日 | 人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》 |

数据来源：银保监会、开源证券研究所

1.2 保险：资产、负债及政策三重利好，推动两轮超额收益

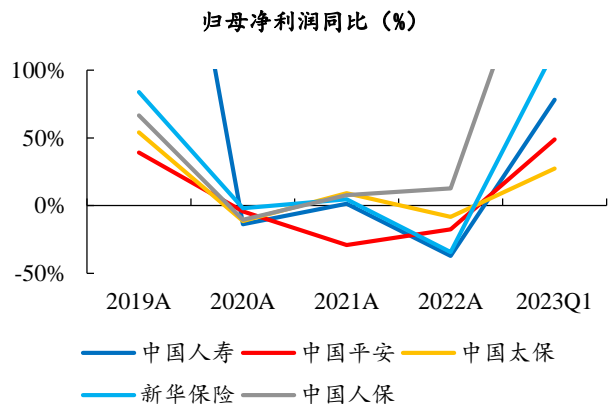
2023年4月至今，1季报超预期叠加中特估及政策催化，催生第二轮超额收益

上市险企2023年应用新会计准则，叠加权益市场及债券市场向好，2023Q1归母净利润超市场预期；负债端复苏得到数据确认，储蓄型产品供需两旺，上市险企NBV同比分别为中国太保+16.6%>中国平安+8.8%>中国人寿+7.7%，中国人寿、中国平安超市场预期；

预计负债成本下降政策将激发短期储蓄型产品需求，2023Q2负债端复苏预期进一步强化；

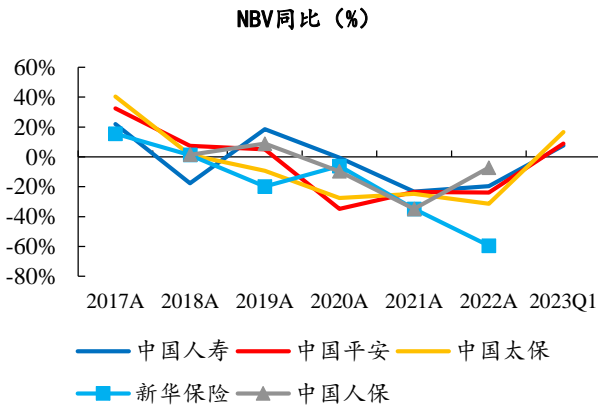
上市险企多为央企国企属性，同时其部分权益资产配置偏好长期稳健高股息标的，自身及部分投资资产受益中特估概念。

图3：上市险企2023Q1归母净利润同比高增



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：2023Q1为新准则下数据。

图4：上市险企2023Q1NBV同比增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.3 券商：经常性业务复苏较缓，板块机会零散

券商股价小幅跑赢市场，1季度净利润同比高增，而板块性机会弱于保险，原因包括4点：

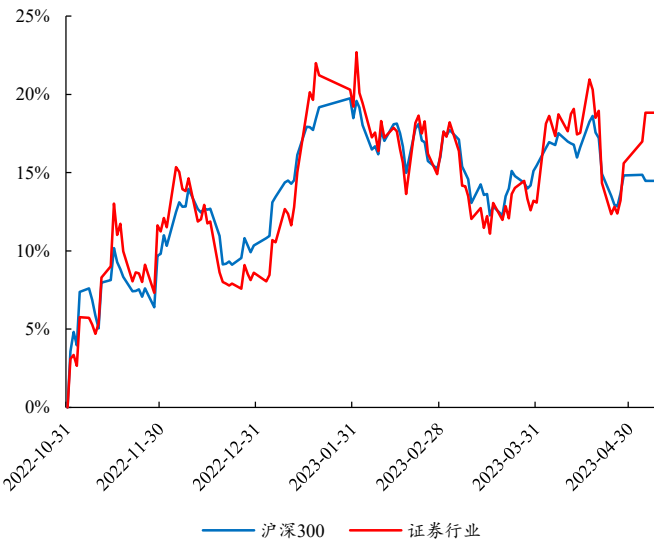
- (1) 2023年一季度净利润同比高增主要受大自营投资收益带动，市场对此定价相对较少。
- (2) 经纪、投行和资管等手续费经常性业务修复较缓（同比仍下降）。
- (3) 政策端担忧：让利、降费等隐忧仍在。
- (4) 板块机会相对零散，选股难度加大：AI主线领涨，市场对自营驱动逻辑定价偏弱。

表3：2023Q1券商自营投资收益扭亏为盈驱动净利润同比高增，经常性业务同比仍下降

| 40家上市券商合计 (单位：亿元) | 2021年 | | 2022年 | | 2023Q1 | |
|----------------------|--------------|------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | 金额 | YOY | 金额 | YOY | 金额 | YOY |
| 经纪业务 | 1,373 | 20% | 1,120 | -18% | 248 | -17% |
| 投行业务 | 618 | 7% | 576 | -7% | 104 | -25% |
| 资管业务 | 499 | 28% | 454 | -9% | 109 | -2% |
| 投资业务 | 1,797 | 14% | 873 | -51% | 516 | 扭亏为盈 |
| 其中：自营投资收益 | 1,642 | 13% | 764 | -53% | 484 | 扭亏为盈 |
| 对联营、合营企业的 投资收益 | 155 | 27% | 109 | -30% | 32 | 108% |
| 利息净收入 | 600 | 12% | 575 | -4% | 109 | -18% |
| 其他业务净收入 | 276 | 52% | 301 | 9% | 63 | -18% |
| 调整后营业收入 | 5,163 | 17% | 3,899 | -24% | 1,141 | 52% |
| 管理费用 | 2,530 | 20% | 2,313 | -9% | 603 | 29% |
| 归母净利润 | 1,891 | 30% | 1,252 | -34% | 424 | 86% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022年11月至今，券商（上涨19%）小幅跑赢市场（沪深300上涨14%）



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：截至2023.5.5

目录

CONTENTS

- 1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响
- 2 展望：居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续
- 3 关注中特估下非银板块三类机会
- 4 投资建议
- 5 风险提示

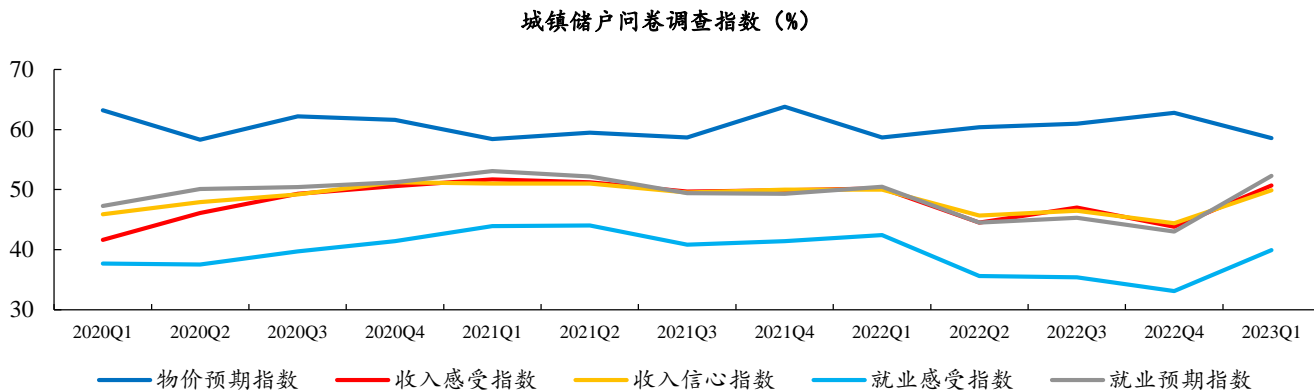
2.1 经济复苏延续，居民储蓄迁移启动，非银金融有望受益

宏观经济延续复苏趋势，居民储蓄迁移启动，非银金融有望受益

宏观环境继续向好，经济整体延续复苏趋势，权益资产逐步复苏；居民消费、投资意愿回升，储蓄迁移启动，流向投资、保险及理财产品，非银金融受益于权益资产弹性和经营景气度复苏，有望延续超额收益。

2023Q1居民收入信心指数较2022Q4明显改善，环比提升5.5pct至49.9%，收入感受指数环比改善6.9pct至50.7%。

图6：2023Q1居民收入信心指数有所回升



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

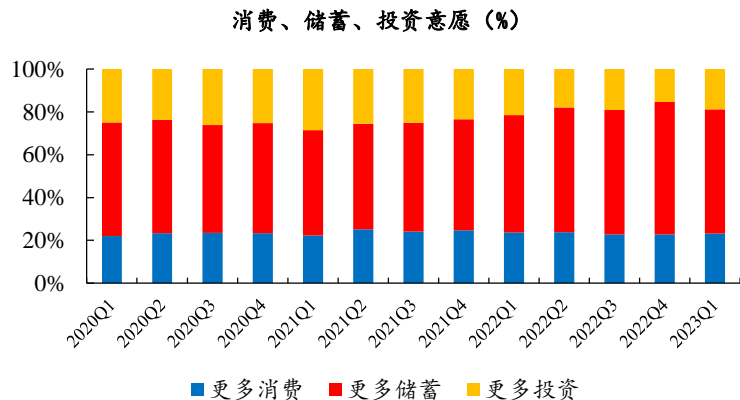
2.2 2023Q2资负两端景气度延续，中特估同步受益，板块行情有望延续

居民收入预期回升，Q1数据验证复苏趋势，Q2负债端延续高景气度

2023Q1城镇储户问卷调查报告显示，倾向于“更多消费”的居民占比23.2%、季度环比上升0.5pct，倾向于“更多投资”的居民占比18.8%、季度环比上升3.3pct，居民投资意愿出现一定改善迹象。居民偏爱的前三位投资方式分别为“银行、证券公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，分别占比43.9%、21.5%与15.3%。“保险”在未来三个月准备增加支出的项目中排名第7位，居民选择比例为14.1%。

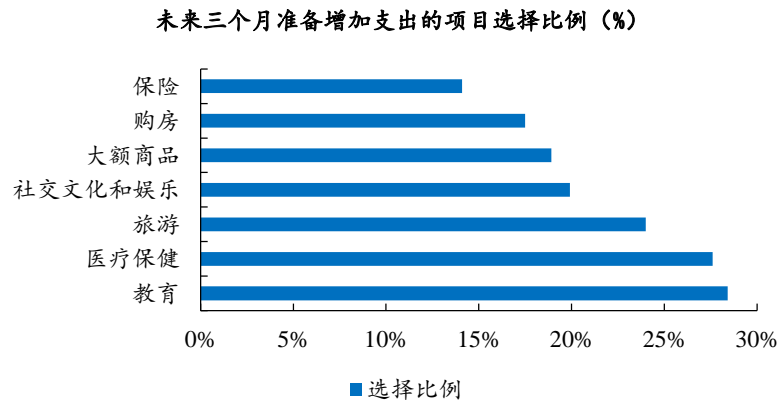
Q1数据验证负债端复苏确立，居民收入信心及购买保险意愿有所回升，叠加2022Q2疫情影响相对较大，2023Q2负债端高景气度有望延续。

图7：2023Q1居民偏好更多投资



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

图8：2023Q114.1%居民准备购买保险



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

2.2 2023Q2资负两端景气度延续，中特估同步受益，板块行情有望延续

权益市场大盘蓝筹向好，长端利率短期下行利好浮盈，资产端短期利润弹性较大

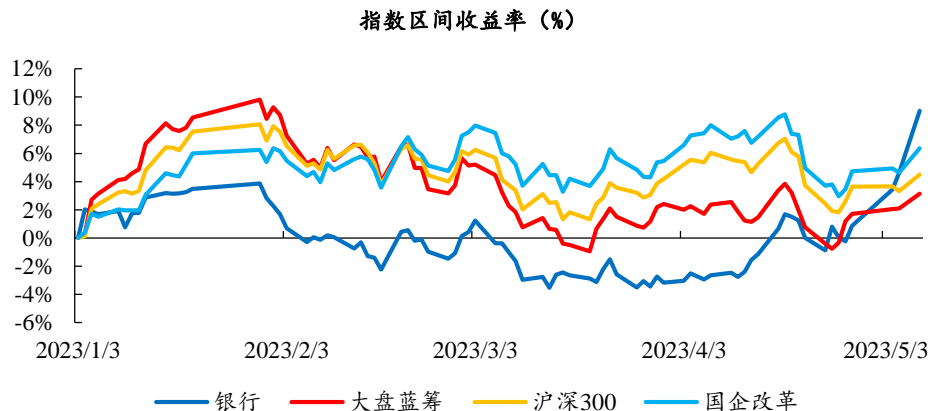
资产端看，上市险企应用新金融工具准则，利率变动对险企长短期影响呈现反向关系，中枢下行施压险企PEV估值，但短期利率下行利好资产端浮盈体现，利于短期利润弹性；同时，权益层面看，2023年4月以来，银行等大盘蓝筹预计受中特估、高股息、高分红等特性表现较好，利于险企权益端资产利润弹性释放。

图9：长端利率短期下行，利好险企短期利润弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023年4月以来银行等大盘蓝筹权益市场表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

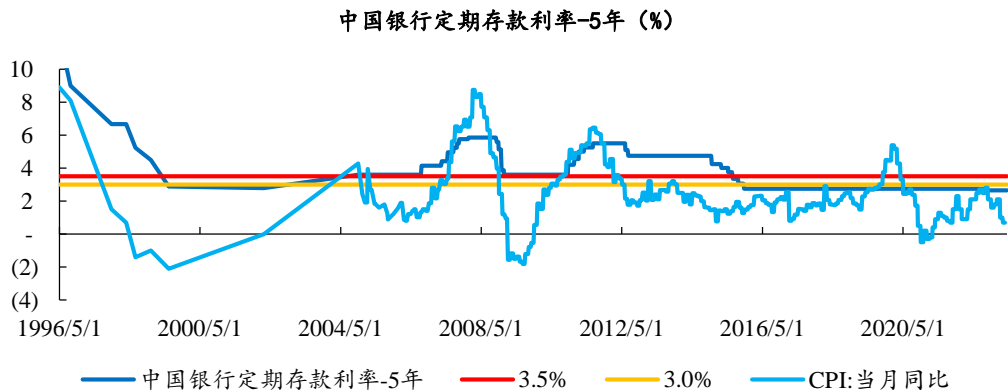
2.2 2023Q2资负两端景气度延续，中特估同步受益，板块行情有望延续

寿险预定利率下调，短期促进新单销售，中空长多

监管于3月下旬调研险企负债成本，并于4月窗口指导险企新报备普通型产品定价利率自3.5%下调至3.0%，分红型、万能型分别同步下调至2.5%、2.0%，由于普通型产品占比相对较高，普通型产品定价利率下降影响相对较大。

影响：短多中空长多。1) 短多：短期负债端险企及渠道将有一定营销动作，客户需求提前释放，预计短期NBV同比将有进一步改善；2) 中空：储蓄型产品需求集中提前释放，但预计影响周期较短，其一是储蓄型需求将随居民收入创造不断产生，其二是保险公司分红型产品及调降后产品仍有一定吸引力；3) 长多：降低利差损风险，提升险企PEV估值。

图11：中国银行当前5年期定期存款为2.65%，保险产品仍有一定吸引力



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 2023Q2资产负债两端景气度延续，中特估同步受益，板块行情有望延续

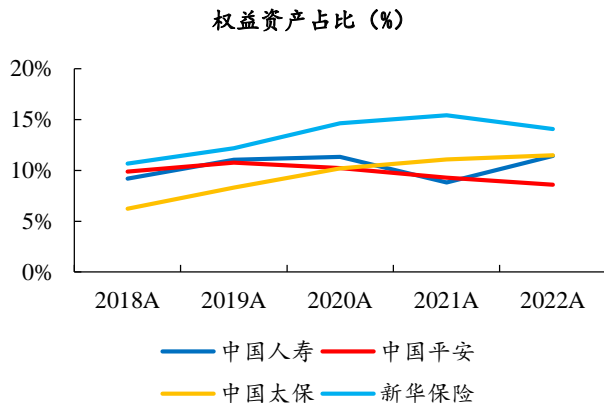
选股思路三条线：寿险负债端持续复苏、资产端释放利润弹性、产险COR持续改善

(1) 寿险负债端持续复苏：首推负债端转型领先且NBV同比领先同业的中国太保，推荐NBV同比超预期的中国平安、中国人寿、友邦保险；

(2) 资产端释放利润弹性：受益标的权益市场资产占比最高的新华保险；

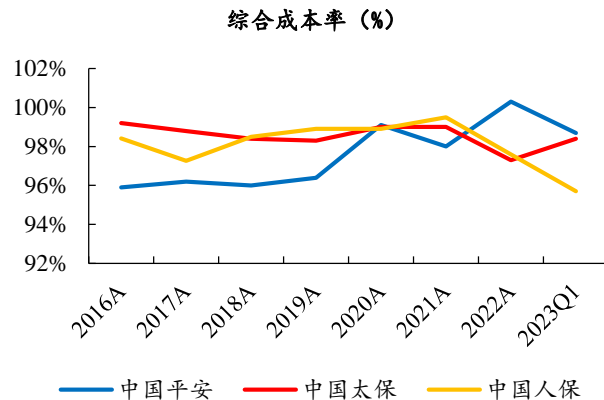
(3) 产险COR持续改善：推荐COR连续改善的众安在线以及财险行业龙头优势明显且具有中特估属性的中国财险，受益标的中国人保。

图12：新华保险权益资产占比高于同业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所
注：上图权益资产为与二级市场直接挂钩资产。

图13：中国人保财险成本率2023Q1有所改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3 券商：手续费类业务有望同环比改善，看好板块机会

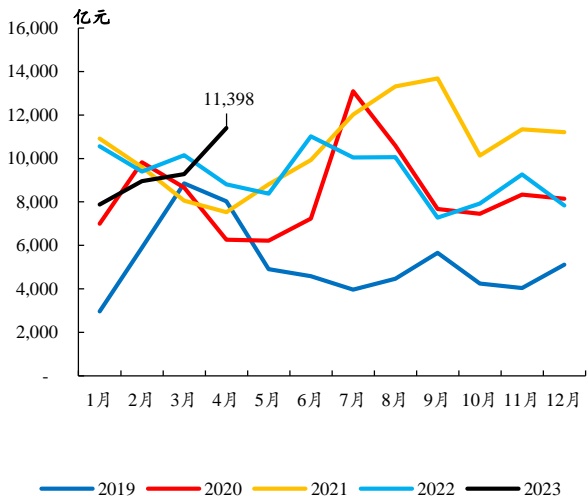
手续费类业务有望同环比改善：

经纪：4月市场交易量同环比高增，2季度券商经纪业务有望同环比改善。4月市场日均股票成交额1.14万亿，环比+23%，同比+29%。

大财富管理：基金新发边际改善，基金销售活跃度改善。4月市场新发股混份额249亿，同比+76%，同比改善明显。

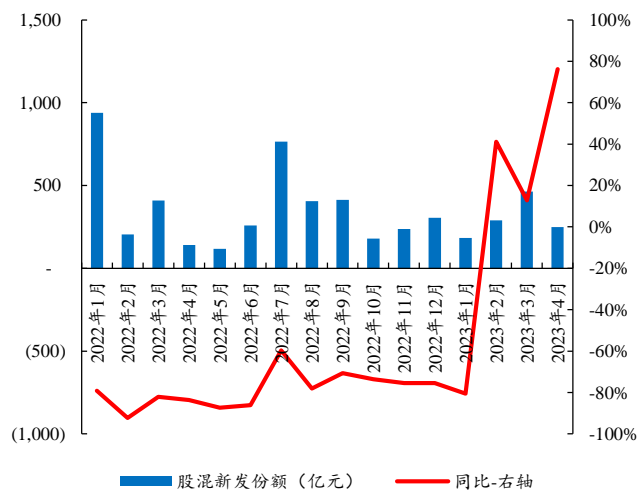
投行：2023Q1全市场IPO单数68单，3月全面注册制正式实施，2季度改善可期。4月市场IPO发行35单，同比-3%，同比降幅收窄。

图14：2023Q1市场成交额同比下降，4月改善明显



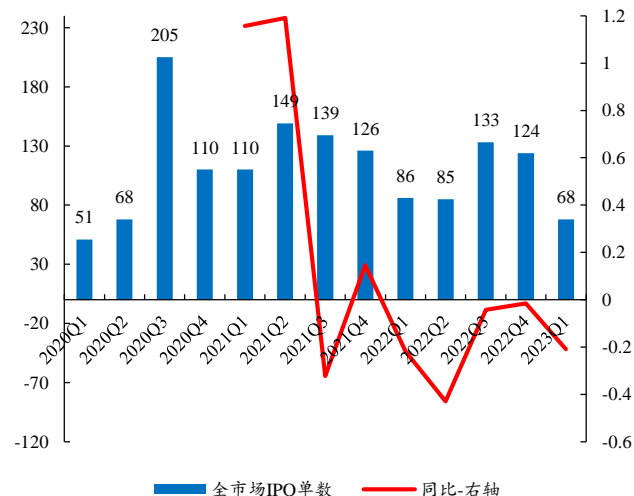
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：股混新发基金份额同比明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023Q1全市场IPO项目68单，同比-69%，处于近两年低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

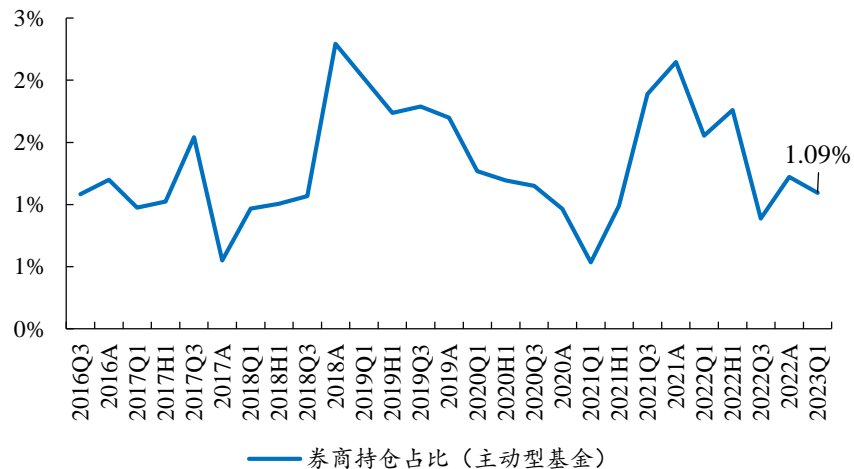
2.3 券商：手续费类业务有望同环比改善，看好板块机会

机构持仓较低，估值仍处低位：

机构持仓较低：2023Q1主动型基金重仓券商股占比1.09%，环比-0.13pct，相对A股低配2.1pct。

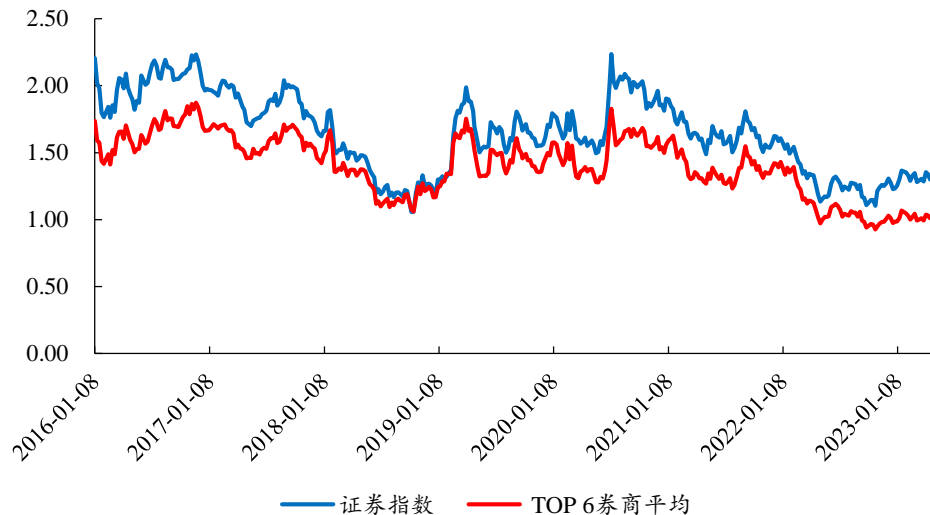
估值处于低位：1季度券商相对滞涨，券商板块估值仍在较低水位。截至2023.5.5，券商板块PB（LF）1.35倍，处于2017年以来分位数27%。

图17：2023Q1主动型基金重仓券商股占比1.09%，环比-0.13pct，相对A股低配2.1pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：券商板块PB（LF）处于2016年以来分位数27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 券商：手续费类业务有望同环比改善，看好板块机会

行业边际变化：

- (1) 大额配股型再融资进度停滞，券商有望向内生增长发力，提升资金使用效率，头部券商优势更加明显
- (2) 三方导流政策或放开，利好券商尤其是头部券商引流获客
- (3) 国企改革和中特估对央国企券商带来正向影响

表4：券商配股型大额再融资进度停滞

| 代码 | 简称 | 募资规模 (亿元) | 方案进度 | 董事会预案日 | 股东大会公告日 | 备注 |
|-----------|------|--------------|--------|------------|------------|--|
| 增发 | | | | | | |
| 300803.SZ | 指南针 | 30 | 股东大会通过 | | 2022-06-02 | 2022年8月16日获深交所受理，于9月16日反馈问询函，后续未披露相关公告 |
| 601375.SH | 中原证券 | 70 | 股东大会通过 | | 2022-06-25 | 2023年3月29日获上交所受理并收到问询函 |
| 601456.SH | 国联证券 | 70 | 股东大会通过 | | 2022-10-21 | 2023年3月3日获上交所受理，4月29日反馈问询函 |
| 600621.SH | 华鑫股份 | 40 | 股东大会通过 | | 2023-02-11 | 2023年3月22日获上交所受理 |
| 600906.SH | 财达证券 | 50 | 股东大会通过 | | 2023-03-07 | |
| 601878.SH | 浙商证券 | 80 | 股东大会通过 | | 2023-03-18 | |
| 601990.SH | 南京证券 | 50 | 董事会预案 | 2023-04-29 | | |
| 601162.SH | 天风证券 | 40 | 董事会预案 | 2023-04-28 | | |
| 配股 | | | | | | |
| 601995.SH | 中金公司 | 270 | 股东大会通过 | | 2022-10-25 | 后续未披露相关公告 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 280 | 董事会预案 | 2022-12-31 | | 公司2023年2月7日披露，原定于2023年2月10日的股东大会（审议配股方案）延期，后续未披露相关公告 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 券商：手续费类业务有望同环比改善，看好板块机会

券商板块选股思路：

(1) 低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。

受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。

(2) 互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于AI主线。

受益标的：指南针，同花顺，东方财富。

(3) 低估值央国企头部券商，盈利景气度向好。

受益标的：中国银河。

(4) 券商三方导流政策放开后潜在受益标的。

受益标的：财通证券，招商证券。

目录

CONTENTS

- 1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响
- 2 展望：居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续
- 3 关注中特估下非银板块三类机会
- 4 投资建议
- 5 风险提示

3 关注中特估下非银板块三类机会

政策复盘：

2022年5月以来国企改革持续深化，2022年11月21日证监会主席易会满首提中特估概念。

表5：国企改革和中特估相关政策表述

| 日期 | 部门/领导 | 政策/事件 | 主要内容 |
|----------|----------|--------------------------------------|--|
| 2022年5月 | 国资委 | 《提高央企控股上市公司质量工作方案》 | <p>(一) 推动上市平台布局优化和功能发挥：加强顶层设计，建立资本运作规划制定机制；加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚。</p> <p>(二) 促进上市公司完善治理和规范运作：调整优化股权结构，引入积极股东完善治理。</p> <p>(三) 强化上市公司内生增长和创新发展：深化提质增效，提高综合经营管理水平。</p> <p>(四) 增进上市公司市场认同和价值实现：强化投资者关系管理，建立多层次良性互动机制，探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系。</p> |
| 2022年10月 | | 党的二十大报告 | 深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。 |
| 2022年11月 | 证监会主席易会满 | 2022年金融街论坛年会演讲 | 要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。 |
| 2022年12月 | 上交所 | 《推动提高沪上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》 | <p>上交所同步制定了新一轮央企综合服务相关安排，涉及央企上市公司的主要举措有三方面。</p> <p>(一) 服务推动央企估值回归合理水平。推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，提升透明度，组织引导各类投资者走进央企、了解央企、认同央企。</p> <p>(二) 服务助推央企进行专业化整合。配合国务院国资委开展央企专业化整合，为央企整合提供更多工具和通道，推动打造一批旗舰型央企上市公司。</p> <p>(三) 服务完善中国特色现代企业制度。持续推动央企上市公司在完善公司治理中加强党的领导，积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。</p> |
| 2023年1月 | 国资委 | 中央企业负责人会议 | <p>考核指标优化，由原先的“两利四率”调整为“一利五率”。</p> <p>“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。</p> |
| 2023年2月 | 证监会 | 2023年证监会系统工作会议 | 要推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。 |

数据来源：中国政府网、国资委、证监会、上交所、开源证券研究所

3 关注中特估下非银板块三类机会

非银板块中特估概念复盘：

(1) 2022年11月22日（首提“中特估”）至今，非银金融行业所有标的算数平均涨幅13%，其中，央企公司涨幅达20%，央企标的中的中字头标的平均上涨29%。央企标的中涨幅领先的包括新华保险、中油资本、中国太平，这四个标的涨幅超过40%。涨幅超过30%的包括中国财险，中国人保，中粮资本。

(2) 2023年4月以来，领涨标的多数具有央国企背景，中特估定价或对保险股定价带来影响。

表6：非银板块复盘，2023年4月以来中特估主线涨幅靠前

| 证券代码 | 证券简称 | 公司背景 | 二级分类 | 区间涨跌幅 | 区间涨跌幅 | 上涨原因 | 2023Q1 净利润同比 |
|-----------|------|--------|------|--------------------|-----------------------------|-------------------|-----------------|
| | | | | 2022.11.1-2023.5.5 | (大→小)↓ 2023.4.1-2023.5.5 | | |
| 601336.SH | 新华保险 | 中央国有企业 | 保险II | 76.6 | 35.3 | 保险+中特估 | 415% |
| 601601.SH | 中国太保 | 地方国有企业 | 保险II | 75.5 | 28.9 | 保险龙头 | 114% |
| 2328.HK | 中国财险 | 中央国有企业 | 保险II | 40.1 | 26.6 | 中字头+高股息 | |
| 002423.SZ | 中粮资本 | 中央国有企业 | 多元金融 | 53.1 | 26.3 | 中特估+寿险影子 | 扭亏为盈 |
| 601319.SH | 中国人保 | 中央国有企业 | 保险II | 34.8 | 25.8 | 中字头 | 34% |
| 601881.SH | 中国银河 | 中央国有企业 | 证券II | 37.1 | 22.9 | 中特估 | 45% |
| 000617.SZ | 中油资本 | 中央国有企业 | 多元金融 | 84.4 | 18.9 | 中特估 | 27% |
| 601318.SH | 中国平安 | 公众企业 | 保险II | 48.9 | 18.0 | 保险 | 86% |
| 601628.SH | 中国人寿 | 中央国有企业 | 保险II | 46.4 | 17.0 | 保险 | 18% |
| 688318.SH | 财富趋势 | 民营企业 | 软件开发 | 84.9 | 16.1 | AI+1季报高景气 | 25% |
| 600390.SH | 五矿资本 | 中央国有企业 | 多元金融 | 34.4 | 15.7 | 中特估+一季报改善 | 35% |
| 0966.HK | 中国太平 | 中央国有企业 | 保险II | 77.2 | 15.6 | 保险+中特估 | |
| 601688.SH | 华泰证券 | 地方国有企业 | 证券II | 21.6 | 14.0 | | 47% |
| 600918.SH | 中泰证券 | 地方国有企业 | 证券II | 20.0 | 13.9 | | 424% |
| 600837.SH | 海通证券 | 地方国有企业 | 证券II | 18.8 | 13.8 | | 62% |
| 600958.SH | 东方证券 | 地方国有企业 | 证券II | 42.7 | 13.1 | 一季报高增+完成配股+财富线高占比 | 526% |
| 600901.SH | 江苏金租 | 地方国有企业 | 多元金融 | 27.0 | 11.7 | 高股息+1季报 | 10% |
| 601162.SH | 天风证券 | 地方国有企业 | 证券II | 17.0 | 11.0 | | 扭亏为盈 |
| 601377.SH | 兴业证券 | 地方国有企业 | 证券II | 28.0 | 10.5 | 一季报高增+完成配股+财富线高占比 | 430% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

3 关注中特估下非银板块三类机会

国企改革深化以及中特估体系持续探索的大背景下，我们认为非银央企上市公司享受三重利好：

- (1) 央企金融公司自身估值重塑。
- (2) 产投和投行业务受益于央企资本运作加速。
- (3) 对央国企的一二级股权投资增值。

表7：迎国企改革东风，非银央企三重受益

| 序号 | 非银央企受益国企改革逻辑 | 解释 |
|----|-----------------|--|
| 1 | 自身估值重塑 | 本身作为非银央企，存在定价重塑机会。（1）金融股定价来看，DDM模型关注ROE、分红率和资产质量。考核体系优化更加注重ROE利于提升估值。（2）央企金融企业资产质量稳健和永续经营应享估值溢价。（3）增加投资者交流有助于公司价值发现。 |
| 2 | 金融业务受益于央企资本运作加速 | 非银金融中，尤其是产业投资和证券公司，有大量业务是在服务央企上市公司。在央企上市公司质量提升的过程中，有望带来巨大的业务机会。上交所提出，要助力央企专业化整合以及推动央企用好资本市场的融资优势和资产配置功能。在优质资产上市以及资产整合加速的大背景下，非银金融企业有望充分受益。 |
| 3 | 对央国企的金融投资增值 | 非银金融企业持有较多的金融资产，其中持有的国央企背景的蓝筹股受益于分红提升和资产增值。非银中，受益程度比较大的是保险公司，寿险公司除了承保业务，赚取死差和费差外，有近50%是利差贡献， 总投资规模中有5-10%是纯股票权益，其中国央企背景的蓝筹股居多 ，保险公司本身具有高杠杆的特征，杠杆率10-12倍，权益弹性明显，无论是高股息策略还是交易性策略，都会受益于国企改革。 |

资料来源：开源证券研究所

3 关注中特估下非银板块三类机会

非银中特估主线选股思路：

- (1) 产融协同优势明显的央企金控。受益标的：中航产融，中油资本，中粮资本。
- (2) 央企背景的保险公司。受益标的：中国人寿、中国人保和新华保险。
- (3) 高股息率低估值标的。受益标的：中国财险，江苏金租。

目录

CONTENTS

- 1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响
- 2 展望：居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续
- 3 关注中特估下非银板块三类机会
- 4 投资建议
- 5 风险提示

保险板块选股思路三条线：寿险负债端持续复苏、资产端释放利润弹性、产险COR持续改善

寿险负债端持续复苏：首推负债端转型领先且NBV同比领先同业的中国太保，推荐NBV同比超预期的中国平安、中国人寿、友邦保险；

资产端释放利润弹性：受益标的权益市场资产占比最高的新华保险；

产险COR持续改善：推荐COR连续改善的众安在线以及财险行业龙头优势明显且具有中特估属性的中国财险，受益标的中国人保。

表8：受益标的估值表-寿险

| 当前股价及评级表 | | | EVPS | | PEV | | | BVPS | | PB | | 评级 | |
|-----------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 证券代码 | 证券简称 | 2023/5/9 | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2022A | | 2023E |
| 601628.SH | 中国人寿 | 38.49 | 43.54 | 47.30 | 51.33 | 0.88 | 0.81 | 0.75 | 15.43 | 16.66 | 2.49 | 2.31 | 买入 |
| 601318.SH | 中国平安 | 53.48 | 76.34 | 85.63 | 85.63 | 0.70 | 0.62 | 0.62 | 46.97 | 54.48 | 1.14 | 0.98 | 买入 |
| 601601.SH | 中国太保 | 34.06 | 51.80 | 59.06 | 59.06 | 0.66 | 0.58 | 0.58 | 23.75 | 24.88 | 1.43 | 1.37 | 买入 |
| 1299.HK | 友邦保险 | 80.90 | 44.41 | 51.41 | 57.29 | 1.82 | 1.57 | 1.41 | 24.57 | 28.84 | 3.29 | 2.81 | 增持 |
| 601336.SH | 新华保险 | 40.61 | 81.93 | 85.70 | 84.06 | 0.50 | 0.47 | 0.48 | 32.99 | 31.93 | 1.23 | 1.27 | 未评级 |
| 601319.SH | 中国人保 | 6.59 | 7.83 | 8.36 | 8.92 | 0.84 | 0.79 | 0.74 | 4.57 | 5.12 | 1.44 | 1.29 | 未评级 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：友邦保险数据单位为港元，换算汇率为1美元兑换7.8港元（与最新报告期报告换算汇率一致）。

表9：受益标的估值表-财险

| 当前股价及评级表 | | | EPS | | PE | | | BPS | | PB | | 评级 | |
|----------|------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 证券代码 | 证券简称 | 2023/5/9 | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2022A | | 2023E |
| 2328.HK | 中国财险 | 10.40 | 1.34 | 1.52 | 1.83 | 7.74 | 6.83 | 5.70 | 10.56 | 11.78 | 0.98 | 0.88 | 买入 |
| 6060.HK | 众安在线 | 25.85 | -1.03 | 1.04 | 1.50 | -25.10 | 24.93 | 17.27 | 11.59 | 13.89 | 2.23 | 1.86 | 买入 |

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：上表数据单位为港元；换算汇率为1港元兑换0.89元人民币。

看好券商板块性机会，选股方面建议：

(1) 低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。

受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。

(2) 互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于AI主线。

受益标的：指南针，同花顺，东方财富。

(3) 低估值央国企头部券商，盈利景气度向好。

受益标的：中国银河。

(4) 券商三方导流政策放开后潜在受益标的。

受益标的：财通证券，招商证券。

看好非银板块“中特估”主线机会，选股建议：

(1) 产融协同优势明显的央企金控。受益标的：中航产融，中油资本，中粮资本。

(2) 央企背景的保险公司。受益标的：中国人寿、中国人保和新华保险。

(3) 高股息率低估值标的。受益标的：中国财险，江苏金租。

表10：受益标的估值表-券商及多元金融

| 证券代码 | 证券简称 | 股票价格 | EPS | | | P/E | | 评级 |
|-----------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2023/5/9 | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | |
| 300059.SZ | 东方财富 | 16.57 | 0.65 | 0.73 | 0.91 | 25.49 | 18.21 | 买入 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 16.46 | 1.02 | 1.29 | 1.69 | 16.14 | 9.74 | 买入 |
| 600958.SH | 东方证券 | 11.19 | 0.35 | 0.60 | 0.77 | 31.97 | 14.53 | 买入 |
| 300803.SZ | 指南针 | 51.99 | 0.83 | 1.27 | 1.53 | 62.64 | 33.98 | 买入 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 178.06 | 3.15 | 3.86 | 4.70 | 56.53 | 37.89 | 买入 |
| 600901.SH | 江苏金租 | 7.05 | 0.81 | 0.67 | 0.80 | 8.70 | 8.81 | 买入 |
| 600705.SH | 中航产融 | 4.42 | 0.19 | 0.41 | 0.51 | 23.26 | 8.67 | 买入 |
| 002423.SZ | 中粮资本 | 9.12 | 0.30 | 0.43 | 0.67 | 30.90 | 13.51 | 未评级 |
| 000617.SZ | 中油资本 | 8.99 | 0.46 | 0.45 | 0.47 | 19.69 | 19.13 | 未评级 |
| 601988.SH | 中国银河 | 4.56 | 0.73 | 0.80 | 0.84 | 6.25 | 5.40 | 未评级 |
| 601377.SH | 兴业证券 | 6.88 | 0.35 | 0.48 | 0.55 | 19.66 | 12.43 | 未评级 |
| 601108.SH | 财通证券 | 8.01 | 0.36 | 0.45 | 0.49 | 21.97 | 16.23 | 未评级 |
| 600999.SH | 招商证券 | 14.98 | 0.86 | 1.21 | 1.38 | 17.42 | 10.83 | 未评级 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中粮资本、中油资本、中国银河、兴业证券、财通证券、招商证券取自Wind一致预期

目录

CONTENTS

- 1 复盘：保险超额明显，中特估带来定价影响
- 2 展望：居民储蓄迁移启动，非银金融景气度延续
- 3 关注中特估下非银板块三类机会
- 4 投资建议
- 5 风险提示

保险需求复苏不及预期；

权益市场波动高于预期；

稳增长政策效果不及预期；

券商财富管理和资产管理业务增长不及预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 | 备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |
|------|------------------|-----------------------|--|
| 证券评级 | 买入（buy） | 预计相对强于市场表现20%以上； | |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现5%~20%； | |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； | |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现5%以下。 | |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； | |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； | |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 | |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券