

非银金融行业跟踪周报 20230508-20230514

“中特估”行情持续活跃，金融板块配置价值凸显

增持（维持）

2023年05月14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

zhujiayu@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

■ **政策驱动“中特估”逻辑演化，险企、券商资产端重点受益。** 1) **考核指标体系新增 ROE 要求，央企 EPS 面临改善趋势。** 2023 年 1 月，国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”，旨在引导企业进一步关注现金流以及盈利能力。央企经营效率有望提升，从而带动 EPS 优化。2) **市值指标重要度提升，推动央国企全面实现企业价值。** 目前监管将央国企市值纳入考核范围，同时出台多项政策支持央国企上市公司积极进行市值管理，将助力央国企主动提升资产收益水平和稳定性，实现企业价值最大化。3) **央国企估值目前仍处于历史低位，叠加高股息特征，对于长线资金具有较强吸引力。** 截至 2023 年 5 月 12 日，中证央企 100/中证国企指数 PB 估值分别为 0.98x/1.20x，历史分位数分别为 13.03%/9.17%，均处于历史低位；万得全 A/中证央企 100/中证国企/中证民企近 12 个月股息率分别为 1.95%/3.79%/2.84%/1.05%，央国企在股息率方面的优势相对突出。4) **险企、券商是“中特估”股票的主要持有者，资产端充分受益。** 险企、券商等金融机构在自有资金投资过程中青睐低估值高股息策略，权益资产持仓中含有大量“中特估”标的，因此“中特估”的行情演绎以及央国企估值重构的过程将使得险企、券商在资产端重点受益。

■ **投资建议：**行业层面，我们认为保险是金融中特估下最为受益的板块。个股层面，我们建议重点关注上市金融央企相关的投资机会，具体包括以下三条投资主线：1) **低估值高股息。** 随着“中特估”概念的提出，央企在稳定性方面的优势逐渐收获市场认同。叠加金融板块基本面景气度随经济回暖而改善，低估值金融央企将收获合理的市场定价。另一方面，在外部扰动加剧的背景下，盈利能力稳定、股息率领先的央企有望享有确定性溢价。推荐【新华保险】，建议关注【中国银行】、【工商银行】、【中信银行】、【交通银行】、【光大银行】。2) **国企改革。** 中央汇金是金融机构市场化改革的引领者，也是金融领域国企改革中最为重要的一环，汇金系上市金融央企有望在“中特估”行情演绎过程中成为核心受益标的。建议关注【中国银河】、【中金公司】。3) **“一带一路”。** 在“一带一路”促进经济要素有序自由流动、资源高效配置的过程中，实业类央企上市金控平台将充分受益于自身产融结合优势以及股东海外经营规模的扩展。推荐【国网英大】，建议关注【中油资本】、【中粮资本】、【五矿资本】、【中航产融】。

■ **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） | 11,364 | -7.68% | 1.56% |
| 中国香港日均股票成交额（亿港元） | 820 | 28.28% | -11.74% |
| 两融余额（亿元） | 16,204 | 0.18% | 6.06% |
| 基金申购赎回比 | 0.97 | 0.92 | 1.07 |
| 开户平均变化率 | 6.77% | 61.74% | 13.48% |

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

《23Q1 基金保有量稳增，看好财富管理赛道》

2023-05-10

《关注“中特估”下金融板块的投资机遇》

2023-05-10

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. 行业点评：关注“中特估”下金融板块的投资机遇 | 7 |
| 2.2. 保险资管公司 2022 年成绩单出炉 | 8 |
| 3. 公司公告及新闻 | 9 |
| 3.1. 证监会启动科创 50ETF 期权上市工作 | 9 |
| 3.2. 债券执业评估迎重大调整 | 10 |
| 3.3. 174 家险企披露一季度偿付能力报告，风险综合评级结果总体稳定 | 10 |
| 3.4. 上市公司公告 | 11 |
| 4. 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 市场主要指数涨跌幅 | 4 |
| 图 2: 2021/01~2023/04 月度股基日均成交额 (亿元) | 5 |
| 图 3: 2021/03~2023/05 日均股基成交额 (亿元) | 5 |
| 图 4: 2019.01.02~2023.05.12 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 5: 2021.01.04~2023.05.12 基金申购赎回情况 | 6 |
| 图 6: 2021.01.04~2023.05.12 预估新开户变化趋势 | 6 |
| 图 7: 2021.01.08~2023.05.12 证监会核发家数与募集金额 | 7 |

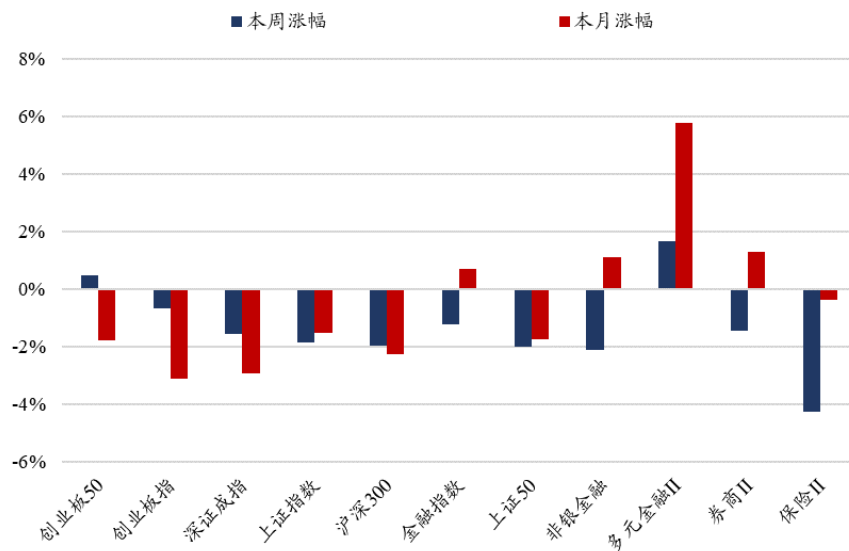
1. 一周数据回顾

1.1. 市场数据

截至 2023 年 05 月 12 日，本周（05.08-05.12）上证指数下跌 1.86%，金融指数下跌 1.24%。非银金融板块下跌 2.13%，其中券商板块下跌 1.47%，保险板块下跌 4.27%。

沪深 300 指数期货基差：截至 2023 年 05 月 12 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

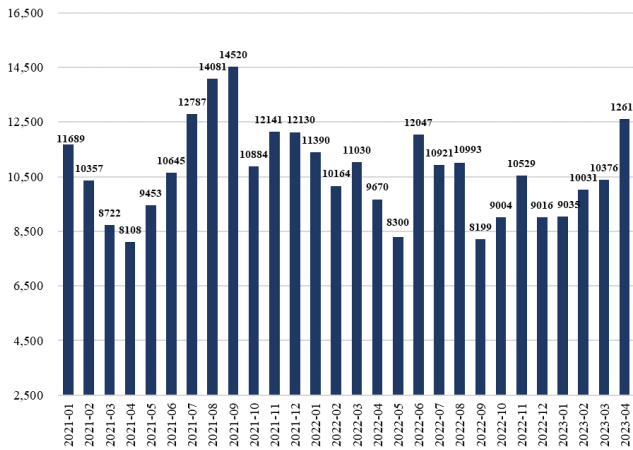


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 行业数据

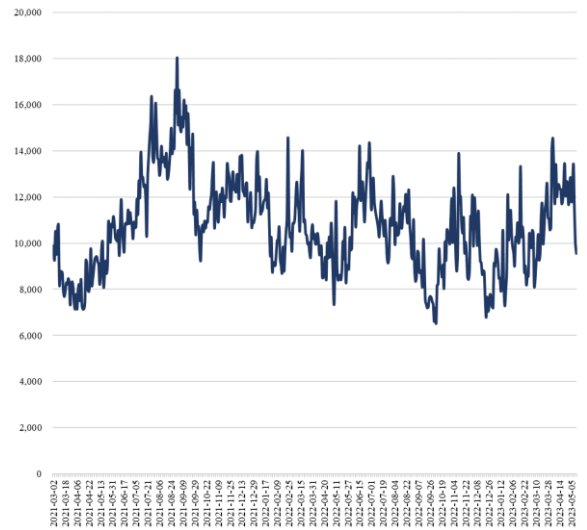
截至 2023 年 05 月 12 日，本周股基日均成交额 11364.04 亿元，环比-7.68%。年初至今股基日均成交额 10647.37 亿元，较去年同期同比+1.56%。2023 年 04 月中国内地股基日均成交额同比+30.50%。

图 2：2021/01~2023/04 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 3：2021/03~2023/05 日均股基成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 05 月 12 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 16204/15274/930 亿元，较月初分别+0.18%/+0.19%/-0.05%，较年初分别+4.87%/+5.38%/-2.80%，同比分别+6.06%/+5.59%/+14.51%。

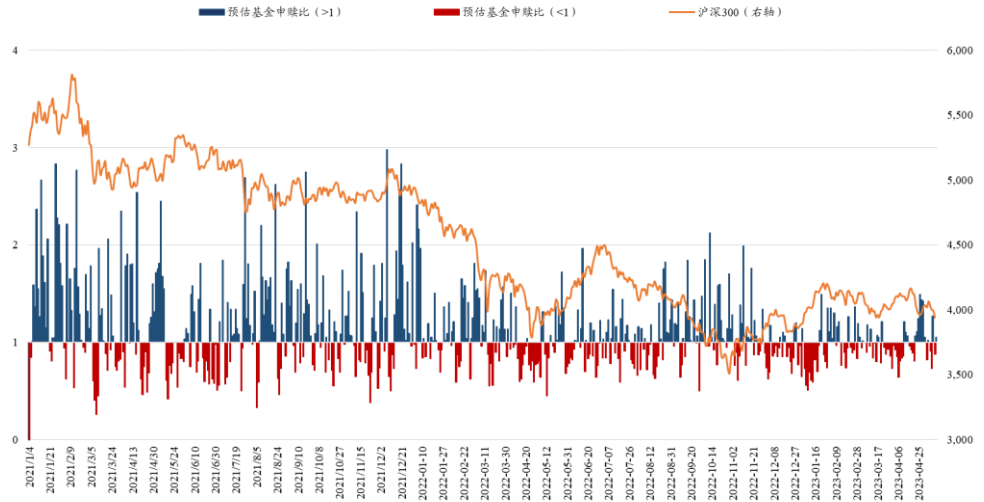
图 4：2019.01.02~2023.05.12 沪深两市前一交易日两融余额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2023 年 05 月 12 日，近三月（2023 年 2 月~2023 年 5 月）预估基金平均申赎比为 0.99，预估基金申赎比的波动幅度达 23.55%，市场情绪相对稳定。截至 2023 年 05 月 12 日，本周（05.08-05.12）基金申购赎比为 0.97，上周为 0.92；年初至今平均申购赎比为 0.98，2022 年同期为 1.07。

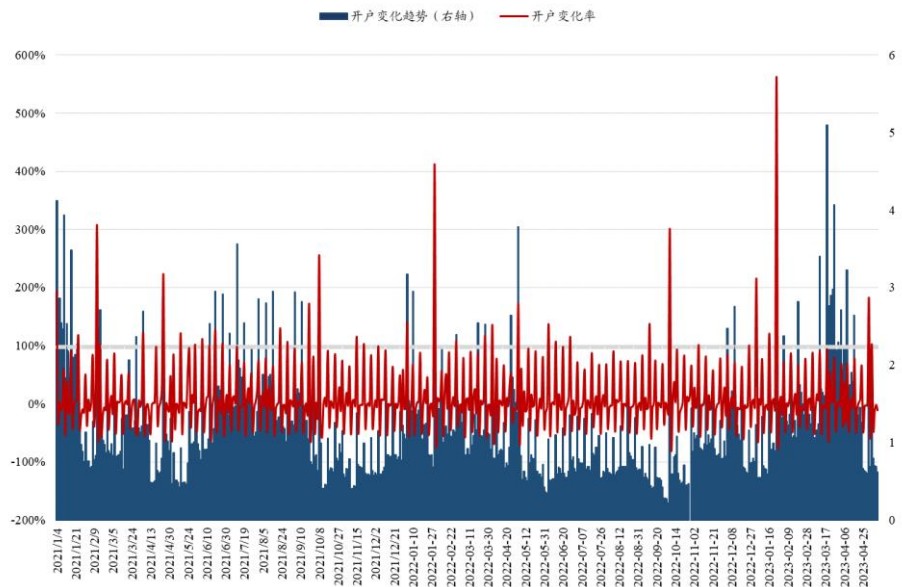
图 5: 2021.01.04~2023.05.12 基金申购赎回情况



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

截至 2023 年 05 月 12 日, 近三月 (2023 年 2 月~2023 年 5 月) 预估证券开户平均变化率为 9.14%, 预估证券开户变化率的波动率达 49.12%, 市场情绪相对稳定。截至 2023 年 05 月 12 日, 本周 (05.08-05.12) 平均开户变化率为 6.77%, 上周为 61.74%; 年初至今平均开户变化率为 15.68%, 2022 年同期为 13.48%。

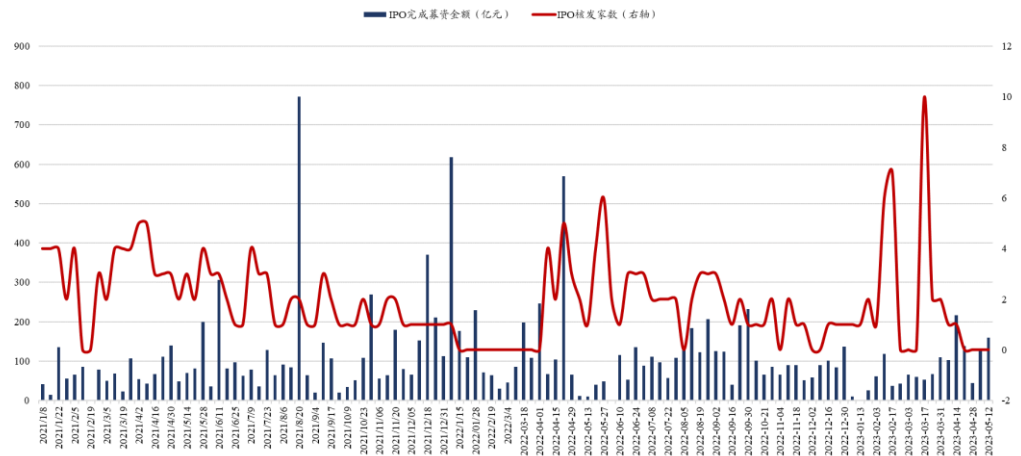
图 6: 2021.01.04~2023.05.12 预估新开户变化趋势



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

本周（05.08-05.12）主板 IPO 核发家数 0 家；IPO/再融资/债券承销规模环比 26%/158%/1248%至 159/32/945 亿元；IPO/再融资/债承家数分别为 7/5/327 家。年初至今 IPO/再融资/债券承销规模 1438 亿元/3247 亿元/31390 亿元，同比-49%/22%/21%；IPO/再融资/债承家数分别为 112/168/10370 家。

图 7：2021.01.08~2023.05.12 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. 行业点评：关注“中特估”下金融板块的投资机遇

事件：本周金融板块持续活跃，我们将主要观点整理如下。

点评：“中特估”复盘——中国特色估值体系的探索与实践。1) “中特估”概念重塑估值认知，助力央国企价值提升。“中特估”概念自 2022 年 11 月提出以来在市场持续爆火，截至 2023 年 5 月 9 日，中特估指数/国企改革指数累计涨幅分别达到 32.93%/13.21%。在我国资本市场当前新兴+转轨特征下，“中特估”对我国央国企估值的纠偏和修复、提升价值认知和定价水平有重要作用。2) 概念爆火并非偶然，系我国改革发展目前客观需要。从宏观来看，通过“中特估”的探索和实践来提高央国企在资本市场的估值水平和融资能力，有利于促进其优化资源配置、提高效率效益，从而为供给侧结构性改革提供有力支撑。从微观来看，“中特估”有利于推动央国企改革和发展。自国家提出“国企改革三年行动方案”以来，央国企改革已成为我国经济体制改革的重要组成部分，“中特估”作为央国企改革和发展的重要推动力，能强有力地深化国资国企改革、提高国企估值、做大做强国企。

政策驱动“中特估”逻辑演化，险企、券商资产端重点受益。1) 考核指标体系新

增 ROE 要求，央企 EPS 面临改善趋势。2023 年 1 月，国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”，旨在引导企业进一步关注现金流以及盈利能力。央企经营效率有望提升，从而带动 EPS 优化。

2) 市值指标重要度提升，推动央国企全面实现企业价值。目前监管将央国企市值纳入考核范围，同时出台多项政策支持央国企上市公司积极进行市值管理，将助力央国企主动提升资产收益水平和稳定性，实现企业价值最大化。

3) 央国企估值目前仍处于历史低位，叠加高股息特征，对于长线资金具有较强吸引力。截至 2023 年 5 月 12 日，中证央企 100/中证国企指数 PB 估值分别为 0.98x/1.20x，历史分位数分别为 13.03%/9.17%，均处于历史低位；万得全 A/中证央企 100/中证国企/中证民企近 12 个月股息率分别为 1.95%/3.79%/2.84%/1.05%，央国企在股息率方面的优势相对突出。

4) 险企、券商是“中特估”股票的主要持有者，资产端充分受益。险企、券商等金融机构在自有资金投资过程中青睐低估值高股息策略，权益资产持仓中含有大量“中特估”标的，因此“中特估”的行情演绎以及央国企估值重构的过程将使得险企、券商在资产端重点受益。

风险提示：1) 国企改革进程低于预期；2) 资本市场大幅波动；3) 主要股东减持风险。

2.2. 保险资管公司 2022 年成绩单出炉

事件：截至 2022 年 5 月 10 日，除大家资产、华夏久盈资产暂未披露年报之外，共有 31 家保险资管公司发布 2022 年年度报告。31 家保险资管公司 2022 年共计实现营业收入 327.23 亿元，实现净利润 141.17 亿元。若剔除两家 2021 年年中成立的保险资管公司，剩余 29 家保险资管公司 2022 年合计营业收入同比下滑超 10%；合计净利润同比下滑超 7%。

营收规模方面，国寿资产、平安资管、泰康资产位列前三，分别实现营业收入约 48.18 亿元、45.37 亿元、44.13 亿元。净利润方面，2022 年有 29 家公司盈利、2 家公司亏损。平安资管、国寿资产、泰康资产、国寿投资是仅有的四家净利润超过 10 亿元的公司，净利润分别为 29.69 亿元、23.61 亿元、16.96 亿元、11.33 亿元。

从净利润增速来看，有同比数据的 29 家保险资管公司分化较大，其中实现正增长的有 15 家，生命资产、长城财富资管、交银康联资管 3 家公司净利润实现翻倍增长；净利润负增长的有 14 家。

值得一提的是，保险资管行业集中度仍然较高，马太效应仍比较明显。上述年度信息披露报告显示，2022 年营业收入超过 10 亿元的保险资管公司包括国寿资产、平安资管、泰康资产、国寿投资、太保资产、太平资产、人保资产、阳光资产、华泰资产、新华资产、建信保险资管，11 家公司合计实现营业收入 274.53 亿元。2022 年净利润超过 5 亿元的保险资管公司包括平安资管、国寿资产、泰康资产、国寿投资、阳光资产、太

平资产、太保资产、新华资产、华泰资产，9家公司合计实现净利润115.75亿元。

近两年，第三方业务成为多家保险资管公司特别是大中型保险资管公司发展的关键词之一，业内不少公司都在发力提升专业化能力、市场化程度、差异化定位。在头部保险资管公司中，多家公司第三方业务规模取得历史性突破。2022年末，泰康资产第三方业务规模已突破1.8万亿元，国寿资产突破5600亿元，平安资管超过5000亿元，新华资产近4800亿元，阳光资产超过4000亿元，太保资产超2700亿元。粗略来计算，上述六家头部公司第三方业务规模在4万亿元以上。

点评：保险资管公司2022年业绩下滑，主要因素包括非标资产业务增长疲弱、权益资产收益不佳导致管理费收入大幅下降等。保险资管公司发力拓展第三方业务，有利于丰富保险资管机构的资金来源，创造更多管理费收入，提升整体盈利能力。未来，保险资管公司仍需要持续强化投资研究、产品设计等核心能力建设，持续提高投资能力的专业性以及产品设计的创新性。

风险提示：1) 宏观经济复苏低于预期；2) 资本市场大幅波动。

3. 公司公告及新闻

3.1. 证监会启动科创50ETF期权上市工作

为健全多层次资本市场产品体系，丰富资本市场风险管理工具，证监会启动科创50ETF期权上市工作。

ETF期权作为全球资本市场基础、成熟、普遍的金融衍生工具，在价格发现、风险管理、完善市场多空平衡机制等方面发挥了重要作用。自2015年2月开展股票期权试点以来，证监会组织沪深交易所先后上市了7只ETF期权，市场运行平稳有序，有效发挥了引入增量资金、稳定现货市场的作用，为进一步丰富ETF期权品种夯实了基础。

科创50ETF期权是我国首只基于科创50指数的场内期权品种，科技创新特色鲜明，与现有ETF期权品种形成良好互补。上市科创50ETF期权，是贯彻落实党的二十大精神、“十四五”规划《纲要》的重大举措，是贯彻落实党中央、国务院关于推进上海国际金融中心建设、支持浦东新区高水平改革开放决策部署的重要安排。上市科创50ETF期权，有利于吸引长期资金配置科创板，激发科创板创新活力，满足多元化的交易和风险管理需求，有助于继续发挥好科创板改革先行先试的示范引领作用，不断提升服务实体经济质效。

证监会一直高度重视ETF期权市场稳健运行和风险防控工作，持续完善制度规则体系，加强运行管理和风险监测。科创50ETF期权上市后，证监会将进一步完善风险防控机制，并根据市场运行情况改进优化，确保科创50ETF期权稳健运行。

3.2. 债券执业评估迎重大调整

近日，中证协修订了《证券公司公司债券业务执业能力评价办法（试行）》，将其改名为《证券公司债券业务执业质量评价办法》，并向行业征求意见，券商需在5月18日前反馈意见。

从规则的更名可以看出，此前中证协主要评价公司债执业质量。如今，规则明确，企业债在过渡期后也将被纳入本评价范围，这是债市执业能力评价标准统一的一大步。企业债过渡期截止日为今年10月21日。此前，企业债发行审核职责在国家发改委，国家发改委每年会发布企业债主承销商信用评价结果。

本次评价方案修订幅度较大，将原来的6项评估指标修订为了3项。最新的3项评估指标是：合规内控、执业质量、服务能力。评价指标满分为100分，其中，合规内控指标满分为35分，执业质量指标满分为35分，服务能力指标满分为30分。而此前的6项评估指标包括：证券公司公司债券业务的人员与制度保障、业务能力、合规展业、风控实效、市场秩序维护、服务国家战略。中证协称，此举是调整评价体系框架，夯实评价打分维度。

另外的一大调整是，本次修订增加了评价打分的主体，不再以中证协为单一评价主体，而是以中证协为牵头单位，证监会债券部、各证监局与沪深交易所分别结合日常监管情况对证券公司债券执业质量进行打分，以全面反映各证券公司债券业务执业质量与服务水平。

原评价体系是对证券公司债券业务的整体衡量，本次修订更加突出对开展债券业务的各环节质量的评价，形成债券项目合规内控，以及承揽、承做、申报、定价配售、信息披露、受托管理、服务实体经济等全业务流程的评价体系。

为增强评价结果的监管可使用性，本次修订进一步优化了评估结果ABC三档的分布，从原来三档30%、50%、20%比例分布，调整为了20%、60%、20%。

此外，为促进A类证券公司在行业中能够真正体现“榜样”作用，保障评价机制的公正性和合理性，在评价基础上强化结果的运用，充分体现“扶优限劣”的导向，本次修订对A类证券公司增加类似“白名单”的基本条件，包括近两年未受到刑事处罚、重大行政处罚，近一年未因重大违法违规事项被采取过监管措施，未因涉嫌违法违规事项正在被立案调查等。

3.3. 174家险企披露一季度偿付能力报告，风险综合评级结果总体稳定

截至5月9日，已有174家保险公司（78家人身险公司、82家财产险公司、14家

再保险公司)披露 2023 年一季度偿付能力报告。整体来看,风险综合评级结果保持稳定,A 类公司占比近三成。统计结果显示,在已披露风险综合评级结果的 167 家公司中,风险小的 A 类公司 48 家,风险较小的 B 类公司 103 家,风险较大的 C 类公司(即中风险公司)13 家,风险严重的 D 类公司(即高风险公司)3 家。

在净利润方面,2023 年一季度,110 家保险公司实现盈利,占比超六成。其中,财产险经营优势进一步强化,盈利的公司达 56 家,占比近七成;随着负债端拐点已现,人力量稳质升,人身险公司经营情况渐有好转,盈利的公司达 44 家,占比近六成。

披露一季度偿付能力报告的 174 家险企中,42 家人身险公司、55 家财产险公司、8 家再保险公司综合偿付能力充足率出现下降,占比约六成。按照《保险公司偿付能力管理规定》,保险公司须同时符合核心偿付能力充足率不低于 50%、综合偿付能力充足率不低于 100%、风险综合评级在 B 类及以上三项指标,方为偿付能力达标。在风险综合评级方面,除个别公司未披露风险评级外,共有 16 家险企最近一次综合风险评级为 C 或 D。人身险公司中,合众人寿、幸福人寿、北大方正人寿、百年人寿、华汇人寿、长生人寿、渤海人寿、三峡人寿等 8 家偿付能力不达标。财产险公司中,华安财险、安华农险、渤海财险、富德产险、珠峰保险、前海财险、安心财险、都邦财险等 8 家公司偿付能力不达标。其中,北大方正人寿、长生人寿和安华农险是不达标的新面孔。

3.4. 上市公司公告

- 1、**招商证券:** 5 月 8 日,招商证券公告,证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 300 亿元公司债券的注册申请。
- 2、**中金公司:** 5 月 8 日,中金公司公告,证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 100 亿元公司债券的注册申请。
- 3、**东北证券:** 截至 2023 年 4 月 30 日,公司借款余额为 281.78 亿元,较 2022 年年末借款余额 226.73 亿元增加 55.05 亿元,累计新增借款占上年末净资产比例为 29.51%,超过 20%。
- 4、**中国人寿:** 公司发布保费收入公告,2023 年 1 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日期间,累计原保险保费收入约为人民币 3573 亿元,同比增长 4.0%。
- 5、**浙商证券:** 王青山因个人原因向公司董事会申请辞去董事、总裁及其他相关职务。经公司第四届董事会第十次会议决定,由公司董事会秘书张晖代为履行总裁职务。目前,公司经营一切正常。

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>

