

# 中特估金融与AI+双线机会

## 非银金融最新投资策略

证券分析师：罗惠洲 SAC NO:S1120520070004

2023年5月16日

# 目录

---

- 01 2023年以来非银行情复盘
- 02 中特估/金特估标的梳理
- 03 AI+保险/财富管理
- 04 投资要点总结与风险提示

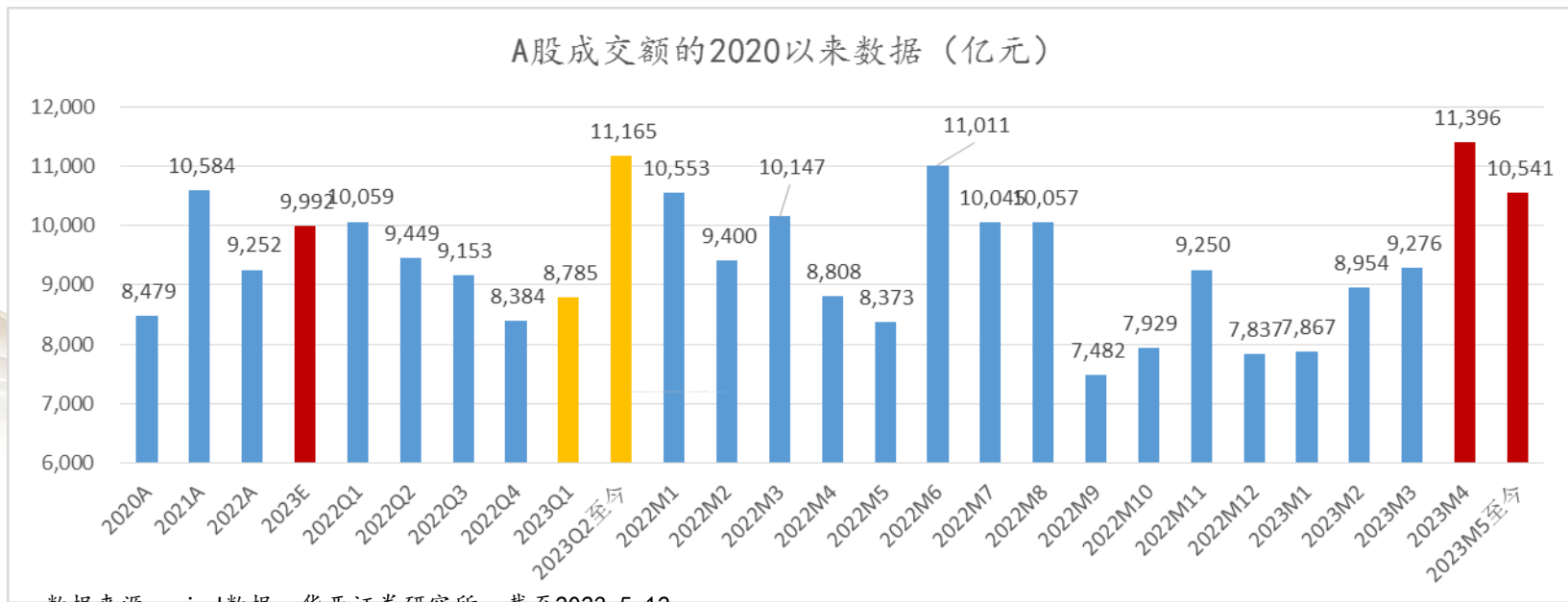


## 01 非银金融行情复盘

市场资金  
行业板块走势

## 1.1. 市场资金：交投活跃

- 2023年以来内地股市成交额日均9513亿元，一季度日均8785亿元，二季度至5月12日的日均11165亿元，较2022年全年日均9252亿元/2022Q1日均10059亿元/2022Q2日均9449分别+2.82%、-12.67%、+18.16%。

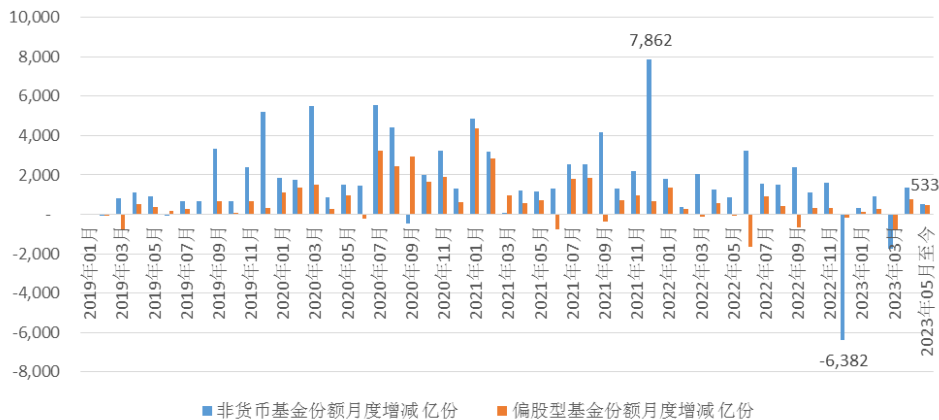


数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

## 1.1. 市场资金：新发基金

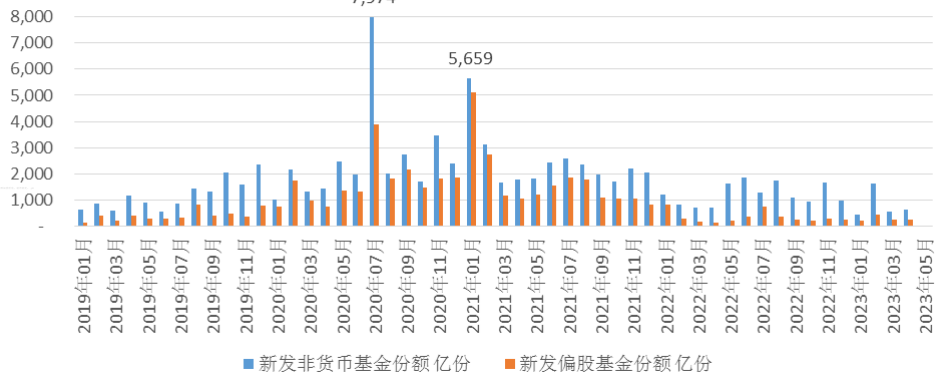
- 2023年1-4月，非货币基金份额增加825亿份，偏股型基金份额增加396亿份，较2022年底存量份额增幅分别为0.61%和0.67%。
- 新发基金：2023年1-4月，非货币基金新发3271亿份，同比少发5.8%；偏股型基金新发1146亿份，同比少发18.2%。

基金份额月度变化



数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

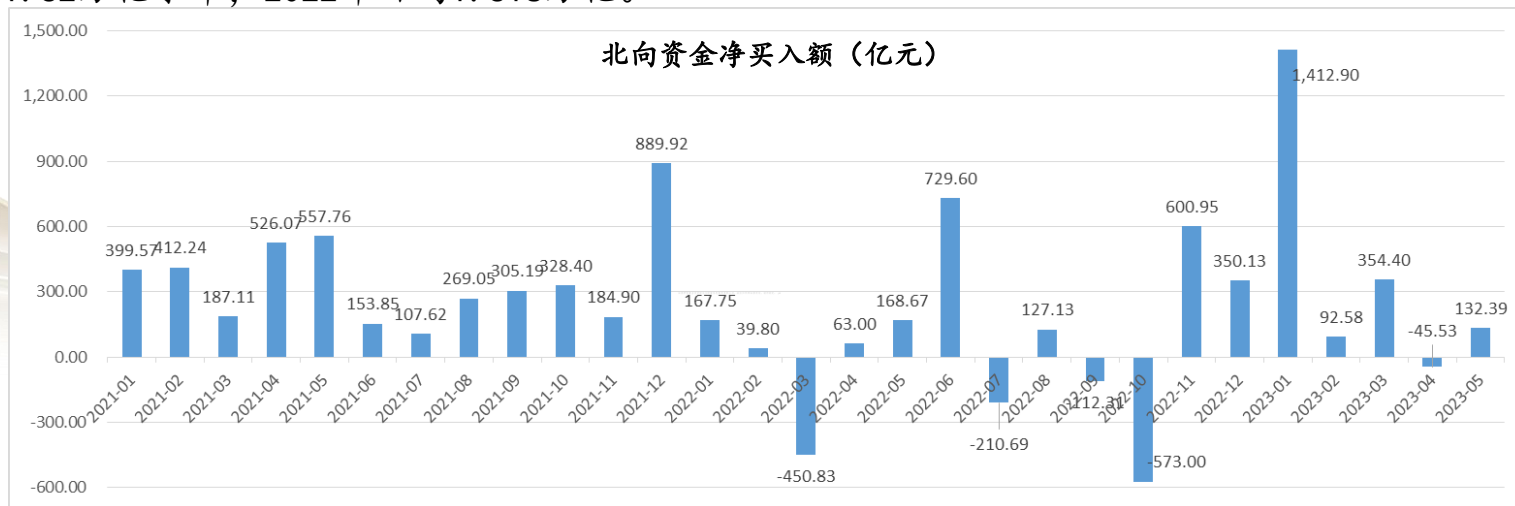
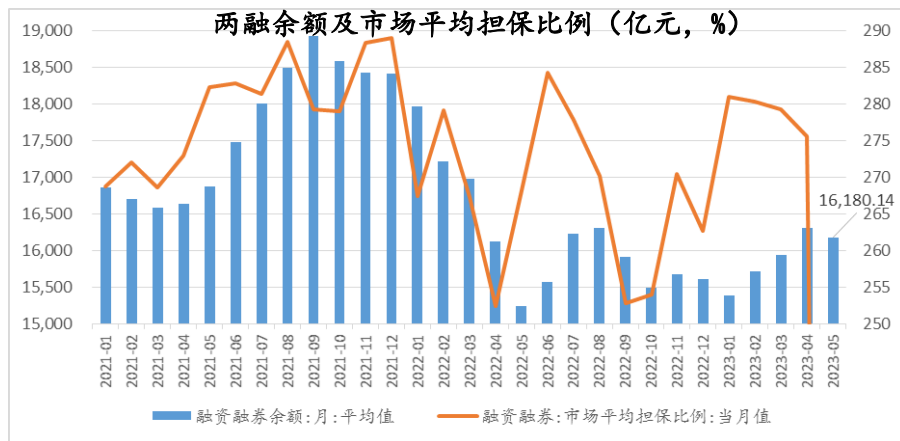
新发基金份额情况



数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

## 1.1. 市场资金：北上与两融

- 沪深港通：北向资金5月以来净流入132亿元，今年以来净流入1906亿元。2019/2020/2021/2022年北向净流入分别为3517/2089/4322/900亿元。
- 两融：从2021年9月的1.92万亿下降至2023年5月的1.62万亿水平，2022年日均1.618万亿。



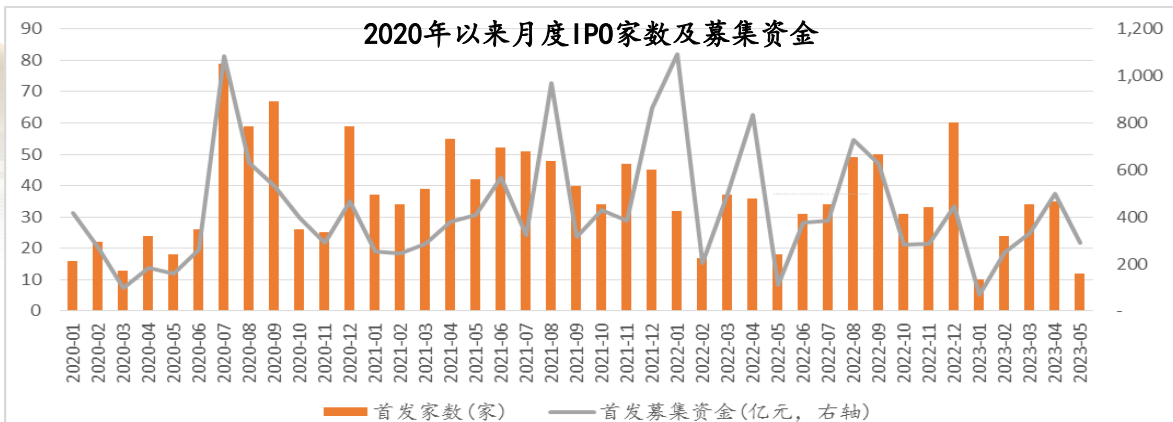
数据来源：  
wind数据，  
华西证券研  
究所，截至  
2023-5-12。

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-15。



## 1.1. 市场资金：融资

- 债券发行：2023年以来发行企业债146只，募集1128亿元（占比0.46%）；公司债1730只，募集1.32万亿元（占5.33%）；资产支持证券1385只，募集5480亿元（占2.22%）；可转债44只，募集644亿元。同业存单发行额9.22万亿元，占比37.31%。
- 股权融资：2023年以来IPO 115家（月均26家）、IPO募集资金1443亿元（为2022年的25%）；定增136家、定增募集3210亿元；配股2家、配股募集22亿元。首发募集超50亿的IPO，2020/2021/2022年分别有7/8/11家，2023年以来有3家（陕西能源/晶合集成/中芯集成）。



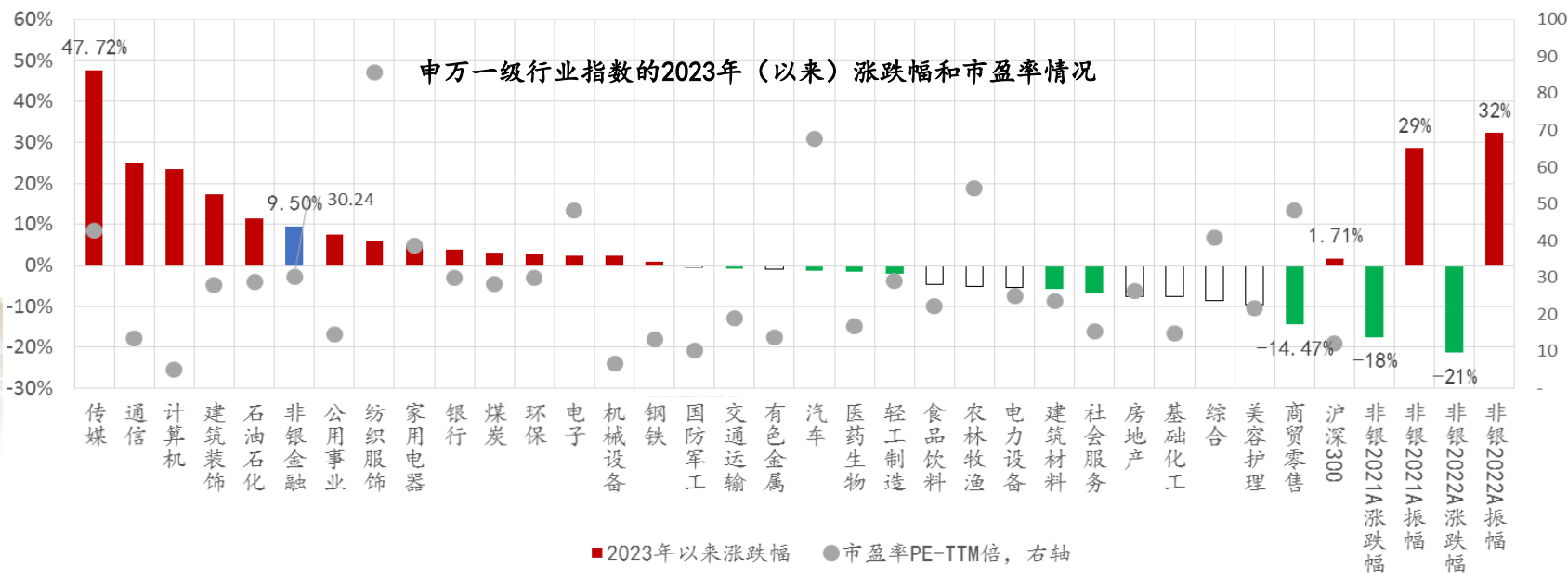
数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

类别	发行只数	发行额(亿元)	面额比重(%)
国债	66	32,553	13.17
地方政府债	698	28,523	11.54
央行票据	4	200	0.08
同业存单	10,346	92,198	37.31
金融债	732	38,909	15.74
企业债	146	1,128	0.46
公司债	1,730	13,160	5.33
私募债	1,300	8,807	3.56
一般公司债	430	4,354	1.76
中期票据	1,089	9,960	4.03
短期融资券	2,138	20,233	8.19
一般短期融资券	266	1,958	0.79
超短期融资债券	1,872	18,275	7.39
定向工具	488	3,125	1.26
国际机构债	2	25	0.01
政府支持机构债	8	800	0.32
资产支持证券	1,385	5,480	2.22
银保监会主管ABS	114	1,007	0.41
交易商协会ABN	205	983	0.40
证监会主管ABS	1,066	3,490	1.41
可转债	44	644	0.26
可分离可转债	0	-	0.00
可交换债	11	200	0.08
合计	18,887	247,138	100.00

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

## 1.2. 非银金融行业行情复盘：I级行业

➤ 2023年初以来，非银金融上涨9.50%，排名6/31，跑赢沪深300指数（+1.71%）7.79个百分点。



数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12收盘。



## 1.2. 非银金融行情复盘：板块

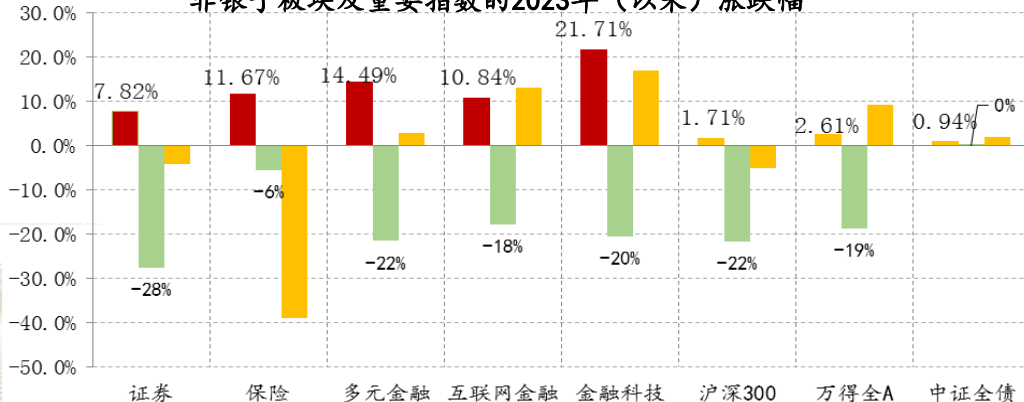
非银子板块及重要指数的2023年（以来）涨跌幅

二级板块：

- 多元金融 (+14.49%，第23/125)，中特估/低估值高股息，如中油资本+52%、中粮资本+31%、江苏国信+24%；
- 保险 (+11.67%，排名27/125)，负债端拐点向上+低估值，如新华保险+31%、中国太保+29%；
- 证券 (+7.82%，第34/125)，全面注册制+低估值标的，如信达证券+31%、中国银河+29%、申万宏源+20%。
- AI+金融概念领涨：金证股份+84%、同花顺+77%、财富趋势+77%、浪潮信息+65%、大智慧+43%、顶点软件+26%。
- 金融科技：+22%，指数为54家金融领域的技术服务、设备制造等公司的等权重价格指数。
- 互联网金融：+11%，指数为40家第三方支付平台、金融软件企业、部分电商平台及其他通过互联网进行金融创新企业的等权重价格指数。

指数代码	简称	区间涨跌幅	指数代码	简称	区间涨跌幅
801780.SI	银行	3.87%	000001.SH	上证指数	5.93%
801790.SI	非银金融	9.50%	399006.SZ	创业板指	-4.02%
801193.SI	证券	7.82%	000688.SH	科创50	5.65%
801194.SI	保险	11.67%	881001.WI	万得全A	2.61%
801191.SI	多元金融	14.49%	000016.SH	上证50	-0.16%
884136.WI	互联网金融	10.84%	000300.SH	沪深300	1.71%
8841000.WI	金融科技	21.71%	H01001.CSI	中证全债	0.94%

非银子板块及重要指数的2023年（以来）涨跌幅



■ 2023年以来涨跌幅    ■ 2022年涨跌幅    ■ 2021年涨跌幅

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。



## 02 中特估/金特估标的梳理

央企 > 国企集团/地方国资

持股比例高

估值低、分红率高

保险、券商、金控

## 2.1. 保险估值：长债利率走势

- 保险负债端的固定收益再配置收益与长债利率正相关，板块行情与利率正相关。
- 十年期国债利率于2023-5-12为2.7139%，750日移动平均当前为2.9465%，十年期国债收益率在今年初为2.84%水平，在2020年5月为2.56-2.76%水平，短期移动平均的下降幅度收窄。



数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

## 2.1. 保险估值：仍有修复空间

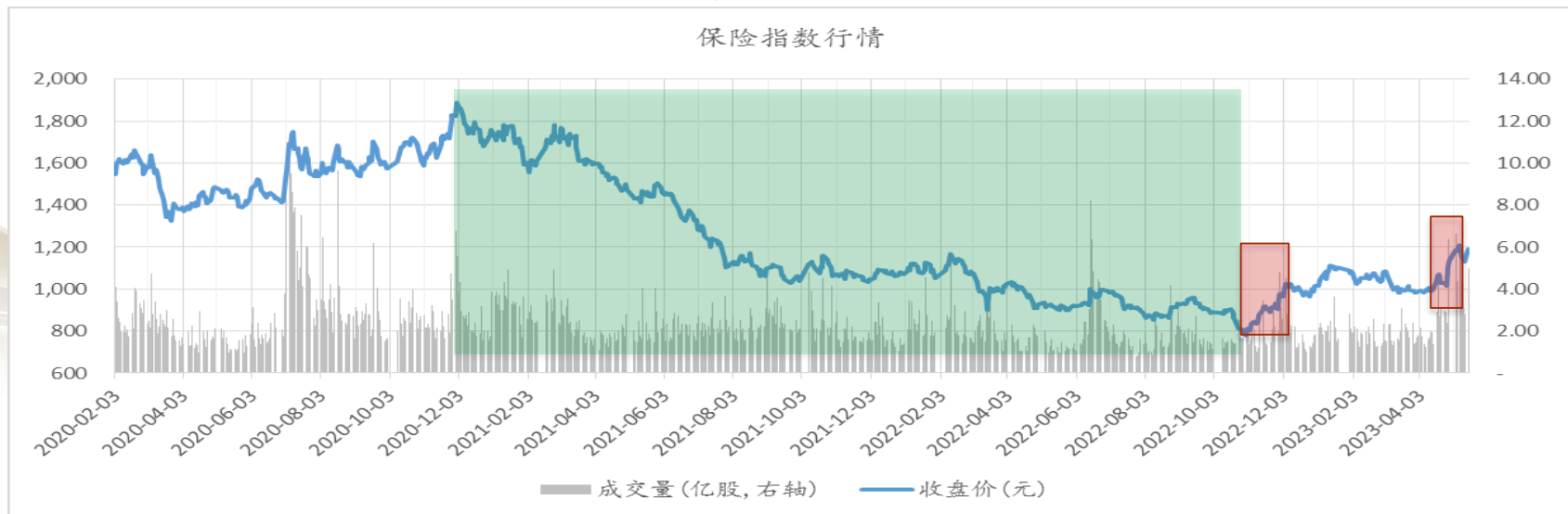
- 保险板块估值0.45 - 0.93 倍2023E P/EV，仍有修复空间，建议配置。
- 影响因素：1) 2022年11月地产融资政策边际放松；2) 收益率3.5%产品的监管指导；3) 代理人增员情况；4) 经济向好，长债利率上行。
- 风险提示：1) 地产项目风险；2) IFRS 17对负债端账面的冲击，普惠健康险的替代效应。

证券代码	证券简称	股价，元	每股内含价值EVPS，元				1年NBV，元			
			2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
601318.SH	中国平安-A	51.27	76.34	77.89	82.49	86.07	2.07	1.58	1.68	1.95
601628.SH	中国人寿-A	39.19	42.56	43.54	46.26	49.05	1.58	1.27	1.32	1.38
601336.SH	新华保险-A*	39.52	82.97	81.93	87.66	94.02	1.92	0.78	1.31	1.31
601601.SH	中国太保-A	31.65	51.80	54.01	56.92	61.95	1.39	0.96	1.59	1.89
601319.SH	中国人保-A*	6.35	6.09	6.23	6.86	7.54	0.07	0.06	0.07	0.07
证券代码	证券简称	股价，元	P/EV，倍				VNB倍数，倍			
			2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
601318.SH	中国平安-A	51.27	0.67	0.66	0.62	0.60	-12.09	-16.88	-20.73	24.84
601628.SH	中国人寿-A	39.19	0.92	0.90	0.85	0.80	-2.13	-3.41	-7.48	26.87
601336.SH	新华保险-A	39.52	0.48	0.48	0.45	0.42	-22.67	-54.60	-41.60	27.92
601601.SH	中国太保-A	31.65	0.61	0.59	0.56	0.51	-14.45	-23.37	-19.05	15.75
601319.SH	中国人保-A	6.35	1.04	1.02	0.93	0.84	3.56	1.99	-18.29	88.69

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。\*注：标\*的上市险企的每股内含价值采用Wind一致预测数据。

## 2.2. 保险行情：低估值/高股息率

- 保险板块自2020年12月初指数1886点深幅下跌，至2022年10月底780点，跌幅59%；
- 2022年11月受益于地产融资政策边际放松，保险指数上涨31%至2022年12月初的1025点；
- 2023年4月中旬中特估行情叠加负债端复苏，保险指数从995点上涨20%至最新的1191点。





## 2.2. 保险行情：中特估≈低估值/高股息率

- 保险板块估值10.43倍PE，1.15倍PB，市净率在过去十年最低9.81%分位，在125个申万二级行业中排名第30。
- 分红比例：五家标黄A股险企的2020-2022年累计单位分红2.45元/股，3年累计单位分红/3年股价均值约6.23%
- 央企国企持股。

证券代码	证券简称	前3名股东 中国有股比 例 %	第一大股东	2023-4-14 以来涨跌幅 %	市盈率 PE 倍	市净率 PB 倍	2020-2022年 累计单位分 红 元	2020-2022年累 计单位分红/平 均股价 %
601319.SH	中国人保	73.52	中华人民共和国财政部	18.91	10.26	1.15	0.32	5.33
601628.SH	中国人寿	70.88	中国人寿保险(集团)公司	16.19	31.84	2.40	1.29	3.74
2328.HK	中国财险	68.98	中国人民保险集团股份有限公司	13.01	7.24	0.91	-	-
601336.SH	新华保险	43.43	中央汇金投资有限责任公司	23.15	8.01	1.01	2.83	6.05
601601.SH	中国太保	27.40	香港中央结算(代理人)有限公司	14.26	9.89	1.23	2.30	7.60
601318.SH	中国平安	5.27	香港中央结算(代理人)有限公司	13.63	9.24	1.03	5.50	8.45
000627.SZ	天茂集团		新理益集团有限公司	5.57	103.43	0.82	0.02	0.36



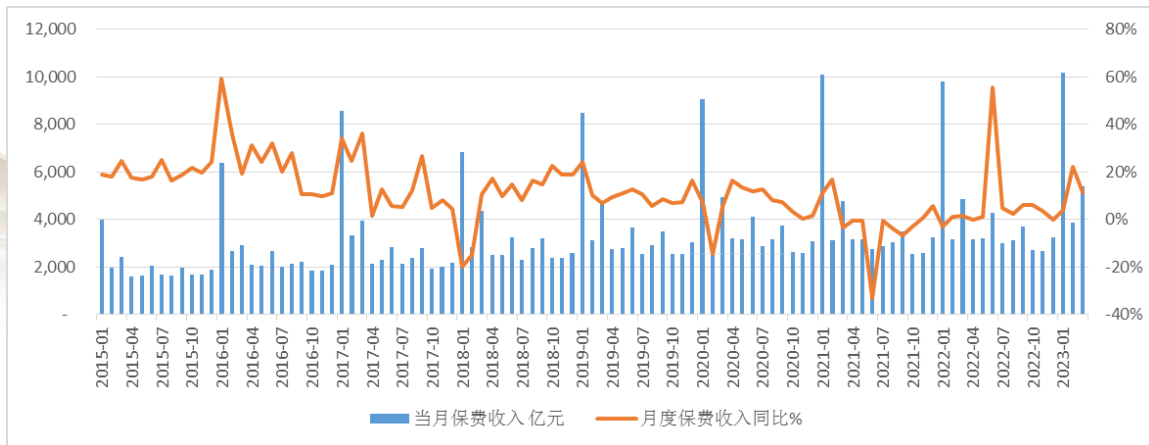
## 2.3. 保险基本面：负债端复苏趋势，银保渠道爆发

保费收入具有明显的季节特征。疫情防控期间，保险公司通过**增额终身寿险**维护代理人规模稳定。在低利率环境、理财净值化背景下，能够长周期、“锁定3.5%复利”的产品有较强竞争力。

- ▶ 单月：2023年3月，原保费收入5411亿元，yoy+12%。
- ▶ 累计值：2023年1-3月，行业原保费收入19457亿元，同比增加9%。

银行客户对收益确定性较高的保险理财类产品需求明显提升，2023年开门红的新单回暖有望延续。

图表 自2015年以来的月度保费收入（亿元）及同比（%）



## 2.3. 保险基本面：险企负债端趋势向上

- ✓ 寿险方面，2023Q1中国人寿、平安寿险、太保寿险、人保寿险、太平寿险及新华寿险累计保费收入分别同比+3.9%、5.6%、-2.6%、-0.6%、0.8%、-0.2%；3月中国人寿、平安寿险、太保寿险、人保寿险、太平寿险及新华寿险保费收入分别同比+10.2%、+7.8%、+6.2%、+54.2%、+9.7%、-0.5%。
- ✓ 财险方面，2023Q1平安财险、太保财险、人保财险、太平财险、众安在线累计保费收入分别同比+5.4%、+16.8%、+10.2%、+19.6%、+21.0%；3月平安财险、太保财险、人保财险、太平财险、众安在线保费收入分别同比+5.9%、13.8%、11.7%、12.1%、29.5%。

图表 上市险企经营和估值情况

	内含价值 寿EV 22A	PEV 2023 预测	PB	AH溢价率 %	Q1NBV增速	Q1净利润 亿元	Q1代理人 万人	Q1代理人 环比
中国平安	14,238	0.65	1.03	3.48	8.80%	383.5	40.4	-9.20%
中国人寿	12,305	0.92	2.40	201.20	7.70%	273.5	66.2	-0.90%
新华保险	2,556	0.47	1.01	95.14		69.2		
中国太保	5,196	0.59	1.23	49.10	16.60%	116.3		
中国人保	2,755	0.96	1.15	127.44		117.2		

资料来源：Wind, 银保监会，险企一季报，华西证券研究所。\*注：新华保险、中国人保的PEV采用wind一致预测的内含价值数据计算。

## 2.3. 保险基本面：IFRS17重塑负债端

### IFRS 9 新金融工具准则



- 三个方面：分类和计量，预期信用损失模型，套期会计。影响保险资金运用。
- 2006年，我国采用IAS 39号，按持有目的分四类-1) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 2) 持有至到期投资 3) 可供出售金融资产 4) 贷款及应收账款；计量-市值法或摊余成本法；
- 2017年，财政部会计司发布会计准则22、23、24修订稿，与IFRS 9 基本一致。
- 分类按合同现金流测试和业务模式测试标准-1) 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI) =可供出售 2) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL) 3) 以摊余成本计量的金融资产 (AC)

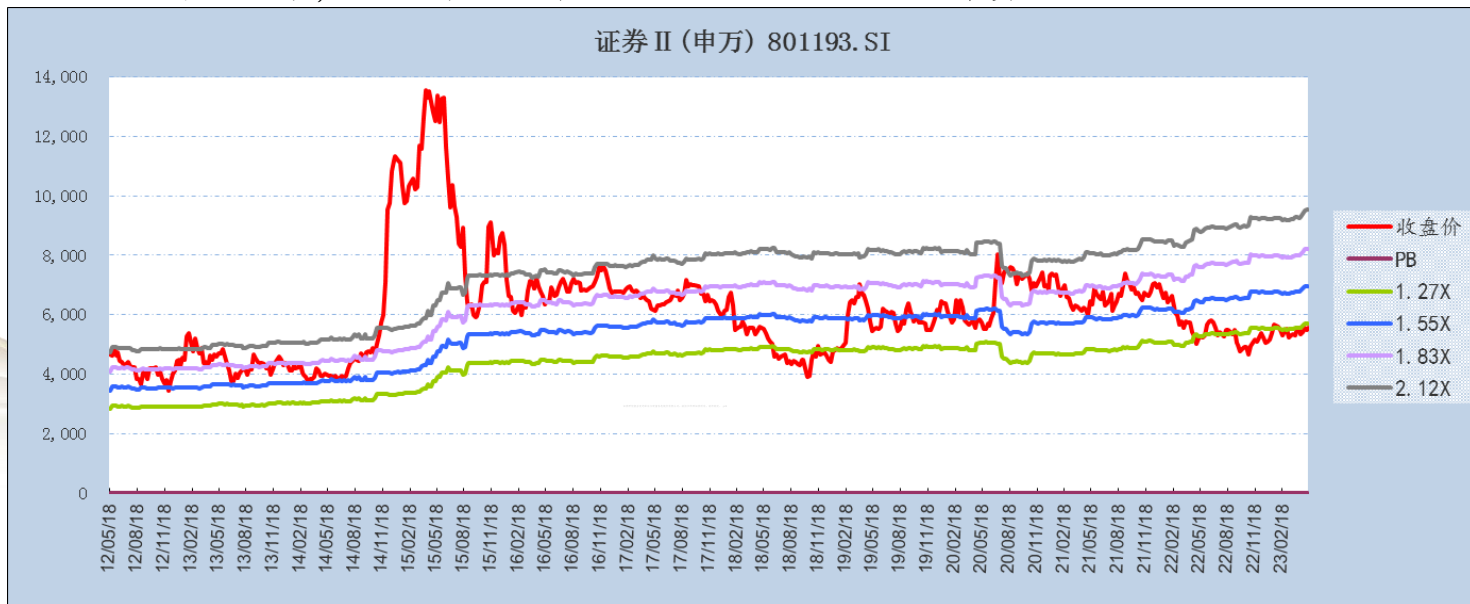
### IFRS 17 保险合同



- 20年探索，美英日不认可。境外上市2023-1-1；境内2026-1-1。
- 此前，我国采用IFRS 4过渡。财政部《企业会计准则第25号—保险合同》。寿险公司保费收入由三部分构成，即原保险保费收入、保户投资款新增交费和投连险独立账户新增交费。
- 保险姓保、保险本源，挤出原保费收入（70%）水分。
- 保险公司必须分拆保险合同中可明确区分的投资成分和其他非保险投资成分，其对应的保费也不得计入保险服务收入。
- 投资连结保险中的管理费收入被确认为保险服务收入。

## 2.4. 券商估值：十年底部区域

- 券商整体市净率1.22倍，在过去十年8.10%分位数，仍在底部区域。
- 低估值是交易的结果，反映潜在上升空间。行业面临让利、降费挑战。



数据来源:wind数据, 华西证券研究所, 截至2023-5-12。



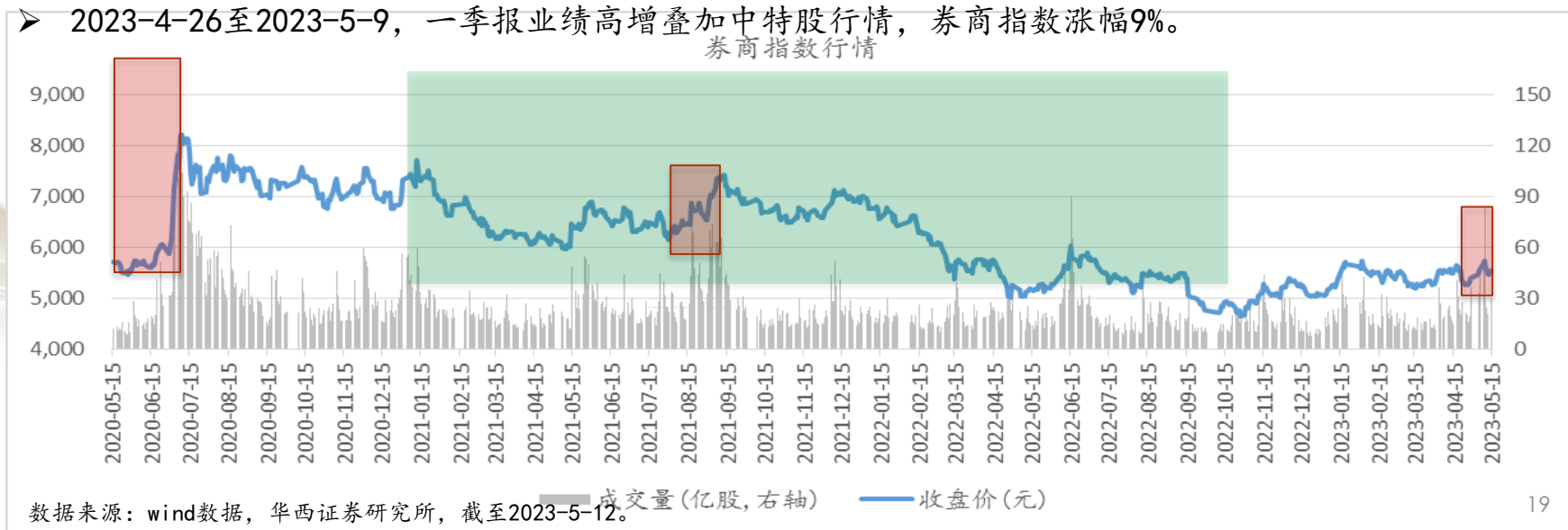
上市券商市净率当前值与2018年10月的比较（标黄为当前PB低于2018年10月低点）

序号	证券代码	证券简称	市净率PB (MRQ)	市净率PB (MRQ)2018.10	十年市净率分位数 %	年初以来涨跌幅 %	序号	证券代码	证券简称	市净率PB (MRQ)	市净率PB (MRQ)2018.10	十年市净率分位数 %	年初以来涨跌幅 %
1	600837.SH	海通证券	0.77	0.75	9.77	14.27	28	000987.SZ	越秀资本	1.31	1.07	20.02	20.87
2	600155.SH	华创阳安	0.81	0.68	5.76	6.77	29	600030.SH	中信证券	1.32	1.20	15.21	9.59
3	601688.SH	华泰证券	0.89	1.27	9.38	14.52	30	601901.SH	方正证券	1.34	1.02	14.37	11.29
4	000728.SZ	国元证券	0.92	0.75	9.17	12.48	31	601375.SH	中原证券	1.35	1.31	13.86	10.16
5	601555.SH	东吴证券	0.94	0.75	9.54	12.10	32	601881.SH	中国银河	1.42	0.93	45.88	32.19
6	601211.SH	国泰君安	0.95	1.06	9.19	13.32	33	600918.SH	中泰证券	1.44		29.13	17.32
7	000686.SZ	东北证券	0.96	0.78	12.95	16.31	34	601788.SH	光大证券	1.45	0.76	57.69	17.82
8	600864.SH	哈投股份	0.97	0.49	30.76	21.28	35	002670.SZ	国盛金控	1.46	1.31	7.24	12.15
9	002926.SZ	华西证券	0.99	1.04	20.92	15.01	36	601878.SH	浙商证券	1.59	1.42	6.57	7.05
10	600061.SH	国投资本	1.01	0.79	13.03	20.19	37	600621.SH	华鑫股份	1.62	1.09	11.02	11.42
11	000750.SZ	国海证券	1.04	0.87	9.25	8.11	38	600517.SH	国网英大	1.69	1.24	15.54	18.18
12	600369.SH	西南证券	1.04	0.87	7.05	5.60	39	601456.SH	国联证券	1.71		7.12	-7.38
13	601198.SH	东兴证券	1.06	1.16	12.01	12.95	40	002797.SZ	第一创业	1.74	1.67	11.42	8.53
14	600109.SH	国金证券	1.08	0.93	7.20	5.75	41	601236.SH	红塔证券	1.74		16.36	15.54
15	000776.SZ	广发证券	1.09	0.99	3.13	2.65	42	601990.SH	南京证券	1.88	1.78	15.34	8.45
16	601377.SH	兴业证券	1.09	0.79	14.60	16.90	43	601696.SH	中银证券	1.90		14.87	7.76
17	000783.SZ	长江证券	1.10	0.88	13.18	14.63	44	600095.SH	湘财股份	1.98	1.65	10.86	10.58
18	601108.SH	财通证券	1.11	1.21	12.97	10.81	45	601099.SH	太平洋	2.00	1.16	19.88	7.00
19	002673.SZ	西部证券	1.11	1.42	9.83	11.82	46	600906.SH	财达证券	2.26		16.53	4.36
20	002736.SZ	国信证券	1.16	1.20	4.91	8.00	47	601995.SH	中金公司	2.50		29.64	15.18
21	601162.SH	天风证券	1.17		23.74	11.15	48	601066.SH	中信建投	3.02	1.16	32.30	16.04
22	600909.SH	华安证券	1.19	1.23	13.50	11.33	49	601136.SH	首创证券	3.05		13.04	-21.35
23	600958.SH	东方证券	1.21	1.06	21.95	18.57	50	601059.SH	信达证券	3.06		23.19	31.99
24	000166.SZ	申万宏源	1.22	1.30	14.13	19.60	51	300059.SZ	东方财富	3.80	4.03	3.80	-0.20
25	002500.SZ	山西证券	1.23	1.13	11.06	13.77	52	000712.SZ	锦龙股份	4.28	2.02	53.04	5.18
26	600999.SH	招商证券	1.25	1.20	12.75	11.05	53	002945.SZ	华林证券	5.85		32.79	7.90
27	002939.SZ	长城证券	1.29		11.60	7.97	54	300803.SZ	指南针	11.59		30.30	10.15

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-15。

## 2.5. 券商行情：全面注册制/降本增效/低估值

- 2020-6-15至2020-7-9，券商板块涨幅46%，受益于财富管理和同业并购/打造“航母级券商”预期。
- 2021-7-30至2021-9-16，券商板块涨幅21%，受益于注册制试点推开、北交所。
- 2022-10-28指数收盘4662点，距2020年高点跌幅43%。随后至2023-2-1，券商受益于市场反弹和全面注册制预期，指数涨幅20%。
- 2023-4-26至2023-5-9，一季报业绩高增叠加中特股行情，券商指数涨幅9%。





## 2.5. 券商行情：央企 国企股东梳理

- 第一大股东为央企/国企集团/省及直辖市，或第一大股东为地方国资且前三名股东中国有股比例超过50%的20家上市券商，剔除新股2家。
- 平均市净率1.52倍PB，且仍有破净个股。
- 分红比例：3年累计单位分红/3年股价均值约2.84%。

证券代码	证券简称	前3名股东中国有股比例 %	第一大股东	市盈率 PE 倍	市净率 PB 倍	2020-2022年累计单位分红元	2020-2022年累计单位分红/平均股价 %	2023-4-26至5-9涨跌幅 %
601059.SH	信达证券	82.99	中国信达资产管理股份有限公司	39.40	3.03	-	-	12.65
601198.SH	东兴证券	53.63	中国东方资产管理股份有限公司	39.48	1.05	0.43	3.87	10.63
601696.SH	中银证券	52.44	中银国际控股有限公司	38.03	1.87	0.13	0.75	13.19
601881.SH	中国银河	51.99	中国银河金融控股有限责任公司	14.68	1.38	0.53	4.72	47.91
000166.SZ	申万宏源	46.39	中国建投投资有限责任公司	31.96	1.22	0.20	3.90	11.39
601995.SH	中金公司	40.11	中央汇金投资有限责任公司	26.07	2.52	0.48	0.90	16.56
601788.SH	光大证券	25.15	中国光大集团股份有限公司	21.46	1.34	0.39	2.17	16.42
601066.SH	中信建投	65.37	北京金融控股集团股份有限公司	24.62	2.92	0.77	2.20	13.30
601108.SH	财通证券	35.33	浙江省金融控股有限公司	19.48	1.10	0.40	3.49	9.88
601211.SH	国泰君安	29.00	上海市国有资产经营有限公司	11.27	0.94	1.24	7.19	6.69
601377.SH	兴业证券	27.79	福建省财政厅	17.15	1.07	0.36	4.19	6.01
601136.SH	首创证券	82.39	北京首都创业集团有限公司	57.43	3.01	-	-	12.80
002736.SZ	国信证券	72.53	深圳市投资控股有限公司	13.02	1.16	0.73	6.14	7.54
601236.SH	红塔证券	62.20	云南合和(集团)股份有限公司	40.53	1.72	0.26	1.65	9.71
601878.SH	浙商证券	57.72	浙江上三高速公路有限公司	22.26	1.56	0.30	2.29	9.01
600621.SH	华鑫股份	57.26	上海仪电(集团)有限公司	33.45	1.59	0.28	1.69	7.49
600906.SH	财达证券	56.53	唐山钢铁集团有限责任公司	59.31	2.24	0.18	1.45	7.88
002939.SZ	长城证券	56.15	华能资本服务有限公司	25.03	1.28	0.25	2.12	6.13
600864.SH	哈投股份	54.38	哈尔滨投资集团有限责任公司	-38.02	0.93	0.07	0.99	13.54
600918.SH	中泰证券	52.94	枣庄矿业(集团)有限责任公司	34.00	1.42	0.17	1.36	5.01
002673.SZ	西部证券	48.47	陕西投资集团有限公司	37.50	1.10	0.18	2.09	9.70
002500.SZ	山西证券	46.71	山西金融投资控股集团有限公司	28.20	1.22	0.23	3.17	9.58
600369.SH	西南证券	44.29	重庆渝富资本运营集团有限公司	39.27	1.03	0.18	3.61	9.59
600909.SH	华安证券	41.36	安徽省国有资本运营控股集团有限公司	16.45	1.18	0.22	3.21	7.07
000728.SZ	国元证券	41.32	安徽国元金融控股集团有限责任公司	12.98	0.92	0.38	4.61	7.36
002926.SZ	华西证券	39.84	泸州老窖集团有限责任公司	22.57	0.98	0.21	2.01	12.88
601990.SH	南京证券	38.55	南京紫金投资集团有限责任公司	42.11	1.84	0.23	1.82	3.94
002670.SZ	国盛金控	33.10	江西省交通投资集团有限责任公司	-44.75	1.44	-	-	7.12
601456.SH	国联证券	32.99	无锡市国联发展(集团)有限公司	36.97	1.68	0.22	1.51	6.75
600958.SH	东方证券	31.61	申能(集团)有限公司	21.03	1.19	0.50	4.15	4.68
000750.SZ	国海证券	31.32	广西投资集团有限公司	45.66	1.03	0.16	3.18	8.98
601555.SH	东吴证券	26.82	苏州国际发展集团有限公司	16.58	0.93	0.33	3.61	5.36
002797.SZ	第一创业	22.70	北京首都创业集团有限公司	53.85	1.72	0.08	0.96	7.54
601162.SH	天风证券	22.62	湖北宏泰集团有限公司	-31.41	1.16	0.01	0.21	12.80
601375.SH	中原证券	21.55	香港中央结算(代理人)有限公司	115.89	1.33	0.06	1.09	7.11
601688.SH	华泰证券	20.52	江苏省国信集团有限公司	10.84	0.88	0.85	4.86	9.26
600030.SH	中信证券	19.75	香港中央结算(代理人)有限公司	14.82	1.30	0.94	3.67	9.75

## 2.6. 券商基本面：Q1业绩高增，Q2仍延续

- 成交活跃、指数向上、两融增加，助力券商Q2业绩。
- 上市券商再融资/杠杆放开的政策预期。

部分指数的行情指标

部分指数区间涨跌幅%	2023年4月至今	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
上证指数	1.52	5.94	1.58	-10.03	4.04	-10.14
创业板指	-3.49	2.25	0.59	-17.32	4.22	-19.96
科创50	-3.74	12.67	-0.16	-13.87	-0.62	-20.68
万得全A	-1.81	6.47	1.88	-11.41	4.26	-13.40
上证50	0.48	1.01	1.01	-13.26	4.90	-11.13
沪深300	-0.98	4.63	1.16	-13.94	5.43	-14.20
中证全债	0.83	0.15	-1.00	0.92	0.27	-0.03

2023年二季度市场指标及同比环比数据

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

	2023年4月至今	2023Q2E	2023Q2E同比%	2023Q2E环比%	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
A股成交额（亿元）	290,298	658,754	18%	27%	518,303	503,063	594,961	557,489	583,423
交易天数	26	59			59	60	65	59	58
A股日均成交额（亿元）	11,165	11,165	18%	27%	8,785	8,384	9,153	9,449	10,059
北上资金净值（亿元）	86.86	86.86	-91%	-95%	1860	378.1	-196	961	-243.3
两融规模均值（亿元）	16,271	16,271	4%	4%	15,713	15,604	16,153	15,642	17,373
偏股型基金份额变化（亿份）	1190	1190	由负转正	由负转正	-347	512	667	-1097	1537
IPO新发家数	47	94	11%	38%	68	124	133	85	86
IPO新发募集规模（亿元）	792	1,584	20%	143%	651	1013	1737	1320	1799

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

## 2.7. 多元金融+中特估：低估值/各有主题

### 多元金融的央企国企股东梳理

证券代码	证券简称	前3名股东中国有股比例 %	第一大股东	市盈率 PE 倍	市净率 PB 倍	2020-2022年累计单位分红元	2020-2022年累计单位分红/平均股价 %	2023-4-26至5-9涨跌幅 %
000617.SZ	中油资本	81.21	中国石油天然气集团有限公司	19.88	1.09	0.32	5.20	27.52
000958.SZ	电投产融	76.11	国家电力投资集团有限公司	24.94	1.32	0.12	2.47	9.86
600517.SH	国网英大	73.02	国网英大国际控股集团有限公司	23.58	1.66	0.13	1.88	16.91
600061.SH	国投资本	63.61	国家开发投资集团有限公司	13.04	1.00	0.35	3.20	17.81
002423.SZ	中粮资本	62.78	中粮集团有限公司	16.40	1.15	0.22	2.69	28.63
000666.SZ	经纬纺机	58.32	中国纺织机械(集团)有限公司	16.86	0.70	0.20	2.15	14.24
600390.SH	五矿资本	51.01	中国五矿股份有限公司	9.54	0.64	0.57	9.16	23.80
600705.SH	中航产融	47.52	中国航空工业集团有限公司	20.97	1.03	0.37	8.93	17.87
002608.SZ	江苏国信	86.96	江苏省国信集团有限公司	-765.27	0.97	0.20	2.96	7.79
600783.SH	鲁信创投	69.57	山东省鲁信投资控股集团有限公司	18.97	2.15	0.36	2.47	10.02
000987.SZ	越秀资本	66.26	广州越秀集团股份有限公司	13.70	1.31	0.45	3.51	9.80
600927.SH	永安期货	65.66	财通证券股份有限公司	30.18	2.11	0.28	1.11	9.50
600283.SH	钱江水利	59.44	中国水务投资有限公司	23.11	2.04	0.30	2.25	6.28
600120.SH	浙江东方	54.77	浙江省国际贸易集团有限公司	12.75	0.90	0.18	3.17	7.99
600266.SH	城建发展	50.47	北京城建集团有限责任公司	75.50	0.56	0.20	4.01	14.69
600704.SH	物产中大	42.60	浙江省国有资本运营有限公司	7.43	0.87	0.36	5.96	7.37
600755.SH	厦门国贸	37.30	厦门国贸控股集团有限公司	5.51	0.92	0.96	13.01	6.61
600643.SH	爱建集团	17.37	上海均瑶(集团)有限公司	23.32	0.73	0.48	6.38	8.62

数据来源：wind数据，华西证券研究所，截至2023-5-12。

## 2.8. 中特估：逻辑与行情展望

央企金控平台的经营数据

证券代码	证券简称	第一大股东	第一大 股东持 股比 例 %	主营业务 2022年报	总市值 亿元	市盈率PE TTM 倍	市净率PB 倍
000617.SZ	中油资本	中国石油天然气集团有限 公司	77.35	商业银行:44.53%;财务公司:38.7%; 金融租赁:8.89%;其他:6.24%;信托业 务:1.64%	1,071	19.88	1.09
002423.SZ	中粮资本	中粮集团有限公司	62.78	保险:66.07%;期货:27.57%;信 托:6.25%;其他:0.11%	216	16.40	1.15
000958.SZ	电投产融	国家电力投资集团有限公 司	53.25	电力业务:72.04%;信托业务:15.64%; 期货业务:6.57%;保险经纪业 务:4.16%;其他:0.85%;资管业 务:0.73%	248	24.94	1.32
600390.SH	五矿资本	中国五矿股份有限公司	47.07	信托公司:39.96%;租赁公司:30.48%; 证券公司:16.64%;期货公司:13.21%	265	9.54	0.64
600705.SH	中航产融	中国航空工业集团有限公 司	39.84	租赁公司业务:59.99%;信托公司业 务:16.35%;证券公司业务:11.39%;财 务公司业务:9.8%;其他业务:3.72%;期 货公司业务:0.28%;内部抵销:-1.54%	385	20.97	1.03

数据来源：  
wind数据，  
华西证券研  
究所，截至  
2023-5-12。

- 五家金融控股类公司中，部分金控的市净率PB低于1倍，市盈率在20倍以下，但盈利能力持续改善。中国特色估值体系下，受益标的包括服务农业产融的中粮资本、服务军工产融的中航产融，以及中油资本、五矿资本、电投产融等。



## 2.8. 中特估：逻辑与行情展望

- 2022年11月21日，证监会主席易会满于2022金融届论坛年会上表示，需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要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。
- 在当前复杂的国际政治、经济形势下，尤其是
  - 1) 欧美部分银行被收购等事件冲击资本市场；
  - 2) 人民币国际化进程持续推进的背景下，
- 国内金融机构的强监管、合规经营、高分红，受到更多国内外投资者的关注。

部分已发行国企央企基金

我们认为中特估行情的持续性需要观察1) 主题ETF规模和是否有增量资金，2) 是否有相关政策支持（如央企国企盈利能力提升或改革计划）。

证券代码	证券简称	发行日期	基金成立日
560073. CF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	2023-05-15	
560703. CF	广发中证国新央企股东回报ETF	2023-05-15	
561963. CF	招商中证国新央企股东回报ETF	2023-05-15	
018294. CF	景顺长城国企价值A	2023-05-08	
018295. CF	景顺长城国企价值C	2023-05-08	
561583. CF	华泰柏瑞中证中央企业红利ETF	2023-05-04	
017987. CF	易方达国企主题A	2023-04-17	2023-05-05
017988. CF	易方达国企主题C	2023-04-17	2023-05-05



### 03 AI+保险/财富管理

数据的标准化、程序化处理

AI技术应用降成本、扩业务



### 3.1. AI+金融产业链

理想的AI金融产业链状态：AI+金融应用服务海量金融业务场景

- 计算机视觉：人脸识别、安防、文本OCR重复操作；
- 机器学习：海量表单数据处理，风控、精准营销、投研投顾，协助异常交易行为识别。
- 知识图谱：复杂关系推理，风控、营销、客服、流程优化。
- 智能语音与对话式AI
- 自然语言处理：营销、客服、智能投顾、智能保险投保和理赔。

协同并行的AI+金融应用

应用层：面向金融各类业务场景，改善金融业务痛点，提升金融业务运行水平



技术层

算法研发：AI模型生产



基础层

算法：模型工具准备

数据：数据资源管理

算力：AI算力基础

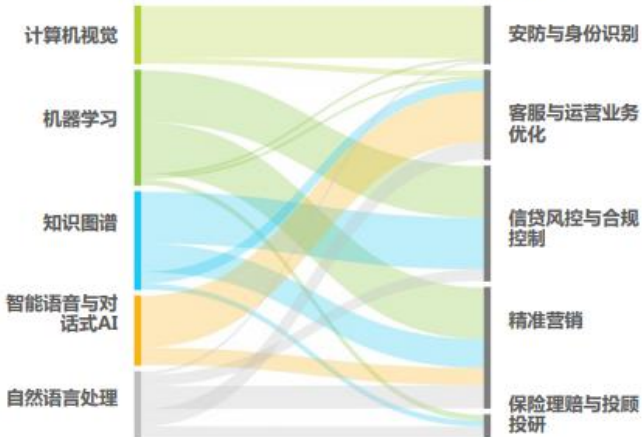


数据来源：艾瑞咨询《中国AI+金融行业发展的研究》，华西证券研究所。

### 3.2. AI+金融应用场景

在人工智能应用场景中，金融（尤其是财富管理）领域，数据的可获得性、可标准化程度较高，能够为客户提供较低成本、定制化产品组合建议，满足客户对投资的多维度需求，比如基金经理履历、历史业绩、投资风格、擅长领域，基金产品规模、投向、机构持仓比例、重仓股权重等。从财富管理产业链的角度，AI技术的运用，一方面可以大幅降低客户经理、买方投顾的工作量，另一方面定制化服务的可获得性扩大，挖掘了更广泛的财富管理需求。

AI+金融产品与应用场景适配情况



定制化对接保障需求和保险产品组合方案有望成为AI极佳应用场景。AI算法、大数据、云计算让定制化保险产品组合方案成为了可能，且一旦这类服务的成本下降，定制化保险组合方案将服务每一个有保障需求的客户，成为普惠金融的一部分。针对客户个性化的身体状况、保障需求范围、附加医疗服务、保障期限、资产配置等因素，配备恰当的保险产品组合，这在代理人展业过程中，1) 需要长时间反复交流，沟通成本较高，2) 依赖代理人对所在险企产品的了解广度，且较难实现跨公司的产品组合，3) 部分第三方保险经纪公司具备保险产品方案定制化的能力，但仍难应对复杂度较高的保障需求（比如保障期限内不同阶段的保障范围变化，精细化的附加医疗服务需求的组合）。AI算法叠加高质量的底层数据（保险产品精算假设、非标体的健康险、全市场保险产品的保障范围、条款及定价），可以在较短时间为客户生成定制化方案，一方面满足现有客户精细化、定制化保障，另一方面激发更大的潜在保障需求，并实现保险行业负债端的快速增长和代理人成本的下降。

数据来源：艾瑞咨询《中国AI+金融行业发展研究》，华西证券研究所。



## 04 投资要点总结与风险提示

- 保险：寿险负债端拐点向上且复苏仍在继续，银保渠道储蓄型产品增速较大。资产端面临长债收益率低位的压力，监管对于“3.5%利率”产品的收紧有望改变险企“内卷”局面。经历了2年多的下跌，上市险企估值仍有修复空间。关注AI+应用场景丰富的中国平安。
- 券商：一季报业绩高增，且有望延续到二季度。全面注册制重塑投行业务条线，研究定价能力强、承销渠道丰富的龙头券商将受益。券商整体市净率1.22倍，在过去十年8.10%分位数。我们看好券商板块在直接融资服务经济的职能、以及财富管理促进内循环的作用。建议挖掘央企国企股东、估值低、分红率高的标的，以及在金融科技投入较大、有望受益于AI+财富管理的龙头券商。
- 多元金融：央企金控平台和央国企其他金融业态，有望得到估值上修。中特估/金特估的行情持续性仍要观察是否有增量资金进场、是否有国企央企相关政策指引。金融科技板块仍将跟随AIGC主题演绎，作为底层数据标准化程度高、人员密集型服务的金融行业，或将较大程度受益于AI技术带来的成本降低和业务扩容。



## 4.2. 风险提示

- 美联储超预期加息、中美利率倒挂时间和幅度超预期、人民币兑美元汇率大幅波动风险、欧债风险、流动性影响、新兴市场资金外流风险；
- 国内流动性宽松进程不及预期；政策方向与市场理解出现分歧的风险；
- A股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险；
- 证券行业降费、让利的幅度超预期风险；
- 地产债务违约风险、地产复苏不及预期、保险行业新单保费增速不及预期、利率超预期波动风险。



### 分析师与研究助理简介

罗惠洲（非银金融组长）：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%	
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。