

非银行金融行业跟踪：深化债券注册制改革指导意见出台，直接融资体系日臻完善

2023年6月27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续增 600 亿至 1.07 万亿；两融余额（6.20）微增至 1.61 万亿。周中证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》和《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，从发行主体层面和发行中介层面深化债券注册制改革。前者主要针对发行全流程的合法合规，优化发行流程，完善制度安排，强化债券存续期管理等业务执行层面进行规范；后者主要加强对证券公司、会计师事务所、律师事务所、信用评级&资产评估机构的执业监管。债券发行作为国内企业上市融资的重要一环，和股权融资有效互补，是发展实体经济的重要途径，稳健推进债券注册制改革亦是金融市场改革的核心环节。股、债市场注册制改革有望持续优化资本市场融资环境，进而对二级市场构成积极影响，有望在长期流动性层面和市场信心层面形成有效正反馈。

保险：我们认为，“后疫情时期”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，持续提振产品销售，未来有望达到一个更高的“稳态”，而近期银行存款利率下行、3.5%预定利率产品的多渠道推动或将令储蓄型保险产品延续销售“小高峰”，居民侧保险覆盖面有望持续扩大。但年初以来全社会消费的“弱复苏”对保险需求能否持续释放的影响需要重视，保费收入能否和新业务价值实现共振是年内核心关注点之一。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，伴随需求的有效释放，人身险和财产险将协同发力，当前的基本面改善有望延续，进而使板块估值修复成为中期主题。

板块表现：6月19日至6月21日3个交易日非银板块整体下跌3.70%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业22/31；其中证券板块下跌3.23%，保险板块下跌4.64%，均跑输沪深300指数（-2.51%）。个股方面，券商涨幅前五分别为太平洋（-1.91%）、哈投股份（-1.95%）、东兴证券（-1.96%）、华林证券（-2.14%）、申万宏源（-2.16%），保险公司涨跌幅分别为中国平安（-4.03%）、天茂集团（-4.78%）、新华保险（-5.26%）、中国人保（-6.18%）、中国人寿（-6.44%）、中国太保（-6.60%）。

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	86	1.81%
行业市值(亿元)	58714.33	6.46%
流通市值(亿元)	44165.83	6.25%
行业平均市盈率	15.57	/

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

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554130

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070005

1. 行业观点

证券：

本周市场日均成交额环比续增 600 亿至 1.07 万亿；两融余额（6.20）微增至 1.61 万亿。周中证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》和《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，从发行主体层面和发行中介层面深化债券注册制改革。前者主要针对发行全流程的合法合规，优化发行流程，完善制度安排，强化债券存续期管理等业务执行层面进行规范；后者主要加强对证券公司、会计师事务所、律师事务所、信用评级&资产评估机构的执业监管。债券发行作为国内企业上市融资的重要一环，和股权融资有效互补，是发展实体经济的重要途径，稳健推进债券注册制改革亦是金融市场改革的核心环节。股、债市场注册制改革有望持续优化资本市场融资环境，进而对二级市场构成积极影响，有望在长期流动性层面和市场信心层面形成有效正反馈。

继上周日均成交额回归万亿后，本周三个交易日延续增量态势。在周末外部事件快速平息的背景下，成交额的稳步修复和央行在公开市场层面的流动性呵护有望对当前市场和证券板块构成正向催化，低估值高 beta 的证券板块估值有望得到修复。

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 1.2xPB，仍处于低估区间，建议重点关注。

保险：

我们认为，“后疫情时期”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，持续提振产品销售，未来有望达到一个更高的“稳态”，而近期银行存款利率下行、3.5%预定利率产品的多渠道推动或将令储蓄型保险产品延续销售“小高峰”，居民侧保险覆盖面有望持续扩大。但年初以来全社会消费的“弱复苏”对保险需求能否持续释放的影响需要重视，保费收入能否和新业务价值实现共振是年内核心关注点之一。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

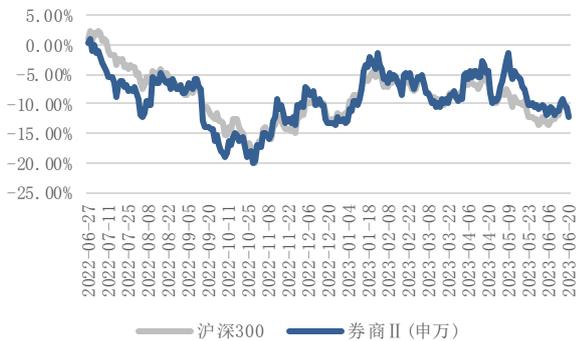
险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。我们预计，伴随需求的有效释放，人身险和财产险将协同发力，当前的基本面改善有望延续，进而使板块估值修复成为中期主题。

此外，险企在分红方面的积极表现有望提振市场信心，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手，且在“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

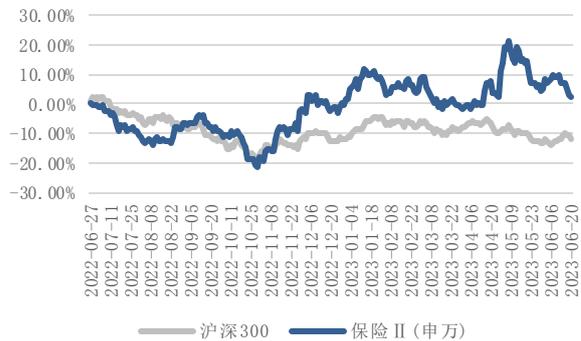
6 月 19 日至 6 月 21 日 3 个交易日非银板块整体下跌 3.70%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 22/31；其中证券板块下跌 3.23%，保险板块下跌 4.64%，均跑输沪深 300 指数 (-2.51%)。个股方面，券商涨幅前五分别为太平洋 (-1.91%)、哈投股份 (-1.95%)、东兴证券 (-1.96%)、华林证券 (-2.14%)、申万宏源 (-2.16%)，保险公司涨跌幅分别为中国平安 (-4.03%)、天茂集团 (-4.78%)、新华保险 (-5.26%)、中国人保 (-6.18%)、中国人寿 (-6.44%)、中国太保 (-6.60%)。

图1：申万 II 级证券板块走势图



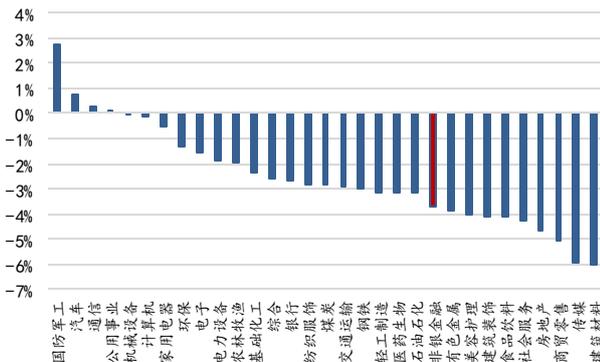
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万 II 级保险板块走势图



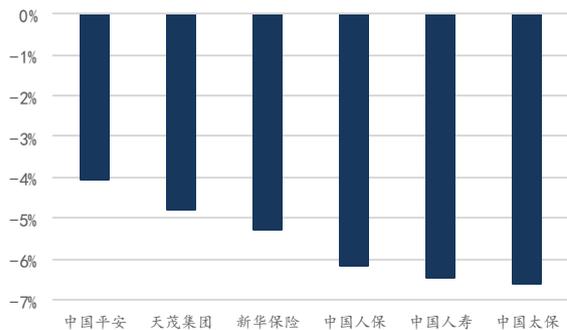
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



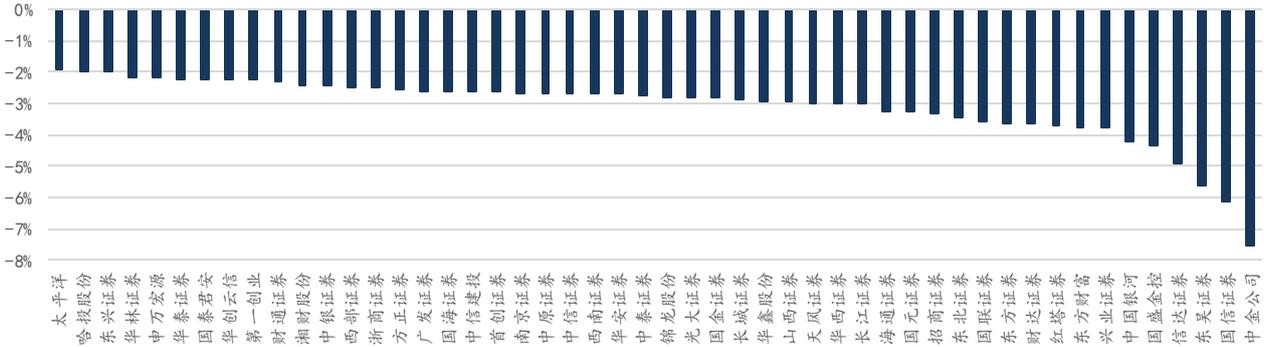
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

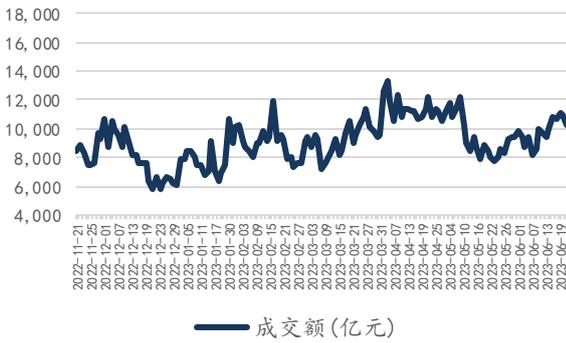
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

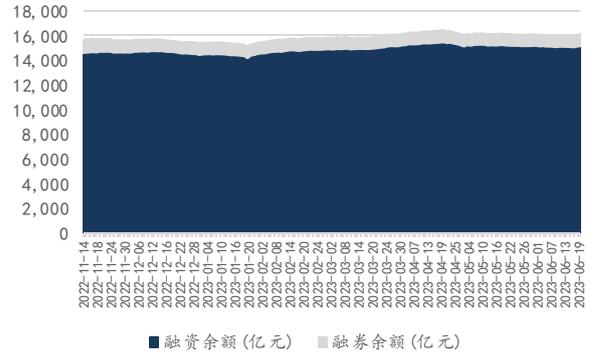
6月19日至6月21日3个交易日合计成交金额32241.43亿元，日均成交金额10747.14亿元，北向资金合计净流出3.26亿元。截至6月20日，沪深两市两融余额16,137.74亿元，其中融资余额15,162.70亿元，融券余额975.04亿元。

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（6月19日-6月25日）

部门或事件	主要内容
中国人民银行	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023年6月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.2%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。

资料来源：中国人民银行货币政策司，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（6月19日-6月25日）

个股	摘要	主要内容
中信证券	对外提供担保	公司发布关于间接子公司发行中期票据并由全资子公司提供担保的公告。本公司境外全资子公司中信证券国际的附属公司CSI MTN Limited于2022年3月29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，此中票计划由中信证券国际提供担保。发行人于2023年6月16日在中票计划下发行一笔票据，发行金额1,180万美元。本次发行后，发行人在中票计划下已发行票据的本金余额合计4.174亿美元
国泰君安	权益分派	公司发布2022年年度权益分派实施公告。公司A股每股现金红利0.53元(含税)，股权登记日为2023年6月28日，现金红利发放日为2023年6月29日
国泰君安	调整可转债转股价格	公司发布关于根据2022年度权益分派方案调整国君转债转股价格的公告。调整前的转股价格为人民币17.77元/股，调整后的转股价格为人民币17.24元/股，价格调整实施日期为2023年6月29日。
湘财股份	股东减持	公司发布股东集中竞价减持股份结果暨权益变动超过1%的公告。截至2023年6月19日，新湖集团通过集中竞价方式减持公司股份57,089,618股，占公司总股本的1.997%。本次减持后新湖集团持有公司股份1,004,690股，占公司总股本的0.035%。截至本公告日，本次减持时间区间届满。
指南针	高级管理人员减持	公司发布高级管理人员股份减持计划期限届满的公告。公司于2023年6月19日收到陈岗先生出具的《股份减持计划实施进展情况的告知函》，减持期间，陈岗先生通过集中竞价交易减持公司股份304,700股，占公总股本的0.075%，本次减持后仍持有公司股份915,015股，占公司总股本的0.225%。截至2023年6月16日，陈岗先生披露的减持计划期限已届满。
中国太保	权益分派	公司发布2022年年度分红派息实施公告。A股每股现金红利人民币1.02元(含税)，股权登记日为2023年6月28日，现金红利发放日为2023年6月29日。
江苏金租	对外提供担保	公司发布关于为项目公司提供担保的公告。2023年6月16日，公司与中信银行股份有限公司南京分行签订《保证合同》，为汇盛租赁的相关贷款提供担保，担保金额为1,285.96万美元，承担连带担保责任；2023年6月19日，公司与中国光大银行股份有限公司南京分行签订《保证合同》，为汇和租赁、汇逸租赁、汇泰租赁的相关贷款提供担保，担保金额分别为1,210万美元、1,230万美元、1,500万美元，均承担连带担保责任。
南京证券	非公开发行	公司发布南京证券股份有限公司向特定对象发行A股股票预案(修订稿)。本次向特定对象发行A股股票数量不超过本次发行前公司总股本的30%，按公司审议本次发行的董事会决议日的总股本计算即不超过1,105,908,310股，公司控股股东紫金集团拟认购金额为5.00亿元。本次向特定对象发行A股股票募集资金总额不超过50.00亿元，用于投资银行业务，提升赋能和服务实体经济能力不超过5.00亿元；用于财富管理业务，完善财富管理服务和产品体系，增强财富管理综合服务能力不超过5.00亿元；用于购买国债、地方政府债、企业债等证券，助力社会经济增长，服务实体经济发展不超过5.00亿元；用于资产管理业务，提升资产管理业务主动管理能力，满足客户理财投资需求不超过5.00亿元；增加对另类子公司和私募子公司的投入，用于期权投资、科创板和创业板跟投不超过10.00亿元，偿还债务及补充其他营运资金，增强风险抵御能力不超过13.00亿元。

个股	摘要	主要内容
招商证券	设立分公司	公司发布第七届董事会第三十二次会议决议公告。会议审议并通过了关于设立武汉科技分公司的议案，同意公司设立武汉科技分公司（最终名称以工商登记为准），授权公司经营管理层全权办理分公司的设立等相关事宜
江苏金租	权益分派	公司发布 2022 年年度权益分派实施公告。公司 A 股每股现金红利 0.35 元（含税），每股转增股份 0.4 股，股权登记日为 2023 年 6 月 28 日，现金红利发放日 2023 年 6 月 29 日。
江苏金租	调整可转债转股价格	公司发布关于实施权益分派调整可转债转股价格公告。调整前转股价格为 5.07 元/股，调整后转股价格为 3.37 元/股，本次转股价格调整实施日期为 2023 年 6 月 29 日
海通证券	全资子公司参与设立基金	公司发布关于公司全资子公司参与设立基金暨关联交易的公告。公司的全资子公司海通开元投资有限公司拟与公司的关联人上海国盛（集团）有限公司、中国太平洋保险（集团）股份有限公司共同参与设立上海海通引领区产业引导母基金合伙企业（有限合伙）（暂定名），本次交易构成关联交易。海通引领区产业基金的形式为有限合伙企业，认缴出资总额为人民币 40 亿元。全体合伙人原则上按照 25% 的比例在投资期分四期缴付出资，首期实缴出资总额为人民币 10 亿元。认缴出资总额中海通开元拟作为普通合伙人出资人民币 13 亿元，出资比例为 32.5%，出资来源为自有资金。
国泰君安	关联方共同投资	公司发布关于与关联方共同投资暨关联交易的公告。公司全资子公司国泰君安创新投资有限公司拟与中国太平洋保险（集团）股份有限公司及包括上海浦东引领区投资中心（有限合伙）在内的其他第三方出资人共同发起设立上海浦东引领区国泰君安科创一号私募基金合伙企业（有限合伙）（暂定名），本基金目标总规模 100 亿元，首期目标规模 40 亿元，目前意向出资规模为 41 亿元。国泰君安创新投资有限公司普通合伙人认缴出资额为 12 亿元。
江苏金租	对外提供担保	公司发布关于为项目公司提供担保的公告。2023 年 6 月 20 日，公司与中国光大银行股份有限公司南京分行签订《保证合同》，为汇鼎租赁的相关贷款提供担保。汇鼎租赁是本公司经中国银保监会江苏监管局批准后，为开展跨境船舶租赁业务而在境内保税地区设立的全资项目公司。本次担保额度为 2,320 万美元，承担连带责任保证担保。
陕国投 A	股东参与转融通出借	公司发布关于持股 5% 以上股东参与转融通证券出借业务的公告。持有本公司股份 857,135,697 股（占本公司总股本 16.76%）的股东陕西交控资产管理有限责任公司计划在本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内，以所持本公司股份参与转融通证券出借业务，计划出借股份不超过 51,139,000 股（占本公司总股本 1%）。
锦龙股份	股东解除质押及质押	公司发布关于股东股份解除质押及质押的公告。公司股东新世纪公司、朱凤廉本次解除质押股份数量为 40,000,000 股，占公司总股本的 4.46%；上述二者合计质押公司股份数量为 40,000,000 股，占公司总股本的 4.46%。
锦龙股份	收到控股子公司分红	公司发布关于收到控股子公司分红款的公告。公司控股了公司中山证券股东会审议通过了《2022 年度利润分配预案》，中山证券股东会同意以 1,780,000,000 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.40 元（含税）。近日，本公司收到中山证券现金分红款共 168,895,133.40 元。
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 6 月 23 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 3.900 万美元，约为人民币 2.76 亿元。
海德股份	获批开展新业务	公司发布关于全资子公司获批开展接入人民银行征信系统工作的公告。经中国人民银行征信中心批准，公司全资子公司海德资管获得开展接入金融信用信息基础数据库工作的批复。

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：成交量重回万亿，继续关注证券板块	2023-06-20
行业普通报告	证券行业：基金投顾业务转常规，券商财富管理再下一城——证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定（征求意见稿）》公开征求意见点评	2023-06-13
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策层面或可有更多期待，继续关注证券板块	2023-06-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：市场交易显著回暖，建议关注证券板块	2023-06-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：板块已调整三周，当前时点更宜乐观	2023-05-29
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：成交额加速回落，建议继续关注低估值高股息保险标的	2023-05-23
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：流动性短期承压，非银板块表现或现分化	2023-05-15
行业普通报告	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	2023-05-08
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

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