



Research and  
Development Center

看好金融板块，重申配置价值

非银金融

2023年7月30日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：010-83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号：S1500523040001

联系电话：18966729660

邮箱：ranzhaobang@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师

执业编号：S1500522110005

联系电话：16621184984

邮箱：liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 看好金融板块，重申配置价值

2023年07月30日

### 本期内容提要：

- 我们认为“活跃资本市场+改善资产质量+经济企稳预期”是大势所趋，再次重申金融板块配置价值：
- 保险：政策定调超预期，顺周期的保险板块有望充分受益。1H23 保险板块保费持续保持高景气，资产端有望充分受益稳增长和宏观经济回暖，资产负债两端同时有望表现从而推动板块估值持续回升。1) 政治局会议定调积极，当前资产端具有较为强烈的改善预期，宏观经济持续复苏预期下，长端利率有望企稳回升对估值形成支撑。2) 地产支持政策和防范化解地方债务方案有望逐步消除市场对于险企投资敞口的担忧。3) 首提“活跃资本市场，提振投资者信心”，权益市场有望表现并直接利好保险投资端和自身估值表现。负债端有望保持高景气，全年业绩确定性较高。上市险企寿险 6 月保费增速环比加速，前期市场有所担心“预定利率下调”时点和“炒停售”的持续时间也逐步落地。在即将启动的顺周期背景下，我们全面看好负债端保持高景气、资产端有望复苏的保险板块。
- 证券：期待投资端政策增量，证券行业或迎戴维斯双击。本周受政治局会议超预期提出的“活跃资本市场，提振投资者信心”的表态影响，券商行业估值明显受到催化。政治局会议前后，券商估值从 1.30XPB 升至 1.46XPB，当前估值处于三年历史的 41%分位，估值修复明显。我们认为，一方面，近期公募基金费率改革落地将近，降费影响逐渐明晰，券商估值压制因素落地；另一方面，延续 6 月以来对于资本市场投资功能修复的政策主线，我们预计后续市场投资端或将迎来增量配套政策，加速居民财富转移。叠加房地产政策的温和转向和经济修复政策的陆续出台，券商行业有望实现估值和盈利修复的“戴维斯双击”。
- 银行：政策面+基本面+资金面多重利好共振，积极把握增配机遇。政治局会议定调积极，稳增长信号进一步增强，短期有望加强逆周期调节力度，长期将扎实推动经济高质量发展，利好银行基本面改善。其中 1) 政策聚焦扩大内需与提振信心，我们预计，随着消费刺激政策陆续出台，银行的消费信贷和信用卡需求有望逐步提升；而随着投资者信心增强、资本市场交投活跃度提升，银行代销基金、理财等相关产品的中间业务收入也有望增厚；2) 本次政治局会议对地产和化债政策进行调整优化，叠加 7 月以来“金融 16 条”延期、在超大特大城市积极稳步推进城中村改造、“认房不认贷”等政策暖风频吹，我们认为，在监管底线思维下，房地产和地方隐性债务系统性风险有望降低，压制银行估值的风险担忧有望缓释。整体来看，银行基本面稳中向好、高分红，且持仓和估值均处于历史低位，有望获得长久期资金青睐。建议积极把握银行股增配机遇，8 月重点关注中报行情。
- 风险因素：经济超预期下行；政策出台不及预期；信用风险集中爆发

## 保险：政治局会议定调积极，强烈推荐顺周期预期下的保险板块投资机会

政治局会议定调积极，直接利好资产端，负债端 3.0%定价产品切换落地，资产负债两端有望同时发力推动保险估值抬升。5 月以来，保险板块回调明显，Q2 保费虽然超预期但是市场并未对负债端高景气表现充分定价，我们认为资产端长端利率下行至 2.6%左右的低位水平和权益市场回调是前期压制估值的重要因素。

当前资产端具有较为强烈的改善预期。7 月 24 日政治局会议对后续稳增长政策积极定调下，叠加前期密集稳增长调结构和各类呵护市场政策，我们认为长端利率有望逐步企稳，权益市场亦有望企稳反弹，险企资产端有望充分受益：1) 稳增长政策推动下下半年宏观经济持续复苏，长端利率有望企稳回升对估值形成支撑；2) 房地产支持政策有望持续化解市场对于险企房地产投资敞口的风险担忧；3) 有效化解地方债务和一揽子化债方案有望逐步化解对于险企城投债、地方政府相关底层资产持仓的担忧；4) 首提“活跃资本市场，提振投资者信心”，权益市场有望表现并直接利好保险投资端和自身估值表现。

我们认为保险板块资产端的情况与去年 11 月保险板块估值触底反弹前颇为类似，资产端有望在政策加持下迎来反弹。复盘 2022 年 11 月-2023 年 1 月板块表现：“第三支箭”为代表的地产支持政策逐步化解了市场对于险企不动产投资敞口资产质量的担忧，稳增长政策及经济企稳预期推动十年期国债收益率从低点 2.6%水平逐步抬升至 2.9%水平并带动权益市场反弹，保险板块亦在以上因素推动下实现估值反弹。随着政治局会议的积极定调以及近期密集的稳增长、调结构政策，我们认为长端利率有望修复、汇率有望企稳反弹同时权益市场有望迎来修复，以上均有利好保险资产端修复和改善。

负债端有望保持高景气，全年业绩确定性较高。上市险企寿险 6 月保费增速环比加速，前期市场有所担心“预定利率下调”时点和“炒停售”的持续时间也逐步落地。但是我们认为无需过度担忧产品切换带来的负面影响，此次产品切换不同于以往 21 年重疾险“炒停售”等过度透支等情况，我们认为在当前金融环境下，具有“长期锁息”和“保障”双重属性的保险产品具有较强的产品配置吸引力，同时考虑到不断下调的银行存款储蓄利率等，预定利率正式下调后，相关产品需求也有望延续。7 月以来，头部险企已推出分红型增额终身寿作为下半年衔接产品，同时有望把更多重心放在高质量人力队伍建设上，10 月后头部险企有望率先开启“开门红”营销并为下半年业绩增长奠定良好基础。

在即将启动的顺周期背景下，我们全面看好负债端保持高景气、资产端有望复苏的保险板块。8 月底将密集迎来上市险企中报，我们认为主要上市险企上半年 NBV 和净利润均有望保持较快增长。保险板块估值上周已有明显修复反弹，但是行业整体 PEV 估值仍处于历史的较低位置。当前国寿/平安/太保/新华当前 PEV 估值分别为 0.73/0.59/0.49/0.49。我们认为经济企稳修复预期下保险板块后续有望继续表现，标的方面建议重点关注负债端改革成效显著的中国太保和下半年业绩基数较低的新华保险，以及财险龙头的中国人保，关注中国平安和中国人寿。

## 证券：期待投资端政策增量，证券行业或迎戴维斯双击

本周受政治局会议超预期提出的“活跃资本市场，提振投资者信心”的表态影响，券商行业估值明显受到催化。政治局会议前后，券商估值从 1.30XPB 升至 1.46XPB，当前估值处于三年历史的 41%分位，估值修复明显。我们认为，一方面，近期公募基金费率改革落地将近，降费影响逐渐明晰，券商估值压制因素落地；另一方面，延续 6 月以来对于资本市场投资功能修复的政策主线，我们预计后续市场投资端或将迎来增量配套政策，加速居民财富转移。叠加房地产政策的温和转向和经济修复政策的陆续出台，券商行业有望实现估值和盈利修复的“戴维斯双击”。

### 1、超预期政策利好出台，资本市场投资端功能修复或推动规模提升

6 月以来的资本市场政策连贯性在于修复资本市场投资功能。1) 6 月 9 日，证监会公布《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）》，沿用基金投顾试点期间对投资活动的规范，加强对顾问环节的引导和监管。截止 2022 年底，共有 60 家机构获批基金投顾试点资格，其中 29 家券商中 20 家已开始展业。我们认为，此次《基金投顾业务管理规定（征求意见稿）》的落地或预示基金投顾业务试点转常规将近，买方投顾将迎来新监管内涵，有望促进未来基金投顾业务规范发展。2) 7 月 8 日，中国基金报报道，证监会正加速制定公募基金费率改革方案。公募基金管理费率、券商机构佣金费率下调有利于直接降低投资者进行权益投资的摩擦成本，提升收益预期，一方面或将加速权益市场规模扩容，另一方面将有利于 FOF、投顾组合等产品收益提升，配合个人养老金制度，加速权益市场机构化。3) 7 月 21 日，证监会发布《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》，就特定投资者（持股 5%以上股东、上市公司董监高）短线交易行为进行规范，有利于打击内幕交易行为和提振中小投资者入市信心。

后续行业政策增量亦可从证监会座谈会表态中明确，符合我们年初对资本市场和券商业务机会趋势的判断。7 月 25 日，证监会座谈会提出“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策”，符合我们年初策略报告中提到的券商“资产端、资金端、市场端”业务的发展趋势研究框架。结合当前宏观流动性充裕，居民储蓄率较高的背景，我们预计后续财富管理权益化或将成为券商业务增量的核心驱动力，投顾能力较强、资管业务公募化水平较高、机构业务能力较强等的券商有望把握本轮政策机遇。

经济能否见底反弹仍为券商能否伴随市场走出贝塔行情的核心看点，关注当前剩余流动性与股债收益差表现背离。2 月以来，剩余流动性处于高位下滑阶段，但股债收益差明显扩张。结合居民存款水平高企，或隐含市场对于此阶段经济的悲观预期。若下半年经济修复提速、居民投资回报预期改善，我们预计券商行业有望受益于居民入市情绪改善和股票市场活跃度提升，形成业绩的自我强化逻辑，行业指数催化逻辑将从估值修复转向 EPS 提升。

### 2、推荐逻辑

一是关注券商杠杆使用和 ROE 提升。现行杠杆率监管规则为 2016 年的《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，券商杠杆率被限制在 6 倍左右。一方面，行业轻资产业务费率水平下行、创新业务增长遇到瓶颈，ROA 下滑导致行业估值中枢下滑；另一方面，经济预期修复缓慢，券商估值、融资、业务发展处于“负螺旋”。而参考海外，美国投行在 10-15 倍权益乘数下有约 10-15%的 ROE，资本运作、业务创新能力和工具充足，作为资本市场中介有力的助推了资本市场发展。在资本市场定位强化基础上，若券商杠杆率水平放开，则用表业务扩张有望带动 ROE 上行。2023Q1，上市券商杠杆率（除客户资金）较年初的 3.71 倍显著提升至 3.93 倍。建议关注用表能力较强的头部券商中信证券、中金公司，以及融资端改善，资本中介业务底部反转逻辑较强的方正证券。

二是关注二季度业绩超预期情况，东吴证券业绩逆势抬升。东吴证券是目前已披露业绩预报券商中，二季度业绩环比表现明显超预期的券商。以披露业绩预告的业绩下限来估算，公司二季度归母净利润环比+31.4%。预计主要由于：1) 投行业务 IPO 节奏靠前。据万得统计，公司上半年 IPO 规模 54.58 亿元，同比+767%，其中二季度 IPO 规模 47.31 亿元。从储备项目来看，截至二季度末，公司 IPO 储备项目 20 个，位于行业 15 名（年初 23 个，位于行业 12 名）。2) 加大自营债券投资。从上半年股债表现来看，十年期国债利率从二月初的 2.91%持续下行至 2.64%，而沪深 300 二季度跌 5.14%回到年初水平，预计公司加配债券致公允价值变动收益提升。

## 银行：多重利好共振，银行股表现可期

**政治局会议积极定调，稳增长信号进一步增强。**相较于4月政治局会议，近期召开的7月政治局会议在经济形势判断上更能直面困难，具体指出了“国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”几大关注点，但同时也明确了经济“长期向好的基本面没有改变”。在政策基调上，本次会议提出“加大”宏观政策调控力度，并明确了“扩大内需、提振信心、防范风险”三大着力点。我们认为，会议总体定调积极，对与经济相关的各个领域释放出不同程度的宽松信号，短期有望加强逆周期调节力度，长期将扎实推动经济高质量发展，下半年稳增长政策有望加码，经济企稳预期有望增强，利好银行基本面改善。

**政策聚焦扩大内需与提振信心，有望促进银行信贷与中收改善。**会议强调“要积极扩大国内需求”，并进一步指出要“提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”等具体方向，充分体现出政府部门对扩大内需、扩大消费的重视程度。7月28日，全国消费促进工作年中推进会在京召开，有望进一步落实扩大消费政策。我们预计，随着相关消费刺激政策陆续出台，银行的消费信贷和信用卡需求也有望逐步提升。在提振信心方面，政府部门高度重视资本市场和投资者信心修复，继去年4月政治局会议提出“保持资本市场平稳运行”后，本次会议再次提及资本市场，指出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，表态更为积极。我们预计，随着投资者信心增强、资本市场交投活跃度提升，银行代销基金、理财等产品的中间业务收入也有望增厚。

**地产和化债政策调整优化，压制银行估值的风险担忧有望缓释。**地产方面，7月以来政策暖风频吹。本次政治局会议少见地未提及“房住不炒”，而是做出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”的新形势判断，并指出要“适时调整优化房地产政策”，表述较为友好。此外，“金融16条”延期；21日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》；住建部部长倪虹在近日召开的企业座谈会上表态要进一步落实好降低首套住房首付比例和“认房不认贷”等政策措施，大力支持刚性和改善性住房需求等。我们认为，在监管底线思维下，地产行业出现系统性风险的概率较小。地方债务方面，本次政治局会议表述由此前的“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”转变为“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。我们预计助力地方政府化债的具体政策方案或有望出台，在多重政策利好催化下，地方隐性债务系统性风险有望降低，市场对银行体系资产质量的担忧也有望得到缓解。

**银行股持仓和估值均处于历史低位，有望获得长久期资金青睐。**截至2023Q2末，在主动偏股型基金重仓持股中，A股银行市值占比较Q1末提升13bp至1.87%，处于2003年以来次低水平。截至2023年7月28日，银行PB(LF)估值仅为0.58倍，处于近10年约10%的分位数水平。正如我们在深度报告《什么是中国特色估值体系？》中所述，银行高股息、低估值特征鲜明，有望受到养老金等长线资金青睐，而且中国特色估值体系的建设有望促进公司价值创造及投资者价值发现。因此我们认为高分红、低估值和仓位且基本面稳中向好的银行股未来获增配可期。

**政策面+基本面+资金面多重利好共振，积极把握银行股增配机遇。**当前政策环境较为宽松，稳增长信号进一步增强，经济向好可期。银行有望在政策面+基本面+资金面等多重利好的共振下实现估值修复，建议积极把握银行股增配机遇，8月重点关注中报行情。个股方面，仍建议关注以下三条投资主线：一是“中特估”主线下基本面稳健、低估值、高股息的国有大行，如中国银行、农业银行、邮储银行；二是有望享受区域红利的优质个股，如宁波银行、江苏银行、瑞丰银行；三是有望更加受益于地产风险改善和消费复苏的龙头标的，如招商银行、平安银行。

## 研究团队简介

王舫朝，金融&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，四年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。