

非银金融

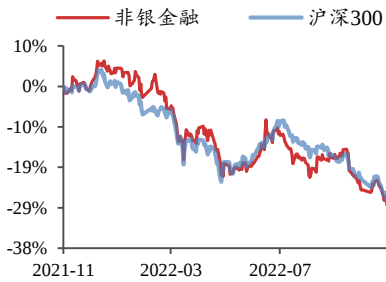
2022 年 10 月 30 日

财险盈利延续高景气，投资收益拖累券商 3 季报

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政策积极信号延续，看好券商超额收益——行业周报》-2022.10.23

《关注券商左侧机会，寿险好转，财险延续高景气——非银金融行业 2022 年 3 季报前瞻》-2022.10.17

《交易量反弹，政策面积极，看好非银超额收益——行业周报》-2022.10.16

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 周观点：财险盈利延续高景气，投资收益拖累券商 3 季报

市场对“降费”等金融政策预期相对悲观，短期压制券商板块估值。10月28日，央行行长易纲在十三届全国人大常委会上做《国务院关于金融工作情况的报告》，下一步工作包括加大金融支持实体、深化金融改革和对外开放以及防范化解金融风险，延续二十大报告精神，政策大方向未改。3季报看，财险业绩超预期，寿险NBV符合预期，券商受3季度港股和A股拖累业绩低于预期。

● 券商：交易量连续 3 周回升，投资收益拖累券商 3 季度低于预期

（1）本周日均股票成交额 8873 亿，环比+14.5%，换手率和交易量连续 3 周回升，偏股(股+混)新成立 18 亿较弱。（2）从已披露 3 季报的 38 家上市券商看，前 3 季度净利润同比-30%，低于我们预期，单 3 季度净利润环比-36%/同比-38%，前 3 季度经纪/投行/资管同比-17%/+6%/-5%，利息净收入/投资收益(含浮动盈亏)同比-5%/-50%，投资收益低于预期是主要拖累，港股和 A 股 3 季度下跌对投资收益拖累加重；投行收入 3 季度环比+46%，港币资产相对人民币升值带来头部券商汇兑损益环比增加；中信证券、中信建投、中金公司和国联证券 3 季报业绩相对稳定，华林证券和东方证券 3 季度环比较强。（3）10 月 31 日首批科创板做市商将正式开展科创板股票做市业务，利于提升科创板交易活跃度，利于券商盘活存量头寸和资产扩表，预计短期对券商盈利影响较小，关注后续做市 ROE 和资本需求影响。（3）券商板块估值位于历史低位，交易量呈现触底回升迹象，关注后续政策和市场催化，首推成长性长逻辑较顺且景气度占优的指南针和国联证券，推荐东方财富、广发证券、东方证券。

● 保险：3 季报寿险 NBV 整体符合预期，中国财险盈利超预期

（1）上市险企2022年前3季度NBV同比分别为中国人寿-15.4%、中国平安-26.6%、中国太保-37.8%，中国太保单3季度NBV同比转正，主要受低基数和转型逐步见效影响；权益市场下跌拖累多数寿险险企净利润同比下降，中国平安由于2021年同期减值带来低基数表现略优于同业；中国财险2022Q3归母净利润同比+29.8%（中国人保+13.1%）超预期，主要系疫情限制出行、出险率下降以及公司大力管控费用投放压降费用率，综合成本率同比下降2.4pct至96.5%，带动承保利润同比+246%。（2）保险板块估值位于历史低点，国内经济企稳利好保险资产端和负债端，在银行降息、股市波动较大的市场环境下，储蓄型保险产品吸引力相对提升，2023Q1险企NBV同比有望转正。我们看好资产端弹性较强且负债端表现占优的标的，中国人寿受益明显。中长期推荐寿险转型领先的中国太保和中国平安，中国财险承保业绩增速超预期，景气度有望延续，继续推荐。

● 受益标的组合

券商&多元金融：指南针，国联证券，中信证券，东方财富，广发证券，东方证券，江苏租赁。

保险：中国人寿，中国财险(H股)，中国平安，中国太保，友邦保险(H股)。

● 风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

1、周观点：财险盈利延续高景气，投资收益拖累券商3季报.....	3
2、市场回顾：A股整体下跌，非银板块跑输指数.....	4
3、数据追踪：成交额持续回升.....	5
4、行业及公司要闻：国务院报告表示要提高直接融资比重.....	7
5、风险提示.....	8

图表目录

图 1： 本周 A 股下跌，非银板块跑输指数.....	4
图 2： 本周海通证券和中航产融分别-2.45%/-2.26%.....	4
图 3： 2022 年 9 月日均股基成交额同比-46%.....	5
图 4： 2022 年 9 月 IPO 承销规模累计同比+30%.....	5
图 5： 2022 年 9 月再融资承销规模累计同比-2%.....	5
图 6： 2022 年 9 月债券承销规模累计同比+1%.....	5
图 7： 2022 年 9 月两市日均两融余额同比-16%.....	6
图 8： 2022 年 9 月上市险企寿险保费同比分化.....	6
图 9： 多数险企 2022 年 9 月财险保费同比增速有所改善.....	6
表 1： 受益标的估值表.....	4

1、周观点：财险盈利延续高景气，投资收益拖累券商3季报

市场对“降费”等金融政策预期相对悲观，短期压制券商板块估值。10月28日，央行行长易纲在十三届全国人大常委会上做《国务院关于金融工作情况的报告》，下一步工作包括加大金融支持实体、深化金融改革和对外开放以及防范化解金融风险，延续二十大报告精神，政策大方向未改。3季报看，财险业绩超预期，寿险NBV符合预期，券商受3季度港股和A股拖累业绩低于预期。

券商：交易量连续3周回升，投资收益拖累券商3季度低于预期

(1) 本周日均股票成交额8873亿，环比+14.5%，换手率和交易量连续3周回升，偏股(股+混)新成立18亿较弱。(2) 从已披露3季报的38家上市券商看，前3季度净利润同比-30%，低于我们预期，单3季度净利润环比-36%/同比-38%，前3季度经纪/投行/资管同比-17%/+6%/-5%，利息净收入/投资收益(含浮动盈亏)同比-5%/-50%，投资收益低于预期是主要拖累，港股和A股3季度下跌对投资收益拖累加重；投行收入3季度环比+46%，港币资产相对人民币升值带来头部券商汇兑损益环比增加；中信证券、中信建投、中金公司和国联证券3季报业绩相对稳定，华林证券和东方证券3季度环比较强。(3) 10月31日首批科创板做市商将正式开展科创板股票做市业务，利于提升科创板交易活跃度，利于券商盘活存量头寸和资产扩张，预计短期对券商盈利影响较小，关注后续做市ROE和资本需求影响。(3) 券商板块估值位于历史低位，交易量呈现触底回升迹象，关注后续政策和市场催化，首推成长性长逻辑较顺且景气度占优的指南针和国联证券，推荐东方财富、广发证券、东方证券。

保险：3季报寿险NBV整体符合预期，中国财险盈利超预期

(1) 上市险企2022年前3季度NBV同比分别为中国人寿-15.4%、中国平安-26.6%、中国太保-37.8%，中国太保单3季度NBV同比转正，主要受低基数和转型逐步见效影响；权益市场下跌拖累多数寿险险企净利润同比下降，中国平安由于2021年同期减值带来低基数表现略优于同业；中国财险2022Q3归母净利润同比+29.8%（中国人保+13.1%）超预期，主要系疫情限制出行、出险率下降以及公司大力管控费用投放压降费用率，综合成本率同比下降2.4pct至96.5%，带动承保利润同比+246%。(2) 保险板块估值位于历史低点，国内经济企稳利好保险资产端和负债端，在银行降息、股市波动较大的市场环境下，储蓄型保险产品吸引力相对提升，2023Q1险企NBV同比有望转正。我们看好资产端弹性较强且负债端表现占优的标的，中国人寿受益明显。中长期推荐寿险转型领先的中国太保和中国平安，中国财险承保业绩增速超预期，景气度有望延续，继续推荐。

受益标的组合

券商&多元金融：指南针，国联证券，中信证券，东方财富，广发证券，东方证券，江苏租赁。

保险：中国人寿，中国财险(H股)，中国平安，中国太保，友邦保险(H股)。

表1: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS				P/E		评级
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E		
600901.SH	江苏租赁	4.80	0.70	0.79	0.95	6.86	6.08	买入	
601318.SH	中国平安	36.73	5.77	5.09	9.17	6.37	7.22	买入	
601601.SH	中国太保	18.01	2.79	2.01	3.42	6.46	8.96	买入	
300059.SZ	东方财富	15.37	0.83	0.72	0.87	18.52	21.35	买入	
000776.SZ	广发证券	13.83	1.42	1.21	1.49	9.74	11.43	买入	
600958.SH	东方证券	7.54	0.73	0.42	0.75	10.33	17.95	买入	
1299.HK	友邦保险	57.95	4.77	6.13	6.26	12.15	9.45	增持	
2328.HK	中国财险	7.45	1.01	1.29	1.54	7.41	5.78	买入	
601456.SH	中信证券	17.22	1.77	1.54	1.97	9.73	11.18	买入	
300803.SZ	国联证券	9.15	0.36	0.35	0.45	25.42	26.14	买入	
601628.SH	指南针	43.86	0.44	0.86	1.27	99.68	51.00	买入	
3908.HK	中国人寿	27.26	1.80	1.06	2.77	15.14	25.72	买入	
601066.SH	中金公司	10.72	2.16	1.91	2.30	4.96	5.60	未评级	

数据来源: Wind、开源证券研究所

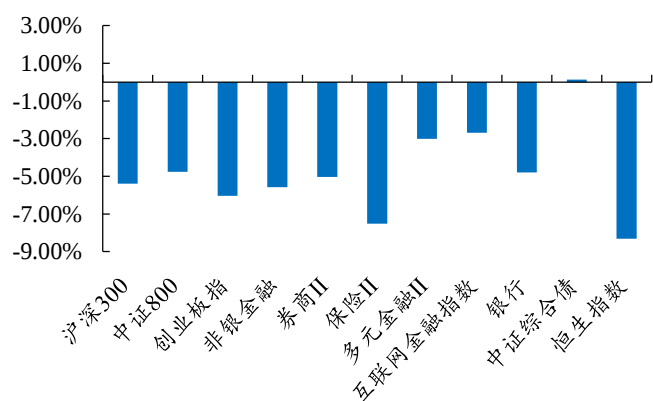
注: 上述中国人寿、中金公司、中信建投 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

中国财险与中金公司相关数据单位为港元。

2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑输指数

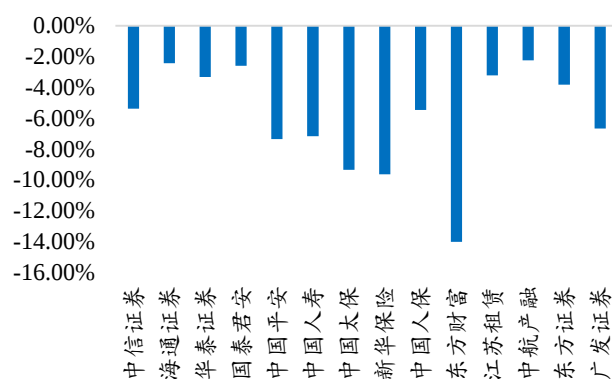
本周(10月24日至10月28日)A股整体下跌, 沪深300指数-5.39%, 创业板指数-6.04%, 中证综合债指数+0.13%。本周非银板块-5.58%, 跑输指数, 券商和保险分别-5.03%/-7.52%。从主要个股表现看, 本周海通证券和中航产融分别-2.45%/-2.26%, 相对抗跌。

图1: 本周 A 股下跌, 非银板块跑输指数



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周海通证券和中航产融分别-2.45%/-2.26%



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：成交额持续回升

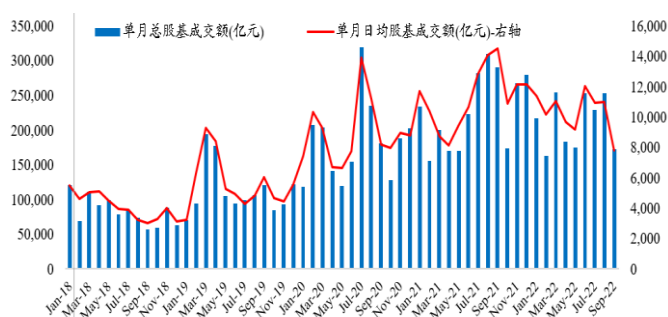
基金发行情况：本周（10月24日至10月28日）新发股票+混合型基金8只，发行份额18亿份，环比-86%，同比-71%。截至10月28日，2022年累计新发股票+混合型基金653只，发行份额3850亿份，同比-79%，待审批偏股型基金增加1只。

券商经纪业务：本周（10月24日至10月28日）日均股基成交额10129亿元，环比-5.96%，同比+16.29%；截至10月28日，两市年初至今累计日均股基成交额为10316亿元，同比-7.47%。

券商投行业务：截至10月28日，2022年IPO/再融资/债券承销规模分别为5115亿元/6126亿元/88764亿元，同比+22.4%/-2.6%/+1.2%，IPO和债券承销规模同比上升，再融资同比下降。

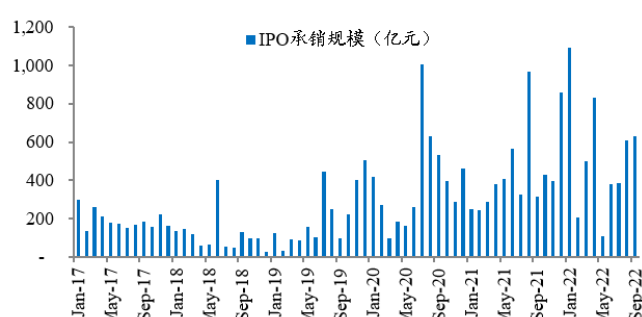
券商信用业务：截至10月27日，全市场两融余额达到15579亿元，较9月初-3.11%，两融余额占流通市值比重为2.46%；融券余额1053亿元，占两融比重达到6.76%，占比环比上升。

图3：2022年9月日均股基成交额同比-46%



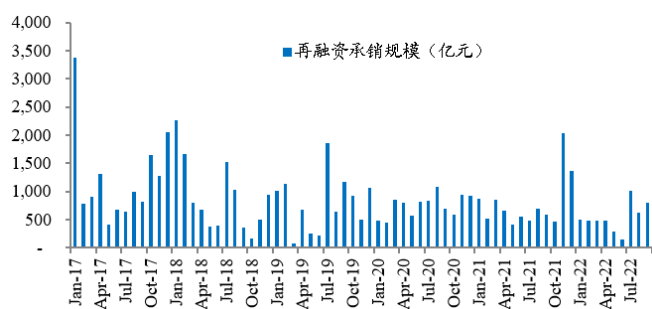
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022年9月IPO承销规模累计同比+30%



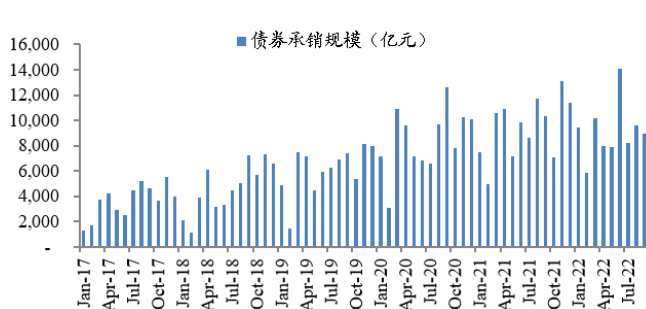
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022年9月再融资承销规模累计同比-2%



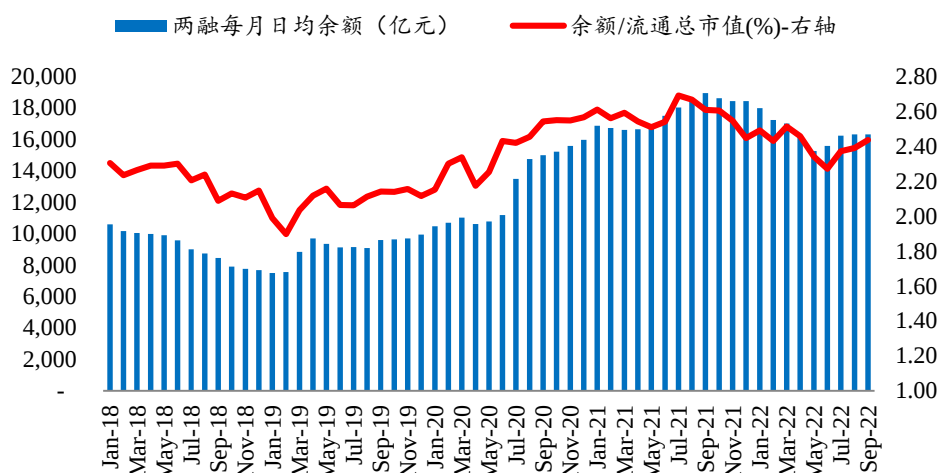
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022年9月债券承销规模累计同比+1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022年9月两市日均两融余额同比-16%

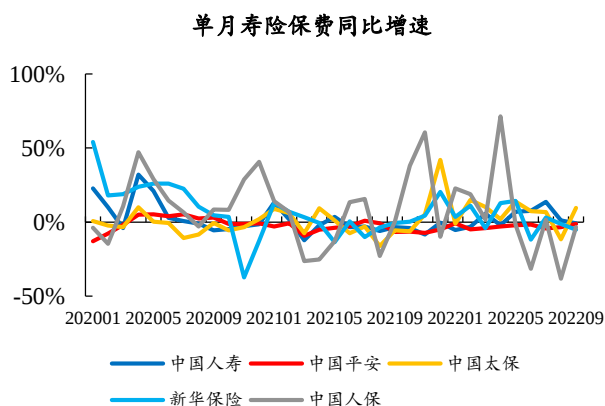


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：2022年9月5家上市险企寿险总保费累计同比+0.7%（2022年8月+0.9%），其中：中国人保+9.3%、中国太保+4.4%、新华保险+0.9%、中国人寿+0.1%、中国平安-2.5%。9月单月总保费同比分别为：中国太保+9.4%、中国人寿-0.8%、中国平安-1.3%、中国人保-3.5%、新华保险-5.3%。

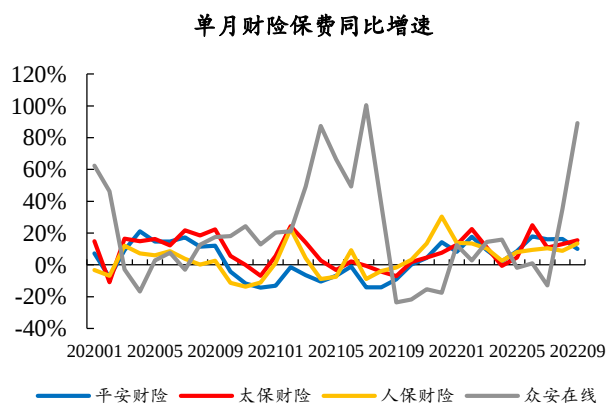
财险保费月度数据：2022年9月4家上市险企财险保费收入同比为+13.9%，较8月的+12.9%继续上升1.0pct，各家险企9月财险保费同比分别为：众安在线+89.1%（8月+34.9%）、太保财险+15.4%（8月+13.1%）、人保财险+13.4%（8月+8.8%）、平安财险+10.0%（8月+16.3%）。

图8：2022年9月上市险企寿险保费同比分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：多数险企2022年9月财险保费同比增速有所改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：国务院报告表示要提高直接融资比重

● 行业要闻：

【国务院报告：提高直接融资比重 满足不同类型、不同生命周期企业的多元化、差异化融资需求】财联社10月30日电，国务院关于金融工作情况的报告28日提请十三届全国人大常委会第三十七次会议审议。根据报告，进一步深化金融供给侧结构性改革，支持经济发展方式转变和经济结构优化。一是优化金融结构。督促中小金融机构回归本源和主业，有序推进中小银行改革重组，积极稳妥推进农村信用社改革。促进金融业数字化转型。提高直接融资比重，增加长期资本供给，满足不同类型、不同生命周期企业的多元化、差异化融资需求。二是深化金融市场改革。适时全面实行股票发行注册制。积极稳妥发展期货市场，完善衍生品市场监管体制。推动境外上市备案制度落地实施，支持符合条件的企业境外上市。三是扩大高水平金融开放。提高金融机构“走出去”经营管理水平和全球竞争力。有序推进人民币国际化。坚持多边主义原则，积极参与国际金融合作与治理。（财联社）

【上交所等联合发布科创板做市借券业务细则】财联社10月28日电，中证金融、上交所和中国结算联合发布实施《中国证券金融股份有限公司上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司科创板做市借券业务细则》，明确了证券公司从中证金融借入科创板股票用于做市交易业务的有关操作和要求。作为科创板股票做市交易业务的配套，《细则》与科创板股票做市交易业务相关规则有效衔接，旨在通过为做市商提供券源支持，降低做市交易成本，有效发挥做市商机制作用，提升股票流动性和定价效率，降低投资者交易成本，是持续完善资本市场基础交易制度、进一步发挥科创板改革“试验田”作用的重要举措。（财联社）

【科创板做市开闸 首批做市商将于10月31日开展做市业务】财联社10月28日电，财联社记者获悉，经中国证监会批准，2022年10月31日，首批科创板做市商将正式开展科创板股票做市交易业务。科创板做市有助于提升股票流动性、释放市场活力、增强市场韧性，也有利于降低投资者交易成本、提升市场定价效率。（财联社）

【北京银保监局加强人身保险销售行为管理，防范佣金套利风险】财联社10月28日电，北京银保监局日前印发《北京银保监局关于进一步防范人身保险佣金套利风险的通知》，要求保险机构加强人身保险销售行为管理，防范因“短期激励、规模导向”而产生的佣金套利问题。《通知》明确，各销售人员（销售团队）获取的当期佣金及现金性奖励收益、该保单退保现金价值之和不得超过当期保费，从源头上消除套利空间。各人身保险公司向保险专业中介机构支付的当期佣金及各种费用总和不得超过当期保费。保险机构应适时建立佣金及各项奖励延时发放机制，适当延长支付年限、优化支付比例，引导保险机构真正形成有利于长期可持续发展的佣金激励体系。（财联社）

【银保监会决定开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点】财联社10月25日电，记者获悉，银保监会人身险部25日向各人身险公司下发《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知》，决定开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点。（财联社）

【银保监会：中国经济长期向好的趋势不会改变 实现现代化势不可挡】财联社10

月28日电，银保监会相关部门负责人表示，中国经济韧性强、潜力足、回旋余地广，目前遇到的困难是非预期因素造成的，中国经济长期向好的趋势不会改变，实现现代化势不可挡。（财联社）

● 公司公告集锦：

东方财富：2022年10月25日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入95.61亿元，同比-0.8%；归母净利润65.94亿元，同比+5.8%。

指南针：2022年10月25日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入11.0亿元，同比+48.6%；归母净利润3.1亿元，同比+91.9%。

广发证券：2022年10月28日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入175.15亿元，同比-34.8%；归母净利润52.34亿元，同比-39.4%。

中信证券：2022年10月28日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入498.21亿元，同比-13.8%；归母净利润165.68亿元，同比-6.1%。

东方证券：2022年10月28日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入120.26亿元，同比-36.2%；归母净利润20.02亿元，同比-53.7%。

中国平安：2022年10月26日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入8702亿元，同比-3.8%；归母净利润764.6亿元，同比-6.3%。

中国人寿：（1）2022年10月27日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入70101.2亿元，同比-3.7%；归母净利润311.7亿元，同比-35.8%。（2）黄秀美国工作调整辞任公司财务负责人职务,指定胡锦涛为公司临时财务负责人。

中国人保：2022年10月27日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入4814.75亿元，同比+6.4%；归母净利润234.95亿元，同比+13.1%。

中国财险：2022年10月27日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现保险业务收入3819亿元，同比+10.2%；净利润259亿元，同比+29.8%

中国太保：2022年10月28日公司发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入3604.20亿元，同比+2.7%；归母净利润202.72亿元，同比-10.6%。

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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。

分析师承诺

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
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。

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。

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，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn