

非银金融

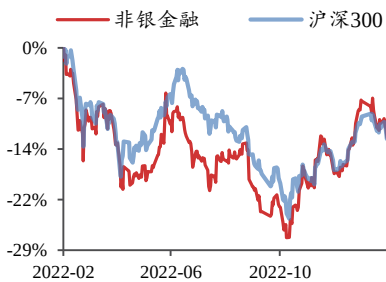
2023 年 02 月 19 日

全面注册制正式开闸，机制改革激发主板转融券活力

——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

《金融数据超预期，基金降费担忧持续改善—行业周报》-2023.2.12

《估值和持仓仍在低位，选股关注一季报和长逻辑—行业周报》-2023.2.5

《龙头股获明显加仓，选股关注一季度弹性和长逻辑—2022Q4 基金非银重仓股数据点评》-2023.2.1

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：全面注册制正式开闸，机制改革激发主板转融券活力

本周上市险企公布1月保费数据，预计疫情及春节假期影响1月续收而造成总保费增速承压，2月总保费增速有望改善，我们维持一季度上市险企NBV增速转正预期。全面注册制正式开闸，中证金配套发布转融通新规，机制改革有望激发主板转融券业务活力，从而拉动市场融券规模提升。长期看，全面注册制及配套政策不仅带来资本市场扩容，同时带来证券行业的集中度提升，头部券商持续受益。当下，券商和保险板块估值和机构持仓仍在低位，经济复苏有望从负债端驱动非银盈利弹性，看好一季报景气度高且具备复苏长逻辑的标的。

● 保险：续期对1月总保费增速压制有望在2月改善，车险承压拖累财险

（1）本周上市险企公布1月保费数据，受续期影响寿险总保费增速略低于预期。1月7家上市险企寿险总保费累计4850亿元、同比-2.3%（同比未含阳光保险），其中：中国平安+3.8%、新华保险-1.9%、中国人寿-2.5%、中国太保-5.7%、中国太平-6.9%、中国人保-7.4%，预计疫情及假期影响1月续收而造成总保费增速承压，2月总保费增速有望改善；考虑到开门红启动较早、储蓄型产品需求旺盛，预计多数险企开门红新单表现较好，叠加2月低基数，预计新单同比有望持续改善；1月6家上市险企财险保费收入1402亿元、同比为+2.6%（同比未含阳光保险），较12月的+3.6%小幅下降，人保财险车险保费1月同比+0.2%，预计受乘用车销量同比-32.9%拖累。（2）保险资负两端改善有望贯穿全年，板块估值仍有空间，首推估值空间仍较大且NBV预期边际改善明显的中国平安和中国太保，推荐受益于香港市场改善的友邦保险。

● 券商：全面注册制正式开闸，市场化改革激发主板转融券业务活力

（1）本周日均股基成交额1.1万亿，环比+12%，同比+20%，同比明显改善；本周新发偏股/非货币基金52/218亿，同比+32%/+98%；本周北向资金净流入82.5亿，股票型ETF份额环比-0.1%。（2）全面注册制正式开闸，距离征求意见仅相隔半个月，政策进程超预期。为配合全面注册制，中证金发布转融通业务规则，将科创板、创业板的转融券优化措施推广到主板，实现了全市场的整合统一，市场化改革有望激发融券业务活力，提升市场活跃度，利好头部券商。五大要点包括：市场化自主协商转融券期限、费率；灵活展期和提前了结；大幅降低主板转融券费率差至0.6%；拓宽主板转融通标的的证券和出借人范围；取消转融通保证金比例最低20%的限制。（3）注册制、居民财富向权益资产迁移仍是证券行业的长期成长主线，市场对降费的担忧逐步缓解，关注经济复苏、交易量和基金新发等催化。推荐互联网券商和大财富管理两条轻资本成长主线，看好投行线条盈利改善较好且估值较低的标的。

● 受益标的组合

保险：中国平安，中国太保，中国人寿，友邦保险，新华保险，中国财险。

券商&多元金融：同花顺，东方财富，东方证券，兴业证券，广发证券，国金证券，中信证券，指南针，江苏金租。

● 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：全面注册制正式开闸，机制改革激发主板转融券活力	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：成交额环比改善	5
4、行业及公司要闻：证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则	7
5、风险提示	8

图表目录

图 1： 本周 A 股整体下跌，非银板块跑输指数	4
图 2： 本周中国太保/中国人寿+2.65%/+0.56%	4
图 3： 2023 年 1 月日均股基成交额同比-21%	5
图 4： 2023 年 1 月 IPO 承销规模累计同比-94%	5
图 5： 2023 年 1 月再融资承销规模累计同比+103%	5
图 6： 2023 年 1 月债券承销规模累计同比-39%	5
图 7： 2023 年 1 月两市日均两融余额同比-14%	6
图 8： 2023 年 1 月上市险企寿险保费同比分化	6
图 9： 2023 年 1 月财险保费同比分化	6
表 1： 受益标的估值表	4

1、周观点：全面注册制正式开闸，机制改革激发主板转融券活力

本周上市险企公布 1 月保费数据，预计疫情及春节假期影响 1 月续收从而造成总保费增速承压，2 月总保费增速有望改善，我们维持一季度上市险企 NBV 增速转正预期。全面注册制正式开闸，中证金配套发布转融通新规，机制改革有望激发主板转融券业务活力，从而拉动市场融券规模提升。长期看，全面注册制及配套政策不仅带来资本市场扩容，同时带来证券行业的集中度提升，头部券商持续受益。当下，券商和保险板块估值和机构持仓仍在低位，经济复苏有望从负债端驱动非银盈利弹性，看好一季报景气度高且具备复苏长逻辑的标的。

保险：续期对 1 月总保费增速压制有望在 2 月改善，车险承压拖累财险

(1) 本周上市险企公布 1 月保费数据，受续期影响寿险总保费增速略低于预期。1 月 7 家上市险企寿险总保费累计 4850 亿元、同比-2.3%（同比未含阳光保险），其中：中国平安+3.8%、新华保险-1.9%、中国人寿-2.5%、中国太保-5.7%、中国太平-6.9%、中国人保-7.4%，预计疫情及假期影响 1 月续收从而造成总保费增速承压，2 月总保费增速有望改善；考虑到开门红启动较早、储蓄型产品需求旺盛，预计多数险企开门红新单表现较好，叠加 2 月低基数，预计新单同比有望持续改善；1 月 6 家上市险企财险保费收入 1402 亿元、同比为+2.6%（同比未含阳光保险），较 12 月的+3.6%小幅下降，人保财险车险保费 1 月同比+0.2%，预计受乘用车销量同比-32.9%拖累。

(2) 保险资负两端改善有望贯穿全年，板块估值仍有空间，首推估值空间仍较大且 NBV 预期边际改善明显的中国平安和中国太保，推荐受益于香港市场改善的友邦保险。

券商：全面注册制正式开闸，市场化改革激发主板转融券业务活力

(1) 本周日均股基成交额 1.1 万亿，环比+12%，同比+20%，同比明显改善；本周新发偏股/非货币基金 52/218 亿，同比+32%/+98%；本周北向资金净流入 82.5 亿，股票型 ETF 份额环比-0.1%。(2) 全面注册制正式开闸，距离征求意见仅相隔半个月，政策进程超预期。为配合全面注册制，中证金发布转融通业务规则，将科创板、创业板的转融券优化措施推广到主板，实现了全市场的整合统一，市场化改革有望激发融券业务活力，提升市场活跃度，利好头部券商。五大要点包括：市场化自主协商转融券期限、费率；灵活展期和提前了结；大幅降低主板转融券费率差至 0.6%；拓宽主板转融通标的证券和出借人范围；取消转融通保证金比例最低 20%的限制。

(3) 注册制、居民财富向权益资产迁移仍是证券行业的长期成长主线，市场对降费的担忧逐步缓解，关注经济复苏、交易量和基金新发等催化。推荐互联网券商和大财富管理两条轻资本成长主线，看好投行线条盈利改善较好且估值较低的标的。

受益标的组合

保险：中国平安，中国太保，中国人寿，友邦保险，新华保险，中国财险。

券商&多元金融：同花顺，东方财富，东方证券，兴业证券，广发证券，国金证券，中信证券，指南针，江苏金租。

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
		2022/2/17	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
600901.SH	江苏租赁	6.01	0.70	0.79	0.95	8.59	7.61	买入
601318.SH	中国平安	49.30	5.77	5.09	9.17	8.54	9.69	买入
601601.SH	中国太保	26.42	2.79	2.01	3.30	9.47	13.14	买入
300059.SZ	东方财富	21.97	0.83	0.66	0.80	26.47	33.29	买入
000776.SZ	广发证券	16.64	1.42	0.90	1.36	11.72	18.49	买入
600958.SH	东方证券	10.27	0.73	0.36	0.64	14.07	28.53	买入
1299.HK	友邦保险	86.20	4.77	6.20	6.70	18.07	13.90	增持
2328.HK	中国财险	7.27	1.01	1.40	1.70	7.23	5.19	买入
600030.SH	中信证券	20.96	1.77	1.45	1.72	11.84	14.46	买入
601456.SH	国联证券	11.51	0.36	0.29	0.42	31.97	39.69	买入
300803.SZ	指南针	52.63	0.44	0.86	1.27	119.61	61.20	买入
601628.SH	中国人寿	34.23	1.80	1.10	2.70	19.02	31.12	买入
300033.SZ	同花顺	123.09	3.56	3.21	3.94	34.58	38.35	买入
3908.HK	中金公司	17.30	2.16	1.86	2.28	8.01	9.31	未评级
601066.SH	中信建投	26.72	1.25	1.24	1.54	21.38	21.51	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

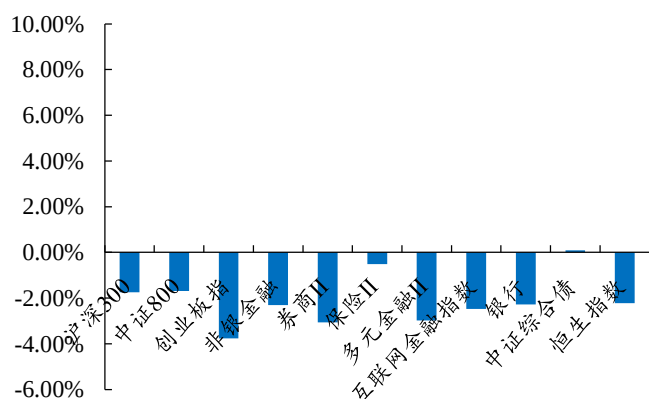
注：上述中金公司、中信建投 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

友邦保险、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

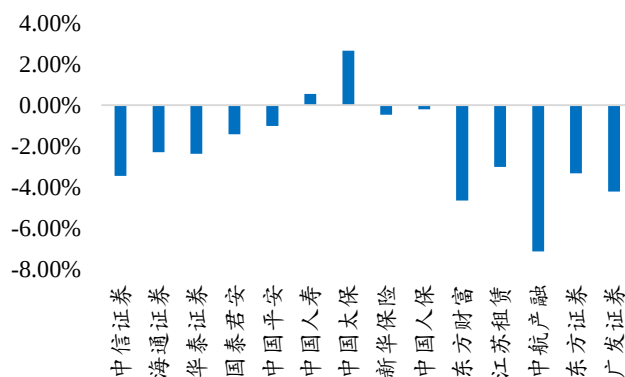
本周 A 股整体下跌，沪深 300 指数-1.75%，创业板指数-3.76%，中证综合债指数+0.092%。本周非银板块-2.30%，跑输指数，券商和保险分别-3.07%/-0.51%。从主要个股表现看，中国太保/中国人寿+2.65%/+0.56%，相对抗跌。

图1：本周 A 股整体下跌，非银板块跑输指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周中国太保/中国人寿+2.65%/+0.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：成交额环比改善

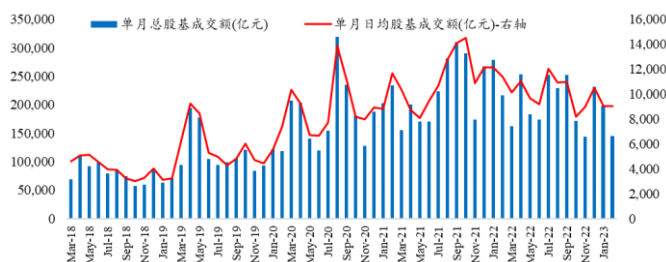
基金发行情况：本周（2月13日至2月17日）新发股票+混合型基金9只，发行份额52亿份，环比+23%，同比+32%。截至2月17日，2023年累计新发股票+混合型基金46只，发行份额285亿份，同比-73%。本周待审批偏股型基金增加1只。

券商经纪业务：本周（2月13日至2月17日）日均股基成交额10965亿元，环比+12%，同比+20%；截至2月17日，两市年初至今累计日均股基成交额为9680亿元，同比-10%。

券商投行业务：截至2月17日，2023年IPO/再融资/债券承销规模分别为254亿元/1640亿元/8829亿元，同比-79%/+93%/-25%，IPO和债券承销同比下降，再融资同比提升。

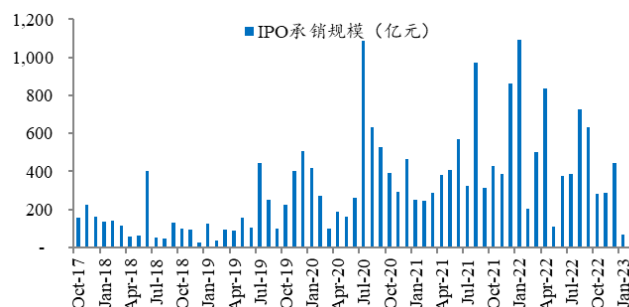
券商信用业务：截至2月16日，全市场两融余额达到15779亿元，较2023年1月初+2.2%，两融余额占流通市值比重为2.22%；融券余额967亿元，占两融比重达到6.13%，占比环比上升。

图3：2023年1月日均股基成交额同比-21%



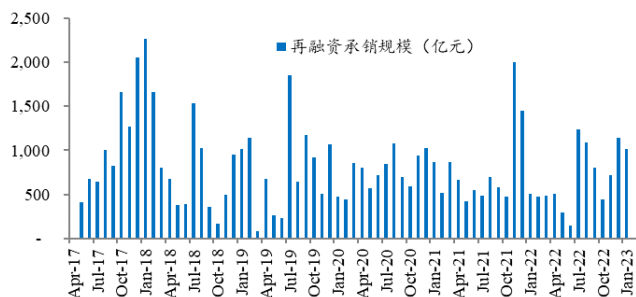
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023年1月IPO承销规模累计同比-94%



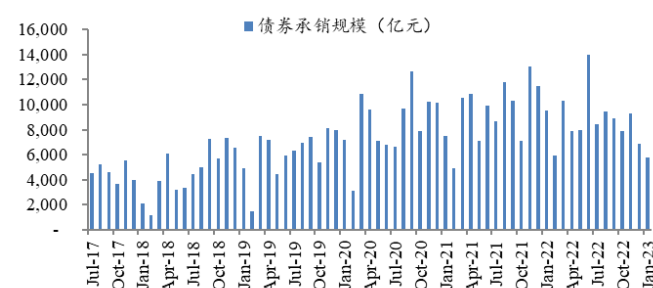
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023年1月再融资承销规模累计同比+103%



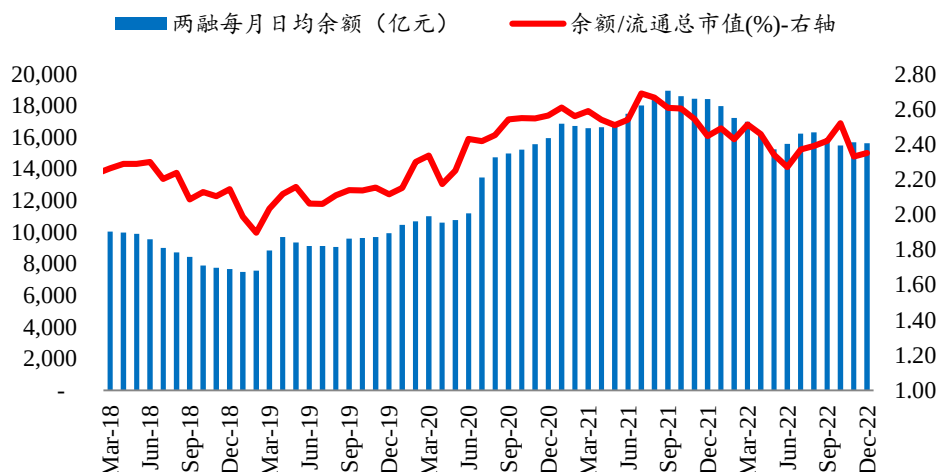
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023年1月债券承销规模累计同比-39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年1月两市日均两融余额同比-14%

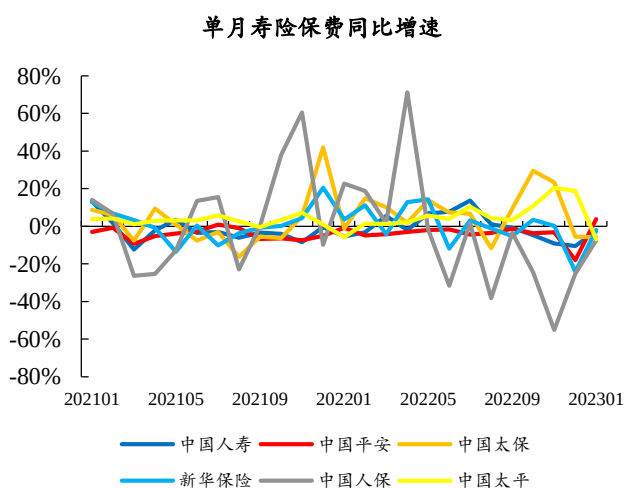


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：2023年1月7家上市险企寿险总保费累计4850亿元、同比-2.3%（同比未含阳光保险），其中：中国平安+3.8%、新华保险-1.9%、中国人寿-2.5%、中国太保-5.7%、中国太平-6.9%、中国人保-7.4%。

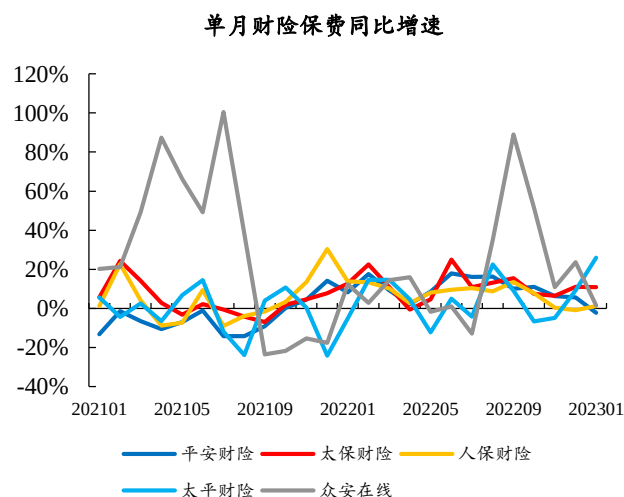
财险保费月度数据：2023年1月6家上市险企财险保费收入1402亿元、同比为+2.6%（同比未含阳光保险），较12月的+3.6%微幅下降1.0pct，各家险企1月财险保费同比分别为：太平财险+26.0%（12月+9.3%）、太保财险+10.9%（12月+11.1%）、众安在线+1.5%（12月+23.6%）、人保财险+1.2%（12月-0.9%）、平安财险-2.1%（12月+5.7%）。

图8：2023年1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9：2023年1月财险保费同比分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则

● 行业要闻：

【中国证监会：全面实行股票发行注册制制度规则发布实施】财联社2月17日电，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。此次发布的制度规则共165部，其中证监会发布的制度规则57部，证券交易所、全国股转公司、中国结算等发布的配套制度规则108部。内容涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面。（财联社）

【证监会发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》】财联社2月17日电，证监会发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》。证监会有关部门负责人表示，《管理试行办法》施行之日起已在境外发行上市的企业将视为存量企业，存量企业不要求立即备案，后续如涉及再融资等备案事项时按要求备案即可。《管理试行办法》施行之日起已获境外监管机构或者境外证券交易所同意（如香港市场已通过聆讯、美国市场已获准注册等），但未完成间接境外发行上市的境内企业，给予6个月过渡期。在6个月内完成境外发行上市的，视为存量企业。如上述境内企业在6个月内需重新向境外监管机构履行发行上市程序（如香港市场需重新聆讯等）或者6个月内未完成境外发行上市的，应当按要求备案。对于已获中国证监会核准批文的直接境外发行上市的申请人，在批文有效期内可继续推进境外发行上市事宜。批文有效期满未完成境外发行上市的，应当按要求备案。

【中证协或将对网下打新账户的资金规模作出最低要求】财联社2月14日电，近日，中证协就《首次公开发行证券网下投资者管理规则（征求意见稿）》向券商征求意见，中证协表示，市场化发行定价机制下，配售对象获配金额不确定性增加，为避免出现一般机构和个人投资者流动性管理能力较弱而无法及时缴款的情形，对一般机构和个人投资者提出了现金资产规模的要求，其配售对象在证券公司开立的资金账户中资金余额应不得低于其证券账户和资金账户最近一个月末总资产与询价首前一交易日总资产孰低值的1%。（证券时报）

【重要货币市场基金监管暂行规定发布 5月16日起施行】财联社2月17日电，中国证监会、中国人民银行联合发布《重要货币市场基金监管暂行规定》，自2023年5月16日起施行。重要货币市场基金是指因基金资产规模较大或投资者人数较多、与其他金融机构或者金融产品关联性较强，如发生重大风险，可能对资本市场和金融体系产生重大不利影响的货币市场基金。满足规模大于2000亿元或者投资者数量大于5000万个等条件的货币市场基金，应纳入评估范围。证监会将对参评产品予以评估，确定最终名单并予以公示。重要货币市场基金持有一家公司发行的证券市值不得超过基金资产净值的5%；投资于具有基金托管人资格的同一商业银行发行的金融工具占基金资产净值的比例不得超过15%；投资组合的平均剩余期限不得超过90天；投资组合的杠杆比例不得超过110%。

【中证金融发布《中国证券金融公司转融通业务规则（试行）》】财联社2月17日电，2月17日，市场翘首以盼的全面注册制正式落地实施，165部相关制度规则的正式文件

也陆续公布。为对标全面注册制优化融资融券和转融通机制的要求，中证金融同期发布《中国证券金融公司转融通业务规则（试行）（2023年修订）》等两项规则。

● 公司公告：

东方证券：2023年2月17日公司发布2022年业绩快报，实现营业收入187.29亿元，同比-23.15%；归母净利润30.11亿元，同比-43.95%。

中国太平：2023年2月17日公司发布保费收入月度公告。太平人寿2023年1月单月保费收入323.6亿元，同比-6.9%。

中国太保：2023年2月17日公司发布保费收入月度公告。（1）太保人寿2023年1月单月保费收入526.9亿元，同比-5.7%。（2）太保产险2023年1月单月保费收入233.1亿元，同比+10.9%。

众安保险：2023年2月15日公司发布保费收入月度公告。公司2023年1月单月保费收入20.4亿元，同比+1.5%。

中国人保：2023年2月14日公司发布保费收入月度公告。（1）人保财险2023年1月单月保费收入611.7亿元，同比+1.2%。（2）人保健康险2023年1月单月保费收入117.3亿元，同比+38.6%。2023年1月单月实现长险期交首年5.1亿元，同比+23.0%。（3）人保寿险2023年1月单月保费收入392.5亿元，同比-15.8%。2023年1月单月实现长险期交首年70.4亿元，同比-18.9%。

中国平安：2023年2月14日公司发布保费收入月度公告。（1）平安寿险2023年1月单月保费收入1076.8亿元，同比+3.8%。（2）平安产险2023年1月单月保费收入320.8亿元，同比-2.1%。

指南针：（1）2023年2月17日公司拟在北京产权交易所以公开挂牌方式转让指南针保险经纪100%股权，首次挂牌价格将不低于5000万元。（2）2023年2月17日广州展新计划向公司提供借款，用于补充流动资金。借款金额不超过5,000万元，期限不超过1年。借款资金来源为广州展新向中信证券质押其所持有的部分指南针股票获取的资金。

国联证券：2023年2月16日公司收到上海联合产权交易所出具的书面通知，确认公司成为中融信托所持有中融基金51%股权的受让方。

天风证券：2023年2月16日公司股东联发投集团与宏泰集团的股份过户手续已完成，宏泰集团成为公司控股股东，持股数占公司总股本13.84%。

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
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

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