

非银金融

关注一季报业绩修复个股

周观点:

从 DDM 模型角度出发,影响个股走势的包括分子端的盈利和分母端的无风险利率和风险溢价。自去年 11 月起,经济强预期推动非银板块估值有所修复,但当前时点,分母端风险偏好有所分歧。因此我们建议重点关注分子端盈利改善,即基本面复苏有数据验证、一季报业绩修复的个股。

保险方面,负债端基本面仍然持续弱复苏,预计 1Q23 行业层面 NBV 有望实现小幅正增长。需求侧,以增额终身寿为代表的储蓄险有望持续受益于居民预防性储蓄需求加强,重疾险在极低基数下有望伴随消费复苏。供给侧,人力经历近几年连续下滑后底部盘整,规模降幅有望收窄;此外,我们判断 23 年银保渠道增长亦将表现亮眼,将为价值贡献进一步增量。

券商方面,政策面展望更为积极,基本面 1Q23 业绩或大概率高增。政策维度,注册制正式文件落地,落地时间小幅超预期(从征求意见稿结束到落地仅相隔 1 天,快于此前创业板注册制的实施和北交所注册制的落地),资本市场改革预期利好持续释放。流动性维度,中长贷余额同比连续 2 月提升,宽货币→宽信用拐点已现。业绩维度,1Q22 券商业绩受投资大幅拖累,1Q23 板块利润增速在低基数下有望高增长。

个股层面,建议关注一季报业绩有望大幅改善的兴业证券、东方证券、广发证券;负债端低基数下,改善预期较强的中国太保,以及开门红先发优势明显,一季报业绩有望修复的中国人寿。

核心数据追踪:

1) 经纪业务: 本周日均股基成交额 10965 亿元,环比+12%;年初至今日均股基成交额 9695 亿元,同比-10%。

2) 融资融券: 截至 2 月 16 日(17 日数据未更新),两市两融余额为 1.58 万亿元,同比-8%,较年初+2%。

3) 投行业务: 本周 IPO 规模 37 亿,环比-69%;年初至今 254 亿,同比-79%。再融资规模 222 亿,环比-14%;年初至今 1850 亿,同比+21%。

4) 公募基金: 本周普通股票型、偏股混合型、偏债混合型基金平均预估申赎比分别为 1.29、0.81、1.30,预计已连续三周资金净申购;指数型、平衡混合型平均预估申赎比分别为 0.72、0.37,预计资金稳定或净赎回。

新成立权益基金规模 104 亿元,环比+147%;年初至今新成立权益基金规模 338 亿元,同比-68%。

2 月以来,共 40 只基金暂停大额申购,27 只基金放开大额申购,或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。

5) 场外衍生品: 截至 22 年 12 月,期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金 2.09 万亿元,环比-0.4%/较上年末+3.5%。

6) 国债收益率: 本周中债 10 年期到期收益率为 2.89%,较上周末持平,较年初+6bps;十年期国债 750 移动平均为 2.91%,较年初-1bp,下行压力趋缓。

截至 2 月 17 日,券商板块 PB(LF) 1.23x,位于 2018 年以来 15.6%分位数;保险方面,国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的 PEV 估值分别为 0.67、0.56、0.46、0.33、1.53 及 0.14,分别处于自 2012 年来的 8.7%、5.2%、8.3%、3.5%、18.3%及 4.0% 分位数。

风险提示: 改革推进不及预期;资本市场大幅波动;居民资产配置迁移不及预期;业绩预告具体数据以公司 2022 年度报告中披露的数据为准。

证券研究报告

2023 年 02 月 19 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com
吴浩东 联系人
wuhaodong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《非银金融-行业研究周报:厚积已现,静待薄发》 2023-02-12
- 2 《非银金融-行业点评:22Q4 公募基金保有量点评:财富管理转型+ETF 加仓驱动券商市占率持续提升》 2023-02-12
- 3 《非银金融-行业研究周报:全面注册制落地,券商和创投将深度受益》 2023-02-05

内容目录

1. 周观点.....	3
2. 核心数据跟踪	3
3. 板块估值.....	6
4. 热点聚焦.....	7
4.1. 重要新闻	7
4.2. 公司公告	8

图表目录

图 1：日均股基成交额（亿元）	3
图 2：新增投资者数量（万人）	3
图 3：沪深两融余额（亿元）	4
图 4： IPO、再融资规模（亿元）	4
图 5：基金大额申购放开、暂停数量	5
图 6：普通股票型、指数型、偏股混合型平均预估申赎比.....	5
图 7：基金新发情况（亿元）	5
图 8：当期新增名义本金规模（亿元）	5
图 9：当期存续名义本金规模（亿元）	5
图 10：中债国债到期收益率.....	6
图 11：中债国债到期收益率.....	6
图 12：券商板块估值情况	7
图 13：保险板块估值情况	7
表 1：指数涨跌情况	6

1. 周观点

从 DDM 模型角度出发，影响个股走势的包括分子端的盈利和分母端的无风险利率和风险溢价。自去年 11 月起，经济强预期推动非银板块估值有所修复，但当前时点，分母端风险偏好有所分歧。因此我们建议重点关注分子端盈利改善，即基本面复苏有数据验证、一季报业绩修复的个股。

保险方面，负债端基本面仍然持续弱复苏，预计 1Q23 行业层面 NBV 有望实现小幅正增长。需求侧，以增额终身寿为代表的储蓄险有望持续受益于居民预防性储蓄需求加强，重疾险在极低基数下有望伴随消费复苏。供给侧，人力经历近几年连续下滑后底部盘整，规模进一步下滑的空间有限；此外，我们判断 23 年银保渠道增长亦将表现亮眼，将为价值贡献进一步增量。

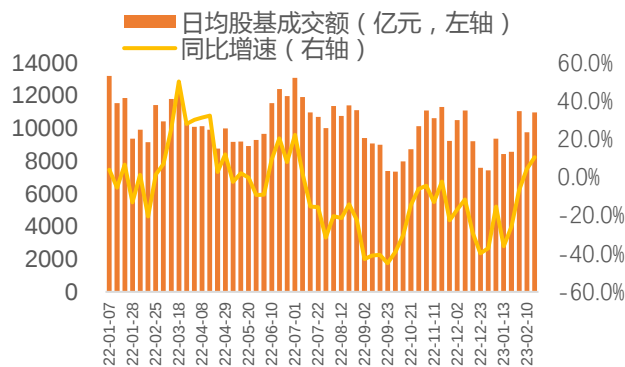
券商方面，政策面展望更为积极，基本面 1Q23 业绩或大概率高增。政策维度，注册制正式文件落地，落地时间小幅超预期（从征求意见稿结束到落地仅相隔 1 天，快于此前创业板注册制的实施和北交所注册制的落地），资本市场改革预期利好持续释放。流动性维度，中长贷余额同比连续 2 月提升，宽货币→宽信用拐点已现。业绩维度，1Q22 券商业绩受投资大幅拖累，1Q23 板块利润增速在低基数下有望高增长。

个股层面，建议关注一季报业绩有望大幅改善的兴业证券、东方证券、广发证券；负债端低基数下，改善预期较强的中国太保，以及开门红先发优势明显，一季报业绩有望修复的中国人寿。

2. 核心数据跟踪

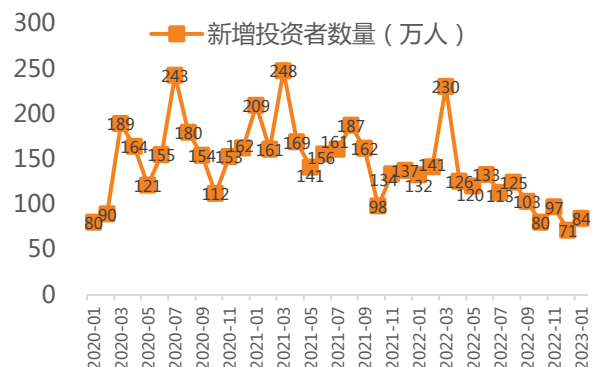
1) 经纪业务：本周日均股基成交额 10965 亿元，环比+12%；年初至今日均股基成交额 9695 亿元，同比-10%。1 月新增投资者 84 万人，环比+19%。

图 1：日均股基成交额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

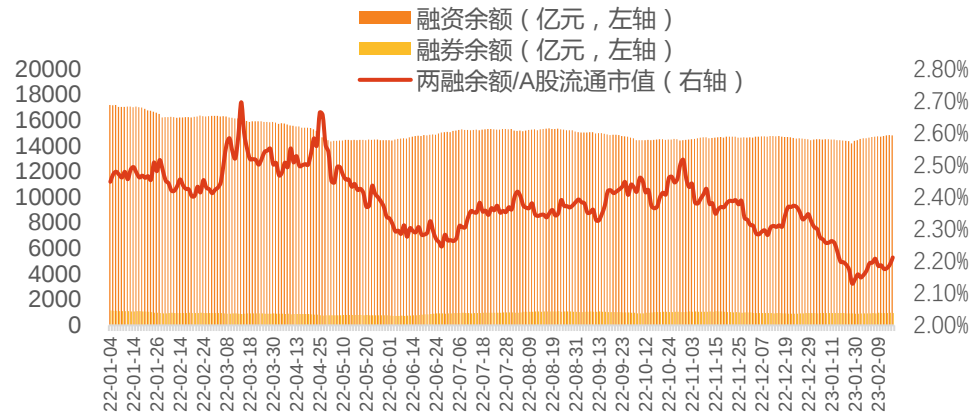
图 2：新增投资者数量（万人）



资料来源：中证登，天风证券研究所

2) 融资融券：截至 2 月 16 日（17 日数据未更新），两市两融余额为 1.58 万亿元，同比-8%，较年初+2%；目前两融余额占流通市值比例为 2.2%，较年初下降 0.1pct。

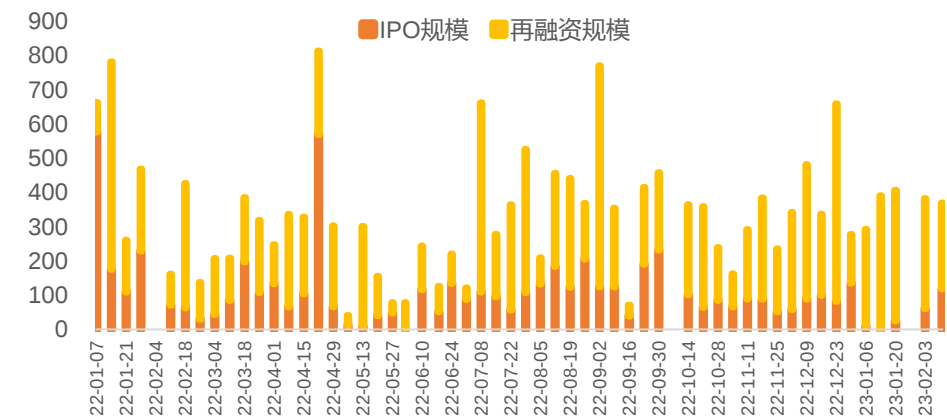
图 3：沪深两融余额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 投行业务：本周 IPO 规模 37 亿，环比-69%；年初至今 254 亿，同比-79%。本周再融资规模 222 亿，环比-14%；年初至今 1850 亿，同比+21%。

图 4：IPO、再融资规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

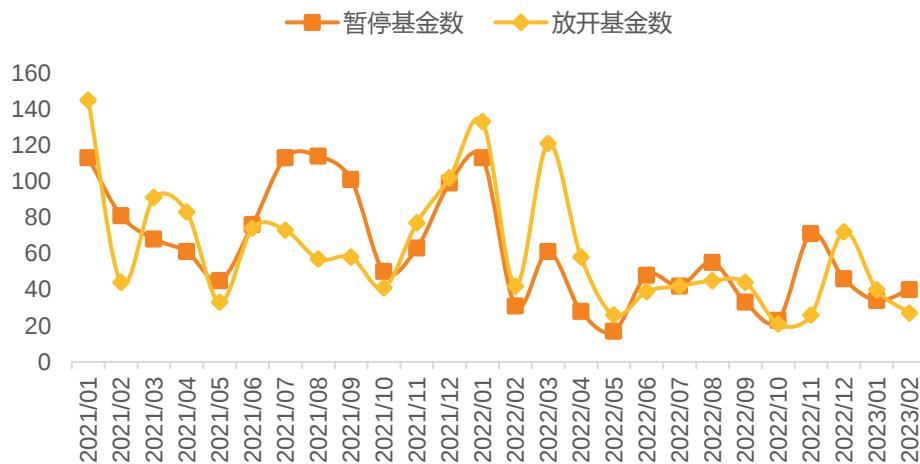
4) 公募基金

资金流动方面，本周普通股票性、偏股混合型、偏债混合型基金平均预估申赎比分别为 1.29、0.81、1.30，预计资金净申购；指数型、平衡混合型基金平均预估申赎比分别为 0.72、0.37，预计资金稳定或净赎回。

新发基金方面，本周新成立权益基金规模 104 亿元，环比+147%；年初至今新成立权益基金规模 338 亿元，同比-68%。

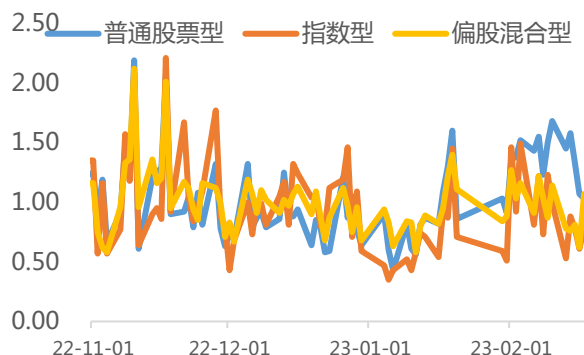
基金经理行为方面，2 月以来，共 40 只基金暂停大额申购，27 只基金放开大额申购，或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。

图 5：基金大额申购放开、暂停数量（只）



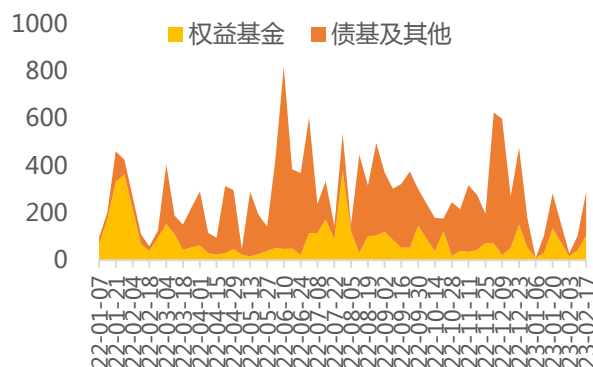
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：数据剔除暂停时间 7 天以内，或限额 600w 以上的事件

图 6：普通股票型、指数型、偏股混合型平均预估申赎比



资料来源：Choice，天风证券研究所

图 7：基金新发情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5) 场外衍生品：截至 22 年 12 月，期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金 2.09 万亿元，环比-0.4%/较上年末+3.5%。其中场外期权 11915 亿元，环比-2%，收益互换 8953 亿元，环比+1%。

图 8：当期新增名义本金规模（亿元）

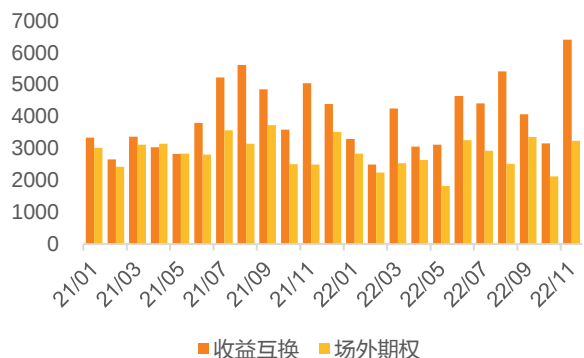
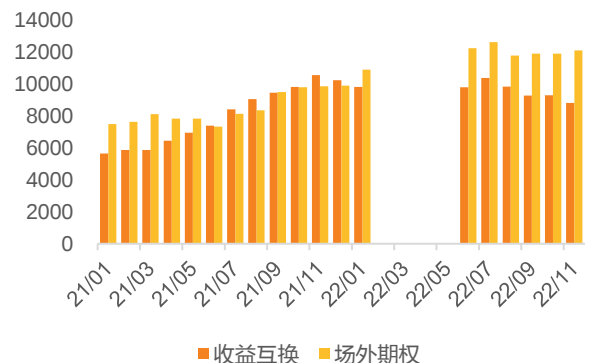


图 9：当期存续名义本金规模（亿元）



资料来源：Choice，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

*注：2022-02 至 2022-05 数据无披露

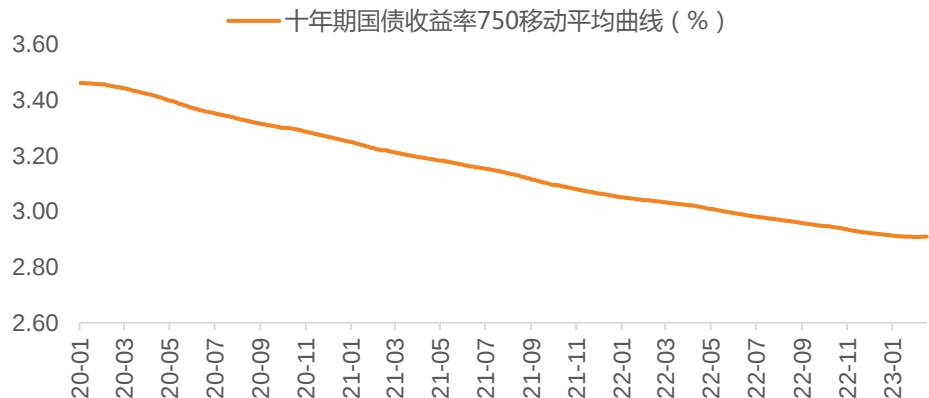
6) 国债收益率：截至 2 月 17 日，中债 10 年期到期收益率为 2.89%，较上周末持平，较年初+6bps；十年期国债 750 移动平均为 2.91%，较年初-1bp，下行压力趋缓。

图 10：中债国债到期收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中债国债到期收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 板块估值

上周沪深 300 指数下跌 1.7%，上证指数-1.1%，深证成指-2.2%，创业板指-3.8%。板块方面，非银金融下跌 2.3%，券商下跌 3.1%，保险下跌 0.5%。个股方面，锦龙股份、南京证券涨幅居前，信达证券、首创证券、华鑫股份跌幅居前。

截至 2 月 17 日，券商板块 PB(LF) 1.23x，位于 2018 年以来 15.6%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的 PEV 估值分别为 0.67、0.56、0.46、0.33、1.53 及 0.14，分别处于自 2012 年来的 8.7%、5.2%、8.3%、3.5%、18.3%及 4.0% 分位数。

表 1：指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深 300	-1.7%	-2.9%	4.2%
上证指数	-1.1%	-1.0%	4.4%

深证成指	-2.2%	-2.4%	6.4%
创业板指	-3.8%	-5.1%	4.4%
科创 50	-3.7%	-2.8%	2.8%
非银金融	-2.3%	-4.0%	4.5%
券商指数	-3.1%	-4.7%	4.6%
保险指数	-0.5%	-2.9%	3.2%

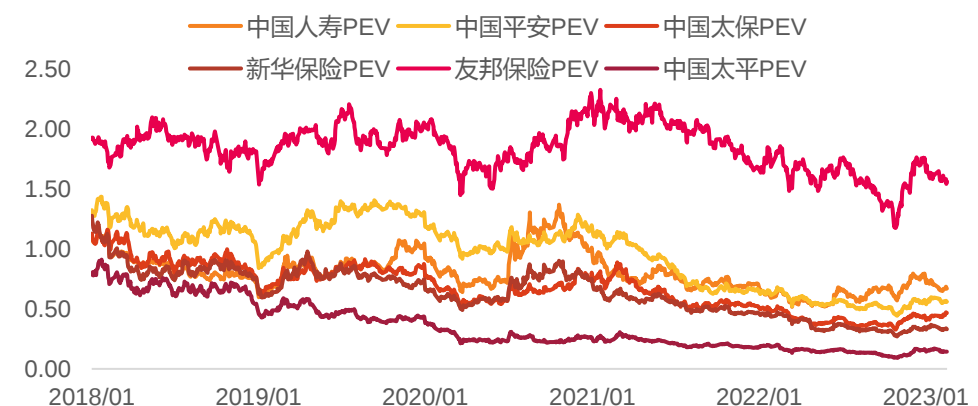
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：券商板块估值情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：保险板块估值情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 热点聚焦

4.1. 重要新闻

1、2月17日，证监会发布全面注册制相关制度规则，自公布之日起施行。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。

2、2月17日，证金公司发布《中国证券金融公司转融通业务规则（试行）（2023年修订）》等规则，大幅降低证券公司参与转融券业务成本。大幅降低证券公司参与转融券业务成本。转融券费率差统一降至0.6%，取消转融通业务保证金比例档次最低20%的限制。

3、2月15日，证监会就境内证券公司境外子公司非法跨境展业的规范整改答记者问。近日证监会部署开展了境内证券公司境外子公司非法跨境展业的规范整改工作。对上述非法跨境展业的规范整改工作，均按照“有效遏制增量，有序化解存量”的原则开展。核心要求是，禁止未在境内持牌的境外机构违规招揽境内投资者，并不得为其开立新账户；同时仍允许存量境内投资者继续通过原境外机构开展交易，但存量投资者向境外账户转入增量资金时应当严格遵守我国外汇管理的有关规定。

4.2. 公司公告

- 1、**东方证券**：发布业绩快报，2022年归母净利润30.1亿，同比-44%。
- 2、**国联证券**：竞拍中融基金51%股权完成，代价15.0亿。
- 3、**方正证券**：管理层变动，聘任李岩先生为副总裁、财务负责人、董秘。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com