

## 非银金融

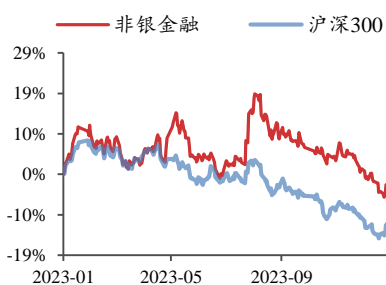
2024年01月01日

## 负债端超预期或催化寿险机会，关注券商并购主题

——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

- 《存款利率调降利好寿险销售，关注寿险左侧机会——行业周报》-2023.12.24
- 《证监会表态维护资本市场平稳，看好券商并购主题——行业周报》-2023.12.17
- 《经济复苏助力β，业务和政策端带来α——行业投资策略》-2023.12.15

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

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

### ● 周观点：负债端超预期或催化寿险机会，关注券商并购主题

随着保险开门红推进，市场对1季度负债端预期逐步提升，2024年1季度储蓄类产品需求和供给侧两端均有望优于2023年同期。目前板块估值较充分反映资产端悲观预期，负债端超预期有望催化板块机会。同时，近期市场关注险年末集中配置超长期债券原因，利率下行大背景下寿险资产负债配置动力较强、且负债端预期相对较好或是主要因素。券商板块我们看好并购主题和交易量弹性两类主线机会。推荐高股息率的江苏金租和中国财险。高股息和穿越周期的成长能力有望驱动江苏金租持续估值溢价。

### ● 保险：关注1季度负债端超预期，看好寿险板块当下机会

(1) 12月险企全面开启开门红业务，养老、储蓄需求仍然旺盛，竞品竞争力走弱下保险产品吸引力提升；叠加供给端个险转型见效和银保以量补价的驱动，供需两端有望支撑2024年一季度NBV超预期。(2) 近期保险股超额下跌主要受资产端、负债端和政策端担忧影响，目前上市险企PEV估值位于历史底部位置，充分反映市场悲观预期，开门红超预期有望明显缓解负债端担忧，保险板块估值回升仍需资产端改善，保险股兼具beta弹性和负债端阿尔法，看好板块左侧机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安。推荐盈利稳健、高股息率的中国财险。

### ● 券商：投行业务质量评价影响日常监管等机制，看好并购和弹性两个主线

(1) 本周日均股票成交额7297亿，环比+1.4%，新发偏股/非货币基金新发份额117/510亿，同比+113%/+7%。Wind数据，截止2023年末，全年IPO发行314起，同比减少102起，IPO融资规模3590亿，同比-31%。(2) 2023年12月30日中证协修订发布《证券公司投行业务质量评价办法》，并披露2023年评价结果A类12家、B类67家、C类19家，其中A类券商分别是华泰联合、中金公司和中信证券位列A类。上述评价是针对券商评价期投行业务的内部控制、执业质量以及服务实体经济质效等情况进行的综合评价，覆盖各类投行业务，并设有扣分项。评价结果将报送证监会，与证券公司分类评价、行政许可、现场检查等挂钩。内控、执业质量和业务规模领先的券商评分受益。(3) 我们看好券商并购主题机会，受益标的：浙商证券、财通证券、方正证券、中国银河、国联证券。此外，看好经纪和两融高弹性标的和低估值头部券商。受益标的：指南针、东方财富。

### ● 受益标的组合

保险：中国太保，中国人寿，中国平安，中国财险，新华保险，友邦保险。

券商&多元金融：方正证券、国联证券、财通证券、指南针、东方财富、华泰证券、中信证券；江苏金租，香港交易所。

● 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、 负债端超预期或催化寿险机会，关注券商并购主题.....	3
2、 市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑输沪深 300.....	4
3、 数据追踪：成交额环比持平.....	5
4、 行业及公司要闻：中证协正式修订并发布《证券公司投行业务质量评价办法》.....	7
5、 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1： 本周 A 股上涨，非银板块跑输沪深 300.....	4
图 2： 本周新华保险/东方证券分别+5.8%/+4.2%.....	4
图 3： 2023 年 12 月日均股基成交额环比-8%.....	5
图 4： 2023 年 1-12 月 IPO 承销规模累计同比-39%.....	5
图 5： 2023 年 1-12 月再融资承销规模累计同比-25%.....	5
图 6： 2023 年 1-12 月债券承销规模累计同比+24%.....	5
图 7： 2023 年 12 月两市日均两融余额同比+6.6%.....	6
图 8： 2023 年 11 月多数上市险企寿险保费同比改善.....	6
图 9： 2023 年 11 月多数上市险企财险保费同比改善.....	6
表 1： 受益标的估值表.....	4

## 1、负债端超预期或催化寿险机会，关注券商并购主题

随着保险开门红推进，市场对1季度负债端预期逐步提升，2024年1季度储蓄类产品需求和供给侧两端均有望优于2023年同期。目前板块估值较充分反映资产端悲观预期，负债端超预期有望催化板块机会。同时，近期市场关注险资年末集中配置超长期债券原因，利率下行大背景下寿险资产负债配置动力较强、且负债端预期相对较好或是主要因素。券商板块我们看好并购主题和交易量弹性两类主线机会。推荐高股息率的江苏金租和中国财险。高股息和穿越周期的成长能力有望驱动江苏金租持续估值溢价。

### 保险：关注1季度负债端超预期，看好寿险板块当下机会

(1) 12月险企全面开启开门红业务，养老、储蓄需求仍然旺盛，竞品竞争力走弱下保险产品吸引力提升；叠加供给端个险转型见效和银保以量补价的驱动，供需两端有望支撑2024年一季度NBV超预期。(2) 近期保险股超额下跌主要受资产端、负债端和政策端担忧影响，目前上市险企PEV估值位于历史底部位置，充分反映市场悲观预期，开门红超预期有望明显缓解负债端担忧，保险板块估值回升仍需资产端改善，保险股兼具beta弹性和负债端阿尔法，看好板块左侧机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安。推荐盈利稳健、高股息率的中国财险。

### 券商：投行业务质量评价影响日常监管等机制，看好并购和弹性两个主线

(1) 本周日均股票成交额7297亿，环比+1.4%，新发偏股/非货币基金新发份额117/510亿，同比+113%/+7%。Wind数据，截止2023年末，全年IPO发行314起，同比减少102起，IPO融资规模3590亿，同比-31%。(2) 2023年12月30日中证协修订发布《证券公司投行业务质量评价办法》，并披露2023年评价结果A类12家、B类67家、C类19家，其中A类券商分别是华泰联合、中金公司和中信证券位列A类。上述评价是针对券商评价期投行业务的内部控制、执业质量以及服务实体经济质效等情况进行的综合评价，覆盖各类投行业务，并设有扣分项。评价结果将报送证监会，与证券公司分类评价、行政许可、现场检查等挂钩。内控、执业质量和业务规模领先的券商评分受益。(3) 我们看好券商并购主题机会，受益标的：浙商证券、财通证券、方正证券、中国银河、国联证券。此外，看好经纪和两融高弹性标的和低估值头部券商。受益标的：指南针、东方财富。

### 受益标的组合

保险：中国太保，中国人寿，中国平安，中国财险，新华保险，友邦保险。

券商&多元金融：方正证券、国联证券、财通证券、指南针、东方财富、华泰证券、中信证券；江苏金租，香港交易所。

**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
		2023/12/29	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	
600901.SH	江苏金租	4.84	0.81	0.65	0.73	5.98	7.45	买入
300059.SZ	东方财富	14.04	0.65	0.68	0.81	21.60	20.65	买入
600958.SH	东方证券	8.70	0.35	0.50	0.59	24.86	17.40	买入
601377.SH	兴业证券	5.87	0.31	0.27	0.48	18.94	21.74	买入
1299.HK	友邦保险	68.05	0.18	4.26	4.80	378.06	15.97	增持
2328.HK	中国财险	9.28	1.20	1.30	1.60	7.73	7.14	买入
601456.SH	国联证券	10.84	0.27	0.33	0.44	40.15	32.85	买入
300803.SZ	指南针	60.26	0.83	1.27	0.87	72.60	47.45	买入
300033.SZ	同花顺	156.87	3.15	3.86	4.70	49.80	40.64	买入
600705.SH	中航产融	3.11	0.19	0.26	0.42	16.37	11.96	买入
6060.HK	众安在线	17.84	(0.92)	0.80	1.40	(19.39)	22.30	买入
0388.HK	香港交易所	268.00	6.20	10.00	10.70	43.23	26.80	买入
601108.SH	财通证券	7.76	0.36	0.45	0.61	21.28	17.24	买入
601456.SH	国联证券	10.84	0.27	0.39	0.52	40.15	27.79	买入
601318.SH	中国平安	40.30	4.80	7.90	9.60	8.40	5.10	买入
601601.SH	中国太保	23.78	2.56	2.42	3.38	9.29	9.83	买入
601628.SH	中国人寿	28.35	1.14	0.90	1.60	24.87	31.50	买入
601881.SH	中国银河	12.05	1.06	0.80	0.95	11.40	15.09	未评级
601901.SH	方正证券	8.06	0.24	0.31	0.36	33.68	26.38	未评级

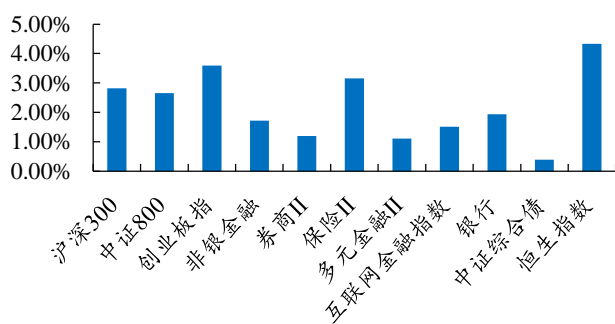
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述中国银河、方正证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

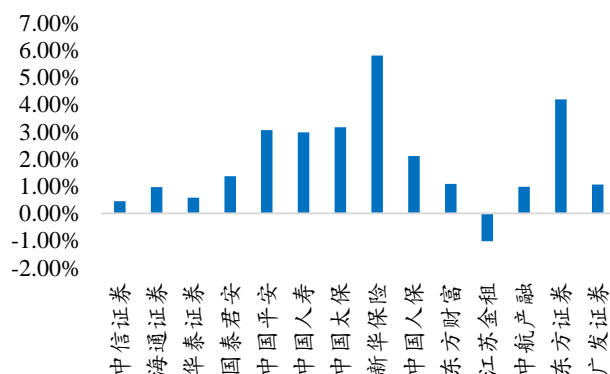
众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。

## 2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑输沪深 300

本周(12月25日至12月29日,下同)A股整体上涨,沪深300指数+2.81%,创业板指数+3.59%,中证综合债指数+0.386%。本周非银板块上涨1.7%,跑输沪深300指数,券商和保险分别+1.2%/+3.2%。从主要个股表现看,本周新华保险/东方证券分别+5.8%/+4.2%,表现较好。

**图1: 本周 A 股上涨, 非银板块跑输沪深 300**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图2: 本周新华保险/东方证券分别+5.8%/+4.2%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、数据追踪：成交额环比持平

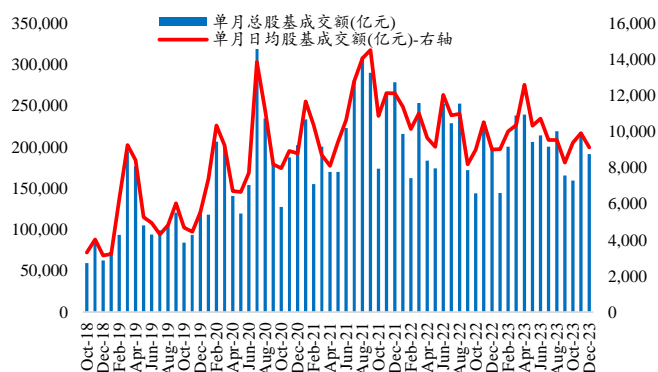
**基金发行情况：**本周新发股票+混合型基金 28 只，发行份额 117 亿份，环比+134%，同比+113%。截至 12 月 29 日，2023 年累计新发股票+混合型基金 704 只，发行份额 2963 亿份，同比-33%。本周待审批偏股型基金增加 12 只。

**券商经纪业务：**本周市场日均股基成交额 8627 亿元，环比持平，同比+16%；截至 12 月 29 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 9916 亿元，同比-2.9%。

**券商投行业务：**截至 12 月 29 日，2023 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 3565/6008/134000 亿，同比-39%/-23%/+24%，IPO 和再融资规模同比下降，债券承销规模同比提升。

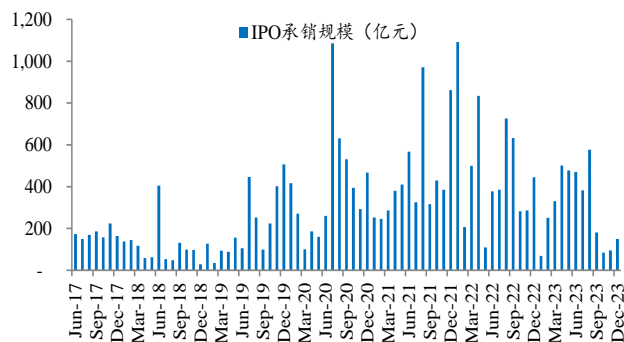
**券商信用业务：**截至 12 月 29 日，全市场两融余额达到 16590 亿元，两融余额占流通市值比重为 2.48%；融券余额 725 亿元，占两融比重达到 4.37%，占比环比提升。

图3：2023 年 12 月日均股基成交额环比-8%



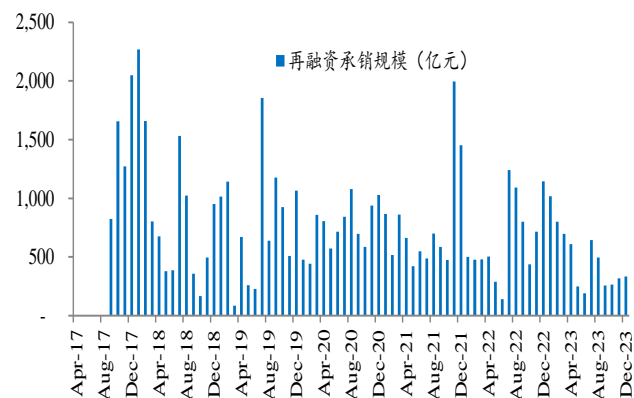
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023 年 1-12 月 IPO 承销规模累计同比-39%



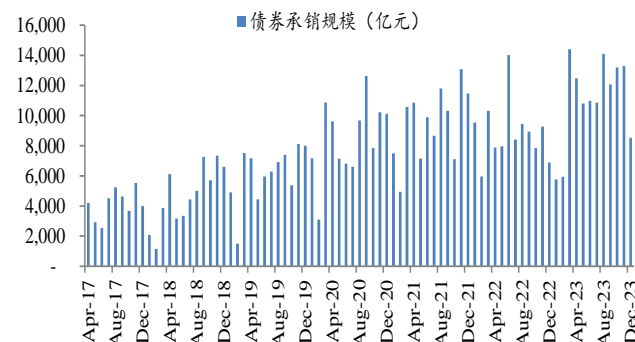
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年 1-12 月再融资承销规模累计同比-25%



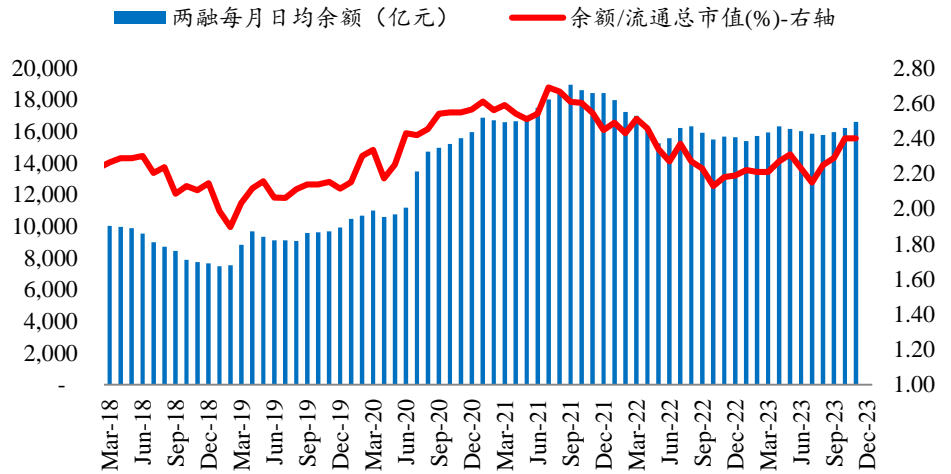
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年 1-12 月债券承销规模累计同比+24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年12月两市日均两融余额同比+6.6%

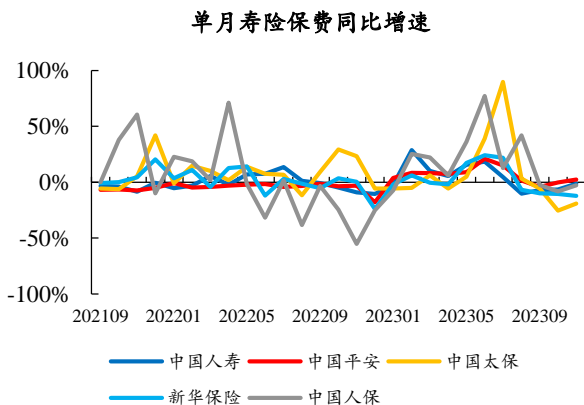


数据来源：Wind、开源证券研究所

**寿险保费月度数据：**2023年11月6家上市险企寿险总保费合计685亿元、同比-4.2%（同比未含阳光保险），增速较10月改善3.8pct，其中：中国平安+2.5%、中国人寿-1.2%、中国人保-2.7%、新华保险-12.2%、中国太保-19.0%，上市险企单11月保费环比延续分化趋势，预计主要受到2024年开门红筹备策略以及产品结构分化导致。2023年前11月寿险总保费累计同比分别为：中国人保+9.2%、中国平安+6.4%、中国太保+4.4%、中国人寿+3.9%、新华保险+1.9%。

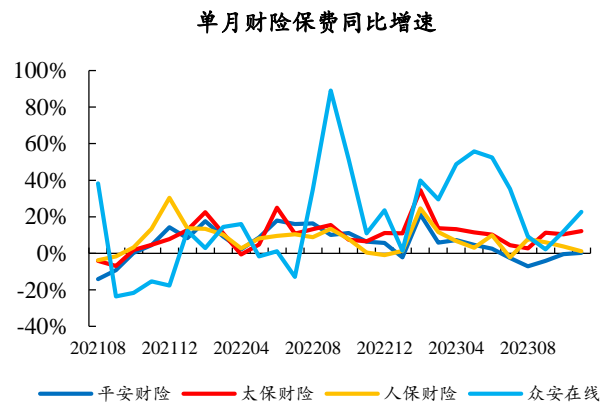
**财险保费月度数据：**2023年11月5家上市险企财险保费收入768亿元、同比为+3.3%（同比未含阳光保险），较10月+3.6%下降0.3pct，各家险企11月财险保费同比分别为：众安在线+22.6%（10月+12.1%）、太保财险+12.1%（10月+10.3%）、人保财险+1.1%（10月+3.8%）、平安财险+0.3%（10月-0.5%）。

图8：2023年11月多数上市险企寿险保费同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2023年11月多数上市险企财险保费同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 4、行业及公司要闻：中证协正式修订并发布《证券公司投行业务质量评价办法》

### ● 行业要闻：

**【新版券商投行业务评价办法发布！扩大评价范围，更注重“可投性”】**财联社12月29日讯（记者 林坚）根据最新消息，在证监会指导下，中证协正式修订并发布《证券公司投行业务质量评价办法》。这意味着，对于券商投行而言，更为贴近展业实际情况、规范的行业评价标准正式落地。财联社记者也进一步获悉，2023年券商投行业务评价结果即将发布。

**【证监会有关部门负责人就融券新规落实情况答记者问】**证监会有关部门负责人27日就融券新规落实情况答记者问时表示，强化监管执法，建立健全穿透式监管的工作机制，对通过多层嵌套、合谋交易、串联套利等方式违反“限售股不得融券”等要求的行为从严打击，发现一起，查处一起，欢迎各市场参与方共同监督规定执行。

**【国新办举行《非银行支付机构监督管理条例》国务院政策例行吹风会】**2月28日，国务院新闻办公室在北京举行国务院政策例行吹风会，请中国人民银行副行长张青松和司法部立法二局局长李明征、中国人民银行条法司负责人刘晓洪、中国人民银行支付结算司负责人王晟介绍《非银行支付机构监督管理条例》有关情况，并答记者问。

### ● 公司公告：

**国联证券：**2023年12月27日召开第五届董事会第十三次会议，审议通过了《关于聘任公司副总裁的议案》，同意聘任徐春先生（简历详见附件）担任公司副总裁，任期自本次董事会审议通过之日起至公司第五届董事会届满之日止。

## 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9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