

非银金融行业周报（1.29-2.2）

华福非银周报：把握低持仓、低估值、高业绩弹性下的板块投资机会

本周观点：

近期国内活跃资本市场、风险化解等政策持续推出，美联储货币政策转向带来的流动性充裕有利于促进外资回流，保险及券商板块基本面都有望迎来改善。在前期市场消极行情及强监管政策已被基本消化的背景下，我们认为当前低持仓、低估值、高业绩弹性下的保险、券商板块投资价值较高，保险看好开门红优异表现带来的负债端超预期，券商看好ETF规模持续增长带来的业绩增量。业绩弹性和题材催化两条主线依旧为主要增长点，业绩弹性方面，建议关注经纪/两融占比较高的银河证券、光大证券，以及自营强势的红塔证券，建议关注资产端权益配置较高的新华保险、中国人寿，建议关注盈利稳定、股息率高的中国财险；题材催化方面，建议关注并购重组主线。

核心数据追踪：

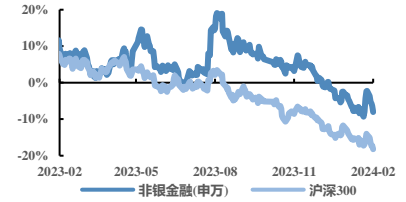
- **经纪业务**：本周日均股基成交额8614亿，环比-5.8%；年初至今日均股基成交额8395亿，同比-11.0%。
- **融资融券**：截至2月1日，两市两融余额为1.55万亿，较前周-2.93%，较年初-6.09%；目前两融余额占流通市值比例为2.69%，较年初+0.07pct。
- **投行业务**：本周3单IPO上市，较前周保持不变；年初至今IPO规模127.4亿。
- **公募基金**：本周新成立权益基金规模56.08亿元；2024年前五周新成立权益基金规模154.28亿。
- **国债收益率**：截至2月2日，中债国债10年期到期收益率为2.49%，较上周-1bps，较年初-7bps；十年期国债750移动平均为2.82%，较上周-1bps，较年初-2bps。
- **板块估值**：截至2月2日，券商板块PB（LF）1.08x，位于2018年以来0.6%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.54、0.44、0.39、0.31，分别处于自2012年来的0.6%、0.5%、3.4%、0.6%分位数。

风险提示：

- 经济复苏不及预期；政策压力持续

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师 周颖婕
执业证书编号：S0210523090002
邮箱：zyj30302@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《华福非银周报：板块回升，关注国企改革、流动性宽松政策下的左侧配置机会》—2024/1/27

正文目录

1	本周观点	3
2	核心数据	4
3	板块估值	6
4	风险提示	7

图表目录

图 1:	日均股基成交额 (亿元)	4
图 2:	沪深两融余额 (亿元)	5
图 3:	IPO、再融资规模 (亿元)	5
图 4:	权益基金新发规模 (亿元)	5
图 5:	中债国债到期收益率	6
图 6:	中债国债到期收益率 750 日移动平均曲线	6
图 7:	券商板块估值情况	6
图 8:	保险板块估值情况	7
表 1:	指数涨跌情况	6

1 本周观点

保险：1) 金融监管总局准入司表示，将研究提高银行保险机构准入门槛。2月2日，金融监管总局准入司发表学习中央金融工作会议精神的的文章时表示：严格金融机构准入标准和要求，研究提高银行保险机构准入门槛，不断夯实金融机构审慎监管的基础，要坚持金融特许经营、持牌经营原则，推动依法把所有金融活动全部纳入监管，杜绝金融领域“无照驾驶”。

近期监管对银保渠道的政策频出，包括对“报行合一”的系列政策通知、倡议书及正式发文等，此次是对银行保险机构的准入门槛进行收紧。我们认为，银保渠道作为改革先锋，表明了监管对行业规范的决心，目前各险企已基本完成对银行的重新签约，前期“报行合一”政策下的不规范行为也已被基本杜绝，政策影响已被基本消化，银行端迫于中收压力，将持续推动银行保险产品销售，未来预计银保渠道规模将持续恢复增长，价值贡献将受益于价值率的提升而增强。

2) 当前上市险企 PEV 估值位于底部，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.54、0.44、0.39、0.31，分别处于自 2012 年来的 0.6%、0.5%、3.4%、0.6% 分位数。保险股兼具 beta 弹性以及负债端 α ，受益于国企改革、流动性宽松政策，各险企资产负债双端预期都将得到改善，我们看好左侧配置机会，建议关注资产端权益配置较高的中国人寿、新华保险以及高股息率、盈利稳定的中国财险。

证券：1) 美国东部时间 1 月 31 日，美联储公布利率决议，宣布维持联邦基金利率目标区间在 5.25%至 5.50%不变，符合市场预期。新闻发布会中鲍威尔提出，美联储降息时点可能延迟到 5 月，粉碎市场 3 月降息预期。同时也为全球其他主要央行推迟降息奠定基调。

我们认为，在当前美国经济依然高于潜在增速，在经济具备韧性的背景下，美联储降息需求并不迫切。此外，目前 2.9%的核心 PCE 通胀仍显著高于目标水平，使其回到 2%的目标仍面临不少挑战，美国经济距离实现“软着陆”仍有一段距离。从政策逻辑上看，降息决策通常具有突发性，不意味着完全排除提前降息可能，且降息方向较为确定。对于我国股票市场而言，美联储货币政策转向带来的流动性充裕有利于促进外资回流，将进一步修复流动性，改善市场信心。

2) 近日，中国证券业协会、中证机构间报价系统股份有限公司向券商定向发布了最新一期的《场外业务运行情况通报》。从存续规模来看，截至 2023 年 11 月末，券商场外衍生品业务存续规模为 23833.39 亿元，较上月末增加 619.47 亿元，环比上升 2.67%。其中，场外期权业务存续规模 13828.07 亿元，较上期减少 48.90 亿元，环比减少 0.35%；收益互换业务存续规模 10005.31 亿元，较上期增加 668.37 亿元，环比上升 7.16%。从新增规模来看，2023 年 11 月份，券商场外衍生品业务新开展规模为 7262.55 亿元，较上一月增加 1411.16 亿元，环比上升 24.12%。其中，场外期权业务新开展规模 2495.68 亿元，较上期增加 68.10 亿元，环比上升 2.81%；收益互换业务新开展规模 4766.88 亿元，较上期增加 1343.06 亿元，环比上升 39.23%。

我们认为，场外衍生品存续规模环比提升主要由收益互换规模提升拉动，美股收益率提升促进私募基金跨境投资需求增强。此外，预计场外衍生品业务竞争格局将进一步向头部集中。在当前震荡走弱市场行情下，雪球等场外期权合约面临敲入危机，对券商风险控制及动态对冲能力要求进一步提高，头部券商的专业化优势更为突出，这将加剧场外衍生品业务的头部集中。

3) 近日，A 股上市公司密集披露拟回购股份公告以及重要股东增持计划公告，数量较此前明显增多，其中不乏行业龙头。1 月 31 日，光伏龙头通威股份的控股股

东拟增持 10 亿元至 20 亿元；CRO 龙头凯莱英拟以 6 亿元至 12 亿元回购股份；工程机械龙头三一重工的董事长提议，以 6 亿元至 10 亿元回购股份。2 月 2 日，CXO 龙头药明康德公告拟回购 A 股股份，拟回购资金总额为 10 亿元。

我们认为，截至 2024 年 2 月 2 日，A 股今年共计 575 家上市公司实施回购，同比增长 172.5%；回购金额共计 266.88 亿元，同比增长 372.1%，有望形成新一波回购潮。A 股市场出现回购潮时大盘指数往往处于低位，而回购潮结束后获得正收益的确定性较高。在市场位于底部时期，股份回购是对市场护盘托底的行为，可向市场传递股价被低估的信号，有助于提升股价，同时增加市场上的流通资金，提振市场情绪和投资者风险偏好。

4) 近日，中基协披露了 2023 年四季度公募基金销售保有规模，券商代销权益基金保有规模逆势增长。截至 2023Q4，前 100 家基金销售机构中非货公募基金销售保有规模为 85453 亿元，较三季度环比增长+1.5%，较去年同比+6.7%；权益类基金保有规模缩量继续放大，以权益类（股票+混合）基金保有规模为统计口径，前 100 家机构保有规模合计为 50178 亿元，较三季度环比-5.6%，较去年同比-11.2%。券商权益基金保有规模合计值实现逆势增长，且权益类公募基金销售保有规模首次超过第三方机构与其他机构的合计值，2023Q4 54 家券商进入百强名单，合计权益基金保有规模 14256 亿元，较三季度增加 1 家机构，权益基金保有规模环比+3.0%。分券商来看，申万宏源以 490 亿元的环比增量成为权益基金保有规模上涨最多的代销机构，四季度保有规模为 867 亿元。

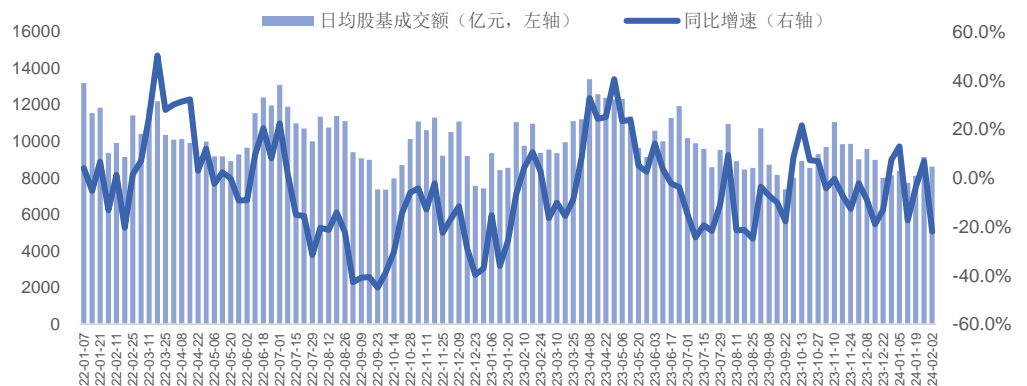
我们认为，居民财富仍处在向金融资产迁移的长期趋势之中，渠道表现有所分化，ETF 将成为券商规模的主要增长点。目前券商板块 PB (LF) 1.08X，位于 2018 年以来 0.6%分位数，整体估值处于历史低位，低估值+低持仓+高业绩弹性的券商板块具有较高的向上博弈价值，建议关注经纪/两融占比较高的银河证券、光大证券，以及自营强势的红塔证券；建议关注并购重组主线。

非银板块建议关注：中国人寿、新华保险、中国财险、银河证券、光大证券、红塔证券。

2 核心数据

经纪业务：本周日均股基成交额 8614 亿，环比-5.8%；年初至今日均股基成交额 8395 亿，同比-11.0%。

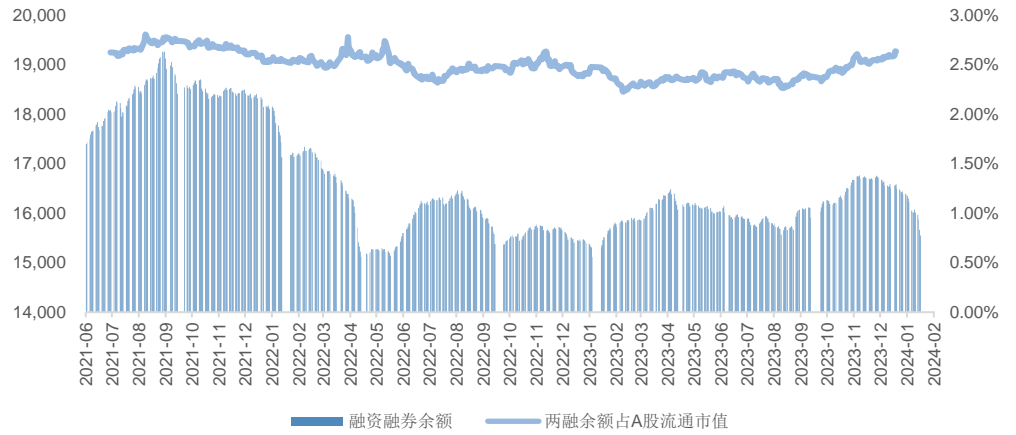
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至2月1日，两市两融余额为1.55万亿，较前周-2.93%，较年初-6.09%；目前两融余额占流通市值比例为2.69%，较年初+0.07pct。

图2：沪深两融余额



数据来源：wind、华福证券研究所

投行业务：本周3单IPO上市，较前周保持不变；年初至今IPO规模127.4亿。

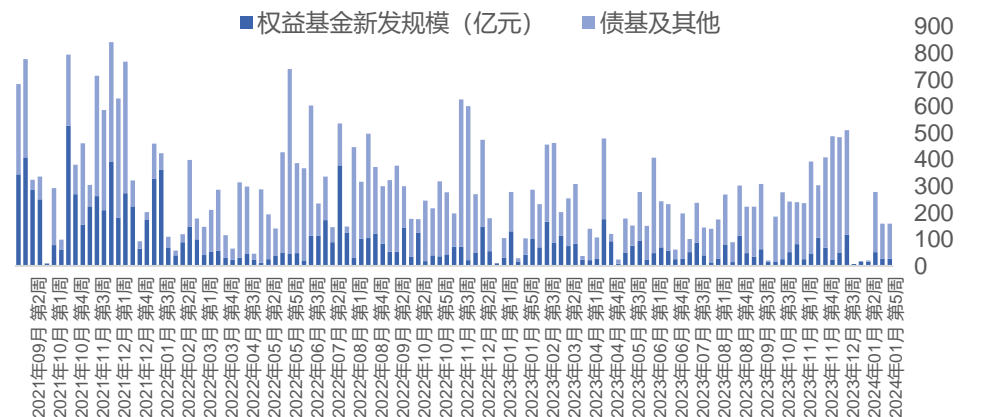
图3：IPO、再融资规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

公募基金：本周新成立权益基金规模56.08亿元；2024年前五周新成立权益基金规模154.28亿。

图4：权益基金新发规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

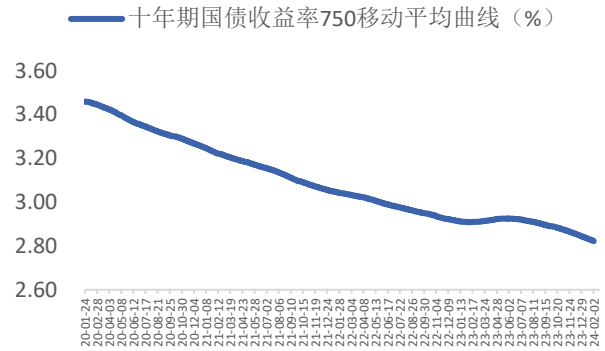
国债收益率：截至2月2日，中债国债10年期到期收益率为2.49%，较上周-1bps，较年初-7bps；十年期国债750移动平均为2.82%，较上周-1bps，较年初-2bps。

图5：中债国债到期收益率



数据来源：wind、华福证券研究所

图6：中债国债到期收益率750日移动平均曲线



数据来源：wind、华福证券研究所

3 板块估值

截至2月2日，券商板块PB(LF) 1.08x，位于2018年以来0.6%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.54、0.44、0.39、0.31，分别处于自2012年来的0.6%、0.5%、3.4%、0.6%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	-4.6%	-1.1%	-7.3%
上证指数	-6.2%	-2.1%	-8.2%
深证成指	-8.1%	-1.9%	-15.4%
创业板指	-7.9%	-1.5%	-18.0%
科创50	-9.7%	-1.7%	-21.0%
非银金融	-5.9%	-2.5%	-5.8%
券商指数	-6.4%	-2.4%	-7.7%
保险指数	-3.1%	-1.6%	-0.6%

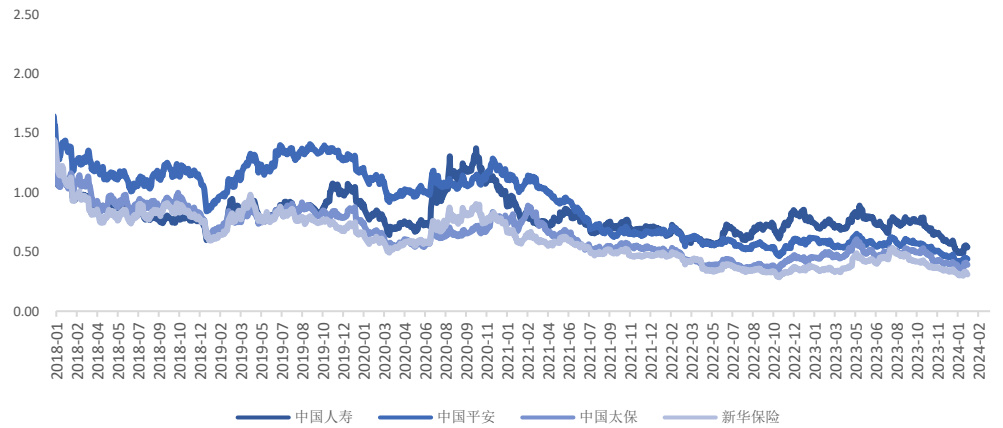
数据来源：wind、华福证券研究所

图7：券商板块估值情况



数据来源：wind、华福证券研究所

图 8：保险板块估值情况



数据来源：wind、华福证券研究所

4 风险提示

经济复苏情况不及预期；政策压力持续

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn