



非银行金融行业跟踪：信心仍是当前关键变量，静待政策的进一步支持

2024年2月5日

看好/维持

非银行金融

行业报告

证券：本周市场日均成交额环比下降约 500 亿至 0.76 万亿；两融余额（2024 年 2 月 1 日）快速下降约 600 亿至 1.55 万亿。周内政策发布频率显著下降，**主要集中于监管层面**。证监会发布近期打击欺诈发行、财务造假等违法行为的成果，重申将对上市公司、中介机构等相关主体的违法违规行为从严处罚。金监总局发布《固定资产贷款管理办法》、《流动资金贷款管理办法》、《个人贷款管理办法》，进一步强化信贷风险管控，推动商业银行提升信贷管理的规范化水平。对于未按约定用途使用贷款等情形，借款人将承担违约责任。**我们预计，在当前市场环境中，规范市场主体行为，保护投资者权益仍将是重要监管方向。**

政策刺激弱化，申万证券指数本周大跌 6.4%，趋势尚未形成。而 2 月 5 日即将落地的 50bp 降准和远超预期的美 1 月非农数据或将影响市场。**我们认为，市场流动性低迷，存量博弈，风险偏好下行，缺乏明确政策催化等因素均拖累证券板块表现，信心已成为当前关键变量。而政策大力推出且快速铺开的节奏如能持续，板块出现趋势性机会的可能性有望显著增加。**

保险：我们看到，本周申万保险板块下跌 3.1%，但仍大幅跑赢上证指数和申万非银行业指数，低风险偏好对保险板块估值构成一定支撑。预计国内经济稳步复苏和资本市场环境改善将显著提升险企投资端表现。同时，居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道，2024 年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩和估值稳健修复。**同时，险企在分红方面的积极举措有望提振市场信心，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手。但考虑到偏向储蓄型产品的负债端结构令 NBVM 持续保持在较低水平，保险股的估值天花板短期难以抬升。此外，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022-2023 年政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企业经营重要的影响因素，需要持续重点关注。**

板块表现：1 月 29 日至 2 月 2 日 5 个交易日非银板块整体下跌 5.90%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 6/31；其中证券板块下跌 6.37%，跑输沪深 300 指数（-4.63%）；保险板块下跌 3.06%，跑赢沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为中银证券（5.93%）、首创证券（5.26%）、招商证券（-2.22%）、申万宏源（-2.48%）、中信证券（-3.12%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（-1.47%）、中国人保（-2.74%）、中国平安（-2.79%）、中国太保（-3.70%）、新华保险（-6.92%）、天茂集团（-14.78%）。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

未来 3-6 个月行业大事：

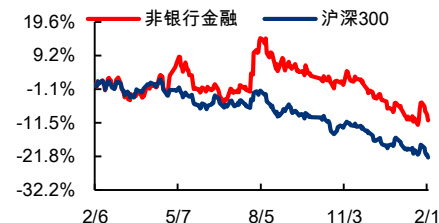
无

行业基本资料

占比%

股票家数	84	1.82%
行业市值(亿元)	51936.48	6.9%
流通市值(亿元)	40146.21	6.76%
行业平均市盈率	16.23	/

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554130

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070005

1. 行业观点

证券：

本周市场日均成交额环比下降约 500 亿至 0.76 万亿；两融余额（2024 年 2 月 1 日）快速下降约 600 亿至 1.55 万亿。周内政策发布频率显著下降，主要集中于监管层面。证监会发布近期打击欺诈发行、财务造假等违法行为的成果，重申将对上市公司、中介机构等相关主体的违法违规行从处罚。金监总局发布《固定资产贷款管理办法》、《流动资金贷款管理办法》、《个人贷款管理办法》，进一步强化信贷风险管控，推动商业银行提升信贷管理的规范化水平。对于未按约定用途使用贷款等情形，借款人将承担违约责任。我们预计，在当前市场环境中，规范市场主体行为，保护投资者权益仍将是重要监管方向。

基金业协会披露 2023 年第四季度公募基金销售保有规模数据。可以看到，受益于 ETF 产品的持续发力，券商渠道再次成为排行榜中的一抹亮色。2023Q4 权益市场波动，令非货、股混规模均面临缩水的压力，但券商渠道整体排名继续前移，部分券商保有规模逆势增长。其中，股混规模排在第 10 位的华泰证券是前十位中规模环比下降最小的机构（7 亿），中信证券股混规模虽环比下降，但排名上升 1 位至第 8 位，且与华泰证券均实现非货规模的增长。第 11-20 位中，申万宏源证券成为最大亮点，股混规模排名从 Q3 的第 33 位跃升至 Q4 的第 12 位，股混和非货规模均增长超 100%，公司渠道发力成果斐然。广发证券（第 13 位）和招商证券（第 17 位）的股混排名均较 Q3 提升 2 位，且实现股混、非货规模的双增。此外，如果简单把债基销售保有规模理解为“非货-股混”的话，可以看到券商渠道在债基领域延续追赶势头，令银行&第三方渠道在该领域的优势逐渐缩小。我们认为，随着基金降费和买方投顾大趋势的形成，券商和公募基金的合作意愿有望持续加强，合作领域也将不断拓宽。而券结业务和投研服务将成为重要导向和抓手。预计伴随市场有效性的提升，叠加高波动性的延续，券商渠道在公募基金销售保有规模中的占比有望继续提升。

政策刺激弱化，申万证券指数本周大跌 6.4%，趋势尚未形成。而 2 月 5 日即将落地的 50bp 降准和远超预期的美国 1 月非农数据或将影响市场。我们认为，市场流动性低迷，存量博弈，风险偏好下行，缺乏明确政策催化等因素均拖累证券板块表现，信心已成为当前关键变量。而政策大力推出且快速铺开的节奏如能持续，板块出现趋势性机会的可能性有望显著增加。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。而全面注册制推动下的投行业务“井喷”将成为证券行业中长期最具确定性的增长机会（考虑到 2023 年下半年以来的政策调节力度较大，北交所或将成为投行业务的短期突破口）。在当前时点看，2023 年资本市场大发展趋势已现，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1. 国企改革、激励机制的市场化程度；2. 财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3. 业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具 beta 和较高业绩增长确定性的行业龙头中信证券。公司在市场剧烈波动的情况下前三季度业绩仍能保持较强稳定性和确定性，且近年来公司业务结构持续优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性，且在补充资

本后经营天花板进一步抬升，我们坚定看好公司发展前景。公司当前估值仅 1.11xPB，已至近年低位，大股东中信金控积极增持亦彰显信心，建议持续关注。

保险：

我们看到，本周申万保险板块下跌 3.1%，但仍大幅跑赢上证指数和申万非银行业指数，低风险偏好对保险板块估值构成一定支撑。预计国内经济稳步复苏和资本市场环境改善将显著提升险企投资端表现。同时，居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道，2024 年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩和估值稳健修复。同时，险企在分红方面的积极举措有望提振市场信心，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手。但考虑到偏向储蓄型产品的负债端结构令 NBVM 持续保持在较低水平，保险股的估值天花板短期难以抬升。此外，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022-2023 年政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素，需要持续重点关注。

2. 板块表现

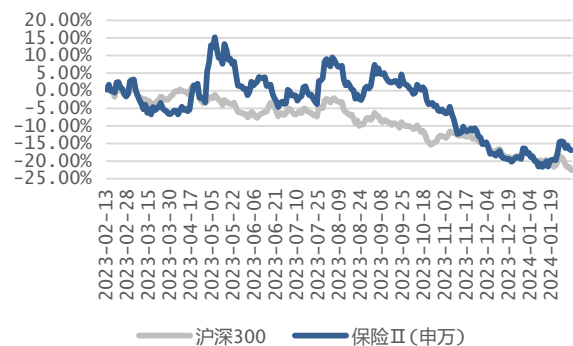
1月29日至2月2日5个交易日非银板块整体下跌5.90%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业6/31；其中证券板块下跌6.37%，跑输沪深300指数（-4.63%）；保险板块下跌3.06%，跑赢沪深300指数。个股方面，券商涨幅前五分别为中银证券（5.93%）、首创证券（5.26%）、招商证券（-2.22%）、申万宏源（-2.48%）、中信证券（-3.12%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（-1.47%）、中国人保（-2.74%）、中国平安（-2.79%）、中国太保（-3.70%）、新华保险（-6.92%）、天茂集团（-14.78%）。

图1：申万 II 级证券板块走势图



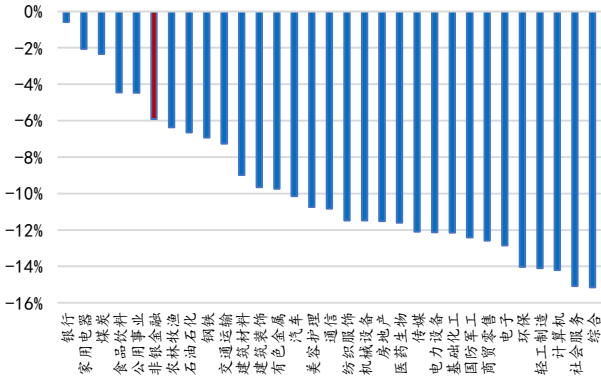
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万 II 级保险板块走势图



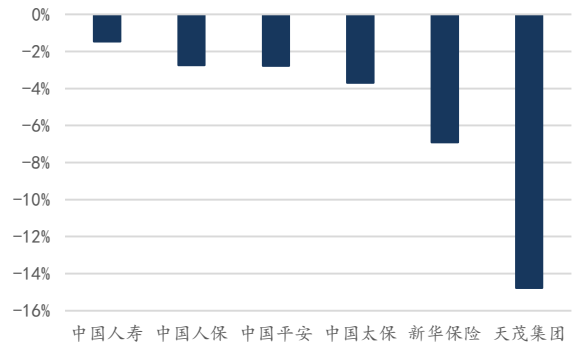
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万I级行业涨跌幅情况



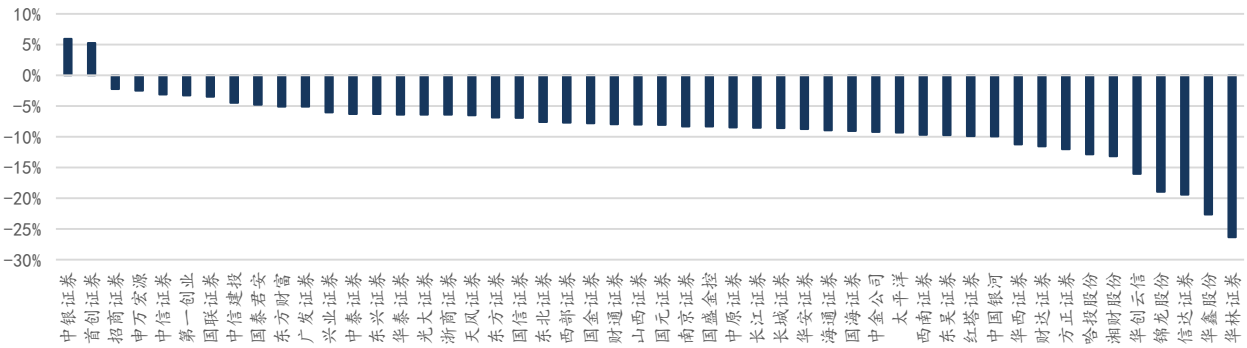
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

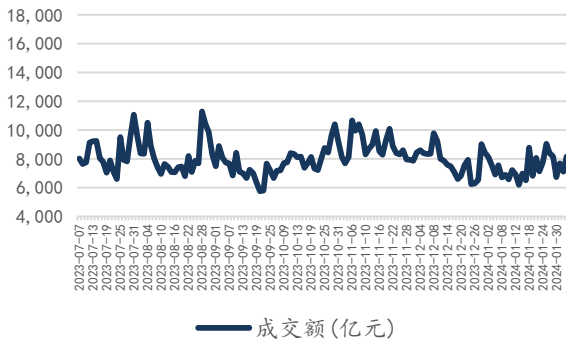
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

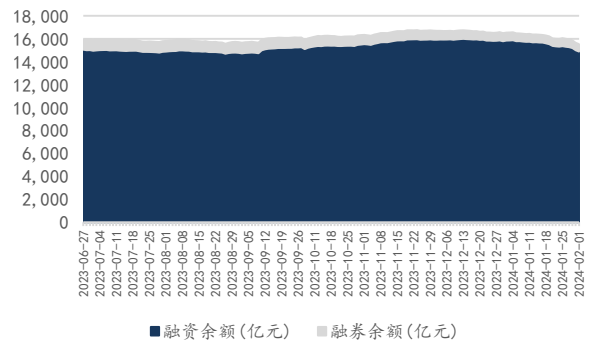
1月29日至2月2日5个交易日合计成交金额37801.12亿元，日均成交金额7560.22亿元，北向资金合计净流入99.38亿元。截至2月1日，沪深两市两融余额15534.67亿元，其中融资余额14879.60亿元，融券余额655.07亿元。

图6：市场交易量情况



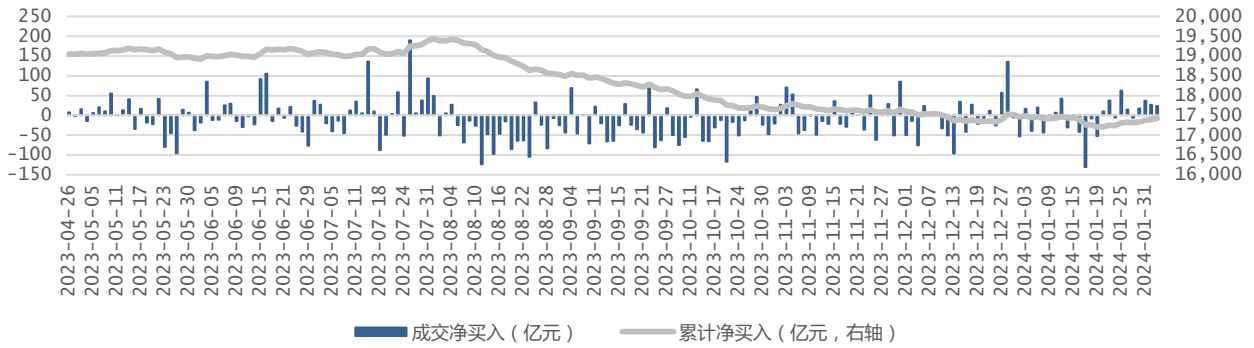
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策利好频出，非银板块估值修复行情有望延续	2024-01-30
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：监管&市场沟通更加顺畅，看好证券板块长期投资价值	2024-01-23
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：监管发声稳定市场预期，建议继续左侧布局证券板块	2024-01-16
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：市场风险偏好保持低位，建议继续左侧布局证券板块	2024-01-08
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：监管持续呵护市场，建议继续关注证券板块	2024-01-02
行业深度报告	保险行业：经济复苏推动需求释放，基本面改善有望延续——保险行业 2024 年投资展望	2023-12-28
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策持续出炉优化资本市场生态，建议关注证券板块	2023-12-25
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：证券行业供给侧改革有望提速，建议继续关注证券板块	2023-12-19
行业深度报告	证券行业：政策驱动不息，低估值证券板块有望受益于经济复苏和市场回暖——证券行业 2024 年投资展望	2023-12-12
行业普通报告	证券行业：公募基金第二阶段降费落地，券商基金代销业务竞争格局生变	2023-12-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，八年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526