

非银金融行业周报（2.19-2.23）

华福非银周报：重视非银板块的资产端弹性

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



本周观点：

本周针对市场交易信心、资金活跃度的利好消息不断，A股整体表现强劲，随着市场企稳，前期受各类衍生品及杠杆资金对市场带来的负面情绪影响已被完全消化，资本市场高景气度预期将带来保险和券商板块的投资机会。保险方面，负债端需求依旧旺盛，伴随资本市场预期向好，投资端高弹性的寿险个股有望从中受益，建议关注资产端权益类资产占比较高的新华保险、负债端开门红表现优异的中国人寿、中国太保；当前无风险利率及相对估值较低，红利策略有效，建议关注盈利稳定、高股息率的中国财险。券商方面，资金活跃度、市场信心增强，低估值+低持仓+高业绩弹性的券商板块在当前节点的向上博弈价值较高，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。

核心数据追踪：

- **经纪业务**：本周日均股基成交额10194亿，环比+18.3%；年初至今日均股基成交额8705亿，同比-10.2%。
- **融资融券**：截至2月22日，两市两融余额为1.45万亿，较前周+2.17%，较年初-12.29%；目前两融余额占流通市值比例为2.33%，较年初-0.29pct。
- **投行业务**：本周0单IPO上市，较前周保持不变；年初至今IPO规模173.1亿。
- **公募基金**：本周新成立权益基金规模4.97亿元；2024年前八周新成立权益基金规模150.97亿。
- **国债收益率**：截至2月23日，中债国债10年期到期收益率为2.40%，较2月18日-4bps，较年初-16bps；十年期国债750移动平均为2.81%，较2月18日保持不变，较年初-3bps。
- **板块估值**：截至2月23日，券商板块PB（LF）1.17x，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0.6、0.48、0.44、0.36，分别处于自2012年来的3.6%、2.0%、8.6%、7.3%分位数。

风险提示：

- 经济复苏不及预期；政策压力持续

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：把握低持仓、低估值、高业绩弹性下的板块投资机会》—2024.02.04



正文目录

1	本周观点	3
2	核心数据	5
3	板块估值	7
4	风险提示	7

图表目录

图 1:	日均股基成交额 (亿元)	5
图 2:	沪深两融余额 (亿元)	5
图 3:	IPO、再融资规模 (亿元)	6
图 4:	权益基金新发规模 (亿元)	6
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	7
图 8:	保险板块估值情况	7
表 1:	指数涨跌情况	7

1 本周观点

本周 A 股走势强劲,上证指数连续 8 天上涨,收复 3000 点重要关口。截至 2.23,上证指数收于 3004.88,自 2 月 19 日以来,累计上涨 3.24%。其中保险 II (申万)指数累计上涨 3.18%,证券 II (申万)指数累计涨幅为 3.64%。投资情绪的快速修复、监管政策“组合拳”频现、财政与货币政策延续宽松等因素是推动本轮行情的主要因素。非银板块低在当前节点估值被显著低估,随着资产端修复预期增强,板块有望成为本轮行情中的显著受益者。

保险: 1) 2 月 21 日国家金融监管总局公布保险业 2023 年相关数据指标。

保费收入及支出方面。2023 全年,保险公司原保险保费收入 5.1 万亿元,同比增长 9.1%。赔款与给付支出 1.9 万亿元,同比增长 21.9%。新增保单件数 754 亿件,同比增长 36.1%。

在储蓄险需求旺盛的背景下,23 年保单件数大幅增长,推动原保险保费收入高增。我们认为,储蓄类保险在稳定性及收益水平上都更佳,保险负债端高景气度在未来依旧无忧,24 年一季度各险企价值水平有望实现正增长。

资产和偿付能力充足率方面。2023 年四季度末,保险公司总资产 29.96 万亿元,较年初增长 10.4%。其中,产险公司总资产 2.8 万亿元,较年初增长 3.3%。人身险公司总资产 25.9 万亿元,较年初增长 10.9%。2023 年四季度末,保险业综合偿付能力充足率为 197.1%,核心偿付能力充足率为 128.2%,均高于 100%和 50%的达标标准。

当前行业险企资产以及偿付能力充足率表现优异,产生系统性风险小,未来随着监管防风险系列政策以及偿二代二期工程的持续推进,保险业资本质量将得到进一步夯实,资本风险计量将得到进一步优化,行业资负双端将在风险得到充分管控背景下实现优化。

资金运用方面。2023 年险资运用余额 28.16 亿元,同比增长 11.05%。财务收益率和综合收益率分别为 2.23%和 3.22%。从配置策略来看,2023 年与 2022 年年相比,出现了多重变化:一是银行存款余额显著下降,人身险及财产险公司同比分别下降 3.47%、12.32%;二是债券余额继续飙升,人身险及财产险公司同比分别增长 23.07%、17.68%;三是人身险公司股票同比增长 3.01%。

险资的配置策略主要受投资环境影响,一方面银行存款利率的连续下调,使得银行存款类配置减少,同时在长端利率下行的趋势下,债券市场走牛预期更强,债券作为资本配置的基本盘,配置力度得到加大;另一方面在权益投资领域,尽管 2023 年资本市场走弱,但险资配置的股票和证券投资基金余额同比皆呈上升态势,说明险资仍在持续进行逢低布局。我们认为,随着优质资产的稀缺,固收产品收益率持续下降,长周期考核、风险因子调低等监管政策支持,且当前资本市场修复预期强劲,未来险资将持续加大权益类资产布局,投资收益水平及弹性有望提升,利差损风险将得到进一步管控,推动保险板块资产端持续修复。

2) 5 年期 LPR 下调、多家地方银行跟进下调存款利率。2 月 20 日,全国银行间同业拆借中心公布,1 年期 LPR 为 3.45%维持不变;5 年期以上 LPR 为 3.95%,较前值下行 25 个基点。此外,近日广西、吉林两地多家中小银行密集发文宣布下调存款利率,从调降幅度上看,存款利率降幅在 10 至 60 个基点之间,另有银行大额存单利率下调了 70 个基点。

据国家金融监管总局数据公布,截至 2023 年末,商业银行重要指标净息差下滑至 1.69%,首次跌破 1.7%关口,LPR 的下调预计将进一步加大银行息差压力。我们认为,银行迫于息差压力的持续增加,中间业务的重要性将进一步增强,在中收压力

加大的推动下，银保规模及价值贡献都有望增强。此外，存款利率、大额存单利率的下调，居民“挪储”现象将增强，储蓄类保险产品竞争优势将更强。

3) 当前上市险企估值处于底部，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.6、0.48、0.44、0.36，分别处于自 2012 年来的 3.6%、2.0%、8.6%、7.3% 分位数。我们认为目前保险负债端需求旺盛、景气度无忧，压制板块走势的核心掣肘来自于资产端预期持续走弱。而最近在利好政策的推动下，A 股迎来新一轮行情，资本市场预期向好利于险企刚性负债成本压力的缓解，低估值+低持仓的保险板块有望在本轮行情中受益。建议关注资产端权益类资产占比较高的新华保险、负债端开门红表现优异的中国人寿、中国太保；当前无风险利率及相对估值较低，红利策略有效，建议关注盈利稳定、高股息率的中国财险。

证券：1) 2 月 18 日至 19 日，证监会召开系列座谈会，就加强资本市场监管、防范化解风险、推动资本市场高质量发展问题展开讨论。座谈会主要涉及以下问题：从源头上提高上市公司质量，加大拟上市企业的督导检查力度；加强上市公司全过程监管，设置更加精准、匹配的退市标准；强化机构合规风控要求，推动证券公司和私募基金能力提升。此外，2 月 23 日，证监会回应将大幅提高拟上市企业现场检查比例，今后将会有更多案件适用新《证券法》，处罚力度会加大，违法成本只会越来越高。

我们认为，证监会将更加聚焦严把 IPO 准入关，这不仅要求发行人具备更高的申报质量，对券商等中介机构的执业水平也提出更高要求。根据 Wind 数据，截至 2 月 23 日，2024 年已有 46 家公司相继终止或撤回 IPO 申请，而去年同期数据为 32 家，同比提高 43.75%。严监管信号体现证监会扶优限劣导向，有望促进上市公司质量和投资价值整体提升，提振投资者信心，增强投资者获得感。

2) 2024 年 2 月 20 日，沪深交易所均宣布，量化交易报告制度平稳落地。其中，存量投资者已按要求如期完成报告工作，增量投资者落实“先报告、后交易”的规定。同日，沪深交易所对宁波灵均实施暂停交易措施并启动公开谴责程序，对量化机构影响市场平稳运行、损害投资者合法权益的违法违规行为，释放了强监管信号。下一步将坚持以投资者为本，把维护公平性作为工作出发点和落脚点，借鉴国际监管实践，趋利避害，建立健全量化交易监管安排。

我们认为，沪深交易所对量化私募巨头的处罚反映了其强监管的决心，始终保持从严基调和“零容忍”的高压态势。本次推出的量化交易监管“组合拳”从多个维度加强监管，基本覆盖量化交易业务运作的主要环节。在强监管的背景下并非禁止量化交易，而是减少市场交易不公平性，打造更加透明公正的投资环境，维护中小投资者利益。

3) 2 月 18 日，贺强出席证监会座谈会并提出我国证券市场应关注“T+0”交易制度。参考期货交易，出于当日止损及时规避风险的考虑，期货交易所均采用“T+0”制度。“T+0”交易可以当日止损，有利于保护投资者，因为散户船小好掉头。参考中国台湾逐步实行“T+0”交易制度，A 股的“T+0”政策可在部分市场试行，如在国有大盘股蓝筹股和北交所进行试点。

目前海外主流市场均实施“T+0”制度，若 A 股推行“T+0”交易制度，将降低因交易制度不同带来的市场差异程度，使交易更加灵活便利。我们认为，“T+0”交易制度的推出将活跃市场、增加成交量，全市场日均成交额有望提升，进而带动券商佣金增长，利好券商板块。

4) 当前节点针对市场交易信心、资金活跃度的利好消息不断，券商作为跟市场最紧密相关的品种，具有高弹性特征，即在大盘涨的时候券商股表现更好，即使市场出现板块和风格轮动，只要市场整体成交量增长，券商基本面和业绩也能从中获益。

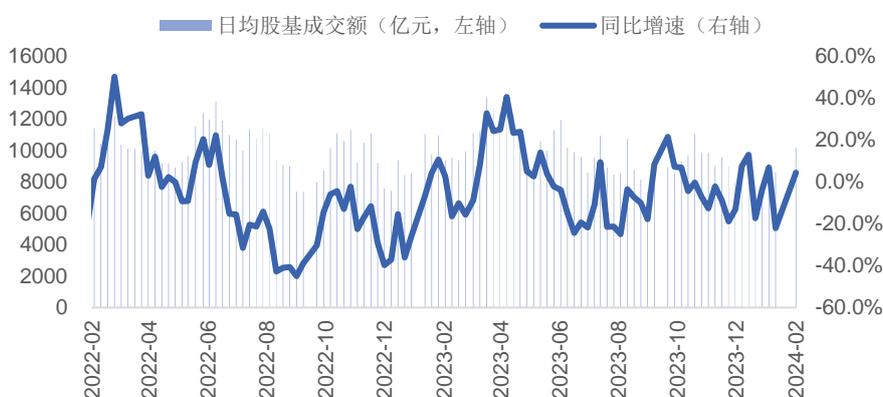
我们看好低估值+低持仓+高业绩弹性的券商板块在当前节点的向上博弈价值，建议关注经纪/两融占比较高的银河证券、光大证券，以及自营强势的红塔证券；建议关注并购重组主线。

非银板块建议关注：中国人寿、中国太保、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 10194 亿，环比+18.3%；年初至今日均股基成交额 8705 亿，同比-10.2%。

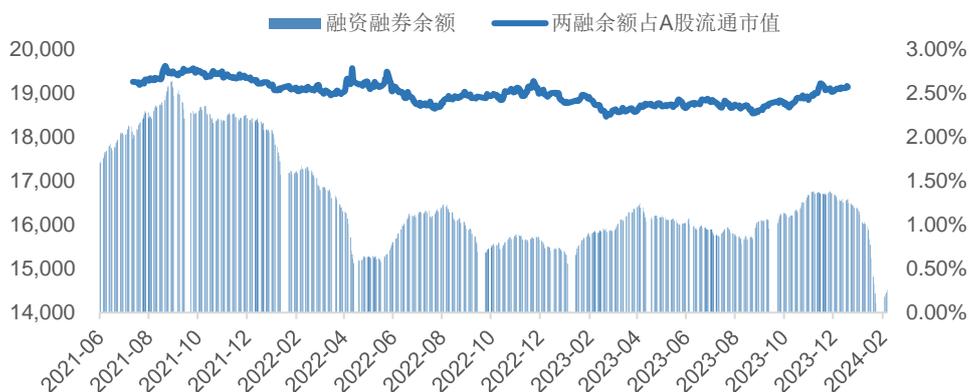
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 2 月 22 日，两市两融余额为 1.45 万亿，较前周+2.17%，较年初-12.29%；目前两融余额占流通市值比例为 2.33%，较年初-0.29pct。

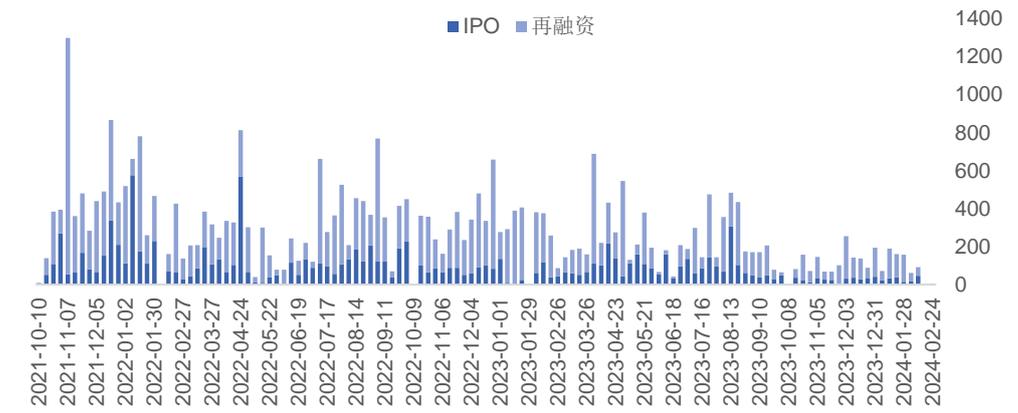
图 2：沪深两融余额



数据来源：wind、华福证券研究所

投行业务：本周共 0 单 IPO 上市；年初至今 IPO 规模 173.1 亿。

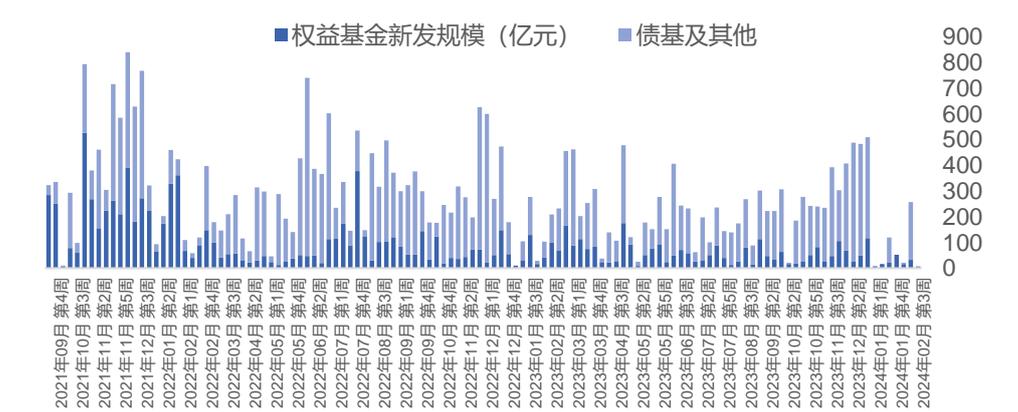
图 3: IPO、再融资规模 (亿元)



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 4.97 亿元; 2024 年前八周新成立权益基金规模 150.97 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

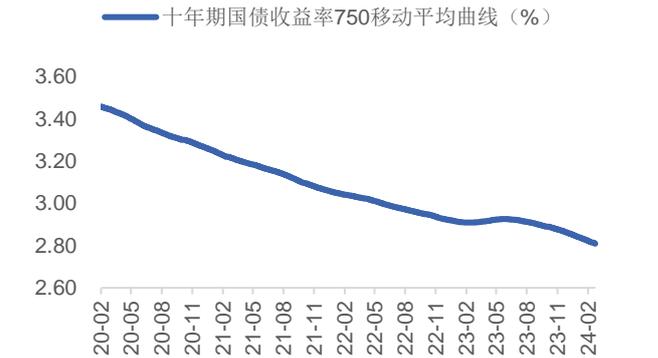
国债收益率: 截至 2 月 23 日, 中债国债 10 年期到期收益率为 2.40%, 较 2 月 18 日-4bps, 较年初-16bps; 十年期国债 750 移动平均为 2.81%, 较 2 月 18 日保持不变, 较年初-3bps。

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23日，券商板块PB(LF) 1.17x，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0.6、0.48、0.44、0.36，分别处于自2012年来的3.6%、2.0%、8.6%、7.3%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	3.7%	8.5%	1.7%
上证指数	4.8%	7.8%	1.0%
深证成指	2.8%	10.4%	-4.8%
创业板指	1.8%	11.7%	-7.0%
科创50	1.7%	11.6%	-10.3%
非银金融	2.8%	6.3%	2.7%
券商指数	2.3%	5.9%	0.1%
保险指数	3.4%	8.8%	9.9%

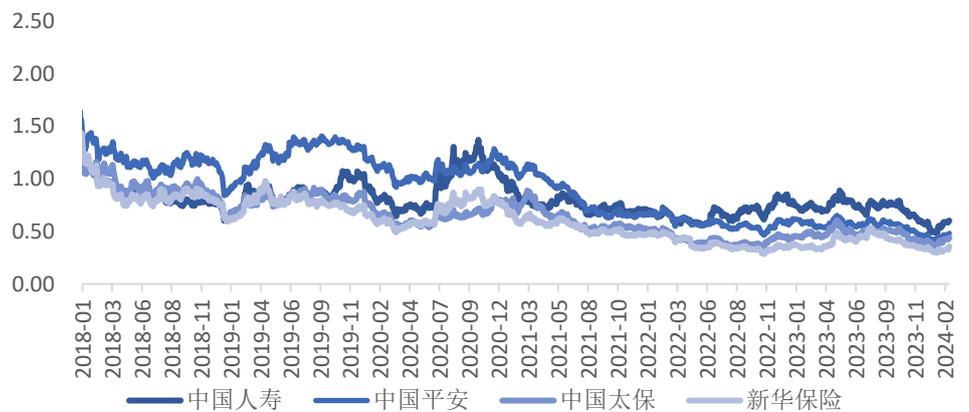
数据来源：wind、华福证券研究所

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