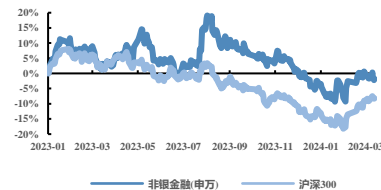


## 非银金融行业周报（3.11-3.15）

### 华福非银周报：板块弹性充足，估值静待修复

### 强于大市（维持评级）

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 本周观点：

当前资本市场仍处于持续修复中，本周市场情绪有所降温，保险板块走势受地产影响有所回落，预计随着万科事件尘埃落地，情绪面影响将完全消化，从部分公司已经披露的年报及公告来看，23年各险企负债端业绩整体实现高增长，分红水平相对稳定，叠加资产端修复进程随着监管政策发布不断加快，高弹性的非银板块有望实现估值的持续修复。保险建议关注权益类资产占比较高的新华保险、开门红表现优异的中国太保；盈利稳定、高股息率的中国财险；券商建议关注高业绩弹性的头部优质机构。

#### 核心数据追踪：

- 经纪业务：经纪业务：本周日均股基成交额11548亿，环比+4.2%；年初至今日均股基成交额10933亿，同比+13.9%。
- 融资融券：截至3月14日，两市两融余额为1.52万亿，较前周+1.53%，较年初-8.24%；目前两融余额占流通市值比例为1.61%，较年初-1.01pct。
- 投行业务：本周2单IPO上市，较上周增加1单；年初至今IPO规模203.58亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金规模39.1亿元；2024年前十一周新成立权益基金规模422.49亿。
- 国债收益率：截至3月15日，中债国债10年期到期收益率为2.32%，较上周+4bps，较年初-24bps；十年期国债750移动平均为2.79%，较上周-1bps，较年初-5bps。
- 板块估值：截至3月15日，券商板块PB（LF）1.16x，位于2018年以来6.6%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.56、0.47、0.41、0.33，分别处于自2012年来的0.7%、1.5%、1.6%、1.3%分位数。

#### 风险提示：

- 经济复苏不及预期；长端利率持续下行

#### 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：政策持续推动下板块估值修复动力充足》—2024.03.10



## 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) .....	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

**保险: 1) 《销售能力资质等级标准》等三文件征求意见, 利好头部险企。**近日, 保险行业协会向各家保险公司, 下发《保险销售从业人员销售能力资质等级标准(人身保险方向)(征求意见稿)》等文件。相较于去年 11 月的讨论稿, 本次就能力资质等级标准、培训与测试大纲、产品销售授权管理做出了详细解释, 明确了销售人员分级授权的产品范围, 其中四级销售人员, 可以销售意外险、健康险, 以及普通型人寿保险和年金险; 三级销售人员还可销售分红险和万能险等; 二级销售人员可以销售变额年金和投连险; 一级销售人员可以销售所有保险产品。

按照文件规定的晋升路径, 大专及以上学历的代理人最快在入职当年即可申报为四级、三级销售人员, 当前各家险企仍主推年金险、增额终身寿险, 我们预计代理人分级制度的推出对行业业务规模影响较小, 同时头部险企代理人培训制度更加完善, 渠道规模已基本处于稳定状态, 代理人人均产能及素质都有显著优势, 我们认为随着后续代理人分级制度的正式推出, 头部险企凭借较快的转型进程, 市占率有望进一步提升。

**2) 万科非标债务预计平稳度过, 太保回应不动产风险敞口。**财联社 3 月 13 日消息, 就万科与保险机构协商非标债务问题, 目前已有保险机构倾向就债务期限结构做出调整, 多方表示希望平稳度过。同时也有险资企业表示, 由于方案提到由非标转标, 以及增加信用担保及抵押物等, 双方仍在协商中。此外, 有投资者提问中国太保在万科的风险敞口以及房地产投资情况。中国太保对此回应: 公司高度重视信用风险管理, 严格控制房地产等行业的风险敞口, 并在风险可控的前提下精选投资标的。不动产领域风险的敞口占整体投资资产的比例较小, 持仓的房地产企业偿债主体综合实力较强, 信用风险管控良好, 投资风险可控。

本周三保险板块走势受地产债务违约风险影响有较大扰动, 本次协商一致后对板块的情绪面影响预计将完全消化。近年来, 各险企非标资产配置比例处于下降通道中, 其中地产敞口占总投资资产比重较小, 一方面万科背靠深圳国资委, 未来现金流压力有望随着经济复苏基本面向好而缓解, 违约风险较小; 另一方面, 在违约的极端情况下, 对各险企净资产及内含价值侵蚀效应较小。

**3) 友邦发布 2023 年报, NBV 同比+20%, 人力产能高升。**2023 年集团 NBV+33% 至 40.34 亿美元, 年化新保费+45% 至 76.50 亿美元, 中国内地、香港、泰国、新加坡、马来西亚及其他市场 NBV 分别同比+20%/+82%/+21%/+10%/+7%/+0%, 年化新保同比分别+62%/+123%/+16%/+8%/+12%/+4%; 从新业务价值率来看, 集团全年新业务价值率为 52.6%, 同比-4.4pct, 全年较上半年边际有所改善+1.8pct (中国内地、中国香港新业务价值率全年较上半年分别+1.0pct/+0.6pct); 人力产能方面, 业绩发布会表示个险渠道代理人产能为行业均值的 2 倍, 其中中产及以上客群贡献 23 年 80% 的 ANP; 利润方面, 集团税后营运溢利同比-1% (固定汇率), 股息稳定提升, 全年股息总额为每股 1.61 港币, 同比增加 5%。

得益于友邦中国内地新设机构不断推进、个人养老金业务高速发展, 中国香港 MCV 及本地业务持续恢复增长、新一代代理主管带来优质增员和产能提升, 我们预计友邦 2024 年将延续增长态势, 价值在储蓄险延续热销以及新业务价值率改善效应下, Q1 有望实现正增长。

**4) 平安养老、泰康养老退出部分惠民保产品, 惠民保存续问题依旧为难题, 重疾等商业险仍有增量空间。**健闻咨询消息, 在沿海某省, 部分城市惠民保赔付率超过 100%, 多家商保公司亏损, 曾入局的平安养老、泰康养老, 已陆续退出该省惠民保

业务。此外该省曾要求商保公司在惠民保项目上“保本微利”，赔付率要达到 90% 以上。

我们认为，受惠民保产品结构（定位普惠、赔付率较高）、消费客群（存在较多非标潜在投保者）等影响，各险企在运营上普遍有存续性难题，近期两会上多次强调保险的基本保障功能，重疾等商业保障类险种仍是消费者人身保障类的优质选择，销售增量空间仍可进一步挖掘。

5) 目前保险估值处于历史底部，国寿、平安、太保、新华 PEV 估值分别为 0.56、0.47、0.41、0.33，分别处于自 2012 年来的 0.7%、1.5%、1.6%、1.3%分位数。本周受地产因素板块有所下行，我们始终认为当前资本市场强修复预期对保险板块资产端结构有改善作用，叠加负债端销售的高景气，高弹性的保险个股有望实现估值的持续修复。建议关注权益类资产占比较高的新华保险、开门红表现优异的中国太保；盈利稳定、高股息率的中国财险。

证券：1) 证监会发布四项政策文件，“两强两严”监管理念逐步落地。3月15日，国新办举行新闻发布会，证监会相关负责人解读强监管防风险推动资本市场高质量发展的有关政策，并回应热点问题。本次证监会集中发布四项政策文件，贯彻落实中央金融工作会议精神，是“两强两严”监管理念落地的务实举措。

从资本市场看，进一步限制资金流出：IPO 监管趋严及限制做空。首次提出严审“伪科技”，核心思想从提高直接融资比例转变为严控质量、防范风险。2024 年以来，IPO 家数为 24 家，同比下滑 63.1%，募集资金 203.6 亿元，同比下滑 63.6%。证监会逐步优化融券机制，本次明确提出禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出，进一步对做空力量进行限制，有利于稳定市场情绪。

从行业看，校正金融机构定位并促进功能发挥，加快推进非银头部机构建设：本次文件更加明确形成 10 家左右优质头部机构的总体要求，行业集中度有望提升。建议关注券商板块并购重组+ROE 提升逻辑主线。

从上市公司看，提升上市公司投资价值，改善市场风险偏好：本次文件出台将对上市公司分红采取针对性举措，加强分红约束，完善分红机制。上市公司分红的稳定性和及时性切实增加投资者回报，进而提振投资者投资意愿，改善市场风险偏好，整体利好券商板块。

2) 转融通暂停，做空空间进一步压缩。根据券商中国消息，部分券商已收到中证金融通知，于 3 月 16 日进行暂停转融通借入证券实时可用业务通关测试。证监会进一步优化了融券机制，其中之一是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。因涉及系统调整等因素，自 3 月 18 日起实施。

我们认为，优化融券机制已成为目前监管重点。转融券约定申报出借的证券从融券投资者实时卖出改为次日可用，能够给各类投资者充足时间消化市场信息，营造更加公平合理的市场环境，体现了以投资者为本的监管理念。限制融券效率，一定程度上增加了部分投资者做空成本，有利于维护资本市场平稳运行、稳定投资者信心。

3) 头部券商债券承销业务优势依旧明显。3 月 12 日，中国证券业协会发布了 2023 年证券公司债券承销业务专项统计结果。在绿色债券方面，2023 年度作为绿色公司债券主承销商或绿色资产证券化产品管理人的证券公司共 60 家，承销(或管理) 174 只债券(或产品)，合计金额 1828.53 亿元，同比增长 6.52%。在科技创新公司债券方面，2023 年度作为科技创新公司债券主承销商的证券公司共 58 家，承销 334 只债券，合计金额 3642.41 亿元，这一数字较 2022 年全年同比增长了 254.18%。在地方政府债方面，2023 年全年参与发行地方政府债券的证券公司共 86 家，合计

中标金额 4649.75 亿元，合计中标地区 32 个。在民营企业公司债券方面，2023 年度作为民营企业公司债券主承销商或资产证券化产品管理人的证券公司共 57 家，承销（或管理）337 只债券（或产品），合计金额 3471.49 亿元。

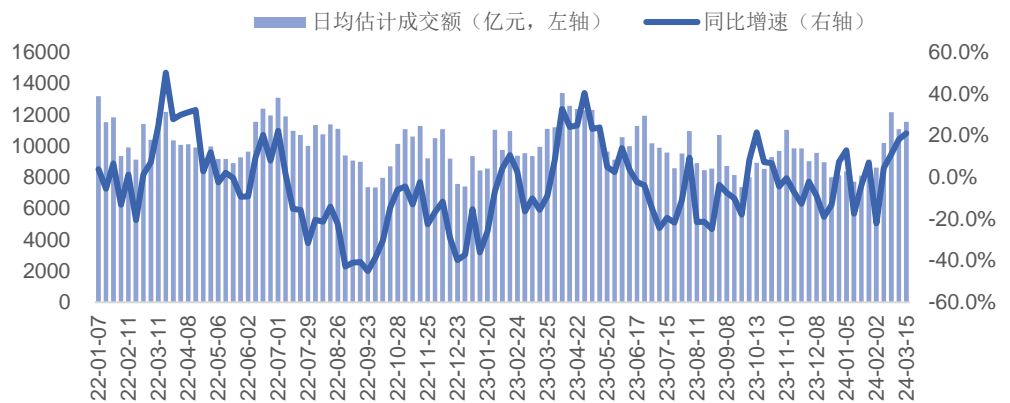
我们认为，从债券承销排名来看，头部券商仍然稳居前列，其中有部分中小券商表现亮眼。绿色公司债券方面，平安证券以 210.52 亿元的承销金额位列第二；低碳转型公司债券方面，国金证券主承销家数位列第一。“一带一路”公司债券方面，华源证券的主承销金额达 17.50 亿元，排名第一。从债券承销业务整体来看，头部券商优势明显，中小券商可以在特色业务上重点发力，以形成差异化竞争优势。

非银板块建议关注：中国太保、新华保险、中国财险。

## 2 核心数据

经纪业务：本周日均股基成交额 11548 亿，环比+4.2%；年初至今日均股基成交额 10933 亿，同比+13.9%。

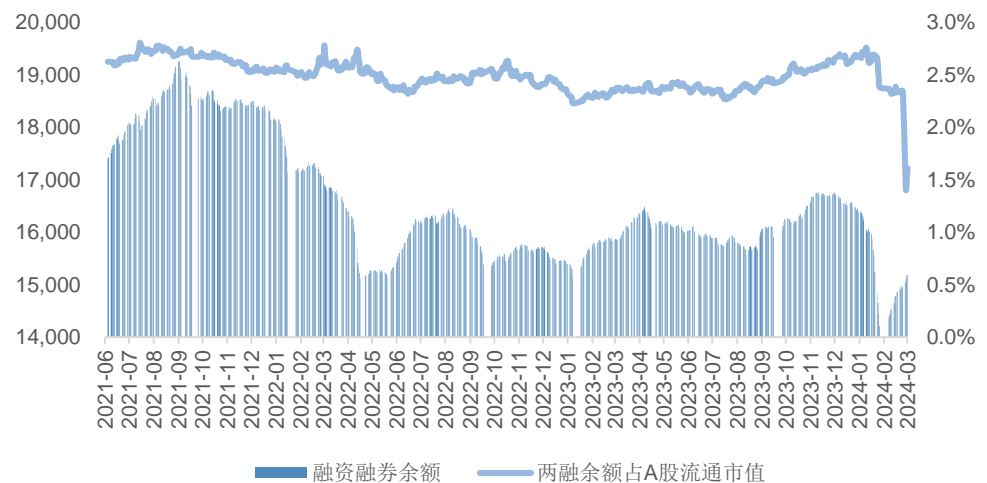
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 3 月 14 日，两市两融余额为 1.52 万亿，较前周+1.53%，较年初-8.24%；目前两融余额占流通市值比例为 1.61%，较年初-1.01pct。

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 2 单 IPO 上市，较上周增加 1 单；年初至今 IPO 规模 203.58 亿。

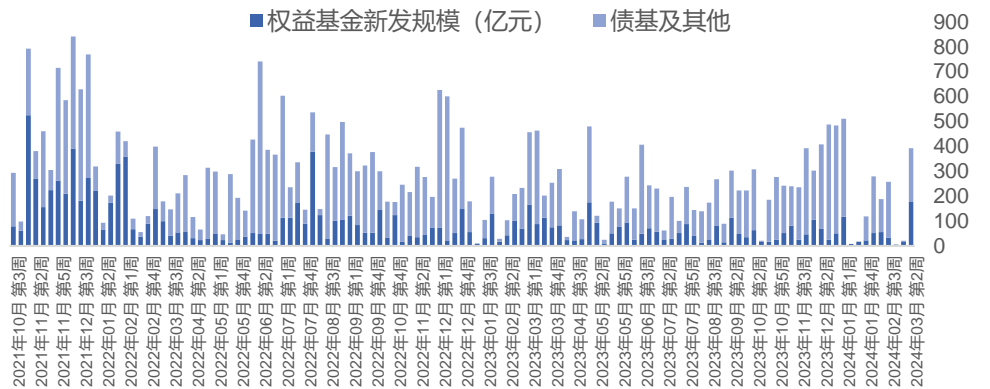
图 3：IPO、再融资规模（亿元）



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 39.1 亿元；2024 年前十一周新成立权益基金规模 422.49 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

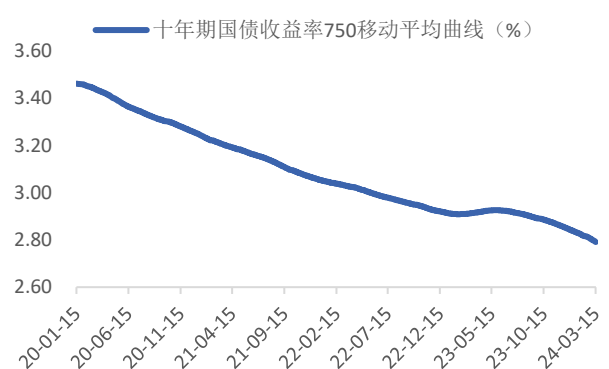
国债收益率：截至 3 月 15 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.32%，较上周 +4bps，较年初-24bps；十年期国债 750 移动平均为 2.79%，较上周-1bps，较年初-5bps。

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3月15日，券商板块PB(LF) 1.16x，位于2018年以来6.6%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.56、0.47、0.41、0.33，分别处于自2012年来的0.7%、1.5%、1.6%、1.3%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	0.7%	1.5%	4.0%
上证指数	0.3%	1.3%	2.7%
深证成指	2.6%	3.0%	0.9%
创业板指	4.2%	4.3%	-0.4%
科创50	0.7%	0.1%	-5.1%
非银金融	-0.1%	-2.2%	0.6%
券商指数	0.5%	-1.9%	-0.6%
保险指数	-1.8%	-2.7%	3.7%

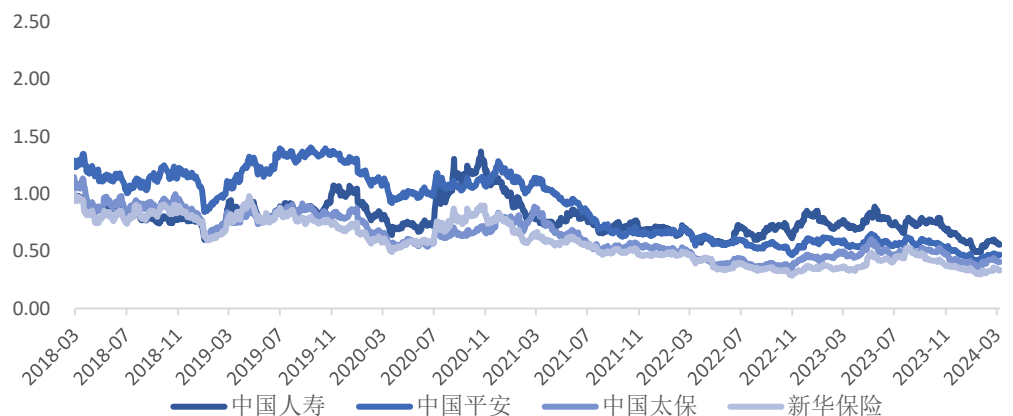
数据来源：wind、华福证券研究所

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；长端利率持续下行

### 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