

## 非银金融

## 非银年报整体符合预期，券商行业整合或加速

2024年03月31日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

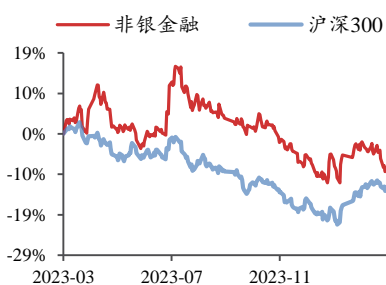
tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

证书编号：S0790123070030

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《组合拳提振信心关注券商，大规模设备更新利好租赁—行业周报》-2024.3.17

《强基础严监管趋势延续，优化支付服务利好 POS 机—行业周报》-2024.3.10

《促进投融资动态平衡，养老金入市空间广阔—行业深度报告》-2024.3.8

### ● 周观点：上市险企分红率稳中有升，券商手续费收入整体承压

近两周券商/保险/沪深 300 指数分别-4.4%/-3.1%/-1%，权重股中国平安和中信证券调整对非银板块带来一定影响。非银板块年报整体符合预期，保险 NBV 增势强劲，受投资收益拖累净利润承压，分红率稳中有升，经济假设调整对 EV 带来的负面影响；券商受三大手续费收入承压影响净利润微幅下降。政策积极提振投资者信心，3 月日均交易额维持万亿水平，叠加流动性偏宽预期，关注券商板块结构性机会，看好互联网券商和并购主题两个方向。

### ● 券商：年报业绩符合预期，行业并购整合提速，交易量改善关注结构机会

(1) 本周日均股票成交额0.94万亿，环比-13.1%，3月日均股票成交额1.02万亿，环比+6%，成交活跃度较好；3月偏股/非货新发份额341/1508亿元，分别环比+270%/+318%。(2) 披露2023年业绩的27家传统上市券商合计净利润1082亿，同比-3%，年报业绩符合我们预期；中证协披露证券行业2023年净利润1378亿(专项合并口径)，同比-3%，市场低迷、竞争加剧和降费影响造成三大手续费收入承压，低基数投资收益同比高增支撑业绩。2023年证券行业经纪业务佣金率下降10%，衍生品业务收益率和规模均有压力。(3) 监管趋严、集约化发展和竞争加剧的综合影响下，头部公司集中度或加速提升，行业并购整合有望加速。本周浙商证券公告与国都证券5名股东签署股权转让协议，拟以30亿收购国都证券19.15%股权(PB 1.49倍)，收购后成为第一大股东。(4) 当下监管政策利好二级市场信心提振和交易量改善，关注券商板块结构性机会，看好受益于交易量改善的互联网券商、整合预期较强的标的以及低估值头部券商。

### ● 保险：经济假设调整降低 EV 增速，投资收益拖累净利润，分红率稳中有升

(1) 从保险行业年报看，2023 年 NBV 增势强劲，受投资收益拖累净利润承压，分红率稳中有升好于我们预期，经济假设调整对 EV 带来的负面影响超过我们预期。个险和银保转型见效、高定价产品停售催化下，2023 年 NBV 增速强劲(可比口径)：人保人身险+105%/新华保险+65%/中国平安+36%/中国太保+31%/中国人寿+14%。在报行合一降低渠道成本、渠道转型见效和储蓄类产品需求较好支撑下，2024 年负债端景气仍值得期待。受权益市场波动及高基数(2022 年 I9 未重述)拖累投资端整体下滑。受疫后出行率提升和大灾多发影响，财险综合成本率整体提高，中国太保(97.7%，+0.7pct)、中国财险(97.8%，同比+1.2pct)、中国平安(100.7%，+1.1pct)(2) 预定利率调降、报行合一和监管指导调降万能及分红险结算利率均利于寿险降低负债成本和利差损风险，2024 年行业负债成本有望明显回落，负债端景气度无忧，关注经济复苏预期带来的 beta 催化。

### ● 推荐及受益标的组合

**推荐标的组合：**国联证券，东方财富，江苏金租，拉卡拉，香港交易所；中国财险，中国人寿，中国太保，中国平安，友邦保险。

**受益标的组合：**中国银河，浙商证券，财通证券；新华保险。

**● 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、非银年报整体符合预期，券商行业整合或加速.....	3
2、市场回顾：A股整体下跌，非银板块跑输沪深300.....	4
3、数据追踪：日均股基成交额环比上升.....	5
4、行业及公司要闻：浙商证券出资30亿收购国都证券19.15%股份.....	7
5、风险提示.....	8

## 图表目录

图1：本周A股整体下跌，非银板块跑输沪深300.....	4
图2：本周华中国人保/江苏金租+3.59%/+1.94%.....	4
图3：2024年3月日均股基成交额环比+6%.....	5
图4：2024年3月IPO承销规模累计同比-17%.....	5
图5：2024年3月再融资承销规模累计同比-61%.....	5
图6：2024年3月债券承销规模累计同比+4%.....	5
图7：2024年3月两市日均两融余额同比-2.3%.....	6
图8：2024年2月多数上市险企寿险保费同比正增长.....	6
图9：2024年2月上市险企财险保费同比增速下降.....	6
表1：受益标的估值表.....	4

## 1、非银年报整体符合预期，券商行业整合或加速

近两周券商/保险/沪深300指数分别-4.4%/-3.1%/-1%，权重股中国平安和中信证券调整对非银板块带来一定影响。非银板块年报整体符合预期，保险NBV增势强劲，受投资收益拖累净利润承压，分红率稳中有升，经济假设调整对EV带来的负面影响；券商受三大手续费收入承压影响净利润微幅下降。政策积极提振投资者信心，3月日均交易额维持万亿水平，叠加流动性偏宽预期，关注券商板块结构性机会，看好互联网券商和并购主题两个方向。

### 券商：年报业绩符合预期，行业并购整合提速，交易量改善关注结构机会

(1) 本周日均股票成交额0.94万亿，环比-13.1%，3月日均股票成交额1.02万亿，环比+6%，成交活跃度较好；3月偏股/非货新发份额341/1508亿元，分别环比+270%/+318%。(2) 披露2023年业绩的27家传统上市券商合计净利润1082亿，同比-3%，年报业绩符合我们预期；中证协披露证券行业2023年净利润1378亿(专项合并口径)，同比-3%，市场低迷、竞争加剧和降费影响造成三大手续费收入承压，低基数投资收益同比高增支撑业绩。2023年证券行业经纪业务佣金率下降10%，衍生品业务收益率和规模均有压力。(3) 监管趋严、集约化发展和竞争加剧的综合影响下，头部公司集中度或加速提升，行业并购整合有望加速。本周浙商证券公告与国都证券5名股东签署股权转让协议，拟以30亿收购国都证券19.15%股权(PB 1.49倍)，收购后成为第一大股东。(4) 当下监管政策利好二级市场信心提振和交易量改善，关注券商板块结构性机会，看好受益于交易量改善的互联网券商、整合预期较强的标的以及低估值头部券商。

### 保险：经济假设调整降低EV增速，投资收益拖累净利润，分红率稳中有升

(1) 从保险行业年报看，2023年NBV增势强劲，受投资收益拖累净利润承压，分红率稳中有升好于我们预期，经济假设调整对EV带来的负面影响超过我们预期。个险和银保转型见效、高定价产品停售催化下，2023年NBV增速强劲(可比口径)：人保人身险+105%/新华保险+65%/中国平安+36%/中国太保+31%/中国人寿+14%。在报行合一降低渠道成本、渠道转型见效和储蓄类产品需求较好支撑下，2024年负债端高景气仍值得期待。受权益市场波动及高基数(2022年19未重述)拖累投资端整体下滑。受疫后出行率提升和大灾多发影响，财险综合成本率整体提高，中国太保(97.7%，+0.7pct)、中国财险(97.8%，同比+1.2pct)、中国平安(100.7%，+1.1pct)。(2) 预定利率调降、报行合一和监管指导调降万能及分红险结算利率均利于寿险降低负债成本和利差损风险，2024年行业负债成本有望明显回落，负债端景气度无忧，关注经济复苏预期带来的beta催化。

### 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：国联证券，东方财富，江苏金租，拉卡拉，香港交易所；中国财险，中国人寿，中国太保，中国平安，友邦保险。

受益标的组合：中国银河，浙商证券，财通证券；新华保险。

**表1: 受益标的估值表**

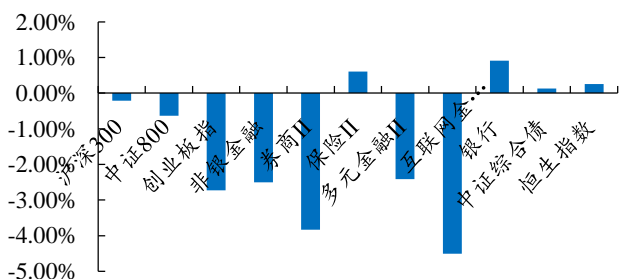
证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2024/3/29	2022	2023E	2024E	2022	2023E	
600901.SH	江苏金租	4.74	0.64	0.65	0.73	7.29	6.49	买入
300059.SZ	东方财富	12.89	0.65	0.52	0.58	24.79	22.22	买入
600958.SH	东方证券	8.25	0.35	0.32	0.41	25.78	20.12	买入
601377.SH	兴业证券	5.44	0.35	0.27	0.48	20.15	11.33	买入
1299.HK	友邦保险	52.55	0.02	0.33	2.80	159.24	18.77	增持
2328.HK	中国财险	10.32	1.20	1.11	1.40	9.30	7.37	买入
601456.SH	国联证券	11.31	0.27	0.33	0.44	34.27	25.70	买入
300803.SZ	指南针	43.73	0.83	0.35	0.69	126.17	63.56	买入
300033.SZ	同花顺	130.96	3.15	2.61	3.16	50.18	41.44	买入
600705.SH	中航产融	3.02	0.19	0.26	0.42	11.62	7.19	买入
6060.HK	众安在线	12.50	(0.92)	2.80	0.80	4.46	15.63	买入
0388.HK	香港交易所	227.80	6.20	10.00	10.70	22.78	21.29	买入
601108.SH	财通证券	7.44	0.34	0.45	0.61	16.53	12.20	买入
601456.SH	国联证券	11.31	0.27	0.24	0.28	47.13	40.39	买入
601318.SH	中国平安	40.81	4.73	4.70	6.60	8.68	6.18	买入
601601.SH	中国太保	23.00	2.56	2.83	3.38	8.13	6.80	买入
601628.SH	中国人寿	28.50	1.14	0.75	1.05	38.00	27.14	买入
300773.SZ	拉卡拉	13.65	-1.84	1.02	1.29	13.38	10.58	买入
601881.SH	中国银河	11.98	0.67	0.80	0.86	14.98	13.94	未评级
601901.SH	方正证券	8.18	0.26	0.30	0.31	27.66	26.73	未评级
601878.SH	浙商证券	11.32	0.41	0.44	0.52	25.51	21.86	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

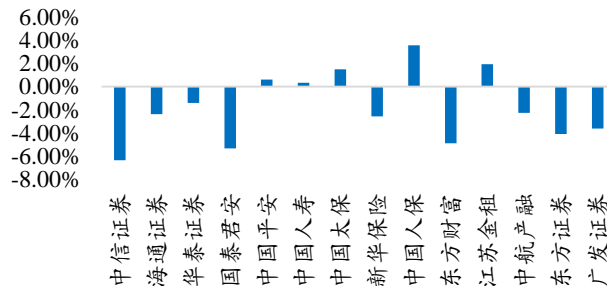
注: 上述中国银河、方正证券、浙商证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。友邦保险、中国财险、国联证券、同花顺、众安在线等公司 2023 年度报告已发布, 相关数据为实际值。

## 2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑输沪深 300

本周(3月25日至3月29日,下同)A股整体下跌,沪深300指数-0.2%,创业板指数-2.73%,中证综合债指数+0.127%。非银板块-2.50%,跑输沪深300指数,券商和保险分别-3.83%/+0.60%。从主要个股表现看,本周中国人保/江苏金租+3.59%/+1.94%。

**图1: 本周 A 股整体下跌, 非银板块跑输沪深 300**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图2: 本周华中国人保/江苏金租+3.59%/+1.94%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、数据追踪：日均股基成交额环比下降

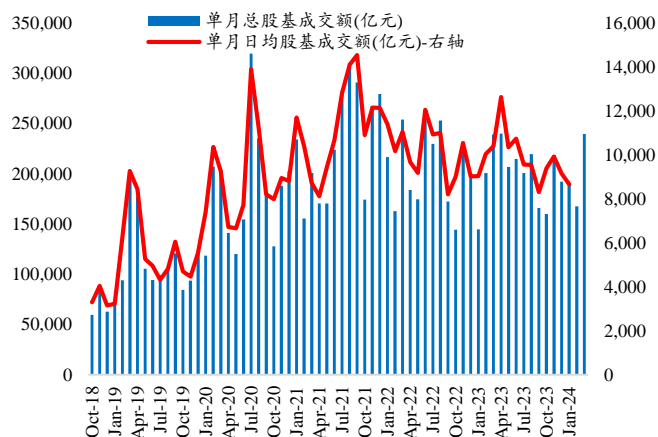
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 21 只，发行份 55 亿份，环比-23%，同比-34%。截至 3 月 29 日，2024 年累计新发股票+混合型基金 171 只，发行份额 544 亿份，同比-42%。待审批偏股型基金增加 1 只。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 10551 亿元，环比-12.2%，同比-5.8%；截至 3 月 29 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10292 亿元，同比+4.1%。

券商投行业务：截至 3 月 29 日，2024 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 204/667/27293 亿元，分别同比-55%/-73%/+10%。

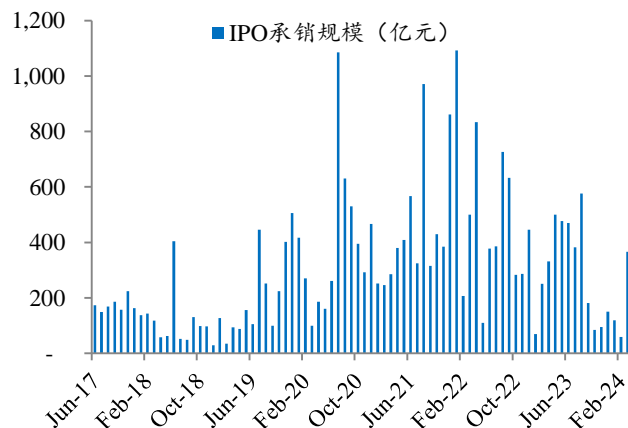
券商信用业务：截至 3 月 28 日，全市场两融余额达到 15433 亿元，两融余额占流通市值比重为 2.28%；融券余额 412 亿元，占两融比重达到 2.67%，占比环比下降。

图3：2024年3月日均股基成交额环比+6%



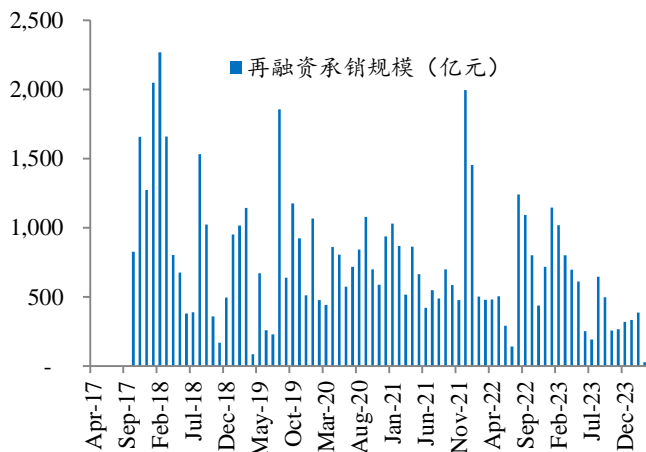
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024年3月IPO承销规模累计同比-17%



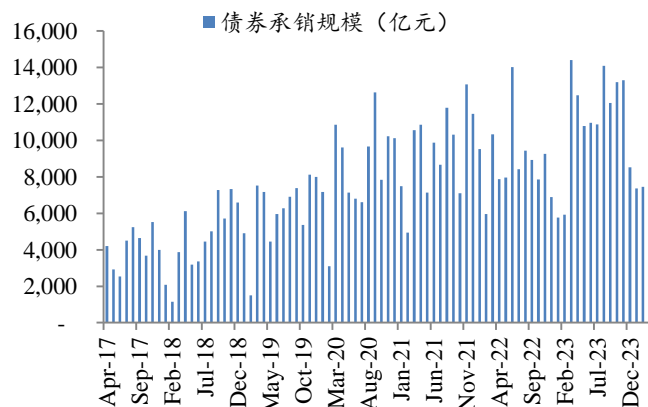
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年3月再融资承销规模累计同比-61%



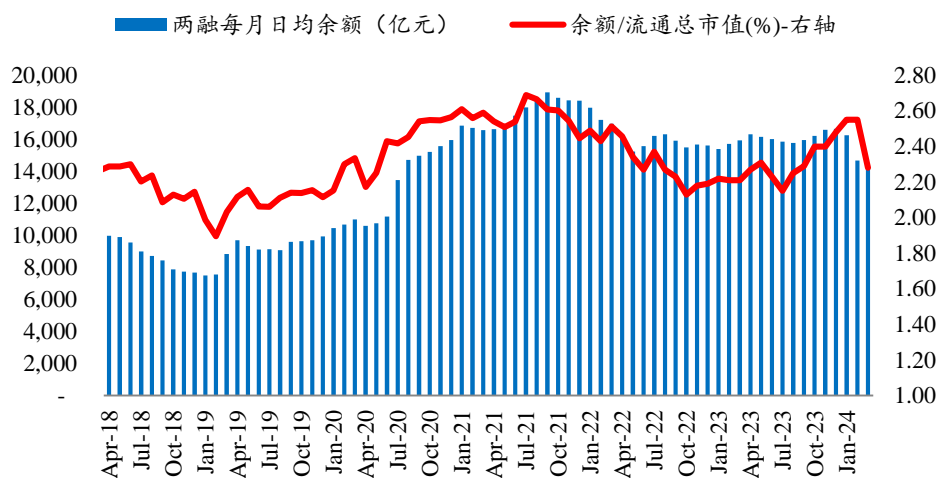
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024年3月债券承销规模累计同比+4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年3月两市日均两融余额同比-10.0%

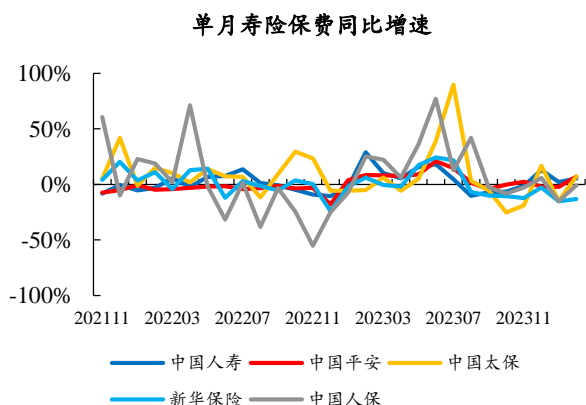


数据来源：Wind、开源证券研究所

**寿险保费月度数据:**2024年2月5家上市险企寿险总保费合计1266亿元、同比+3.6%，增速较1月上升9.2pct，其中：中国太保+7.4%、中国平安+7.0%、中国人寿+5.3%、阳光保险+1.2%、中国人保-0.8%，上市险企单2月保费略有分化，预计受2024年开门红筹备策略差异、续期存量产品集中到期、银保渠道报行合一及开门红降温新规政策影响。

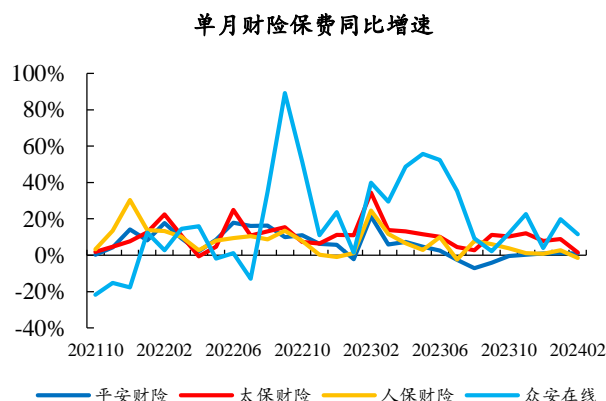
**财险保费月度数据:**2024年2月4家上市险企财险保费收入722亿元，同比持平，较1月+3.8%有所下滑，各家险企2月财险保费同比分别为：众安在线+11.6%（1月+19.9%）、太保财险+1.6%（1月+8.9%）、平安财险+0.9%（12月+1.1%）、人保财险-1.6%（1月+2.7%）。

图8：2024年2月多数上市险企寿险保费同比正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024年2月上市险企财险保费同比增速下降



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 4、行业及公司要闻:浙商证券出资 30 亿收购国都证券 19.15%

### 股份

#### ● 行业新闻:

**【浙商证券30亿买成国都第一大股东，业务合并冲击前二十】**财联社3月29日讯（记者）两度延期的券商并购案，终要迎来阶段性成果。3月29日，浙商证券发布公告，公司拟通过协议转让方式，受让重庆信托、天津重信、重庆嘉鸿、深圳远为、深圳中峻分别持有的国都证券4.72%、4.72%、3.77%、3.31%、2.63%股份，合计股份为19.15%。本次受让成功后，浙商证券将成为国都证券的第一大股东。（财联社）

**【超半数上市券商业绩亮相，前十初定，自营成关键胜负手】**财联社3月30日讯（记者高艳云）券商业绩的面纱正在逐步打开。归母净利排名前十依次是中信、华泰、国君、招商、东财、银河、建投、广发、中金、申万宏源；多家头部券商自营业务高速增长，包括华泰证券、申万宏源、中信建投、广发证券等；（财联社）

**【北京出台优化支付服务方案】**财联社3月29日讯（记者高萍）近日，北京市出台优化支付服务工作实施方案，从银行卡受理、现金支付、移动支付、账户服务、宣传推广五个方面提出22项重点任务，明确时间表和路线图。财联社记者获悉，北京形成上下联动、横向协同的工作机制，全面优化各类场景支付环境，持续提升支付便利性。（财联社）

#### ● 公司公告:

**中国财险:** 2024年3月27日，公司发布2023年年报，新准则下归母净利润245.9亿元、同比-15.7%。

**国联证券:** 2024年3月27日，公司发布2023年年报，2023年公司营业总收入/归母净利润为29.6/6.7亿元，同比+13%/-13%，2023Q4归母净利润亏损0.55亿元。

**众安在线:** 2024年3月27日，公司发布2023年年报，新准则下归母净利润40.8亿元、同比转盈，主要受到众安国际出售带来一次性损益37.8亿元。

**中国人寿:** 2024年3月28日，公司发布2023年年报，新准则下全年归母净利润461.8亿元、同比下降30.7%。

**东方证券:** 2024年3月28日，公司发布2023年年报，2023年公司营业总收入/归母净利润为170.9/27.5亿元，同比-8.8%/-8.5%，单Q4归母净利润亏损1亿元。

**中国太保:** 2024年3月28日，公司发布2023年年报，新准则下归母净利润272.6亿元、同比-27.1%。

## 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

### 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

### 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

### 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