

## 非银金融行业周报（3.25-3.29）

### 华福非银周报：年报落地、看好后续高弹性带来估值的持续修复

#### 本周观点：

本周多数险企发布2023年度报告，整体利润有下滑趋势，人均产能有明显提升，在负债端销售高景气的背景下，推动NBV延续高增长。短期看，目前年报利润表现不佳的负面影响正逐步消除，对于一季报NBV的良好展望有望推动板块回暖；长期看，资本市场正处于逐步修复进程中，各险企投资收益表现有望回暖，叠加各险企地产风险敞口逐步收紧，资产端对估值的压制作用或将逐步缓解。保险建议关注权益类资产占比较高的新华保险、负债端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：

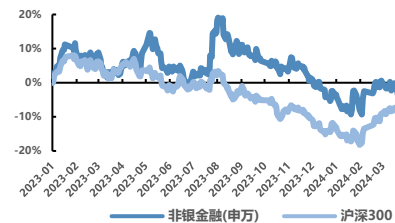
- 经纪业务：本周日均股基成交额10571亿，环比-11.8%；年初至今日均股基成交额9955亿，同比+6.4%。
- 融资融券：截至3月29日，两市两融余额为1.54万亿，较前周-0.53%，较年初-7.1%；目前两融余额占流通市值比例为2.38%，较年初-0.24pct。
- 投行业务：本周4单IPO上市，较上周增加2单；年初至今IPO规模236.19亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金规模54.59亿元；2024年前十三周新成立权益基金规模545.87亿。
- 国债收益率：截至3月29日，中债国债10年期到期收益率为2.29%，较上周-2bps，较年初-27bps；十年期国债750移动平均为2.78%，较上周-0bps，较年初-6bps。
- 板块估值：截至3月29日，券商板块PB（LF）1.10x，位于2018年以来0.8%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.54、0.45、0.37、0.31，分别处于自2012年来的0.77%、0.87%、1.82%、0.94%分位数。

#### 风险提示：

- 经济复苏不及预期；长端利率持续下行

### 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：资产端结构改善、估值持续修复》—2024.03.24



## 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) 多家险企发布 2023 年报，净利润普遍承压、NBV 延续高增。**受 23 年资本市场承压影响，各险企均下调了投资回报率/风险贴现率假设，整体利润表现普遍下滑，国寿/太保/新华/人保/太平/阳光净利润分别同比-34.2%/-27.1%/-11.3%/-10.2%/+44.1%/-16.8%，其中太平投资端表现 23 年改善，叠加 22 年低基数效应，实现净利润较高增长。负债端方面，在渠道升级转型以及储蓄险销售旺盛的背景下，各险企人均产能有明显提升，有效推动整体 NBV 增长。国寿/太保/新华/人保/太平/阳光 NBV 分别同比+11.9%/+19.1%/+65.1%/+105.4%/+27.8%/+44.2%；投资端方面，国寿/太保/新华/人保/太平/阳光总投资收益率分别为 2.7%/2.6%/1.8%/3.3%/2.7%/3.3%，各险企投资收益率不及预期，承压态势明显，归因于长端利率下行及权益市场下行。财险方面，太平/阳光/人保/众安/太保 2023 年 COR 分别同比+1.2/-0.7/+1.2/-3.3/+0.7pct 至 96.8%/98.7%/97.8%/95.2%/97.7%。受自然灾害频发、出行频率上升、需求上升的影响，各家险企综合赔付率均有所上升。

23 年受长端利率持续下行且各险企持续增配债券影响，固收类资产的增配和到期再投资收益下降，拖累整体收益率，同时权益市场下行导致权益资产面临减值压力，拖累利润表现；财险方面 COR 受部分险种短期影响有所上涨，随着业务结构持续优化，COR 预计改善，仍有下降空间。当前在储蓄险销售旺盛以及价值率提升的背景下，预计各险企 Q1 延续 NBV 高增速表现。

**2) 万能险结算利率、分红险收益受限，有利于险企对抗利差损风险。**监管部门近期对万能险和分红险的结算利率和收益进行了进一步调整。要求大部分保险公司的万能险结算利率不超过 3.3%，分红险的实际分红水平同样需要调降至 3.3%或更低，其中大型保险公司的调降幅度可基于中小公司之上。这一政策延续了监管在今年年初及去年的做法，当时分别将万能险账户结算利率的上限设定为 4%、3.8%和 3.5%，并在 2023 年 8 月将预定利率从 3.5%调降至 3.0%。2023 年 117 款万能险中结算利率和最低保证利率 19 个结算利率超 3.9%，近 7 成产品结算利率超 3.5%。新产品最低保证利率 2%是大势所趋，万能险最高演示利率不超 4%。

对万能险结算利率和分红险收益的调整主要出于对加强资产负债管理和防范利差损风险的考虑，当前分红、万能险业务比例占比较小，预计结算利率下调对各险企规模及价值的影响较小。

**3) 目前主要上市险企：国寿、平安、太保、新华 PEV 估值分别为 0.54、0.45、0.37、0.31，**分别处于自 2012 年来的 0.77%、0.87%、1.82%、0.94%分位数。目前各险企 23 年报落地，净利润负增影响已逐渐消除，同时地产风险敞口进一步收窄带来资产端结构改善，后续随着资本市场逐渐回暖，利差损风险担忧减轻，推动估值持续修复。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) 多家券商披露 2023 年年报，大多实现净利润正增。**截至 3 月 29 日，共有 26 家券商披露了 2023 年年报。整体来看，2023 年近七成券商实现归母净利润正增长。营收方面，前三名暂时为中信证券/华泰证券/国泰君安，分别实现营收 600.7、365.8、361.4 亿元，同比-7.7%、14.2%、1.9%。归母净利润方面，前三名暂时为中信证券、华泰证券、国泰君安，分别实现归母净利 197.2、127.5、93.7 亿元，同比-7.5%、15.4%、-18.5%。

我们认为，2023 年自营业务收入为券商业绩带来最大贡献，而受市场环境因素影响，经纪、资管、投行、信用等业务则整体呈现下滑态势。随强监管政策逐步落地，投资

环境更加公平健康，投资者风险偏好将有所提升，经纪业务、两融业务、资管业务将呈回暖态势。而受政策趋严影响，投行业务将延续承压。

**2) 券商行业并购重组进程推进。**3月29日，浙商证券发布公告称，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4.7170%、4.7170%、3.7736%、3.3089%、2.6289%股份，合计股份为19.1454%。本次受让成功后，浙商证券将成为国都证券的第一大股东。

我们认为，此次浙商证券收购国都证券部分股权顺利推进，后续有望在中欧基金股权、优势区域互补协同，综合实力进一步提升。此外，随政策暖风频吹，券商行业将通过并购重组加速整合。3月15日，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，明确提出鼓励证券行业并购整合，行业格局有望重塑。

**3) 中证协拟对券商另类投资子公司、私募投资基金子公司管理规范进行修订。**中证协拟对《证券公司另类投资子公司管理规范》和《证券公司私募投资基金子公司管理规范》进行修订，并于近日征求行业意见。调整规范主要包括增加两类子公司现金管理投资标的种类、优化另类投资子公司的业务范围、增加子公司对非标准化金融资产净值调查和投后管理的相关要求等。

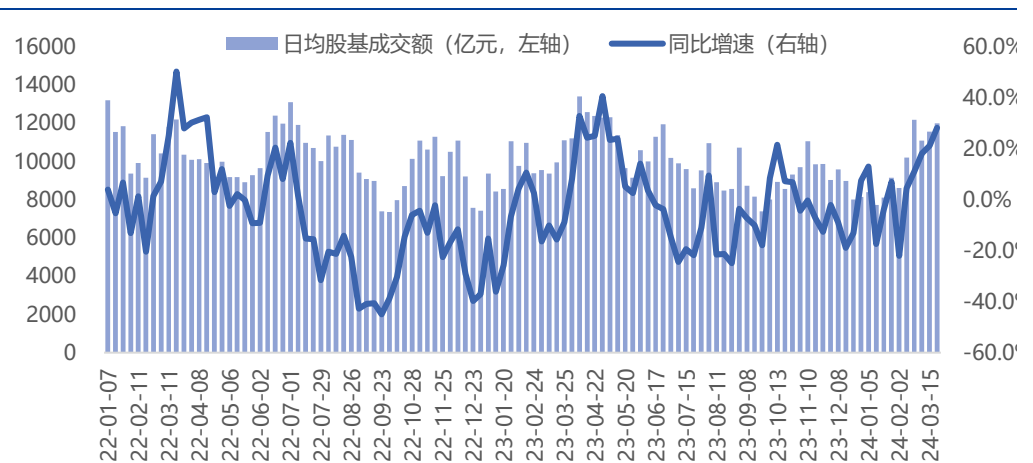
我们认为，目前券商另类投资子公司、私募投资基金子公司对券商的业绩贡献有所提升。本次中证协修订旨在促进券商回归主业、强化内部管控，通过整合现有规则口径及提升规则适应性进行适度优化，使得券商另类子及私募子能更好发挥本身投资业务功能，将资本引入实体经济并促进良性发展。

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 10571 亿，环比-11.8%；年初至今日均股基成交额 9955 亿，同比+6.4%。

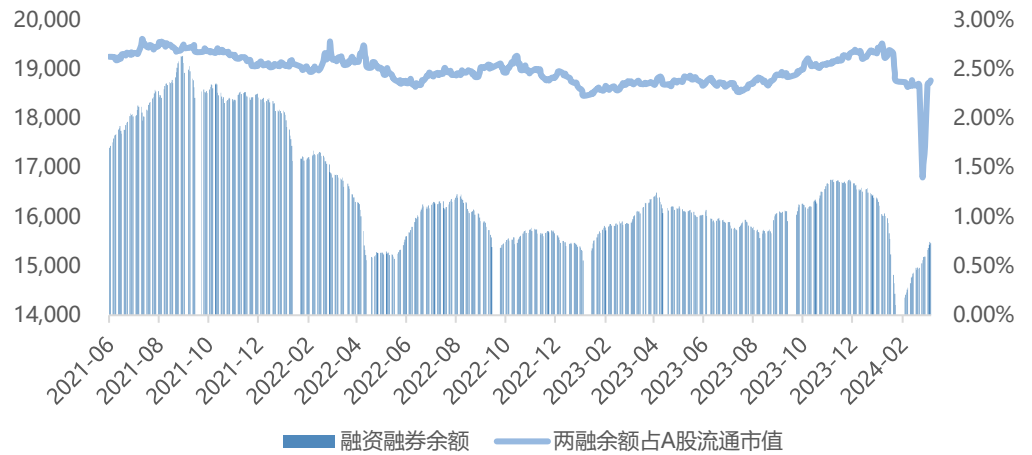
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 3 月 29 日，两市两融余额为 1.54 万亿，较前周-0.53%，较年初-7.1%；目前两融余额占流通市值比例为 2.38%，较年初-0.24pct。

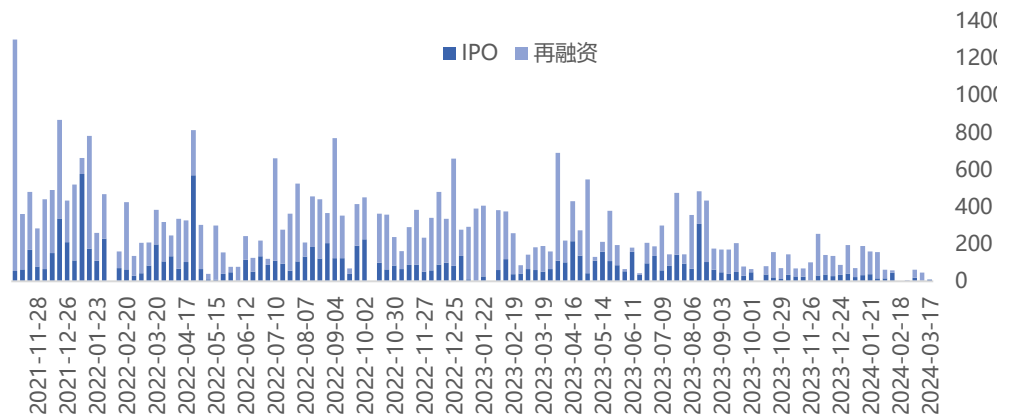
图 2：沪深两融余额



数据来源: wind、华福证券研究所

投行业务: 本周 4 单 IPO 上市, 较上周增加 2 单; 年初至今 IPO 规模 236.19 亿。

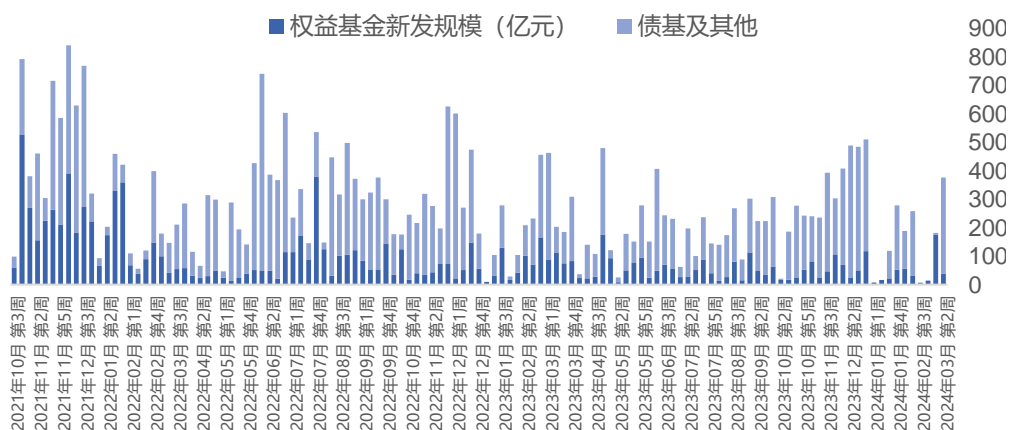
图 3: IPO、再融资规模 (亿元)



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 54.59 亿元; 2024 年前十三周新成立权益基金规模 545.87 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

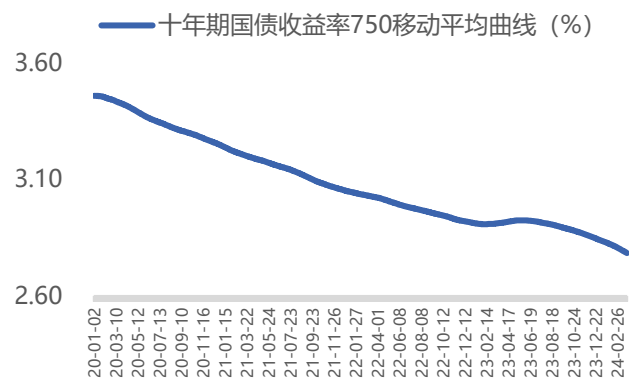
国债收益率：截至3月29日，中债国债10年期到期收益率为2.29%，较上周-2bps，较年初-27bps；十年期国债750移动平均为2.78%，较上周-0bps，较年初-6bps。

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29日，券商板块PB(LF) 1.10x，位于2018年以来0.8%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.54、0.45、0.37、0.31，分别处于自2012年来的0.77%、0.87%、1.82%、0.94%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	-0.21%	0.61%	3.1%
上证指数	-0.23%	0.86%	2.23%
深证成指	-1.72%	0.75%	-1.30%
创业板指	-2.73%	0.62%	-3.87%
科创50	-3.96%	-5.57%	-10.48%
非银金融	-2.50%	-6.16%	-3.48%
券商指数	-3.83%	-6.24%	-4.98%
保险指数	0.60%	-5.70%	0.48%

数据来源：wind、华福证券研究所

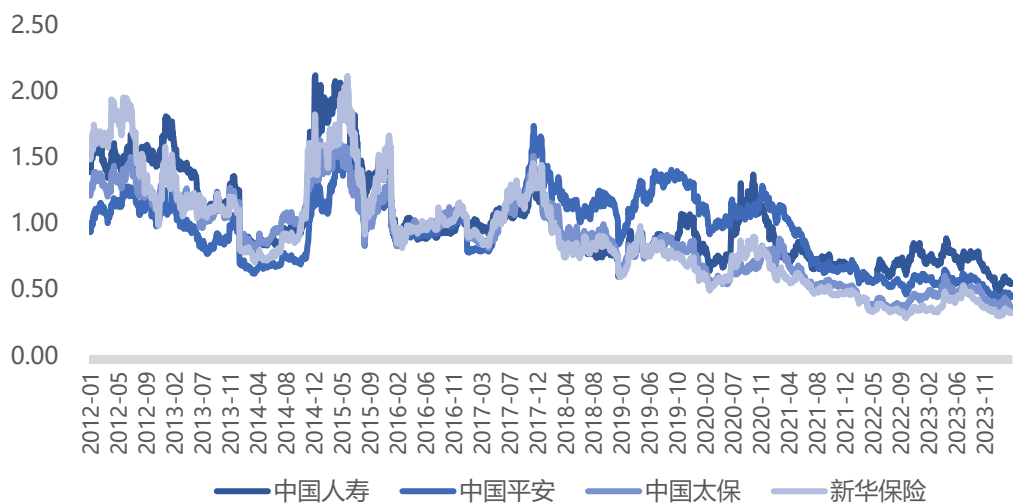
图7：券商板块估值情况



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