

非银金融

券商一季报同比或仍有压力，保险负债端延续高景气

2024年04月07日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

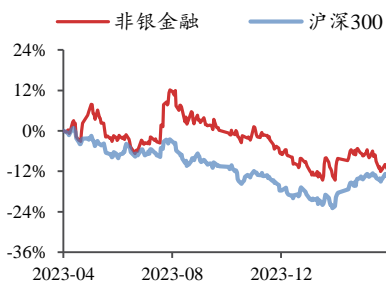
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

证书编号：S0790524040002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《非银年报整体符合预期，券商行业整合或加速—行业周报》-2024.3.31

《资本中介业务风险可控，券商资产质量安全—行业深度报告》-2024.3.29

《政策驱动养老金长钱入市，万亿交易量利好券商—行业周报》-2024.3.24

● 周观点：券商一季报同比或仍有压力，保险负债端延续高景气

(1) 本周五清明节假期香港恒生指数-0.01%，非银港股标的多数收跌，其中中信证券-3.1%、中金公司-2.8%、中国太平-4.2%、中国财险-3.4%、中国平安-2.1%、友邦保险+1.2%。(2) 三大手续费收入承压预计仍将影响上市券商2024年一季度业绩，投资收益和负债成本下降有望支撑年度业绩同比改善；政策积极提振投资者信心，3月日均交易额维持万亿水平，看好互联网券商和并购主题两个方向。

(3) 保险NBV增势强劲，转型见效、监管多举措引导行业降低负债成本有望在今年持续见效，负债端展望向好；长端利率下行给资产端配置带来压力，关注经济复苏催化。券商和保险板块机构持仓位于历史较低水位，部分标的具有左侧布局机会。(4) 汽车融资领域，4月3日《关于调整汽车贷款有关政策的通知》发布，文件明确金融机构可根据借款人信用状况、还款能力等自主确定自用汽车贷款最高发放比例。自用传统动力汽车和新能源汽车贷款最高发放比例提高至100%（原分别为80%/85%），商用传统动力汽车、商用新能源汽车、二手车贷款最高发放比例保持70%、75%、70%不变。

● 券商：一季报或仍有压力，券商股权变动案例增加，关注结构性机会

(1) 本周日均股票成交额9664亿，环比+2.7%。(2) 从券商2024年一季度几项业务情况看，经纪、投行和资管三大手续费收入同比或仍有压力，权益自营和衍生品波动对中小券商投资收益带来拖累，券商一季报业绩或同比承压。(3) 近期上市券商股权频现变动，浙商证券收购国都证券股权签署正式协议，长江三峡将长江证券股权转让给长江产业集团(实控人湖北国资)。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。(4) 当下监管政策利好二级市场信心提振和交易量改善，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：监管呵护叠加自身转型带动负债端持续向好，关注资产端催化

(1) 上市险企2023年NBV增势强劲，负债端的高景气有望延续至2024年一季度。银保推行报行合一带来价值率提升和费差损减少，叠加个险增长，预计上市险企一季度NBV仍将延续较好景气度。(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，上市险企积极转型，负债端相应监管要求、调整产品结构应对长期低利率环境，资产端提升资负匹配能力、拉长久期、提高高股息类资产配置。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，负债端转型领先、负债成本较低的险企有望保持领先优势。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：财通证券、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；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、 券商一季报同比或仍有压力，保险负债端延续高景气..... | 3 |
| 2、 市场回顾：A 股整体上涨，非银板块跑输沪深 300..... | 4 |
| 3、 数据追踪：日均股基成交额环比增长 | 5 |
| 4、 行业及公司要闻：券业新一轮并购潮呼之欲出..... | 7 |
| 5、 风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|----------------------------------------|---|
| 图 1： 本周 A 股整体上涨，非银板块跑输沪深 300..... | 4 |
| 图 2： 本周江苏金租/中国太保+4.64%/+2.65% | 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-64% | 5 |
| 图 5： 2024 年 3 月再融资承销规模累计同比-74%..... | 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-10.0%..... | 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、券商一季报同比或仍有压力，保险负债端延续高景气

(1) 本周五清明节假期香港恒生指数-0.01%，非银港股标的多数收跌，其中中信证券-3.1%、中金公司-2.8%、中国太平-4.2%、中国财险-3.4%、中国平安-2.1%、友邦保险+1.2%。(2) 三大手续费收入承压预计仍将影响上市券商 2024 年一季报业绩，投资收益和负债成本下降有望支撑年度业绩同比改善；政策积极提振投资者信心，3 月日均交易额维持万亿水平，看好互联网券商和并购主题两个方向。(3) 保险 NBV 增势强劲，转型见效、监管多举措引导行业降低负债成本有望在今年持续见效，负债端展望向好；长端利率下行给资产端配置带来压力，关注经济复苏催化。券商和保险板块机构持仓位于历史较低水位，部分标的具有左侧布局机会。(4) 汽车融资领域，4 月 3 日《关于调整汽车贷款有关政策的通知》发布，文件明确金融机构可根据借款人信用状况、还款能力等自主确定自用汽车贷款最高发放比例。自用传统动力汽车和新能源汽车贷款最高发放比例提高至 100%（原分别为 80%/85%），商用传统动力汽车、商用新能源汽车、二手车贷款最高发放比例保持 70%、75%、70% 不变。

券商：一季报或仍有压力，券商股权变动案例增加，关注结构性机会

(1) 本周日均股票成交额 9664 亿，环比+2.7%。(2) 从券商 2024 年一季度几项业务情况看，经纪、投行和资管三大手续费收入同比或仍有压力，权益自营和衍生品波动对中小券商投资收益带来拖累，券商一季报业绩或同比承压。(3) 近期上市券商股权频现变动，浙商证券收购国都证券股权签署正式协议，长江三峡将长江证券股权转让给长江产业集团(实控人湖北国资)。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。(4) 当下监管政策利好二级市场信心提振和交易量改善，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：监管呵护叠加自身转型带动负债端持续向好，关注资产端催化

(1) 上市险企 2023 年 NBV 增势强劲，负债端的高景气有望延续至 2024 年一季报。银保推行报行合一带来价值率提升和费差损减少，叠加个险增长，预计上市险企一季度 NBV 仍将延续较好景气度。(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，上市险企积极转型，负债端相应监管要求、调整产品结构应对长期低利率环境，资产端提升资负匹配能力、拉长久期、提高高股息类资产配置。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，负债端转型领先、负债成本较低的险企有望保持领先优势。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：财通证券、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；新华保险。

表1: 受益标的估值表

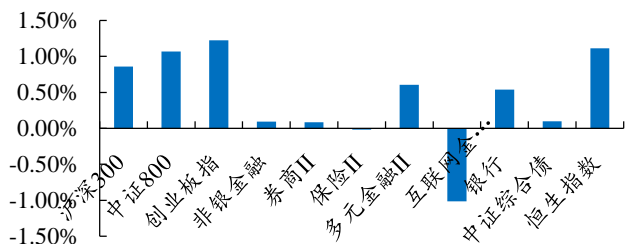
| 证券代码 | 证券简称 | 股票价格 | EPS | | | P/E | | 评级 |
|-----------|-------|----------|--------|-------|-------|--------|-------|-----|
| | | 2024/4/3 | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | |
| 600901.SH | 江苏金租 | 4.96 | 0.64 | 0.65 | 0.73 | 7.29 | 6.49 | 买入 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 12.81 | 0.65 | 0.52 | 0.58 | 24.79 | 22.22 | 买入 |
| 600958.SH | 东方证券 | 8.23 | 0.35 | 0.32 | 0.41 | 25.78 | 20.12 | 买入 |
| 601377.SH | 兴业证券 | 5.52 | 0.35 | 0.27 | 0.48 | 20.15 | 11.33 | 买入 |
| 1299.HK | 友邦保险 | 53.00 | 0.02 | 0.33 | 2.80 | 159.24 | 18.77 | 增持 |
| 2328.HK | 中国财险 | 10.52 | 1.20 | 1.11 | 1.40 | 9.30 | 7.37 | 买入 |
| 300803.SZ | 指南针 | 44.10 | 0.83 | 0.35 | 0.69 | 126.17 | 63.56 | 买入 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 128.42 | 3.15 | 2.61 | 3.16 | 50.18 | 41.44 | 买入 |
| 6060.HK | 众安在线 | 13.68 | (0.92) | 2.80 | 0.80 | 4.46 | 15.63 | 买入 |
| 0388.HK | 香港交易所 | 228.40 | 6.20 | 10.00 | 10.70 | 22.78 | 21.29 | 买入 |
| 601108.SH | 财通证券 | 7.47 | 0.34 | 0.45 | 0.61 | 16.53 | 12.20 | 买入 |
| 601456.SH | 国联证券 | 11.16 | 0.27 | 0.24 | 0.28 | 47.13 | 40.39 | 买入 |
| 601318.SH | 中国平安 | 40.50 | 4.73 | 4.70 | 6.60 | 8.68 | 6.18 | 买入 |
| 601601.SH | 中国太保 | 23.61 | 2.56 | 2.83 | 3.38 | 8.13 | 6.80 | 买入 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 28.89 | 1.14 | 0.75 | 1.05 | 38.00 | 27.14 | 买入 |
| 300773.SZ | 拉卡拉 | 13.79 | -1.84 | 1.02 | 1.29 | 13.38 | 10.58 | 买入 |
| 601881.SH | 中国银河 | 11.86 | 0.67 | 0.80 | 0.86 | 14.98 | 13.94 | 未评级 |
| 601901.SH | 方正证券 | 8.44 | 0.26 | 0.30 | 0.31 | 27.66 | 26.73 | 未评级 |
| 601878.SH | 浙商证券 | 10.49 | 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

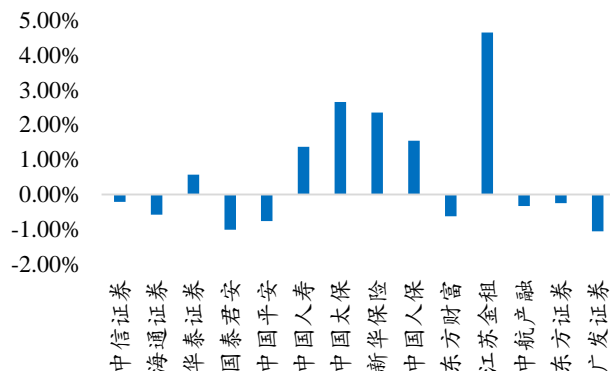
注: 上述中国银河、方正证券、浙商证券 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。友邦保险、中国财险、国联证券、同花顺、众安在线等公司 2023 年度报告已发布, 相关数据为实际值。

2、市场回顾: A 股整体上涨, 非银板块跑输沪深 300

本周(4月1日至4月3日, 下同) A 股整体上涨, 沪深 300 指数+0.86%, 创业板指数+1.23%, 中证综合债指数+0.096%。非银板块+0.09%, 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, 本周江苏金租/中国太保 +4.64%/+2.65%。

图1: 本周 A 股整体上涨, 非银板块跑输沪深 300


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周江苏金租/中国太保+4.64%/+2.65%


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增长

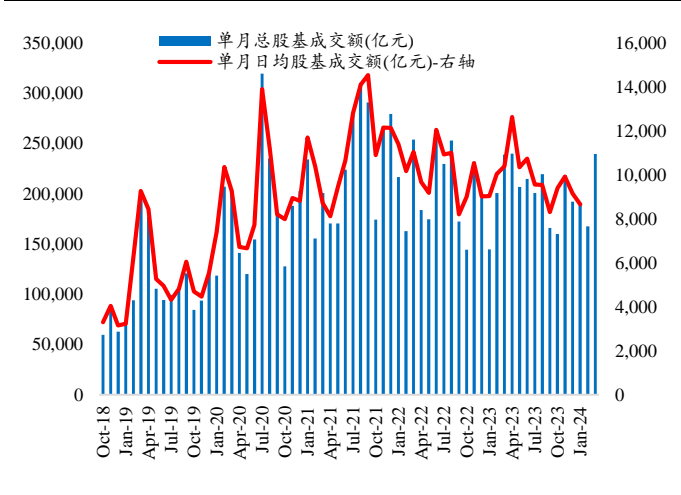
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 8 只，发行 22 亿份，环比-60%，同比-6%。截至 4 月 3 日，2024 年累计新发股票+混合型基金 179 只，发行份额 566 亿份，同比-42%。待审批偏股型基金增加 1 只。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 10782 亿元，环比+2.2%，同比-19%；截至 4 月 3 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10316 亿元，同比+2%。

券商投行业务：截至 4 月 3 日，2024 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 244/586/29404 亿元，分别同比-63%/-71%/+7%。

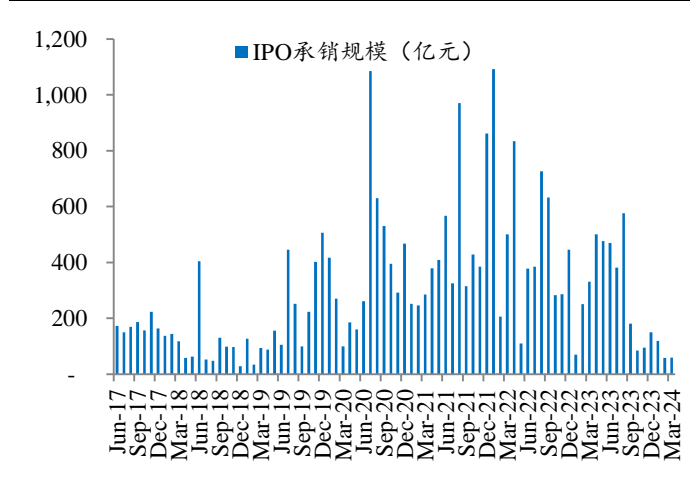
券商信用业务：截至 4 月 2 日，全市场两融余额达到 15477 亿元，两融余额占流通市值比重为 2.24%；融券余额 425 亿元，占两融比重达到 2.75%，占比环比下降。

图3：2024 年 3 月日均股基成交额环比+2%



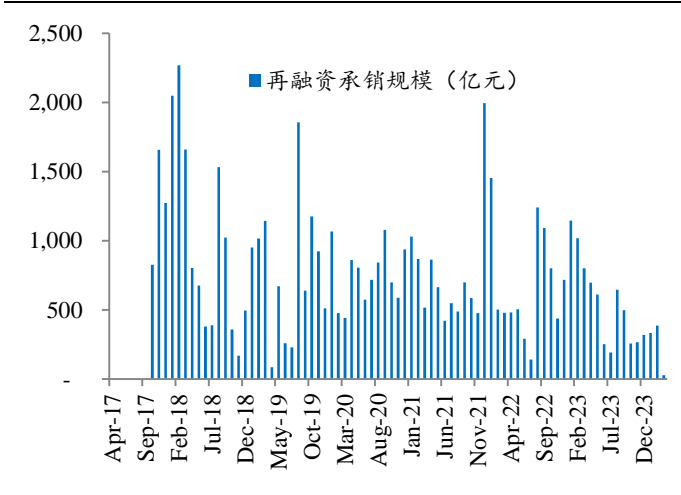
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024 年 3 月 IPO 承销规模累计同比-64%



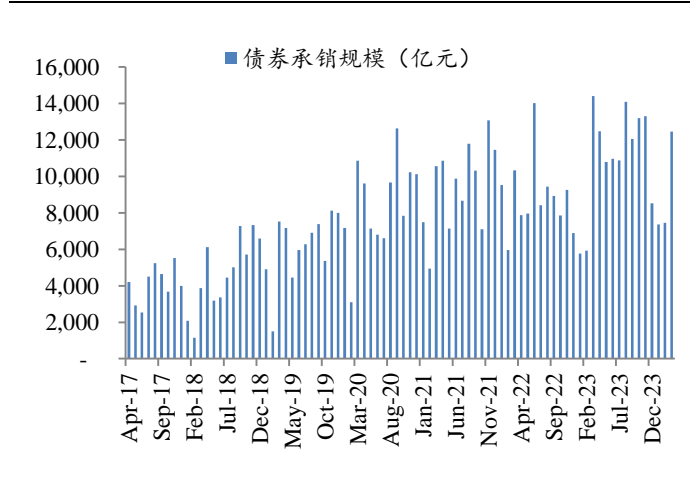
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年 3 月再融资承销规模累计同比-74%



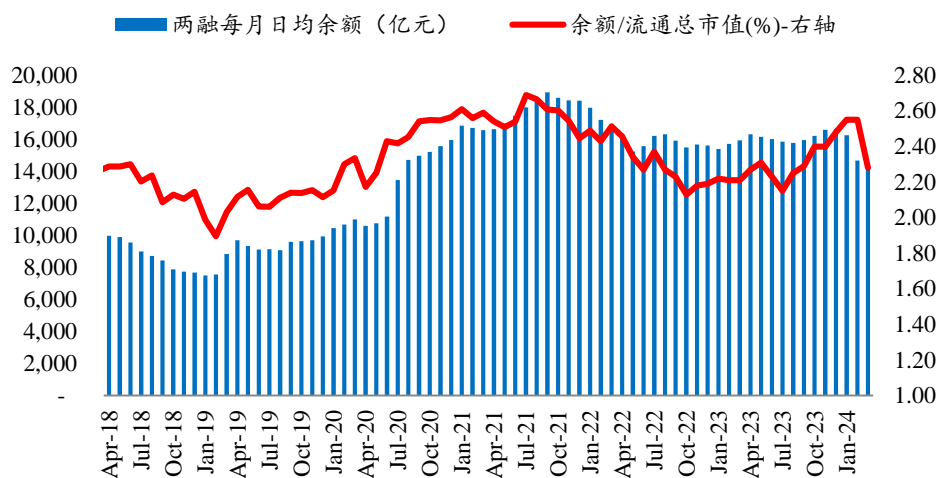
数据来源：Wind、开源证券研究所

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%

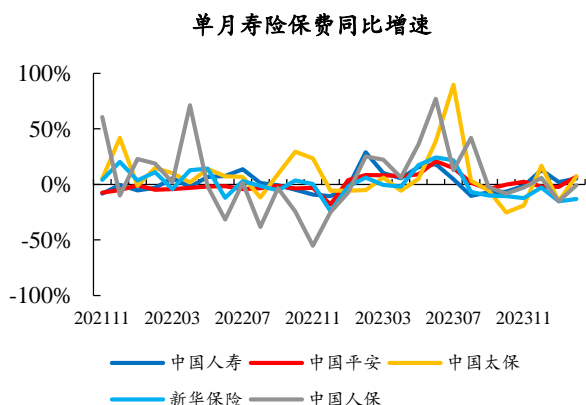


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

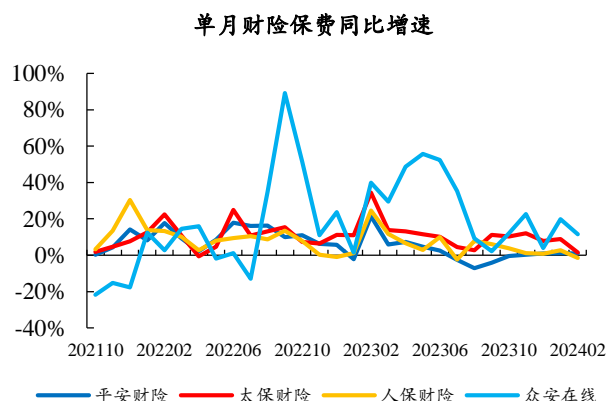
财险保费月度数据:2024年2月4家上市险企财险保费收入722亿元，同比持平，较1月+3.8%有所下滑，各家险企2月财险保费同比分别为：众安在线+11.6%（1月+19.9%）、太保财险+1.6%（1月+8.9%）、平安财险+0.9%（12月+1.1%）、人保财险-1.6%（1月+2.7%）。

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：券业新一轮并购潮呼之欲出

- 行业新闻：

【券业新一轮并购潮呼之欲出】财联社4月3日电，“近期多家券商第一大股东拟发生变更，券业新一轮并购潮可能要来了。”一位从业十余年的从业人员日前对记者表示。券商股权更迭消息频现，其中不乏同业并购消息，引发市场讨论。接受记者采访的业内人士表示，复盘过去5年，同业并购每年至少一起，历史上3次证监会鼓励并购发言后，当年和次年并购案例均有增多，2024年或是券业掀起新一轮并购潮的重要窗口期。在“加速一流投资银行和投资机构建设”的政策指引下，并购重组有望成为证券行业优化资源配置、助力提质增效的重要抓手。（中国证券报）

【时隔四年 自营业务再度成券商第一大收入来源】财联社4月3日电，中国证券业协会（简称“中证协”）近日下发《券商2023年经营情况分析》，全面展现了证券行业全年的经营情况及发展趋势。数据显示，2023年，证券行业实现营业收入4059.02亿元，同比增长2.77%；净利润为1378.33亿元，同比下降3.14%。从收入结构上看，自营业务收入占比近三成，时隔四年再度成为券商第一大收入来源。

- 公司公告：

东兴证券：2024年4月4号，公司发布2023年年报。截至2023年12月31日，公司总资产992.80亿元，较2022年末减少24.74亿元，降幅为2.43%；净资产271.08亿元，较2022年末增加10.20亿元，增幅为3.91%；净资产为218.39亿元，风险覆盖率达到256.99%，具有较强的抗风险能力。报告期内，公司实现营业收入47.35亿元，同比增加38.08%；实现归属于母公司股东的净利润8.20亿元，同比上升58.50%；每股收益0.254元/股。

方正证券：股东持股的基本情况截至本公告披露之日，中国信达资产管理股份有限公司（简称“中国信达”）持有公司股份数量为627,565,400股，占公司总股本的7.62%，股份来源为协议转让获得。集中竞价减持计划的主要内容中国信达因公司经营需要，拟于本公告发布之日起十五个交易日后的三个月内，即2024年4月29日至2024年7月28日期间，以集中竞价方式减持公司股份不超过82,321,014股，约占公司总股本的1.00%。

西部证券：西部证券股份有限公司（以下简称“公司”）于2024年2月26日召开2024年第一次临时股东大会，审议通过了《关于提请审议以集中竞价交易方式回购公司A股股份方案的提案》，同意公司使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司A股部分股份，回购金额不低于人民币5000万元，不高于人民币1亿元，回购价格不超过人民币8.26元/股；回购股份实施期限为自公司股东大会审议通过本次回购股份方案之日起12个月内。

国金证券：国金证券股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)(品种一)（以下简称“本期债券”），将于2024年4月10日开始支付自2023年4月10日至2024年4月9日期间的年度利息。本期债券计息期限自2023年4月10日至2025年4月9日。本期债券本年度付息日为2024年4月10日（上述付息日如遇法定节假日，则顺延至下一个交易日）。

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