

# 非银行金融行业跟踪：建议继续关注行业政策的边际变化

2024年4月8日

看好/维持

非银行金融

行业报告

**证券：**上周日均成交额环比增加约 300 亿至 0.97 万亿；两融余额（周二，4 月 2 日）微升至 1.55 万亿。清明节前后无重要行业政策落地，主要关注点集中在中美重要经济数据的披露。中国 3 月官方 PMI 和财新 PMI 双双报喜，继续回升且保持在扩张区间；美国 3 月非农超预期增加超 30 万人且失业率下降，两国经济复苏态势明显。但美国经济数据屡超预期，叠加通胀前景愈发不清晰，给美联储降息节奏带来诸多不确定性，进而影响全球资本市场。此外，结合国内监管层近期针对资本市场的相关表态，我们预计严监管环境已经基本确立，将有更多规范各类参与主体行为，维护资本市场稳定，促进投资者信心回暖的政策出炉，涉及面的宽度和广度或超预期，后续加快节奏落地实施亦可期待。整体上看，在更为积极的财政、货币政策支持下，配合各类优化资本市场运行的政策落地，“政策—市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善证券公司中期业绩预期。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。相比之下，**2023 年下半年以来监管层加大对股权投资业务的调节力度，且 2024 年有进一步政策收紧的迹象，股权投资业务发展不确定性有所加大。我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。**整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。

**板块表现：**4 月 1 日至 4 月 3 日 3 个交易日非银板块整体上涨 0.09%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 24/31；其中证券板块上涨 0.08%，保险板块下跌 0.02%，均跑输沪深 300 指数（0.86%）。个股方面，券商涨幅前五分别为长江证券（7.80%）、国信证券（3.46%）、方正证券（3.18%）、华安证券（2.40%）、东吴证券（2.19%），保险公司涨跌幅分别为中国太保（2.65%）、新华保险（2.35%）、天茂集团（1.62%）、中国人保（1.54%）、中国人寿（1.37%）、中国平安（-0.76%）。

**风险提示：**宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 未来 3-6 个月行业大事：

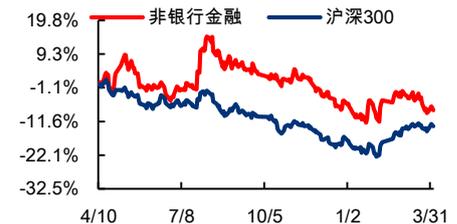
无

## 行业基本资料

占比%

股票家数	83	1.8%
行业市值(亿元)	53442.32	6.23%
流通市值(亿元)	41405.62	6.05%
行业平均市盈率	16.58	/

## 行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

## 1. 行业观点

### 证券：

上周日均成交额环比增加约 300 亿至 0.97 万亿；两融余额（周二，4 月 2 日）微升至 1.55 万亿。清明节前后无重要行业政策落地，主要关注点集中在中美重要经济数据的披露。中国 3 月官方 PMI 和财新 PMI 双双报喜，继续回升且保持在扩张区间；美国 3 月非农超预期增加超 30 万人且失业率下降，两国经济复苏态势明显。但美国经济数据屡超预期，叠加通胀前景愈发不清晰，给美联储降息节奏带来诸多不确定性，进而影响全球资本市场。此外，结合国内监管层近期针对资本市场的相关表态，我们预计严监管环境已经基本确立，将有更多规范各类参与主体行为，维护资本市场稳定，促进投资者信心回暖的政策出炉，涉及面的宽度和广度或超预期，后续加快节奏落地实施亦可期待。整体上看，在更为积极的财政、货币政策支持下，配合各类优化资本市场运行的政策落地，“政策—市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善证券公司中期业绩预期。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。相比之下，2023 年下半年以来监管层加大对股权投资业务的调节力度，且 2024 年有进一步政策收紧的迹象，股权投资业务发展不确定性有所加大。我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：**1. 国企改革、激励机制的市场化程度；2. 财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3. 业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。**整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具 beta 和较高业绩增长确定性的行业龙头中信证券。公司在市场剧烈波动的情况下前三季度业绩仍能保持较强稳定性和确定性，且近年来公司业务结构持续优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性。近期在补充资本后经营天花板有望进一步抬升，大股东中信金控积极增持亦彰显信心，且华南多家分公司管理框架调整后财富管理业务想象空间打开，我们坚定看好公司发展前景。公司当前估值仅 1.06xPB，建议持续关注。

### 保险：

展望全年，我们对 2024 年险企负债端仍抱有信心。居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道。随着五年期 LPR25bp 的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。同时，预定利率年内或将再次下调，“炒停”有望形成储蓄险销售小高峰。整体上看，2024 年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩和估值稳健修复。同时，险企在分红方面的积极举措有望提振市场信心，高股息有望成为其提升市场认可度的重要抓手，2023 年中国平安（中期+年末）、中国太保、中国人保每股股息分别达到 2.43 元、1.02 元、0.156 元，若按照 4 月 3 日收盘价 40.50 元、23.61 元、5.28 元计算，股息率分别达到 6%、4.32%、2.95%，高股息优势较为明显。但考虑到偏向储蓄型产品的负债端结构令 NBV Margin 持续保持在较低水平，且地产、非标等风险暂时无法证伪，保险股的估值天花板短期难以抬升。此外，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，

2022-2023 年政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素，需要持续关注。

## 2. 板块表现

4月1日至4月3日3个交易日非银板块整体上涨0.09%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业24/31；其中证券板块上涨0.08%，保险板块下跌0.02%，均跑输沪深300指数（0.86%）。个股方面，券商涨幅前五分别为长江证券（7.80%）、国信证券（3.46%）、方正证券（3.18%）、华安证券（2.40%）、东吴证券（2.19%），保险公司涨跌幅分别为中国太保（2.65%）、新华保险（2.35%）、天茂集团（1.62%）、中国人保（1.54%）、中国人寿（1.37%）、中国平安（-0.76%）。

图1：申万 II 级证券板块走势图



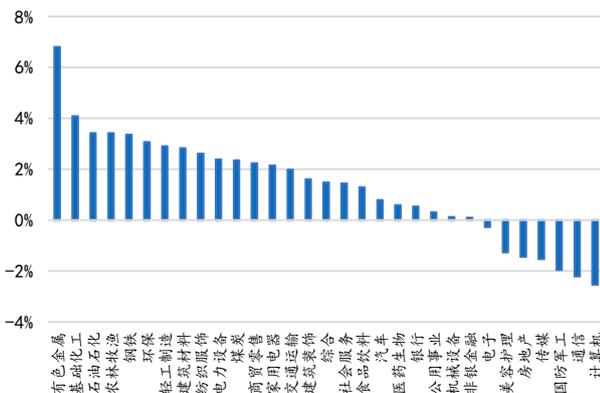
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万 II 级保险板块走势图



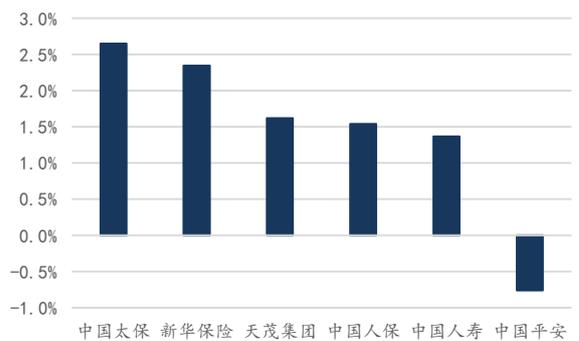
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



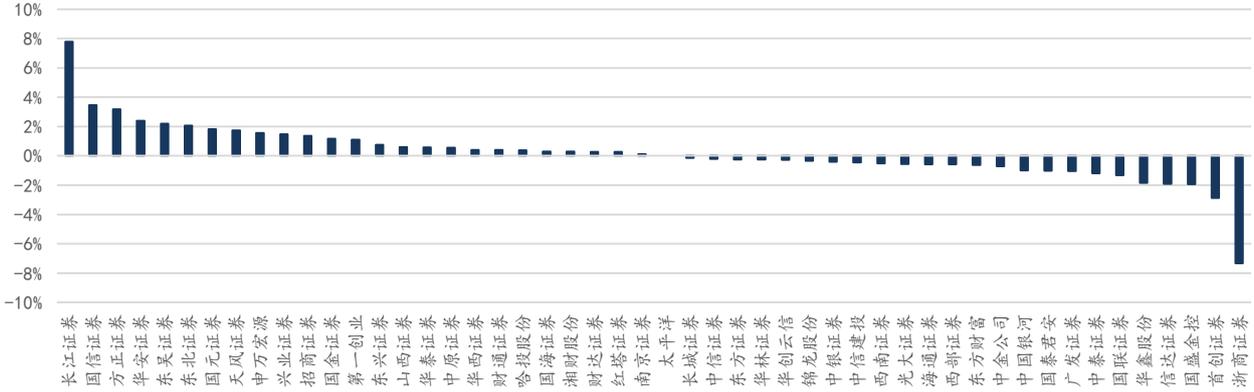
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

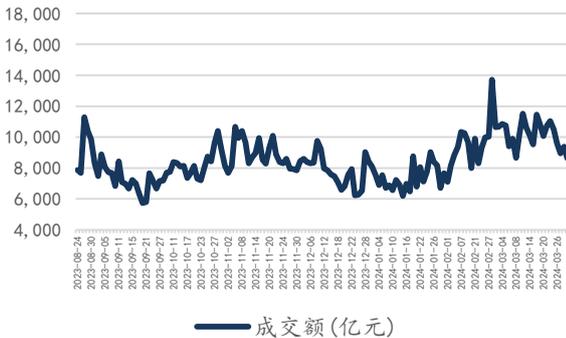
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

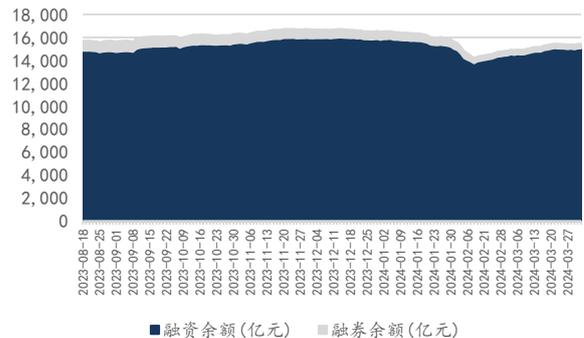
4月1日至4月3日3个交易日合计成交金额28992.28亿元，日均成交金额9664.09亿元，北向资金合计净流出38.93亿元。截至4月2日，沪深两市两融余额15465.62亿元，其中融资余额15040.67亿元，融券余额424.95亿元。

图6：市场交易量情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3. 风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：投资类业务表现仍是当前行业业绩的主导因素	2024-04-01
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：资本市场各类政策加快落地，建议继续关注证券板块	2024-03-25
行业普通报告	证券行业：证监会六文齐发强监管，行业环境或将发生质变	2024-03-19
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：政策加速推进落地，资本市场生态有望持续改善	2024-03-18
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：两会后仍是重要政策窗口期，继续关注证券板块	2024-03-11
行业普通报告	证券行业：提振信心&化解风险，资本市场生态有望持续优化——证监会主席吴清在记者会上的讲话点评	2024-03-08
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：“两会”召开在即，资本市场利好政策或可期待	2024-03-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：监管优化资本市场生态成效有望加速显现，板块估值修复有望持续	2024-02-27
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：监管层多措并举呵护市场，投资者信心有望修复	2024-02-19
行业普通报告	证券行业：政策助力，行业格局和业务层面均望受益——证监会召开支持上市公司并购重组座谈会点评	2024-02-08

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，八年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526