

## 非银金融行业周报 (3.15-3.22)

### 华福非银周报：资产端结构改善、估值持续修复

### 强于大市(维持评级)

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 本周观点：

本周开始各险企陆续发布23年年报，投资收益率及风险贴现率假设预计将下调50-100bps，后续刚性负债成本压力有望减轻，预计年报落地后对板块表现可以更为乐观：1) 各险企一季度负债端业绩表现优异，NBV有望实现双位数增长；2) 权益市场改善明显，各险企投资收益表现有望改善，带动净利润表现恢复稳定；3) 地产违约风险对板块负面情绪影响逐步消除。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：本周日均股基成交额11982亿，环比+3.8%；年初至今日均股基成交额9894亿，同比+5.8%。
- 融资融券：截至3月22日，两市两融余额为1.55万亿，较前周+1.78%，较年初-6.6%；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2单IPO上市，较上周增加0单；年初至今IPO规模218.49亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金规模70.92亿元；2024年前十二周新成立权益基金规模491.29亿。
- 国债收益率：截至3月22日，中债国债10年期到期收益率为2.31%，较上周-1bps，较年初-26bps；十年期国债750移动平均为2.78%，较上周-1bps，较年初-6bps。
- 板块估值：截至3月22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0.54、0.44、0.37、0.32，分别处于自2012年来的0.64%、0.7%、1.11%、1.24%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：板块弹性充足，估值静待修复》—2024.03.16

## 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) .....	5
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 .....	6

## 1 本周观点

**保险：1) 中国平安发布 2023 年报，NBV 实现 311 亿，同比+36.2%，三年首次转正。**2023 年，平安实现归母营运利润实现 1180 亿元，同比下降 19.7%，归母净利润 856.65 亿元，同比下降 22.8%，每股派息 2.43 元，分红比例 37.3%。负债端方面：2023 年平安保费收入 8006.95 亿元，同比+4.1%，增速落后行业 5.03pct。人力产能方面，代理人渠道新业务价值增长 40.3%，人均收入 9813 元，同比增加 39.2%。其中平安新增“优+”人力占比同比提升 25.2pct。产品端方面：平安 64% 的个人客户使用了平安推出的“保险+养老”、“保险+医疗”、“保险+大健康”的医疗养老生态圈服务，享有该服务的客户 NBV 贡献超 73%，其中客均 AUM 达 5.59 万。投资端方面：2023 年平安资产端收益低于预期，资产管理亏损 207.47 亿元，降幅近 20%。2023 年平安寿险及健康险业务净投资收益率为 4.2%，较 2022 年下降 0.5 个百分点；总投资收益率为 3.0%，较 2022 年上升 0.6 个百分点，综合投资收益率为 3.6%，上升 0.9 个百分点。财险方面：2023 年，平安产险实现保险服务收入 3,134.58 亿元，同比增长 6.5%；整体综合成本率、车险业务综合成本率分别为 100.7%、97.7%，其中整体综合成本率较 2022 年同期提升 0.9 个百分点，整体承保利润为负。

目前公司代理人团队中绩优人力占比稳定增长、活动率明显改善，预计随着代理人分级制度推进人力指标有望进一步改善；公司分红水平持续保持优秀、股息率吸引力强，在 24 年资产端修复预期强，且公司地产风险敞口持续压降、权益类资产配置提升的情境下，有望实现投资收益表现改善，估值有望持续得到修复。

**2) 保险经代渠道报行合一加速，小型经代公司预计将逐渐出清。**近日，保险经代渠道“报行合一”政策加速落地，部分产品首年佣金率降幅超 50pct，从部分产品具体数据来看：20 年期含身故保障的重疾险产品首年佣金率从过去的 40pct 降至约 20pct，整体佣金可能减半，从过去的累计 70pct-80pct 降至更低水平。对于不同缴费期限的产品，佣金率下调幅度如下：1 年期产品首年佣金从 3pct 降至 2pct，3 年期产品从 14pct 降至 9pct，5 年期产品从 20pct 降至 12pct，而 10 年期产品首年佣金从 29pct 降至 21pct。对于第二年和第三年的佣金率，统一从原先的 3pct、1.5pct 下调至 1pct。

经代渠道本身固定成本较其余渠道更高（前台获客、中台 IT、后台机构铺设），在总费用下降情况下，小型经代公司因固定费用较高，预计将逐渐出清。目前经代渠道新单保费贡献占比较小，短期内经代报行合一对各险企一季度规模及价值影响不大，长期看头部险企有望凭借更好的费用管控能力，加大渠道占有率，集中度进一步增强。

**3) 《人身保险公司监管评级办法》文件下发，长期利差损风险有望进一步管控。**近日，金融监管总局向各家人身险公司，下发《人身保险公司监管评级办法》。《办法》提出的综合风险评级系统基于六大维度的评估：公司治理、业务经营、资金运用、资产负债管理、偿付能力管理、及其他方面。根据这些维度的得分，公司将被分为六个等级，从一级（最低风险）至五级（最高风险），及特殊情况下的 S 级。数字越大风险越高，业务、机构及资金运用都将受限。3 级将增加频次，4 级停新，5 级或退出市场。

目前监管对保险业关注重点仍为风险管控，本次《办法》也旨在管控险企偿付能力、流动性风险以防范长期利差损风险。当前监管对预定利率调整及时，23 年报投资收益率及风险贴现率假设水平预计下调，各险企刚性负债成本压力预计减轻，EV 假设调整带来估值底部筑牢，叠加资本市场向好，在权益类资产增配以及地产风险

敞口逐渐收缩的背景下，投资端表现预计持续改善，高弹性保险个股估值有望实现持续修复。截至 3.22，国寿、平安（新假设）、太保、新华 PEV 估值分别为 0.54、0.40、0.36、0.32 分别处于 2019 年来 1.9%、4.8%、1.4%、2.9%分位数，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) 浙商证券定增失效，券商再融资收紧态势延续。**浙商证券于 2023 年 3 月 17 日审议通过了拟向特定对象发行股票的相关议案，本次计划发行不超过 11.63 亿股（含本数），拟募资不超过 80 亿元。截至 2024 年 3 月 18 日，本次向特定对象发行股票决议有效期届满自动失效。2023 年以来，多家券商再融资未成功。其中，中金公司配股方案到期失效。华泰证券、中原证券、华鑫股份等撤回定增申请。

我们认为，监管鼓励行业集约式发展，券商对再融资事项更为审慎。一方面，有利于优化资本结构，合理有效运用资本，提高资本利用率，降低财务风险，确保稳健经营；另一方面，推动券商聚焦主责主业，审慎开展高资本消耗型业务，更加关注长期价值的提升而非短时间的资本扩张。

**2) 退市公司数量持续增加，常态化退市机制逐步完善。**本周\*ST 新海和\*ST 博天接连发布公告称，因触及重大违法强制退市情形被终止上市。\*ST 新海和\*ST 博天被强制退市均由于存在重大财务造假行为。3 月 22 日，ST 贵人发布公告称，由于触及交易类退市指标，上交所决定终止公司股票上市并于 3 月 29 日摘牌。截至 3 月 22 日，今年已有 5 家 A 股上市公司退市，A 股常态化退市机制不断深化。

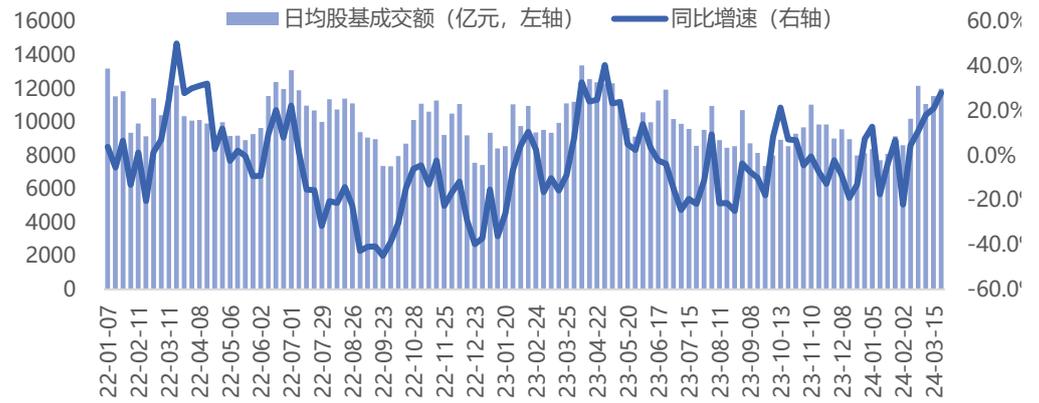
我们认为，退市制度的完善性能够保障优胜劣汰的市场选择机制，维持市场中优质企业的活性。自 1999 年以来，共有 271 家企业退出 A 股。近三年退市企业数量明显增多，其中 2021 年、2022 年、2023 年退市企业数量分别为 23 家、50 家、46 家。目前 A 股退市主要表现为：一是交易类退市显著增多。2023 年面值退市数量为 19 家，占比为 41.3%，而 2022 年占比仅为 2.0%，市场优胜劣汰的自我调节机制逐步形成；二是重大违法类退市增多。退市改革的核心是坚持“应退尽退”，但同时坚决防止一退了之。对信息披露违规行为予以严肃处理，保护投资者合法权益，完善常态化退市机制。

**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 11982 亿，环比+3.8%；年初至今日均股基成交额 9894 亿，同比+5.8%。

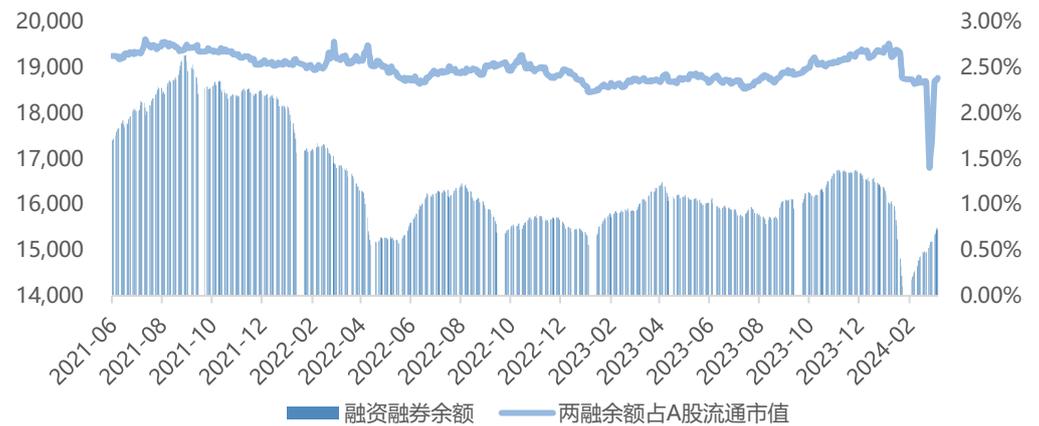
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 3 月 22 日，两市两融余额为 1.55 万亿，较前周+1.78%，较年初-6.6%；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 2 单 IPO 上市较上周增加 0 单；年初至今 IPO 规模 218.49 亿。

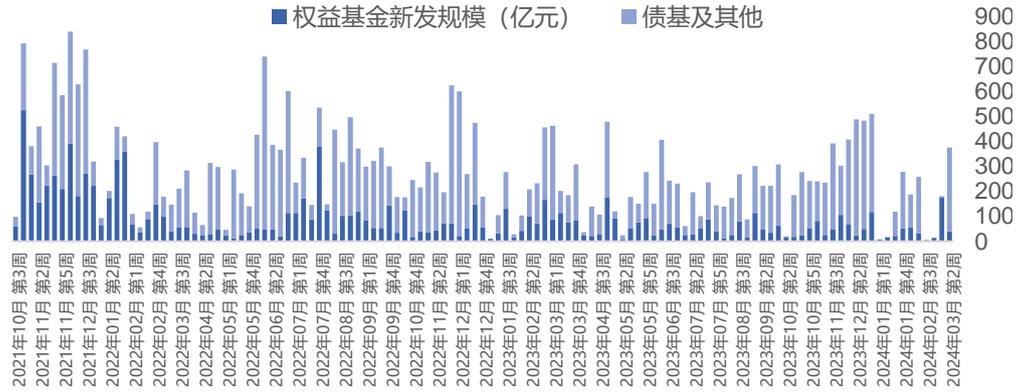
图 3：IPO、再融资规模（亿元）



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 70.92 亿元；2024 年前十二周新成立权益基金规模 491.29 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

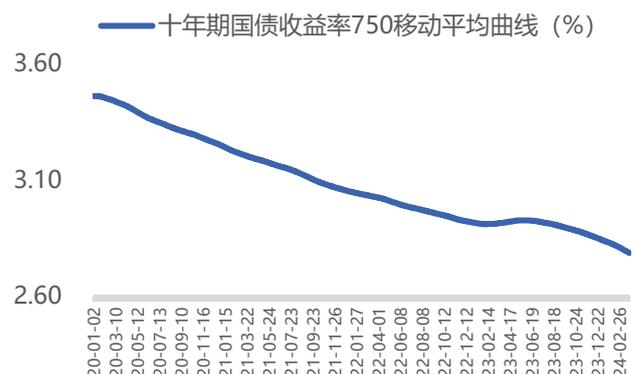
国债收益率：截至 3 月 22 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.31%，较上周 -1bps，较年初 -26bps；十年期国债 750 移动平均为 2.78%，较上周 -1bps，较年初 -6bps。

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 22 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 0.54、0.44、0.37、0.32，分别处于自 2012 年来的 0.64%、0.7%、1.11%、1.24%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%	0.82%	6.23%
上证指数	-0.22%	1.09%	4.57%
深证成指	-0.49%	2.52%	3.73%
创业板指	-0.79%	3.44%	2.37%
科创 50	-1.79%	-1.67%	-5.82%
非银金融	-1.59%	-3.75%	0.70%
券商指数	-0.62%	-2.50%	-0.01%
保险指数	-3.65%	-6.26%	3.03%

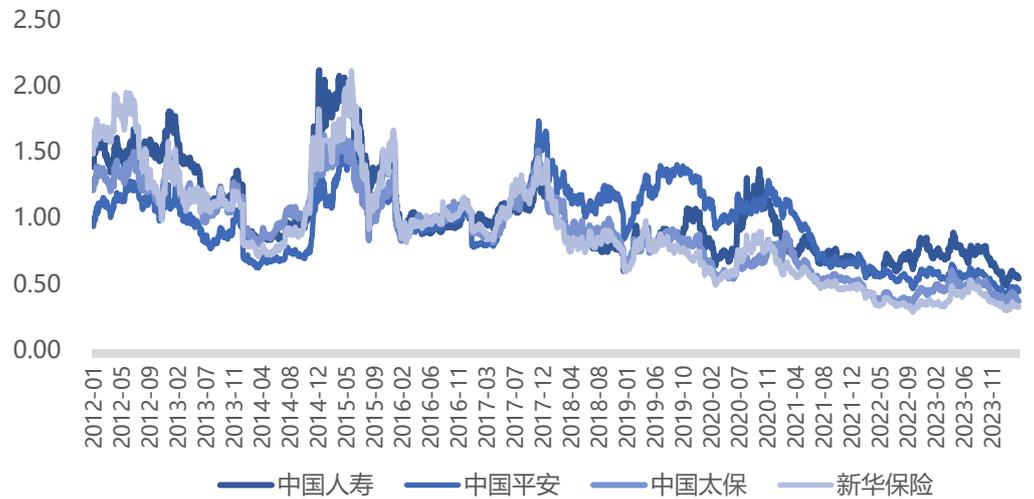
数据来源：wind、华福证券研究所

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