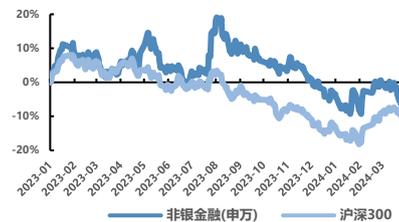


非银金融行业周报（4.8-4.12）

华福非银周报：新“国九条”助力资本市场回暖，板块估值将持续修复

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



本周观点：

目前非银板块公司年报均已披露。从基本面看，整体符合预期，保险方面受权益市场波动以及负债成本较高影响利润压力较大；券商则面临缺乏资产端的压力。展望24年一季度，在“新国九条”推动资本市场高质量发展的背景下，保险板块负债端将延续高增长态势，随着资本市场逐步修复，叠加各险企资产配置结构优化，投资端表现有望转好推动估值持续修复；券商板块受益于资金活跃提升，交易信心增强，头部券商及具备并购主题的券商价值有望凸显。非银建议关注负债端表现优异的中国太保、资产端高弹性的新华保险以及股息率吸引力强的中国财险。

核心数据追踪：

- 经纪业务：本周日均股基成交额9563亿，环比-11.4%；年初至今日均股基成交额9990亿，同比+6.8%。
- 融资融券：截至4月12日，两市两融余额为1.54万亿，较前周-0.28%，较年初-6.2%；目前两融余额占流通市值比例为2.40%，较年初+6.4pct。
- 投行业务：本周3单IPO上市，较上周增加2单；年初至今IPO规模259.31亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金规模10.84亿元；2024年前十五周新成立权益基金规模578.91亿。
- 国债收益率：截至4月12日，中债国债10年期到期收益率为2.28%，较上周-0bps，较年初-28bps；十年期国债750移动平均为2.77%，较上周-0bps，较年初-7bps。
- 板块估值：截至4月12日，券商板块PB(LF) 1.04x，位于2018年以来0.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.51、0.41、0.36、0.29，分别处于自2012年来的0.40%、0.00%、0.43%、0.13%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：年报落地、看好后续高弹性带来估值的持续修复》—2024.04.01

正文目录

1	本周观点	3
2	核心数据	6
3	板块估值	8
4	风险提示	8

图表目录

图 1:	日均股基成交额 (亿元)	6
图 2:	沪深两融余额 (亿元)	6
图 3:	IPO、再融资规模 (亿元)	7
图 4:	权益基金新发规模 (亿元)	7
图 5:	中债国债到期收益率	7
图 6:	中债国债到期收益率 750 日移动平均曲线	7
图 7:	券商板块估值情况	8
图 8:	保险板块估值情况	8
表 1:	历次“国九条”内容对比	4
表 1:	历次“国九条”出台后市场表现情况	5
表 1:	指数涨跌情况	8

1 本周观点

新“国九条”出台，助力资本市场高质量发展。国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。这是资本市场第三个“国九条”，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院再次出台的资本市场指导性文件。

1) 2004年的“国九条”主要应对了市场非流通股泛滥和股权分置问题，其核心在于解决市场结构性问题，通过股权改革增强市场活力，同时引入合规资金以提升市场运作的透明度和公平性。这一阶段的政策旨在打破长期制约市场发展的制度壁垒，激发市场潜能。

2) 2014年的“国九条”则聚焦于加快资本市场结构的多层次化，通过支持新兴行业的上市公司增多以及扩大市场开放度应对当时市场上新兴产业发展迅猛但资本市场参与度不足的问题。此版政策强调了市场化改革，提高了市场的包容性和动态调整能力，以适应快速变化的经济环境。

与前两版“国九条”相比，新版“国九条”更新显著提升了对市场质量和稳定性的关注，体现了从量的扩张转向质的提升的战略转变，主要内容主要包括两方面**1) 严格控制发行上市准入，加强持续监管，严格执行退市制度，以及优化市场供需关系。**重点措施包括提高上市公司的质量标准，强化信息披露与公司治理，促进现金分红，并限制低分红公司的股东减持。同时，政策强调提升中介机构责任，加强发行承销监管，并深化退市制度改革，确保市场出清机制的常态化。此外，新政还旨在通过建立全链条责任制和加强监管协同，从根本上提升市场的投资价值和稳定性，引导更多中长期资金入市，促进资本市场的持续健康发展。**2) 积极引导中长期资金进入市场，不断增强长期投资的规模与影响力。**政策提出要建立和完善支持长期投资的市场生态和基础制度，以及推动中长期资金如公募基金、保险资金和养老金等更大规模地进入股权市场。措施包括扩大权益类公募基金的市场份额，设置ETF快速审批通道，并提高基金公司的投研能力。同时，政策强化保险资金和养老金的股权投资，优化绩效考核与监管制度，并鼓励银行理财和信托资金加大对股权市场的投入。这些措施旨在建立一个支持长期投资的健康市场环境，提升资本市场的整体投资价值和稳定性。

对证券行业影响来看，有望加速行业格局重塑，且利好综合实力较强的头部券商。**1) 推动行业回归本源。**强调券商等中介机构的功能性，加大对投行等业务的抽查力度及现场检查比例。利好合规风控稳健的头部券商。**2) 鼓励头部机构建设。**支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。行业集中度有望提升。

对保险市场的影响来看，有望增强其资本运用的灵活性和收益潜力，加强保险市场的资本实力和竞争力。**1) 优化保险资金管理。**新版“国九条”政策着重优化了保险资金的投资管理和政策环境，通过改进国有保险公司的绩效评价办法和监管制度，以及优化上市保险公司的信息披露要求，政策旨在提高保险资金的投资效率和透明度。**2) 扩大中长期资金入市。**政策支持完善社保基金、养老保险基金的投资政策和提升企业年金、个人养老金的投资灵活性。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，旨在为保险及其他中长期资金创造更广阔的市场入口。

对资本市场影响来看，将进一步促进资本市场高质量发展。**1) 加强投资者保护：**新“国九条”强调更加有效保护投资者特别是中小投资者的合法权益，1+N政策利于投资者信心修复。**2) 提升上市公司质量：**监管强调严加把控从源头提升A股上市公司质量，且鼓励上市公司真金白银回馈投资者，投资环境有望进一步改善。**3) 增强市场稳定性：**新“国九条”旨在通过强化监管和风险控制以增强资本市场的内在稳定性。

我们认为，从市场收益表现来看，2004年国九条的出台使证券板块获得较好超

额收益。2014 年国九条出台后，非银板块表现分化。1-5D 内证券板块获得超额收益，而保险板块实现超额收益更为持久（1D-1M）。本次新“国九条”的出台，充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线，深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵，旨在实现资本市场稳定健康发展。随着本次新“国九条”出台以及 1+N 政策逐步落地，投资者信心有望修复，建议关注处于估值底部的非银板块结构性机会。

表 1：历次“国九条”内容对比

	2024 版	2014 版	2004 版
文件	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》
重点	监管、推动为主	发展建设开放为主	发展健全为主
第 1 条	总体要求：未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架	总体要求：到 2020 年，基本形成结构合理、功能完善规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系	充分认识大力发展资本市场的重要意义
第 2 条	严把发行上市准入关	发展多层次股票市场	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务
第 3 条	严格上市公司持续监管	规范发展债券市场	进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展
第 4 条	加大退市监管力度	培育私募市场	健全资本市场体系，丰富证券投资品种
第 5 条	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	推进期货市场建设	进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作
第 6 条	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	提高证券期货服务业竞争力	促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平
第 7 条	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	扩大资本市场开放	加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平
第 8 条	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	防范和化解金融风险	加强协调配合，防范和化解市场风险

资料来源：中国政府网、华福证券研究所

表 2：历次“国九条”出台后市场表现情况

时点	指数	T+1D	T+5D	T+15D	T+1M	T+3M
2004/1/31	沪深 300	2.0%	5.1%	8.6%	6.0%	-3.2%
	证券指数	9.2%	18.2%	21.4%	9.7%	-7.2%
	保险指数	-	-	-	-	-
2014/5/8	沪深 300	-0.1%	0.4%	0.9%	-0.4%	13.5%
	证券指数	0.6%	0.7%	-2.1%	-4.3%	15.4%
	保险指数	-0.1%	0.8%	2.2%	2.9%	12.7%

资料来源：Choice、华福证券研究所

保险：1) 银保渠道“报行合一”落地首年，手续费佣金降幅 6.4%。银保渠道“报行合一”政策实施以来，受到了极大的关注，同时也对寿险行业渠道改革及业务优化起到了推进作用。这项政策同时对银行业的中间业务收入产生了显著影响。截至 2023 年 3 月末，21 家已披露年报的上市银行显示，手续费及佣金净收入同比下降了 6.4%，这一下降幅度较 2023 年前三个季度进一步扩大。特别是国有六大行的手续费及佣金净收入同比下降 2pct，降幅同比前增加 0.6pct，总营收比重下降了 0.9pct 至 13.7%。截止 2023 年底工行、建行、农行、中国银行、邮储银行、交通银行手续费及佣金收入同比分别-5.4pct/-0.71pct/-0.8pct/+6.05pct/+2.73pct/-4.44pct。六大行合计-0.94pct。股份制银行代表的招商银行和平安银行 2023 手续费及佣金收入也分别-10.19pct、-7.2pct，整体佣金降幅明显。

我们认为，银保“报行合一”落地首年成果显著，有效缓解了险企压力同时推进险企和银行在服务内容及渠道转型方面的优化进程。同时，银保渠道由于保险费率降低，银行的中间业务收入将面临持续的压力。预计在 2024 年第一季度，上市银行的手续费和佣金净收入的下降幅度将会持续增加。

2) 目前主要上市险企：国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.51、0.41、0.36、0.29，分别处于自 2012 年来的 0.40%、0.00%、0.43%、0.13%分位数。我们认为当前估值仍处于较低水平，随着保险消费者信心指数的提振效应，有望修复保险行业整体估值。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) 券商迎新一轮“降息潮”节约经营成本、稳定营收能力。近期，多家券商宣布降低客户保证金活期存款年利率，由 0.25%调整至 0.2%。4 月 8 日，渤海证券发布了《关于客户保证金账户利率标准的通知》。通知称，2024 年 4 月 15 日起，公司调整客户人民币资金利率标准，调整后的人民币利率标准为:0.2%(年化)。3 月 27 日，东莞证券发布了《关于调整投资者资金账户人民币活期利率的公告》。公告称，公司决定自 2024 年 3 月 29 日起，将投资者资金账户人民币活期利率调整为 0.20%(年化)。近年来，受市场利率影响，券商客户保证金活期存款年利率已经历多轮下调。

我们认为，对于个人投资者而言，券商调降客户保证金活期存款利率影响不大，原因在于下调幅度较小且个人投资者保证金规模不大。对于券商而言，保证金活期利率调整影响较大。由于客户数量较多，客户保证金总体规模较大，利率调降会在一定程度上减少券商利息业务资金成本，提高券商盈利能力及收入稳定性。

2) 券商分红水平待提升，新监管政策助力分红增强。截至 4 月 12 日，共有 25

家上市券商披露了 2023 年年报并选择现金分红，合计拟分红金额为 338 亿元，同比下滑 1.6%。股息支付率超过 30%的券商数量占比为 56%。其中，红塔证券股息支付率最高，为 99%。分红金额超过 10 亿元的券商有 11 家，其中，中信证券分红金额规模最大，为 70.4 亿元。

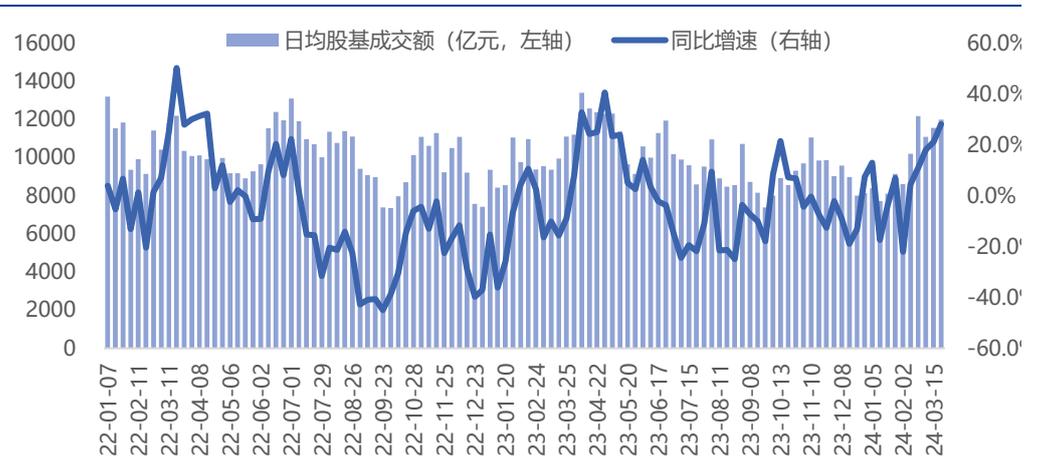
我们认为，券商分红水平有望进一步优化。从绝对数值上来看，大型券商分红规模保持优势，从股息支付率上来看，中小券商具备弹性。整体来看，券商行业保持较高分红，但在去年高基数影响下，规模及支付率均略有下滑。证监会出台“两强两严”四项政策，监管持续鼓励上市公司提高分红水平，券商行业未来分红力度也将进一步提升，并通过推动中期分红增强分红的及时性及稳定性。

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 9563 亿，环比-11.4%；年初至今日均股基成交额 9990 亿，同比+6.8%。

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 4 月 12 日，两市两融余额为 1.54 万亿，较前周-0.28%，较年初-6.2%；目前两融余额占流通市值比例为 2.40%，较年初+6.4pct。

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3单IPO上市，较上周增加2单；年初至今IPO规模259.31亿。

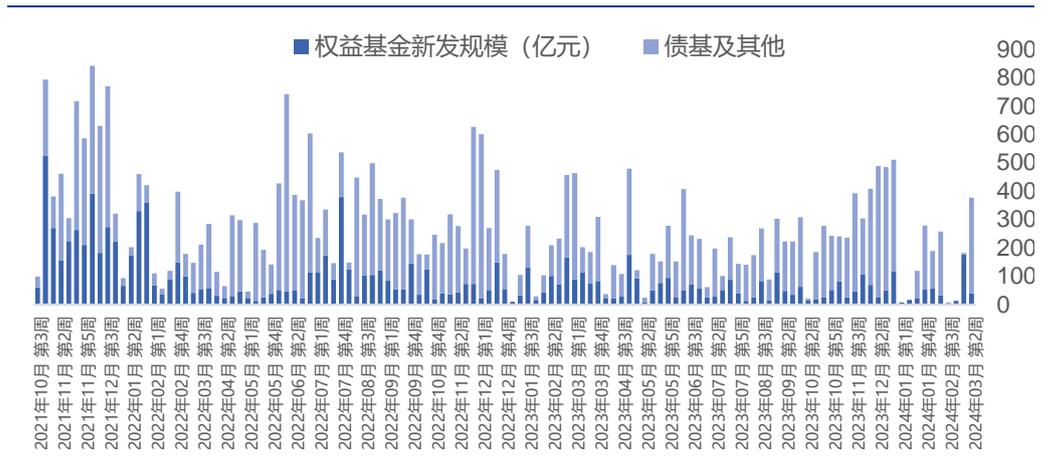
图 3：IPO、再融资规模（亿元）



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10.84亿元；2024年前十五周新成立权益基金规模578.91亿。

图 4：权益基金新发规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

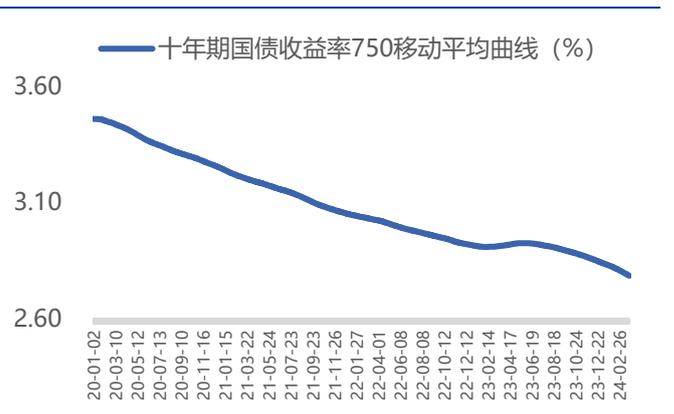
国债收益率：截至4月12日，中债国债10年期到期收益率为2.28%，较上周-0bps，较年初-28bps；十年期国债750移动平均为2.77%，较上周-0bps，较年初-7bps。

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4月12日，券商板块PB(LF) 1.04x，位于2018年以来0.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.51、0.41、0.36、0.29，分别处于自2012年来的0.40%、0.00%、0.43%、0.13%分位数。

表 3：指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深300	-2.58%	-1.74%	1.30%
上证指数	-1.62%	-0.71%	1.50%
深证成指	-3.32%	-1.84%	-3.11%
创业板指	-4.21%	-3.04%	-6.79%
科创50	-2.42%	-3.19%	-13.33%
非银金融	-5.70%	-5.61%	-8.90%
券商指数	-5.48%	-5.40%	-10.11%
保险指数	-6.81%	-6.82%	-6.38%

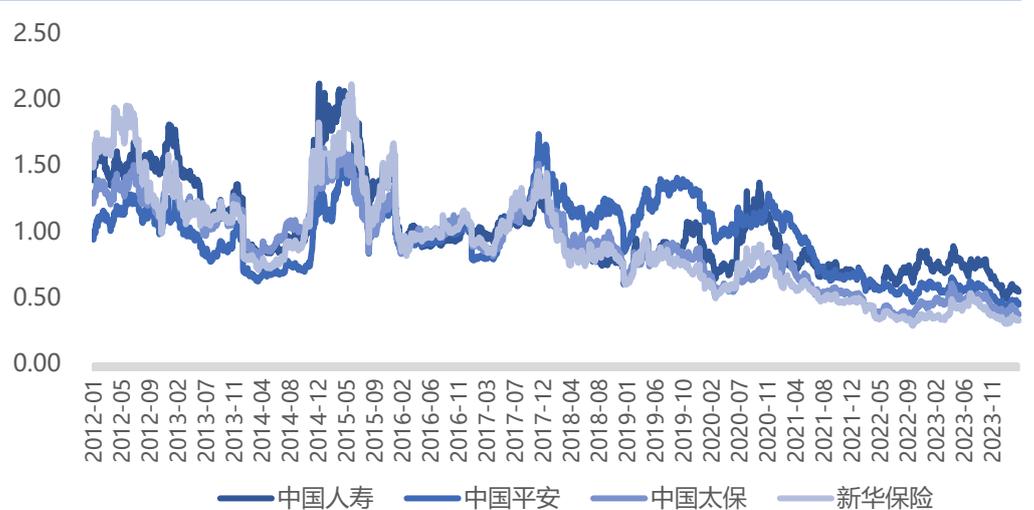
数据来源：wind、华福证券研究所

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