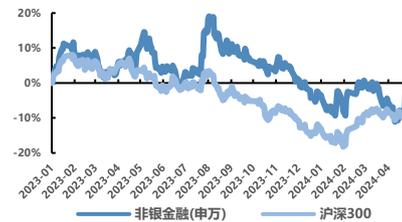


非银金融行业周报（4.22-4.26）

华福非银周报：打造金融“国家队”，看好国央企金融价值重估。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



本周观点：

本周各险企陆续披露一季报，从平安、太保、国寿来看，净利润表现扭转前期市场担忧，NBV普遍延续高增，人力产能、业务结构等基本面稳定向好。同时，国务院发布有关金融资本管理方针的报告，证券方面意在推进做优做强头部券商，打造“金融国家队”，保险方面积极推进险资入市，补充融资渠道，有效缓解险企偿付能力。当前十年期国债利率已至历史低点，监管也多次强调长期国债收益率将运行在与长期经济相匹配的合理区间，利率有望持续修复回暖，投资端表现将持续改善，板块估值向上博弈胜率较大、空间充足。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9704亿，环比-8.1%；年初至今日均股基成交额10009亿，同比-2.8%。
- 融资融券：截至4月26日，两市两融余额为1.52万亿，较前周-0.47%，较年初-8.1%；目前两融余额占流通市值比例为2.33%，较年初+3.4pct。
- 投行业务：本周0单IPO上市，较上周减少1单；年初至今IPO规模263.24亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金规模100.61亿元。
- 国债收益率：截至4月26日，中债国债10年期到期收益率为2.31%，较上周+5bps，较年初-25bps；十年期国债750移动平均为2.76%，较上周-0bps，较年初-8bps。
- 板块估值：截至4月26日，券商板块PB（LF）1.12x，位于2018年以来3.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.56、0.45、0.41、0.33，分别处于自2012年来的2.27%、1.63%、6.85%、2.37%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：降费靴子落地，资本市场持续深化下板块β属性凸显》—2024.04.21



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:	上市险企静态股息率情况	4
表 2:	上市券商静态股息率情况	5
表 3:	指数涨跌情况	8

1 本周观点

国务院就国有资本等一系列问题发布报告，集中力量打造金融业“国家队”推动非银板块提质增效。近日，国务院公开发布《关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》，报告指出国有金融资本布局优化和结构调整将加快推进。未来将以推动高质量发展为主题，打造金融业“国家队”，适时合理调整国有金融资本在银行、保险、证券等行业的比重。具体内容有以下五个方面

1) 优化国有金融资本功能定位和战略布局：对国有金融资本在不同金融行业中的布局进行优化和调整、深化政策性金融机构的改革，加强其服务国家战略的职能、支持国有金融企业在中央和地方层面的差异化发展。

2) 完善国有金融资本管理体制机制：内容包括强化国有金融资本的管理职责定位，完善管理体制。着重在公司治理中加强党的领导，确保党的决策部署通过公司治理机制得以实施优化国有金融资本的出资人职责机构和受托管理机构的关系。

3) 推动金融国资国企提质增效：加强国有金融资本管理行动，提升国有大型金融企业的竞争力和国际影响力。推进保险业和非银行金融机构的高质量发展。支持建设世界一流的证券交易所，推动头部证券公司的发展。

4) 提高金融服务实体经济能力水平：引导国有金融企业更好地服务实体经济，特别是支持科技金融、绿色金融等领域。加大国有大型银行对小微企业等的信贷支持。利用财政资金撬动作用，增强对中小微企业和民营经济的支持。

5) 强化国有金融资产风险防控：完善国有金融企业的风险管理和内部控制机制、加强对国有金融企业风险防控的监督，确保金融稳定、建立和完善风险预警和早期干预机制，以及金融企业风险控制指标的制度框架。

对证券行业的主要影响

1) 利好头部券商做强做优。报告提到推动头部证券公司做强做优，并支持上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所。国务院的政策支持旨在集中资源，提升头部证券公司的规模效应和技术能力，从而增强服务质量和市场竞争力。这种支持不仅帮助这些公司优化服务并满足复杂的市场需求，而且通过扩展国际业务，提高了其全球竞争力。此外，这些公司在市场中扮演稳定器的角色，确保金融市场的稳定运行，从而支持整体市场的健康发展。

2) 加速资本市场的国际化进程。报告中对上海、深圳证券交易所建设世界一流交易所的支持，标志着中国资本市场国际化战略的加速实施。加快资本市场国际化进程旨在提高中国资本市场的全球竞争力和吸引力，使其符合国际标准并吸引更多外资参与。这一策略不仅促进了金融产品和服务的创新，还提高了市场透明度和效率，从而为中国经济的进一步发展提供了稳定的金融支持。

对保险行业的主要影响

1) 资本补充渠道有望扩展，增强保险资本的灵活性和韧性。报告提出允许保险公司在银行间债券市场发行无固定期限债券补充资本。这一措施预计将大幅缓解市场对保险公司偿付能力的担忧，同时增强保险公司的资本充足率，提升其在市场中的竞争力。这一举措还有助于增加长期债券的供给，对于深化债券市场具有积极作用，同时也能提供更多的投资渠道，增强其财务稳定性和盈利能力。

2) 积极推动险资入市。报告强调加强国有商业保险公司效益指标长周期考核，引导保险公司更好地发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用。这将鼓励保险公司增加对股市等权益类资产的投资，提高资产配置的多样性和收益性。政策的进一步实施可能会促使保险资金在支持实体经济和参与国家重大战略实施中发挥更大作用，同时也增强保险业对抗市场波动的能力。

我们认为，保险方面《报告》明确了将积极拓宽融资渠道，为险资提供充足资本供应，可以有效缓解偿付能力压力，同时拉长考核周期有助于推动险资提升权益配置比例，优化投资端，降低利差损风险，有利于保险板块修复。券商方面，报告

特别是对头部证券公司做强做优表示政策支持，使这些公司能够利用加大的资源投入和技术升级来提升自己的服务质量和市场竞争力。在此背景下，建议关注在市场整合和创新能力方面具备优势的头部券商。

保险：1) 各险企一季报利润表现扭转市场担忧，基本面向好推动 NBV 延续高增。在同期高基数效应下，各险企净利润表现扭转市场担忧，平安、国寿、太保一季度归母净利润增速分别为-4.3%/-9.3%/1.1%，主因长端利率持续下行背景下，计入 FVTPL 的债权资产的公允价值提升以及部分险企免税债券配置增多带来的所得税下降影响。价值方面，得益于人力产能及价值率的提升，一季度 NBV 延续较高增长，平安、国寿、太保一季度 NBV 增速表现分别为+20.7%/+26.3%/+30.7%。产能方面，各险企新增人力以及核心人力产能稳步提升，其中平安“优+”人力同比提升 11.0pct；太保 U 人力月人均首年规模保费同比+33.7%，U 人力月人均首年佣金收入同比+14.1%；国寿绩优人群数量和占比持续实现双提升，个险板块月人均首年期交保费同比+17.7%。在前期 23 年报净利润承压的影响下，市场对保险板块走势普遍担忧，随着一季报的全面落地，预计此前的负面影响可以逐渐消除。

2) 负债端 NBVM 及产能的延续高升成为各险企 24 全年 NBV 正增的核心动能。当前各险企业务结构持续优化，一方面 6/10 年缴产品占比预计提升，另一方面“报行合一”后，费用管控趋严，利好价值率的长期提升，我们认为价值率及产能的增长将推动各险企 24 年 NBV 延续正增长态势。

3) 资产端利率水平有望回暖，投资收益表现有望改善。当前长端利率已至历史低点，未来随着长端利率的预期回暖，叠加高股息策略有效性持续显现，资本市场逐步活跃，各险企投资收益表现有望持续提升。

4) 估值有望向上修复，当前节点我们认为向上博弈空间以及博弈胜率均较高。当前国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.56、0.45、0.41、0.33，分别处于自 2012 年来的 2.27%、1.63%、6.85%、2.37%分位数，板块基本面向好，资产端改善预期明显，我们认为估值向上博弈空间及博弈胜率均较大。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。

表 1.上市险企静态股息率情况

股票名称	股票代码	最新收盘价	23 每股股息	静态股息率
		(元)	(元)	
中国人寿	601628.SH	29.55	0.43	1.46%
	02628.HK	9.35	0.43	4.60%
中国平安	601318.SH	41.53	1.50	3.61%
	02318.HK	32.50	1.50	4.62%
中国太保	601601.SH	25.37	1.02	4.02%
	02601.HK	15.56	1.02	6.56%
新华保险	601336.SH	31.01	1.08	3.49%
	01336.HK	13.40	1.08	8.09%
中国人保	601319.SH	5.36	0.16	2.91%
	01339.HK	2.40	0.16	6.51%
中国财险	2328.HK	9.11	0.49	5.37%

友邦保险	01299.HK	49.02	1.08	2.21%
中国太平	00966.HK	6.56	0.27	4.16%

数据来源：东方财富 choice、华福证券研究所

证券： 1) 券商重组进入实质阶段，券商有望迎新一轮并购浪潮。国联证券近日宣布，将通过发行股份的方式收购民生证券控制权，并计划从4月26日开始暂停交易，预计停牌不超过10个交易日。这一举措标志着国联证券控股股东国联集团自2023年3月竞拍获得民生证券34.71亿股，成为其最大单一股东后，双方整合工作正式进入实质阶段。此次重大资产重组旨在整合两家公司的资源，加强业务协同，提高在证券行业的竞争力。近期多起券商并购重组正有序推进。2024年1月，华创证券表示拟在太平洋证券董事会换届时取得相应董事席位，成为其控股股东，推动双方资源整合。2024年3月29日，浙商证券拟受让19.15%的国都证券股权，成为国都证券第一大股东。2024年3月29日，方正证券回应正有序推进与平安证券的整合工作。

我们认为，券商将迎新一轮并购浪潮，行业存在结构性机遇，将在影响行业整合趋势、增强市场信心、提升行业效率等方面影响证券行业。从政策端来看，新国九条及证监会近期均提出支持头部机构通过并购重组等方式做优做强。从供给端来看，近期中小券商股权转让频出，并购重组意愿持续升温。从需求端来看，行业集约式发展使得并购重组成为券商实现业务模式转型升级诉求的最优路径。建议关注推进并购重组及存在潜在预期的相关标的。

2) 多家券商披露一季报，头部券商承压，中小券商分化明显。截止2024年4月26日，共有20家证券公司披露2024年一季报。从业绩表现来看，证券行业2024年一季度业绩普遍下滑，其中仅有6家券商实现营业收入同比增长，占比30%，5家券商实现净利润同比增长，占比为25%。

分规模来看，头部券商业绩承压，中小券商业绩分化，部分展现业绩弹性。头部券商中，中信证券业绩高基数下有所回落，龙头优势仍显韧性，实现营收137.6亿元，同比-10.4%；归母净利润45.6亿元，同比-8.5%。中小券商中，东兴证券业绩表现亮眼。实现营收19.8亿元，同比+112.6%；归母净利润3.6亿元，同比+64.9%。

非银板块建议关注：中国太保、新华保险、中国财险。

表 2. 上市券商静态股息率

股票名称	股票代码	最新收盘价		静态股息率
		(元)	23 每股股息(元)	
华泰证券	601688.SH	14.24	0.43	3.02%
	06886.HK	8.69	0.43	4.95%
国泰君安	601211.SH	13.86	0.40	2.89%
	02611.HK	7.62	0.40	5.25%
中信证券	600030.SH	19.16	0.48	2.48%
	06030.HK	11.18	0.48	4.25%
广发证券	000776.SZ	13.41	0.30	2.24%
	01776.HK	7.23	0.30	4.15%
申万宏源	000166.SZ	4.80	0.06	1.17%

	06806. HK	1.37	0.06	4.09%
光大证券	601788. SH	16.53	0.28	1.70%
	06178. HK	5.03	0.28	5.57%
东方证券	600958. SH	8.38	0.15	1.79%
	03958. HK	2.97	0.15	5.05%
中国银河	601881. SH	12.31	0.22	1.79%
	06881. HK	3.85	0.22	5.72%
海通证券	600837. SH	8.47	0.10	1.18%
	06837. HK	3.49	0.10	2.86%
招商证券	600999. SH	15.24	0.25	1.65%
	06099. HK	6.02	0.25	4.19%

数据来源：东方财富 choice、华福证券研究所

2 核心数据

经纪业务：本周日均股基成交额 9704 亿，环比-8.1%；年初至今日均股基成交额 10009 亿，同比-2.8%。

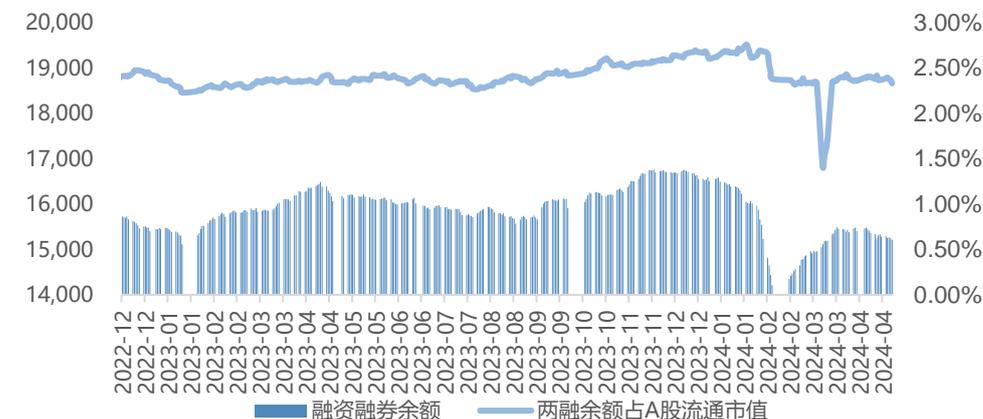
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 4 月 26 日，两市两融余额为 1.52 万亿，较前周-0.47%，较年初-8.1%；目前两融余额占流通市值比例为 2.33%，较年初+3.4pct。

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 0 单 IPO 上市较上周减少 1 单；年初至今 IPO 规模 263.24 亿。

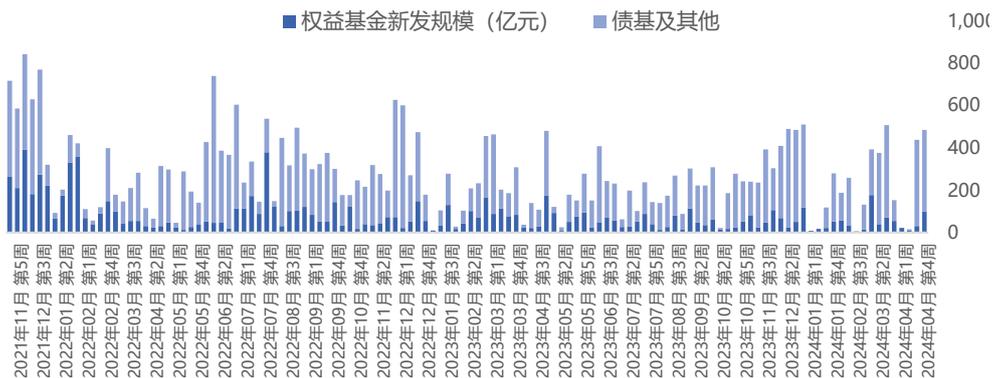
图 3：IPO、再融资规模（亿元）



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 100.61 亿元。

图 4：权益基金新发规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

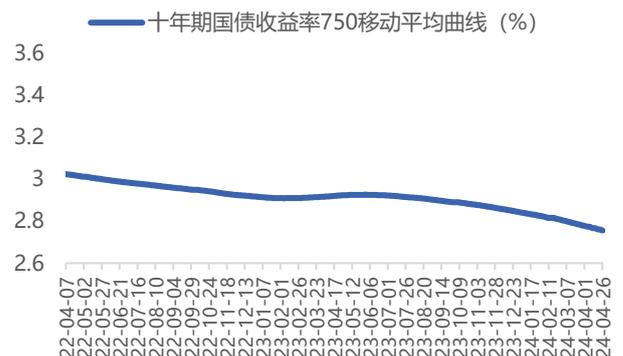
国债收益率：截至 4 月 26 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.31%，较上周+5bps，较年初-25bps；十年期国债 750 移动平均为 2.76%，较上周-0bps，较年初-8bps。

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

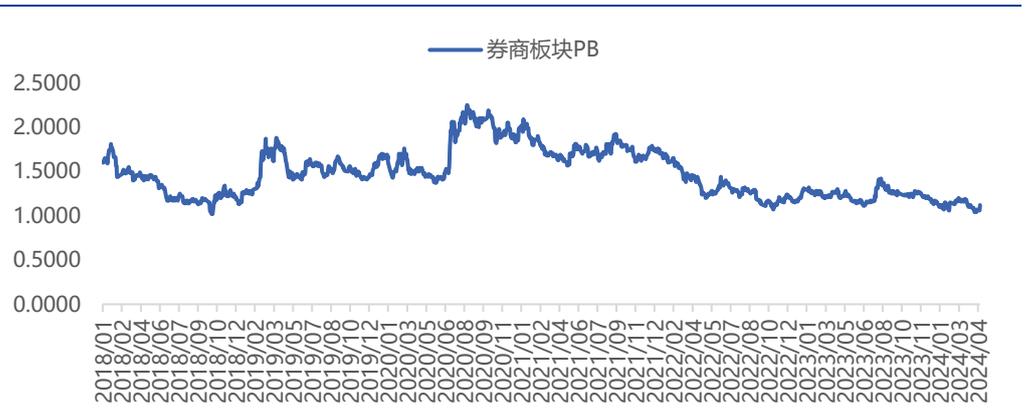
截至4月26日，券商板块PB(LF) 1.12x，位于2018年以来3.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.56、0.45、0.41、0.33，分别处于自2012年来的2.27%、1.63%、6.85%、2.37%分位数。

表 3：指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深300	1.20%	1.32%	4.46%
上证指数	0.76%	1.56%	3.82%
深证成指	1.99%	0.67%	-0.64%
创业板指	3.86%	0.30%	-3.58%
科创50	2.97%	-1.38%	-11.71%
非银金融	5.37%	2.49%	-1.08%
券商指数	5.82%	2.22%	-2.87%
保险指数	5.02%	2.92%	3.42%

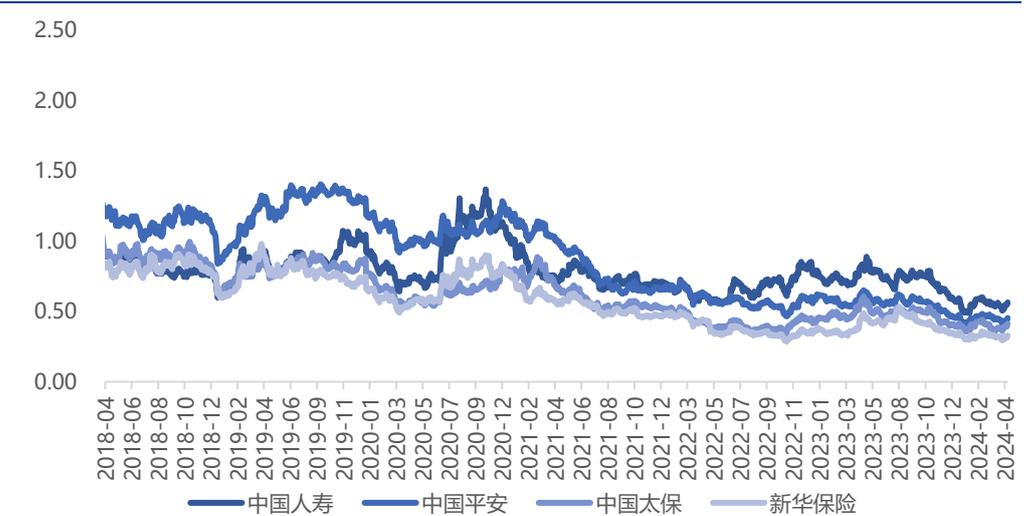
数据来源：wind、华福证券研究所

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