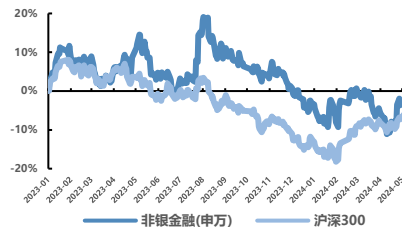


非银金融行业周报（5.6-5.10）

华福非银周报：银保一对三限制解除，基本面向好下估值有望持续回暖。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



本周观点：

本周金监局发布《国家金融监督管理总局关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》，规定解除银保渠道“一对三”限制。《通知》短期边际利好中小险企，长期资源丰富头部险企获益。此外，同日金监局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，指导意见有望进一步打开保险，尤其是税优产品的增量市场。券商方面，H股“全流通”减持规则调整，有望改善港股流动性表现。同时证监会修订发布《关于加强上市公司监管的规定》，推动上市券商发挥行业高质量发展引领示范作用。板块当前估值处于低位，整体基本面持续向好，预计在资本市场推动下估值持续回暖。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10704亿，环比-13.9%；年初至今日均股基成交额10114亿，同比-4.2%。
- 融资融券：截至5月10日，两市两融余额为1.534万亿，较前周+1.45%，较年初-7.3%；目前两融余额占流通市值比例为2.29%，较年初-0.33pct。
- 投行业务：本周1单IPO上市，较上周增加1单；年初至今IPO规模267.09亿。
- 公募基金：4月第四周新成立权益基金规模100.61亿元。
- 国债收益率：截至5月10日，中债国债10年期到期收益率为2.31%，较上周+4bps，较年初-25bps；十年期国债750移动平均为2.75%，较上周-1bps，较年初-9bps。
- 板块估值：截至5月10日，券商板块PB（LF）1.10x，位于2018年以来1.8%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.60、0.47、0.45、0.34，分别处于自2012年来的5.23%、3.00%、11.14%、6.30%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：资负两端基本面向好，估值向上博弈空间充足》—2024.04.27



正文目录

1、	本周观点.....	3
2、	核心数据.....	5
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) 银保渠道取消一对三限制，短期边际利好中小险企、长期资源丰富险企受益。5月9日，国家金融监管总局发布《国家金融监督管理总局关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》，明确规定，商业银行代理各类保险业务，各级分支行及网点均不限制合作保险公司数量，且一级分支机构在获得法人授权后，可直接签订协议。本次通知解除了一对三限制、在总对总签约的情况下，要求严格执行费用率上限规定，同时需确保在合作区域内提供线下服务。

我们认为，取消“一对三”限制对不同险企影响各异：**一是短期边际利好中小险企银保渠道。**从银保期交保费增速数据看，截至一季末，“老七家”期缴保费同比下跌在-25%左右，部分银行系险企可达逆势增长，中小险企则下滑较为严重（中银三星、光大永明分别同比-52%/-73%），同比下跌幅度在-50%至-70%区间。大型及银行系险企受“报行合一”影响较中小险企更小。此次通知放开一对三限制将边际利好中小险企签约，预计前期较大负增态势将得到缓解。**二是中小险企银保渠道增长前景不定。**中小险企能否顺利与银行网点签约，还涉及多方面因素，如各险企产品优势、佣金水平、资源是否互补、险企端提供的培训支持能力等。此次《通知》出台，并不意味中小险企银保规模实现大幅增长，还需考虑多方因素。**三是头部险企资源丰富长期受益。**受到通知中的总对总签约以及线下服务规定影响，头部险企有望凭借更多的网点数以及合作优势，进一步扩大签约规模。同时头部险企得益于合作渠道众多、培训服务支持更加优秀，叠加期限结构改善显著带来的价值率普遍高升，在新规下有望进一步扩大签约范围，预计长期期交规模增速向好。

2) 金监局就银保业做好“五篇大文章”发布指导意见，旨在进一步提高金融服务实体经济的质量和水平。5月9日，国家金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，报告强调要切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”。具体内容主要涉及五个方面：**一是建设“五篇大文章”服务体系：**针对科技型企业全生命周期的金融服务进一步增强；绿色金融标准、评价体系以及金融支持更加完善；基本建成高质量普惠金融体系；第三支柱养老保险规范发展；银保业数字化转型成效明显。**二是优化“五篇大文章”金融产品和服务：**内容包括聚焦卡点堵点提升科技金融质效，聚焦“双碳”目标健全绿色金融体系，聚焦痛点难点加强普惠金融服务、现实需求加快养老金融发展、效能和安全促进数字金融发展。**三是发挥银行保险机构服务“五篇大文章”的职能优势：**有效发挥开发性、政策性金融功能，大力发挥保险业经济减震器和社会稳定器功能，主动发挥非银行金融机构专业优势。**四是完善银行保险机构“五篇大文章”组织管理体系：**加强内部管理机制建设，完善激励约束机制，坚守风险底线。**五是做好“五篇大文章”的监管支持工作：**强化监管引领，推动完善外部环境，严防违法违规金融活动，鼓励良好经验交流互鉴。

我们认为，《意见》有望打开保险增量市场。报告提出发展第三支柱养老保险，扩大商业养老金试点范围，丰富税优健康保险产品供给。从公司发展与经营客户的角度，税优产品是很好的抓手产品。第一，与传统养老保险不同，税优险次年便能获得退税的即时反馈，客户获得感强，教育成本低。第二，精准识别可获得税优优惠的客户，便于将客户进行分层管理。第三，通过税优健康险、个人养老金规划，可借助每年帮助客户规划个税的切入点，以此为抓手逐步切入客户全生命周期，全家庭资产的综合配置。当下中国的税优产品有待进一步打开局面，而金监局在养老金融的布局安排与顶层设计可以加速这一过程。

3) 近期多家中小银行宣布存款利率下调，长期利好储蓄险销售。根据 wind 信息，4 月以来，多家中小银行存款挂牌利率迎来调整。5 月 7 日，桂林银行个人整存整取 5 年期存款年利率调整至 2.8%，较 2 月调整后的该期限产品执行利率下降了 40 个基点；青海省农商银行（农信社）全系统存款执行利率迎来调整，其中 3 年期、5 年期定期存款执行利率分别下调 25 个、70 个基点至 2.50%、2.55%；广西平南桂银村镇银行 5 月 8 日起对 5 年期定期存款执行利率下调 40 个基点至 2.80%。同时监管要求自 2023 年 5 月 15 日起，要求各银行控制通知存款、协定存款利率加点上限。其中，国有大行加点上限不能超过 10 个基点，其他金融机构不能超过 20 个基点。

银行存款利率下调具有轮次性，一般是国有大行先行调降、中小银行跟进，受制于银行净息差水平持续收窄，当前存款利率处于下降通道，预计未来仍有进一步调降空间，储蓄险收益性和稳定性更佳，长期销售景气度有望进一步加强。

4) 截至 5 月 10 日，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.60、0.47、0.45、0.34 均处于历史低位。本周 10 年期国债收益率为 2.31%，较上周+4bps，预计在经济复苏、政策推动下持续上行回暖。当前板块基本面向好（前期利润表现不佳负面影响逐渐消除+监管渠道端政策逐步放开），资产端改善预期明显（资本市场预期回暖，10 年期国债收益率有望上行回暖，推动投资收益表现改善），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。

券商：1) H 股“全流通”减持规则调整 有望改善港股流动性表现。5 月 6 日，《国家外汇管理局关于印发〈资本项目外汇业务指引（2024 年版）〉的通知》正式施行。目前，已有券商发布了《关于外管新规下 H 股“全流通”业务调整的通知》，进行如下调整。一是取消交易额控制，但仍不得卖空或买入。二是在额度方面，存量额度使用完后，新增额度按如下要求办理：投资者减持后，须按新规要求在 20 个工作日内尽快到所在地外汇局办理境内股东持股登记。投资者取得业务登记凭证或开立专用银行账户后，应及时向券商营业部提出相应信息维护申请。三是取款流程方面，根据中国结算要求，须在投资者券商申报信息，且券商向中国结算报送外汇信息后，投资者方可取款。

我们认为，H 股“全流通”减持规则的调整，一是有利于解决了内资股股东与 H 股同股同权却不同利的问题，对活跃港股市场起到积极作用；二是有利于提升 H 股公司融资能力，为公司资本运作方案提供了多样选择，有望修复相关公司估值并增强流动性。

2) 证监会发布境外转板上市要求 强化境内企业境外上市监管。中国证监会 5 月 7 日发布《监管规则适用指引——境外发行上市类第 7 号：关于境内企业由境外场外市场转至境外证券交易所实现境外发行上市的监管要求》。本次指引提出：（1）境内企业境外转板上市的，应当按照境外首次公开发行上市相关要求，在境外提交转板上市申请文件后 3 个工作日内向证监会备案；（2）已在境外提交转板上市申请文件、未获境外监管机构或者境外证券交易所同意的企业，应当在境外转板上市完成前履行备案程序；（3）境内企业在境外场外市场挂牌不属于备案管理范围，无需在中国证监会备案。

我们认为，本次指引对境内企业境外场外市场挂牌及境外场外转板上市做出进一步要求，加强了对境内企业境外发行上市监管，明确了其在中国证监会备案的必要性。新规的出台将提升境内企业境外发行的治理水平，并对国际资本市场的稳定发展产生积极作用。

3) 证监会发布《关于加强上市证券公司监管的规定》推动上市券商发挥行业高质量发展引领示范作用。5 月 10 日，证监会修订发布《关于加强上市证券公司监管的规定》。主要修订内容为：1) 规范市场化融资行为：审慎开展高资本消耗型业务，提升

资金使用效率。2) 完善从业人员管理及长效激励约束机制：严格规范短期激励，不得过度激励，依法依规披露薪酬有关信息。3) 完善信息披露要求：取消证券公司分类结果披露要求。4) 提升投资者保护水平：对经营利润用于自身发展和回报股东进行合理平衡，重视提高现金分红水平，鼓励形成实施股份回购的机制性安排，积极通过一年多次分红及回购注销的方式提升股东回报、优化治理结构。

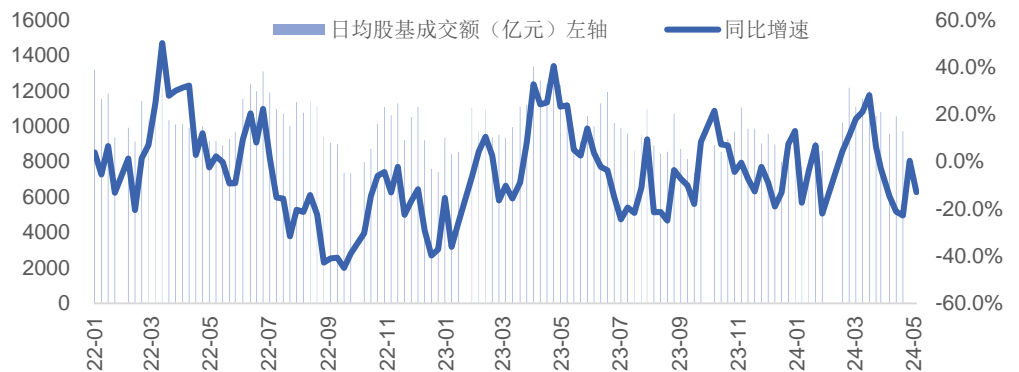
我们认为，本次修订维持主要框架不变，根据行业实践进行适应性调整。《规定》从优化发展理念、健全公司治理、完善信息披露、提升投资者保护等方面出发，意在通过加强监管，发挥上市证券公司推动行业高质量发展的引领示范作用。此外，《规定》加大对上市公司现金分红引导，将有助于培育市场长期投资理念，增强资本市场吸引力。

非银板块建议关注：中国太保、新华保险、中国财险

1、核心数据

经纪业务：本周日均股基成交额 10704 亿，环比-13.9%；年初至今日均股基成交额 10114 亿，同比-4.2%。

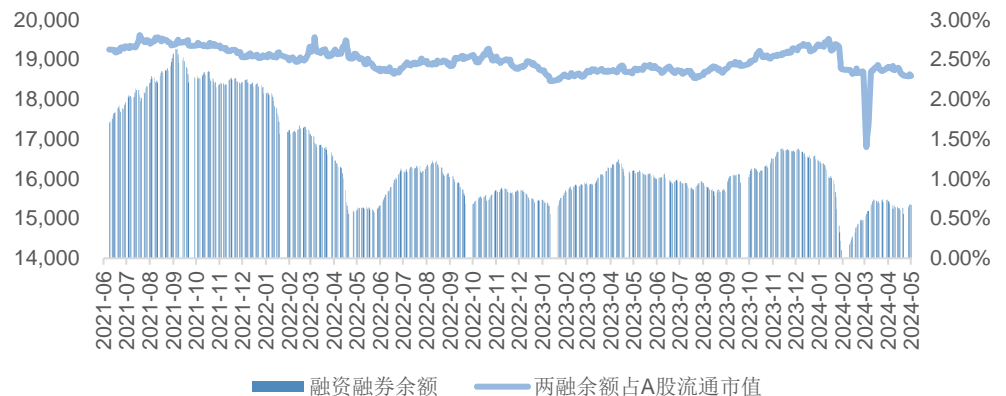
图 1：日均股基成交额（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

融资融券：截至 5 月 10 日，两市两融余额为 1.534 万亿，较前周+1.45%，较年初-7.3%。

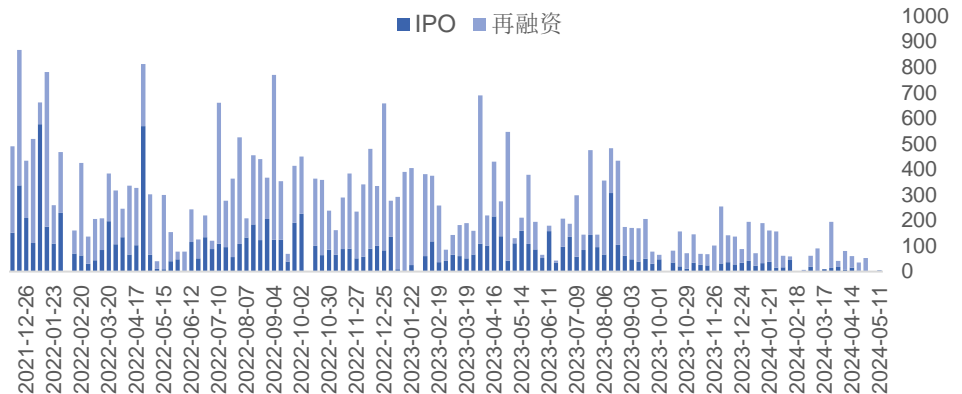
图 2：沪深两融余额



数据来源：wind、华福证券研究所

投行业务：本周 1 单 IPO 上市较上周增加 1 单；年初至今 IPO 规模 267.09 亿。

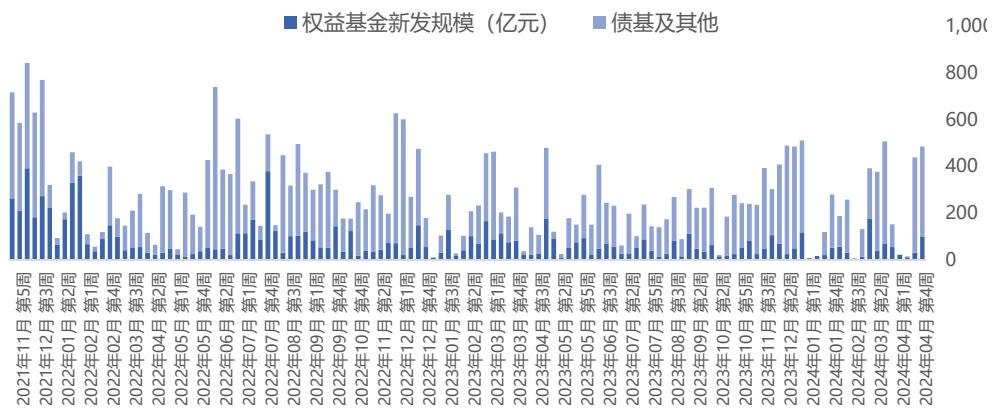
图 3：IPO、再融资规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

公募基金：4 月第四周新成立权益基金规模 100.61 亿元。

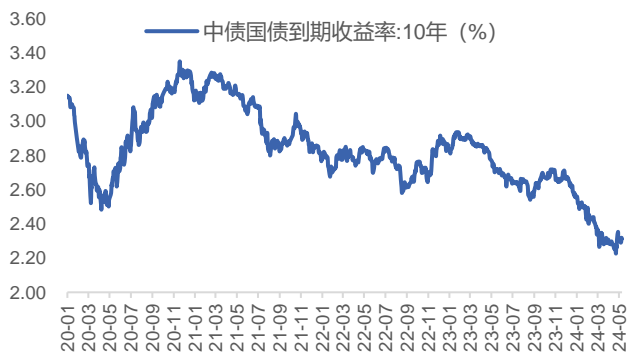
图 4：权益基金新发规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

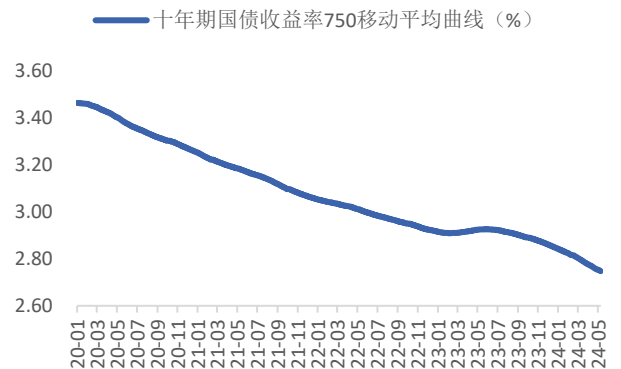
国债收益率：截至 5 月 10 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.31%，较上周+4bps，较年初-25bps；十年期国债 750 移动平均为 2.75%，较上周-1bps，较年初-9bps。

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

2、 板块估值

截至 5 月 10 日，券商板块 PB (LF) 1.10x，位于 2018 年以来 1.8%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.60、0.47、0.45、0.34，分别处于

自 2012 年来的 5.23%、3.00%、11.14%、6.30%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	1.72%	1.72%	6.85%
上证指数	1.60%	1.60%	6.04%
深证成指	1.50%	1.50%	2.17%
创业板指	1.06%	1.06%	-0.70%
科创 50	-0.04%	-0.04%	-9.96%
非银金融	1.44%	1.44%	0.17%
券商指数	0.35%	0.35%	-2.86%
保险指数	4.06%	4.06%	7.86%

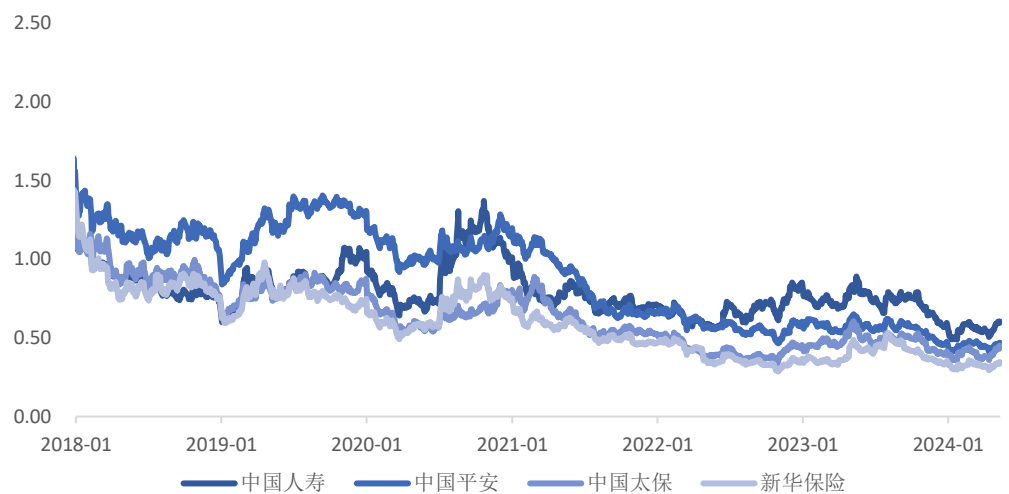
数据来源：wind、华福证券研究所

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

3、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