

非银金融

金融时报关注长债利率，继续看好资产负债改善的寿险

2024年06月02日

——行业周报

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

卢崑（分析师）

gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

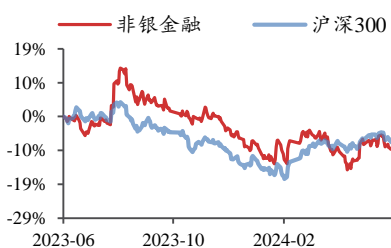
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

证书编号：S0790524040002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《继续推荐寿险板块机会，减持新规正式稿落地——行业周报》-2024.5.26

《地产政策利好保险资产端，关注非银板块 beta 机会——行业周报》-2024.5.19

《港股通政策积极可期，推荐香港交易所和寿险板块——行业周报》-2024.5.12

● 周观点：金融时报关注长债利率，继续看好资产负债改善的寿险

当下我们继续看好寿险板块超额收益机会，价值率大幅提升驱动NBV高质量增长，负债端成本回落有望对冲资产端压力，长端利率、地产和权益市场三项资产端因素边际改善有望催化板块估值弹性，权益市场低基数有望助推2季度寿险公司净利润同比转正，稳健分红有望支撑估值。今年以来港股市场ADT呈现趋势性上行，香港交易所有望受益于政策催化和ADT改善。推荐提价带来业绩景气度的拉卡拉，推荐分红稳健且高股息率的江苏金租。

● 保险：金融时报关注国债收益率偏低，继续看好资产负债两端改善的寿险板块

(1) 5月末10年期国债收益率为2.318%，较月初的2.315%抬升0.24bp。5月31日，中国人民银行主管媒体《金融时报》发文表示，从央行近期的多次表态来看，当下并不会进行国债的购买。相反，若银行存款大量分流债市，无风险资产需求进一步增大，人民银行应该会在必要时卖出国债。(2) 负债端看报行合一、产品结构优化带动产品价值率大幅提升，有望助推全年NBV在高基数下实现小两位数的高质量增长。而结合分红和万能险结算利率的下降，上市险企存量和增量产品负债成本均有较明显回落，负债成本下降基本对冲了资产端收益率的回落，利差损风险担忧有所缓解。(3) 地产政策松绑、央行对国债收益率偏低的表态、权益市场同比改善有望带来资产端催化。板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会。推荐中国太保和中国人寿。

● 券商：A股交易量环比回落，关注港股ADT和政策催化

(1) 本周A股日均股票成交额7362亿，环比-13.6%。本周偏股/非货币基金新发份额67/500亿份，环比+49%/+256%，同比-30%/+79%；4月/5月港股ADT 1210/1394亿港元，较2024Q1 +18%/+36%。(2) 5月31日东方财富公告，公司副总经理程磊持有公司股份2007.6万股（占公司总股本0.13%），因个人资金需求，计划在公告披露之日起15个交易日后的3个月内，以集中竞价交易方式合计减持公司股份不超120万股，即不超过其所持股份5.98%，不超过公司总股本0.0077%。(3) 券商板块持仓和估值位于历史低位，看好受益于政策改善和交易活跃度提升的香港交易所，关注受益交易量改善的互联网券商、整合预期较强标的超额收益机会。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安，香港交易所；拉卡拉，江苏金租，友邦保险，国联证券；中国财险，东方财富，财通证券。

受益标的组合：浙商证券，中国银河，方正证券；新华保险。

风险提示：股市和宏观经济波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商受监管政策影响具有不确定性。

目 录

| | |
|---|---|
| 1、金融时报关注长债利率，继续看好资产负债改善的寿险..... | 3 |
| 2、市场回顾：A股整体下跌，非银板块跑输沪深300..... | 4 |
| 3、数据追踪：日均股基成交额环比下降..... | 5 |
| 4、行业及公司要闻：证监会对恒大地产债券欺诈发行及信息披露违法案处以顶格罚款..... | 7 |
| 5、风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：本周 A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300..... | 4 |
| 图 2：本周海通证券/国泰君安分别+2.35%/+2.5%..... | 4 |
| 图 3：2024 年 5 月日均股基成交额环比-7%..... | 5 |
| 图 4：2024 年 5 月 IPO 承销规模累计同比-83%..... | 5 |
| 图 5：2024 年 5 月再融资承销规模累计同比-73%..... | 5 |
| 图 6：2024 年 5 月债券承销规模累计同比-2%..... | 5 |
| 图 7：2024 年 5 月两市日均两融余额同比-5.1%..... | 6 |
| 图 8：2024 年 4 月多数上市险企寿险保费同比正增长..... | 6 |
| 图 9：2024 年 4 月上市险企财险保费同比增速放缓..... | 6 |
| 表 1：受益标的估值表..... | 4 |

1、金融时报关注长债利率，继续看好资产负债改善的寿险

当下我们继续看好寿险板块超额收益机会，价值率大幅提升驱动 NBV 高质量增长，负债端成本回落有望对冲资产端压力，长端利率、地产和权益市场三项资产端因素边际改善有望催化板块估值弹性，权益市场低基数有望助推 2 季度寿险公司净利润同比转正，稳健分红有望支撑估值。今年以来港股市场 ADT 呈现趋势性上行，香港交易所有望受益于政策催化和 ADT 改善。推荐提价带来业绩景气度的拉卡拉，推荐分红稳健且高股息率的江苏金租。

保险：金融时报关注国债收益率偏低，继续看好资产负债两端改善的寿险板块

(1) 5 月末 10 年期国债收益率为 2.318%，较月初的 2.315% 抬升 0.24bp。5 月 31 日，中国人民银行主管媒体《金融时报》发文表示，从央行近期的多次表态来看，当下并不会进行国债的购买。相反，若银行存款大量分流债市，无风险资产需求进一步增大，人民银行应该会在必要时卖出国债。(2) 负债端看报行合一、产品结构优化带动产品价值率大幅提升，有望助推全年 NBV 在高基数下实现小两位数的高质量增长。而结合分红和万能险结算利率的下降，上市险企存量和增量产品负债成本均有较明显回落，负债成本下降基本对冲了资产端收益率的回落，利差损风险担忧有所缓解。(3) 地产政策松绑、央行对国债收益率偏低的表态、权益市场同比改善有望带来资产端催化。板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会。推荐中国太保和中国人寿。

券商：A 股交易量环比回落，关注港股 ADT 和政策催化

(1) 本周 A 股日均股票成交额 7362 亿，环比-13.6%。本周偏股/非货基金新发份额 67/500 亿份，环比+49%/+256%，同比-30%/+79%；4 月/5 月港股 ADT 1210/1394 亿港元，较 2024Q1 +18%/+36%。(2) 5 月 31 日东方财富公告，公司副总经理程磊持有公司股份 2007.6 万股（占公司总股本 0.13%），因个人资金需求，计划在公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内，以集中竞价交易方式合计减持公司股份不超过 120 万股，即不超过其所持股份 5.98%，不超过公司总股本 0.0077%。(3) 券商板块持仓和估值位于历史低位，看好受益于政策改善和交易活跃度提升的香港交易所，关注受益交易量改善的互联网券商、整合预期较强标的超额收益机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安，香港交易所；拉卡拉，江苏金租，友邦保险，国联证券；中国财险，东方财富，财通证券。

受益标的组合：浙商证券，中国银河，方正证券；新华保险。

表1: 受益标的估值表

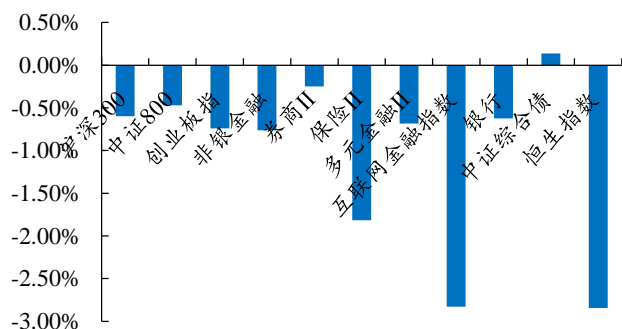
| 证券代码 | 证券简称 | 股票价格 | | EPS | | P/E | | 评级 |
|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | 2024/5/31 | 2023A | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | |
| 600901.SH | 江苏金租 | 5.28 | 0.63 | 0.69 | 0.77 | 7.65 | 6.86 | 买入 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 12.41 | 0.52 | 0.54 | 0.63 | 22.98 | 19.70 | 买入 |
| 600958.SH | 东方证券 | 8.09 | 0.32 | 0.41 | 0.93 | 19.73 | 8.70 | 买入 |
| 601377.SH | 兴业证券 | 5.36 | 0.27 | 0.48 | 0.56 | 11.17 | 9.57 | 买入 |
| 1299.HK | 友邦保险 | 60.45 | 0.33 | 2.80 | 3.00 | 21.59 | 20.15 | 增持 |
| 2328.HK | 中国财险 | 10.16 | 1.11 | 1.20 | 1.40 | 8.47 | 7.26 | 买入 |
| 601456.SH | 国联证券 | 10.90 | 0.24 | 0.28 | 0.34 | 38.93 | 32.06 | 买入 |
| 300803.SZ | 指南针 | 42.62 | 0.18 | 0.63 | 1.01 | 67.15 | 42.18 | 买入 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 116.65 | 2.61 | 3.16 | 5.70 | 36.91 | 20.46 | 买入 |
| 6060.HK | 众安在线 | 13.30 | 2.80 | 0.80 | 0.90 | 16.63 | 14.78 | 买入 |
| 0388.HK | 香港交易所 | 262.80 | 9.40 | 9.80 | 10.40 | 26.82 | 25.27 | 买入 |
| 601108.SH | 财通证券 | 7.22 | 0.48 | 0.52 | 0.64 | 13.88 | 11.28 | 买入 |
| 601318.SH | 中国平安 | 43.07 | 4.70 | 6.60 | 7.60 | 6.53 | 5.67 | 买入 |
| 601601.SH | 中国太保 | 28.78 | 2.83 | 3.51 | 4.14 | 8.20 | 6.95 | 买入 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 31.35 | 0.75 | 1.05 | 1.18 | 29.86 | 26.57 | 买入 |
| 300773.SZ | 拉卡拉 | 14.16 | 0.57 | 1.04 | 1.35 | 13.62 | 10.49 | 买入 |
| 601881.SH | 中国银河 | 11.51 | 0.65 | 0.80 | 0.90 | 14.44 | 12.74 | 未评级 |
| 601878.SH | 浙商证券 | 10.97 | 0.42 | 0.47 | 0.52 | 23.14 | 20.98 | 未评级 |
| 601336.SH | 新华保险 | 32.55 | 2.79 | 3.73 | 4.33 | 8.74 | 7.52 | 未评级 |

数据来源: Wind、开源证券研究所

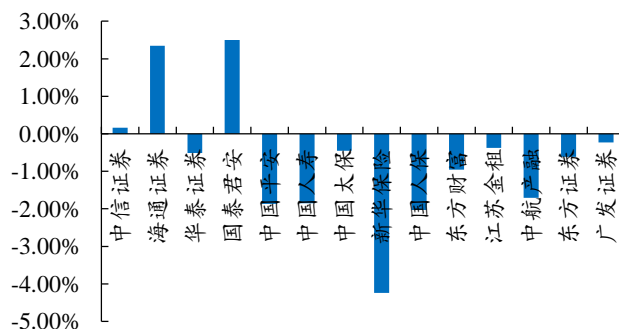
注: 上述指南针、中国银河、浙商证券、新华保险 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。

2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑输沪深 300

本周(5月27日至5月31日, 下同) A 股整体下跌, 沪深 300 指数-0.6%, 创业板指数-0.74%, 中证综合债指数+0.137%。非银板块-0.76%, 跑输沪深 300 指数, 券商和保险分别-0.25%/-1.81%。从主要个股表现看, 本周海通证券/国泰君安分别+2.35%/+2.5%, 表现较好。

图1: 本周 A 股整体下跌, 非银板块跑输沪深 300


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周海通证券/国泰君安分别+2.35%/+2.5%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：日均股基成交额环比下降

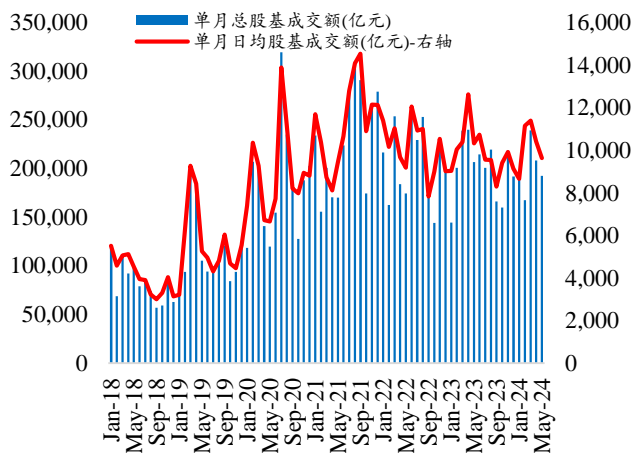
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 22 只，发行 67 亿份，环比+49%，同比-30%。截至 5 月 31 日，2024 年累计新发股票+混合型基金 301 只，发行份额 902 亿份，同比-40%。待审批偏股型基金增加 6 只。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 8425 亿元，环比-13.2%，同比-20.4%；截至 5 月 31 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 10179 亿元，同比-3.2%。

券商投行业务：截至 5 月 31 日，2024 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 272/906/48957 亿元，分别同比-83%/-73%/-2%。

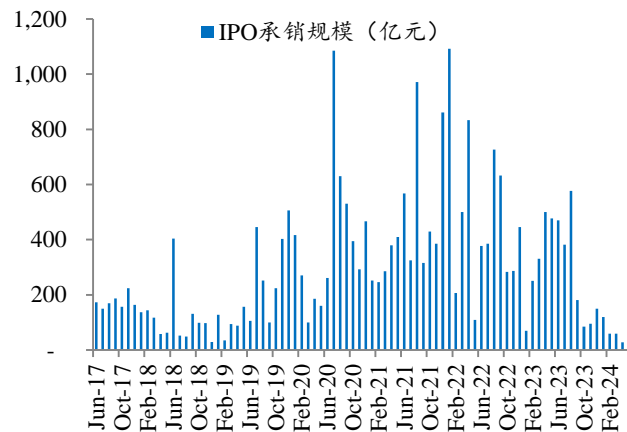
券商信用业务：截至 5 月 31 日，全市场两融余额达到 15296 亿元，两融余额占流通市值比重为 2.21%；融券余额 388 亿元，占两融比重达到 2.54%，占比环比增加。

图3：2024 年 5 月日均股基成交额环比-7%



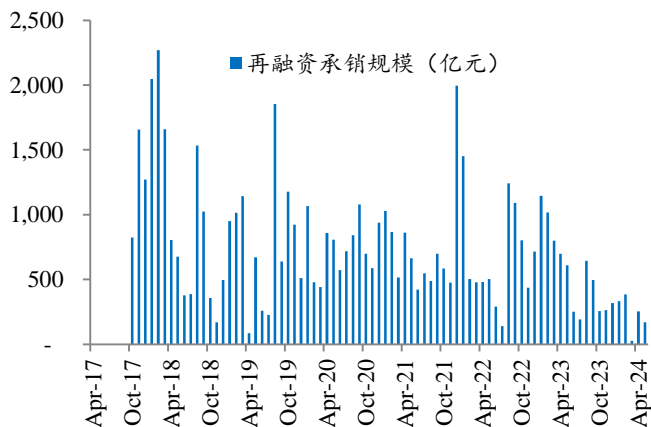
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024 年 5 月 IPO 承销规模累计同比-83%



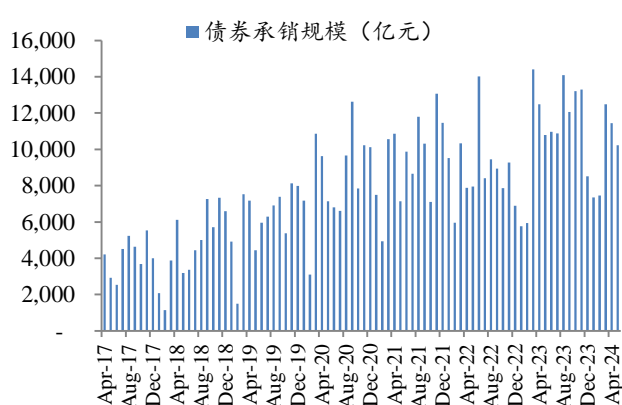
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年 5 月再融资承销规模累计同比-73%



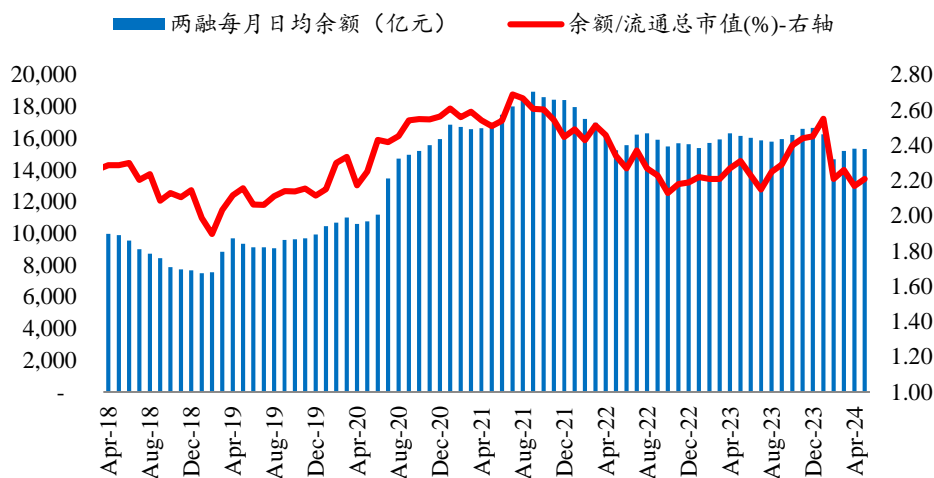
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年 5 月债券承销规模累计同比-2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年5月两市日均两融余额同比-5.1%

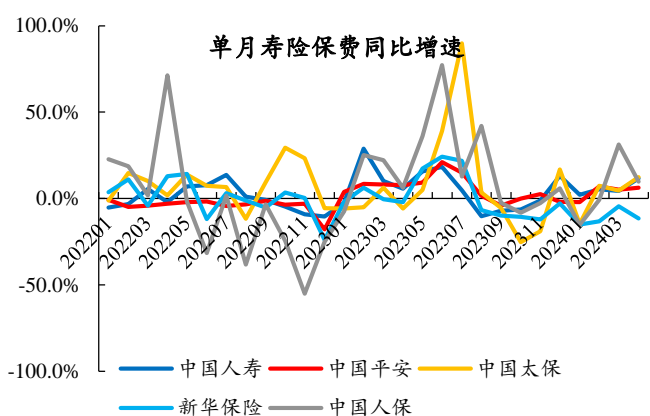


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据:2024年4月5家上市险企寿险总保费合计1085亿元、同比+6.9%，增速较3月上升0.9pct，其中：中国太保+12.3%、中国人寿+11.6%、中国人保+9.7%、中国平安+6.3%、新华保险-11.6%。

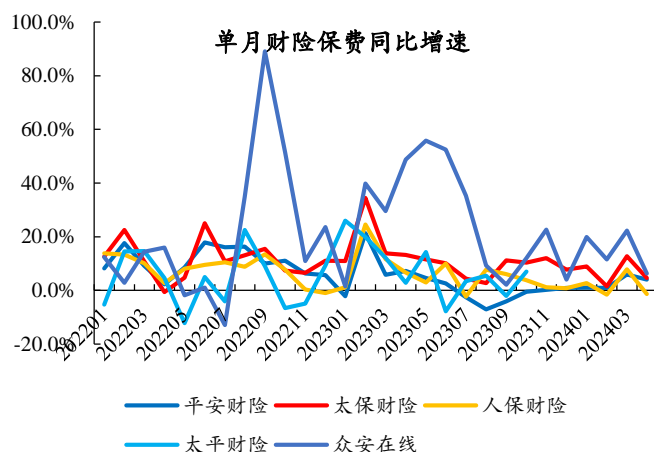
财险保费月度数据:2024年4月4家上市险企财险保费收入782亿元，同比+1.6%，较3月下滑6.9pct，各家4月同比分别为：众安在线+6.3%（3月+22.3%）、太保财险+4.7%（3月+12.7%）、人保财险-1.4%（3月+7.8%）、平安财险+4.1%（3月+5.9%），此外阳光保险同比+10.3%（3月+13.8%）。

图8：2024年4月多数上市险企寿险保费同比正增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024年4月上市险企财险保费同比增速放缓



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：证监会对恒大地产债券欺诈发行及信息披露违法案处以顶格罚款

● 行业新闻：

【证监会对恒大地产债券欺诈发行及信息披露违法案作出处罚决定】5月31日，证监会依法对恒大地产债券欺诈发行及信息披露违法案作出行政处罚决定，对恒大地产责令改正、给予警告并罚款41.75亿元，对恒大地产时任董事长、实际控制人许家印处以顶格罚款4700万元并采取终身证券市场禁入措施。证监会认定，2019年至2020年期间，恒大地产通过提前确认收入的方式虚增收入及利润，致使在交易所市场公开发行的债券存在欺诈发行，所披露的相关年度报告存在虚假记载。同时，恒大地产还存在未按期披露定期报告、未按规定披露重大诉讼仲裁、未按规定披露未能清偿到期债务情况等行为。证监会依法对恒大地产欺诈发行债券行为按照其所募集资金的20%进行处罚，对其信息披露违法行为处以顶格罚款，为开展债券市场统一执法以来的最严尺度，既依法从重从严惩处财务造假，又充分考虑恒大地产债券规模及“保交房”攻坚战等全局性工作，坚持政治效果、社会效果、法律效果相统一。同时，证监会正在推进对相关中介机构的调查。

【证监会周小舟：以“零容忍”的态度严厉惩治各类违法违规行为 并健全资本市场风险预防预警处置问责制度体系】财联社5月30日电，“资本市场的市场属性极强，规范要求极高，这要求我们在做好资本市场监管工作时，进一步深化对资本市场发展一般规律和中国国情市情的认识，在实践中继续探索完善，走好中国特色金融发展之路。”中国证监会综合业务司司长周小舟说，证监会将以习近平总书记关于金融工作的重要论述为指导，坚持学思用贯通、知信行统一，以资本市场强监管防风险实践，不断提升服务高质量发展质效。周小舟表示，证监会将深入贯彻落实新“国九条”及资本市场“1+N”政策体系，坚持市场化法治化，进一步全面深化资本市场改革开放，增强资本市场制度包容性适应性，服务新质生产力发展。依法全面加强监管，以“零容忍”的态度严厉惩治各类违法违规行为，并健全资本市场风险预防预警处置问责制度体系。

【期货期权品种持续扩容 覆盖农业、金融等多领域】财联社5月27日电，近日，中国证监会同意郑州商品交易所红枣期权、玻璃期权注册。多位受访者表示，上述两个期权品种的推出，将为相关产业企业风险管理需求提供更加匹配的工具，进一步丰富交易策略。同时，从目前我国农产品期货及期权运行来看，未来还需加快更多品种供给。

● 公司公告：

中信证券：2024年5月27日，公司发布公告称杨明辉先生于2024年5月24日向董事会提交了辞职报告，因到龄退休，申请辞去公司第八届董事会执行董事、董事会下设专门委员会委员/主席、总经理、执行委员、授权代表及在公司及控股子公司担任的其他职务。执行董事、董事长张佑君先生代为履行公司总经理职责。

光大证券：2024年5月31日，光大证券发布公告称，为进一步优化营业网点布局，决定撤销广州天河北路、广州琶洲、茂名西粤南路证券营业部。公司将妥善处理分支机构客户资产，结清分支机构证券业务并终止营业活动，办理工商注销等相关手续，并向中国证监会广东监管局备案。

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn