



Research and  
Development Center

# PB 接近 1 的券商具备较强安全边际

非银金融

2024 年 06 月 10 日

证券研究报告

行业研究

行业周报

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号: S1500523040001

邮箱: ranzhaobang@cindasc.com

张凯烽 非银金融行业研究助理

邮箱: zhangkaifeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## PB 接近 1 的券商具备较强安全边际

2024 年 06 月 10 日

### 本期内容提要:

#### ➤ 核心观点:

证券方面, 资产质量无虞, 当前估值为三年历史最低水平, 行业或具备较强安全边际。上周五证券指数(881157.TI)报 1134.01 点, 环比前一周-3.47%, 当前板块估值 1.15XPB, 位于三年历史最低水平。头部券商中信证券/华泰证券/海通证券/国泰君安/中国银河等当前估值分别为 1.06X/0.75X/0.64X/0.82X/1.20XPB, 我们认为当前板块估值反映市场过度悲观预期, 尽管公募交易佣金费率调降、投行监管阶段性趋严等一定程度上影响行业盈利水平, 然而相较其他金融子版块, 券商资产质量仍安全可靠, 在建设一流投行、行业集约化发展的大背景下, 当前行业估值水平接近 1XPB, 具备较强安全边际。建议关注头部券商中信证券、中国银河、华泰证券及具备并购发展前景的国联证券、浙商证券、方正证券。

保险方面, 30 年超长期国债首次续发行, 险资有望积极配置, 固收“资产荒”或有望逐步缓解, 有助于险企更好地进行资产负债匹配。2024 年前 5 月组合类保险资管产品整体取得较好收益率, 取得正收益的产品占比接近八成(79%), 伴随宏观经济的持续回暖, 以及险资投资能力的提升, 保险资管产品收益率或有望持续受益。我们认为当前板块核心仍在资产端, 建议重点关注“负债端景气+资产端无明显隐忧”的中国太保、“负债优异+受益地产回暖”的中国平安, 关注“权益占比大+负债端改善明显”的新华保险和“负债端稳健+投资端弹性大”的中国人寿。

➤ 市场回顾: 上周主要指数上行, 上证综指报 3,051.28 点, 环比前一周-1.15%; 深证指数报 9,255.68 点, 环比前一周-1.16%; 沪深 300 指数报 3,574.11 点, 环比前一周-0.16%; 创业板指数报 1,781.07 点, 环比前一周-1.33%; 非银金融(申万)指数报 1,359.98 点, 环比前一周-2.54%, 证券 II(申万)指数报 1,134.01 点, 环比前一周-3.47%, 保险 II(申万)指数 741.69 点, 环比前一周-2.81%, 多元金融(申万)指数报 904.93 点, 环比前一周-3.99%; 中证综合债(净价)指数报 103.16, 环比前一周+0.18%。上周沪深两市累计成交 4460.78 亿股, 成交额 45426.54 亿元, 沪深两市 A 股日均成交额 7571.09 亿元, 环比前一周+2.61%。截至 6 月 7 日, 两融余额 15039.03 亿元, 较上周-1.48%, 占 A 股流通市值 2.22%。截至 2024 年 5 月 31 日, 股票型+混合型基金规模为 6.09 万亿元, 环比+0.38%, 5 月新发权益基金规模份额 160 亿份, 环比-19.94%。板块估值方面, 上周券商板块 PB 估值 1.15 倍, 位于三年历史最低分位。主要上市险企国寿、平安、太保和新华静态 PEV 估值分别为 0.66X、0.51X、0.41X 和 0.34X。个股涨幅方面, 券商: 国信证券环比前一周+3.80%, 光大证券环比前一周+0.84%, 招商证券环比前一周-0.21%。保险: 中国平安环比前一周-1.87%, 中国人

寿环比前一周-1.85%，中国太保环比前一周-0.45%，新华保险环比前一周-4.24%。

➤ 证券业观点：

资产质量无虞，当前估值为三年历史最低水平，行业或具备较强安全边际。上周五证券指数(881157.TI)报 1134.01 点，环比前一周-3.47%，当前板块估值 1.15XPB，位于三年历史最低水平。中信证券/华泰证券/海通证券/国泰君安/中国银河等当前估值分别为 1.06X/0.75X/0.64X/0.82X/1.20XPB 我们认为当前板块估值反映市场过度悲观预期，尽管公募交易佣金费率调降、投行监管阶段性趋严等一定程度上影响行业盈利水平，然而相较其他金融子版块，券商资产质量仍安全可靠，当前估值水平具备较强安全边际。

《证监会行政处罚裁量基本规则》征求意见，统一执法尺度，增强裁量公开、公正性。6月7日，证监会就《证监会行政处罚裁量基本规则》征求意见，进一步规范证监会及其派出机构行政处罚裁量，明确了是否给予处罚、给予行政处罚的种类和幅度的裁度、衡量标准。我们在此前周报已提及，二季度以来，证监会及各地证监局明显增强执法力度，本次《裁量基本规则》征求意见稿制定，有利于明确证监会对各派出机构行使处罚权的监督、指导。

在建设一流投行、行业集约化发展的大背景下，当前估值水平具备较强安全边际。建议关注头部券商中信证券、中国银河、华泰证券及具备并购发展前景的国联证券、浙商证券、方正证券。

➤ 保险业观点：

➤ 30年超长期国债首次续发行，险资有望积极配置，固收“资产荒”或有望逐步缓解。2024年6月7日，财政部第一次续发行2024年30年超长期特别国债450亿元，票面利率2.57%。同时，财政部还将在6月14日发行2024年50年超长期特别国债。我们认为超长期特别国债的发行有望逐步缓解险资固收“资产荒”的问题，险资是长久期债券的重要配置主体之一，长期国债供给增加有助于险资长期资产配置，有助于险企更好地进行资产负债匹配。

➤ 前五个月组合类保险资管产品整体取得较好收益，权益类产品平均收益率回暖。根据《证券日报》报道，2024年前5月登记的994只组合类保险资管产品平均收益率为3.56%，同比+1.11pct，整体来看取得正收益的产品比例较高，共有785只产品实现正收益，占比达79%。其中，权益类、混合类产品平均收益率均较去年同期“转亏为盈”。权益类产品平均收益率也表现较好，为3.41%，收益率中位数为2.87%，取得正收益率的产品占比为57%。整体来看，组合类保险资管产品收益率有所提升主要受益权益市场回暖以及债券市场较好表现。伴随宏观经济的持续回暖，以及险资投研能力的提升，保险资管产品收益率或有望持续受益。

➤ 近期保险板块整体维持小幅震荡，前期伴随密集出台的地产支持政策以及2月以来权益市场整体的回暖，估值有所修复，但整体估值仍处

于几年低位。我们认为当前在负债端表现整体稳健的情况下，资产端或继续催化板块估值反弹。建议重点关注“负债端景气+资产端无明显隐忧”的中国太保、“负债优异+受益地产回暖”的中国平安，关注“权益占比大+负债端改善明显”的新华保险和“负债端稳健+投资端弹性大”的中国人寿。

- **流动性观点：**上周央行公开市场净回笼 6040 亿元，其中逆回购投放 100 亿元，到期 6140 亿元。
- **货币资金面：**上周短端资金利率下行。3 月加权平均银行间同业拆借利率 1.81%。上周银行间质押式回购利率 R001 -9 bp 至 1.77%，R007 -4 bp 至 1.83%，DR007-10 bp 至 1.77%。SHIBOR 隔夜利率-9 bp 至 1.72%。
- **债券利率方面，**上周 1 年期国债收益率-4 bp 至 1.61%，10 年期国债收益率-1 bp 至 2.28%。
- **风险因素：**资本市场改革政策落地不及预期，券商行业竞争加剧，资本市场波动对业绩影响具有不确定性，险企改革不及预期，长期利率下行超预期，代理人脱落压力加剧，保险销售低于预期等。

## 目录

证券业务概况及一周点评.....	6
保险业务概况及一周点评.....	8
市场流动性追踪.....	9
行业新闻.....	12

## 表目录

表 1: 央行操作 (06/01-06/07) 和债券发行与到期 (06/01-06/07), 亿元.....	9
---	---

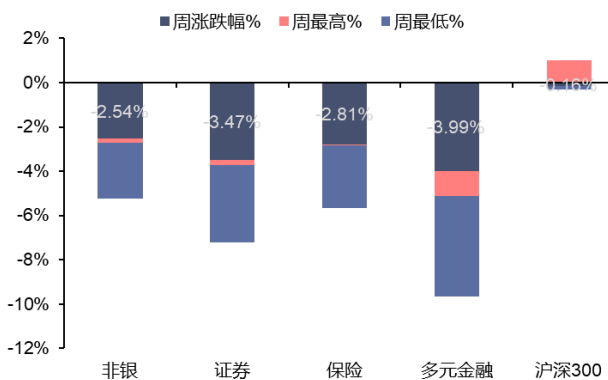
## 图目录

图 1: 上周券商板块跑输沪深 300 指数 3.31pct.....	6
图 2: 2024 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 13.24pct.....	6
图 3: 上周 A 股日均成交额环比+2.61%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 截至 2024 年 6 月 7 日, IPO、再融资承销规模.....	7
图 6: 上周两融余额较前一周-1.48%.....	7
图 7: 上周股票质押市值较前一周-3.63%.....	7
图 8: 1Q24 券商资管规模降至 5.98 万亿 (单位: 亿元).....	7
图 9: 券商板块 PB 1.15 倍.....	7
图 10: 截至 2024 年 5 月股票+混合型基金规模 6.09 万亿元.....	7
图 11: 5 月新发权益类基金 160 亿份, 环比-19.94%.....	8
图 12: 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计寿险保费增速.....	8
图 13: 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计财险保费增速.....	8
图 14: 2024 年 1 月-2024 年 4 月单月寿险保费增速.....	8
图 15: 2024 年 1 月-2024 年 4 月单月财险保费增速.....	8
图 16: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	9
图 17: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	9
图 18: 地方债发行与到期.....	10
图 19: 同业存单发行与到期.....	10
图 20: 加权平均利率.....	10
图 21: shibor 隔夜拆借利率.....	10
图 22: DR007 和 R007.....	10
图 23: 同业存单到期收益率.....	10
图 24: 国债收益率 (%).....	11
图 25: 国债期限利差.....	11

## 证券业务概况及一周点评

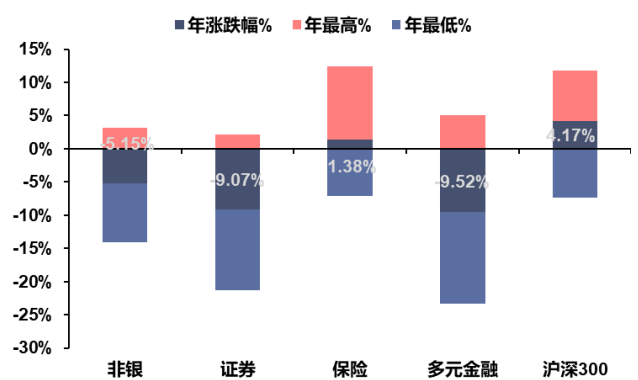
- 经纪业务: 上周沪深两市累计成交 4460.78 亿股, 成交额 45426.54 亿元, 沪深两市 A 股日均成交额 7571.09 亿元, 环比前一周+2.61%。
- 投资银行: 截至 2024 年 6 月 7 日, 年内累计 IPO 承销规模为 258.82 亿元, 再融资承销规模为 910.34 亿元。
- 信用业务: (1) 融资融券: 截至 6 月 7 日, 两融余额 15039.03 亿元, 较上周-1.48%, 占 A 股流通市值 2.22%。(2) 股票质押: 截至 6 月 7 日, 场内外股票质押总市值为 24974.36 亿元, 较上周-3.63%。
- 证券投资: 上周主要指数上行, 上证综指报 3,051.28 点, 环比前一周-1.15%; 深证指数报 9,255.68 点, 环比前一周-1.16%; 沪深 300 指数报 3,574.11 点, 环比前一周-0.16%; 创业板指数报 1,781.07 点, 环比前一周-1.33%; 非银金融(申万)指数报 1,359.98 点, 环比前一周-2.54%, 证券 II(申万)指数报 1,134.01 点, 环比前一周-3.47%, 保险 II(申万)指数 741.69 点, 环比前一周-2.81%, 多元金融(申万)指数报 904.93 点, 环比前一周-3.99%; 中证综合债(净价)指数报 103.16, 环比前一周+0.18%。
- 资产管理: 截至 2024 年 Q1, 证券公司及资管子公司资管业务规模 5.98 万亿元, 较年初+0.90%。其中单一资产管理计划资产规模 2.67 万亿元, 集合资产管理计划资产规模 2.69 万亿元, 证券公司私募子公司私募基金资产规模 6242.04 亿元。
- 基金规模: 截至 2024 年 5 月 31 日, 股票型+混合型基金规模为 6.09 万亿元, 环比+0.38%, 5 月新发权益基金规模份额 160 亿份, 环比-19.94%。

图 1: 上周券商板块跑输沪深 300 指数 3.31pct



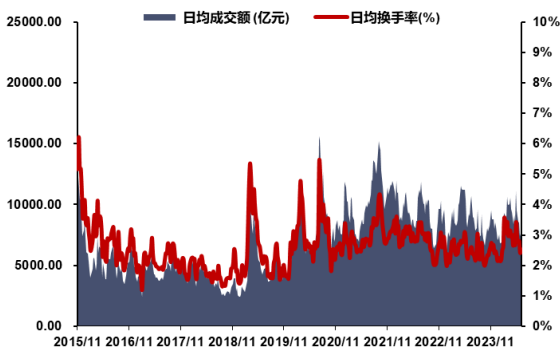
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 2: 2024 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 13.24pct



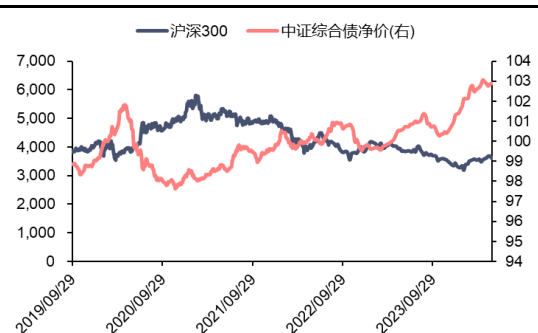
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 3: 上周 A 股日均成交额环比+2.61%



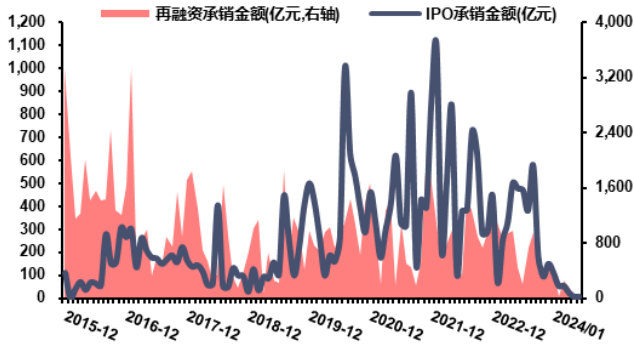
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数

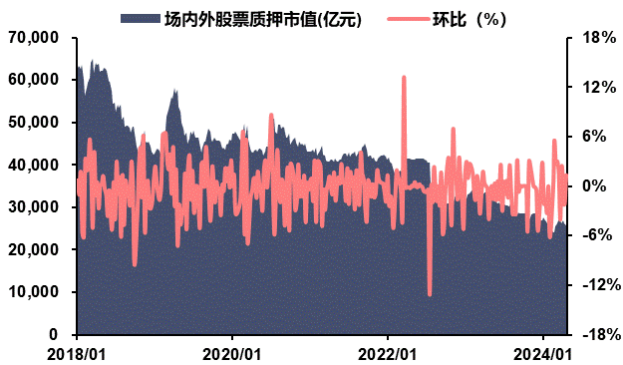


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

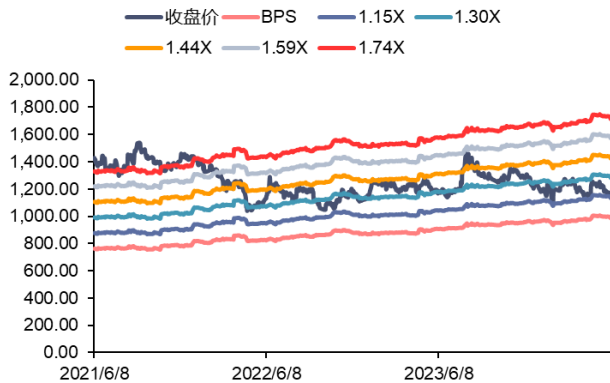


**图 5：截至 2024 年 6 月 7 日，IPO、再融资承销规模**


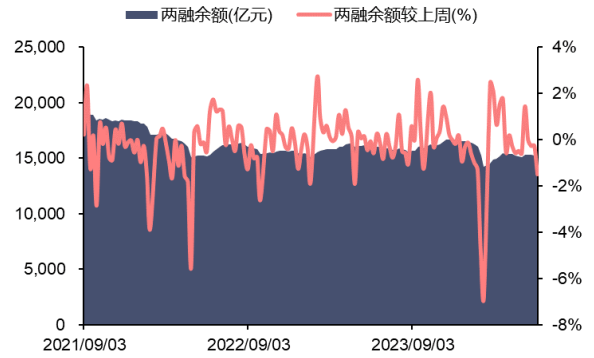
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 7：上周股票质押市值较前一-3.63%**


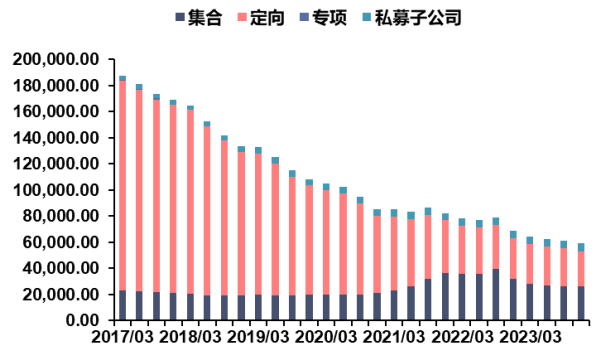
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 9：券商板块 PB 1.15 倍**


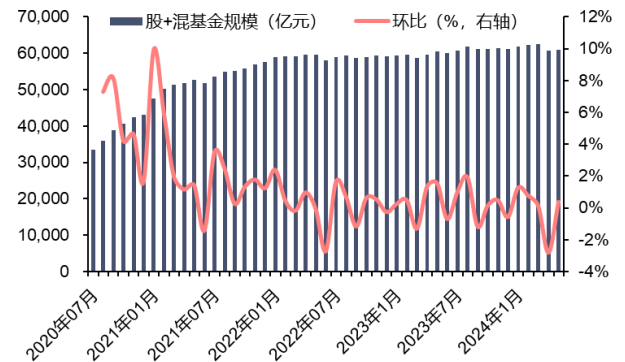
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 6：上周两融余额较前一-1.48%**


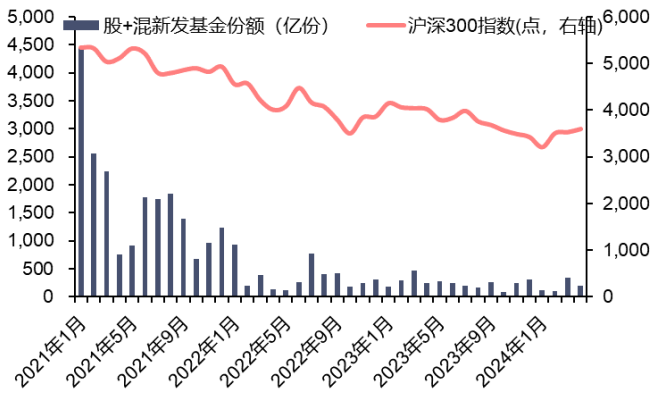
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 8：1Q24 券商资管规模降至 5.98 万亿（单位：亿元）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

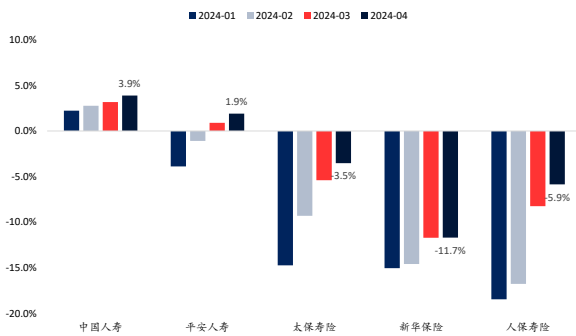
**图 10：截至 2024 年 5 月股票+混合型基金规模 6.09 万亿元**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

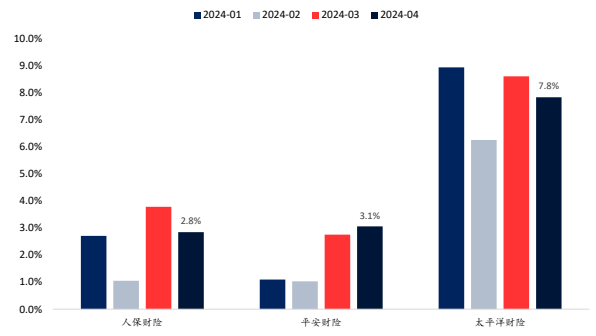
**图 11： 5月新发权益类基金 160 亿份，环比-19.94%**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

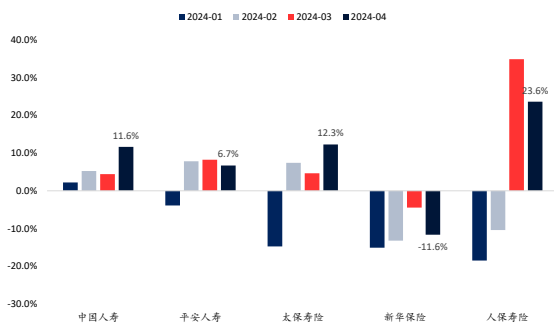
## 保险业务概况及一周点评

**图 12： 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计寿险保费增速**


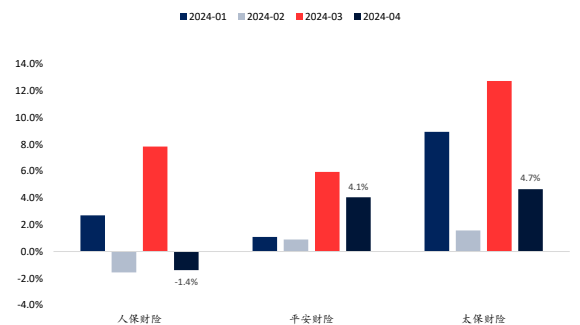
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 13： 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计财险保费增速**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 14： 2024 年 1 月-2024 年 4 月单月寿险保费增速**


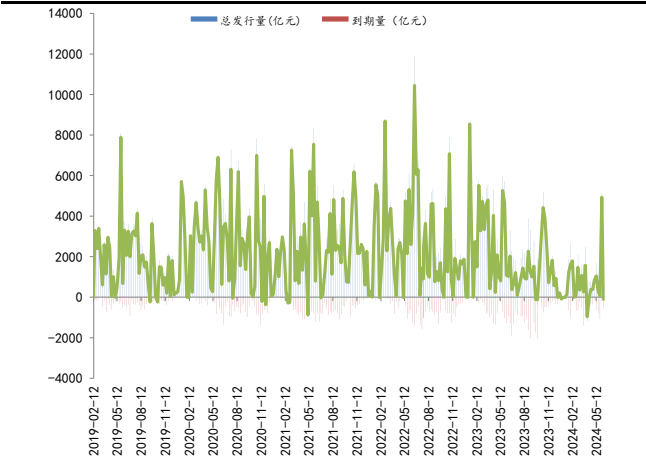
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 15： 2024 年 1 月-2024 年 4 月单月财险保费增速**


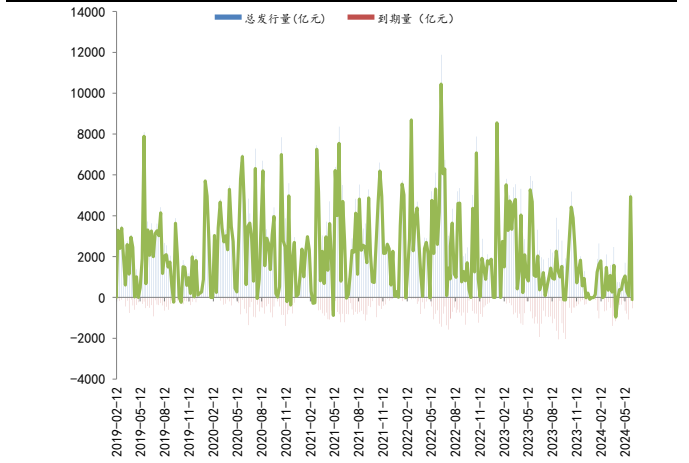
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心





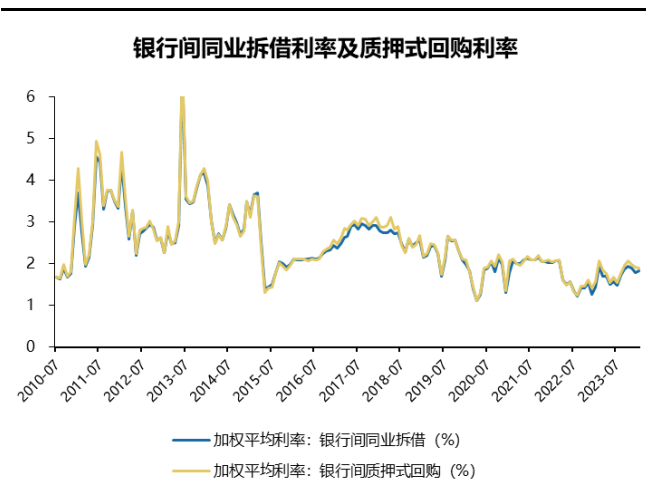
**图 18: 地方债发行与到期**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

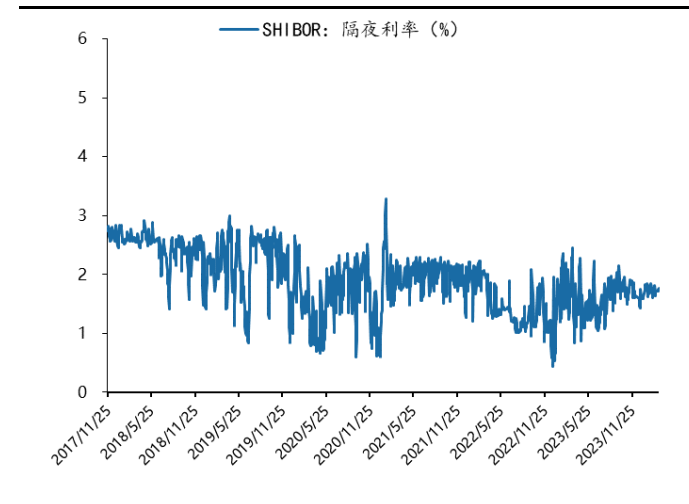
**图 19: 同业存单发行与到期**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

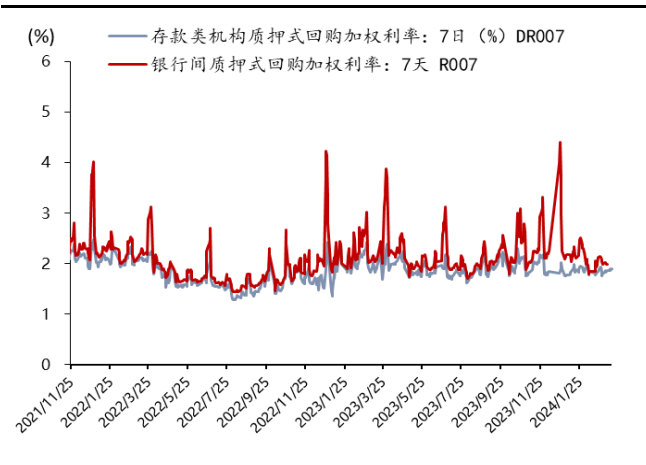
- **货币资金面:** 上周短端资金利率下行。3 月加权平均银行间同业拆借利率 1.81%。上周银行间质押式回购利率 R001 -9 bp 至 1.77%，R007 -4 bp 至 1.83%，DR007-10 bp 至 1.77%。SHIBOR 隔夜利率-9 bp 至 1.72%。
- **债券利率方面,** 上周 1 年期国债收益率-4 bp 至 1.61%，10 年期国债收益率-1 bp 至 2.28%。

**图 20: 加权平均利率**


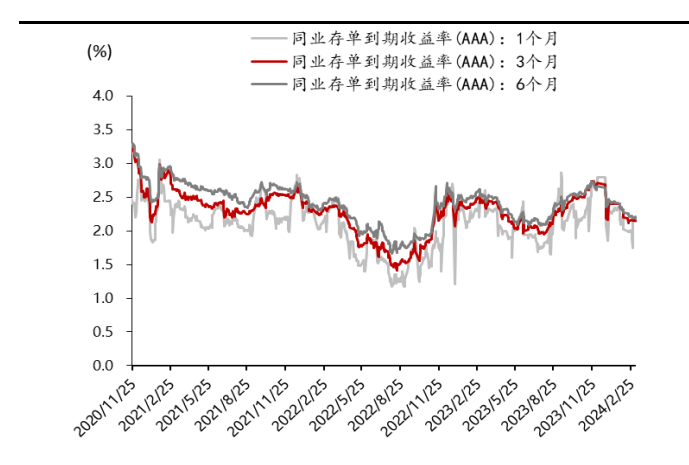
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 21: shibor 隔夜拆借利率**


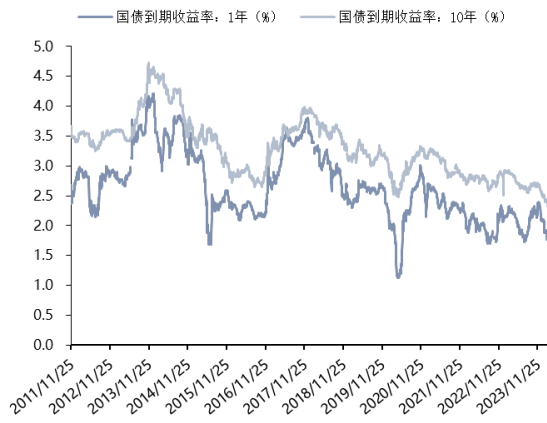
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 22: DR007 和 R007**


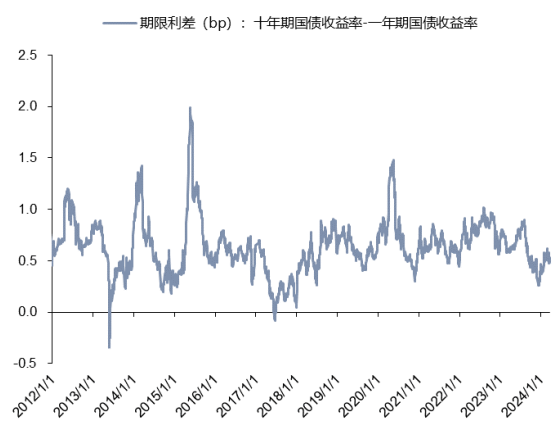
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 23: 同业存单到期收益率**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 24：国债收益率 (%)**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 25：国债期限利差**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 行业新闻

### 证券：

6月7日，证监会就《证监会行政处罚裁量基本规则》（以下简称《裁量基本规则》）征求意见，进一步规范证监会及其派出机构行政处罚裁量，明确了是否给予处罚、给予行政处罚的种类和幅度的裁度、衡量标准，是统一执法尺度，增强裁量公开性，实现裁量公正的规范性文件。（券商中国）

浙商证券发布《浙商证券股份有限公司关于竞拍国都证券股份有限公司股份的进展公告》，公司收到北京产权交易所通知，公司成为同方创投所持国都证券 346,986,620 股股份（对应国都证券 5.9517%股份）公开挂牌项目、嘉融投资所持国都证券 85,362,777 股股份（对应国都证券 1.4642%股份）公开挂牌项目的受让方，成交价格分别为 91,083.99 万元、22,407.73 万元。（浙商证券公司公告）

### 保险：

近日，国家金融监督管理总局披露的保险资金运用情况表显示，截至今年一季度末，保险行业资金运用余额约为 29.94 万亿元，今年一季度年化财务投资收益率为 2.24%，年化综合投资收益率达 7.36%。（证券日报 中国证券报 中证网）

中国保险行业协会 6 月 6 日发布《保险汽车风险测试规程 第 1 部分：低速结构碰撞测试》和《保险汽车风险测试规程 第 2 部分：保险杠测试》两项系列标准（以下简称两项标准）。两项标准作为模拟保险出险事故的汽车碰撞测试依据，可以使汽车耐撞性、维修经济性相关的隐性特征通过规范化的碰撞测试转化为科学直观的数据，最终将促进汽车厂家优化汽车结构设计提高汽车抗风险能力。两项标准的发布，不仅为保险行业风险减量服务的高质量发展注入新动力，同时也为保险行业与汽车产业融合发展创造新机遇。（中国证券报 中证网）

寿险公司近期陆续披露分红险 2023 年的分红实现率。据《证券日报》记者不完全统计，在已经发布报告的 28 家保险公司的 795 款分红险产品中，有 402 款产品分红实现率高于 100%，占产品总数的 50.6%，其余 393 款产品分红实现率低于 100%。（证券时报 中国证券报 中证网）

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。