

## 非银金融行业跟踪周报

# 寻找金融板块的低估值高贝塔

增持（维持）

2024年07月28日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001  
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002  
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001  
wux@dwzq.com.cn

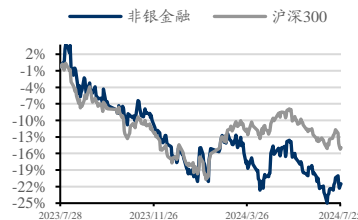
研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **资产荒是低估值高股息最重要的解释变量：**今年红利主题的结构性机会主要的解释变量是国债收益率下行表征的资产荒，我们在中期策略里也一直强调，资产荒的趋势没有变化，低估值高股息资产仍然会成为一个合意的配置方向。
- **当前时点要重视金融板块低估值高贝塔的配置：**一方面红利股票股价的上行构成了高股息的自我约束；另一方面，低估值高贝塔股票的普遍下行带来了历史的估值底部；最后最重要的一点，我们相信经济的困难是周期性的，金融监管和市场低点双重压力下的行业盈利可能是周期性底部，当前估值反映了足够悲观的市场预期，从长期来看有足够的修复空间。
- **投资建议：**低估值高贝塔的思路本质上是在长期估值修复的假设下，寻找估值和盈利下行空间锁定、上行弹性较大的资产。基于此，我们推荐两个方向：1) 估值远低于1倍，经营没有重大风险的传统券商，推荐【华泰证券】，建议关注【国泰君安】。2) 盈利修复弹性较大的互联网零售证券，推荐【东方财富】、【同花顺】。
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

### 行业走势



### 相关研究

《三中全会强调防风险，加速推动金融领域高质量发展》

2024-07-21

《上市险企6月保费数据点评：寿险增速当弱不弱，车险增速再度放缓》

2024-07-17

## 内容目录

<b>1. 一周数据回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1. 市场数据 .....	4
1.2. 行业数据 .....	4
<b>2. 重点事件点评</b> .....	<b>6</b>
2.1. 多家保险公司就保险产品预定利率下调以及调整时间相关事宜进行商讨 .....	6
<b>3. 公司公告及新闻</b> .....	<b>7</b>
3.1. 证监会召开学习贯彻党的二十届三中全会精神 进一步全面深化资本市场改革外资机构座谈会 .....	7
3.2. 非银行支付机构监管条例实施细则出台 .....	8
3.3. 沪深港通交易信息披露机制迎来调整 .....	9
3.4. 上市公司公告 .....	9
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

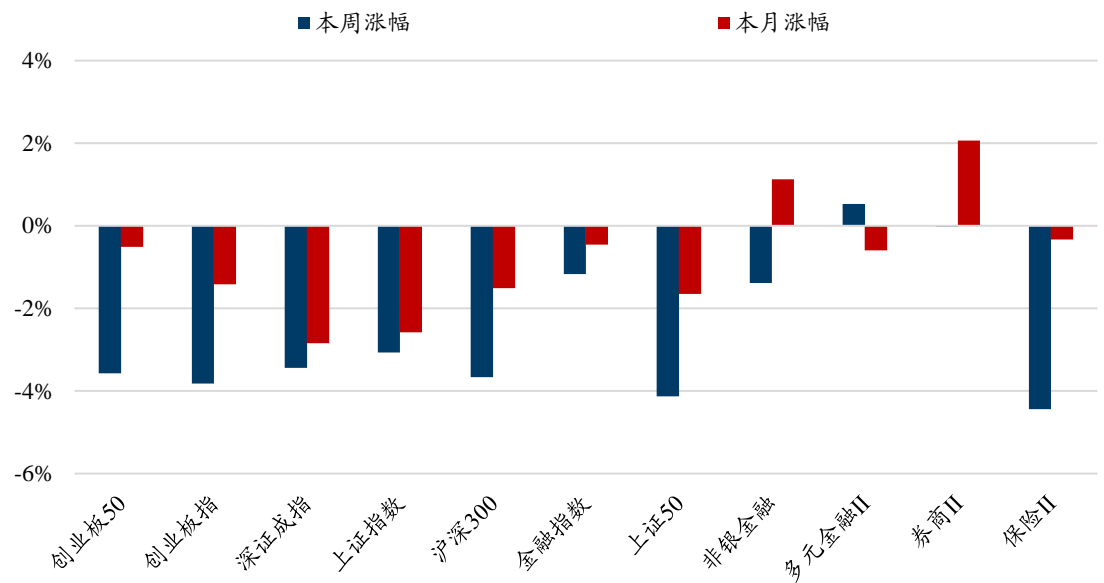
图 1: 市场主要指数涨跌幅 .....	4
图 2: 2022/01~2024/06 月度股基日均成交额 (亿元) .....	5
图 3: 2023/01~2024/07 日均股基成交额 (亿元) .....	5
图 4: 2021.01.04~2024.07.26 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元) .....	5
图 5: 2021.01.08~2024.07.26 证监会主板核发家数与募集金额 .....	6

## 1. 一周数据回顾

### 1.1. 市场数据

截至 2024 年 07 月 26 日，本周（07.22-07.26）上证指数下跌 3.07%，金融指数下跌 1.17%。非银金融板块下跌 1.39%，其中券商板块下跌 0.02%，保险板块下跌 4.44%。

图 1：市场主要指数涨跌幅

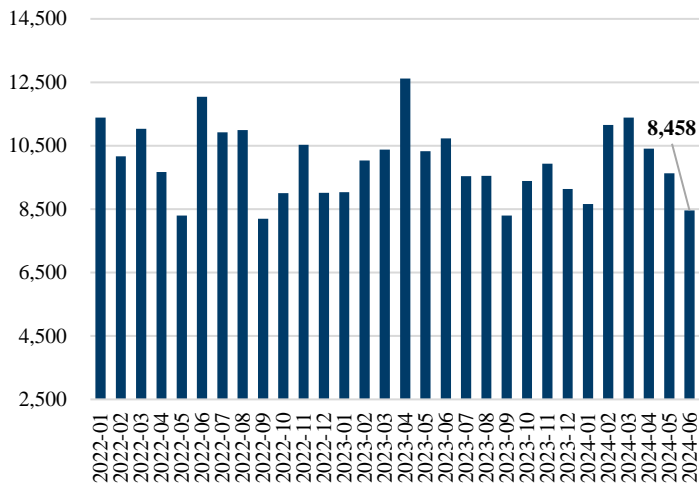


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 行业数据

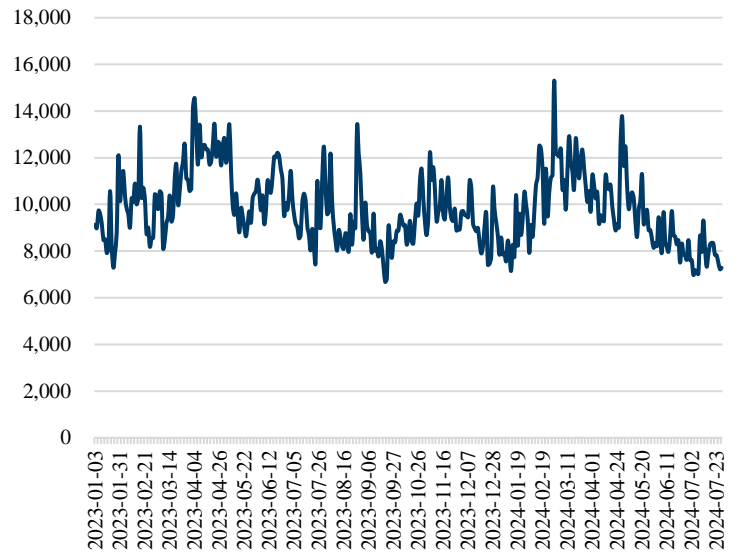
截至 2024 年 07 月 26 日，本周股基日均成交额 7,540 亿元，环比-6%。年初至今股基日均成交额 9,585 亿元，较去年同期同比-8%。2024 年 06 月中国内地股基日均同比-21%。

图 2: 2022/01~2024/06 月度股基日均成交额 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 数据为中国内地股基日均成交额

图 3: 2023/01~2024/07 日均股基成交额 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

截至 07 月 26 日, 沪深两市前一交易日两融余额/融资余额/融券余额分别为 14,343/14,092/251 亿元, 较月初分别-3.16%/-2.76%/-21.50%, 较年初分别-13.40%/-11.15%/-64.26%, 同比分别-8.97%/-5.03%/-72.66%。

图 4: 2021.01.04~2024.07.26 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元)

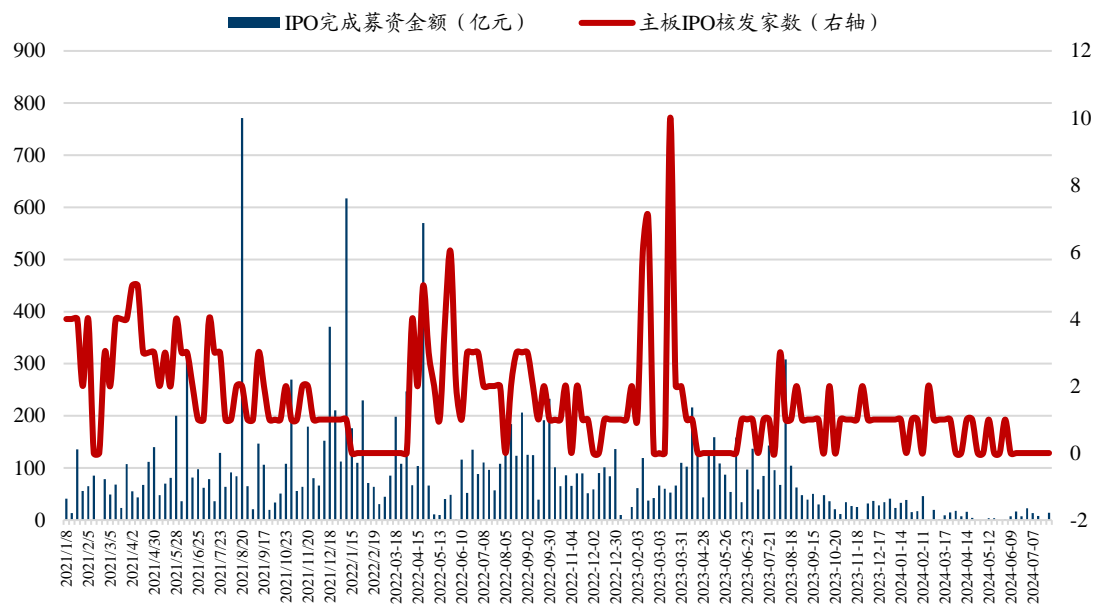


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

本周 (07.22-07.26) 主板 IPO 核发家数 0 家; 再融资/债券承销规模环比 234%/27%, IPO/再融资/债券承销规模 14/45/2120 亿元 (上周未有 IPO 发行); IPO/再融资/债承家数

分别为 2/5/809 家。年初至今 IPO/再融资/债券承销规模 347 亿元/1176 亿元/56644 亿元，同比-86%/-73%/10%；IPO/再融资/债承家数分别为 47/101/19131 家。

图 5：2021.01.08~2024.07.26 证监会主板核发家数与募集金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 重点事件点评

### 2.1. 多家保险公司就保险产品预定利率下调以及调整时间相关事宜进行商讨

**事件：**在利率下行背景下，人身险产品预定利率料迎来新一轮调降。据中证报报道，陆续有保险公司进行产品切换，部分公司增额终身寿险产品将于 8 月底之前下架，分红险产品将于 9 月底之前下架。传统人身险产品预定利率或从 3.0% 降至 2.5%，分红险产品保证利率上限或从 2.5% 降至 2%，万能险产品保证利率上限或从 2% 降至 1.75%。

某保险经纪人透露，“我们接到了部分保险公司的通知，8 月底前要停售一批保险产品，包括增额终身寿险、年金险、重疾险等。”该经纪人展示的一份产品停售名单显示，8 月底之前，复星联合、海保人寿、海港人寿、太平洋人寿、阳光人寿等公司的增额终身寿险产品将下架；9 月底之前，中英人寿、中邮人寿、阳光人寿、陆家嘴国泰等公司的分红险产品将下架。此外，还有部分公司重疾险产品也将于 8 月底之前下架。

此次产品停售暂时没有统一的时间点。另一位保险经纪人透露，并非所有产品停售时间都在 8 月底，有的早一些，有的晚一些。还有保险经纪人及银行理财经理表示，暂未收到保险公司停售产品的通知，不少预定利率 3.0% 的产品仍在正常销售。

值得注意的是，这是 12 个月之内，人身险产品利率再次调降。2023 年 7 月底，各

家保险公司将增额终身寿险产品预定利率从 3.5% 下调至 3%。此外，今年以来，万能险的结算利率、分红险的实际分红水平也在下调。从最新披露的 6 月份万能险结算利率来看，最高为 3.5%，较去年同期超过 4% 的水平有大幅下降。

**点评：**当前利差损压力可能进一步加大的背景下，保险公司需降低预定利率来压降负债端成本，以匹配资负两端，维持稳健经营。面对低利率环境，保险投资端应更加重视资产负债匹配，在负债端或陆续调降传统险产品利率并继续推出浮动收益的分红险和万能险产品，以降低利差损压力。

**风险提示：**1) 政策变动风险；2) 长端利率下行。

### 3. 公司公告及新闻

#### 3.1. 证监会召开学习贯彻党的二十届三中全会精神 进一步全面深化资本市场改革外资机构座谈会

为深入学习贯彻党的二十届三中全会精神，进一步全面深化资本市场改革，近日证监会党委书记、主席吴清在北京开展专题座谈会，与 10 家在华外资证券基金期货机构、QFII 机构等代表深入交流，充分听取意见建议。会党委委员、副主席李超参加座谈。

座谈中，各家外资机构代表一致认为，今年以来中国政府和中国证监会推出新“国九条”和“1+N”系列政策文件，以强监管、防风险促进资本市场高质量发展，一段时间以来政策效应逐步显现。各方一致表示，近期召开的二十届三中全会，明确传递出中国进一步全面深化改革、扩大对外开放、推进中国式现代化的坚定决心和清晰路径，大家对中国经济和资本市场发展充满信心、长期看好，将进一步深耕中国市场、服务中国市场，持续为中国资本市场高质量发展积极贡献力量。同时，各方结合境内外资本市场展业和投资经验，就中国资本市场下一步全面深化改革提出了具体意见建议，包括促进投融资协调发展、进一步增强对科技创新和新质生产力的制度包容性精准性；多措并举活跃并购重组市场，支持上市公司转型升级、提升质量；大力发展私募股权创投市场，培育更多长期资金和耐心资本；有序扩大资本市场制度型开放，提升外资机构投资便利性；等等。

吴清指出，今年以来，面对复杂严峻的外部环境，中国经济持续回升向好，经济运行中积极因素增多，新产业新动能加快成长壮大，充分展现出中国经济的基础稳、韧性强、潜能大。吴清强调，刚刚召开的党的二十届三中全会，紧紧围绕推进中国式现代化这个中心任务，对各领域各方面改革作出全面部署，对资本市场改革作出一系列重要安排。当前，中国证监会正在认真学习贯彻三中全会精神，研究谋划进一步全面深化资本市场改革开放的一揽子举措。我们将始终坚持市场化法治化方向，坚定不移地深化改革、扩大开放，依法从严加强监管和大力保护投资者合法权益，持续增强政策的稳定性、可

预期性。在这个过程中，希望包括外资机构在内的市场各类主体积极参与，在健全法律制度、完善市场定价机制、加强交易监管等方面加强研究、建言献策。同时，也希望相关外资机构发挥国际投资银行和投资机构的优势，坚持长期主义，发挥与全球市场的沟通桥梁作用，讲好中国故事。

### 3.2. 非银行支付机构监管条例实施细则出台

继今年4月《非银行支付机构监督管理条例实施细则（征求意见稿）》发布三个月后，7月26日，中国人民银行宣布《非银行支付机构监督管理条例实施细则》（以下简称《实施细则》）自发布之日起施行。

中国人民银行支付结算司司长严芳表示，《实施细则》共设置六章、七十七条。第一章《总则》，明确制定依据和监管权限。第二章《设立、变更与终止》，明确支付机构相关行政许可事项的申请材料、办理程序和时限要求，规定支付业务许可证管理、分支机构备案等事项。第三章《支付业务规则》，细化支付业务分类方式和新旧分类衔接关系、制度完备性、净资产与备付金日均余额比例要求等。第四章《监督管理》，明确重大事项和风险事件报告、执法检查等适用的程序规定，强化支付机构股权穿透式监管。第五章《法律责任》，明确中国人民银行及分支机构对支付机构及其主要股东、控股股东、实际控制人违规行为的处罚权限和措施等。第六章《附则》，主要规定过渡期安排等。

2023年12月，国务院公布了《非银行支付机构监督管理条例》（以下简称《条例》），强化了支付机构事前事中事后、全链条全领域监管，建立了非银行支付领域基础性、纲领性的制度框架。为落实《条例》，中国人民银行在广泛调研和深入论证基础上，起草了《实施细则》。作为《条例》配套的部门规章，《实施细则》进一步细化和明确了行政许可要求、新旧业务衔接方式、过渡期安排等内容，确保《条例》可落地、可操作、可实施。

严芳表示，《实施细则》明确了新旧支付业务类型的“一一对应”关系，各类旧业务类型均可归入新业务分类中，不改变支付机构原有的经营范围。同时，各种新业务类型也可以根据《条例》和《实施细则》等有关规定，找到适用的业务规则，确保“有法可依”。中国人民银行正在根据新的业务分类方式，抓紧修订和完善现行制度，后续将按照立法程序有关规定，充分征求、吸收各方意见之后再推动出台。

另外，根据《非金融机构支付服务管理办法》（中国人民银行令〔2010〕第2号），支付机构支付业务许可证有效期为5年。由于各支付机构设立时间不同，支付业务许可证到期日也不同。为保障行政许可相对人权利，《实施细则》将过渡期设置为《实施细则》施行日至支付业务许可证有效期截止日。《条例》施行前已设立的支付机构，拟继续从事核准的部分或全部支付业务的，应当向中国人民银行申请换发长期有效的支付业务许可证。此外，个别支付机构需要一定时间调整以满足净资产有关要求，为确保平稳过



渡,《实施细则》对净资产与备付金日均余额比例要求也设置了同等时长的过渡期。

考虑到 17 家支付机构支付业务许可证分别于 2024 年 7 月 9 日和 2025 年 3 月 25 日到期,距离《实施细则》施行日较近,为保障这两批次支付机构具有充足的准备时间,《实施细则》将其过渡期放宽至 12 个月。

### 3.3. 沪深港通交易信息披露机制迎来调整

上交所、深交所日前发布公告表示,决定自 8 月 19 日起调整沪深港通交易信息披露机制。

在沪股通和深股通方面,调整后,每个沪股通和深股通交易日收市后,公布当日沪股通和深股通成交总额及总成交笔数、ETF 成交总额、前十大成交活跃证券名单及其成交总额,并按月度、年度公布前述数据的汇总情况。

每季度第五个沪股通、深股通交易日公布上季度末单只证券的沪股通、深股通投资者合计持有数量。

在港股通方面,调整后的交易时间内,港股通当日额度剩余 30%以上时,显示额度充足;当日额度剩余低于 30%时,实时公布港股通每日额度余额。

每个港股通交易日收市后,公布当日港股通买入成交金额及笔数、卖出成交金额及笔数、成交总额及总成交笔数,ETF 成交总额,前十大成交活跃证券名单及其买入成交金额、卖出成交金额、成交总额,并按月度、年度公布前述数据的汇总情况。

每个港股通交易日收市后,公布单只证券的港股通投资者合计持有数量。

此前,4 月 12 日,沪深港交易所宣布同步调整沪深港通交易信息披露机制。当时,沪深港交易所表示,三所将继续密切合作,推动更多标的品种和交易方式纳入沪深港通,持续优化互联互通机制,统筹开放与安全,稳步扩大资本市场高水平制度型开放,以资本市场高质量发展更好地服务中国式现代化。

### 3.4. 上市公司公告

- 广发证券:**日前,公司根据历史决议已向广发香港公司增资 11 亿港元。增资后广发香港公司的实缴资本增加至 82 亿港元。
- 锦龙股份:**公司为降低负债率,优化财务结构,改善公司的现金流和经营状况,拟转让所持有的东莞证券 3 亿股股份。
- 中油资本:**中油资本于近日收到公司副总经理王立平先生递交的书面辞职报告。

公司董事会同意聘任郑笑慰先生为公司副总经理，任期自本次董事会审议通过之日起至第十届董事会换届时止。

- 4、**东方证券**：公司 2024 年上半年实现营业收入人民币 85.71 亿元，较上年同期减少 1.43%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 21.11 亿元，较上年同期增加 11.05%。业绩变动的主要原因是公司固定收益投资等业务的业绩同比增长、业务及管理费和信用减值损失同比减少所致。
- 5、**光大证券**：上半年公司营业收入 42.00 亿元、归属于上市公司股东的净利润 13.91 亿元，分别较上年同期下降 32.03%和 41.87%。
- 6、**浙商证券**：公司上半年实现营业收入 80.10 亿元，同比下降 5.27%；实现净利润 8.10 亿元，同比下降 13.95%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.80 亿元，同比下降 14.45%。

#### 4. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期**：宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑，同时将直接影响居民购买力及保险需求；
- 2) **政策趋紧抑制行业创新**：若宏观经济出现超预期下滑，势必造成非银金融行业监管政策趋于审慎，非银金融企业开拓新盈利增长点势必受限；
- 3) **市场竞争加剧风险**：行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商及险企面临较大的经营压力。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>