

国都证券研究所晨报 20230411

【财经新闻】

- 李杨：财政政策和货币政策必须协调配合
- 我国首条“西氢东送”管道纳入国家规划

【行业动态与公司要闻】

- 2022 年报发现银行保险新打法
- 并购重组助力转型提速，沪市公司活力凸显

【国都策略视点】

- 策略观点：指数震荡缓升，结构分化轮动

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3315.36	-0.37
沪深300	4104.81	-0.45
深证成指	11871.93	-0.80
中小综指	12465.20	-1.09
恒生指数	20331.20	0.00
恒生中国企业指数	6894.05	0.00
恒生沪深港通 AH 股溢价	140.92	0.49
标普 500	4109.11	0.10
纳斯达克指数	12084.36	-0.03
MSCI 新兴市场	988.68	0.16

资料来源：wind

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	电气设备	4069.49	1.87
2	公用事业	2509.94	1.42
3	有色金属	2353.47	0.49
4	建筑装饰	3608.73	0.37
5	银行	1883.55	0.19

资料来源：wind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	79.91	-0.68
纽约期金	2006.60	-0.84
伦敦期铜	8861.50	0.00
伦敦期铝	2240.00	0.00

研究员 韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

联系人：王景

电话：010-87413610

Email：wangjing@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 李扬：财政政策和货币政策必须协调配合

【上海证券报】“营商个版本营透巩固经济企稳回升势头，需要良好的货币金融环境。当前，我国信贷增长的可持续性如何？财政政策、货币政策如何加强协同配合？海外银行风险事件带来了哪些启示？就此，上海证券报记者日前专访了中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬。

李扬表示，信贷持续膨胀带来的金融效率问题和潜在风险值得关注。当前，财政货币政策的协调配合，比以往任何时候都更重要，要科学、实事求是地“刻画”二者的关系，寻找合适的工具并建立好防火墙。他还认为，海外银行风险事件暴露出美元体系的根本性缺陷，可能会需要很长的调整时间。

信贷提振、体现企业和居民信心修复

今年前两个月，新增信贷放量、创同期新高，信贷需求也开始回暖。李扬认为，一方面，这体现出金融系统支持经济复苏，同时企业和居民信心逐渐修复，疫情期间资产负债表失衡的现象有所改善；另一方面，考虑到效率问题和潜在风险，需把握好下一步信贷扩张的力度与节奏。

他还提出，此前我国企业和居民的资产负债表出现了一定程度的失衡，使得他们在借钱生产、投资和消费时“逡巡不前”。现阶段企业和居民的信贷需求提升，显示出他们对经济发展的信心回暖。“与前几年货币信用尤其是信贷需求萎缩相比，这是一个好现象。”他说。

信贷规模在经历了前两个月的“高歌猛进”后，是会继续大规模扩张还是放缓脚步？李扬预计，信贷还会持续扩张，并带动货币供应量增加。在此过程中，有两个方面的问题值得重视：

一方面是效率问题。李扬表示，信贷放量会抬升宏观杠杆率。本世纪以来，国际社会用信贷密集度或债务密集度来衡量金融效率——信贷密集度越高，说明金融越缺乏效率。信贷快速放量将导致信贷密集度提高，进一步可能致使融资效率下降。

另一方面是防控潜在风险。李扬表示，全球主要经济体进入紧缩周期，这一趋势能否止住还有待观察，我国货币政策与这种国际潮流不太一致。因此，还需要思考如何控制跨境冲击等更复杂的挑战。“尽管我国的通货膨胀率保持得最好，但也要考虑是否会因为信贷扩张引发通货膨胀。”他说，相信货币当局在作决策时，对此已有预见。

财政货币政策的协调配合，比以往任何时候都更重要

党的二十大报告提出，加强财政政策和货币政策协调配合。“现在，这两大政策体系的协调配合，比以往任何时候都更重要。”李扬表示，因为这两个部门的政策工具，在各个层面互相关联。

他说，老一辈经济学家将这种关系比喻为“犬牙交错的接合部”，可见两者关联之密切和复杂。在这种客观现实下，财政政策和货币政策不能互相掣肘，而是必须协调配合，产生“1+1>2”的效应。

财政政策和货币政策的配合涉及多个层面。在李扬看来，当前及未来一段时期的关键，是解决政府赤字和政府债务的融资问题。当前，总需求不足，特别是民间需求不足。民间需求不足就需要政府支出予以弥补，但经济下行周期里政府收入下降，出现赤字不可避免，一些非赤字的债务也会出现，比如专项债等。

“这些本质上意味着政府超出自身收入规模增加支出。如果金融部门对这项政府融资活动不予支持，政府的行为就会产生挤出效应。理论上，政府增加支出也就产生不了扩张效应。”李扬说，如果没有货币政策配合，增加财政支出势必难以弥补总需求的不足。

他表示，这还涉及中央银行应如何对待政府赤字和债务问题，这也是两大政策体系协调配合的根本问题。

李扬分析，从中央层面看，在人民银行的资产负债表中，政府债务约占总资产的10%，与此相对，在美联储的资产负债表中，超过90%的资产是政府债务。美国的财政赤字，绝大部分是通过美联储购买、实现货币化，从而产生需求扩张作用。

“各国各有各的国情，不可简单类比。但是，我国央行持有的政府债券比例可能相对偏低。这就留下了较大的空间。未来，央行可以考虑给财政政策更大力度的支持。”他表示。

李扬还提到，他参与的一项调研显示，全国超过70%的政府债由商业银行购买，其中92%的地方政府债由地方商业银行持有。这意味着，中央赤字融资和地方赤字融资高度地由金融系统支撑，已经成为事实。

李扬认为，“加强财政政策和货币政策协调配合”，需要更加科学、实事求是地“刻画”两大系统的关系，然后寻找合适的工具；货币政策的支持必须有规矩，同时建立好防火墙。最重要的是，不要让这种协调配合引发通货膨胀。

海外银行风险事件、暴露出美元体系的根本性缺陷

近期，海外银行风险事件引发持续关注。李扬认为，相关事件有特殊性。仅就硅谷银行而言，在危机发生前，它还是一家好

银行，不仅主要指标满足监管要求，而且在支持科创企业方面有一些值得借鉴的做法。

“这件事到底是谁之罪？还不到盖棺论定的时候。”李扬表示，触发硅谷银行倒闭的直接原因是银行的资产负债表遭受冲击。低利率环境下购买的资产，在美联储加息周期中快速贬值，资产负债表失衡导致了银行技术性破产，进而演化成真实的破产。银行自身风险管理意识不强，美国金融监管对于风险的压力测试和预警不足，以及美联储货币政策剧烈变化等，都是风险事件的背后推手。

他特别关注的是，海外银行风险事件频发，暴露出美元体系的根本性缺陷。这种缺陷可能需要很长时间来调整。自上个世纪末，在价格上，美国实行超低的政策利率；在数量上，美国实行量化宽松。两者共同促成了美国的债务屡创新高。

“在本世纪前 20 年，事实上存在着‘超低利率（甚至负利率）—无限量货币信贷供给—超低借债成本—债务无限制膨胀—通货紧缩’的循环，上述因素彼此‘内洽’。”李扬表示，如今，整个循环链条中的某些环节发生巨变，主要是长期的通货紧缩变成了严重的通货膨胀，“内洽”不复存在，循环被打破，整个美元体系因而遇到了来自多层面的巨大冲击。“目前，我们还看不到走出困局的有效路径。”他说。

■ 我国首条“西氢东送”管道纳入国家规划

【新华社】记者 10 日从中国石化获悉，我国首条“西氢东送”输氢管道示范工程被纳入《石油天然气“全国一张网”建设实施方案》，标志着我国氢气长距离输送管道进入新发展阶段。

《石油天然气“全国一张网”建设实施方案》是国家能源局今年 3 月印发的，旨在细化落实中长期油气管网规划和五年期油气发展规划管道建设任务。

中国石化董事长马永生说，“西氢东送”起于内蒙古自治区乌兰察布市，终点位于北京市，管道全长 400 多公里，是我国首条跨省区、大规模、长距离的纯氢输送管道。管道建成后，将用于替代京津冀地区现有的化石能源制氢，大力缓解我国绿氢供需错配的问题，对今后我国跨区域氢气输送管网建设具有战略性的示范引领作用，助力我国能源转型升级。

“管道一期运力 10 万吨/年，预留 50 万吨/年的远期提升潜力。同时，将在沿线多地预留端口，便于接入潜在氢源。”马永生说，今后中国石化可依托“西氢东送”管道建设支线及加氢母站，助力京津冀氢能走廊的构建，助力京津冀地区“双碳”目标的实现。

马永生表示，这一工程将为我国西部地区绿氢跨省市应用提供示范解决方案。绿氢是指通过风能、光能等可再生能源制造而成的氢气，被视为最具发展潜力的清洁能源之一。内蒙古风、光资源丰富，发展绿氢具有得天独厚的优势。如何更高效便捷地把内蒙古乃至我国西部的绿氢运送到东部市场需求旺盛的区域，一直是制约绿氢产业发展的瓶颈问题。

“输氢管道可以实现大规模、长距离输送氢气，并且兼顾经济性。中国石化已经在内蒙古布局了鄂尔多斯风光融合绿氢示范项目，并规划在乌兰察布市建设大规模绿电制绿氢项目，通过建立风光发电—绿电制氢—氢气管输—炼化与交通用氢的一体化氢产业发展模式，实现氢能产业制、储、输、用全产业链示范布局。”马永生表示。

【行业动态与公司要闻】

■ 2022 年报发现银行保险新打法

【上海证券报】从“源起松江”金融业上市公司 2022 年财报陆续披露。

数据是银行、保险公司一年经营的反映。其背后，更是体现了其战略的实施。透过数据，金融业的外部环境、内部应对，以及孕育的新趋势，可一览无遗。

2022 年是一个大考之年。金融业的转型路径与成果，在这一年受到了检验：许多银行实施数年的轻型化战略遇到了挑战；寿险业的转型，遭遇着新业务价值承压、增量业务难寻的窘境。资产质量改善和风险抵补能力强健，给了银行减少拨备计提力度的底气。

打法 1：拨备计提下调 银行平衡风险和利润

截至 4 月 5 日，23 家上市银行公布 2022 年年报，它们在去年合计实现归属于母公司股东的净利润近 2 万亿元，较 2021 年增长 7.47%。喜人的成绩单背后，是 18 家银行集体下调了信用减值损失（俗称“拨备”）计提，2022 年 18 家机构计提的信用减值损失较 2021 年合计减少超 1400 亿元。

“拨备集体下调”的背后原因值得推敲。上海证券报记者获悉，一方面这与各家机构预计 2023 年不良发生将减少，自身风险抵补能力足以应对压力有关；另一方面还与隐遁于财报中的“财技”有关——将好年成留存的足额拨备释放出来，以保障歉年的利润。

信用减值损失集体下调

2022 年上市银行拨备计提力度较 2021 年有所减小，为银行交出亮眼的“成绩单”创造了条件。

记者梳理上述 23 家 A 股上市银行数据发现，截至 2022 年末，这 23 家上市银行合计计提信用减值损失为 10917.66 亿元，较 2021 年减少了 1462.17 亿元。

这 23 家 A 股上市银行中，有 18 家机构减少了信用减值损失计提，其中 6 家银行信用减值损失计提较 2021 年下降超百亿元。

数据显示，民生银行、农业银行、工商银行 2022 年信用减值损失计提较 2021 年减少超 200 亿元；兴业银行、建设银行、邮储银行信用减值损失计提较 2021 年减少超 100 亿元；招商银行、交通银行、中信银行、中国银行信用减值损失计提较 2021 年减少超 50 亿元。

2022 年，民生银行信用减值损失计提下调幅度最大。当年为 487.62 亿元，同比减少 286.36 亿元，降幅高达 37%。

“银行在 2021 年足额计提拨备的基础上减少计提，可以扩大利润空间。”中国人民大学国际货币研究所研究员陈佳告诉记者。

虽然 2022 年营业收入增速欠佳，民生银行净利润却最终实现了正增长。2022 年民生银行实现营业收入 1424.76 亿元，同比下降 15.6%，且降幅较 2021 年持续扩大，但归属于该行股东的净利润为 352.69 亿元，同比增长 2.58%。

“以丰补歉”腾挪空间

拨备计提的玄机，是丰年补损，歉岁藏亏。

在银行实际工作中，拨备计提成为调节利润的关键手段。按照会计准则，计提拨备需直接计入当期损益表，继而冲减当期利润，因此对上市银行的影响显而易见。

“银行不希望利润增速过高时，拨备可以多计提一些；盈利表现不好时，银行需要增加利润，拨备可以少计提，所谓‘以丰补歉’。”招联金融首席研究员董希淼表示。

上市银行的业绩释放，主要受外部环境和自身经营能力影响，但在合规范围内的选择空间较大。“2022 年，银行业净息差进一步大幅收窄，直接影响了银行业整体盈利能力，给银行带来了压力，因此多家银行在财务处理上采取‘减计提增利润’。”陈佳说。

董希淼分析称，银行通过减少当期拨备计提，可以释放出当期更多利润，扩大商业银行利润空间，提升商业银行资本补充能力，腾挪出信贷投放空间，加大对实体经济的支持力度。

交通银行、杭州银行等多家银行信贷投放实现一季度“开门红”。交通银行副行长郝成表示，2023 年初以来，交行对公信贷投放呈现“量价齐升、结构优化”的良好开局，2023 年将持续推进信贷资产结构优化和效益提升，在总量上保持服务实体经济力度不减，人民币各项贷款增幅目标定在 12% 左右。

谨慎平衡风险和利润

银行通过调整拨备计提提升利润，可能会在一定程度上减弱风险抵御能力。在风险和利润之间，银行做好平衡了吗？

实际上，资产质量改善和风险抵补能力强健，给了银行减少拨备计提力度的底气。截至 2022 年末，交通银行、中信银行等 16 家上市银行不良贷款率实现同比下降，江阴银行、无锡银行等 7 家银行不良贷款率已低于 1%。

记者梳理发现，17 家银行 2022 年拨备覆盖率实现上升，江阴银行、无锡银行、张家港行等 6 家银行拨备覆盖率高于 400%；江阴银行、张家港行、渝农商行等 7 家银行拨贷比高于 4%，远高于监管要求。

其中，中信银行的拨备覆盖率时隔 8 年重回 200% 以上。“拨备覆盖率大幅提高表明，本行已渡过高风险成本期，信用风险暴露开始见顶回调，资产质量趋于稳定。”中信银行称。

展望 2023 年，多家银行负责人在业绩发布会上表示，新增业务不良生成减少，不良率较低，接下来将处理好“化险、发展”之间的关系，做好存量的风险防控和化解，总体风险可控。

打法 2：非息收入下降 银行打通“轻重”界限

“量增价降”，是银行让利实体的现实结果；“不在拥挤的地方竞争”，是银行差异化发展的美好愿景。

现实与愿景之间，银行普遍通过资产摆布施展“平衡术”，向资本节约利用要效益，但终非长久之计。当息差持续收窄、营收增长乏力成为当前行业面临的普遍挑战，银行该如何迎接挑战，穿越周期，找到“第二增长曲线”？“轻型化”转型是否就为良方？

轻型化转型成为共识

“量增价降”的另一面是“以量补价”，这折射出银行业面临的现状——息差持续收窄、营业收入增长乏力。因此，向资本占用较低的中间业务转型，既是不得已的经营转向，也是诉诸于“两条腿走路”的美好愿望。

银行原本赚的是存贷利差（利息收入），随着业务类型更加多元，手续费、佣金收入成为银行积极谋求的非利息收入。从资本占用情况来看，银行业务大致分为两类：一类是消耗资本、承担风险的表内业务，即重资本业务，主要包括贷款、自营金融投资；另一类是不消耗资本、不承担风险的表外财富管理业务，即轻资本业务。

谈及“轻型化”转型，“零售之王”招商银行的动向较受关注。2014 年，招行率先在业内提出依托零售业务基础向“轻型银行”转型。2023 年，招行首次提出了“价值银行”这一全新战略，被外界视为“轻型银行”的战略升级。

“招行不会在拥挤的地方跟人竞争，而是走差异化发展道路。”招行董事长缪建民在 2022 年业绩说明会上表示，招行希望通过做强重资本业务、做大轻资本业务的策略，提升应对净息差收窄、增强穿越周期的能力，最终实现业务模式领先。

银行业不再走盲目扩张的老路，“轻型化”转型成为普遍共识。建设银行着力轻资本轻资产转型发展，将资源向轻资本、高回报的产品倾斜，提升业务综合贡献。兴业银行提出从规模银行转向价值银行的发展目标，强调轻资本业务的发展，提高轻资本业务的占比，走资本集约型发展道路。

非息收入下降明显

受贷款重定价、存款定期化等因素影响，业内普遍预计，息差还将持续下行。银行将更多资源押注在财富管理、商投并举、数字化转型等低资本占用的方向。发展中间业务，增加非利息收入，或许能有效弥补利息收入的缺口。

轻型化转型真的是一剂良方吗？愿望虽好，现实却“骨感”——2022 年，上市银行非息收入贡献普遍失速，让银行颇感受挫。据统计，在披露 2022 年业绩的 23 家上市银行当中，有 17 家银行的非息收入占比下降，13 家银行非息收入增速下降。

整体来看，上市银行非息收入占比不到四成。其中，交行、招行、宁波银行的非息收入占比位列前三，2022 年占比却均现下降，占比分别为 37.75%、36.7%、35.17%，同比下降 2.23、1.74、2.87 个百分点。

3 家银行均表示，非息收入的下降，主要受资本市场震荡、债市波动等因素影响。交行称，受资本市场持续震荡、理财产品净值化转型及减费让利等因素影响，手续费及佣金净收入同比下降 6.17%。宁波银行表示，受债市波动和资本市场影响，财富业务收入同比下降，手续费及佣金净收入同比下降 9.63%。

不过，在外部环境充满挑战的情况下，也冲出了多匹“黑马”。2022 年，邮储银行、常熟银行、无锡银行、浙商银行非息收入同比增速在 10% 以上。据邮储银行副行长张学文介绍，该行坚持中收优先发展战略，加强能力建设，中收保持较好的发展势头，同比增长接近 30%，营收占比提升 1.58 个百分点。

寻求“第二增长曲线”

发展中间业务是银行优化资本使用效率、寻求更为轻资本发展模式的重要途径。以此为根本，银行正在重塑资产负债结构，业绩增长模式从“表内规模驱动”转向“表外非息驱动”，积极寻求“第二增长曲线”。

对于资产负债表的重组，中信银行副行长谢志斌表示，要做一张强大、灵活的资产负债表，让表内资产具有较高可流动性，通过高周转，在资本占用节约的条件下实现高收益。

业内达成的一个普遍共识是，中间业务无法完全脱离传统存贷业务，轻与重的界限正在打通。正如招行行长王良所说，银行经营要做到轻重结合，要保持零售银行、公司银行、投行与金融市场、财富管理和资产管理四大板块协同发展。“协同发展并不是平均发展，而是各有侧重，但是要相互促进，才能形成业务板块、收入结构的‘东方不亮西方亮’。”

随着经济逐步回暖，业内预计非息收入将逐步回升。兴业银行董事长吕家进表示，扩大非息收入，要紧抓用卡、理财、代销、托管等业务。随着经济恢复，今年社会资金流动更趋活跃，资本市场有所回暖，这些业务面临的形势普遍好于去年。

打法 3：提质量固存量

寿险“攻守”兼备谋转型

保险公司作为产品和服务的供给方，要注重专业化、职业化发展道路，在守住存量业务的同时更要开拓新业务。

销售渠道建设上：一方面，提前适应保险营销人员分级分类管理的要求，加强对高素质销售人员的招募；另一方面，更有效地发挥互联网直销渠道和银保渠道的作用。

产品设计上，保险公司要密切关注市场需求变化，加强市场预测，开发更多满足客户需求的保险产品。

2022 年，转型依旧是寿险行业关键词，但转型过程并不容易。从寿险业上市公司 2022 年报看，增员难、获客难、留存难，寿险公司新业务价值普遍承压。

增量业务难寻，提升代理人质量、守住存量客户，寿险公司采取“攻守”平衡战略，部分公司 13 个月保单继续率提升，退保率下降。

经济逐渐复苏，保险业也将回暖，但告别过去粗放式的发展模式，寿险公司做好“攻守”平衡的同时，打破行业供需错配桎梏，须更好地满足消费者需求。

新业务价值普遍承压

面临内外部双重挑战，保险行业走过极不平凡的 2022 年。中国人寿董事长白涛在业绩发布会上直言：“2022 年是很艰难的一年，行业保费增速处在历史低位，新单价值率最近 3 年处于下降趋势，投资收益也处在历史较低水平。”

从上市保险公司年报看，寿险转型尚处在阵痛期，2022 年寿险代理人数量仍在下滑。截至 2022 年末，中国人寿个险销售人力约 66.8 万人，较 2021 年末减少约 15 万人；新华保险个险营销人力约 19.7 万人，较 2021 年末减少约 19 万人；中国平安个

人寿险销售代理人数量约 44.5 万人，较 2021 年末减少约 15.5 万人。

代理人数量下滑直接影响着寿险公司的新业务价值，新业务价值是新业务预期未来产生的税后利润折现值，是体现寿险公司的成长性和长期盈利能力的重要指标。

2022 年，新华保险新业务价值同比下降 59.5%，中国太保寿险新业务价值同比下降 31.4%，中国平安寿险及健康险新业务价值同比下降 24.0%，中国人寿新业务价值同比下降 22.4%。

缓解代理人数量和新业务价值锐减压力，寿险公司加快建设高质量代理人队伍，提升质量是主要手段。例如，2022 年中国平安代理人渠道新增人力中“优+”占比同比提升 14.1 个百分点，人均新业务价值同比增长 22.1%；中国太保寿险核心人力月人均首年保险业务收入 28261 元，同比增长 31.7%。

保单继续率提升

增量业务难寻的大环境中，提高代理人质量是寿险公司减缓业绩压力的进攻之“矛”，守住存量客户则是防守之“盾”。

数据显示，2022 年守住存量客户成为上市保险公司的重要抓手，中国平安 13 个月保单继续率提升 4 个百分点；中国太保个人寿险客户 13 个月保单继续率提升 7.7 个百分点。同时，退保率也在改善，中国平安退保率同比减少 0.16 个百分点，中国太保退保率同比减少 0.2 个百分点。

在首都经济贸易大学保险系副主任李文中看来，2022 年新业务承压，但 13 个月保单继续率上升说明，虽然保险公司个险获客变得困难，但新获得的客户质量相对更高。此外，13 个月保单继续率的上升，还与近年来利率总体持续下行及金融市场波动加大有一定关系，保险产品收益和稳定性具有比较优势。

上海证券报记者在调研中了解到，针对存续客户，各大寿险公司均在寻找一套行之有效的解决方案。

例如，率先开启转型之路的中国平安构建了“4 渠道+3 产品”的改革战略，其中社区网格化渠道就是以存续客户继续率提升为第一要务。截至 2022 年末，中国平安社区网格化模式已在 25 个城市进行网格推广，相关存续客户 13 个月保单继续率同比提升超 14 个百分点。

保险公司应该如何维护客户？李文中认为：首先，应加强对这些客户的细分，剖析挖掘不同客户的保险服务需求，为其开发销售定制化、个性化的人身保险产品，精准满足客户的风险保障需求；其次，要加强保险科技投入，为客户提供优质的售后服务。

“攻守平衡”满足消费者需求

随着经济稳步复苏，保险行业有望迎来触底反弹。然而，粗放式的发展模式不可为继，保险公司做好“攻守平衡”，须更好地满足消费者需求。

保险公司作为产品和服务的供给方，要注重专业化、职业化发展道路。李文中表示，保险公司在守住存量业务的同时更要开拓新业务，这就需要保险公司在销售渠道建设上下功夫：一方面，提前适应保险营销人员分级分类管理的要求，加强对高素质销售人员的招募；另一方面，更有效地发挥互联网直销渠道和银保渠道的作用。

“在产品开发设计上要密切关注市场需求变化，加强市场预测，开发更多满足客户需求的保险产品。”李文中说。

行业形象的建立很难，失去认可后再建立更难。有业内人士认为，过去我国保险业粗放式发展，给广大消费者留下了不好的印象。在行业转型过程中，保险公司应该持续加大消费者教育、提升全民保险意识、塑造良好行业形象，这需要各类行业参与者共同努力。

■ 并购重组助力转型提速，沪市公司活力凸显

【上海证券报】凭海临风，一辆近日，北京城乡重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易之置出资产过户交易完成。通过本次重组，上市公司主营业务将由百货零售及购物中心、综合超市和社区超市等变更为人力资源服务，实现业务转型和新的利润增长。

近年来，沪市公司通过并购重组转型升级方兴未艾，北京城乡便是众多重组案例中的一个。经统计，2022 年沪市主板公司共披露 56 单重大资产重组方案，交易金额 2362 亿元。从并购行业来看，2022 年产业类重组交易占比约 60%，产业整合型重组成为“主旋律”。

翻看这些重组案例，可以看出沪市公司并购市场活力凸显。通过并购重组，传统产业资源整合加速，新兴产业借道并购发展壮大，上市公司实现了高质量发展。此外，公用事业、化工、能源等重资产行业，以及高端制造、节能环保、生物医药、新能源等新兴行业多轨并行，实现了优势互补，协同发展。

传统产业资源整合提速

新发展格局需要产业链的高质量发展，其中必然伴随着传统产业向新兴产业转型的跨越，资本市场的并购重组在企业转型过

程中发挥了重要的推动作用。

*ST 华源就是典型的例子，公司原主要业务为电力产品和热力产品销售，由于煤价持续上涨，燃料成本同比大幅攀升因素影响，2021 年公司大额亏损导致净资产转负。2022 年*ST 华源向华电煤业发行股份购买其持有的锦兴能源 51% 股权，交易价格为 107.33 亿元。这让煤炭板块成为*ST 华源重要的盈利来源，改善了公司的资产及业务结构，实现煤电互保，降低行业周期波动风险，增强抗风险能力和持续经营能力。

同样的例子还有星湖科技，2022 年公司收购伊品生物 99.22% 股权，交易价格为 53.76 亿元，其中股份支付 45.85 亿元，现金支付 7.92 亿元。通过重组，公司置入玉米深加工行业标的公司，新增动物营养氨基酸、食品添加剂、增鲜类调味品及复混肥等产品，上市公司食品添加剂、饲料添加剂产品种类进一步丰富，延伸其原有的产业链，实现纵向一体化，发挥业务之间的协同效应。

新兴产业借道并购重组壮大

战略性新兴产业是引领未来发展的新支柱、新赛道。在这一赛道，市场化的并购重组也发挥了重要作用，培育了一批专业突出、创新驱动、管理精益、特色明显的专业领军企业，带动我国产业体系加快向产业链、价值链高端迈进。

例如中船科技，2022 年 10 月就公告，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买中国海装 100% 股份等资产，合计交易作价为 91.98 亿元，其中现金支付 4.55 亿元，股份支付 87.43 亿元。而这也大大拓展了公司的发展空间，中船科技表示，公司通过重组置入新能源行业资产，业务范围涵盖风力发电设备的制造、风电场和光伏电站的开发与运营、新能源工程建设服务等。

同样的例子还有索通发展，公司原主营业务为预焙阳极的研发、生产及销售。2022 年公司通过发行股份及支付现金的方式收购了欣源股份 94.98% 股份，最终交易作价为 11.40 亿元。索通发展表示，交易完成后，上市公司将扩大在锂电负极领域的布局，实现“预焙阳极+锂电负极”的战略规划。

剥离低效资产助力业务转型

记者还注意到，并购重组已成为企业布局优化和结构调整的重要手段。通过并购重组，部分上市公司实现了专业化整合，剥离了低效资产，减少重复投资和同质化竞争，让企业主业更聚焦、核心竞争力更强、产业结构更清晰。这也进一步提升了资本市场的配置效率。

例如飞乐音响就通过并购重组实现了转型，2022 年飞乐音响通过在上海联交所公开挂牌转让的方式，出售持有的飞乐投资 100% 股权，最终交易价格为 2.35 亿元。通过本次重组，上市公司将智能硬件中亏损照明业务进行剥离，从而提高公司持续经营能力。

又如绿能慧充，2022 年公司通过重组出售了热电业务，聚焦新能源充电及储能业务。还有鲁商发展，2022 年公司也进行了重组，将原有的房地产开发业务资产置出，上市公司由双主业板块发展转型为以生物医药板块为主业，进一步集中优势资源。

支持房地产企业稳定发展

房地产是我国经济的重要支柱产业，记者看到，当前优质房企可通过融资并购房企和项目，进一步做大做强。同时并购重组也能帮助房企瘦身、离场，加快资源配置效率，推动房地产健康良性发展。

在政策方面，2022 年 11 月 28 日，中国证监会发布了《就资本市场支持房地产平稳健康发展答记者问》，证监会坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施。

借助政策的春风，近期格力地产、陆家嘴纷纷披露重大资产重组草案，成为房企借助资本市场提质增效的典型案例。通过重组，陆家嘴注入优质房地产业务并募集配套资金，支持公司更深度地参与陆家嘴金融城东扩及前滩国际商务区的开发和运营。而借重组，格力地产也拓展大消费业务并募集配套资金，将发展成为拥有以免税业务为主导的大消费产业、生物医药大健康产业，以及坚持精品化路线的房地产业三大板块为核心的大型上市公司。

2023 年全国两会期间，在围绕“促进房地产市场平稳健康发展”参加小组讨论时，全国政协委员、上交所总经理蔡建春表示，去年 11 月份以来，房地产业出现了一些积极变化，银行的开发贷基本回到正常水平，债券融资开始止跌企稳，股权融资重新开启，房地产价格出现了回暖迹象。但目前房地产的整体债务风险依然较大，三、四线城市的房地产销售仍然承压较大。

拿出更大力度来拯救企业，把政策聚焦到企业上，实行“重组一批、重整一批、出清一批”，为促进房地产市场健康发展营造良好环境。

【国都策略视点】

■ 指数震荡缓升，结构分化轮动

1、市场脉动：指数震荡缓升，结构分化显著。3月中旬至今的全球市场反弹中，A股反弹幅度相对落后，主要系两会后市场对于经济刺激尤其是房地产需求端政策预期降温，疫后经济复苏强度预期下调所致。A股大盘指数相对平淡，但以ChatGPT为首的TMT板块大放异彩；3/17至4/7，万得全A、沪深300、中证500、创业板指、科创50、上证50各反弹4.6%、4.7%、5.3%、6.3%、17.0%、2.4%；板块风格来看，期间周期(+1.1%)<金融(+2.4%)<消费(+2.7%)<成长(+9.4%)，行业表现分化显著，期间传媒(+23.5%)、计算机(+18.6%)、通信(+14.5%)、电子(+14.1%)涨幅遥遥领先，而钢铁、公用事业、基础化工、纺织服装、银行逆势微幅下跌3.5%以内。

2、AI+主题板块成交占比已创历史峰值新高，资金炒作或难以持续升温。3月初起随着AI+主题的持续火热，创业板指、科创50成交额占比迅速攀升，当前创业板指成交额占比升值近十年第三高点27%（均值17%，20/9/9、21/11/25触及峰值39%、29%后降温并伴随股指阶段性回调）、科创50成交占比比较均值4.4%高出一倍至9.0%；沪深300成交占比近一月基本稳定在均值线30%下方附近。

23年初以来，TMT板块成交占比持续攀升，而消费、金融地产板块成交占比回落，成交占比变化与指数表现分化一致；近期TMT板块成交额占比攀升至近十年峰值50%（均值22%，上次20/2/25触及峰值41%后持续回调1个月幅度达25%；近一个月消费、金融地产板块成交占比均值各为11.7%、5.2%，已降至近十年低谷附近，且较十年均值16.6%、11.5%偏低30%、55%；后续若基本面产生正向预期差，或易催化资金回归配置。昨日AI+主题板块显著回调，此前连续调整的新能源板块逆势反弹。

3、近期美国就业与经济数据喜忧参半，5月加息概率反复修正，美元利率与汇率阶段低位盘整。最新公布的美国就业、时薪及经济数据喜忧参半，整体呈现就业韧性较强、劳动参与率回升、时薪上涨压力减缓，但制造业与服务业PMI双双走弱，表明当前美国经济动能放缓，就业市场滞后反应经济状况短期仍具韧性；而职位空缺数下降叠加劳动参与率回升，将利于减轻时薪与通胀压力。综合判断，近期公布的喜忧参半的就业与经济数据，部分修正了上周公布的3月ADP就业人数远不及预期时的5月初加息预期概率，由上周的大概率按兵不动上调至加息25bp概率近七成。

具体就业数据方面，美国3月新增非农就业23.6万人，较上月的32.6万回落，3月失业率再度回落至历史低点3.5%，劳动参与率小幅上升至62.6%，非农时薪同比增速回落至4.2%（2月同比+4.6%）；此外，2月职位空缺数下降至993.1万，为2021年5月以来最低水平，年初以来空缺职位下降了近100万个。

经济数据方面，3月美国ISM制造业PMI指数46.3，环比明显回落1.4个百分点，并创2020年5月以来新低，且多数分项指数均处于萎缩区间，同时3月ISM服务业PMI指数环比大幅回落近4个百分点至3月的51.2。

上周受ADP就业数不及预期、PMI指数走弱影响，市场预期美元加息或提前结束的概率上升，使得美元汇率与利率再度双双走弱，美元指数一度跌至近一年低点101.5附近，近四个交易日(3/31-4/5)2Y/10Y美国国债利率下行31/25bp至近半年低点3.8%/3.3%附近。而受周五公布的3月非农就业数及失业率好于预期，短期就业市场韧性较强，5月初美元加息25bp的概率上修至近七成左右，使得美元利率与汇率有所反弹，美元指数重回102上方附近，2Y/10Y美国国债利率上行至4.0%/3.4%下方附近。

4、近期风格研判：近期基本面预期改善，但经济刺激政策预期降温，周期价值与科技成长有望交替领涨。基本面稳步复苏态势，有望驱动市场进入第二波修复反弹行情，地产系周期与后端消费、建筑机械化工钢铁等中上游周期、大金融等为主的周期价值板块阶段性有望领涨。然而，考虑到政府工作报告的设定的23年GDP发展预期目标、财政赤字率及地方专项债预算规模等，总体偏稳健，经济刺激政策预期降温确认，中期经济增速修复空间预期或受限，或将制约周期价值板块修复的空间与持续性。

考虑到22年10月底起的第一轮估值修复行情中科技成长板块明显落后，当前科技成长板块的估值分位数仍偏低，中期美元利率与汇率大概率见顶回落；而我国产业政策、科技政策重点支持科技与先进制造领域，中期科技成长板块业绩增速优势明显。综合估值、政策、利率及中期业绩等因素来看，预计近中期科技成长板块有望阶段性领涨，考虑到ChatGPT引领的TMT板块短期涨幅较大、且成交额占比攀升至均值两倍以上，短期震荡波动性或较大，使得周期价值与科技成长有望交替领涨。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：WIND、国都证券）

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，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。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上