

非银金融行业跟踪周报

港股假期走势回顾，喜迎“开工补涨”，首推寿险标的

增持（维持）

2024年05月06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

研究助理 罗宇康

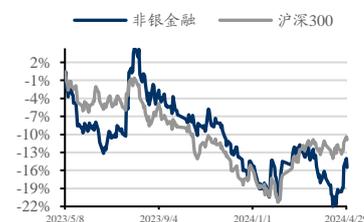
执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- 劳动节休市期间海外市场表现良好，节后 A 股金融板块“开工补涨”可期：**1) A 股劳动节假期休市期间，港股市场快速反弹。我们预计 A 股金融板块有望顺势迎来节后开门红。2) 受 4 月末政治局会超预期表述提振，港股金融整体上扬。值得注意的是，前期超跌的港股保险板块反弹明显，而此前累计较多涨幅的港股银行板块，在 1Q24 季报披露后反而有所回调。A 股休市期间，港股共有 2 个交易日（2024 年 5 月 1 日至 2024 年 5 月 2 日），整体表现强势。从港股金融标的的股价表现来看，期间涨幅前十分别为中国平安（10.01%）、渣打集团（8.98%）、众安在线（8.60%）、中国太保（7.75%）、中国人寿（7.68%）、新华保险（7.01%）、香港交易所（6.84%）、友邦保险（6.14%）和中国太平（5.83%），而此前累计较多涨幅的中国财险（-3.28%）、农业银行（-2.56%）、中信银行（-1.74%）、交通银行（-1.41%）和民生银行（-1.39%）则表现相对低迷。
- 利率底部上行，资产端底部反转迹象显现，近期利率主要受央行关于长债收益率表态和地产放松限购的政策预期的影响：**4 月 23 日晚央行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，认为目前长期国债收益率与长期经济增长预期背离，其中提到“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”、“固定利率的长期国债债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险”。4 月 28 日相较于 4 月 22 日各期现收益率大幅上行，期限利差走阔，10 年期国债收益率上行 8BP 至 2.32%，30 年期国债收益率上行 11.5BP 至 2.55%，1 年与 10 年国债期限利差扩大 7.1BP 至 63BP，10 年与 30 年国债期限利差扩大 34BP 至 22.5BP。我们总结以下两个要点：1) 央行对经济增长前景是长期看好的；2) 整体不希望短期内长期收益率过低。我们认为，虽然当前推动国债利率下行的主要逻辑并未明显变化，但是本次央行表态后长端利率将逐步探明阶段性底部，并以低位震荡为主。
- 1Q24 季报披露完成，在此前低预期背景下，资产负债两端季报全面超预期：**从上市险企披露情况来看，资产负债两端显著好于此前市场较低的预期。1Q24 新准则归母净利润可比同比下滑 13.5%，从 1Q24 的 NBV 同比增速来看，人保寿（+81.6%）>新华（+51%）>太保（+30.7%）>国寿（+26.3%）>平安（+20.7%），从 1Q24 净投资收益来看，太保（非年化 0.8%，同比持平）>平安（年化 3.0%，同比下降 0.1pct.）>国寿（年化 2.82%）。从 1Q24 的 NBV 归因来看，新单同比平稳，但 NBV Margin 同比大幅提升，主要得益于：1) 产品和期限结构优化，在低利率和竞品理财低迷背景下，行业已基本消化 2023 年 7 月末预定利率“炒停”的影响，长期期缴业务恢复性增长；2) 上市险企积极降本增效，落实银保渠道“报行合一”并着力于个险渠道探索佣金递延，优化基本法设计，提升费用投入产生效率；3) 2023 年 7 月末预定利率下调，综合负债成本稳中有降。
- 投资建议：喜迎“开工补涨”，首推寿险标的。**我们认为 A 股节后首个交易日有望迎来开门红，继续推荐充分受益于资产端预期底部反转的纯寿险标的。A 股保险板块首推【中国太保】、【中国平安】；A 股券商受益于市场交投活跃度回升，推荐【中金公司】，建议关注【方正证券】、【中国银河】。此外建议积极关注港股行情延续，推荐【香港交易所】，建议关注【友邦保险】。
- 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

《利率底部上行，季报全面超预期，首推中国太保》

2024-04-29

《打造金融业“国家队”，利好央国企金融机构估值释放——《关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》解读》

2024-04-27

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 一周数据回顾 | 4 |
| 1.1. 市场数据 | 4 |
| 1.2. 行业数据 | 4 |
| 2. 重点事件点评 | 6 |
| 2.1. 中国财险 1Q24 业绩点评：高基数拖累承保与投资两端表现 | 6 |
| 2.2. 中信证券 2024 一季报点评：整体业绩优于行业，头部优势显著 | 7 |
| 3. 公司公告及新闻 | 8 |
| 3.1. 沪深交易所正式发布股票发行上市审核规则等 9 项配套业务规则 | 8 |
| 3.2. 私募证券投资基金运作指引正式落地 | 11 |
| 3.3. 证监会发布《北交所辅导指引》 | 13 |
| 3.4. 上市公司公告 | 14 |
| 4. 风险提示 | 15 |

图表目录

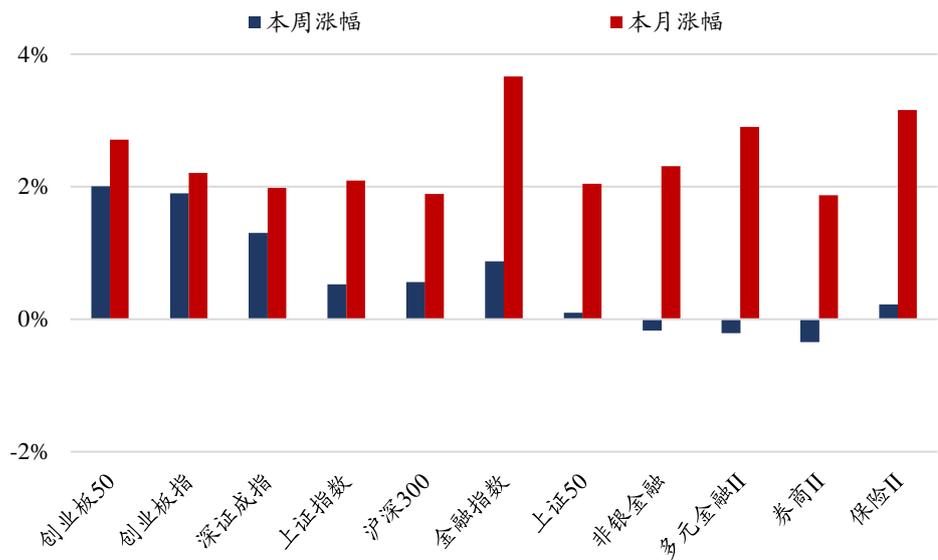
| | |
|---|---|
| 图 1: 市场主要指数涨跌幅 | 4 |
| 图 2: 2022/01~2024/04 月度股基日均成交额 (亿元) | 5 |
| 图 3: 2021/03~2024/04 日均股基成交额 (亿元) | 5 |
| 图 4: 2019.01.02~2024.04.30 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 5: 2021.01.08~2024.04.30 证监会主板核发家数与募集金额 | 6 |

1. 一周数据回顾

1.1. 市场数据

截至 2024 年 04 月 30 日，本周（04.29-04.30）上证指数上涨 0.52%，金融指数上涨 0.87%。非银金融板块下跌 0.17%，其中券商板块下跌 0.35%，保险板块上涨 0.22%。

图 1：市场主要指数涨跌幅

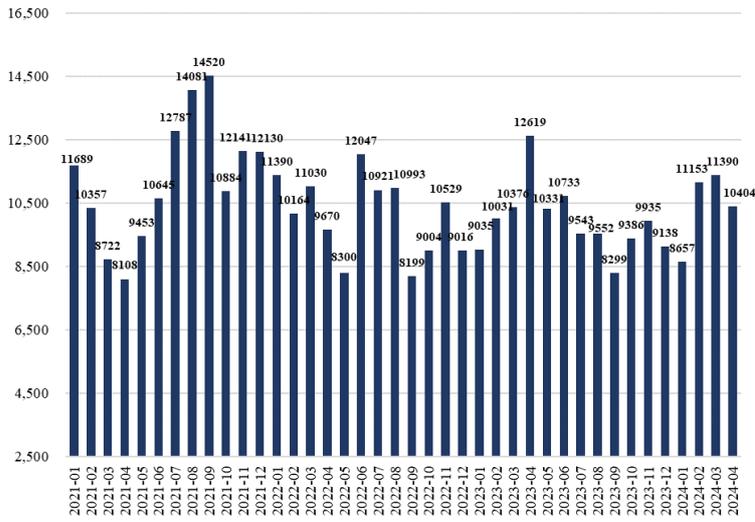


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 行业数据

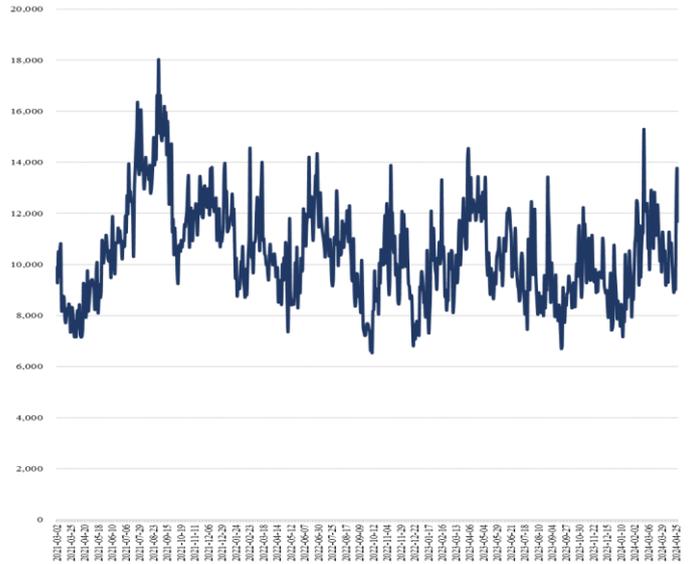
截至 2024 年 04 月 30 日，本周股基日均成交额 12722.96 亿元，环比+29.97%。年初至今股基日均成交额 10320.66 亿元，较去年同期同比-2.66%。2024 年 04 月中国内地股基日均同比-17.55%。

图 2: 2022/01~2024/04 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: 2021/03~2024/04 日均股基成交额 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

截至 04 月 30 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 15267/14876/391 亿元, 较月初分别-1.25%/-1.08%/-7.39%, 较年初分别-7.82%/-6.20%/-44.33%, 同比分别-5.01%/-1.74%/-58.05%。

图 4: 2019.01.02~2024.04.30 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元)

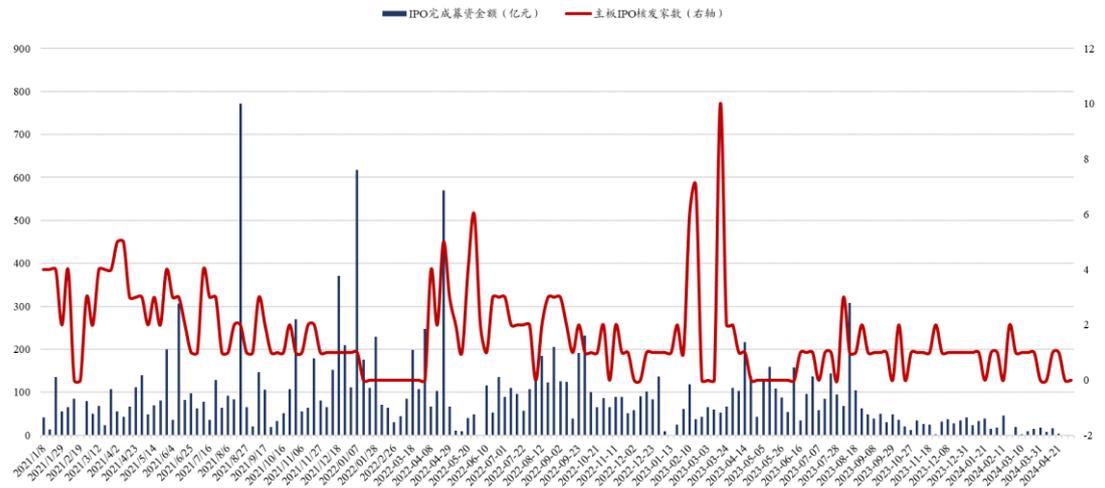


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

本周 (04.29-04.30) 主板 IPO 核发家数 0 家; IPO 连续两周未有发行, 再融资/债券承销规模环比-47%/-84%至 28/663 亿元; IPO/再融资/债承家数分别为 0/2/311 家。年初

至今 IPO/再融资/债券承销规模 264 亿元/967 亿元/30722 亿元，同比-79%/-70%/1%；IPO/再融资/债承家数分别为 35/85/10534 家。

图 5：2021.01.08~2024.04.30 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. 中国财险 1Q24 业绩点评：高基数拖累承保与投资两端表现

事件：中国财险披露 1Q24 业绩并召开业绩发布会：1Q24 公司实现净利润 58.71 亿元，同比大幅下降 38.3%，利润表现低于预期。公司公告主要系低温雨雪冰冻等灾害事故、交通出行增长对承保业务的挑战，以及资本市场波动对投资收益产生拖累所致。

点评：新准则下同期基数较高是拖累 ROE 的核心因素。根据我们搭建的新准则财险 ROE 框架（平均承保杠杆*承保利润率+总投资收益率*平均投资杠杆+其他收益）*（1-实际税率），1Q24 公司 ROE 为 2.5%，可比口径同比下降 1.8 个 pct。归因来看：1Q24 平均承保杠杆持平于 0.48，得益于保险服务收入同比增速（5.9%）略高于权益同比增速（5.3%）；新准则下承保利润率由 1Q23 的 4.3%下降至 1Q24 的 2.1%，其中主要受低温雨雪冰冻等灾害事故对赔付率拖累和同期出行率仍处于疫后恢复期所致，费用分摊效应使得新准则下综合费用率下降速度慢于实际签单费用率下降幅度。非年化总投资收益率由 1Q23 的 1.3%下降至 1Q24 的 0.8%，投资收益同比下降 36.4%，根据公司业绩发布会，主要系 1Q23 同期权益市场高点兑现浮盈基数较高，1Q24 公募 FOF 表现较差，且公司持有 FVOCI 权益工具的浮动收益无法贡献当期净利润，平均投资杠杆持平于 2.6 倍。实际税率由 1Q23 的 18.1%下降至 1Q24 的 14.0%。1Q24 承保与投资对利润贡献占比分别为 35.0%和 70.0%，承保贡献同比下降 4.8 个 pct。

相比“老三家”，公司业绩仍具备一定韧性，绝对水平仍优于同业。从1Q24综合成本率来看：人保(同比上升2.2pct.至97.9%)优于太保(同比下降0.4个百分点至98.0%)优于平安(同比上升0.9个百分点至99.6%);从1Q24原保费同比增速来看：太保(+8.6%)>人保(+3.8%)平安(+2.8%)。

车险业务：公司锚定97%的综合成本率的中长期指引目标不变。1Q24暴雪灾害高发以及1Q23疫后出行率仍未恢复，赔付率基数较低，使得1Q24车险承保利润同比承压。根据公司业绩发布会，1Q24车险赔付率因雨雪灾害和车均保费拖累综合影响上升2.1个pct.，综合费用率下降0.6pct.。从“老三家”1Q24车险原保费同比增速来看：平安(+3.5%)>太保(+2.2%)>人保(+1.9%)。公司主动聚焦业务品质升级，主动放缓车险原保费增速。

非车业务受大灾拖累。根据应急管理部数据，1Q24我国自然灾害以低温雨雪冰冻、地震和地质灾害为主，干旱、风雹、洪涝、沙尘暴和森林火灾等也有不同程度发生，直接经济损失237.6亿元(1Q23仅为25.5亿元)，同比明显增加。从“老三家”1Q24非车险原保费同比增速来看：太保(+13.8%)>太保(+5.1%)>平安(+1.3%)，公司部分政策性业务招标受季节性影响。

风险提示：1)自然灾害高发；2)车险市场竞争加剧。

2.2. 中信证券2024一季报点评：整体业绩优于行业，头部优势显著

事件：公司发布2024年一季报，实现营业收入138亿元，同比-10%；归母净利润50亿元，同比-8%；归母净资产2809亿元，较年初+4%。

点评：重资本业务收入整体下滑，汇兑收益大幅增长。1)金融资产处置收益减少，致自营业务收入下滑：2024Q1，权益市场动荡，债市表现相对稳健，截至2024/03，万得全A/中债综合指数分别-2.85%/+1.98%，公司自营业务收入同比-17%至55亿元(占比总营收40%)，我们预计主要系公司自营持仓中权益资产基数较高。2)应付短期融资券和卖出回购利息支出增加，致利息净收入下滑：2024Q1，公司利息净收入同比-44%至3亿元(占比总营收2%)。3)汇率波动，致汇兑收益增长：2024Q1，公司汇兑收益同比+482%至9亿元(占比总营收6%)。

轻资产业务整体小幅下滑，投行业务长期领先地位仍然稳固。1)经纪业务收入小幅下滑。据Wind，2024年一季度A股日均成交额同比+1.89%至8,954亿元，公司经纪业务收入同比-6%至24亿元(占比营收18%)。2)预计管理费率下滑，致资管业务收入小幅下滑。2024Q1，公司资管业务收入同比-6%至24亿元(占比营收17%)，我们预计主要受到资产管理费率下降影响。3)IPO及再融资规模下滑，致投行业务收入下滑：据Wind，2024Q1市场IPO/定增/债承规模分别同比-77%/-76%/-3%至224/362/61,959亿元，公司三项业务市占率分别为23%/26%/6%(三项均位列市场第一位)。受到“阶段性收紧

IPO 节奏”影响，公司证券 IPO 及再融资规模下滑，公司投行业务收入同比-56%至 9 亿元（占比营收 6%），长期领先地位仍旧稳固。

行业高质量发展下彰显头部优势。2024/4/25，国务院发布关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告，报告指出：要推动金融国资国企提质增效，集中力量打造金融业“国家队”。研究起草加强国有金融资本管理行动方案，推进国有大型金融企业对标世界一流金融企业，突出主业、做精专业，不断提升竞争力和国际影响力，推动头部证券公司做强做优。我们认为，《报告》从此前证监会“做优做强”的表述到本次国务院首提“做强做优”，体现了高层对头部证券公司对标世界一流金融企业殷切期望，中信证券有望享受各项政策红利，头部优势进一步凸显。

风险提示： 1) 行业市场竞争加剧风险；2) 证券市场恢复不及预期。

3. 公司公告及新闻

3.1. 沪深交易所正式发布股票发行上市审核规则等 9 项配套业务规则

4 月 30 日，沪深交易所正式发布股票发行上市审核规则等 9 项配套业务规则。

具体包括 3 类：一是 6 项发行上市审核类规则，分别是股票发行上市审核规则、重大资产重组审核规则、上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法、科创板/创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定，以及申请文件受理指引、现场督导指引。二是 1 项发行承销类规则，即投资价值研究报告关注事项指引。三是 2 项持续监管类规则，即主板、科创板、创业板股票上市规则。

此前，沪深交易所曾就股票发行上市审核规则等业务规则向社会公开征求意见，征求意见期间，沪深交易所收到各类市场主体反馈的多条意见建议，其中采纳的主要涉及加强发行上市审核自律监管、综合考虑公司经营发展需要设置分红指标等。

1) 完善科创板、创业板定位把握标准。科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定对科创板科创属性评价标准作出完善，更加强化衡量研发投入、科研成果和成长性的关键指标。具体来看，将“最近三年研发投入金额”由“累计在 6000 万元以上”调整为“累计在 8000 万元以上”，将“应用于公司主营业务的发明专利 5 项以上”调整为“应用于公司主营业务并能够产业化的发明专利 7 项以上”，将“最近三年营业收入复合增长率”由“达到 20%”调整为“达到 25%”。例外条款中“形成核心技术和应用于主营业务的发明专利（含国防专利）合计 50 项以上”同步增加发明专利“能够产业化”的要求。

创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定，进一步明确创新、创造、创意的具体表现形式和把握逻辑，明确创业板定位把握的具体标准，优化企业成长性的量化指标。例

如，强调创业板成长性要求，将创业板定位评价标准中的营业收入复合增长率指标由 20% 适度提高至 25%，支持有发展潜力的成长型创新创业企业在创业板上市。

2) 确定“突击‘清仓式’分红”标准。新“国九条”明确指出，将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单，沪深交易所对申请文件受理指引作了修订。新增发行上市负面清单，明确相关申报文件要求。保荐人应当就发行人及其实际控制人、董监高等“关键少数”是否存在口碑声誉的重大负面情形，发行人是否存在突击“清仓式”分红等事项出具专项核查意见，并将核查意见纳入申报文件范围。前述“突击‘清仓式’分红”的标准是：报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 80%；或者报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 50% 且累计分红金额超过 3 亿元，同时募集资金中补流和还贷合计比例高于 20%。

3) 将中介机构和相关责任人员暂不受理文件的期限上限提高至 5 年。股票发行上市审核规则主要修改内容包括明确板块定位把握要求、压实发行人及“关键少数”责任、压实中介机构责任、拓展现场督导适用范围、完善终止审核情形、强化自律监管手段等方面。其中，拓宽现场督导覆盖面，明确交易所可通过抽取一定比例的方式对相关中介机构的执业质量进行现场督导；同时，明确发生重大会后事项的情况下，交易所可以根据需要进行现场督导。明确信息披露质量存在明显瑕疵，严重影响投资者理解或者交易所审核，以及发行人不符合国家产业政策或板块定位的，交易所依规予以终止审核。

值得一提的是，现场督导上，沪深交易所明确“一督到底”，遏制“一督就撤”现象，明确发行人撤回发行上市申请或者保荐人撤销对现场督导项目保荐的，不影响督导工作的实施。

在强化自律监管手段方面，交易所明确强化对中介机构违规行为的纪律处分力度，增加规定中介机构组织、指使、配合财务造假等恶劣违规情形的处分依据；将中介机构和相关责任人员暂不受理文件的期限上限提高至 5 年，充分落实从严监管要求。将存在累计两次不予受理情形的保荐人申报间隔期由 3 个月延长至 6 个月，新增现场检查、督导情形下主动撤回情形的申报间隔期为 6 个月。

4) 引入现金分红不达标实施 ST 措施。本次规则修订引入现金分红不达标实施“其他风险警示”（ST）措施，目的在于以更强的约束督促公司回报投资者。与“退市风险警示”（*ST）不同，上市公司不会仅因为分红不达标而被退市。

分红不达标实施 ST 情形，针对的是最近一年盈利且母公司报表年末未分配利润为正值的公司，对过去三年的分红情况进行总体评估，当三年累计的分红比例和分红金额均不满足要求时（即最近一个会计年度净利润为正值且母公司报表年末未分配利润为正值的公司，最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计现金分红金额低于 5000 万元），公司将会被实施 ST。

回购注销金额纳入前述现金分红金额。指标设计兼顾了投资者回报诉求和公司持续

发展需要，公司可以在三年的评估期内根据公司盈利和现金流情况自主制定分红计划。此外，规则充分考虑了科创板、创业板企业研发投入大等情况，作了差异化安排。

5) 退市规则瞄准“空壳僵尸”和“害群之马”。沪深交易所表示，当前各方面在加大退市监管力度上已经形成共识，具体到退市指标设计上则有不同的考量。结合市场反馈意见，沪深交易所对规则制定和后续执行作进一步说明：一是精准出清，稳妥推进。财务类退市情形中收紧营业收入指标，已综合考虑市场情况、板块差异；调整主板市值类退市指标，充分评估了市场当前的情况；修订规范类、重大违法类退市情形，体现了科学设置、严打造假导向。从总体影响评估来看，本次退市规则修订整体靶向精准，瞄准“空壳僵尸”和“害群之马”，体现“应退尽退”，突出上市公司的质量和价值，并非针对“小盘股”。同时，规则实施设置了新老划断安排，确保平稳过渡，从严打击连续多年造假的公司和存在控股股东资金占用不予整改的公司，明确退市风险公司的投资者预期，强化风险揭示。二是加大力度，依法从严。本次退市规则修订，重点打击财务造假和资金占用等恶性违法违规行为。对于重大违法退市，目前已经形成了多层次、立体式的退市情形。本次修订在首发上市欺诈发行、重组上市欺诈发行、造假规避财务类退市以及严重损害国家利益、社会公众利益等情形基础上，收紧2年造假情形，新增1年严重造假、3年连续造假情形，科学设置重大违法退市适用范围，进一步加大对严重财务造假行为的打击力度。另外，本次对于内控失效、存在控股股东资金占用的公司也将严格实施退市。特别是多次占用拒不整改、整改后再次占用的，将予以坚决出清。三是严格追责，加强救济。持续推动强化责任追究和投资者利益保护。一方面，对存在违法违规行为的退市公司，坚决采取纪律处分，推动加强行政、民事和刑事责任追究。另一方面，加强退市风险公司的风险揭示，存在虚假记载等侵害投资者利益行为的，推动综合运用代表人诉讼、先行赔付等方式，维护投资者合法权益。

6) 削减“壳”资源价值。沪深交易所表示，下一步，将对“壳”公司重大资产重组进行精细化监管，从严监管因缺乏持续经营能力进而触及收入利润指标被*ST的公司、濒临交易类退市指标的公司筹划重大资产重组，严防违规“保壳”“炒壳”；对其他*ST、ST等公司重大资产重组提高现场检查覆盖面，切实把好标的资产质量关。

在加强“壳”公司重组监管的同时，完善“小额快速”审核机制、适当提高并购标的估值包容性、鼓励上市公司吸收合并等政策举措已相继落地，并购重组市场政策环境持续优化。为支持行业龙头企业高效并购优质资产，对于优质龙头上市公司实施的重组，根据重大资产重组审核规则相关规定予以快速审核。

7) 明确过渡期安排。为了确保新制定修订规则平稳实施，沪深交易所明确相关规则过渡期安排：一是审核类规则，将自规则发布之日起施行。已通过上市委审议的首发项目，适用原审核类规则的规定；未通过上市委审议的首发项目，应当符合新的主板、科创板、创业板上市条件。二是承销类规则，将自规则发布之日起施行。主承销商等投资价值研究报告撰写机构应当按照投资价值研究报告关注事项指引的要求，撰写和提供

投资价值研究报告。三是持续监管类规则，将自规则发布之日起施行。为了最大程度实现分红、退市等新规平稳落地，更好保护投资者权益，沪深交易所所在主板、科创板、创业板股票上市规则的发布通知中针对分红、退市（包括4类强制退市情形）的实施时间作了具体安排。

3.2. 私募证券投资基金运作指引正式落地

为了加强私募证券投资基金自律管理，规范私募证券基金业务，保护投资者合法权益，促进私募基金行业健康发展，维护证券期货市场秩序，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）在中国证券监督管理委员会指导下起草了《私募证券投资基金运作指引》（以下简称“《运作指引》”），并于4月30日正式发布。

（一）关于基金存续规模

为逐步改善小乱散差的行业现状，《运作指引》公开征求意见稿提出基金规模持续低于1000万元的私募证券基金应当进入清算流程，市场机构对此反映较多，认为对小规模基金冲击较大。

经充分评估后，目前已作出调整：一是将最低存续规模降低至500万元，明确长期低于500万元规模的基金应当停止申购；二是在触发停止申购后、进入清算程序之前，增加缓冲期“停止申购后连续120个交易日基金资产净值仍低于500万元的，应当进入清算程序”；三是给予一定过渡期，将长期低于500万元的起算时间定为2025年1月1日。

截至2024年3月末，私募证券基金小于500万元的产品规模占比极小，其中包含大量实质上已经没有运作的“壳”产品，由不具备持续经营能力的小规模私募机构管理的规模仅几十亿元，且相关规定已给予此类机构较为充裕的调整整改时间，对行业影响较小。

（二）关于申赎开放频率及份额锁定期

为引导投资者理性投资、长期持有，公开征求意见稿提出私募证券基金每月至多开放一次申赎，并设置不少于6个月的份额锁定期，市场机构普遍认为相关要求会影响产品运作的流动性安排，并限制了投资者“用脚投票”的权利。

从维护投资者利益角度出发，协会吸收了相关意见，将申赎开放频率放宽为至多每周开放一次，并将6个月锁定期要求放宽至3个月，同时允许私募证券基金通过设置短期赎回费的方式替代强制锁定期安排，把选择权交还市场。此外，对于《运作指引》发布前已备案私募证券基金的申赎及锁定期安排不作强制整改要求。

（三）关于组合投资

此前，私募证券投资基金行业缺少组合投资方面的规范要求。为引导私募基金管理人提升专业投资能力，分散投资风险，《运作指引》参照《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》提出双 25% 的组合投资要求，即单只私募证券投资基金投资同一资产不超过基金规模的 25%，同一私募机构管理的全部私募证券投资基金投资于同一资产比例不超过该资产的 25%。

征求行业意见后，《运作指引》维持组合投资的总体要求不变。针对市场机构反映组合投资的执行需要考虑投资资产市值变化、明确对于不同类型资产的计算基准、被动超比例后的调整安排等问题，协会对相关条款进行了优化，明确可以按照买入成本与市值孰低法计算投资比例，补充了“同一资产”释义、投资比例被动超限后调整要求等内容，便于行业落地执行。

（四）关于场外衍生品交易

《运作指引》要求私募证券投资基金以风险管理、资产配置为目标开展场外衍生品交易，从降杠杆、防风险的角度规范单只私募证券投资基金参与场外衍生品交易的整体风险敞口。

2024 年 2 月份以来，私募证券投资基金参与多空收益互换（DMA）业务的规模及杠杆均实现下降，风险已得到释放。

针对前期私募证券投资基金通过 DMA 进行杠杆交易的情况，《运作指引》明确要求私募证券投资基金参与 DMA 业务不得超过 2 倍杠杆，进一步控制业务杠杆水平。此外，《运作指引》明确私募证券投资基金参与雪球结构衍生品的合约名义本金不得超过基金净资产的 25%，与证券期货经营机构私募资产管理计划参与雪球结构衍生品的执行口径拉齐，减少监管套利空间。

关于场外衍生品交易的过渡期安排，考虑到协会前期已向市场传达了限定 DMA 业务杠杆倍数、控制雪球结构衍生品投资集中度等要求，《运作指引》正式实施后，要求不符合场外衍生品交易条款的私募证券投资基金不得新增募集、不得展期，但存续已开仓的场外衍生品合约可以继续运作至到期，不受影响。

（五）过渡期安排

征求意见过程中，行业机构普遍希望有充足的过渡期安排。为确保《运作指引》顺利发布实施，避免对市场造成影响，现已充分吸收行业意见，大幅放松过渡期安排，具体为：

一是对不满足组合投资等条款的存量基金，将过渡期大幅延长至 24 个月，相关基金在过渡期内可正常开放申赎、正常投资运作；二是对过渡期后仍不符合相关条款的私募证券投资基金，可继续投资运作至合同到期，仅要求不得新增募集、不得展期，不强制要求调仓或者卖出，影响较小。

3.3. 证监会发布《北交所辅导指引》

近日证监会制定发布《监管规则适用指引——北京证券交易所类第1号：全国股转系统挂牌公司申请在北京证券交易所发行上市辅导监管指引》（以下简称《北交所辅导指引》），首次以监管规则适用指引形式，对新三板挂牌公司通过“层层递进”路径在北交所上市的辅导监管进行系统规范。

《北交所辅导指引》强化辅导监管与持续监管联动；强化中介机构“看门人”责任；强化“关键少数”诚信合规。突出扶优限劣导向，将辅导监管与公司表现相结合，优化辅导期安排；平衡监管强度和成本，将辅导监管与现场检查相结合，优化辅导监管方式；提升监管流程便利度，将辅导监管与优化服务相结合，优化证券市场知识测试流程。

《北交所辅导指引》突出“三个强化”。一是强化辅导监管与持续监管联动。发挥新三板、北交所层层递进的全链条监管优势，建立挂牌审核、日常监管、辅导监管、上市审核各节点间的监管信息共享机制，明确全国股转系统与证监局应当建立沟通对接机制，并细化了两者之间的监管信息通报要求。同时，明确证监局辅导监管报告的内容要求，强调北交所应当在审核中关注辅导监管报告内容，做好辅导环节与审核注册环节的衔接。二是强化中介机构“看门人”责任。发挥全链条监管优势，强化对保荐机构等的督导检查，压实中介机构责任。同时，要求保荐机构对前期现场检查中发现问题整改情况、公司最后一次接受现场检查至辅导工作完成期间是否发生重大变化进行核查并发表明确意见，督促其扎实履职尽责。三是强化“关键少数”诚信合规。证监局重点关注“关键少数”口碑声誉情况，并在辅导监管报告中体现。此外，增强对“关键少数”合规知识考察的针对性，进一步细化证券市场知识测试的具体安排，明确证券市场知识测试与北交所直接相关内容不低于百分之二十。

同时，按照公平合理、成本相适的原则，《北交所辅导指引》还通过“三个结合”对北交所辅导监管工作做了“三个优化”。一是突出扶优限劣导向，将辅导监管与公司表现相结合，优化辅导期安排。根据《北交所辅导指引》，截至提交辅导验收材料时在新三板连续挂牌满十二个月（含摘牌前已连续挂满十二个月的重新挂牌公司）且报告期内公司及其董事、监事、高级管理人员、持股百分之五以上的股东和实际控制人（或其法定代表人）未受纪律处分、未被中国证监会采取监管措施或者行政处罚的公司，辅导期可少于三个月。二是平衡监管强度和成本，将辅导监管与现场检查相结合，优化辅导监管方式。《北交所辅导指引》明确，挂牌公司在过去二十四个月内接受过现场检查的，辅导监管过程中原则上可不进驻现场，前期现场检查过程中获取的材料可以在辅导监管报告中引用。三是提升监管流程便利度，将辅导监管与优化服务相结合，优化证券市场知识测试流程。为便利拟上市公司相关人员参加证券市场知识测试，《北交所辅导指引》提出，证监局可以根据挂牌公司实际需求，定期或不定期组织相关人员集中参加证券市场知识测试，并明确了可豁免参加测试的情形。

3.4. 上市公司公告

- 1、东方证券:** 2024 年一季度公司实现营业总收入 36.11 亿元, 同比下降 18.63%; 归母净利润 8.86 亿元, 同比下降 37.94%。
- 2、国泰君安:** 2024 年一季度公司实现营业总收入 79.83 亿元, 同比下降 14.05%; 归母净利润 24.89 亿元, 同比下降 18.13%。
- 3、浙商证券:** 公司 2024 年第一季度实现营业收入 38.82 亿元, 同比下降 21.26%; 净利润 4.47 亿元, 同比下降 8.31%。
- 4、东北证券:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 11.79 亿元, 同比下降 36.05%; 归母净利润 2107.57 万元, 同比下降 94.35%。
- 5、长江证券:** 2024 年一季度公司实现营业收入 13.32 亿元, 同比下降 38.09%; 归母净利润 4.02 亿元, 同比下降 46.82%。
- 6、申万宏源:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 56.80 亿元, 同比下降 1.47%; 归母净利润 13.88 亿元, 同比下降 31.00%。
- 7、中信建投:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 42.94 亿元, 同比下降 35.91%; 归母净利润 12.28 亿元, 同比下降 49.39%。
- 8、中油资本:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 97.01 亿元, 同比增长 6.04%; 归母净利润 17.28 亿元, 同比下降 21.07%。
- 9、新华保险:** 公司 2024 年一季度实现营业收入 264.79 亿元, 同比下降 8.7%; 净利润 49.42 亿元, 同比下降 28.6%。
- 10、西南证券:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 5.85 亿元, 同比下降 20.77%; 归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 1.77%。
- 11、天风证券:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 1.85 亿元, 同比下降 86.80%; 归母净利润亏损 3.76 亿元, 上年同期盈利 5.47 亿元。
- 12、中航产融:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 35.93 亿元, 同比下降 5.01%; 归母净利润亏损 3.53 亿元, 上年同期盈利 1.67 亿元。
- 13、国投资本:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 31.95 亿元, 同比下降 13.90%; 归母净利润 3.50 亿元, 同比下降 59.62%。
- 14、光大证券:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 22.04 亿元, 同比下降 19.85%; 归母净利润 6.82 亿元, 同比下降 28.75%。
- 15、中银证券:** 2024 年第一季度, 公司实现营业总收入 6.15 亿元, 同比下降 10.07%; 归母净利润 2.02 亿元, 同比下降 19.92%。

- 16、 **国联证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 1.73 亿元，同比下降 74.44%；归母净利润亏损 2.19 亿元，上年同期盈利 2.07 亿元。
- 17、 **华泰证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 61.05 亿元，同比下降 32.11%；归母净利润 22.91 亿元，同比下降 29.39%。
- 18、 **中金公司**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 38.74 亿元，同比下降 37.61%；归母净利润 12.39 亿元，同比下降 45.13%。
- 19、 **东吴证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 22.25 亿元，同比下降 1.31%；归母净利润 4.56 亿元，同比下降 21.81%。
- 20、 **国信证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 33.62 亿元，同比下降 19.24%；归母净利润 12.29 亿元，同比下降 30.51%。
- 21、 **中泰证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 25.39 亿元，同比下降 28.88%；归母净利润 3.31 亿元，同比下降 71.25%。
- 22、 **国海证券**：2024 年第一季度，公司实现营业收入 8.02 亿元，同比下降 18.85%；归母净利润 0.94 亿元，同比下降 58.66%。
- 23、 **广发证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 49.49 亿元，同比下降 23.59%；归母净利润 15.38 亿元，同比下降 28.67%。
- 24、 **山西证券**：2024 年第一季度，公司实现营业总收入 6.31 亿元，同比下降 44.64%；归母净利润 1.59 亿元，同比下降 36.72%。

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>