



# 非银行金融行业研究

**增持（维持评级）**
**行业周报**  
 证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：胡江（执业 S1130524040004）

shusiqin@gjzq.com.cn

hujiang@gjzq.com.cn

## 保险短期震荡后估值修复行情或将持续，券商重视投资端改革行动方案落地预期

### 保险板块

**10年期国债收益率合理区间约在2.5%至3%叠加预定利率有望继续下调，保险利差损无需过度担忧。**一方面，金融时报发文称：结合中国当前经济潜在增长率来看，据国务院发展研究中心原副主任刘世锦、复旦大学经济学院院长张军等多位学者测算，中国经济潜在增速仍在5%左右，而目前10年期国债利率只有2.3%左右，若未来通胀接近10年平均2%左右的水平测算，实际利率与潜在增速相比也明显偏低。即便考虑到近年来我国经济正处于转型期，央行加大了逆周期调节力度，实际利率水平进一步下行，从这个角度来充分估算，目前长期国债利率水平也是较低的。从疫情平稳转段后的市场运行实践看，2.5%至3%是10年期国债收益率的合理区间。另一方面，根据深蓝保报道，多家保险公司高管及精算师表示“虽然监管还未明确通知，但预定利率大概率会继续下调，目前基本不再开发3.0%定价的产品，已经着手准备2.5%定价的产品”，资产负债两端驱动下上市险企利差损无需过度担忧。

**短期市场情绪反复，保险股跟随大盘调整，逢低配置价值依然较高。**展望后续，市场或逐渐转向基本面验证期，后续保险股估值持续修复的动力来自于：一是，Q2利润在低基数+股市向上的推动下，预计将实现高增长；部分公司Q2NBV也有望实现正增长，好于预期。二是，当前央行有意稳定国债利率，后续随着超长期特别国债的陆续发行，长端利率有望回到合理区间，叠加监管引导下预定利率将进一步下调，保险股基于利差的估值压制有望释放。

**投资建议：**建议关注：①资产端、负债端表现均较为稳健的中国太保A/H；②负债端高弹性的低估值标的中国太平H；③防御属性突出的稳增长标的中国财险；④利润高弹性的低估值互联网财险标的，众安在线。

### 证券板块

**5月券商基本面压力仍大，投行业务或曙光乍现？6月将是重要观察窗口。**5月市场交投活跃度有所下滑，临近月末缩量明显，5月股基日均成交额同/环比分别-3.3%/-1.4%。权益产品销售持续低迷，5月股混公募新发份额同/环比分别-41.6%/-19.9%。严把发行上市准入的监管形势下，券商投行业务特别是IPO业务缩量显著，以上市日口径看，5月A股IPO企业仅三家，合计募资规模仅8.6亿元，为2016年2月以来单月新低，今年前5月IPO融资规模同比-83%，包括再融资在内的股权融资规模同比-73%。5月31日，上交所上市委审议会议通过了科创板拟IPO企业联芸科技的发行上市申请，这是新“国九条”出台后首个成功过会的IPO项目。今年以来沪深交易所IPO申报仍零受理，6月一般为IPO申报高峰期（拟IPO企业财务数据有效期原因），继上会审核重启后受理是否重启，6月将是重要观察窗口。**重视投资端改革行动方案落地预期，有望催化券商板块行情。**4月中旬以来，证监会、交易所按新“国九条”各条要求相继出台投行业务系列制度、加强上市券商监管、减持、退市、程序化交易、投资者保护等相关制度，目前第七条“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”尚未有具体方案落地，23年8月证监会提到正研究制定投资端改革行动方案，其中引导中长期资金入市是资本市场投资端改革的重要一环。从监管各项新规近期落地速度来看，投资端改革行动方案落地或渐行渐近，预计将对中长期资金入市做系统安排，有望催化券商板块行情。

**投资建议：**展望今年6-8月，我们认为在大盘突破前期压力平台（市场层面）/投资端深化改革（政策层面）/24Q2业绩大概率正增（业绩层面）等预期催化下，券商有望再迎“中期躁动”行情，当前板块布局性价比高。主线方面持续关注券商板块并购+国资增资主线，**建议关注相关标的：华泰证券、中国银河、中金公司。**

### 风险提示

1) 保险监管趋严：或对新单销售形成负面影响；2) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；3) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；4) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



## 内容目录

一、核心观点.....	3
1.1 保险.....	3
1.2 券商.....	3
二、核心数据追踪.....	5
2.1 市场回顾.....	5
2.2 数据追踪.....	5
三、行业及公司动态.....	7
3.1 上市券商并购进展.....	7
3.2 行业要闻.....	8
3.3 公司公告.....	8
风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: 保险公司静态 PEV (截至 5.31) .....	3
图表 2: 保险公司 PB (MRQ, 截至 5.31) .....	3
图表 3: 证券板块估值走势 .....	4
图表 4: 上市券商 PB (LF) 估值 .....	4
图表 5: 本周非银金融子行业表现 .....	5
图表 6: 核心标的周涨跌幅 .....	5
图表 7: 周度日均 A 股成交额 (亿元) .....	5
图表 8: 月度日均股基成交额 (亿元) 及增速 .....	5
图表 9: 融资融券余额走势 (亿元) .....	6
图表 10: 各月权益公募新发份额 (亿份) .....	6
图表 11: 各月股权融资规模 (亿元) 及增速 .....	6
图表 12: 各月债承规模 (亿元) 及增速 .....	6
图表 13: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份) .....	6
图表 14: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份) .....	6
图表 15: 长端利率走势 (%) .....	7
图表 16: 债券指数累计涨跌幅 .....	7
图表 17: 上市券商并购进展 .....	7
图表 18: 重点公司公告 .....	8



## 一、核心观点

### 1.1 保险

**10年期国债收益率合理区间约在2.5%至3%叠加预定利率有望继续下调，保险利差损无需过度担忧。**一方面，金融时报发文称：结合中国当前经济潜在增长率来看，据国务院发展研究中心原副主任刘世锦、复旦大学经济学院院长张军等多位学者测算，中国经济潜在增速仍在5%左右，而目前10年期国债利率只有2.3%左右，若未来通胀接近10年平均2%左右的水平测算，实际利率与潜在增速相比也明显偏低。即便考虑到近年来我国经济正处于转型期，央行加大了逆周期调节力度，实际利率水平进一步下行，从这个角度来充分估算，目前长期限国债利率水平也是较低的。从疫情平稳转段后的市场运行实践看，2.5%至3%是10年期国债收益率的合理区间。另一方面，根据深蓝保报道，多家保险公司高管及精算师表示“虽然监管还未明确通知，但预定利率大概率会继续下调，目前基本不再开发3.0%定价的产品，已经着手准备2.5%定价的产品”，资产负债两端驱动下上市险企利差损无需过度担忧。

**短期市场情绪反复，保险股跟随大盘调整，逢低配置价值依然较高。**展望后续，市场或逐渐转向基本面验证期，后续保险股估值持续修复的动力来自于：一是，Q2利润在低基数+股市向上的推动下，预计将实现高增长；部分公司Q2NBV也有望实现正增长，好于预期。二是，当前央行有意稳定国债利率，后续随着超长期特别国债的陆续发行，长端利率有望回到合理区间，叠加监管引导下预定利率将进一步下调，保险股基于利差的估值压制有望释放。

建议关注：①资产端、负债端表现均较为稳健的中国太保A/H；②负债端高弹性的低估值标的中国太平H；③防御属性突出的稳增长标的中国财险；④利润高弹性的低估值互联网财险标的众安在线。

图表1：保险公司静态PEV（截至5.31）

		最大值	最小值	均值	中位数	PEV估值	2018年来分位数	2023股息率	2023分红比例
A股	中国人寿A	1.56	0.57	0.88	0.84	0.70	16%	1.4%	58%
	中国平安A	1.74	0.47	1.00	1.06	0.56	12%	5.6%	37%
	中国太保A	1.36	0.35	0.72	0.67	0.52	29%	3.5%	36%
	新华保险A	1.44	0.28	0.66	0.63	0.41	23%	2.6%	30%
H股	中国人寿H	0.85	0.17	0.41	0.36	0.23	11%	4.3%	58%
	中国平安H	1.75	0.36	0.96	1.05	0.47	10%	6.8%	37%
	中国太保H	1.08	0.21	0.52	0.47	0.34	27%	5.5%	36%
	新华保险H	0.95	0.14	0.37	0.32	0.18	10%	5.8%	30%
	友邦保险H	2.60	0.98	1.90	1.93	1.29	3%	2.7%	37%
	中国太平H	1.01	0.09	0.35	0.27	0.15	21%	3.6%	17%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所 注：最大值/最小值/均值/中位数均为自2018年或上市之日开始计算，平安、友邦分红比例为营运利润口径；静态估值为当天市值/上一年末内含价值

图表2：保险公司PB（MRQ，截至5.31）

		最大值	最小值	均值	中位数	PB估值	2018年来分位数	2023股息率	2023分红比例
A股	中国人寿	3.91	0.85	1.40	1.16	0.95	10%	2.9%	30%
	中国平安	1.31	0.38	0.59	0.48	0.44	29%	6.3%	30%
H股	中国财险	1.74	0.59	0.92	0.84	0.88	59%	5.3%	44%
	众安在线	14.54	0.74	2.73	2.14	0.88	1%	/	/

来源：wind，国金证券研究所 注：最大值/最小值/均值/中位数均为自2018年或上市之日开始计算

### 1.2 券商

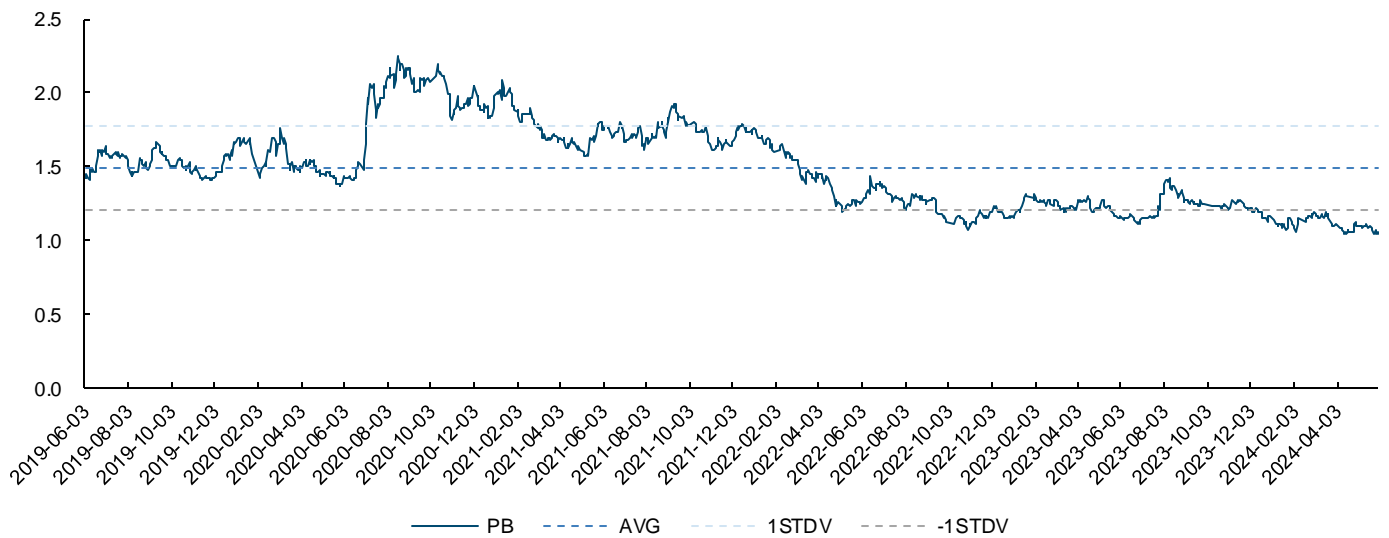
**5月券商基本面压力仍大，投行业务或曙光乍现？6月将是重要观察窗口。**5月市场交投活跃度有所下滑，临近月末缩量明显，5月股基日均成交额同/环比分别-3.3%/-1.4%。权益产品销售持续低迷，5月股混公募新发份额同/环比分别-41.6%/-19.9%。严把发行上市



准入的监管形势下，券商投行业务特别是 IPO 业务缩量显著，以上市日口径看，5 月 A 股 IPO 企业仅三家，合计募资规模仅 8.6 亿元，为 2016 年 2 月以来单月新低，今年前 5 月 IPO 融资规模同比-83%，包括再融资在内的股权融资规模同比-73%。5 月 31 日，上交所上市委审议会议通过了科创板拟 IPO 企业联芸科技的发行上市申请，这是新“国九条”出台后首个成功过会的 IPO 项目。今年以来沪深交易所 IPO 申报仍零受理，6 月一般为 IPO 申报高峰期（因拟 IPO 企业财务数据有效期原因），继上会审核重启后受理是否重启，6 月将是重要观察窗口。

**重视投资端改革行动方案落地预期，有望催化券商板块行情。**4 月中旬以来，证监会、交易所按新“国九条”各条要求相继出台投行业务系列制度、加强上市券商监管、减持、退市、程序化交易、投资者保护等相关制度，目前第七条“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”尚未有具体方案落地，23 年 8 月证监会提到正研究制定投资端改革行动方案，其中引导中长期资金入市是资本市场投资端改革的重要一环。从监管各项新规近期落地速度来看，投资端改革行动方案落地或渐行渐近，预计将对中长期资金入市做系统安排，有望催化券商板块行情。

图表3：证券板块估值走势



来源：wind，国金证券研究所

图表4：上市券商 PB (LF) 估值

排名	上市券商	PB↓	PB分位	排名	上市券商	PB	PB分位	排名	上市券商	PB	PB分位
1	华林证券	4.73	4.1%	18	方正证券	1.47	44.2%	35	财通证券	0.97	0.2%
2	首创证券	4.47	61.6%	19	红塔证券	1.40	0.5%	36	国金证券	0.93	0.2%
3	锦龙股份	3.71	28.6%	20	光大证券	1.25	35.8%	37	长江证券	0.93	1.6%
4	东方财富	2.73	0.3%	21	中国银河	1.22	23.0%	38	国海证券	0.92	0.3%
5	信达证券	2.67	4.6%	22	中原证券	1.19	1.5%	39	东方证券	0.92	0.4%
6	太平洋	2.36	61.1%	23	中泰证券	1.17	0.5%	40	兴业证券	0.86	0.2%
7	中信建投	2.23	2.4%	24	招商证券	1.13	4.8%	41	广发证券	0.85	0.1%
8	财达证券	1.86	1.1%	25	申万宏源	1.12	22.7%	42	哈投股份	0.84	14.3%
9	华鑫股份	1.76	27.2%	26	西部证券	1.08	22.5%	43	东北证券	0.84	1.3%
10	国联证券	1.72	22.6%	27	中信证券	1.07	0.7%	44	国泰君安	0.83	2.2%
11	中金公司	1.70	1.0%	28	天风证券	1.05	11.7%	45	国元证券	0.81	2.8%
12	南京证券	1.69	4.2%	29	山西证券	1.04	2.8%	46	华西证券	0.80	0.4%
13	国盛金控	1.69	57.3%	30	国信证券	1.03	4.7%	47	东吴证券	0.79	0.4%
14	湘财股份	1.60	4.5%	31	华安证券	1.03	1.0%	48	华泰证券	0.79	2.5%
15	浙商证券	1.59	20.4%	32	长城证券	1.01	0.6%	49	国投资本	0.78	0.2%
16	中银证券	1.56	0.5%	33	西南证券	1.00	9.8%	50	华创云信	0.78	7.1%



排名	上市券商	PB↓	PB分位	排名	上市券商	PB	PB分位	排名	上市券商	PB	PB分位
17	第一创业	1.51	1.5%	34	东兴证券	0.98	10.3%	51	海通证券	0.66	1.3%

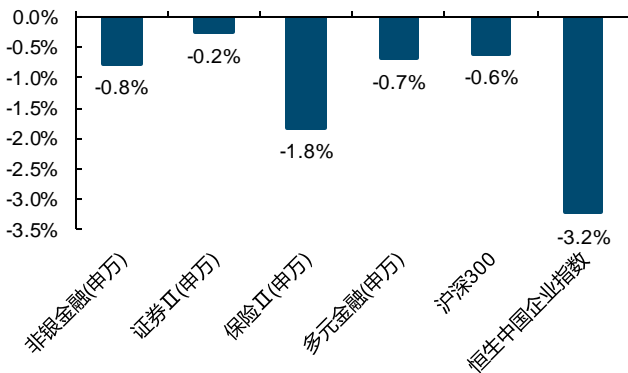
来源: wind, 国金证券研究所 注: PB分位自2019年开始计算

## 二、核心数据追踪

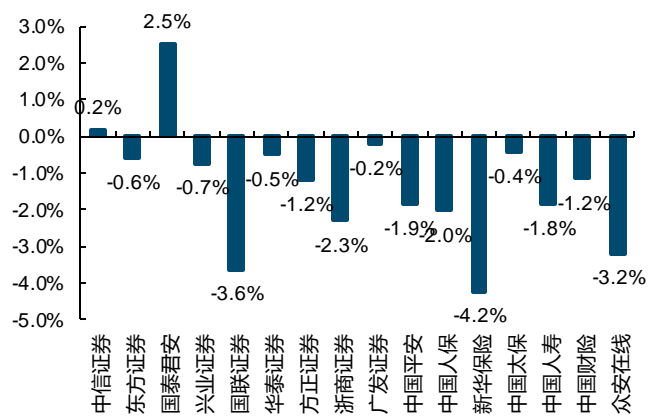
### 2.1 市场回顾

本周 A 股整体回调, 沪深 300 指数-0.6%, 非银金融(申万)-0.8%, 跑输沪深 300 指数 0.2pct, 其中证券、保险、多元金融分别-0.2%、-1.8%、-0.7%, 超额收益分别为+0.4pct、-1.2pct、-0.1pct。从核心个股表现来看, 本周国泰君安、中信证券表现较好, 分别+2.5%、+0.2%。

图表5: 本周非银金融子行业表现



图表6: 核心标的周涨跌幅



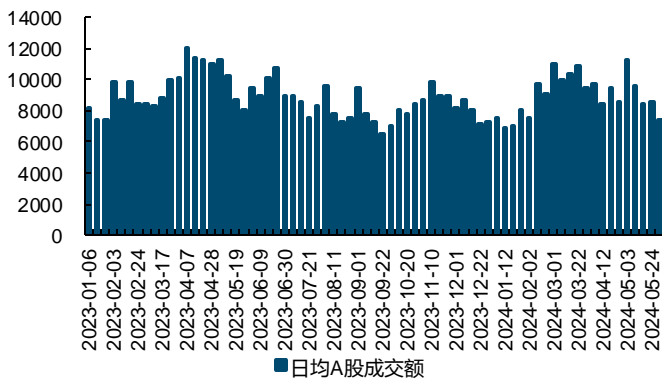
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

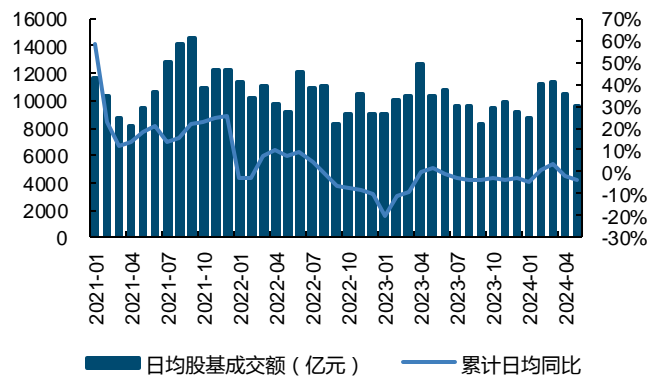
### 2.2 数据追踪

**券商: 1) 经纪业务:** ①交投: 本周 A 股日均成交额 7360 亿元, 环比-13.6%。24 年 1-5 月日均股基成交额 10196 亿元, 同比-3.3%。②代销: 24 年 1-5 月新发权益类公募基金份额合计 899 亿份, 同比-37.6%。**2) 投行业务:** ①股权承销: 24 年 1-5 月股权承销规模同比-73.4%。②债券承销: 24 年 1-5 月债券承销规模同比-2.8%。**3) 资管业务:** 截止 4 月末, ①券商资管 5.6 万亿元, 较上月末+5.4%。②非货公募 17.3 万亿元, 较上月末+3.8%。其中, 权益类公募 6.9 万亿元, 较上月末+2.3%。③私募基金 19.9 万亿元, 较上月末-1.9%。

图表7: 周度日均 A 股成交额 (亿元)



图表8: 月度日均股基成交额 (亿元) 及增速

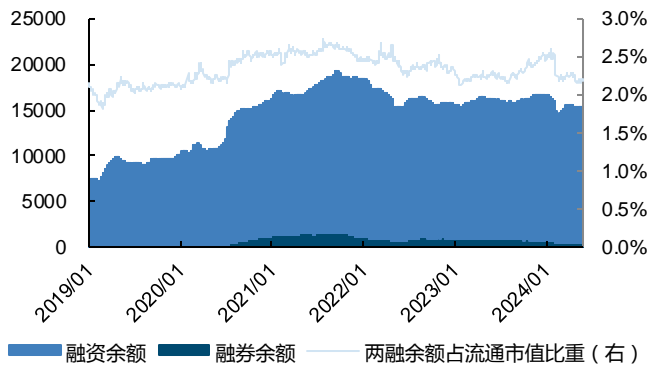


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

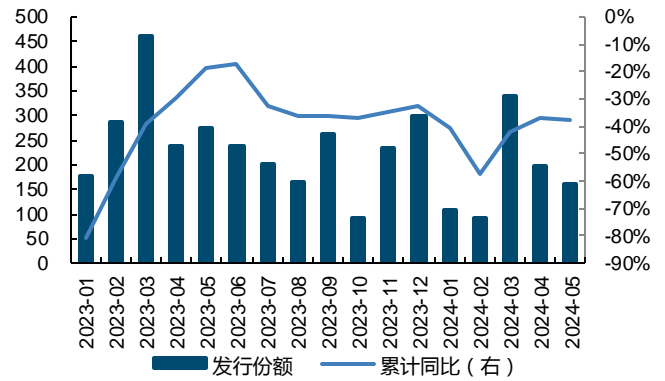


图表9: 融资融券余额走势 (亿元)



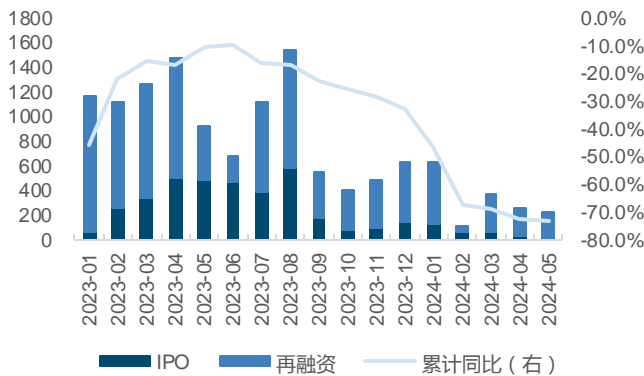
来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 各月权益公募新发份额 (亿份)



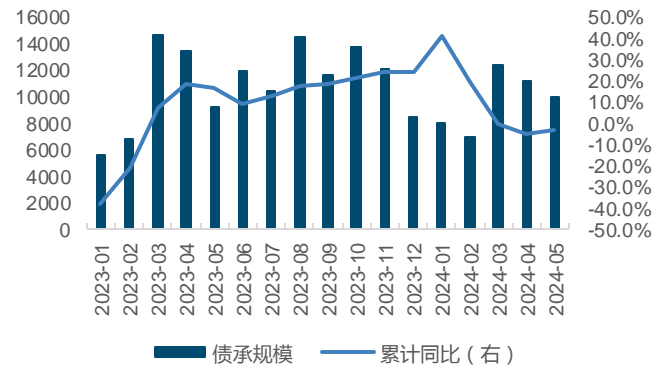
来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 各月股权融资规模 (亿元) 及增速



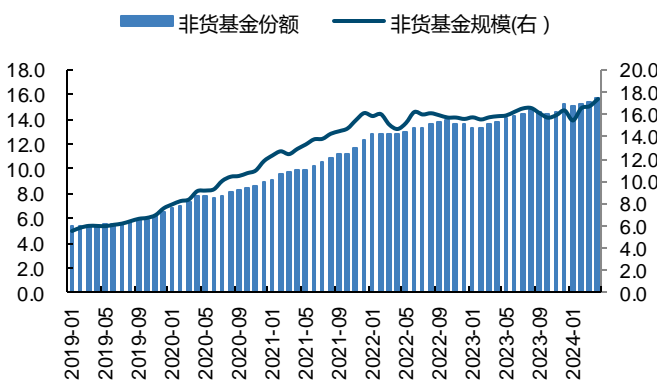
来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 各月债承规模 (亿元) 及增速



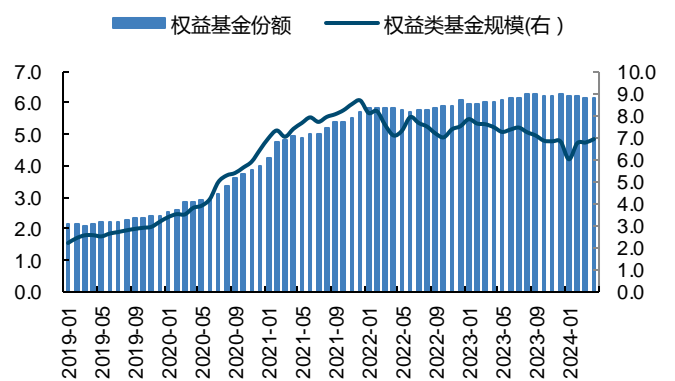
来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)

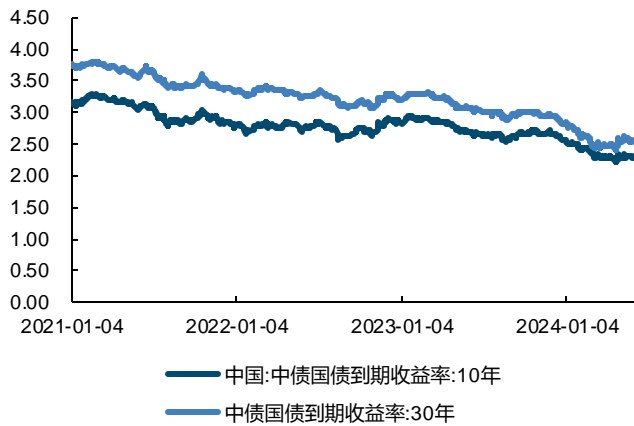


来源: wind, 国金证券研究所

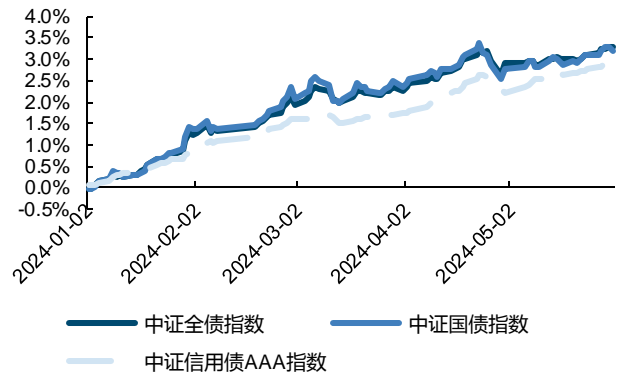
保险: 本周 10 年期国债到期收益率-2.1bps 至 2.29%, 30 年期国债到期收益率+0.4bps 至 2.56%。本周中证全债指数、中证国债指数、中证信用债 AAA 指数分别+0.15%、+0.09%、+0.18%



图表15: 长端利率走势 (%)



图表16: 债券指数累计涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

### 三、行业及公司动态

#### 3.1 上市券商并购进展

图表17: 上市券商并购进展

序号	并购相关方	日期	相关/最新进展
1	国联证券/民生证券	2024/4/26	国联证券发布公告称, 正在筹划通过发行 A 股股份的方式收购民生证券控制权并募集配套资金, 公司自 4 月 26 日起停牌。
		2024/5/14	公司拟通过发行 A 股股份的方式向国联集团、泮泉峪等 46 名交易对方购买其合计持有的民生证券 100.00% 股份, 并募集配套资金。
2	方正证券/平安证券	2022/12/19	证监会核准中国平安成为方正证券实际控制人, 要求方正证券应当督促实际控制人中国平安切实履行责任, 就解决同时控制方正证券和平安证券等问题在一年内制定并上报方案, 明确时间表和路线图, 并在 5 年内完成规范整改。
		2023/12	据证券时报报道, 券商中国记者从知情人士了解到, 证监会要求就解决同时控制方正证券和平安证券等问题在一年内制定方案已经上报。
		2024/3	中国平安和方正证券分别在 2023 年度业绩说明会上表述, 相关工作正在推进中, 将及时按照监管要求履行信息披露义务。
3	浙商证券/国都证券	2024/3/29	浙商证券董事会审核通过公司拟受让重庆信托等 5 家公司合计持有的 19.15% 国都证券的股份, 公司与上述 5 家公司签订了《股份转让协议》。
		2024/5/10	拟参与国都证券 7.42% 股份的竞拍。
4	华创证券/太平洋证券	2022/5	华创证券以 17.26 亿元竞得 7.44 亿股太平洋证券股票。
		2023/9	证监会受理华创证券变更为太平洋证券主要股东或者实际控制人的申请。
		2023/12	证监会披露太平洋证券股份有限公司变更主要股东反馈意见, 要求在 30 个工作日内对 3 个问题提供书面回复: 一是请拟入股股东说明是否已就入股太平洋履行完备的决议程序, 包括但不限于上市公司决议和信息披露程序; 二是 2023 年 9 月, 拟入股股东因投行业务部分撤否项目内控意见未有效落实、内核委员会履职不尽责等问题, 被证监会出具警示函, 请其说明是否已对相关问题进行整改; 三是请拟入股股东梳理自营业务、资管业务及子公司管理等情况, 并对是否存在风险进行评估。
		2024/1	据华创云信 2023 年年报披露, 2024 年 1 月公司股东大会审议通过, 华创证券将在中国证监会核准股东资格后, 到法院领取执行裁定书, 办理股权过户手续, 并拟在太平洋证券董事会换届时取得相应董事席位, 成为其控股股东。

来源: 证监会官网、各公司公告, 国金证券研究所



### 3.2 行业要闻

#### 【新“国九条”出台后首家！联芸科技科创板 IPO 申请成功过会】

5月31日，上交所发布的公告显示，当天召开的上市委审议会议通过了科创板拟IPO企业联芸科技的发行上市申请，这是新“国九条”出台后首个成功过会的IPO项目。本次审核会议也是上交所2月5日以后时隔近4个月的首场IPO审核会。联芸科技也成为了新“国九条”出台后首家过会的科创板拟IPO企业。

(来源：央广网)

#### 【上交所：推动指数化投资发展 持续壮大长期投资力量】

近日，上海证券交易所暨中证指数有限公司指数专家委员会会议成功召开。会议由指数专家委员会主席、北京大学光华管理学院院长刘俏教授主持，十余位专家委员会成员围绕指数发展规划、指数体系构建、指数管理维护重要事项等议题展开交流讨论。各位专家委员一致认为，中央金融工作会议要求“加快投资端改革”，新“国九条”指出“推动指数化投资发展”，为做好指数工作指明方向。指数连接着上市公司、金融产品和投资者，是资本市场高质量发展的重要一环，能够有效推动树立理性投资、价值投资、长期投资理念。在经济运行整体回升向好的有力支撑下，上市公司质量不断提高，境内指数和指数化投资发展正处于战略机遇期，未来发展空间十分广阔。

(来源：上交所官网)

#### 【金融监管总局：一季度末保险公司总资产 32.9 万亿元，较年初增长 4.4%】

5月31日，金融监管总局发布2024年一季度银行业保险业主要监管指标数据情况显示，2024年一季度末，保险公司总资产32.9万亿元，较年初增加1.4万亿元，较年初增长4.4%。其中，产险公司总资产2.9万亿元，较年初增长4.4%。人身险公司总资产28.6万亿元，较年初增长4.4%。再保险公司总资产7751亿元，较年初增长3.8%。保险资管公司总资产1209亿元，较年初增长14.9%。保险业综合偿付能力充足率为195.6%，核心偿付能力充足率为130.3%。其中，财产险公司、人身险公司、再保险公司的综合偿付能力充足率分别为234.1%、186.2%、264.4%；核心偿付能力充足率分别为206.3%、113.5%、229.1%。

(来源：慧保天下)

#### 【中共中央政治局：推动金融监管真正做到“长牙带刺”、有棱有角】

5月27日，中共中央政治局召开会议，其中一项议程是审议《防范化解金融风险问责规定(试行)》。会议强调，要切实抓好《规定》的贯彻落实，坚持严字当头，敢于较真碰硬，敢管敢严、真管真严，释放失责必问、问责必严的强烈信号，推动金融监管真正做到“长牙带刺”、有棱有角，将严的基调、严的措施、严的氛围在金融领域树立起来并长期坚持下去。

(来源：观潮财经)

【财政部：近几年农业保险保费补贴每年按 10% 以上速度增长】5月31日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍在全国全面实施三大粮食作物完全成本保险和种植收入保险政策有关情况。财政部副部长廖岷表示，近几年，农业保险保费补贴每年按10%以上的速度在增长，重点服务保障国家粮食安全。2023年中央财政拨付三大粮食作物保费补贴约200亿元，提供风险保障超过8000亿元，中央财政资金放大的倍数达到58倍，本次政策扩大到全国以后，各级财政将多给农户补贴约100亿元。

(来源：观潮财经)

### 3.3 公司公告

图表18：重点公司公告

日期	公司	公告内容
一、证券板块		
2024.5.28	华鑫股份	拟在2024年中期相应期间持续盈利、累计未分配利润为正、现金流可以满足正常经营且满足现金分红条件、不影响公司正常经营和持续发展的情况下，根据实际情况在2024年半年度报告或第三季度报告披露后适当增加一次中期分红。公司以届时利润分配方案实施公告确定的股





日期	公司	公告内容
		权登记日总股本为基数，预计派发现金红利总金额不超过相应期间归属于上市公司股东的净利润的30%。
2024.5.31	光大证券	为进一步优化营业网点布局，光大证券股份有限公司（以下简称公司）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。
2024.5.31	财通证券	公司可转债本次转股价格调整实施日期为2024年6月7日。2024年5月31日“财通转债”暂停转股，自2024年6月7日起，“财通转债”转股价格由11.34元/股调整为11.24元/股，并于同日恢复转股。
<b>二、保险板块</b>		
2024.5.31	新华保险	公司审议通过了《关于子公司董事长候选人的议案》，同意推荐秦泓波先生为新华资产管理股份有限公司董事长候选人。
2024.5.31	中国平安	公司董事会审议通过了《关于选举第十三届董事会董事长的议案》，同意选举马明哲继续出任公司第十三届董事会董事长。此外，会议逐项审议通过了《关于续聘公司管理层的议案》，同意续聘谢永林出任公司联席首席执行官、总经理，蔡方方出任公司副总经理。

来源：各公司公告，国金证券研究所

## 风险提示

1) 保险监管趋严：或对新单销售形成负面影响；2) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；3) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；4) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究