

# 红利为锚，助力资本市场长期发展

投资评级：推荐（维持）

---金融行业2025年度投资策略报告

华龙证券研究所 银行/非银金融行业

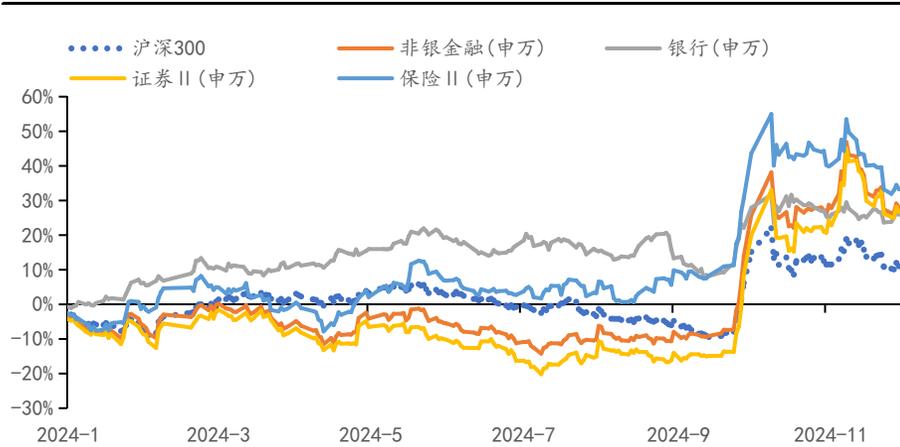
分析师：杨晓天

SAC执业证书编号：S0230521030002

邮箱：yangxt@hlzq.com

2024年12月04日

## 2024年市场走势



## 相关报告

《金融周报：近期关注地方债发行对银行资产端的影响》 2024. 11. 25

《金融周报：市值管理指引助力长期资金入市 利好银行和券商板块》

2024. 11. 18

《证券行业2024年三季度报综述：自营收益率回升 市场+政策望拉动券商业绩估值双增》 2024. 11. 15

### 市场表现 (2024. 11. 29)

(单位：%)

指数	1M	3M	12M
沪深300	-2.31	17.83	15.66
非银金融(申万)	-0.01	43.14	36.34
银行(申万)	-0.82	5.19	27.35
证券II(申万)	3.61	52.15	36.85
保险II(申万)	-7.47	24.44	38.25

- 银行：银行板块具备股价稳定和高股息率特点，高股息+股价稳定的投资逻辑有望在未来几年持续催化，有望成为机构投资的重点方向。化债背景下，银行资产负债表潜在修复机会提升。
- 2024年9月24号后，一揽子提振经济的政策密集落地，系列政策密集出台有利于稳定银行资产质量改善预期、同时也释放后续信贷稳定增长和信号，看好2025年银行板块的绝对收益机会。银行板块高股息+股价稳定性情况排名申万一级行业第一，风险收益指标明显占优，在政策持续推进险资、社保资金入市的基础上，上市银行具备较强的长期资金配置价值，与长期资金适配性较强。预计2025年政策持续推进将提升长期资金对银行板块的配置规模，高股息+股价稳定的投资逻辑有望在未来几年持续催化。
- 化债背景下，银行资产负债表潜在修复机会提升。化债或将影响银行净息差和信贷增速，资产质量改善和社会总体利率下行的背景下，银行板块高股息投资价值进一步提升，资产质量改善将有效提升银行未来的信贷投放节奏，上市银行板块估值有望受益于资产结构改善而逐步提升。
- 银行板块具备股价稳定和股息率较高特点，有望成为机构投资的重点方向。银行板块迎来长期投资的配置机遇期，维持行业“推荐”评级。关注股息较高稳定性较强的国有大行，以及化债影响下资产质量改善叠加高股息的城农商行标的。关注标的：农业银行（601288.SH）、建设银行（601939.SH）、常熟银行（601128.SH）、苏州银行（002966.SZ）、杭州银行（600926.SH）、上海银行（601229.SH）。

- **券商：**券商行业并购重组节奏加快，政策催化及长期资金入市将有助于上市券商估值和业绩提升，券商板块迎来戴维斯双击机会。四季度以来股票市场日均成交额接近2万亿，两融余额超过1.8万亿元至年内高点。截至2024年11月29日，证券指数PB估值为1.51倍，十年区间估值分位数为39%，仍处于合理区间。9月国新办新闻发布会和政治局会议要求提振资本市场，预计2025年券商泛财富管理和投资类业务将持续受益，证券行业利润逐季改善，2025年基本面有望延续提升态势。券商行业并购重组节奏加快，上市券商相关标的有望受益，同时带动券商板块估值提升。政策催化及长期资金入市将有助于上市券商估值和业绩提升，获得戴维斯双击机会，维持行业“推荐”评级。建议关注：1. 受益于行业集中度提升的龙头标的：华泰证券(601688.SH)、中信证券(600030.SH)；2. 受益于并购重组预期提升标的：国泰君安(601211.SH)、浙商证券(601878.SH)、国联证券(601456.SH)等。
- **保险：**资本市场构建“长钱长投”制度体系背景下，保险资金入市力度有望加强，2025年上市险企有望在基本面改善和投资端配置迎来机遇。保险业新“国十条”提出要“服务实体经济、发挥保险资金长期投资优势”，保险权益资产中FVOCI模式占比有望提升，将进一步增强保险投资端收益率稳定性。资本市场构建“长钱长投”制度体系背景下，保险资金入市力度有望加强。建议关注上市险企基本面改善和投资端配置机会，维持行业“推荐”评级。关注标的：中国平安(601318.SH)、新华保险(601336.SH)。
- **风险提示：**监管改革趋严风险；资本市场波动风险；业绩不及预期风险；宏观经济下行风险；黑天鹅等不可控风险；数据统计偏差风险；保险赔付超预期风险。

# 目录

1

金融行业2024年度复盘

2

银行板块高股息投资逻辑具备长期持续性

3

券商板块基本面有望提升，并购重组仍是行业催化剂

4

2025年保险板块负债压力望缓解，投资端具备更大空间

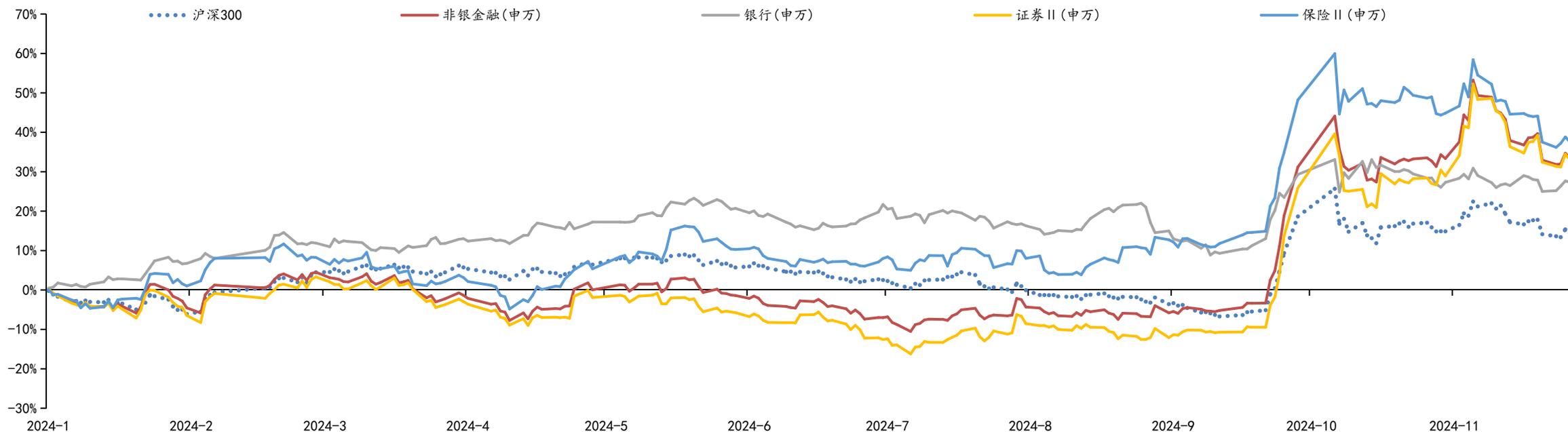
5

风险提示

## 1.1 金融指数整体跑赢沪深300指数

- 截至2024年11月29日，沪深300指数全年涨幅为15.66%，银行指数上涨27.35%，非银金融指数上涨36.34%，证券指数上涨36.85%，保险指数涨幅至38.25%。A股日均成交额前三季度相对平稳，四季度大幅放量，年初至11月29日日均成交额为10086亿元，相对2023年日均8772亿元增幅为14.97%。

图1：2024年以来金融各行业股价表现相对强势

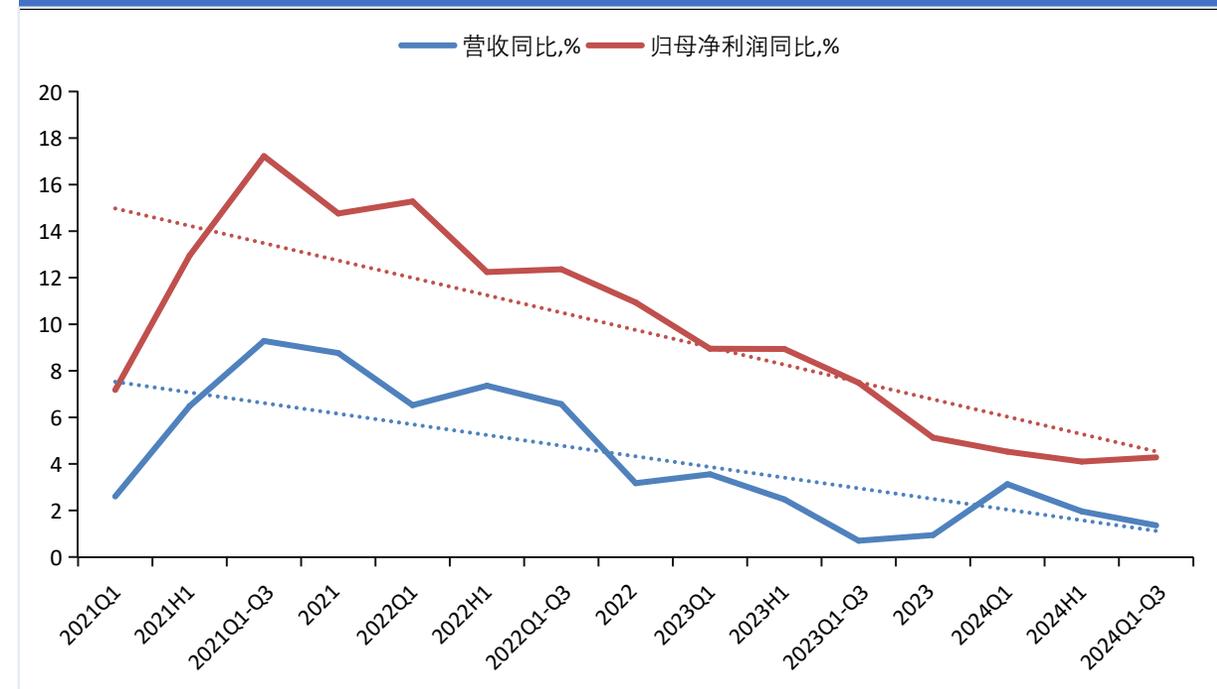


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

## 1.2 银行板块受益于负债下行+投资端发力

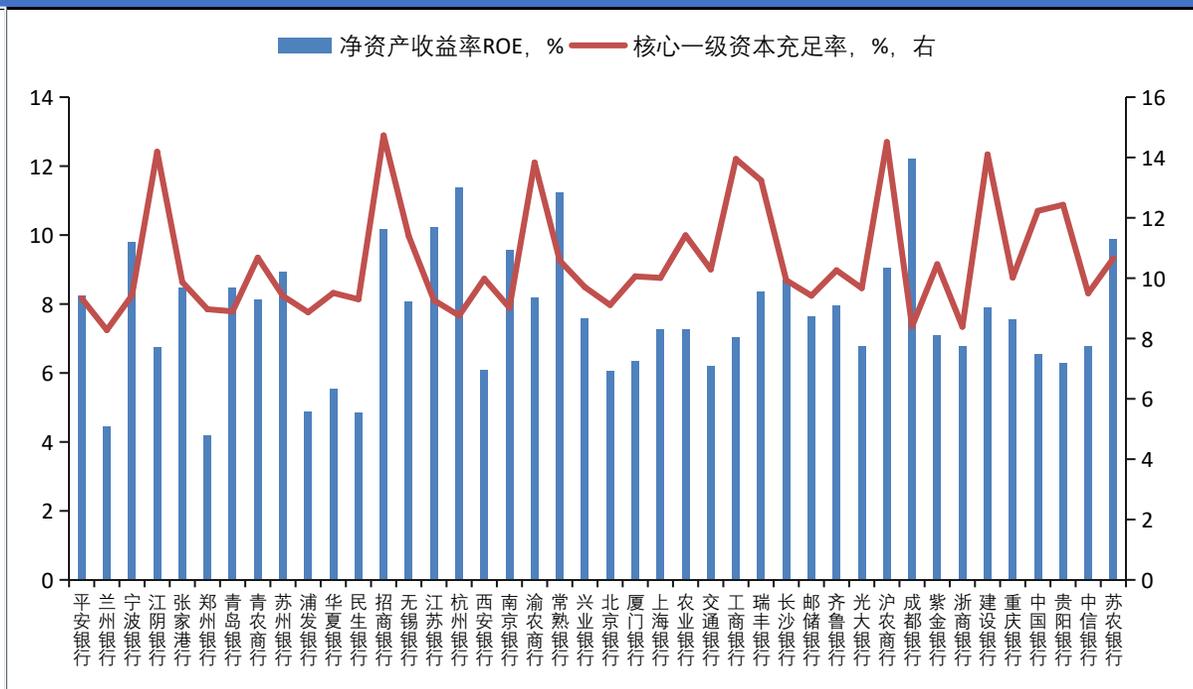
- 2024年银行板块涨幅相对沪深300涨幅明显超额，受益于多轮存款挂牌利率下调带来的负债成本改善，以及债市利率下行带来的投资端收益，上市银行2024Q1-Q3业绩增速边际回升。上半年资产荒背景下，银行板块受益高股息逻辑获得超额收益，9月后增量政策密集出台，11月以来财政政策发力以及化债政策公布，银行板块的经济修复带来的资产质量改善预期提升。

图2：上市银行业绩降幅趋于稳定



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图3：上市银行ROE与核心资本充足率

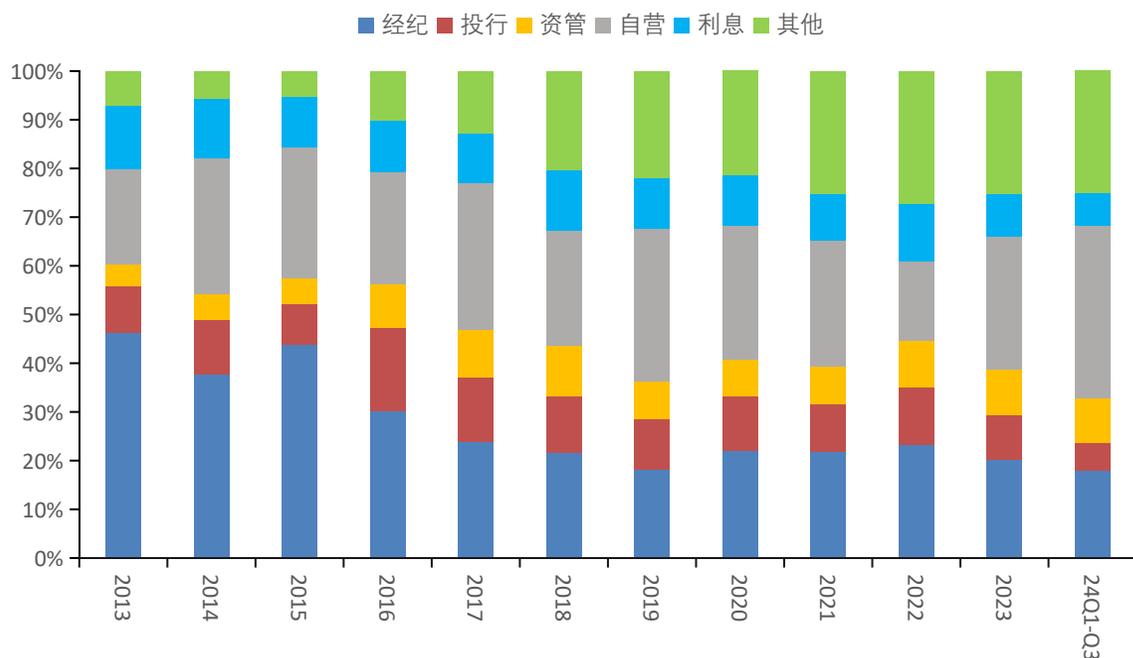


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

### 1.3 券商板块业绩景气度回升

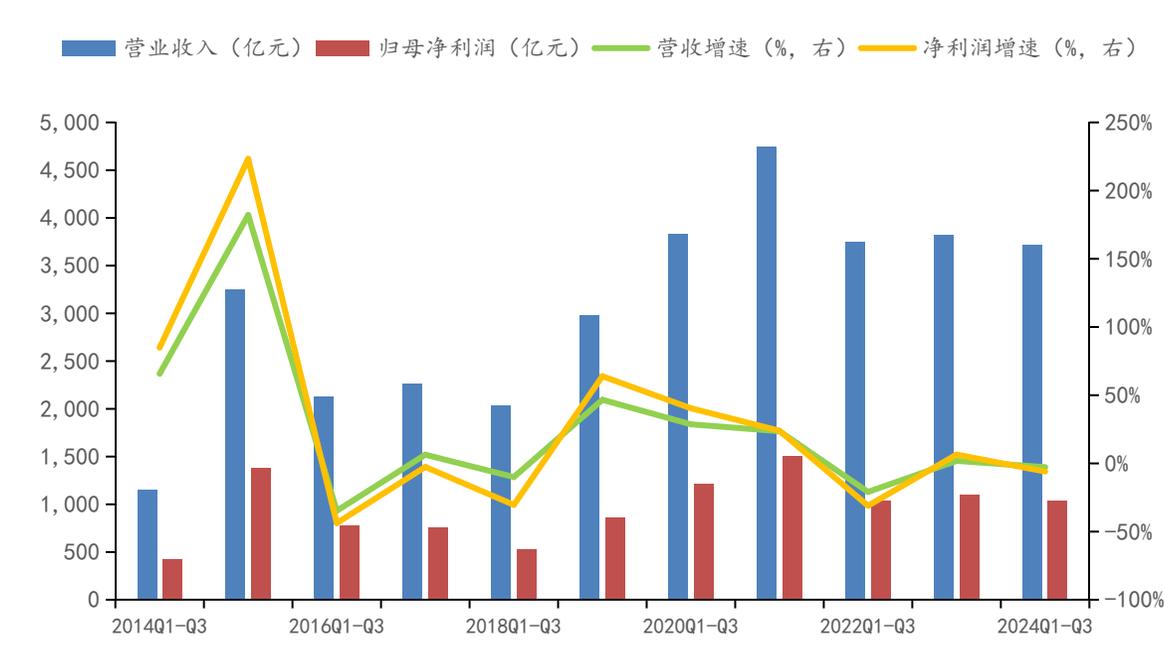
- 2024年前三季度，43家上市券商合计实现营业收入3714亿元，同比下降2.75%；归母净利润1034亿元，同比下降5.9%。2024Q3，43家上市券商合计实现营业收入1364亿元，同比增长21.0%，环比Q2增长5.6%；归母净利润395亿元，同比增长40.8%，环比Q2增长14.1%。2024年受一揽子增量政策刺激，短期扩需求的方案叠加大量的改革、结构调整的方案，增量政策持续落地，提振市场信心，带动2024年券商板块景气度回升。

图4：上市券商业务结构



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图5：券商板块历年Q1~Q3总体业绩

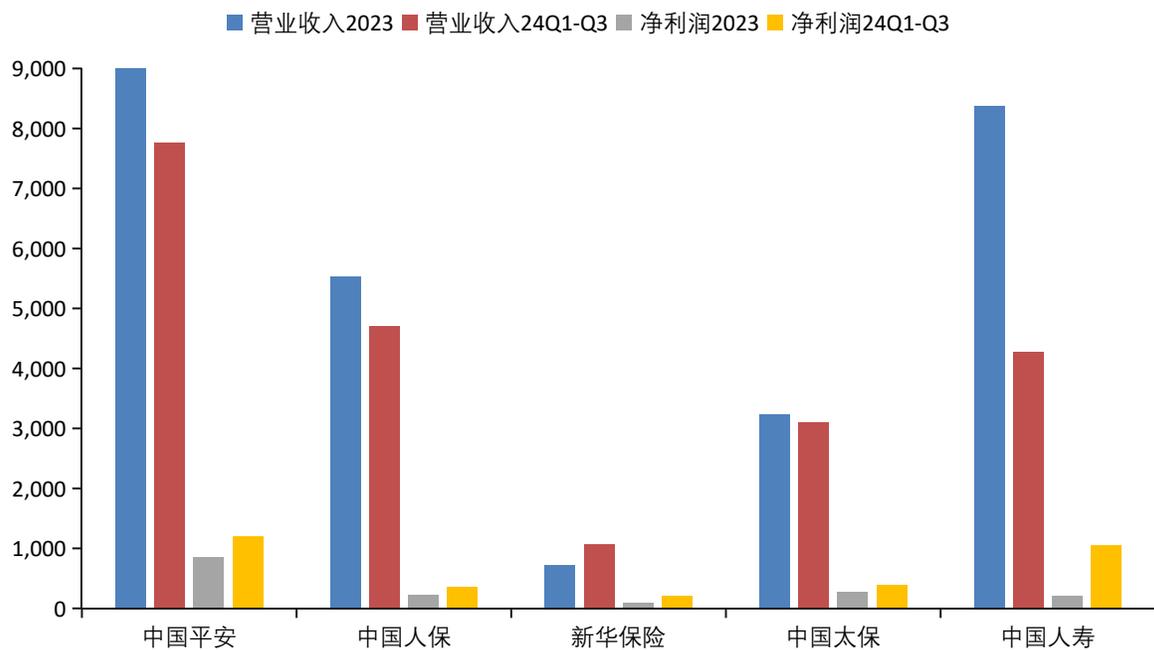


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

### 1.4 投资端拉动下，保险板块业绩高增

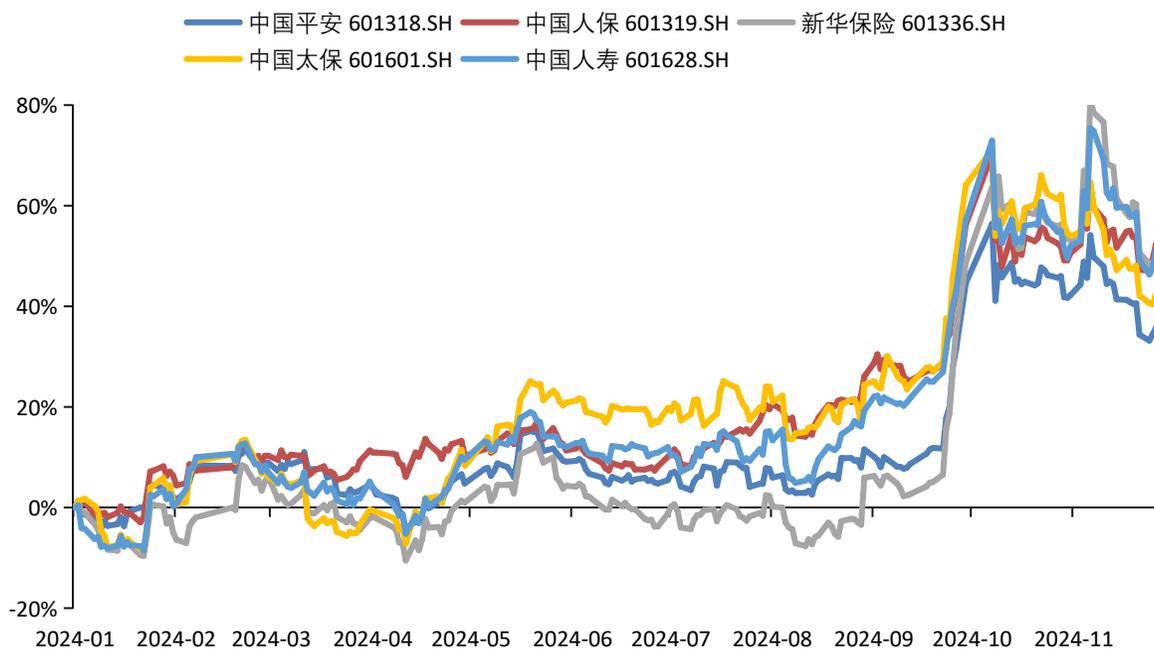
- 上市险企2024年前三季度净利润实现强劲增长。中国平安、中国人保、新华保险、中国太保、中国人寿前三季度归母净利润分别同比36.1%、77.2%、116.7%、65.5%、544.8%。9月24日一系列政策组合拳相继推出以来，保险公司业绩表现优异，带动保险股整体表现较好。

图6：上市险企营收情况（亿元）



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图7：上市险企股价涨跌情况



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

# 目录

1

金融行业2024年度复盘

2

银行板块高股息投资逻辑具备长期持续性

3

券商板块基本面有望提升，并购重组仍是行业催化剂

4

2025年保险板块负债压力望缓解，投资端具备更大空间

5

风险提示

## 2.1 政策引导上市公司分红，鼓励长期资金入市，银行高股息逻辑受益

- 政策导向下，银行等高股息上市公司在资产端和资金端双向受益。资产端在政策指导下，加强分红比例和分红稳定性，提升资产的长期稳定性，资金端支持保险、社保基金等长期资金入市。银行板块稳定高分红与长期资金持仓需要契合度较高，形成良性循环。

表1：长期资金入市及提升上市公司分红政策协同配合

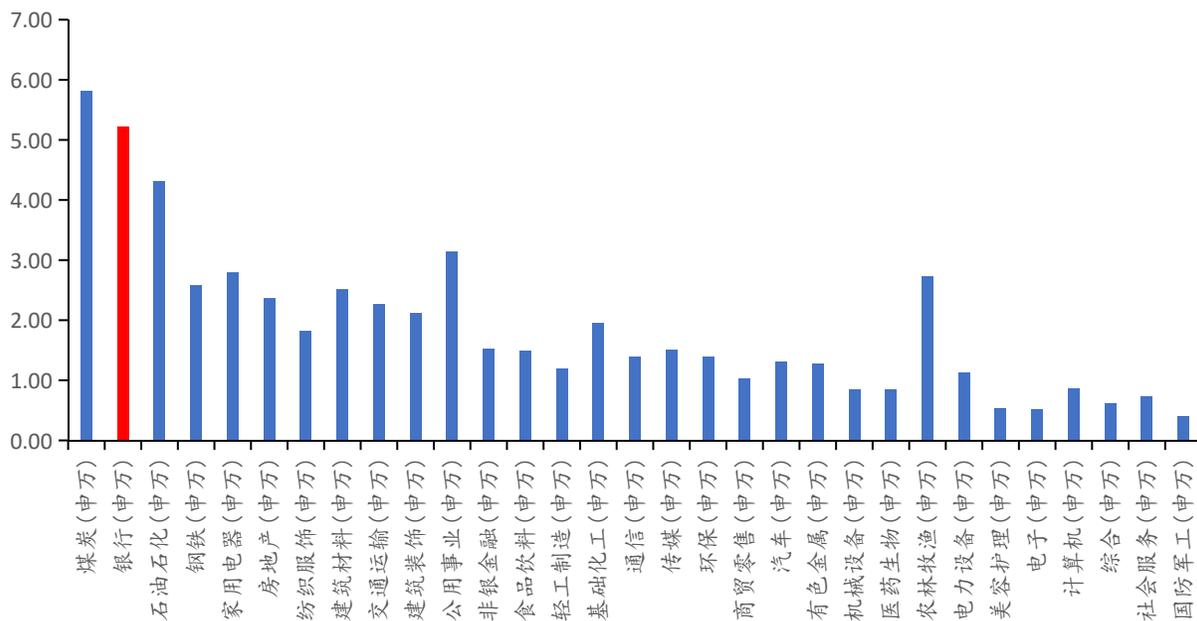
资产端	资金端
新“国九条”强化了对各板块分红的约束标准，要求多年未分红或分红比例偏低的公司限制大股东减持并实施风险警示；同时鼓励分红优质公司推动提高股息率，支持多次分红和预分红。	7月三中全会支持长期资金入市，完善上市公司分红激励约束机制。
《上市公司现金分红》指引：对不分红、财务投资规模较大但分红比例不高的公司，通过强化披露要求督促分红；便利公司中期分红实施程序，鼓励公司增加现金分红频次；加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。	9月政治局会议要求要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。
9月24日，金融三部门提出补充大型银行资本金。	央行互换便利及回购增持再贷款政策提供了对A股核心资产增量资金。
市值管理新规提及了中证A500等主要指数成份股公司纳入应当制定市值管理制度的范畴，并对长期破净公司披露估值提升计划等提出专门要求。	中央金融办和中国证监会发布了《关于推动中长期资金入市的指导意见》：建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向，推动中长期资金投资规模和比例明显提升。

数据来源：国务院/证监会/中证报等，华龙证券研究所整理

## 2.1 政策引导上市公司分红，鼓励长期资金入市，银行高股息逻辑受益

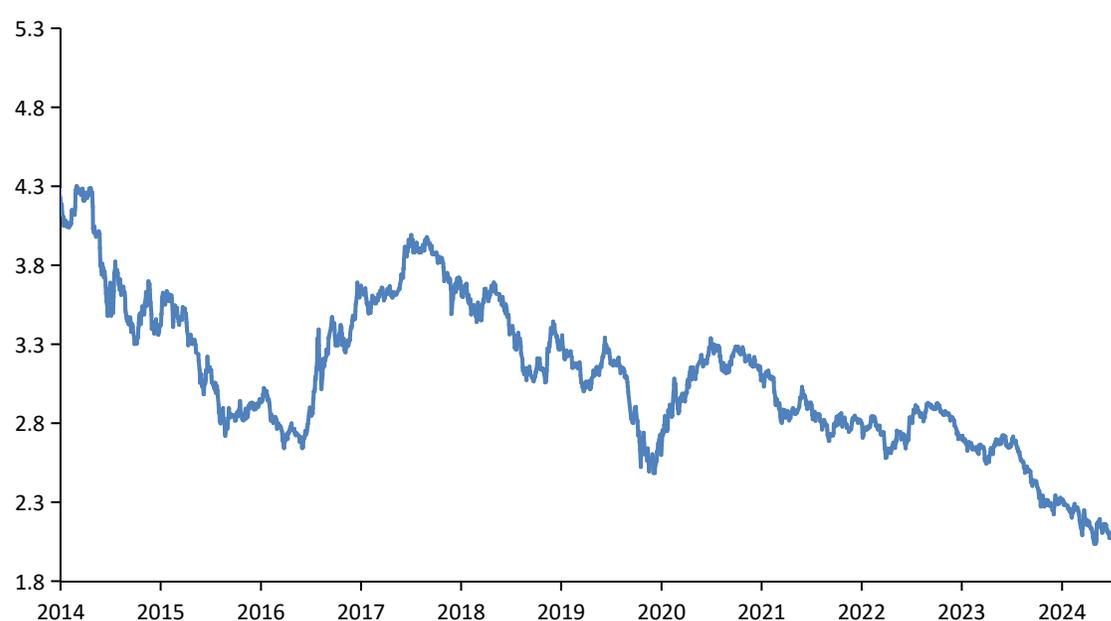
- 银行高股息的配置价值凸显，叠加低波动特性，与长期资金契合度较高。截至11月29日，申万银行指数股息率为5.15%，近五年股息率维持在5.22%，相较于11月29日10年期国债收益率的2.03%溢价3.19%，位于历史高位水平，类固收资产配置价值凸显。在市场整体风险偏好下行的背景下，银行高股息+低波动的资产属性将提升长期资金持续配置的价值。

图8：银行板块近5年股息率位于一级行业前列



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图9：中国10年期国债收益率持续下行(%)



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

## 2.1 政策引导上市公司分红，鼓励长期资金入市，银行高股息逻辑受益

- 2023年10月底证监会公布《现金分红指引》为起点，A股红利资产关注度持续提升。2023年11月1日至2024年11月29日区间，银行板块最大回撤指标位于31个申万一级行业第一位，夏普比及风险溢价指标均位居行业第一。优异的风险收益指标体现了银行板块稳定的投资收益性价比，股价回撤风险较小能够契合长期资金对资产稳定性的要求。
- 11月29日，银行板块股息率位居申万一级行业第二位，仅次于煤炭板块，同时高股息行业中，银行板块具备较高的夏普值，体现了银行板块高分红条件下，资本利得性价比比较高，股价稳定性较强。

图10：2023年11月至今，风险收益指标显示银行投资性价比较高

证券简称	最大回撤	Sharpe (年化)	风险溢价	股息率(近12个月)
银行(申万)	-11.68	1.17	15.79	5.14
建筑装饰(申万)	-24.90	0.22	8.02	2.59
煤炭(申万)	-25.25	0.45	6.15	5.92
家用电器(申万)	-21.09	0.87	4.83	3.41
石油石化(申万)	-20.63	0.14	4.12	4.61
非银金融(申万)	-19.82	0.86	3.89	1.75
公用事业(申万)	-14.20	0.43	3.85	2.54
交通运输(申万)	-15.12	0.47	3.82	3.07
有色金属(申万)	-25.68	0.31	3.21	1.85
纺织服饰(申万)	-28.16	-0.20	2.95	3.55
食品饮料(申万)	-33.08	-0.39	2.76	3.03
环保(申万)	-27.70	0.20	2.39	1.60
基础化工(申万)	-26.41	-0.13	2.16	1.72
社会服务(申万)	-33.70	0.08	2.08	1.03
汽车(申万)	-27.86	0.38	2.04	1.52
农林牧渔(申万)	-28.14	-0.24	2.00	0.83
建筑材料(申万)	-32.75	-0.28	1.85	2.78
轻工制造(申万)	-32.99	-0.09	1.84	2.33
钢铁(申万)	-25.68	-0.11	1.68	2.48
机械设备(申万)	-27.08	0.35	1.26	1.38
通信(申万)	-22.88	0.84	1.16	1.95
医药生物(申万)	-31.36	-0.33	1.08	1.57
电力设备(申万)	-27.50	0.22	1.04	1.47
商贸零售(申万)	-32.46	0.25	0.85	1.53
美容护理(申万)	-34.58	-0.21	0.82	1.51
传媒(申万)	-36.32	0.42	0.50	1.73
房地产(申万)	-34.71	0.11	0.38	1.44
电子(申万)	-32.21	0.55	-0.15	0.73
综合(申万)	-36.79	0.29	-0.37	1.27
国防军工(申万)	-31.90	0.33	-0.58	0.58
计算机(申万)	-39.02	0.40	-0.62	0.73

数据来源：Wind, 华龙证券研究所

## 2.2 银行资产质量有望持续改善

- 2024年以来各类利率政策频出，年内三次下调LPR，同时存款挂牌利率两轮下调，存量房贷按揭利率下调，MLF和OMO利率分别两次下调，4月禁止手工贴息等政策降低银行负债利率。政策引导社会融资成本趋势下行，银行负债成本在存款利率协同下行，以及禁止手工贴息、严控同业存款利率等政策的催动下稳步调降，有效缓解了银行负债压力。

表2：2024年政策引导利率调整

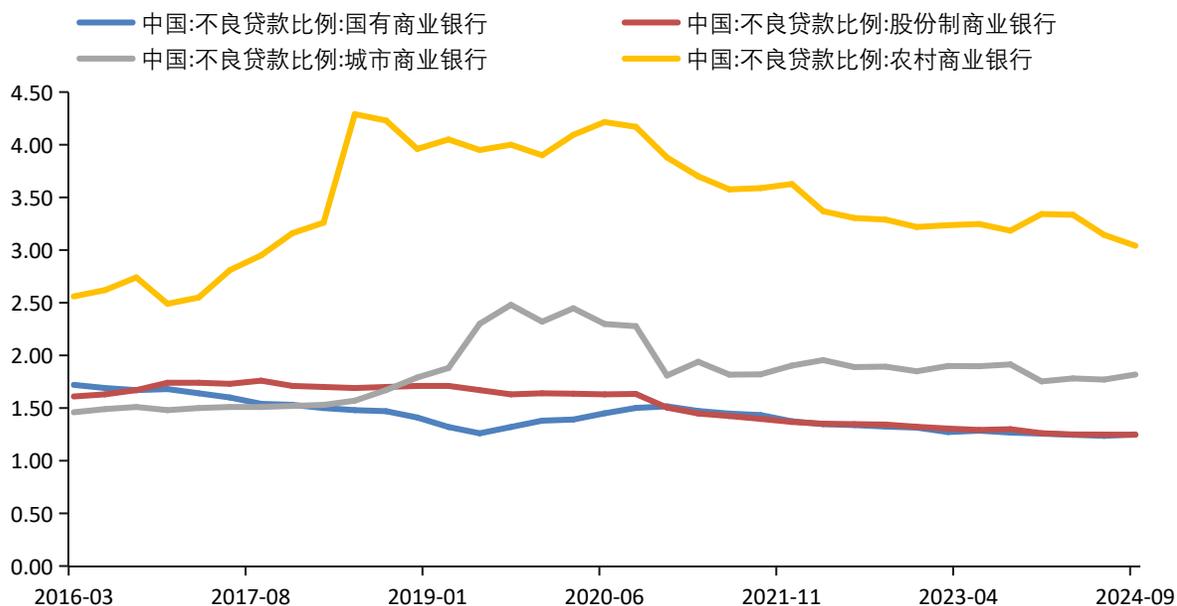
LPR下调	MLF下调	OMO下调	房贷利率下调	手工贴息	存款利率下调
2024年2月，5Y LPR下调25bp	2024年7月，MLF下调20bp	2024年7月，OMO-7天下调10bp	2024年9月，三部门发布会宣布将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近	2024年4月，市场利率定价自律机制发布倡议，要求银行业金融机构禁止通过手工贴息的方式高息揽储，于4月底前完成整改	2024年7月，活期下调5bp、1Y及以下10bp、2Y及以上20bp
2024年7月，1Y、5YLPR均下调10bp	2024年9月，MLF下调30bp	2024年9月，OMO-7天下调20bp	2024年10月，存量按揭利率批量下调落地，统一调整至 LPR-30BP		2024年10月，活期下调5bp，整存整取定期存款挂牌利率普遍下调 0.25个百分点
2024年10月，1Y、5YLPR均下调25bp					

数据来源：新华社/中国证券报等，华龙证券研究所整理

## 2.2 银行资产质量有望持续改善

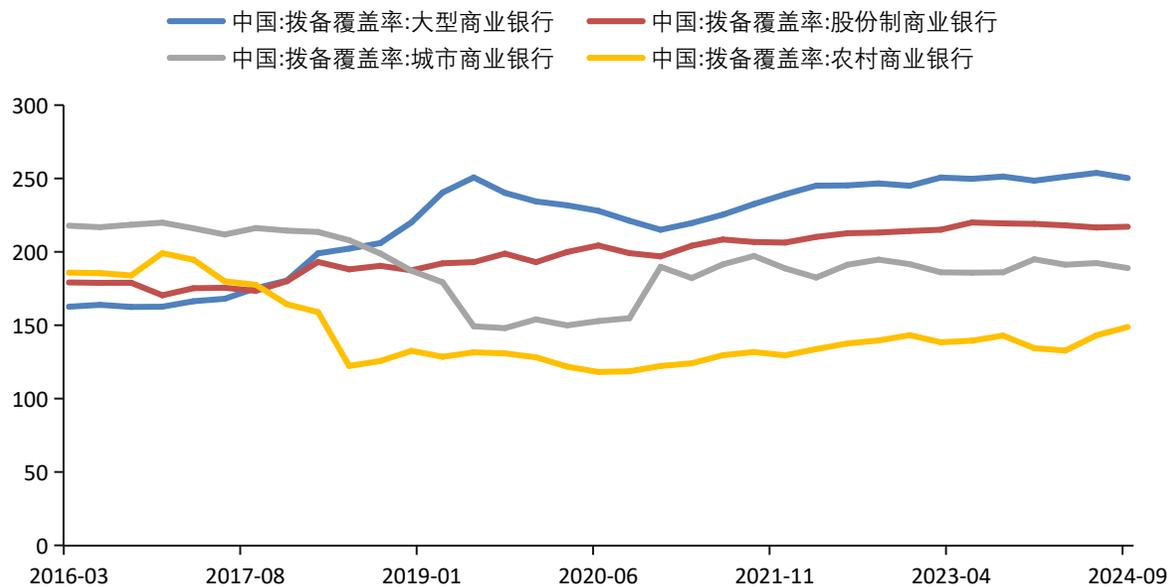
- 我国银行板块估值走势及不良生成率变动具备一定协同性，不良生成下降往往带来估值修复。2024年以来政策方向引导银行降低风险，通过化债等方式提升银行资产结构质量，资产质量改善能够提升银行拨备覆盖率，拨备覆盖率逐步趋于稳定，基本面持续改善背景下，银行信贷投放空间有望在2025年得到提升。

图11：银行不良率下行趋缓，%



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图12：银行拨备覆盖率趋于稳定，%

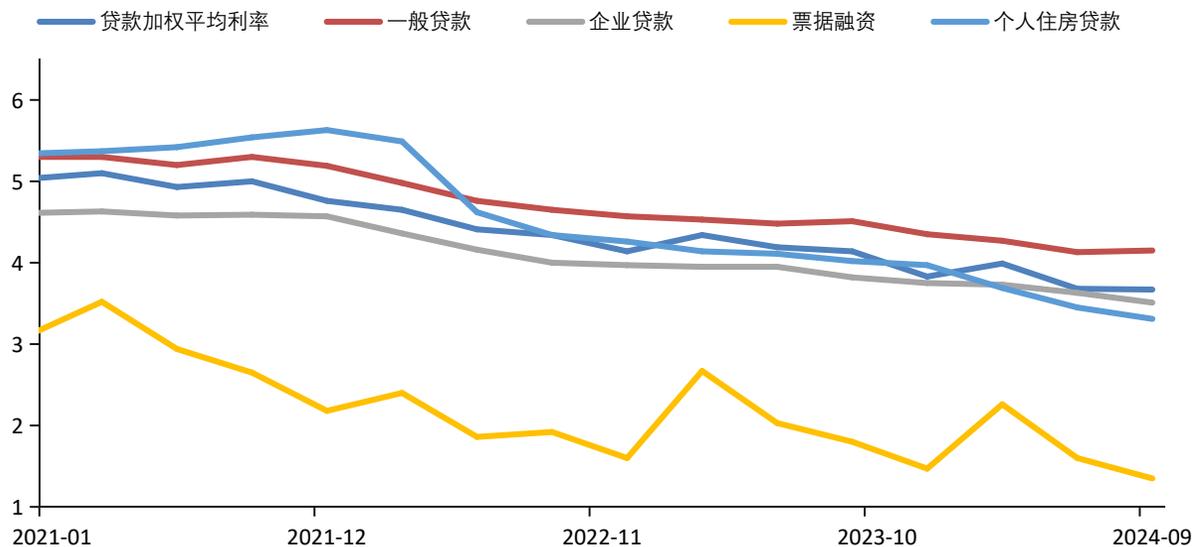


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

## 2.2 银行资产质量有望持续改善

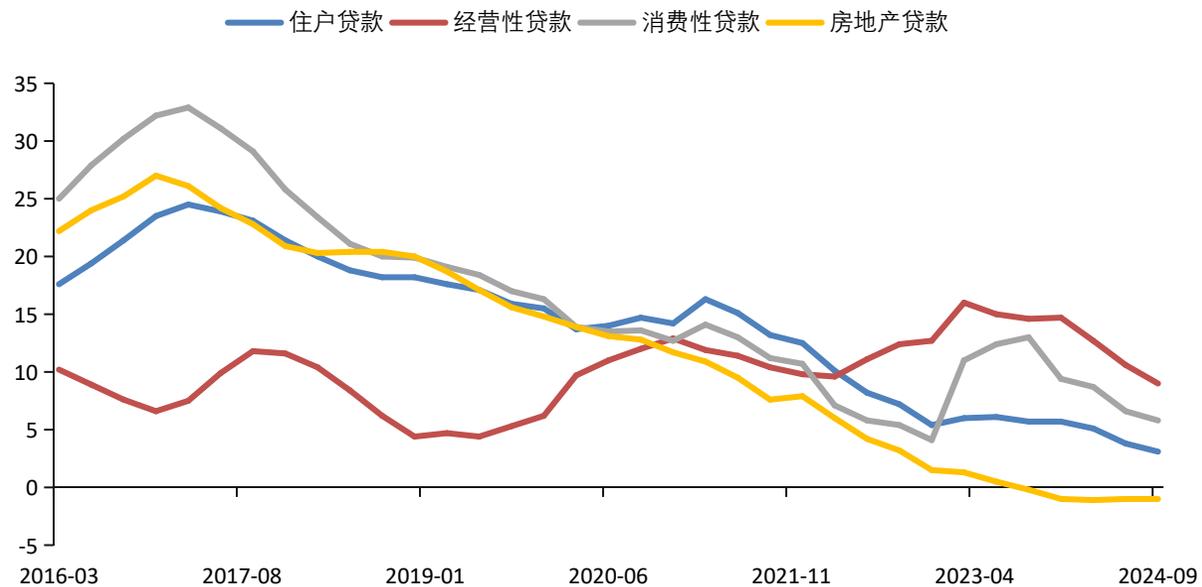
- 2024年以来，央行明确金融机构需淡化“规模情结”、“信贷增长已由供给约束转为需求约束”，在有效信贷需求明显偏弱的背景下，银行扩表速度持续下行。经济复苏趋势未见明显拐点之前，企业新增投资动力趋向于稳定，居民加杠杆与加强消费意愿不强。2025年在政策不断持续落地的节奏下，预计银行信贷投放将逐步提升，信贷增速逐步趋于稳定。

图13：银行业各类贷款加权平均利率，%



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图14：银行业各类贷款增速，%



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

## 2.2 银行资产质量有望持续改善

- 11月8日，十四届全国人大常委会第12次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，明确10万亿元的隐性债务置换。地方隐性债务置换将影响银行息差，但地方政府隐性债务化解的同时，将提升银行资产质量，资产质量的改善将带来信贷增速及规模的提升，能够有效缓解利息收入下降的影响。

图15：上市银行房贷敞口

	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1		2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
中国银行	7.89%	7.73%	7.68%	7.77%	7.61%	7.38%	7.37%	南京银行	4.26%	4.15%	4.10%	4.03%	3.82%	3.41%	3.09%
工商银行	4.98%	4.51%	4.22%	4.21%	4.06%	3.89%	3.95%	杭州银行	7.69%	6.46%	6.15%	5.64%	4.72%	4.56%	4.11%
建设银行	4.72%	4.46%	4.35%	4.20%	4.15%	4.08%	4.05%	成都银行	7.24%	6.27%	7.03%	6.54%	6.65%	6.17%	5.22%
农业银行	5.48%	5.11%	4.49%	4.52%	4.37%	4.07%	3.91%	郑州银行	12.93%	11.92%	10.49%	9.94%	8.59%	8.09%	7.76%
交通银行	6.02%	6.40%	6.97%	7.13%	6.50%	6.15%	6.39%	苏州银行	3.51%	3.62%	3.90%	3.96%	4.93%	5.74%	8.20%
兴业银行	8.67%	7.61%	6.98%	7.14%	7.76%	8.01%	8.42%	青岛银行	9.59%	8.70%	9.21%	8.08%	7.90%	7.55%	7.00%
浦发银行	7.28%	6.92%	6.65%	6.57%	6.38%	6.89%	7.18%	兰州银行	9.15%	9.00%	8.55%	8.58%	8.97%	8.95%	8.72%
民生银行	10.34%	8.91%	8.54%	8.77%	8.70%	7.90%	7.70%	长沙银行	3.97%	3.32%	3.09%	2.56%	2.53%	2.94%	3.13%
招商银行	7.51%	7.21%	6.70%	6.21%	5.60%	5.02%	5.04%	青农商行	14.06%	13.00%	11.26%	10.37%	9.32%	8.34%	5.60%
邮储银行	2.11%	2.15%	2.54%	2.93%	3.12%	3.11%	3.30%	西安银行	6.47%	5.31%	4.91%	4.86%	5.05%	5.03%	4.97%
中信银行	6.30%	5.86%	5.82%	5.38%	5.26%	4.72%	4.96%	重庆银行	4.19%	3.65%	3.26%	2.90%	2.66%	2.45%	2.34%
平安银行	10.14%	9.43%	9.24%	8.52%	8.02%	7.49%	7.58%	紫金银行	5.19%	5.11%	4.90%	4.79%	4.18%	4.29%	4.70%
浙商银行	13.58%	12.56%	12.12%	10.98%	10.51%	10.40%	10.38%	厦门银行	6.26%	4.33%	4.23%	4.20%	3.65%	3.98%	3.96%
光大银行	6.95%	5.97%	5.35%	5.00%	4.61%	4.38%	4.27%	渝农商行	0.98%	0.81%	0.74%	0.70%	0.52%	0.51%	0.66%
宁波银行	4.56%	4.24%	3.94%	8.05%	8.22%	9.22%	9.73%	齐鲁银行	4.65%	4.37%	3.35%	2.60%	1.89%	1.48%	1.34%
北京银行	9.13%	7.28%	6.04%	6.10%	6.09%	5.93%	5.62%	苏农银行	1.86%	1.52%	1.99%	2.09%	1.96%	2.24%	2.09%
上海银行	14.58%	12.75%	10.64%	9.94%	9.02%	8.94%	8.42%	瑞丰银行	0.42%	0.25%	0.73%	1.20%	1.71%	1.73%	1.90%
沪农商行	0.00%	17.83%	16.17%	14.98%	15.04%	14.71%	14.80%	常熟银行	0.75%	0.83%	0.94%	0.94%	0.96%	0.82%	0.76%
华夏银行	6.92%	5.69%	4.87%	4.60%	4.03%	4.19%	4.28%	无锡银行	0.82%	0.70%	0.65%	0.55%	0.62%	0.88%	0.96%
江苏银行	7.64%	6.49%	6.19%	5.57%	5.47%	4.56%	3.98%	张家港行	0.88%	0.80%	0.82%	0.97%	1.04%	1.22%	1.05%
贵阳银行	7.29%	7.47%	8.00%	8.91%	9.90%	11.45%	12.29%	江阴银行	0.18%	0.18%	0.24%	0.32%	0.74%	1.03%	0.90%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

### 2.3 银行板块2025年投资建议

- 银行板块具备股价稳定和高股息率特点，有望成为机构投资的重点方向。化债背景下，银行板块向风险要收益，资产负债表潜在修复机会提升。
- 2024年9月24号后，一揽子提振经济的政策密集落地，系列政策密集出台有利于稳定银行资产质量改善预期、同时也释放后续信贷稳定增长和信号，看好2025年银行板块的绝对收益机会。银行板块高股息+股价稳定性情况排名申万一级行业第一，风险收益指标明显占优，在政策持续推进险资、社保资金入市的基础上，上市银行具备较强的长期资金配置价值，与长期资金适配性较强。预计2025年政策持续推进将提升长期资金对银行板块的配置规模，高股息+股价稳定的投资逻辑有望在未来几年持续催化。
- 化债背景下，银行资产负债表潜在修复机会提升。化债或将影响银行净息差和信贷增速，资产质量改善和社会总体利率下行的背景下，银行板块高股息投资价值进一步提升，资产质量改善将有效提升银行未来的信贷投放节奏，上市银行板块估值有望受益于资产结构改善而逐步提升。
- 银行板块具备股价稳定和股息率较高特点，有望成为机构投资的重点方向。银行板块迎来长期投资的配置机遇期，维持行业“推荐”评级。关注股息较高稳定性较强的国有大行，以及化债影响下资产质量改善叠加高股息的城农商行标的。关注标的：农业银行（601288.SH）、建设银行（601939.SH）、常熟银行（601128.SH）、苏州银行（002966.SZ）、杭州银行（600926.SH）、上海银行（601229.SH）。

# 目录

1

金融行业2024年度复盘

2

银行板块高股息投资逻辑具备长期持续性

3

券商板块基本面有望提升，并购重组仍是行业催化剂

4

2025年保险板块负债压力望缓解，投资端具备更大空间

5

风险提示

### 3.1 政策持续催化，并购重组仍是行业发展主路径

- 2023年10月召开的中央金融工作会议明确提出“加快建设金融强国”“培育一流投资银行和投资机构”，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，明确“推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势”，适度拓宽优质机构资本空间，“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”。券商并购重组改革，将有助于提升业务规模化，行业集中度有望继续提升，无序竞争和同质化有望减少。

表3：部分券商并购进展情况

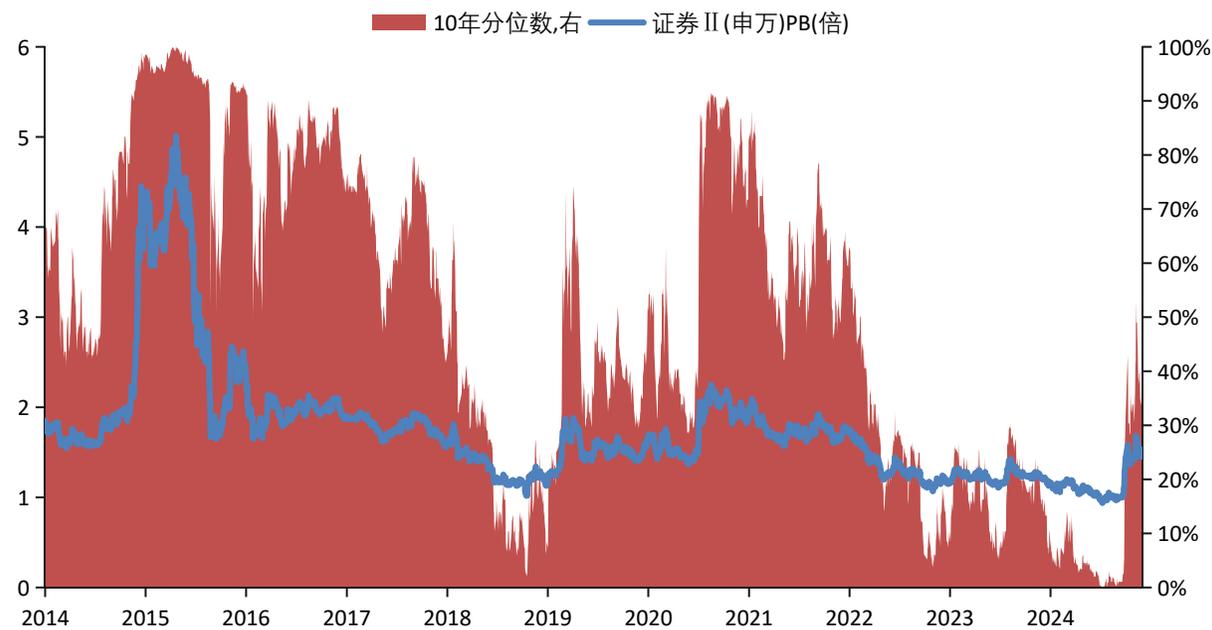
证券公司	并购标的	最新进展
国泰君安	海通证券	11月21日，国泰君安、海通证券发布合并重组报告书（草案），进一步明确合并重组细节，并披露将于12月13日召开股东大会。此次国泰君安将配套募集不超过100亿元资金，其中，计划用于合并后公司国际化业务、交易投资业务、补充营运资金的募集资金均不超过30亿元，拟用于数字化转型建设的资金不超过10亿元。
国联证券	民生证券	2024年9月，国联证券拟通过发行普通股A股股份的方式向国联集团、沅泉峪等45名交易对方购买其合计持有的民生证券99.26%股份，并募集配套资金。本次发行股份购买资产的发行价格除息前为11.31元/股，相应除息调整为11.17元/股；发行数量26.40亿股，占发行后上市公司总股本的比例为48.25%（不考虑配套融资）。本次募集配套资金拟向不超过35名特定投资者发行普通股A股股份不超过2.5亿股（含）、募集配套资金总额不超过20亿元（含）。
浙商证券	国都证券	12月3日，浙商证券发布公告，公司收到国都证券转发的证监会关于核准国都证券变更主要股东、实控人的批复文件，核准公司成为国都证券主要股东，核准公司实控人浙江省交通集团成为国都证券实控人，对公司依法受让国都证券19.97亿股股份（占国都证券股份总数34.25%）无异议。
西部证券	国融证券	2024年6月21日，西部证券宣布正在筹划以现金方式收购国融证券股份有限公司的控股权，具体收购比例将根据最终签订的股份转让协议确定。
华创证券	太平洋	2023年12月28日，华创证券母公司华创云信发布公告称，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。

数据来源：公司公告，华龙证券研究所整理

### 3.2 提振资本市场，券商基本面有望提升

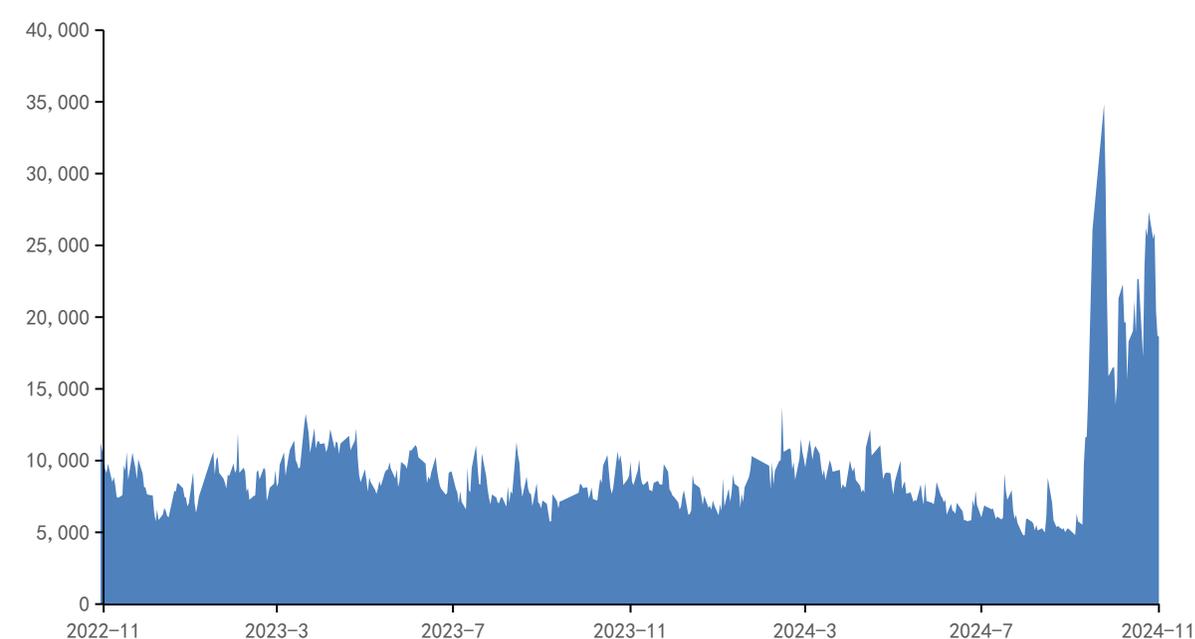
- 9月末国常会及金融三部门发布会政策后，A股成交量明显放量，由前三季度日均7972亿元大幅增至四季度（截至11月29日）日均19892亿元，两融余额由9月30日1.44万亿元提升至11月29日1.84万亿元，市场活跃度明显提升，有望带动券商经纪业务及投资类业务业绩大幅提升。证券指数PB估值为1.51倍，十年区间估值分位数为39%，仍处于合理区间。

图16：上市券商估值情况，截至2024年11月29日收盘



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图17：A股成交额明显放量(亿元)



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

### 3.3 券商板块2025年投资建议

- 券商行业并购重组节奏加快，政策催化及长期资金入市将有助于上市券商估值和业绩提升，券商板块迎来戴维斯双击机会。
- 截至2024年11月29日，证券指数PB估值为1.51倍，十年区间估值分位数为39%，仍处于合理区间。2024年10月，市场交投活跃度大幅提升，预计上市券商经纪、资管、自营等业务受益。9月国新办新闻发布会和政治局会议要求提振资本市场，预计2025年券商财富管理类和投资类业务将持续受益，证券行业利润逐季改善，2025年基本面有望延续提升态势。
- 四季度以来股票市场日均成交额接近2万亿，43家上市券商代理买卖证券款较年初高增，两融余额超过1.8万亿元至年内高点。监管政策改革持续落地，长期资金入市导向下流动性维持宽松。券商行业并购重组节奏加快，上市券商相关标的有望受益，同时带动券商板块估值提升。政策催化及长期资金入市将有助于上市券商估值和业绩提升，获得戴维斯双击机会，维持行业“推荐”评级。建议关注：1. 受益于行业集中度提升的龙头标的：华泰证券(601688.SH)、中信证券(600030.SH)；2. 受益于并购重组预期提升标的：国泰君安(601211.SH)、浙商证券(601878.SH)、国联证券(601456.SH)等。

# 目录

1

金融行业2024年度复盘

2

银行板块高股息投资逻辑具备长期持续性

3

券商板块基本面有望提升，并购重组仍是行业催化剂

4

2025年保险板块负债压力望缓解，投资端具备更大空间

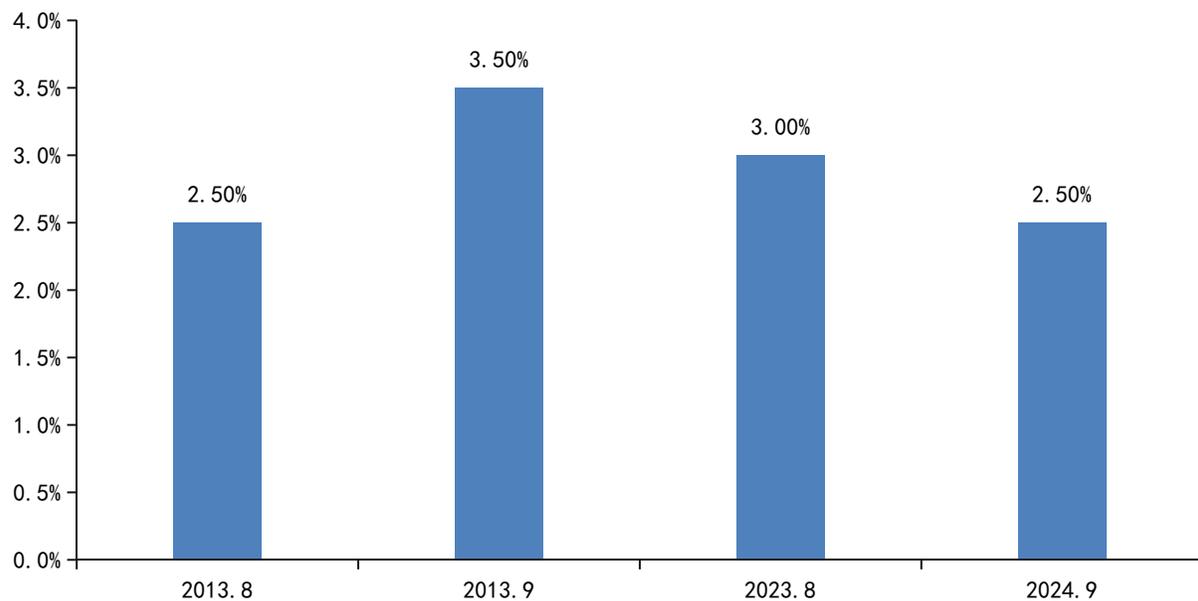
5

风险提示

### 4.1 上市险企负债成本有望受益于预定利率下行

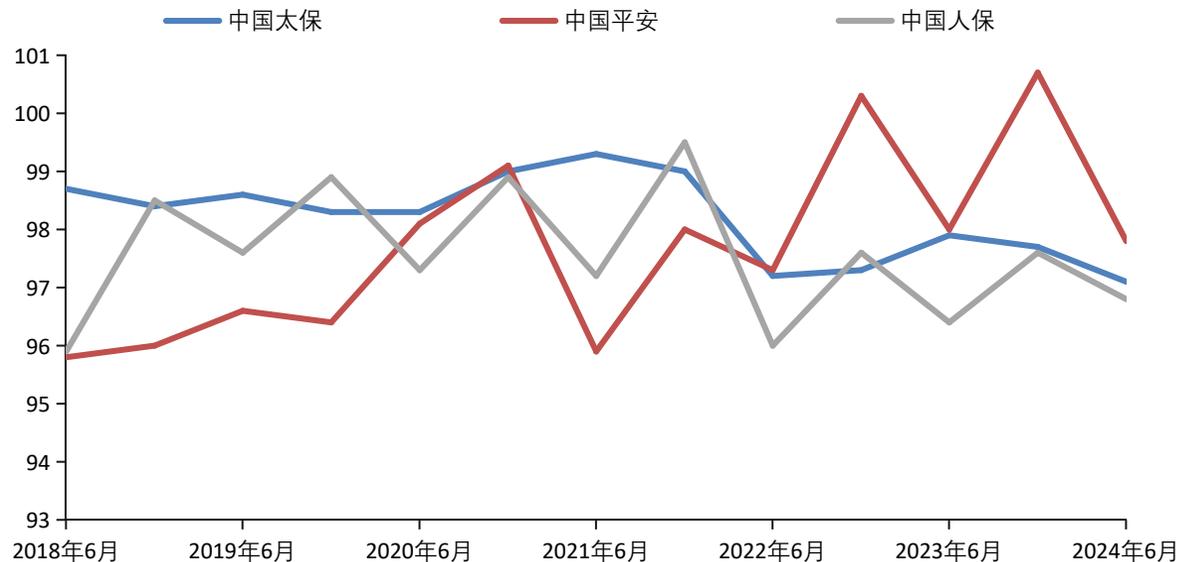
- 2024年8月，国家金融监管总局向业内发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，自9月1日起，普通型保险产品的预定利率上限由3.0%降至2.5%，而分红型保险和万能险的上限则在10月1日分别下调至2.0%和1.5%；并鼓励保险公司开发长期分红型保险产品。
- 未来险企预定利率与市场利率将挂钩并动态调整，参考5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。

图18：保险预定利率进一步下行



数据来源：新华社/国家金融监督管理总局/财联社等，华龙证券研究所

图19：上市险企综合成本率 (%)

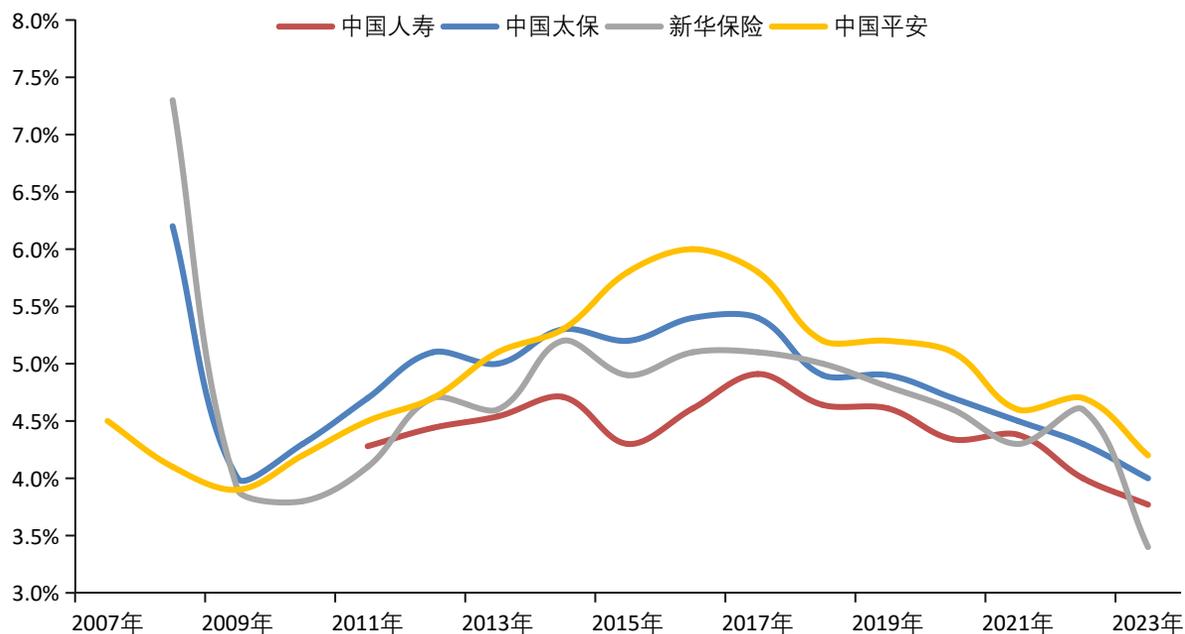


数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 4.2 耐心资本定位下，投资端将发挥重要作用

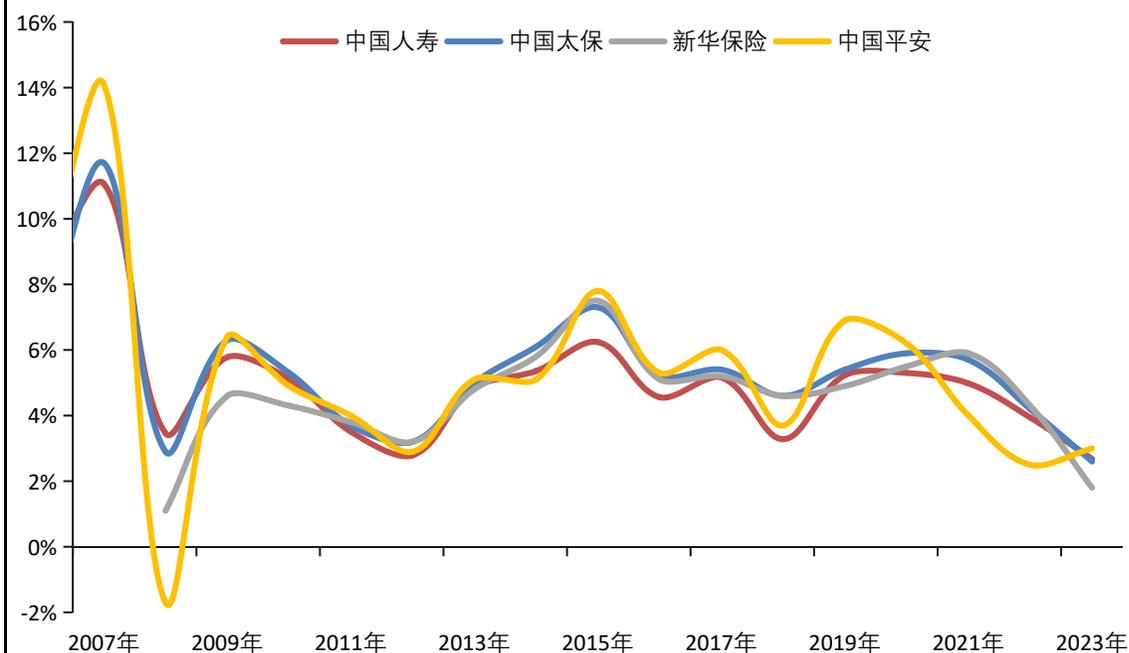
- 净投资收益率是险资投资表现的中枢，历史上险企投资收益率整体保持稳健，波动水平相对较小，2007年至2023年主要上市险企净投资收益率均值位于4.5%以上，净投资收益率能够覆盖预定利率水平（3.5%-3%），但2023年以来净投资收益率明显下行，上市险企投资端面临一定压力，预计资产配置结构性调整尤其是增加FVOCI类资产有利于改善险企投资端空间。

图20：上市险企净投资收益率



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图21：上市险企总投资收益率



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

### 4.3 保险板块2025年投资建议

- 资本市场构建“长钱长投”制度体系背景下，保险资金入市力度有望加强，2025年上市险企有望在基本面改善和投资端配置迎来机遇。
- 上市险企自2023年切换新会计准则，FVTPL模式计量的权益资产明显增加，保险公司的净利润在受到股市波动的影响增加，保险公司净利润对资本市场波动的敏感性大幅提升，2023年同期基数较低叠加2024年前三季度股市反弹，2024年上市险企前三季度净利润同比增幅较大。
- 保险业新“国十条”提出要“服务实体经济、发挥保险资金长期投资优势”，报行合一、预定利率上限下调等一系列举措为寿险公司应对潜在利差损风险提供良好政策环境。会计准则变更背景下，打通保险等长期资金入市的堵点至关重要，有效提升保险权益资产中FVOCI模式占比，将进一步增强保险投资端收益率稳定性。
- 三季度末，保险资金持有的股票市值明显增加，人身险公司持股市值增加，险资对债券配置环比继续增长。资本市场构建“长钱长投”制度体系背景下，保险资金入市力度有望加强。建议关注上市险企基本面改善和资产价格提升带来的配置机会，维持行业“推荐”评级。关注标的：中国平安(601318.SH)、新华保险(601336.SH)。

# 目录

1

金融行业2024年度复盘

2

银行板块高股息投资逻辑具备长期持续性

3

券商板块基本面有望提升，并购重组仍是行业催化剂

4

2025年保险板块负债压力望缓解，投资端具备更大空间

5

风险提示

- (1) **监管改革趋严风险**：监管政策推动金融行业负债端改革，引导行业高质量发展，政策趋严或带来业绩压力。
- (2) **资本市场波动风险**：资本市场波动、长端利率下行、地产信用风险提升等因素，有可能影响金融行业资产端投资收益。
- (3) **业绩不及预期风险**：金融行业业绩受到政策、市场及多层面影响；
- (4) **宏观经济下行风险**：宏观经济的不可控性，可能影响金融行业基本面及政策导向，不确定性将增加；
- (5) **黑天鹅等不可控风险**：金融市场出现黑天鹅等不可控因素影响，由此造成的风险将超出预期；
- (6) **数据统计偏差风险**：本报告所引用的数据有可能出现统计偏差等问题，由此造成结论偏差的风险。
- (7) **保险赔付超预期风险**：重大自然灾害及不确定性赔付事件超预期，致保险赔付率和综合成本率上行、保险行业业绩预期大幅修正风险。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

## 投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

## 免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

## 版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。

## 华龙证券研究所

### 北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层  
邮编：100033

### 兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼  
邮编：730030  
电话：0931-4635761

### 上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼  
邮编：200000

### 深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层  
邮编：518046