



# 政策引领下的格局重塑与变革突围

## 非银金融行业2025年度策略

证券分析师：陶圣禹 CFA FRM 执业证书编号：S0630523100002

联系方式：tsy@longone.com.cn

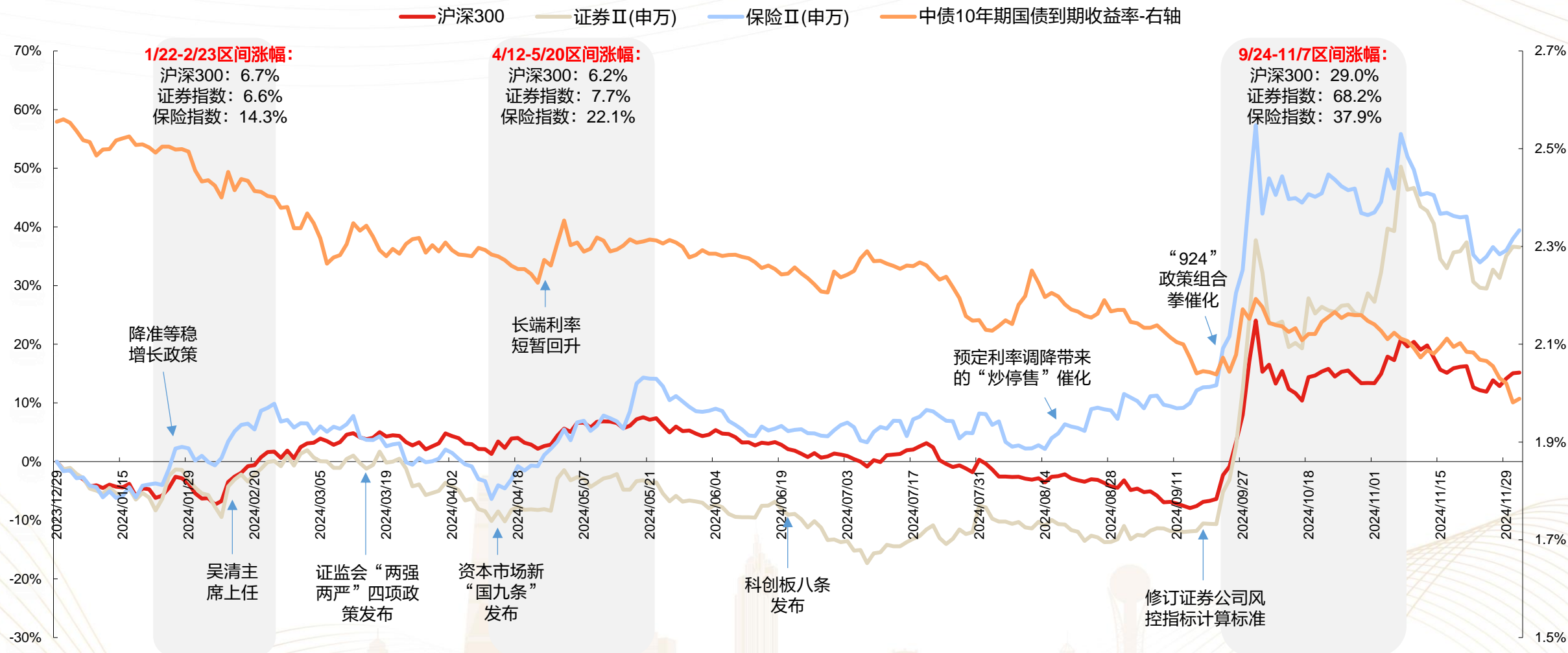
2024年12月11日



# 目 录

- 一、2024复盘：行情与业绩回顾**
- 二、政策主线：强监管、防风险、促高质量发展**
- 三、把握证券板块三大趋势**
- 四、把握保险板块四大趋势**
- 五、投资建议**
- 六、风险提示**

# 行情复盘：截至11月末，证券+35%、保险+36%，超额收益20pp+



资料来源：Wind，东海证券研究所



## 业绩复盘：证券经纪与投行承压，自营收入提升支撑业绩

- 整体经营向好：2024前三季度累计营收同比下滑3%，净利润下滑6%，经纪与投行业务显著承压。
- 单季显著提振：受政策组合拳催化，三季度单季市场同比大幅改善，推动自营业务收入高增。

### 上市券商2024前三季度及单季业绩表现

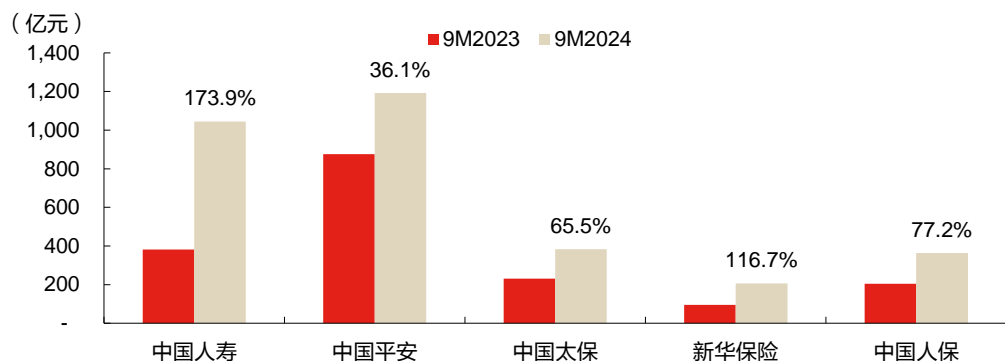
(亿元)	2024Q1-3				2024Q3				
	金额	YoY	收入占比	CR10	金额	YoY	QoQ	收入占比	CR10
归母净利润	1034	-6%		68%	395	41%	14%		70%
ROE	5.50%	-11%							
杠杆率	3.89	-2%							
营业收入	3714	-3%		61%	1364	21%	6%		61%
-经纪业务	664	-14%	24%	58%	207	-15%	-10%	20%	58%
-投行业务	217	-38%	8%	59%	77	-33%	6%	8%	59%
-资管业务	339	-2%	12%	68%	112	-4%	-5%	11%	68%
-自营业务	1316	21%	47%	67%	541	138%	27%	53%	69%
-信用业务	247	-28%	9%	43%	78	-26%	-20%	8%	41%

资料来源：Wind，东海证券研究所

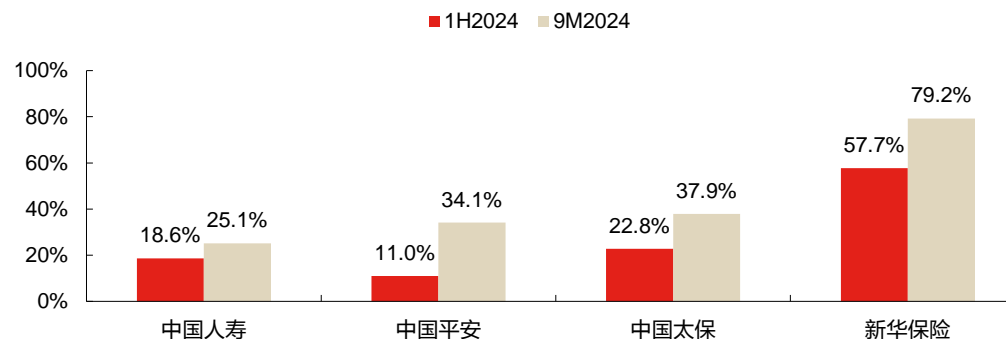
# 业绩复盘：保险NBV增速扩大，总投资收益率大幅回暖

- **整体：**新会计准则下净利润大幅上涨，权益市场回暖推动总投资收益率显著改善。
- **业务：**NBV涨幅持续扩大，主要系预定利率下调下的新单销售火爆；财险COR表现分化，大灾导致成本管控边际承压。

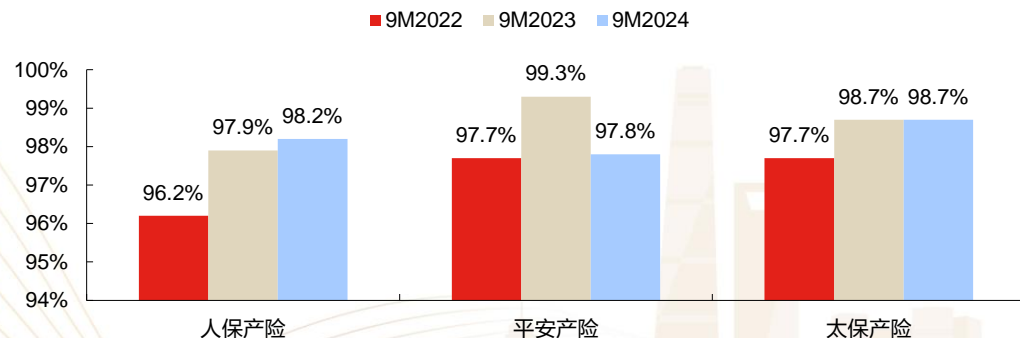
上市险企2024Q1-3净利润同比增速



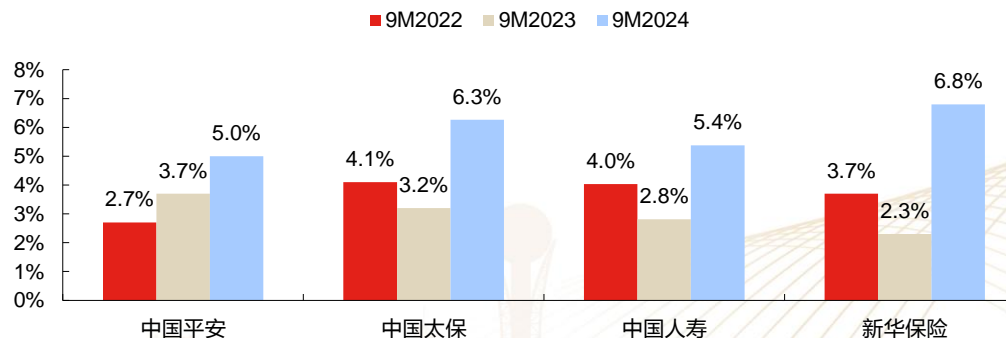
上市险企NBV累计同比增速边际扩大



上市财险COR表现



上市险企总投资收益率显著改善

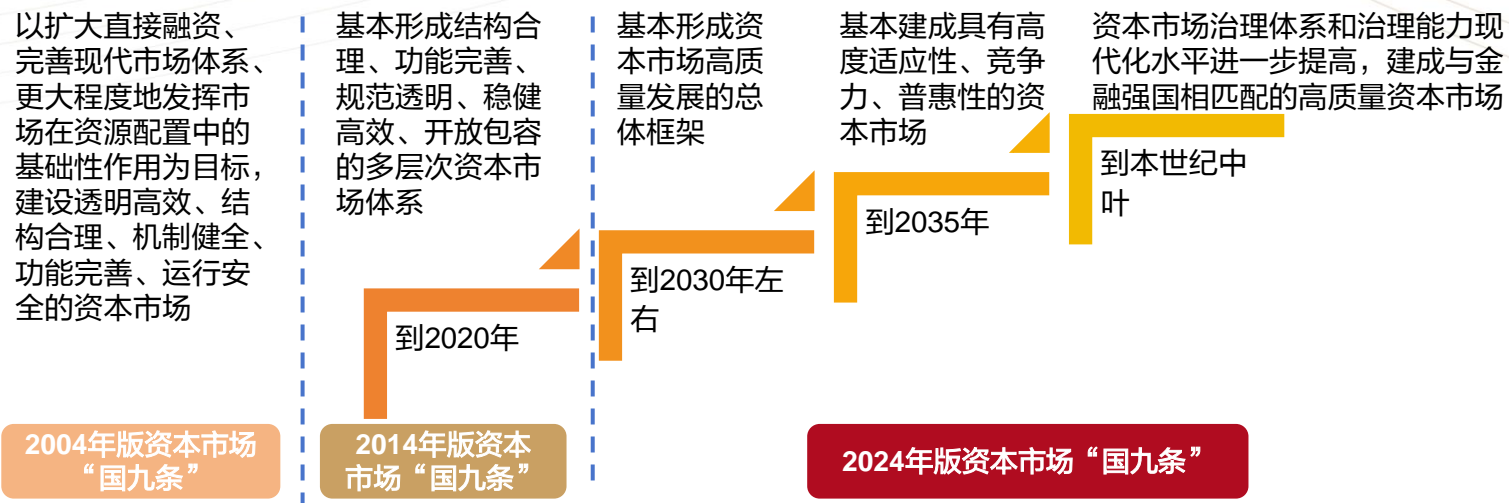


# 目 录

- 一、2024复盘：行情与业绩回顾
- 二、政策主线：强监管、防风险、促高质量发展
- 三、把握证券板块三大趋势
- 四、把握保险板块四大趋势
- 五、投资建议
- 六、风险提示

# 资本市场：新“国九条”落地，“1+N”政策体系逐步完善

- 资本市场新“国九条”落地，是继2004年、2014年之后的第三个正式出台的资本市场“国九条”，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，明确短中长三阶段发展目标，即未来5年基本形成总体框架，到2035年基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，到本世纪中叶建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。



条款	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
时间	2004/1/31	2014/5/9	2024/4/12
一	充分认识大力发展资本市场的重要意义	总体要求	总体要求
二	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	发展多层次股票市场	严把发行上市准入关
三	进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	规范发展债券市场	严格上市公司持续监管
四	健全资本市场体系，丰富证券投资品种	培育私募市场	加大退市监管力度
五	进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	推进期货市场建设	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
六	促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	提高证券期货服务业竞争力	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性
七	加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	扩大资本市场开放	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量
八	加强协调配合，防范和化解市场风险	防范和化解金融风险	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展
九	认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	营造资本市场良好发展环境	推动形成促进资本市场高质量发展的合力



# 资本市场：新“国九条”落地，“1+N”政策体系逐步完善

- 围绕资本市场新“国九条”搭建的“1+N”政策体系逐步完善。
- 1) 强监管：监管从准入、日常与退出环节“全链条”强化约束，以此促进投资者保护的切实落地。
- 2) 防风险：维护市场平稳运行层面，一方面要加强交易监管、修订风险控制指标；另一方面要加强战略性力量储备和稳定机制建设，增强资本市场内在稳定性。
- 3) 促高质量发展：政策推动一流投资银行建设，助力行业做优做强；此外，对于资本市场支持新质生产力发展也有针对性举措。下一步，投资端改革将成为促进高质量发展的主要推动力。

类别	政策名称
顶层设计	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
上市发行	《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》
	《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》
	《首发企业现场检查规定》
	《中国证监会随机抽查事项清单》
	《科创属性评价指引（试行）》
股份减持	《监管规则适用指引—发行类第10号》
	《上市公司股东减持股份管理暂行办法》
日常持续监管	《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》
	《关于加强上市公司监管的意见》（试行）
资产重组	《关于强化上市公司监管的规定》
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》
市值管理	《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》
	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》
退市	《上市公司监管指引第10号——市值管理》
交易监管	《关于严格执行退市制度的意见》
风险控制	《证券市场程序化交易管理规定（试行）》
分红	《证券公司风险控制指标计算标准规定》
	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》
股份回购	《上市公司股份回购规则》
	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》
高质量发展	《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）》
	《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》
新质生产力发展	《关于深化科创板改革，服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》
	研究制定《资本市场投资端改革行动方案》
中长期资金入市	《公募基金行业费率改革工作方案》
	《关于推动中长期资金入市的指导意见》



# 保险市场：新“国十条”完善“强监管、防风险、扩开放、促协同”框架

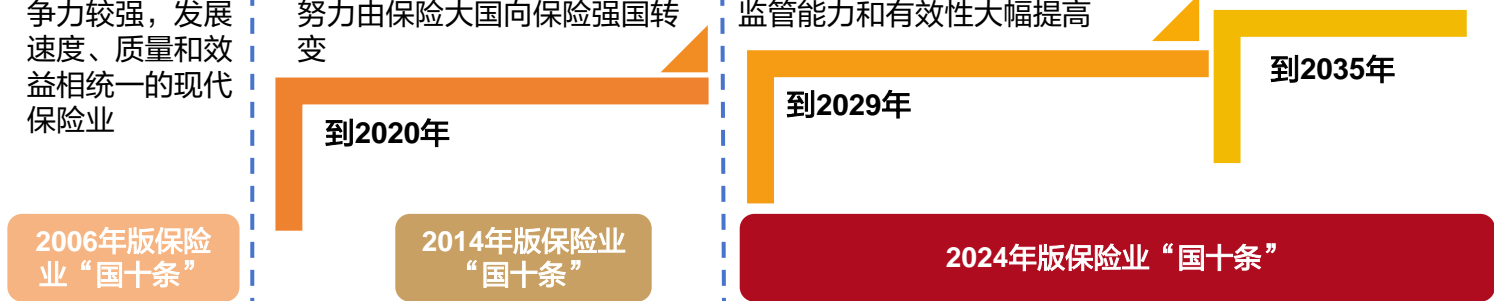
- 保险业新“国十条”从过往两版在此方面的唯一一条内容“加强和改进/改善保险监管，防范化解风险”，扩展为四条重点内容，分别从市场准入、持续监管、违法违规查处、化解风险等方面做了具体部署，且位次显著提升，凸显此轮监管重点已从前期的“重规模”向如今的“提质量”转型。

建设一个市场体系完善、服务领域广泛、经营诚信规范、偿付能力充足、综合竞争力较强、发展速度、质量和效益相统一的现代保险业

基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范，具有较强服务能力、创新能力和国际竞争力，与我国经济社会发展需求相适应的现代保险服务业，努力由保险大国向保险强国转变

初步形成覆盖面稳步扩大、保障日益全面、服务持续改善、资产配置稳健均衡、偿付能力充足、治理和内控健全有效的保险业高质量发展框架。保险监管制度体系更加健全，监管能力和有效性大幅提高

基本形成市场体系完备、产品和服务丰富多样、监管科学有效、具有较强国际竞争力的保险业新格局



条款	《关于保险业改革发展的若干意见》	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》
时间	2006/6/15	2014/8/10	2024/9/8
一	充分认识加快保险业改革发展的重要意义	总体要求	总体要求
二	加快保险业改革发展的指导思想、总体目标和主要任务	构筑保险民生保障网，完善多层次社会保障体系	严把保险市场准入关
三	积极稳妥推进试点，发展多形式、多渠道的农业保险	发挥保险风险管理功能，完善社会治理体系	严格保险机构持续监管
四	统筹发展城乡商业养老保险和健康保险，完善多层次社会保障体系	完善保险经济补偿机制，提高灾害救助参与度	严肃整治保险违法违规行为
五	大力发展责任保险，健全安全生产保障和突发事件应急机制	大力发展“三农”保险，创新支农惠农方式	有力有序有效防范化解保险业风险
六	推进自主创新，提升服务水平	拓展保险服务功能，促进经济提质增效升级	提升保险业服务民生保障水平
七	提高保险资金运用水平，支持国民经济建设	推进保险业改革开放，全面提升行业发展水平	提升保险业服务实体经济质效
八	深化体制改革、提高开放水平，增强可持续发展能力	加强和改进保险监管，防范化解风险	深化保险业改革开放
九	加强和改善监管，防范化解风险	加强基础建设，优化保险业发展环境	增强保险业可持续发展能力
十	进一步完善法规政策，营造良好发展环境	完善现代保险服务业发展的支持政策	强化推动保险业高质量发展政策协同

## 保险市场：“财险二十条”出台，鼓励并购重组、风险减量与数据共享

- 《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》（“财险二十条”）延续保险业新“国十条”关于强监管、防风险、高质量发展的相关表述，并在以下方面有所创新。
- **丰富风险化解处理方式：**督促问题机构必要时启动实施恢复和处置计划。鼓励财险公司兼并重组，支持有条件的机构“迁册化险”，运用市场化、法治化方式出清风险。对风险大、不具持续经营能力的财险机构，依法开展市场退出，研究相关配套政策。
- **深化风险减量服务：**鼓励财险公司运用大数据、人工智能、物联网、卫星遥感等技术，开展风险减量服务。支持财险公司参与设立服务平台或风险实验室，加强安全技术、防灾技术等基础性研究，积极融入各类产业标准建设，提高在产业链中的竞争力。
- **加强数据共享：**强化数据治理，加强与相关部门的数据共享，整合建立共享数据库，为财险业经营管理和相关公共服务等提供数据支持。

### “财险二十条”核心要点梳理

核心要点	具体内容
总体要求	未来五年，财险业保持平稳增长，风险防范能力、保障广度深度、综合实力逐步增强，初步形成结构合理、治理良好、竞争有序的财险市场体系
全面监管严格监管	1、强化市场准入退出监管；2、推进分级分类监管；3、从严整治违法违规行为；4、健全审慎监管制度规则
切实防范化解风险	5、增强资本补充能力；6、健全监测预警体系；7、完善风险防范化解处置机制；8、丰富风险化解处置方式
深化改革推进开放	9、把好机构发展定位；10、加快业务转型升级；11、提升风险管理能力；12、推进高水平对外开放
提升服务实体经济质效	13、服务新质生产力发展；14、促进城乡融合发展；15、保障国家重大战略；16、支持防灾减灾救灾体系建设
营造良好发展环境	17、加大政策支持力度；18、强化金融文化建设；19、凝聚高质量发展合力；20、提升全社会财险保障意识

# 目 录

- 一、2024复盘：行情与业绩回顾**
- 二、政策主线：强监管、防风险、促高质量发展**
- 三、把握证券板块三大趋势**
  - 1、投资端改革深化，中长期资金入市可期**
  - 2、股权融资更趋谨慎，并购重组市场蕴含大机遇**
  - 3、券业并购加速推进，格局重塑龙头竞争力显现**
- 四、把握保险板块四大趋势**
- 五、投资建议**
- 六、风险提示**

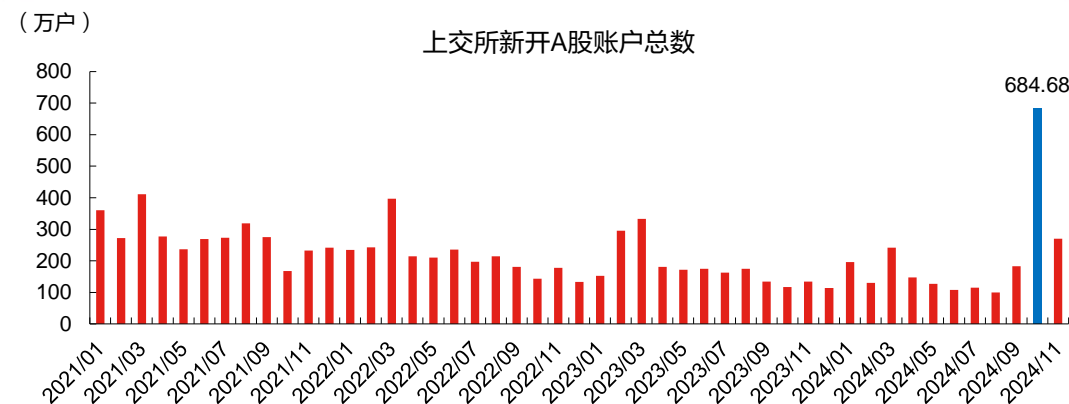


## 趋势一：投资端改革深化，中长期资金入市可期

- 资本市场热情高涨，新开户加速，成交额和换手率持续攀升。

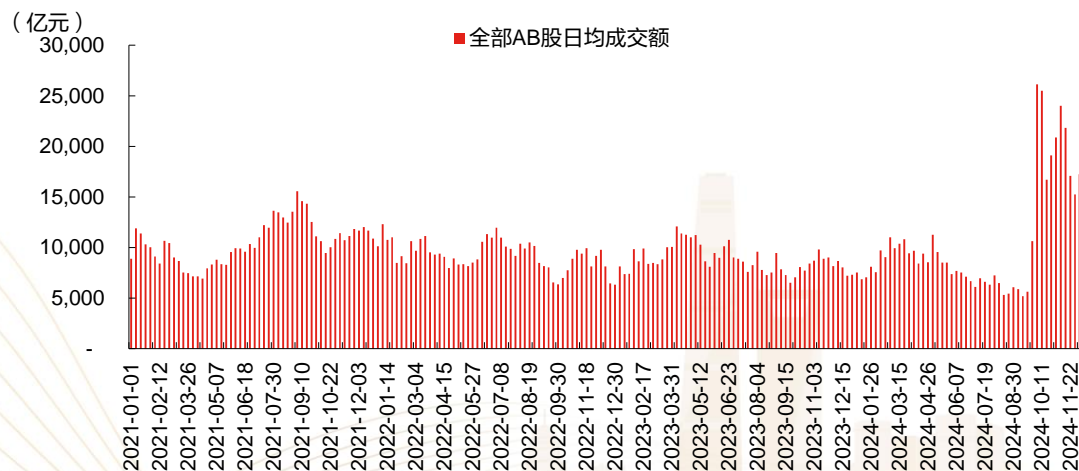
“924”政策组合拳实施以来，资本市场活跃度显著提升，2024年10月上交所新开A股账户高达685万户，创下历史单月第三高点（前2次高点分别为2015年4月和6月的720万户和712万户），以周度计算的日均成交额最高也达2.6万亿元，日均换手率最高达7.46%，既有效增强市场流动性，也反映投资者对市场前景的积极预期。

上交所新开A股账户10月高达685万户



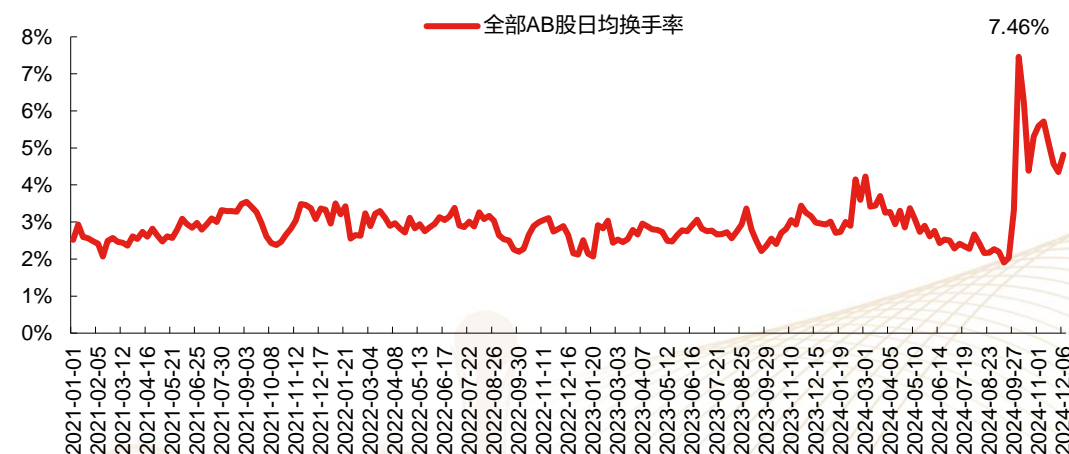
资料来源：上交所，东海证券研究所

全部AB股日均成交额最高达2.6万亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

全部AB股日均换手率最高达7.46%

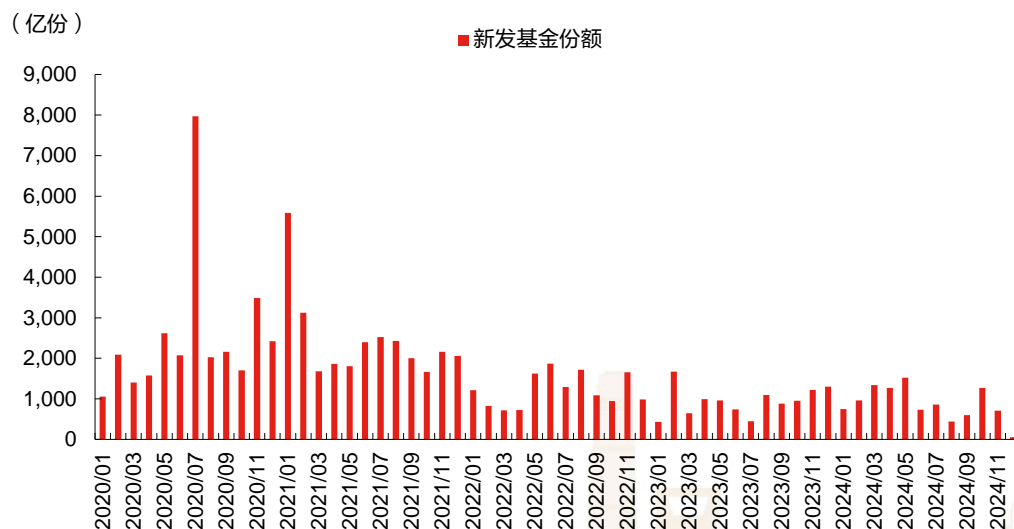


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 趋势一：投资端改革深化，中长期资金入市可期

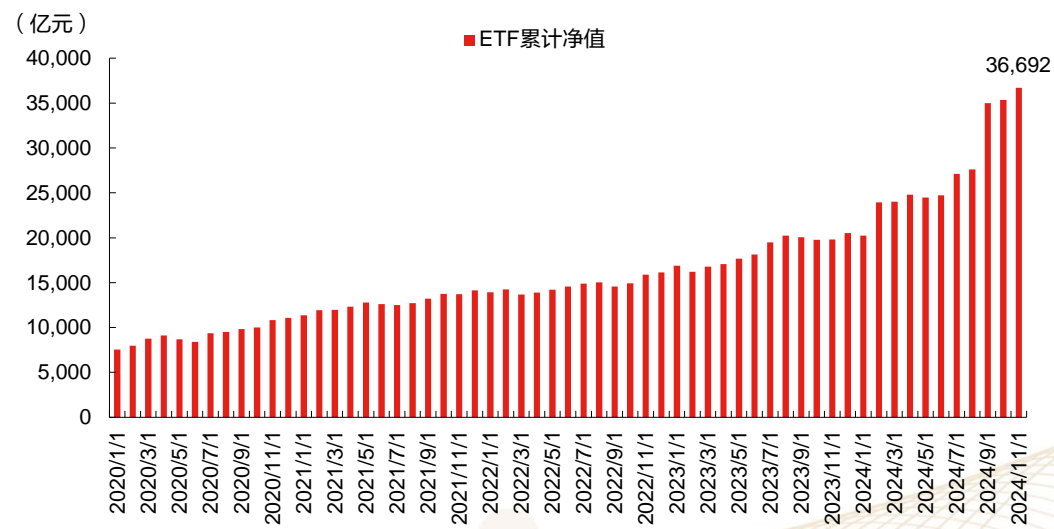
- 新发基金持续低迷，被动投资备受青睐，ETF规模持续放量。2024年前11个月全市场新发基金仅为1万亿份，同比提升4.2%，但较2020和2021年同期分别下降62.9%和61.6%，市场赚钱效应不足导致新发基金持续低迷。但相较之下，被动投资备受青睐，截至2024年11月末全市场ETF累计净值达3.67万亿元，较去年末大幅增长78.8%，体现市场对被动投资理念的逐步认同，也有利于吸引更多长期资金入市，改善市场投资者机构。

2024前11月累计新发基金1万亿份



资料来源：Wind，东海证券研究所

截止2024年11月ETF规模达3.67万亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

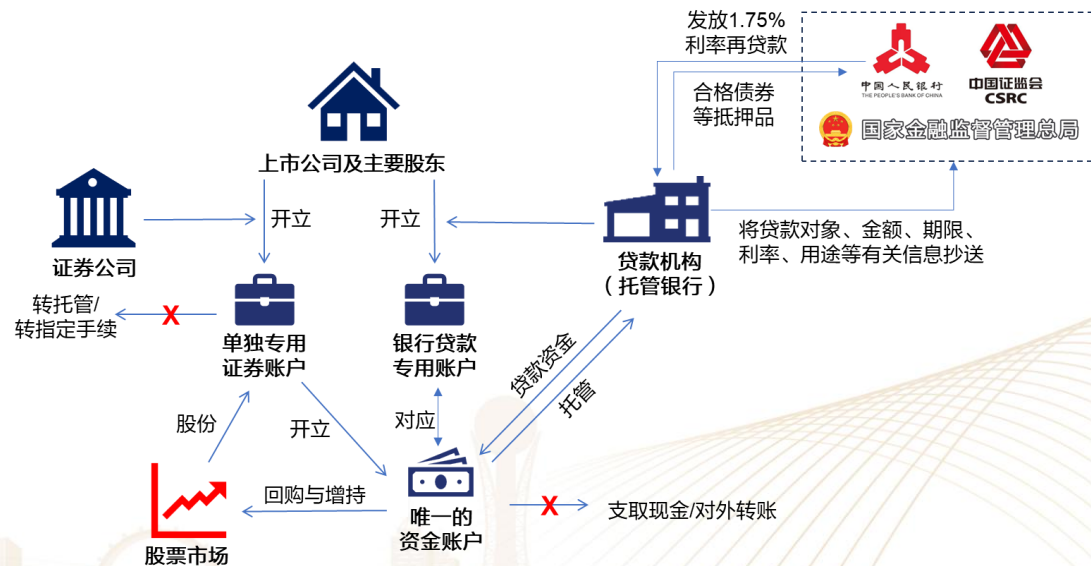
## 趋势一：投资端改革深化，中长期资金入市可期

- 创新货币政策工具落地，提升市场流动性与投资者信心，助力推动资本市场稳健运行。央行创设的证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）与股票回购增持再贷款已正式落地，其中SFISF首批20家公司已获证监会批准参与，首批已授信2000亿元；股票回购增持再贷款首批已有21家金融机构获批。我们认为互换便利资金的逐步落地，有望一定程度上缓解市场流动性不足的困境，提振交易活跃度和投资者信心，推动资本市场稳健运行。从回购的国际经验来看，美股回购规模巨大且高于分红、IPO和再融资规模，其对股价具有显著的积极效应，是推动美股“长牛”、维护市场健康、提高投资者回报的重要手段。我们认为此创新工具的落地，既降低了企业回购和增持资金成本，赋予了企业自有资金在业务开展上的灵活性，也有利于为资本市场引入增量资金，提升内在稳定性。

证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）业务流程示意图



股票回购增持再贷款业务流程示意图

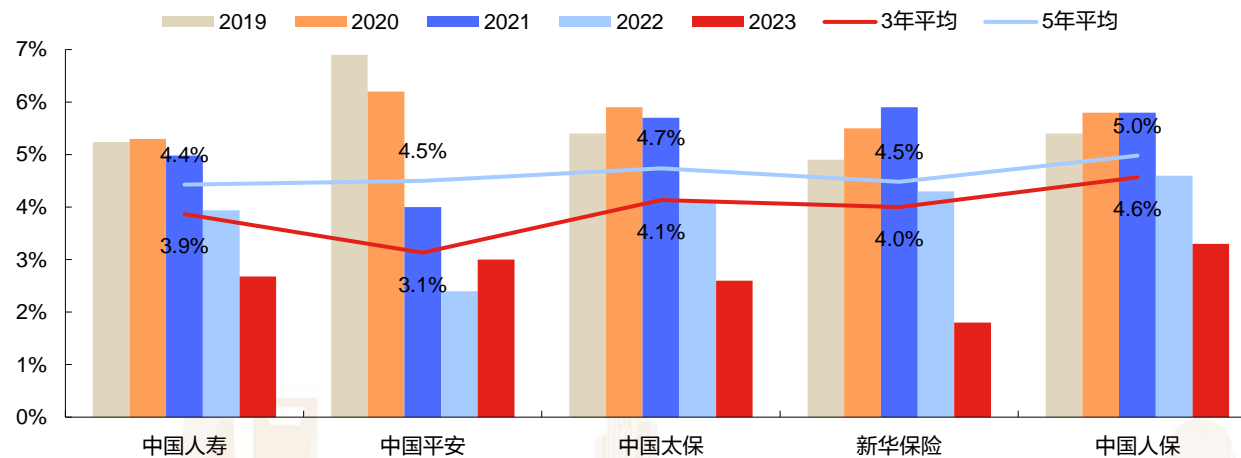




## 趋势一：投资端改革深化，中长期资金入市可期

- 完善“长钱长投”制度环境，有望全面落实3年以上长周期考核。保险机构已率先启动3年以上长周期考核，2024H1数据显示长期收益显著穿越周期，有效抑制了短期波动影响，聚焦长期考核也符合长期投资、价值投资的理念，推动资产与负债资金属性的相互匹配。到今年8月底，权益类公募基金、保险资金、各类养老金等专业机构投资者合计持有A股流通市值接近15万亿元，较2019年初增长了1倍以上，占A股流通市值比例从17%提高到22.2%，已然成为促进资本市场平稳健康发展的重要力量，但中长期资金入市力度整体仍较有限。我们认为未来对于中长期资金权益投资的监管包容性有望持续提升，“长钱长投”制度环境逐步完善，进一步改善市场资金结构，提升资本市场投资的吸引力。

上市险企近五年总投资收益率及3年和5年收益率算术平均值



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 趋势一：投资端改革深化，中长期资金入市可期

- 多维政策催化投资端改革，中长期资金入市可期。监管正通过一系列措施，包括优化市场机制、改善投资者结构、提升投资者参与度等，来激发市场活力和增强市场韧性，旨在引导更多的中长期资金进入市场，从而促进资本市场的稳定和健康发展。

### 今年以来监管推动中长期资金入市相关政策或表态梳理

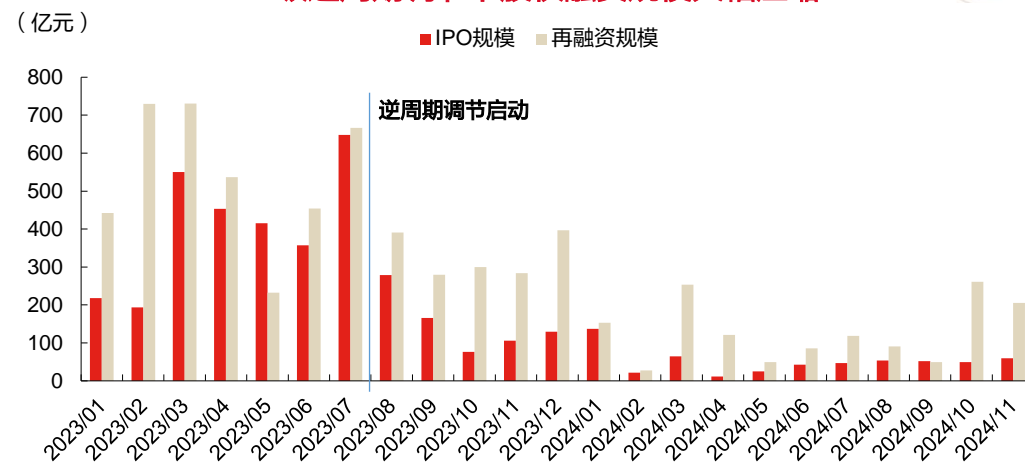
时间	部门/机构/代表	政策/会议名称	内容/表态
2024/03/08	财政部、人社部、国资委	《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》	地方层面将不低于上年底累计现金收益的50%，委托给全国社会保障基金理事会进行投资运营，剩余部分由地方各承接主体在限定范围内（银行存款、一级市场购买国债、对划转企业及其控股企业增资）进行投资运营。
2024/04/12	国务院	《关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
2024/07/18	中共中央	《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	支持长期资金入市。
2024/09/08	国务院	《关于加强监管防范风险 推动保险业高质量发展的若干意见》	发挥保险资金长期投资优势。培育真正的耐心资本，推动资金、资本、资产良性循环。
2024/09/26	中央金融办、证监会	《关于推动中长期资金入市的指导意见》	一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。
2024/09/26	中央政治局	分析研究当前经济形势和经济工作	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。
2024/11/09	证监会首席风险官、发行司司长严伯进	第十五届财新峰会	在投资端，证监会将落实好关于推动中长期资金入市的指导意见，创造条件吸引更多的中长期资金进入资本市场，引导私募创投基金投早投小投长期的路径安排，进一步促进募投管退良性循环的形成。
2024/11/19	证监会主席吴清	第三届国际金融领袖投资峰会	着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系。

资料来源：国务院，证监会，财政部，人社部，东海证券研究所

## 趋势二：股权融资更趋谨慎，并购重组市场蕴含大机遇

- 一二级逆周期调节深化，股权融资节奏大幅放缓，并购重组市场火热。2024年前11月，全市场IPO和再融资规模同比分别下滑83.7%和71.9%，一二级逆周期调节效果显著。与之相对的是，监管对并购重组包容度显著提升，体现其对优化产业结构、提高资源配置效率的重视程度，关注重点也已从早期的提高公司数量，向中期严抓质量底线，到后期的提升投资价值的逐级转变。在监管顶层倡议下，地方政府也陆续出台相关政策以促进并购重组进程加速，聚焦“做新做强”的并购市场空间可期。

一二级逆周期调节下股权融资规模大幅压缩



资料来源：Wind，东海证券研究所

省市	政策/表态
北京市	北京证监局与北京市委金融办联合举办了北京辖区并购重组座谈会，围绕并购重组进行文件或会议部署
上海市	市政府常务会议原则同意了《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》，强调并购重组是提高上市公司质量、培育龙头企业的重要方式
深圳市	《深圳市促进创业投资高质量发展行动方案(2024-2026)(公开征求意见稿)》，提出探索与产业龙头合作发起设立产业并购基金，鼓励国资国企按照市场化、法治化原则研究并探索设立产业并购基金
无锡市	举办了并购重组项目对接会，通过搭建并购标的与上市公司对接平台，推动上市公司高质量发展
广东省	印发的《广东省贯彻落实“9·24金融新政”行动计划》围绕“推动广东上市公司围绕培育新质生产力开展并购重组”作出系列部署安排
江西省	印发《关于全面落实国家一揽子增量政策推动全省经济持续回升向好的若干措施》，提出研究推动上市公司与产业企业并购重组专项措施，围绕“1269”行动计划建立并购重组后备资源库
四川省	印发了《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》，鼓励上市公司通过并购重组向新质生产力方向转型升级，拓展产业生态圈，延伸创新生态链
浙江省	提出统筹推进世界一流企业、领航企业、“链主”企业培育，促进上市公司高质量发展，新增“雄鹰”企业30家、上市公司50家、国家单项冠军企业（产品）20家、专精特新“小巨人”企业300家以上
湖南省	印发《关于进一步促进湖南省上市公司高质量发展的若干措施》，支持上市公司开展并购重组，鼓励国有企业、上市公司控股股东、各市州政府等主体设立并购基金，围绕延链补链强链实施并购行动
湖北省	已对并购重组作出部署，支持上市公司将并购重组作为提质发展的重要抓手，积极建立并购资源库、拓宽并购项目资金来源、设立并购基金

资料来源：政府官网，东海证券研究所



## 趋势二：股权融资更趋谨慎，并购重组市场蕴含大机遇

- 并购重组聚焦两条主线：新质生产力转型升级+传统行业产业整合。《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》鼓励的并购重组主要聚焦于两个方面：一是围绕新质生产力实现转型升级，二是助力传统行业提升产业集中度和资源配置效率。具体举措来看，一方面可开展基于转型升级等目标的跨行业并购，以及有助于补链强链、提升关键核心技术水平的未盈利资产收购，以引导更多的资源要素向新质生产力方向集聚；另一方面可通过大幅简化审核程序给予支持，或通过锁定期“反向挂钩”等安排鼓励私募基金参与其中。

➤ 我们认为，虽然现阶段存在部分战略性新兴产业、未来产业发展基础薄弱，传统产业大而不强、多而不优的困境，但通过并购重组可有效促进资源高效配置，加快推动产业整合和提质增效。

### 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》要点梳理

序号	核心要点	具体内容
1	助力新质生产力发展	支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”“三创四新”属性。支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购，加快向新质生产力转型步伐。支持上市公司结合自身产业发展需要，在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环。
2	加大产业整合支持力度	鼓励引导头部上市公司立足主业，加大对产业链上市公司的整合。完善股份锁定期等政策规定，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。支持沪深北交易所上市公司开展多层次合作，助力打造特色产业集群。
3	提升监管包容度	充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。综合考虑标的资产运营模式、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，多角度评价并购标的定价公允性。上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排。顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。
4	提高支付灵活性和审核效率	鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组，增加交易弹性。建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度。建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间。用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度，提升并购便利度。
5	提升中介机构服务水平	引导证券公司加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。定期发布优秀并购重组案例，发挥示范引领作用。强化证券公司分类评价“指挥棒”作用，提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准。督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。
6	依法加强监管	引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务。严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：证监会，东海证券研究所

## 趋势三：券业并购加速推进，格局重塑龙头竞争力显现

- 顶层设计出台，大型券商和中小券商呈现差异化发展路径。2019年以来，关于支持大型券商做优做强，引导中小金融机构差异化、精细化发展的政策频出，2023年10月底的中央金融工作会议、2024年4月的资本市场新“国九条”均提及大型券商和中小券商的差异化发展路径。
- 大型证券公司有望凭借政策支持，通过并购重组，在资本实力，业务创新与资源整合能力，管理水平，信息技术等方面实现快速发展，从而改善投资者回报，实现突破式发展，进一步提升服务实体经济能力。
- 中小证券公司可考虑围绕自身资源禀赋与专业能力，走向差异化和本地化发展道路。以轻资产业务模式为特色的精品投行、精品资管机构、经纪商、财富管理机构和专业投资咨询机构等多种业态有望逐步完善。

### 近年来关于券商并购重组相关政策梳理

时间	机构/政策/事件	主要内容
2019/11/29	关于政协十三届全国委员会第二次会议第3353号（财税金融类280号）提案答复的函	为推动打造航母级证券公司，将鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，推动证券行业做大做强。
2020/07/17	《支持证券基金行业实施组织管理创新》	提出为推动行业做大做强，证监会鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展。
2023/10/30	中央金融工作会议	提出“培育一流投资银行和投资机构”、“支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石”。
2023/11/01	证监会党委（扩大）会议	表示要加强行业机构内部治理，回归本源，稳健发展，加快培育一流投资银行和投资机构。
2023/11/03	证监会答记者问	表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展。
2024/03/15	《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）》	集中发布四项政策文件，提及“力争通过5年左右时间，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”、“到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构”。
2024/04/12	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	新“国九条”提及“支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力”。
2024/04/26	《国务院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》	提及“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”。



## 趋势三：券业并购加速推进，格局重塑龙头竞争力显现

### ● 现阶段券业并购重组呈现两条主线：

- 一是以业务或区域互补为出发点推动版图完善，以实现更广阔的市场覆盖，扩大市场份额，增强整体竞争力，例如国联证券+民生证券、浙商证券+国都证券、西部证券+国融证券等；
- 二是国资体系内推动股权整合以提升资金运营效率，增强整体竞争力，例如国泰君安+海通证券、国信证券+万和证券、锦龙股份转让东莞证券股权等。

### 近期券商行业并购重组案例梳理

类型	主要券商	被并购券商	相关股权占比	并购进度
业务/区域互补	华创证券	太平洋证券	10.92%	证监会已依法受理太平洋证券主要股东或者公司的实际控制人变更的申请
	浙商证券	国都证券	34.25%	证监会核准浙商证券成为国都证券主要股东，核准浙江省交通投资集团成为国都证券的实际控制人
	国联证券	民生证券	99.26%	国联证券已收到江苏省国资委原则上同意的批复
	西部证券	国融证券	64.60%	西部证券拟以支付现金方式收购国融证券控股权
国资体系整合	东北证券	-	29.81%	亚泰集团拟将持有的东北证券 20.81%股份出售给长发集团，拟将持有的东北证券 9%股份出售给长春金控或其指定的下属子公司，亚泰集团已与各方签署了《意向协议》
	东莞证券	-	20.00%	锦龙股份已与东莞金控和东莞发展控股组成的东莞联合体签署了《股份转让协议》，且锦龙股份已收到上海产交所出具的《竞价结果通知》和《组织签约通知》
	国信证券	万和证券	96.08%	国信证券拟以发行股份的方式收购万和证券合计96.08%的股份
	国泰君安	海通证券	100.00%	国泰君安拟换股吸收合并海通证券所有A+H股并募集配套资金

资料来源：公司公告，东海证券研究所



## 趋势三：券业并购加速推进，格局重塑龙头竞争力显现

- 在现阶段创新业务发展较为谨慎，杠杆率整体较低背景下，内资券商ROE显著低于国际投行，例如2024年中报高盛和摩根士丹利ROE分别为6.07%和6.50%，而国泰君安和海通证券分别为3.11%和0.58%、整体盈利能力偏弱。虽然合并后营收与净利润指标与高盛、大摩相比仅为其12%-14%，但合并后净资产已达到39%-46%的水平。若后续资本约束空间进一步松绑，杠杆率有所提升，与国际一流投行同台竞争将更有底气与实力。在央企整合提速、头部券商合并试点的背景下，示范效应有望逐步显现，切实推进2-3家国际一流投行的成熟落地值得期待。
- 我们预计未来两类券商或有被并购预期：一是在强监管、防风险框架下有业务回归本源或风险处置需求的央企资本下属券商或民营券商；二是同一国资体系内推动资源整合、促进高质量发展背景下，资本实力相对较弱的券商。

静态测算国泰君安合并海通证券相关指标变化（2024H1数据）

(亿元)	国泰君安		海通证券		合并后静态测算	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名
总资产	8981	2	7214	5	16195	1
归母净资产	1681	3	1801	4	3311	1
归母净利润	50	3	10	16	60	2
营业收入	171	4	89	10	259	2
-经纪	31	2	17	11	48	2
-投行	12	3	9	6	20	1
-资管	19	4	8	6	28	3
-自营	49	2	18	12	67	2
-两融	10	4	18	2	28	1

# 目 录

## 一、2024复盘：行情与业绩回顾

## 二、政策主线：强监管、防风险、促高质量发展

## 三、把握证券板块三大趋势

## 四、把握保险板块四大趋势

- 1、预定利率下调优化负债成本，分红险占比提升丰富产品货架
- 2、个险改革步入下半场，银保“报行合一”夯实价值增长基础
- 3、财险增长动能稳健，深化风险减量马太效应强化
- 4、权益弹性向上，地产风险缓释，投资端展望乐观

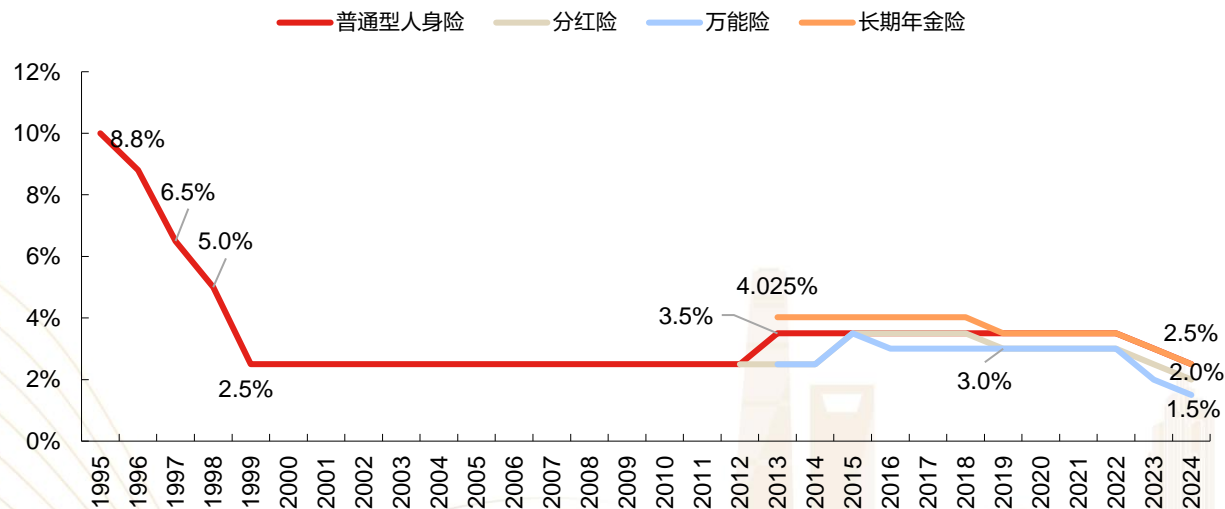
## 五、投资建议

## 六、风险提示

## 趋势一：预定利率下调优化负债成本，分红险占比提升丰富产品货架

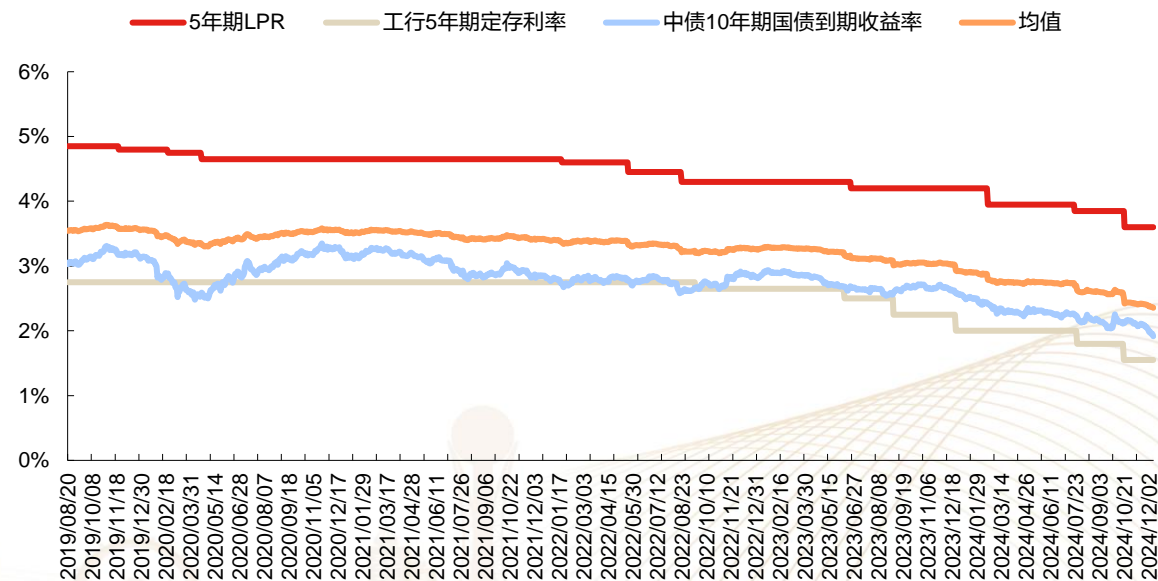
- 主动压降预定利率应对利差损风险，推动资产负债联动有效性提升。
- 金融监管总局于2024年8月发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，明确了自2024年9月1日起，新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%；自2024年10月1日起，新备案的分红型保险产品预定利率上限为2.0%。
- 此外，利率挂钩及动态调整机制已逐步建立，负债成本调控将更为灵活，有利于推动资产负债联动的有效性持续提升。我们认为主动调降预定利率，并结合灵活的利率调整机制，潜在的利差损风险正逐步缓释，负债端正步入稳步改善通道。

人身险产品预定利率历史调整梳理



资料来源：金监总局，东海证券研究所

利率动态调整挂钩指标及均值历史数据



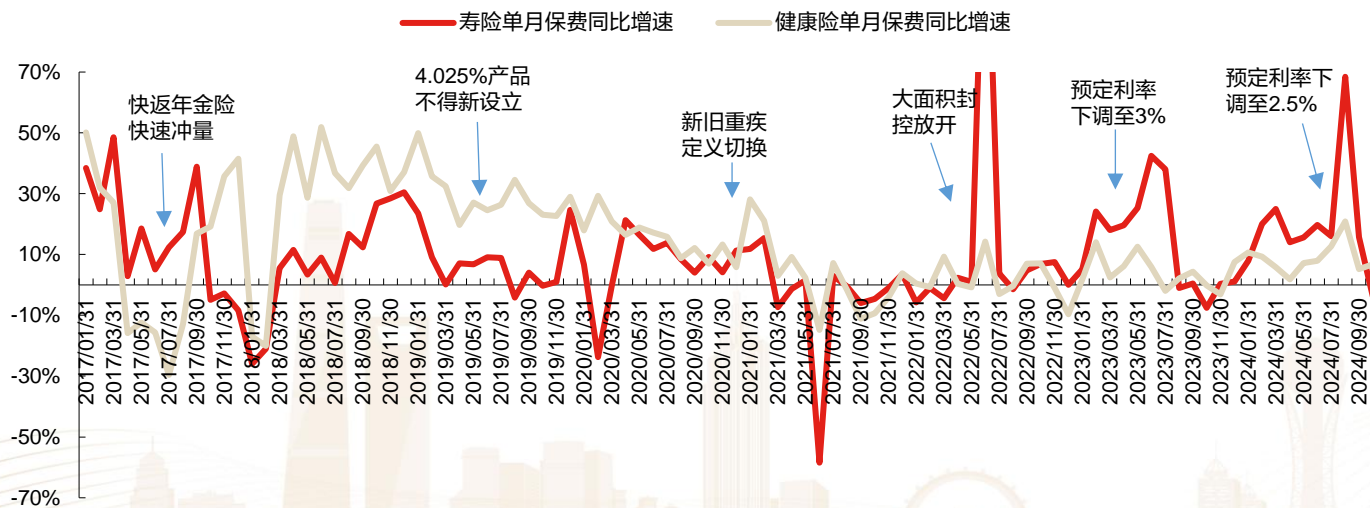
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 趋势一：预定利率下调优化负债成本，分红险占比提升丰富产品货架

- 我们对预定利率调整对于行业未来发展的判断为“短多中稍空长多”，具体体现在：
  - 1) 短期看会迎来一波“炒停售”的热潮，历史上快返年金险下架、新旧重疾定义切换等事件已有经验借鉴，从近期市场表现和渠道了解的数据也得以逐步印证，会对短期保费增长有一定催化效应；
  - 2) 中期伴随预定利率的实质性下降，纵向比较会有竞争力减弱的趋势，但仍需和同时期其他市场竞品进行横向比较，保险作为唯一保本且有一定保障属性的产品或仍具有一定竞争力；
  - 3) 长期来看险企负债成本的下降会带来利差损风险的降低，也因此在一定程度上提高估值中枢水平，利好行业长期健康稳健发展。

健康险与寿险单月保费同比增速表现



## 趋势一：预定利率下调优化负债成本，分红险占比提升丰富产品货架

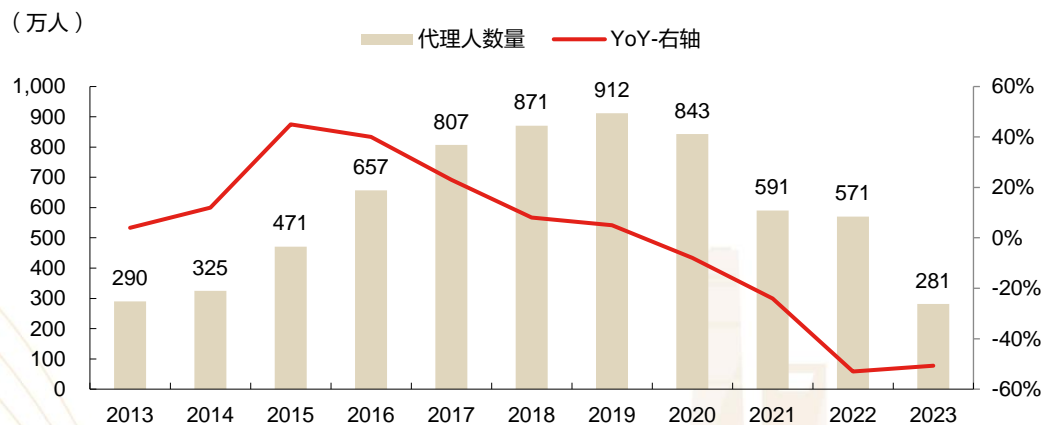
- 2025年“开门红”启动，主要有以下特点：

- 产品形态上，以分红险为主、传统险为辅的形式展开，主要系市场利率下行背景下，险企追求更加灵活的负债成本，分红险占比有所提升；但仍保留一定的传统险以满足多元的客户需求。
- 缴费方式上，受监管不得大幅提前收取保费约束，各大险企从保费预收转为保费预录，部分和银行或第三方合作，以理财产品形式先行锁定部分资金，并给予一定的利息补偿，既可提升客户粘性，也能提高来年的转化率。
- 价值体现上，由于渠道端推进“报行合一”和产品端预定利率下调，新产品价值率有所提升。但考虑到NBV增长另一要素为新单保费，今年三季度的集中冲量或许带来一定的客户需求提前释放，对明年规模增长仍需进一步观察，不过NBV增长的基础在产品和渠道调整后更为夯实。

## 趋势二：个险改革步入下半场，银保“报行合一”夯实价值增长基础

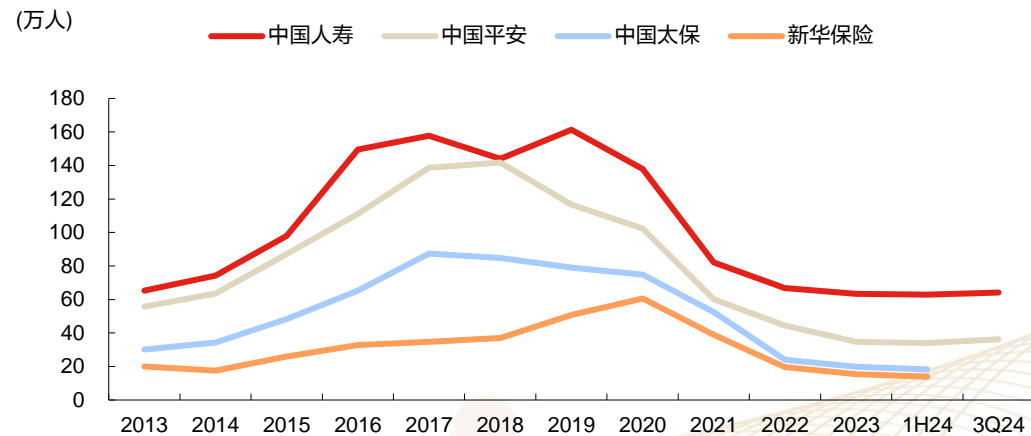
- 全行业队伍规模已下滑至10年前水平，上市险企队伍规模已现企稳回升。过去十年代理人规模扩大是保费收入增长的重要支撑，2015年代理人资格考试取消推动队伍规模迅速放量，2018年后人力增长放缓，2020年代理人受疫情冲击首次出现7.6%的负增长，人口红利下滑使得代理人渠道供给不足，通过代理人数的野蛮扩张换取保费收入增长的模式难以为继。经历了四年的调整，截至2023年末全行业代理人规模仅281万人，规模已下滑至10年前水平，但上市险企代理人数量已于今年开始企稳回升。

我国保险代理人数量近年持续下滑



资料来源：金监总局，东海证券研究所

上市险企代理人数量已逐步趋稳



资料来源：公司公告，东海证券研究所

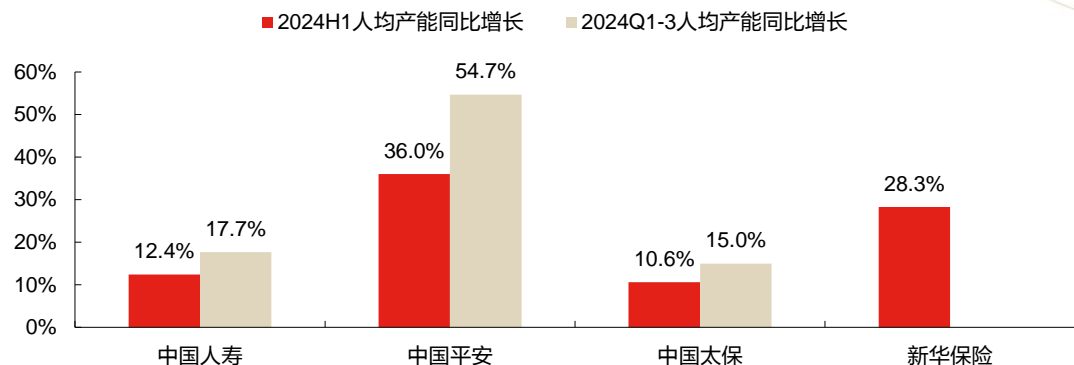


## 趋势二：个险改革步入下半场，银保“报行合一”夯实价值增长基础

- 个险渠道步入改革下半场，队伍质态提升是转型重点。从上市险企代理人规模变化来看，经历了多年的客观环境影响与主观转型推动，现阶段已步入渠道改革的下半场，代理人队伍从量稳到质增的关键转折节点，产能提升才是未来队伍发展的核心。2024年预定利率下调带来的销售行情火爆，使得月收入较往年有所提升，但仍需关注收入与产能提升的持续性。而产能的持续提升主要依附于代理人的优质与留存，以较有竞争力的收入吸引人才加入，以完善的培养体系助力人才成长，以充满潜力的职业上升空间吸附人才留存，队伍质态提升将是各大险企转型之路的重中之重。我们认为主要有两条改革路径：

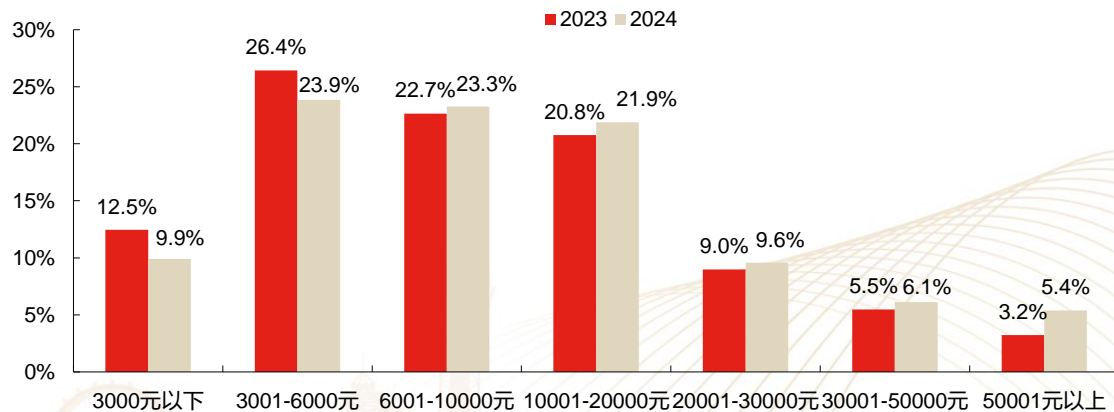
- 1) 把握入口关：以高质量增员为核心，改善代理人福利水平，打破恶性循环。例如2024前三季度，平安新增人力中“优+”占比同比提升4pp，太保新人月人均首年规模保费同比增长35%。
- 2) 精细化经营：打造分层分级营销队伍，高质量队伍产能更为突出。例如2024前三季度，太保月均核心人力规模同比增长2.4%，核心人力月人均首年规模保费同比增长15%。

上市险企代理人产能持续放大



注：各家产能口径各异，中国人寿为月人均首年期交保费，中国平安为月人均NBV，中国太保为核心人力月人均首年规模保费，新华保险为月人均综合产能。  
资料来源：公司公告，东海证券研究所

我国保险营销员月收入分布

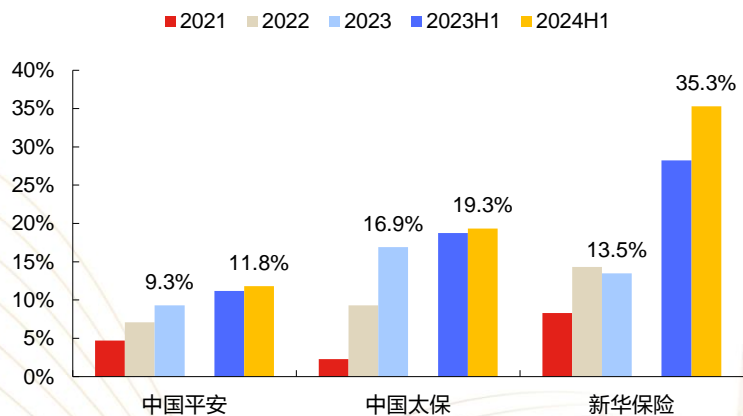


资料来源：《2024中国保险中介市场生态白皮书》，东海证券研究所

## 趋势二：个险改革步入下半场，银保“报行合一”夯实价值增长基础

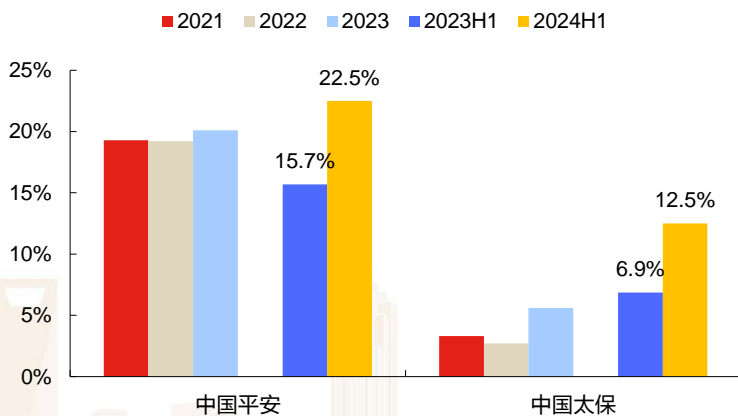
- 虽价值率弱于个险渠道，但银保渠道价值贡献逐步提升。由于银保渠道大多销售短期储蓄型产品，价值率较以销售保障产品为主的个险渠道更低，部分险企甚至在盈亏平衡点徘徊。但我们观察到在新单保费的快速拉动下，银保渠道新业务价值贡献持续上升，我们认为其对价值的稳定作用不可忽视。
- 取消“1+3”网点合作限制，银保业务迎来大财富管理发展良机。今年金监总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》，取消银行网点与保险公司合作的数量不超过3家的限制，给予业务开展更大的灵活性，有望推动银保渠道保费持续提升。此外，资管新规打破银行理财刚性兑付属性，今年以来部分理财类产品跌破净值，投资风险上升，对于低风险偏好的投资者吸引力下降，具有一定保本属性的保险产品能够满足投资者多样化的财富配置需求。我们预计在大财富管理趋势下，银保业务价量同时驱动，银保渠道将有较大发展前景。

银保业务NBV在总体中贡献



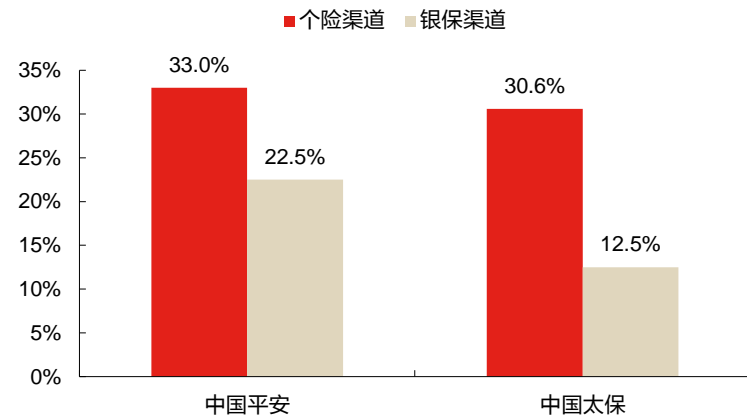
资料来源：公司公告，东海证券研究所

银保业务Margin提升较为显著



资料来源：公司公告，东海证券研究所

银保业务Margin低于个险渠道（以2024H1数据测算）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 趋势三：财险增长动能稳健，深化风险减量强化马太效应



### 车险：数字化助力发展，新能源释放潜力

- ◆ 车险综改后，车险保费走势稳健，随着车均保费下行因素释放完毕，财险公司借助数字化手段，在新能源汽车占比不断提升的背景下，有望迎来新增长。财险公司充分发挥科技赋能手段，在车险领域打造线上理赔渠道，提高服务质量，例如截至2024上半年，平安好车主APP注册用户达2.18亿，绑车1.42亿，数字化智能理赔渠道，最快133秒完成出险到理赔服务。但目前，车险数字化渗透率还较低，截止到2023上半年，行业渗透率大约在6%左右，仍有较大的发展空间。
- ◆ 随着新能源汽车的普及，新能源车险市场逐渐成为新的增长点。但由于新能源车险在保障内容和定价模式上与传统车险存在较大差异，因此，险企需要创新和完善相关产品和服务以满足市场需求，充分挖掘市场潜力。



### 意健险：多方驱动，增势良好

- ◆ 近几年在“健康中国”政策利好下，意健险得到了飞速发展，五年复合增速达到18.7%，2024年健康险保费收入有望突破2000亿元。就人保财险来看，2023年大病保险覆盖4.8亿人，惠民保涉及262个城市，服务超7500万人，产品扩容效果显著。
- ◆ 财产险企业意健险产品更显灵活优势。财产险公司本身经营财产险和责任险，其推出的意外险可以附加财产损失保险和责任险等内容，推出的健康医疗险只能设计为消费型、短期非储蓄的产品，保障功能更强，保费也更加低廉。因此相较寿险公司，具有保障范围广、费率低的优势。



### 农险：强补贴下规模稳健增长

- ◆ 目前，我国已超越美国成为全球最大的农业保险市场，且增速稳健，覆盖范围不断扩宽，已成为非车险中仅次于意健险的第二大险种。
- ◆ 政府补贴下，综合成本率较低，农险优势明显。随着农险覆盖范围的扩大，政府补贴力度也在提高，2023年政府补贴459.1亿元，占保费收入32%。强补贴下，农民保费负担较小，有望提高农险新增长动能。



### 责任险：产品多元化需求提升

- ◆ 市场和渠道的多元化推动责任险需求多元化。社会的快速发展和人们保险意识提升，社会对家庭、产品、环境污染、新能源汽车等方面责任险需求不断提升，产品多元化要求提升。
- ◆ 科技创新优化碎片化责任险管理流程。部分责任险需求由于碎片化和难度较大，难以满足，但随着科技手段的运用，险企通过大数据、人工智能完成自动定责理赔。



### 巨灾险：政策利好，科技提高保障能力

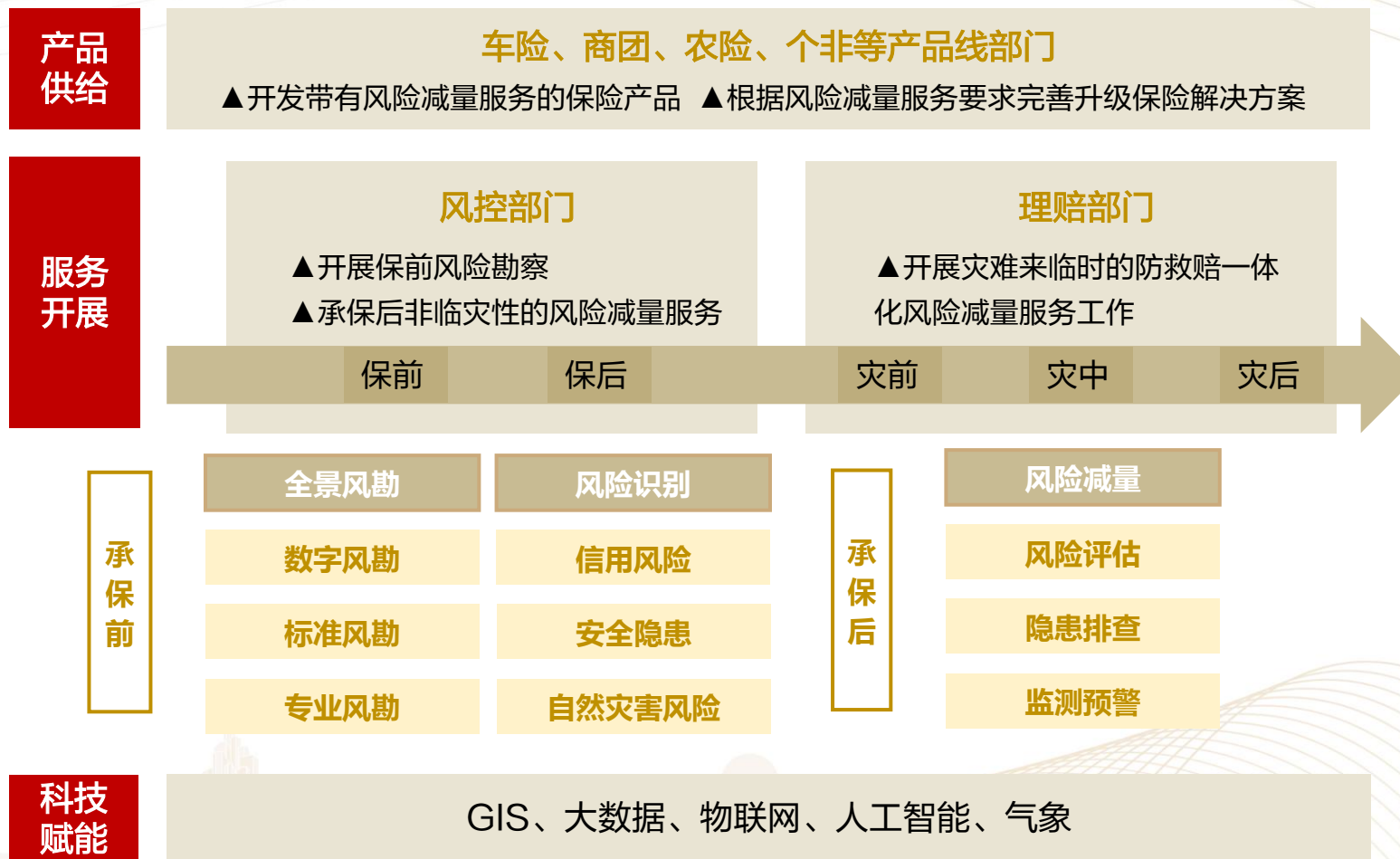
- ◆ “国十条”重点提出推动巨灾保障建设，政策不仅重申了巨灾保险体系构建的核心目标，还进一步细化了政策举措，强调加强应保联动机制，以提升保险补偿在灾害损失补偿中的比例。
- ◆ 巨灾科技，包括巨灾数据库建设、中层巨灾模型构建、顶层服务平台应用以及便捷APP服务等，支撑解决保险业灾害风险长期“看不清、算不明、管不住”的难题，提高应对风险的能力。



## 趋势三：财险增长动能稳健，深化风险减量强化马太效应

- 保险的核心功能在于风险转移，但社会风险总量并未改变。现阶段，头部险企持续推动风险减量，通过事前预防和主动干预等人员安排、技术创新、资金投入，协助被保险人降低保险事故发生概率或降低事故损失程度，推动社会风险总量减少、提高整体抗风险能力。凭借规模效应与优异的定价管理能力，头部险企COR管控持续优于行业，马太效应有望进一步强化，并推动全社会治理效能的逐步提升。
- 人保打造“万象云”平台，科技提高风险管理能力。人保财险结合大数据、人工智能等科技手段，建立保前、保后风控部门和提供灾前、灾中、灾后保障服务的理赔部门，并通过“万象云”平台进行联通，实时反馈保险标的的状态。万象云通过建立动态风险画像、灾害风险地图、物联风控预警和服务场景赋能几方面精准识别风险，并提前预警，及时反馈财产受灾情况，减少因灾造成的损失，保障居民财产安全。

人保风险减量服务管理架构



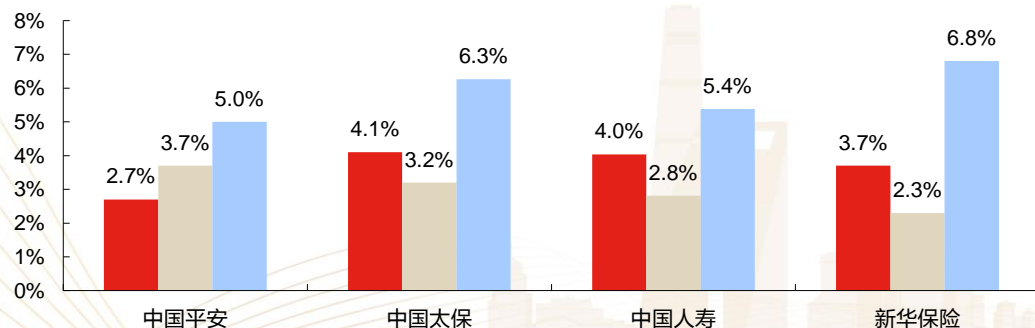
资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 趋势四：权益弹性向上，地产风险缓释，投资端展望乐观

- **优化资产配置，强化资产负债联动。**在长端利率持续下滑趋势下，监管在负债端调整产品预定利率，资产端优化偿付能力风险因子，强化资产负债联动，旨在引导保险公司合理规划经营业务、释放更广的投资空间，从而提高资金使用效率和投资回报。
- **引导中长期资金入市，稳增长政策缓解投资端风险担忧。**监管还积极引导中长期保险资金入市，并特别强调提高权益类资产的配置，一方面满足新会计准则调整下对高股息资产的配置需求，另一方面也有利于改善投资者结构，为资本市场带来更加稳定和长期的资金来源。稳增长的经济预期缓解了市场对投资端的风险担忧，地产风险也得到一定程度缓释。
- **聚焦服务新质生产力，发挥耐心资本优势。**监管多次提及要加大保险资金对战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施以及创业投资等支持力度。我们认为，新质生产力的特征与保险资金等耐心资本特性相匹配，有助于推动保险机构坚持长期投资、稳健投资、价值投资。通过这种战略性的资本配置，保险机构不仅能够为实体经济的转型升级提供强有力的资金支持，同时也能够实现自身资本的长期增值和风险分散，促进保险行业的可持续发展与经济结构的优化升级，也是对于当前长端利率低位震荡环境下的资产配置的重要补充。

### 上市险企总投资收益率大幅回暖

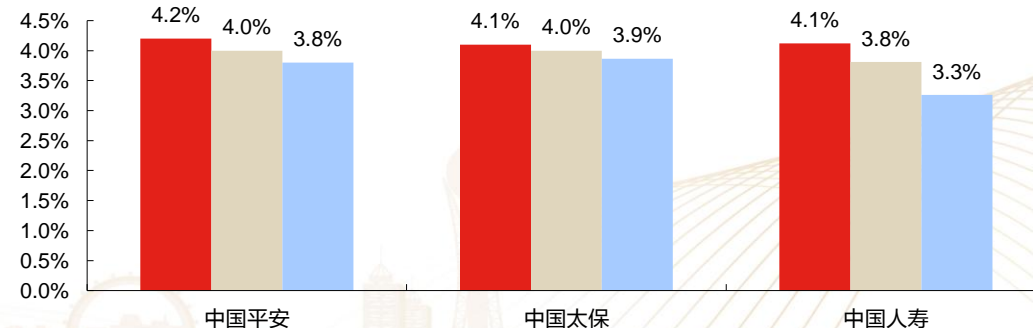
■ 9M2022 ■ 9M2023 ■ 9M2024



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 上市险企净投资收益率有所承压

■ 9M2022 ■ 9M2023 ■ 9M2024



资料来源：公司公告，东海证券研究所

# 目 录

- 一、2024复盘：行情与业绩回顾
- 二、政策主线：强监管、防风险、促高质量发展
- 三、把握证券板块三大趋势
- 四、把握保险板块四大趋势
- 五、投资建议
- 六、风险提示



## 投资建议

- **证券**：在资本市场新“国九条”顶层设计指引下，证券行业政策催化逐步落地，监管的逐步规范也有利于行业长期稳健发展。我们认为在前期严监严管的背景下，未来高质量发展的具体细则将成为资本市场长远发展的主要推动力，一流投资银行建设的有效性和方向性不改，**建议把握并购重组、高“含财率”和ROE提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。**
- **保险**：寿险负债转型仍在推进，队伍规模呈现企稳回升，产能提升成效显著，我们认为应持续关注在稳定规模下的产能爬坡，以及保障意识激活后的需求释放；车险量质齐升逻辑夯实，非车险增长动能强劲、空间广阔，关注风险减量服务深化后的COR改善；投资端来看，“国九条”明确资本市场新起点，对权益市场展望乐观，长端利率处于历史绝对低位，预定利率下调有望缓解利差损风险。板块处历史低估值区间，重视板块配置机遇，**建议关注拥有明显护城河的大型上市险企。**

# 目 录

- 一、2024复盘：行情与业绩回顾
- 二、政策主线：强监管、防风险、促高质量发展
- 三、把握证券板块三大趋势
- 四、把握保险板块四大趋势
- 五、投资建议
- 六、风险提示

## 风险提示

- **资本市场改革不及预期。**监管政策调整可能导致业务发展策略落地不到位，包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧，可能进一步影响投资者对于市场发展的信心，进而影响一级市场募投管退链条的畅通与二级市场交易活跃度等。
- **长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动。**长端利率超预期下行影响险资固收资产再配置，权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面。
- **新单销售不及预期。**保障需求释放放缓、理财产品竞争力提升均会影响保险新单销售节奏，进而影响代理人收入、留存和价值增长。
- **系统性风险对业绩和估值的压制。**市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险，可能提升重资本业务的风险，进而影响业绩预期和估值中枢。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、分析师声明

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

#### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089

Thanks  
For Watching

感谢聆听

务实 创新  
规范 协同



东海证券



东海研究