

## 非银金融行业跟踪周报

# 个人养老金制度全面实施; 关注 2025 开门红 增持 (维持)

2024 年 12 月 15 日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001

wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **非银行金融子行业近期表现:** 最近 5 个交易日 (2024 年 12 月 09 日-2024 年 12 月 13 日) 证券行业、多元金融行业和保险行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 2.01%，多元金融行业下跌 2.60%，保险行业下跌 2.66%，非银金融整体下跌 2.21%，沪深 300 指数下跌 1.01%。
- **证券: 交易量大幅提升; 中证协召开多个专业委员会全体会议。** 1) **12 月交易量大幅提升。** 截至 12 月 13 日, 12 月日均股基交易额为 20028 亿元, 较上年 12 月上涨 124%, 较上月下降 6.5%。截止至 12 月 12 日, 两融余额 18932 亿元, 同比提升 13%, 较年初提升 19.6%。截至 2024 年 12 月 13 日, 12 月 IPO 发行 5 家, 募集资金 33 亿元。2) **中证协召开多个专业委员会全体会议。** ① **证券经纪与财富管理及资产管理业务专业委员会全体会议** 强调, 证券行业要专注主业、优化供给、提高价值创造能力, 形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系, 落实好“五篇大文章”的战略布局。② **区域性股权市场专业委员会全体会议** 强调, 区域性股权市场要坚持全面深化改革, 着力破除体制机制障碍和结构性问题, 建立符合当地实际和中小企业特点的基础服务体系、综合金融服务体系和上市规范培育体系, 不断提升综合金融服务能力。③ **融资融券业务专业委员会全体会议** 强调, 行业机构应切实发挥融资融券业务的功能性作用, 严格落实相关监管要求, 优化业务流程, 完善制度体系, 为客户提供优质服务。3) **2024 年 12 月 13 日券商行业 (未包含东方财富) 平均估值 1.5x 2024EP/B, 推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头, 如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。**
- **保险: 负债端、资产端均有改善, 低估值+低持仓, 攻守兼备。** 1) **个人养老金制度全面实施, 看好第三支柱长期空间。** 人社部等五部门联合发布《关于全面实施个人养老金制度的通知》, 自 12 月 15 日起在全国范围全面实施个人养老金制度, 全面扩大覆盖范围, 优化产品供给, 增补领取条件。2) **上市险企披露 11 月保费, 寿险单月保费增速转正, 关注 25 年开门红表现。** 据媒体报道, 目前保险行业已陆续开启 2025 年开门红, 分红险产品成为大部分公司主打产品。分红险产品较低的保证收益有助于降低险企负债成本, 而浮动收益也可以对客户形成一定吸引力。我们认为, 分红险长期来看其综合优势明显, 有望成为行业未来保费增长的重要驱动力。3) **保险业经营具有显著顺周期特性, 未来随着经济复苏, 负债端和投资端都将显著改善。** 2024 年 12 月 13 日保险板块估值 0.58-0.91 倍 2024EP/EV, 仍处于历史低位, 维持“增持”评级。
- **多元金融: 1) 信托:** 截至 2024 年 2 季度末, 全行业信托资产规模 27 万亿元, 同比增长 24.5%。2024H1 信托行业净利润为 196 亿元, 同比降幅为 40.6%。2) **期货:** 2024 年 11 月全国期货市场成交量为 6.78 亿手, 成交额为 62.2 万亿元, 同比分别-14.3%、+13.3%。2024 年 10 月全国期货公司净利润 11.8 亿元, 同比增长 227%。
- **行业排序及重点公司推荐:** 非银金融目前平均估值仍然较低, 具有安全边际, 攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升, 负债端预计显著改善, 长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好, 券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为**保险>证券>其他多元金融**, 重点推荐**中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、中金公司等**。
- **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

## 内容目录

1. 非银行金融子行业近期表现 .....	4
2. 非银行金融子行业观点 .....	5
2.1. 证券: 2024 年 12 月至今交易量大幅提升; 中证协召开多个专业委员会全体会议.....	5
2.2. 保险: 资负共振, 长期可期.....	6
2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向.....	9
2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压.....	9
2.3.2. 期货: 11 月成交额同比提升.....	11
3. 行业排序及重点公司推荐 .....	13
4. 风险提示 .....	13

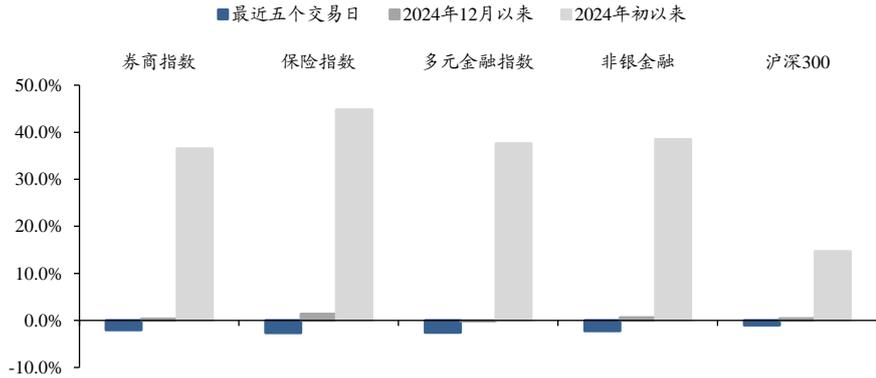
## 图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2024.12.09-2024.12.13) 非银金融子行业表现	4
图 2: 2024 年以来三个子行业表现均优于沪深 300	4
图 3: 2022-2024 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 试点以来个人养老金开户数量持续增长	7
图 5: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	9
图 6: 信托行业经营收入和利润	10
图 7: 信托资产种类分布 (%)	10
图 8: 期货行业市场成交量及增速	12
图 9: 期货行业市场成交额及增速	12
图 10: 期货公司营业收入及增速	12
图 11: 期货公司净利润及增速	12
表 1: 各指数涨跌情况	5
表 2: 寿险公司保费收入 (亿元)	8
表 3: 产险公司保费收入 (亿元)	8
表 4: 上市券商估值表 (2024 年 12 月 13 日)	14
表 5: 上市保险公司估值及盈利预测	15

## 1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2024 年 12 月 09 日-2024 年 12 月 13 日）证券行业、多元金融行业和保险行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 2.01%，多元金融行业下跌 2.60%，保险行业下跌 2.66%，非银金融整体下跌 2.21%，沪深 300 指数下跌 1.01%。

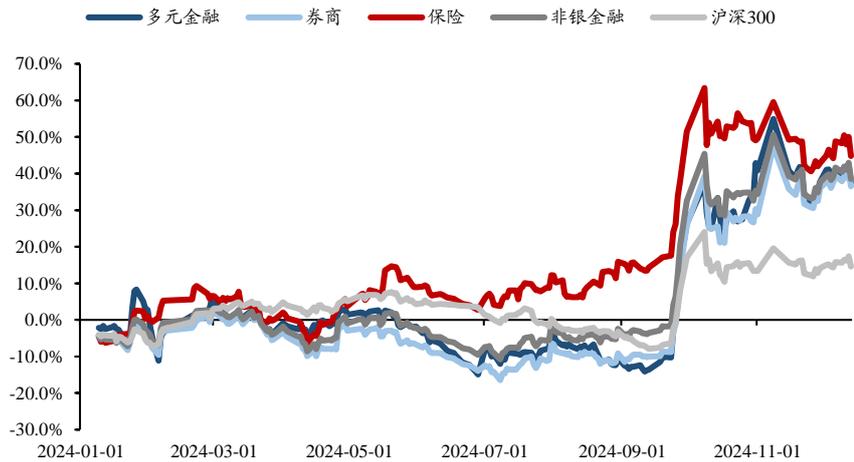
图 1: 最近 5 个交易日（2024.12.09-2024.12.13）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年以来（截至 2024 年 12 月 13 日），保险行业表现最好，其次为多元金融行业。保险行业上涨 44.81%，多元金融行业上涨 37.58%，证券行业上涨 36.54%，非银金融整体上涨 38.48%，沪深 300 指数上涨 14.63%。

图 2: 2024 年以来三个子行业表现均优于沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 13 日）

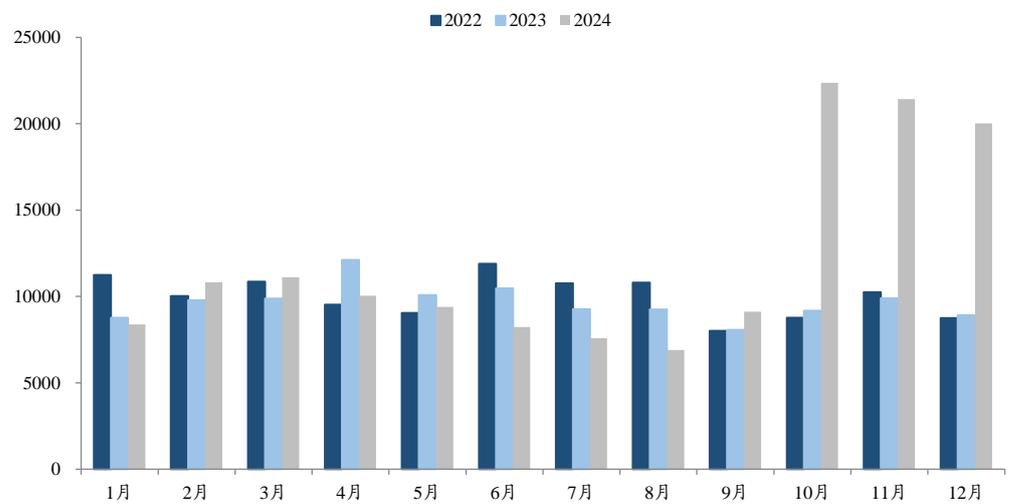
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国人保表现较好，中国太保、中国人寿表现相对较差；证券行业中，国盛金控、国联证券、第一创业表现较好，光大证券、东方财富表现较差；多元金融行业中，中粮资本、渤海租赁表现较差。

## 2. 非银行金融子行业观点

### 2.1. 证券：2024 年 12 月至今交易量大幅提升；中证协召开多个专业委员会全体会议

**2024 年 12 月至今交易量大幅提升。**截至 2024 年 12 月 13 日，2024 年 12 月至今日均股基交易额为 20028 亿元，较上年 12 月上涨 124.63%，较上月下降 6.52%。截止至 12 月 12 日，两融余额 18932 亿元，同比提升 13.07%，较年初提升 19.62%。截至 2024 年 12 月 13 日，12 月 IPO 发行 5 家，募集资金 33 亿元。

图 3: 2022-2024 年各月日均股基交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 13 日）

**12 月权益市场上涨。**截至 2024 年 12 月 13 日，2024 年 12 月沪深 300 指数上涨 0.42%，上年 12 月下跌 1.86%，2024 年 11 月上涨 0.66%；创业板指数上涨 0.51%，上年 12 月下跌 1.62%，2024 年 11 月上涨 2.75%；上证综指上涨 1.97%，上年 12 月下跌 1.81%，2024 年 11 月上涨 1.42%；中债总全价指数上涨 1.09%，上年 12 月上涨 0.88%，2024 年 11 月上涨 0.71%；万得全 A 指数上涨 2.10%，上年 12 月下跌 2.05%，2024 年 11 月上涨 1.34%。

表 1: 各指数涨跌情况

	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2024 年 12 月	0.42%	0.51%	1.97%	1.09%	2.10%
2024 年 11 月	0.66%	2.75%	1.42%	0.71%	1.34%
2023 年 12 月	-1.86%	-1.62%	-1.81%	0.88%	-2.05%
2023 年全年累计	14.63%	18.18%	14.02%	4.61%	14.56%
2024 年至今累计	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 13 日）

**中证协召开多个专业委员会全体会议。** 1) 证券经纪与财富管理及资产管理业务。 2024年12月3日，证券经纪与财富管理及资产管理业务专业委员会全体会议在北京召开。会议指出，证券行业必须切实提高政治站位，自觉践行金融工作的政治性和人民性，积极推进行业财富管理转型，提升服务中长期资金能力，为推进金融强国建设、服务中国式现代化贡献力量。会议强调，证券行业要专注主业、优化供给、提高价值创造能力，形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好“五篇大文章”的战略布局。2) 区域性股权市场。 2024年12月5日，证券业协会区域性股权市场专业委员会主任委员会议暨全体委员会议在重庆召开。会议强调，区域性股权市场要坚持全面深化改革，着力破除体制机制障碍和结构性问题，因地制宜探索创新试点，发展新质生产力，建立符合当地实际和中小企业特点的基础服务体系、综合金融服务体系和上市规范培育体系，不断提升综合金融服务能力。3) 融资融券业务。 2024年12月6日，中国证券业协会在重庆召开融资融券业务专业委员会全体会议。会议强调，行业机构应切实发挥融资融券业务的功能性作用，严格落实相关监管要求，优化业务流程，完善制度体系，为客户提供优质服务。下一步，委员会将进一步发挥专业性和“办事、议事、交流”的平台作用，共同推动融资融券业务的高质量发展。

**券商板块有望进一步提升，建议关注。** 目前（2024年12月13日）券商行业（未包含东方财富）平均估值1.5x2024EP/B。我们认为，考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

**重点推荐：中信证券、华泰证券、中金公司等。**

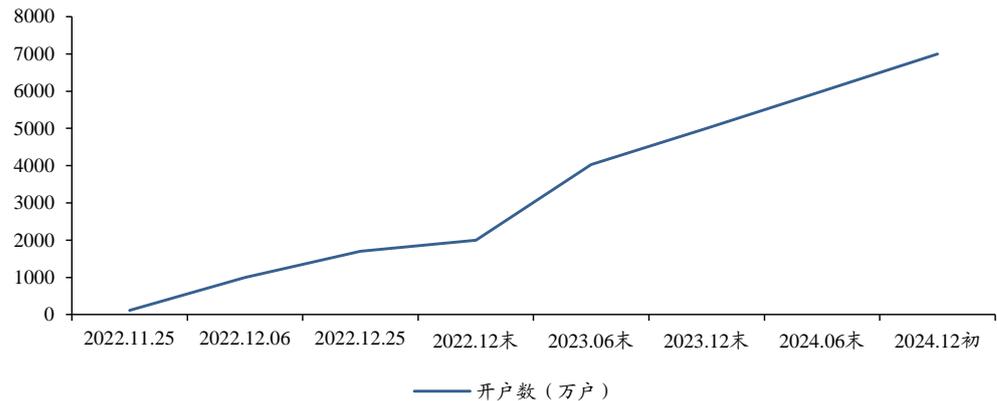
**风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。**

## 2.2. 保险：资负共振，长期可期

**个人养老金制度全面实施，看好第三支柱长期空间。** 12月12日人社部等五部门联合发布《关于全面实施个人养老金制度的通知》，自12月15日起在全国范围全面实施个人养老金制度。1) 全面扩大覆盖范围，优化产品供给，增补领取条件。 个人养老金实施范围和税收优惠政策实施范围由36个先行城市（地区）扩大到全国，中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者均可参加个人养老金。在现有金融产品的基础上，将国债纳入个人养老金产品范围，将特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品目录。增加参加人患重大疾病、领取失业保险金达到一定条件或者正在领取最低生活保障金的领取条件。2) 个养开户数已突破6000万，但缴存比例仍有待提高。 个养实施早期经历了开户数短期高增，2023年6月末开立个养账户人数就已达4030万人。到2024年6月末开户人数超6000万。但缴存规模仍然较小，至2023年末约为280亿元。截至Q3末，北上广深四城个养开户分别为532、500、488和434万户，北京、上海缴存规模分别超过114和110亿元。3) 产品扩容可能激发参保人缴存热情。 根据国家社会保险公共服务平台数据，截至12月12日个人养老金产品中的储蓄、基金、保险、理财产品数量分别为466只、200只、165只、26只。我们预计随着国债等被纳

入个人养老金投资范围，对于促进参保人提升缴纳比例有一定积极作用。4) 我们认为个人养制度长期具有较大空间，但短期增量或有限。我们认为，随着国内老龄化程度加深和养老负担加重，个人养老金对居民养老重要性提升，看好第三支柱的长期空间。但短期来看，个养机制的主要抓手在于税收优惠，预计全国实际个税缴纳人群不足1亿人，目前开户人数渗透率已经相对较高。并且，预计大部分缴税人群集中于此前36个先行地区，扩容至全国带来的短期增量可能相对有限。

图 4: 试点以来个人养老金开户数量持续增长



数据来源：人社部，东吴证券研究所

**上市险企披露 11 月保费，寿险单月保费增速转正，关注 25 年开门红表现。** 1) 上市寿险公司 11 月单月总保费增速转正。上市寿险公司 11 月单月保费同比+1.5%，10 月单月增速为-1.3%。我们认为单月保费增速转正主要原因为：①预定利率下调、产品切换后带来短期销售乏力已经有所缓解；②储蓄产品的市场需求依旧旺盛。新华保险单月保费增速好于同业，我们预计主要是由于上年同期基数较低影响。人保寿险 11 月单月长险首年、期交首年保费分别同比-10.9%、-20.5%，增速由正转负。人保健康险 11 月单月长险首年、期交首年保费分别同比+237%、+219%，增速分别提升 35.3pct、35.1pct。据媒体报道，目前保险行业已陆续开启 2025 年开门红，分红险产品成为大部分公司主打产品。分红险产品较低的保证收益有助于降低险企负债成本，而浮动收益也可以对客户形成一定吸引力。我们认为，分红险长期来看其综合优势明显，有望成为行业未来保费增长的重要驱动力。2) 产险整体增速保持稳定，人保车险、非车险增速环比均有提升。人保财险、平安产险、太保产险 1-11 月累计同比分别为+5.1%、+6.8%、+7.0%；11 月单月保费同比分别+9.2%、+9.8%、+3.1%。11 月人保车险保费同比+7.5%，较 10 月增速继续提升 1.2pct。根据汽车工业协会数据，受汽车报废补贴更新等政策推动，10 月汽车产销环比分别增长 14.7%和 8.6%，同比分别增长 11.1%和 11.7%，其中新能源车产销同比分别增长 45.8%和 47.4%。11 月人保非车险同比+14.2%，增速提升 1.9pct，其中意健/农险/责任/企财/信保/货运分别同比+37.3%/-1.0%/+22.6%/-15.4%/+4.5%/+5.4%。

表 2: 寿险公司保费收入 (亿元)

寿险公司 保费收入	11月累计 保费	累计同 比	11月保 费	同比	人保寿险保费 结构	11月累计保 费	累计同 比	11月保 费	同比
中国人寿	6443.00	4.8%	174.00	4.2%	长险首年	428.49	-8.8%	7.45	-10.9%
平安人寿	4721.25	8.8%	246.89	-1.5%	趸交	178.83	-21.6%	4.31	-2.3%
太保人寿	2288.42	2.2%	92.44	-2.2%	期交首年	249.66	3.3%	3.14	-20.5%
新华保险	1631.66	2.2%	75.34	10.5%	期交续期	565.61	19.5%	19.10	6.9%
人保寿险	1025.91	5.5%	28.13	2.6%	短期险	31.81	7.1%	1.58	33.9%
合计	16110.24	5.3%	616.80	1.5%	合计	1025.91	5.5%	28.13	2.6%

数据来源: 中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保定期保费公告, 东吴证券研究所

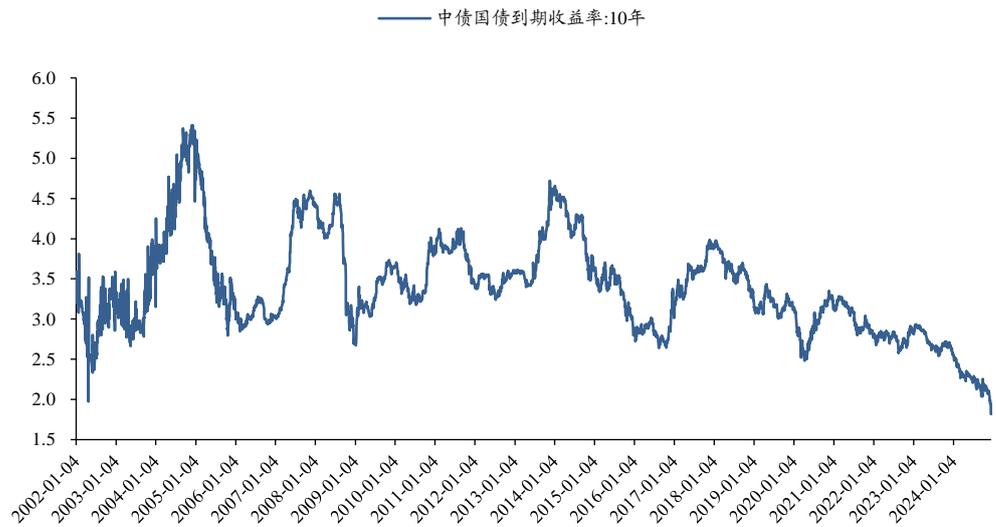
表 3: 产险公司保费收入 (亿元)

产险公司 保费收入	11月累计 保费	累计同 比	11月保 费	同比	人保财险保费 结构	11月累计保 费	累计同 比	11月保 费	同比
人保财险	4968.45	5.1%	359.18	9.2%	机动车辆险	2642.87	3.9%	265.14	7.5%
平安产险	2923.23	6.8%	266.25	9.8%	意健险	967.41	9.1%	28.44	37.3%
太保产险	1870.33	7.0%	141.83	3.1%	农险	565.74	0.9%	15.25	-1.0%
众安在线	-	-100.0%	-283.54	-1354.0%	责任险	354.43	12.2%	22.18	22.6%
合计	9762.01	6.0%	767.26	8.2%	企业财产险	157.38	2.0%	7.83	-15.4%
					信用保证险	47.65	-6.2%	3.28	4.5%
					货运险	53.33	8.5%	4.47	5.4%
					其他险种	179.64	7.3%	12.59	9.1%
					合计	4968.45	5.1%	359.18	9.2%

数据来源: 中国人保、中国平安、中国太保定期保费公告, 东吴证券研究所

**负债端改善大趋势不变, 资产端承压; 安全边际较高, 攻守兼备。**我们认为, 保险业经营具有显著顺周期特性, 随着经济复苏, 基本面改善已在进行中。1) 2023 年以来, 新单保费持续高增长, 预计在宏观经济改善趋势下, 保险产品消费需求将逐步复苏。2) 十年期国债收益率仍处于低位, 保险公司普遍面临“资产荒”。伴随国内稳增长政策持续落地, 未来宏观经济预期改善, 新增固收类投资收益率压力或将有所缓解。3) 2024 年 12 月 13 日保险板块估值 0.58-0.91 倍 2024EP/EV, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级。

图 5: 10 年期中债国债到期收益率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 12 月 13 日)

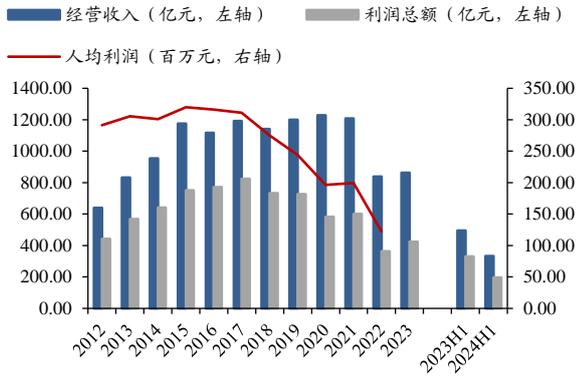
### 2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向

#### 2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压

**资管新规过渡期结束, 信托资产规模回升明显。**据中国信托业协会, 截至 2024 年 2 季度末, 全行业信托资产规模 27.00 万亿元, 同比增长 24.52%, 较 2023 年末增长 12.87%; 其中资金信托总规模达到 19.95 万亿元, 较 2023 年末增加 2.58 万亿元, 较 2023 年同期增加 4.25 万亿元, 同比增长 27.10%。在监管引导下, 信托业务资金来源结构持续优化。截至 2023 年末, 集合信托占比上升至 56.51%, 单一资金信托占比下降至 16.12%, 管理财产信托占比则相对稳定。从 2019 年 2 季度开始, 集合资金信托占比开始超过单一资金信托, 成为最主要的资金来源。2023 年数据表明, 信托行业在贯彻实施信托业务新分类标准过程中步伐稳健, 以进促稳调整信托业务结构, 融资类信托逐步式微, 资产服务信托规模持续增长。

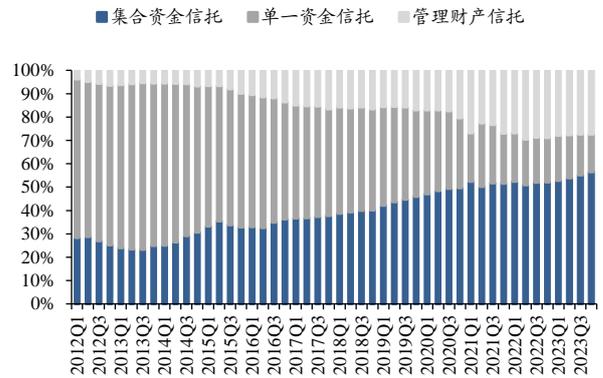
**信托行业 2024H1 利润同比下滑。**2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿, 较上年同期减少 161.79 亿, 同比降幅为 32.73%; 净利润为 195.88 亿元, 较上年同期减少 134.03 亿, 同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下, 处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 6: 信托行业经营收入和利润



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

图 7: 信托资产种类分布 (%)



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

**《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》发布实施, 未来信托公司将在差异化监管的规范下逐步走向差异化发展之路。** 一是探索发展家族/家庭等财富管理信托。信托业务分类标准构建了设立门槛覆盖全谱系财富、服务内容涵盖客户全生命周期的细分类型, 从服务对象和服务内容两个维度为信托公司展业创造巨大市场机遇。以建立居民家庭财富信托账户为基础, 信托公司可以提供财富分配与传承、保值增值、养老消费、保险保障、特殊需要照护、遗嘱安排等多场景的财富管理和受托服务, 切实当好居民财富的好管家。二是不断提升标准化资产管理和服务能力。信托公司大力发展资产管理类业务成行业共识。伴随我国资本市场从新兴市场向成熟市场不断发展, 信托公司作为机构投资者也需要建立与之匹配的投研能力、配置能力、产品能力和风控能力, 稳步提升资产管理信托的专业化管理能力, 在大资管市场中发挥差异化竞争优势。除此之外, 信托公司还可以“生态合作者”的受托人身份开展资管产品服务信托, 为私募基金等资管机构提供资产估值、结算、信披等专业化的受托服务。三是大力发展绿色信托。信托行业要积极践行 ESG 理念, 主动参与气候投融资和碳金融, 服务绿色低碳产业发展。积极布局以颠覆性技术和前沿技术催生的战略新兴产业和未来产业, 创新探索知识产权信托和数据信托等新型资产服务信托, 满足新质生产力的培育和拓展需求。除此之外, 预付类资金服务信托、担保品服务信托等行政管理服务信托和 risk 处置服务信托是信托公司运用信托制度安排保护社会财富安全流转和盘活企业资产的长效机制, 也有广阔的市场发展空间。

**政策超红利时代已经过去, 行业进入平稳转型期。** 过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱, 我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期, 行业的爆发式增长已经告一段落, 未来行业将进入整固和稳健增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型, 以适应市场和宏观经济的变化。

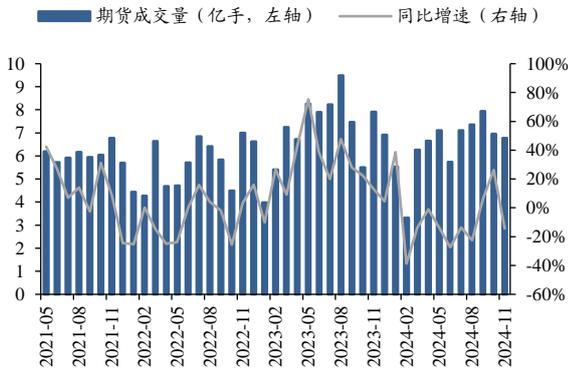
### 2.3.2. 期货：11月成交额同比提升

多部门联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，**加强监管、防范风险、促进期货市场高质量发展**。中国证监会、国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、商务部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》。《意见》提出，到2029年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架，期货市场监管能力显著增强，品种布局与国民经济结构更加适配，市场深度和定价能力进一步提高，建成一支诚信守法、专业稳健、服务高效的中介机构队伍。到2035年，形成安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场体系，主要品种吸引全球交易者充分参与，大宗商品价格影响力和市场竞争力显著增强，中介机构综合实力和国际竞争力进一步提高。到本世纪中叶，建成产品齐全、功能完备、服务高效、运行稳健、价格辐射全球的世界一流期货交易所，大幅提升期货市场服务国民经济、配置全球资源能力，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。

《意见》部署了8方面17项重点举措。一是**严格监管期货交易行为**。落实账户实名制、交易者适当性等监管要求。二是**严厉打击期货市场违法违规行为**。采取有效措施，抑制过度投机。依法严厉打击操纵市场等违法违规行为。三是**加强期货公司全过程监管**。强化期货公司股权管理和法人治理。规范期货公司及其子公司经营活动。健全期货公司风险出清长效机制。四是**强化期货市场风险防范**。完善期货保证金封闭运行和安全存管规则。常态化开展期货市场压力测试。提高期货市场结算、交割等的安全保障水平。五是**提升商品期货市场服务实体经济质效**。完善商品期货市场品种布局。持续改善企业套期保值交易的制度环境。引导企业根据期货价格信号合理安排生产经营。六是**稳健发展金融期货和衍生品市场**。发挥股指期货期权稳定市场、活跃市场的双重功能。稳妥有序推动商业银行参与国债期货交易试点。完善资本市场领域衍生品监管规则。七是**稳步推进期货市场对外开放**。有序拓宽商品期货市场开放范围。研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放。允许境外期货交易所推出更多挂钩境内期货价格的金融产品。强化开放环境下的监管能力建设。八是**深化期货市场监管协作**。加强期货监管与股票、债券、基金等监管的数据信息共享。强化跨部门、跨地区监管协同。

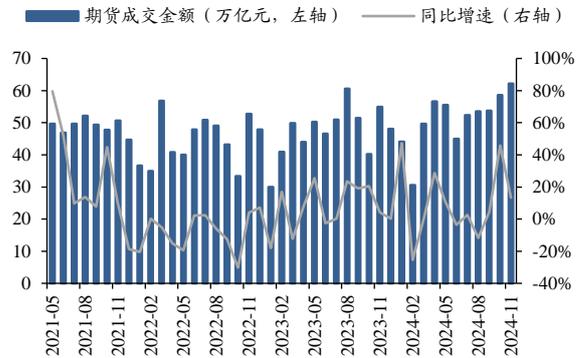
**期货行业市场成交额同比提升**。根据期货业协会数据，以单边计算，2024年11月全国期货交易市场成交量为6.78亿手，成交额为62.19亿元，同比分别下降14.3%和增长13.28%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1)受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2)目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 8: 期货行业市场成交量及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图 9: 期货行业市场成交额及增速



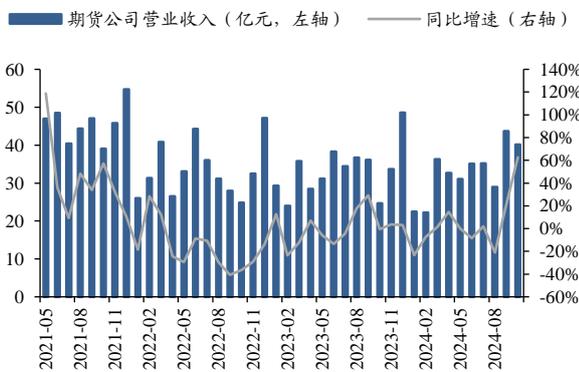
数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

**2024 年 10 月期货公司利润同比增长。**截至 2023 年 10 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2024 年 10 月实现营业收入 40.11 亿元，同比增长 62.65%，环比 2024 年 9 月下滑 8.13%；净利润 11.79 亿元，同比增长 227.50%，环比 9 月下滑 18.13%。

（说明：以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。

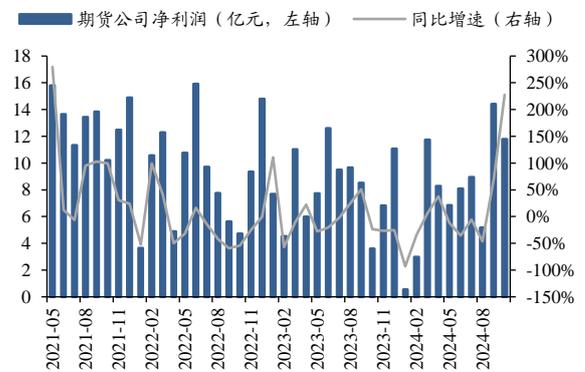
**我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的方向。**我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2024 年 10 月 31 日，共有 94 家期货公司在协会备案设立 97 家风险管理公司，其中有 96 家风险管理公司备案试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 178.08 亿元，环比 9 月下降 43.26 亿元，净利润 0.88 亿元，环比实现扭亏为盈。

图 10: 期货公司营业收入及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图 11: 期货公司净利润及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

### 3. 行业排序及重点公司推荐

行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、中金公司等。

**非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。**1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

### 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。

表 4: 上市券商估值表 (2024 年 12 月 13 日)

代码	证券名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
600030.SH	中信证券	30.42	4508	21.1	22.9	21.3	1.9	1.8	1.6
300059.SZ	东方财富	26.41	4169	49.0	50.9	48.9	6.4	5.8	5.3
600837.SH	海通证券	11.53	1506	23.0	149.4	68.0	0.9	0.9	0.9
601211.SH	国泰君安	19.01	1693	14.7	18.1	15.3	1.2	1.2	1.0
601688.SH	华泰证券	18.03	1628	14.7	12.8	10.8	1.1	1.1	0.9
601881.SH	中国银河	15.37	1681	21.7	21.3	18.6	1.9	1.7	1.4
000166.SZ	申万宏源	5.44	1362	48.8	29.6	26.9	1.4	1.4	1.3
000776.SZ	广发证券	16.56	1262	15.9	18.1	15.0	1.2	1.1	0.9
601995.SH	中金公司	36.01	1738	22.9	28.2	34.4	2.1	2.0	1.7
601066.SH	中信建投	27.17	2107	28.1	30.0	32.0	3.1	2.9	2.7
600999.SH	招商证券	19.63	1707	21.1	19.5	17.7	1.7	1.6	1.4
600958.SH	东方证券	10.84	921	30.6	33.4	23.3	1.3	1.2	1.2
002736.SZ	国信证券	11.44	1100	18.1	17.1	16.6	1.4	1.4	1.3
601377.SH	兴业证券	6.48	560	21.2	28.5	27.9	1.1	1.0	1.0
601788.SH	光大证券	19.57	902	28.3	21.1	39.7	1.7	1.6	1.3
601878.SH	浙商证券	12.72	582	35.2	33.2	32.8	2.3	2.2	2.0
600918.SH	中泰证券	7.00	488	82.6	27.1	53.1	1.4	1.3	1.2
601555.SH	东吴证券	8.18	406	23.4	20.3	21.2	1.1	1.0	1.0
000783.SZ	长江证券	7.06	390	25.9	25.2	26.2	1.3	1.3	1.2
601901.SH	方正证券	8.84	728	33.9	33.8	31.6	1.7	1.6	1.5
002939.SZ	长城证券	8.63	348	38.7	24.2	23.1	1.3	1.2	
000686.SZ	东北证券	8.60	201	87.2	30.1	17.0	1.1	1.1	
600109.SH	国金证券	9.22	342	28.6	19.9	26.3	1.1	1.1	1.0
002673.SZ	西部证券	9.01	403	94.1	34.5	33.6	1.5	1.4	
601236.SH	红塔证券	8.58	405	1050.5	129.6	101.7	1.8	1.8	
601108.SH	财通证券	8.48	394	26.0	17.5	17.7	1.2	1.2	1.1
000728.SZ	国元证券	8.59	375	21.6	20.1	19.1	1.1	1.1	1.0
601198.SH	东兴证券	11.68	378	73.0	46.1	37.2	1.4	1.4	
000750.SZ	国海证券	4.72	301	120.9	92.2	78.5	1.6	1.4	
002926.SZ	华西证券	8.81	231	54.8	54.4	20.6	1.0	1.0	
601375.SH	中原证券	4.60	214	200.4	100.9	59.8	1.6	1.5	1.5
601162.SH	天风证券	4.99	432	-28.7	140.8	-2495.0	1.9	1.8	
002500.SZ	山西证券	6.66	239	41.6	38.6	42.2	1.4	1.3	1.3
600155.SH	华创云信	8.01	178	47.1	38.5	36.2	0.9	0.9	
600909.SH	华安证券	6.25	294	24.9	23.0	22.8	1.5	1.4	1.3
601696.SH	中银证券	11.76	327	40.4	36.3	30.5	2.0	1.9	
002797.SZ	第一创业	9.47	398	99.3	120.4	63.8	2.7	2.7	2.6
600369.SH	西南证券	5.13	341	110.2	56.6	35.3	1.4	1.3	
601456.SH	国联证券	13.47	381	49.7	56.8	75.9	2.3	2.1	2.1
601990.SH	南京证券	9.25	341	52.8	50.4	33.7	2.1	2.0	
600095.SH	湘财股份	7.81	223	-68.4	187.0	119.8	1.9	1.9	1.8

600906.SH	财达证券	7.71	250	82.7	41.3	34.2	2.2	2.2	
600864.SH	哈投股份	7.52	156	-16.1	75.6		1.3	1.3	
601099.SH	太平洋	4.76	324	-70.7	129.5	94.8	3.5	3.4	
002945.SZ	华林证券	15.39	416	89.4	1311.4	111.1	6.5	6.5	
000712.SZ	锦龙股份	16.48	148	-37.7	-38.4	-80.3	5.2	6.0	
600621.SH	华鑫股份	16.19	172	48.8	43.2	39.4	2.3	2.2	
002670.SZ	国盛金控	19.14	370	-84.8	-1235.2	356.4	3.4	3.4	
	大券商平均			23.8	32.4	26.1	1.6	1.5	1.4
	平均			57.4	47.6	-9.8	1.9	1.9	1.5

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所（基于 2024 年 12 月 13 日收盘价）

表 5：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格	EV (元)				1Y+VNB (元)			
		人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023
中国平安-A	53.74	76.34	78.18	76.34	81.69	2.07	1.58	1.71	1.94
中国人寿-A	42.15	42.56	43.54	44.60	47.59	1.58	1.27	1.30	1.60
新华保险-A	49.88	82.97	81.93	80.30	85.26	1.92	0.78	0.97	1.71
中国太保-A	34.44	51.80	54.01	55.04	59.71	1.39	0.96	1.14	1.54

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
		人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023
中国平安-A	53.74	0.70	0.69	0.70	0.66	-10.90	-15.45	-13.24	-14.43
中国人寿-A	42.15	0.99	0.97	0.95	0.89	-0.26	-1.09	-1.88	-3.40
新华保险-A	49.88	0.60	0.61	0.62	0.59	-17.26	-41.26	-31.36	-20.69
中国太保-A	34.44	0.66	0.64	0.63	0.58	-12.45	-20.46	-18.07	-16.41

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
		人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023
中国平安-A	53.74	5.56	6.10	4.70	5.06	44.44	47.73	49.37	51.89
中国人寿-A	42.15	1.80	2.36	1.63	4.09	16.93	12.95	16.88	19.60
新华保险-A	49.88	4.79	6.89	2.79	8.03	34.78	31.41	33.68	32.40
中国太保-A	34.44	2.79	3.89	2.83	4.64	23.57	20.42	25.94	28.70

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
		人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023
中国平安-A	53.74	9.67	8.82	11.42	10.62	1.21	1.13	1.09	1.04
中国人寿-A	42.15	23.40	17.87	25.80	10.31	2.49	3.25	2.50	2.15
新华保险-A	49.88	10.41	7.24	17.88	6.21	1.43	1.59	1.48	1.54
中国太保-A	34.44	12.35	8.86	12.17	7.42	1.46	1.69	1.33	1.20

数据来源：保险公司历年财报，Wind，东吴证券研究所（基于 2024 年 12 月 13 日收盘价）

注：盈利预测为内部预测。

## 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>