

## 非银金融行业跟踪周报

### 偿二代过渡期延长，利好保险业稳健经营

增持（维持）

2024年12月22日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

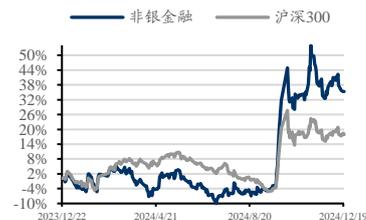
执业证书：S0600123090002

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16日-2024年12月20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1.36%，保险行业下跌2.27%，多元金融行业下跌2.59%，非银金融整体下跌1.65%，沪深300指数下跌0.14%。
- **证券：交易量大幅提升；证监会发布《香港互认基金管理规定》**。1) 12月交易量大幅提升。截至12月20日，12月至今日均股基交易额为18972亿元，较上年12月上漲113%，较上月下降11.5%。截止至12月19日，两融余额18810亿元，同比提升12.8%，较年初提升13.9%。截至2024年12月20日，12月IPO发行7家，募集资金66亿元。2) 证监会发布《香港互认基金管理规定》。《管理规定》主要修订内容包括：①将香港互认基金容地销售比例限制由50%放宽至80%。②适当放松香港互认基金投资管理职能的转授权限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予集团内海外关联机构。③为未来更多常规类型产品纳入香港互认基金范围预留空间。3) 多家券商限制变相“T+0”交易。12月19日，中信建投发布公告拟于2024年12月27日启用融券变相T+0交易限制功能，客户针对同一标的物的担保品买入或融资买入、融券卖出操作无法在同一交易日内进行。截至2024年12月19日全市场融券余额105.37亿元，占当日两融余额比例仅为0.56%，对市场影响已经极小。4) 2024年12月20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：偿二代过渡期延长，《中国出口信用保险公司监督管理办法》发布**。1) 金监总局发布《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》。《通知》明确，原定2024年底结束的过渡期延长至2025年底。对于因新旧规则切换对偿付能力充足率影响较大的保险公司，金监总局将一司一策确定过渡期政策。2) 金融监管总局印发《中国出口信用保险公司监督管理办法》。《办法》在总结多年监管实践经验的基础上，从职能定位、公司治理、风险管理、内部控制、偿付能力管理、激励约束、监督管理等方面，对出口信保公司提出明确监管要求，进一步强化风险防控，完善内部控制。3) 金监总局发布《保险资金运用内部控制应用指引（第4号-第6号）》。针对未上市企业股权、不动产、金融产品等非标准化资产，在项目筛选、立项审批、尽职调查、商务谈判、投资决策、合同签署、交易执行、投后管理等业务环节，明确了操作流程要求，同时强化投委会履职尽责并细化投后管理要点。4) 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20日保险板块估值0.55-0.89倍2024EP/EV，仍处于历史低位，维持“增持”评级。
- **多元金融**：1) **消费金融**：金管总局近日修订印发《消费金融公司监管评级办法》，对消费金融公司评级要素、级次设置等进行优化，进一步强化消费金融公司分类监管，行业整体服务水平及发展质效有望进一步提升。2) **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%。3) **期货**：2024年11月全国期货交易市场规模成交量为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、同花顺**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

《个人养老金制度全面实施；关注2025开门红》

2024-12-15

《金融支持银发经济大有可为，保险业可从资负两端双管齐下》

2024-12-15

## 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；证监会发布《香港互认基金管理规定》 .....	5
2.2. 保险：偿二代过渡期延长，《中国出口信用保险公司监督管理办法》发布 .....	6
2.3. 多元金融：金管总局优化消费金融公司监管评级，行业发展迎新态势；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 .....	8
2.3.1. 消费金融：监管评级迎来修订，促进行业规范发展 .....	8
2.3.2. 信托：24H1 资产规模回升明显，行业整体业绩仍较承压 .....	9
2.3.3. 期货：11 月成交额同比提升 .....	10
3. 行业排序及重点公司推荐 .....	12
4. 风险提示 .....	12

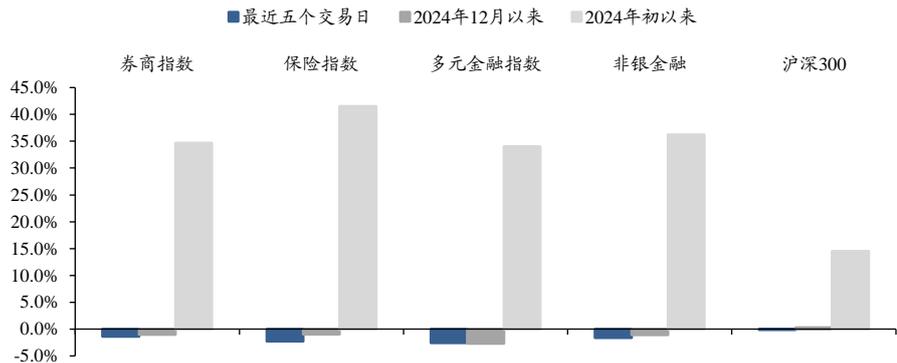
## 图表目录

图 1: 最近 5 个交易日 (2024.12.16-2024.12.20) 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: 10 年期中债国债到期收益率 (%) .....	8
图 5: 信托行业经营收入和利润 .....	9
图 6: 信托资产种类分布 (%) .....	9
图 7: 期货行业市场成交量及增速 .....	11
图 8: 期货行业市场成交额及增速 .....	11
图 9: 期货公司营业收入及增速 .....	12
图 10: 期货公司净利润及增速 .....	12
表 1: 各指数涨跌情况 .....	5
表 2: 上市券商估值表 (2024 年 12 月 20 日) .....	13
表 3: 上市保险公司估值及盈利预测 .....	14

## 1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2024 年 12 月 16 日-2024 年 12 月 20 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 1.36%，保险行业下跌 2.27%，多元金融行业下跌 2.59%，非银金融整体下跌 1.65%，沪深 300 指数下跌 0.14%。

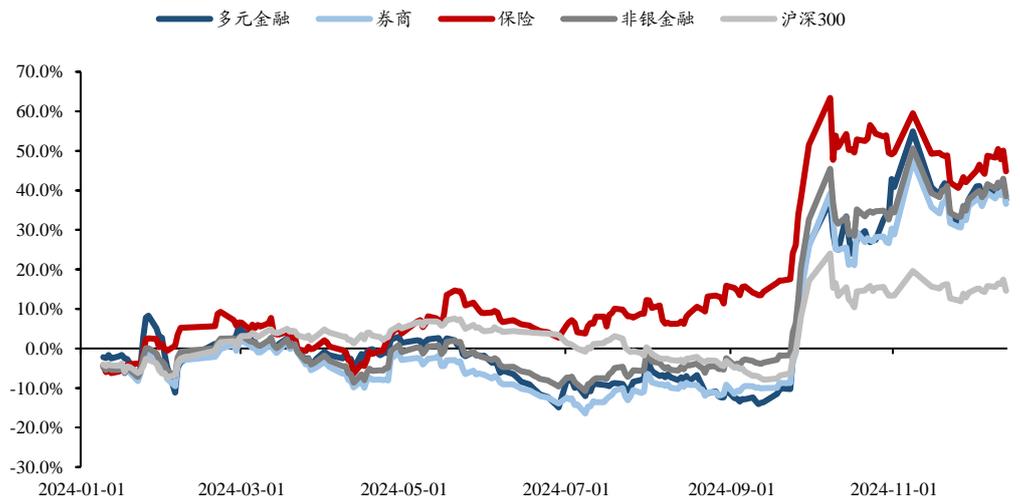
图 1: 最近 5 个交易日（2024.12.16-2024.12.20）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年以来（截至 2024 年 12 月 20 日），保险行业表现最好，其次为证券行业。保险行业上涨 41.52%，证券行业上涨 34.69%，多元金融行业上涨 34.02%，非银金融整体上涨 36.20%，沪深 300 指数上涨 14.47%。

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 20 日）

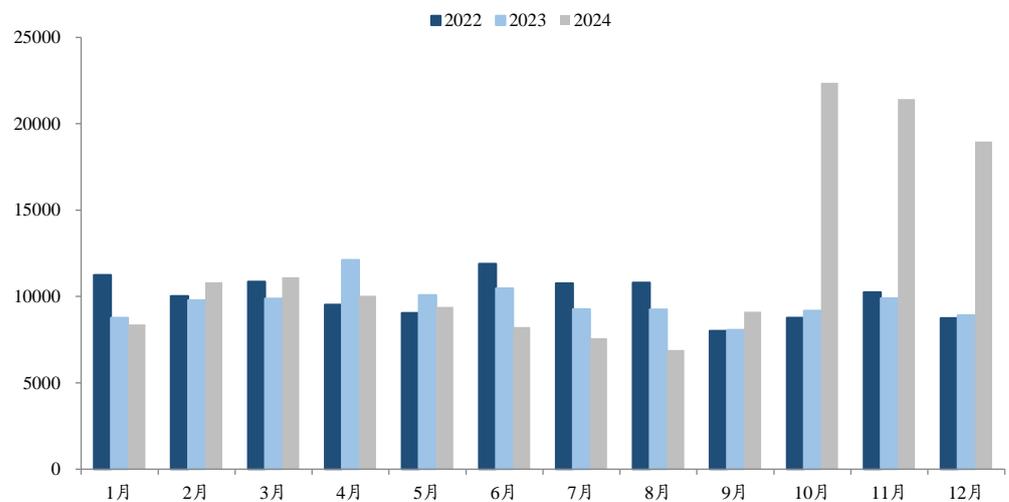
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国太保、天茂集团表现相对较差；证券行业中，华林证券、华鑫股份表现较好，国盛金控、锦龙股份表现较差；多元金融行业中，新力金融、瑞达期货表现较差。

## 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；证监会发布《香港互认基金管理规定》

**2024 年 12 月至今交易量大幅提升。**截至 2024 年 12 月 20 日，2024 年 12 月至今日均股基交易额为 18972 亿元，较上年 12 月上涨 112.77%，较上月下降 11.54%。截止至 12 月 19 日，两融余额 18810 亿元，同比提升 12.77%，较年初提升 13.94%。截至 2024 年 12 月 20 日，12 月 IPO 发行 7 家，募集资金 66 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 20 日）

**12 月权益市场上涨。**截至 2024 年 12 月 20 日，2024 年 12 月沪深 300 指数上涨 0.28%，上年 12 月下跌 1.86%，2024 年 11 月上涨 0.66%；创业板指数下跌 0.64%，上年 12 月下跌 1.62%，2024 年 11 月上涨 2.75%；上证综指上涨 1.25%，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 1.47%，上年 12 月上涨 0.88%，2024 年 11 月上涨 0.71%；万得全 A 指数上涨 1.00%，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	0.28%	-0.64%	1.25%	1.47%	1.00%
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	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%
2024 年至今累计	14.47%	16.83%	13.21%	4.99%	13.32%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 12 月 20 日）

证监会发布《香港互认基金管理规定》。2024年12月20日，证监会进一步优化内地与香港基金互认安排，修订发布《香港互认基金管理规定》，自2025年1月1日起实施。修订的主要内容包括：①适度放宽互认基金客地销售比例限制。按照稳步有序、逐步放开的原则，将互认基金客地销售比例限制由50%<sup>2</sup>放宽至80%。②适当放松互认基金投资管理职能的转授限制。允许互认基金投资管理职能转授予集团内海外关联机构，同时，为保护投资者利益，要求获授权机构所在地限于已与我会签署监管合作谅解备忘录并保持有效监管合作关系的国家或地区。③为进一步拓展互认基金范围预留空间。香港互认基金类型中增加“中国证监会认可的其他基金类型”，可为未来更多常规类型产品纳入互认基金范围预留空间，更好满足两地投资者跨境理财需求。

**多家券商限制变相“T+0”交易。**12月19日，中信建投在其官网发布公告称，为进一步落实证监会关于严禁利用融券实施变相T+0交易的相关要求，公司拟于2024年12月27日启用融券变相T+0交易限制功能，具体包括：①客户在同一交易日内，进行两融标的融券卖出操作后，无法就同一标的进行担保品买入或融资买入操作。②客户在同一交易日内，进行担保品买入或融资买入两融标的的证券后，无法就同一标的进行融券卖出操作。同日，山西证券亦发布公告称，公司拟于2024年12月23日启用融券日内回转交易控制措施。自今年2月证监会提出“禁止利用融券实施日内回转交易（变相T+0交易）”以来，“严禁利用融券变相T+0交易”已成为证券行业通行做法。截至2024年12月12日，已有超过6家券商就“严禁利用融券变相T+0交易”向投资者发布通知，分别是中信证券、南京证券、华西证券、广发证券、中信建投证券、山西证券等；已有超过4家券商明确启用融券变相T+0交易限制功能，包括兴业证券、东兴证券以及上述中信建投、山西证券等。当前融券市场规模已经非常有限，截至2024年12月19日全市场融券余额105.37亿元，占当日两融余额比例仅为0.56%，对市场影响已经极小。

**券商板块有望进一步提升，建议关注。**目前（2024年12月20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：偿二代过渡期延长，《中国出口信用保险公司监督管理办法》发布

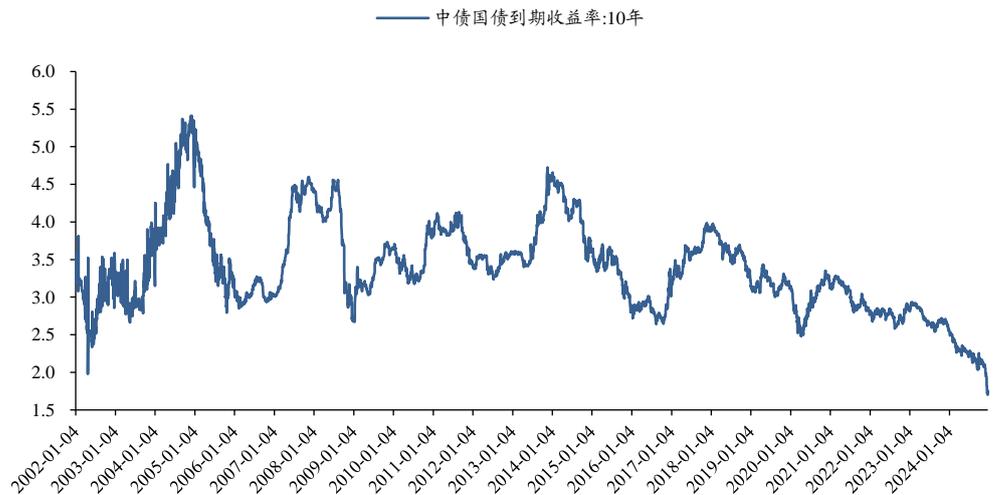
**金融监管总局发布《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》。**1）2021年12月，原银保监会印发《保险公司偿付能力监管规则（II）》（以下简称规则II）和《中国银保监会关于实施保险公司偿付能力监管规则（II）有关事项的通知》（银保监发〔2021〕52号），对因新旧规则切换导致综合偿付能力充足率下降的保险公司，按照“一司一策”确定过渡期政策，从2025年起开始全面执行规则II。考虑到保险业偿付能力监管规则切换至规则II的影响尚未完全消化，为维护保险业稳健运行，

经审慎研究决定，延长规则 II 实施过渡期至 2025 年底。2) **《通知》明确了规则 II 实施过渡期的延长期限。规则 II 实施过渡期将延长 1 年至 2025 年底。**对因新旧规则切换对偿付能力充足率影响较大的保险公司，可于 2025 年 1 月 15 日前与金融监管总局及派出机构沟通过渡期政策，金融监管总局根据实际情况于 2025 年 2 月底前一司一策确定过渡期政策。原已享受过渡期政策的单家保险公司，2025 年过渡期政策不得优于保险公司原过渡期最后一年享受的政策。由金融监管总局直接监管的保险公司，应与金融监管总局机构监管司沟通，由金融监管总局确定过渡期政策；由各金融监管局监管的保险公司应与属地金融监管局沟通，属地金融监管局提出初步方案，报金融监管总局机构监管司审查同意后，确定过渡期政策。3) **下一步，金融监管总局将指导保险公司做好《通知》贯彻落实，推动保险公司加强偿付能力管理，提升资本补充能力，不断夯实稳健经营基础。**

**国家金融监督管理总局发布《中国出口信用保险公司监督管理办法》。**《办法》共设九章 70 条，包括职能定位、公司治理、风险管理、内部控制、偿付能力管理、激励约束、监督管理等。一是强化风险防控。要求出口信保公司建立垂直独立的全面风险管理组织架构，制定风险管理政策，强化条线管理，明确保险风险、信用风险等七大类风险内部管理要求。二是完善内部控制。要求出口信保公司健全内部控制和内部审计的组织架构，建立独立、集中化管理的内部审计体系，优化相应职能，引入履职回避、内控评价等制度，规定内部审计对分支机构实现全覆盖，明确追责问责机制，压实内部管理责任。三是加强监督管理。要求出口信保公司健全考核指标体系，加强分支机构考核，在风险管理、内控合规等条线逐步建立垂直独立的考核制度，引导资源更好发挥政策性保险作用。四是增强服务能力。在充分考虑出口信保公司实际情况的基础上，出台相关监管政策，切实发挥出口信用保险防风险、补损失、促融资、拓市场等作用，更好服务贸易高质量发展。**金融监管总局将持续做好出口信保公司监管工作，督促公司充分发挥出口信用保险作用，持续提升服务能力，支持外贸促稳提质。**

**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 20 日保险板块估值 0.55-0.89 倍 2024EP/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。**

图 4: 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 20 日)

**2.3. 多元金融: 金管总局优化消费金融公司监管评级, 行业发展迎新态势; 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. 消费金融: 监管评级迎来修订, 促进行业规范发展**

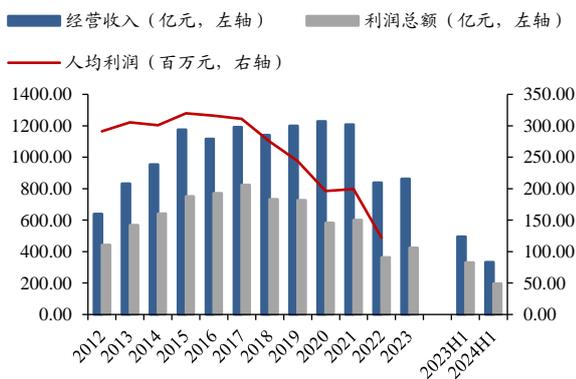
金管总局修订发布消金公司评级办法, 消费金融行业服务水平有望进一步提升。金管总局近日修订印发《消费金融公司监管评级办法》, 对消费金融公司评级要素、级次设置等进行优化, 进一步强化消费金融公司分类监管, 具体内容包括: **1) 合理调整评级要素。**评级办法提高评级颗粒度, 新增“合作机构管理”“消费者权益保护”两个评级要素, 共设置“公司治理、资本管理、风险管理、合作机构管理、专业服务质量、消费者权益保护、信息科技管理”七个评级维度, 分别赋予 15%、15%、25%、10%、10%、15%、10%的分值权重。**2) 优化监管评级级次设置。**评级办法将监管评级结果从优到劣划分为 1 至 5 级和 S 级, 其中 2 级和 3 级细分为 A、B 两个档次。金融监管总局有关司局负责人解释道, 评级结果数值越大表明风险越高, 对处于重组、被接管、实施市场退出等情况的可直接列为 S 级。**3) 明确分类监管原则与措施。**监管评级结果将作为监管部门制定及调整监管规划、配置监管资源、采取监管措施的主要依据, 并作为消费金融公司业务分级分类监管的审慎性条件。其中, 评级结果为 1 级、2 级、3 级的消费金融公司, 可以开展《消费金融公司管理办法》第十五条规定的基础业务, 经批准可开展第十六条规定的专项业务; 4 级的消费金融公司, 可以开展《消费金融公司管理办法》第十五条规定的基础业务; 5 级的消费金融公司, 将严格限制其业务范围, 仅允许在风险敞口不扩大的前提下接受股东方的流动性支持。

2.3.2. 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。

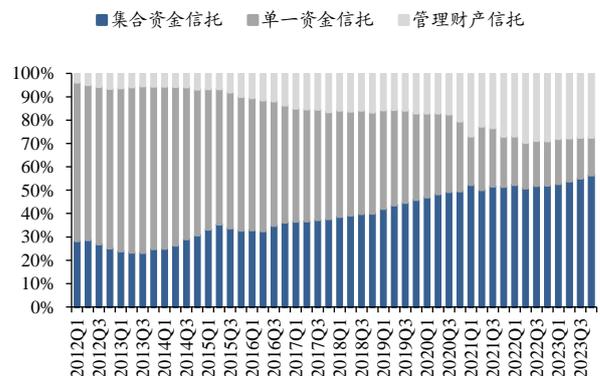
信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿，较上年同期减少 161.79 亿，同比降幅为 32.73%；净利润为 195.88 亿元，较上年同期减少 134.03 亿，同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下，处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 5：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 6：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风险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增长长期。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。

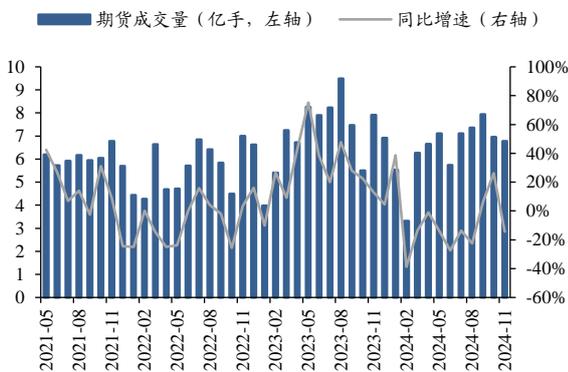
### 2.3.3. 期货：11 月成交额同比提升

**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**。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。

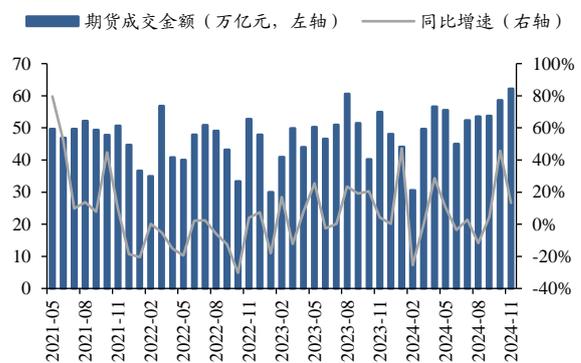
**期货行业市场成交额同比提升。**根据期货业协会数据，以单边计算，2024年11月全国期货交易市场成交量为6.78亿手，成交额为62.19亿元，同比分别下降14.3%和增长13.28%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1)受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2)目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 7：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 8：期货行业市场成交额及增速

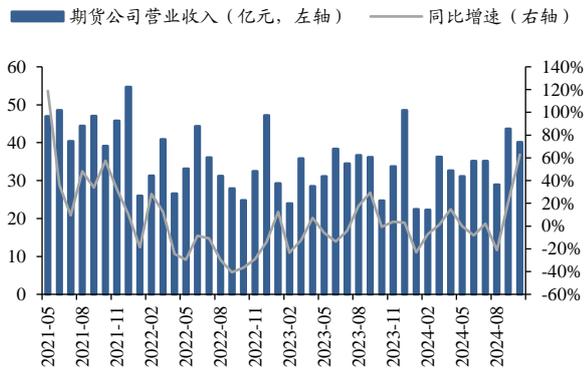


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

**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）。

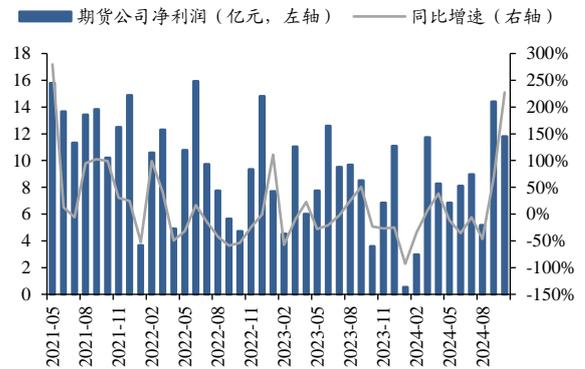
**我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。**我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2024 年 10 月 31 日，共有 94 家期货公司在协会备案设立 97 家风险管理公司，其中有 96 家风险管理公司备案试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 178.08 亿元，环比 9 月下降 43.26 亿元，净利润 0.88 亿元，环比实现扭亏为盈。

图 9：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 10：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 2: 上市券商估值表 (2024 年 12 月 20 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	30.34	4497	21.1	22.8	21.3	1.9	1.8	1.6
300059.SZ	东方财富	26.11	4122	48.4	50.3	48.4	6.3	5.7	5.2
600837.SH	海通证券	11.39	1488	22.7	147.6	67.2	0.9	0.9	0.9
601211.SH	国泰君安	18.76	1670	14.5	17.8	15.1	1.2	1.1	1.0
601688.SH	华泰证券	17.90	1616	14.6	12.7	10.7	1.1	1.1	0.9
601881.SH	中国银河	15.33	1676	21.6	21.3	18.6	1.9	1.7	1.4
000166.SZ	申万宏源	5.41	1355	48.6	29.4	26.8	1.4	1.4	1.3
000776.SZ	广发证券	16.32	1244	15.7	17.8	14.8	1.1	1.1	0.9
601995.SH	中金公司	35.48	1713	22.5	27.8	33.9	2.1	1.9	1.7
601066.SH	中信建投	27.31	2118	28.2	30.1	32.1	3.1	2.9	2.7
600999.SH	招商证券	19.34	1682	20.8	19.2	17.4	1.7	1.6	1.4
600958.SH	东方证券	10.55	896	29.8	32.6	22.7	1.2	1.2	1.2
002736.SZ	国信证券	11.25	1081	17.8	16.8	16.4	1.4	1.3	1.2
601377.SH	兴业证券	6.42	554	21.0	28.2	27.6	1.1	1.0	1.0
601788.SH	光大证券	18.93	873	27.4	20.4	38.4	1.6	1.5	1.3
601878.SH	浙商证券	12.58	575	34.8	32.8	32.5	2.3	2.2	2.0
600918.SH	中泰证券	6.90	481	81.5	26.7	52.4	1.4	1.3	1.2
601555.SH	东吴证券	8.08	401	23.1	20.1	20.9	1.1	1.0	1.0
000783.SZ	长江证券	7.05	390	25.8	25.2	26.1	1.3	1.2	1.2
601901.SH	方正证券	8.69	715	33.3	33.2	31.1	1.7	1.6	1.5
002939.SZ	长城证券	8.48	342	38.1	23.8	22.7	1.2	1.2	
000686.SZ	东北证券	8.30	194	84.1	29.1	16.4	1.1	1.1	
600109.SH	国金证券	9.09	337	28.2	19.6	25.9	1.1	1.0	1.0
002673.SZ	西部证券	8.65	387	90.3	33.2	32.3	1.4	1.4	
601236.SH	红塔证券	8.45	399	1034.6	127.6	100.1	1.7	1.7	
601108.SH	财通证券	8.41	391	25.7	17.3	17.6	1.2	1.1	1.1
000728.SZ	国元证券	8.58	374	21.6	20.0	19.0	1.1	1.1	1.0
601198.SH	东兴证券	11.44	370	71.5	45.1	36.5	1.4	1.4	
000750.SZ	国海证券	4.56	291	116.8	89.1	75.9	1.6	1.3	
002926.SZ	华西证券	8.61	226	53.5	53.2	20.1	1.0	1.0	
601375.SH	中原证券	4.50	209	196.0	98.7	58.5	1.5	1.5	1.5
601162.SH	天风证券	4.90	425	-28.1	138.2	-2450.0	1.8	1.8	
002500.SZ	山西证券	6.54	235	40.9	37.9	41.5	1.3	1.3	1.3
600155.SH	华创云信	7.82	174	46.0	37.6	35.3	0.9	0.9	
600909.SH	华安证券	6.22	292	24.7	22.9	22.7	1.5	1.4	1.3
601696.SH	中银证券	11.63	323	40.0	35.9	30.2	2.0	1.9	
002797.SZ	第一创业	9.02	379	94.6	114.6	60.8	2.6	2.6	2.5
600369.SH	西南证券	4.97	330	106.7	54.8	34.2	1.3	1.3	
601456.SH	国联证券	12.79	362	47.2	54.0	72.1	2.2	2.0	2.0
601990.SH	南京证券	9.19	339	52.5	50.0	33.5	2.1	2.0	
600095.SH	湘财股份	7.58	217	-66.4	181.5	116.3	1.8	1.8	1.7

600906.SH	财达证券	7.55	245	81.0	40.4	33.5	2.2	2.1	
600864.SH	哈投股份	7.24	151	-15.5	72.8		1.3	1.2	
601099.SH	太平洋	4.62	315	-68.6	125.7	92.0	3.4	3.3	
002945.SZ	华林证券	16.41	443	95.4	1398.3	118.5	7.0	7.0	
000712.SZ	锦龙股份	14.93	134	-34.1	-34.8	-72.7	4.7	5.4	
600621.SH	华鑫股份	16.42	174	49.5	43.8	40.0	2.3	2.2	
002670.SZ	国盛金控	14.13	273	-62.6	-911.9	263.1	2.5	2.5	
	大券商平均			23.5	32.0	25.8	1.6	1.5	1.4
	平均			57.0	55.2	-11.3	1.9	1.8	1.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所（基于 2024 年 12 月 20 日收盘价）

注：2024 年预期估值均来自于 Wind 一致预期。

表 3：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格	EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
中国平安-A	52.62	76.34	78.18	76.34	81.69	2.07	1.58	1.71	1.94
中国人寿-A	41.43	42.56	43.54	44.60	47.59	1.58	1.27	1.30	1.60
新华保险-A	49.64	82.97	81.93	80.30	85.26	1.92	0.78	0.97	1.71
中国太保-A	33.00	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)			
A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
中国平安-A	52.62	0.69	0.67	0.69	0.64	-11.44	-16.15	-13.90	-15.01
中国人寿-A	41.43	0.97	0.95	0.93	0.87	-0.71	-1.65	-2.43	-3.85
新华保险-A	49.64	0.60	0.61	0.62	0.58	-17.39	-41.57	-31.61	-20.83
中国太保-A	33.00	0.64	0.61	0.60	0.55	-13.48	-21.96	-19.33	-17.34
证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
中国平安-A	52.62	5.56	6.10	4.70	5.06	44.44	47.73	49.37	51.89
中国人寿-A	41.43	1.80	2.36	1.63	4.09	16.93	12.95	16.88	19.60
新华保险-A	49.64	4.79	6.89	2.79	8.03	34.78	31.41	33.68	32.40
中国太保-A	33.00	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)			
A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
中国平安-A	52.62	9.47	8.63	11.19	10.40	1.18	1.10	1.07	1.01
中国人寿-A	41.43	23.00	17.56	25.36	10.13	2.45	3.20	2.45	2.11
新华保险-A	49.64	10.36	7.20	17.79	6.18	1.43	1.58	1.47	1.53
中国太保-A	33.00	11.83	8.49	11.66	7.11	1.40	1.62	1.27	1.15

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 20 日收盘价）

注：盈利预测均来自于内部预测。

## 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>