

非银金融

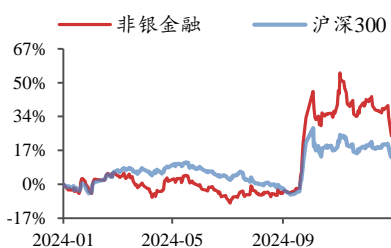
2025年01月05日

稳股市政策相继落地，央行报告谈险企应对利差损

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《券商1季度业绩同比占优，险企开门红有望稳健增长——行业周报》

-2024.12.29

《券商固收和零售业务受益低利率，偿二代过渡期延长——行业周报》

-2024.12.22

《货币政策表态积极，券商零售和投资业务充分受益——行业周报》

-2024.12.15

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn
证书编号：S0790524040002

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn
证书编号：S0790123070030

● 周观点：稳股市政策相继落地，央行报告谈险企应对利差损

本周股市下跌，证监会针对传闻“监管部门指导上市公司1月15号之前释放全部利空，以及保险公司大额赎回公募基金”正式辟谣。此外，SFISF互换便利第二期招标完成，银行贷款支持上市公司回购、股东增持工具进一步优化，监管层释放积极稳股市信号，利于权益市场信心提振。市场活跃度提升和低基数，利于券商2024年4季度和2025年1季度业绩同比高增，券商板块估值水平仍偏低，继续推荐低估值且零售优势突出的券商标的。险资举牌事件频现，长端利率快速下行，1季度险企增配OCI高股息动力较强。继续推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。

● 券商：稳股市政策信号积极，低基数和交易活跃利好券商同比业绩增长

(1) 本周日均股基成交额1.56万亿元，环比-1.5%，本周偏股/非货基金新发份额100/117亿份，环比-33%/-63%。(2) 1月2日第二期证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)操作完成招标，操作金额550亿元(第一期操作金额500亿，实际投放超90%)。第二期参与机构名单扩容20家至40家备选机构池，此外中证登表示对SFISF证券质押登记费减半收取。SFISF第二期开展利于为股市提供流动性，发挥稳股市作用。金融管理部门对股票回购增持再贷款有关政策进行了调整优化，包括提高融资比例、延长贷款期限、拓宽适用范围等，进一步降低参与门槛。(3) 近两周日均股基成交额保持在1.5万亿左右，叠加低基数，预计券商2024年4季度和2025年1季度业绩同比高增，券商板块估值水平仍偏低，继续推荐低估值且零售优势突出的券商标的。

● 保险：长端利率进一步走低，央行报告四条思路应对险企利差损风险

(1) 截止1月3日，30年和10年期国债收益率分别降至1.81%/1.61%。央行工作会议1月3日-4日召开，会议表示择机降准降息，充分发挥中央银行宏观审慎与金融稳定功能。(2) 央行4季度金融稳定报告关注险企利差损风险，四条应对思路：持续推动行业降低负债成本(定价利率和演示利率上限)，丰富产品供给(提升浮动利益产品占比)，增加长久期债券供给，完善人身险公司长期评价考核体系(在偿付能力、监管权益资产占比额度豁免等方面，考虑采取审慎的逆周期调节手段)。(3) 我们预计，养老需求旺盛、产品和渠道转型持续见效有望继续支撑2025年开门红新单稳健增长，预定利率调降、产品结构优化和个险报行合一有望小幅提振价值率，头部险企2025年1季度NBV有望实现两位数增长。关注资产端beta催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：财通证券，东方证券，东方财富，兴业证券，国联证券，香港交易所；中国人寿，中国平安，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：国信证券，招商证券，中国银河，新华保险；同花顺，指南针。

● 风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1、 稳股市政策相继落地，央行报告谈险企应对利差损..... | 3 |
| 2、 市场回顾：A股整体下跌，非银板块跑输沪深300..... | 4 |
| 3、 数据追踪：日均股基成交额环比下降 | 5 |
| 4、 行业及公司要闻：央行开展第二次互换便利操作..... | 7 |
| 5、 风险提示 | 7 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1： 本周 A 股整体下跌，非银板块跑输沪深 300..... | 4 |
| 图 2： 本周江苏金租/香港交易所-0.8%/-3.4%，相对抗跌 | 4 |
| 图 3： 2024 年 12 月日均股基成交额环比-5.8%..... | 5 |
| 图 4： 2024 年 1-12 月 IPO 承销规模累计同比-81%..... | 5 |
| 图 5： 2024 年 1-12 月再融资承销规模累计同比-70%..... | 5 |
| 图 6： 2024 年 1-12 月债券承销规模累计同比+5%..... | 5 |
| 图 7： 2024 年 12 月两市日均两融余额同比+12%..... | 6 |
| 图 8： 2024 年 11 月上市险企寿险保费同比增速分化..... | 6 |
| 图 9： 2024 年 11 月上市险企财险保费同比增速分化..... | 6 |
| 表 1： 受益标的估值表 | 4 |

1、稳股市政策相继落地，央行报告谈险企应对利差损

本周股市下跌，证监会针对传闻“监管部门指导上市公司1月15号之前释放全部利空，以及保险公司大额赎回公募基金”正式辟谣。此外，SFISF互换便利第二期招标完成，银行贷款支持上市公司回购、股东增持工具进一步优化，监管层释放积极稳股市信号，利于权益市场信心提振。市场活跃度提升和低基数，利于券商2024年4季度和2025年1季度业绩同比高增，券商板块估值水平仍偏低，继续推荐低估值且零售优势突出的券商标的。险资举牌事件频现，长端利率快速下行，1季度险企增配OCI高股息动力较强。继续推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。

券商：稳股市政策信号积极，低基数和交易活跃利好券商同比业绩增长

(1) 本周日均股基成交额 1.56 万亿元，环比-1.5%，本周偏股/非货基金新发份额 100/117 亿份，环比-33%/-63%。(2) 1月2日第二期证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)操作完成招标，操作金额 550 亿元(第一期操作金额 500 亿，实际投放超 90%)。第二期参与机构名单扩容 20 家至 40 家备选机构池，此外中证登表示对 SFISF 证券质押登记费减半收取。SFISF 第二期开展利于为股市提供流动性，发挥稳股市作用。金融管理部门对股票回购增持再贷款有关政策进行了调整优化，包括提高融资比例、延长贷款期限、拓宽适用范围等，进一步降低参与门槛。(3) 近两周日均股基成交额保持在 1.5 万亿左右，叠加低基数，预计券商 2024 年 4 季度和 2025 年 1 季度业绩同比高增，券商板块估值水平仍偏低，继续推荐低估值且零售优势突出的券商标的。

保险：长端利率进一步走低，央行报告四条思路应对险企利差损风险

(1) 截止 1 月 3 日，30 年和 10 年期国债收益率分别降至 1.81%/1.61%。央行工作会议 1 月 3 日-4 日召开，会议表示择机降准降息，充分发挥中央银行宏观审慎与金融稳定功能。(2) 央行 4 季度金融稳定报告关注险企利差损风险，四条应对思路：持续推动行业降低负债成本(定价利率和演示利率上限)，丰富产品供给(提升浮动利益产品占比)，增加长久期债券供给，完善人身险公司长期评价考核体系(在偿付能力、监管权益资产占比额度豁免等方面，考虑采取审慎的逆周期调节手段)。(3) 我们预计，养老需求旺盛、产品和渠道转型持续见效有望继续支撑 2025 年开门红新单稳健增长，预定利率调降、产品结构优化和个险报行合一有望小幅提振价值率，头部险企 2025 年 1 季度 NBV 有望实现两位数增长。关注资产端 beta 催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：财通证券，东方证券，东方财富，兴业证券，国联证券，香港交易所；中国人寿，中国平安，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：国信证券，招商证券，中国银河，新华保险；同花顺，指南针

表1: 受益标的估值表

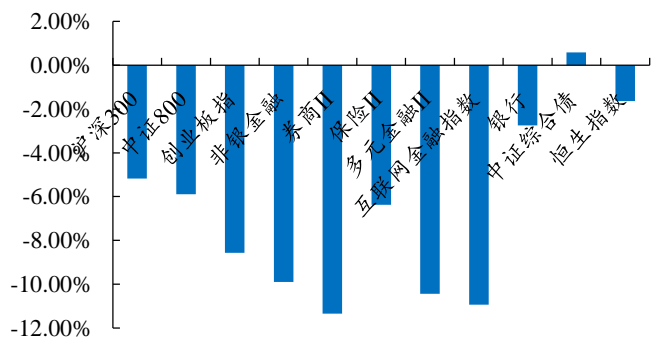
| 证券代码 | 证券简称 | 股票价格 | | EPS | | P/E | | 评级 |
|-----------|-------|----------|-------|-------|-------|--------|--------|----|
| | | 2025/1/3 | 2023A | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | |
| 600901.SH | 江苏金租 | 5.17 | 0.63 | 0.67 | 0.73 | 7.72 | 7.08 | 买入 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 22.86 | 0.52 | 0.59 | 0.78 | 38.75 | 29.31 | 买入 |
| 600958.SH | 东方证券 | 9.75 | 0.32 | 0.41 | 0.47 | 23.78 | 20.74 | 买入 |
| 601377.SH | 兴业证券 | 5.85 | 0.23 | 0.21 | 0.30 | 27.86 | 19.50 | 买入 |
| 1299.HK | 友邦保险 | 55.50 | 2.58 | 2.87 | 3.07 | 19.36 | 18.09 | 增持 |
| 2328.HK | 中国财险 | 11.74 | 1.11 | 1.40 | 1.50 | 8.39 | 7.83 | 买入 |
| 601456.SH | 国联证券 | 11.61 | 0.24 | 0.19 | 0.27 | 61.11 | 43.00 | 买入 |
| 300803.SZ | 指南针 | 87.87 | 0.18 | 0.27 | 0.63 | 327.51 | 140.12 | 买入 |
| 300033.SZ | 同花顺 | 256.98 | 2.61 | 3.16 | 5.70 | 81.32 | 45.08 | 买入 |
| 6060.HK | 众安在线 | 11.00 | 2.80 | 0.80 | 0.90 | 13.75 | 12.22 | 买入 |
| 0388.HK | 香港交易所 | 287.00 | 9.40 | 10.00 | 11.10 | 28.70 | 25.86 | 买入 |
| 601108.SH | 财通证券 | 7.63 | 0.48 | 0.45 | 0.55 | 16.96 | 13.87 | 买入 |
| 601318.SH | 中国平安 | 50.30 | 4.70 | 8.39 | 8.32 | 6.00 | 6.05 | 买入 |
| 601601.SH | 中国太保 | 31.65 | 2.83 | 3.93 | 4.66 | 8.05 | 6.79 | 买入 |
| 601628.SH | 中国人寿 | 39.32 | 1.63 | 2.35 | 2.66 | 16.73 | 14.78 | 买入 |
| 300773.SZ | 拉卡拉 | 16.18 | 0.57 | 1.04 | 1.35 | 15.56 | 11.99 | 买入 |
| 600901.SH | 江苏金租 | 5.17 | 0.63 | 0.67 | 0.73 | 7.72 | 7.08 | 买入 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 22.86 | 0.52 | 0.59 | 0.78 | 38.75 | 29.31 | 买入 |
| 600958.SH | 东方证券 | 9.75 | 0.32 | 0.41 | 0.47 | 23.78 | 20.74 | 买入 |

数据来源: Wind、开源证券研究所

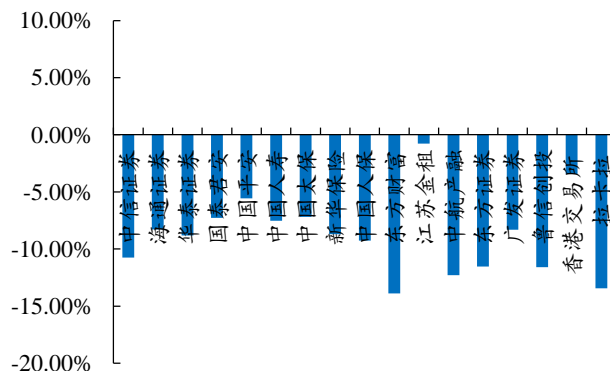
注: 上述指南针、中国银河、浙商证券、新华保险 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。众安在线、友邦保险、中国财险、香港交易所相关数据单位为港元。

2、市场回顾: A 股整体下跌, 非银板块跑输沪深 300

本周(12月30日至1月3日, 下同)沪深300指数-5.2%, 创业板指数-8.6%, 中证综合债指数+0.58%。非银板块-9.9%, 跑输沪深300指数, 券商和保险分别-11.33%/-6.37%。从主要个股表现看, 本周江苏金租/香港交易所-0.8%/-3.4%, 相对抗跌。

图1: 本周 A 股整体下跌, 非银板块跑输沪深 300


数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周江苏金租/香港交易所-0.8%/-3.4%, 相对抗跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、数据追踪：日均股基成交额环比下降

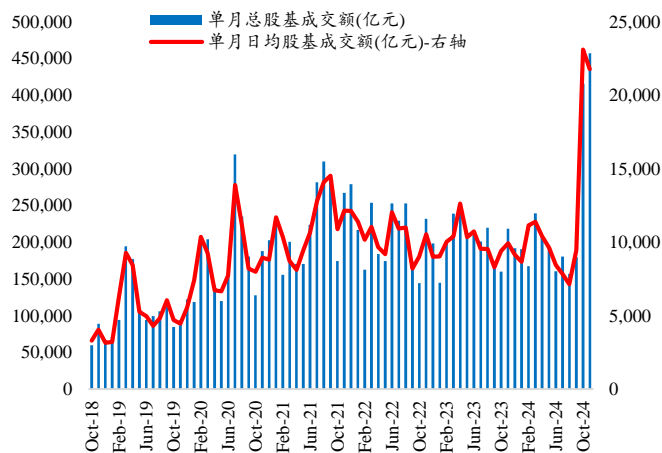
基金发行情况：本周新发股票+混合型基金 14 只，发行 100 亿份，环比-33%，同比+1211%。截至 1 月 3 日，2024 年累计新发股票+混合型基金 689 只，发行份额 3053 亿份，同比+40065%。

券商经纪业务：本周市场日均股基成交额 1.56 万亿元，环比-1.5%，同比+96.9%；截至 1 月 3 日，两市年初至今累计日均股基成交额为 1.22 万亿元，同比+42%，同比增速扩张。

券商投行业务：截至 1 月 3 日，2025 年全市场 IPO/再融资/债券承销规模 0/0/55 亿元，分别同比-100%/-100%/-94.2%。

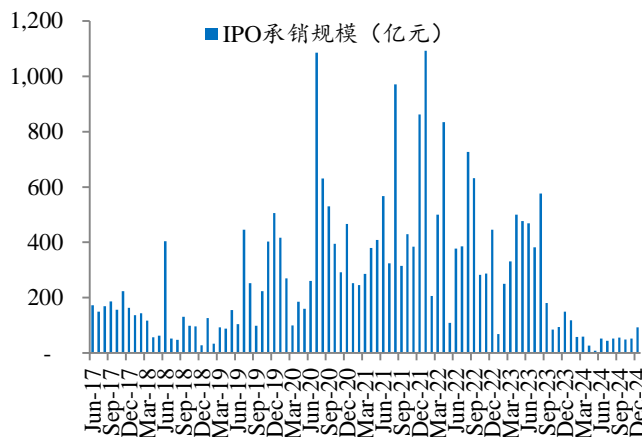
券商信用业务：截至 1 月 3 日，全市场两融余额达到 1.85 万亿元，两融余额占流通市值比重为 2.46%；融券余额 100 亿元，占两融比重达到 0.54%，占比环比减少。

图3：2024 年 12 月日均股基成交额环比-5.8%



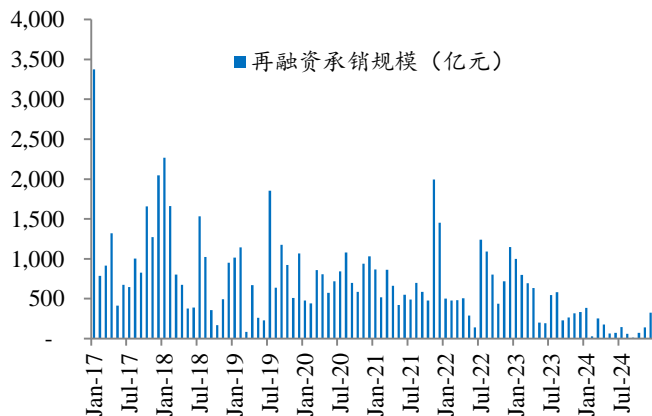
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024 年 1-12 月 IPO 承销规模累计同比-81%



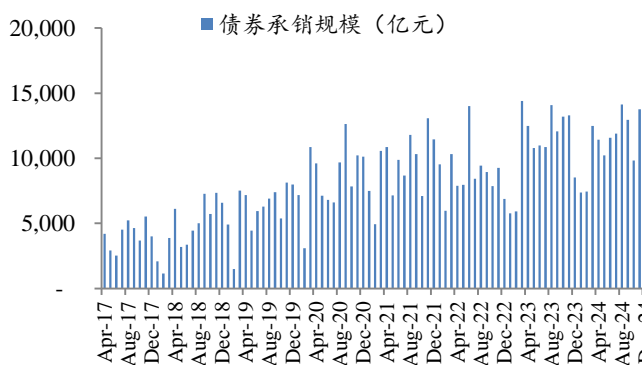
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年 1-12 月再融资承销规模累计同比-70%



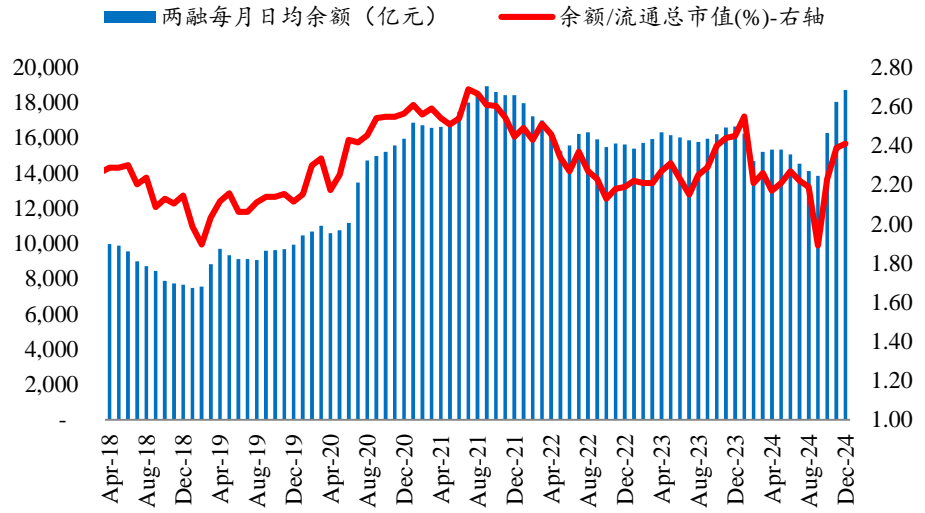
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年 1-12 月债券承销规模累计同比+5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年12月两市日均两融余额同比+12%

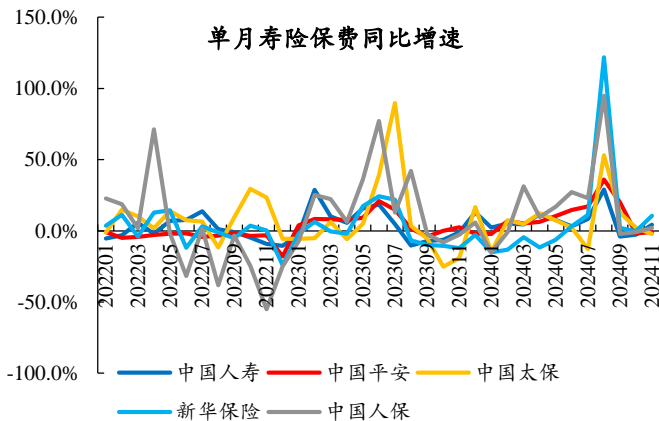


数据来源：Wind、开源证券研究所

寿险保费月度数据：（1）2024年1-11月累计：5家上市险企总保费同比+5.4%，增速较10月-0.2pct。其中中国平安+8.5%、中国人保+6.8%、中国人寿+4.8%、中国太保+2.2%、新华保险+2.1%。（2）2024年11月单月：5家上市险企人身险总保费合计652亿元、同比+1.7%，增速较10月+2.9pct。其中：新华保险+10.5%、中国人寿+4.2%、中国人保+2.0%、中国太保-2.2%、中国平安-0.9%，上市险企11月保费增速回落主因预定利率下调导致部分需求提前释放，其次上市险企业经营重心转向开门红。新华保险单月保费高增主因2023年11月低基数（同比-12%）。

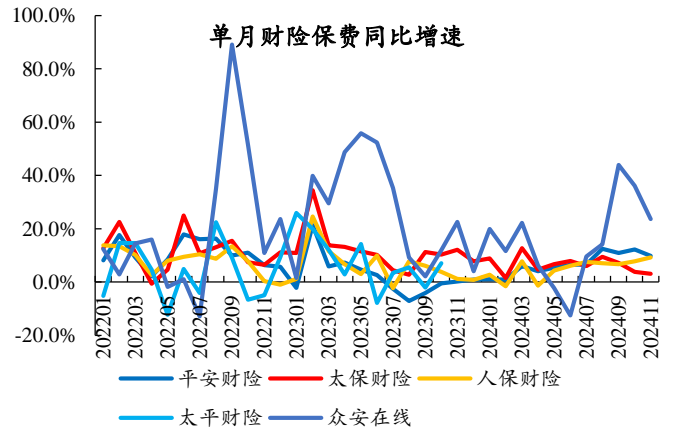
财险保费月度数据：2024年11月4家上市险企财险保费收入795亿元，同比+8.7%，较10月-0.8pct，累计增速同比+0.2pct至6.2%。各家11月同比分别为：众安在线+23.7%（10月+36.1%）、平安财险+9.8%（10月+12.2%）、人保财险+9.2%（10月+7.8%）、太保财险+3.1%（10月+3.9%）。2024年11月乘用车汽车/新能源汽车销量分别同比+15.2%/+47.4%，累计增速+5.0%/+35.6%，较10月明显改善。

图8：2024年11月上市险企寿险保费同比增速分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：2024年11月上市险企财险保费同比增速分化



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、行业及公司要闻：央行开展第二次互换便利操作

- 行业新闻：

【证监会：保险公司大额赎回公募基金等传言属谣言】1月2日，证监会在回应“监管部门指导上市公司1月15号之前释放全部利空，以及保险公司大额赎回公募基金”传言时称，上述信息均为谣言。证监会已关注到相关虚假信息，已布置依法追查消息来源，并将依法严厉打击编造、传播股市谣言的行为，持续净化资本市场信息传播环境。（13个精算师）

【险资去年举牌20次，创下近四年来新高】2024年险资举牌“热情高涨”，全年共有8家保险机构举牌上市公司，次数多达20次，是2021年以来的举牌“小高潮”。其中长城人寿和瑞众人寿举牌次数最多，各自举牌了5次，大型上市险企新华人寿和“太保系”各自举牌了3次，此外，平安人寿、紫金财险、中邮人寿、利安人寿各自举牌1次。从行业分布来看，被举牌公司涉及公用事业、环保、交通运输、医药，此外还涉及银行、电力设备、零售等多个领域，显示出险资在投资布局上的多元化趋势。（13个精算师）

【央行：开展第二次互换便利操作，金额550亿】1月2日，央行开展了第二次证券、基金、保险公司互换便利操作，操作金额为550亿，采用费率招标方式，20家机构参与投标，最高投标费率30bp，最低投标费率10bp，中标费率为10bp。

【中国结算：对互换便利所涉证券质押登记费实施减半优惠】1月2日，中国结算发布通知，对在中国结算办理的所有涉及互换便利（SFISF）的证券质押登记费实施减半收取的优惠措施，其中，港股通证券质押登记费以所质押股数（份额）为基础收取。

- 公司公告：

国泰君安：2025年1月2日，国泰君安发布换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）。

中国平安：2024年12月31日，平安人寿公告，平安资管受托平安人寿资金，投资于工商银行H股股票，于2024年12月20日达到工商银行H股股本的15%，根据香港市场规则，触发举牌。截至2024年12月20日，平安人寿持有工商银行H股股票的账面余额为583.21亿元，占2024年三季度末总资产的比例为1.26%。

5、风险提示

- 资本市场波动对投资收益带来波动风险；
- 保险负债端不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn