



非银行金融行业研究

增持（维持评级）
行业周报

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001） 联系人：方丽

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

fangli@gjzq.com.cn

券商并购重组再提速，保险预定利率动态调整机制落地利于利差压力缓释

证券板块

国泰君安换股吸收合并海通证券获得上交所并购重组审核委员会审核通过，行业并购重组进展迅速。1月9日，国泰君安、海通证券相继发布关于国泰君安换股吸收合并海通证券并募集配套资金暨关联交易事项获得上交所并购重组审核委员会审核通过的公告。距离 2024/12/23 国泰君安、海通证券公告称合并重组申请正式获得证监会及上交所受理，时间仅 17 天，距离 2024/9/5 国泰君安、海通证券公告称筹划重大资产重组，时间仅 4 个月左右。在监管鼓励证券公司通过并购重组打造一流投资银行的背景下，“国泰君安+海通证券”作为新“国九条”发布以来证券行业并购案例中的标志性事件，并购进展超预期，示范效应有望进一步显现。

投资建议：短期来看，我们认为在政策积极、流动性宽松带来市场交易活跃的催化下，券商板块在短期震荡后有望修复弹性，中长期来看，看好券商板块估值和业绩双提升。券商 25 年基本面预计将在低基数下实现反转，分业务来看，经纪业务受益于 9 月底行情扩大以来交易量的放大，自营业务受益于股市上涨、权益市场反弹，投行业务 IPO 已处于相对底部，预计并购新政下并购重组有望贡献增量，两融余额持续修复。复盘历次流动性宽松背景下券商估值扩张至 1.9X 以上，当前券商估值不到 1.4X，综合来看具有一定的上涨空间。券商板块建议关注三条主线：（1）强贝塔业务（权益投资弹性+交投弹性）券商基本面更加受益权益市场回暖。（2）国君海通并购效应带动下，券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的机会。（3）权益资管产品发行和管理具备优势的券商。

保险板块

预定利率动态调整机制落地，各大保险公司预定利率暂不下调。1月10日，金融监管总局向业内下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，①参考利率：由中保协结合 LPR、5 年期定期存款利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，每季度发布预定利率研究值，1月10日，中保协发布当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 2.34%。②调整幅度：取 0.25% 的整倍数；③下调规则：当公司在售普通型人身保险产品预定利率连续 2 个季度比研究值高 25 个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率，并在 2 个月内平稳做好新老产品切换工作。④上调规则：当公司在售普通型人身保险产品预定利率连续 2 个季度比研究值低 25 个基点及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，但原则上不得超过研究值。⑤分红/万能险规则：与普通型产品同步按照一定的差值合理调整。⑥应急举措：当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制，研究调整各类产品预定利率最高值。当前国寿、平安、太保三大头部公司已发公告，暂不下调产品预定利率。

预定利率动态调整机制确立叠加央行利率调控态度回归，利好保险行业利差损风险缓释，估值有望向上修复。一方面，随着预定利率动态调整机制的落地，行业新单负债成本将与市场环境更为匹配，另一方面，央行利率调控态度回归，24Q4 货政例会继 24Q2 之后再次表示“关注长期收益率的变化”，并将“强化央行政策利率引导”置于“完善市场化利率形成传导机制”之前，三是 25 年 1 月 10 日央行宣布自 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，或将通过改善长期国债的供需关系，催动利率企稳，甚至有概率向上。考虑到长端利率快速下行带来的利差压力是压制保险股估值的核心因素，若利率企稳或反弹叠加预定利率有望再次下调，保险股有望迎来估值修复。此外，一季度保险公司利润基数较低，若后续市场向上或红利股有结构性行情，预计 25Q1 利润将有不错的表现。

投资建议：建议保险股关注 3 条主线：①财险 Q1 业绩预计在低基数下实现高增，Q1 有望实现估值突破。②权益市场 β 驱动估值反弹，关注高权益弹性标的；③港股低估值高股息标的。

风险提示

1) 权益市场向下：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



内容目录

一、市场回顾.....	3
二、数据追踪.....	3
三、行业动态.....	7
风险提示.....	8

图表目录

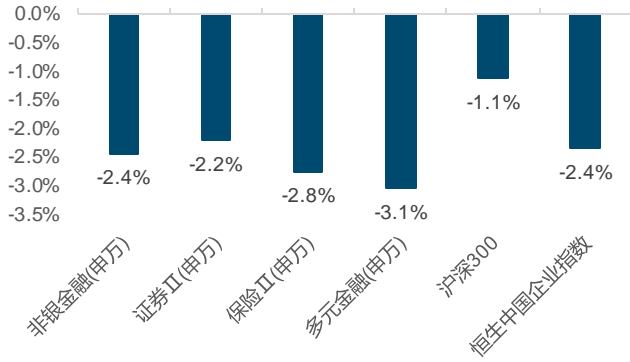
图表 1： 本周非银金融子行业表现.....	3
图表 2： 保险股周涨跌幅.....	3
图表 3： 券商股周涨跌幅.....	3
图表 4： 周度日均 A 股成交额（亿元）.....	4
图表 5： 月度日均股基成交额（亿元）及增速.....	4
图表 6： 融资融券余额走势（亿元）.....	4
图表 7： 各月权益公募新发份额（亿份）.....	4
图表 8： 各月股权融资规模（亿元）及增速.....	4
图表 9： 各月债承规模（亿元）及增速.....	4
图表 10： 非货公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 11： 权益公募存量规模&份额（万亿元/万亿份）.....	5
图表 12： 证券行业主要指标（单位：亿元）.....	5
图表 13： 长端利率走势（%）.....	6
图表 14： 红利风格指数表现.....	6
图表 15： 2024 年来保险公司举牌信息汇总.....	6



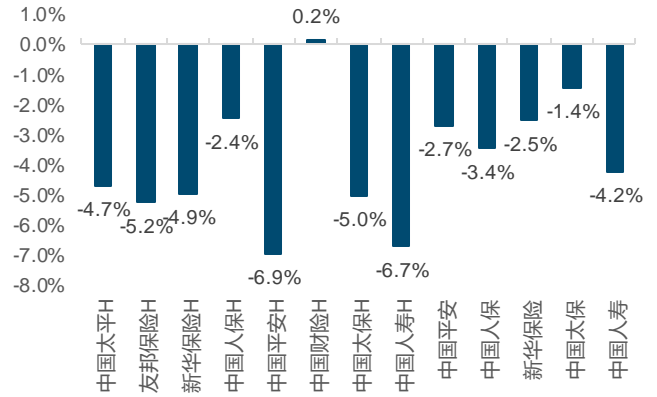
一、市场回顾

本周 A 股行情整体下行，沪深 300 指数-1.1%，非银金融（申万）下跌 2.4%，跑输沪深 300 指数 1.3pct，其中证券、保险、多元金融分别-2.2%、-2.8%、-3.1%，超额收益分别为-1.1pct、-1.6pct、-1.9pct。从个股表现来看，本周东兴证券、红塔证券、天风证券、中国财险涨幅居前，分别+4.8%、+3.3%、+0.2%、+0.2%。

图表1：本周非银金融子行业表现



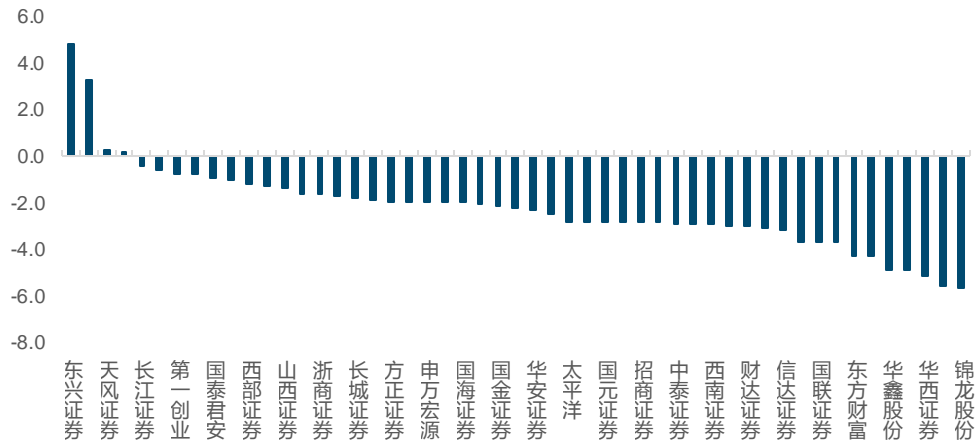
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 1 月 6 日至 1 月 12 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 1 月 6 日至 1 月 12 日

图表3：券商股周涨跌幅



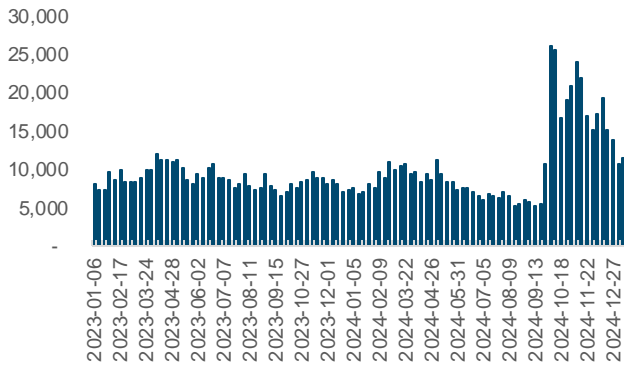
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 1 月 6 日至 1 月 12 日

二、数据追踪

券商：1) **经纪业务：**①交投：本周 A 股日均成交额 11421 亿元，环比+7.0%。24 年 1-12 月日均股基成交额 12225 亿元，同比+22.9%。②代销业务：24 年 1-12 月新发权益类公募基金基金份额合计 3202.0 亿份，同比+9.3%。2) **投行业务：**①股权承销：2024 年 1-12 月 IPO/再融资合计募资规模分别 674/2531 亿元，同比分别-81%/-68%。②债券承销：2024 年 1-12 月债券承销规模 141370 亿元，同比+4.7%。3) **资管业务：**截至 24 年 11 月末，①公募：非货公募 18.3 万亿元，较上月末+1.4%。权益类公募 7.9 万亿元，较上月末+1.2%。②私募：私募基金 19.9 万亿元，较上月末-0.1%。

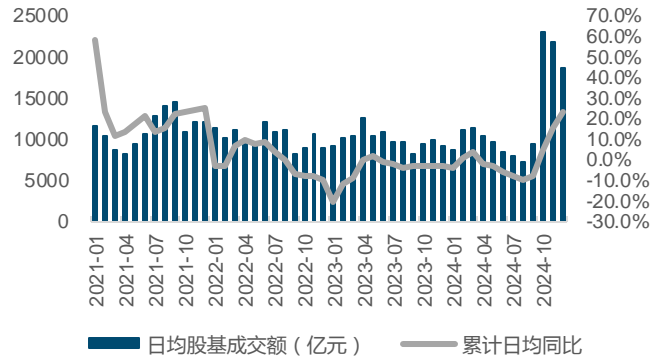


图表4: 周度日均A股成交额(亿元)



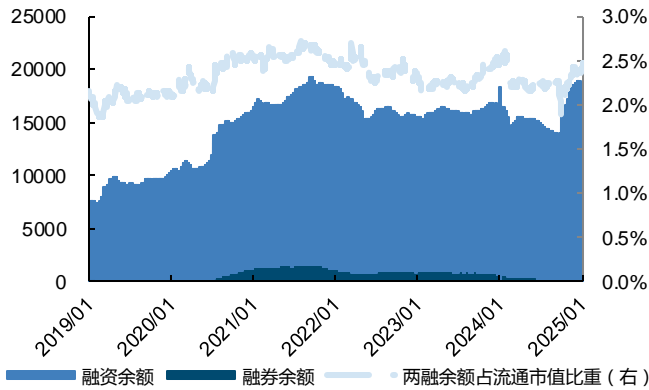
来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 月度日均股基成交额(亿元)及增速



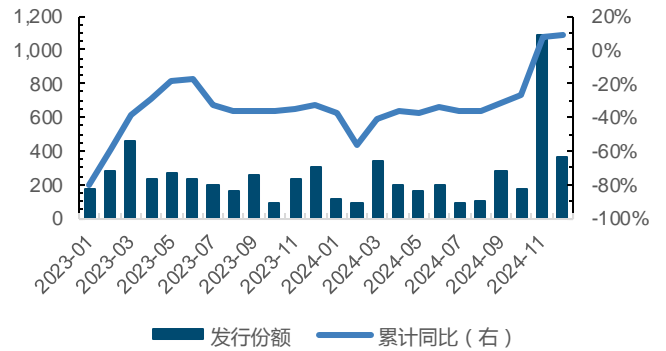
来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 融资融券余额走势(亿元)



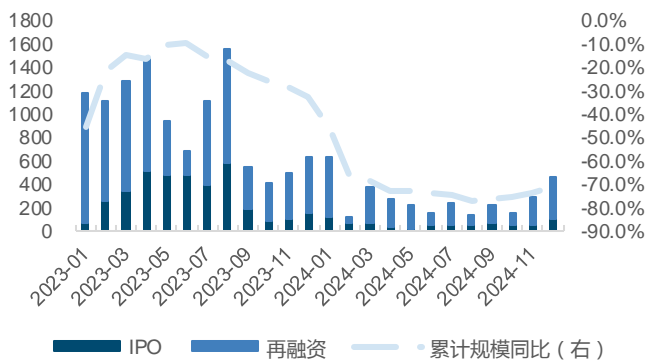
来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 各月权益公募新发份额(亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 各月股权融资规模(亿元)及增速



来源: wind, 国金证券研究所

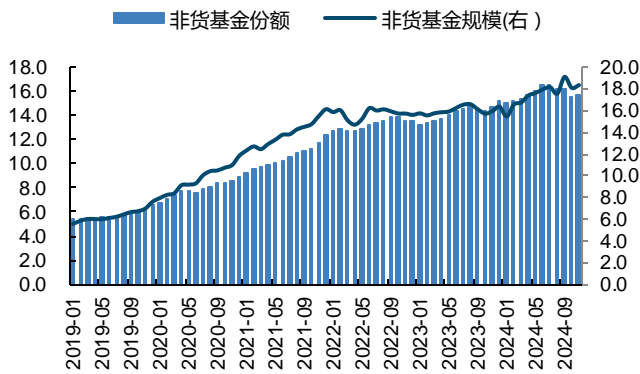
图表9: 各月债承规模(亿元)及增速



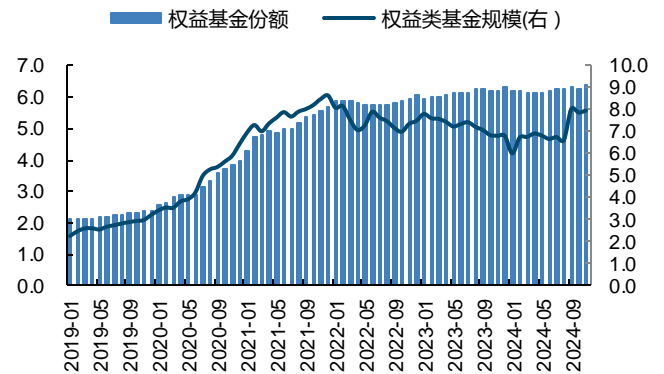
来源: wind, 国金证券研究所



图表10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



图表11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 证券行业主要指标 (单位: 亿元)

	24Q1	同比	24Q2	同比	24Q3	同比	24Q4	同比	2024A	同比
经纪业务										
股基成交额	592,565	1%	559,460	-15%	514,918	-12%	1,261,710	123%	2,928,653	22%
日均股基成交额	10,217	3%	9,482	-15%	8,046	-12%	20,684	119%	12,102	22%
投行业务										
IPO 规模	224	-77%	79	-94%	153	-86%	207	-33%	663	-82%
再融资规模	562	-76%	279	-81%	361	-78%	887	-28%	2,089	-69%
债券承销规模	27,920	2%	33,587	-3%	39,891	6%	39,992	13%	141,390	5%
资管业务										
新成立基金份额	2,432	-5%	4,173	65%	1,936	-22%	3,303	-13%	11,844	4%
新成立权益基金份额	546	-41%	557	-26%	469	-25%	1,630	161%	3,202	9%
非货基金规模	167,087	6%	178,956	10%	190,347	18%				
权益基金规模	67,456	-11%	66,510	-9%	80,169	14%				
ETF 规模	23,997	43%	24,721	36%	34,985	74%	37,260	82%	37,260	82%
信用业务										
期末两融余额	15,379	-4%	14,809	-7%	14,402	-9%	18,646	13%	18,646	13%
期末融资余额	14,964	-1%	14,493	-3%	14,307	-5%	18,541	17%	18,541	17%
期末融券余额	415	-56%	316	-66%	95	-88%	104	-85%	104	-85%
日均两融余额	15,474	-2%	15,359	-4%	14,947	-6%	15,671	-2%	15,671	-2%
日均融资余额	14,931	1%	14,899	-1%	14,583	-3%	15,373	1%	15,373	1%
日均融券余额	543	-43%	460	-51%	364	-61%	298	-67%	298	-67%
投资业务										
沪深 300	4%	0.3pct	-3.7%	2.3pct	15.5%	20.7pct	-7.5%	-0.7pct	16.2%	27.9pct
创业板指	-2%	-3.9pct	-10.1%	-0.8pct	29.3%	39.3pct	-16.0%	-10.7pct	15.4%	35.1pct
科创 50	-9%	-19.5pct	-8.2%	2.6pct	22.9%	34.9pct	-3.4%	0.5pct	17.8%	30.8pct
北证 50	-23%	-24.6pct	-17.1%	-10.3pct	24.1%	32.7pct	-5.5%	-39.1pct	-6.1%	-20.3pct
中债总指数	2%	1.5pct	1.8%	0pct	1.2%	0.6pct	3.4%	2.1pct	8.4%	3.8pct

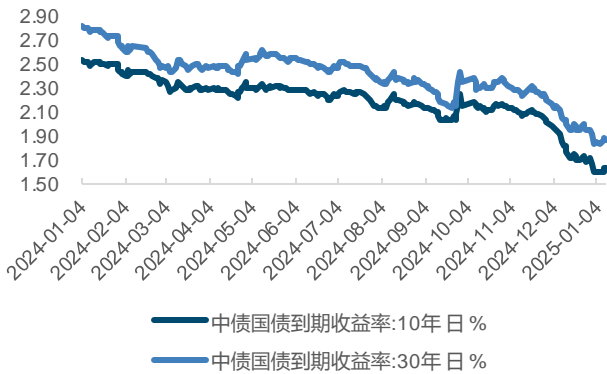
来源: wind, 国金证券研究所

保险: 本周 10 年期、30 年期国债到期收益率分别上涨 2.97bps、2.51bps 至 1.63%、1.88%; 本月分别下跌 4.14bps、3.69bps。与保险公司配置风格匹配的中证红利指数本周、本月分

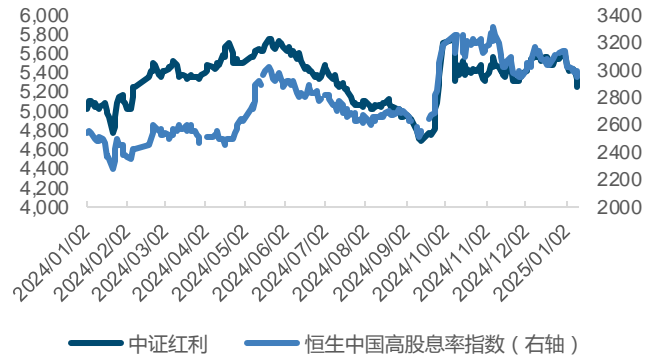


别下跌 3.11%、5.84%；恒生中国高股息率指数本周、本月分别下跌 2.50%、6.31%。

图表13: 长端利率走势 (%)



图表14: 红利风格指数表现



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

利率下行周期, 保险资金持续增持高股息标的。本周中国平安继续增持银行港股, 增持农业银行 3168 万股, 持股比例提升至 5.05%。

图表15: 2024 年来保险公司举牌信息汇总

时间	举牌险资	举牌公司	证券代码	持股数量 (亿股)	占 A 股/H 股比例	占总股本比例	持股余额 (亿元)	2023 年股息率	申万行业
2024. 1. 2	紫金财险	华光环能	600475. SH	0. 47	4. 94%	4. 94%	4. 14	3. 99%	公用事业
2024. 8. 7	瑞众人寿	中国中免	1880. HK	0. 06	5. 00%	0. 28%	2. 51	3. 88%	商贸零售
2024. 9. 30	长城人寿	无锡银行	600908. SH	1. 53	6. 97%	6. 97%	8. 55	3. 58%	银行
2024. 9. 30	长城人寿	江南水务	601199. SH	0. 96	10. 23%	10. 23%	4. 94	2. 02%	环保
2024. 9. 30	长城人寿	赣粤高速	600269. SH	1. 48	6. 35%	6. 35%	7. 55	3. 14%	交通运输
2024. 9. 30	长城人寿	城发环境	000885. SZ	0. 41	6. 34%	6. 34%	4. 95	2. 07%	环保
2024. 10. 22	中邮保险	安徽皖通高速公路	0995. HK	0. 25	5. 04%	1. 50%	2. 34	6. 46%	交通运输
2024. 11. 1	中国太保及一致行动人	华能国际电力	0902. HK	2. 83	6. 03%	1. 80%	10. 21	5. 65%	公用事业
2024. 11. 1	中国太保及一致行动人	华电国际电力	1071. HK	1. 21	7. 02%	1. 18%	3. 99	4. 60%	公用事业
2024. 11. 12	新华保险	上海医药	601607. SH	1. 49	4. 02%	4. 02%	29. 70	2. 06%	医药生物
2024. 11. 12	新华保险	上海医药	2607. HK	0. 38	1. 02%	1. 02%	4. 28	3. 61%	医药生物
2024. 11. 12	新华保险	国药股份	600511. SH	0. 38	5. 07%	5. 07%	11. 54	2. 83%	医药生物
2024. 11. 15	利安人寿	深圳国际	0152. HK	1. 21	5. 00%	5. 00%	7. 82	5. 70%	交通运输
2024. 11. 29	中国太保及一致行动人	中远海能	1138. HK	0. 65	5. 04%	1. 37%	4. 07	5. 69%	交通运输
2024. 12. 05	新华保险	海通证券	6837. HK	2. 06	6. 05%	1. 58%	11. 65	1. 80%	非银金融
2024. 12. 17	长城人寿	大唐新能源	1798. HK	2. 50	10. 01%	3. 44%	4. 35	4. 10%	公用事业
2024. 12. 18	中国平安	建设银行	0939. HK	120. 54	5. 01%	4. 82%	658. 20	7. 42%	银行
2024. 12. 20	瑞众人寿	龙源电力	0916. HK	5. 02	15. 12%	6. 00%	26. 04	4. 35%	公用事业
2024. 12. 23	长城人寿	秦港股份	3369. HK	1. 91	23. 06%	3. 43%	3. 45	4. 67%	交通运输
2024. 12. 27	中国平安	邮储银行	1658. HK	9. 93	5. 00%	1. 00%	40. 74	6. 44%	银行
2024. 12. 30	长城人寿	绿色动力环保	1330. HK	1. 22	30. 11%	8. 74%	3. 71	5. 00%	环保
2024. 12. 31	中国平安	工商银行	1398. HK	148. 59	17. 11%	4. 17%	668. 54	6. 89%	银行
2025. 1. 7	中国平安	农业银行	1288. HK	15. 53	5. 05%	0. 44%	61. 02	6. 02%	银行

来源: wind、中保协、披露易、各公司公告, 国金证券研究所 注: 长城人寿举牌后仍有增持无锡银行、江南水务、赣粤高速、城发环境, 因此数据已根据三季报更



新至最新：港股数据均已更新至最新

三、行业动态

【国务院办公厅：印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》】

1月2日，国务院办公厅印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》。政府投资基金是各级政府通过预算安排，单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导各类社会资本支持相关产业和领域发展及创新创业的投资基金，在服务国家战略、推动产业升级、促进创新创业等方面发挥了积极作用。

《指导意见》涵盖基金设立、募资、运行、退出全流程，分八部分提出25条具体措施。一是总体要求，提出促进形成规模适度、布局合理、运作规范、科学高效、风险可控的政府投资基金高质量发展格局。二是找准定位，更好服务国家发展大局。明确基金定位，优化产业投资类基金功能，鼓励发展创业投资类基金，发展壮大长期资本、耐心资本。三是完善分级分类管理机制。明确对基金设立的分级管理要求，完善不同类型基金差异化管理机制。四是加强统筹，整合优化布局。明确国家级基金与地方基金形成合力，省级政府加强本地区基金统筹管理，加强基金布局规划和投向指导。五是提升专业化市场化运作水平。规范基金运作管理，优化基金投资方式，充分发挥基金管理人作用，健全基金绩效管理，建立健全容错机制，优化基金发展环境。六是优化退出机制，促进投资良性循环。规范基金退出管理，拓宽基金退出渠道，完善基金退出机制。七是强化内控建设，防范化解风险。健全风险防控体系，严肃财经纪律。八是加强组织保障。

【人身险产品动态定价机制正式出炉】

1月10日，金融监管总局发布《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，要求建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，引导公司强化资产负债联动，科学审慎定价。《通知》明确了相关各方在动态定价中需要履行的职责，保险业协会定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会成员召开会议，结合5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。各公司要加强趋势性分析和前瞻性研判，动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。

【保险业协会：当前普通型人身保险产品预定利率研究值为2.34%】

1月10日，保险业协会组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会例会，对当前宏观经济形势、资本市场情况和市场利率趋势等进行了分析研究。业内专家就人身保险产品预定利率发表了意见，认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为2.34%。

【中国人寿等4家险企表态：维持目前普通型保险产品预定利率最高值2.5%不变】

1月10日，中国人寿、平安人寿、太保寿险、工银安盛人寿四家险企发布公告称，根据公司经营发展和资产负债管理等情况，结合市场利率变化及中国保险行业协会发布的人身保险产品预定利率研究值，公司维持目前普通型保险产品预定利率最高值2.5%、分红型保险产品预定利率最高值2.0%、万能型保险产品最低保证利率最高值1.5%不变。

【央行：阶段性暂停在公开市场买入国债】

1月10日，央行决定，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。

【中国平安拟62.83亿港元要约收购平安好医生】

1月7日，平安好医生发布公告称，要约人安鑫将强制性无条件现金收购平安好医生所有已发行股份及根据以股代息计划将发行的股份，可能支付最高现金代价62.83亿港元。要约人安鑫由中国平安间接全资拥有，为平安好医生的控股股东，目前持股39.41%。收购完



成后，安鑫的持股比例将升至 52.74%，平安好医生也将成为中国平安间接非全资附属公司，且集团的财务业绩将并入平安集团的合并财务报表。

风险提示

1) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究