

2024年09月09日

超配

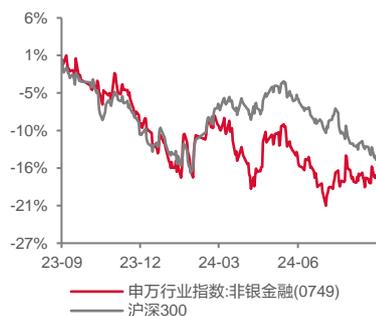
# 航母级券商蓄势启航，预定利率分阶段下调启动

——非金融行业周报（20240902-20240908）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



## 相关研究

- 1.从国君合并海通，看头部整合示范效应下的航母级券商启航——非金融行业简评
- 2.从国信收购万和，看券商并购趋势从业务互补迈向国资整合——非金融行业简评
- 3.高基数压力逐渐缓释，关注产品与渠道优化后的价值提升——上市险企2024年7月保费点评

## 投资要点:

- **行情回顾:** 上周非银指数下跌0.5%，相较沪深300实现超额收益2.2pp，其中券商与保险指数呈现同步下跌态势，分别为-0.44%和-0.26%，证券指数超跌明显。市场数据方面，上周市场股基日均成交额6940亿元，环比上一周降低4%；两融余额1.39万亿元，环比上一周小幅降低0.5%；股票质押市值2.2万亿元，环比上一周降低2.4%。
- **券商: 头部整合有望产生示范效应，航母级券商蓄势启航。** 近期国泰君安拟吸收合并国泰君安，推动行业并购重组进程提速，事件主要有三大关注点：一是指标上来看，合并后总资产与净资产指标处于行业第一的绝对领先地位，营收、净利润和细分业务收入指标稳定前三；二是业务发展上来看，合并一方面可以集中资源进行业务赋能，推动客户资源与业务能力的相互协同，提升资本运营效率和牌照价值，另一方面也能夯实整体资本实力，加速风险梳理与出清，推动业务高质量发展；三是行业趋势上来看，早期券商合并主要是以业务或区域互补的目的推动版图完善，以实现更广阔的市场覆盖，扩大市场份额，增强整体竞争力，近期国信收购万和、锦龙股份转让东莞证券股权，表明国资体系内的股权整合已开始启动，不过之前的案例更多的都是聚焦在新“国九条”中提到的中小券商的差异化发展框架下。而此次国君合并海通，则表明建设世界一流投资银行正式提上日程。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，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。
- **保险: 价值提升趋势向好，资产负债改善抬升估值中枢。** 上市险企2024H1新业务价值均呈现两位数增长，在去年同期高基数压力下仍有超预期表现，一方面来自于预定利率下调对产品销售的催化，另一方面是产品结构优化带来的价值率提升。9月开始，人身险预定利率分阶段下调将进一步启动，可有效降低负债成本，但新产品切换后的销售队伍培训与客户接受度提升仍需时间，对新产品销售节奏保持关注。此外，新规要求建立利率挂钩及动态调整机制，负债成本调控将更为灵活，我们预计在存款利率下行的大背景下，保险产品灵活的利率调整机制将赋予更大的灵活度，同时相对更高的定价水平也保证了较强的产品吸引力。资产端来看，当前权益市场处于历史低位，同时去年下半年投资收益仍为低基数，看好政策推动下的β行情，资产负债改善有望同步推动现阶段处于低位的估值中枢上移。
- **投资建议:** 1) 券商: 资本市场新“国九条”顶层设计指引明确了培育一流投资银行的有效性和方向性，活跃资本市场的长逻辑不变，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；2) 保险: 多渠道“报行合一”推动费差结构改善，预定利率下调缓释利差损风险，财险风险减量服务的深化推动马太效应持续增强，建议关注具有竞争优势的大型综合险企。
- **风险提示:** 系统性风险对券商业绩与估值的压制、长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动，监管政策调整导致业务发展策略落地不到位。

## 正文目录

1. 周行情回顾 .....	4
2. 市场数据跟踪 .....	6
3. 行业新闻 .....	7
4. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 A 股大盘走势（截至 2024/9/6）	4
图 2 日均股基成交额表现	6
图 3 沪深交易所换手率表现	6
图 4 融资余额及环比增速	6
图 5 融券余额及环比增速	6
图 6 股票质押参考市值及环比增速	6
图 7 十年期利率走势	6
图 8 股票承销金额表现	7
图 9 债券承销金额及环比	7
表 1 指数涨跌幅（截至 2024/9/6）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2024/9/6）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2024/9/6）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2024/9/6）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2024/9/6）	5
表 6 行业新闻一览	7

## 1.周行情回顾

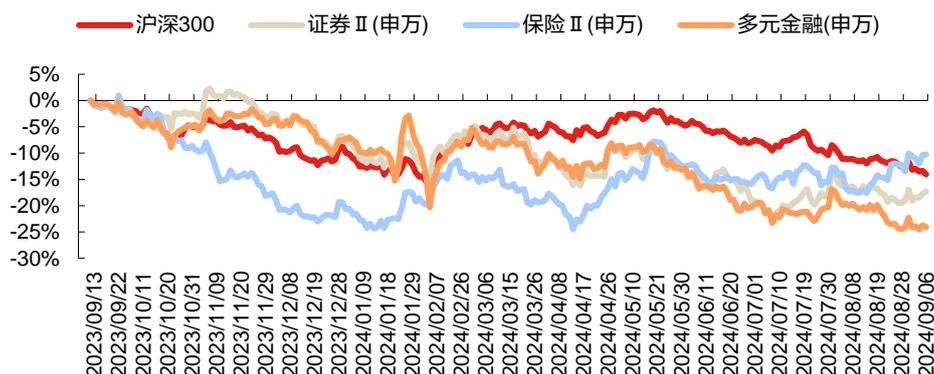
上周宽基指数方面，上证指数下跌 2.7%，深证成指下跌 2.6%，沪深 300 下跌 2.7%，创业板指数下跌 2.7%；行业指数方面，非银金融(申万)下跌 0.5%，其中证券 II (申万)下跌 0.4%，保险 II (申万) 下跌 0.3%，多元金融(申万) 下跌 2.3%。

表1 指数涨跌幅（截至 2024/9/6）

代码	指数名称	周涨跌幅	1 个月 涨跌幅	3 个月 涨跌幅	年初至今 涨跌幅
000001.SH	上证指数	-2.7%	-3.6%	-9.4%	-10.5%
399001.SZ	深证成指	-2.6%	-3.8%	-12.2%	-26.2%
000300.SH	沪深 300	-2.7%	-3.3%	-9.6%	-16.5%
399006.SZ	创业板指数	-2.7%	-5.1%	-13.6%	-34.5%
801790.SI	非银金融(申万)	-0.5%	1.7%	-0.6%	-8.2%
801193.SI	证券 II (申万)	-0.4%	-0.8%	-2.1%	-9.1%
801194.SI	保险 II (申万)	-0.3%	8.5%	4.7%	-3.6%
801191.SI	多元金融(申万)	-2.3%	-5.0%	-9.3%	-19.3%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2024/9/6）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2024/9/6）

证券代码	中文简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)	A/H 溢价
601162.SH	天风证券	2.63	9.6%	227.91	-40.08	0.98	N/A
000750.SZ	国海证券	3.19	8.1%	203.72	256.64	0.93	N/A
000776.SZ	广发证券	12.29	3.8%	936.63	13.77	0.81	99%
601881.SH	中国银河	11.50	3.3%	1,257.46	17.16	1.21	210%
600999.SH	招商证券	15.08	3.1%	1,311.44	14.93	1.20	174%
601688.SH	华泰证券	12.85	2.1%	1,160.28	10.08	0.75	68%
600837.SH	海通证券	8.77	1.7%	1,145.73	-61.33	0.70	163%
600958.SH	东方证券	8.55	1.5%	726.46	24.51	0.96	181%
002945.SZ	华林证券	9.58	1.2%	258.66	499.12	4.07	N/A
601236.SH	红塔证券	6.66	0.8%	314.14	67.34	1.33	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 A股保险最新表现（截至2024/9/6）

证券代码	证券简称	最新收盘价	周涨跌幅	周成交额（亿元）	A/H 溢价率	A-PEV(24E)
000627.SZ	天茂集团	2.64	38.9%	13.23	N/A	N/A
601601.SH	中国太保	30.99	4.6%	49.21	64%	0.49
601319.SH	中国人保	6.12	2.0%	28.44	120%	N/A
601628.SH	中国人寿	34.00	1.9%	18.25	225%	0.65
601336.SH	新华保险	33.18	0.4%	31.17	118%	0.35
601318.SH	中国平安	43.25	-1.8%	93.11	33%	0.47

资料来源：Wind，东海证券研究所

表4 A股多元金融前十涨幅表现（截至2024/9/6）

证券代码	证券简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
001236.SZ	弘业期货	7.64	4.1%	76.99	571.80	4.15
600927.SH	永安期货	11.72	2.2%	170.59	27.33	1.35
600705.SH	中航产融	2.28	1.8%	201.21	-101.16	0.55
000563.SZ	陕国投A	2.79	-0.4%	142.68	12.20	0.82
600061.SH	国投资本	5.75	-1.0%	369.46	19.24	0.73
600901.SH	江苏金租	4.53	-1.1%	208.43	7.51	1.16
601519.SH	大智慧	5.69	-1.2%	114.02	-35.82	7.40
600643.SH	爱建集团	3.94	-1.3%	62.77	-70.64	0.50
603093.SH	南华期货	9.50	-1.7%	57.96	12.50	1.48
600120.SH	浙江东方	3.46	-1.7%	118.17	41.85	0.80

资料来源：Wind，东海证券研究所

表5 主要港美股最新表现（截至2024/9/6）

证券代码	证券简称	币种	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
WDH.N	水滴公司	USD	1.10	4.8%	4.06	10.93	0.62
0966.HK	中国太平	HKD	10.36	2.4%	372.34	6.21	0.47
NOAH.N	诺亚财富	USD	8.47	2.3%	5.60	5.86	0.41
1299.HK	友邦保险	HKD	55.00	-0.8%	6,080.86	16.13	1.98
3360.HK	远东宏信	HKD	5.38	-1.3%	232.41	4.07	0.44
2588.HK	中银航空租赁	HKD	65.50	-2.5%	454.58	6.05	0.96
0388.HK	香港交易所	HKD	230.00	-2.5%	2,916.02	24.98	5.53
6060.HK	众安在线	HKD	9.72	-4.1%	142.87	3.33	0.64
TIGR.O	老虎证券	USD	3.44	-5.5%	5.44	20.64	1.08
1833.HK	平安好医生	HKD	9.53	-5.8%	106.62	-456.27	0.73
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	18.94	-5.9%	167.56	57.78	2.35
SQ.N	BLOCK	USD	61.24	-7.3%	377.02	55.38	1.95
FUTU.O	富途控股	USD	58.69	-7.7%	80.95	14.98	2.35
HUIZ.O	慧择	USD	0.77	-10.0%	0.38	4.59	0.66
AFFM.O	AFFIRM	USD	38.44	-12.7%	118.83	-22.95	4.35

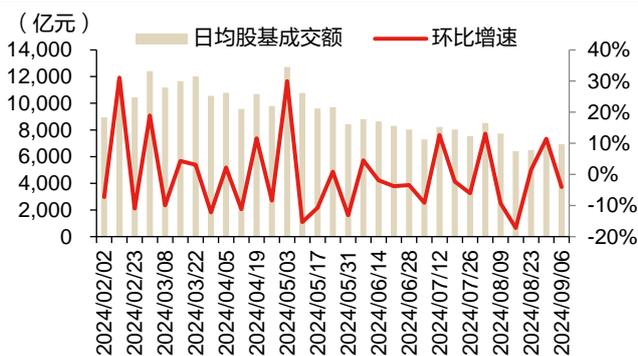
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.市场数据跟踪

**经纪：**上周市场股基日均成交额 6940 亿元，环比上一周降低 4%；上交所日均换手率 0.58%，深交所日均换手率 1.65%。

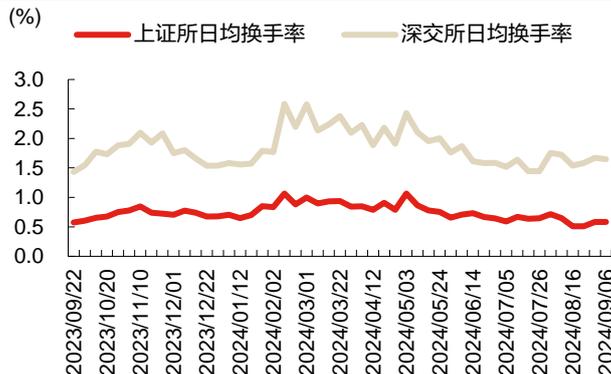
**信用：**两融余额 1.39 万亿元，环比上一周小幅降低 0.5%，其中融资余额 1.38 万亿元，环比上一周小幅降低 0.4%；融券余额 106 亿元，环比上一周降低 6.6%；股票质押市值 2.2 万亿元，环比上一周降低 2.4%。

图2 日均股基成交额表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



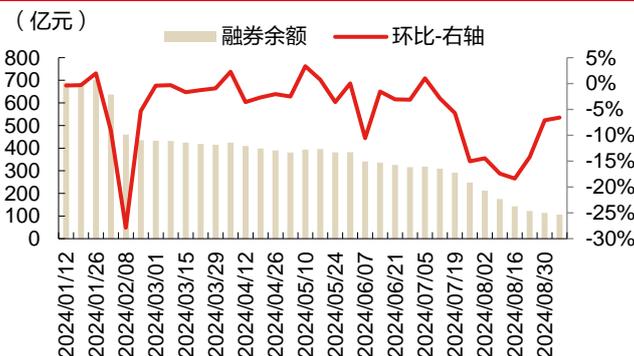
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



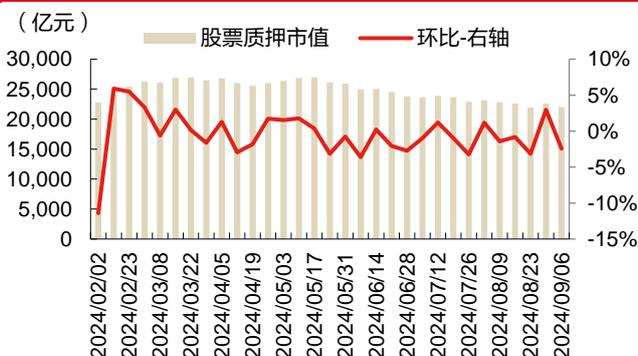
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



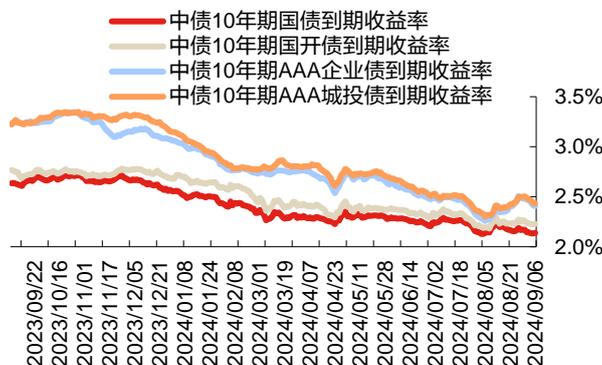
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



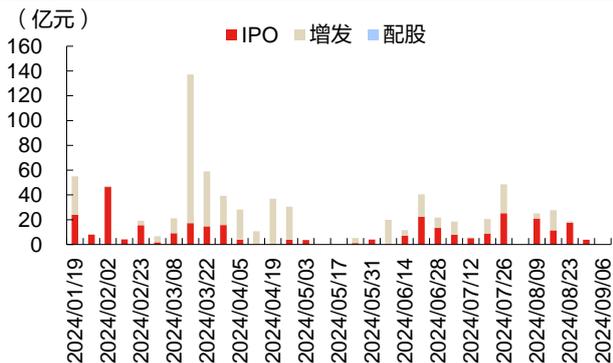
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



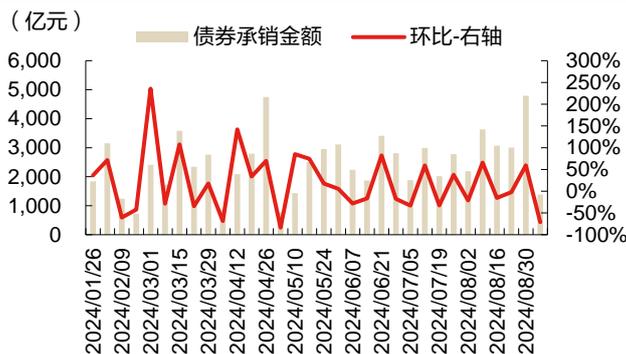
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 股票承销金额表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 债券承销金额及环比



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.行业新闻

表6 行业新闻一览

日期	来源	内容
2024/9/6	证监会	发布《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》，将发行监管岗位或会管干部离职人员入股禁止期延长至 10 年，将从严审核的范围从离职人员本人扩大至其父母、配偶、子女及其配偶。
2024/9/6	金监总局	发布《保险公司县域机构统计制度》，规范了保险公司县域机构的监管统计要求，明确了统计范围、统计口径和报送要求等。从统计范围和口径看，主要包括保险公司分险种和分渠道的原保险保费收入、赔付支出、满期给付、退保金、保险金额、签单数量、承保人次以及各级分支机构的设立情况和从业人员等。《统计制度》要求保险公司应当高度重视县域机构数据填报工作，建立健全数据填报和审核的机制流程，确保数据报送的真实性、准确性、及时性和完整性，并于每月 10 日前报送上月报表。
2024/9/6	金监总局	修订发布《金融机构涉刑案件管理办法》，一是聚焦防范化解实质性风险，二是优化案件管理流程，三是强化重大案件处置，四是压实金融机构主体责任。

资料来源：Wind，东海证券研究所

### 4.风险提示

- 1) 系统性风险对券商业绩与估值的压制，包含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。
- 2) 长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动，导致保险公司资产端投资收益率下降以及负债端准备金多提。
- 3) 监管政策调整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，人身险代理人分级制度推出导致队伍规模下滑，金融控股公司加强监管等。

## 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。

### 上海 东海证券研究所

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: 200215

### 北京 东海证券研究所

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