

# 弹性之选：把握非银金融板块投资机会

## 核心观点

**证券：**预期先行，券商板块依然具备上涨空间，建议重点关注高弹性的券商板块，其中互联网券商超额显著。**保险：**负债端“报行合一”降低渠道成本+降低预定利率降低负债成本；资产端地产端和权益市场皆迎利好，保险有望迎来业绩和估值共振改善的戴维斯双击。**香港市场及港交所观点：**港交所股价直接受益于市场成交提振，其上行弹性远大于市场整体；看好港股内外流动性的同步改善，建议重点关注。

## 摘要

**证券：**券商是受益于政策预期“组合拳”和“投资者信心改善”最显著的行业，有望在牛市预期形成下，迎接估值与业绩的戴维斯双击。但从实际操作角度，券商板块也面临选股难题。我们结合对经纪和两融业务的测算及行情复盘，重点推荐两类标的，一是盈利与估值双修复的东方财富、同花顺等金融科技类弹性标的，二是前期以估值修复为主的优秀券商，如招商证券、广发证券、华泰证券、中国银河、财通证券等。

**保险：**负债端成本优化叠加资产端收益改善，保险有望迎来业绩和估值共振改善的戴维斯双击。负债端来看，前期“报行合一”政策优化渠道费率、预定利率下调带动负债成本优化，为上市险企后续实现高质量业务增长夯实基础。资产端来看，近期一系列政策组合拳有力地提振了市场风险偏好和股票市场表现，市场对房地产市场的担忧也明显缓解，股市回暖直接提振利润增速，长端利率企稳缓解配置压力，地产企稳有望打开险企估值掣肘。后续随着增量政策陆续出台保险板块估值仍有进一步修复空间，建议重点关注。

**香港市场及港交所观点：**港交所股价将直接受益于市场成交量提升所带来的业绩增长以及估值提振。因此，在牛市初期市场快速上涨时，ADT有望快速放量；而港交所股价亦有望充分受益于于此，其向上弹性远大于市场整体。展望未来，我们认为在美联储降息及国内政策持续发力的背景下，港股内外流动性将有望同步改善，港股有望迎来进一步恢复；持续看好港交所的股价弹性和超额收益。

**风险提示：**宏观经济剧烈波动，资本市场成交活跃度低迷，政策发生重大变化。

## 非银金融

维持

强于大市

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

吴马涵旭

wumahanxu1@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070001

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

李梓豪

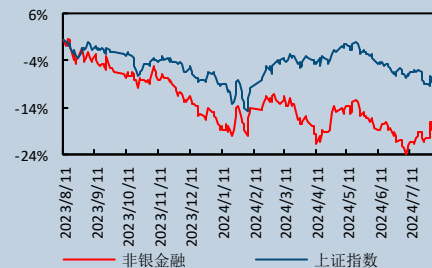
lizihaodcq@csc.com.cn

010-56135214

SAC 编号:S1440524070018

发布日期：2024年10月08日

## 市场表现



## 相关研究报告

24.09.27

【中信建投非银金融】：私募股权投资市场月报(2024年8月)

24.09.24

【中信建投非银金融】：国新办金融支持经济高质量发展会议点评

24.09.24

【中信建投非银金融】：周报20240920：风控指标计算新规落地，利好头部券商做优做强

## 目录

一. 重要事件点评 .....	1
二. 证券行业观点 .....	2
三. 保险行业观点 .....	4
四. 香港市场及港交所观点 .....	7
五. 金融科技行业观点 .....	8
六. 推荐股票池 .....	9
七. 行情回顾 .....	9
7.1 大盘表现 .....	10
7.2 板块及个股表现 .....	10
八. 行业概况 .....	10
8.1 证券 .....	10
8.2 保险 .....	13
8.3 金融科技 .....	13
8.4 香港市场及港交所 .....	14
九. 重要新闻 .....	15
9.1 证券 .....	15
9.2 保险 .....	18
十. 公司公告 .....	22
风险分析 .....	28

## 一. 重要事件点评

**事件一：9月27日8点，中国人民银行公告，自9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)；公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%，下调0.2个百分点。当天，还有多个利率跟随下行。**

**点评：**央行降准降息措施或通过释放约1万亿元的长期流动性和降低政策利率0.2个百分点，为市场注入了显著的流动性支持。这一操作不仅直接降低了企业和居民的融资成本，减轻了企业经营压力，还有助于促进信贷市场的活跃和经济活动的回暖。此外，降息还可能带动贷款市场报价利率(LPR)和存款利率的下降，进一步减轻居民购房负担，刺激房地产市场需求，对稳定房地产市场和促进经济平稳增长起到积极作用。同时，央行的这一举措也向市场传递了明确的政策信号，即央行将继续采取逆周期调节措施，以确保经济运行在合理区间，增强了市场对未来经济稳定增长的信心。

**事件二：9月26日中央政治局会议部署，经中央金融委员会同意，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》(下称《指导意见》)。**

《指导意见》主要包含三方面措施：**一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。**根据《指导意见》，多措并举提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。严厉打击资本市场各类违法行为，持续塑造健康的市场生态。完善适配长期投资的资本市场基础制度，完善中长期资金交易监管，完善机构投资者参与上市公司治理配套机制，推动与上市公司建立长期良性互动。**二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。**《指导意见》提出，加强基金公司投研核心能力建设，制定科学合理、公平有效的投研能力评价指标体系，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变，努力为投资者创造长期稳定收益。丰富公募基金可投资资产类别，建立ETF指数基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。稳步降低公募基金行业综合费率，推动公募基金投顾试点转常规。鼓励私募证券投资基金丰富产品类型和投资策略，推动证券基金期货经营机构提高权益类私募资管业务占比，适配居民差异化财富管理需求。**三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。**根据《指导意见》，建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。

**点评：**《指导意见》旨在引导中长期资金入市，提升资本市场的稳定性和投资者结构的合理性。该政策通过优化上市公司质量、鼓励回购增持、打击违法违规行等措施，塑造健康的市场生态，同时发展权益类公募基金和私募证券投资基金，降低基金费率，提高投资回报，促进长期价值投资理念的普及。此外，政策还着力完善社保、保险、理财等资金的入市配套政策，建立健全长周期考核机制，激励耐心资本的壮大，为资本市场提供稳定的长期投资，从而推动资本市场和国内经济的高质量发展。

**事件三：9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(以下简称“并购六条”)。**

《意见》提出了六条措施。**一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。**证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。**二是鼓励上市公司加强产业整合。**资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续

助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。**三是进一步提高监管包容度。**证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。**四是提升重组市场交易效率。**证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。**五是提升中介机构服务水平。**活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。**六是依法加强监管。**证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行为，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

**点评：**“并购六条”作为中国监管层对并购市场提出的指导原则，旨在规范和引导并购市场健康发展，通过明确并购方向、优化并购环境、强化并购监管等措施，促进产业整合和结构调整，提高行业集中度和企业竞争力。这些原则有助于保护投资者权益，防止恶意并购和市场操纵行为，同时鼓励通过并购实现技术创新和产业升级，对推动经济高质量发展具有积极意义。

## 二. 证券行业观点

9月23日至9月30日，**证券Ⅱ（中信）指数+37.92%，跑赢非银指数、上证50指数和沪深300指数。**

**节前节内券商板块跑出显著超额收益，但PB估值水平仍处于历史低位。**9月18日~9月30日，沪深300指数累计上涨27.18%，A股证券Ⅱ（申万）指数涨幅40.99%；截至9/30，券商板块PB约为1.43倍，仍然处于过去十年以来的33%分位数。国庆假期H股券商大幅上涨，AH溢价率大幅收窄，华泰证券、中信证券、招商证券等公司的A/H溢价率已显著低于过去平均水平。

**A股券商本阶段行情起于9/24金融政策利好叠加政治局会议对经济政策的定调，具有显著“政策牛”特征，券商估值因此有望重估。**因对市场流动性敏感，券商板块的估值往往先于盈利改善，本次券商行情与2014~2015年行情的相似之处在于都伴随有1)较为宽松的货币政策、2)新的金融改革举措。货币政策方面，2014年11月~10月，央行曾连续六次下调存贷款基准利率，对7天OMO和存款准备金率也有相应调整，而今年9/24以来，央行推动5000亿互换便利、3000亿回购专项贷款、下调存款准备金和常备借贷利率等措施也反应了宽松的货币政策取向；金融改革方面，2014年5月第二个国九条《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》推动了沪港通启动、ETF期权、股指期货、私募基金备案制等发展，而今年在4月份第三个国九条基础上，9/24国新办会议以来陆续推出“并购改革”、“市值管理指引”、“中长期资金入市”等多个指导意见，也反映了金融改革增量举措的推动。

**政策组合拳下，投资者信心快速修复，增量资金入市为券商基本面改善提供较大空间。**经测算，上市券商的经纪交易佣金和两融利息收入将对公司业绩贡献较大弹性。2024年上半年，44家上市券商（含东财）的营业收入同比增速为-13%，归母净利润同比增速为-75%，若假设2024Q4的A股日均股票成交额为1.2万亿，日均两融余额为1.7万亿，上述44家券商合计的2024全年营收和利润增速有望上修到-4.9%、+6.0%。经纪和两融业务是最先受益于市场交投活跃回暖的业务，在行情持续一段时期之后，资管、基金、代销等业务也有望进一步增长，因此券商基本面改善在牛市假设下是确定性条件，且弹性空间足够大。

**复盘过去三轮券商行情，牛市预期形成时，券商估值均有翻倍修复空间。**1) 2014~2015 年行情：中信证券、华泰证券、招商证券等市值较大的券商涨幅均超过接近 2 倍，最高 PB 达到 4~5x，东方财富、同花顺等公司增幅达到 10 倍以上；2) 2018~2019 年行情：上述公司 PB 从 1x 修复到 2x 以上；3) 2020~2021 年行情：上述公司 PB 也从 1x 左右修复到 2x 左右。在牛市预期下，券商板块估值上修空间较大，互联网券商、金融科技公司和部分中小券商的弹性更大，但需要注意，从业绩角度，头部券商、互联网券商、金融科技公司发展确定性更高。截止 2024 年 9 月 30 日，证券板块当前 PB(LF)仅为 1.43，距 2020 年最高 PB 仍有约 57%空间。

**投资建议：券商是受益于“投资者信心改善”最显著的行业，有望在牛市预期形成下，迎接估值与业绩的戴维斯双击。**但从实际操作角度，券商板块也面临选股难题。我们结合对经纪和两融业务的测算及行情复盘，重点推荐两类标的，一是盈利与估值双修复的东方财富、同花顺等金融科技类弹性标的，二是前期以估值修复为主的优秀券商，如招商证券、广发证券、华泰证券、中国银河、财通证券等。

**图表1：上市券商两融及经纪业务弹性测算**

代码	公司	【建投非银】44家上市券商经纪+两融业务弹性及行情表现							营业收入弹性		利润弹性	
		经纪佣金收入 (亿元)		两融利息收入 (亿元)		经纪+两融业务合计平均占比	PB估值 (2024/9/30)	9.24日以来累计涨幅	2024年同比	2025年同比	2024年同比	2025年同比
		2023	2024H1	2023	2024H1							
002926.SZ	华西证券	12.7	5.9	10.1	4.8	73.5%	1.0	34%	-9.5%	21.7%	-70.8%	172.7%
000783.SZ	长江证券	24.0	11.0	18.6	8.2	64.5%	1.2	45%	-15.8%	21.0%	7.1%	22.9%
601901.SH	方正证券	24.8	12.5	19.5	9.4	60.5%	1.6	34%	6.1%	13.9%	30.0%	15.2%
002945.SZ	华林证券	4.2	2.1	2.5	1.3	60.1%	5.7	39%	23.5%	19.9%	729.2%	26.7%
300745.SZ	东方财富	35.0	15.4	25.0	12.6	55.2%	4.4	34%	-9.5%	17.7%	0.4%	6.4%
601162.SH	天风证券	9.1	3.6	2.7	1.1	49.6%	1.6	61%	-57.0%	49.7%	-302.0%	-19.7%
600369.SH	西南证券	5.1	2.3	7.0	3.2	48.9%	1.3	35%	3.2%	5.8%	16.0%	11.3%
600999.SH	招商证券	45.9	21.5	52.8	22.6	47.9%	1.5	29%	-2.2%	8.1%	10.2%	7.6%
601696.SH	中银证券	6.6	3.0	6.6	3.3	47.7%	2.0	42%	-14.3%	10.1%	-3.2%	11.7%
002736.SZ	国信证券	37.1	18.5	35.9	16.8	43.8%	1.4	30%	-9.5%	8.3%	-0.1%	9.8%
002939.SZ	长城证券	5.8	2.8	11.9	5.4	43.0%	1.3	35%	0.1%	-1.1%	1.8%	6.5%
600109.SH	国金证券	13.2	6.4	12.6	6.3	42.9%	1.1	37%	-19.6%	8.6%	-44.2%	22.9%
601788.SH	光大证券	18.7	8.5	22.4	9.8	42.3%	1.5	31%	-15.8%	7.4%	-33.4%	10.1%
601456.SH	国联证券	4.8	2.6	5.6	2.7	41.9%	2.0	30%	-25.7%	5.1%	-70.9%	45.6%
601375.SH	中原证券	4.2	2.1	4.8	2.3	41.5%	1.6	37%	22.8%	5.1%	97.9%	17.2%
000776.SZ	广发证券	44.7	21.8	52.1	24.4	40.4%	1.1	34%	2.0%	5.0%	27.4%	8.3%
600906.SH	财达证券	5.2	2.7	3.8	1.8	40.0%	2.3	39%	-4.7%	10.9%	-17.1%	18.5%
600918.SH	中泰证券	23.8	11.4	20.1	9.2	37.4%	1.4	32%	-19.3%	10.0%	-50.5%	43.7%
601059.SH	信达证券	6.7	3.0	6.0	2.8	36.7%	3.0	36%	-7.6%	9.3%	-14.7%	8.3%
600837.SH	海通证券	32.3	14.7	41.8	18.2	34.7%	0.7	0%	-22.2%	5.1%	100.3%	24.8%
601099.SH	太平洋	3.0	1.4	1.3	0.6	34.6%	3.3	45%	-20.1%	17.9%	-41.1%	32.9%
601688.SH	华泰证券	47.4	22.7	78.4	34.6	33.6%	1.0	35%	-4.0%	1.0%	-15.3%	7.2%
601066.SH	中信建投	38.4	17.3	37.7	15.5	33.6%	0.8	36%	-17.3%	9.0%	-16.9%	10.1%
600909.SH	华安证券	7.0	3.5	5.8	2.7	33.3%	2.3	36%	8.3%	7.7%	14.2%	8.1%
001166.SZ	申万宏源	34.7	16.1	40.0	18.2	33.1%	1.4	35%	1.9%	5.0%	-4.9%	12.6%
601109.SH	财通证券	10.1	4.9	10.3	5.0	32.0%	1.2	33%	-6.5%	5.4%	-16.0%	9.9%
601377.SH	兴业证券	17.7	7.6	19.2	8.2	31.6%	1.1	30%	2.1%	6.9%	-1.1%	13.3%
601211.SH	国泰君安	50.8	23.5	60.6	26.4	30.0%	0.9	0%	-4.9%	4.7%	8.9%	7.8%
601881.SH	中国银河	44.7	21.5	57.3	26.0	29.1%	1.6	36%	2.2%	3.1%	13.5%	8.2%
601990.SH	南京证券	3.5	1.8	4.8	2.3	28.9%	2.0	29%	36.2%	1.7%	63.4%	5.6%
000750.SZ	国海证券	6.0	3.0	5.1	2.4	27.3%	1.4	61%	-7.5%	6.5%	-5.6%	33.3%
601995.SH	中金公司	31.6	13.6	27.4	11.3	26.8%	2.1	35%	-22.0%	9.2%	-25.9%	10.1%
000728.SZ	国元证券	6.8	3.3	10.0	4.7	26.3%	1.1	37%	-2.4%	1.4%	8.5%	5.6%
000686.SZ	东北证券	8.2	3.8	7.7	3.4	26.1%	1.0	38%	-19.0%	6.8%	-56.1%	44.3%
002797.SZ	第一创业	3.3	1.4	3.8	1.8	24.8%	1.9	35%	23.0%	3.6%	145.3%	6.0%
600030.SH	中信证券	74.1	35.7	83.4	34.4	24.7%	1.6	41%	1.0%	4.3%	8.6%	5.7%
002500.SZ	山西证券	2.6	1.8	4.5	2.1	24.2%	1.3	34%	-18.8%	-1.5%	5.1%	9.5%
601198.SH	东兴证券	5.5	2.6	9.9	4.1	23.1%	1.3	34%	106.6%	0.7%	43.0%	7.5%
601556.SH	东吴证券	13.9	6.4	10.6	4.9	22.0%	1.0	36%	-10.0%	6.8%	18.9%	9.1%
002673.SZ	西部证券	7.3	3.4	5.0	2.4	17.6%	1.4	36%	-3.0%	5.7%	14.4%	8.6%
601236.SH	红塔证券	1.4	0.7	0.8	0.4	15.0%	1.7	30%	71.7%	3.9%	189.4%	2.6%
600958.SH	东方证券	15.5	6.5	11.4	5.3	14.8%	1.3	30%	0.6%	4.9%	56.2%	5.2%
601878.SH	浙商证券	14.0	6.5	11.8	5.5	14.8%	2.1	31%	-9.0%	3.9%	-7.7%	13.6%
601136.SH	首创证券	1.9	0.8	1.4	0.7	14.6%	5.1	38%	30.6%	4.1%	37.0%	3.0%
	合计								-4.9%	6.0%	1.6%	9.4%

数据来源：Wind，中信建投证券

**高频数据跟踪：本周（9月23日至9月27日）两市成交活跃度持续回升，两融余额小幅增加：**1) 资金端：9月23日至9月27日，两市股票日均成交额5612.16亿元，周度环比+8.27%，占股票流通市值的0.92%，周度环比+6.89bp。截至9月27日，两融余额13,945.09亿元，占A股流通市值1.99%；截至9月20日，场内股票质押总市值为25250.48亿元，较前周末+16.64%。2) 融资端：1月1日至9月27日，IPO承销金额为457.05亿元，占去年完成总量的13.16%；再融资承销金额（可转债、可交换债）为1616.12亿元，占去年完成总量的21.61%；券商所做的债券承销金额为84507.55亿元，占去年完成总量的74.49%。3) 利率端：9月27日，7天银行间质押式回购利率为2.0527%，较上周五+11.78bp；7天存款类机构质押式回购利率为1.9569%，较上周五+13.82bp。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**外部环境：PCE指标持续下降，市场仍略微倾向于预计美联储将大幅降息。**9月27日美国经济分析局发布数据，剔除食品和能源价格的核心个人消费支出（PCE）物价指数是美联储密切关注的指标，其8月份环比上涨0.1%，低于华尔街预期的0.2%和7月份的0.2%。8月核心PCE物价同比上涨2.7%，符合华尔街的预期，但高于7月份的2.6%。总体PCE同比增速放缓至2.2%，低于预期的2.3%；环比增速放缓至0.1%不变。其他数据显示，美国8月消费者支出温和增长，暗示经济在第三季保留了部分强劲动能，同时通胀压力继续减弱。占美国经济活动三分之二以上的消费者支出上月增长0.2%，而7月份未经修正的增幅为0.5%。低于市场预测的增长0.3%。美国短期利率期货在PCE通胀数据公布后上涨，反映出市场对美联储进一步降息的预期上升。鲍威尔认为，劳动力市场进一步降温现在与通胀一样令美联储担忧，但最近的报告表明经济仍在以健康的速度扩张。

### 三． 保险行业观点

**板块表现：**A股方面，9月23日-9月30日期间，中信保险II指数涨跌幅9.89%，跑输中信非银金融指数（10.23%），跑赢沪深300指数（8.48%），跑赢上证指数（8.06%）。港股方面，9月23日-10月4日期间，香港保险II指数涨跌幅41.29%，跑赢恒生金融指数（19.84%），跑赢恒生指数（24.53%）。

**负债端：国家金融监督管理总局发布2024年8月保险业月度经营情况。**人身险方面，1-8月原保险保费收入累计同比+16.1%，其中寿险、意外险和健康险分别累计同比+18.6%/-10.0%/+7.3%；单8月，人身险原保险保费收入同比+54.1%，其中寿险、意外险和健康险分别同比+68.5%/-9.7%/+17.5%。财产险方面，1-8月原保险保费收入累计同比+5.5%，其中车险和非车险分别累计同比+3.2%/+7.8%；单8月，财产险原保险保费收入同比+9.0%，其中车险和非车险分别同比+4.5%/+16.1%。1-8月，赔付率累计同比+1.5pct至61.0%；单8月赔付率同比-10.2pct至73.0%。

**资产端：权益市场表现显著回暖，长端利率回升。**截至2024年9月30日，沪深300指数较上年末上升17.10%。9月23日-9月30日期间，10年期国债收益率上升10.87BP至2.1518%，Wind房地产指数累计上升9.37%，Wind央企指数累计上升6.12%。

自9月24日发布会以来一系列政策组合拳陆续亮相，有力地提振了股票市场表现，市场对房地产市场的担忧也明显缓解，保险公司资负两端均有望显著受益于此轮政策组合拳，有望迎来业绩和估值共振改善的戴维斯双击：

**资产端来看，股市回暖直接提振利润增速，长端利率企稳缓解配置压力，地产企稳打开估值掣肘。**权益方面，央行创设的两大新货币政策工具有望为股票市场带来增量资金，一系列政策组合拳也显著提升了市场风险偏好，均带动股票市场表现显著回暖，沪深300指数在9月24日-9月30日期间累计上涨25.1%，保险公司所持按FVTPL计量的权益资产有望直接受益于市场回暖，公允价值变动损益的改善有望直接贡献业绩增量并在去年下半年投资收益基数较低的情况下持续提振利润增速。固收方面，一系列政策组合拳有望进一步带动宏观经济复苏，叠加市场风险偏好回升，预计短期来看长端利率企稳，10年期国债收益率在9月24日-9月30日期间累计上升11.37BP至2.1518%，险企资产端配置压力缓解。地产方面，围绕推动房地产市场平稳健康发展的若干政策也有望化解房地产行业的经营风险、带动险企所持地产相关投资敞口风险缓释，对地产相关敞口的担忧情绪有望明显缓解、对险企估值的掣肘打开。WIND房地产指数在9月24日-9月30日期间累计上涨31.9%。

**负债端来看，短期NBV增速有支撑，长期看好负债成本优化，居民风险偏好回升也为险企优化产品结构提供了有利条件。**在预定利率切换带动下，居民对储蓄险的需求集中释放，上市险企3季度新单保费增速有望较

上半年改善，叠加预定利率下调和银保渠道“报行合一”带动NBVM改善，预计上市险企3季度NBV可实现同比较快增长。7-8月国寿/平安/太保/新华/人保/阳光人身险保费分别同比+19/26/14/57/49/57%。长期来看，预定利率下调和动态调整机制对整体负债成本的优化作用预计将持续显现，刚性负债成本的下降有助于防范化解潜在利差损风险。此外，近期一系列政策组合拳有力地提振了股票市场表现，有望带动居民风险偏好回升，对分红险等浮动收益型保险产品的偏好有望提升，叠加保险公司主动推动产品结构优化，分红险的新单保费占比有望提升，进而带动保险公司长期稳健经营能力的提升。

估值方面，上市险企估值水平仍处低位，建议重点关注。截至2024年9月30日收盘，A股国寿/平安/太保/新华的PEV倍数分别为0.90/0.69/0.65/0.53倍，在过去5年所处分位数分别为84%/59%/78%/63%。

整体来看，此轮政策组合拳有力提振了资本市场表现，更加看好对股市表现弹性更大的寿险标的，推荐中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保。

**图表2：上市险企行情复盘及向上空间类比**

【建投非银】上市险企行情复盘及向上空间类比						
	公司	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
当前情况 (2024/9/30)	9/24以来涨幅	24%	29%	27%	40%	22%
	相对超额收益	-1.2%	4.4%	2.3%	14.6%	-3.5%
	当前PEV	0.90	0.69	0.66	0.53	-
	当前PB	2.52	1.15	1.46	1.66	1.34
2014~2015 年行情	2014年利润增速	30.1%	39.5%	19.3%	44.9%	57.8%
	2015年利润增速	7.7%	38.0%	60.4%	34.3%	49.6%
	区间涨幅	140%	119%	80%	136%	-
	相对超额收益	34.8%	14.0%	-24.7%	31.5%	-
	区间最高PEV	2.12	1.54	1.71	2.04	-
2019年 行情	区间最高PB	4.45	2.77	3.01	3.90	-
	2019年利润增速	412%	39%	54%	84%	67%
	区间涨幅	49%	67%	42%	28%	78%
	相对超额收益	15.6%	33.6%	7.8%	-5.9%	44.6%
	区间最高PEV	0.94	1.41	0.92	0.98	-
2020年 行情	区间最高PB	2.86	2.90	2.39	3.06	3.75
	2020年利润增速	-14%	-4%	-11%	-2%	-10%
	区间涨幅	77%	40%	51%	64%	15%
	相对超额收益	33.6%	-3.7%	7.6%	20.4%	-28.6%
	区间最高PEV	1.37	1.29	0.83	0.90	-
	区间最高PB	3.63	2.41	1.89	2.52	1.98

数据来源：Wind，中信建投证券

注：PEV基于当年EVPS计算，PB为LF，基准是沪深300指数；2014-2015年行情对应区间为2014/11/20-2015/5/26，2019年行情对应区间为2019/1/3-2019/9/12，2020年行情对应区间为2020/3/24-2020/12/1

图表3： 2024年8月保险业月度经营情况

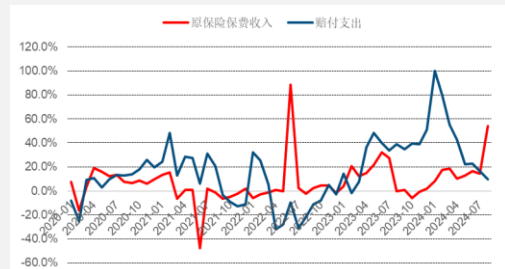
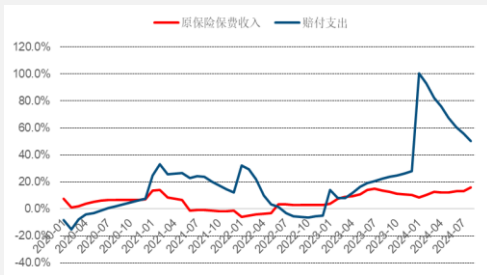
【中信建投 非银&前瞻研究】2024年8月保险业月度经营情况

项目	累计同比增速	增速较上月变化 (pct)	单月同比增速	增速较上月变化 (pct)
原保险保费收入	16.1%	3.0	54.1%	39.8
其中：寿险	18.6%	3.6	68.5%	52.4
意外险	-10.0%	0.0	-9.7%	-0.2
健康险	7.3%	1.1	17.5%	8.1

人身险公司保费和赔付累计同比变动情况

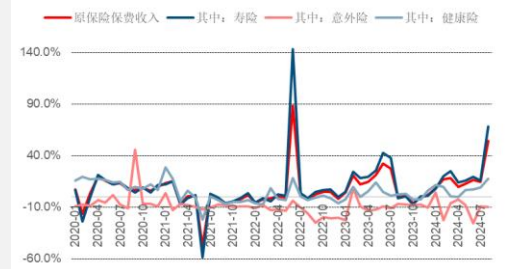
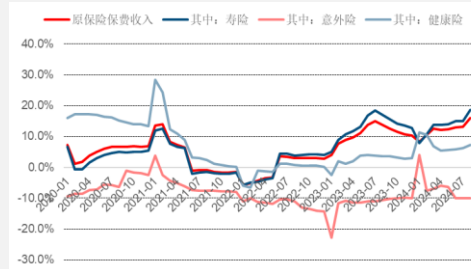
人身险公司保费和赔付单月同比变动情况

人身险



人身险公司分产品累计同比变动

人身险公司分产品单月同比变动



项目	累计同比增速	增速较上月变化 (pct)	单月同比增速	增速较上月变化 (pct)
原保险保费收入	5.5%	0.4	9.0%	-0.1
其中：车险	3.2%	0.2	4.5%	0.2
非车险	7.8%	0.7	16.1%	-0.6

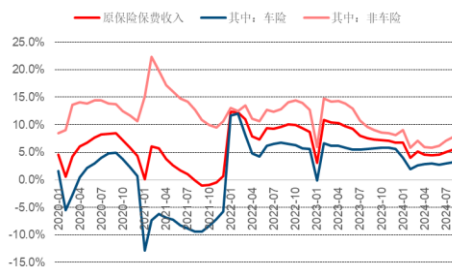
  

项目	累计赔付率	同比变化 (pct)	单月赔付率	同比变化 (pct)
赔付率	61.0%	1.5	73.0%	-10.2

财产险公司保费分产品累计同比变动

财产险公司累计赔付率

财产险



资料来源：国家金融监督管理总局，中信建投

数据来源：国家金融监督管理总局，中信建投证券

注：财产险公司赔付率按照“赔款支出÷原保险保费收入”计算

## 四. 香港市场及港交所观点

**10月首周港股市场大幅上涨，内外部资金大幅涌入。**10月首周港股市场大幅上涨，恒生指数+7.59%，恒生科技指数+10.00%，香港市场整体跑赢 MSCI World Index 的-0.66%。资产端，截至10月4日港股整体市值为39.44万亿港元，较9月底+6.82%；资金端，在港股通因国庆假期休市的情况下，10月以来港股成交活跃度仍有所上升；ADT为1918.20亿港元，环比+13.39%。衍生品成交量亦有所上升，期货ADV为76万张，环比+1.39%，同比+10.91%；期权ADV为108万张，环比-3.06%，同比+34.41%。

利率方面，受美国非农就业数据超预期影响，10月以来HIBOR利率再次上行；截至10月4日，6M HIBOR达4.20%，环比+0.17pct，年初至今以来-0.99pct；而随着HIBOR维持高位预计港交所的投资收益也将持续高涨，“对冲”效果有望凸显。

从做空成交金额占比来看，随着市场大幅反弹港股做空活跃度明显下降；10月港股卖空成交金额占比环比-1.92pct至13.76%；而从最新更新的港股空仓占比来看，截至10月4日，空仓金额占总市值的比例较9月底-0.06%至0.95%。

资金流向观察：1) 个人投资者层面，受益于近期市场大幅反弹港股投资者情绪持续高涨；近一周以来（9月30日~10月4日），恒生指数+10.20%；根据财联社统计，华泰国际旗下“涨乐全球通”下载量较平时多2倍，每日开户申请数量较平时翻番，总孖展（保证金融资）较前一周增长两成，日活用户比平时多1倍

2) 海外投资者层面，根据EPFR统计，9月26日-10月2日一周内海外主动型基金转为流入A股1.9亿美元，流入港股和ADR 1.2亿美元，为2023年6月底以来连续65周流出后首度转为净流入；被动资金则大幅流入A股26.4亿美元、流入港股和ADR 28.7亿美元。

### 投资观点：

**港交所业绩和估值均与市场成交情况高度相关。**一方面，港交所交易相关业务收入占比常年达50%以上，在市场上行周期市场成交活跃度的提振将直接作用于港交所业绩的增长；而另一方面，港交所估值亦与市场成交情况高度相关。市场交投火热时高ADT（日均成交金额）往往预示着对港交所中长期成长性更为乐观的预期，港交所PE中枢亦有望随ADT抬升。

**复盘历史，在牛市初期市场快速上涨时，ADT有望快速放量；而受益于ADT的增长港交所股价亦有望迎来明显上涨，其向上弹性远大于市场整体。**在过去三轮牛市中，港交所股价涨幅与ADT上升幅度相近，且均明显高于恒生指数；而在牛市期间得益于市场成交的快速放量以及投资者情绪的高涨，港交所市盈率均在30x PE-TTM上方运作，最高可达70倍PE-TTM以上，具有良好的向上弹性。

**站在当下，港交所股价已明显修复，当前估值水平处于历史80%分位数左右。**自9月19日以来截至10月4日收盘，恒生指数/恒生科技指数/香港交易所股价分别+28.75/43.15/67.05%，港交所股价明显跑赢市场大盘。截至10月4日收盘，港交所静态市盈率（trailing PE）和动态市盈率（leading PE）分别为40.85x和38.32x，分别位于历史80.34%和72.89%分位数，相较于9月初的26倍PE左右提升明显。

**展望未来，我们认为在美联储降息及国内政策持续发力的背景下，港股内外流动性将有望同步改善，港股有望迎来进一步恢复。**而在市场上行初期，由于投资者情绪高涨，市场交投活跃度有望迎来快速提振；港交所

有望从业绩和估值两个方面直接受益于市场成交的快速放量，持续看好港交所的股价弹性和超额收益。

**图表4：过去三轮牛市期间港交所估值复盘**

时间区间	恒生指数涨幅	日均成交金额		港交所涨幅	期间静态PE (PE-TTM)			
		ADT涨幅	最大ADT		最小值	最大值	平均数	中位数
2007.06~2007.11	47.9%	145.1%	1,767	200.5%	30.3	75.8	49.7	46.0
2015.02~2015.04	9.8%	502.7%	2,564	40.6%	39.6	67.5	54.2	60.7
2020.04~2021.02	24.7%	187.7%	3,010	100.2%	31.0	68.1	47.9	49.5

时间区间	恒生指数涨幅	日均成交金额		港交所涨幅	期间动态PE (leading PE)			
		ADT涨幅	最大ADT		最小值	最大值	平均数	中位数
2007.06~2007.11	47.9%	145.1%	1,767	200.5%	13.7	41.9	25.1	20.5
2015.02~2015.04	9.8%	502.7%	2,564	40.6%	26.6	47.9	37.0	43.0
2020.04~2021.02	24.7%	187.7%	3,010	100.2%	23.5	56.2	36.5	36.5

数据来源：香港交易所，Wind，中信建投证券

**图表5：不同情形下所对应的港股日均成交金额情况（亿港元）**

假设恒生指数进一步上涨空间	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%	
对应指数点位	23,874	25,011	26,147	27,284	29,558	31,832	34,105	
对应9月19日以来涨幅	35%	42%	48%	54%	67%	80%	93%	
对应港股总市值（万亿港元）	41.41	43.38	45.36	47.33	51.27	55.22	59.16	
换手率	8%	1,578	1,653	1,728	1,803	1,953	2,103	2,254
	9%	1,775	1,859	1,944	2,028	2,197	2,366	2,535
	10%	1,972	2,066	2,160	2,254	2,442	2,629	2,817
	11%	2,169	2,272	2,376	2,479	2,686	2,892	3,099
	12%	2,366	2,479	2,592	2,704	2,930	3,155	3,381
	14%	2,761	2,892	3,024	3,155	3,418	3,681	3,944
	16%	3,155	3,305	3,456	3,606	3,906	4,207	4,507

数据来源：香港交易所，Wind，中信建投证券

## 五. 金融科技行业观点

截至 2024 年 9 月 30 日，本周中证金融科技行业指数上升 15.87%，纳斯达克金融科技指数上涨 0.19%，对比同期沪深 300 指数上升 8.48%。中期借贷便利（MLF）中标利率为 2.0%；一年期贷款市场报价利率（LPR）为 3.35%；5 年期以上为 3.85%。

2024 年 9 月 24 日至今的政策组合拳对消费金融行业的影响主要体现在以下三个方面：

**1、货币政策支持流动性充裕延续：**央行通过公开市场操作，如重启 14 天期逆回购操作，并通过降低操作利率来增加市场流动性，这有助于降低消费金融公司的资金成本，提高其信贷投放能力。同时，央行行长潘功胜表示将继续实施支持性货币政策，加大调控力度，提高调控精准性，这将为消费金融行业提供更为稳定的金融环境。

**2、房地产市场支撑多种消费场景恢复：**政府推出一揽子房地产金融举措，包括降低存量房贷利率、优化个人住房贷款最低首付款比例等，以促进房地产市场平稳健康发展。这些措施可能会提高居民的购房意愿和能力，间接带动消费金融行业的发展，尤其是与房地产相关的消费贷款。

**3、从上市公司来看，资本市场稳定有利于市值管理与融资成本进一步下行：**为维护资本市场稳定，提振投资者信心，政府创设了新的货币政策工具，如证券、基金、保险公司互换便利，以及股票回购、增持专项再贷款等。这些措施有助于稳定资本市场，提升投资者信心，可能会吸引更多的中长期资金进入市场，为消费金融公司提供更多元化的融资渠道。

#### 行业动态：

(1) 宁波市市场监管局与宁波高新区管委会联合推动的“甬兴-国富-宁波知识产权第1期资产支持专项计划（专精特新）”于9月27日在上海证券交易所成功发行，标志着中国在知识产权证券化领域迈出了创新的一步。这一专项计划是全国首个采用数字人民币进行资金投放的产品，不仅为宁波地区的知识产权证券化开辟了先河，也为中小企业提供了一种新的融资模式。该计划的实施，通过将知识产权转化为资本市场上的债券产品，利用风险隔离和信用评级等金融技术手段，为拥有知识产权的企业提供了一条新的资金筹集途径。

此外，该产品的推出，也展示了金融科技在中国的快速发展，尤其是数字人民币在金融产品创新中的应用，为金融行业带来了新的活力。这一创新举措不仅丰富了资本市场的投资产品，而且为知识产权的货币化提供了新的思路，有助于推动知识产权的商业化和资本化，促进了知识产权与金融资本的有效结合。同时，这也为其他城市和地区提供了可借鉴的经验，预示着未来可能会有更多类似的金融创新产品出现，进一步推动中国金融科技和知识产权保护的发展。

(2) 中原消费金融公司近期成功发行了20亿元人民币的金融债券，期限为3年，票面利率为2.3%，发行时间从9月20日至24日。此次发行的金融债旨在补充公司的中长期流动资金，并且得到了国泰君安、中信建投、中原银行等机构的承销支持。中原消费金融的主体信用等级和债券信用等级均为AAA，显示出其良好的信用状况。该公司此前已在银行间市场发行了8期资产支持证券（ABS），年内发行规模达到49.68亿元，累计发行规模124.53亿元，位居行业前列。此次金融债的成功发行不仅为公司提供了资金支持，也反映了消费金融行业在资本市场的活跃度和对资金需求的增长。同时，这也表明了消费金融公司对于长期发展的信心和对市场的预判，对促进消费需求和经济增长具有积极影响。

**资产证券化发行方面**，9月23日至9月30日内，共有1只银行/互联网消费贷款ABS发行，合计64.44亿元，占比14.29%；共有1只融资租赁债权ABS发行，合计43.83亿元，占比7.14%。

## 六．推荐股票池

**券商及金融科技：**中国银河、财通证券、国泰君安

**保险：**中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿

**交易所：**香港交易所

**其他非银：**信也科技

## 七．行情回顾

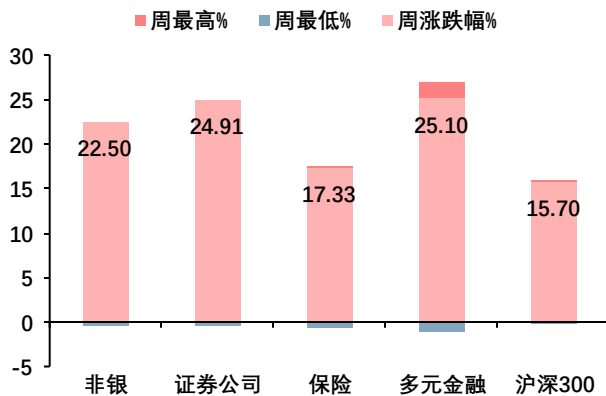
## 7.1 大盘表现

9月24日至9月27日，沪深300指数报3703.68，较上周末+15.70%，上证综指报3087.53，较上周末+12.81%，中证全债（净价）指数报109.17，较上周末-0.62%。9月30日，沪深300指数报4017.85，较上周末+8.48%，上证综指报3336.50，较上周末+8.06%，中证全债（净价）指数报108.91，较上周末-0.24%。

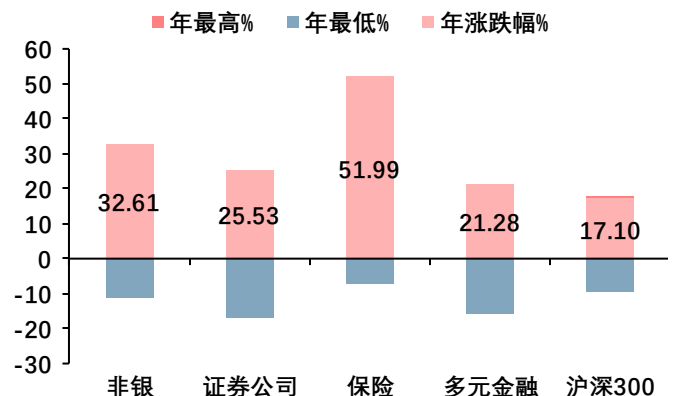
## 7.2 板块及个股表现

9月24日至9月27日，非银行金融（中信）指数+22.50%，证券Ⅱ（中信）指数+24.91%，保险Ⅱ（中信）指数+17.33%，多元金融（中信）指数+25.10%，非银板块跑赢沪深300指数和上证综指。9月30日，非银行金融（中信）指数+10.23%，证券Ⅱ（中信）指数+10.41%，保险Ⅱ（中信）指数+9.89%，多元金融（中信）指数+9.81%，非银板块跑赢沪深300指数和上证综指。

9月24日至9月27日，非银板块涨幅排名前三的个股为东方财富（+57.25%）、五矿资本（+46.02%）、天风证券（+45.62%）；9月30日，非银板块涨幅排名前三的个股为东方财富（+19.98%）、中航产融（+10.12%）、建元信托（+10.10%）。

**图表6：9月23日至9月27日非银金融板块跑赢沪深300**


资料来源：Wind，中信建投

**图表7：2024年以来非银金融板块跑输沪深300指数**


资料来源：Wind，中信建投

# 八. 行业概况

## 8.1 证券

**图表8：2024年9月23日至9月27日券商板块涨幅前五名**

股票简称	股票代码	周收盘价	周涨跌幅%	周换手率%	周相对沪深300涨跌幅%	周相对非银板块涨跌幅%
东方财富	300059.SZ	16.92	57.25	39.41	41.55	34.75
五矿资本	600390.SH	6.06	46.02	13.85	30.32	23.52
天风证券	601162.SH	3.99	45.62	40.99	29.92	23.12
国海证券	000750.SZ	4.39	45.36	50.21	29.66	22.86

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

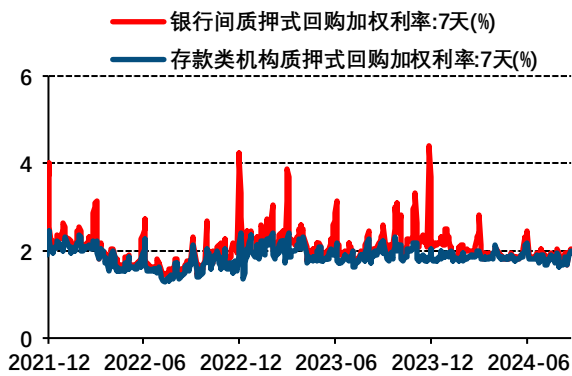
股票简称	股票代码	周收盘价	周涨跌幅%	周换手率%	周相对沪深300涨	周相对非银板块涨
					跌幅%	跌幅%
锦龙股份	000712.SZ	13.32	35.50	121.95	19.80	13.00

资料来源: Wind, 中信建投

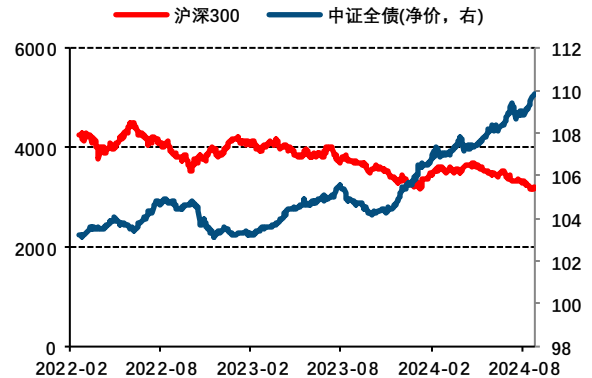
**图表9: 2024年9月27日券商板块 A/H 溢价**

证券简称	A 股代码	A 股收盘价	H 股代码	H 股收盘价(RMB)	A/H 股溢价(%)
中信证券	600030.SH	24.73	1776.HK	8.19	85.32
中国银河	601881.SH	13.99	6806.HK	1.61	222.38
中原证券	601375.SH	4.34	3908.HK	11.28	211.11
华泰证券	601688.SH	16.00	6178.HK	5.81	201.09
中信建投	601066.SH	24.42	1456.HK	3.15	262.72
广发证券	000776.SZ	15.18	3958.HK	3.86	161.88
申万宏源	000166.SZ	5.20	6099.HK	6.58	168.62
中金公司	601995.SH	35.10	6837.HK	3.27	168.33
光大证券	601788.SH	17.50	2611.HK	7.12	106.34
国联证券	601456.SH	11.44	1776.HK	8.19	85.32
东方证券	600958.SH	10.10	6806.HK	1.61	222.38
招商证券	600999.SH	17.67	3908.HK	11.28	211.11
海通证券	600837.SH	8.77	6178.HK	5.81	201.09
国泰君安	601211.SH	14.70	1456.HK	3.15	262.72

资料来源: Wind, 中信建投

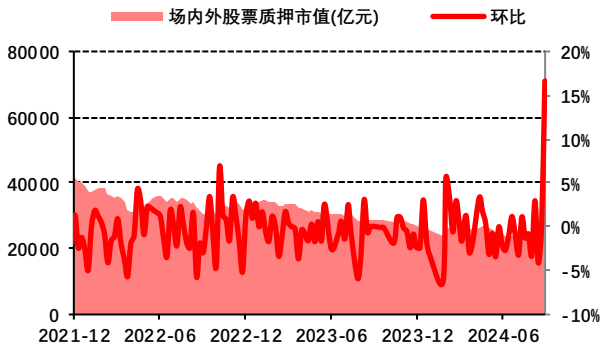
**图表10: 七天质押式回购加权利率**


资料来源: Wind, 中信建投

**图表11: 沪深300 指数和中证综合债(净价)指数**


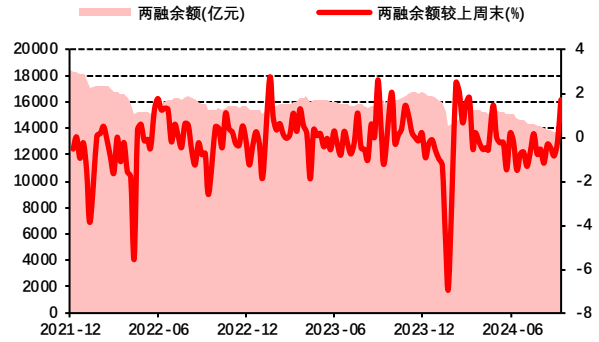
资料来源: Wind, 中信建投

图表12: 券商股票质押交易参考市值



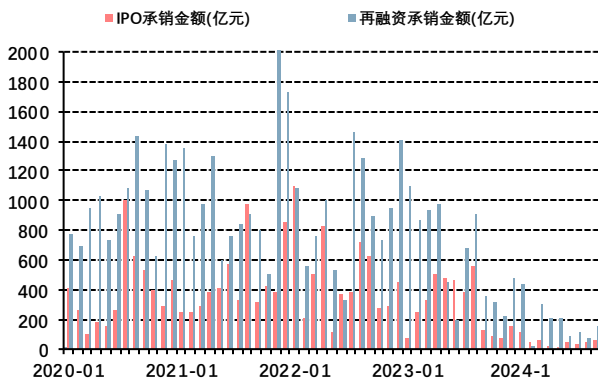
资料来源: Wind, 中信建投

图表13: 股票两融余额及周度环比



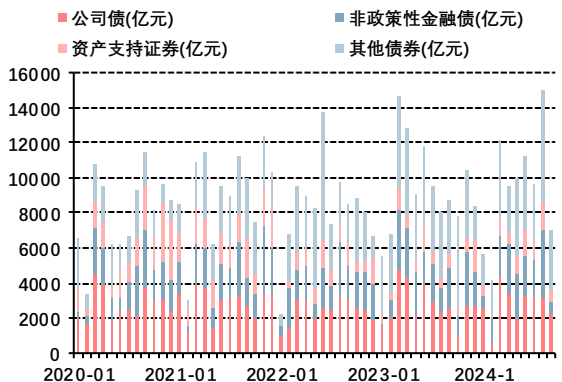
资料来源: Wind, 中信建投

图表14: IPO及增发承销金额



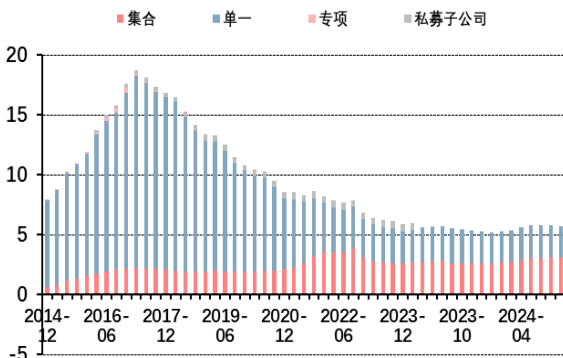
资料来源: Wind, 中信建投

图表15: 债券承销金额



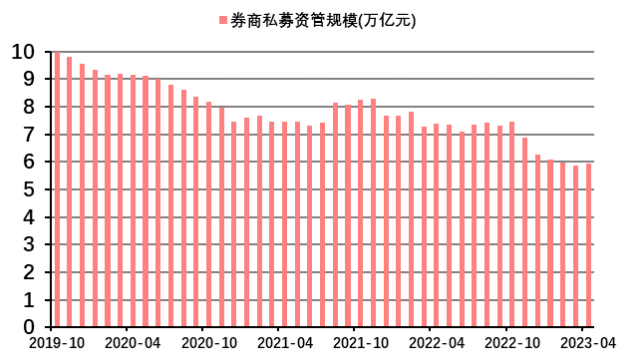
资料来源: Wind, 中信建投

图表16: 券商资管规模构成(万亿元, 季度)



资料来源: 证券基金业协会, 中信建投

图表17: 券商资管规模构成(月度)



资料来源: 证券基金业协会, 中信建投

注: 数据不含大集合、私募子公司

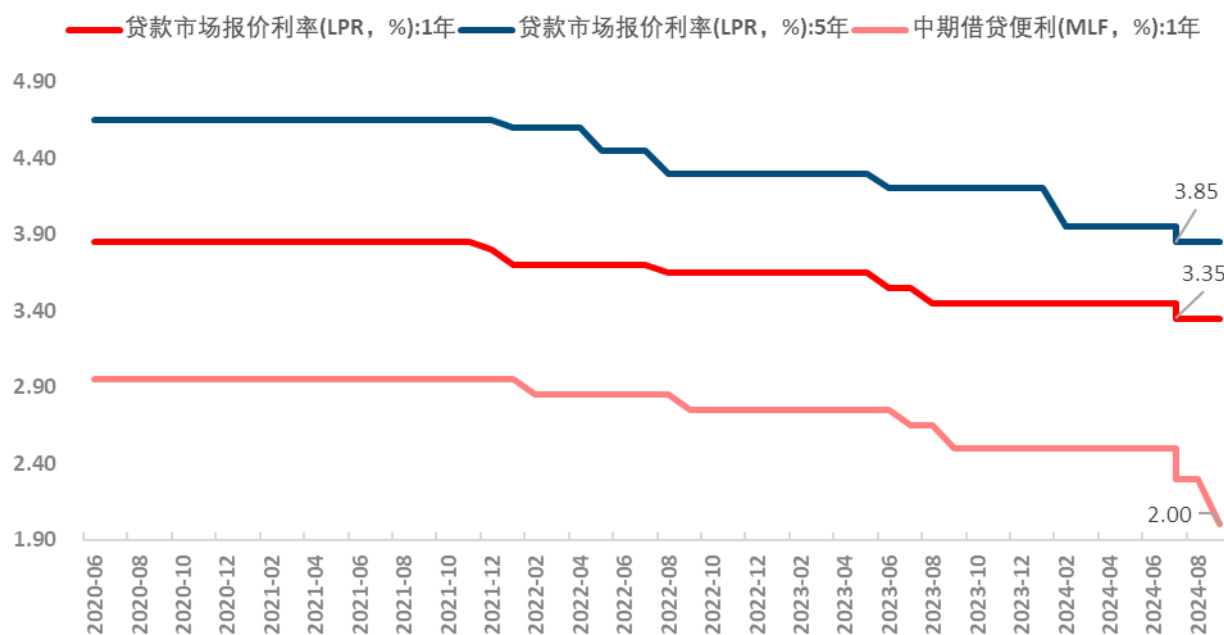
## 8.2 保险

**图表18: 2024年9月23日至9月27日保险板块周涨跌幅**

股票简称	A股代码	周收盘价	周涨跌幅%	换手率%	周相对沪深300涨跌幅%	周相对非银板块涨跌幅%	对应H股代码	H股周收盘价(RMB)	A/H溢价(%)
中国平安	601318.SH	51.90	17.55	6.40	1.85	-4.95	2318.HK	43.79	18.51
中国人寿	601628.SH	40.00	14.32	5.56	-1.38	-8.18	2628.HK	13.25	201.97
新华保险	601336.SH	42.20	28.70	23.88	13.00	6.20	1336.HK	19.42	117.31
中国太保	601601.SH	35.77	18.13	8.66	2.43	-4.37	2601.HK	24.20	47.84
中国人保	601319.SH	6.76	11.74	15.20	-3.97	-10.77	1339.HK	3.26	107.23

资料来源: Wind, 中信建投

## 8.3 金融科技

**图表19: 截至2024年9月30日, 中期借贷便利和贷款市场报价利率(%)**


资料来源: Wind, 中信建投

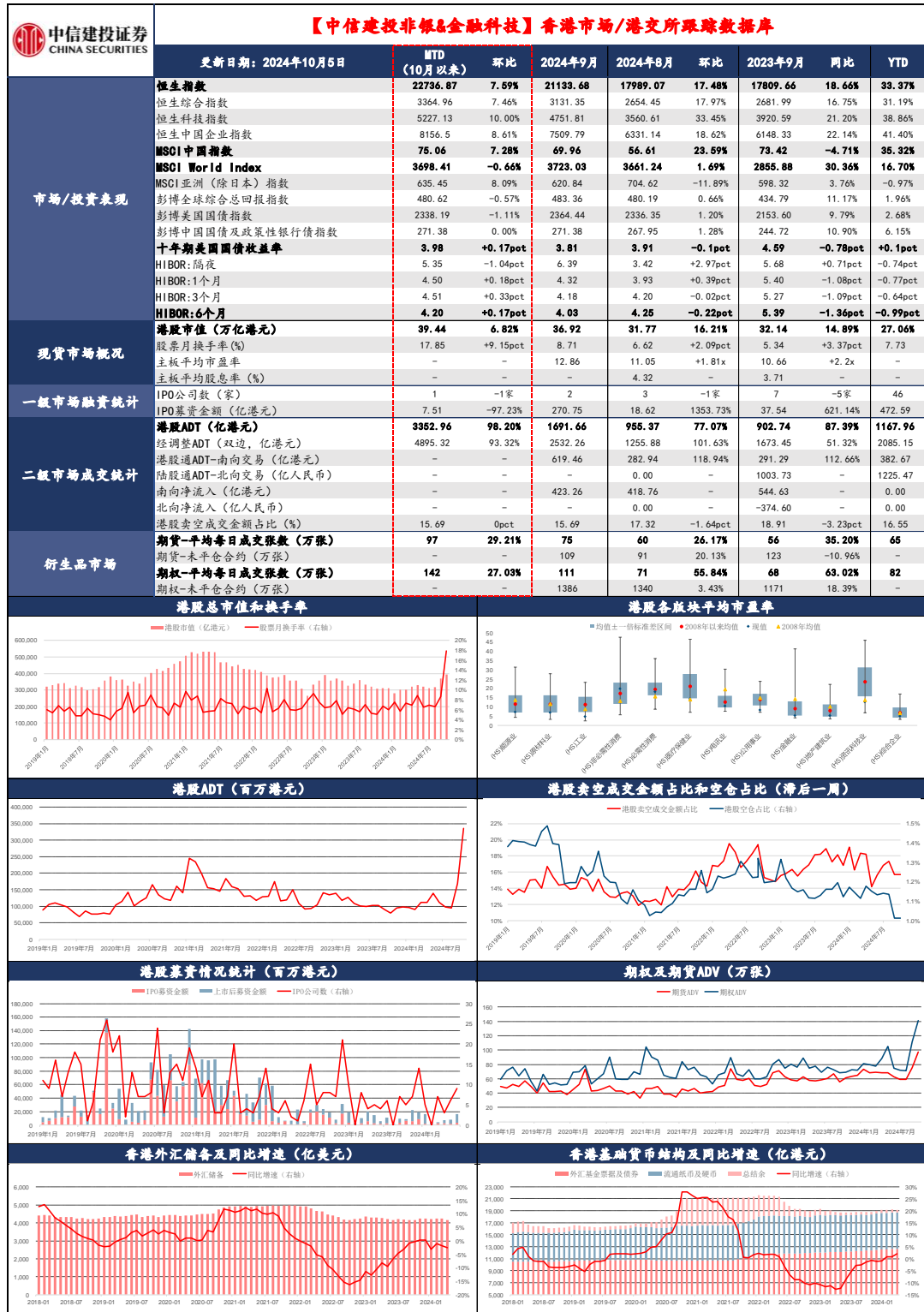
**图表20: 截至2024年9月30日, ABS项目存量情况**

基础资产类型	项目数量(只)	项目数量比重(%)	发行总额(亿元)	总额比重(%)	当前余额(亿元)	余额比重(%)
微小企业贷款	108	2.86	880.92	2.15	652.28	2.03
银行/互联网消费贷款	378	10.01	2,869.45	7.01	2,774.42	8.63
个人汽车贷款	72	1.91	2,759.75	6.75	1,506.10	4.68
信用卡分期贷款	1	0.03	9.96	0.02	9.56	0.03

资料来源: Wind, 中信建投

### 8.4 香港市场及港交所

图表21: 香港市场/港交所周度跟踪



资料来源: Wind、Bloomberg、香港交易所, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/675140310210011333>