

冬至阳生春又来，蓬勃启程万物生

2024年非银金融投资策略

证券分析师：罗惠洲 SAC NO:S1120520070004

华西证券非银团队 2024年2月28日



目录

- 01 资本市场的资金与权益供需
- 02 市场走势和非银行情复盘
- 03 券商、保险、多元金融基本面前瞻
- 04 资本市场相关政策梳理
- 05 投资主线：金融强国
- 06 风险提示

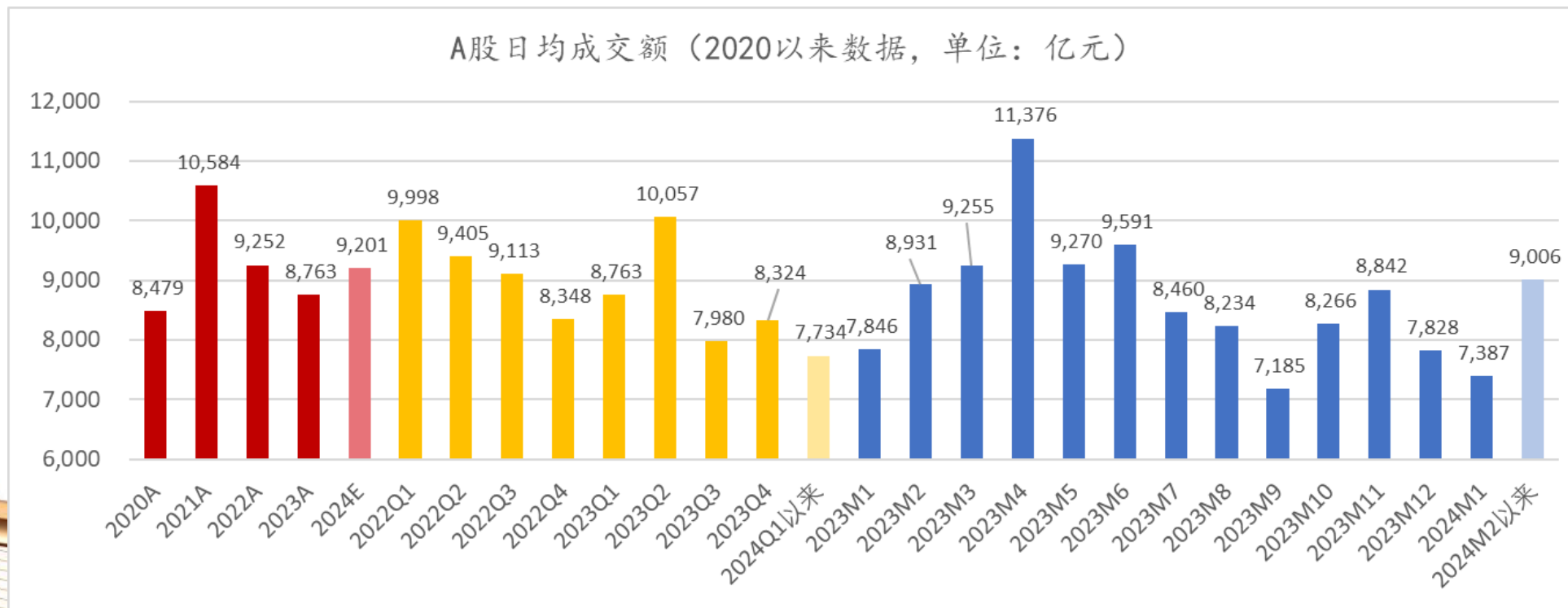


01 资本市场的资金与权益供需

- ✓ 二级市场的资金供应：存量、基金新发、北向、杠杆投资者；
- ✓ 权益供应：IPO/退市、再融资、产业资本减持/增持/回购、债券融资

1.1. 市场资金：成交活跃度

- ✓ 2023年，内地股市成交额日均8763亿元，全年累计成交额较2021/2022年下降18%/5%。单季度日均分别为8763/10057/7980/8324亿元。2023年第三季度，A股成交额跌至7984亿元/日，较2021/2022同期下降38和13%，是2020年中期以来交易最清淡的一个季度。
- ✓ 2024年，A股成交额经历了1月份的低迷（日均7387亿元）之后，2月春节之前6个交易日达到9006亿元/日水平。

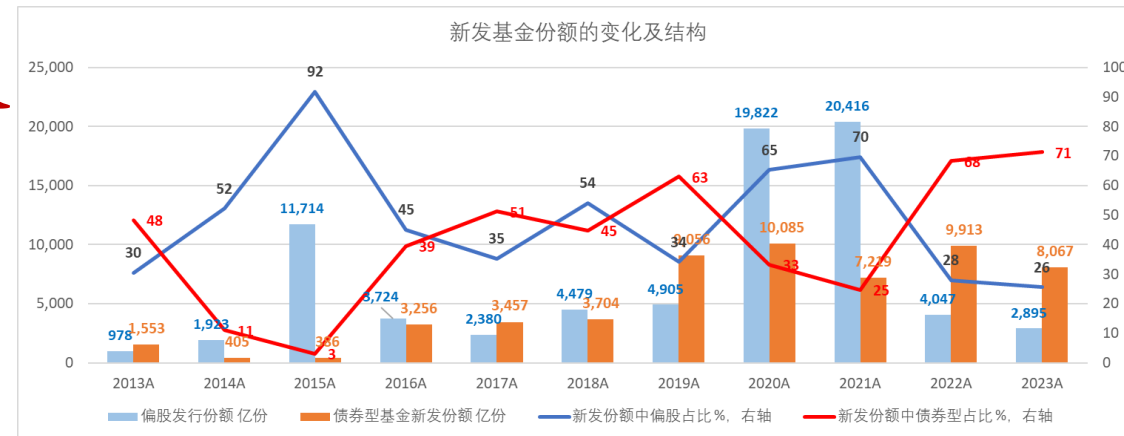


1.1. 市场资金：基金产品的保有与新发

✓ 2023年，偏股基金新发份额超过20亿份（含）的产品有22只，其中被动指数型产品有13只，名称包含“央企”或“国企”的产品有10只，科创板100ETF有华夏、博时两家新发份额超过25亿份。

2023年发行份额不少于20亿份的偏股基金					
序号	代码	名称	发行份额(亿份)	认购起始日期	投资类型
1	019592.OF	嘉实中证国新央企现代能源联接A	55.58	2023-12-01	被动指数型基金
2	017303.OF	华安景气领航A	54.53	2023-04-10	偏股混合型基金
3	588800.SH	华夏上证科创板100ETF	38.95	2023-10-30	被动指数型基金
4	017987.OF	易方达国企主题A	30.87	2023-04-17	偏股混合型基金
5	018309.OF	招商社会责任A	29.98	2023-04-24	偏股混合型基金
6	016978.OF	博时均衡优选A	29.95	2023-02-13	偏股混合型基金
7	588030.SH	博时上证科创板100ETF	26.61	2023-08-28	被动指数型基金
8	159150.SZ	易方达深证50ETF	26.01	2023-11-20	被动指数型基金
9	018297.OF	南方浩稳优选9个月持有A	25.27	2023-04-10	混合型FOF基金
10	159350.SZ	富国深证50ETF	24.05	2023-11-20	被动指数型基金
11	018618.OF	中信保诚远见成长A	23.78	2023-06-01	偏股混合型基金
12	017415.OF	中泰元和价值精选A	22.18	2023-01-16	偏股混合型基金
13	018329.OF	泉果思源三年持有A	21.33	2023-05-18	偏股混合型基金
14	017878.OF	华安匠心甄选A	20.83	2023-02-21	偏股混合型基金
15	561260.SH	工银中证国新央企现代能源ETF	20.00	2023-07-17	被动指数型基金
16	560070.SH	汇添富中证国新央企股东回报ETF	20.00	2023-05-15	被动指数型基金
17	560700.SH	广发中证国新央企股东回报ETF	20.00	2023-05-15	被动指数型基金
18	560170.SH	南方中证国新央企科技引领ETF	20.00	2023-06-12	被动指数型基金
19	561960.SH	招商中证国新央企股东回报ETF	20.00	2023-05-15	被动指数型基金
20	562850.SH	嘉实中证国新央企现代能源ETF	20.00	2023-07-17	被动指数型基金
21	561790.SH	博时中证国新央企现代能源ETF	20.00	2023-07-17	被动指数型基金
22	561580.SH	华泰柏瑞中证中央企业红利ETF	20.00	2023-05-04	被动指数型基金

资料来源：Wind按基金公告统计，华西证券研究所

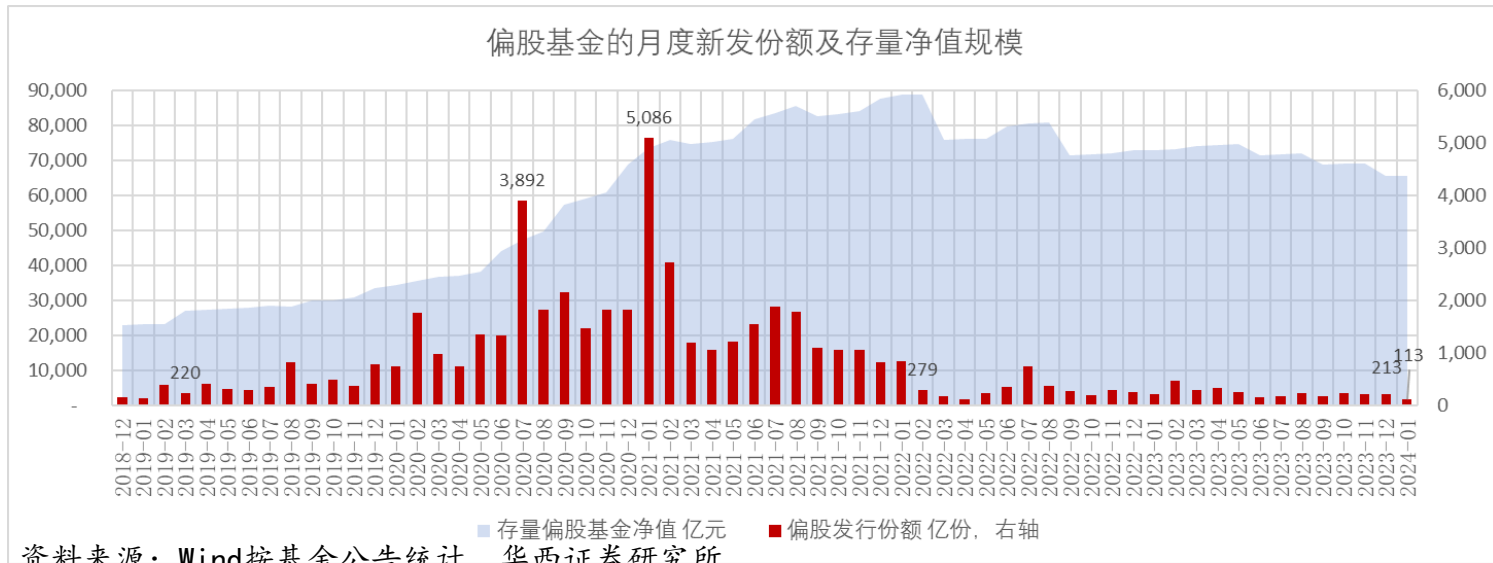


资料来源：Wind按基金公告统计，华西证券研究所

- ✓ 新发基金：2023年新成立基金1234只，发行份额11318亿份，较2022年分别-11%/-22%。2023年，偏股基金新发2895亿份，yoy-28%，新发份额低于2018年水平（2018年新发4479亿份）。2023年新发债券型基金8067亿份，yoy-19%。
- ✓ 新发基金结构：偏股型遇冷、固收类火热。新发基金中偏股基金份额占比从2020/2021年的65%/70%高位逐步下台阶至2022/2023年的28%/26%，相应地，债券型基金发行份额占新发基金的比例从2020/2021年的33%/25%增加至68%/71%。

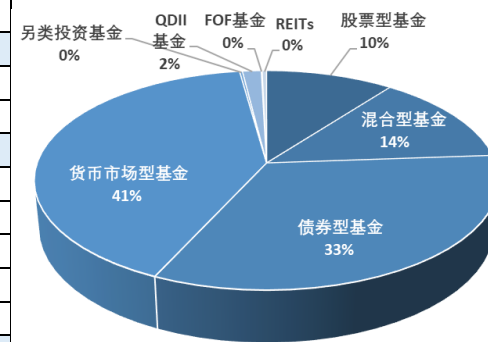
1.1. 市场资金：基金产品的保有与新发

- ✓ 月度新发与保有：自2019年2月偏股新发超过200亿份，随后37个月新发基金均保持较高水平，直至2022年3月新发份额跌破200亿份，期间累计发行46118亿份。2024年1月，偏股基金发行份额113亿份，是2019年以来月度最低值。
- ✓ 截至2023年底，公募偏股基金（包含股票型基金和混合型基金，剔除FOF所持基金市值，未剔除ETF联接基金市值）6823只，61065亿份，净值65587亿元，分别较2022年底+8.11%/+3.39%/-9.91%。截至2024年1月底，偏股基金资产净值约65663亿元，yoy-10.03%，较2022年2月峰值88861亿元减少26.11%。
- ✓ 从存量基金的资产净值结构，截至2024年1月，偏股基金占比23.86%，债券型基金占比32.98%，非货币基金合计占比59.02%；此前偏股基金净值占比最高为2021年2月的36.21%。



资料来源：Wind按基金公告统计，华西证券研究所

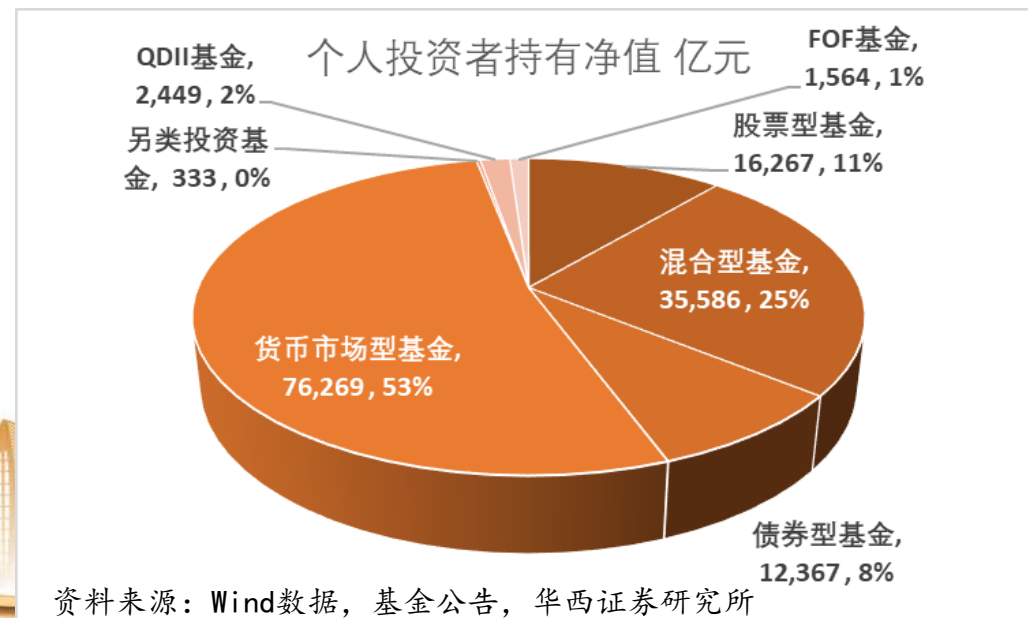
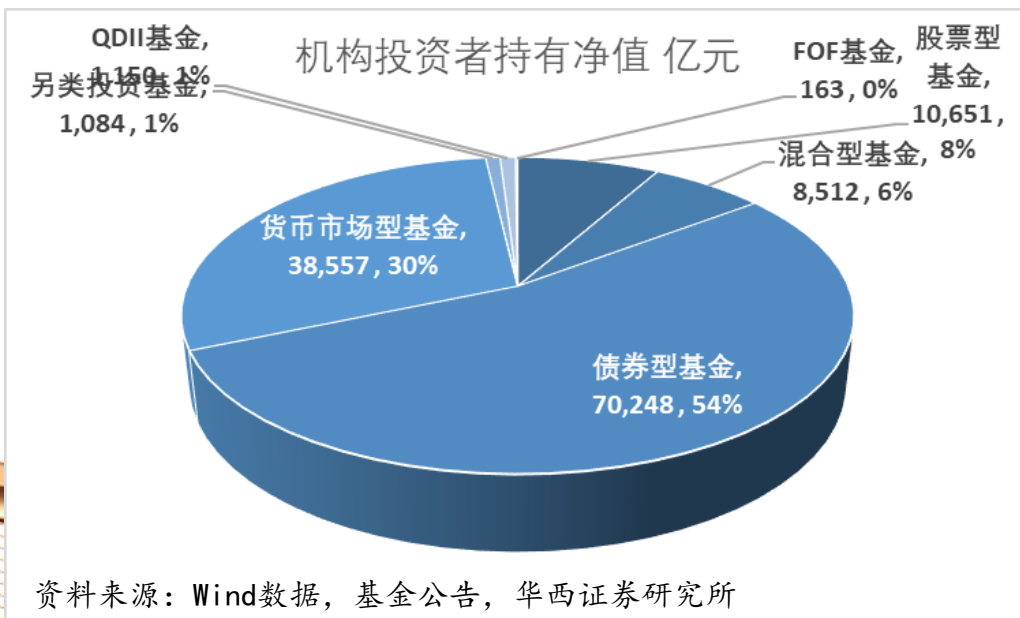
产品分类	2024年1月		2021年2月	
	资产净值 亿元	资产净值占比 %	资产净值 亿元	资产净值占比 %
偏股基金	65,663	23.86	75,955	36.21
股票型基金	28,452	10.34	21,497	10.25
混合型基金	37,211	13.52	54,458	25.96
债券型基金	90,781	32.98	50,627	24.13
货币市场型基金	112,780	40.98	80,517	38.38
另类投资基金	632	0.23	1,034	0.49
QDII基金	4,190	1.52	1,353	0.64
FOF基金	180	0.07	298	0.14
REITs	998	0.36		
合计	275,224	100.00	209,783	100.00
非货币基金合计	162,444	59.02	129,266	61.62



资料来源：Wind，华西证券研究所

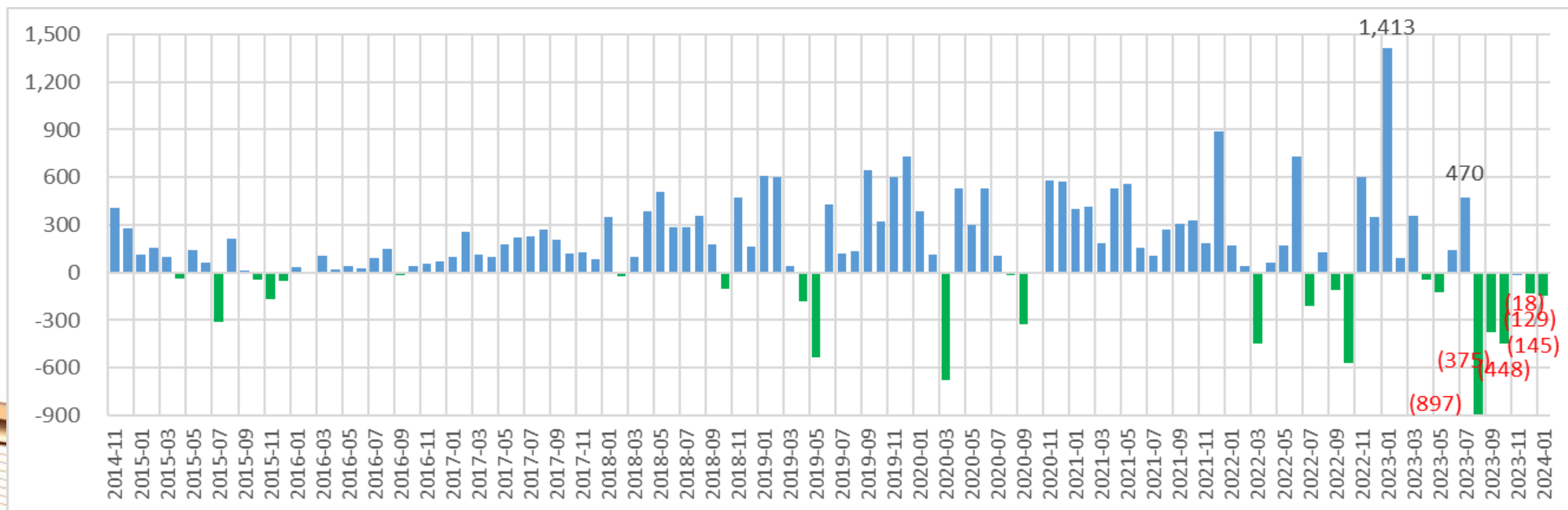
1.1. 市场资金：存量基金的持有人结构及不同投资者的净值分布

- ✓ 不同类型基金产品的持有人结构：根据Wind按基金公告（2023年中报）统计，机构投资者在股票型/混合型/债券型/货币市场型/另类投资/QDII/FOF基金产品的持有净值占比分别为40%/19%/85%/34%/77%/32%/9%。
- ✓ 不同投资者的持有净值分布：截至2023年中报，
 - 机构投资者持有的130,388亿元基金净值中，偏股/债券型/货币市场型基金占15%/54%/30%；
 - 个人投资者持有的144,843亿元基金净值中，偏股/债券型/货币市场型基金占36%/8%/53%。



1.1. 市场资金：北向资金

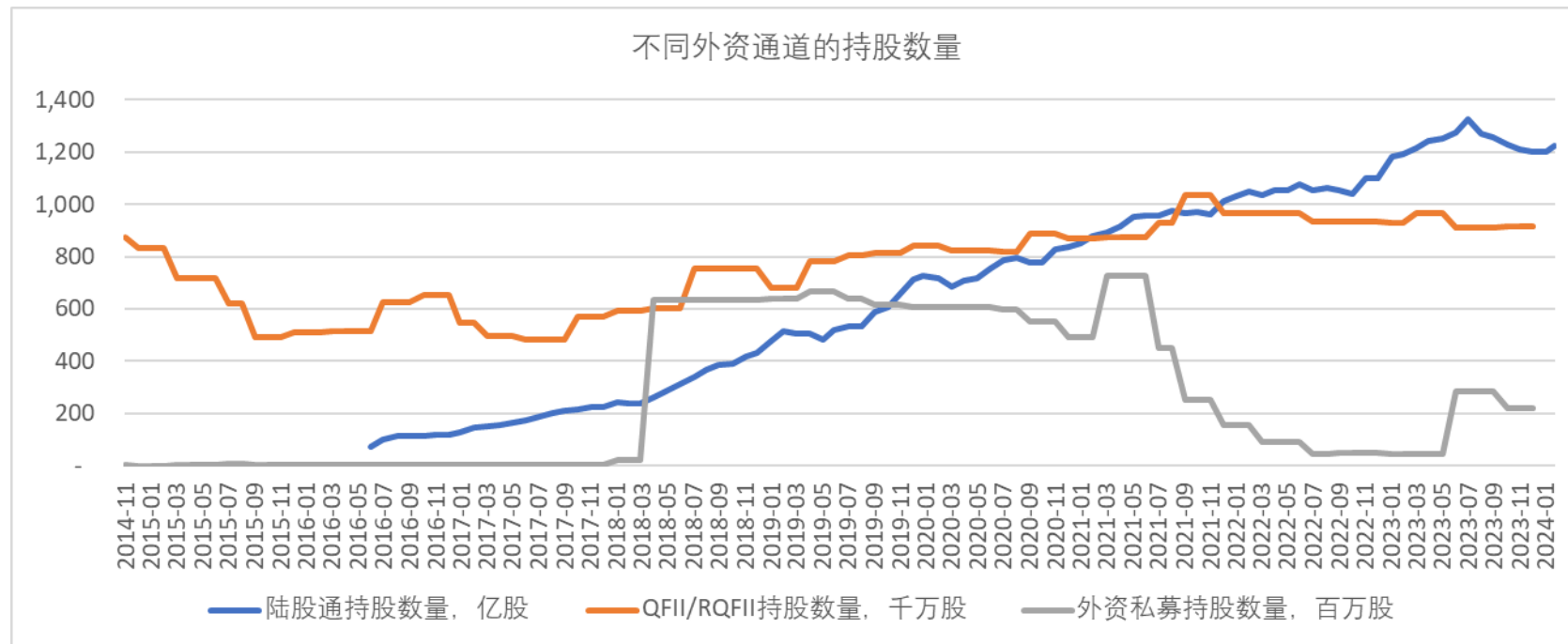
- ✓ 2023年8月至2024年1月，北向资金连续净流出六个月（累计净流出2011亿元），为2014年港股通开通以来的北上资金最长月度连续净流出。这一趋势在春节之前得到缓解，2024年2月前6个交易日，北向资金净流入212亿元。
- ✓ 2023年第四季度北向资金合计净流出595亿元，较2023年第三季度的801亿元有所收窄。2023年北向资金累计净流入437亿元，较2022年减少51%。相应地，2019/2020/2021/2022年北向净流入分别为3,517/2,089/4,322/900亿元。



资料来源：Wind数据，华西证券研究所，*2014年11月至2016年11月北向资金仅包含沪港通

1.1. 市场资金：北向资金

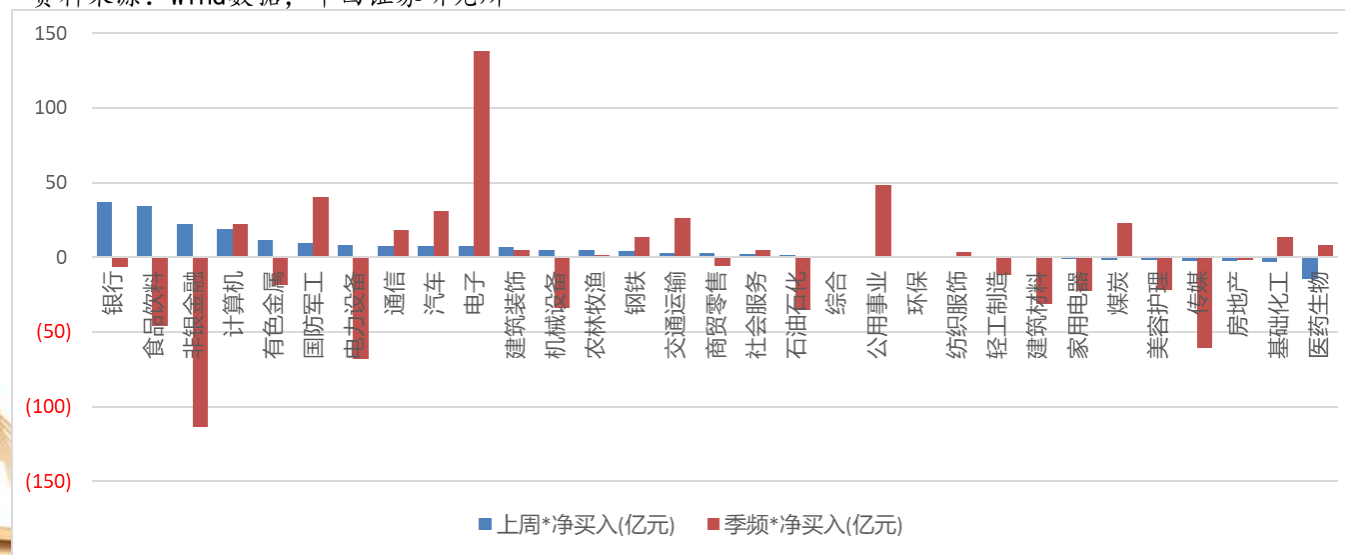
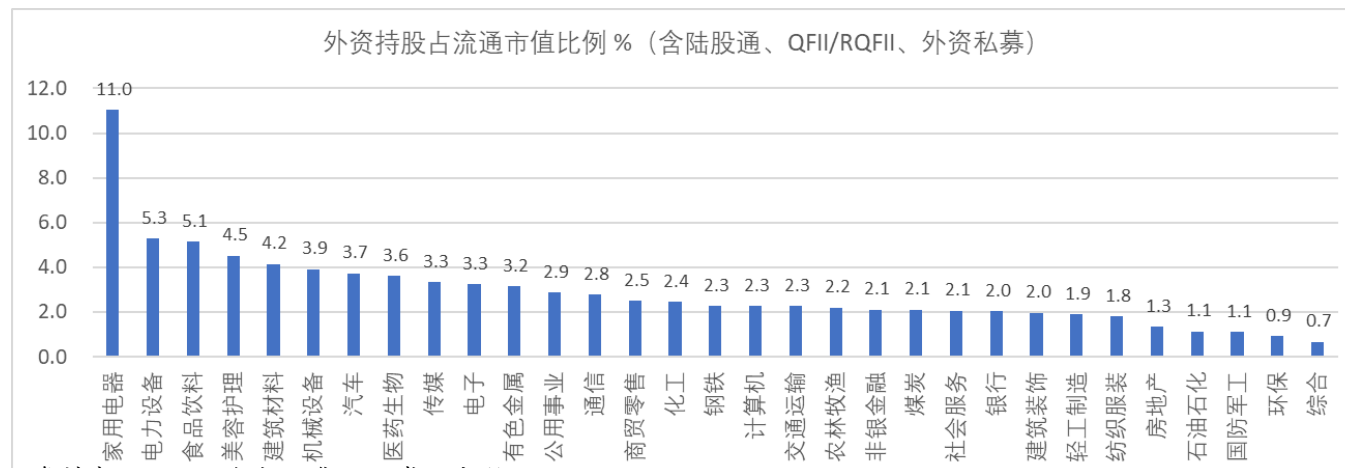
- ✓ 截至2023年底，外资持有A股中，陆股通/QFII-RQFII/外资私募（后两者的数据按季度披露）占比分别为92.78%/7.05%/0.17%。
- ✓ 陆股通的持股数量在2023年7月达到开通以来的峰值1324亿股，对应市值25017亿元，占A股流通市值3.41%。
- ✓ 2024年1月，陆股通持A股1200亿股，持股市值18257亿元，较2023年7月下降9%/27%。



资料来源：Wind数据，华西证券研究所，*QFII/RQFII和外资私募的数据为该时间点之前最新季报披露数据

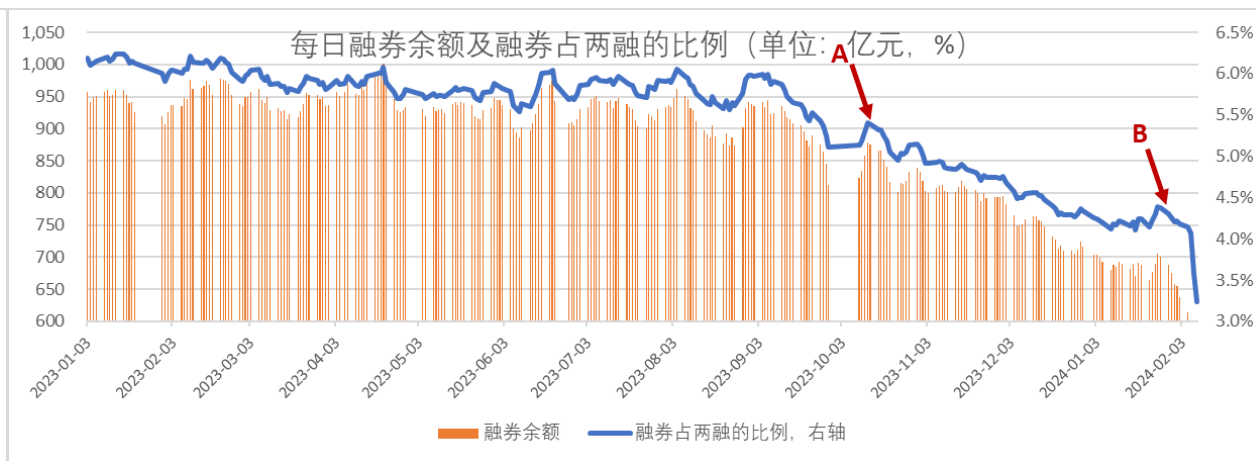
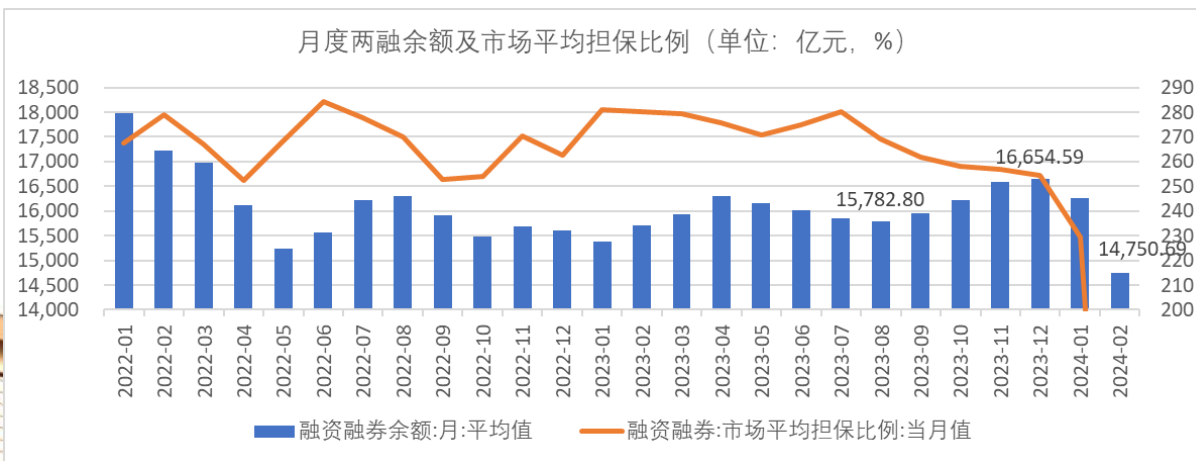
1.1. 市场资金：北向资金

- ✓ 外资各通道分布：截至2023年底，陆股通/QFII-RQFII/外资私募持有A股在外资占比分别为92.78%/7.05%/0.17%。
- ✓ 陆股通持股数量变化：在2023年7月达到开通以来的峰值1324亿股，对应市值25017亿元，占A股流通市值3.41%。2024年1月，陆股通持A股1200亿股，持股市值18257亿元，较2023年7月下降9%/27%。
- ✓ 陆股通资金的流入流出在春节前一周和过去一个季度呈现出较大不同：过去一个季度陆股通净买入较多的行业有电子/公用事业/国防军工，净卖出较多的行业有非银金融/电力设备/传媒。而2024年2月第一周，陆股通净买入银行/食品饮料/非银，净卖出医药生物/基础化工/房地产。
- ✓ 截至2024年2月8日，A股各行业的流通市值中，外资持股占比较高的有家电/电力设备/食品饮料/美容护理/建材。



1.1. 市场资金：杠杆资金-融资融券

- 两融规模变化：2023年，两融余额均值约为16,058亿元，融资余额均值15,503亿元，市场平均担保比例269.94%。2023年，两融余额变化呈现1-4月逐月增加，随后逐月减少至8月，9-12月增加的情况。2023年8月27日，经中国证监会批准，上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此调整自2023年9月8日收市后实施。
- 融资保证金比例调降和其他活跃资本市场政策，伴随着两融/融资余额从8月25日的低点15,569/14,695亿元攀升至12月13日16,756/15,999亿元，增加分别1188/1304亿元，增幅分别为7.64%/8.88%。按照融资规模的每日增减与当天上证指数收盘价相乘，自2023-8-25至2023-12-13期间，融资规模增加的部分，加权成本对应上证指数3087.79点。截至2024年2月8日，两融/融资余额较2023-12-13减少2545/2247亿元，减幅15%/14%。
- 融券业务：证监会先后在2023年10月14日和2024年1月28日调整优化融券相关制度和加强融券监管。在2023年10月，证监会将融券保证金比例由不低于50%上调至80%（对私募上调至100%），取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借，适度限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例，举措效果为“战略投资者出借余额降幅近四成”。在2024年1月，证监会全面暂停限售股出借，并将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用。
- 相应地，融券规模自2023-10-13的876亿元稳步下降至2023年底的716亿元，以及2024-2-8的459亿元，降幅分别为18%和48%。2023年日均融券余额898亿元，占两融5.59%；同比2022年减少6.63%。2023年7月，融券余额932亿元，为年内较高水平（2023年2月融券余额956亿元），随后逐月减少。



资料来源: Wind数据, 华西证券研究所

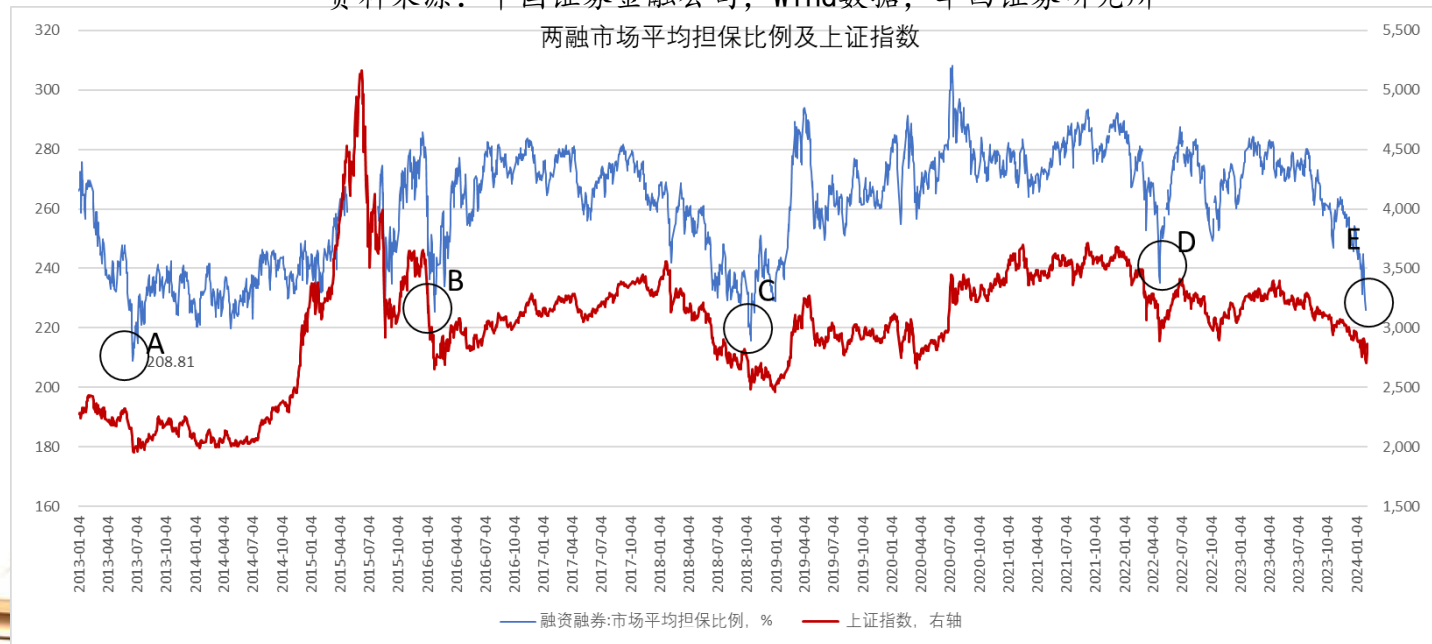
资料来源: Wind数据, 华西证券研究所, 图中A、B两点分别为2023-10-14和2024-1-28融券加强监管的日期

1.1. 市场资金：杠杆资金-融资融券

- ✓ 尽管融资融券的相关指标不能作为市场走势的前置判断，但由于杠杆资金对于市场变化的敏锐性（对上涨/下跌承受的净值变化幅度大），我们可以将两融相关数据作为同期指标观察。
- ✓ A点为2013年6月，市场平均担保比例极值为2013-6-24的208.81%，上证指数低点为3个交易日之后2013-6-27的1950.01点；
- ✓ B点为2016年1月28日，市场平均担保比例为225.50%，当日上证指数收盘2655.66点即前后3个月的低点；
- ✓ C点为2018年10月18日的极值215.60%，当天上证指数收盘2486.42点即2018年10月的月内极值，随后在2019-1-3（53个交易日后）上证指数触底2464.36点；
- ✓ D点为2022-4-26担保比例极值235.10%，当日上证指数收于2886.43点，即为2022年年内最低点，并于2022-10-31（124个交易日之后）以2893.48点构成“双底”形态；
- ✓ E点即2024-2-1，市场平均担保比例229.30%，当天上证指数收于2770.74点，2024-2-5（2个交易日之后）上证指数2702.19点。

序号	日期	市场平均担保比例	上证指数点位	此后行情变化
A	2013/6/24	208.81%	1963.24	3个交易日之后，上证指数见1950.01低点
B	2016/1/28	225.50%	2655.66	当日即上证指数前后3个月低点
C	2018/10/18	215.60%	2486.42	当日即上证指数2018年10月的月内极低值，随后在2019-1-3（53个交易日后）上证指数触底2464.36点
D	2022/4/26	235.10%	2886.43	当日即上证指数2022年年内最低点，并于2022-10-31（124个交易日之后）以2893.48点构成“双底”形态
E	2024/2/1	229.30%	2770.74	2024-2-5上证指数2702.19点

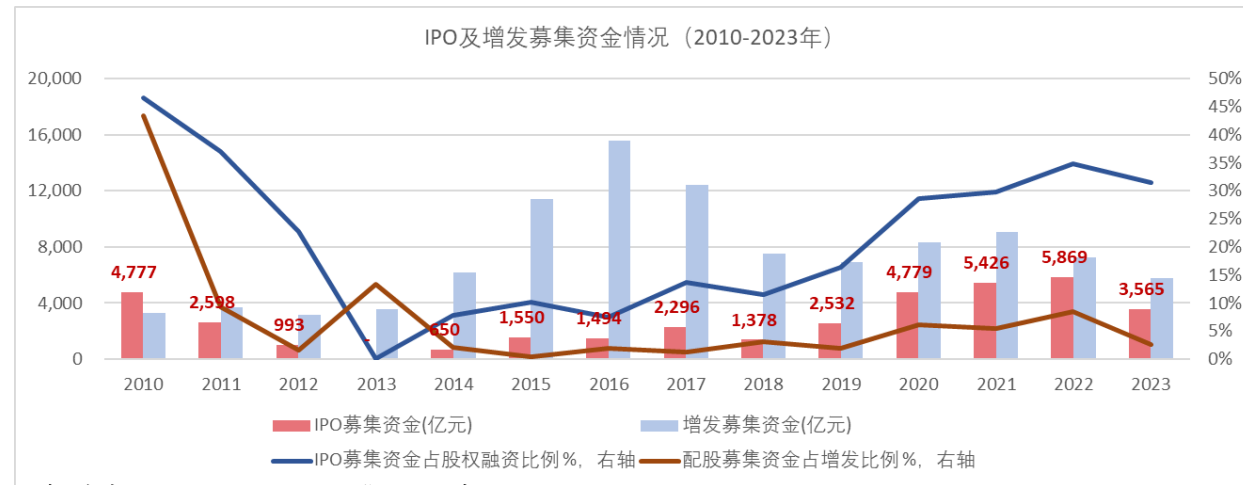
资料来源：中国证券金融公司，Wind数据，华西证券研究所



资料来源：中国证券金融公司，Wind数据，华西证券研究所

1.2. 权益供应：IPO与退市

- ✓ 科创板于2018-11-5宣布，于2019-7-22开市，拉开了我国企业上市注册制试点的帷幕。在2018/2019/2020年，IPO家数105/203/432家，每年几乎翻倍的增长速度。随后，2021/2022/2023年，每年IPO家数在300家以上，募集中金额3500亿以上。
- ✓ 不同资本市场的股权融资做横向比较：2019-2023年，A股IPO家数累计1900家，超过美股/英股/港股IPO家数的加总（112/337/566家，合计1015家）；A股IPO募集资金累计22,172亿元，同期美股/英国股票/港股IPO募集中金额分别为24,508/2306/11061亿元人民币。2022年、2023年，A股IPO家数和IPO募集中金额均超过上述3个海外资本市场的总和。



资料来源：Wind数据，华西证券研究所

A股及其他重要境外资本市场的IPO家数与募集中金额													
年份	A股股权募集家数(家)	A股股权募集中金额(亿元)	A股IPO家数(家)	A股IPO募集中金额(亿元)	IPO募集中金额占股权融资比例%, 右轴	美股股权募集家数(家)	美股股权募集中金额(亿元)	美股IPO家数(家)	美股IPO募集中金额(亿元)	英国股票IPO家数(家)	英国股票IPO募集中金额(亿元)	港股IPO家数(家)	港股IPO募集中金额(亿元)
2010A	511	10,249	331	4,777	47%	81	613	8	1,254	74	187	102	3,954
2011A	473	7,011	271	2,598	37%	66	577	5	1,088	54	628	87	2,387
2012A	304	4,354	146	993	23%	82	771	5	1,398	45	92	63	829
2013A	286	4,580	2	-	0%	125	1,081	11	2,062	88	153	103	1,538
2014A	603	8,370	120	650	8%	134	1,615	11	2,660	123	466	112	1,885
2015A	1,007	15,247	217	1,550	10%	85	1,478	9	2,155	107	269	124	2,422
2016A	1,080	19,835	226	1,494	8%	66	1,002	4	1,507	89	369	120	1,798
2017A	1,085	16,877	437	2,296	14%	105	1,312	16	2,184	120	96	161	1,183
2018A	504	12,055	105	1,378	11%	97	1,853	7	2,602	111	395	208	2,651
2019A	638	15,414	203	2,532	16%	78	1,838	5	2,436	58	694	164	2,916
2020A	1,065	16,742	432	4,779	29%	226	3,229	23	5,024	56	660	146	3,683
2021A	1,211	18,177	524	5,426	30%	412	8,801	42	12,074	143	733	97	3,073
2022A	983	16,882	428	5,869	35%	58	2,530	31	3,172	54	96	89	963
2023A	818	11,344	313	3,565	31%	47	1,384	11	1,802	26	122	70	426
2019-2023年			1,900	22,172				112	24,508	337	2,306	566	11,061

资料来源：Wind数据，华西证券研究所

*汇率按照2024-2-19收盘价计算，即美元汇率7.2082，英镑汇率9.0631，港币0.9204。

1.2. 权益供应：IPO与退市

机构简称	A股IPO		机构名称	港股IPO		机构名称	美股IPO	
	募集资金(亿元)	首发承销家数		募集资金(亿元)	首发承销家数(家)		募集资金(亿元)	首发承销家数(家)
中信证券	500.33	34	中国国际金融香港证券有限公司	62.74	24	摩根大通证券有限公司	265.90	14
海通证券	466.15	22	高盛(亚洲)证券有限公司	34.27	4	Goldman Sachs & Co. LLC	249.84	11
中信建投证券	394.02	33	中信建投(国际)金融控股有限公司	28.95	8	花旗环球金融有限公司	108.30	12
中金公司	322.45	17	摩根士丹利亚洲有限公司	28.43	8	巴克莱资本有限公司	103.66	10
国泰君安	317.14	22	华泰金融控股(香港)有限公司	27.17	17	美银证券公司	99.81	12
民生证券	200.67	20	美林(亚太)有限公司	23.25	4	Jefferies LLC	71.10	10
华泰证券	173.55	20	中信证券国际有限公司	12.87	4	Mizuho Securities USA Inc	70.75	3
国信证券	98.81	13	国泰君安融资有限公司	9.46	3	PIPER SANDLER & CO.	50.33	11
中泰证券	92.30	11	花旗環球金融亞洲有限公司	9.31	6	德意志银行股份有限公司	43.76	3
申万宏源	82.18	14	J.P. Morgan Securities (Far East)	8.55	2	Cantor Fitzgerald & Co.	37.66	4
国金证券	71.34	12	招銀國際融資有限公司	6.49	33	UBS SECURITIES LIMITED	32.68	5
招商证券	70.51	6	中银国际亚洲有限公司	5.78	12	Cowen and Company, LLC	26.15	6
长江证券	70.24	8	星展亚洲融资有限公司	5.18	6	BTIG, LLC	24.09	5
东方证券	68.65	7	KKR Capital Markets Asia Limited	4.59	1	STIFEL, NICOLAUS & COMPANY, INC	23.80	10
兴业证券	58.60	7	海通国际资本有限公司	3.94	4	Morgan Stanley & Co. LLC	22.84	3

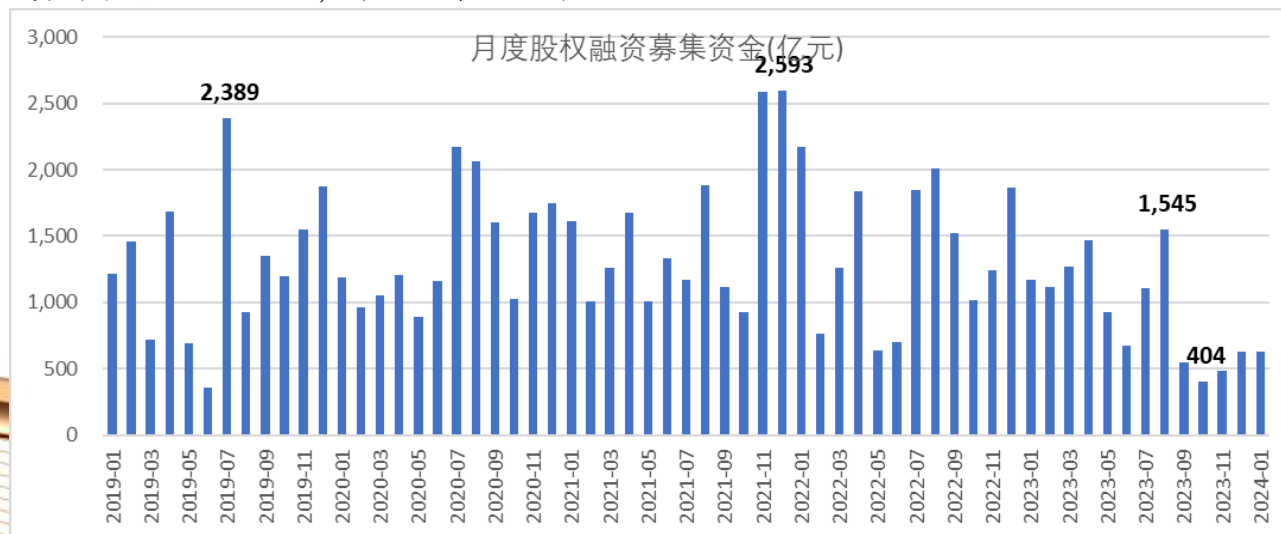
资料来源：Wind数据，华西证券研究所，*汇率按照2024-2-19收盘价计算，即美元汇率7.2082，港币0.9204。

- ✓ 2023年，A股IPO共发行314家，合计募集资金3590亿元，这314家企业的2022年归母净利润合计604亿元。2023年内发行的企业中，首发募集资金最多的有华虹公司/芯联集成/晶合集成/陕西能源/航材股份，分别募集212/111/100/72/71亿元，对应首发市盈率（摊薄）34.71倍/NA（因2022年归母净利润为-10.88亿元）/14.36倍/91倍/80倍。
- ✓ A股繁荣的一级市场推升了内资券商投行的国际排名。2023年，有5家内资券商投行在A股IPO承销资金超过300亿元，而高盛/摩根大通/花旗环球金融在美股和港股完成IPO募集284/274/118亿元人民币。在港股市场，完成IPO发行募集资金最多的十家投行中，具有内资背景的券商已占5席，合计市场份额超过40%。
- ✓ 如果仅考虑投行保荐家数和IPO项目募集资金规模，2023年部分内资券商已然跻身“国际一流”行列。

1.2. 权益供应：IPO与退市

各股票市场的退市情况				
年份	A股退市家数 (家)	美股退市家数 (家)	英股退市家数 (家)	港股退市家数 (家)
2015A	3	216	10	10
2016A	1	264	3	13
2017A	4	249	8	16
2018A	6	236	62	11
2019A	10	235	134	30
2020A	14	297	112	57
2021A	22	753	103	63
2022A	46	514	98	64
2023A	46	412	125	58
2019-2023年	138	2,211	572	272

资料来源：Wind数据，华西证券研究所



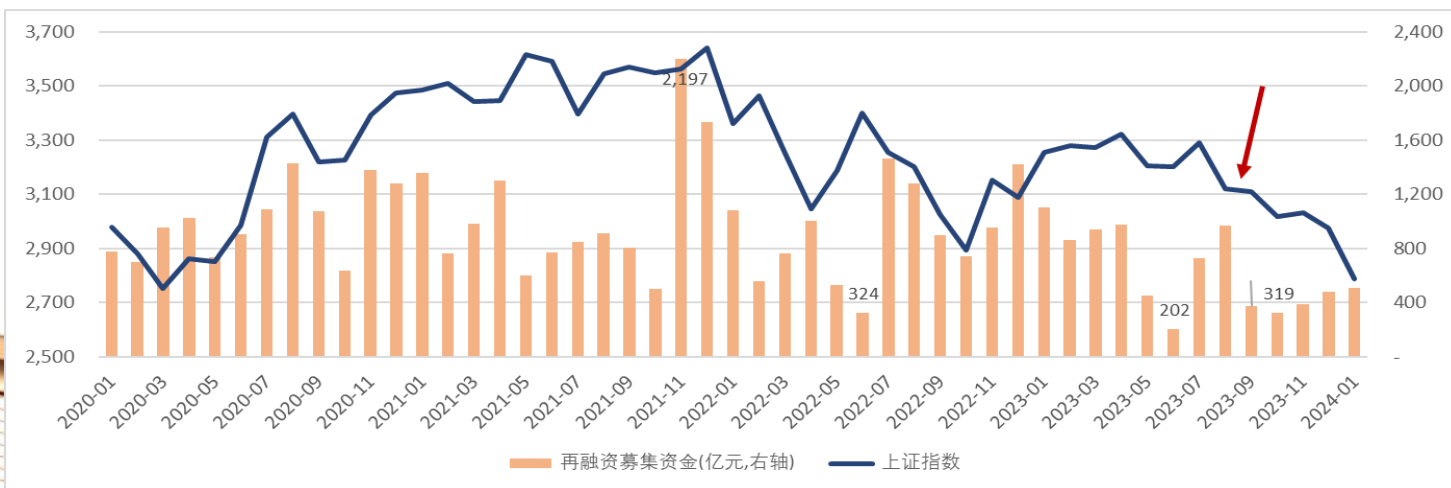
资料来源：Wind数据，华西证券研究所

- ✓ 跨市场比较退市情况：A股退市较另外3个市场更少，尽管2022、2023年已有46家/年的退市，但仍显著少于美股和英股的同期退市家数。
- 2023年A股退市公司中，经纬纺机为主动退市且为股东提供行权价高于停牌前价格的现金选择权。这体现出央企信用及对中小股东的保护，一定程度上解释了近期市场资金对国企央企的青睐。
- ✓ 股票市场旺盛的股权供应，叠加较为少量的退市释放资金，这意味着股票市场资金的大量需求。
- ✓ 自2023年9月至2024年1月，A股月度股权融资规模减少至500亿左右。2023年10月单月股权融资404亿元，创下2019年6月以来单月最低值。月度股权融资放缓，股票市场资金“休养生息”可期。

1.2. 权益供应：再融资与分红

- ✓ 2023年全年IPO/增发/配股/可转债/可交换债/合计再融资规模分别为3565/5790/150/1406/333/7779亿元，同比-39%/-20%/-76%/-49%/-23%/-29%。邮储银行/长江电力/中国东航/中国国航/中国电建增发募集金额较大，分别为450/161/150/150/134亿元。
- ✓ 2023年第四季度，IPO/增发/配股/可转债/可交换债/合计再融资规模分别为329/917/18/147/82/1183亿元，同比2022年第四季度-68%/-60%/-62%/-80%/+2%/-62%，环比2023年第三季度-71%/-32%/-84%/-72%/+101%/-43%。
- ✓ 2023年8月27日，证监会发布“证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排”，明确“阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡”，“对金融行业或其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机”，“对存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模”。
- ✓ 从分红的角度，2022年A股上市企业归母净利润合计53,496亿元，2022年度累计分红21,955亿元，股利支付率约41%。截至2024-2-20，已披露的2023年度累计分红2581亿元。

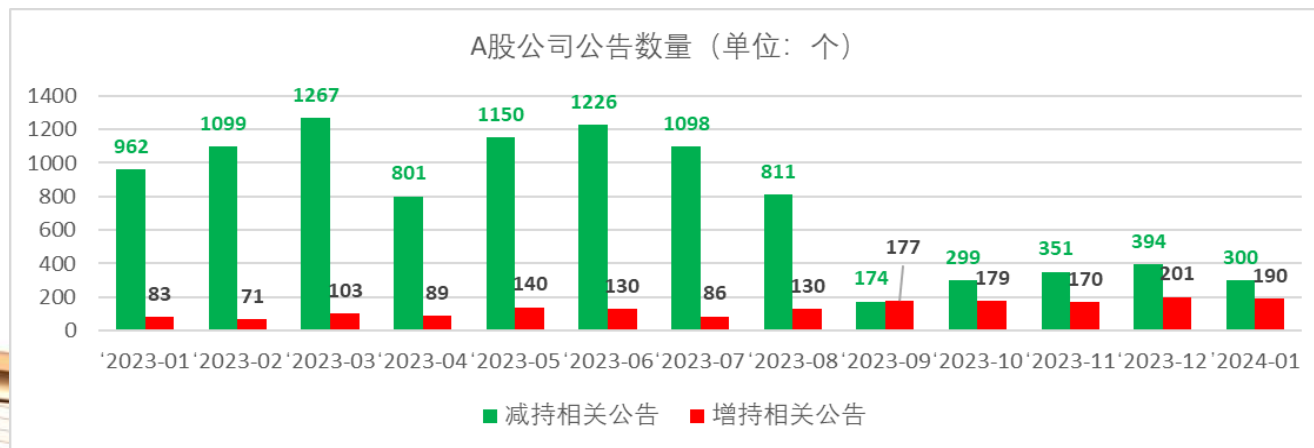
图表：月度再融资规模及上证指数（箭头处为2023-8-27证监会优化IPO、再融资监管安排的发布时间）



		A股股权融资情况			
日期		2024年初至今	2023A	2022A	2023年同比
集资金额合计	募集家数(家)	72	817	983	-17%
	募集资金(亿元)	700	11,343	16,882	-33%
IPO统计	首发家数(家)	19	312	428	-27%
	首发募集资金(亿元)	173	3,564	5,869	-39%
增发统计	增发家数(家)	38	330	355	-7%
	增发募集资金(亿元)	398	5,789	7,229	-20%
	定增家数(家)	38	330	355	-7%
	定增募资(亿元)	398	5,789	7,229	-20%
	公开增发家数(家)			-	
配股统计	配股家数(家)		4	9	-56%
	配股募集资金(亿元)		149	615	-76%
优先股统计	优先股家数(家)			-	
	优先股募集资金(亿元)			-	
可转债统计	可转债家数(家)	12	137	153	-10%
	可转债募集资金(亿元)	123	1,404	2,736	-49%
可交换债统计	可交换债家数(家)	3	29	38	-24%
	可交换债募集资金(亿元)	6	334	433	-23%
再融资统计	再融资家数(家)	53	504	555	-9%
	再融资募集资金(亿元)	527	7,778	11,013	-29%

1.2. 权益供应：产业资本减持、增持、回购

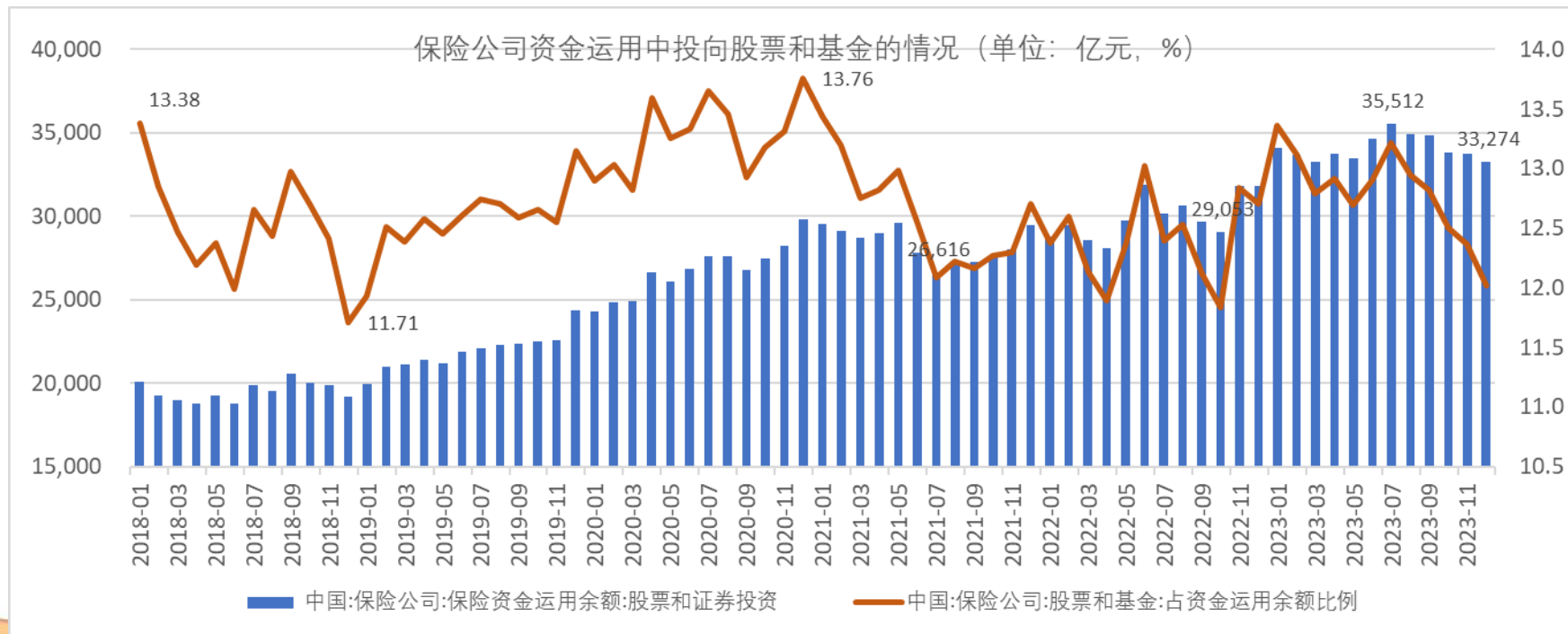
- ✓ 2023年三季度较2022年三季度，前十大股东持股比例减少超过1%的上市公司有2897家，前十大股东持股比例增加超过1%的上市公司有736家。
- ✓ 2023年，与减持相关的公告有9632个，与增持相关的公告有1559个。自2023年9月，与减持相关的公告数量锐减。2024年1月，与减持/增持相关的公告分别有300/190个。
- ✓ **观察前十大股东的持股比例变化，以及与减持/增持相关的公告数量，这两个维度较难给我们准确的量化感知，其中的局限性在于**1) 前十大股东不能等同于大股东/产业资本，其中也包含了“香港中央结算”、指数基金、社保账户等代表了其他类别投资者的数据。2) 部分股权较为分散的上市企业，其产业股东可能在十大股东之外。3) 与减持/增持相关的公告数量并不代表减持/增持事件的数量，也较难通过除以某个数值来测算事件数量。因为，与减持相关的公告包括因被司法拍卖而被动减持，预披露，减持计划期限届满，减持计划期限届满未减持公司股票的公告，减持后持股比例低于5%的提示性公告等。与增持行为相关的公告包括增持公告本身、增持计划时间过半的进展，增持计划实施结果、律师事务所关于大股东增持股份之法律意见书等。4) 与减持/增持相关的公告数量，未能体现上市公司减持/增持的数量及金额。
- ✓ 因此，我们仅以上述两个维度**定性**感知2023年以来的产业资本动向。



资料来源: Wind数据, 华西证券研究所, *剔除类似“承诺不减持”等否定语义公告

1.2. 保险资金：

- ✓ 保险资金是股票市场中难得的长期资金。截至2023年底，保险资金运用余额276,738亿元，其中投向股票和基金33,274亿元，占比12.02%。2023年月度均值为保险资金运用余额26.63万亿元，投向股票和基金3.4088万亿元，占比12.80%，较2022年同比增加10%，增加14%，提高0.40个百分点。



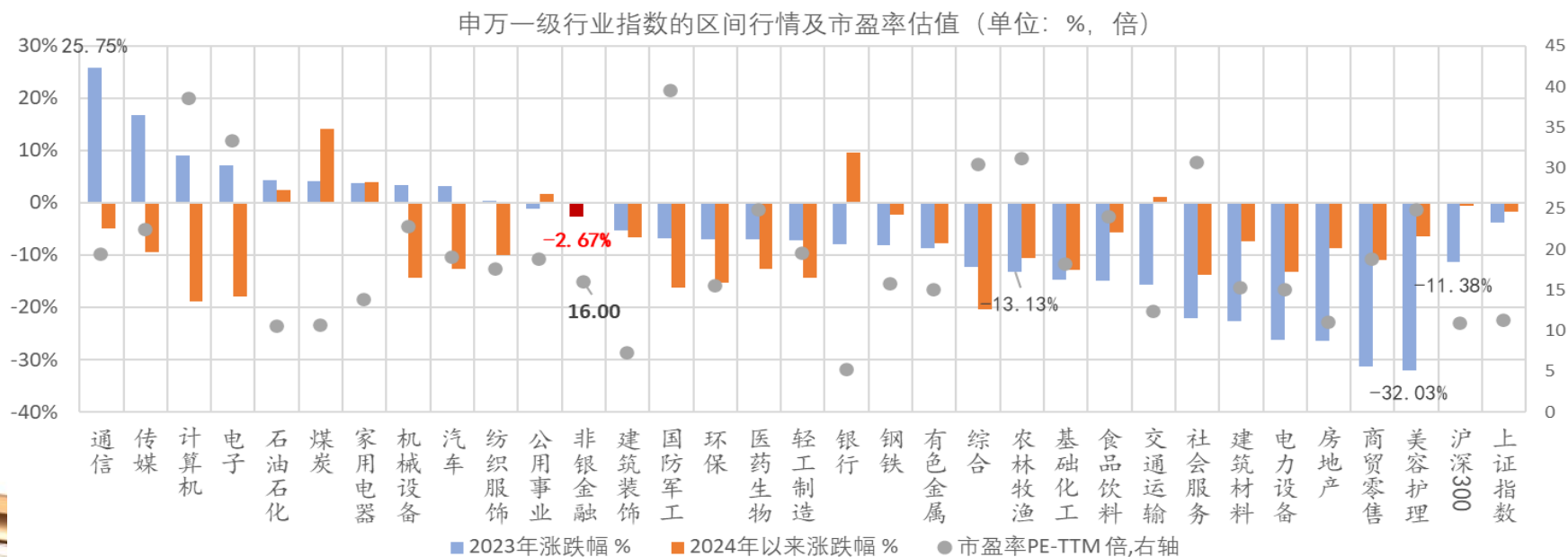
资料来源：国家金融监督管理局，Wind数据，华西证券研究所

02 市场走势和非银行情复盘

- ✓ 核心指数、一级行业、二级行业、领涨个股

2.1. 市场走势：核心指数

- ✓ 2023年，非银金融指数下跌2.67%，在31个一级行业指数中排名第12，同期沪深300/上证指数的涨跌幅为-11.38%/-3.70%，非银相对两个指数的超额收益有8.71%/1.03%。
- ✓ 2024年初至2024-2-20收盘，非银金融指数下跌0.10%，在31个一级行业指数中排名第7，同期沪深300/上证指数的涨跌幅为-0.59%/-1.75%，非银相对两个指数的超额收益有0.49%/1.65%。
- ✓ 截至2024-2-20，非银金融指数的市盈率PE-TTM约16倍，高于12个一级行业指数；非银指数加权市净率1.35倍，为过去十年最低1.85%分位；非银金融指数自2019年以来最高价跌幅42%，在31个一级行业中跌幅排名第17。



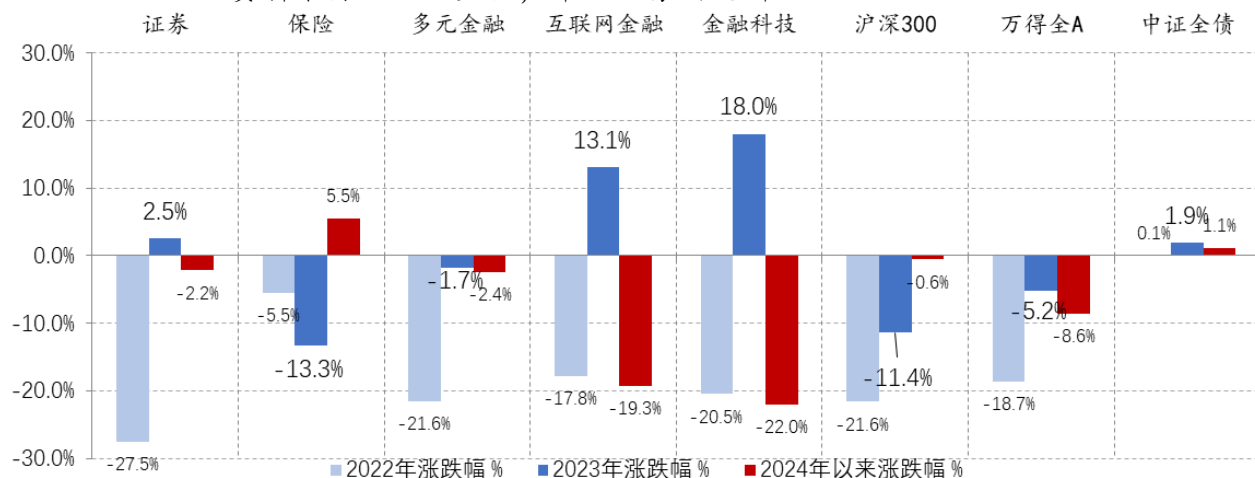
2.2. 市场走势：非银金融行情拆解

非银金融的二级板块行情：

- ✓ 证券（2023年/2024年初至2024-2-20期间涨跌幅为+2.54%/-2.18%，在124个申万二级行业指数中排名第32/21名），涨幅靠前的有小市值，或有并购预期的个股，如2023年信达证券+52%、太平洋+44%、华鑫股份+37%、中国银河+32%、华创云信+28%、方正证券+27%。
- ✓ 保险（2023年/2024年以来涨跌幅为-13.33%/+5.49%，第87/7名），2023年行情主要受资产端地产项目投资的预期风险制约，以及负债端3.5%预定利率产品停售的影响。
- ✓ 多元金融（2023年/2024年以来涨跌幅为-1.74%/+-2.44%，第46/23名）。
- ✓ 2024年以来涨幅靠前的有多元金融中的国企央企概念，以及保险板块，如中粮资本+24%、中油资本+11%、中国太保+9%、中国人寿+8%、中国人保+7%、五矿资本+7%；

指数代码	简称	2023年涨跌幅	指数代码	简称	2023年涨跌幅
801780.SI	银行	-7.89%	000001.SH	上证指数	-3.70%
801790.SI	非银金融	-2.67%	399006.SZ	创业板指	-19.41%
801193.SI	证券	2.54%	000688.SH	科创50	-11.24%
801194.SI	保险	-13.33%	881001.WI	万得全A	-5.19%
801191.SI	多元金融	-1.74%	000016.SH	上证50	-11.73%
884136.WI	互联网金融	13.08%	000300.SH	沪深300	-11.38%
884100.WI	金融科技	17.98%	H01001.CSI	中证全债	1.92%

资料来源：Wind数据，华西证券研究所



资料来源：Wind数据，华西证券研究所

2.3. 市场走势：国企央企梳理

非银金融的国企央企相关标的：

- ✓ 国新办于2024年1月24日举行新闻发布会，介绍聚焦增强核心功能、提升核心竞争力，更好实现中央企业高质量发展情况。国资委产权管理局负责人谢小兵明确表示，“前期，国资委已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。”
- ✓ 我们梳理了五家金融控股类公司的股东性质、持股比例，主营业务及估值指标，可以看到，部分金控的市净率PB低于1倍，市盈率在20倍以下。在央企考核更重视价值实现的趋势下，受益标的包括服务农业产融的中粮资本、服务军工产融的中航产融，以及中油资本、五矿资本、电投产融等。

部分金融控股平台的大股东、性质、持股比例及经营数据情况（截至2024-2-20）

证券代码	证券简称	第一大股东	第一大股东持股比例 %	主营业务 2022年报	总市值 亿元	市盈率PE TTM 倍	市净率PB 倍
000617.SZ	中油资本	中国石油天然气集团有限公司	77.35	商业银行:44.53%;财务公司:38.7%;金融租赁:8.89%;其他:6.24%;信托业务:1.64%	759	14.55	0.76
002423.SZ	中粮资本	中粮集团有限公司	62.78	保险:66.07%;期货:27.57%;信托:6.25%;其他:0.11%	191	15.68	0.99
000958.SZ	电投产融	国家电力投资集团有限公司	53.25	电力业务:72.04%;信托业务:15.64%;期货业务:6.57%;保险经纪业务:4.16%;其他:0.85%;资管业务:0.73%	214	31.17	1.14
600390.SH	五矿资本	中国五矿股份有限公司	47.07	信托公司:39.96%;租赁公司:30.48%;证券公司:16.64%;期货公司:13.21%	225	9.05	0.54
600705.SH	中航产融	中国航空工业集团有限公司	39.87	租赁公司业务:59.99%;信托公司业务:16.35%;证券公司业务:11.39%;财务公司业务:9.8%;其他业务:3.72%;期货公司业务:0.28%;内部抵销:-1.54%	287	57.58	0.78

资料来源：Wind数据，华西证券研究所

2.3. 市场走势：国企央企梳理

非银金融的国企央企相关标的：

- ✓ 对于“把市值管理成效纳入对央企负责人的考核”，市场给出积极回应，央企共赢ETF（517090.SH）在2024年1月24日-2月20日期间涨幅15.27%。

央企共赢ETF的月度表现



资料来源：Wind数据，华西证券研究所

部分非银金融上市公司的大股东、性质、持股比例及经营数据情况（截至2024-2-20）

证券代码	证券简称	第一大股东	第一大股东性质	第一大股东持股比例 %	归母净利润 亿元 2023Q1-3	归母净利润 同比 % 2023Q1-3	净资产 亿元 2023Q3	总市值 亿元	市盈率PE TTM 倍	市净率PB 倍
多元金融										
000617.SZ	中油资本	中国石油天然气集团有限公司	国有法人	77.35	52.66	6.0%	1,002	759	14.55	-
002423.SZ	中粮资本	中粮集团有限公司	国有法人	62.78	9.44	195.0%	193	191	15.68	-
000958.SZ	电投产融	国家电力投资集团有限公司	国有法人	53.25	7.17	-30.3%	189	214	31.17	-
600390.SH	五矿资本	中国五矿股份有限公司	国有法人	47.07	19.52	-2.2%	580	225	9.05	-
600705.SH	中航资本	中国航空工业集团有限公司	国有法人	39.87	6.91	-63.1%	399	287	57.58	0.78
600783.SH	鲁信创投	山东省鲁信投资控股集团有限	国有法人	69.57	0.29	-29.8%	44	77	16.54	1.76
600120.SH	浙江东方	浙江省国际贸易集团有限公司	国有法人	41.14	4.15	34.7%	157	125	11.83	0.79
000977.SZ	浪潮信息	浪潮集团有限公司	国有法人	31.93	7.87	-49.1%	170	491	37.20	2.89
600755.SH	厦门国贸	厦门国贸控股集团有限公司	国有法人	35.22	18.66	-19.2%	329	165	5.23	0.77
600927.SH	永安期货	财通证券股份有限公司	国有法人	30.18	5.59	18.3%	123	204	26.90	1.65
000563.SZ	陕国投A	陕西煤化工产业集团有限责任公	国有法人	26.80	8.32	35.6%	169	155	14.27	0.92
600704.SH	物产中大	浙江省国有资本运营有限公司	国有法人	25.42	27.28	-15.1%	358	235	6.85	0.69
600901.SH	江苏金租	江苏交通控股有限公司	国有法人	21.08	20.41	11.8%	172	212	8.06	1.25
保险										
601628.SH	中国人寿	中国人寿保险(集团)公司	国有法人	68.37	162.09	-47.9%	4,419	7,017	50.34	1.96
601319.SH	中国人保	中华人民共和国财政部	国家	60.84	205.03	-12.7%	2,404	2,044	10.72	0.95
601336.SH	新华保险	中央汇金投资有限责任公司	国家	31.34	95.42	83.9%	1,083	786	6.83	0.89
证券公司										
601995.SH	中金公司	中央汇金投资有限责任公司	国家	40.11	46.08	-23.4%	1,032	1,164	26.57	1.90
601059.SH	信达证券	中国信达资产管理股份有限公	国有法人	78.67	10.86	50.1%	173	491	30.90	2.84
600517.SH	国网英大	国网英大国际控股集团有限公	国有法人	65.53	11.50	39.8%	198	268	19.20	1.36
601881.SH	中国银河	中国银河金融控股有限责任公	国有法人	49.15	66.03	2.5%	1,206	1,002	16.50	1.37
601198.SH	东兴证券	中国东方资产管理股份有限公	国有法人	45.00	4.70	-14.1%	267	261	59.23	0.98
600061.SH	国投资本	国家开发投资集团有限公司	国有法人	41.62	24.28	13.4%	532	430	13.34	0.86
000166.SZ	申万宏源	中国建银投资有限责任公司	国有法人	26.34	43.47	1.6%	996	1,036	39.08	1.12
601788.SH	光大证券	中国光大集团股份有限公司	国有法人	25.15	43.58	28.0%	672	674	18.05	1.31
600999.SH	招商证券	招商局金融控股有限公司	国有法人	23.55	64.02	1.9%	1,196	1,121	14.06	1.18
601696.SH	中银证券	中银国际控股有限公司	国有法人	33.42	8.10	5.8%	171	298	33.06	1.74
601377.SH	兴业证券	福建省财政厅	国家	20.44	15.81	-11.2%	529	487	19.98	0.92
601066.SH	中信建投	北京金融控股集团有限公司	国有法人	35.81	56.91	-11.6%	964	1,563	26.33	2.49
601108.SH	财通证券	浙江省金融控股有限公司	国有法人	29.16	15.01	39.1%	339	355	18.29	1.06
601211.SH	国泰君安	上海国有资产经营有限公司	国有法人	21.35	86.27	2.4%	1,659	1,237	11.38	0.91
002797.SZ	第一创业	北京首都创业集团有限公司	国有法人	11.06	3.28	-3.7%	148	234	60.17	1.58
601136.SH	首创证券	北京首都创业集团有限公司	国有法人	56.77	4.60	2.3%	121	539	95.68	4.46
000987.SZ	越秀资本	广州越秀集团股份有限公司	国有法人	43.82	20.60	5.6%	283	298	11.35	1.05
002736.SZ	国信证券	深圳市投资控股有限公司	国有法人	33.53	48.74	2.3%	1,091	799	12.88	1.01
601878.SH	浙商证券	浙江上三高速公路有限公司	国有法人	54.79	13.30	15.0%	266	386	21.13	1.49
002939.SZ	长城证券	华能资本服务有限公司	国有法人	46.38	12.13	113.9%	284	303	19.64	1.07
600864.SH	哈投股份	哈尔滨投资集团有限责任公司	国有法人	36.96	0.36	扭亏	122	114	NA	0.94
002673.SZ	西部证券	陕西投资集团有限公司	国有法人	35.65	8.76	76.2%	277	282	34.90	1.02
600621.SH	华鑫股份	上海仪电(集团)有限公司	国有法人	34.12	4.15	70.0%	77	150	28.73	1.94
600918.SH	中泰证券	枣庄矿业(集团)有限责任公司	国有法人	32.62	18.93	104.0%	400	470	30.20	1.27
600906.SH	财达证券	唐山钢铁集团有限责任公司	国有法人	32.44	5.54	48.1%	115	236	48.98	2.05
002500.SZ	山西证券	山西金融投资控股集团有限公司	国有法人	31.77	3.38	-10.5%	175	186	34.82	1.07
601236.SH	红塔证券	云南合和(集团)股份有限公司	国有法人	30.17	2.15	747.7%	229	339	148.88	1.48

资料来源：Wind数据，华西证券研究所

03 券商、保险、多元金融 基本面前瞻

- ✓ 上市券商2023年年报前瞻
- ✓ 保险行业负债端分析
- ✓ 多元金融业绩快报汇总

3.1. 券商2023年经营情况：预测

上市券商的2023年业绩预测：

- ✓ 45家上市券商的第四季度调整后营收预计801亿元，同比减少16%、环比减少11%；2023年合计调整后营收预计4014亿元，同比2022年增加约0.5%。营业收入还要视不同券商的其他业务收入规模将有较大偏离。我们基于上市券商适当调降管理费用率的假设，2023年第四季度45家上市券商归母净利润合计280亿元，同比+17%；全年净利润1381亿元，同比增9%。
- ✓ 已经披露年报1家、业绩快报8家、业绩预告19家，合计28家净利润预计557.72亿元，同比增长10.35%。

表：证券市场指标汇总（部分）及上市券商整体的营收预测

单位：亿元	2023Q4	2022Q4	2023Q3	单季度同比	单季度环比	2023A	2022A	全年同比
两市成交总额	499,550	500,937	510,899	-0.28%	-2.22%	2,120,956	2,238,939	-5.27%
沪深两市日均成交额	8,326	8,349	7,983	-0.28%	4.30%	8,764	9,252	-5.27%
沪港深通北向成交净买入	-595	378	-801	-257.35%	净流出放缓	437	900	-51.45%
融资融券余额-区间均值	16,508	15,604	15,861	5.79%	4.08%	16,058	16,185	-0.78%
融券余额-区间均值	791	1,005	916	-21.30%	-13.71%	898	962	-6.63%
融券占两融比例	4.79%	6.44%	5.78%			5.59%	5.94%	
市场质押市值-区间月度均值	27,953	31,230	29,080	-10.49%	-3.87%	30,491	33,516	-9.02%
指数区间涨跌幅 %	2023Q4	2022Q4	2023Q3	单季度同比	单季度环比	2023A	2022A	全年同比
上证指数	-4.36	1.58	-2.26			-3.70	-14.64	
创业板指	-5.62	0.59	-8.08			-19.41	-29.37	
科创50	-4.03	-0.16	-11.35			-11.24	-30.22	
万得全A	-3.84	1.88	-3.44			-5.19	-18.17	
上证50	-7.22	1.01	0.65			-11.73	-19.21	
沪深300	-7.00	1.16	-3.46			-11.38	-21.33	
北证50	33.46	-2.56	-8.67			14.92	-5.79	
中证全债	0.65	-1.00	0.03			1.92	0.10	
单位：亿元、亿份								
偏股基金保有规模净值-区间均值	66,465	69,842	68,147	-5%	-2%	69,099	75,585	-9%
偏股基金新发份额-区间加总	588	728	575	-19%	2%	2,852	4,061	-30%
偏股型券商资管产品净值	1,193	1,273	1,240	-6%	-4%			
单位：亿元	2023Q4	2022Q4	2023Q3	单季度同比	单季度环比	2023A	2022A	全年同比
股权融资规模	1,512	4,126	3,205	-63%	-53%	11,344	16,882	-33%
IPO新发募集资金	329	1,013	1,140	-68%	-71%	3,565	5,869	-39%
增发募集资金	917	2,268	1,353	-60%	-32%	5,790	7,229	-20%
配股募集资金	18	48	110	-62%	-84%	150	615	-76%
债券融资规模	180,293	146,959	184,146	23%	-2%	710,435	615,372	15%
企业债	149	536	512	-72%	-71%	2,008	3,681	-45%
公司债	8,640	6,988	10,835	24%	-20%	38,554	30,905	25%
ABS	5,400	5,322	4,675	1%	16%	18,725	20,134	-7%
可转债	190	537	489	-65%	-61%	1,412	2,201	-36%
可交换债	72	48	47	51%	54%	334	423	-21%
45家上市券商合计	2023Q4	2022Q4	2023Q3	单季度同比	单季度环比	2023A	2022A	全年同比
调整后营业收入 亿元	801	959	902	-16%	-11%	4,014	3,993	0.5%
归母净利润（预测）亿元	280	240	280	17%	0%	1,381	1,272	9%

资料来源：Wind数据，华西证券研究所，

2024年1月16日《【华西非银】上市券商2023年年报前瞻：冬至阳生春又来》报告

3.1. 券商2023年经营情况： 业绩快报和业绩预告

- ✓ 已经披露年报1家、业绩快报8家、业绩预告19家，合计28家净利润预计557.72亿元，同比增长10.35%。
- ✓ 其中，披露业绩预告的上市公司，其归母净利润取披露的上限与下限的均值。

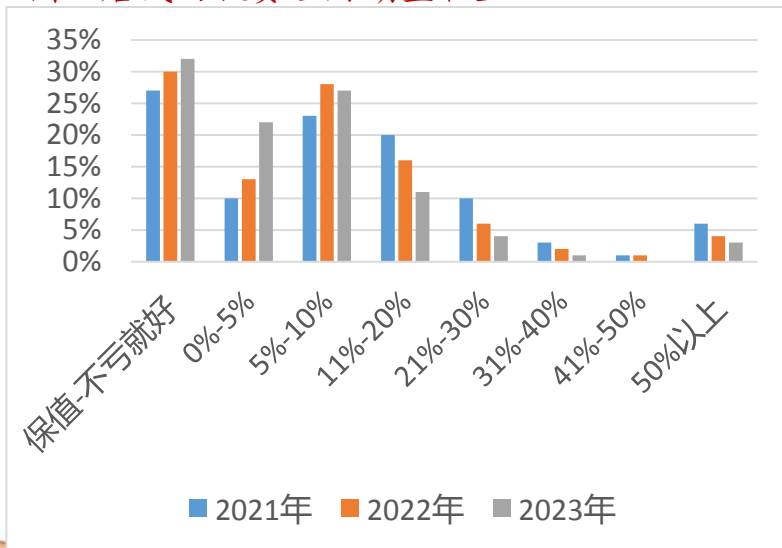
上市券商2023年经营数据（披露业绩预告的，归母净利润取上限和下限的均值）								
报告类型	证券代码	证券简称	营业收入* 2023年 亿元	营业收入同 比, %	归母净利润* 2023年 亿元	归母净利润 同比, %	净资产* 2023年 亿元	ROE-加 权, %
年报	300803.SZ	指南针	9.87	-19.76	0.73	-78.54	18.73	3.88
业绩快报	600030.SH	中信证券	600.47	-7.77	196.86	-7.65	2,689	7.80
	600999.SH	招商证券	197.95	3.00	87.44	8.32	1,219	7.89
	601788.SH	光大证券	100.31	-6.95	41.90	31.38	670	6.77
	600958.SH	东方证券	170.85	-8.78	27.50	-8.65	788	3.44
	000728.SZ	国元证券	63.75	19.36	18.68	7.79	346	5.55
	600909.SH	华安证券	36.54	15.66	12.81	8.40	211	6.23
	601696.SH	中银证券	29.39	-0.68	9.01	11.51	172	5.36
	000750.SZ	国海证券	41.88	15.81	3.26	30.76	220	1.70
业绩预告	000166.SZ	申万宏源			46.00	64.93		
	601108.SH	财通证券			22.41	47.71		
	600918.SH	中泰证券			18.77	217.94		
	002939.SZ	长城证券			14.38	60.00		
	002673.SZ	西部证券			10.07	135.18		
	600837.SH	海通证券			9.64	-85.27		
	601198.SH	东兴证券			8.00	54.68		
	600369.SH	西南证券			6.19	99.89		
	000686.SZ	东北证券			6.51	181.90		
	600906.SH	财达证券			6.20	105.00		
	601162.SH	天风证券			3.04	-120.11		
	601236.SH	红塔证券			3.12	710.56		
	601099.SH	太平洋			2.25	-149.00		
	002945.SZ	华林证券			1.95	-58.00		
	601375.SH	中原证券			1.94	82.48		
	600864.SH	哈投股份			1.92	-119.75		
	600095.SH	湘财股份			1.25	-138.31		
	002670.SZ	国盛金控			-0.38	-91.41		
	000712.SZ	锦龙股份			-3.72	-5.00		
合计28家					557.72	10.35		

资料来源：Wind数据，公司公告，华西证券研究所

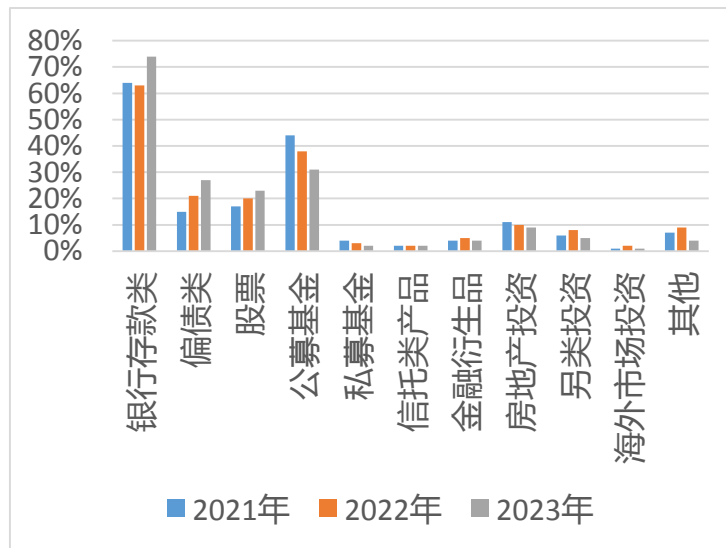
3.2. 保险需求端：居民风险偏好下降，“保本保息”具有优势

- 居民资产配置风险偏好整体下沉，保本保收资产更受青睐。
- 储蓄规模增速较快，个人存款定期化趋势明显。

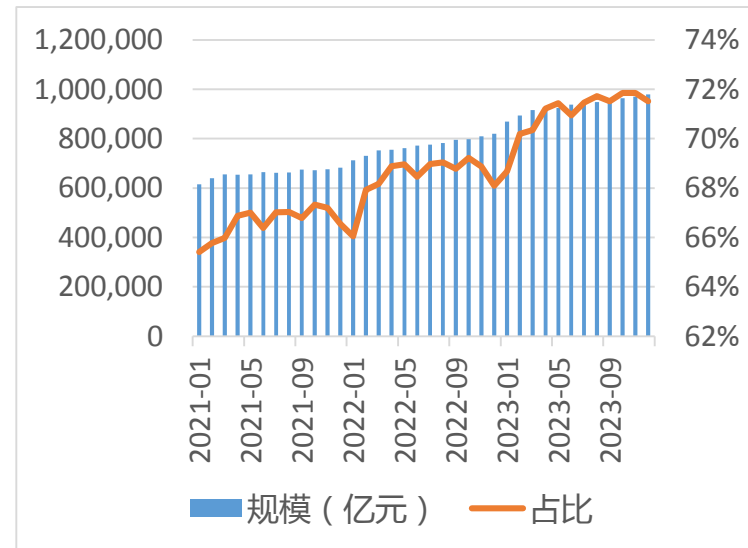
图：居民的投资理财期望收益



图：居民投资理财配置最多的三种资产



图：住户存款中定期及其他存款规模及占比



数据来源：《2023中国居民投资理财行为调研报告》，华西证券研究所

数据来源：《2023中国居民投资理财行为调研报告》，华西证券研究所

数据来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 保险需求端：居民风险偏好下降，“保本保息”具有优势

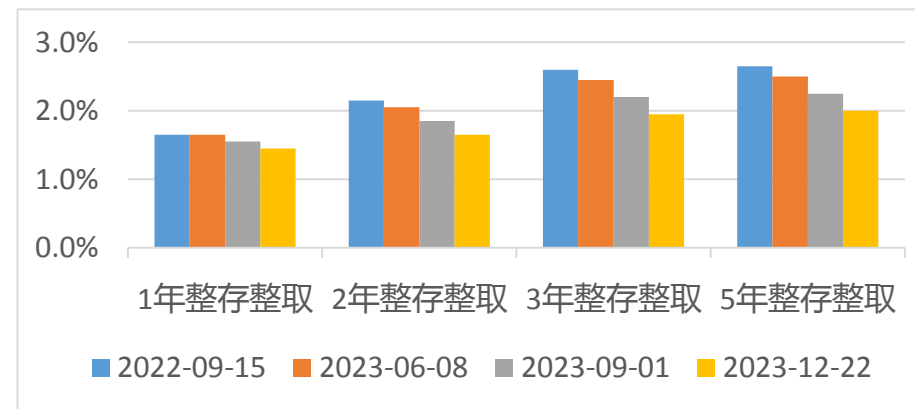
► 存款利率持续下调，“保本保收”保险产品仍具竞争力。

表：3.0%预定利率下的增额终身寿险及主要竞品收益率对比

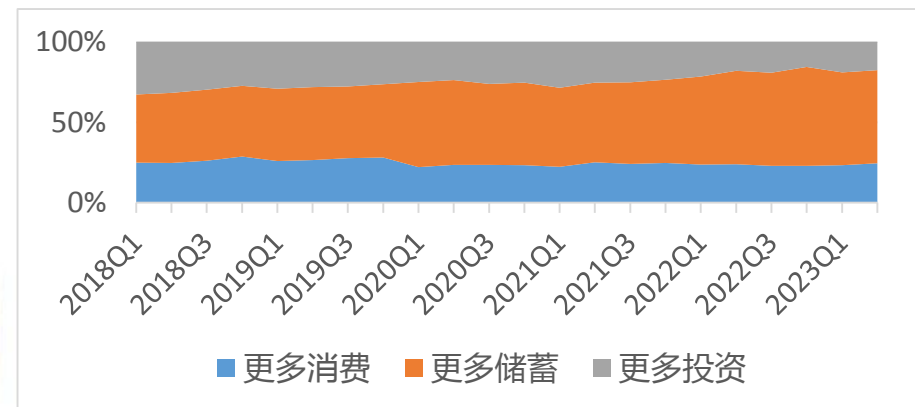
产品名称	产品收益率
平安人寿-盈满金生（尊享版3.0）增额终身寿险	20年IRR=2.57%，30年IRR=2.72%，40年IRR=2.79%，50年IRR=2.84%（30岁女性，5年交，每年10万保费）
太保人寿-鑫满溢（至尊版）增额终身寿险	20年IRR=2.66%，30年IRR=2.78%，40年IRR=2.84%，50年IRR=2.87%（30岁女性，5年交，每年10万保费）
渤海银行5年期定期存款	2.3%（整存整取）
中债国债5年期	2.29%（到期收益率）

资料来源：精算马克，Wind，华西证券研究所以上收益率的计算选取的数据均截至2024.2.1

图表：定期存款利率2023年迎来3轮下调



图表：居民的消费/储蓄/投资意愿



数据来源：Wind，中国人民银行调查统计司，华西证券研究所

3.3. 多元金融2023年经营情况：业绩预告汇总

多元金融：

- ✓ 已经披露业绩快报1家、业绩预告13家，合计14家净利润预计46.46亿元，同比增长161.80%。
- ✓ 其中，陕国投A、渤海租赁、中粮资本披露的2023年业绩快报/预告中，归母净利润超过10亿元。

多元金融上市企业的2023年经营数据（披露业绩预告的，归母净利润取上限和下限的均值）						
报告类型	证券代码	证券简称	营业收入*2023年 亿元	营业收入 同比，%	归母净利润*2023 年 亿元	归母净利 润同 比，%
业绩快报	000563.SZ	陕国投A	27.35	42.03	10.90	30.05
业绩预告	000415.SZ	渤海租赁			13.50	扭亏
	002423.SZ	中粮资本			10.25	71.70
	603300.SH	华铁应急			8.36	30.36
	603093.SH	南华期货			3.95	60.53
	600705.SH	中航产融			2.52	-85.00
	600643.SH	爱建集团			1.10	-77.18
	600816.SH	建元信托			0.42	扭亏
	600318.SH	新力金融			0.29	扭亏
	600830.SH	香溢融通			0.23	152.70
	300176.SZ	派生科技			0.20	85.79
	600053.SH	九鼎投资			0.16	-91.18
	000890.SZ	法尔胜			0.10	扭亏
	000627.SZ	天茂集团			-5.50	-300.69
合计14家					46.46	161.80

资料来源：公司公告，Wind数据，华西证券研究所

04 资本市场相关政策梳理

- ✓ 高规格会议作为顶层设计
- ✓ 着力在证券行业发展的政策
- ✓ 保险供给侧改革

4.1. 中央金融工作会议作为金融领域改革的顶层框架

表：历次金融工作会议内容比较（部分）

- ✓ 2023年10月30日至31日，第六次中央金融工作会议在北京召开。会议名称从此前的“全国金融工作会议”升格至“中央金融工作会议”，高规格会议将成为未来一段时间我国金融领域政策的顶层逻辑框架，对我国金融改革发展产生深远影响。
- ✓ 与此前五次全国金融工作会议相比，此次中央金融工作会议首提“加快建设金融强国”，这是继二十大报告提出十三个强国之后正式将金融加入“强国建设”行列（十三个强国分别是：教育、科技、人才、文化、体育、制造、质量、航天、交通、网络、农业、贸易、海洋强国）。

时间	第一次 1997.11.17-11.19	第二次 2002.2.5.-2.7	第三次 2007.1.19.-1.20	第四次 2012.1.6.-1.7	第五次 2017.7.14.-7.15	第六次 2023.10.30-10.31
会议背景	亚洲金融危机爆发使得经济下行、货币贬值；四大国有独资商业银行不良贷款率居高不下、资本充足率不达国际要求红线	加入WTO；外资银行竞争国内市场；农信社效益不佳、长期亏损	国内金融领域重重隐患亟待治理；国际收支失衡；次贷危机前夕	“4万亿”计划后，地方政府过度举债；系统性金融风险颇受重视；欧债危机	国内经济由“稳增长”进入“新常态”，增速由高速增长转为中高速；金融脱实向虚，杠杆率高企；银行业盈利能力疲软	房地产债务风险、地方债务风险隐忧；“金融乱象和腐败问题屡禁不止”；美元兑人民币一度达到7.35（2023-9-8）
政策主线	降低国有商业银行不良贷款率；构建金融体系、强化金融监管、化解金融风险；国有银行商业化改革	强化金融监管、完善现代金融体系、多方位增强国内金融业竞争力；增速国有银行改革	努力把金融改革发展推向新阶段，全面深化金融改革，促进金融业持续健康发展	化解地方债问题；坚持金融服务实体经济；稳步扩大金融开放	强化金融监管，深化金融改革紧扣金融服务实体，防范金融风险	要加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展
改革举措	为确保央行货币政策、银行监管独立性，减少地方政府干预，将31个央行省分行改为九大区行	构筑“一行三会”监管格局；国有独资银行股份制改革；农信社改革进一步明晰产权、管理责任	优化国有银行改革；驱动农村金融改革；布局多层次金融市场体系，成立创业板，完善上市机制	紧抓金融服务实体经济的基础，着力杜绝产业空心化现象；利率市场化改革	健全多层次金融市场体系，科创板开始交易，注册制试点推行；成立国务院金融稳定发展委员会，“一委一行两会”格局形成	深化金融供给侧结构性改革；统筹金融开放和安全；优化资金供给结构；优化融资结构；促进债券市场高质量发展；推动股票发行注册制走深走实，培育一流投资银行和投资机构；完善国有金融资本管理
监管措施	强化垂直架构，设立中央金融工作委员会；深化分业监管，成立证监会、保监会分别负责证券业和保险业的监管，人民银行负责银行业、信托业的监管	成立银监会替代中央金融工委，包揽银行、信托等的监管职责，形成“一行三会”格局	提升金融监管能力，加强金融企业内部管理，确保金融的稳定与安全；完善金融分业监管体系和机制；深化金融企业内部管理	完善银行业风险监管体系；健全证券业市场制度；巩固保险业偿付能力	健全风险预警和早期干预机制；严治扰乱金融市场秩序的行为；强化互联网金融监管	依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。
化解风险	由新设立的四大资管公司接管、处置四大行剥离的坏账；同时，财政部为补充四大国有银行资本金，定向发行2700亿元特别国债	成立中央汇金公司，以外汇储备补充国有银行资本金	成立中投公司高效管理外汇储备	防范地方债务风险；建立健全存款保险制度	出台“资管新规”，降低金融体系内部高杠杆率	及时处置中小金融机构风险；建立防范化解地方债务风险长效机制；健全房地产企业主体监管制度和资金监管；维护金融市场稳健运行，规范发行和交易行为，合理引导预期
对外开放		签署协议，承诺在未来五年逐步全面开放金融服务业	持续探索内地金融与香港、澳门的合作方式，促进国内外金融企业公平竞争	推进人民币资本项目可兑换；赋能上海金融中心建设；贯彻内地与港澳台金融合作模式	积极推进金融对外开放，保持人民币利率在合理均衡水平上的基本稳定；提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业；增强上海、巩固香港的国际金融中心地位。	

4.1. 中央金融工作会议作为金融领域改革的顶层框架

关于资本市场的表述包括：

- ✓ 1) 打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道。
- ✓ 2) 推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。
- ✓ 3) 促进债券市场高质量发展。
- ✓ 4) 完善机构定位：支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石；严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营；发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。
- ✓ 5) 完善国有金融资本管理。
- ✓ 6) 增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位。
- ✓ 7) 保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，活跃资本市场，更好支持扩大内需，促进稳外贸稳外资，加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势。
- ✓ 8) 维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。

表：中央金融工作会议2023年的部分内容

八个坚持	党中央对金融工作的集中统一领导
	价值取向：以人民为中心
	根本宗旨：金融服务实体经济
	金融工作的永恒主题：防控风险
	在市场化法治化轨道上推进金融创新发展
	深化金融供给侧结构性改革
统筹金融开放和安全	
工作总基调：稳中求进。	

目标：加快建设金融强国

- 主题：推进金融高质量发展
- 主线：深化金融供给侧结构性改革
- 重要支撑：金融队伍的纯洁性、专业性、战斗力
- 重点：全面加强监管，防范化解风险。
- 坚持稳中求进工作总基调，统筹发展和安全
- 底线：不发生系统性金融风险

关于资本市场

- 打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道。
- 推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构。
- 促进债券市场高质量发展。
- 完善机构定位：支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石；严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营；发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。
- 完善国有金融资本管理
- 增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位。
- 保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，活跃资本市场，更好支持扩大内需，促进稳外贸稳外资，加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势。
- 维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。

关于货币政策与开放

- 营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。
- 始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。
- 优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。
- 盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。
- 加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
- 着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。坚持“引进来”和“走出去”并重，提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。

关于监管和风险化解

- 强化市场规则，打造规则统一、监管协同的金融市场，促进长期资本形成。拓宽银行资本金补充渠道，做好产融风险隔离。
- 全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。及时处置中小金融机构风险。
- 建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
- 防范化解金融风险，要把握好权力和责的关系，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制；把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效，扎实稳妥化解风险，坚决惩治违法犯罪和腐败行为，严防道德风险；对风险早识别、早预警、早暴露、早处置，健全具有硬约束的金融风险早期纠正机制。
- 发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。发挥好地方党委金融委员会和金融工委的作用，落实属地责任。

4.2. 着力在证券行业发展的政策

- ✓ 回顾证券行业的发展历程，诸多政策指引的落脚点均在我国资本市场的深化改革，以及证券公司作为资本市场中介对实体经济的服务能力。针对行业发展和企业成长的政策则包括2012年的创新发展研讨会和“证券行业创新11项措施”、2014年的“新国九条”和“创新15条”、2019年首提“打造航母级头部券商”，每一次针对行业发展本身的政策指引，都带来了业务创新、资本补充及头部证券公司的跨越式发展。

日期	事件
2012年5月7-8日	证券公司创新发展研讨会 在京召开。证券业协会发布“关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施”（征求意见稿）（以下简称“证券行业创新11项措施”），包含提高证券公司理财类产品创新能力，加快新业务新产品创新进程，放宽业务范围和投资方式限制、推动营业部组织创新、鼓励证券公司发行上市和并购重组等11个方面。
2014年5月8日	国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见，简称“ 新国九条 ”，包括发展多层次股票市场、规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设、提高证券期货服务业竞争力、扩大资本市场开放、防范和化解金融风险、营造资本市场良好发展环境等方面。
2014年5月13日	证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，简称“ 创新15条 ”。从 建设现代投资银行 、支持业务产品创新和推进监管转型三个方面明确了推进证券经营机构创新发展的主要任务和具体措施。
2014年5月16日	证券经营机构创新发展研讨会在京召开。会议提到 加快券商向投资银行转型、完善证券业基础功能 、发展私募市场和场外市场、财富管理行业转型、互联网金融等。中国证券业协会印发了《证券业发展规划纲要(2014-2020)》向业内征求意见，明确到2020年,证券行业总资产、管理客户资产等主要指标实现年均20%-30%的增长,成为国内金融体系中举足轻重的核心产业。
2014年9月19日	证监会发布通知 鼓励证券公司进一步补充资本 。
2019年3月	全国政协经济委员会委员、国泰君安国际控股有限公司董事局主席阎峰在2019年全国两会期间提交，名为《关于做强做优做大 打造航母级头部券商 ，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》。该提案建议打造航母级头部券商，增强头部券商资本实力，锻造资本市场四梁八柱，促进市场稳定，防范金融风险，确保国家金融安全。
2019/11/29	证监会在《关于政协十三届全国委员会第二次会议第3353号（财税金融类280号）提案答复的函》中明确提及 积极推动打造航母级头部券商，并鼓励和引导券商充实资本 、丰富服务功能（依法盘活客户存量资产，发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务）、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控。针对“以社保基金、汇金、中投相结合的方式大幅加大对国有大型头部券商资本投入”的建议，证监会表示将“积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司， 推动证券行业做大做强 。”
2019年12月28日	人大常委会审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》，新证券法于2020年3月1日起实施。
2021年3月19日	证监会发布修订后的《证券公司股权管理规定》，并于2021年4月18日起实施。
2021年11月15日	证监会发审委审核通过了 中信证券（不超过）280亿元的配股申请 。
2023年7月24日	中央经济工作会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 要活跃资本市场，提振投资者信心 。
2023年10月30-31日	中央金融工作会议在京召开。会议提出“加快建设金融强国”，并对资本市场做出“推动股票发行注册制走深走实”、“ 培育一流投资银行和投资机构 ”；“促进债券市场高质量发展”；“支持国有大型金融机构做优做强”、“严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营”；“发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能”；“ 完善国有金融资本管理 ”；“保持流动性合理充裕、融资成本持续下降、 活跃资本市场 ”等指示。
2023年11月3日	证监会就《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》征求意见。其中包括“对证券公司开展做市、资产管理、参与公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化，进一步引导证券公司在投资端、融资端、交易端发力，充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理、活跃资本市场等作用”。
2023年11月3日	证监会表示将 支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流投资银行 ，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱室的重要作用；推动证券公司 投行、投资、投研协同联动 ，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力，助力构建为实体经济提供多元化接合式金融服务体系。

资料来源：公开资料，华西证券研究所

4.3. 保险供给侧改革更利好行业龙头

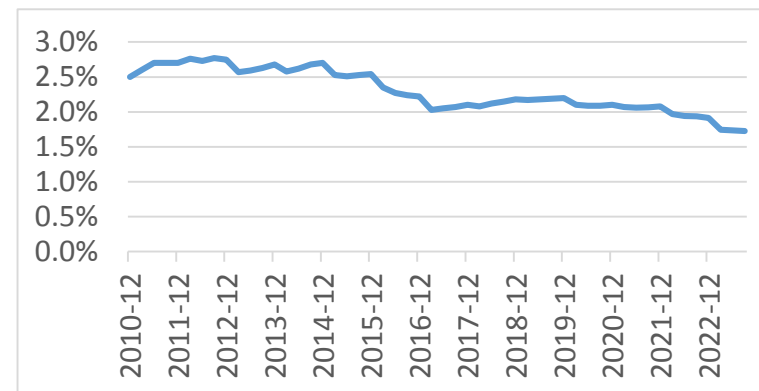
➤银保渠道“报行合一”有望推动头部险企价值率和市场份额提升。

➤一方面，“报行合一”要求险企的实际费用应与预定费用一致，将推动银保产品费用率下降。据官方初步估算，银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%。

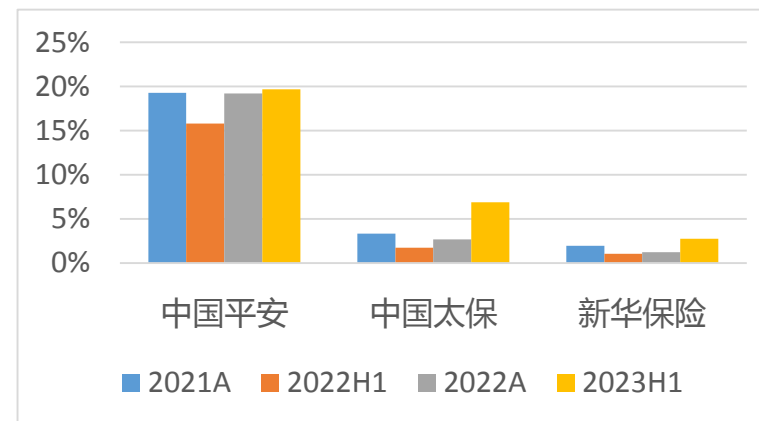
➤另一方面，“报行合一”下，过往部分中小险企凭借高手续费率、小账、额外返点等抢占银保渠道份额的方式将难以奏效、拓客难度加大。头部险企兼具品牌优势、资金优势和客户服务优势，其银保渠道竞争力更强。

➤考虑到银行利差收窄，我们预计银行和头部险企合作加大保险销售规模、以提高中收的动力更足，银保渠道的市场格局有望进一步向头部集中。

图：银行净息差收窄



图：上市险企银保渠道NBV Margin有望进一步提升



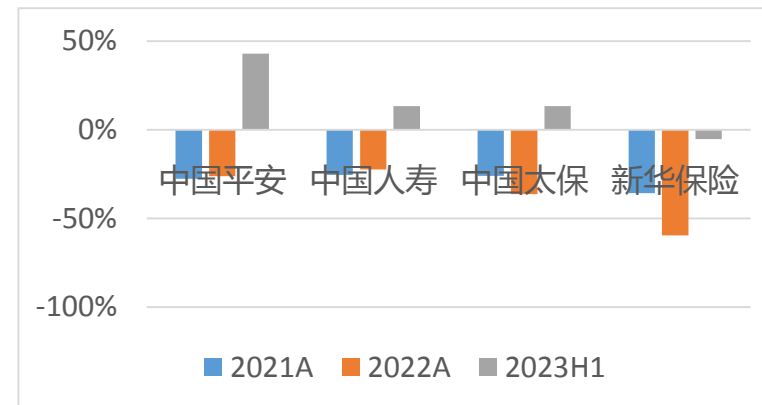
数据来源：Wind，各公司财报，华西证券研究所

4.3. 保险供给侧改革更利好行业龙头

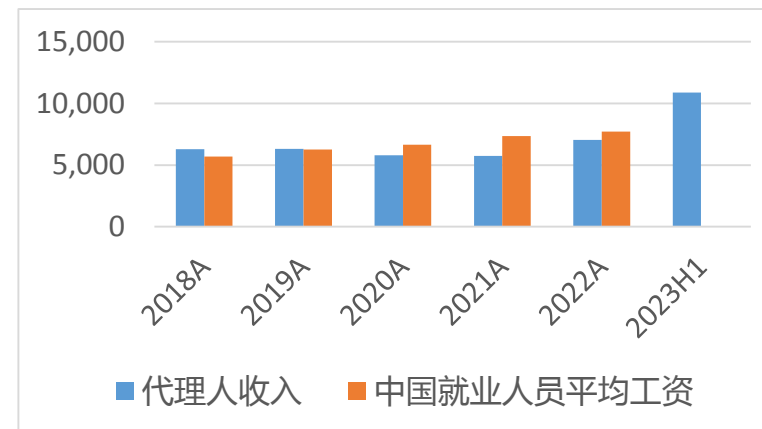
➤ 代理人渠道迈入效率提升周期。

- 截至2023Q3各险企代理人数量降幅趋缓，人均产能显著提升。
- 我们认为我国上市险企代理人渠道已经从“规模扩张周期”迈入“效率提升周期”，截至2023H1代理人渠道NBV增速均开始由负转正，代理人人均收入也首次出现明显改善。
- “报行合一”将带来短期利空长期利好。2023年10月，监管明确提出将抓紧启动个人代理渠道、经纪代理渠道的“报行合一”工作。短期，手续费及佣金费率的压降将影响代理人展业的积极性和销售队伍的稳定性，拖累短期新单销售。长期，因收入下滑而转业的代理人预计以中尾部代理人为主，这部分代理人对新单保费和NBV的贡献有限。

图：代理人渠道NBV增速基本由负转正



图：中国平安代理人人均月收入（单位：元）



数据来源：各公司财报，Wind，华西证券研究所

4.3. 保险供给侧改革更利好行业龙头

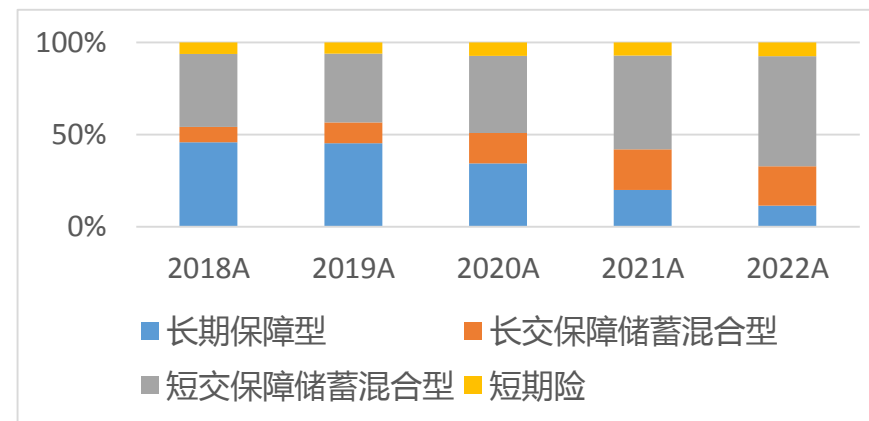
➤ 分红险或成为险企2024年产品结构转型重要抓手。

➤ 近年来我国寿险市场销售逻辑向储蓄型保险倾斜，在长端利率下行的宏观背景下将增加险企利差损风险。

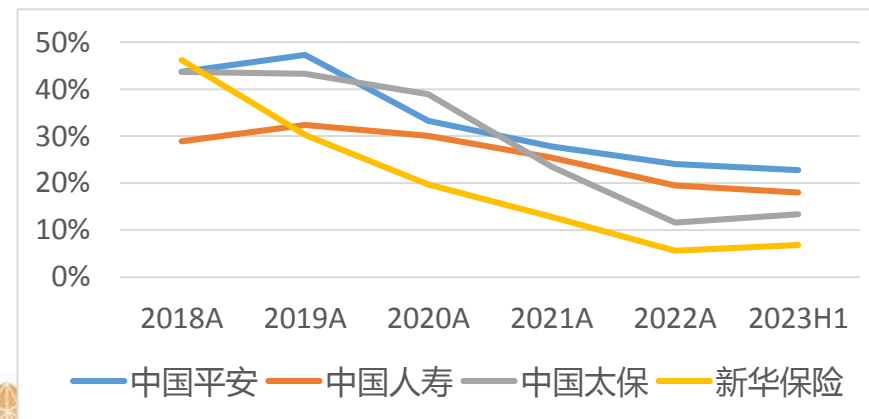
➤ 分红险系能够帮助保险公司适当降低利差损风险的产品：相较收益率确定的增额终身寿险等，分红险保底收益率进一步降低，公司业绩好时，可以多分红给客户；公司业绩不佳时，则可以适当减少分红，通过与客户共担部分风险，保险公司得以减轻利差损风险。

➤ 2023年7月底IRR 3.5%的产品彻底停售后，人身险公司纷纷推出保底收益2.5%的分红险产品。

图：中国平安个险渠道新单保费结构



图：各险企NBV Margin近年来持续下滑



数据来源：各公司财报，华西证券研究所

05 投资主线：金融强国

- ✓ 国企央企
- ✓ 一流投资银行
- ✓ 保险板块的机会

5.1. 金融中的国企央企

非银金融的国企央企相关标的：

- ✓ 国企央企有望聚焦增强核心功能、提升核心竞争力，更好实现中央企业高质量发展情况。国资委已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

证券代码	证券简称	第一大股东	第一大股东持股比例 %	主营业务 2022年报	总市值 亿元	市盈率PE TTM 倍	市净率PB 倍
000617.SZ	中油资本	中国石油天然气集团有限公司	77.35	商业银行:44.53%;财务公司:38.7%;金融租赁:8.89%;其他:6.24%;信托业务:1.64%	759	14.55	0.76
002423.SZ	中粮资本	中粮集团有限公司	62.78	保险:66.07%;期货:27.57%;信托:6.25%;其他:0.11%	191	15.68	0.99
000958.SZ	电投产融	国家电力投资集团有限公司	53.25	电力业务:72.04%;信托业务:15.64%;期货业务:6.57%;保险经纪业务:4.16%;其他:0.85%;资管业务:0.73%	214	31.17	1.14
600390.SH	五矿资本	中国五矿股份有限公司	47.07	信托公司:39.96%;租赁公司:30.48%;证券公司:16.64%;期货公司:13.21%	225	9.05	0.54
600705.SH	中航产融	中国航空工业集团有限公司	39.87	租赁公司业务:59.99%;信托公司业务:16.35%;证券公司业务:11.39%;财务公司业务:9.8%;其他业务:3.72%;期货公司业务:0.28%;内部抵销:-1.54%	287	57.58	0.78

资料来源：Wind数据，华西证券研究所，前文已有该表格

证券代码	证券简称	第一大股东	第一大股东性质	第一大股东持股比例 %	归母净利润 亿元 2023Q1-3	归母净利润 同比 %2023Q1-3	净资产 亿元 2023Q3	总市值 亿元	市盈率PE TTM 倍	市净率PB 倍
多元金融										
000617.SZ	中油资本	中国石油天然气集团有限公司	国有法人	77.35	52.66	6.0%	1,002	759	14.55	-
002423.SZ	中粮资本	中粮集团有限公司	国有法人	62.78	9.44	195.0%	193	191	15.68	-
000958.SZ	电投产融	国家电力投资集团有限公司	国有法人	53.25	7.17	-30.3%	189	214	31.17	-
600390.SH	五矿资本	中国五矿股份有限公司	国有法人	47.07	19.52	-2.2%	580	225	9.05	-
600705.SH	中航产融	中国航空工业集团有限公司	国有法人	39.87	6.91	-63.1%	399	287	57.58	0.78
600783.SH	鲁信创投	山东省鲁信投资控股集团有限	国有法人	69.57	0.29	-29.8%	44	77	16.54	1.76
600120.SH	浙江东方	浙江省国际贸易集团有限公司	国有法人	41.14	4.15	34.7%	157	125	11.83	0.79
000977.SZ	浪潮信息	浪潮集团有限公司	国有法人	31.93	7.87	-49.1%	170	491	37.20	2.89
600755.SH	厦门国贸	厦门国贸控股集团有限公司	国有法人	35.22	18.66	-19.2%	329	165	5.23	0.77
600927.SH	永安期货	财通证券股份有限公司	国有法人	30.18	5.59	18.3%	123	204	26.90	1.65
000563.SZ	陕国投A	陕西煤业化工集团有限责任公司	国有法人	26.80	8.32	35.6%	169	155	14.27	0.92
600704.SH	物产中大	浙江省国有资本运营有限公司	国有法人	25.42	27.28	-15.1%	358	235	6.85	0.69
600901.SH	江苏金租	江苏交通控股有限公司	国有法人	21.08	20.41	11.8%	172	212	8.06	1.25
保险										
601628.SH	中国人寿	中国人寿保险(集团)公司	国有法人	68.37	162.09	-47.9%	4,419	7,017	50.34	1.96
601319.SH	中国人保	中华人民共和国财政部	国家	60.84	205.03	-12.7%	2,404	2,044	10.72	0.95
601336.SH	新华保险	中央汇金投资有限责任公司	国家	31.34	95.42	83.9%	1,083	786	6.83	0.89
证券公司										
601995.SH	中金公司	中央汇金投资有限责任公司	国家	40.11	46.08	-23.4%	1,032	1,164	26.57	1.90
601059.SH	信达证券	中国信达资产管理股份有限公	国有法人	78.67	10.86	50.1%	173	491	30.90	2.84
600517.SH	国网英大	国网英大国际控股股份有限公	国有法人	65.53	11.50	39.8%	198	268	19.20	1.36
601881.SH	中国银河	中国银河金融控股有限责任公	国有法人	49.15	66.03	2.5%	1,206	1,002	16.50	1.37
601198.SH	东兴证券	中国东方资产管理股份有限公	国有法人	45.00	4.70	-14.1%	267	261	59.23	0.98
600061.SH	国投资本	国家开发投资集团有限公司	国有法人	41.62	24.28	13.4%	532	430	13.34	0.86
000166.SZ	中万宏源	中国建投投资有限责任公司	国有法人	26.34	43.47	1.6%	996	1,036	39.08	1.12
601788.SH	光大证券	中国光大集团股份公司	国有法人	25.15	43.58	28.0%	672	674	18.05	1.31
600999.SH	招商证券	招商局金融控股有限公司	国有法人	23.55	64.02	1.9%	1,196	1,121	14.06	1.18
601696.SH	中银证券	中银国际控股有限公司	国有法人	33.42	8.10	5.8%	171	298	33.06	1.74
601377.SH	兴业证券	福建省财政厅	国家	20.44	15.81	-11.2%	529	487	19.98	0.92
601066.SH	中信建投	北京金融控股集团有限有限公	国有法人	35.81	56.91	-11.6%	964	1,563	26.33	2.49
601108.SH	财通证券	浙江省金融控股有限公司	国有法人	29.16	15.01	39.1%	339	355	18.29	1.06
601211.SH	国泰君安	上海国有资产经营有限公司	国有法人	21.35	86.27	2.4%	1,659	1,237	11.38	0.91
002797.SZ	第一创业	北京首都创业集团有限公司	国有法人	11.06	3.28	-3.7%	148	234	60.17	1.58
601136.SH	首创证券	北京首都创业集团有限公司	国有法人	56.77	4.60	2.3%	121	539	95.68	4.46
000987.SZ	越秀资本	广州越秀集团股份有限有限公	国有法人	43.82	20.60	5.6%	283	298	11.35	1.05
002736.SZ	国信证券	深圳市投资控股有限公司	国有法人	33.53	48.74	2.3%	1,091	799	12.88	1.01
601878.SH	浙商证券	浙江上三高速公路有限公司	国有法人	54.79	13.30	15.0%	266	386	21.13	1.49
002939.SZ	长城证券	华能资本服务有限公司	国有法人	46.38	12.13	113.9%	284	303	19.64	1.07
600864.SH	哈投股份	哈尔滨投资集团有限有限有限公	国有法人	36.96	0.36	扭亏	122	114	NA	0.94
002673.SZ	西部证券	陕西投资集团有限有限有限公	国有法人	35.65	8.76	76.2%	277	282	34.90	1.02
600621.SH	华鑫股份	上海仪电(集团)有限有限有限公	国有法人	34.12	4.15	70.0%	77	150	28.73	1.94
600918.SH	中泰证券	枣庄矿业(集团)有限有限有限公	国有法人	32.62	18.93	104.0%	400	470	30.20	1.27
600906.SH	财达证券	唐山钢铁集团有限有限有限公	国有法人	32.42	5.54	48.1%	115	236	48.98	2.05
002500.SZ	山西证券	山西金融投资控股集团有限有限公	国有法人	31.77	3.38	-10.5%	175	186	34.82	1.07
601236.SH	红塔证券	云南合和(集团)股份有限有限公	国有法人	30.17	2.15	747.7%	229	339	148.88	1.48

资料来源：Wind数据，华西证券研究所，前文已有该表格

5.2. 一流投资银行的打造路径

- ✓ 中央金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”。2023年11月3日，证监会明确表示将支持头部证券公司通过**业务创新、集团化经营、并购重组**等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。这是最近四年来证监会第二次提到以并购重组方式做大做强证券业。
- ✓ 在加快建设金融强国的背景下，培育一流投资银行和投资机构成为金融供给侧结构性改革的题中之义，活跃资本市场则是进一步推动融资成本下降和支持扩大内需的重要举措之一。
- ✓ 从内涵上看，“一流投资银行”是能够比肩或者超越国际先进同行，1) 具有较高社会认可度和国际影响力，2) 具有可持续发展能力和优秀业绩表现，也是3) 具有科学先进的现代治理体系、风控能力，经营管理一流，4) 服务实体经济能力强的机构。

2023-11-3证监会表态支持头部券商做优做强的路径

- 业务创新
- 集团化经营
- 并购重组
- 投行、投资、投研协同联动等

一流投资银行可能的成长路径

- 以管理体系升级、业务创新和协同、杠杆提升为途径的内生性增长
- 依托集团优势整合资源的综合金融实体
- 以规模、业务或区域扩张为目标的外延式并购

潜在的“候选人”

- 同一实控人旗下多个券商的并购机会
- 股东集团金融属性和实力强
- 头部券商的“内外兼修”
- 令人尊敬的单项冠军

5.2. 一流投资银行的打造路径

	证券代码	证券简称	第一大股东	第一大股东性质	第一大股东持股比例 %	归母净利润 亿元 2023Q1-3	净资产 亿元 2023Q3	总市值 亿元	市盈率PE TTM 倍	市净率PB 倍	备注	
证券公司 的股 东情 况 分 析	601881.SH	中国银河	中国银河金融控股有限责任公司	国有法人	49.15	66.03	1,206	1,002	16.50	1.37	中央汇金持有69.07%银河金控，持有100%中国建银投资。	
	601995.SH	中金公司	中央汇金投资有限责任公司	国家	40.11	46.08	1,032	1,164	26.57	1.90		
	000166.SZ	申万宏源	中国建银投资有限责任公司	国有法人	26.34	43.47	996	1,036	39.08	1.12		
	601059.SH	信达证券	中国信达资产管理股份有限公司	国有法人	78.67	10.86	173	491	30.90	2.84	据新华财经记者报道，中国信达、东方资产和长城资产三家资产管理公司将近期划至中投公司（100%控股中央汇金）。	
	601198.SH	东兴证券	中国东方资产管理股份有限公司	国有法人	45.00	4.70	267	261	59.23	0.98		
	601377.SH	兴业证券	福建省财政厅	国家	20.44	15.81	529	487	19.98	0.92	福建省财政厅100%控股福建省金融投资有限公司。	
		华福证券	福建省金融投资有限公司	国有法人	56%							
	601136.SH	首创证券	北京首都创业集团有限公司	国有法人	56.77	4.60	121	539	95.68	4.46	2022年9月，首创集团与北京国管签署关于第一创业股份转让协议。2023年6月，股份过户	
	002797.SZ	第一创业	北京国有资本运营管理有限公司	国有法人	11.06	3.28	148	234	60.17	1.58		
	601066.SH	中信建投	北京金融控股集团有限公司	国有法人	35.81	56.91	964	1,563	26.33	2.49	北京国管持有100%北京金控集团	
		诚通证券（原新时代证券）	中国诚通控股集团股份有限公司	国有法人	98.24						2020-2022年间，中信建投曾接管原新时代证券	
	601211.SH	国泰君安	上海国有资产经营有限公司	国有法人	21.35	86.27	1,659	1,237	11.38	0.91	上海国资委持股100%上海国盛集团、持100%中能（集团）有限公司，上海国盛集团持有华鑫股份7.99%股权。	
	600837.SH	海通证券	*第二大股东为上海国盛集团	国有法人	*合计超19	43.62	1,670	988	24.36	0.70		
	600958.SH	东方证券	中能（集团）有限公司	国有法人	26.63	28.57	787	670	26.45	0.99		
	600621.SH	华鑫股份	上海仪电（集团）有限公司	国有法人	34.12	4.15	77	150	28.73	1.94		
	601108.SH	财通证券	浙江省金融控股有限公司	国有法人	29.16	15.01	339	355	18.29	1.06	财通和浙商的实控人分别为浙江省财政厅和浙江国资委	
	601878.SH	浙商证券	浙江上三高速公路有限公司	国有法人	54.79	13.30	266	386	21.13	1.49		
	870488.NQ	国都证券	中诚信托有限责任公司			13.33	-	104.18*	84	15.05	0.81	浙商证券于2023年12月签署国都证券股份转让框架协议。
	601456.SH	国联证券	无锡市国联发展（集团）有限公司	国有法人	19.21	7.27	179	258	34.23	1.63	无锡市国联发展集团于2023年3月15日通过司法拍卖竞得民生证券30.3%股权，主要股东资格已于2023年12月获证监会核准。	
		民生证券	无锡市国联发展（集团）有限公司	国有法人	30.30							
600909.SH	华安证券	安徽省国有资本运营控股集团有限	国有法人	24.09	9.59	207	215	16.80	1.06	实控均为安徽省国资委。		
000728.SZ	国元证券	安徽国元金融控股集团有限责任公	国有法人	21.70	14.26	341	290	15.51	0.85			
600705.SH	中航产融	中国航空工业集团有限公司	国有法人	39.87	6.91	399	287	57.58	0.78	2020-2022年间，中航证券曾接管国盛证券。		
002670.SZ	国盛金控	江西省交通投资集团有限责任公司	国有法人	25.52	0.48	110	191	NA	1.74			
601688.SH	华泰证券	江苏省国信集团有限公司	国有法人	15.14	95.86	1,721	1,188	10.05	0.86	实控人分别是江苏省国资委、苏州市国资委、南京市国资委。		
601555.SH	东吴证券	苏州国际发展集团有限公司	国有法人	24.14	17.46	394	347	15.46	0.88			
601990.SH	南京证券	南京紫金投资集团有限责任公司	国有法人	25.01	5.68	169	289	42.57	1.70			
601788.SH	光大证券	中国光大集团股份公司	国有法人	25.15	43.58	672	674	18.05	1.31			
集团化 经营	600999.SH	招商证券	招商局金融控股有限公司	国有法人	23.55	64.02	1,196	1,121	14.06	1.18		
	601696.SH	中银证券	中银国际控股有限公司	国有法人	33.42	8.10	171	298	33.06	1.74		
	601377.SH	兴业证券	福建省财政厅	国家	20.44	15.81	529	487	19.98	0.92		
现有头部券商的业务创新	以2023年前三季度归母净利润排名靠前的10家：中信、华泰、国泰君安、中国银河、招商证券、东方财富、广发证券、中信建投、国信证券、中金公司。											
值得尊敬的单项冠军	如长江证券的研究业务，股转系统挂牌业务中的开源证券、申万宏源和东吴证券等											

资料来源：Wind数据，
 华西证券研究所，截至
 2024-2-20数据
 *国都证券的净资产为
 2023年6月底数据

5.3. 保险板块的机会

寿险行业：

- 短期来看，寿险行业资产端仍是主要驱动力，驱动因素包括权益市场、债券市场和其他大类资产表现；中长期应重点关注产品策略优化、具备渠道竞争优势、有望受益于供给侧集中的头部公司。
- 目前行业内公司估值整体处于低位，建议均衡配置等待行业资产端因素表现。

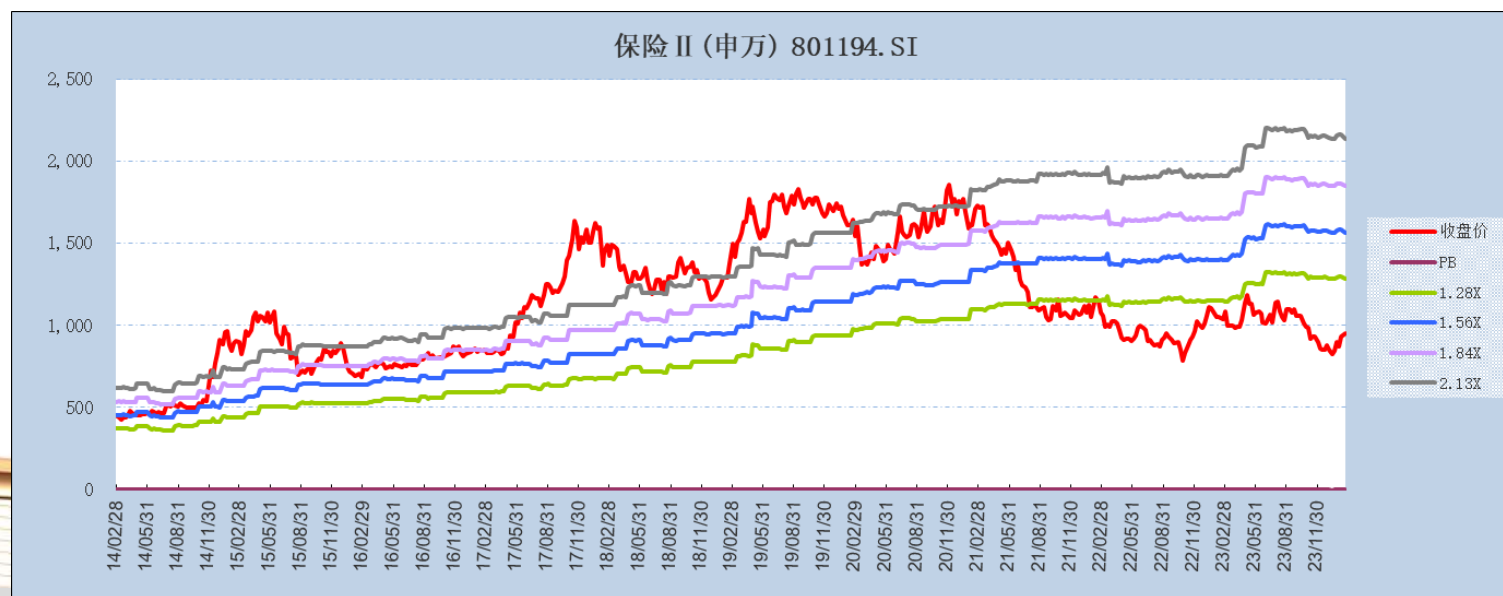
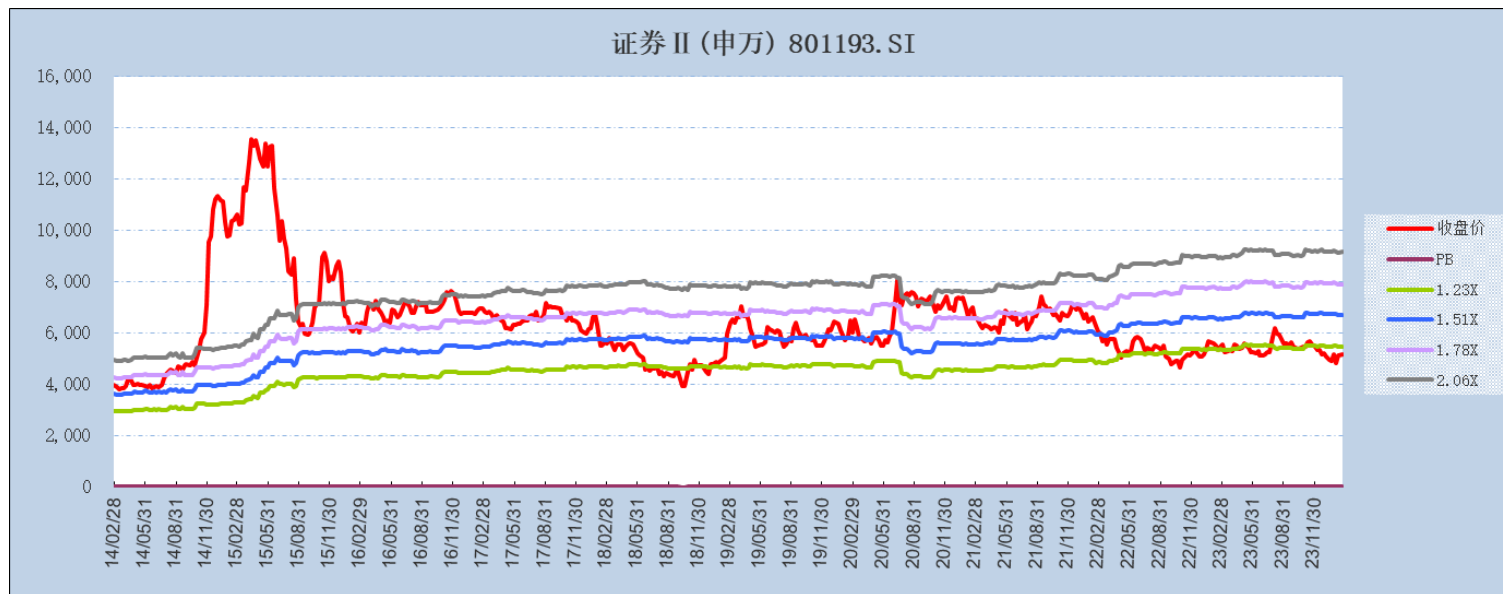
财险行业：

- 重点关注具有阿尔法机会的头部财险公司。



5.4. 估值

- ✓ 证券行业面临让利、降费挑战。但证券指数II整体市净率1.46倍，在过去十年3.47%分位数，仍在底部区域。
- ✓ 保险指数市净率0.99倍，在过去十年2.71%分位数。



06. 风险提示

- ✓ 上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险。
- ✓ 证券行业各项服务费率或佣金率的超预期下降风险；险企渠道改革不及预期风险；险企新品开发不及预期风险。
- ✓ A股成交活跃度持续低迷的风险，权益市场的增量资金不及预期风险。
- ✓ 宏观经济持续下行风险；国内流动性宽松进程不及预期等风险；长期利率超预期下行风险。
- ✓ 人民币兑美元汇率大幅波动风险、中美利差大幅变动及流动性影响。



分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，10年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。