



Research and  
Development Center

# 传统券商反弹在即，保险继续估值修复

非银金融行业

2021年3月7日

证券研究报告

行业研究

行业周报

非银金融

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: [Wangfangzhao@cindasc.com](mailto:Wangfangzhao@cindasc.com)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

传统券商反弹在即, 保险继续估值修复

2021年3月7日

## 本期内容提要:

- **核心观点:** 本周开始重新推荐券商板块。年初以来, 压制券商板块的核心因素为各家纷纷计提减值准备, 已有 17 家上市券商预计计提减值 230 亿元, 利润占比 15%。考虑到基金抱团东财, 配置传统券商比例低至 0.87%, 当前估值 1.86x, 历史 1/4 分位以下, 且整体质押比例较 2018 年大幅下降 (4.89%vs13.88%), 一旦风险出清, 在业绩增速确定的情况下, 反弹在即! 保险在利率上行预期下, 负债端边际改善, 估值修复继续进行。推荐关注: 中信证券、招商证券、天风证券、中国太保、新华保险等。
- **市场回顾:** 本周主要指数下行, 上证综指报 3501.99 点, -0.20%; 深证指数报 14412.31 点, -0.66%; 沪深 300 指数报 5262.80, -1.39%; 创业板报 2871.97, -1.45%; 中证综合债(净价)指数报 98.14, +8bp。沪深两市 A 股日均成交额 9004.7 亿元, 环比-13.75%, 两融余额 16750.34 亿元, 较上周+0.30%。个股方面, 券商: 光大证券+10.48%, 东兴证券+6.89%, 财通证券+5.79%; 保险: 新华保险+2.38%, 中国人寿+0.51%, 中国人保+0.16%; 多元金融: 仁东控股+52.25%, 吉艾科技+11.16%, 绿庭投资+9.32%。
- **证券业观点:** 3月5日, 央行就《证券公司短期融资券管理办法(修订征求意见稿)》公开征求意见。对比 04 年首次发布的《办法》, 征求意见稿的重大变化在于: 1、取消发行前备案、强化事中事后管理; 2、修改证券公司短期融资券发行门槛, 新增近一年流动性覆盖率持续高于行业平均水平等发行要求, 建立以流动性管理为核心的管理框架; 3、将短期融资券最长期限从不超过 91 天延长至 1 年, 给证券公司根据资金使用需要确定短期融资券期限更多自主性; 4、取消证券公司发行短期融资券的强制评级要求。近年来券商募资用途主要集中于自营投资、资本中介、金融科技建设等, 《办法》通过强化流动性管理来约束证券公司的债务风险敞口, 取消发行前备案、强制评级要求, 未来证券公司在公开市场融资更加便利, 有助于证券公司自营投资、资本中介业务发展和金融科技战略转型。

年初以来, 17 家上市券商发布 2020 年计提减值准备公告, 预计上市券商全年计提减值 230 亿元, 其中大部分计提为股票质押、融资融券及其他债权投资业务计提。券商加大计提信用减值的力度, 主要是按照提高上市公司质量的指示要求, 依据审慎评估原则足额计提减值准备, 是券商加强风控、从严计提的表现, 为未来业绩稳定增长提供保障。2019 年以来年券商主动压缩股质规模, 2021 年减值压力大幅减缓, 风险可控。板块当前估值 PB 1.87x, 处于历史 25%分位以下, 以股质业务风险缓释为催化剂, 券商板块反弹逻辑基本确定, 坏账导致的净值产减值将被消化, 板块将迎来估值修复。

资本市场改革将加速推进, 全市场推行注册制指日可待, 综合实力强

的龙头券商将充分收益。股市扩容、上市公司质量提升、中长线资金的持续流入带来的增量资金直接利券商经纪、两融及衍生品业务发展，2021年行业 ROE 有望大幅提升，继续看好券商板块。建议关注：中信证券、招商证券、天风证券及第一创业。

- **保险业观点：**1) 银保监会披露 1 月保费数据，1 月寿险和健康险保费拉动人身险保费增速回升，财产险单月保费受车险综改影响继续承压。1 月人身险实现原保费收入同比+13.8%（前值 7.53%，去年同期 7.64%），其中寿险、健康险、意外险分别为 11.9%、28.2%、9.9%。财产险保费同比-4.35%，其中车险同比-12.8%，非车险+15.3%。资产配置方面，银行存款、债券投资、股票和基金、另类投资占比分别为 11.82%/36.44%/13.44%/38.31%，环比分别-16bp、-15bp、-32bp、+63bp。

考虑到负债端在当前较差外部信用环境、低基数以及疫情后居民储蓄意识提升背景下年金险开门红超预期增长，同时重疾定义推出后产品保障更加齐全，价格下降有望推动保障型产品底部复苏；资产端，长端利率上行利好再投资收益，增厚投资偏差，进一步提升 EV 贡献，推动估值修复。10 年期国债利率已升至 3.24%，随着通胀预期的提升有望增至 3.5%。在 13 年费改带来的重疾红利逐步消失以及人口老龄化加剧的将来，我们认为未来医疗险和长期养老年金将成为重要发展方向。去年底以来监管多次提出第三支柱养老保险加快建设，今年以来政策愈发频出。2021 年 2 月 26 日，人社部副部长游钧表示，在多层次养老保险体系的框架下系统谋划、整体设计第三层次制度模式。未来将建立以账户制为基础，个人自愿参加，国家财政从税收方面支持，资金形成市场化运营的个人养老金制度。3 月 5 日政府工作报告提出推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。此外，专属养老保险于 3 月 1 日在北京、浙江试点，预计未来将出台相关政策驱动养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险等产品，加快储蓄养老向投资养老的转化。当前银行存款 90 万亿元，占居民金融总资产的比重达 56%，未来转化空间较大。对险企来说，同质化产品竞争背景下，未来将比拼差异化健康管理和养老服务。健康管理将保险服务从低频的住院报销向高频的健康管理和养老生态演变，提升用户对品牌的粘性，反哺保险主业的发展。个股来看，截止 3 月 5 日，上市险企 2021E PEV 位于 0.63x-0.99x，我们推荐负债端复苏较快、大健康大养老产业布局完善的太保。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净回笼 300 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，回笼 800 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。价方面，本周资金利率下行。R001 下行 60bp 至 1.61%，R007 下行 37bp 至 2.00%，DR007 下行 25bp 至 1.97%。SHIBOR 隔夜利率下行 53bp 至 1.57%。同业存单发行利率下行。1 年期国债收益率上行 3bp 至 2.63%，10 年期国债收益率下行 4bp 至 3.24%，期限利差缩小 7bp 至 0.62%。我们认为，三月高频小额的逆回购投放显示流动性仍较为充裕，货币政策整体将延续稳健导向，更加灵活精准、合理适度，实现经济稳增长和防风险之间的平衡。而随着经济恢复的延续和通胀预期的升温，我们预期十年期国债收益率仍有提升空间。

- **多元金融观点：**关注后续受益于拉动经济政策的信托、金控板块。
- **风险因素：**新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，金融监管政策收紧，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、保险销售低于预期、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

## 目录

证券业务概况及一周点评.....	6
保险业务概况及一周点评.....	错误!未定义书签。
市场流动性追踪.....	错误!未定义书签。
行业新闻.....	错误!未定义书签。

## 表目录

表 1: 2021/3/1~2021/3/7 央行操作和债券发行与到期 (亿元) .....	9
--	---

## 图目录

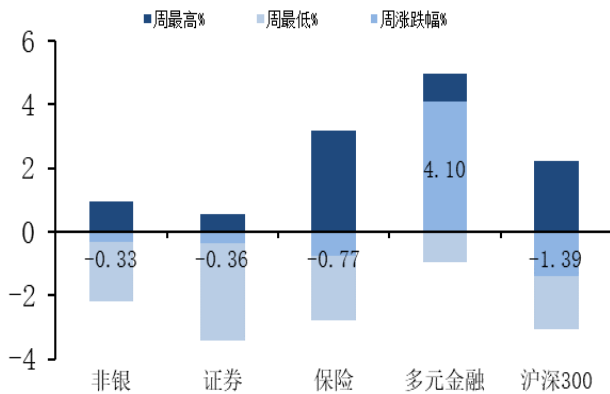
图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 1.06%.....	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 7.73%.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-13.75%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 525、2251 亿元.....	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 12223 亿元.....	7
图 7: 本周两融余额较上周+0.30%.....	7
图 8: 本周股票质押市值较上周-4.82%.....	7
图 9: 证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模.....	7
图 10: 券商板块 PB 1.87.....	7
图 11: 人身险单月保费 (亿元) 及增速.....	8
图 12: 财产险单月保费 (亿元) 及增速.....	8
图 13: 健康险单月保费 (亿元) 及增速.....	8
图 14: 保险资金运用结构.....	8
图 15: 财产公司各险种增速 (%).....	9
图 16: 各险种赔付支出增速.....	9
图 17: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	9
图 18: 上市险企 PEV.....	9
图 19: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	9
图 20: 地方债发行与到期.....	10
图 21: 同业存单发行与到期.....	10
图 22: 加权平均利率.....	10
图 23: shibor 隔夜拆借利率.....	10
图 24: DR007 和 R007.....	11
图 25: 同业存单到期收益率.....	11
图 26: 国债期限利差.....	11
图 27: 国债收益率 (%).....	11

## 证券业务概况及一周点评

### 证券业务:

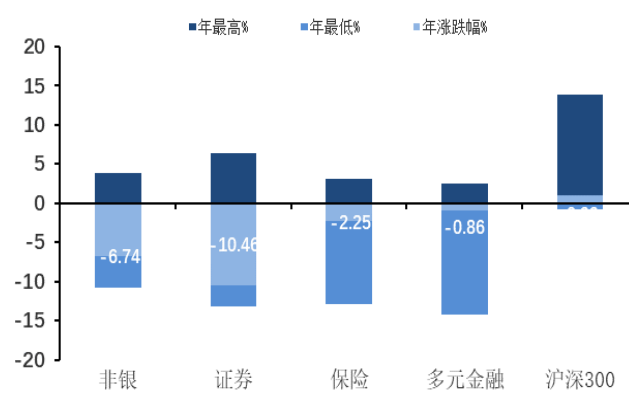
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 3584.63 亿股, 成交额 45023.80 亿元, A 股日均成交额 9004.76 亿元, 环比-13.75%, 日均换手率 1.29%, 环比-13.20bp。
- 投资银行:** 截至 3 月 5 日, 2021 年 IPO 承销规模为 524.93 亿元, 再融资承销规模为 2251.34 亿元; 券商债券承销规模为 12223.20 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 3 月 4 日, 两融余额 16750.34 亿元, 较上周+0.30%, 占 A 股流通市值 2.57%; (2) 股票质押: 截至 3 月 5 日, 场内外股票质押总市值为 42331.79 亿元, 较上周-4.82%。
- 证券投资:** 上证综指报 3501.99 点, -0.20%; 深证指数报 14412.31 点, -0.66%; 沪深 300 指数报 5262.80, -1.39%; 创业板报 2871.97, -1.45%; 中证综合债(净价)指数报 98.14, 8bp。
- 资产管理:** 截至 2020 年 9 月底, 证券公司及资管子公司资管业务规模 9.49 万亿元, 其中单一资产管理计划 11497 只, 资产规模 6.98 万亿元, 集合资产管理计划 4187 亿元, 资产规模 2.00 万亿元, 证券公司私募基金规模 974 只, 资产规模 5232.51 亿元。

图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 1.06%



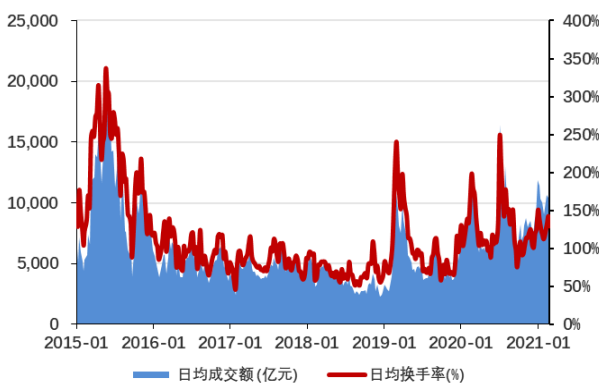
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 7.73%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比-13.75%



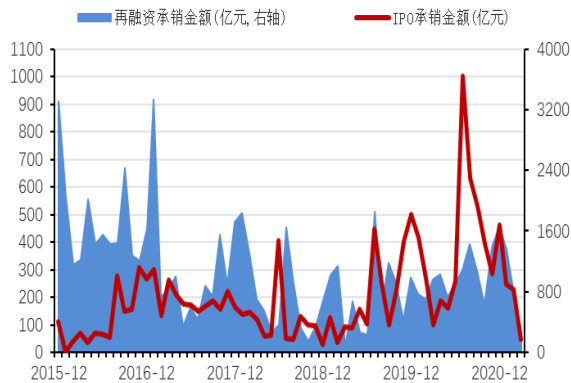
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 沪深 300 指数和中证综合债净价指数

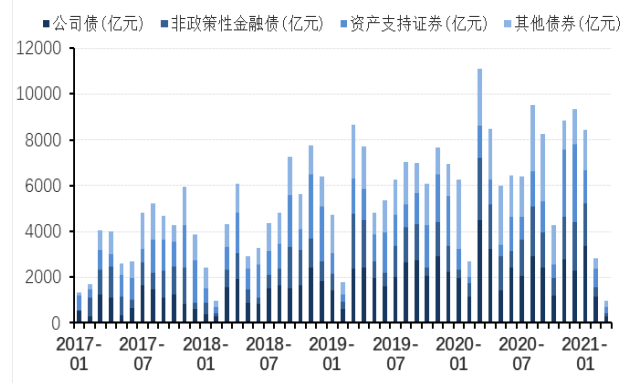


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

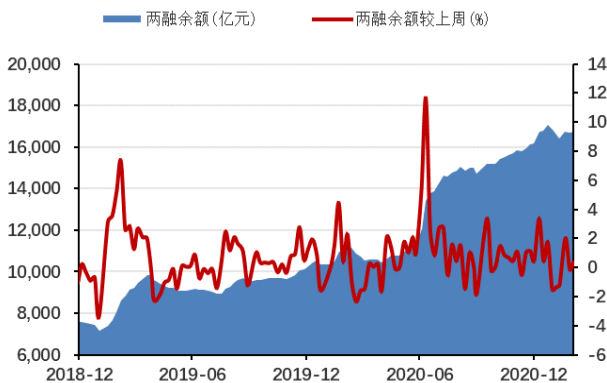


**图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 525、2251 亿元**


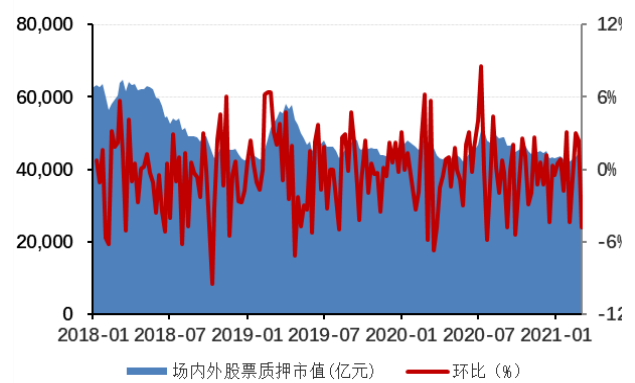
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 6：1 月以来债券承销规模 12223 亿元**


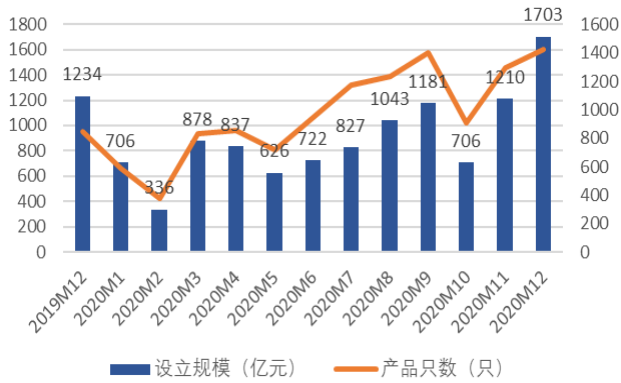
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 7：本周两融余额较上周+0.30%**


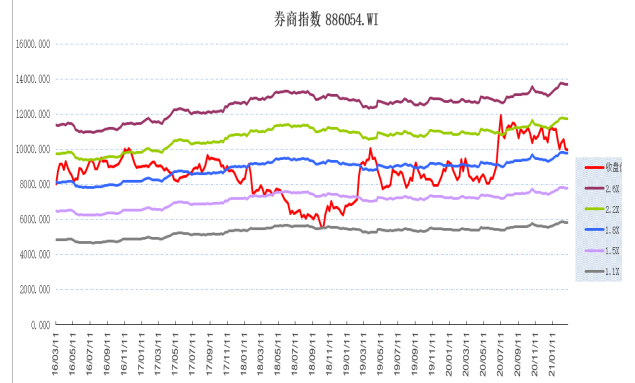
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 8：本周股票质押市值较上周-4.82%**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 9：证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：券商板块 PB 1.87**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

# 保险业务概况及一周点评

## 1. 行业动态

### 1月保费数据：1月寿险保费回暖，产险保费继续负增

1月保险行业实现原保费收入1万亿元，同比增长11.2%（前值6.13%，去年同期6.83%）。1月末，保险行业总资产23.9万亿元，同比增长13.1%（前值13.3%），行业资金运用余额22.0万亿元，同比增长+16.68%（前值17.02%）。

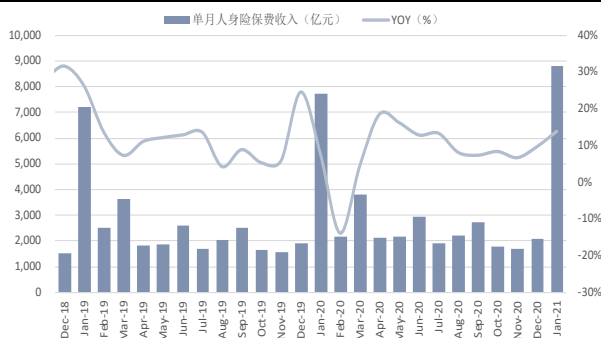
**寿险推动1月单月人身险增速回升。**1月人身险原保费收入8815.8亿元，同比+13.83%（前值7.53%，去年同期7.62%），其中寿险业务保费收入7481亿元，同比11.88%（前值5.4%，去年同期6.62%），健康险原保费规模8173亿元，同比+28.17%（前值15.66%，去年同期17.92%）。

**车险综改使得1月产险原保费增速继续回落。**1月产险原保费规模1277.9亿元，同比-4.35%（前值-11.67%，去年同期2.38%），其中源于车险综改影响，车险保费增速为-12.82%（前值0.7%）；非车险增速同比15.27%（前值+10.58%），其中企财险、农险、意外险增速较快，分别为15.5%、15.64%、15.2%，而工程险、保证保险、健康险有所承压，分别为-16.95%、-9.05%、-6.27%。

### 资金运用：债券和股票配置有所下降，另类投资占比增加

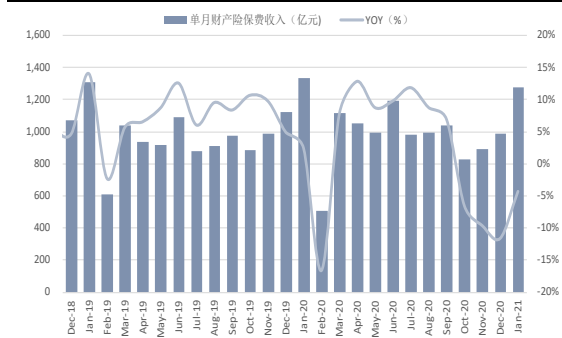
1月，保险行业投资资产为19.4万亿，同比增长19.5%（前值19.2%）。银行存款、债券投资、股票和基金、另类投资占比分别为11.82%/36.44%/13.44%/38.31%，环比分别-16bp、-15bp、-32bp、+63bp。1月十年期国债收益率上行3.6bp至3.18%。

图 11：人身险单月保费（亿元）及增速



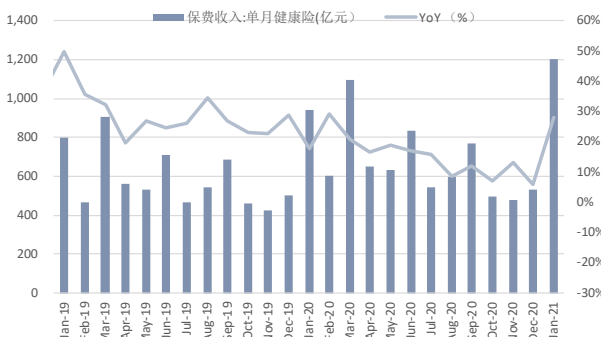
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：财产险单月保费（亿元）及增速



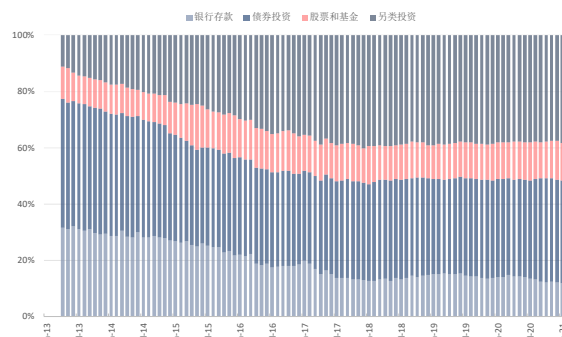
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：健康险单月保费（亿元）及增速



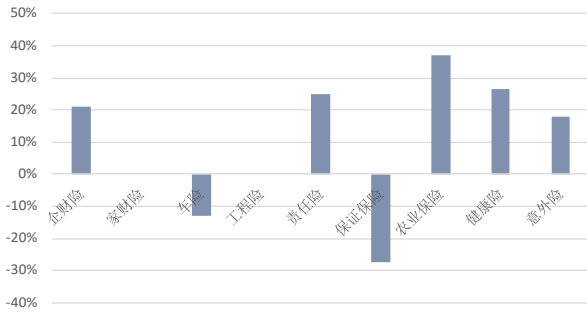
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：保险资金运用结构

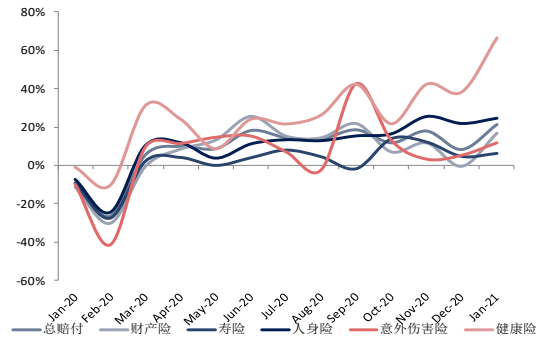


资料来源：Wind，信达证券研发中心

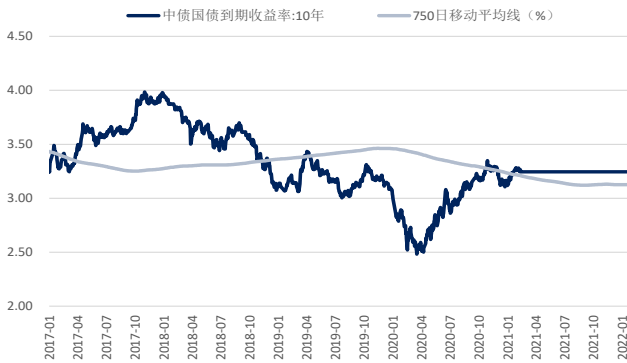


**图 15: 财产公司各险种增速 (%)**


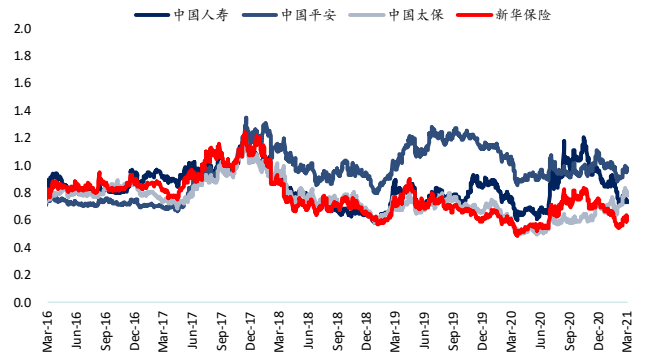
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 各险种赔付支出增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 上市险企 PEV**


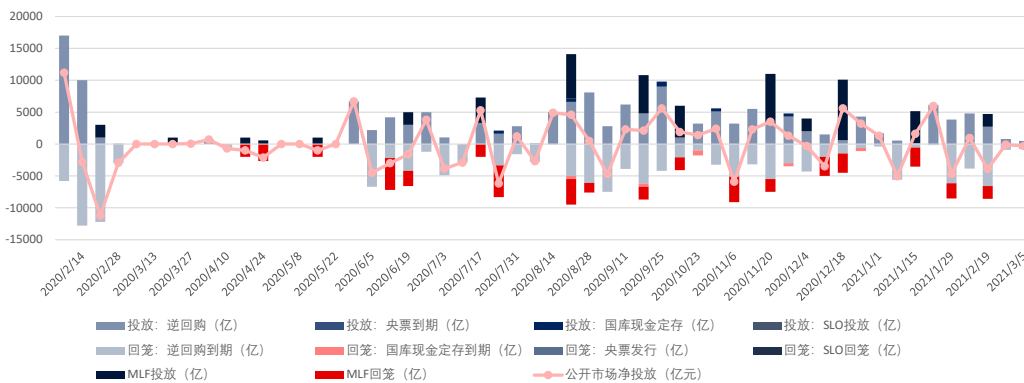
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 市场流动性追踪

本周央行公开市场净回笼 300 亿元, 其中逆回购投放 500 亿元, 回笼 800 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。

同业存单共发行 7403 亿元, 到期 4279 亿元, 净融资 3124 亿元。

地方债共发行 339.89 亿元, 到期 202.03 亿元, 净融资 137.86 亿元。

**图 19: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 1: 2021/3/1~2021/3/7 央行操作和债券发行与到期 (亿元)**

工具		发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	+500	-800	-300		
	14 天					

28 天

63 天

国库现金定  
存

MLF/TMLF

央行票据互  
换

-50

-50

SLO

同业存单

+7403

-4279

+3124

地方债

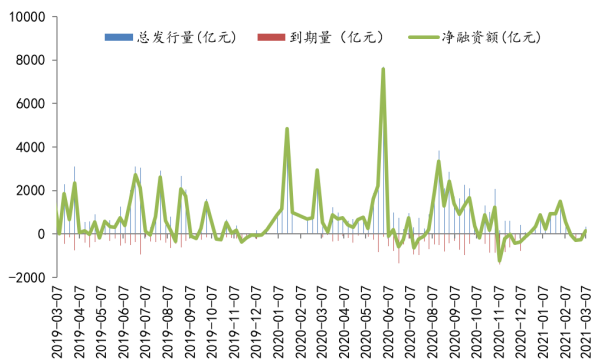
339.89

-202.03

+137.86

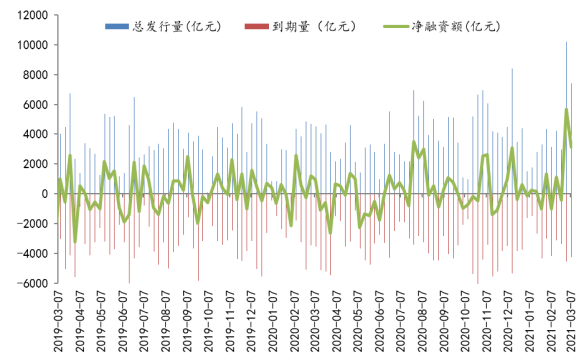
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 地方债发行与到期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 同业存单发行与到期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

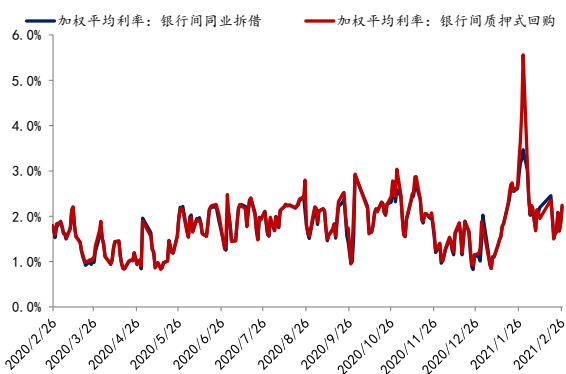
## 2、利率

**货币资金面:** 本周资金利率下行。R001 下行 60bp 至 1.61%，R007 下行 37bp 至 2.00%，DR007 下行 25bp 至 1.97%。SHIBOR 隔夜利率下行 53bp 至 1.57%。

本周同业存单发行利率下行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别 -5bp、-7bp、-11bp 至 2.29%、2.61%、2.75%。

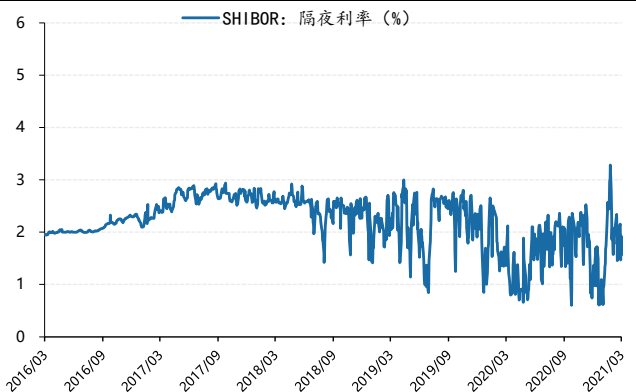
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率上行 3bp 至 2.63%，10 年期国债收益率下行 4bp 至 3.24%，期限利差缩小 7bp 至 0.62%。

图 22: 加权平均利率

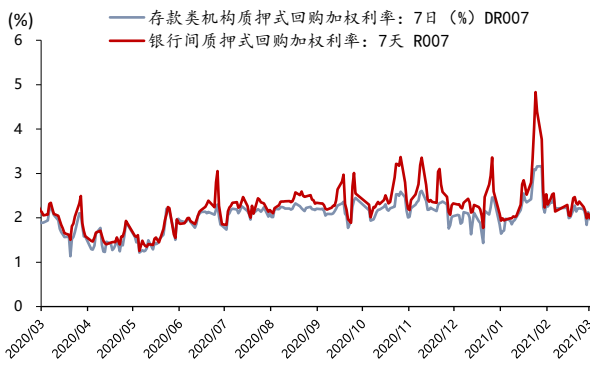


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: shibor 隔夜拆借利率



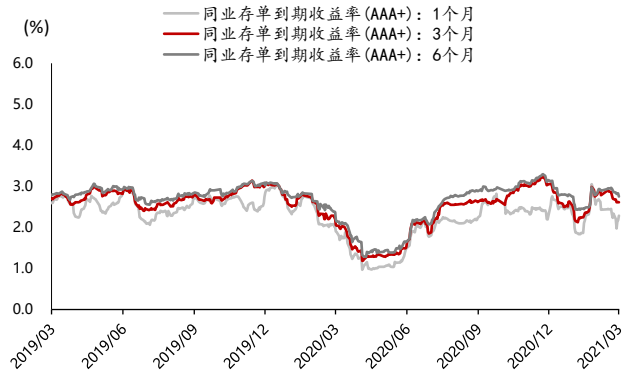
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 24: DR007 和 R007**


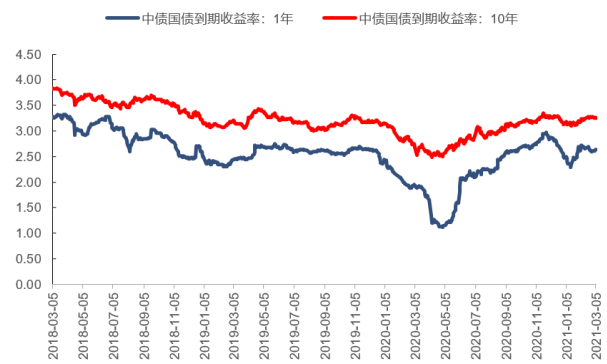
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 26: 国债期限利差**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 25: 同业存单到期收益率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 27: 国债收益率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 行业新闻

### 证券:

2021年3月5日, 中国人民银行发布关于《证券公司短期融资券管理办法(修订征求意见稿)》公开征求意见的通知。

2021年3月5日, 证监会引发2021年度立法工作计划, 力争年内出台的重点项目包括, 制定《欺诈发行上市股票责令回购实施办法(试行)》、《证券期货行政执法当事人承诺程序规定》; 修订《上市公司信息披露管理办法》《上市公司股权激励管理办法》《公司债券发行与交易管理办法》《公司债券发行与交易管理办法》《证券市场资信评级业务管理暂行办法》。

### 保险:

2021年3月2日, 银保监会主席郭树清在国新办新闻发布会上表示, 2021年银保监会将规范发展第三支柱养老保险, 实施更深层次的市场和机构改革。

2021年3月3日, 保险业协会发布《2020年寿险电话营销行业经营情况分析报告》, 2020年, 21家人身险公司经营电销业务, 累计实现规模保费136亿元, 同比下滑22.5%。

2021年3月4日, 银保监会官网页面更新, 肖远企升任银保监会副主席, 黄洪、祝树民两位原副主席到龄退休。

2021年3月4日, 银保监会发布消息, 近日, 银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议, 2020年第四季度末, 共178家保险公司纳入会议审议, 其平均综合偿付能力充足率为246.3%, 平均核心偿付能力充足率为234.3%。

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。