



Research and
Development Center

保险核心在利率，券商有望迎来反弹

非银金融行业

2021年3月21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

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

保险核心在利率，券商有望迎来反弹

2021年3月21日

本期内容提要:

- **核心观点:** 本周易主席在中国发展论坛上的讲话对注册制节奏、要求和发展目标进行了论述，我们认为全面注册制改革方向未变，当前处在控制资本市场容量、对上市公司质量提升环节，伴随科创板和创业板注册制中暴露出的问题得到解决，适合中长线资金入场的资本市场才可以形成。保险估值修复伴随利率上升继续进行。负债端短期内新单边际回暖，长期仍看健康养老发展，需要重视券商板块。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1.73x，历史1/4分位以下，且整体质押比例较2018年大幅下降（4.89vs13.88%），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、招商、天风、太保、新华等。
- **市场回顾:** 本周主要指数下行，上证综指报3404.66点，-1.40%；深证指数报13606.00点，-2.09%；沪深300指数报5007.09，-2.71%；创业板报2671.52，-3.09%；中证综合债（净价）指数报98.20，+5bp。沪深两市A股日均成交额7524.33亿元，环比-13.25%，两融余额16527.03亿元，较上周+0.10%。个股方面，券商：方正证券+2.94%，中信证券+0.84%；保险：中国人保-1.32%，中国人寿-3.03%，新华保险-4.59%；多元金融：华铁应急+8.33%，海德股份+5.21%，经纬纺机+4.07%。
- **证券业观点:** 年初证监会下发《首发企业现场检查规定》，包括现场检查适用范围、检查对象与程序、监管管理措施等内容，现场检查是监管部门资料审核的重要辅助手段。首批被抽查的20家公司，有16家撤回申请材料，信披质量抽查名单撤材料比例为80%，抽查企业集中撤材料引发监管关注。近期IPO申报有所收紧，各地证监局提高IPO辅导验收要求，压实中介机构责任，从源头上提高上市公司质量。监管在重要会议上发声，要求处理好实行注册制与提高上市公司质量、压实中介机构责任、保持市场平稳运行、明确交易所审核职能定位、加快证监会发行监管转型、强化廉洁风险防范等6方面关系，稳步推进注册制改革，为资本市场高质量发展奠定坚实基础。

本周中信证券发布2020年报，总营收、净利润分别增长26%、22%。报告期内公司加速扩表，杠杆倍数从4.07升至4.59，总资产超过万亿公司经纪、投行、资管三个高ROA业务高增，公司年化ROE同比提升0.67个百分点至8.43%。从行业龙头业绩表现可以看出，行业财富管理加速转型，产品不断丰富、投顾队伍加速扩充，金融产品代销规模与收入大增，成为公司新业绩增长点。在主动管理能力大幅提升的背景下，券商资管业务已逐渐抵消资管新规的负面影响，在总体规模继

续压缩的情况下，收入已进入回升通道。得益于国家鼓励投资端建设、居民存款“搬家”，公募基金行业迎来历史性发展机遇，参股/控股公募基金贡献突出。

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。当前行业平均估值 PB 1.73 倍，处于历史 1/4 分位一下。建议关注：中信证券、招商证券、中金公司、天风证券及第一创业。

- **保险业观点：** 3月19日，银保监会发布《关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则〉的决定》，对《实施细则》进行修改以保持和《条例》的一致性。主要修改内容有：1) 明确外资保险公司的外方股东。《实施细则》修改后将外资保险公司入股的外方股东由原来仅限于外国保险公司扩展至外国保险公司、外国保险集团公司和其他境外金融机构三类。2) 明确外国保险集团公司和境外金融机构准入条件。外国保险集团公司准入条件参照外国保险公司设定，对于境外金融机构成为外资保险公司股东的，适用《保险公司股权管理办法》相关规定。3) 完善股东变更和准入要求。拟受让方为外国保险公司或保险集团公司，应符合《条例》和《实施细则》要求。4) 保持制度一致性，取消外资股比限制。外国保险公司或者保险集团作为外资保险公司股东，持股比例可达 100%。

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 年期国债利率位于 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久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，预计利好政策将在今年逐渐落地。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。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 19 日，上市险企 2021E PEV 位于 0.58x-0.94x，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 0 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，回笼 500 亿元；MLF 投放 1000 亿元，回笼 1000 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。价方面，本周资金利率上行。R001

上行 33bp 至 2.16%，R007 上行 13bp 至 2.19%，DR007 上行 7bp 至 2.18%。SHIBOR 隔夜利率上行 35bp 至 2.14%。同业存单发行利率下行。1 年期国债收益持平 2.63%，10 年期国债收益率下行 2bp 至 3.24%，期限利差缩小 2bp 至 0.61%。近期央行公开市场操作通过小额高频维持紧平衡。考虑到通胀预期回升、二月信贷投放依然高增，经济整体复苏趋势不变，我们预计资金面或将维持紧平衡。下阶段货币政策还是以稳为主，政策保持连续性和可持续性，恢复经济的同时防范金融风险，在总量政策收紧下，加大精准导向。

- **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.....	8
市场流动性追踪.....	8
行业新闻.....	10

表目录

表 1: 2021/3/15~2021/3/21 央行操作和债券发行与到期 (亿元)	8
--------------------------------------------------	---

图目录

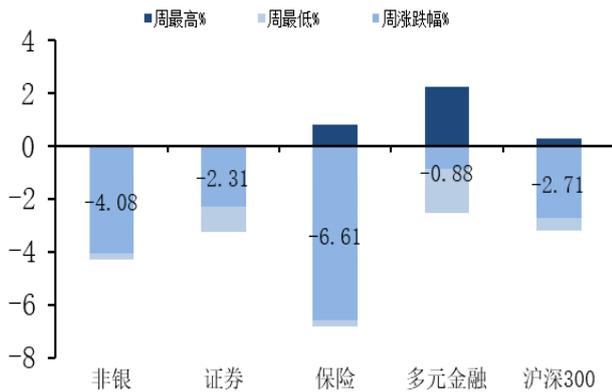
图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.37%.....	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.39%.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-13.25%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 616、2511 亿元.....	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 16579 亿元.....	7
图 7: 本周两融余额较上周+0.10%.....	7
图 8: 本周股票质押市值较上周-2.90%.....	7
图 9: 证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模.....	7
图 10: 券商板块 PB 1.73.....	7
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	8
图 12: 上市险企 PEV.....	8
图 13: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	8
图 14: 地方债发行与到期.....	9
图 15: 同业存单发行与到期.....	9
图 16: DR007 和 R007.....	9
图 17: 同业存单到期收益率.....	9
图 18: 国债期限利差.....	10
图 19: 国债收益率 (%).....	10

证券业务概况及一周点评

证券业务:

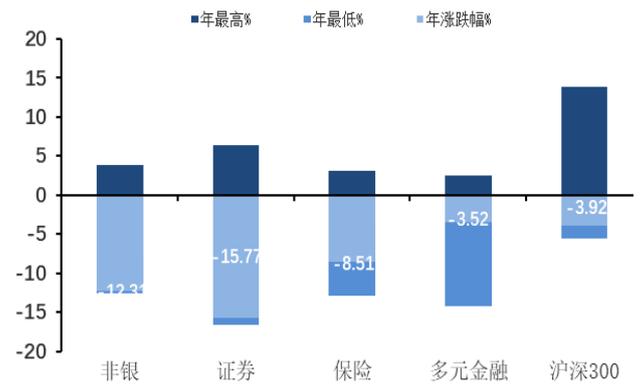
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 3307.39 亿股, 成交额 37621.67 亿元, A 股日均成交额 7524.33 亿元, 环比-13.25%, 日均换手率 1.20%, 环比-11.49bp。
- 投资银行:** 截至 3 月 19 日, 2021 年 IPO 承销规模为 616.14 亿元, 再融资承销规模为 2510.70 亿元; 券商债券承销规模为 16579.29 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 3 月 18 日, 两融余额 16527.03 亿元, 较上周+0.10%, 占 A 股流通市值 2.57%; (2) 股票质押: 截至 3 月 19 日, 场内外股票质押总市值为 40933.56 亿元, 较上周-2.90%。
- 证券投资:** 上证综指报 3404.66 点, -1.40%; 深证指数报 13606.00 点, -2.09%; 沪深 300 指数报 5007.09, -2.71%; 创业板报 2671.52, -3.09%; 中证综合债(净价)指数报 98.20, +5bp。
- 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, 证券公司私募子公司私募基金规模 974 只, 资产规模 5232.51 亿元。

图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.37%



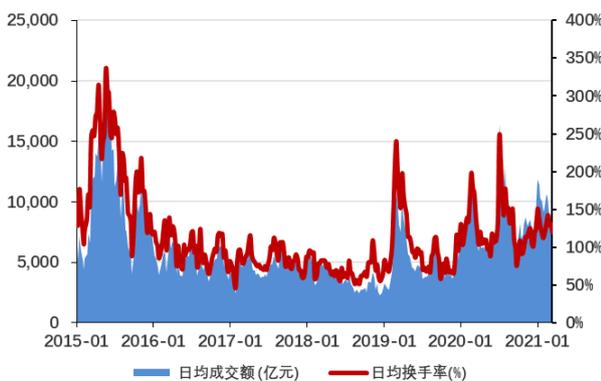
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.39%



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-13.25%

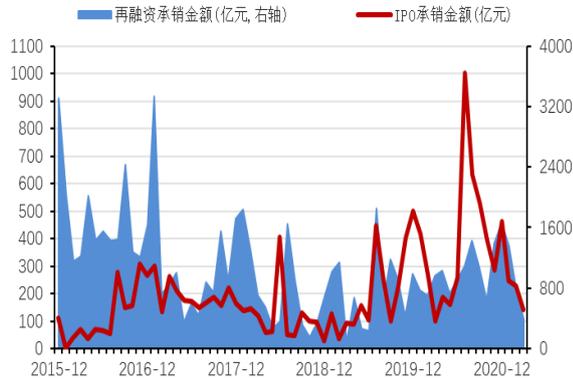


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

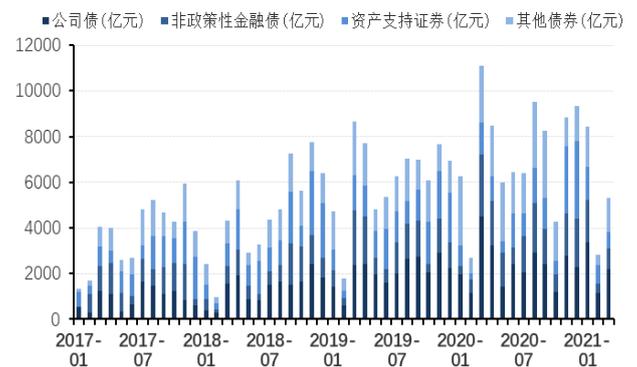
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



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 616、2511 亿元


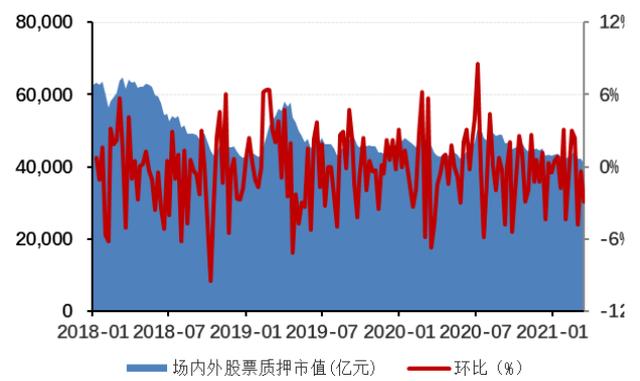
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 16579 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+0.10%

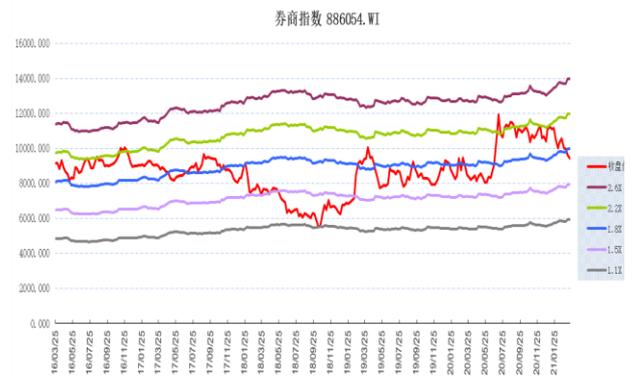

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-2.90%


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 1.73


资料来源：Wind，信达证券研发中心

保险业务概况及一周点评

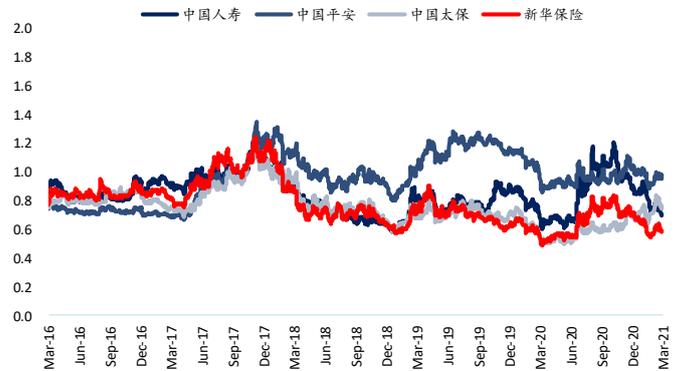
1. 行业动态

图 11: 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 12: 上市险企 PEV



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

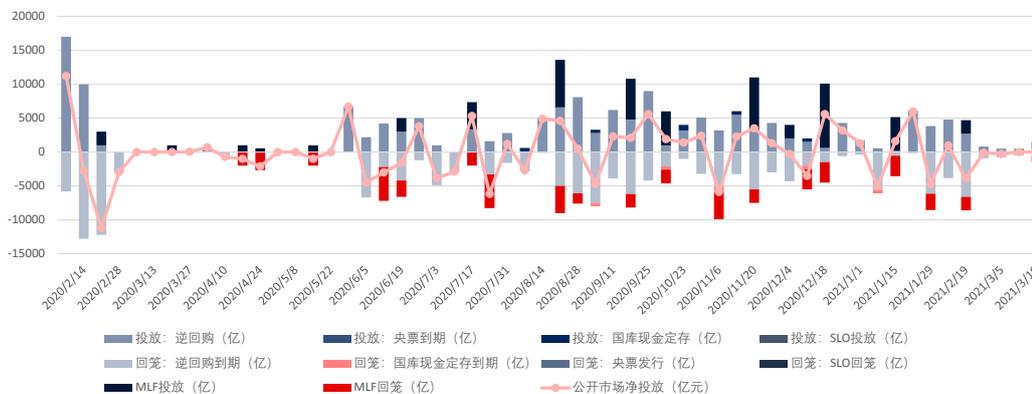
市场流动性追踪

本周央行公开市场净回笼 0 亿元, 其中逆回购投放 500 亿元, 回笼 500 亿元; MLF 投放 1000 亿元, 回笼 1000 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。

同业存单共发行 5012.8 亿元, 到期 6017.5 亿元, 净融资-1004.7 亿元。

地方债共发行 914.66 亿元, 到期 603.25 亿元, 净融资 311.41 亿元。

图 13: 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: 2021/3/15~2021/3/21 央行操作和债券发行与到期 (亿元)

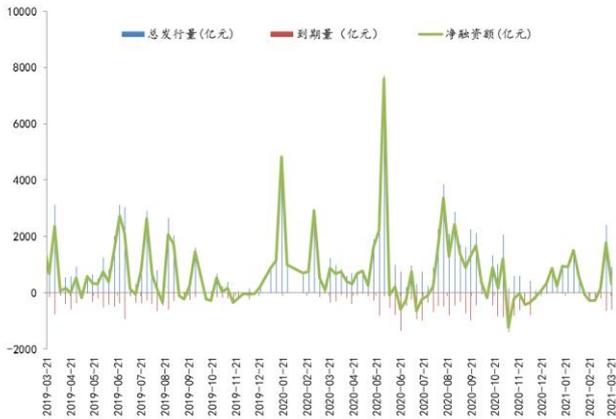
工具		发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	+500	-500	0		
	14 天					
	28 天					
	63 天					
国库现金定存						
MLF/TMLF		1000	-1000			

央行票据互
 换

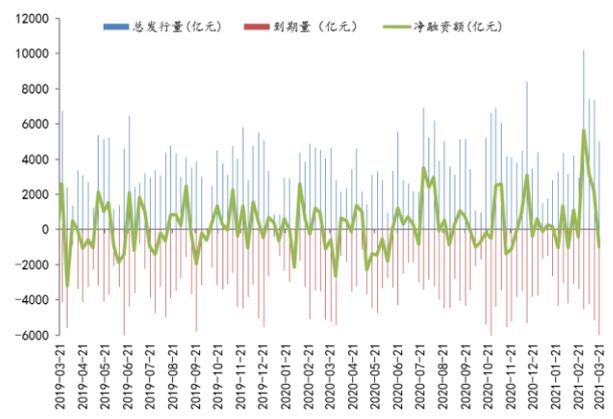
SLO

同业存单	+5012.8	-6017.5	-1004.7
地方债	+914.66	-603.25	+311.41

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 地方债发行与到期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 同业存单发行与到期


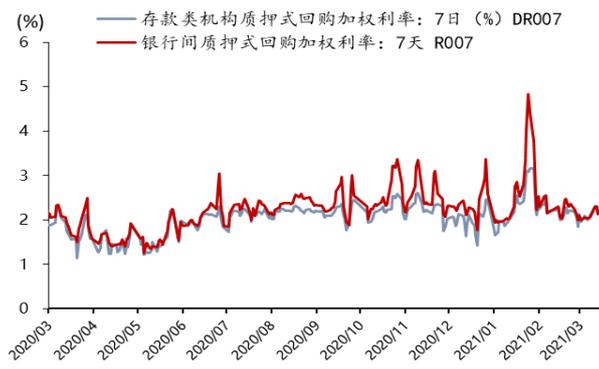
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、利率

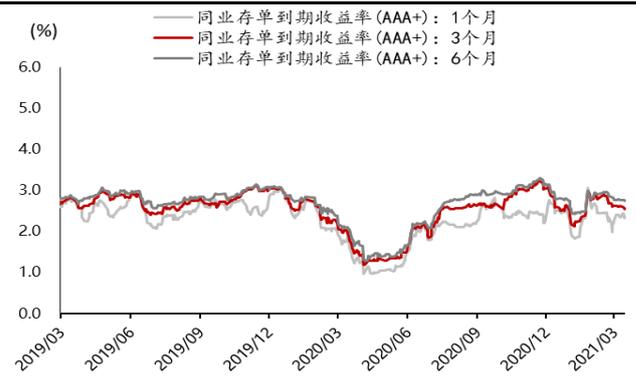
货币资金面: 本周资金利率上行。R001 上行 33bp 至 2.16%，R007 上行 13bp 至 2.19%，DR007 上行 7bp 至 2.18%。SHIBOR 隔夜利率上行 35bp 至 2.14%。

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 -3bp、-8bp、-3bp 至 2.32%、2.54%、2.74%。

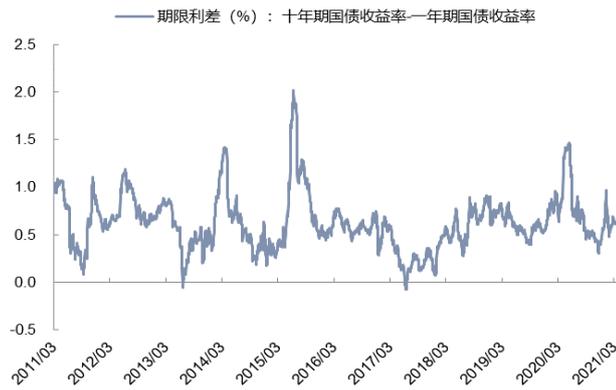
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率持平 2.63%，10 年期国债收益率下行 2bp 至 3.24%，期限利差缩小 2bp 至 0.61%。

图 16: DR007 和 R007


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 同业存单到期收益率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 国债期限利差


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19: 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19日，证监会发布修订后的《上市公司信息披露管理办法》。

2021年3月19日，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》及配套规定。

保险：

2021年3月12日，据民政部消息，养老服务部际联席专题会议在京召开，会议强调推动养老服务与基本养老保险、长护险等相衔接。

2021年3月15日，众安在线发布公告，2021年前2月累计原保费收入约30.95亿元，同比增长20.66%。

2021年3月16日，中国太平发布公告，2021年前2月原保费收入494.72亿元，同比增4.77%。其中，太平人寿原保费收入434.67亿元，同比增3.92%；太平财险原保费收入45.3亿元，同比增2.21%；太平养老原保费收入14.75亿元，同比增54.29%。

2021年3月16日，商务部与中国信保联合发布《关于进一步发挥出口信用保险作用 加快商务高质量发展的通知》。

2021年3月19日，银保监会发布修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》，进一步明确外国保险集团公司和境外金融机构投资外资保险公司的准入标准，取消外资股东持股比例限制。

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	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。