



Research and
Development Center

券商资管发力公募业务，保险负债端压力仍在

非银金融行业

2021年4月25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

券商资管发力公募业务，保险负债端压力仍在

2021年4月25日

本期内容提要:

- **核心观点:** 本周国君资管正式收到换发的经营证券期货业务许可，正式开拓公募业务，中金、中信、中信建投也均在今年宣布设立资管子公司。我们认为当前财富管理发展大背景下，财富管理和投行有望推动证券公司 ROE 提升，2020 年中信建投(18.18%)、中金公司(13.52%)已超过高盛(10.9%)和摩根士丹利(12.7%)。在行业减值准备已经较为充分、资产质量夯实的情况下，估值处在低位，券商反弹可期。草根调研了解到，4月保费仍然不佳，我们认为这是由于年初开门红和新老重疾切换带来的客户透支以及代理人培训导致触达客户不足，当前处于负债端全年低点，中长期拐点还需看养老险和医疗险，当前估值较低但上涨亦无明显动力。我们认为券商板块性价比优于保险。推荐关注：东方财富、中信证券、招商证券、天风证券、中国太保等。
- **市场回顾:** 本周主要指数上行，上证综指报 3474.17 点，+1.39%；深证指数报 14351.86 点，+4.60%；沪深 300 指数报 5135.45，+3.41%；创业板报 2994.49，+7.58%；中证综合债（净价）指数报 98.61，+0.11bp。沪深两市 A 股日均成交额 7940.43 亿元，环比+14.95%，两融余额 16722.74 亿元，较上周+0.93%。个股方面，券商：中金公司+9.30%，方正证券+8.41%，兴业证券+5.53%；保险：中国人寿+4.83%，新华保险+0.70%，中国人保 0.00%；多元金融：华铁应急+4.26%，南华期货+3.56%，瑞达期货+2.44%。
- **证券业观点:** 近年来我国居民财富快速增长，“房住不炒”、“存款搬家”、资管新规下“保本产品”退出历史舞台的大背景下，原本投资于房地产、银行储蓄和刚兑产品的居民财富将流向更加广阔的财富管理市场，未来十年中国财富管理市场是蓝海。作为居民财富与资本市场的重要媒介，券商在财富管理领域大有可为。在投行创设、资管配置、财富管理销售的完整财富管理业务链条上，券商具备独特竞争优势。今年来，各家头部券商加大公募基金的布局力度，4月20日国泰君安资管获得开展公募业务许可，公司对资管开展公募业务的重视程度上升到公司战略层面，国君调整内部架构，出台大资管业务的战略规划，从战略高度开展公募业务。此外，2020年7月证监会就“一参一控”放宽至“一参一控一牌”公开征求意见，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌公司，政策的放宽意味着已控股基金公司的券商资管子公司还可以获得公募牌照，为券商加入公募行业提供便利。2021年各头部积极布局全资资管子公司并开展公募业务，年初中信证券设立全资子公司，从事证券资管、公募基金管理及其他业务；3月底中金公司拟设立全资资管子公司，4月22日晚中信建投申请设立圈子资管子公司，向获得公募牌照更进一步。

券商申请全资资管子公司并开展公募业务在发展财富管理业务和提升资管规模与收入方面意义重大。第一，虽然行业内大多数券商已有参

股和控股的基金公司，但是相比之下全资控股的公募基金灵活性更大，未来资管子公司公募基金是公司财富管实现产品差异化竞争、客户资产的获取与留存的重要倚仗。第二，资管新规净值化管理要求下，券商资管总规模下降，各大资管及其资管子公司发力主动管理，公募业务是加速规模增长的重要版图，公募业务将为券商资管规模爆发式增长创造可能性。

我们认为注册制改革方向未变，高层高度关注上市公司质量提升，创造利于更多中长期资金入市的资本市场我我我我市场环境，实现高质量发展。资本市场改革稳步推进，综合实力强的龙头券商将充分受益。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 1.75倍，处于历史1/4分位以下。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：**4月22日，中国平安发布一季报。一季度归母净利润同比+4.5%，其中对华夏幸福减值计提182亿元，影响税后归母净利润-100亿元。营运利润同比+8.9%。寿险业务方面，受新单规模拉动利好，负债端一季度NBV表现较为亮眼，但新业务价值率和代理人数量依然承压。尽管3、4月份新单增长承压，考虑到平安1) 二季度将加大增员力度，2) 公司持续推进“产品+”策略，新重疾定义下围绕不同客户分层的产品体系更加健全，健康增值服务更加完善，代理人通过培训将更加适应新重疾产品销售，3) 寿险渠道改革进入全面推广阶段，改革成效将逐步显现，我们预计负债端增长有望保持平稳，全年NBV或将恢复正增长。产险业务方面，信用保证保险赔付率下降推动整体综合成本率下降1.3pct至95.2%。而车险受综改影响赔付率抬升，叠加去年疫情影响下较低赔付率，使得车险整体综合成本率抬升。投资业务方面，受减值计提加大以及权益市场波动影响，总投资收益率下降0.3pct至3.1%。目前股价已充分反映了华夏幸福资产减值风险。建议持续关注。

4月22日，银保监会人身险部发布《关于短期健康险续保表述备案事项的通知》，要求人身险公司对备案产品条款进行调整，并制定方案在已售保单保险期间届满后以表述规范的产品予以替换，对于主动停售的产品，严禁以监管规定为由对消费者进行虚假宣传。具体内容包括1) 续保条款必须表示为“非保证续保”，必须包含“本产品保险期间为一年”，2) 条款中不得包含“本产品可续保至XX周岁”、“续保时最高年龄可至XX周岁”等类似表述，3) 条款中不得包含“您重新投保时，我们不会因为被保险人的健康状况变化或者理赔情况而拒绝您的投保申请”等表述，4) 不得包含“续保时我们将以您首次投保时的身体状况和健康告知进行核保”或“续保时我们不再对您的身体状况进行审核”等类似表述等。我们认为，《通知》严禁短险长做误导消费者，一旦赔付率超预期就停售，损害投资者利益。此举有助于引导短期健康险的规范经验，保护消费者合法权利，维护市场公平竞争秩序。

展望今年，负债端：4月新单保费降幅较3月进一步扩大，上市险企4

月新单平均降幅超过 50%，主要延续了前期开门红和重疾炒停对保费的透支，以及代理人还未适应新重疾产品的销售以及来自续期保费的压力。我们判断随着 5 月各家险企聚焦增员，并继续打造高质量代理人队伍，代理人逐步适应新重疾定义下产品销售，且重疾切换以来上市险企重疾竞争态势有所改善，我们预计负债端压力有望逐步缓解。资产端，二季度经济的持续修复对长债利率形成支撑，有望推动估值修复。长期来看，今年将加大第三支柱养老保险建设，险企大力推进健康和养老生态圈建设反哺保险主业，我们预计长期来看医疗险和养老险将成为重要发力点。当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021E PEV 分别为 0.75x、0.87x、0.61x、0.53x，具备较高的安全边际。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净投放 0 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，回笼 500 亿元。下周有 500 亿元逆回购、561 亿元 TMLF 到期。价方面，本周资金利率小幅波动。加权平均银行间同业拆借利率上行 3bp 至 2.07%，银行间质押式回购利率上行 6bp 至 2.05%。R001 下行 1bp 至 1.96%，R007 下行 5bp 至 2.11%，DR007 下行 7bp 至 2.10%。SHIBOR 隔夜利率持平 1.94%，SHIBOR7 天利率下行 6bp 至 2.14%。同业存单发行利率上行。1 年期国债收益率下行 9bp 至 2.46%，10 年期国债收益率持平 3.17%，期限利差扩大 8bp 至 0.71%。4 月缴税期间，央行并未大幅投放，资金面仍然保持相对宽松的局面。4 月以来全球大宗商品再度反弹，通胀压力再度上升，叠加美国财政刺激使得外部需求拉动仍然旺盛，PPI 仍有上行空间。随着国内经济的持续复苏，长端利率也有上行动力。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: 4/17-4/23 央行公开市场操作 (亿元)	8
------------------------------------	---

图 目 录

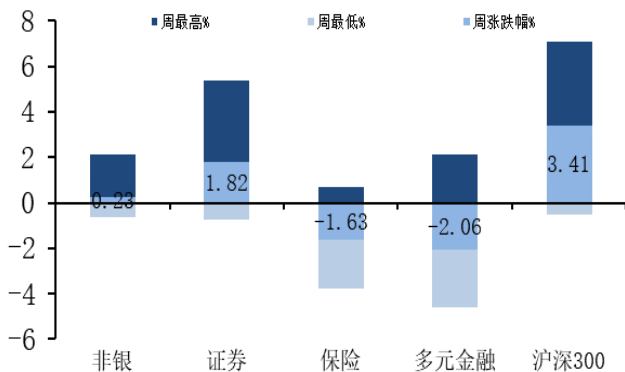
图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.59%.....	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 13.48%.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比+14.95%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1000 亿元、4473 亿元.....	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 28828 亿元.....	7
图 7: 本周两融余额较上周+0.93%.....	7
图 8: 本周股票质押市值较上周-0.94%.....	7
图 9: 券商资管规模持续压缩.....	7
图 10: 券商板块 PB 1.75.....	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: 加权平均利率.....	9
图 17: shibor 隔夜拆借利率.....	9
图 18: DR007 和 R007.....	10
图 19: 同业存单到期收益率.....	10
图 20: 国债期限利差.....	10
图 21: 国债收益率 (%).....	10

证券业务概况及一周点评

证券业务:

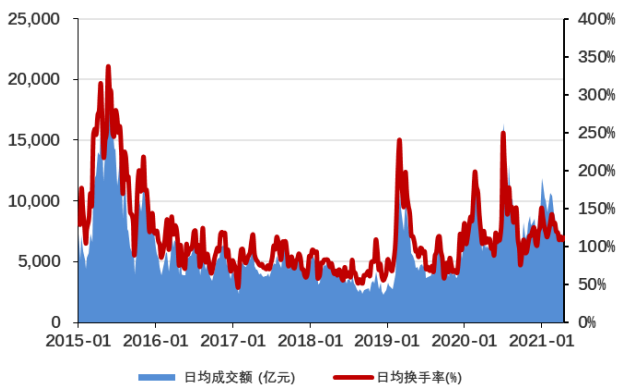
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 3105.24 亿股, 成交额 39702.17 亿元, A 股日均成交额 7940.43 亿元, 环比+14.95%, 日均换手率 1.12%, 环比+3.33bp。
- 投资银行:** 截至 4 月 23 日, 2021 年 IPO 承销规模为 1000.86 亿元, 再融资承销规模为 4473.20 亿元; 券商债券承销规模为 28828.39 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 4 月 22 日, 两融余额 16722.74 亿元, 较上周+0.93%, 占 A 股流通市值 2.57%; (2) 股票质押: 截至 4 月 23 日, 场内外股票质押总市值为 40785.45 亿元, 较上周-0.94%。
- 证券投资:** 上证综指报 3474.17 点, +1.39%; 深证指数报 14351.86 点, +4.60%; 沪深 300 指数报 5135.45, +3.41%; 创业板报 2994.49, +7.58%; 中证综合债(净价)指数报 98.61, +0.11bp。
- 资产管理:** 截至 2020 年 12 月底, 证券公司及资管子公司资管业务规模 8.55 万亿元, 其中单一资产管理计划 11406 只, 资产规模 5.92 万亿元, 集合资产管理计划 5448 亿元, 资产规模 2.09 万亿元, 证券公司私募子公司私募基金规模 989 只, 资产规模 5424.06 亿元。

图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.59%



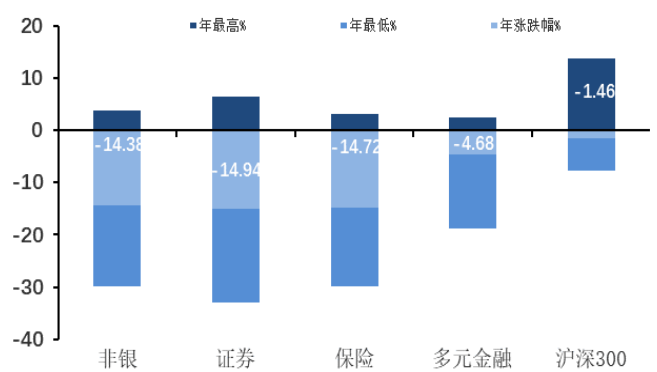
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比+14.95%



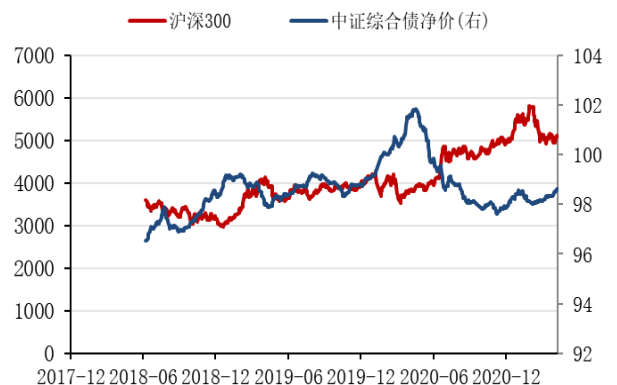
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 13.48%

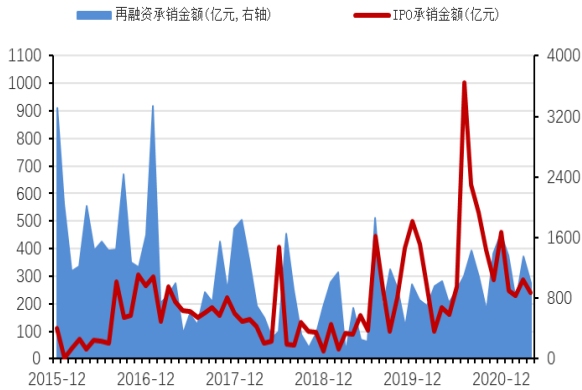


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

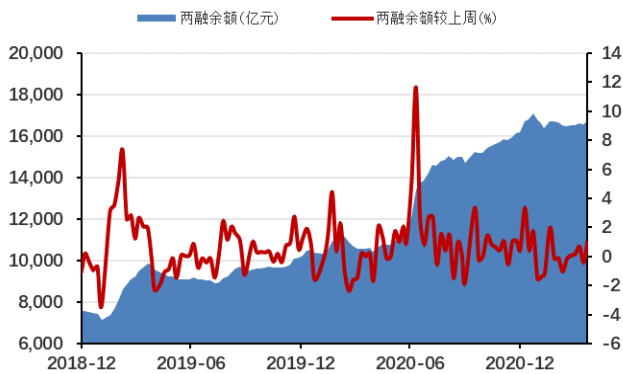
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债净价



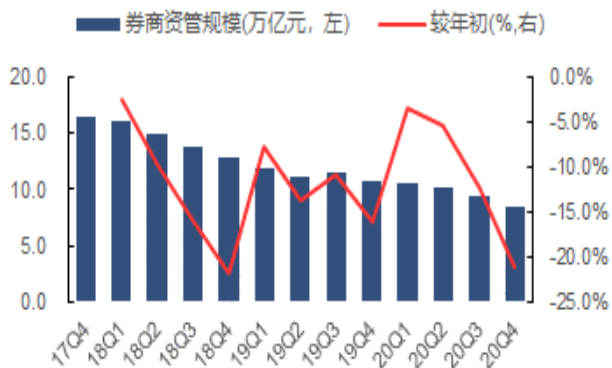
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1000 亿元、4473 亿元


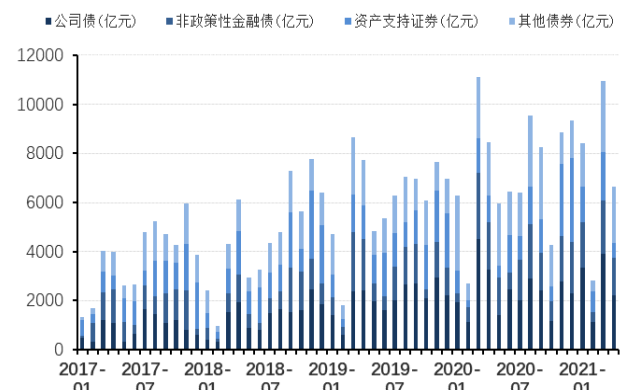
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.93%


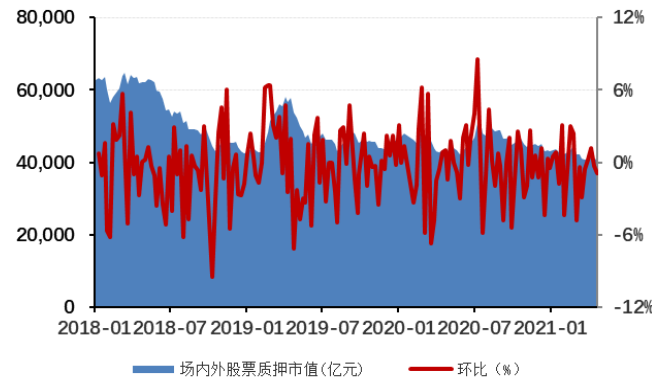
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：券商资管规模持续压缩


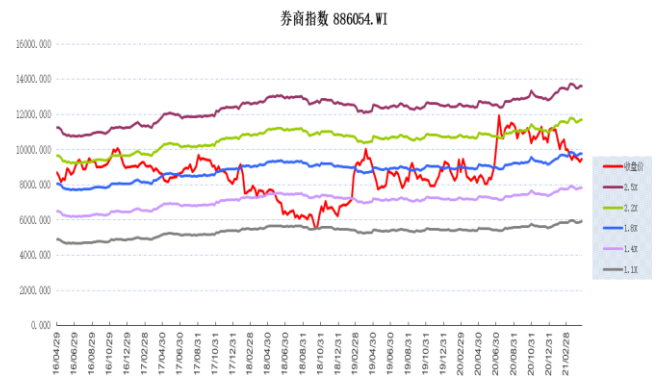
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 28828 亿元


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-0.94%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

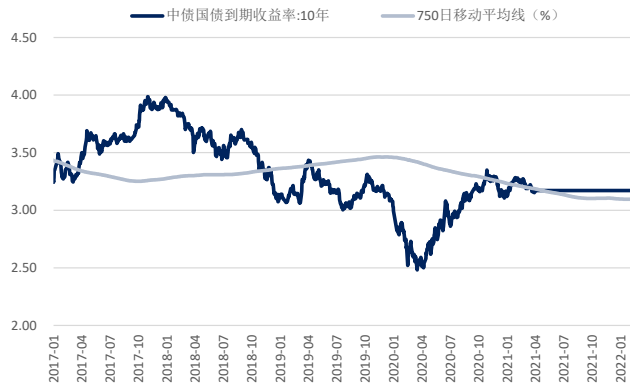
图 10：券商板块 PB 1.75


资料来源：Wind，信达证券研发中心

保险业务概况及一周点评

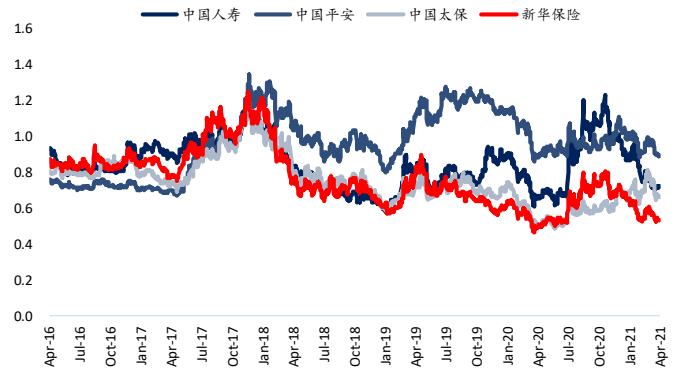
1. 行业动态

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

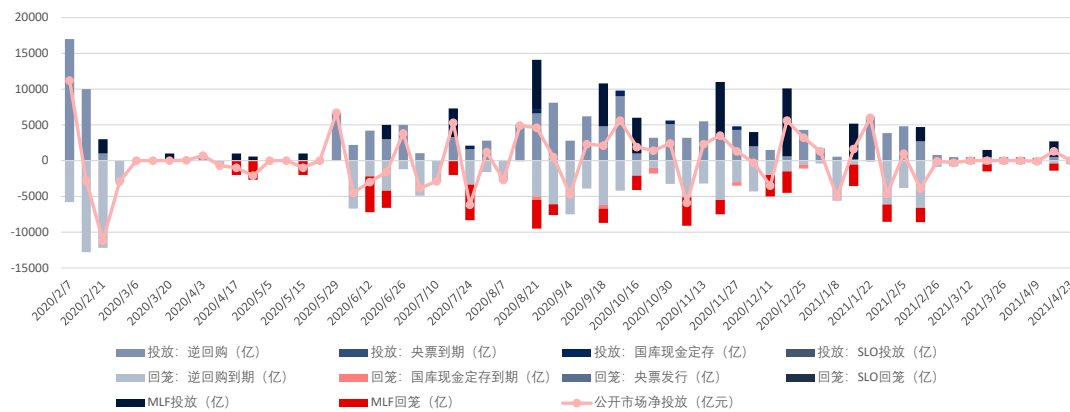
市场流动性追踪

本周央行公开市场净投放 0 亿元, 其中逆回购投放 500 亿元, 回笼 500 亿元。下周有 500 亿元逆回购、561 亿元 TMLF 到期。

同业存单共发行 6665.3 亿元, 到期 4632.7 亿元, 净融资+2032.6 亿元。

地方债共发行 2630.17 亿元, 到期 1081.23 亿元, 净融资+1548.94 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: 4/17-4/23 央行公开市场操作 (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					

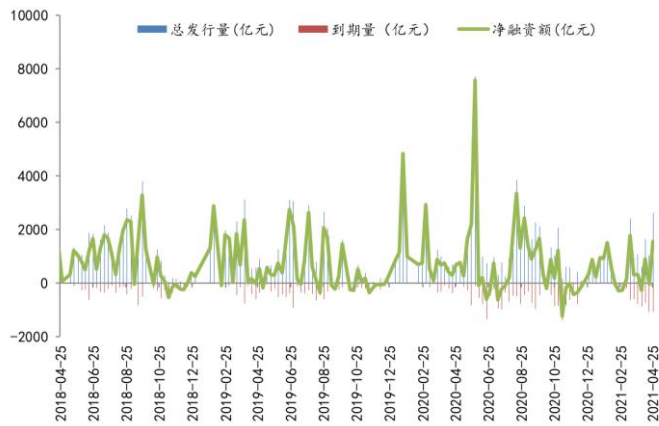
MLF/TMLF

 央行票据互
 换

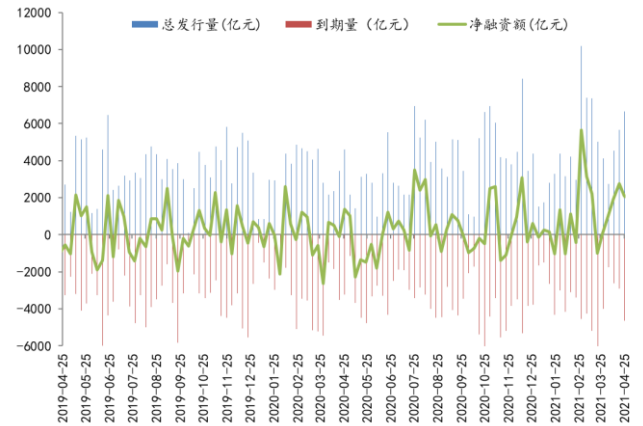
SLO

同业存单	+6665.3	-4632.7	+2032.6
地方债	+2630.17	-1081.23	+1548.94

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


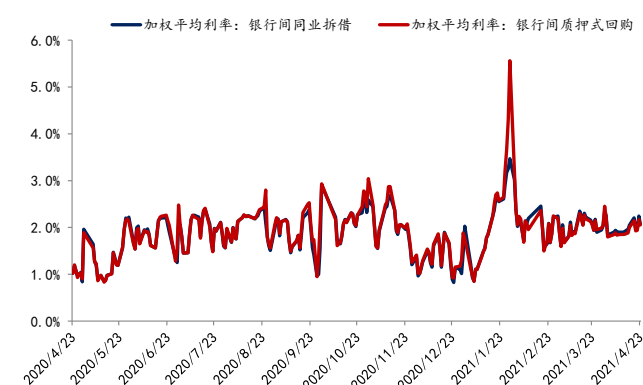
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、利率

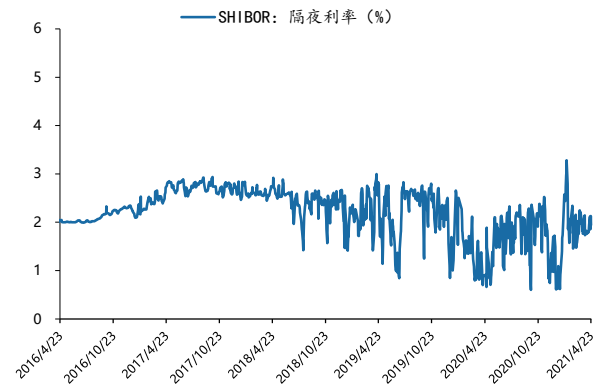
货币资金面: 本周资金利率小幅波动。加权平均银行间同业拆借利率上行 3bp 至 2.07%，银行间质押式回购利率上行 6bp 至 2.05%。R001 下行 1bp 至 1.96%，R007 下行 5bp 至 2.11%，DR007 下行 7bp 至 2.10%。SHIBOR 隔夜利率持平 1.94%，SHIBOR7 天利率下行 6bp 至 2.14%。

本周同业存单发行利率上行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别+1bp、+1bp、+3bp 至 2.20%、2.47%、2.68%。

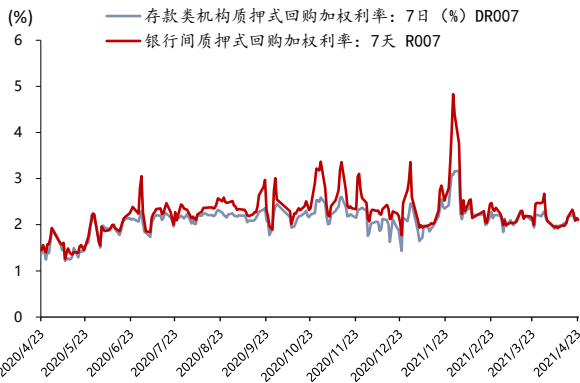
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率下行 9bp 至 2.46%，10 年期国债收益率持平于 3.17%，期限利差扩大 8bp 至 0.71%。

图 16: 加权平均利率


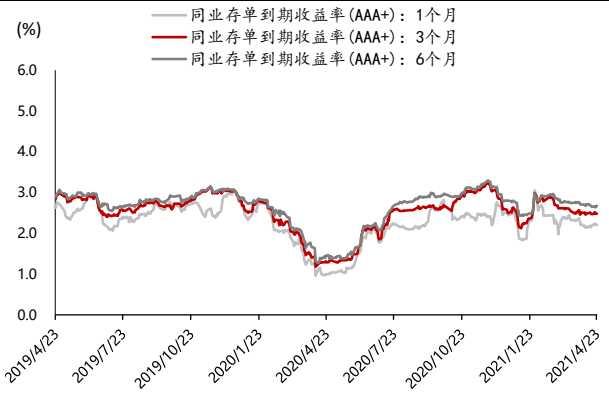
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: shibor 隔夜拆借利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: DR007 和 R007


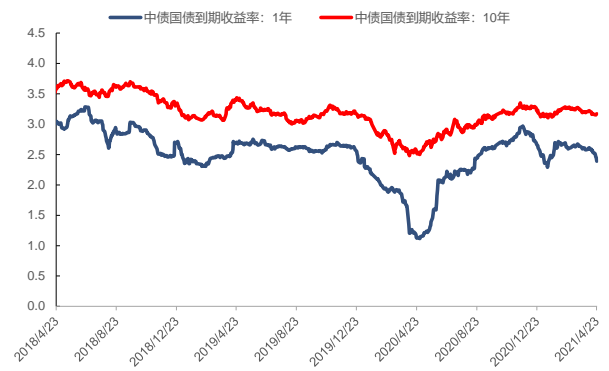
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 同业存单到期收益率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 国债期限利差


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 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 4 月 20 日, 国泰君安集团全资子公司——国泰君安资管收到中国证监会换发的经营证券期货业务许可证, 正式开拓公募业务。

2021 年 4 月 22 日, 中信建投公告拟出资 25 亿设立资管子公司。

2021 年 4 月 23 日, 证监会及沪深交易所正式受理首批 4 单基础设施公募 REITs 项目申报。

保险:

4 月 20 日, 银保监会副主席肖远企在博鳌亚洲论坛 2021 年年会上表示, “第三支柱养老保险非常重要, 但国内第三支柱整体占比非常低, 应该把不具备养老特征的大量个人资金供给转化为第三支柱的养老产品”。在提及养老理财产品管理办法的问题时, 肖远企表示, 将推动创新真正具有养老特征、按照养老金融规律运行的理财产品。

4 月 21 日, 中国人寿发布 2021 年一季度业绩预增公告, 预计 2021 年第一季度归属于母公司股东的净利润较 2020 年同期增加约人民币 94.00 亿元到人民币 128.18 亿元, 同比增长约 55%到 75%。

4 月 22 日, 中国平安发布公告, 2021 年一季度净利润 272.23 亿元, 同比增 4.5%。在人身险业务方面, 寿险及健康险新业务价值 189.8 亿元, 同比增 15.4%; 营运利润同比增长 4.2%至 255.80 亿元。同时, 平安寿险改革工程已进入全面推广实施阶段。在产险业务方面营运利润 51.19 亿元, 同比增长 15.2%, 整体综合成本率为 95.2%, 同比下降 1.3 个百分点。

4 月 22 日, 银保监会人身险部发布《关于短期健康险续保表述备案事项的通知》, 要求人身险公司对备案产品条款进行调整, 并制定方案在已售保单保险期间届满后以表述规范的产品予以替换, 对于主动停售的产品, 严禁以监管规定为由对消费者进行虚假宣传。

4月22日，中国平安发布公告称，董事会审议通过了《关于审议2021年度长期服务计划参与情况的议案》和《关于审议2021年度核心人员持股计划参与情况的议案》，自愿参与平安集团2021年度长期服务计划的员工共90960人，参与资金总额合计41.84亿元，资金来源于员工应付薪酬额度，长期服务计划对应股票来源为中国平安的二级市场流通股票。

4月22日，友邦人寿四川分公司正式揭牌开业。

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
全国销售总监	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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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。