



Research and  
Development Center

# 解禁带来券商板块调整，仍是布局好时机

非银金融行业

2021年5月9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

## 解禁带来券商板块调整, 仍是布局好时机

2021年5月9日

### 本期内容提要:

- **核心观点:** 本周券商板块受到解禁影响出现调整, 但从 Q1 30% 业绩增速看, 我们仍然对板块全年收益有信心。尤其是在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、中金公司、中信证券、招商证券、天风证券、中国太保等。
- **市场回顾:** 本周主要指数下行, 上证综指报 3418.87 点, -0.81%; 深证指数报 13933.81 点, -3.50%; 沪深 300 指数报 4996.05, -2.49%; 创业板报 2910.41, -5.85%; 中证综合债 (净价) 指数报 98.55, +3bp。沪深两市 A 股日均成交额 8796.88 亿元, 环比+5.98%, 两融余额 16610.74 亿元, 较上周+0.41%。个股方面, 券商: 西南证券+0.89%, 天风证券+0.64%, 东兴证券+0.48%; 保险: 天茂集团+1.57%, 中国人保-0.33%, 新华保险-1.75%; 多元金融: 渤海租赁+6.28%, 吉艾科技+4.50%, 海德股份+2.79%。
- **证券业观点:** 4 月底上市券商集中发布 2021 年一季度业绩, 41 家上市券商共计实现营业收入 1382 亿元, 同比+29%, 实现净利润 441 亿元, 同比+30%, 其中 24 家券商净利润实现正增长, 投资业务持仓规模与风格是业绩分化的主要原因。**1) 投资业务,** 在一季度市场下行的大环境下, 得益于非方向投资策略平滑市场波动, 国泰君安 (yoy+3814%)、招商证券 (yoy+78%) 中金公司 (yoy+31%) 等头部券商投资收益亮眼, 头部券商自营持仓规模稳健增长 (中金公司 yoy+49%、招商证券 yoy+30%、国泰君安 yoy+6%)。**2) 经纪业务,** 一季度市场日均成交额 9440 亿元, 同比+9.75%, 财富管理转型领先的公司代买卖手续费收入增速超过行业平均 (1Q21 代理买卖证券收入: 中金公司 yoy+39%、华泰证券 yoy+17.86%, 招商证券 yoy+14.16%)。**3) 资管业务,** 伴随行业主动管理能力提升, 资管规模及收入回升 (1Q21 资管收入中金 yoy+107%、中信 yoy+72%、国泰君安 yoy+22%、招商 yoy+14%), 另外各头部券商积极布局全资资管子公司并开展公募业务, 1-4 月中信、中金、中信建投纷纷设立全资资管子公司, 向获得公募牌照更进一步, 在公募业务加持下, 头部券商资管规模与收入有望呈现爆发式增长。**4) 投行业务,** 一季度全市场 IPO 规模 761 亿元, 与去年持平, 再融资规模 3471 亿元, 同比+42.83%, 债券融资 22199 亿元, 同比+10.58%; 全市场再融资与债券规模同比大幅增长, 增厚头部券商投行业绩 (1Q21 投行收入华泰+146%、中信

yoy79%、招商 55%、国君 27%)。我们认为注册制改革方向未变，年初以来监管对首发企业信披质量现场检查趋严，引发拟上市公司撤材料，但在 80 家公司扎堆测材料后，仍有 650 家企业排队 IPO，2021 年投行业绩增长确定性较高。

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 1.62 倍，处于历史 1/4 分位以下。建议关注：中信证券、中金公司、招商证券及天风证券。

- **保险业观点：**1) 4 月 30 日，中国平安公告以自有资金受让新方正集团 51.1%—70.0% 股权。重整主体以除方正微电子全部权益以外的保留资产出资设立新方正集团，整体出售给投资者。根据重整主体的债权人对债权清偿方案的选择情况，平安人寿与华发集团（代表珠海国资）将按 7: 3 的比例受让新方正集团不低于 73% 的股权，不超过 27% 的新方正集团股权将抵偿给选择以股抵债受偿方案的债权人。本次重整投资者最终支付对价金额及持股比例取决于债权人受偿方案选择情况，其中平安人寿将以 370.5—507.5 亿元对价受让新方正集团 51.1%—70.0% 的股权。此次收购新方正集团资产涵盖医疗、信息、金融和教育，其中包括整个北大医疗健康体系（北大国际医院、北大医信、北大医药及医疗产业园）以及北大方正人寿。我们认为，**平安通过此次受让，将实现新方正集团医疗资源与自身保险业务、平安好医生业务的战略协同，完善大健康产业布局，同时也将获得收购金融资产的财务回报。**新方正集团的 11 家线下医院及北大医疗资源有助于公司保险健康服务的线下布局，推进疾病管理和保险支付的深度融合，与平安好医生共同构建线上线下服务体系，打造有温度的“保险+”服务。同时，参考美国联合健康与凯撒集团等管理式保险公司的发展，集保险赔付、疾病诊断、医疗产品服务为一体的业务发展模式大有可为，公司将成为该领域的先行者，向健康管理式保险公司迈进。此外也将通过财务性投资方正证券和北大方正人寿获得财务收益。

2) 各险企发布 2021 年 1 季报。一**季度净利润均录得正增长，投资收益为主要贡献。**国寿、平安、太保、新华归母净利润同比分别+67.3%、+4.5%、+1.9%、+36.0%。国寿与新华净利润均受一季度公司总投资收益率同比大幅提升拉动。平安净利润承压主要源于华夏幸福的减值计提。**新单保费及新单期缴表现亮眼，国寿受高基数影响录得负增长。**新单保费方面，国寿、平安、太保个险、新华、新华个险首年增速分别-6.4%、+23.1%、+35.9%、+9.6%、+9.9%。新单期缴方面，国寿、太保（个险期缴）、新华（个险期缴）增速分别-10.2%、49.5%、13.9%。国寿因去年开门红高基数及今年各同业开门红竞争激烈影响，导致新单增速、期缴增速为负。平安、太保一季度开门红及健康险销售较好，叠加去年基数低，录得较大幅度增长。新华以趸促期成效显著，期交大幅增长拉动新单保费在高基数下依然实现正增长。**NBV 表现分化。**国寿、平安 NBV 增速分别为-13.2%、+15.4%，国寿因高基数下新单销售下滑以及高价值率长期险占比有所下降导致 NBV margin 承压，平安因

低基数下新单销售大幅增加以及一季度低 margin 年金类产品销售增加导致 NBV margin (同比-2.1ppts 至 31.4%) 下降共同作用的结果。我们预计太保一季度 NBV 受新单价值率较低以及增员疲弱影响仍然有所承压。**队伍人力有所下滑。**一季度末,国寿个险代理人数量为 128.2 万人,环比-7.0%;平安人力数量 98.57 万人,环比-3.7%。二季度各公司将加强增员力度,优化基本法,加强科技赋能队伍,且代理人将逐步适应新重疾产品销售,预计二季度人力下滑趋势将得到缓解。**投资收益分化明显,国寿新华优于同业。**国寿、平安、太保净投资收益率分别为 4.1%、3.5%、3.9%,同比分别-0.2pct、-0.1pct、-0.3pct。国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为 6.4%、3.1%、4.6%、7.9%,同比分别+1.3pct、-0.3pct、+0.1pct、+2.8pct。平安总投资收益率下滑因华夏幸福减值准备计提所致。新华总投资收益率表现较好主要因二次腾飞战略下公司将财富管理提升至战略高度,加大投资端能力建设,权益投资兑现浮盈所致。国寿投资收益率表现亮眼亦由于重振国寿战略下投资管理市场化改革取得明显进展,投资能力提升,并兑现权益投资浮盈。**车险保费持续下滑,非车险保费增长较快。**人保、平安、太保总保费增速分别为+6.2%、-8.8%、+12.0%,车险保费增速分别-6.7%、-8.8%、-7.0%,源于车险综改导致车均保费下降,9月前仍将下探。人保、平安、太保非车险保费增速分别为+18.3%、-8.8%、+41.0%。平安非车险受非机动车辆保险保费(YoY-15.8%)下降拖累,意外险增长(YoY+28.5%)较快。人保非车险稳健增长,受意外与健康保险、农险、货运险、责任险拉动,增速分别为 25.4%、24.9%、21%、19.1%,信保业务规模下降影响已减弱。太保非车险业务增长领先同业。**综合成本率下降。**一季度人保产险综合成本率下降 1.4pct 至 95.7%,源于费用率(同比下降 5.4pct)下降以及融资性信保业务综合成本率较去年同期大幅改善;平安财险综合成本率下降 1.3pct 至 95.2%,源于信用保证保险赔付率下降(去年同期受疫情影响赔付率较高)。

2) 5月7日晚,水滴公司正式登录纽交所。水滴公司是中国最大的独立第三方保险平台,2020年水滴筹募集金额在中国医疗众筹平台中排名第一。公司致力于成为互联网保险和健康服务领先的技术平台,已与62家公司进行了合作。**To C方面,水滴通过私域流量水滴筹和水滴互助以及外部第三方公域流量进行引流,通过代销保险产品以及提供健康服务收取经纪佣金收入进行变现。**经纪佣金收入为主要收入来源,2020年经纪佣金收入26.95亿,收入占比达89.1%。过去三年,累计购买保险用户人数快速增长对首年保费产生了较大贡献。累计购买保险用户数从2018年的170万提升至2020年的1920万,首年保费从9.72亿元提升至144.26亿元,均呈现快速增长。从首年保费来源来看,众筹和互助引流作用逐渐下降,而来自第三方渠道的流量和自然流量的占比逐渐提升,2020年占比分别提升至45%和39%。**未来复购率的提升将成为盈利提升的关键。**经纪业务收入以短期险为主,2018年底开始涉足长期寿险和健康险,2020年占首年保费的比重提升至17.4%,有助于经纪佣金的进一步提升。**To B方面,水滴作为保险科技平台,还从数据和科技方面对合作伙伴进行赋能,实现智能核保、理赔、医疗、风控等解决方案,2020年技术服务收入为1.94亿**

元，同比+275%。2020年公司净亏损有所扩大，主要因为长期险销售增加导致营业成本率的大幅上升，同时为增加获客加大了销售费用的投放。尽管目前仍处于亏损状态，短期内公司将更重视用户增长，2020年前将专注于扩大互联网保险业务，后10年将打造“保险+健康服务”生态圈，打造联合健康的模式。考虑到中国健康险尤其是医疗险市场较大的增长潜力，我们看好公司的战略发展。

展望全年，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%，主要受前期开门红和重疾炒停对客户资源的消耗，以及代理人对新重疾定义产品熟悉程度不足影响。一季度各家险企人力均出现不同程度下滑，二季度各险企均聚焦增员，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0.77x、0.85x、0.60x、0.55x，具备较高的安全边际。

- **流动性观点：**量方面，近两周央行公开市场净回笼861亿元，其中逆回购回笼300亿元，TMLF净回笼561亿元。下周有200亿元逆回购到期，700亿元国库现金定存到期。价方面，近两周短端资金利率下行。加权平均银行间同业拆借利率下行15bp至1.92%，银行间质押式回购利率下行17bp至1.88%。R001下行20bp至1.76%，R007下行14bp至1.97%，DR007下行19bp至1.91%。SHIBOR隔夜利率下行16bp至1.78%。同业存单发行利率下行。1年期国债收益率下行14bp至2.32%，10年期国债收益率持平3.17%，期限利差扩大14bp至0.85%。近期DR007利率较为平稳，表明此前流动性缺口较小，无需央行大量注入流动性。4月以来全球大宗商品再度上涨，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。另外，国内经济的持续复苏对长端利率形成支撑。考虑到5月以后地方债、国债发行放量，流动性缺口或有所扩大，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，提高货币政策的精准性和有效性。
- **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	8
保险业务概况及一周点评	10
市场流动性追踪	14
行业新闻	16

## 表目录

表 1: 央行操作 (4/24-5/7) 和债券发行与到期 (4/26-5/9), 亿元	14
--	----

## 图目录

图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 0.36%	8
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 13.94%	8
图 3: 本周 A 股日均成交额环比+5.98%	8
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数	8
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1189 亿元、4842 亿元	9
图 6: 1 月以来债券承销规模 30770 亿元	9
图 7: 本周两融余额较上周+0.41%	9
图 8: 本周股票质押市值较上周-0.76%	9
图 9: 券商资管规模持续压缩	9
图 10: 券商板块 PB 1.62	9
图 11: 人身险单月保费 (亿元) 及增速	10
图 12: 财产险单月保费 (亿元) 及增速	10
图 13: 健康险单月保费 (亿元) 及增速	10
图 14: 保险资金运用结构	10
图 15: 财产公司各险种增速 (%)	11
图 16: 1Q21 净利润 (百万元) 及增速	12
图 17: 1Q21 新单保费 (百万元) 及增速	12
图 18: 1Q21 新单期缴 (百万元) 及增速	12
图 19: 1Q21NBV 增速	12
图 20: 1Q21 总投资收益率	12
图 21: 1Q21 净投资收益率	12
图 22: 1Q21 财险保费 (百万元) 及增速	13
图 23: 1Q21 车险保费 (百万元) 及增速	13
图 24: 1Q21 非车险保费 (百万元) 及增速	13
图 25: 1Q21 综合成本率 (%)	13
图 26: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)	13
图 27: 寿险人力规模 (百万人)	13
图 28: 滚动 PEV	14
图 19: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量	14
图 20: 地方债发行与到期	15
图 21: 同业存单发行与到期	15
图 22: 加权平均利率	15
图 23: shibor 隔夜拆借利率	15
图 24: DR007 和 R007	15
图 25: 同业存单到期收益率	15

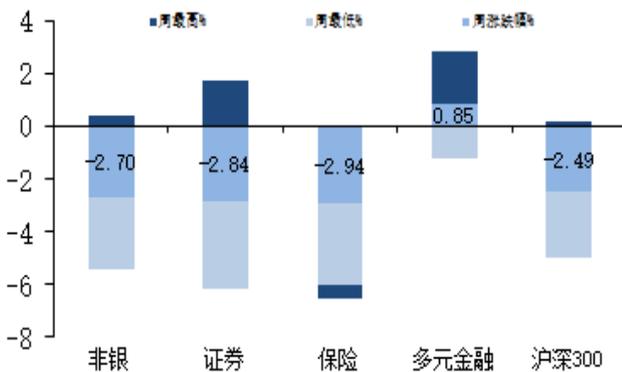
图 26: 国债期限利差.....	16
图 27: 国债收益率 (%) .....	16

## 证券业务概况及一周点评

### 证券业务:

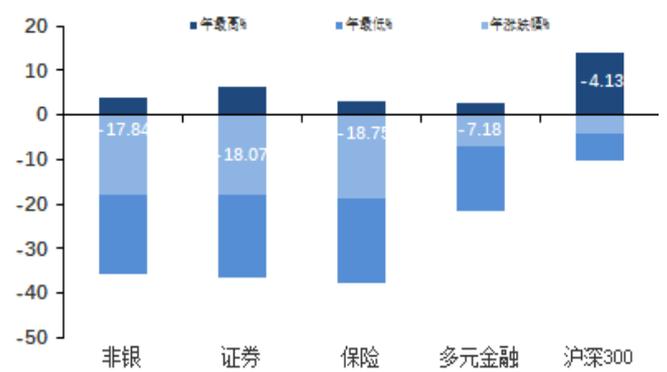
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 1379.56 亿股, 成交额 17593.75 亿元, A 股日均成交额 8796.88 亿元, 较上周+5.98%, 日均换手率 1.24%, 环比+14.46bp。
- 投资银行:** 截至 5 月 7 日, 2021 年 IPO 承销规模为 1188.84 亿元, 再融资承销规模为 4841.93 亿元; 券商债券承销规模为 30770.10 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 5 月 6 日, 两融余额 16610.74 亿元, 较上周+0.41%, 占 A 股流通市值 2.56%; (2) 股票质押: 截至 5 月 7 日, 场内外股票质押总市值为 40729.65 亿元, 较上周-1.76%。
- 证券投资:** 上证综指报 3418.87 点, -0.81%; 深证指数报 13933.81 点, -3.50%; 沪深 300 指数报 4996.05, -2.49%; 创业板报 2910.41, -5.85%; 中证综合债(净价)指数报 98.55, +3bp。
- 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 0.36%



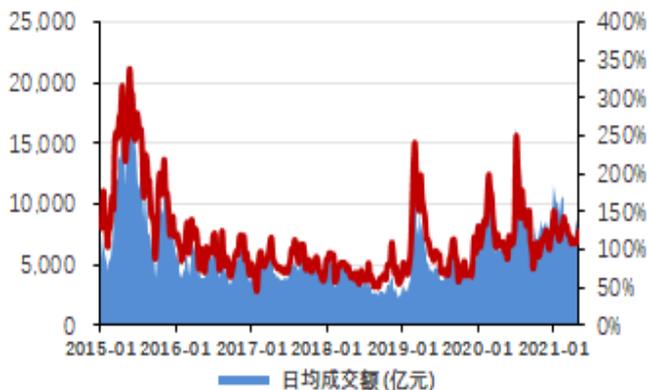
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 13.94%



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+5.98%

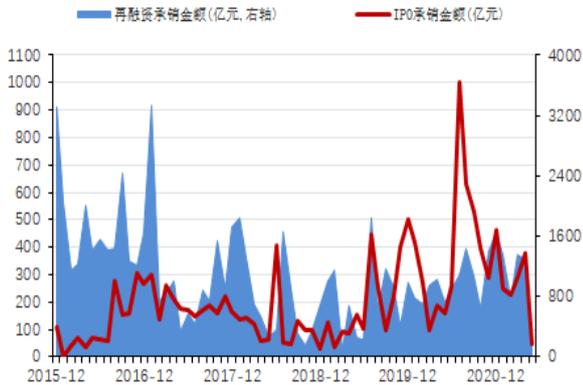


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

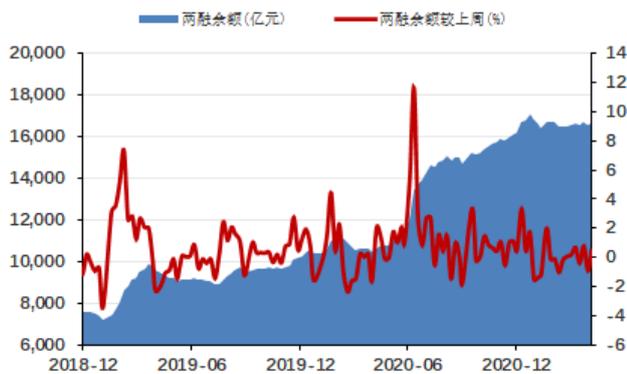
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



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 1189 亿元、4842 亿元**


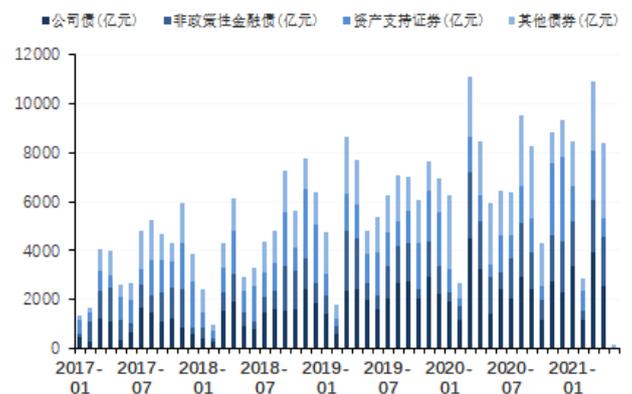
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 7：本周两融余额较上周+0.41%**


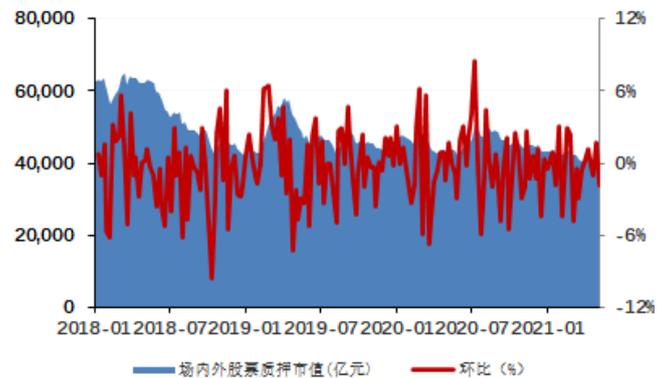
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**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 30770 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-0.76%**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：券商板块 PB 1.62**


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

### 一季度行业保费数据：3月负债端保费承压

前3月保险行业实现原保费收入1.8万亿元，同比增长7.79%（前值12.42%）。3月末，保险行业总资产24.3万亿元，同比增长11.69%（前值+12.32%），行业资金运用余额22.49万亿元，同比增长+15.77%（前值15.87%）。

**寿险拖累3月单月人身险增速。**一季度人身险原保费收入1.5万亿元，同比+9.41%（前值14.49%），其中寿险业务保费收入1.16万亿元，同比+7.76%（前值+12.53%），健康险原保费规模3066亿元，同比+16.10%（前值+25.41%）。3月单月人身险原保费收入同比-3.8%，较上月由正转负，其中寿险YoY-7.3%（前值+15.4%），健康险YoY+3.03%（前值21.09%），主要因为“重疾炒停”及开门红竞争激烈导致的客户资源的大量消耗以及代理人对新产品认识不充分导致销售放缓。

**产险3月增速转负，非车险仍维持双位数增长。**一季度财产险原保费规模2969.2亿元，同比+0.25%（前值+1.33%），其中车险保费增速为-6.24%（前值-7.40%），非车险增速同比19.80%（前值22.40%），其中健康险、意外险、责任险及农业保险增速较快，分别为31.66%、30.58%、29.88%、27.81%，而保证保险继续承压，为-31.16%。3月单月财产险保费增速-1.52%（前值+16.20%），其中车险同比-4.3%（前值+5.2%）。非车险单月同比+15.8%（前值+40.8%），其中家财险（YOY+40.0%）、意外险（YoY+38.6%）、健康险（YoY+33.5%）、责任险（YoY+25.5%）增长较快。保证险单月同比-47.5%。

### 资金运用：银行存款和债券投资配置有所上升，权益类和另类投资占比下降

一季度，保险行业投资资产为19.7万亿，同比增长19.10%（前值18.49%）。银行存款、债券投资、股票和基金、另类投资占比分别为12.28%/36.65%/12.76%/38.81%，环比分别+29bp、+25bp、-44bp、-10bp。3月十年期国债收益率下行9bp至3.19%。

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



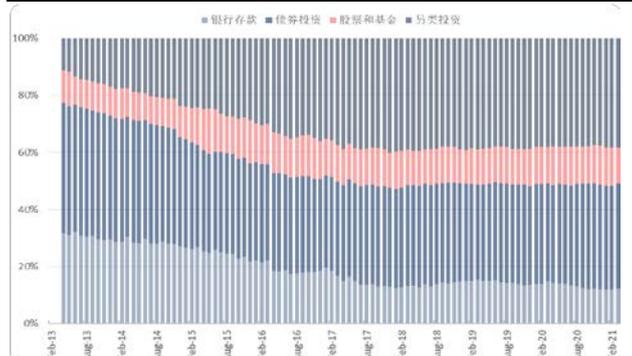
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：健康险单月保费（亿元）及增速

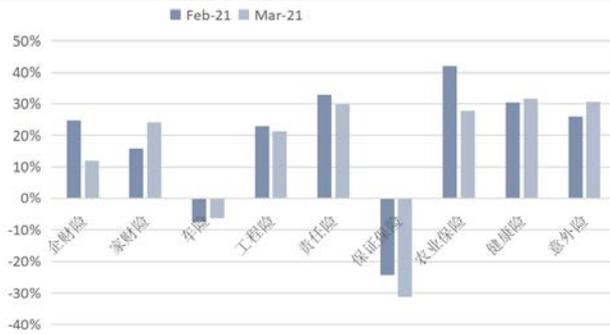


资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

## 2. 保险行业一季报综述

**净利润均录得正增长, 投资收益为主要贡献。**国寿、平安、太保、新华归母净利润同比分别+67.3%、+4.5%、+1.9%、+36.0%。国寿与新华净利润均受一季度公司总投资收益率同比大幅提升拉动。平安净利润承压主要源于华夏幸福的减值计提及总投资收益率的同比下降。

**新单保费及新单期缴表现亮眼, 国寿受高基数影响录得负增长。**新单保费方面, 国寿、平安、太保个险、新华、新华个险首年增速分别-6.4%、+23.1%、+35.9%、+9.6%、+9.9%。新单期缴方面, 国寿、太保(个险期缴)、新华(个险期缴)增速分别-10.2%、49.5%、13.9%。国寿因去年开门红高基数及今年各同业开门红竞争激烈影响, 导致新单增速、期缴增速为负。平安、太保一季度开门红及健康险销售较好, 叠加去年基数低, 录得较大幅度增长。新华以趸促期成效显著, 期交大幅增长拉动新单保费在高基数下依然实现正增长。

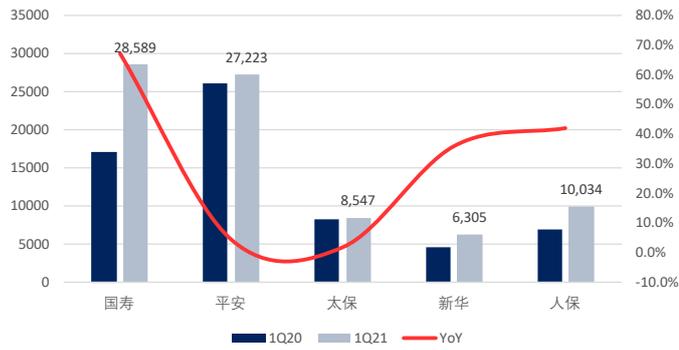
**NBV 表现分化。**国寿、平安 NBV 增速分别为-13.2%、+15.4%, 国寿因高基数下新单销售下滑以及高价值率长期险占比有所下降导致 NBV margin 承压, 平安因低基数下新单销售大幅增加以及一季度低 margin 年金类产品销售增加导致 NBV margin (同比-2.1ppts 至 31.4%) 下降共同作用的结果。我们预计太保一季度 NBV 受新单价值率较低以及增员疲弱影响仍然有所承压。新华因银保期交业务占比提升对 margin 或有正向贡献, 但个险渠道年金险 margin 因期限缩短或有负面影响。

**队伍人力有所下滑。**一季度末, 国寿个险代理人数量为 128.2 万人, 环比-7.0%; 平安人力数量 98.57 万人, 环比-3.7%。二季度各公司将加强增员力度, 优化基本法, 加强科技赋能队伍, 且代理人将逐步适应新重疾产品销售, 预计二季度人力下滑趋势将得到缓解。

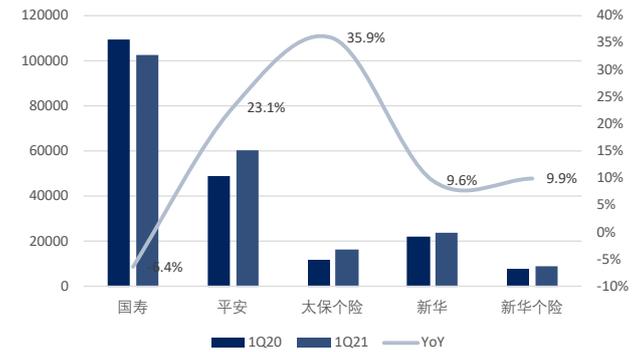
**投资收益率分化明显, 国寿新华优于同业。**国寿、平安、太保净投资收益率分别为 4.1%、3.5%、3.9%, 同比分别-0.2pct、-0.1pct、-0.3pct。国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别为 6.4%、3.1%、4.6%、7.9%, 同比分别+1.3pct、-0.3pct、+0.1pct、+2.8pct。平安总投资收益率下滑因华夏幸福减值准备计提所致。新华总投资收益率表现较好主要因二次腾飞战略下公司将财富管理提升至战略高度, 加大投资端能力建设, 权益投资兑现浮盈所致。国寿投资收益率表现亮眼亦由于重振国寿战略下投资管理市场化改革取得明显进展, 投资能力提升, 并兑现权益投资浮盈。

**车险保费持续下滑, 非车险保费增长较快。**人保、平安、太保总保费增速分别为+6.2%、-8.8%、+12.0%, 车险保费增速分别-6.7%、-8.8%、-7.0%, 源于车险综改导致车均保费下降。人保、平安、太保非车险保费增速分别为+18.3%、-8.8%、+41.0%。平安非车险受非机动车辆保险保费(YoY-15.8%)下降拖累, 意外险增长(YoY+28.5%)较快。人保非车险稳健增长, 受意外与健康保险、农险、货运险、责任险拉动, 增速分别为 25.4%、24.9%、21%、19.1%。信保业务规模下降影响已减弱。太保非车业务增长领先同业。

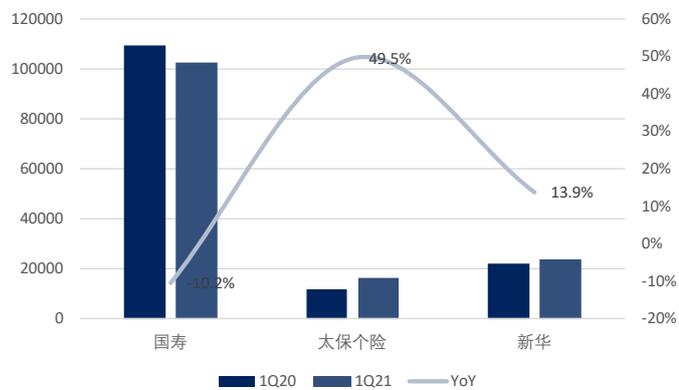
**综合成本率下降。**一季度人保产险综合成本率下降 1.4pct 至 95.7%, 源于费用率(同比下降 5.4pct)下降以及融资性信保业务综合成本率较去年同期大幅改善; 平安财险综合成本率下降 1.3pct 至 95.2%, 源于信用保证保险赔付率下降(去年同期受疫情影响赔付率较高)。

**图 16: 1Q21 净利润 (百万元) 及增速**


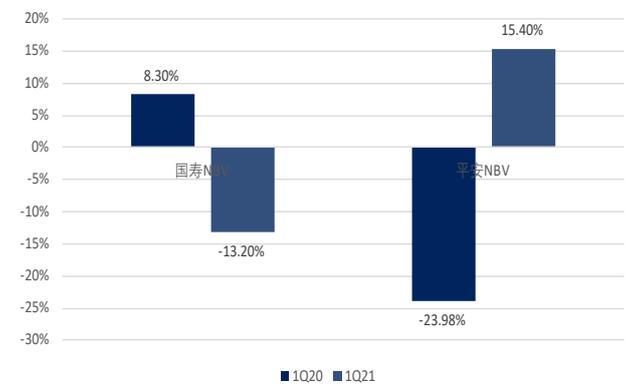
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: 1Q21 新单保费 (百万元) 及增速**


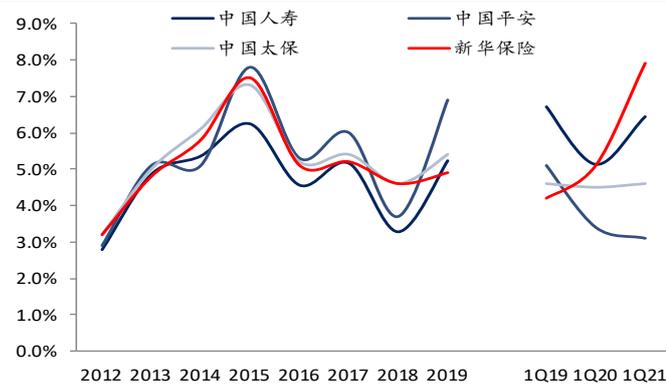
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 1Q21 新单期缴 (百万元) 及增速**


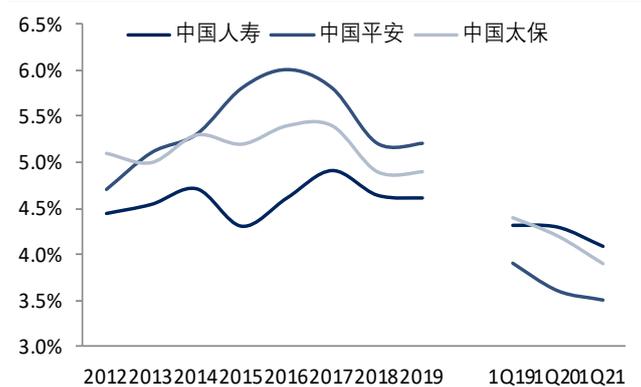
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19: 1Q21NBV 增速**


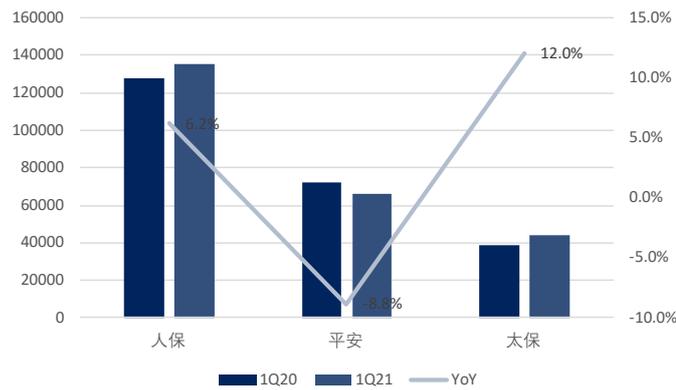
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 20: 1Q21 总投资收益率**


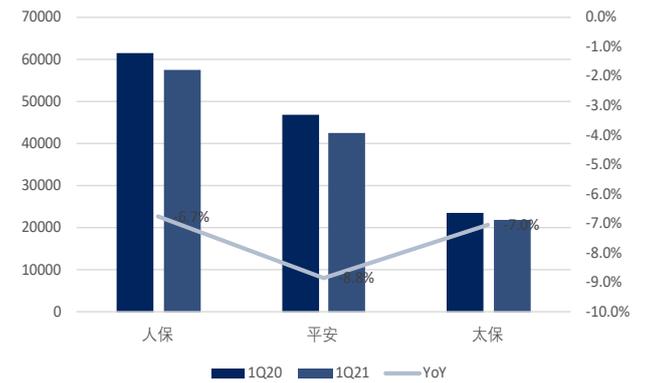
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 21: 1Q21 净投资收益率**


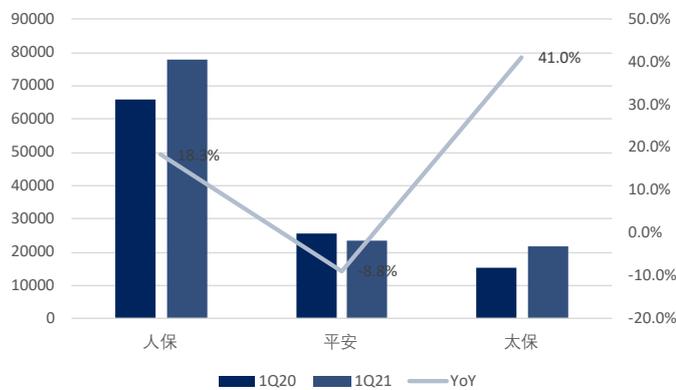
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 22: 1Q21 财险保费 (百万元) 及增速**


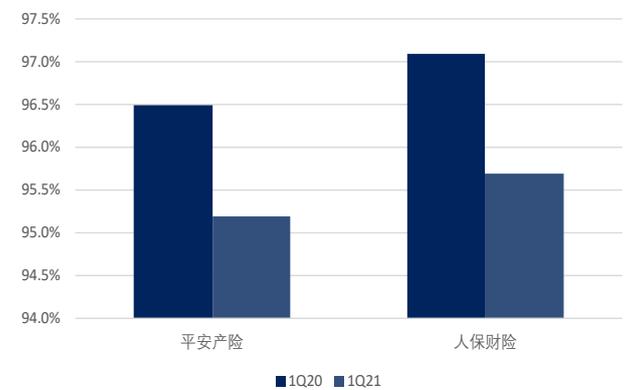
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 23: 1Q21 车险保费 (百万元) 及增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 24: 1Q21 非车险保费 (百万元) 及增速**


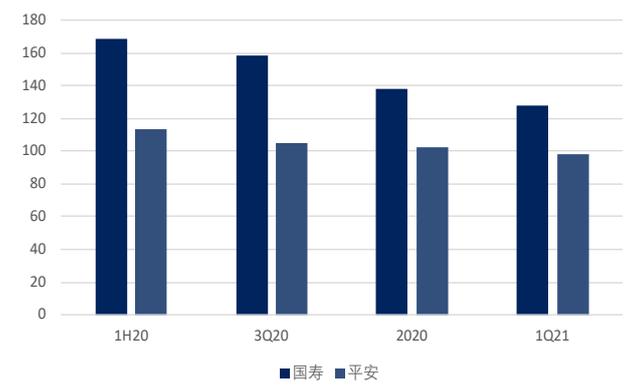
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 25: 1Q21 综合成本率 (%)**


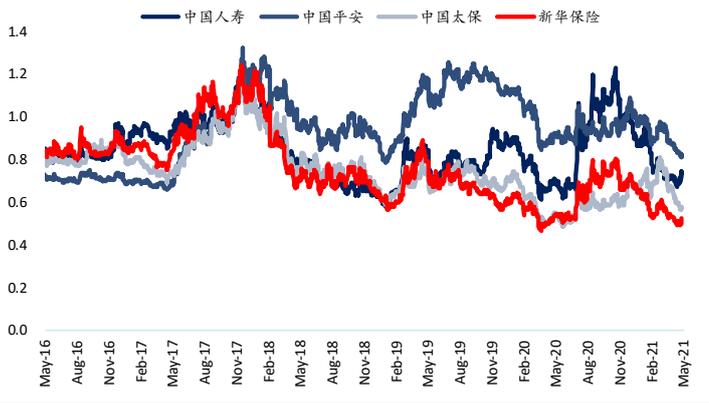
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 26: 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 27: 寿险人力规模 (百万人)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 28: 滚动 PEV**


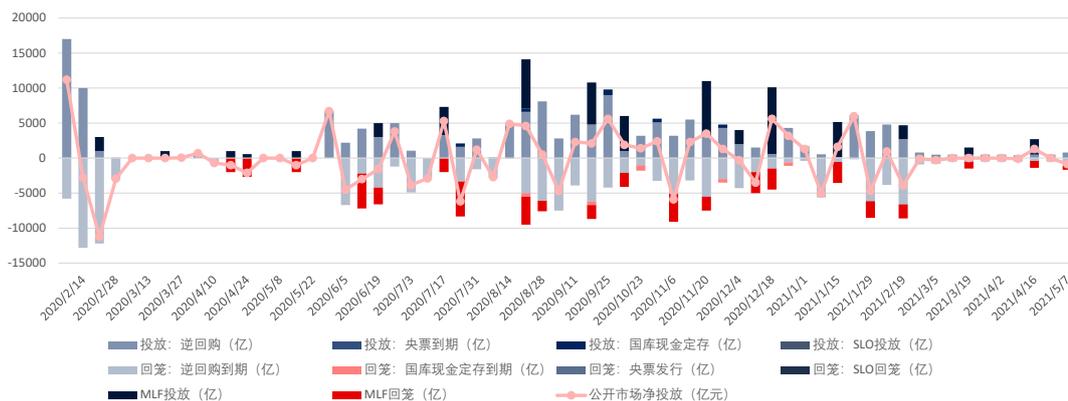
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 市场流动性追踪

近两周央行公开市场净回笼 861 亿元，其中逆回购回笼 300 亿元，TMLF 净回笼 561 亿元。下周有 200 亿元逆回购到期，700 亿元国库现金定存到期。

近两周同业存单共发行 5967.50 亿元，到期 8159.80 亿元，净融资-2192.30 亿元。

地方债共发行 2166.34 亿元，到期 1527.70 亿元，净融资+638.64 亿元。

**图 29: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量**


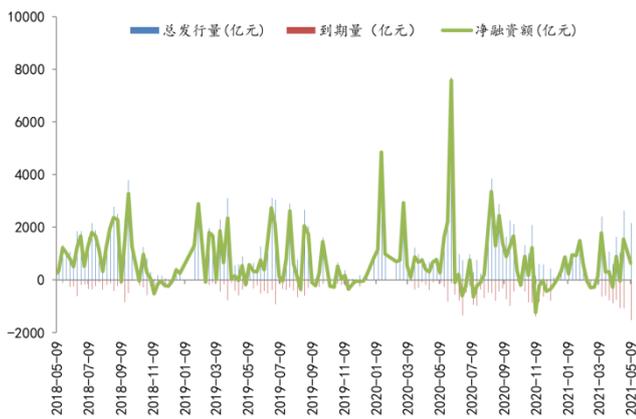
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 1: 央行操作 (4/24-5/7) 和债券发行与到期 (4/26-5/9), 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	+800	-1100	-300		
	14 天					
	28 天					
	63 天					
国库现金定存						
MLF/TMLF		0	-561	-561		
央行票据互换		+50	-50	0		
SLO						
同业存单		+5967.50	-8159.80	-2192.30		
地方债		+2166.34	-1527.70	+638.64		

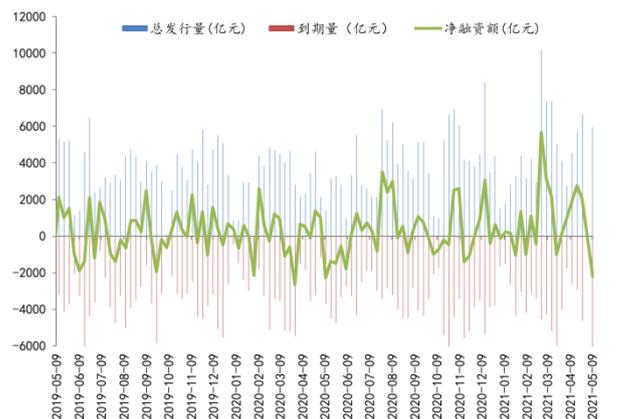
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 地方债发行与到期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 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:** 近两周短端资金利率下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 15bp 至 1.92%，银行间质押式回购利率下行 17bp 至 1.88%。R001 下行 20bp 至 1.76%，R007 下行 14bp 至 1.97%，DR007 下行 19bp 至 1.91%。SHIBOR 隔夜利率下行 16bp 至 1.78%。

近两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 -14bp、-3bp、-5bp 至 2.06%、2.44%、2.62%。

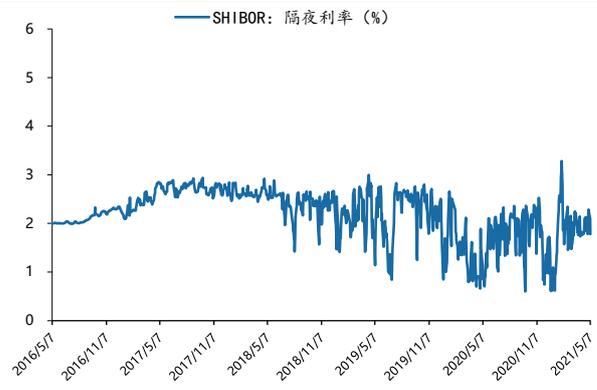
债券利率方面，近两周 1 年期国债收益率下行 14bp 至 2.32%，10 年期国债收益率持平于 3.17%，期限利差扩大 14bp 至 0.85%。

图 32: 加权平均利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

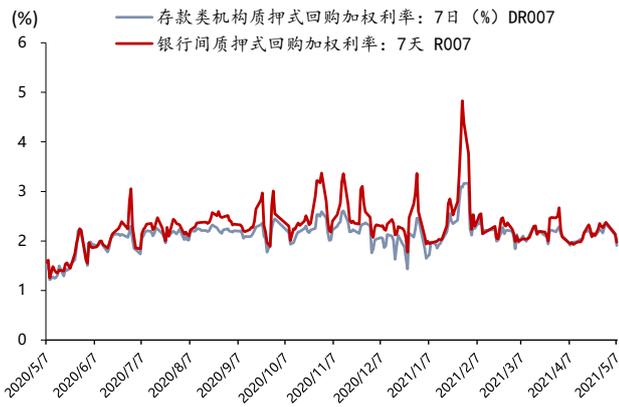
图 33: shibor 隔夜拆借利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

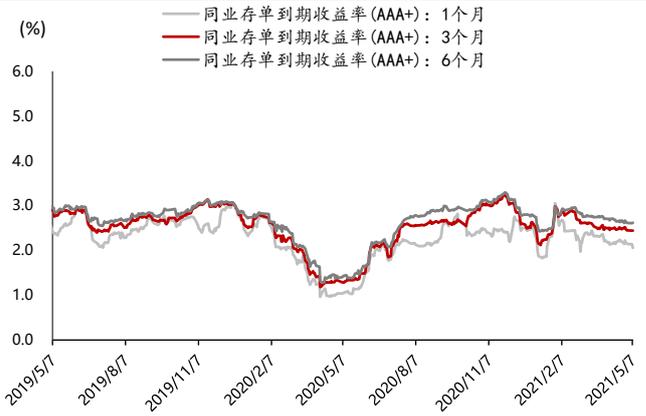
图 34: DR007 和 R007

图 35: 同业存单到期收益率



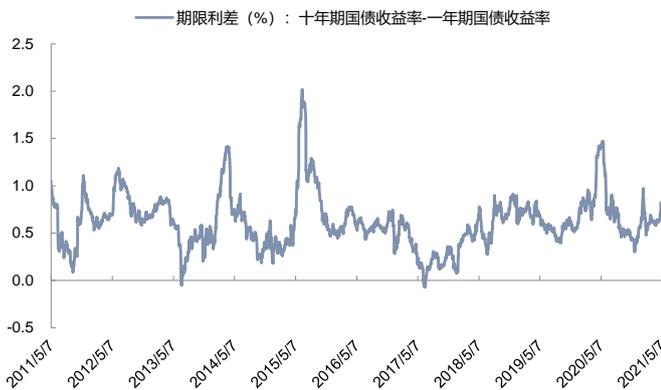
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 36: 国债期限利差

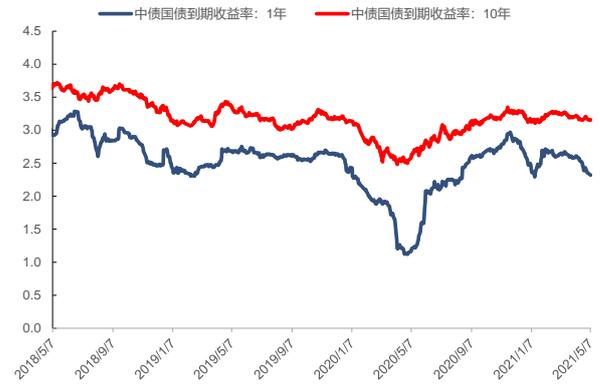


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 37: 国债收益率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 行业新闻

### 证券:

2021年4月27日，上海联合产权交易所挂出了摩根士丹利华鑫证券39%股权及摩根士丹利华鑫基金36%股权的转让项目，分别作价5.70亿元、3.89亿元。

2021年4月28日，国金证券发布公告拟设资产管理子公司。

2021年4月30日，天风证券发布公告，公司非公开发行已于中证登完成股权登记，募资金额为81.8亿元（含发行费用），本次募资金额创2020年再融资新规以来湖北上市企业再融资历史新高。

2021年4月30日，证监会就《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》对外公开征求意见。

2021年4月30日，上交所拟修订《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则》、《上海证券交易所科创板上市委员会管理办法》公开征求意见。

2021年4月30日，深交所对《创业板上市公司重大资产重组审核规则》《创业板上市委员会管理办法》进行修订并公开征求意见。

### 保险:

平安人寿代表中国平安参与方正集团重整，将受让新方正集团51.1%—70.0%股权。重整主体以除方正微电子全部权益以外的保留资产出资设立新方正集团，整体出售给投资者。根据重整主体的债权人对债权清偿方案的选择

情况，平安人寿与华发集团（代表珠海国资）将按 7: 3 的比例受让新方正集团不低于 73% 的股权，不超过 27% 的新方正集团股权将抵偿给选择以股抵债受偿方案的债权人。本次重整投资者最终支付对价金额及持股比例取决于债权人受偿方案选择情况，其中平安人寿将以 370.5—507.5 亿元对价受让新方正集团 51.1%—70.0% 的股权。

**上海“沪惠保”上线。**“沪惠保”是上海市医疗保障局指导、上海银保监局监督的上海城市定制型商业补充医疗保险，在上海缴纳医保的居民均可参保，不限年龄、户籍、职业和健康状况，职工医保参保人还可为家庭成员投保，增强家庭抵御医疗支出的风险能力。“沪惠保”一年仅需 115 元，就能在医保外获得最高 230 万的医疗报销额度。

**我国保险资管业资产管理规模增至 21 万亿元。**中国保险资产管理业协会近日发布保险资产管理业综合调研数据显示，截至 2020 年末，35 家机构资产管理规模合计 21 万亿元，同比增长 19%。

**国内最大独立保险科技平台水滴公司正式登陆纽交所。**5 月 7 日晚，中国领先的保险和健康服务科技平台水滴公司成功登陆美国纽交所 IPO，成为中国在纽交所“保险科技第一股”。水滴公司上市后的股票代码为“WDH”，首次公开招股发行 30,000,000 股美国存托股，发行价为每股 12 美元。

**国家医保局、财政部要求加快推进门诊费用跨省直接结算。**国家医保局微信公号 4 月 30 日发布国家医保局、财政部关于加快推进门诊费用跨省直接结算工作的通知。

**互联网医疗公司医联计划于 6 月递交招股书申请 IPO。**聚焦于慢病管理的互联网医疗公司医联计划于 6 月递交招股书申请 IPO。天眼查信息显示，医联创立于 2014 年，目前已经历六轮融资。在 2018 年完成 D 轮融资 10 亿元之后，医联的估值已超过 10 亿美元，其中腾讯、红杉中国、云锋基金、华兴新经济基金等知名基金均是医联背后的投资方。

**小米互助正式宣布关停。**4 月 30 日，小米互助发布关停通知，将于 2021 年 5 月 14 日 24 点正式关停。

**中国人寿发布 2021 年一季度业绩报告。**2021 年第一季度，中国人寿实现保费收入人民币 3238.92 亿元，同比增长 5.2%。其中，续期保费达人民币 2,214.43 亿元，同比增长 11.7%。短期险保费达人民币 335.84 亿元，同比增长 2.3%。受新冠肺炎疫情影响，保险消费需求释放放缓，新单业务发展承压。首年期交保费为人民币 682.76 亿元，其中十年期及以上首年期交保费为人民币 196.56 亿元。

**中国太保发布 2021 年一季度业绩报告。**中国太保实现保险业务收入 1394.43 亿元，同比增长 6.3%。太保寿险实现保险业务收入 954.38 亿元，同比增长 3.9%。个人客户业务代理人渠道实现业务收入 869.98 亿元，同比增长 2.5%，其中新保业务 163.36 亿元，同比增长 35.9%。

**新华保险发布 2021 年一季度业绩报告。**今年一季度，该公司实现归属于母公司股东的净利润 63.05 亿元，同比增长 36%；实现总保费收入 633.92 亿元，同比增长 8.8%。其中，长期险首年保费为 217.16 亿元，同比增长 10.5%；续期保费 392.35 亿元，同比增长 8.4%；短期险保费 24.41 亿元，同比增长 1.7%。

**中国人保发布 2021 年一季度业务报告。**今年一季度，公司实现营业收入 2047.54 亿元，同比+5.4%，净利润 100.34 亿元，同比+42.1%。

**银保监会发布 3 月保险业经营数据。**银保监会官网发布 2021 年 3 月保险业经营数据显示，2021 年 3 月，保险业实现原保险保费收入 4765 亿元，同比减少 3.29%，其中财产险保费收入 1099 亿元，同比减少 1.52%；人身险保费收入 3667 亿元，同比减少 3.81%。一季度，保险业累计实现原保险保费收入 17995 亿元，同比增长 7.79%，其中财产险保费收入 2969 亿元，同比增长 0.25%；人身险保费收入 15026 亿元，同比增长 9.41%。其中增长最快的为健康险，一季度保费规模依旧保持 16.10% 的高增长，保费达 3066 亿元。

**银保监会：银保机构所持许可证将整合为金融、保险、保险中介三类。**5 月 7 日，银保监会官网发布《银行保险机构许可证管理办法》。

## 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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 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。