



Research and  
Development Center

# 财富管理是选股主线，关注养老金政策推出进度

非银金融行业

2021年5月23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

## 财富管理是选股主线，关注养老险政策推出进度

2021年5月23日

### 本期内容提要:

- **核心观点:** 券商板块以中金和浙商为龙头，出现超额收益印证我们判断，估值仍然较低可继续持有，财富管理仍是选股主线。当前人口老龄化和养老三支柱不均衡收到管理层高度重视，养老保险政策渐行渐近，当前保险负债端痛点在于代理人由自保件重疾险向福利年金型产品转型的素质提升。友邦和部分外资险企 Q1 业绩优异。推荐关注：东方财富、中金公司、浙商证券，招商证券、友邦保险、中国太保等。
- **市场回顾:** 本周主要指数上行，上证综指报 3486.56 点，-0.11%；深证指数报 14417.46 点，+1.47%；沪深 300 指数报 5134.15，+0.46%；创业板报 3113.26，+2.62%；中证综合债（净价）指数报 98.80，+16bp。沪深两市 A 股日均成交额 8292.33 亿元，环比-0.50%，两融余额 16933.65 亿元，较上周+1.05%。个股方面，券商：中金公司+10.76%，浙商证券+3.26%，太平洋+2.31%；保险：中国太保-0.85%，中国平安-1.59%，新华保险-1.87%；多元金融：法尔胜+11.80%，吉艾科技+4.96%，派生科技+2.76%。
- **证券业观点:** 本周上交所起草及修订《上交所公司债券发行上市审核规则》《公司债券上市规则》《挂牌转让规则》《投资者适当性管理规则》公开征求意见，重点规划与完善公司债券注册制相关事宜。本次修订的重点：1.审核内容与标准更加公开透明，发行人是否符合法律法规规定的发行上市条件与信息披露的合规性、充分性是重点关注指标；2.审核程序流程时长可预期，自公司受理发行上市至交易所提出审核意见等多个环节的程序均具有明确程序和时长要求，明确发行上市审核与证监会注册的衔接程序；3.简化流程、提高效率，删除上市公告书、发行人有权机构决议等上市申请文件，提高上市挂牌效率；4.进一步明确终止上市挂牌的情形，在债券全部完全兑付或换股后终止上市挂牌的基础上，还规定了四类终止上市挂牌的特定情况，实现债券上市挂牌的闭环管理；5.加强投资者保护，完善投资者适当性要求，结合债券市场发行人结构、交易方式和风险特征，对投资者分类及相应投资范围进行调整，强化投资者权益保护力度，明确证券经营机构对普通投资者履行特别保护义务。

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。资本市场扩容、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好券商财富管理、两融及衍生品业务发展，2021 年行业 ROE 有望大幅提升。今年是十四五规划的开局之年，政府工作报告明确指示会稳步推进注册制改革，我们认为注册制改革方向未变，长期来看政策催化剂可期。一季度公募基金严重低配券商，公募基金配置券商比重有较大提升空间。当前行业平均估值 PB 1.74 倍，仍处于历史 1/4 分位以下。从一季度业绩来看，头部券商综合优势凸显，建议积极布局头部券商，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：**银保监会发布《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》。该办法与 2016 年颁布的大病保险五项制度进行了整合，构建了大病保险全流程、全环节的监督体系。其中主要包括：1) 大病保险公司应设置独立的健康管理部，进行独立核算；2) 明确与政府合作进行开展大病保险项目清算的要求，认真测算价格，理性投标；3) 需要有与长期健康险类似的组织架构、规章以及人员配备，要有长期经营的安排；4) 进一步突出派出机构作为一线监管部门的作用，进一步细化、实化派出机构在大病保险各环节的具体责任。未来，日常监管对违法违规行为保持高压态势，对参与保险公司的要求不断提高，部分不符合条件的保险公司将无法参与大病保险业务，大型险企有望受益。

展望全年，负债端：5 月新单保费各险企新单保费持续承压，降幅较 4 月相当，主要受前期开门红和重疾炒停对客户资源的消耗，代理人对新重疾定义产品熟悉程度不足影响，以及 4 月份增员承压。太保新产品“两全其美”及“鑫从容”表现较好，新单保费降幅低于同业。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，我们预计三季度初负债端压力有望逐步缓解。资产端，经济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，商业养老险改革试点开始，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、0.78x、0.58x、0.54x，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 600 亿元，其中逆回购净回笼 100 亿元，国库现金定存投放 700 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 19bp 至 2.09%，银行间质押式回购利率上行 15bp 至 2.03%。R001 上行 16bp 至 2.00%，R007 上行 12bp 至 2.14%，DR007 上行 12bp 至 2.11%。SHIBOR 隔夜利率上行 19bp 至 2.00%。同业存单发行利率上行。1 年期国债收益率上行 1bp 至 2.34%，10 年期国债收益率下行 6bp 至 3.07%，期限利差缩小 7bp 至 0.73%。央行等额续作 MLF，且连续 14 个月维持不变，主要因为新增地方政府专项债发行尚未大规模放量。当前市场利率围绕政策利率波动，保持稳健中性。考虑到通胀压力加大，地方债、国债发行放量，流动性缺口或有所扩大。近期国常会指出要做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨压力，后续货币政策将继续保持稳健中性，或加强数量型边际收紧操作，稳定市场预期。
- **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 .....	错误!未定义书签。
保险业务概况及一周点评 .....	7
市场流动性追踪 .....	错误!未定义书签。
行业新闻 .....	7

## 表 目 录

表 1: 央行操作 (5/15-5/21) 和债券发行与到期 (5/17-5/23), 亿元 .....	7
--	---

## 图 目 录

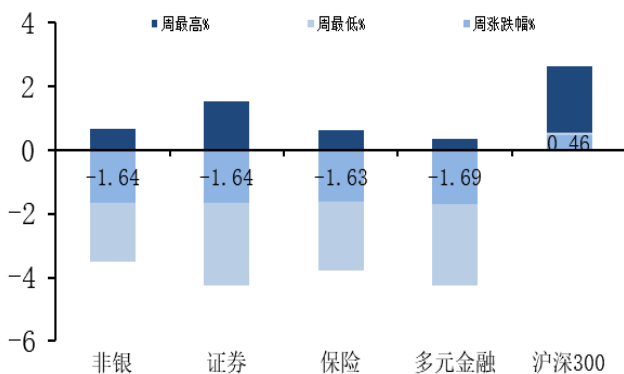
图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 2.10% .....	5
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 11.64% .....	5
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-0.50% .....	5
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数 .....	5
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1340 亿元、5197 亿元 .....	6
图 6: 1 月以来债券承销规模 33310 亿元 .....	6
图 7: 本周两融余额较上周+1.05% .....	6
图 8: 本周股票质押市值较上周+1.06% .....	6
图 9: 券商资管规模持续压缩 .....	6
图 10: 券商板块 PB 1.74 .....	6
图 26: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%) .....	7
图 28: 滚动 PEV .....	7
图 19: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量 .....	7
图 20: 地方债发行与到期 .....	8
图 21: 同业存单发行与到期 .....	8
图 22: 加权平均利率 .....	8
图 23: shibor 隔夜拆借利率 .....	8
图 24: DR007 和 R007 .....	8
图 25: 同业存单到期收益率 .....	8
图 26: 国债期限利差 .....	9
图 27: 国债收益率 (%) .....	9

## 证券业务概况及一周点评

### 证券业务:

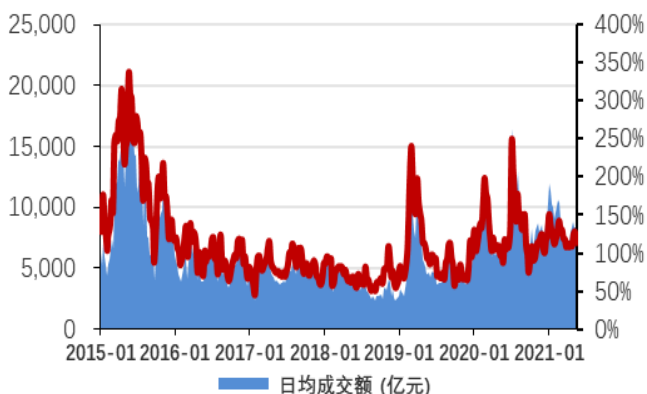
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 3198.58 亿股, 成交额 41461.63 亿元, A 股日均成交额 8292.33 亿元, 环比-0.5%, 日均换手率 1.14%, 环比-13.9bp。
- 投资银行:** 截至 5 月 21 日, 2021 年 IPO 承销规模为 1339.54 亿元, 再融资承销规模为 5196.96 亿元; 券商债券承销规模为 33310.01 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 5 月 20 日, 两融余额 16933.65 亿元, 较上周+1.05%, 占 A 股流通市值 2.55%; (2) 股票质押: 截至 5 月 21 日, 场内外股票质押总市值为 41161.95 亿元, 较上周+1.06%。
- 证券投资:** 上证综指报 3486.56 点, -0.11%; 深证指数报 14417.46 点, +1.47%; 沪深 300 指数报 5134.15, +0.46%; 创业板报 3113.26, +2.62%; 中证综合债(净价)指数报 98.80, +16bp。
- 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 只, 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 2.10%



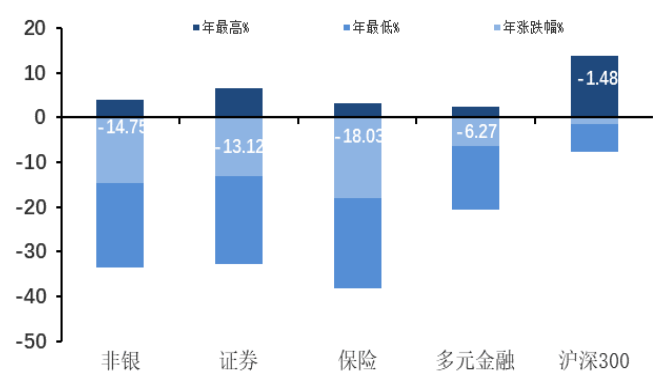
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比-0.50%



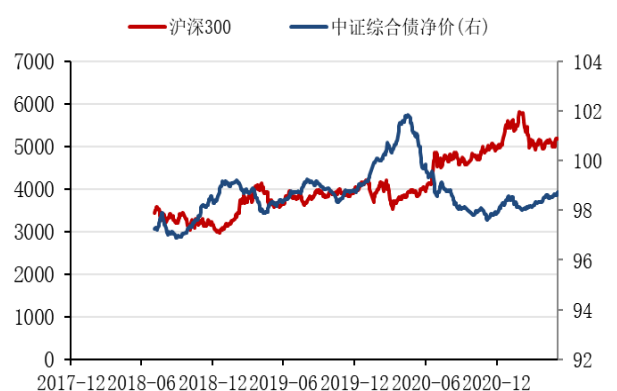
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 11.64%

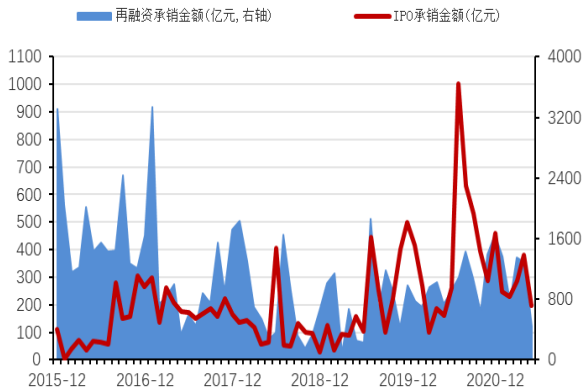


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

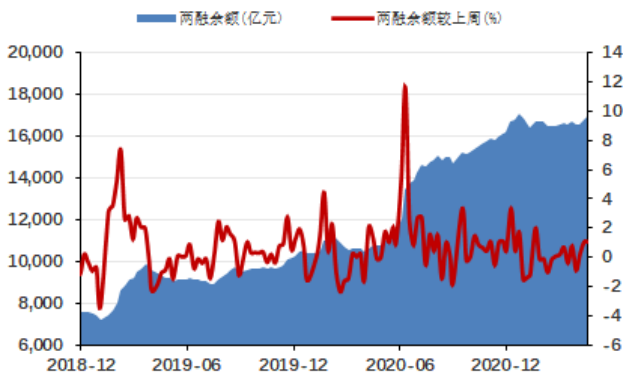
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



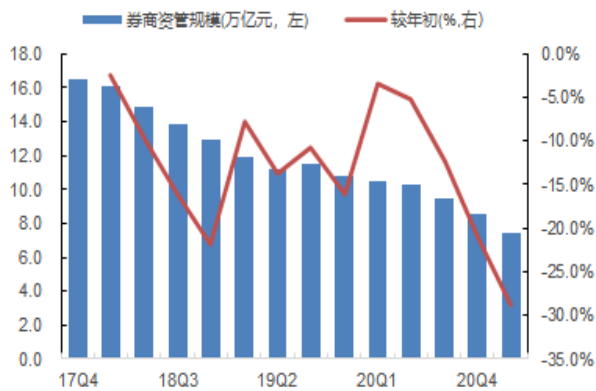
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1340 亿元、5197 亿元**


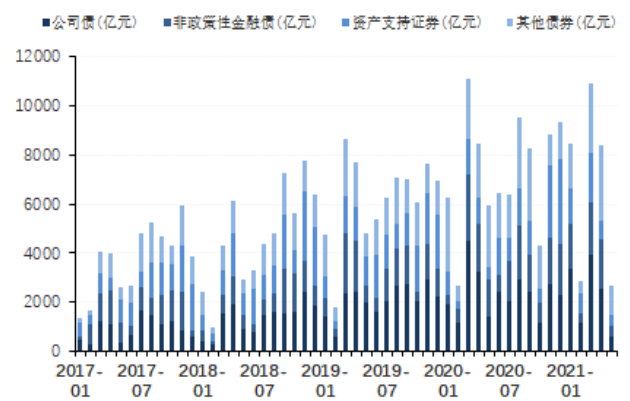
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：本周两融余额较上周+1.05%**


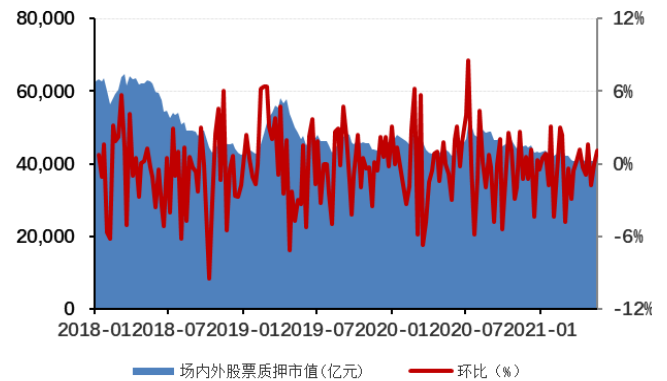
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：券商资管规模持续压缩**


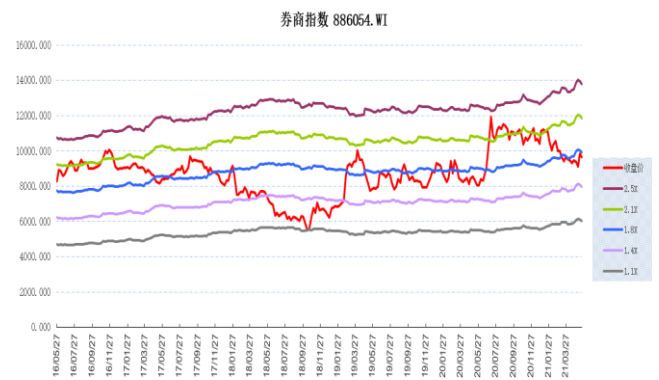
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：1 月以来债券承销规模 33310 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+1.06%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10：券商板块 PB 1.74**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

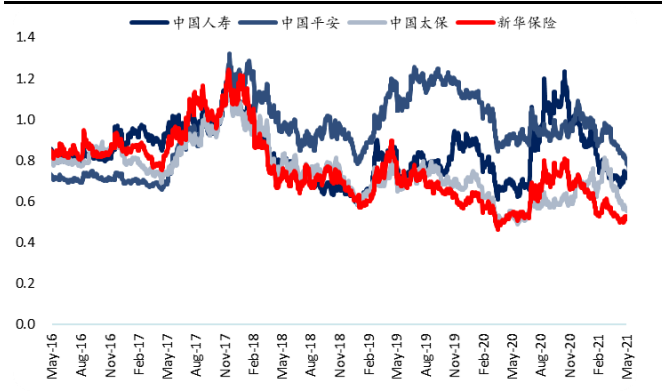
## 保险业务概况及一周点评

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: 滚动 PEV



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

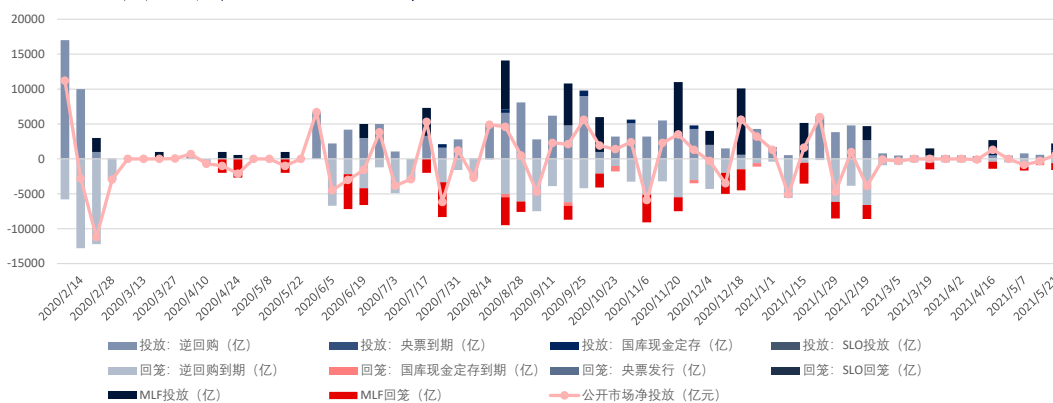
## 市场流动性追踪

本周央行公开市场净投放 600 亿元, 其中逆回购净回笼 100 亿元, 国库现金定存投放 700 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。

本周同业存单共发行 6410.80 亿元, 到期 4419.20 亿元, 净融资+1991.60 亿元。

地方债共发行 2154.04 亿元, 到期 708.53 亿元, 净融资+1445.51 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

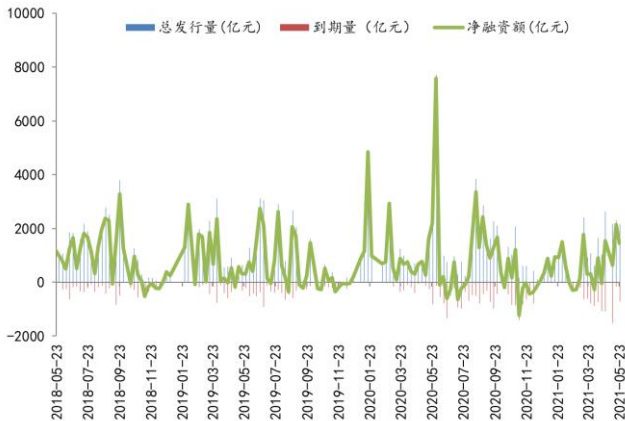
表 1: 央行操作 (5/15-5/21) 和债券发行与到期 (5/17-5/23), 亿元

工具		发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	500	-600			
	14 天					
	28 天					
	63 天					
国库现金定存		700				
MLF/TMLF		1000	-1000			
央行票据互换						
SLO						

同业存单	+6410.80	-4419.20	+1991.60
地方债	+2154.04	-708.53	+1445.51

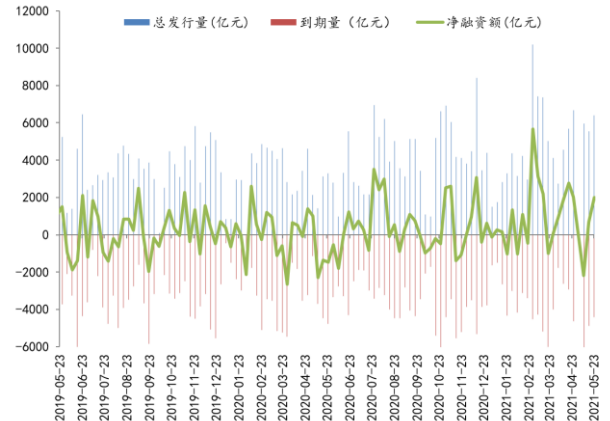
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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:** 本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 19bp 至 2.09%，银行间质押式回购利率上行 15bp 至 2.03%。R001 上行 16bp 至 2.00%，R007 上行 12bp 至 2.14%，DR007 上行 12bp 至 2.11%。SHIBOR 隔夜利率上行 19bp 至 2.00%。

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+2bp、+2bp、持平至 2.06%、2.40%、2.62%。

债券利率方面，本周 1 年期国债收益率上行 1bp 至 2.34%，10 年期国债收益率下行 6bp 至 3.07%，期限利差缩小 7bp 至 0.73%。

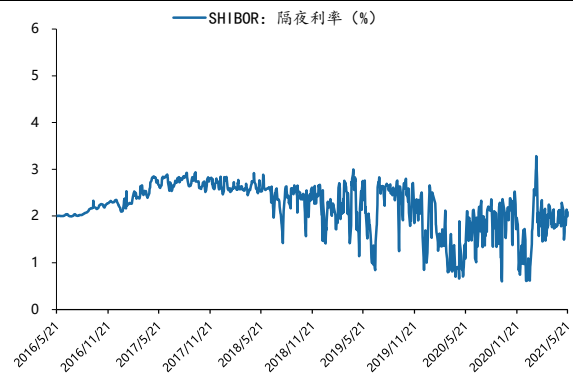
图 16: 加权平均利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: DR007 和 R007

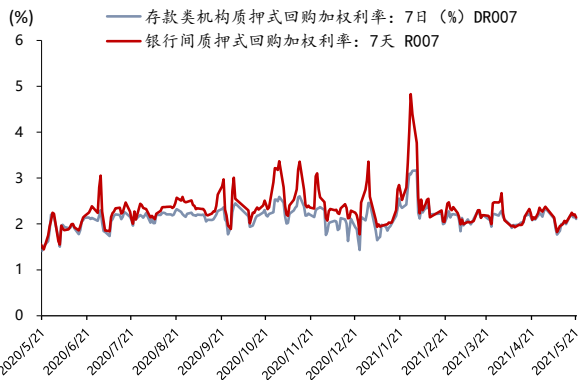
图 17: shibor 隔夜拆借利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

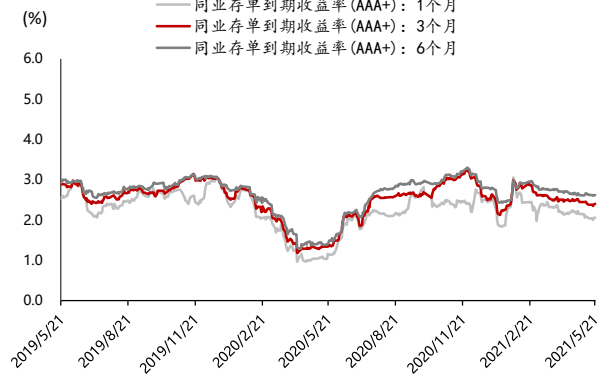
图 19: 同业存单到期收益率





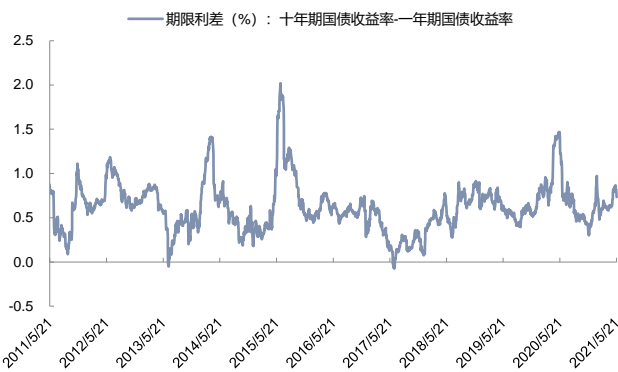
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 国债期限利差

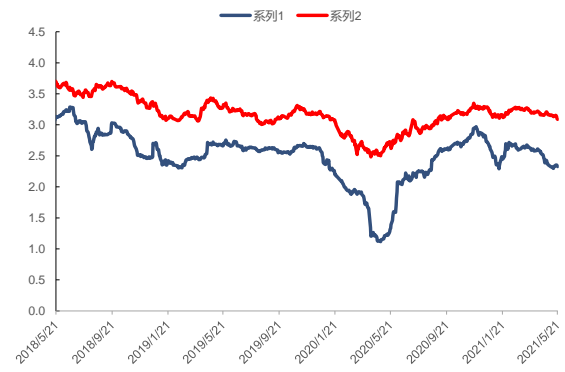


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 行业新闻

### 证券:

2021年5月17日,证监会官网公告准予9单基础设施公募REITs注册,标志着基础设施公募REITs产品试点迈出重要一步。

2021年5月19日,上交所就近期起草及修订的《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则》《上海证券交易所公司债券上市规则》《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌转让规则》《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》向社会公开征求意见。

2021年5月19日,证监会受理富途控股国内分支机构申请,筹谋布局内地业务。

2021年5月21日,财政部数据显示,4月份的证券交易印花税收入出现今年以来首次下降,也是近五年以来4月最大同比降幅。

2021年5月21日,北京证监局发布《资本市场金融科技创新试点(北京)项目申报手册》的通知。

2021年5月22日,证监会主席易会满在中国证券业协会第七次会员大会上指出,券业存在重市场轻风控、重项目轻准入、重眼前轻长远等问题。

### 保险:

5月17日,银保监会办公厅发布《关于做好短期健康保险业务客户服务工作的通知》,针对短期健康险产品条款中的续保表述明确提出6项要求。

5月18日,中国太平发布公告称,2021年前4月原保费收入807.52亿元,同比增3.53%。其中,太平人寿原保费收入691.63亿元,同比增3.1%;太平财险原保费收入88.76亿元,同比增0.06%;太平养老原保费收入

27.12 亿元，同比增 30.7%。

5 月 18 日，慧择一季度实现保费 13.9 亿同比增长 133%，科技研发费用达 1883.3 万近日，慧择公布 2021 年一季度业绩报告。数据显示，一季度，慧择总保费达到 13.9 亿元，同比增长 133.1%；总营收 7.3 亿元，同比增长 195.5%。其中，长期险保费占总保费比例 96.9%；Non-GAAP 净利润 3874.8 万元，同比增长 74.5%。

5 月 21 日，中国银保监会近日印发了《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》。

## 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:liuchexu@cindasc.com">liuchexu@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。