



Research and
Development Center

保险性价比占优，关注流动性变化

非银金融行业

2021年6月6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

保险性价比占优，关注流动性变化

2021年6月6日

本期内容提要:

- **核心观点:**当前金融稳定优先，银行间市场流动性仍然相对宽松，但面对美国环比变好的就业数据以及带来的潜在缩减购债风险，和我国的经济复苏情况，无风险利率下行空间已经很有限。我们认为当期时点保险板块性价比优于券商，既可以享受权益市场上涨的 β ，也有负债端改善和养老政策超预期的逻辑催化。投行和财富管理仍是券商选股主线，高ROA决定了估值领先同业；养老产品先发优势和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是保险选股主线，也是友邦和部分外资险企Q1业绩优异的核心原因。建议关注：中金公司、浙商证券、中信建投H、招商证券、友邦保险、中国太保等，长线看好东方财富。
- **市场回顾:**本周主要指数涨跌互现，上证综指报3591.84点，-0.25%；深证指数报14870.91点，+0.12%；沪深300指数报5282.28，-0.73%；创业板报3242.61，+0.32%；中证综合债（净价）指数报98.73，-5bp。沪深两市A股日均成交额9925.00亿元，环比+4.01%，两融余额17320.14亿元，较上周+0.99%。个股方面，券商：西南证券+6.06%，中金公司+0.18%，国金证券-0.53%；保险：中国人保-2.08%，天茂集团-2.27%，中国人寿-2.51%；多元金融：法尔胜+12.94%，华铁应急+6.70%，渤海租赁+6.45%。
- **证券业观点:**2021年1-5月共有202家企业登陆A股，全市场IPO募资1575.61亿元，同比+40%，2021年依然是投行大年。从IPO承销保荐收入来看，45家券商IPO承销保荐收入96.97亿元，同比增长76.11%；从承销规模来看，大型券商占据领先优势，中信证券、海通证券、中国建投、东方证券、华泰联合IPO承销规模超百亿，而尾部15家券商承销规模未超10亿；从收入排名来看，海通、中信、华泰、建投、国君居行业前五，TOP5占行业总IPO收入的38%，集中度较去年同期稍有下降。注册制对券商投行提出更高要求，要求投行回归本源，提升定价能力，核心竞争力的转变推动行业重回良性竞争，IPO费率将回升，综合型投行有望迎来量价齐升。头部券商在定价与销售能力、客户资源、风控水平等方面具备明显优势，市场份额将进一步向头部集中。

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券商投行、财富管理与资管及衍生品业务发展，2021年行业ROE有望大幅提升。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。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 1.84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：中金公司、中信建投 H、招商证券及天风证券。

- **保险业观点：**银保监会近日印发了《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》，在依法合规、业务开展、主体责任、经营规范等方面提出了要求。在惠民保推出以来，热度持续高涨，全国各省市纷纷推出各自属地的惠民保产品。但“惠嘉保”的意外“夭折”给整个行业敲响警钟。一是部分地区保障方案数据基础不足、缺乏风险测算，未充分利用既往医保数据进行精算定价。二是定制医疗保险业务受众广，要求承保公司具有完善的信息系统建设，但部分承保公司业务经验、风控能力不足，服务水平参差不齐，可持续服务能力不强。该项通知的推出有助于鼓励保险积极参与多层次医疗保障体系建设，发挥市场机制作用，引导惠民保长期健康发展，满足群众多样化个性化的医疗保障需求。

银保监会近日印发了《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法（征求意见稿）》，办法主要修订内容为：一是对财产保险公司保险产品监管体制机制进行完善。二是进一步规范财产保险公司条款开发和费率厘定行为。三是规范公司保险条款费率报送行为。四是强化条款费率监督管理，明确条款费率直接责任人及其违规处理，并对公司产品管理工作提出要求。五是发挥相关协会行业自律作用。六是根据近年来保险市场和产品监管最新情况和变化，修订完善了相关内容。我们认为，此次办法的修订有助于提升财产行业产品质量，整治财险产品乱象，使产品与我国的经济社会的发展相适应。

展望全年，负债端：5月新单保费较4月边际改善，但降幅仍较大，主要延续了开门红和重疾炒停对保费的透支，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，负债端压力有望逐步缓解。资产端，长端利率下行空间有限，或带动保险估值修复。在老龄化少子化形势严峻以及当前民生问题重视度提升的背景下，今年第三支柱养老保险将加快建设，后续税优政策有望尽快落地。当前负债端痛点为代理人由自保件重疾险向复利年金产品转型的素质的提升。当前上市险企估值较低，具备较高的安全边际。当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021E PEV 分别为 0.79x、0.78x、0.58x、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 亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率总体下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 1bp 至 2.24%，银行间质押式回购利率下行 5bp 至 2.21%。R001 上行 1bp 至 2.22%，R007 下行 29bp 至 2.14%，DR007 下行 13bp 至 2.17%。SHIBOR 隔夜利率上行 1bp 至 2.18%。同业存单发行利率表现不一，1 个月上行，3 个月、6 个月下行。1 年期国债收益率下行 2bp 至 2.37%，10 年期国债收益率下行 1bp 至 3.09%，期限利差扩大 1bp 至 0.73%。考虑到当前基本面运行仍然偏强、货币政策易紧难松、地方债发行放量、大宗商品价格上涨压力仍在，利率不具备进一步下

行的基础。后续货币政策仍将保持稳健中性。

- **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，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.....	11

表目录

表 1: 央行操作 (5/29-6/4) 和债券发行与到期 (5/31-6/6), 亿元.....	8
---	---

图目录

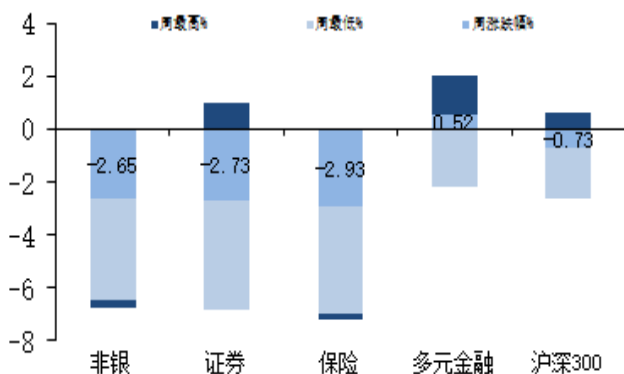
图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 2.00%.....	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 10.01%.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比+4.01%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1504 亿元、4884 亿元.....	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 36246 亿元.....	7
图 7: 本周两融余额较上周+0.99%.....	7
图 8: 本周股票质押市值较上周+2.64%.....	7
图 9: 券商资管规模持续压缩.....	7
图 10: 券商板块 PB 1.84.....	7
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	8
图 12: 滚动 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:

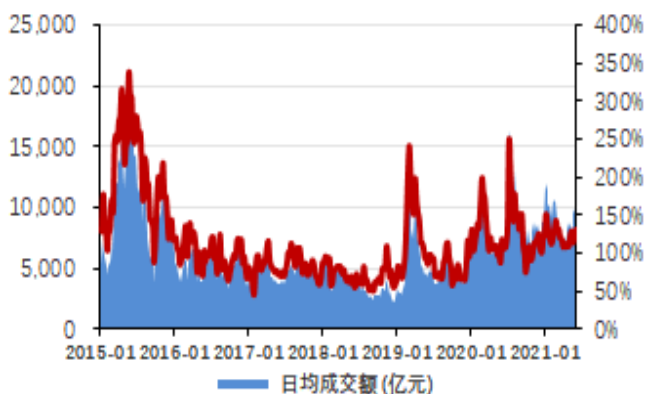
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 3671.87 亿股, 成交额 49624.99 亿元, A 股日均成交额 9925.00 亿元, 环比+4.01%, 日均换手率 1.31%, 环比+4.86bp。
- 投资银行:** 截至 6 月 4 日, 2021 年 IPO 承销规模为 1504.16 亿元, 再融资承销规模为 4883.60 亿元; 券商债券承销规模为 36246.17 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 6 月 3 日, 两融余额 17320.14 亿元, 较上周+0.99%, 占 A 股流通市值 2.54%; (2) 股票质押: 截至 6 月 4 日, 场内外股票质押总市值为 42388.77 亿元, 较上周+2.64%。
- 证券投资:** 上证综指报 3591.84 点, -0.25%; 深证指数报 14870.91 点, +0.12%; 沪深 300 指数报 5282.28, -0.73%; 创业板报 3242.61, +0.32%; 中证综合债(净价)指数报 98.73, -5bp。
- 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 2.00%



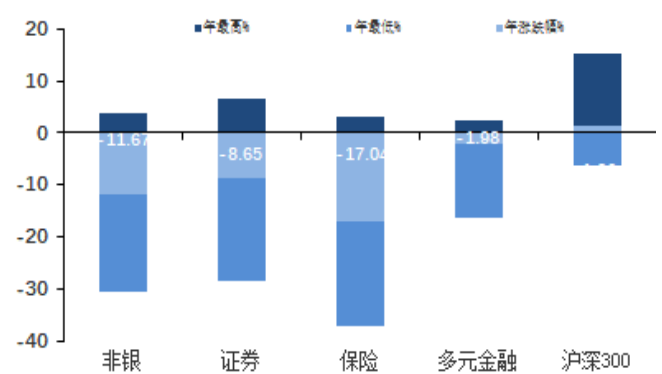
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比+4.01%



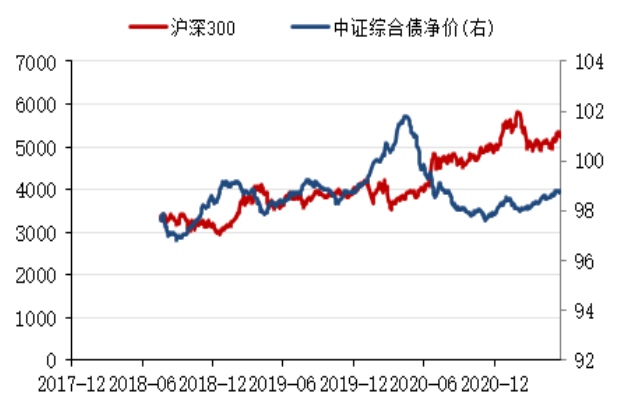
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 10.01%

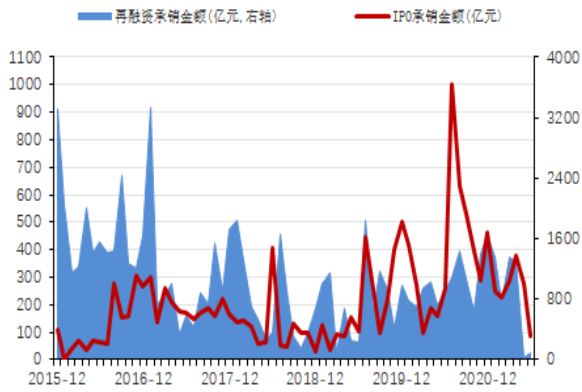


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

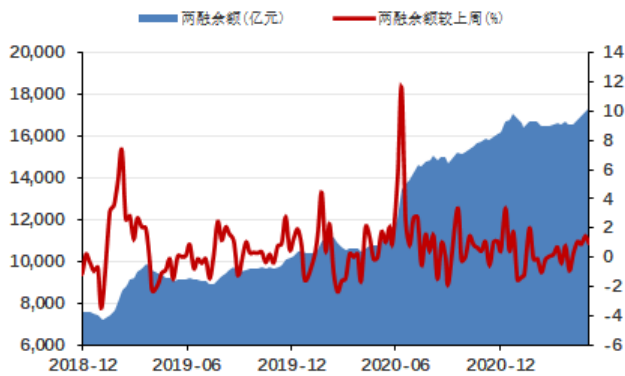
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



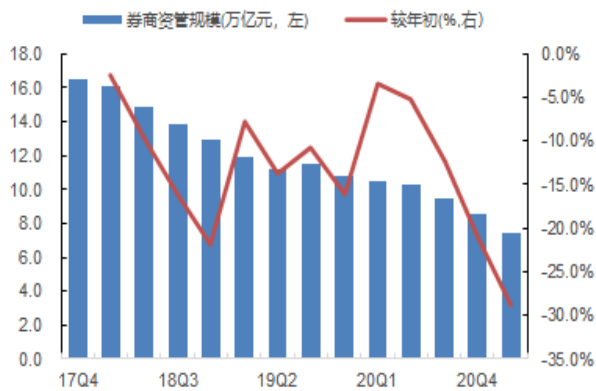
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1504 亿元、4884 亿元


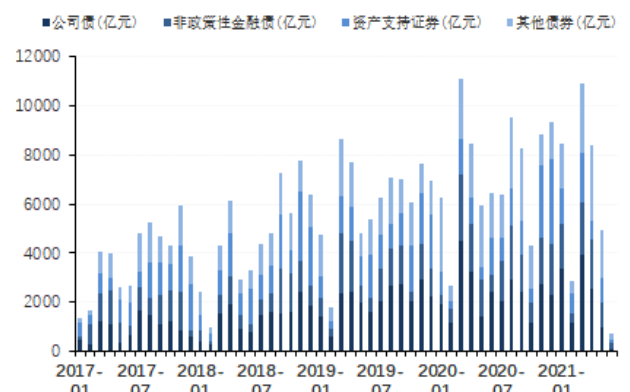
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.99%


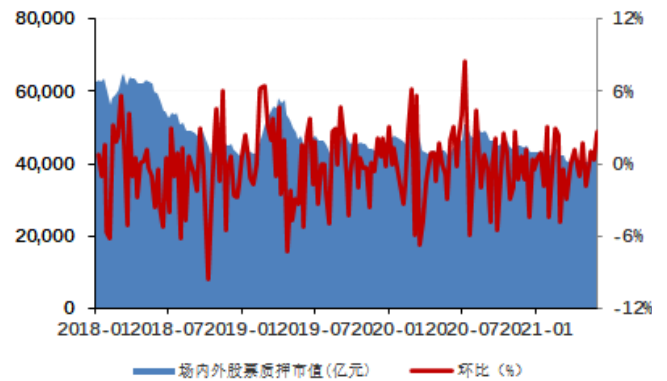
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：券商资管规模持续压缩


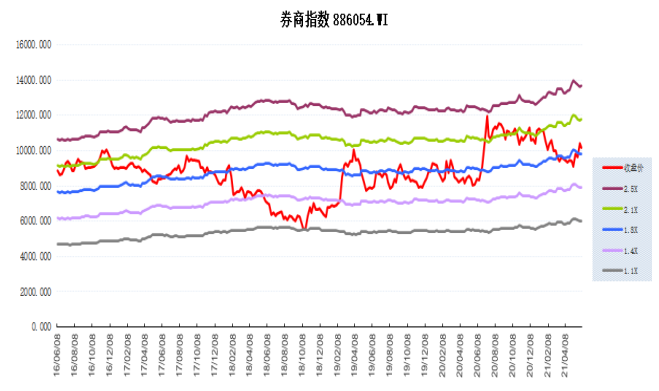
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 36246 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+2.64%


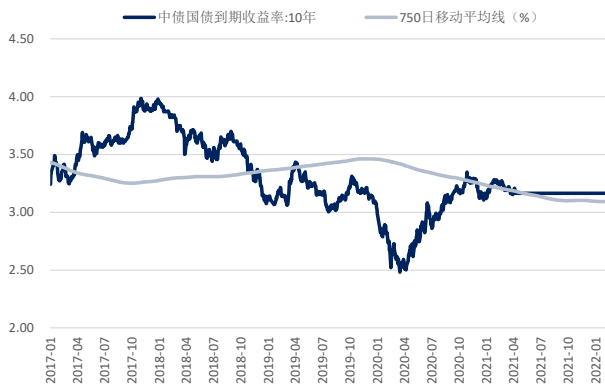
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：券商板块 PB 1.84


资料来源：Wind，信达证券研发中心

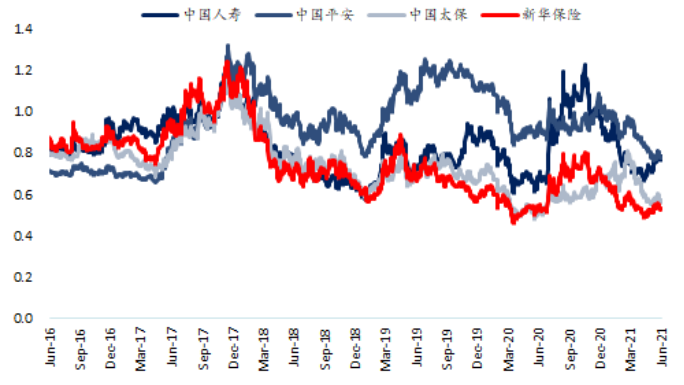
保险业务概况及一周点评

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

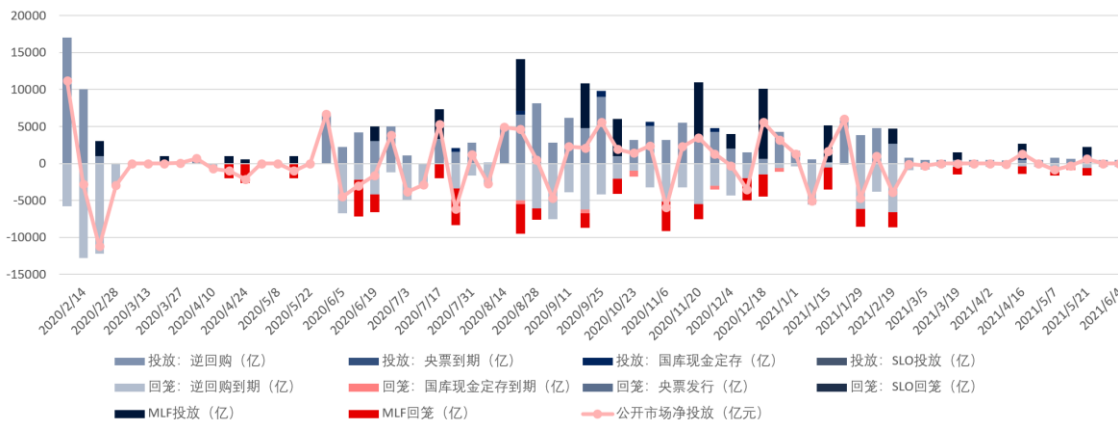
市场流动性追踪

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

本周同业存单共发行 3667.00 亿元, 到期 2601.00 亿元, 净融资+1066.00 亿元。

地方债共发行 1304.57 亿元, 到期 1216.42 亿元, 净融资+88.14 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

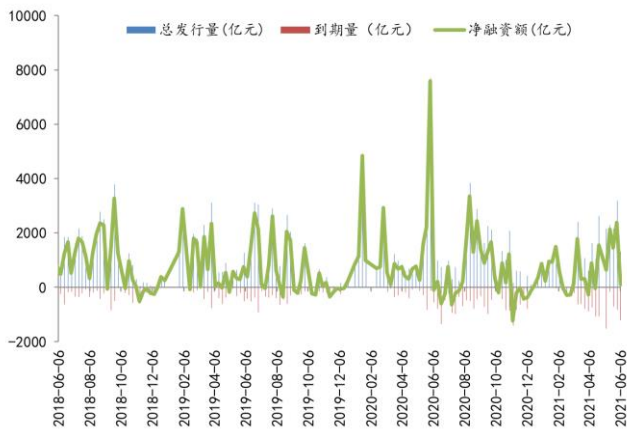
表 1: 央行操作 (5/29-6/4) 和债券发行与到期 (5/31-6/6), 亿元

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			
	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	+3667.00	-2601.00	+1066.00
地方债	+1304.57	-1216.42	+88.14

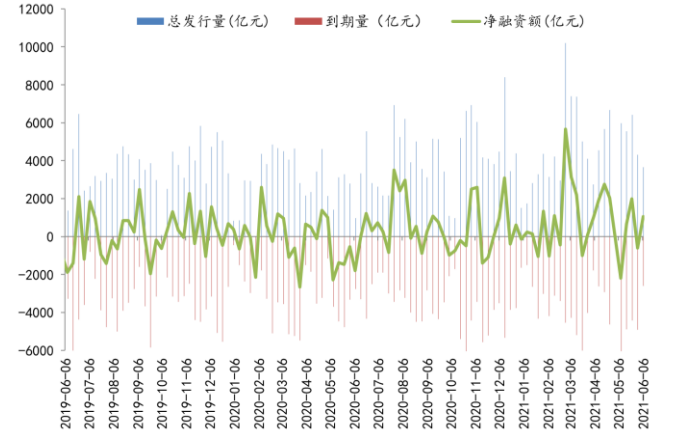
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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: 本周短端资金利率总体下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 1bp 至 2.24%，银行间质押式回购利率下行 5bp 至 2.21%。R001 上行 1bp 至 2.22%，R007 下行 29bp 至 2.14%，DR007 下行 13bp 至 2.17%。SHIBOR 隔夜利率上行 1bp 至 2.18%。

本周同业存单发行利率表现不一，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别+18bp、-1bp、-5bp 至 2.23%、2.35%、2.55%。

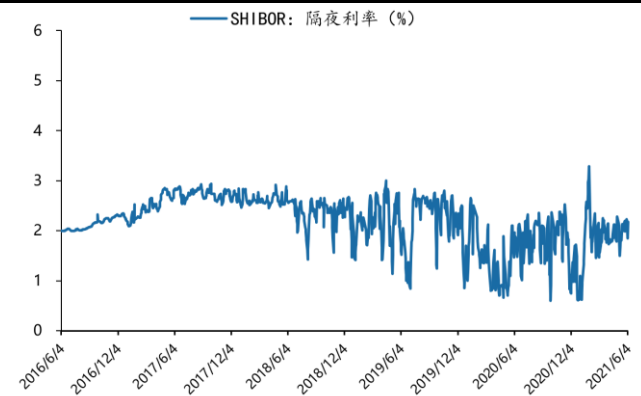
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率下行 2bp 至 2.37%，10 年期国债收益率下行 1bp 至 3.09%，期限利差扩大 1bp 至 0.73%。

图 16: 加权平均利率

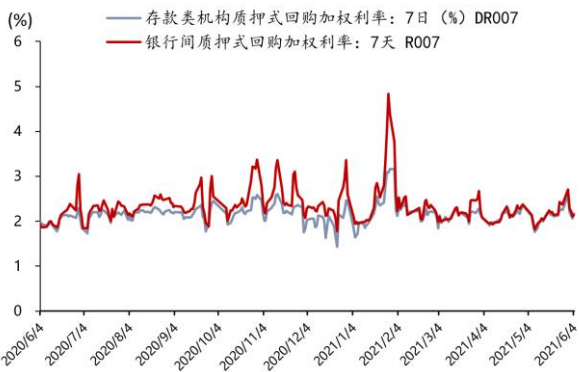


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

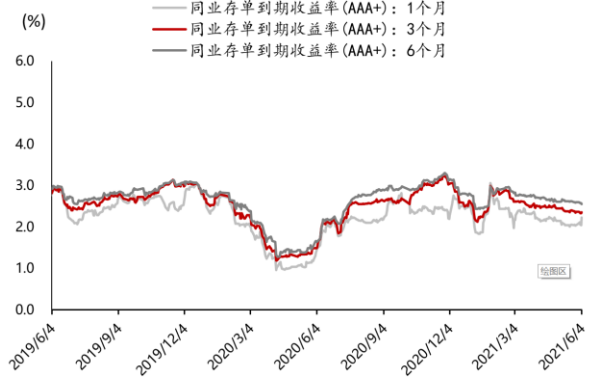
图 17: shibor 隔夜拆借利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: DR007 和 R007


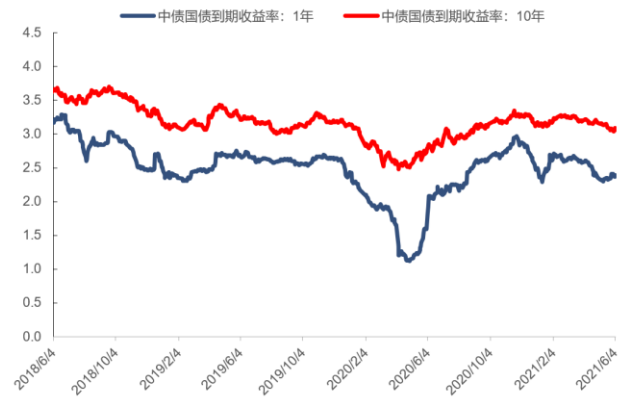
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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:

6月4日,证监会公布《资产管理产品介绍要素 第2部分:证券期货资产管理计划及相关产品》金融行业推荐性标准,自公布之日起施行。

保险:

5月31日,马明哲在平安寿险第25届高峰会上表示平安人寿的第三次改革已是刻不容缓,这次改革的核心归纳为12个字是“国际标准、中国优势、科技赋能”。

近日,银保监会发布的《农业保险承保理赔管理办法(征求意见稿)》指出,投保信息应当包括但不限于,客户信息、保险标的的信息等。农险承保理赔将迎新规,标的数量、地点等均需记录。

6月2日,中国银保监会发布《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》

6月3日,据财联社消息,若进展顺利,偿二代二期工程拟于2022年1月1日起正式实施。对于偿二代二期工程过渡期安排,银保监会表示,将根据保险公司实际情况,给予影响较大的险企最长不超过3年的过渡期政策,实现新旧规则平稳过渡。

6月3日,银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议。一季度末,纳入会议审议的179家保险公司平均综合偿付能力充足率为246.7%,平均核心偿付能力充足率为234%。

6月4日,中国银保监会就《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法(征求意见稿)》公开征求意见。

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。