



Research and
Development Center

保险负债预期改善，共振投资性价比高

非银金融行业

2021年6月20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

保险负债预期改善，共振投资性价比高

2021年6月20日

本期内容提要:

- **核心观点:**当前看好保险的几个主要逻辑为:1.预计6月新单保费较5月边际改善,随着6月初各险企人力增长对逐步回暖,我们判断随着各家险企持续聚焦增员,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;2.资产端,长端利率下行空间有限,或带动保险估值修复。3.今年第三支柱养老保险将加快建设,税优将成为推动年金险增长的有力保证。100万亿的中短期储蓄和理财转化为长期养老储备,有望为行业负债端带来1万亿的保费增量。寿险行业K型复苏下,人员素质提升是关键。对于证券行业,投行和财富管理仍是选股主线,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、中信建投H、友邦保险,中国太保等,长线看好东方财富。
- **市场回顾:**本周主要指数下行,上证综指报3525.10点,-1.80%;深证指数报14583.67点,-1.47%;沪深300指数报5102.47,-2.34%;创业板报3239.23,-1.80%;中证综合债(净价)指数报98.50,-9bp。沪深两市A股日均成交额9587.05亿元,环比-2.95%,两融余额17399.90亿元,较上周+0.26%。个股方面,券商:南京证券+10.72%,华林证券+3.72%,中金公司+3.11%;保险:中国人寿+0.36%,中国人保-1.50%,新华保险-2.40%;多元金融:岩石股份+27.09%,派生科技+5.30%,法尔胜+3.87%。
- **证券业观点:**6月18日,中证协公布2020年券商排名,对证券公司资产规模、信息技术投入、代销金融产品收入等38项指标进行统计排名。2020年是券商历史第二丰收年,从净利润来看,净利润过百亿的券商从2019年的1家(中信证券)增至5家,分别为中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和广发证券。行业财富管理转型初现成效,代销金融产品收入大幅增长,行业实现代销金融产品收入125.72亿元,同比增长188.63%,代销收入超过5亿的公司有8家(2019年仅中信1家),超过1亿的有25家(2019年为15家)。行业对信息技术重视程度不断增强,2020年行业信息技术投入262.87亿元,同比增长21.31%,占行业总营收的5.86%,2017年以来行业科技投入累计达845亿元,为行业高质量发展奠定坚实基础。

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。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 1.80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，长线看好东方财富。

- **保险业观点：**1) 6月17日，水滴公司发布2021年一季度财务报告，营收及首年保费增速均超市场预期。报告显示，一季度水滴营收8.83亿元，同比+35.1%，剔除互助管理费影响，营收则同比+43.2%。净亏损为3.7亿元，上年同期为净亏损1.2亿元。公司首年保费和人均保费表现亮眼，一季度首年保费44.69亿，同比+42.7%；人均首年保费为1165元，同比+32.1%。险种持续丰富拉动首年保费增长，健康险和寿险产品增至240种，较去年同期增加40种，其中重疾险首年保费同比增长132%，主要是因为公司提前迭代了新定义下的重疾险产品。用户结构上，来自于第三方流量渠道(YoY+51.6%)和老用户复购(YoY+48.40%)带来的转化效率都在持续改善，而从水滴筹平台到保险销售的内部流量转化率更高，内部流量贡献的首年保费同比+65.20%。公司预计，二季度首年保费将同比50%。我们认为，水滴有望凭借庞大的付费用户基础、强劲的获客能力和转化率的提升、以及科技赋能，实现规模快速扩张。

展望全年，负债端：6月新单保费较5月边际改善，但各家险企业绩增长难度依然较大，新单期缴平均同比降幅仍然较大。平安降幅明显收窄。太保产品策略与上月相同，但由于激励方案结束，整体业绩下滑明显。泰康在6月上半月采取一定的费用政策支持，当月新单期缴同比实现了较快增长。行业主要延续了开门红和重疾炒停对客户的消耗，代理人对新重疾产品的销售技能薄弱以及险企有效人力增长承压。随着6月初各险企人力增长的逐步回暖，我们判断随着各家险企持续聚焦增员，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。今年第三支柱养老保险将加快建设，税优将成为推动年金险增长的有力保证。100万亿的中短期储蓄和理财转化为长期养老储备，有望为行业负债端带来1万亿的保费增量。寿险行业K型复苏下，人员素质提升是关键。当前上市险企估值较低，当前股价对应的国寿、平安、太保、新华2021E PEV分别为0.73x、0.71x、0.52x、0.50x，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回笼800亿元，其中逆回购净回笼100亿元，国库现金定存净回笼700亿元，MLF投放2000亿元、回笼2000亿元。下周有400亿元逆回购到期。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2bp至2.10%，银行间质押式回购利率上行4bp至2.09%。R001上行2bp至2.05%，R007上行10bp至2.21%，DR007上行5bp至2.20%。SHIBOR隔夜利率上行2bp至2.01%。同业存单发行利率上行。1年期国债收益率上行9bp至2.53%，10年期国债收益率下行1bp至3.12%，期限利差缩小10bp至0.59%。我们认为，尽管银行间市场流动性仍然相对宽松，但考虑到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相对有限。

- **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	7
市场流动性追踪	8
行业新闻	10

表目录

表 1: 央行操作 (6/12-6/18) 和债券发行与到期 (6/14-6/20), 亿元	8
--	---

图目录

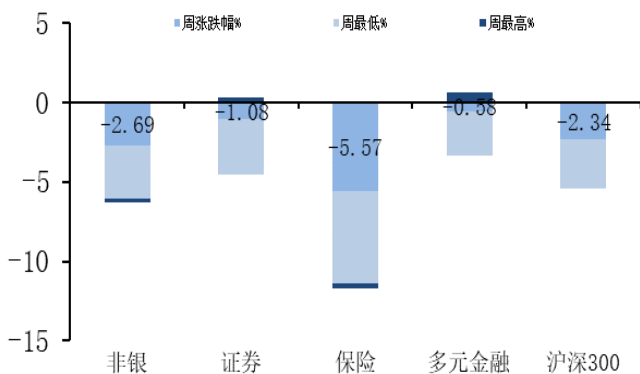
图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 1.26%	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.74%	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-2.95%	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1502 亿元、5289 亿元	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 41377 亿元	7
图 7: 本周两融余额较上周+0.26%	7
图 8: 本周股票质押市值较上周+0.44%	7
图 9: 券商资管规模持续压缩	7
图 10: 券商板块 PB 1.80	7
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)	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:

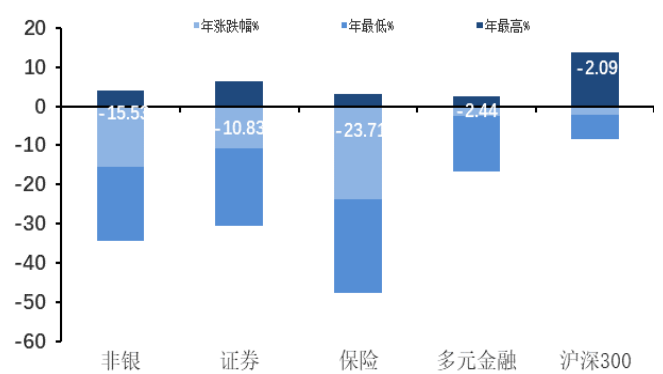
- 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 2786.44 亿股, 成交额 38348.21 亿元, A 股日均成交额 9587.05 亿元, 环比-2.95%, 日均换手率 1.23%, 环比-4.06bp。
- 投资银行:** 截至 6 月 18 日, 2021 年 IPO 承销规模为 1502.07 亿元, 再融资承销规模为 5288.95 亿元; 券商债券承销规模为 41376.83 亿元。
- 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 6 月 17 日, 两融余额 17399.90 亿元, 较上周+0.26%, 占 A 股流通市值 2.57%; (2) 股票质押: 截至 6 月 18 日, 场内外股票质押总市值为 42773.82 亿元, 较上周+0.44%。
- 证券投资:** 上证综指报 3525.10 点, -1.80%; 深证指数报 14583.67 点, -1.47%; 沪深 300 指数报 5102.47, -2.34%; 创业板报 3239.23, -1.80%; 中证综合债(净价)指数报 98.50, -9bp。
- 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: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 1.26%



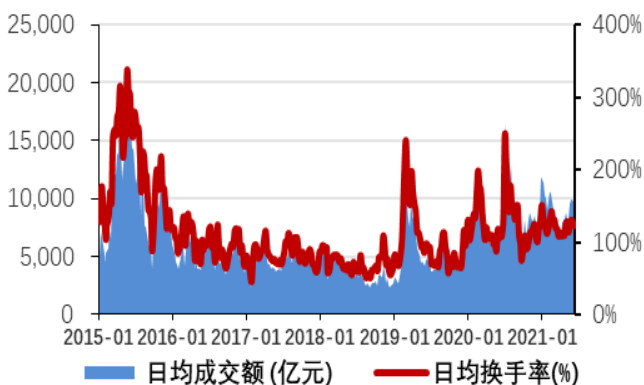
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.74%



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-2.95%

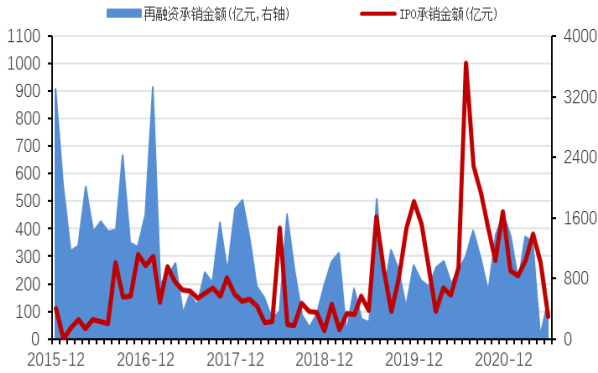


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

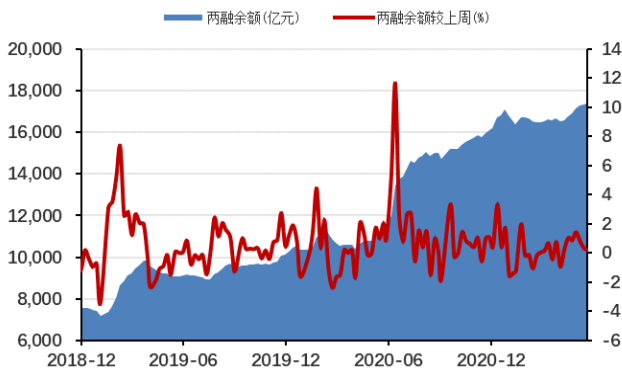
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



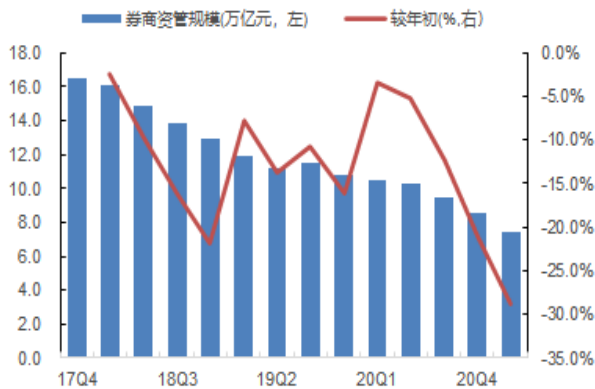
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1502 亿元、5289 亿元


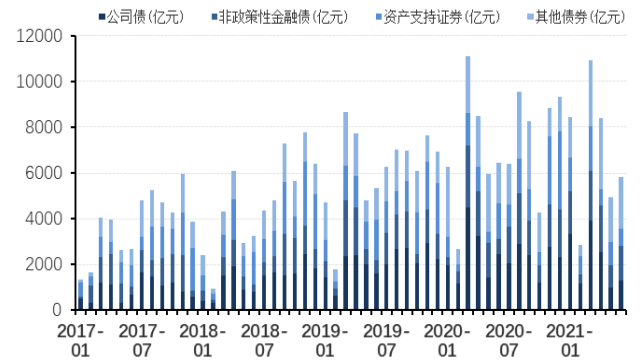
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.26%


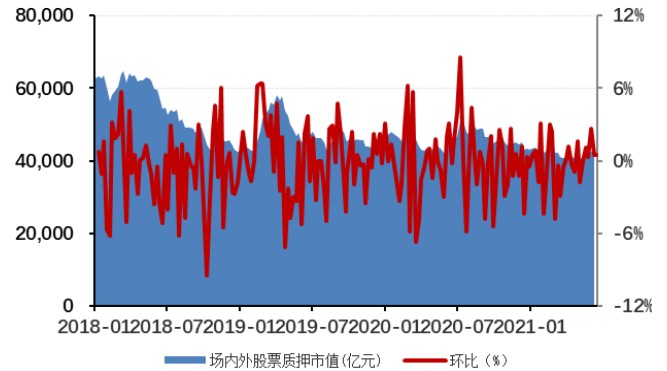
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：券商资管规模持续压缩


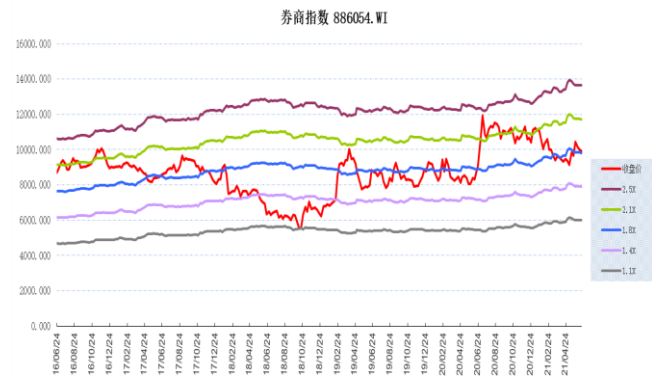
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 41377 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+0.44%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

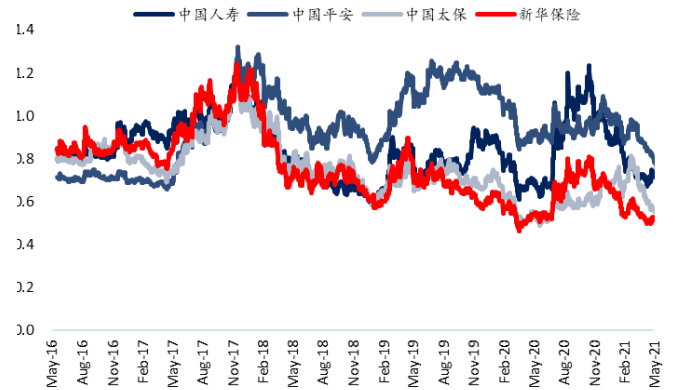
图 10：券商板块 PB 1.80


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


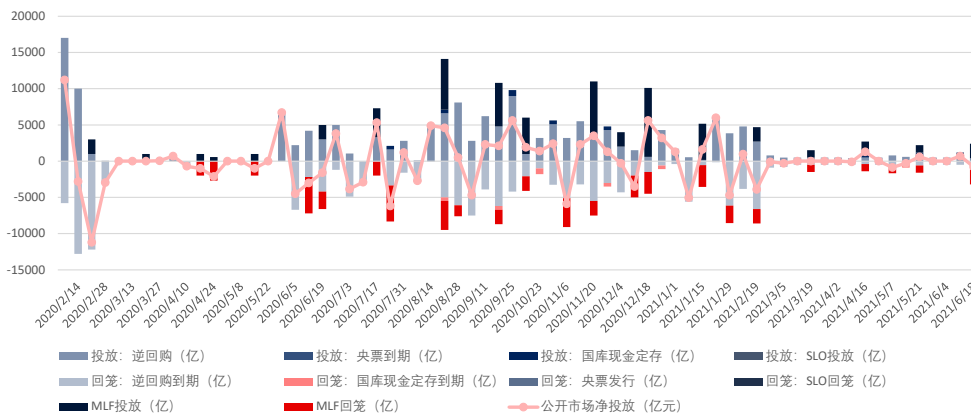
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场流动性追踪

本周央行公开市场净回笼 800 亿元, 其中逆回购净回笼 100 亿元, 国库现金定存净回笼 700 亿元, MLF 投放 2000 亿元、回笼 2000 亿元。下周有 400 亿元逆回购到期。

本周同业存单共发行 3017.70 亿元, 到期 3951.60 亿元, 净融资-933.90 亿元。

地方债共发行 2732.22 亿元, 到期 1212.7 亿元, 净融资+1519.52 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 (6/12-6/18) 和债券发行与到期 (6/14-6/20), 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	+400	-500	-100		
14 天					
28 天					
63 天					
国库现金定存	0	-700	-700		
MLF/TMLF	+2000	-2000	0		
央行票据互换					
SLO					
同业存单	+3017.70	-3951.60	-933.90		

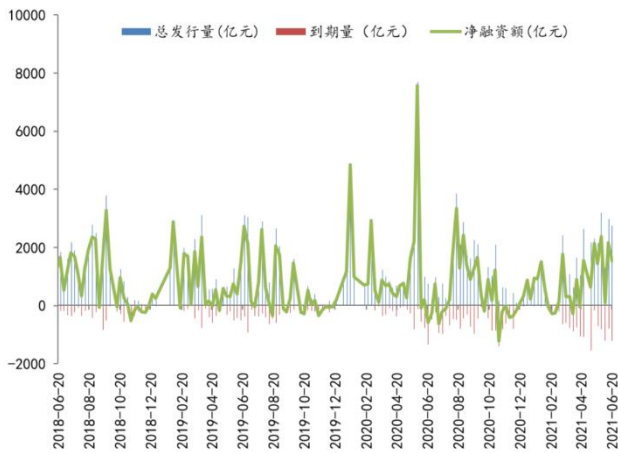
地方债

+2732.22

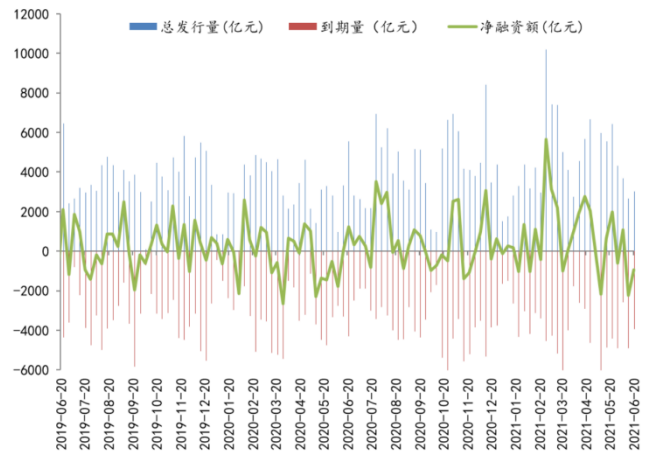
-1212.7

+1519.52

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

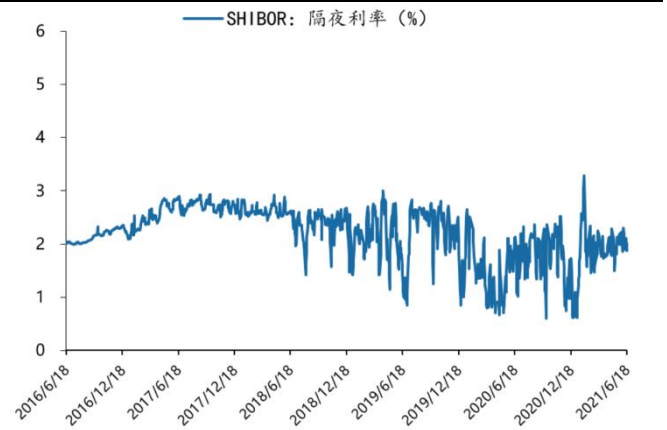
货币资金面: 本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 2bp 至 2.10%，银行间质押式回购利率上行 4bp 至 2.09%。R001 上行 2bp 至 2.05%，R007 上行 10bp 至 2.21%，DR007 上行 5bp 至 2.20%。SHIBOR 隔夜利率上行 2bp 至 2.01%。

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、持平、+3bp 至 2.35%、2.41%、2.61%。

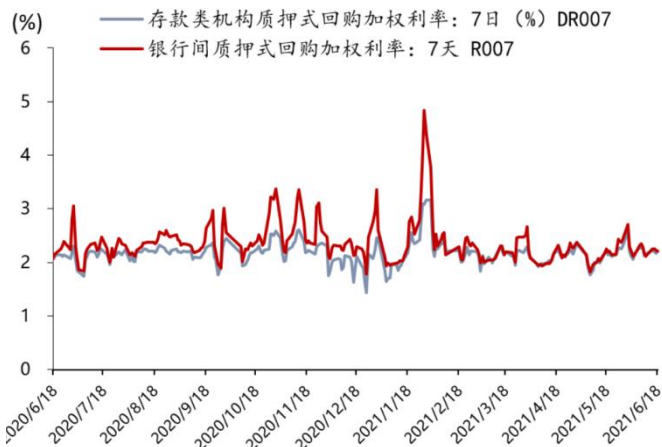
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率上行 9bp 至 2.53%，10 年期国债收益率下行 1bp 至 3.12%，期限利差缩小 10bp 至 0.59%。

图 16: 加权平均利率

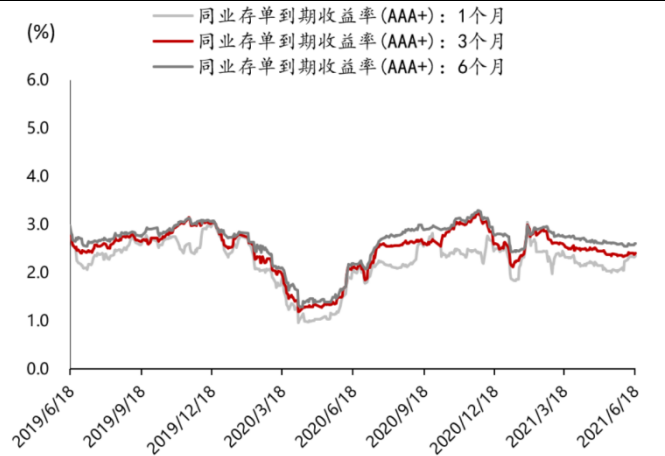

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: shibor 隔夜拆借利率


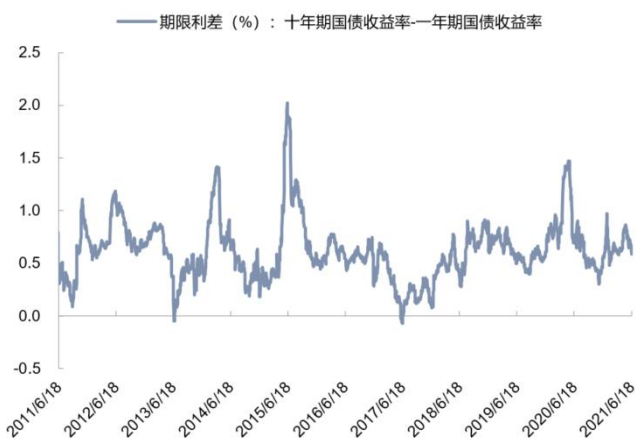
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: DR007 和 R007


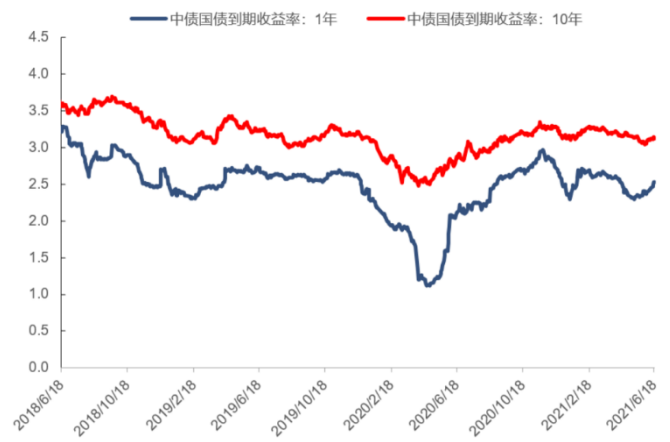
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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15日,东兴证券发布公告称,中国证监会发行审核委员会对东兴证券非公开发行A股股票的申请进行了审核。根据审核结果,东兴证券本次非公开发行A股股票的申请获得审核通过。

6月15日,山西证券股份有限公司与深圳市腾讯计算机系统有限公司签署战略合作协议。

6月17日,东海证券完成首只大集合产品公募化改造,将于6月21日启动销售。

6月17日,中国证券业协会与北京金融法院签署《合作备忘录》,探索司法与自律协同机制。根据《合作备忘录》,双方将在规则制定联动、政策法规解读、典型案例发布、创新业务及产品合法性论证、金融风险发现提示、专题调研交流合作、数据和培训资源共享、专家互动交流、多元纠纷解决、维稳协调合作、普法宣传及投资者教育、党建队建等事项上开展合作,探索建立信息协同、政策协同、资源协同工作机制,形成司法与自律治理合力。

6月18日,国联证券发布公告,收到中国证监会批复,同意公司向专业投资者公开发行短期公司债券的注册申请,本次公开发行短期公司债券面值余额不超过80亿元。

6月18日,第一创业公告,公司董事会于2021年6月18日收到公司副总裁尹占华递交的书面申请,申请辞去公司副总裁职务。

6月18日，证监会发布《证券期货业结算参与机构编码》《挂牌公司信息披露电子化规范 第1部分：公告分类及分类标准框架》《挂牌公司信息披露电子化规范 第2部分：定期报告》《挂牌公司信息披露电子化规范 第3部分：临时报告》《证券期货业大数据平台性能测试指引》五项金融行业标准，自公布之日起施行。

6月18日，为贯彻落实新《证券法》和新《行政处罚法》等上位法规定，证监会发布修订后的《证券市场禁入规定》（以下简称《规定》），自2021年7月19日起施行。

保险：

6月15日，中国人寿发布公告称，2021年前5月原保费收入3864亿元，同比增4.49%。

6月15日，众安在线发布公告称，2021年前5月原保费收入77.25亿元，同比增44.42%。

6月17日，中国太平发布公告称，2021年前5月原保费收入937.36亿元，同比增3.64%。其中，太平人寿原保费收入791.65亿元，同比增3.14%；太平财险原保费收入114.42亿元，同比增1.5%；太平养老原保费收入31.29亿元，同比增29.61%。

近日，前瞻研究院数据显示，2020年，我国互联网保险市场规模已超过2900亿元，渗透率达6.4%。

6月16日，上海市政府办公厅发布《上海市老龄事业发展“十四五”规划》，规划指出，到2025年，建立与上海经济社会发展水平相适应、与人口老龄化进程相匹配的老龄事业发展体系。

截止6月16日，上海城市定制型商业补充医疗保险“沪惠保”参保人数已突破627万。

6月16日，前海再保险与水滴保达成亚健康人群保障战略合作，并上线了一款非标体人群可投保的重疾险产品“水滴守护爱重大疾病保险”。

6月17日，水滴公司发布2021年一季度财务报告。报告显示，一季度水滴营收8.83亿元，同比增35.1%；净亏损4.8亿元，相较2020年同期亏损1.74亿元，亏幅扩大175.86%。其中，水滴保首年保费（FYP）44.69亿元，同比增长42.7%。水滴公司预计二季度水滴保保费或将同比增长50%。

6月18日，中国人保召开2020年度股东大会，会议审议了23项议案，其中包括《关于集团“十四五”发展战略规划纲要的议案》。

近日，中国人寿推出国寿福（盛典版）系列保险产品，其中包括国寿福终身重大疾病保险（盛典版，A款）、国寿福终身重大疾病保险（盛典版，B款）两款产品。

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。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5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	hanqiyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@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。