



Research and
Development Center

东财基金代销弹性显著，传统券商性价比高

非银金融行业

2021年8月1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

东财基金代销弹性显著，传统券商性价比高

2021年8月1日

本期内容提要:

- **核心观点:** 权益类基金保有量规模总额环比+16pct至8.13万亿元，天天基金权益类公募基金保有规模(4415亿元)升至行业第四位，市占率提升0.07pct至5.43%，东财基金销售弹性显著。此外，针对盈利增速、资产质量和估值产生严重背离的传统券商板块，我们建议积极布局，仍然需沿高ROA业务条线寻找投资标的。当前保险行业尽管在养老险，健康险中的医疗险等领域积极开拓，但贡献NBV增量如重疾险尚需时日，保险投资的潜在亮点仍然在投资端。根据21世纪经济报道，新一轮养老体系体层设计文件已起草完毕，我们前期报告对相关影响进行过预测，建议关注中金、中信建投H，东方证券，友邦H、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3397.36点，-4.31%；深证指数报14473.21点，-3.70%；沪深300指数报4811.17，-5.46%；创业板报3440.18，-0.86%；中证综合债(净价)指数报99.65，+20bp。沪深两市A股日均成交额13624.51亿元，环比+13.97%，两融余额18039.34亿元，较上周-1.07%。个股方面，券商：广发证券-0.13%，华林证券-3.72%，西南证券-4.42%；保险：中国平安-6.89%，新华保险-8.42%，中国人寿-10.26%；多元金融：华铁应急+7.53%，中航产融+1.84%，江苏租赁+0.79%。
- **证券业观点:** 本周，中证协就修订《证券公司保荐业务规则》(以下简称《规则》)向券商征求意见。本次修订为《规则》在2020年12月4日发布后的第一次修订，具体修订内容为以下四方面：第一，进一步确立以信息披露为中心的尽职调查原则，细化需要保荐机构进行复核的“重大事项”的标准；第二，指导保荐机构完善内部激励机制；第三，完善对保荐机构及保荐代表人的外部激励机制；第四，与其他规则的衔接。《规则》是保荐机构及从业人员履职的基本指南，也是判定保荐责任归属的基本依据。本次修订可以从制度层面厘清机构职责，减少机构与其他机构的重复工作，有利于保荐机构归位尽责。同时通过激励保荐机构完善内外部奖惩机制，有助于促进从业人员尽职尽责，减少操作风险。此外，《规则》通过配合其他相关法规，有助于规范机构行为，充分发挥注册制下中介机构核查功能，提高上市公司可投性，为全面推进注册制奠定基础。

本周，中国证券投资基金业协会发布2Q21基金代销机构公募基金销售保有规模。各机构股票及混合公募基金保有规模共计61584亿元，其中券商保有规模10548亿元，占比17.13%；非货币市场公募基金保有规模73964亿元，其中券商保有规模11125亿元，占比15.04%。第三方代销机构方面，东方财富的天天基金股票+混合、非货基保有量分别环比+26.4%、+30.6%，市占率环比分别提升0.7pct、0.21pct至5.43%、3.68%，规模超过建行居行业第四位，东财在场景、客户基础

等方面优势明显，未来市占率有望进一步提升。券商代销方面，51家券商位列保有规模前一百名，中信证券、华泰证券、中金公司等21家券商位列保有规模前五名。券商代销规模与银行尚有较大差距，目前集中度较低，CR5仅为38%，远低于银行的62%。在全行业财富管理持续深化进程中，多家券商财富管理业务综合实力不断增强，证券行业基金代销规模有望爆发。

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。当前行业平均估值PB 1.67倍，仍处于2010年以来10%分位，估值与业绩、资产质量不匹配。从已公布的上半年业绩预告来看，头部券商综合优势占优，建议积极布局头部券商，建议关注：中金公司、招商证券，长线看好东方财富。

- **保险业观点：**自“独立个人保险代理人”概念提出以来，已经有湖北、陕西等地监管陆续推进新规传达、落地等配套工作；保险公司方面也陆续试水。就在最近，东吴人寿预计用一年时间，依托公司现有机构在中心城市、省内重点城市建立30个独立的创新营业区，筹建一支1000人的销售队伍，探索独立代理人的经营模式。我们认为，独立代理人有助于打破传统营销团队金字塔结构，从根本上推动保险营销体制变革和保险业高质量转型发展。与传统保险代理人相比，独立代理人的佣金分配及税费及结构优势明显。

7月保费增速仍承压，主要因为后疫情时代居民消费力不足、险企有效人力增长不及预期、开门红及重疾炒停等因素综合影响。我们判断负债端压力、增员压力仍然存在，但保费下滑速度在三季度或将趋缓，静待三季度的新单复苏情况。资产端，7月30日中央政治局会议指出要保持流动性合理充裕，在稳增长的压力下，长端利率或仍有下行预期。我们认为，未来险企的发展空间主要有两个：1) 100万亿中短储蓄和理财转化为1万亿的商业养老金。随着新一轮养老体系顶层设计文件已起草完毕，未来商业养老险的发展空间广阔；2) 从“增员获客”向“存量经营”带来的增长空间。险企纷纷加强健康生态搭建，通过挖掘现有客户全生命周期的保障需求，提高客均保费及NBV。其中，代理人素质能力高、客户经营能力强的险企有望优先收益。当期时点保险板块估值较低，当前股价对应的国寿、平安、太保、新华2021E PEV分别为0.61x、0.58x、0.43x、0.42x，建议关注。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净投放1100元，其中逆回购净投放400亿元，国库现金定存投放700亿元。下周有900亿元逆回购到期。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13bp至2.26%，银行间质押式回购利率上行22bp至2.31%。R001上行22bp至2.29%，R007上行25bp至2.41%，DR007上行19bp至2.30%。SHIBOR隔夜利率上行12bp至2.18%。同业存单发行利率表现不一。1年期国债收益率下行1bp至2.15%，10年期国债收益率下行7bp至2.85%，期限利差缩小6bp至0.70%。7月30日，

中央政治局会议提出：稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。“不急转弯”“保持宏观杠杆率基本稳定”等限制性提法都没有再出现，意味着货币政策宽松空间打开。在稳增长的压力下，长端利率或仍有下行预期。

- **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.....	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 (7/24-7/30) 和债券发行与到期 (7/26-8/1), 亿元.....	8
--	---

图目录

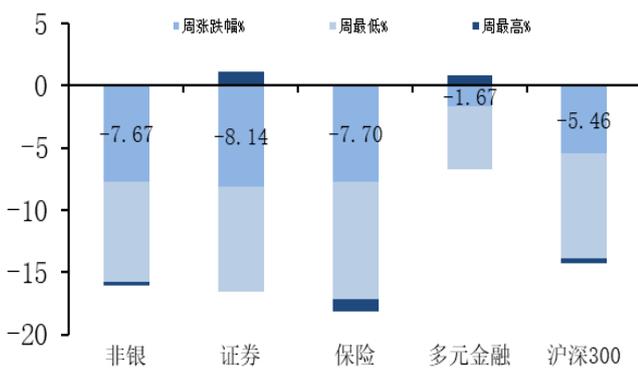
图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 2.67%.....	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.41%.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比+13.97%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1884 亿元、6026 亿元.....	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 52332 亿元.....	7
图 7: 本周两融余额较上周-1.07%.....	7
图 8: 本周股票质押市值较上周+0.99%.....	7
图 9: 1Q21 券商资管规模 8.53 万亿.....	7
图 10: 券商板块 PB 1.67.....	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:

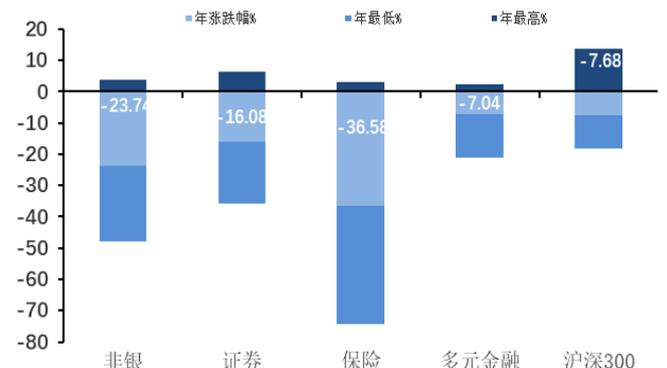
- 1. 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 4469.79 亿股, 成交额 68122.57 亿元, 沪深两市 A 股日均成交额 13624.51 亿元, 环比+13.97%, 日均换手率 1.57%, 环比+13.63bp。
- 2. 投资银行:** 截至 7 月 30 日, 2021 年 IPO 承销规模为 1883.92 亿元, 再融资承销规模为 6026.19 亿元; 券商债券承销规模为 52331.84 亿元。
- 3. 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 7 月 29 日, 两融余额 18039.34 亿元, 较上周-1.07%, 占 A 股流通市值 2.68%; (2) 股票质押: 截至 7 月 30 日, 场内外股票质押总市值为 43136.53 亿元, 较上周+0.99%。
- 4. 证券投资:** 本周主要指数下行, 上证综指报 3397.36 点, -4.31%; 深证指数报 14473.21 点, -3.70%; 沪深 300 指数报 4811.17, -5.46%; 创业板报 3440.18, -0.86%; 中证综合债(净价)指数报 99.65, +20bp。
- 5. 资产管理:** 截至 2021 年 3 月底, 证券公司及资管子公司资管业务规模 8.53 万亿元, 其中单一资产管理计划 11450 只, 资产规模 5.68 万亿元, 集合资产管理计划 5736 只, 资产规模 2.30 万亿元, 证券公司私募子公司私募基金规模 1011 只, 资产规模 5517.90 亿元。

图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 2.67%



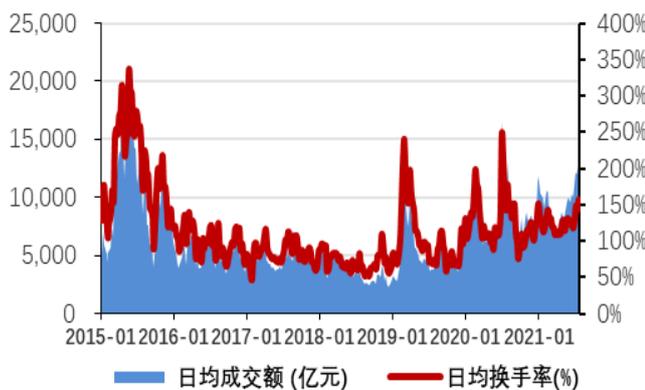
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.41%



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+13.97%

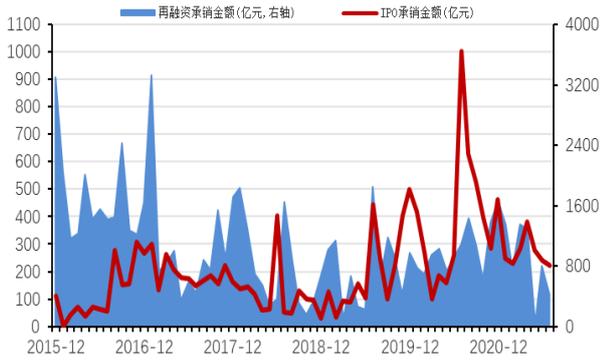


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

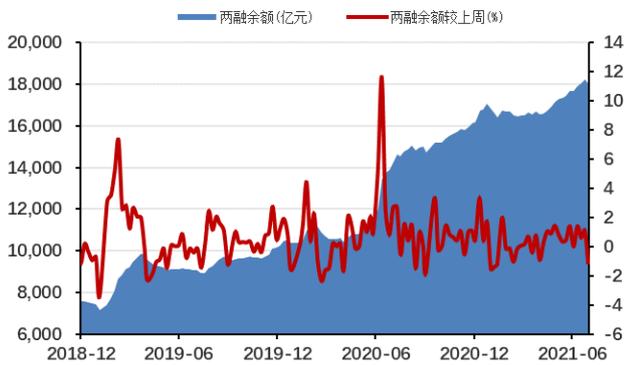
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



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 1884 亿元、6026 亿元


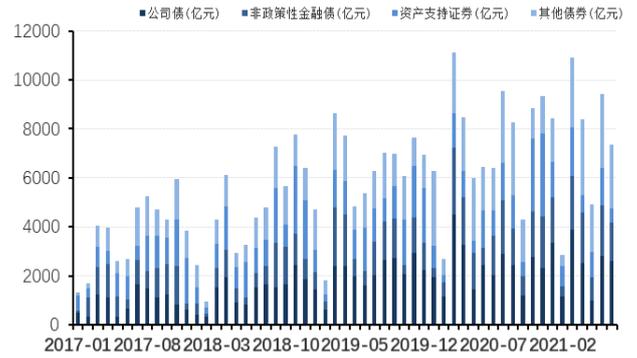
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周-1.07%


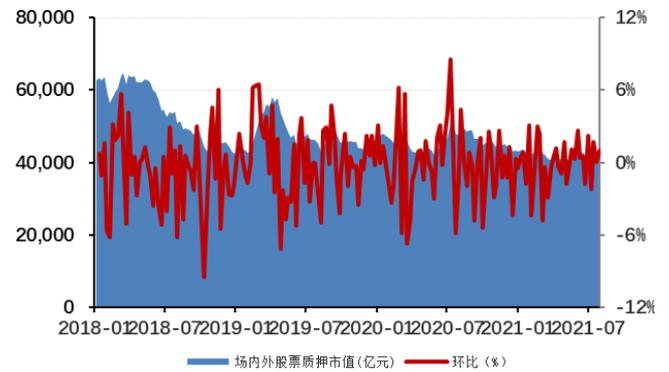
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：1Q21 券商资管规模 8.53 万亿

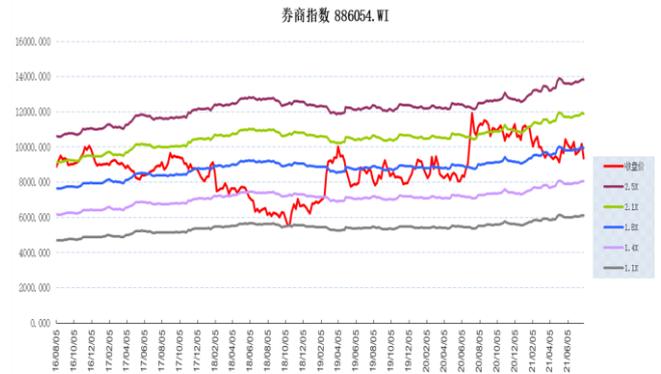

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 52332 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+0.99%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

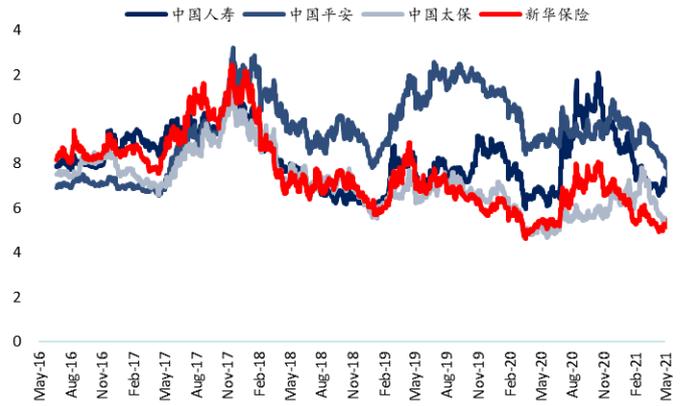
图 10：券商板块 PB 1.67


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


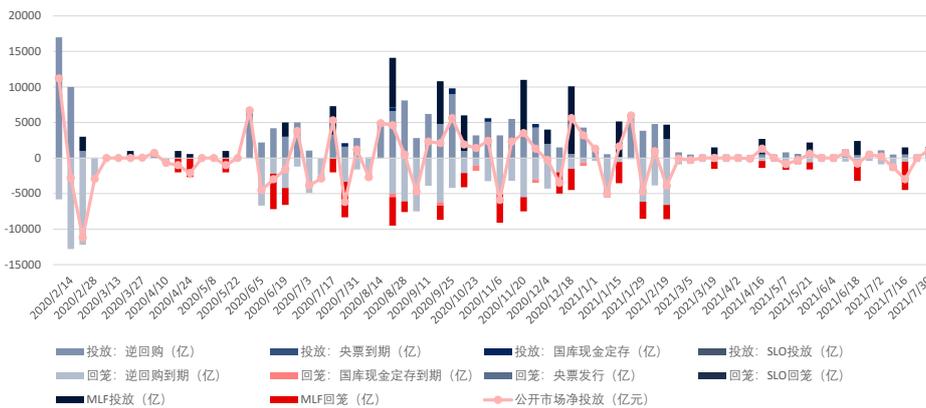
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场流动性追踪

本周央行公开市场净投放 1100 元，其中逆回购净投放 400 亿元，国库现金定存投放 700 亿元。下周有 900 亿元逆回购到期。

本周同业存单共发行 4509.60 亿元，到期 5647.70 亿元，净融资-1138.10 亿元。

地方债共发行 2254.51 亿元，到期 700.26 亿元，净融资+1554.25 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 (7/24-7/30) 和债券发行与到期 (7/26-8/1), 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	+900	-500	+400		
	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		+4509.60	-5647.70	-1138.10		

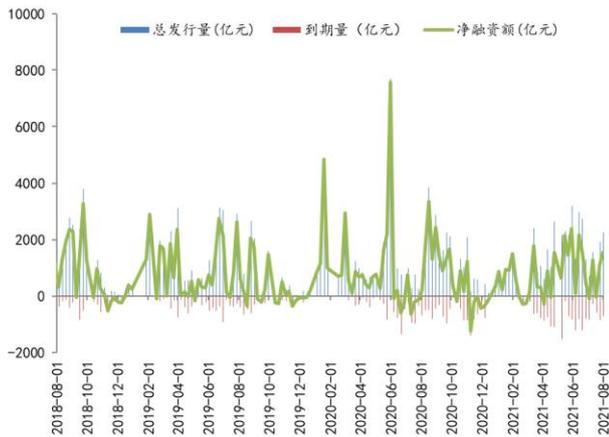
地方债

+2254.51

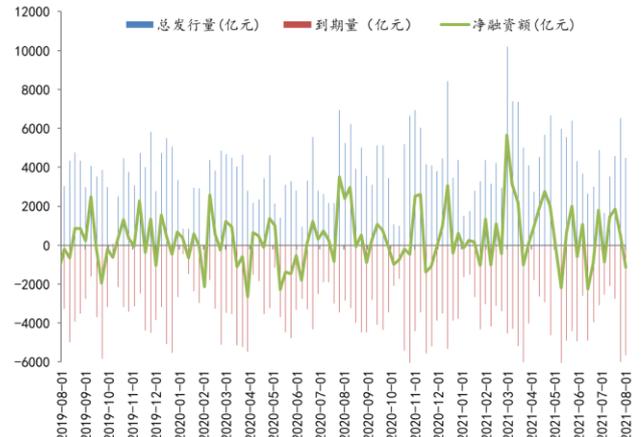
-700.26

+1554.25

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


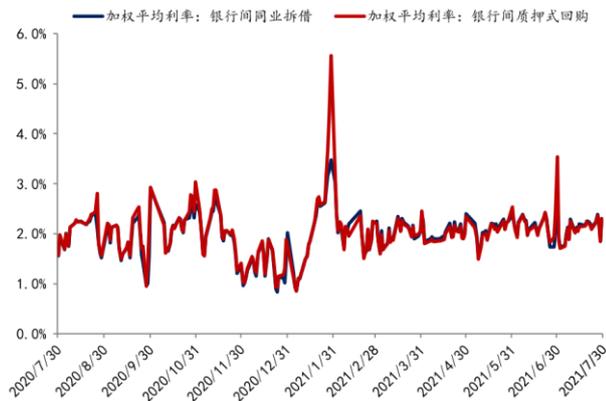
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、利率

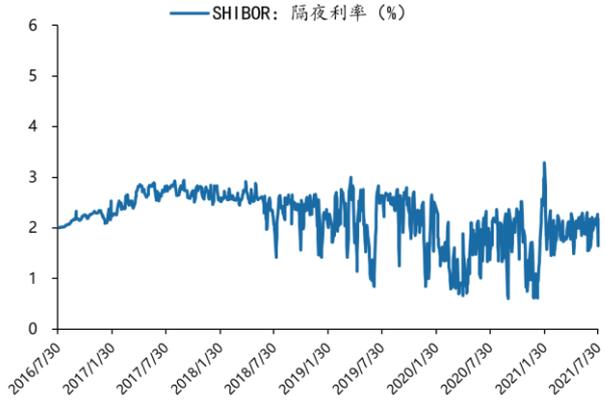
货币资金面: 本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 2.26%，银行间质押式回购利率上行 22bp 至 2.31%。R001 上行 22bp 至 2.29%，R007 上行 25bp 至 2.41%，DR007 上行 19bp 至 2.30%。SHIBOR 隔夜利率上行 12bp 至 2.18%。

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-3bp、+4bp、持平至 2.19%、2.33%、2.51%。

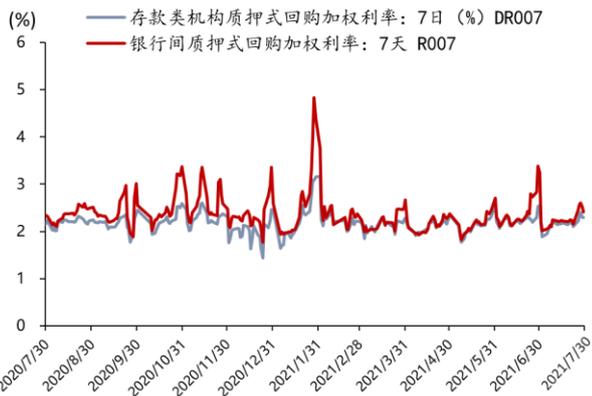
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率下行 1bp 至 2.15%，10 年期国债收益率下行 7bp 至 2.85%，期限利差缩小 6bp 至 0.70%。

图 16: 加权平均利率


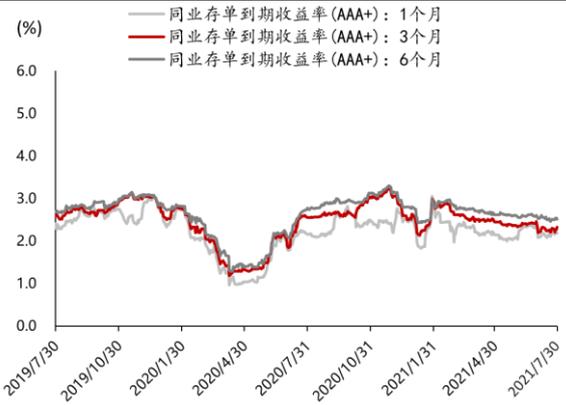
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: shibor 隔夜拆借利率


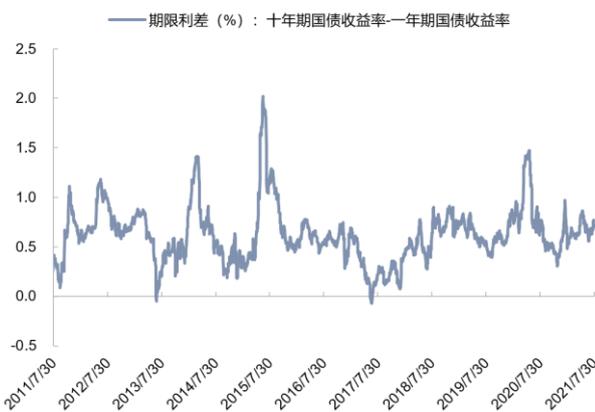
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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:

7月27日, 中证协发布《场外业务开展情况报告(2021年第7期, 总第70期)》。

7月30日, 中证协就修订《证券公司保荐业务规则》向券商征求意见。

7月30日, 中国证券投资基金业协会发布2021年第二季度销售机构公募基金销售保有规模。

保险:

7月23日, 中再集团发布公告称, 集团预计2021年上半年归母净利润较2020年同期增长55%至65%, 2020年其净利润为24.67亿元。

7月27日, 银保监会发布《关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力实施方案》, 采取“优化审批服务”的改革方式, 推动行政许可减材料、简程序、减环节, 在自由贸易实验区内, 采取“审批改为备案”的改革方式, 将部分银行保险机构分支机构设立、高级管理人员任职资格核准等事项由事前审批改为事后报告。

7月27日, 银保监会召开2021年年中工作座谈会暨纪检监察工作座谈会。会议指出, 上半年保险资金运用余额新增1.4万亿元, 赔付金额达7651亿元, 同比增长21%; 持续推动车险综合改革, 截至6月末, 车均保费较改革前下降17%, 综合赔付率上升15个百分点。会议强调, 防止银行保险资金绕道违规流入房地产市场, 并深

入整治保险市场乱象，规范发展第三支柱养老保险，完善健康保险监管制度体系，推动巨灾保险试点和立法，将更多的自然灾害纳入保障范围。

7月28日，全国政协在京召开“积极应对人口老龄化,促进人口均衡发展”专题协商会，人社部副部长游钧在会上针对加快多层次养老保险体系建设表示，下一步为加快多层次养老保险体系建设：一是要明确基本养老保险保基本功能定位，适时、适度降低替代率，为二、三支柱发展留出空间。二是要增强年金强制性，在企业职工基本养老保险全国统筹后研究提高企业年金强制性的可行性，提高年金覆盖率。三是要完善优惠政策，会同财政等部门研究创新税优模式。四是要尽快出台养老保险第三支柱的政策框架，目前已制定方案并上报国务院。

7月28日，中国人寿发布2021年上半年理赔服务报告，上半年中国人寿赔付件数超940万件，同比增加40%，理赔金额超269亿元，平均每天赔付5.1万件、1.4亿元。从赔付件数看，医疗赔付占比93.9%。从理赔金额来看，医疗赔付占比40.8%；身故赔付占比26%；重疾赔付占比29.6%；伤残赔付占比3.6%。受益于公司强大的理算引擎，中国人寿上半年全流程智能化处理理赔案件超690万件，占比超70%。

7月29日，中国银保监会发布新修订的《再保险业务管理规定》，主要修订内容包括八个方面：一是加强再保险顶层战略管理，二是加强再保险业务安全性的监管，三是加强再保险合同管理的监管，四是加强直保公司开展分入业务的管理，五是加强再保险经纪人的监管，六是支持直保市场发展，七是消除与现有监管政策相冲突的内容，八是精简信息报送任务。

7月29日，中信保诚人寿发布2021年上半年理赔报告。其中，上半年公司赔付金额11.19亿元，同比增长41%；赔付件数44.42万件，同比增长13.2%；理赔时效1.33天，同比提升3.6%。从金额分布来看，重大疾病最高，占比69.3%；身故、一般医疗及伤残分别为15.9%、14.2%、0.6%。

近日，泰康在线发布2021年上半年理赔报告，公司上半年理赔14亿元，件数超120万件，同比增40%。

7月26日，北京医保参保人专属的普惠性商业健康保险“北京普惠健康保”正式发布。一年仅需195元，就能获得医保目录内外最高300万元的医疗保障。比起其他城市的同类产品，“北京普惠健康保”在百种海内外高额特药等四个方面具有突出优势。

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。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

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	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	liuchexu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@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	li ruolin@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	wangyufe@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

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。