



Research and
Development Center

证券业正在发生底层变革，保险将迎来估值修复

非银金融行业

2021年9月26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

证券业正在发生底层变革，保险将迎来估值修复

2021年9月26日

本期内容提要:

- **核心观点:** 1) 券商行业底层正在发生变革，由交易佣金主导的经纪业务模式正在向代销转变，远超交易佣金费率的收益是主要驱动力。财富管理业务有望成为继 2006-2007 年的经纪业务、2014-2015 年的两融业务后，成为券商业绩增量的第三块业务。我们判断市场将会从初期大财富管理净利润贡献占比高的券商（东方 74%、广发 31%、兴业 37%）向真正具有优质产品和优秀投顾能够留存客户的券商扩散，同时估值体系将重塑，留存更多 AUM 的券商将享有估值溢价。当前板块估值 PB 1.9 倍，距离估值中枢 PB2.61 倍有较大空间，仍然建议积极参与。2) 保险板块负债端短期较难出现改善，但代理人产能提升和银保渠道 NBVM 提高，反应了基本面亮点。在房地产投资悲观预期和长端利率下行预期得到修正的背景下，我们判断投资端将会带领板块估值修复。

核心标的: 中金公司、东方证券、浙商证券、中国太保、新华保险等

- **市场回顾:** 本周主要指数涨跌互现，上证综指报 3613.07 点，-0.02%；深证指数报 14357.85 点，-0.01%；沪深 300 指数报 4849.43，-0.13%；创业板报 3207.82，+0.46%；中证综合债（净价）指数报 99.52，+1bp。沪深两市 A 股日均成交额 12525.01 亿元，环比-12.44%，两融余额 19055.88 亿元，较上周+0.72%。个股方面，券商：长城证券+3.85%，东方证券+2.74%，国信证券+1.84%；保险：中国太保-0.26%，新华保险-0.81%，中国人保-1.17%；多元金融：江苏租赁+3.76%，渤海租赁+3.30%，岩石股份+2.52%。
- **证券业观点:** 9 月初北交所成立，为“专精特新”中小企业直接融资服务，近两周公开发行业与上市审核、重大资产重组等各项制度陆续征求意见，形成契合专精特新中小企业发展规律和融资需求特点的制度安排；上周北交所发布投资者适当性门槛，较精选层门槛 150 万降至 50 万，交易流动性将进一步改善。北交所成立及各项制度陆续推进落地，券商迎来政策催化剂。

当前券商板块估值 PB1.90 倍，估值与业绩、资产质量仍不匹配，距离 PB2.61x 估值中枢尚有较大空间。财富管理收入与金融产品保有量、客户资产总规模挂钩，业绩增量无上限，高 ROA、稳定增长以及给公司带来多元化增量业绩的特性，有望推动板块估值提升。近年来券商大财富业务快速发展，上半年头部券商代销金融产品收入翻倍；居民财富加速通过机构入市，头部公募规模与净利润高速增长，券商参/控股头部公募基金对公司的利润贡献大幅增加，部分券商大财富业务利润贡献大幅提升。我们认为板块行情将从初期大财富利润贡献占比高的券商真正具有优质产品和高素质投顾、具备强大的留客能力的券商扩散，AUM 增速快、体量大的券商将享有估值溢价。建议关注受益于财富管理市场扩容的核心标的：1. 产品与投顾优势明显，推进高端财富

管理规模化发展的中金公司；2.受益于居民财富通过机构入市，资管收入占比高+参/控股公募基金贡献度高的东方证券、兴业证券、广发证券等；3.公司战略高度重视、产品端特色明显，有望实现弯道超车的浙商证券。

- **保险业观点：**各险企公布8月保费增速情况，8月单月各险企负债端依然承压，同比下滑明显，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、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。资产端，房地产投资对险企的不利影响已充分反映，“能耗双控”政策下存在的滞涨风险使得未来货币政策进一步放松的可能性降低，长端利率下行预期有所修正，为险企投资端带来一定支撑。我们判断，险企负债端依然承压，但险企中报存在两大亮点：第一，个险人均FYP增速快于人力下降幅度，改革初见成效；第二，银保渠道NBVM提升，得益于规模效应下固定费用摊薄以及趸交产品向期交产品转变。银行作为未来养老保险重要渠道，银保战略地位将有提升。当期时点保险板块估值较低，建议关注。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0.63x、0.51x、0.47x、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3000亿元，其中逆回购净投放3700亿元，国库现金定存到期700亿元。下周有2200亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率下行。加权平均银行间同业拆借利率下行43bp至1.94%，银行间质押式回购利率下行35bp至2.06%。R001下行54bp至1.68%，R007下行39bp至2.19%，DR007下行33bp至2.07%。SHIBOR隔夜利率下行52bp至1.70%。同业存单发行利率上行。1年期国债收益率下行6bp至2.33%，10年期国债收益率下行1bp至2.87%，期限利差扩大5bp至0.54%。下半年经济稳增长压力依然存在，但“能耗双控”政策下，市场存在一定的滞涨风险，未来货币政策进一步放松可能性较低，利率下行空间有限。
- **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.....	5
保险业务概况及一周点评.....	5
市场流动性追踪.....	7
行业新闻.....	7

表目录

表 1: 央行操作 (9/18-9/24) 和债券发行与到期 (9/20-9/26), 亿元.....	7
---	---

图目录

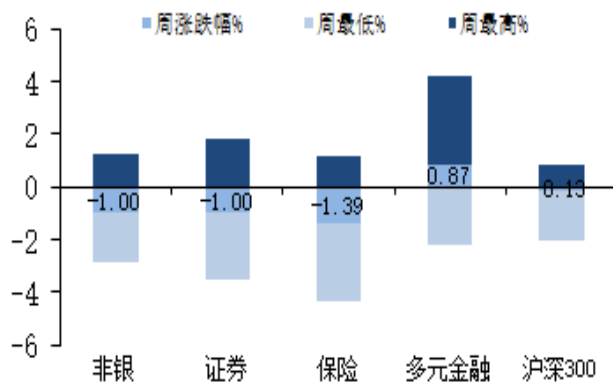
图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 0.87%.....	5
图 2: 2021 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 3.16%.....	5
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-12.44%.....	5
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	5
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 3478 亿元、6070 亿元.....	6
图 6: 1 月以来债券承销规模 7.08 万亿元.....	6
图 7: 本周两融余额较上周+0.72%.....	6
图 8: 本周股票质押市值较上周-2.80%.....	6
图 9: 2Q21 券商资管规模降至 8.34 万亿.....	6
图 10: 券商板块 PB 1.90.....	6
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	7
图 12: 滚动 PEV.....	7
图 13: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	7
图 14: 地方债发行与到期.....	8
图 15: 同业存单发行与到期.....	8
图 16: 加权平均利率.....	8
图 17: shibor 隔夜拆借利率.....	8
图 18: DR007 和 R007.....	9
图 19: 同业存单到期收益率.....	9
图 20: 国债期限利差.....	9
图 21: 国债收益率 (%).....	9

证券业务概况及一周点评

证券业务：

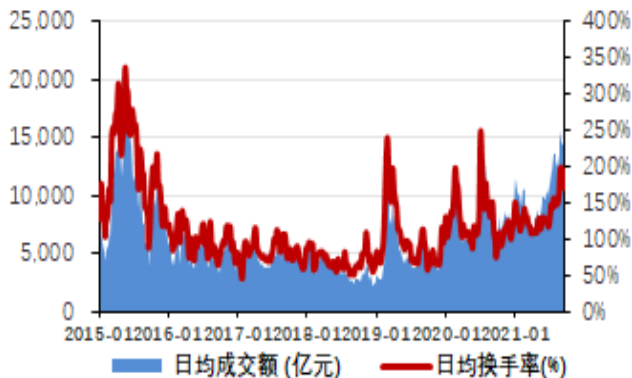
- 1. 证券经纪：**本周沪深两市累计成交 2954.29 亿股，成交额 37575.04 亿元，沪深两市 A 股日均成交额 12525.01 亿元，环比-12.44%，日均换手率 1.71%，环比-16.23bp。
- 2. 投资银行：**截至 9 月 24 日，2021 年 IPO 承销规模为 3478.49 亿元，再融资承销规模为 6069.90 亿元；券商债券承销规模为 70761 亿元。
- 3. 信用业务：**(1) 融资融券：截至 9 月 23 日，两融余额 19055.88 亿元，较上周+0.72%，占 A 股流通市值 2.64%；(2) 股票质押：截至 9 月 24 日，场内外股票质押总市值为 43698.62 亿元，较上周-2.80%。
- 4. 证券投资：**本周主要指数涨跌互现，上证综指报 3613.07 点，-0.02%；深证指数报 14357.85 点，-0.01%；沪深 300 指数报 4849.43，-0.13%；创业板报 3207.82，+0.46%；中证综合债（净价）指数报 99.52，+1bp。
- 5. 资产管理：**截至 2021 年 6 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 8.34 万亿元，其中单一资产管理计划 11411 只，资产规模 5.16 万亿元，集合资产管理计划 5985 只，资产规模 2.63 万亿元，证券公司私募子公司私募基金规模 1041 只，资产规模 5537.06 亿元。

图 1：本周券商板块跑输沪深 300 指数 0.87%



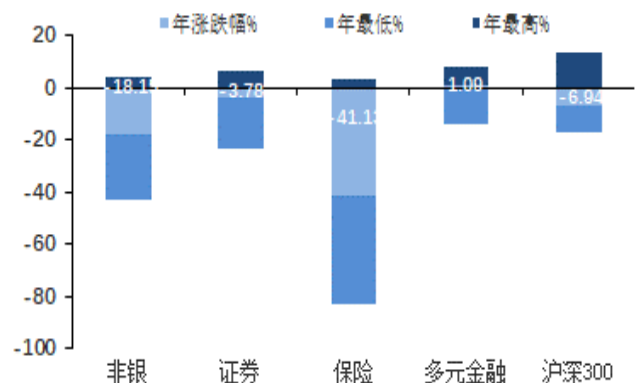
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交额环比-12.44%



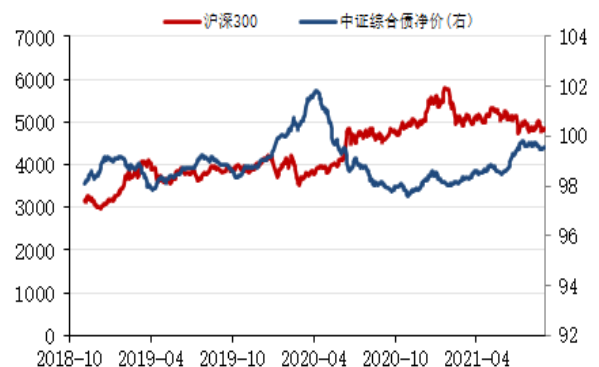
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2021 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 3.16%

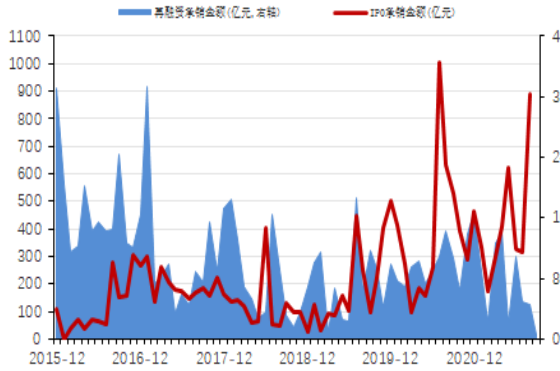


资料来源：Wind，信达证券研发中心

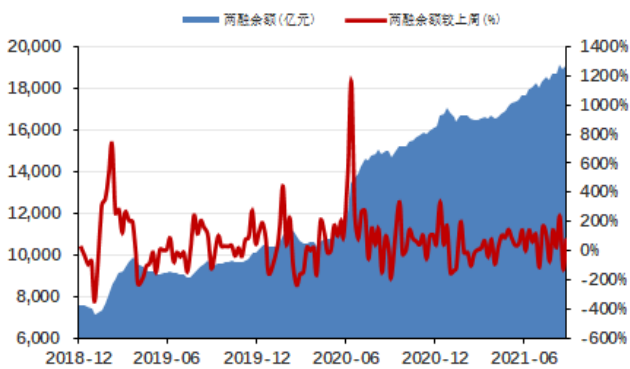
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



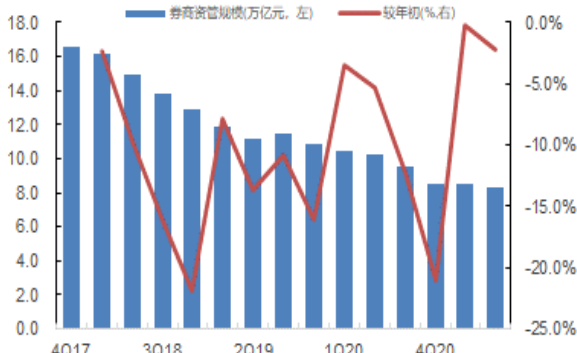
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 3478 亿元、6070 亿元


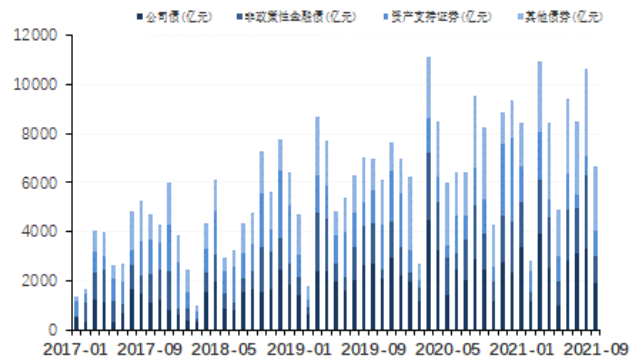
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.72%


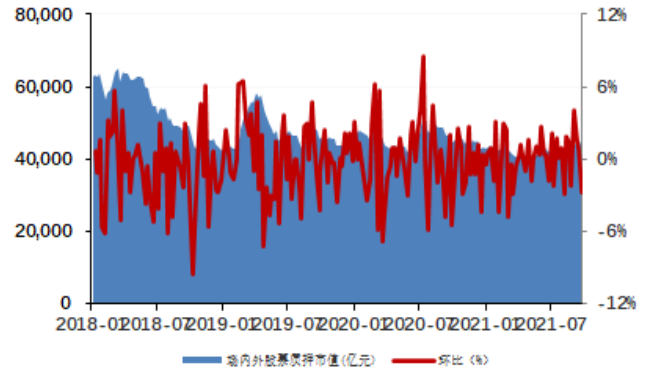
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2Q21 券商资管规模降至 8.34 万亿


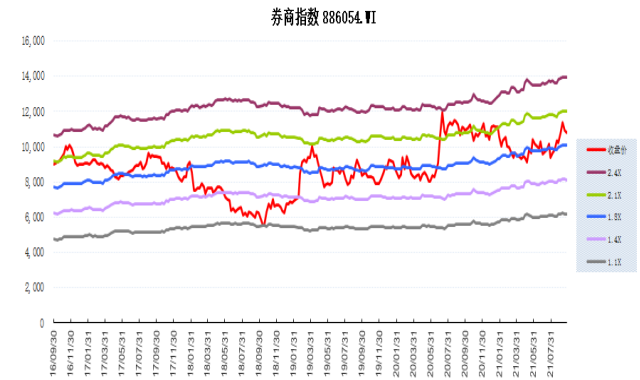
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 7.08 万亿元


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-2.80%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

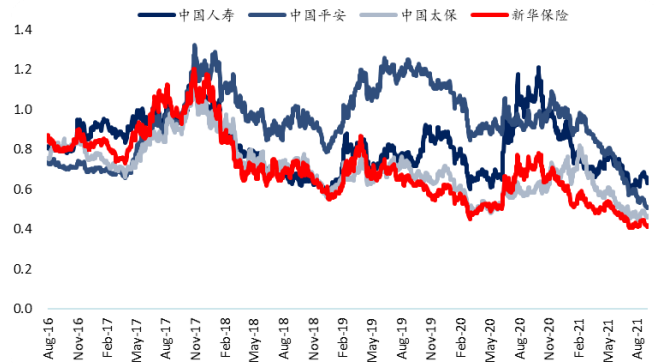
图 10：券商板块 PB 1.90


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


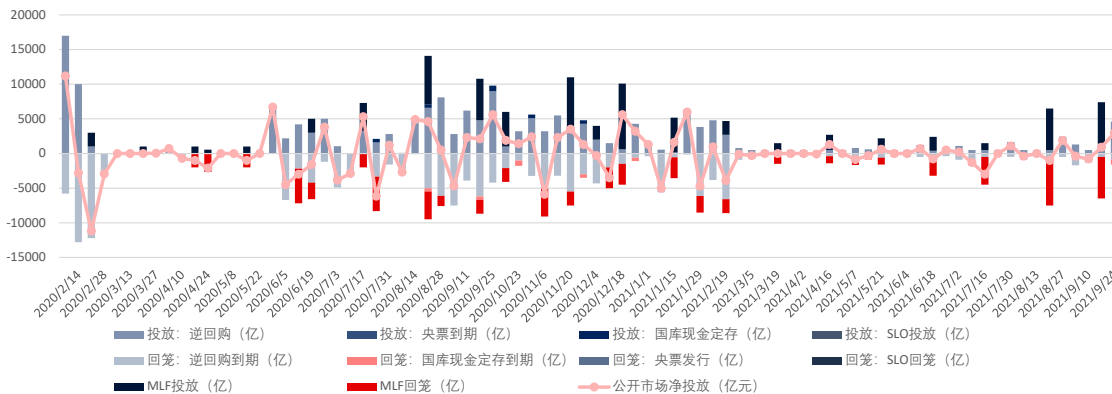
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场流动性追踪

本周央行公开市场净投放 3000 亿元，其中逆回购净投放 3700 亿元，国库现金定存到期 700 亿元。下周有 2200 亿元逆回购到期。

本周同业存单共发行 3284.60 亿元，到期 3695.60 亿元，净融资-411.00 亿元。

地方债共发行 2102.82 亿元，到期 470.12 亿元，净融资+1632.70 亿元。

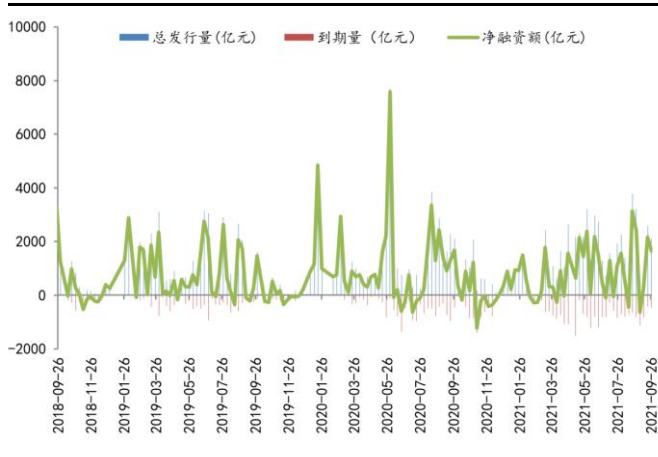
图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

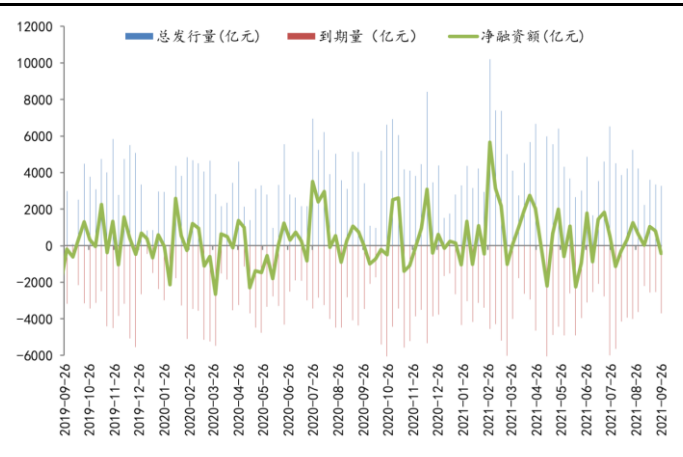
表 1：央行操作 (9/18-9/24) 和债券发行与到期 (9/20-9/26)，亿元

工具	发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	+1700	-900		
	14 天	+2900			
	28 天				
	63 天				
国库现金定存					
MLF/TMLF					
央行票据互换					
SLO					
同业存单	+3284.60	-3695.60	-411.00		
地方债	+2102.82	-470.12	+1632.70		

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

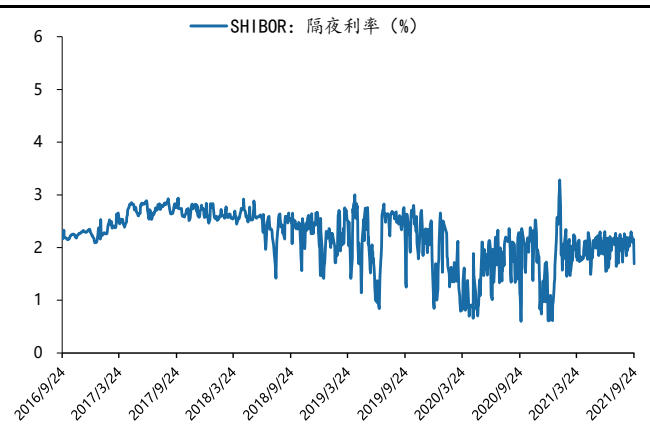
货币资金面：本周短端资金利率下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 43bp 至 1.94%，银行间质押式回购利率下行 35bp 至 2.06%。R001 下行 54bp 至 1.68%，R007 下行 39bp 至 2.19%，DR007 下行 33bp 至 2.07%。SHIBOR 隔夜利率下行 52bp 至 1.70%。

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+1bp、+1bp、+2bp 至 2.50%、2.39%、2.60%。

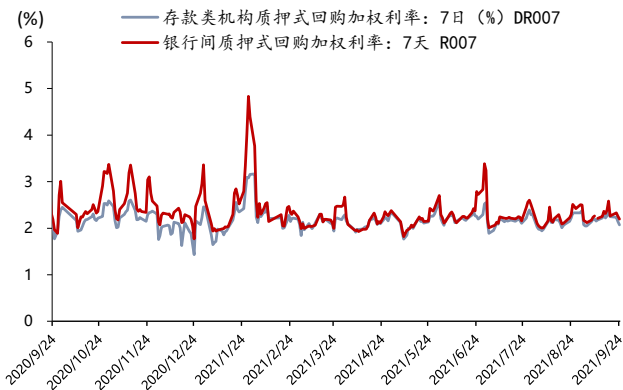
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率下行 6bp 至 2.33%，10 年期国债收益率下行 1bp 至 2.87%，期限利差扩大 5bp 至 0.54%。

图 16：加权平均利率

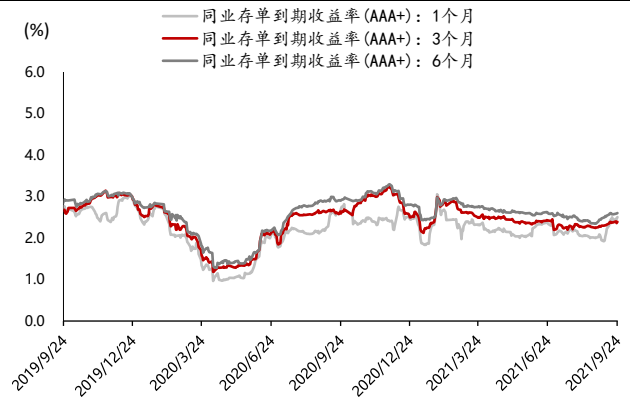

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：shibor 隔夜拆借利率


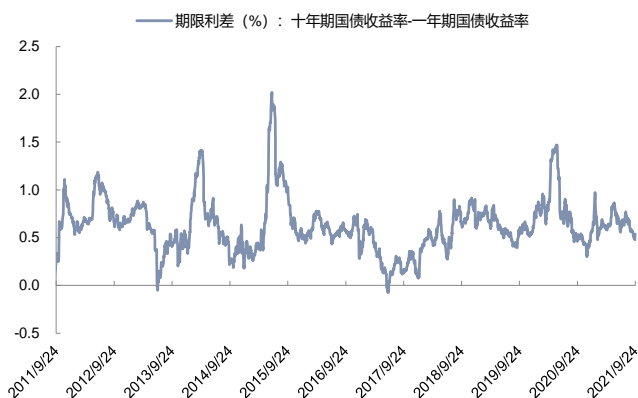
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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:

9月23日, 中证协发布关于发布修订后的《证券公司公司债券业务执业能力评价办法(试行)》的通知。

保险:

9月18日, 银保监会召开进一步推动保险业参与自然灾害综合风险普查工作座谈会, 会议要求, 保险业要进一步担当作为, 高质量配合各级普查办完成普查任务。

9月23日, 中国精算师协会发布《中国保险业意外伤害经验发生率表(2021)》。

9月23日, 中再集团发布公告称, 2021年前8月大地财险原保险保费收入301.12亿元, 同比降11.33%。

9月24日, 普华永道联合光大永明人寿联合发布《全生命周期风险保障经营模式研究报告》。该报告分析了保险行业经营的挑战, 展望了全生命周期风险保障经营模式的新趋势, 并就该模式的策略和能力体系提出设想。

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
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。