



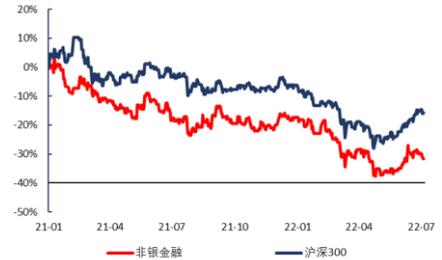
评级

推荐

## 报告作者

作者姓名 倪华  
 资格证书 S1710522020001  
 电子邮箱 nih835@easec.com.cn

## 相对指数



## 相关研究

《深耕无锡的精品券商，基金投顾的“小巨人”——国联证券(601456.SH)首次覆盖报告》2022.5.25  
 《艰难困苦，玉汝于成——非银行业一季报简评》2022.5.5  
 《东方财富一季报点评：经纪市占率持续提升，基金代销业务承压》2022.4.23  
 《东亚前海非银周报：关注东方财富等成长型券商的投资机会》2022.4.18  
 《乘财富管理东风，造金融平台航母——东方财富首次覆盖报告》2022.4.15  
 《重资产业务夯实基础，轻资产业务驱动增长——证券行业研究框架》2022.03.18  
 《东亚前海非银周报：券商配置时点已到，寿险负债端仍持续承压》2022.3.20  
 《银保渠道补位个险，增额终身寿险或爆发——保险行业研究框架》2022.3.21  
 《东亚前海非银周报：静待市场走出底部区间》2022.3.26  
 《东亚前海非银周报：板块数次大涨，成长型券商从未缺席》2022.4.4

## 养老金入市影响有限，静待更强有力政策出台

### 非银行业周报（2022.7.04-2022.7.10）

## 行情回顾

上周(7.4-7.10)证券、保险和多元金融板块涨跌幅分别为-3.2%、-1.3%、-1.8%。上证综指、深证综指、创业板指涨跌幅分别为-0.93%、-0.03%、+1.28%，沪深300下跌0.8%。证券、保险、多元金融板块相对沪深300的超额收益分别为-2.3%、-0.5%、-0.9%。2022年年初至今，证券、保险和多元金融板块分别下跌20.8%、9.4%、18.7%。

## 核心观点

**证券：**我们认为券商板块目前仍处于低估值阶段，在宽松的货币环境及经济回暖预期的加持下，利好政策出台有望成为券商持续性行情的启动点。

我们简单测算了个人养老金入市对券商的影响。2025年，在乐观、中性、悲观情形下，对应为券商整个行业贡献规模每年仅为5.90亿元、4.23亿元、2.77亿元。从金融产品代销角度，2030年个人养老金入市有望为券商带来的营收增量为33.8亿元，与整体券商营收规模相比，影响较小。我们进一步测算了养老金入市在2030年对一些券商核心标的的影响，公募销售能力强的天天基金、参股头部公募以及自身公募资管子公司竞争力强的东方证券受益程度更高。个人养老金等长期资金进入资本市场，有望降低市场波动，提升用户持有基金体验，减少投资者申赎频次。此外，个人账户养老金理念的逐步深入，有望带动税优额度外的基金投资需求，进而带动公募基金规模在未来实现高增长。

**保险：负债端：**增额终身寿产品市场接受度较高，整体价值率略低于重疾险但也保持较高水平，有望成为险企稳定保费的关键产品。随着疫情后经济的逐步复苏，新单保费及NBV下半年有望改善。此外，随着寿险改革深入，我们预计22年Q2队伍人力数量下降较Q1放缓。**资产端：**三季度初央行逆回购缩量，有助于市场利率向政策利率水平回归。在“宽信用”+货币宽松的组合政策叠加经济修复的背景下，短期利率存在一定上行预期，资产端下行趋势收窄。为险企投资端贡献一定支撑。

**流动性：**上周央行3850亿净回笼。

## 投资建议

建议关注：行业整体业绩承压时依然拥有较好业绩表现，稀缺性及独特性凸显的**东方财富**；自营业务稳健，其他业务稳步增长的**国联证券**。相关标的：配股靴子落地，财富管理业务较强的**东方证券**、拥有“银行+保险”集团协同作用，投资较为稳健的**中国平安**。

## 风险提示

新冠疫情恶化、中国经济压力增大、长期利率下行超预期。

## 正文目录

1. 行情回顾 .....	3
2. 证券行业数据跟踪 .....	3
3. 保险行业数据跟踪 .....	5
4. 流动性跟踪 .....	5
5. 一周新闻 .....	6
6. 风险提示 .....	7

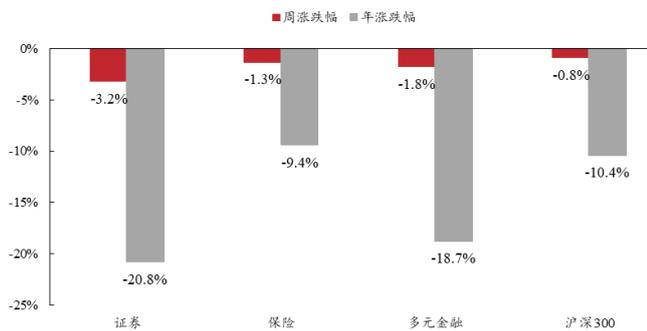
## 图表目录

图表 1. 非银金融细分行业行情.....	3
图表 2. 重要公司周涨跌幅.....	3
图表 3. 沪深成交额及换手率.....	4
图表 4. IPO 及再发金额 .....	4
图表 5. 债券承销规模.....	4
图表 6. 融资、融券余额.....	4
图表 7. 场内外股权质押情况.....	4
图表 8. 沪深 300 及中证全债（净） .....	4
图表 9. 集合资管规模及增速.....	5
图表 10. 券商 PB 估值 .....	5
图表 11. 国债收益率及 750 日移动平均线（%） .....	5
图表 12. 保险滚动 PEV.....	5
图表 13. 银行间市场利率（%） .....	6
图表 14. Shibor 隔夜利率（%） .....	6
图表 15. 国债期限利差（%） .....	6

## 1. 行情回顧

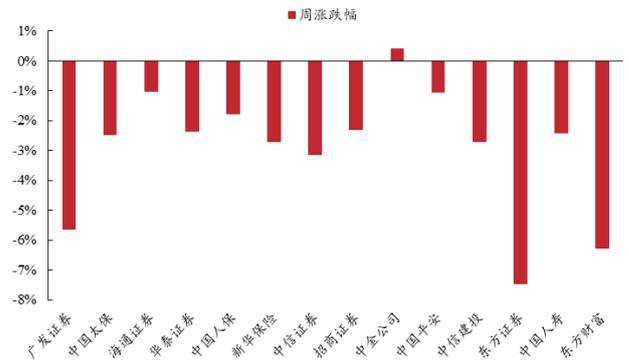
- 1) **證券行情:** 上周證券行業漲跌幅為-3.2%，同期滬深300漲跌幅為-0.8%。長江證券、國泰君安、哈投股份周漲幅分別為0.72%、0.46%和0.40%，漲幅位列前三。
- 2) **保險行情:** 上周保險行業漲跌幅為-1.3%，同期滬深300漲跌幅為-0.8%。中國財險、天茂集團、友邦保險周漲跌幅分別為1.59%、0.88%、0.12%，漲幅位列前三。

圖表1. 非銀金融細分行業行情



資料來源: iFind, 東亞前海證券研究所

圖表2. 重要公司周漲跌幅

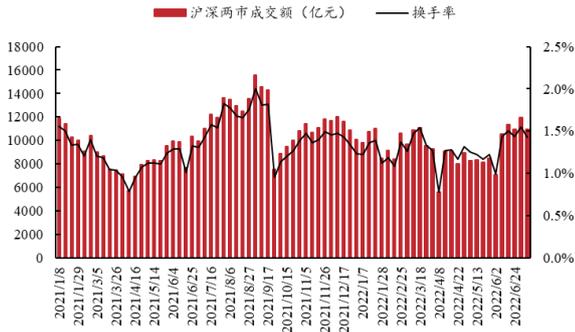


資料來源: iFind, 東亞前海證券研究所

## 2. 證券行業數據跟蹤

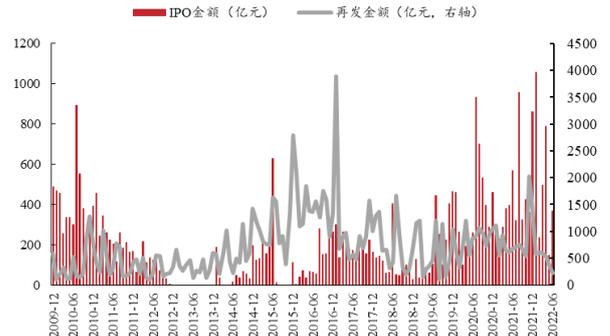
- 1) **經紀業務:** 上周滬深兩市日均成交額為1.10萬億元，環比-8.3%；日均換手率為1.43%，周環比-0.12pct。
- 2) **投行業務:** 2022年1-6月，IPO、再發規模（增發+配股）、債券承銷規模分別為3090.57億元、2903.22億元、44043億元，同比+101.0%、-24.34%、+23.9%，分別占去年規模的48.2%、25.9%、42.3%。
- 3) **信用業務:** 截止至7月8日，融資融券業務余額為1.62萬億元，周環比+1.50%。截止至7月8日，場內外股票質押市值3.6萬億元，周環比-1.36%。
- 4) **自營業務:** 上周滬深300漲跌幅+2.0%，中證全債(淨值)指數報103.49，周環比-0.08%。
- 5) **資產管理:** 截止至2021Q4，證券公司及資管子公司的資管業務規模8.24億元，其中集合資產規模為3.65億元，同比增長13.8%，占比由2021Q3的37.1%提升至44.3%，專項資管占比由2021Q3的56.5%下降至2021年Q4的49.0%。

图表3. 沪深成交额及换手率



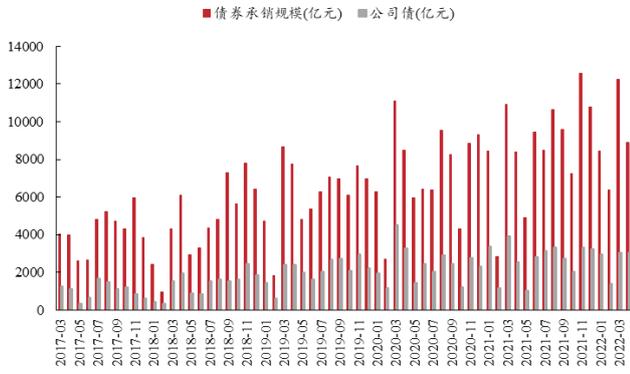
资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表4. IPO及再发金额



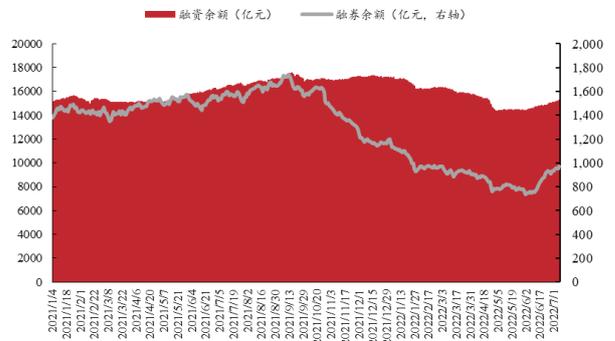
资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表5. 债券承销规模



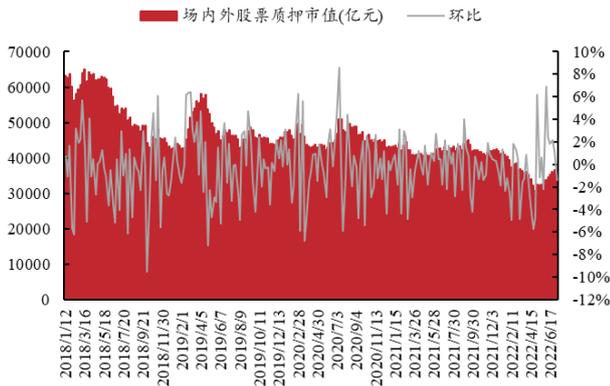
资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表6. 融资、融券余额



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表7. 场内外股权质押情况



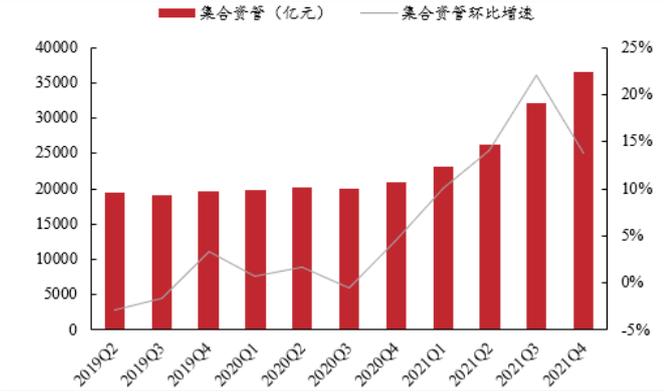
资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表8. 沪深300及中证全债(净)



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表9. 集合资管规模及增速



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表10. 券商 PB 估值

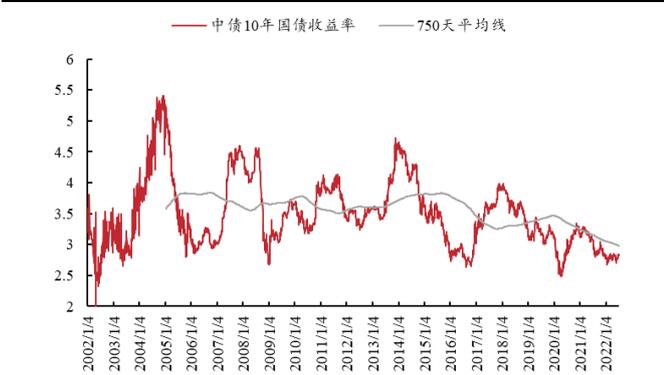


资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

### 3. 保险行业数据跟踪

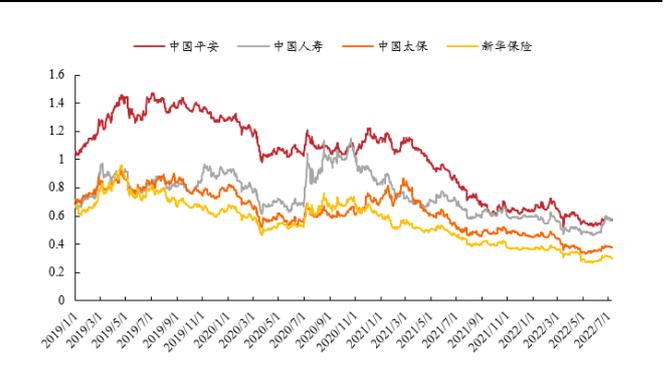
- 1) **国债收益率及 750 移动平均线:** 上周 10 年期中债国债报 2.8384, 周环比上升 1.29bp; 750 日移动平均线下降 0.23bp。
- 2) **保险企业 PEV 估值:** 平安、国寿、太保、新华滚动 PEV 为 0.57、0.57、0.38、0.30。

图表11. 国债收益率及 750 日移动平均线 (%)



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表12. 保险滚动 PEV



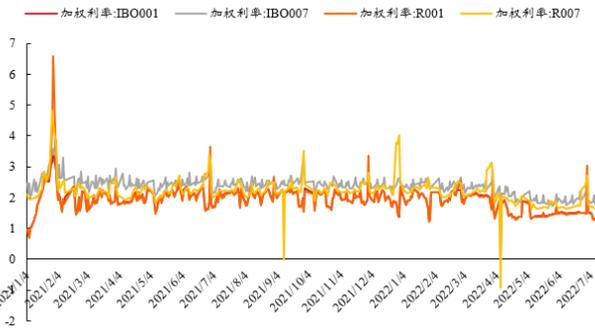
资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

### 4. 流动性跟踪

- 1) **量:** 上周中国央行进行 150 亿元逆回购操作、4000 亿元的逆回购到期, 当周 3850 亿净回笼。
- 2) **价:** 7 月 8 日, 银行拆借市场 IBO001、IBO007 加权利率报 1.2954%、1.7875%, 周环比-23.20bp、-11.64bp; 银行质押式回购 R001、R007 加权利率报 1.2831%、1.6160%, 周环比-22.15bp、-14.73bp。7 月 8 日, 隔夜 Shibor 报 1.22%, 周环比-22.5bp。
- 3) **期限利差:** 中债十年期国债到期收益率为 2.8384%, 中债 1 年期国债到

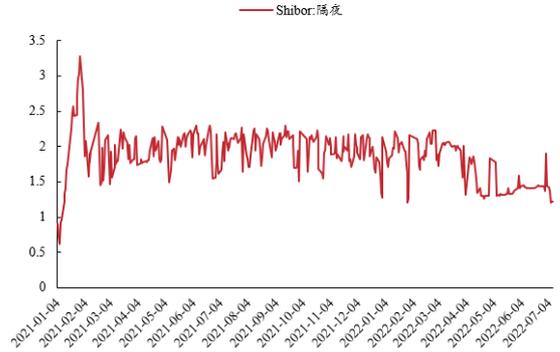
期收益率为 1.9584%，期限利差 88bp，周环比下降 1.31bp。

图表13. 银行间市场利率 (%)



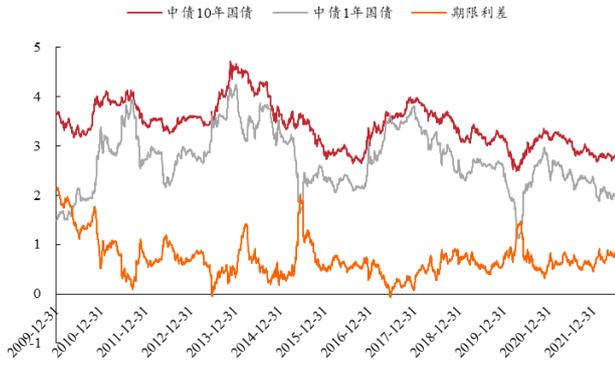
资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表14. Shibor 隔夜利率 (%)



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

图表15. 国债期限利差 (%)



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

## 5. 一周新闻

7月8日, 银保监会官网发布消息, 7月1日, 全国打击整治养老诈骗专项行动办公室打击整治养老诈骗工作第三次部门会商会在银保监会召开。银保监会党委书记、主席郭树清强调, 银保监会要发挥处置非法集资部际联席会议牵头单位作用, 压实地方主体责任和行业主管监管责任, 重拳整治一批养老领域非法集资违法行为, 积极引导群众主动防范非法集资。要进一步深化养老金融改革, 深入推进金融供给侧结构性改革, 不断完善金融服务适老举措。(来源: 银保监会)

7月8日, 证监会发布消息, 为完善私募股权基金、创业投资基金(以下简称私募股权创投基金)非现金分配机制, 拓宽私募股权创投基金退出渠道, 促进投资-退出-再投资良性循环, 近日, 证监会启动了私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作。此次私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作, 是证监会推动优化私募股权创投基金发展环境、支持行业进一步服务实体经济的又一项重要举措。证监会将结合试点工作实践情况及

时总结评估，继续推进完善私募股权创投基金退出机制，引导并促进私募股权创投基金规范发展，加大服务实体经济的力度。（来源：证监会）

7月7日，银保监会、央行发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》（以下简称《通知》）。这次发布的《通知》对信用卡息费收取、消费者权益保护、信用卡粗放发展模式、银行外部合作行为等四个方面都做了详细的规定。为了防范过度办卡等风险，《通知》明确长期睡眠信用卡占比超过两成的银行不得新增发卡。（来源：银保监会）

7月8日，为完善我国系统重要性金融机构监管框架，建立系统重要性保险公司评估与识别机制，人民银行会同银保监会起草了《系统重要性保险公司评估办法（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。征求意见稿提出，《办法》共四章二十条，包括总则、评估流程与方法、评估指标和附则。主要内容包括：一是明确评估范围。二是明确评估指标和权重。三是明确评估的具体流程。（来源：中国人民银行）

7月8日，中国银保监会发布《金融资产投资公司资本管理办法(试行)》。银保监会将持续强化监管，指导金融资产投资公司做好《办法》的贯彻落实，进一步加强资本管理，提升内部管理水平，规范开展市场化、法治化债转股业务，增强服务实体经济能力。据悉，金融资产投资公司各级资本充足率不得低于以下要求：（一）核心一级资本充足率不得低于5%；（二）一级资本充足率不得低于6%；（三）资本充足率不得低于8%。（来源：银保监会）

7月4日，中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会（以下简称香港证监会）、香港金融管理局（以下简称香港金管局）发布联合公告，开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（以下简称“互换通”）。通过互联互通方式便利境外投资者参与境内人民币利率互换市场，支持构建高水平金融开放格局。（来源：中国人民银行）

## 6. 风险提示

新冠疫情恶化、中国经济压力增大、长期利率下行超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**倪华**，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免責聲明

東亞前海證券有限責任公司經中國證券監督委員會批復，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告由東亞前海證券有限責任公司（以下簡稱東亞前海證券）向其機構或個人客戶（以下簡稱客戶）提供，無意針對或意圖違反任何地區、國家、城市或其它法律管轄區域內的法律法規。

東亞前海證券無需因接收人收到本報告而視其為客戶。本報告是發送給東亞前海證券客戶的，屬於機密材料，只有東亞前海證券客戶才能參考或使用，如接收人並非東亞前海證券客戶，請及時退回並刪除。

本報告所載的全部內容只供客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議，並非作為買賣、認購證券或其它金融工具的邀請或保證。東亞前海證券根據公開資料或信息客觀、公正地撰寫本報告，但不保證該公開資料或信息內容的準確性或完整性。客戶請勿將本報告視為投資決策的唯一依據而取代個人的獨立判斷。

東亞前海證券不需要採取任何行動以確保本報告涉及的內容適合於客戶。東亞前海證券建議客戶如有任何疑問應當諮詢證券投資顧問並獨自進行投資判斷。本報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何內容適合客戶，本報告不構成給予客戶個人諮詢建議。

本報告所載內容反映的是東亞前海證券在發表本報告當日的判斷，東亞前海證券可能發出其它與本報告所載內容不一致或有不同結論的報告，但東亞前海證券沒有義務和責任去及時更新本報告涉及的內容並通知客戶。東亞前海證券不對因客戶使用本報告而導致的損失負任何責任。

本報告可能附帶其它網站的地址或超級鏈接，對於可能涉及的東亞前海證券網站以外的地址或超級鏈接，東亞前海證券不对其內容負責。本報告提供這些地址或超級鏈接的目的純粹是為了客戶使用方便，鏈接網站的內容不構成本報告的任何部分，客戶需自行承擔瀏覽這些網站的費用或風險。

東亞前海證券在法律允許的情況下可參與、投資或持有本報告涉及的證券或進行證券交易，或向本報告涉及的公司提供或爭取提供包括投資銀行業務在內的服務或業務支持。東亞前海證券可能與本報告涉及的公司之間存在業務關係，並無需事先或在獲得業務關係後通知客戶。

除非另有說明，所有本報告的版權屬於東亞前海證券。未經東亞前海證券事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式更改、複製、傳播本報告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。所有在本報告中使用的商標、服務標識及標記，除非另有說明，均為東亞前海證券的商標、服務標識及標記。

東亞前海證券版權所有並保留一切權利。

## 機構銷售通訊錄

地區	聯繫人	聯繫電話	郵箱
北京地區	林澤娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地區	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
廣深地區	劉海華	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 聯繫我們

### 東亞前海證券有限責任公司 研究所

北京地區：北京市東城區朝陽門北大街8號富華大廈A座二層

郵編：100086

上海地區：上海市浦東新區世紀大道1788號陸家嘴金控廣場1號27樓

郵編：200120

廣深地區：深圳市福田區中心四路1號嘉里建設廣場第一座第23層

郵編：518046

公司網址：<http://www.easec.com.cn/>