信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

利率进入险资战略配置空间，持续推荐保险板块

非银金融行业

2020 年 10 月 25 日

王舫朝　非银行金融分析师

证券研究报告

行业研究——周报

非银行金融行业

王舫朝　非银行金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：（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

利率进入险资战略配置空间，持续推荐保险板块

2020 年 10 月 25 日

本期内容提要

- **核心观点：**继续强推保险板块，各公司均重视开门红。国寿销售进度规模进度符合预期，新华太保较为积极。十年国债进入险资战略配置区间，负债端将与投资端共振。券商板块间接转直接融资仍是最大逻辑。我们应以更高格局看待此次资本市场改革，新证券法全面推进注册制、创业板注册制火速推出，新三板精选层等，包括或有银证混业，未来债券市场大概率扩容，券商投行收入空间达 1.2 万亿规模，国家将打通实体经济和资本市场的重任赋予资本市场。当前头部券商估值锚仍然具有一定安全边际，建议积极布局。建议关注：中信证券，第一创业，招商证券，新华保险，中国人寿。

- **市场回顾：**本周主要指数下行，上证综指报 3278.00 点，-1.75%；深证指数报 13128.46 点，-2.99%；沪深 300 指数报 4718.49，-1.53%；创业板报 2600.84，-4.54%；中证综合债（净价）指数报 97.95，+17bp。沪深两市 A 股日均成交额 6928.34 亿元，环比-15.64%，两融余额 15294.36 元，较上周升+0.54%。个股方面，券商：方正证券+2.33%，国联证券+1.56%，国金证券+0.44%；保险：中国太保+2.07%，中国人保+2.00%，中国平安+1.83%，；多元金融：派生科技+9.56%，中油资本+7.25%，吉艾科技+4.14%，。

- **证券业观点：**为落实新证券法关于财务顾问等证券服务机构由审批改为备案的新要求，本周证监会发布《<证券服务机构从事证券服务业备案管理规定>第九条的适用意见——证券期货法律适用意见第 16 号》（简称《备案规定》），明确了从事上市公司并购重组业务的财务顾问机构备案程序和有关监管要求，将财务顾问机构由审批改为备案，规定现阶段暂由具备相关展业经验的证券公司、证券投资咨询机构开展。新证券法和《备案新规》对财务顾问机构管理方式作出了调整，对财务顾问业务的展业机构限制适当放宽，其他类型机构可向监管部门备案，监管将请证券交易所、中证协等自律组织进行充分评估。虽然即将有更多机构可以参与竞争，但因财务顾问业务专业性较高，我们认为该项业务集中度将进一步提高，投研实力强、客户基础雄厚、财务顾问专业扎实的头部券商更为受益。资本市场改革加速推进，利好政策有序落地，券商行业迎来发展的历史性机遇，继续看好券商板块，当前行业平均估值 PB 2.10 倍，低于 2.2X-2.5XPB 的估值中枢，攻守兼备。建议关注：中信证券、招商证券、第一创业及互联网券商东方财富。

- **保险业观点：**短期来看，负债端，鉴于 1）竞品收益率下降以及理财净值化转型、2）险企较往年更重视开门红、3）开门红低基数、4）年底资金充裕催生理财需求、5）疫情促使小客户转变消费心态，存钱意愿提升，我们认为在年金险规模放量下明年一季度保费有望实现高增，NBV 有望在去年低基数下大幅提振。对于保障型产品，一方面疫情使得居民对保障类产品的关注度提升，购买意愿增强，另一方面，重疾定义修订将近，四季度旧的重疾产品将迎来最后销售窗口，带来炒停预期。资产端，当前 10 年期国债收益率上升至 3.2%，已步入险企战略配置区域。Q4 开门红预期叠加投资端（利

率上行叠加风格切换至权益蓝筹）共振，保险股估值有望进一步提振。长期来看，考虑到 1
较大冲击，仍通过保单借款帮助其缓解流动性压力，购买大额年金险以及保障型产品的意愿大幅下降，销售情况或不及 2017 年，2）未来经济下行压力仍存，我们认为保险行业长期拐点仍需观察。此外，个股来看，四季度以来将迎来估值切换，截止 2020 年 10 月 23 日，国寿、平安、太保、新华 2021PEV 分别为 1.11x、0.98x、0.62x、0.77x，我们坚定推荐负债端优势显著，人力质态有望进一步夯实且估值较低的新华、以及负债端业绩即将显著改善且估值较低的太保。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净投放 1400 亿元，其中逆回购投放 3200 亿元，逆回购到期 1000 亿元；国库现金定存到期 800 亿元。价方面，本周资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 15bp 至 2.27%，银行间质押式回购利率上行 16bp 至 2.26%。R001 上行 16bp 至 2.22%，R007 上行 5bp 至 2.36%，DR007 上行 3bp 至 2.22%。SHIBOR 隔夜利率上行 14bp 至 2.16%。随着 10 月以来同业存单大规模到期（四季度预计到期 5.3 万亿），本周同业存单利率全线上行；国债利率小幅下降。考虑到同业存单集中到期，缴税以及结构性存款压降压力，预计短期内流动性仍趋紧。我们预期央行或将继续维持货币市场利率围绕政策利率波动，保持流动性合理充裕。
- **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.....1
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.....3

表 目 录

表 1: 10 月 19 日~10 月 23 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....7

图 目 录

图 1: 本周证券板块跑输沪深 300 指数 1.19%.....1
图 2: 2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 3.21%.....1
图 3: 本周 A 股日均成交金额环比-15.64%.....2
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....2
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 3846.67 亿元、7299.31 亿元.....2
图 6: 1 月以来债券承销规模 74085.20 亿元.....2
图 7: 本周两融余额较上周+0.54%.....3
图 8: 本周股票质押市值较上周+1.06%.....3
图 9: 证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模.....3
图 10: 券商板块 PB.....3
图 11: 1-9 月累计寿险保费增速.....4
图 12: 1-9 月累计财险保费增速.....4
图 13: 9 月寿险保费增速.....5
图 14: 9 月财险保费增速.....5
图 15: 平安寿险个险新单单月保费增速.....5
图 16: 平安寿险个险新单累计保费增速.....5
图 17: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....6
图 18: 上市险企 PEV.....6
图 19: 公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....7
图 20: 地方债发行与到期.....8
图 21: 同业存单发行与到期.....8
图 22: 加权平均利率.....9
图 23: shibor 隔夜拆借利率（%）.....9
图 24: DR007 和 R007.....9
图 25: 同业存单到期收益率.....9
图 26: 国债期限利差.....10
图 27: 国债收益率（%）.....10
图 28: 国开债期限利差.....10
图 29: 国开债收益率.....10

证券业务概况及一周点评

一、证券业务:

1. **证券经纪**：本周沪深两市累计成交 2462.85 亿股，成交额 34641.72 亿元，A 股日均成交额 6928.34 亿元，环比-15.64%，日均换手率+0.92%，环比-17.33bp。

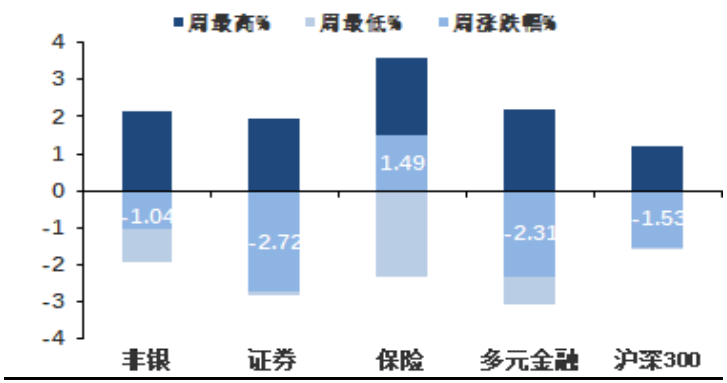
2. **投资银行:** 截至 10 月 23 日，2020 年 IPO 承销规模为 3846.67 亿元,再融资承销规模为 7299.31 亿元；券商债券承销规模为 72533.96 亿元。

3. **信用业务:**（1）融资融券：截至 10 月 22 日，两融余额 15294.36 亿元， 较上周+0.54%，占 A 股流通市值 2.54%;（2）股票质押：截至 10 月 23 日，场内外股票质押总市值为 46476.04 亿元，较上周+1.06%。

4. **证券投资:** 上证综指报 3278.00 点，-1.75%；深证指数报 13128.46 点，-2.99%；沪深 300 指数报 4718.49，-1.53%；创业板报 2600.84，-4.54%；中证综合债（净价）指数报 97.95，+17bp。

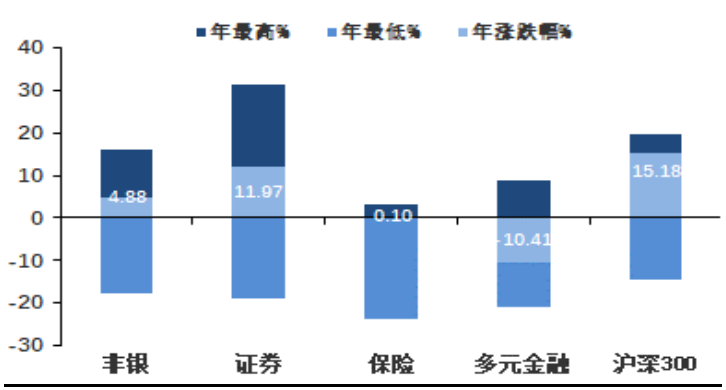
5. **资产管理:** 截至 2020 年 6 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 9.02 万亿元， 证券公司私募子公司私募基金规模 5146 亿元。

图 1: 本周证券板块跑输沪深 300 指数 1.19%



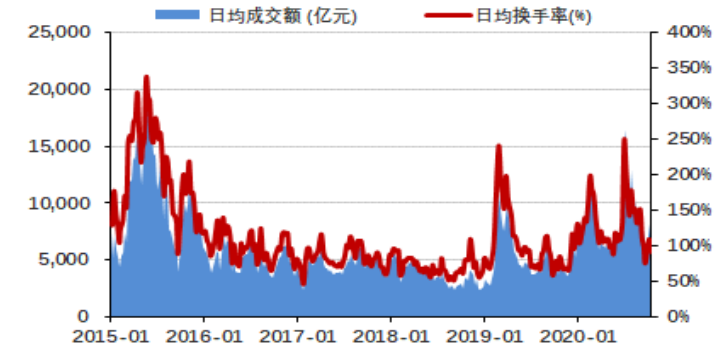
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2: 2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 3.21%



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交金额环比-15.64%



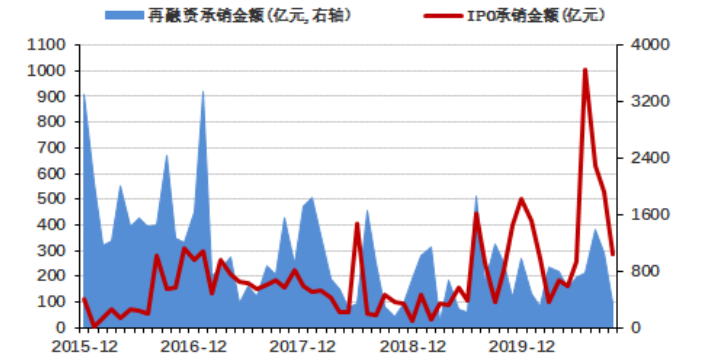
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



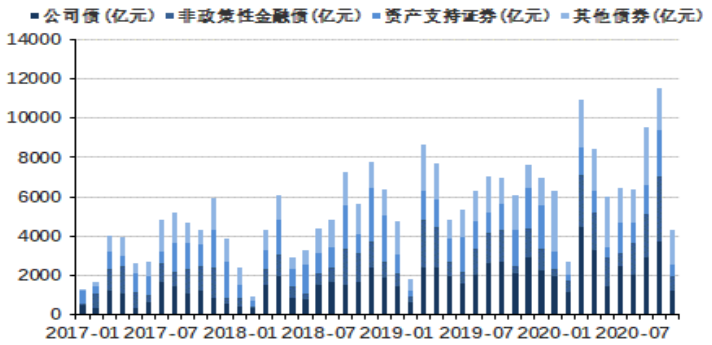
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 3846.67 亿元、7299.31 亿元



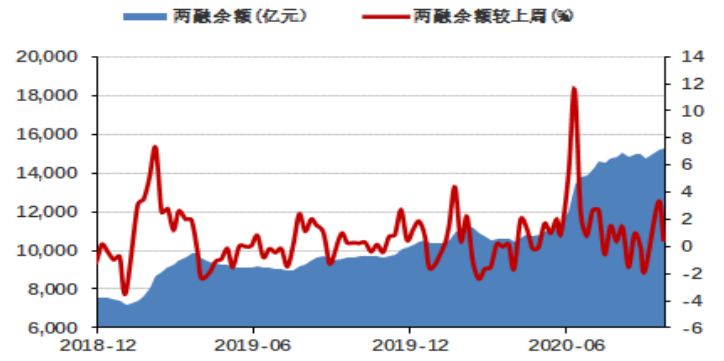
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 74085.20 亿元



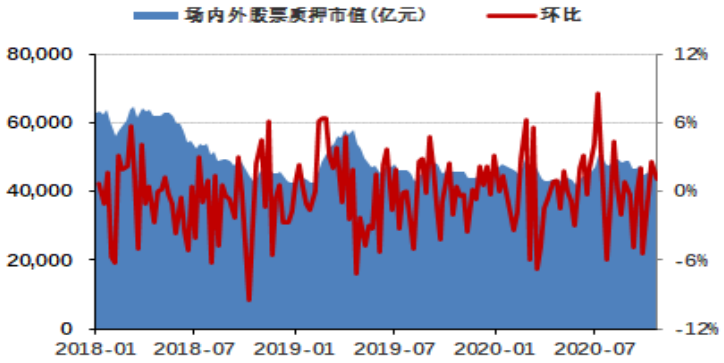
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.54%



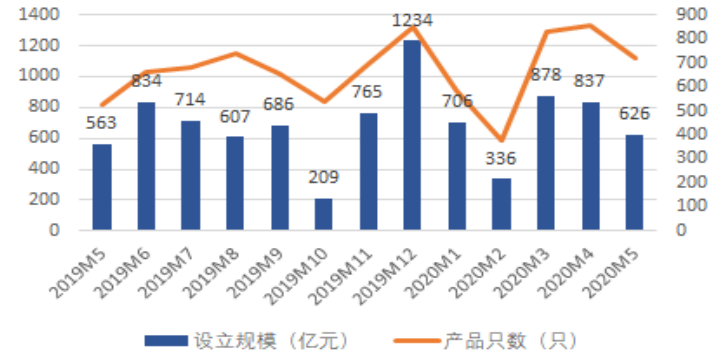
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周+1.06%



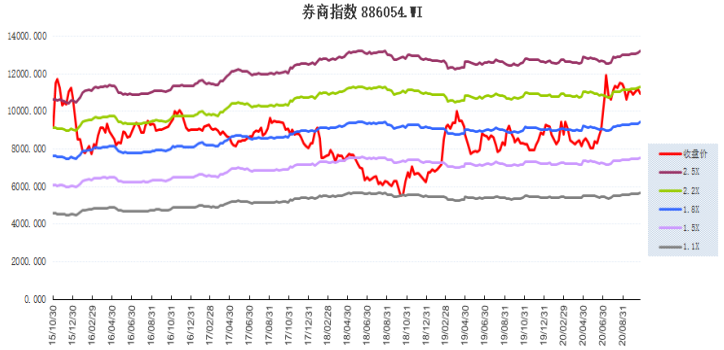
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：券商板块 PB



资料来源：Wind，信达证券研发中心

保险业务概况及一周点评

1. 行业动态

上市险企公布 9 月份保费数据：9 月寿险保费增速疲弱，明年开门红有望超预期

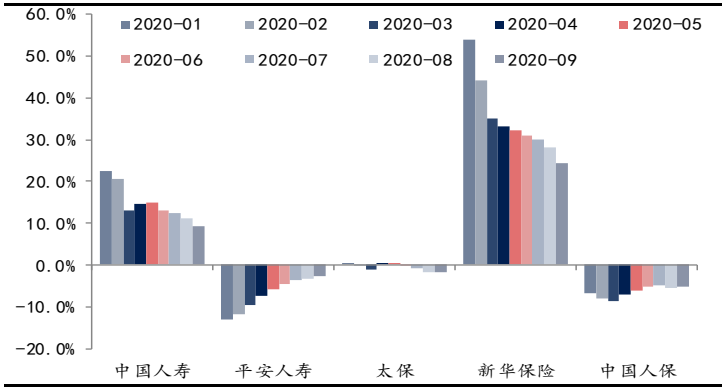
9 月单月寿险保费疲弱。1-9 月，新华累计增速继续领先（+24.5%，前值 28.2%），源于公司增员力度加大以及附加险产品拉动，同时公司修订了基本法，有望继续拉动人力和保费增长。其次是国寿（+9.4%，前值为 11.2%），平安、太保和人保依然

负增，累计增速分别为-2.6%、-1.6%、-5.3%，降幅均进一步收窄。单月来看，9 月单月新华增速进一步回落，而国寿降大，两者增速分别为 4.5%和-5.6%，源于去年同期高基数影响，另外国寿较早开启开门红预售导致单月保费承压。平安增速亦回升，单月增速 3.1%（前值 2.4%），太保和人保降幅收窄，增速分别为-0.5%（前值-8.4）、-4.2%（前值-9.3%）。平安、太保增速回升主要因为 9 月加大长期医疗险获客。个险新单保费方面，平安个险新单增速仍然承压。1-9 月平安个险新单增速为-14.2%，降幅环比收窄 0.3pct。9 月单月增速-10.9%，降幅收窄 0.1pct。考虑到各家险企明年开门红更为积极，时间上更为提前，产品设计上更具快返特征（缴费和保障期限均缩短），叠加竞品收益率降低、低基数以及新重疾定义迎来炒停，我们预计明年新单保费和 NBV 有望大幅改善。

车险综合改革冲击 9 月车险保费。1-9 月保费增速太保>平安>人保，分别为 16%（前值为 14%）、11.5%（前值为 11.4%）、3.7%（前值为 3.9%）。9 月单月保费增速太保>平安>人保，分别为 31.7%（前值 18.7%）、12.2%（前值 11.4%）、2.6%（前值 0.1%）。车险方面，平安和人保数据显示 9 月车险增速均回落，分别为 YoY+9.7%（前值+11.4%）、YoY+6.8%（前值+11.9%），主要因为车险综合改革实施造成车均保费下滑。非车险方面，平安 9 月非车险增 17.9%（前值 11.2%），其中意健险持续高增（YoY 40.8%，前值 32.9%）。人保非车依然疲弱，主要由于信用保证保险降幅继续扩大，YoY-99.6%（前值-85.1%）。

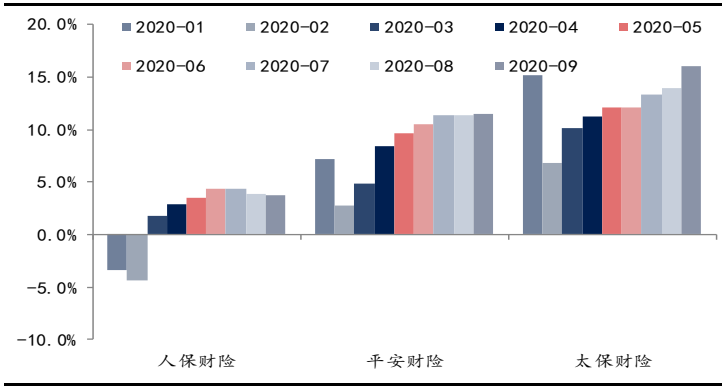
投资建议:9 月上市险企寿险保费增速回落，主要因为险企今年均积极备战开门红，不再紧盯全年保费目标达成。鉴于开门红预期较高、低基数以及竞品收益率下降影响，我们预计明年负债端有望强劲增长。资产端长端利率企稳，10 年期国债收益率达 3.2%，同时权益投资风格切换至蓝筹。四季度有望迎来保险资产负债共振。目前四家上市险企估值位于 0.72x~1.27x。建议关注负债端增速领先的新华以及明年 NBV 超预期增长以及估值较低的太保。

图 11：1-9 月累计寿险保费增速



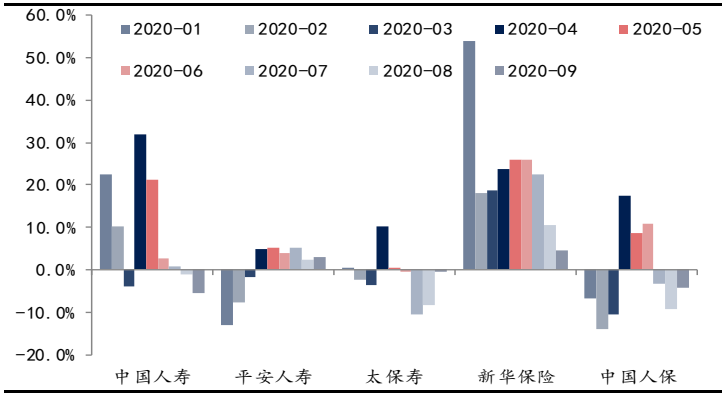
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 12：1-9 月累计财险保费增速



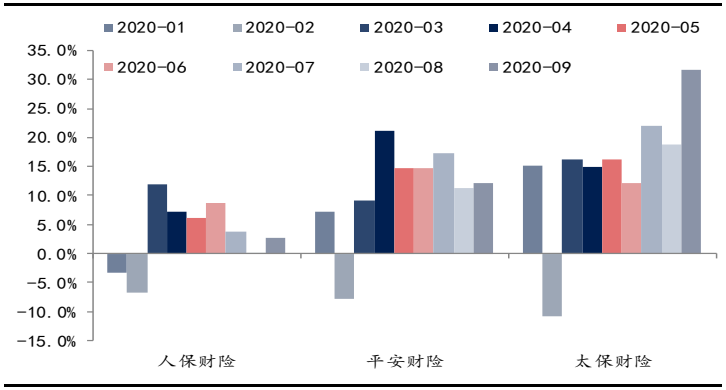
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 13： 9 月寿险保费增速



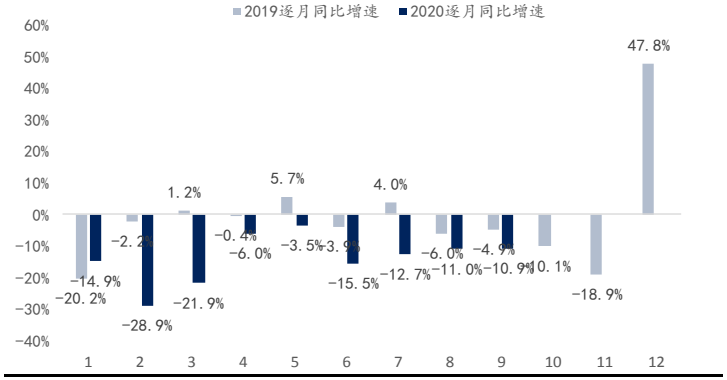
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14： 9 月财险保费增速



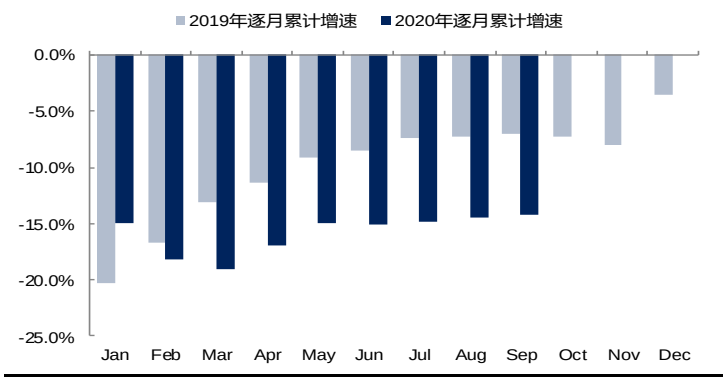
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15： 平安寿险个险新单单月保费增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16： 平安寿险个险新单累计保费增速



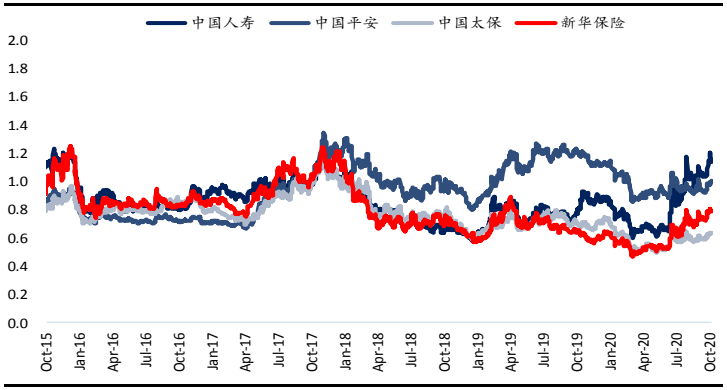
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17： 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 18： 上市险企 PEV



资料来源: Wind，信达证券研发中心

市场流动性追踪

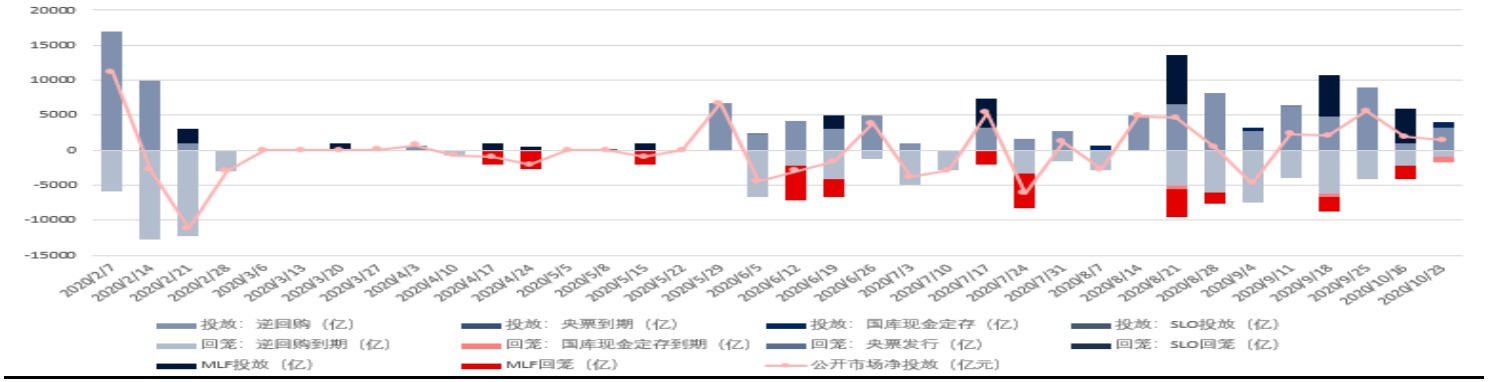
1、基础货币投放量和债券发行情况

本周央行公开市场净投放 1400 亿元，其中逆回购投放 3200 亿元，逆回购到期 1000 亿元；国库现金定存到期 800 亿元。下周有 3200 亿元逆回购到期。

同业存单共发行 6628.6 亿元，到期 7113.5 亿元，净融资-484.9 亿元。

本周地方债共发行 1024.3 亿元，到期 851.6 亿元，净融资 172.8 亿元。

图 19：公开市场操作：投放、回笼、净投放量



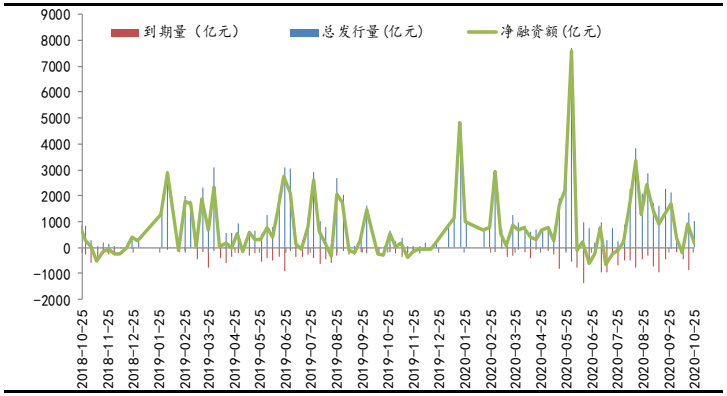
资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：10 月 19 日~10 月 23 日央行操作和债券发行与到期（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	3200	-1000	-2200		
	14 天	-	-	-		
	28 天	-	-	-		
	63 天	-	-	-		
国库现金定存		-	-800	-800		
MLF/TMLF		-	-	-		
央行票据互换		-	-	-		
SLO		-	-	-		
同业存单		+6628.6	-7113.5	-484.9		
地方债		+1024.3	-851.6	172.8		

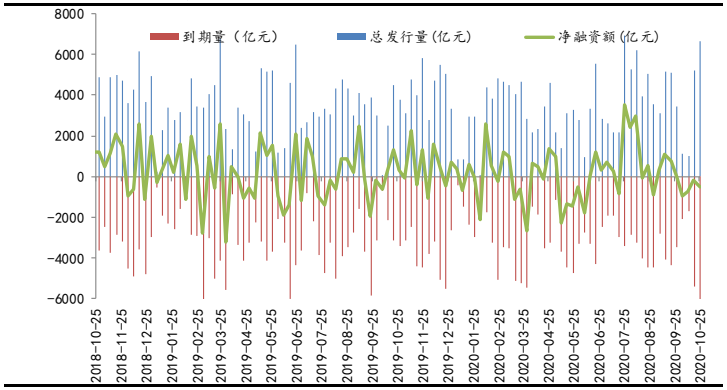
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：地方债发行与到期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：同业存单发行与到期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

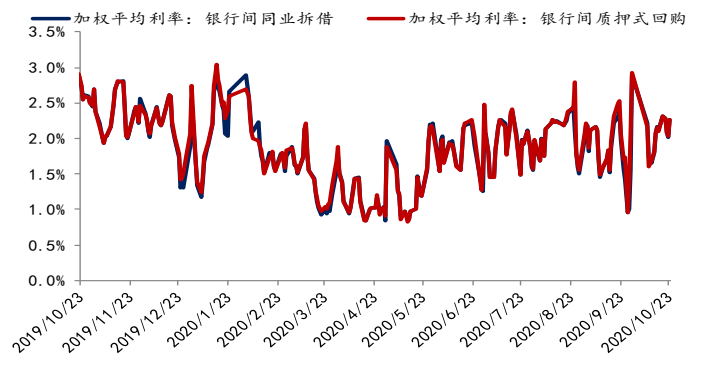
2、利率

货币资金面：本周资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 15bp 至 2.27%，银行间质押式回购利率上行 16bp 至 2.26%。R001 上行 16bp 至 2.22%，R007 上行 5bp 至 2.36%，DR007 上行 3bp 至 2.22%。SHIBOR 隔夜利率上行 14bp 至 2.16%。

本周同业存单发行利率上行，源于 10 月来同业存单到期压力较大。1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.43%、2.94%、3.00%，较上周分别上升 11bp、10bp、10bp。

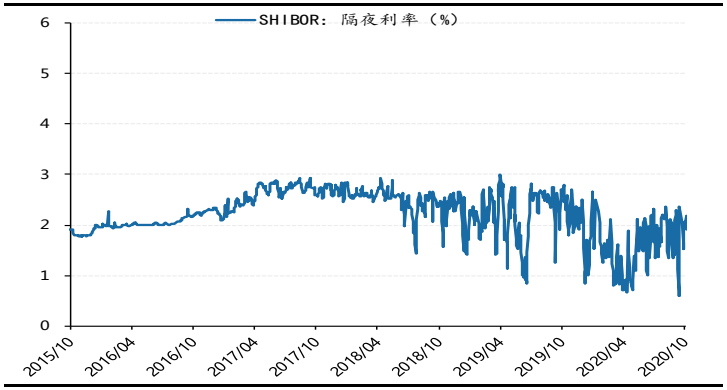
债券利率方面，本周国债收益率和国开债收益率总体小幅下行，且短端利率下行幅度大于长端利率，1 年期国债收益率下行 2bp 至 2.68%，10 年期国债收益率 3.20%，与上周持平，期限利差 0.51%，收窄 bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别变动 0bp、-9bp、-5bp 至 2.84%、3.25%、3.72%。利率下行主要因为 1）利率债供给高峰过去，2）经济增速虽有所恢复，但经济恢复势头放缓。

图 22： 加权平均利率



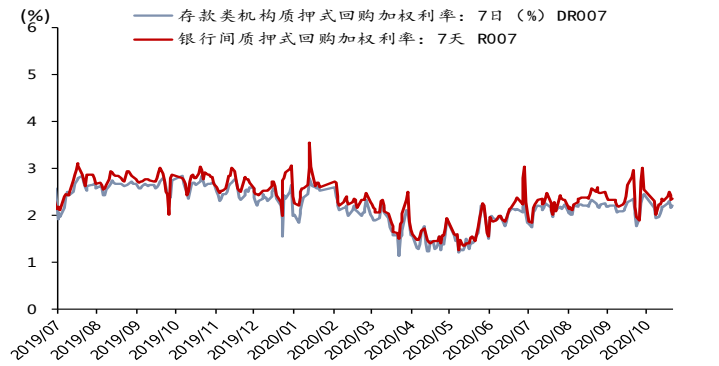
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23： shibor 隔夜拆借利率（%）



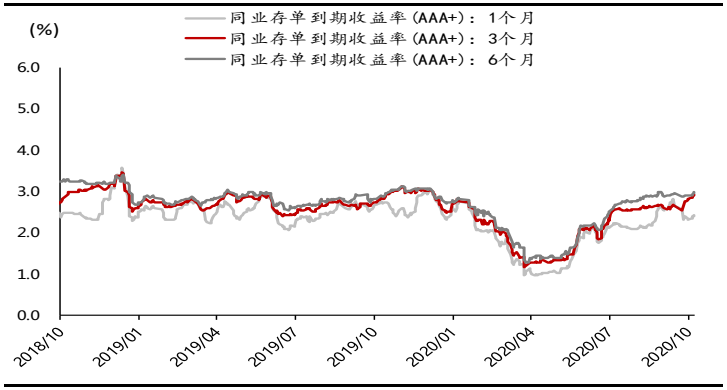
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 24： DR007 和 R007



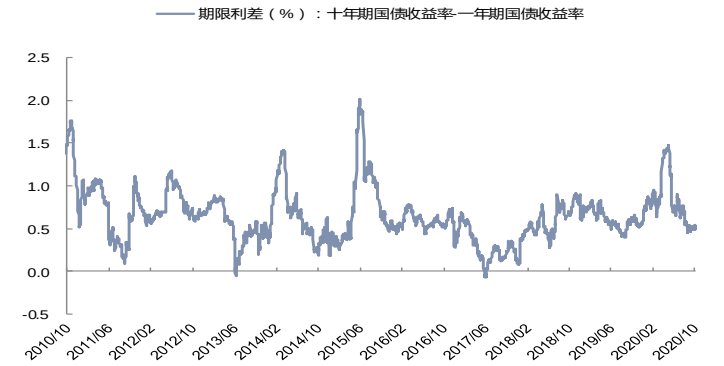
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25： 同业存单到期收益率



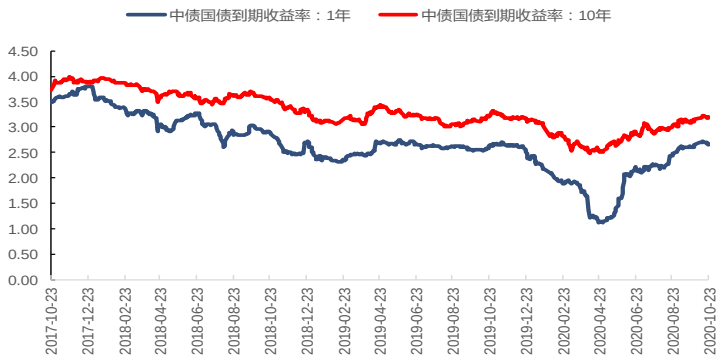
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：国债期限利差



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：国债收益率（%）



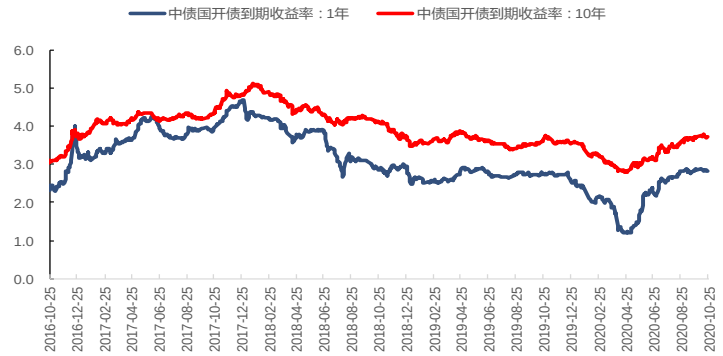
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：国开债期限利差



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：国开债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

10 月 23 日，证监会就《可转换公司债券管理办法<征求意见稿>》公开征求意见

10 月 23 日，证监会发布《<证券服务机构从事证券服务业备案管理规定>第九条的适用意见——证券期货法律适用意见第 16 号》《监管规则适用指引——科技监管类第 1 号》

保险:

10 月 19 日，中国人寿发布公告称，2020 年前 9 月原保费收入 5436 亿元，同比增长 9.37%。

10 月 19 日，中国平安发布公告称，2020 年前 9 月原保费收入 6263.07 亿元，同比增 1.88%。其中平安产险原保费收入 2194.89 亿元，同比增长 11.48%；平安人寿原保费收入 3775.86 亿元，同比降 4%；平安养老原保费收入 217.73 亿元，同比增 11.01%；平安健康原保费收入 74.59 亿元，同比增长 52.53%。

10 月 19 日，新华保险发布公告称，2020 年前 9 月原保费收入 1343.55 亿元，同比增长 24.5%。

近日，据港交所资料显示，中国人寿以 24.17 港元/股增持中国太保 43.08 万股，总金额约 1041.24 万港元，增持完成后，中国人寿持有中国太保 9.01%股权。

10 月 22 日，《21 世纪经济报道》消息，银保监会向各大型银保机构下发《清理银行乱收费降低企业负担行动方案》，遏制各种形式的不合理和违规收费行为。

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
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@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。