信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

国联国金拉开合并序幕，持续推荐非银板块

非银金融行业

2020 年 9 月 21 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

国联国金拉开合并序幕，持续推荐非银板块

2020 年 9 月 21 日

本期内容提要

- **核心观点：** 国联国金公告合并拉开序幕，为后面合并案例提供估值锚。在市场热烈讨论流动性拐点何时到来之际，8 月新增社融 3.58 万亿大超预期，但结构上却是以政府债券新增 1.38 万亿为主要贡献，表内信贷新增持续回落。同时我们一直关注的 M2-M1 继续收窄，企业投资活动持续活跃。我们认为，当前时点是全年投资非银的最佳时机。市场风格大概率回归经济企稳主线。低估值券商、保险具备相当强的配置价值。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：** 本周主要指数上行，上证综指报 3338.09 点，+2.38 %；深证指数报 13245.09 点，+2.33 %；沪深 300 指数报 4737.09，+2.37%；中证综合债（净价）指数报 98.07，-4bp；创业板报 2596.08，+2.34%。沪深两市 A 股日均成交额 7537.06 亿元，环比-16.99%，两融余额 14948.78 元，较上周升+0.71%。个股方面，券商：国联证券+15.94%，中泰证券+10.46%，浙商证券+10.01%；保险：新华保险+11.13%，中国平安+8.44%，中国人寿+5.99；多元金融：吉艾科技+17.82%，浙江东方+10.38%，新力金融+8.42%

- **证券业观点：** 新《证券法》后首家券商股权激励计划落地，9 月 17 日国泰君安公告，董事会审议通过了《关于提请审议向激励对象首次授予 A 股限制性股票的议案》，向首次授予的 440 名激励对象授予 7930 万股 A 股限制性股票，价格为 7.64 元/股，授予价格仅为现价 4 折水平，激励效用显著，根据 9 月 17 日收盘价，此次方案股权激励计划市值达 14.51 亿元。本次国君股权激励在授予登记完成之日起满 24 个月后共分三批解除限售，解除限售条件与归母净利润、加权平均净资产收益率、金融科技创新投入及综合风控指标直接挂钩，有利于公司进一步完善法人治理结构，实现执行董事、高级管理人员以及核心骨干人员的长效激励与约束，充分调动其积极性与创造性，实现公司可持续发展。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 2.17 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：** 前 8 月上市险企寿险保费增速仍然分化明显，单月略有波动，NBV 增长仍然承压，随着前期需求的不断释放，人力增员提速，加大开门红投入，我们预计负债端仍有改善趋势。产险保费增长保持稳定，车险小幅波动但表现较为稳定，未来车险综合改革将带来车均保费下降，但龙头有望凭借定价能力、规模效应等优势保持较高市占率。资产端长端利率企稳，10 年期国债收益率达 3.12%，前期利差担忧弱化，估值有望提升。后续仍然期待市场活跃带来的 β 预期，以及 Q3 以来险企发力增员，加大开门红投入带来新单复苏预期。目前四家上市寿险公司估值位于 0.62x~1.1x 2020E PEV，仍然较低。推荐受益新业务价值正增长、开门红准备较早，且受权益市场上涨内含价值弹性较高的国寿，以及负

债端表现优异且弹性较高的新华。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净投放 2100 亿元，其中逆回购投放 4800 亿元，逆回购到期 6200 亿元；MLF 投放 6000 亿元，MLF 回笼 2000 亿元；国库现金定存到期 500 亿元。下周有 4200 亿元逆回购到期。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 63bp 至 2.21%，银行间质押式回购利率上行 73bp 至 2.32%。R001 上行 75bp 至 2.26%, R007 上行 46bp 至 2.64%，DR007 上行 19bp 至 2.28%。SHIBOR 隔夜利率上行 64bp 至 2.10%。资金面趋紧主要因为近期政府债券发行规模较大，叠加 MLF 之外央行公开市场操作处于净回笼，以及税期影响。国债利率小幅下行至 3.11%。同业存单利率有所缓和。考虑到未来经济复苏以及外部环境仍有不确定性，并不具备长期稳固的经济基础，预计未来利率持续走高的空间有限。政府债券供给增量叠加结构性存款治理下流动性或将仍然维持紧平衡，未来仍然需要较为灵活的货币政策以及结构性投放来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.....3
市场流动性追踪.....4
行业新闻.....8

表 目 录

表 1：9 月 14 日~9 月 20 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....5

图 目 录

图 1：本周证券板块跑赢沪深 300 指数 1.91%.....1
图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 1.74%.....1
图 3：本周 A 股日均成交金额环比-16.99%.....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 3334.75 亿元、6391.59 亿元.....2
图 6：1 月以来债券承销规模 62406.28 亿元.....2
图 7：本周两融余额较上周+0.71%.....3
图 8：本周股票质押市值较上周-0.29%.....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 11：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....4
图 12：上市险企 PEV.....4
图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....5
图 14：地方债发行与到期.....6
图 15：同业存单发行与到期.....6
图 16：加权平均利率.....7
图 17：shibor 隔夜拆借利率（%）.....7
图 18：DR007 和 R007.....7
图 19：同业存单到期收益率.....7
图 20：国债期限利差.....8
图 21：国债收益率（%）.....8
图 22：国开债期限利差.....8
图 23：国开债收益率.....8

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 2979.88 亿股，成交额 37685.28 亿元，A 股日均成交额 7537.06 亿元，环比-16.99%，日均换手率+1.11%，环比-39.66bp。

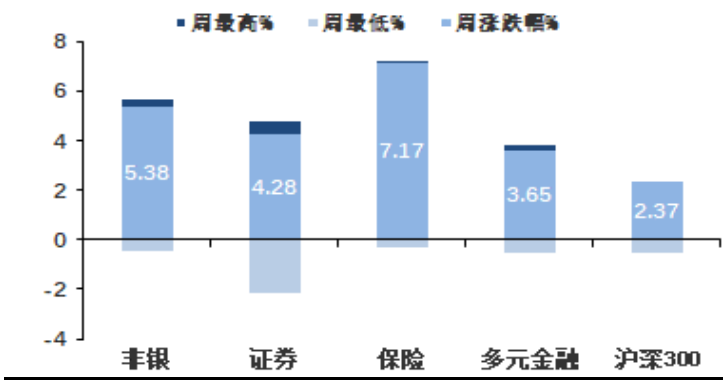
2. **投资银行:** 截至 9 月 18 日，2020 年 IPO 承销规模为 3334.75 亿元,再融资承销规模为 6391.59 亿元；券商债券承销规模为 62406.28 亿元。

3. **信用业务:**（1）融资融券：截至 9 月 17 日，两融余额 14948.78 亿元， 较上周+0.71%，占 A 股流通市值 2.55%;（2）股票质押：截至 9 月 18 日，场内外股票质押总市值为 46452.13 亿元，与上周持平。

4. **证券投资:** 本周沪深 300 指数报 4737.09，较上周+2.37%，上证综指报 3338.09 ，较上周+2.38%，深圳成指 13245.09，较上周-+2.33%，中证综合债（净）指数报 98.07，较上周-4bp。

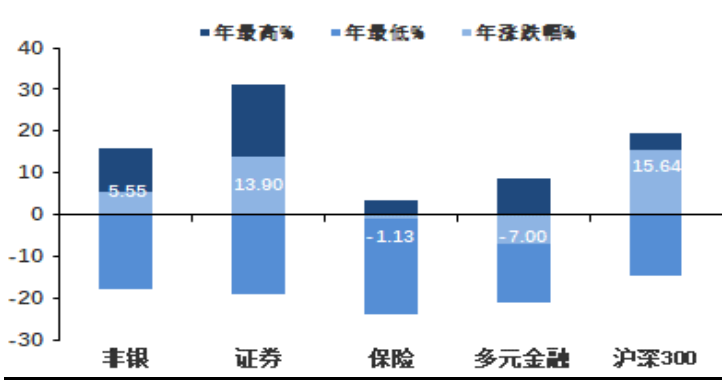
5. **资产管理:** 截至 2020 年 6 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 9.02 万亿元， 证券公司私募子公司私募基金规模 5146 亿元。

图 1: 本周证券板块跑赢沪深 300 指数 1.91%



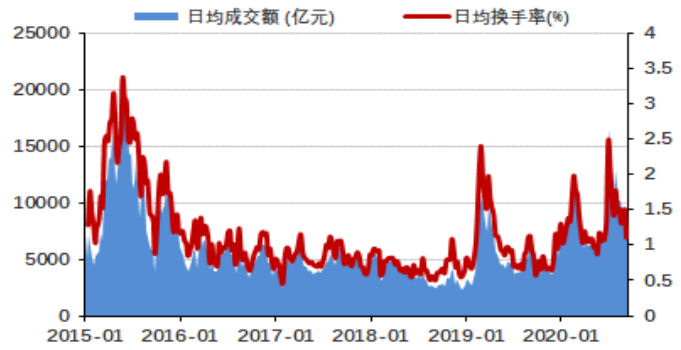
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2: 2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 1.74%



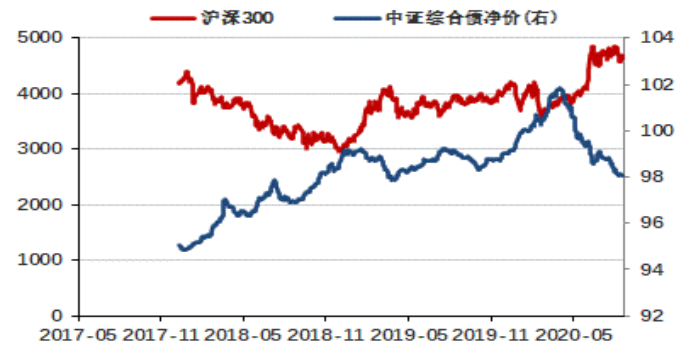
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交金额环比-16.99%



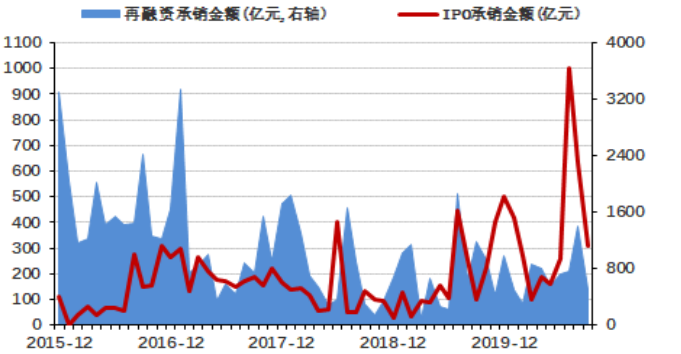
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



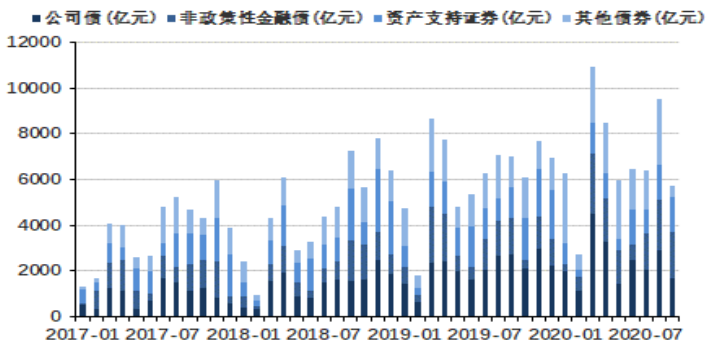
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 3334.75 亿元、6391.59 亿元



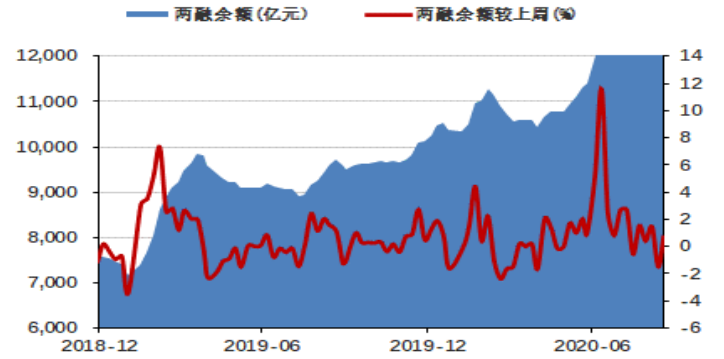
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 62406.28 亿元



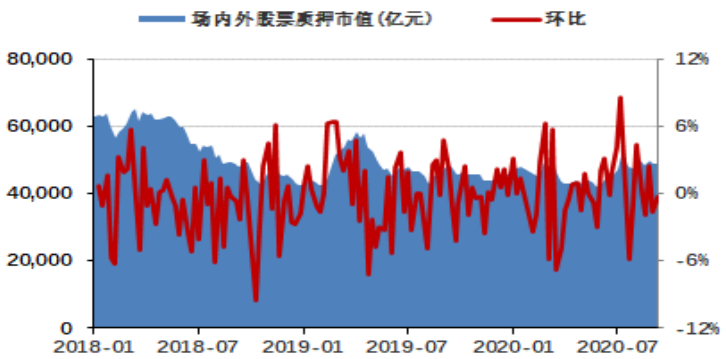
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.71%



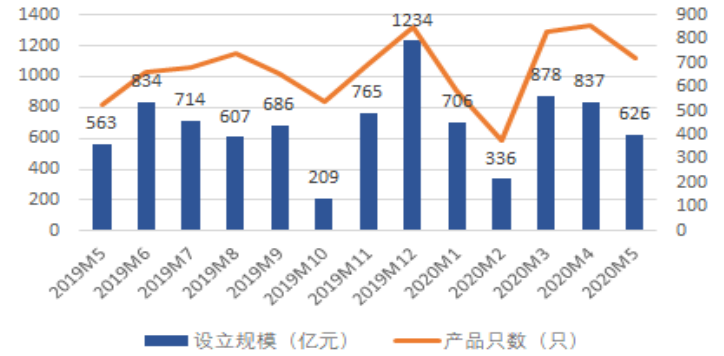
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-0.29%



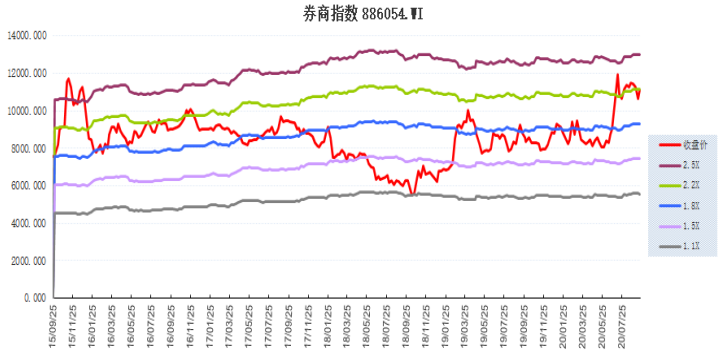
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

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：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

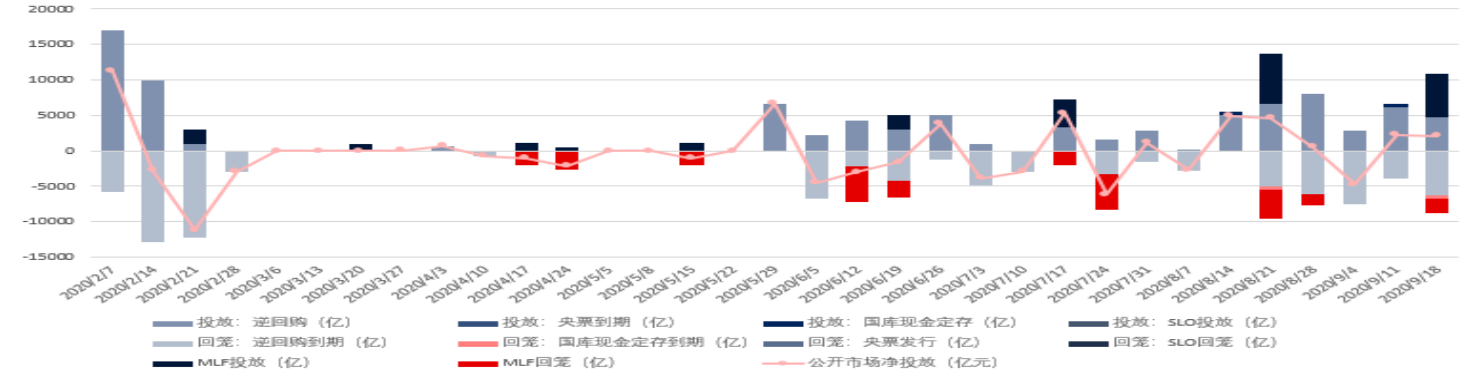
1、基础货币投放量和债券发行情况

本周央行公开市场净投放 2100 亿元，其中逆回购投放 4800 亿元，逆回购到期 6200 亿元；MLF 投放 6000 亿元，MLF 回笼 2000 亿元；国库现金定存到期 500 亿元。下周有 4200 亿元逆回购到期。

同业存单共发行 5342 亿元，到期 4355 亿元，净融资 987 亿元。

本周地方债共发行 2263 亿元，到期 735.2 亿元，净融资 1288.7 亿元。

图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量



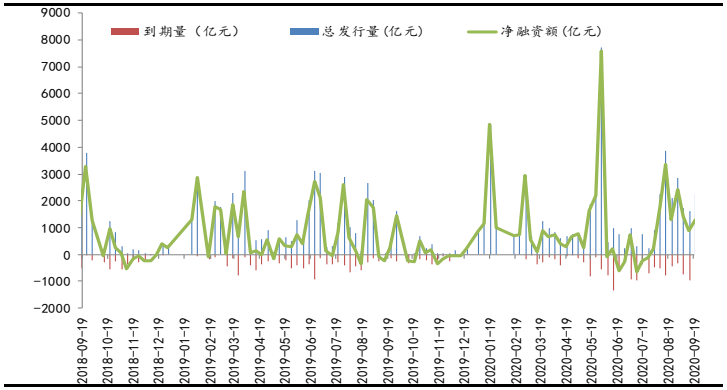
资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：9 月 14 日~9 月 20 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	4200	-6200	-2000		
	14 天	600	-	600		
	28 天	-	-	-		
	63 天	-	-	-		
国库现金定存		-	-500	-500		
MLF/TMLF		-	-	-		
央行票据互换		-	-	-		
SLO		-	-	-		
同业存单		+5342.6	-4355.6	+987		
地方债		+2263.4	-735.23	+1288.7		

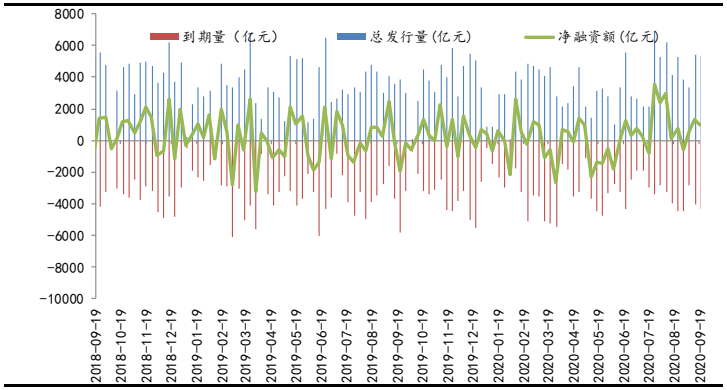
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

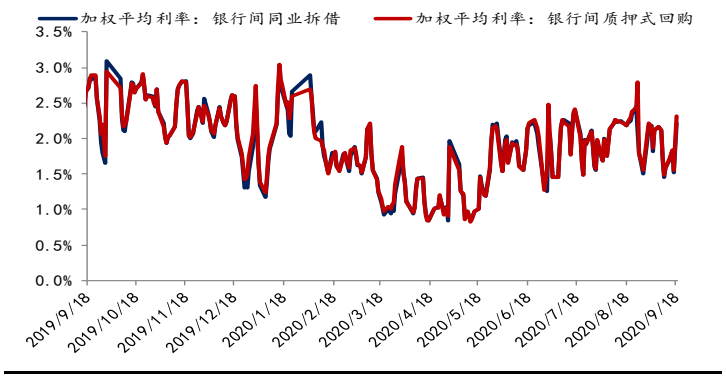
2、利率

货币资金面：本周资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 63bp 至 2.21%，银行间质押式回购利率上行 73bp 至 2.32%。R001 上行 75bp 至 2.26%，R007 上行 46bp 至 2.64%，DR007 上行 19bp 至 2.28%。SHIBOR 隔夜利率上行 64bp 至 2.10%。

本周同业存单发行利率表现不一，长端利率有所下行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.61%、2.62%、2.89%，较上周分别上升 1bp、下降 3bp、下降 11bp。

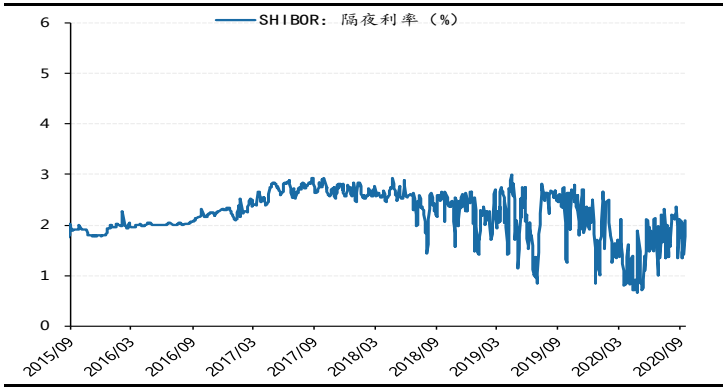
债券利率方面，本周国债收益率和国开债收益率涨跌不一，1 年期国债收益率上行 1bp 至 2.61%，10 年期国债收益率下行 2bp 至 3.12%，期限利差 0.51%，收窄 3bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别变动-1bp、-6bp、0bp 至 2.80%、3.25%、3.68%。

图 16: 加权平均利率



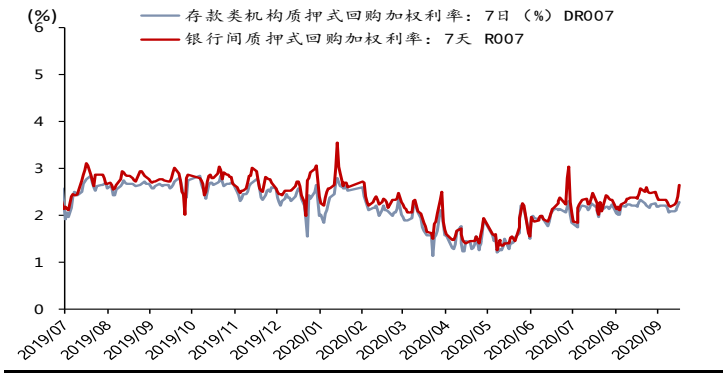
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 17: shibor 隔夜拆借利率（%）



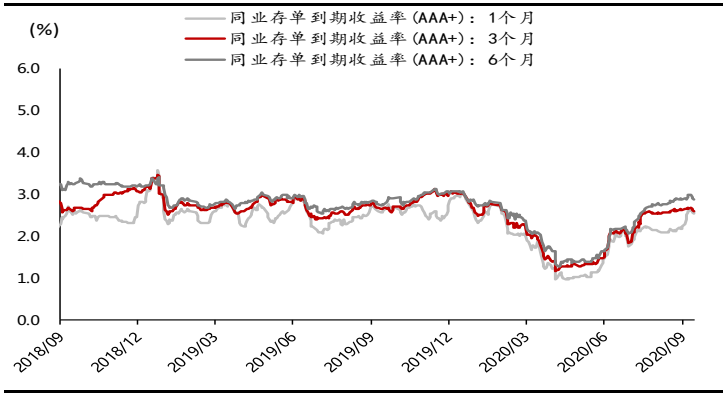
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 18: DR007 和 R007



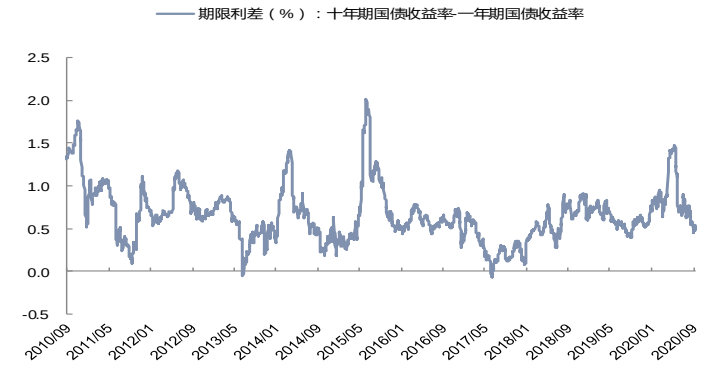
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 19: 同业存单到期收益率



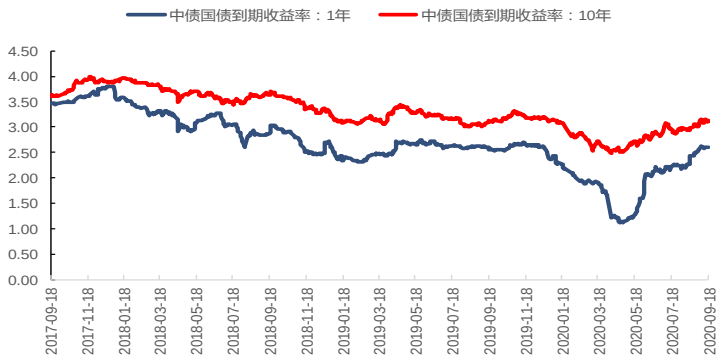
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 20：国债期限利差



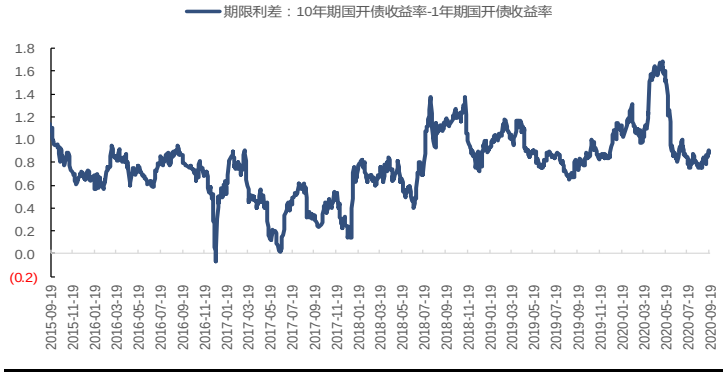
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：国债收益率（%）



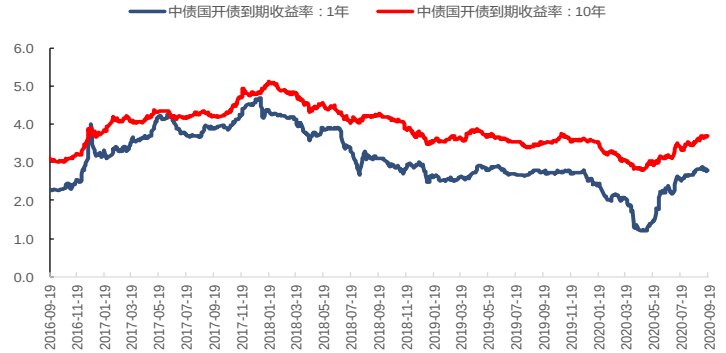
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：国开债期限利差



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：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：

9 月 18 日，证监会修订《关于加强上市证券公司监管的规定》，与《证券法》规则衔接，要求证券公司强化内部控制和内幕信息管理，取消证券公司月度经营数据的披露要求，取消中期报告关于证券公司分类结果的披露要求

9 月 18 日，证监会就《证券市场资信评级业务管理办法》公开征求意见，包括取消证券评级业务行政许可，改为备案管理等

8 项修改内容

9 月 18 日，证监会就《关于上市公司内幕信息知情人登记管理制度的规定（征求意见稿）》公开征求意见

保险：

平安寿险改革启动架构调整，打造“3+1”组织体系

《上海证券报》消息，平安寿险改革有了新进展，对组织架构着手进行调整。据了解，平安人寿本次组织架构调整紧密围绕改革落地需要的顶层设计，总部将形成包括渠道事业群、产品中心、运营中心和共同资源中心在内的“3+1”组织体系。平安人寿此次组织架构变革聚焦三大核心目标：全面承接改革项目的组织诉求，为改革落地提供组织保障；通过架构调整，助力数据化经营、数据化管理和数据化营销的实现；构建流程导向、端到端闭环的高效管理体系。【慧保天下】

人太平等 39 家公司已提交材料备战车险综改

《中国银行保险报》消息，车险综改落地在即，各公司主体都在紧张备战。据了解，截至目前，人保财险、平安财险、太保产险、英大财险、阳光财险、紫金财险等 18 家公司提交了改革后商业车险费率条款的备案材料，人保财险、国寿财险、中华财险、阳光财险、太平财险、长安保险等 21 家公司提交改革后交强险费率条款审批材料。【慧保天下】

中国银保信全国车险信息平台核心系统 9 月 18 日升级上线

9 月 17 日，中国银保信下发通知称，目前已对全国车险信息平台核心系统进行优化调整，并完成相关服务的测试工作，于 2020 年 9 月 18 日正式上线。【慧保天下】

中国银保监会发布《银行保险机构应对突发事件金融服务管理办法》

9 月 16 日，中国银保监会发布《银行保险机构应对突发事件金融服务管理办法》。

安邦保险集团、安邦财险拟进行解散清算

9 月 14 日，财联社消息，安邦保险集团召开股东大会，决议解散公司并成立清算组（筹），在获得银保监会相关行政许可后进行解散清算，同时进行决议解散的还有安邦财险。【财联社】

国家医保局：扩大长护险试点范围，新增 14 个试点城市

9 月 16 日，医保局同财政部下发《关于扩大长期护理保险制度试点的指导意见》，要求扩大长期护理险试点范围，在原来试点

的城市和吉林、山东 2 个重点联系省份城市的基础上，按照每个省份可新增 1 个城市开展试点的原则，将试点扩充到 30 个城市，试点期限 2 年。

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。