信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

性价比较高，继续推荐非银板块

非银金融行业

2020 年 9 月 6 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

性价比较高，继续推荐非银板块

2020 年 9 月 6 日

本期内容提要

- **核心观点：**上周市场受消费、医药拖累调整，我们认为相对于其它高估值板块非银板块性价比更高。预计保险行业 Q4 迎来负债端拐点，与投资端共振。券商板块接下来利好政策陆续落地，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 3355.37 点，-1.42 %；深证指数报 13656.66 点，-1.41 %；沪深 300 指数报 4770.22，-1.53%；中证综合债（净价）指数报 98.12，-14bp；创业板报 2732.15，-0.93%。沪深两市 A 股日均成交额 9271.54 亿元，环比+0.70%，两融余额 15097.12 亿元，较上周升+1.68%。个股方面，券商：光大证券+7.19 %，国联证券+6.19 %，华安证券+4.05 %；保险：中国太保-4.28 %，中国平安-3.94%，中国人保-3.41%；多元金融：吉艾科技+24.13%，宝德股份+17.36%，派生科技+14.69%。

- **证券业观点：**为保障基础设施 REITs 试点顺利开展，9 月 4 日上交所和深交所发布公募 REITs 相关配套业务规则，并向社会公开征求意见。具体配套业务规则提出，基础设施基金产品作为一个整体的监管要求，围绕“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构，强化基金管理人和资产支持证券管理人在权责清晰的基础上协同开展业务。具体内容上看，业务办法明确了询价发售、上市及交易安排、基础设置基金存续期管理要求、新购入基础设施项目的工作程序及基础设施的收购及份额权益变动要求。另外，7 月底，证监会对《证券投资基金管理公司管理办法》进行了修订，新规优化了公募牌照制度，适当放宽“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，部分大型券商已开始筹备申请公募牌照。公募 REITs 开闸利好 ABS 经验丰富、业务能力领先的券商，已具备公募基金资格的券商资管公司以及股东背景实力强的头部券商，建议关注。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 2.19 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：**9 月 3 日，银保监会公布《关于实施车险综合改革的指导意见》，自 2020 年 9 月 19 日开始实施。意见总体以保护消费者权益为主要目标，短期内将“降价、增保、提质”。主要内容有 1）交强险责任限额提升，优化道路交通事故费率浮动系数，浮动比例下限最高降至 50%，2）商车险保障服务拓宽，保险责任扩至 6 项，三责限额调至千万，增加

增值服务附加险条款（道路救援、安全检查、代价、待送检），3）健全商车险条款费率市场化形成机制，下调附加费用率上限至 25%，预期赔付率提升至 75%，并逐步放开自主定价系数浮动范围，第一阶段为[0.65-1.35],第二阶段适时完全放开，并优化纯风险保费测算机制，4）无赔款优待系数优化，将赔付记录范围又前一年扩大到前三年，降低偶然赔付消费者的费率上调幅度。我们认为，1）车险综合改革将使得费用率下降，而赔付率提升，综合成本率面临上升压力，短期承保或面临亏损，2）交强险盈利能力将进一步压缩，商车乱象将得到有效防控，未来风险定价能力重要性提升，龙头险企有望受益。3）中小险企有望通过发展差异化创新产品开辟新赛道，增强细分领域的创新力，同时驱动中小险企精细化经营，加强内控管理，优化成本控制，加大优胜劣汰，市场集中度有望提升。资产端长端利率持续回升，10 年期国债收益率达 3.12%，后续仍然期待市场活跃带来的 β 预期，以及险企发力增员及产品升级带来的新单复苏预期。目前四家上市寿险公司估值位于 0.58x~1.0 x 2020E PEV，处于历史较低区间。推荐受新业务价值正增长、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-4700 亿元，其中逆回购投放 2800 亿元，逆回购到期 7500 亿元。下周有 3900 亿元逆回购到期。价方面，本周资金利率总体上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 61bp 至 2.12%，银行间质押式回购利率上行 56bp 至 2.12%。R001 上行 69bp 至 2.09%, R007 下行 14bp 至 2.34%，DR007 下行 2bp 至 2.21%。SHIBOR 全线上行，其中隔夜 Shibor 大幅上升 71bp 至 2.05%，1 个月、3 个月、6 个月 SHIBOR 分别+3bp、+3bp、+4bp 至 2.40%、2.66%、2.87%。国债长短端利率均有所上升，且短端利率上行幅度大于长端，致使利差收窄 3bp。我们认为，展望 9 月，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，考虑到 8 月以来 DR007 已多次站上 2.2%的短期政策利率中枢，未来流动性不具备持续收紧条件，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 1：8 月 31 日~9 月 4 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....5

图 目 录

图 1：本周证券板块跑输沪深 300 指数 0.26%.....1
图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 0.98%.....1
图 3：本周 A 股日均成交金额环比+0.70%.....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 3219.44 亿元、6024.14 亿元.....2
图 6：1 月以来债券承销规模 57108.40 亿元.....2
图 7：本周两融余额较上周+1.68%.....3
图 8：本周股票质押市值较上周-1.62%.....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 3597.51 亿股，成交额 46357.71 亿元，A 股日均成交额 9271.54 亿元，环比+0.70%，日均换手率+1.34%，环比+2.18bp。

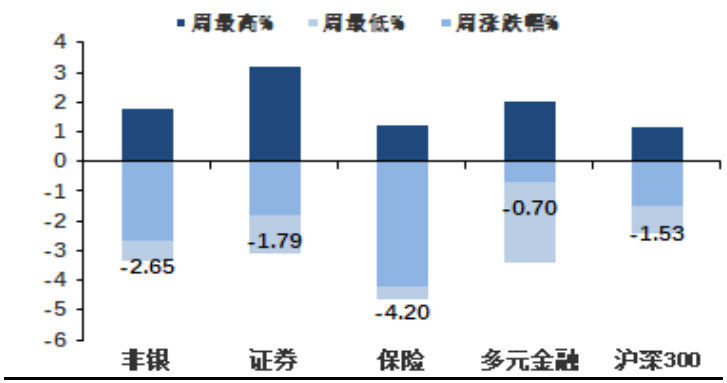
2. **投资银行:** 截至 9 月 4 日，2020 年 IPO 承销规模为 3219.44 亿元,再融资承销规模为 6024.14 亿元；券商债券承销规模为 57108.40 亿元。

3. **信用业务:**（1）融资融券：截至 9 月 3 日，两融余额 15097.12 亿元， 较上周+1.68%，占 A 股流通市值 2.48%;（2）股票质押：截至 8 月 28 日，场内外股票质押总市值为 48932.54 亿元,同比-1.62%。

4. **证券投资:** 本周沪深 300 指数报 4770.22，较上周-1.53%，上证综指报 3355.37 ，较上周-1.42%，深圳成指 13656.66 ，较上周-1.41%，中证综合债（净）指数报 98.12，较上周-14bp。

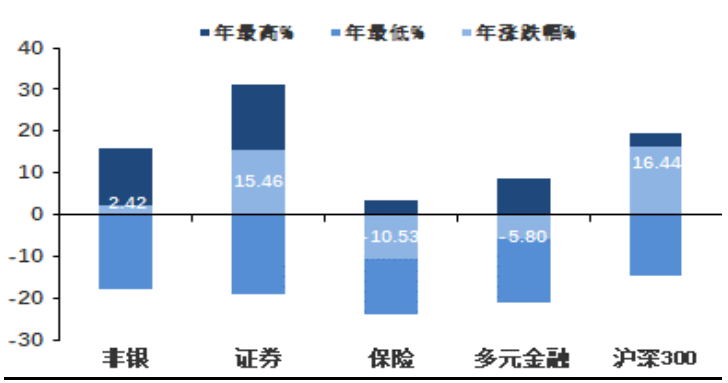
5. **资产管理:** 截至 2020 年 6 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 9.02 万亿元， 证券公司私募子公司私募基金规模 5146 亿元。

图 1: 本周证券板块跑输沪深 300 指数 0.26%



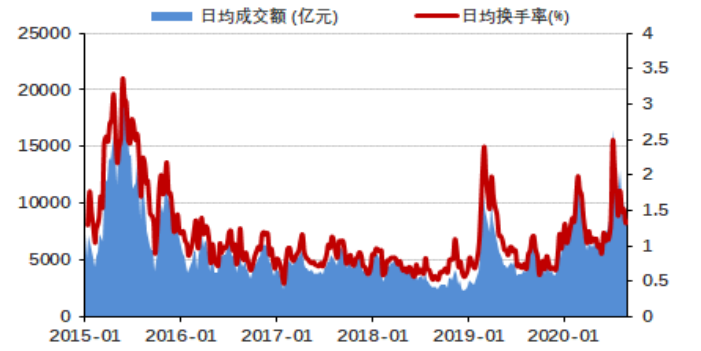
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2: 2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 0.98%



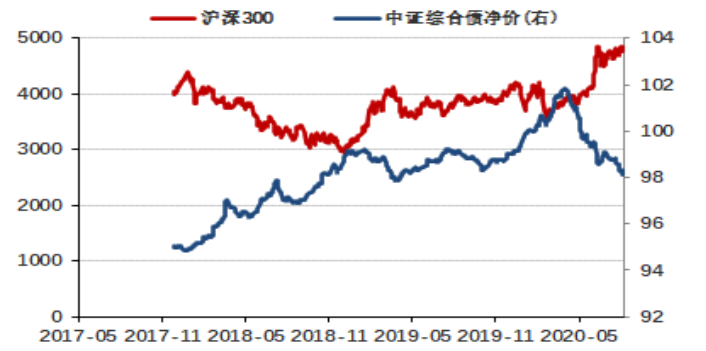
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交金额环比+0.70%



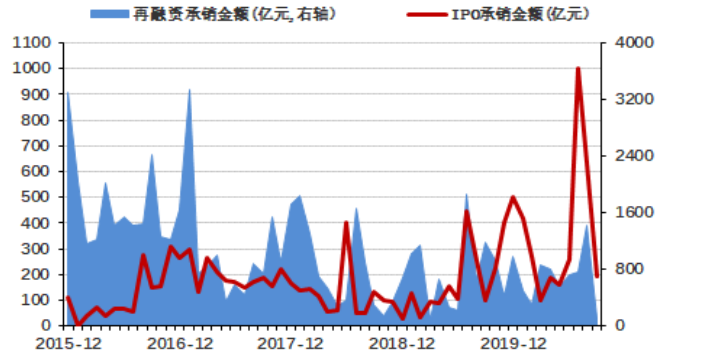
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



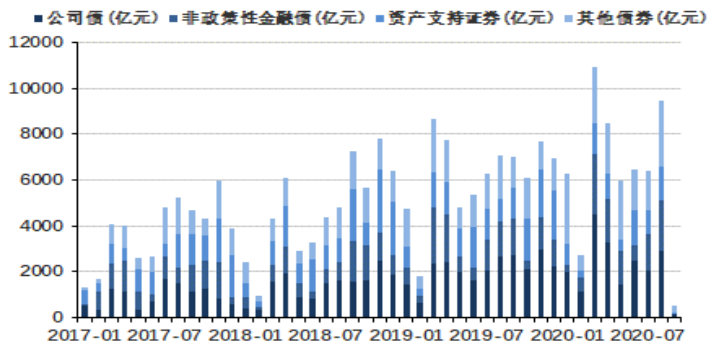
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 3219.44 亿元、6024.14 亿元



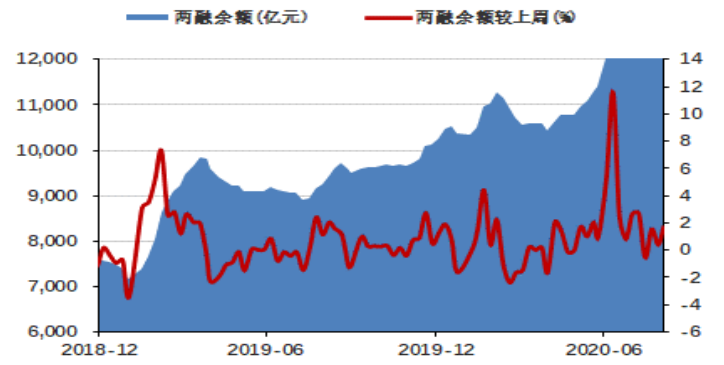
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 57108.40 亿元



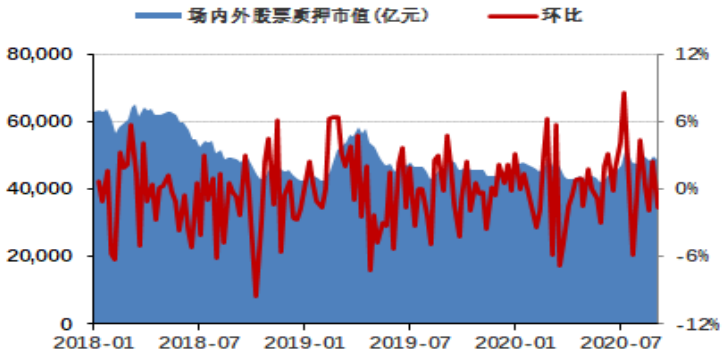
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+1.68%



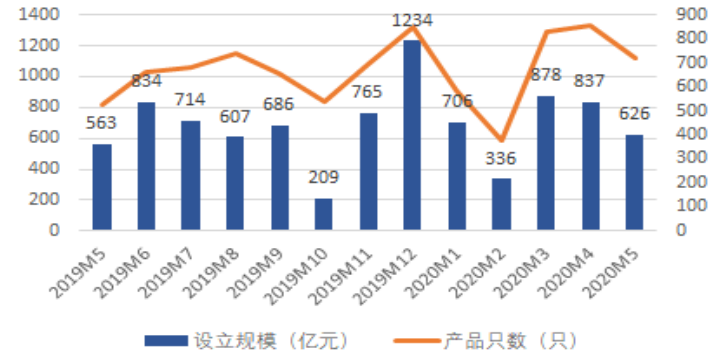
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-1.62%



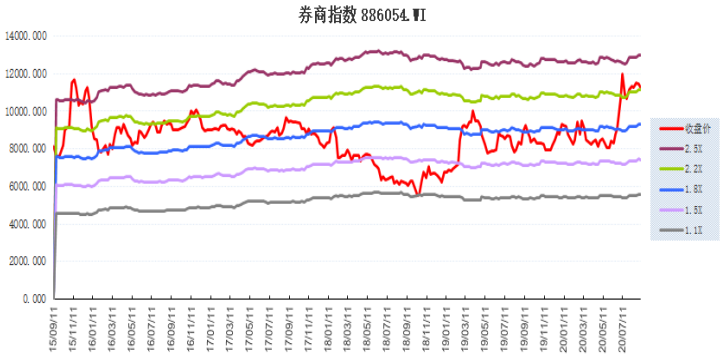
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

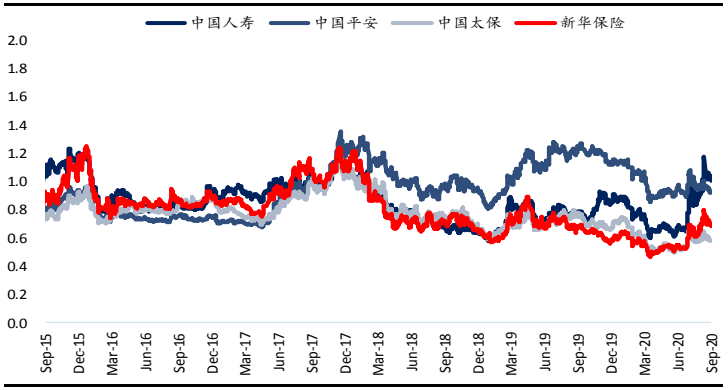
1. 行业动态

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

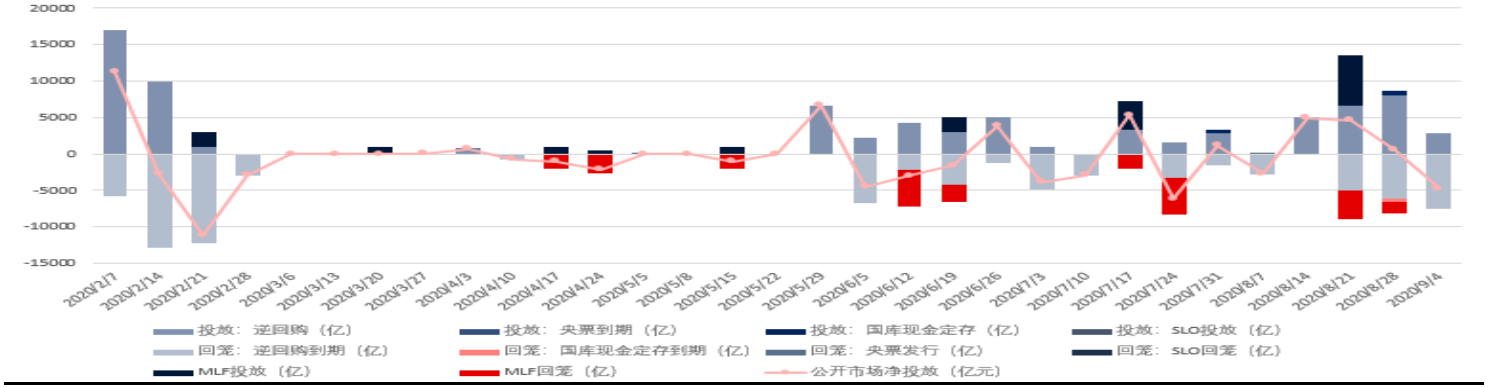
1、基础货币投放量和债券发行情况

本周央行公开市场净投放-4700 亿元，其中逆回购投放 2800 亿元，逆回购到期 7500 亿元。下周有 3900 亿元逆回购到期。

同业存单共发行 3355 亿元，到期 2827 亿元，净融资 529 亿元。

本周地方债共发行 1711.23 亿元，到期 317.15 亿元，净融资 1394.08 亿元。

图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量



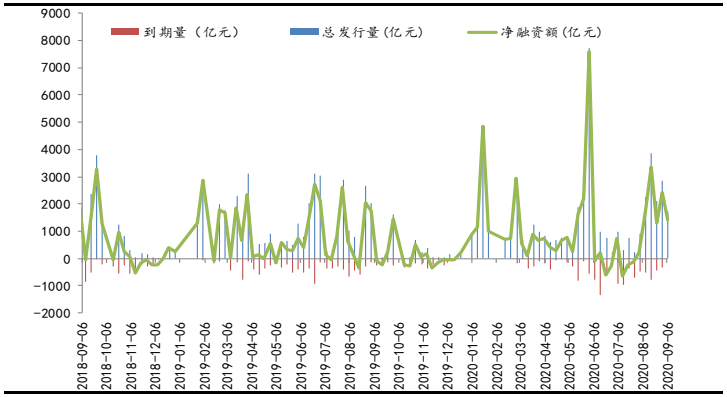
资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：8 月 31 日~9 月 4 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	2800	-7500	-4700		
	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		+3355.2	-2827	529		
地方债		+1711.23	-317.15	1394		

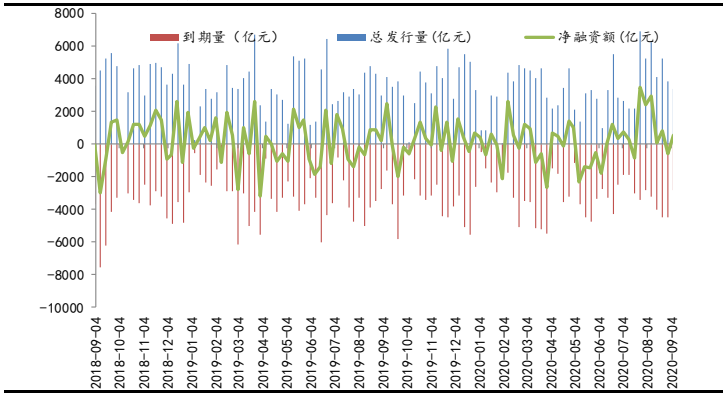
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

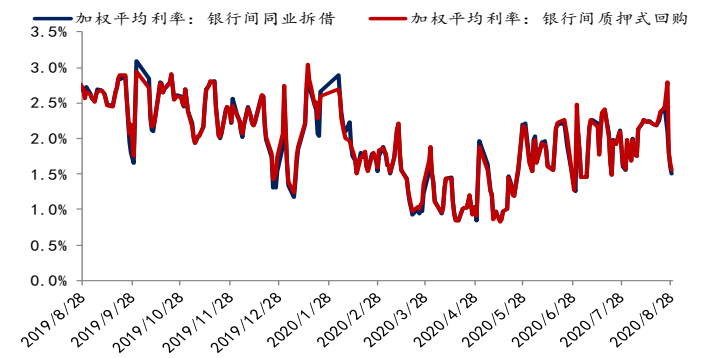
2、利率

货币资金面：本周资金利率总体上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 61bp 至 2.12%，银行间质押式回购利率上行 56bp 至 2.12%。R001 上行 69bp 至 2.09%，R007 下行 14bp 至 2.34%，DR007 下行 2bp 至 2.21%。SHIBOR 全线上行，其中隔夜 Shibor 大幅上升 71bp 至 2.05%，1 个月、3 个月、6 个月 SHIBOR 分别+3bp、+3bp、+4bp 至 2.40%、2.66%、2.87%。

本周同业存单发行利率涨跌不一，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.24%、2.62%、2.88%，较上周分别+9bp、+1bp、-2bp。

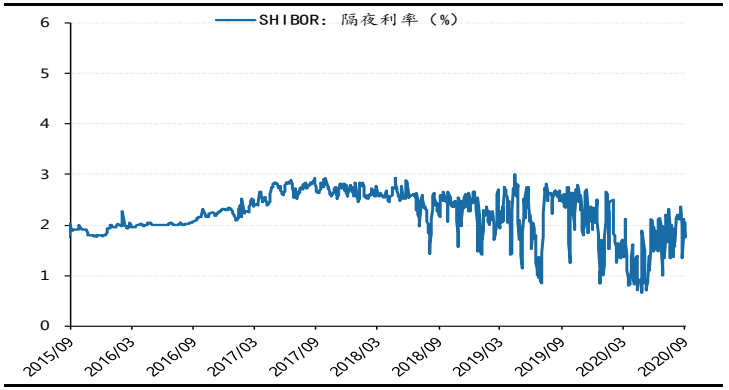
债券利率方面，本周国债收益率和国开债收益率均有上涨，1 年期国债收益率上行 9bp 至 2.59%，10 年期国债收益率上行 6bp 至 3.12%，期限利差 0.53%，缩窄 3bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别变动 2bp、4bp、7bp 至 2.85%、3.33%、3.69%。

图 16: 加权平均利率



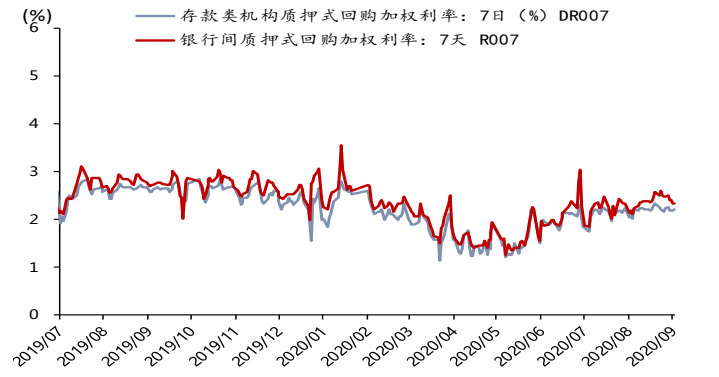
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 17: shibor 隔夜拆借利率（%）



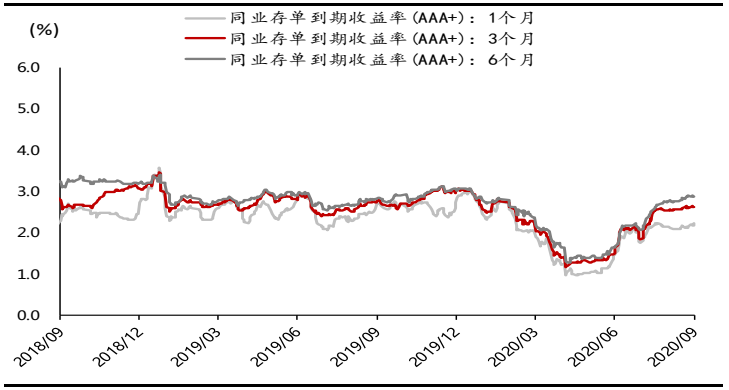
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 18: DR007 和 R007



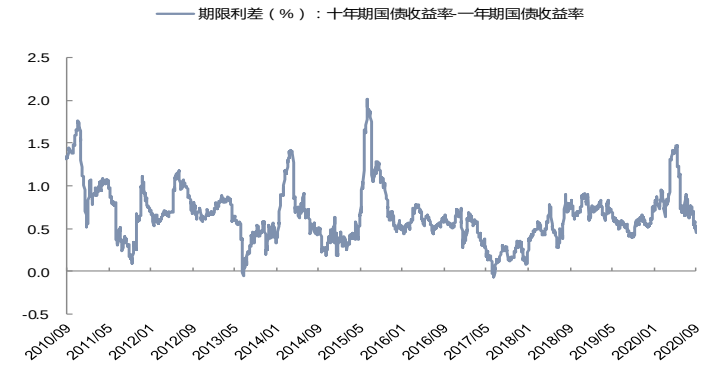
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 19: 同业存单到期收益率



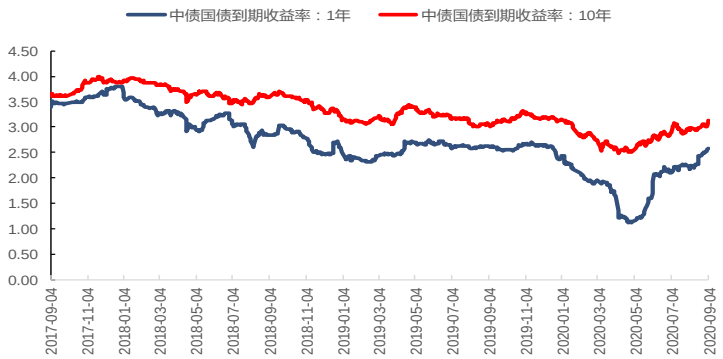
资料来源: Wind，信达证券研发中心

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（%）



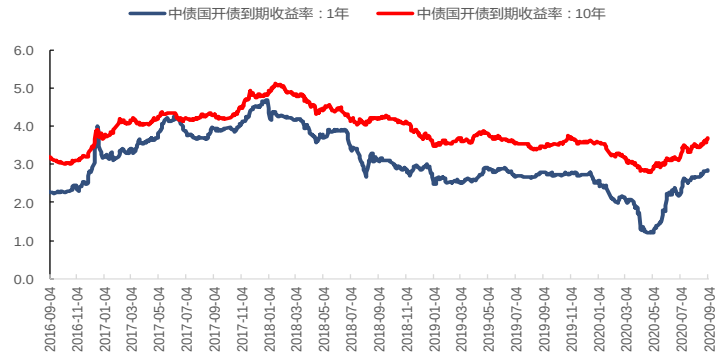
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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 4 日，证监会就《公开征集上市公司股东权利管理规定》向社会公开征求意见

9 月 4 日，深交所就《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法（试行）》、《审核指引（试行）》、《发售业务指引（试行）》向社会公开征求意见

9 月 4 日，深交所发布《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法（2020 年修订）》

9 月 4 日，上交所就《上海证券交易所上市公司纪律处分实施标准（征求意见稿）》向市场公开征求意见

保险：

8 月 31 日，银保监会官网消息，近日，银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议，会议分析了 2020 年第二季度保险业偿付能力、总体风险等情况，其中，纳入会议审议的 178 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 242.6%，平均核心偿付能力充足率为 230.4%，人身险公司、财产险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 236.4%、276.7%、286.1%；99 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，72 家被评为 B 类，5 家被评为 C 类，1 家被评为 D 类。

9 月 3 日，银保监会发布《关于实施车险综合改革指导意见》，宣布将于 9 月 19 日正式实施。

9 月 4 日，《上海证券报》消息，银保监会财险部研究起草了《责任保险业务监管办法（征求意见稿）》，目前正在业内征求意见。

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。