信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

证券行业鼓励并购重组，险资料将加大权益配置

非银行金融行业周报

2020 年 7 月 19 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

证券行业鼓励并购重组，险资料将加大权益配置

2020 年 7 月 19 日

本期内容提要

- **核心观点：**监管鼓励证券行业并购重组体现行业做大做强发展趋势，我们应以更高格局看待此次资本市场改革，保险公司差异化监管提升权益配置比例，预计未来新增 3 万亿资金。国家将打通实体经济和资本市场的重任赋予资本市场，间接融资转直接融资大基调下，券商投行业绩增长具备较大想象空间。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。同时保险板块也受益于权益市场上涨，利率上行充分释放原有估值压力，估值修复正在进行。建议关注：中信、招商、国寿、太保。

- **市场回顾：**本周主要指数下行，上证综指报 3214.13 点，-5.00%；深证指数报 13114.94 点，-4.07%；沪深 300 指数报 4544.70，-4.39%；中证综合债（净价）指数报 98.73，+6bp；创业板报 2662.40，-4.18%。沪深两市 A 股日均成交额 15141.10 亿元，环比-7.53%，两融余额 13825.85 亿元，较上周升+3.00%。个股方面，券商：浙商证券-19.82%，兴业证券-18.93%，广发证券-13.09%；保险：中国平安-5.25%，新华保险-5.96%，中国人寿-14.01%；多元金融：宝德股份+11.21%，江苏租赁+3.96%，仁东控股+3.34 %。

- **证券业观点：**本周证监会向派出机构下发通知，支持证券基金行业实施组织管理创新，鼓励券商基金依法实现市场化并购重组，支持行业机构通过直接持股或者设立资管计划、信托计划、有限合伙企业等形式实施员工持股、股权激励。监管层鼓励行业做大做强，支持行业机构建立长效激励约束机制，券商应充分利用目前政策红利，通过并购重组外延式发展和增厚资本金内涵式发展提升核心竞争实力，推动证券行业高质量发展。资本市场改革加速推进+流动性宽裕，继续看好券商板块。目前行业平均估值 2.20xPB，仍有上升空间。关注龙头券商：中金公司、中信证券、华泰证券、国泰君安及互联网券商东方财富。

- **保险业观点：**负债端，上半年保费增速整体呈现平稳复苏态势，受益于线下展业恢复、保障需求提升、险企加大营销力度并加大高价值率产品销售，叠加重疾定义修改带来的利好，三季度预计负债端回暖趋势有望延续，料提振 NBV。同时财产险保费也延续回暖趋势，源于车险销售改善以及非车业务需求的逐步释放。资产端利率上行叠加股市上行利好投资收益，1）十年期国债收益率 2.95%，利差收窄影响弱化。随着宽信用的推进以及经济的修复，未来长端利率不太可能跌破前期 2.5%的低点，2）股市大涨拉动投资端收益大幅增长，投资端 β 属性显现，3）保险权益资产投资比例从 30%提升至 45%，权益市场牛市利好投资收益。目前四家上市险企估值位于 0.6x~0.96x，仍然处于较低水平，当前估值隐含总投资收益率假设分别为 4.15%/2.98%/1.58%/2.92%，估值仍然隐含了投资端悲观预期。推荐龙头寿险公司国寿、新华、太保、平安。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净投放 5300 亿元，其中逆回购净投放 3300 亿元；MLF 净投放 2000 亿元。价方面，源于税期缴款，本周资金利率持续上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 2.39%，银行间质押式回购利率上行 18bp 至 2.41%。R001 上行 18bp 至 2.4%, R007 上行 13bp 至 2.47%，DR007 上行 3bp 至 2.24%。SHIBOR 隔夜利率上行 13bp 至 2.33%。此外，本月还有 2000 亿元 MLF 和 2977 亿元 TMLF 到期均影响流动性。我们认为，后续仍期待央行更多的投放动作。
- **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

市场概况及一周点评.....0
行业新闻.....4

表 目 录

表 1：7 月 13 日~19 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....8

图 目 录

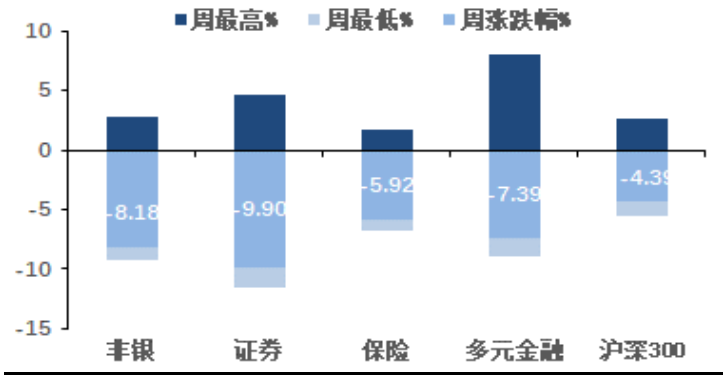
图 1：本周证券板块跑输沪深 300 指数 4.51%.....0
图 2：2020 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 1.70%.....0
图 3：本周 A 股日均成交金额环比+77.15%.....1
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数.....1
图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 2122.60 亿元、4112.05 亿元.....1
图 6：1 月以来债券承销规模 43450.79 亿元.....1
图 7：本周两融余额较上周+3.00%.....2
图 8：本周股票质押市值较上周无变化.....2
图 9：证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模.....2
图 10：券商板块 PB.....3
图 11：1-6 月累计寿险保费增速.....6
图 12：1-6 月累计财险保费增速.....6
图 13：6 月寿险保费增速.....6
图 14：6 月财险保费增速.....6
图 15：平安寿险个险新单单月保费增速.....7
图 16：平安寿险个险新单累计保费增速.....7
图 17：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....7
图 18：上市险企 PEV.....7
图 19：公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....8
图 21：Shibor 隔夜拆借利率（%）.....10
图 22：DR007 和 R007.....10
图 23：同业存单到期收益率.....10
图 24：期限利差：十年期国债收益率-一年期国债收益率.....11
图 25：国债收益率.....11

市场概况及一周点评

一、证券业务:

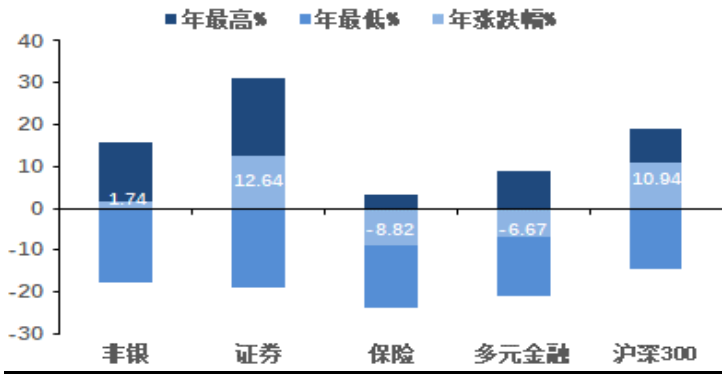
1. **证券经纪**：本周沪深两市累计成交 5654.06 亿股，成交额 75705.48 亿元，A 股日均成交额 15141.10 亿元，环比-7.53%，日均换手率+2.10%，环比-36.68bp。
2. **投资银行:** 截至 7 月 17 日，2020 年 IPO 承销规模为 2122.60 亿元,再融资承销规模为 4112.05 亿元；券商债券承销规模为 43450.79 亿元 。
3. **信用业务:**（1）融资融券：截至 7 月 16 日，两融余额 13825.85 亿元， 较上周+3.00%，占 A 股流通市值 2.46%;（2）股票质押：截至 7 月 17 日，场内外股票质押总市值为 50919.61 元。
4. **证券投资:** 本周沪深 300 指数报 4544.70，较上周-4.39%，上证综指报 3214.13，较上周-5.00%，深圳成指报 13114.94，较上周-4.07%，中证综合债（净）指数报 98.73，较上周+6bp。
5. **资产管理:** 截至 2020 年 2 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 9.15 万亿元， 证券公司私募子公司私募基金规模 5052 亿元。

图 1：本周证券板块跑输沪深 300 指数 4.51%



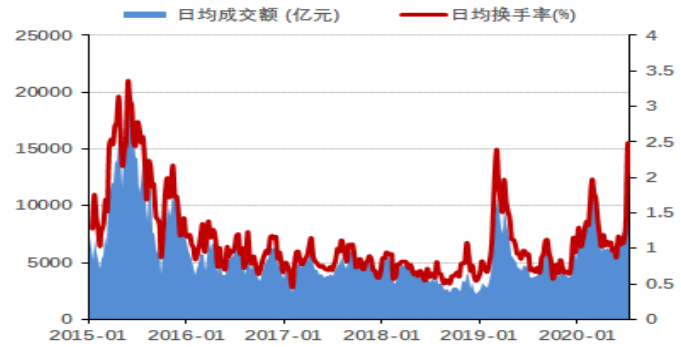
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2：2020 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 1.70%



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+77.15%



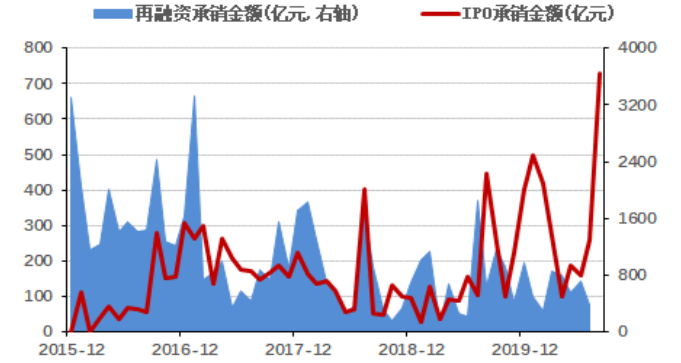
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



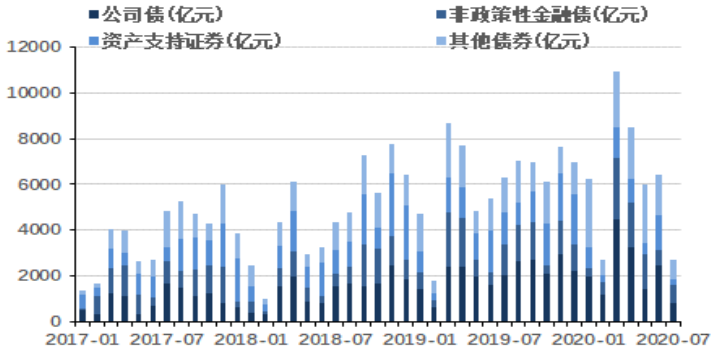
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 2122.60 亿元、4112.05 亿元



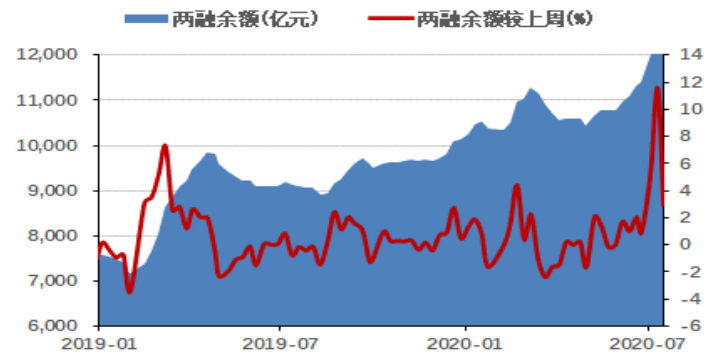
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 43450.79 亿元



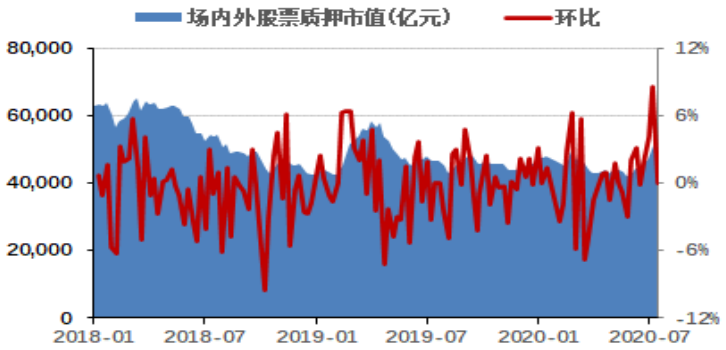
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+3.00%



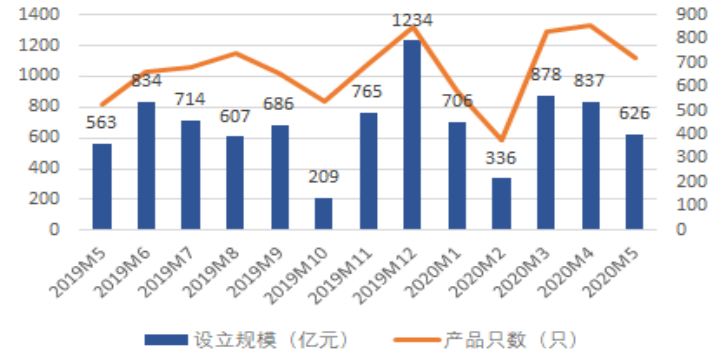
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周无变化



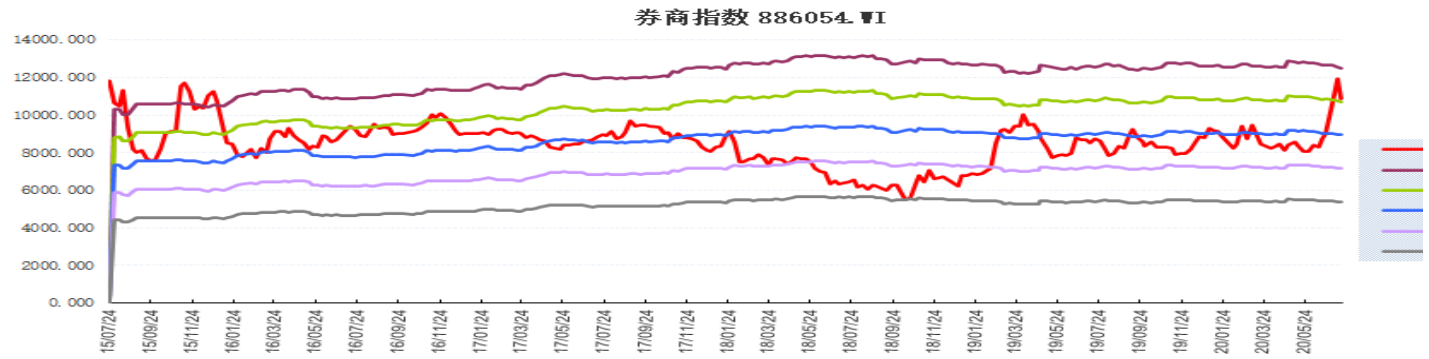
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

二、保险业务:

1. 行业动态

银保监会发布了《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》

7 月 17 日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》

影响:

1） **差异化监管基础上适度提高权益类资产投资比例，给予保险公司权益类资产配置更大的灵活性。**支持偿付能力充足、财务状况良好以及风险承受能力较强的险企适度提高资产配置比例，给予了 8 档权益类资产监管比例，权益资产投资比例最高可占到上季末总资产的 45%，较原来一刀切的上限 30%更具灵活性，有助于推进保险资金运用市场化发展，提升险企自主运用的空间。这也是国新办在 3 月提出允许符合条件的保险公司适度提高权益投资比重，超过 30%上限的进一步延续。

2） **加强监管，防范风险，提高保险资金运用的精准性和有效性。**对于偿付能力不足或资产负债匹配能力较差或出现重大风险事件的公司，对其新增权益类投资投资比例进行限制，更好地加强监管、防范风险，提升保险资金运用的精准和有效性。

3） **增加风险集中度监管，分散投资风险。**监管规定保险公司投资单一上市公司股票总数不得超过总股本的 10%。

4） **提升投资收益，应对低利率环境和 IFRS9 实施对投资收益的冲击。**低利率环境下，权益资产的吸引力提升。此外，今年来险资举牌频繁，主要为了应对 IFRS9 冲击而增加长期股权投资（股息分红计入投资收益而股票市值变动不影响当期利润）同时获取较高收益。

5） **将赋予市场更大的资产配置空间。**今年一季度，保险资金投资于股票和基金约 2 万亿元，占保险资金运用余额的 10.7%。长期股权投资 1,95 万亿元，占比 10.05%。另外，债转股、优先股等在触发一定条件时或将被认定为权益类投资，占用权益类额度。适当提升权益类配置将给予市场更多的配置空间。

6） **提升机构投资者持股市值占比，优化资本市场投资者结构，带来更多资本性资金。**我国资本市场机构投资者的占比较低（2019 年美国机构投资者持股市值占比接近 60%vs 中信占比 45%），在佣金自由化背景下，机构投资者持股占比的提升有望优化投资者结构，为资本市场带来更多资本性资金，推动资本市场改革。

7） **最多为资本市场带来约 3 万亿元增量资金。**根据一季度末测算，保险公司权益类资产（包括长期股权投资、股票和基金）余额为 4.38 万亿元，占资金运用总额的 22.6%，若提升至 45%，有望带来约 3 万亿元增量资金。

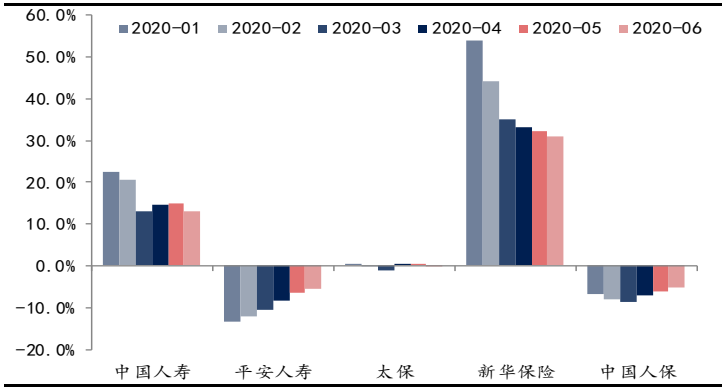
上市险企公布 6 月份保费数据：6 月寿险保费增速边际放缓，财险增速继续保持平稳增长

6 月寿险保费增速边际放缓。1-6 月，新华累计增速继续领先（+30.9%，环比-2pct），其次是国寿（+13.2%，环比-1.8pct），太保>人保>平安，累计增速分别为-0.1%、-5.1%、-5.6%，平安和人保降幅进一步收窄，太保环比基本持平。人保尽管保费增速仍承压，但近年来持续加大业务结构改善，首年期交实现正增长且边际改善，趸交业务大幅压缩。太保和平安受疫情影响和渠道改革，上半年压力较大。6 月单月，除太保增速为负（YoY-0.6%），其余均为正增长。新华(YoY+25.9%)>人保（YoY+10.9%）>国寿（YoY+2.8%）>平安（YoY+1.9%）。国寿单月增速大幅放缓，YoY+2.8%(前值 21.2%)，源于公司侧重人力队伍质态优化，代理人规模增速放缓。新单增速仍然承压，1-6 月平安个险新单增速为-15.1%，降幅环比扩大 1pct。6 月单月增速-15.5%，降幅扩大 12pct。随着个险渠道代理人线下展业逐步恢复，产品端加大新产品销售，需求端保障型产品需求提升，叠加重疾定义修改利好，我们预计下半年负债端仍有望边际改善。

6 月财险增速改善，单月车险增速放缓。1-6 月保费增速太保>平安>人保，分别为 13.4%、10.5%、4.4%，环比+0.5pct、+0.8pct、+0.9pct，增速继续回暖。6 月单月，太保>平安>人保>太平，增速分别为 19.4%、14.8%、8.7%、7.7%，环比+3.2%、0、+2.6%、+4.7%。车险方面，6 月单月乘用车销量同比+1.85%，环比下降 5.1pct，增速略放缓。平安数据显示 6 月车险略有放缓，但保持平稳增长（YoY+8.8%），环比下降 1.1pct。非车险仍是主要拉动因素，平安 6 月非车险增速 27.8%，环比-0.8pct，其中非机动车辆险和意健险增速分别为 26.3%（前值 25%）和 36.8%（前值 46%）。人保数据显示 6 月车险 YoY+7.3%,增速边际收窄 1pct，意健险（YoY+41.8%）和农险（YoY+17.3%）增速分别扩大 12pct 和 2.2pct，我们预计随着疫情的逐步好转和健康险需求的提升，财险业务将逐步恢复平稳增长。

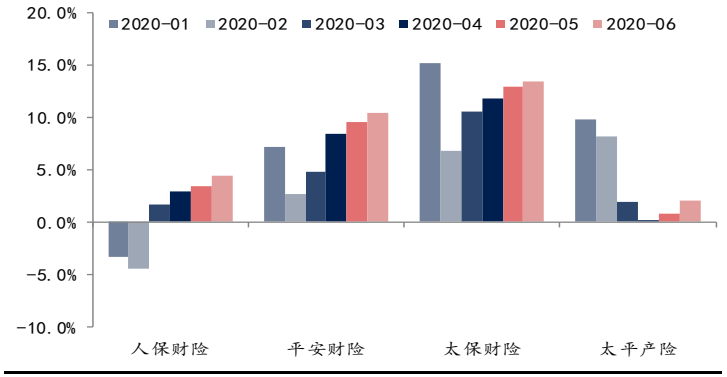
投资建议：上半年上市险企保费增速分化明显，整体呈现逐步向好趋势。考虑到疫情影响弱化以及重疾炒停，预计三季度负债端仍有回暖趋势。资产端长端利率企稳，10 年期国债收益率达 2.95%，前期利差担忧弱化，叠加权益市场表现对投资收益的增厚，投资端。目前四家上市险企估值位于 0.6x~0.96x，处于历史较低区间，当前估值隐含了较低的长期投资收益率预期。建议关注龙头寿险公司国寿、太保、平安、新华。

图 11：1-6 月累计寿险保费增速



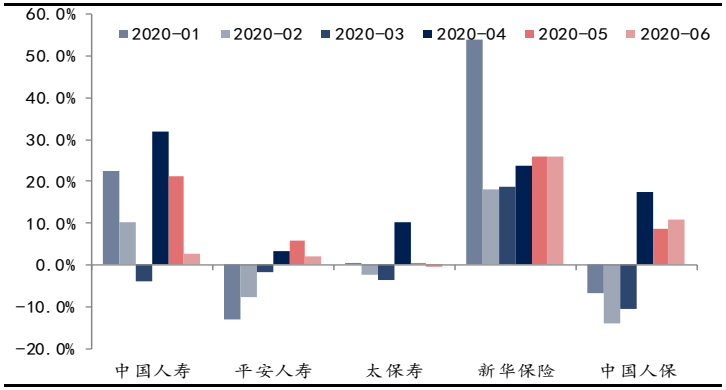
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：1-6 月累计财险保费增速



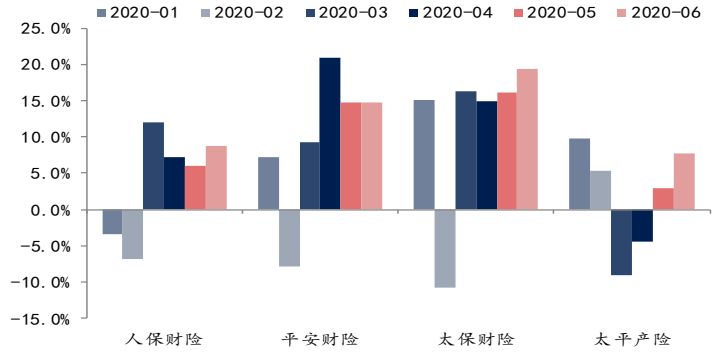
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：6 月寿险保费增速



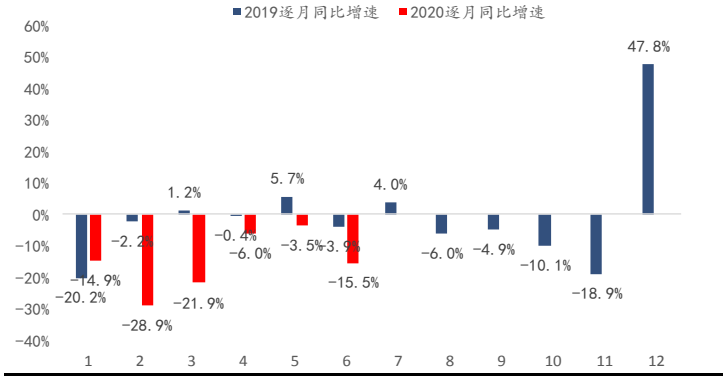
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：6 月财险保费增速



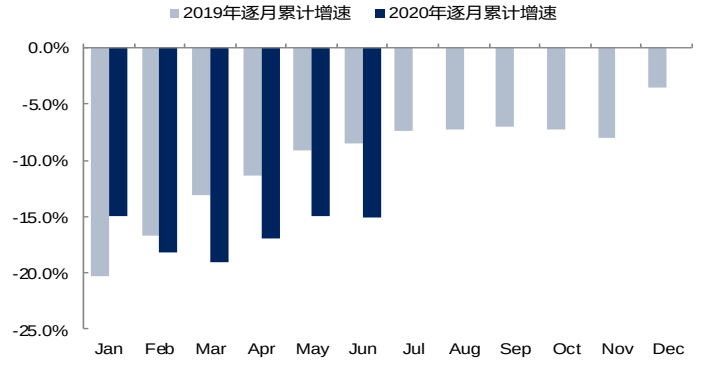
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：平安寿险个险新单单月保费增速



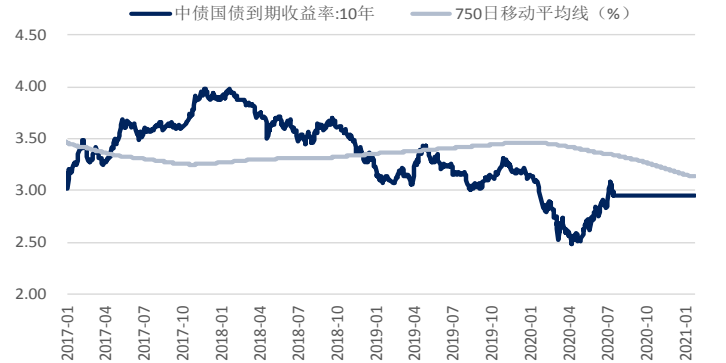
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：平安寿险个险新单累计保费增速



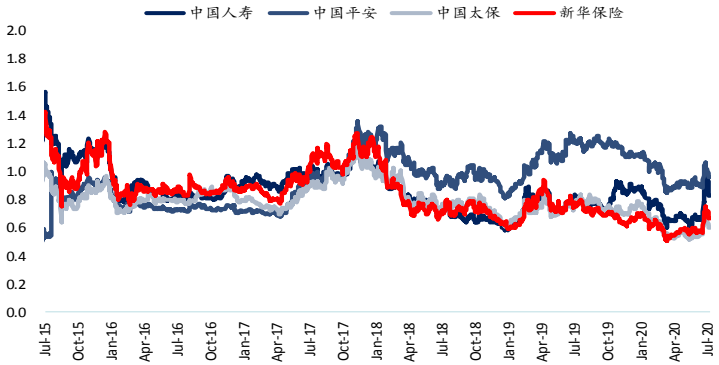
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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

三、市场流动性追踪：

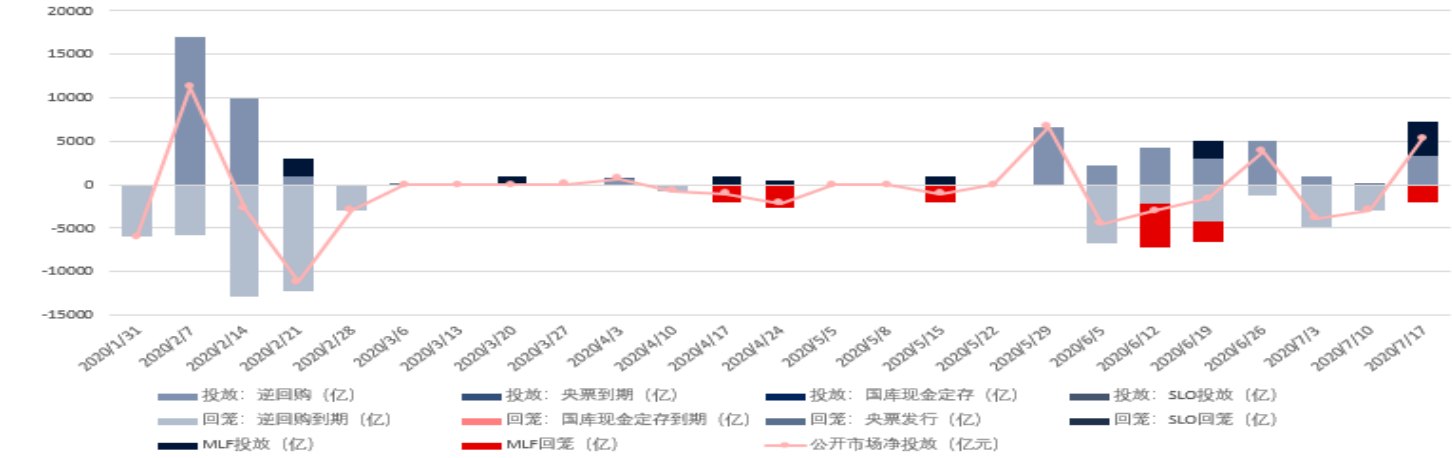
1、基础货币投放量和债券发行情况

本周央行公开市场净投放 5300 亿元，其中逆回购投放 3300 亿元，无逆回购到期，净投放 3300 亿元；MLF 投放 4000 亿元，回笼 2000 亿元，净投放 2000 亿元。

同业存单共发行 2495.1 亿元，到期 2994.1 亿元，净融资-499 亿元。

本周地方债共发行 755.35 元，到期 976.1 亿元，净融资-220.75 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 1：7 月 13 日~19 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	3300	-	3300		
	14 天	-	-	-		
	28 天	-	-	-		
	63 天	-	-	-		
国库现金定存		-	-	-		

MLF/TMLF	4000	-2000	2000
央行票据互换	-	-	-
SLO	-	-	-
同业存单	+2495.1	-2994.1	-499
地方债	+755.35	-976.1	-220.75

资料来源：Wind，信达证券研发中心

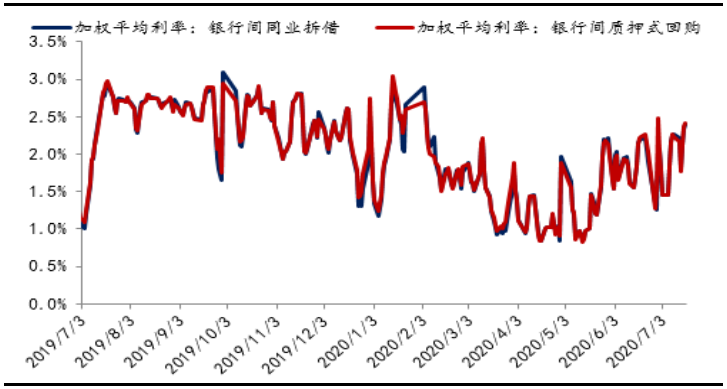
2、利率

货币资金面：源于税期缴款，本周资金利率持续上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 2.39%，银行间质押式回购利率上行 18bp 至 2.41%。R001 上行 18bp 至 2.4%, R007 上行 13bp 至 2.47%，DR007 上行 3bp 至 2.24%。SHIBOR 隔夜利率上行 13bp 至 2.33%。此外，本月还有 2000 亿元 MLF 和 2977 亿元 TMLF 到期均影响流动性。

本周同业存单发行利率均继续上升，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.16%、2.48%、2.54%，较上周分别上升 18bp、29bp、17bp。

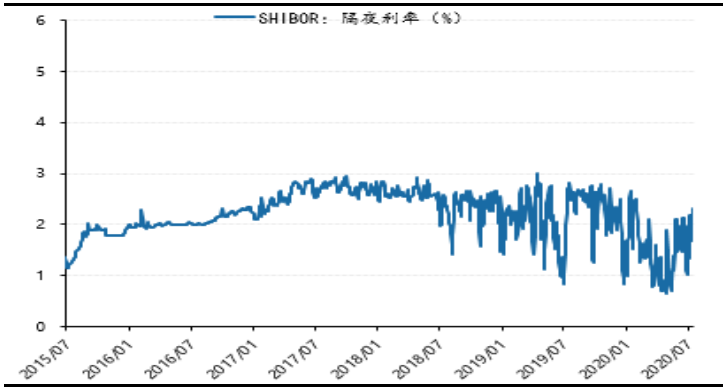
债券利率方面，本周国债收益率和国开债收益率涨跌不一，1 年期国债收益率上行 1bp 至 2.23%, 10 年期国债收益率下行 8bp 至 2.95%，期限利差 0.725%，缩窄 8.9bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别变动+2.8bp、-5.4bp、+1.8bp 至 2.58%、3.09%、3.44%。

图 20：加权平均利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：Shibor 隔夜拆借利率（%）



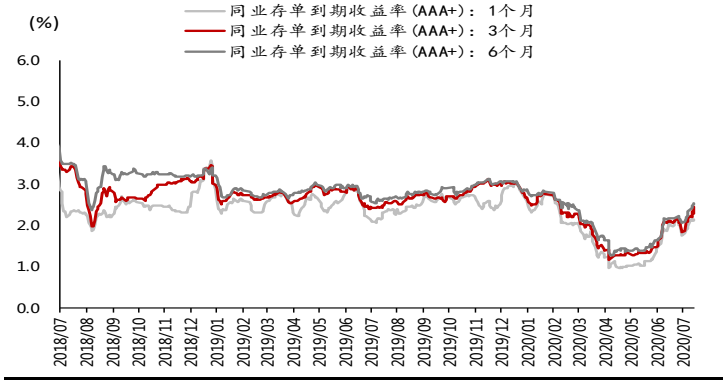
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：DR007 和 R007



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：同业存单到期收益率



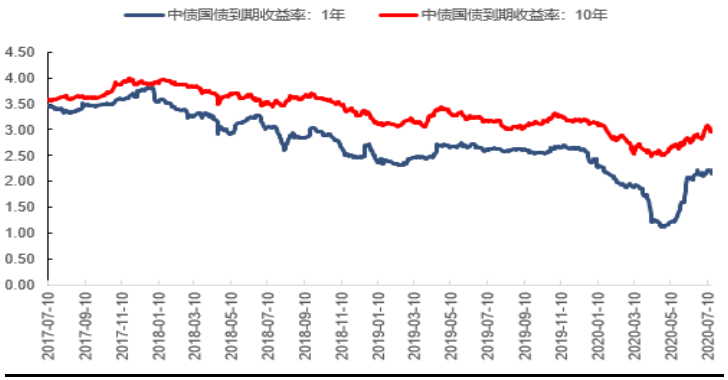
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 24：期限利差：十年期国债收益率-一年期国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

7 月 17 日，证监会向派出机构下发通知，支持证券基金行业实施组织管理创新，鼓励并购重组，支持员工持股、股权激励

7 月 17 日，证监会就修订《期货经纪公司保证金封闭管理暂行办法》公开征求意见

7 月 17 日，证监会就《证券期货违法行为行政处罚办法》公开征求意见

7 月 17 日，上交所发布《上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司科创板上市公司股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份业务指引》的通知

保险：

7 月 13 日，新华保险公告，公司上半年累计原保费收入约为 968.8 亿元。

7 月 13 日，中国人保公告，上半年子公司中国人民财险、中国人民健康保险、中国人民人寿保险原保费收入分别为 2456.39 亿元、221.73 亿元、672.33 亿元，合计 3350.45 亿元，同比增长 4.25%。

7 月 14 日，中国平安公告，上半年公司控股子公司中国平安财产保险、平安养老、平安健康保险原保费合同保费收入分别约 1441.18 亿元、2806.71 亿元、155.61 亿元、48.95 亿元，合计人民币 4452.45 亿元。

7 月 14 日，中国人寿公告，公司上半年累计保费收入为 4280 亿元。

7 月 14 日，众安在线公告，公司上半年原保费收入约为 67.63 亿元。

7 月 17 日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，权益类资产投资比例上限可从 30%升至 45%。

7 月 17 日，银保监会依法对天安财险等六家机构实施接管。

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。