



Research and
Development Center

北交所就细则征求意见，保险亮点逐渐显现

非银金融行业

2021年9月12日

证券研究报告

行业研究

行业周报

非银金融

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (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

北交所就细则征求意见，保险亮点逐渐显现

2021年9月12日

本期内容提要:

- **核心观点:** 北交所就公开发行与上市审核、重大资产重组等规则征求意见，形成了契合专精特新中小企业发展规律和融资需求特点的制度安排。半年报看，券商平均业绩增速超30%，头部券商更高。良好基本面叠加政策利好，我们仍然坚定看好券商板块。财富管理有望成为继2006-2007年的经纪业务、2014-2015年的两融业务后，成为券商业绩增量的第三块业务。我们判断市场将会从初期大财富管理净利润贡献占比高的券商（东方74%、广发31%、兴业37%）向真正具有优质产品和优秀投顾能够留存客户的券商扩散，同时估值体系将重塑，留存更多AUM的券商将享有估值溢价。当前板块估值处于2000年以来20%分位，距离估值中枢PB2.61倍有较大空间，估值与业绩、资产质量不匹配，仍然建议积极参与。从险企中报来看，各家保费均无明显改善，源于有效人力增长不及预期，但部分险企代理人产能增速高于人力下降速度，趸交转期交以及规模化效应的固定费用摊薄带来银保渠道NBVM提升，财险意健险表现优于寿险，意味着医疗险规模在未来有望享受高增等亮点逐渐显现。我们认为当前代理人质量与居民的保险需求不匹配是主要矛盾，未来发展空间或在商业养老险和“增员获客”向“存量经营”转变，当期时点保险板块估值较低，建议关注。

核心标的: 中金公司、东方证券、浙商证券、中国太保、新华保险等

- **市场回顾:** 本周主要指数上行，上证综指报3703.11点，+3.39%；深证指数报14771.87点，+4.17%；沪深300指数报5013.52，+3.52%；创业板报3232.01，+4.19%；中证综合债（净价）指数报99.62，-9bp。沪深两市A股日均成交额14558.77亿元，环比-6.42%，两融余额19118.76亿元，较上周+2.16%。个股方面，券商：申万宏源+20.60%，广发证券+12.75%，长城证券+12.50%；保险：中国人寿+2.68%，中国人保+1.91%，中国太保+1.76%；多元金融：华铁应急+18.11%，海德股份+10.86%，渤海租赁+6.04%。
- **证券业观点:** 9月10日，北交所就《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票上市审核规则（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行上市规则（试行）》、《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（试行）》向社会征求意见。北交所公开发行与上市审核、重大资产重组等规则大体上借鉴了科创板、创业板试点注册制经验，并结合新三板精选层的实践，形成了契合专精特新中小企业发展规律和融资需求特点的制度安排。公开发行与上市审核方面，明确北交所受理发行申请文件，审核通过后报证监会履行注册程序，与科创板、创业板注册制分工与发行注册流程一致；进一步明确审核时限要求，明确发行人及保荐机构问询回复总时限为3个月，上市委员会暂缓审议时限为2个月。重组审核规则方面，结合中小企业生产经营特点优化重组认定标准，进一步明确“日常经营行为”的具体内容，将可

以充分说明合理性和必要性的现金购买土地、厂房、设备等行为视为日常经营行为，不纳入重组管理；重组审核机制方面，在上市委员会内部设立并购重组委员会，审议审核机构出具的审核报告和上市公司申请文件等，提升重组审核的专业性、审慎性和权威性。

当前券商板块估值 PB1.97 倍，估值与业绩、资产质量仍不匹配，距离 PB2.61x 估值中枢尚有较大空间。北交所的设立将进一步推升直接融资占比，资本市场扩容将给券商投行、私募股权投资、经纪与两融等多项业务带来增量利润。此外，财富管理业务成长空间大，业绩稳定性强，有望重塑板块估值。近年来券商大财富业务快速发展，上半年头部券商代销金融产品收入翻倍；居民财富加速通过机构入市，头部公募规模与净利润高速增长，券商参/控股头部公募基金对公司的利润贡献大幅增加，部分券商大财富业务利润贡献大幅提升。摩根士丹利今年以来一直交易于历史平均水平的 2 倍标准差以上，其资管与财富管理出色且利润贡献超过 40%，用轻资产 PE+重资产 PB 估值更为合理。估值重塑后，财富管理与资产管理头部券商仍有 40%-60%修复空间，我们认为板块行情将从初期大财富利润贡献占比高的券商真正具有优质产品和高素质投顾、具备强大的留客能力的券商扩散，AUM 增速快、体量大的券商将享有估值溢价。建议关注受益于财富管理市场扩容的核心标的：1.产品与投顾优势明显，推进高端财富管理规模化发展的中金公司；2.受益于居民财富通过机构入市，资管收入占比高+参/控股公募基金贡献度高的东方证券、兴业证券、广发证券等；3.公司战略高度重视、产品端特色明显，有望实现弯道超车的浙商证券。

- **保险业观点：**负债端：从中报看，各家险企上半年 NBV、NBV margin、人力均下滑明显，但困境中我们仍看到了部分改善：1) 部分险企代理人产能增速高于人力下降速度，说明代理人清虚改革取得一定的成果；2) 趸交转期交以及规模化效应的固定费用摊薄带来银保渠道 NBVM 的提升；3) 财险意健险表现由于寿险，意味着医疗险规模在未来有望享受高增速。但受制于三季度前两月消费低迷，保险需求下降，各家保费均无明显改善。我们判断负债端压力、增员压力仍然存在。资产端，在稳增长的压力下，长端利率或仍有下行预期。我们认为，未来险企的发展空间主要有两个：1) 100 万亿中短储蓄和理财转化为 1 万亿的商业养老金。随着新一轮养老体系顶层设计文件已起草完毕，未来商业养老险的发展空间广阔；2) 从“增员获客”向“存量经营”带来的增长空间。险企纷纷加强健康生态搭建，通过挖掘现有客户全生命周期的保障需求，提高客均保费及 NBV。其中，代理人素质能力高、客户经营能力强的险企有望优先收益。当期时点保险板块估值较低，当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021E PEV 分别为 0.68x、0.55x、0.49x、0.44x，建议关注。
- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净回笼 800 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，回笼 1300 亿元。下周有 500 亿元逆回购、6000 亿元 MLF 到期。价方面，本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 18bp 至 2.19%，银行间质押式回购利率上行 16bp 至 2.15%。R001 上行 17bp 至 2.14%，R007 上行 9bp 至 2.21%，DR007

上行 13bp 至 2.18%。SHIBOR 隔夜利率上行 17bp 至 2.11%。同业存单发行利率上行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别+27bp、+2bp、+7bp 至 2.22%、2.32%、2.54%。1 年期国债收益率上行 8bp 至 2.35%，10 年期国债收益率上行 4bp 至 2.86%，期限利差缩小 5bp 至 0.51%。考虑到下半年经济走弱及 8 月社融略超预期等因素，我们认为货币政策宽松空间打开。且四季度 MLF 到期量较大，预计仍有再次降准的可能性。

- **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、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.....	6
保险业务概况及一周点评.....	7
市场流动性追踪.....	8
行业新闻.....	10

表 目 录

表 1: 央行操作 (9/4-9/10) 和债券发行与到期 (9/5-9/12), 亿元.....	8
---	---

图 目 录

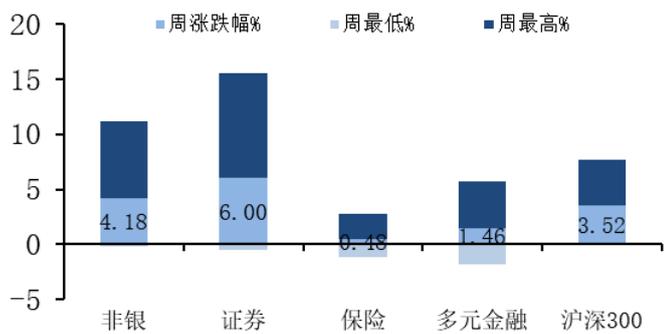
图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 2.48%.....	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 4.82%.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-6.42%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 3364 亿元、6035 亿元.....	7
图 6: 1 月以来债券承销规模 6.60 万亿元.....	7
图 7: 本周两融余额较上周+2.16%.....	7
图 8: 本周股票质押市值较上周+1.51%.....	7
图 9: 2Q21 券商资管规模降至 8.34 万亿.....	7
图 10: 券商板块 PB 1.97.....	7
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	8
图 12: 滚动 PEV.....	8
图 19: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	8
图 20: 地方债发行与到期.....	9
图 21: 同业存单发行与到期.....	9
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

证券业务概况及一周点评

证券业务：

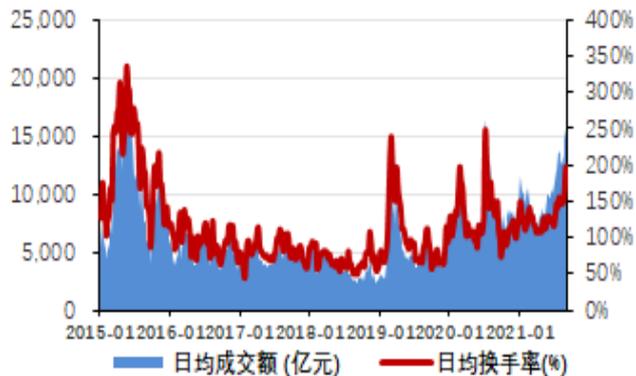
- 1. 证券经纪：**本周沪深两市累计成交 5715.79 亿股，成交额 72793.83 亿元，沪深两市 A 股日均成交额 14558.77 亿元，环比-6.42%，日均换手率 1.99%，环比+0.66bp。
- 2. 投资银行：**截至 9 月 10 日，2021 年 IPO 承销规模为 4699.62 亿元，再融资承销规模为 6035.24 亿元；券商债券承销规模为 65988.64 亿元。
- 3. 信用业务：**(1) 融资融券：截至 9 月 9 日，两融余额 19118.76 亿元，较上周+2.16%，占 A 股流通市值 2.62%；(2) 股票质押：截至 9 月 10 日，场内外股票质押总市值为 44632.03 亿元，较上周+1.51%。
- 4. 证券投资：**本周主要指数上行，上证综指报 3703.11 点，+3.39%；深证指数报 14771.87 点，+4.17%；沪深 300 指数报 5013.52，+3.52%；创业板报 3232.01，+4.19%；中证综合债（净价）指数报 99.62，-9bp。
- 5. 资产管理：**截至 2021 年 6 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 8.34 万亿元，其中单一资产管理计划 11411 只，资产规模 5.16 万亿元，集合资产管理计划 5985 只，资产规模 2.63 万亿元，证券公司私募子公司私募基金规模 1041 只，资产规模 5537.06 亿元。

图 1：本周券商板块跑赢沪深 300 指数 2.48%



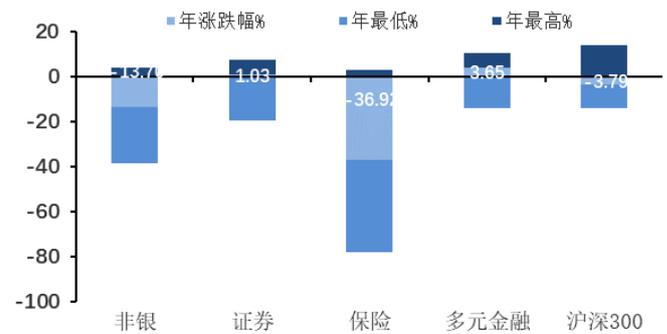
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交额环比-6.42%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2021 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 4.82%

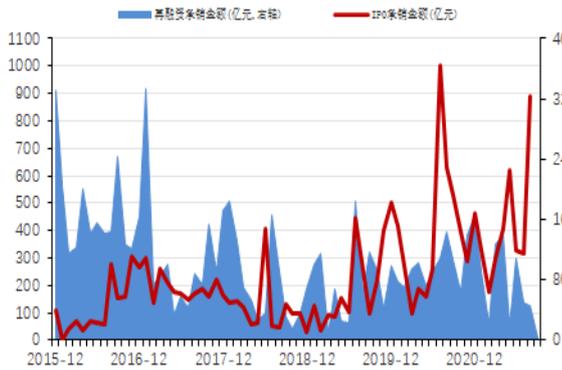


资料来源：Wind，信达证券研发中心

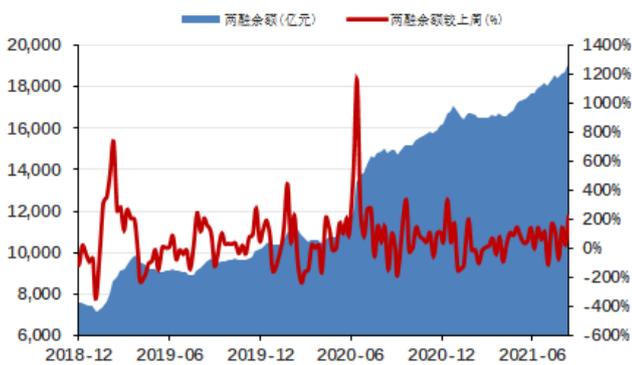
图 4：沪深 300 指数和中证综合债净价



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 3364 亿元、6035 亿元


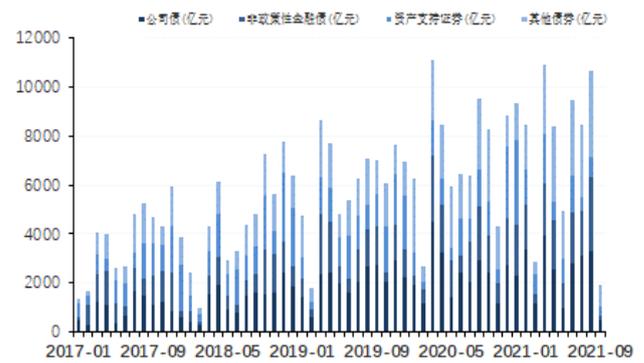
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+2.16%


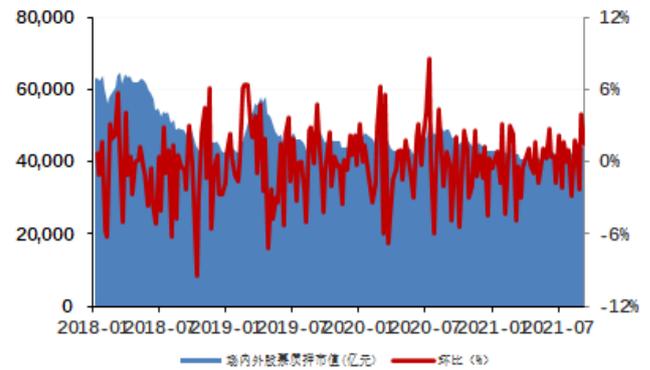
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2Q21 券商资管规模降至 8.34 万亿

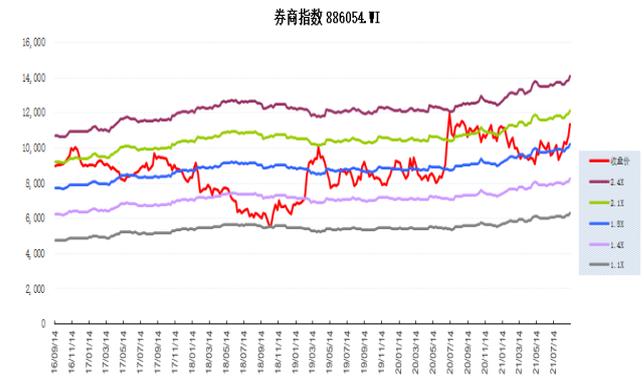

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 6.60 万亿元


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+1.51%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

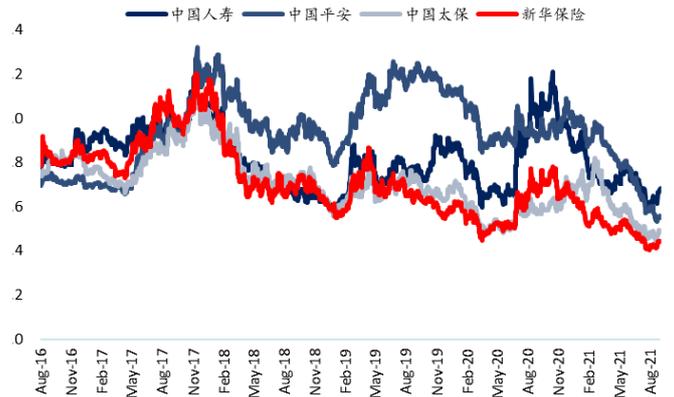
图 10：券商板块 PB 1.97


资料来源：Wind，信达证券研发中心

保险业务概况及一周点评

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：滚动 PEV


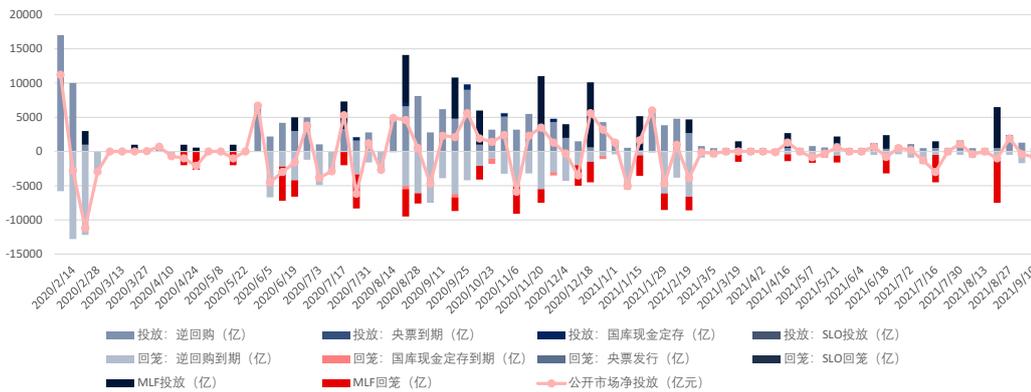
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场流动性追踪

本周央行公开市场净回笼 800 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，回笼 1300 亿元。下周有 500 亿元逆回购、6000 亿元 MLF 到期。

本周同业存单共发行 3595.50 亿元，到期 2545.30 亿元，净融资+1050.20 亿元。

地方债共发行 1097.43 亿元，到期 841.67 亿元，净融资+255.76 亿元。

图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量


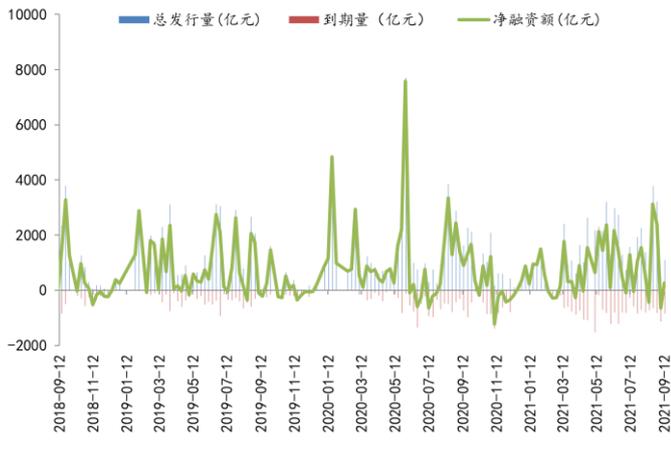
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：央行操作 (9/4-9/10) 和债券发行与到期 (9/5-9/12)，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	+500	-1300	-800	
	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	+3595.50	-2545.30	+1050.20		
地方债	+1097.43	-841.67	+255.76		

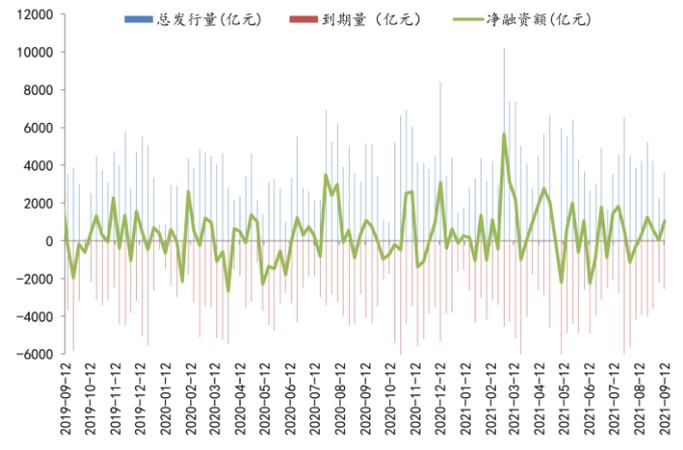
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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

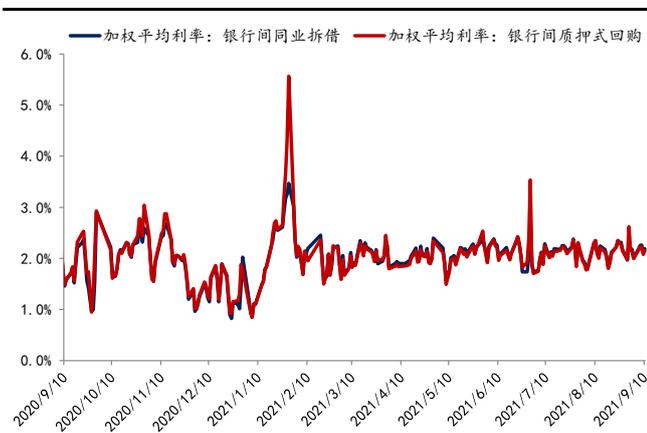
2、利率

货币资金面: 本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 18bp 至 2.19%，银行间质押式回购利率上行 16bp 至 2.15%。R001 上行 17bp 至 2.14%，R007 上行 9bp 至 2.21%，DR007 上行 13bp 至 2.18%。SHIBOR 隔夜利率上行 17bp 至 2.11%。

本周同业存单发行利率上行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别+27bp、+2bp、+7bp 至 2.22%、2.32%、2.54%。

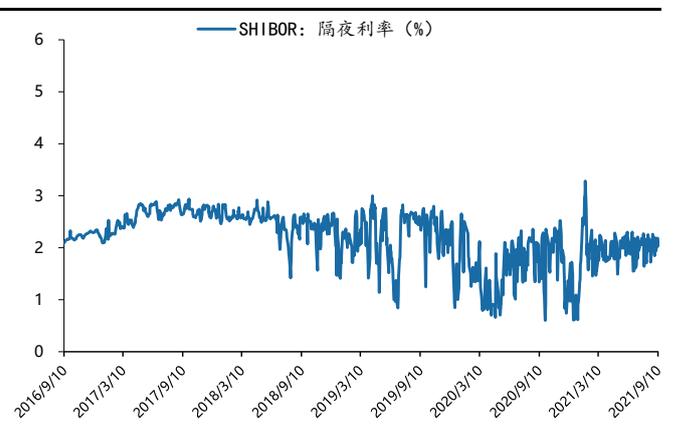
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率上行 8bp 至 2.35%，10 年期国债收益率上行 4bp 至 2.86%，期限利差缩小 5bp 至 0.51%。

图 16: 加权平均利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

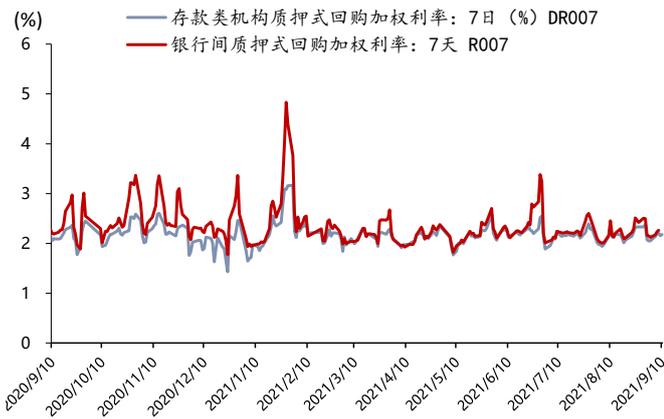
图 17: shibor 隔夜拆借利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

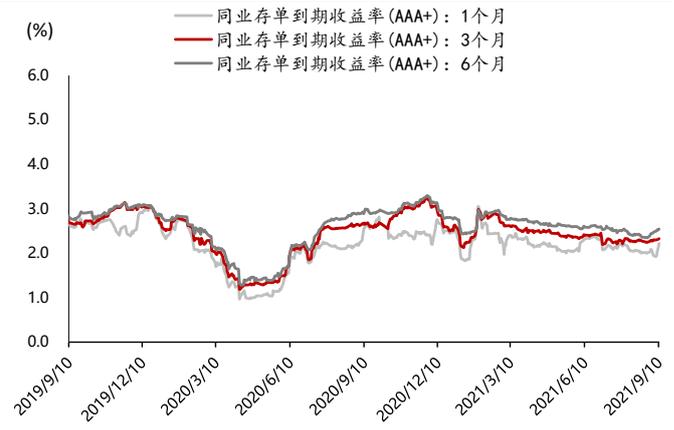
图 18: DR007 和 R007

图 19: 同业存单到期收益率



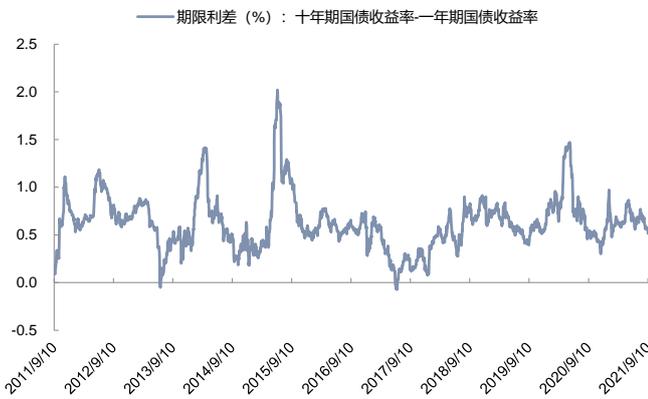
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：国债期限利差

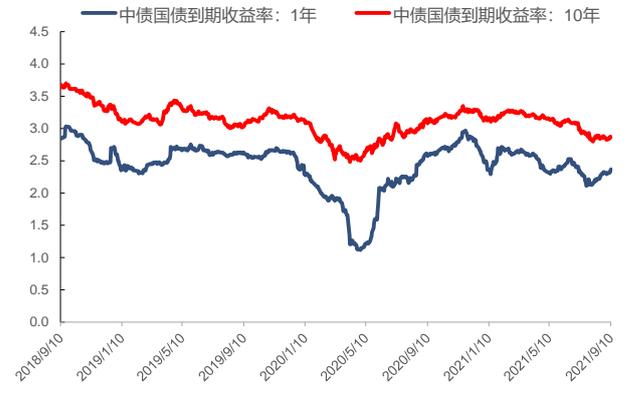


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心



资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

9月9日，财通证券参股公司永安期货股份有限公司 IPO 申请获证监会审核通过。

9月10日，北交所就公开发行业、再融资、重组相关规则向社会征求意见。

保险：

9月7日，针对车险综合改革成效，银保监会新闻发言人答记者问时表示，自综改以来，累计为我国车险消费者减少支出超 1700 亿元。截至 7 月末，车辆平均所缴保费 2774 元，较改革前降低 21%；全国车险综合费用率、车险手续费率、车辆业务及管理费用率分别同比下降 11.8%、7.3%、5%。车险综合赔付率由改革前的 56.9% 上升至 73.3%；车险综合赔付率由改革前的 56.9% 上升至 73.3%。通过改革，车险业务在财险业务中占比降为 51.8%，同比下降 5.4 个百分点，比例已基本接近美国（43%）、日本（50%）等世界主要经济体平均水平。

9月7日，银保监会新闻发言人在答记者问时表示，截至 2021 年上半年，境外保险机构在华共设立 66 家外资险企、85 家代表处和 17 家保险中介机构，外资险企总资产达到 1.94 万亿元。银保监会表示，下一步将继续推进银行保险业对外开放，全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，继续吸引具有专业特色的优质外资进入中国市场。

9月8日，《上海证券报》消息，随着财险业高质量发展三年行动方案的逐步推进，相关配套的指导意见也于近日下发至各财险公司，据透露，监管部门鼓励财险业丰富产品供给、升级保险服务、优化渠道管理和完善市场体

系。

9月10日，中国人保发布公告称，2021年前8月公司原保险保费收入4117.32亿元，同比增长0.33%。其中，人保财险原保险保费收入3098.43亿元，同比增0.7%；人保寿险原保险保费收入729.43亿元，同比降5.96%；人保健康原保险保费收入289.46亿元，同比增14.88%。

9月9日，慧择披露2021年上半年业绩报告显示，上半年慧择实现总营收9.5亿元，同比增长97.1%；销售费用率和管理费用率则分别同比下降了4.7%和7.1%。慧择表示，总营收的大幅增长源自总保费的大幅提升，上半年总保费同比提升72.7%至20.6亿元。半年报显示，慧择首年保费同比增100%，占比提升至57.9%；续期保费同比增长45.4%；此外长期险促成保费占比达95.3%。

9月10日，银保监会制定并发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，自2021年9月15日起施行。

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。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。