

非银金融

非银行业2022年度策略：把握券商权益机构化主线，静待保险负债端转型成效

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 周颖婕 SAC执业证书编号：S1110521060002

分析师 舒思勤 SAC执业证书编号：S1110521070002

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要——券商：把握权益机构化主线，看好C+F端双向联动

一、2021年行业回顾：ROE稳健提升，客需型机构业务带动头部券商扩表加杠杆

2021年前三季度，41家上市券商合计归母净利1484亿元，同比+22.9%，业绩在高基数上延续向好趋势。券商板块ROE7.6%，年化ROE达到10.1%，ROE创15年牛市之后新高。券商板块整体杠杆率（扣除客户保证金）3.9倍，新一轮扩表核心驱动力来自客需型机构业务（以衍生品业务为主）的扩张。其中，头部券商加杠杆动力更足，券商杠杆率提升主要由头部券商贡献。

二、把握权益机构化主线，做强财富管理+大资管+机构业务

从供给端来看，“注册制改革+多层次市场建设”使权益资产供给大幅增加；从需求端来看，“房住不炒+资管新规”影响下，权益资产收益吸引力增强，重塑权益类产品增长动能（周期性→成长性）。我们认为，资产配置权益化和市场参与机构化是后续券商投资的两大逻辑主线，中金、华泰在C端（私募产品代销）+F端（衍生品机构业务）的成长性最强，建议重点关注。

- 财富管理禀赋优异，私募基金是最具成长性的黄金赛道：行业代销金融产品收入占比显著提升，21H1行业合计实现代销金融产品净收入100.5亿元，同比+120%，占证券经纪业务净收入的比重由2020年9.8%提升至14.8%，我们认为券商在权益投资方面天然的投研能力优势，资源禀赋显著强于同业代销机构，将持续受益财富管理长逻辑，私募基金代销赛道更值得期待。截止10月末，私募基金规模增速（同比+65.2%）高于公募基金增速（+45.8%），投研能力使券商最能享受私募基金市场成长红利。我们认为，市场对于财富管理的关注度正在逐步向私募基金迁移，私募基金高景气有望从“C端私募销售”+“F端衍生品/融券”两方面大幅提升券商的业绩稳定性。

摘要——券商：把握权益机构化主线，看好C+F端双向联动

- 参控股公募基金将为券商持续贡献资管业绩增量：目前头部基金公司大部分由券商控参股，2020年业绩排名前十的基金公司中就有7家属于券商系；其中，东方、广发旗下公募业绩贡献较高，分别为46%、19%。我们判断未来10年公募基金行业黄金发展期，对标美国CAGR有望达到+20%，未来券商公募类资管收入占比将进一步提高。三季度以来市场处于震荡（偏股基金指数连续3个月下跌），但基金份额仍逆势增长，是自2015年中基协公布数据以来的第一次，体现出有别于之前“行情下跌、份额减少”的成长性。
- 机构业务需求激增，衍生品业务成长可期：2019年以来衍生品业务激烈增长。截至2021年7月，收益互换+场外期权存量规模16574亿元，年累计交易规模45150亿元，同比分别+105%、+86%。区别于与市场行情高度相关的传统业务，场外衍生品业务中客户可以从双向交易中获利，客户的投资需求与市场行情关联度显著降低，这将打破券商盈利的顺周期性，有望大幅提升券商业绩的稳定性。除此以外，衍生品业务成长性可期。我们预计中性假设下，2025年场外衍生品业务收入将达到879亿元，占行业收入比重10%。其中，头部券商将凭借在资本金、客户资源、牌照上的优势，充分享受衍生品成长红利。

三、2022年展望及投资建议

我们预计2022年证券行业的营业收入为5338亿元，同比增长7%；净利润为2035亿元，同比增长13%。我们预计全行业的ROE为8.2%。权益机构化发展空间广阔，深度参与权益机构化产业的上市券商具备显著优势，推荐：1) C端代销和F端机构业务兼具优势，C+F协同能力突出的华泰证券，建议关注中金公司H；2) 参控股头部基金公司且财富管理能力强的广发证券；3) 具备财经领域领先流量优势的第三方基金销售机构同花顺、建议关注东方财富。

摘要——保险：仍然看好长期需求空间，静待负债端改善

一、2021年行业回顾

- 寿险：今年3月开始，新单保费增速大幅下滑，我们认为，既源于：1) 宏观因素导致的消费行业整体低迷，以及创业（从事保险销售）的意愿下滑；2) 保险的销售行为监管非常严格；3) 普惠型保险的市场大面积覆盖。也受两大短期因素影响：4) 2021年初炒停带来的重疾险需求透支；5) 2020年线上增员队伍的持续脱落。以上5大原因造成了负向循环。我们判断，两大短期因素的影响很大，但正在减弱。这将带来后续数据的回暖。
- 财险：车险综改下车均保费下滑（下滑约20%），拖累车险保费增长，截至9月末行业车险保费增速-9.4%。综改一年后车险保费恢复正增长，行业10月当月车险保费增速已转正。综改初期中小公司财险保费增速高于龙头企业，但中小公司的激进发展难以持续，自6月开始，龙头公司的车险当月保费增速持续跑赢市场。盈利方面，龙头企业凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势，车险COR低于行业且上升幅度小，中小公司COR大幅上升且超过100%。

二、分产品视角下寿险发展的长期逻辑：

- 健康险（医疗险）的逻辑在于卫生总费用快速增加、DRG与DIP支付改革对医保的控费利好商保，医疗险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。

卫生总费用近年来快速上升，占GDP比例从2013年的5.4%增长至占2020年的7.12%。但目前商业健康险补充保障力度不足，截至2020年，健康险的赔付金额占卫生总费用比例仅为4%，对标主要发达市场，商业健康险赔付占卫生总费用比例最少为10%是较为合理的水平。假设未来10年卫生总费用支出复合增长为10%，商业健康险赔付占比10%，那么健康险赔付未来10年复合增速将达20%。相应地，预计医疗险保费复合增速有望达20%。

医保基金面临较大的收支压力，医保改革深化。医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要医保外的支付方来对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。

- 兼具保障和储蓄功能的重疾险和终身寿险具有可选消费性质，受益于经济向好、居民收入预期提升。
- 受益于居民资产配置向金融资产转移，具有刚兑、长期性的理财险（年金险、增额终身寿险等）迎来发展机遇。

摘要——保险：仍然看好长期需求空间，静待负债端改善

- 中长期角度，寿险行业发展的逻辑在于：

- 代理人渠道转型：稳固及扩大绩优代理人规模是队伍转型的关键。在保险公司队伍大规模下滑的过程中，绩优队伍的产能和规模基本保持稳定。因此代理人转型的关键在于打造多层次的绩优销售队伍，扩大及巩固基层绩优代理人，稳住保费大盘，同时探索建立高端绩优代理人，面向高端客户。当前保险公司低素质代理人流出的规模>高质量代理人增加的规模，短期代理人队伍的调整预计还将继续。我们判断，寿险行业代理人“去产能”还要经历1-2年时间。代理人数量的企稳，将是负债端拐点明确的信号。
- 服务生态布局：进行“保险+服务”布局是大型公司相对于中小公司的独特优势，未来有望形成以服务驱动销售的模式，将是大型公司的重要竞争壁垒。当前，平安、太保、友邦中国等国内大型保险公司的服务产业链布局以养老服务和医疗服务为主。

三、2022年展望及投资建议

- 我们判断短期负债端的低迷将持续。在代理人同比大幅下降以及高基数之下，**2022年开门红NBV增长仍然承压**，我们预计**2022Q1各公司（除友邦）NBV同比增速预计为-20%左右**。由于今年3月开始，代理人规模及**NBV大幅下滑**，基数显著降低，因此在**2022年3月**有望看到负债端同比增速企稳。截至**11月23日**，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股**2021PEV**分别为**0.69、0.62、0.52、0.46倍**，友邦保险、中国太平H股**2021PEV**分别为**1.85倍、0.19倍；2022PEV**分别为**0.63、0.56、0.47、0.42、1.69、0.17倍**，A股上市公司及太平H估值历史最低。当前估值已充分反映负债端悲观预期，短期资产端利好叠加估值切换，有望驱动估值修复。重点推荐友邦保险、中国太保。

四、风险提示：资本市场大幅波动；资本市场改革进程不及预期；保险公司负债端改善慢于预期。

2021

目录

CONTENT

券商：

一、2021年行业回顾

二、围绕权益机构化主线，做强财富管理+大资管+机构业务

- 财富管理
- 大资管
- 机构业务

三、2022年展望及投资建议

01

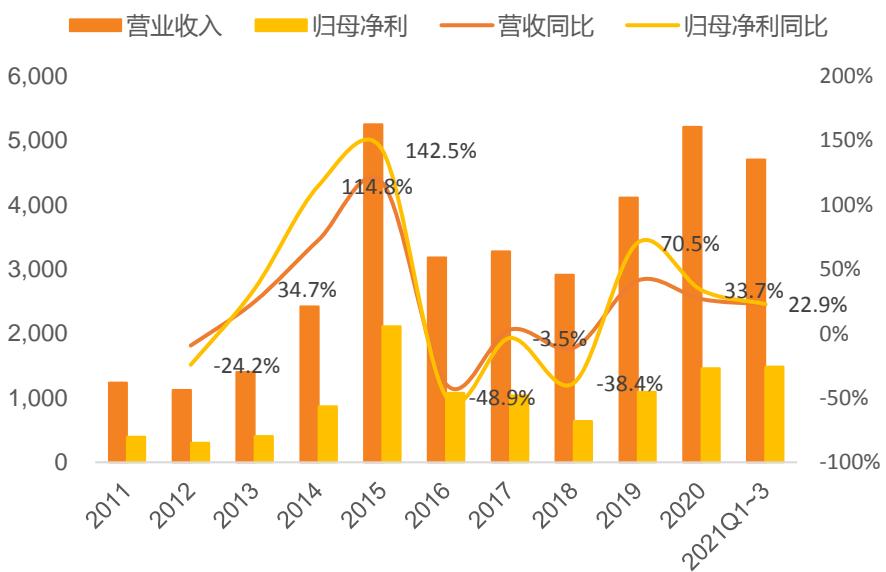
2021年行业回顾

1.1 基本面回顾：业绩延续向好趋势，盈利能力持续改善

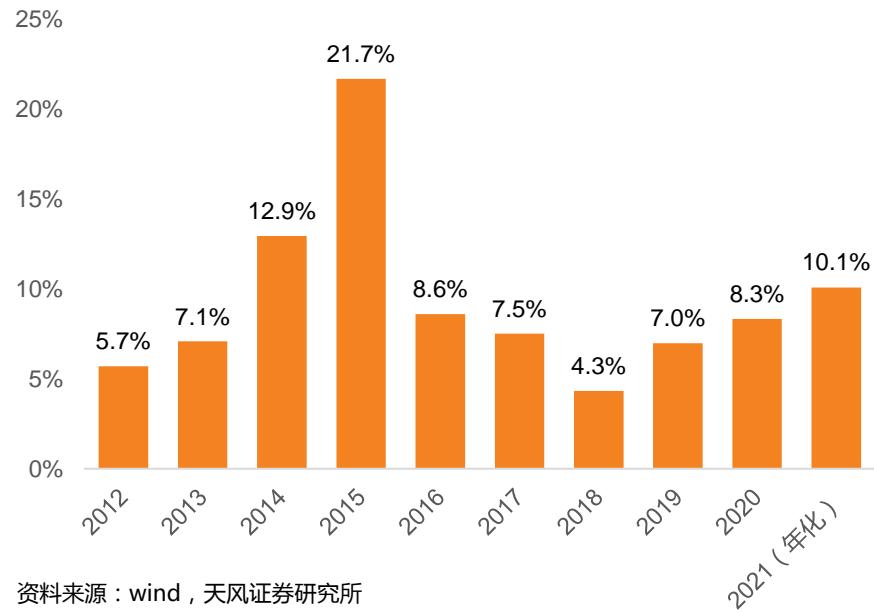
上市券商业绩持续向好：2021年前三季度，41家上市券商合计实现营收、归母净利分别为4698、1484亿元，同比+22.5%、+22.9%，上市券商整体业绩在高基数上延续向好趋势。

上市券商盈利能力持续改善：2021年前三季度，券商板块ROE7.6%，年化ROE达到10.1%，券商板块盈利能力持续改善，ROE创15年牛市之后新高。

图：2021年上市券商Q1~3营收、净利同比+22.5%、+22.9%



图：2021年上市券商前三季度年化ROE达10.1%



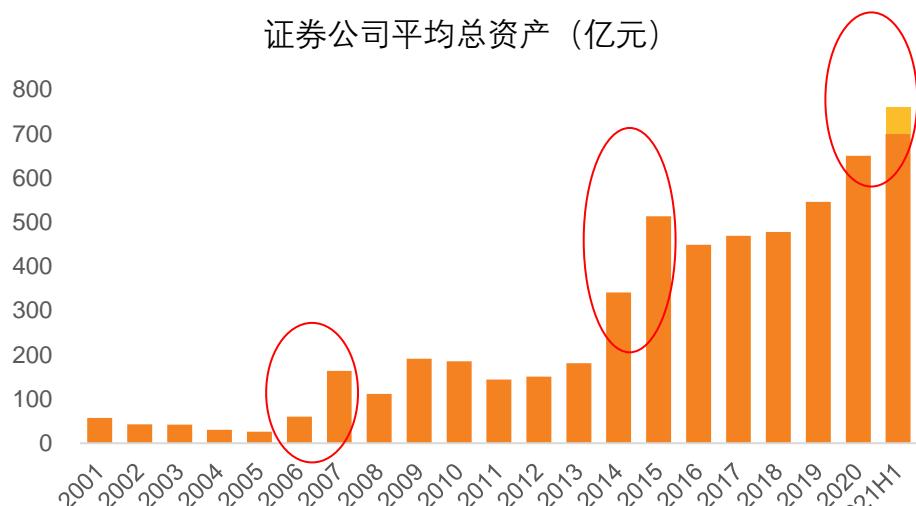
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2 基本面回顾：第三轮扩表进行时，头部券商杠杆率提升幅度明显

客需型业务高速发展推动券商新一轮扩表：截至2021M9，41家上市券商合计总资产10.3万亿元，较上年末增加15.5%；合计净资产2.1万亿元，较上年末增加8.9%，整体杠杆率（扣除客户保证金）3.9倍。新一轮扩表核心驱动力来自券商面向机构交易对手业务扩张的服务体系（以衍生品业务为主）的建立。

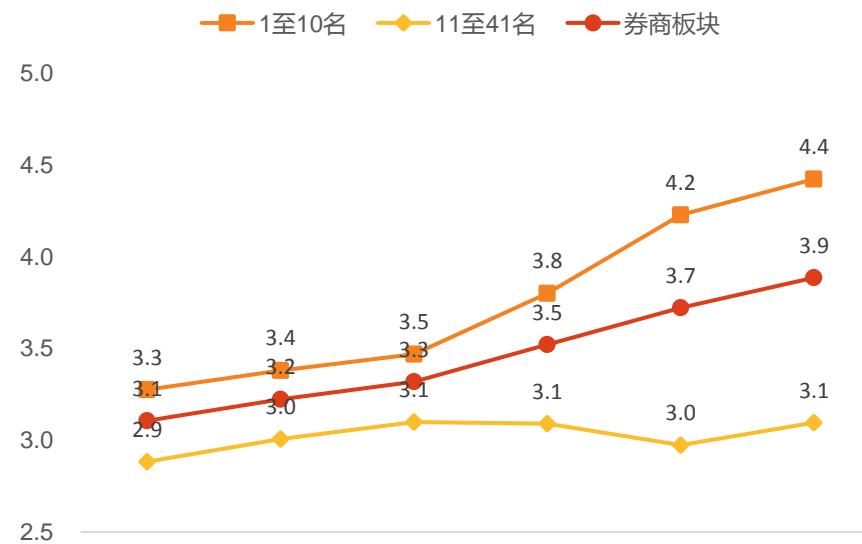
头部券商加杠杆动力更强：2016年以来，在券商整体杠杆率持续提升的同时，总资产表现出向头部集中趋势，拆解头部券商（资产规模1至10名）和中小券商的杠杆率走势，券商杠杆率提升主要由头部券商贡献，相对中小券商，头部券商加杠杆动力更足。

图：2000年后国内券商经历了三轮扩表



注：黄色部分为依据2021H1总资产的增长情况年化的2021H2数据

图：头部券商杠杆率提升幅度明显



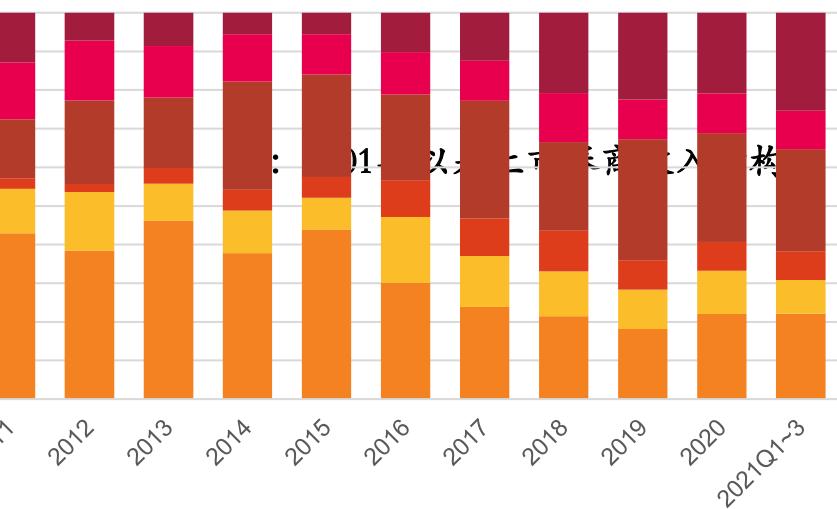
资料来源：wind，中证协，天风证券研究所

1.3 基本面回顾：自营收入贡献第一，资管业绩增速亮眼

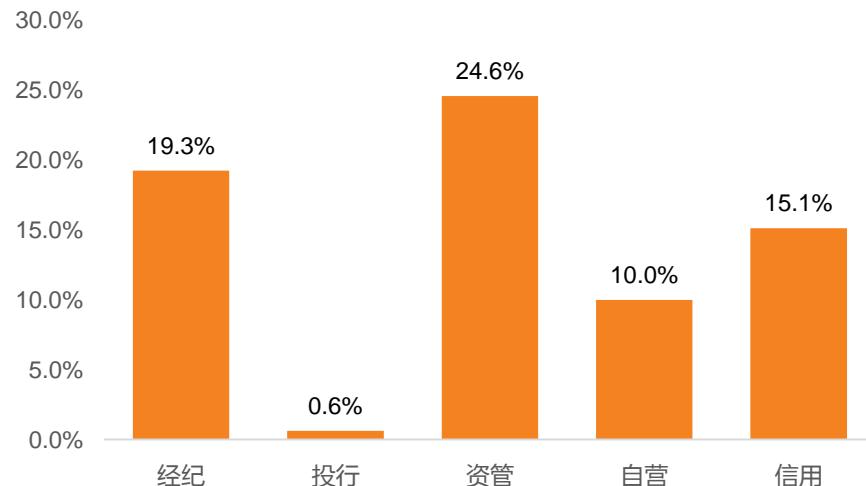
收入结构上，自营仍占比最高，2021年前三季各业务收入占比由高至低：自营（26.5%）/经纪（22.1%）/信用（9.9%）/投行（8.7%）/资管（7.4%），其他业务收入占比达到25.4%，主要由大宗商品业务收入贡献，但由于大宗商品业务成本支出高，利润角度看其贡献度很低。

业务增速上，前三季主要业务同比增速由高至低：资管+24.6%、经纪+19.3%、信用+15.1%、自营+10%、投行+0.6%。若考虑进未并表的参股公募子的业绩贡献，券商大资管业务收入及增速会更高。

■ 经纪 ■ 投行 ■ 资管 ■ 自营 ■ 信用 ■ 其他



图：2021前三季度各项业务同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

02

围绕权益机构化主线，
做强财富管理+大资管
+机构业务

2.1 权益化和机构化是两大行业趋势，供给侧权益资产供给大幅增加

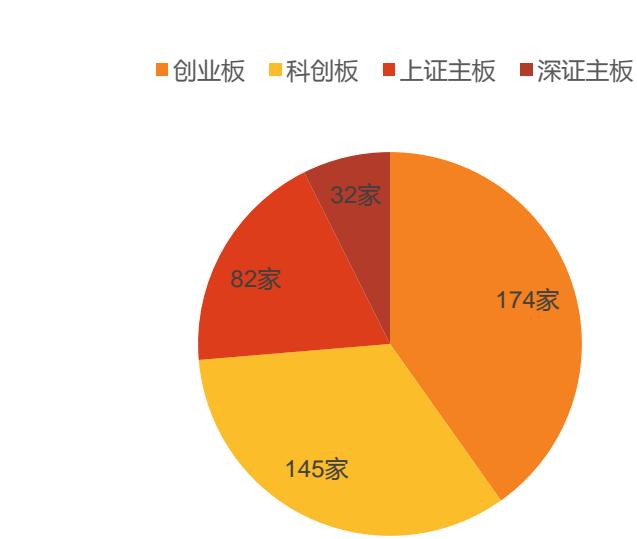
✓ 供给端：注册制改革+多层次市场建设，权益资产供给大幅增加

- 注册制改革下融资门槛降低，权益资产供给提速：2021年至今，不含北交所上市情况，A股IPO募资家数合计433家，募资总额4452亿元，今年A股IPO家数及募资总额大概率创历年新高。通过注册制上市的公司数量占比达到74%。
- 北交所设立，权益市场进一步扩容：11月15日，北交所鸣锣开市，首批上市81只股票，同时，包括华夏基金、广发基金在内的首批8家北交所主题基金开售并实现半日售罄。

图：历年IPO家数及募资金额



图：2021年至登陆各板块上市公司数量（家）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.1 权益化和机构化是两大行业趋势，需求侧权益资产吸引力持续增加

- ✓ 需求端：房住不炒+资管新规影响下，权益资产收益吸引力增强，权益公募资产大幅增长。
- 居民资产配置正加速通过机构渠道向权益资产迁移。房住不炒和资管新规下，房地产投资信仰和刚兑理财时代逐渐成为过去式，居民资产配置面临重塑，近两年权益投资机构依靠专业性和较高回报率，吸引力增强。
- 权益类产品增长动能切换，从周期逻辑转移至成长逻辑：2018年后，权益类产品规模增长表现出有别于资本市场波动的成长性。2018年至2021年6月末，权益类产品净值规模从2.2万亿元增长至7.9万亿元，CAGR达66%，而同期上证指数CAGR仅15%、深成指CAGR仅33%。对净值规模增长的原因进行拆分，可看到2018年后权益类产品增长受到份额和净值增长两方面拉动，但份额增长逐渐贡献更大增量。

图：权益类产品净值规模与上证指数变化对比

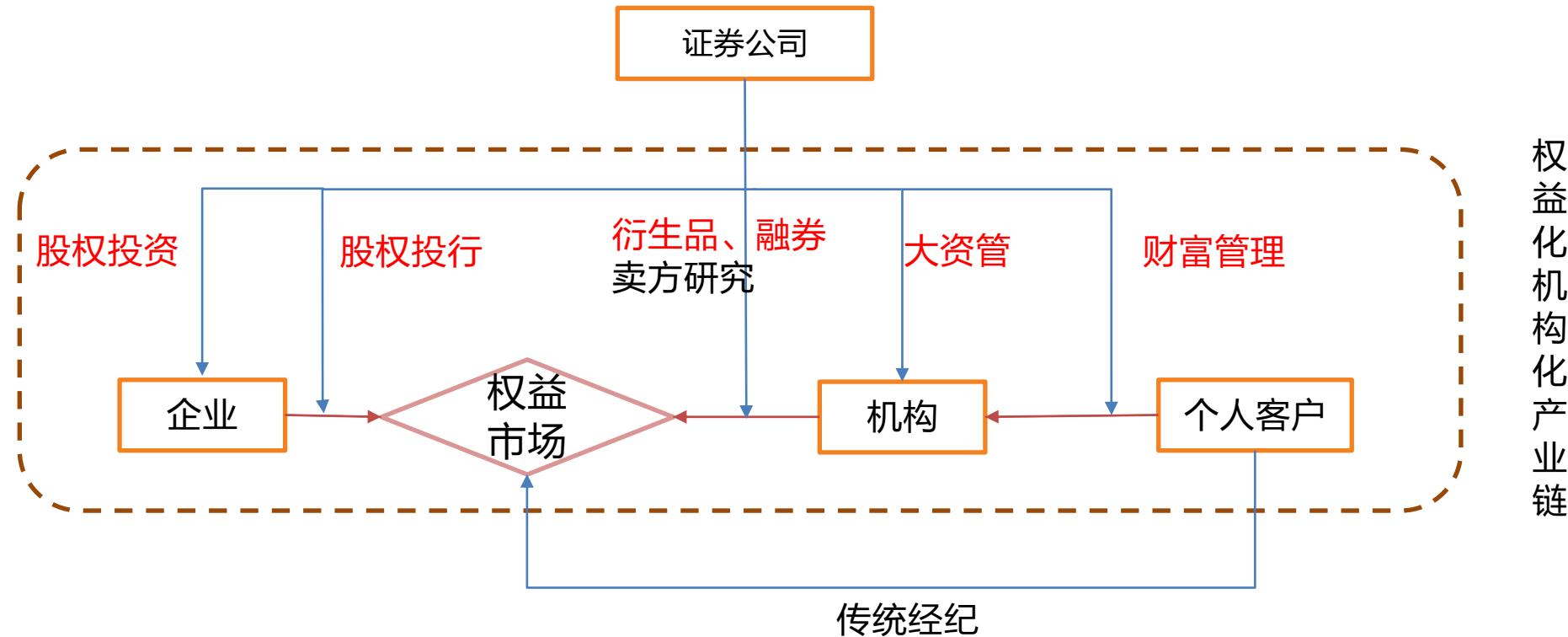


图：权益类产品份额及加权平均净值变化



资料来源：wind，中证登，天风证券研究所

2.2 围绕权益化机构化主线，做强财富管理+大资管+机构业务

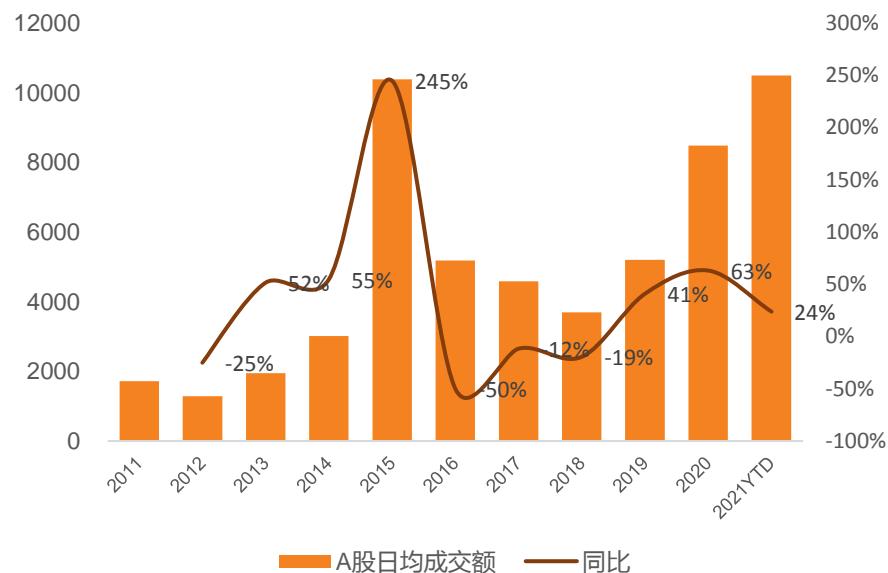


- 未来券商高成长业务主要来自深度参与权益化机构化产业链，财富管理+大资管+机构业务（衍生品、融券、资本化投行）具备竞争优势的券商或将获得显著估值溢价。

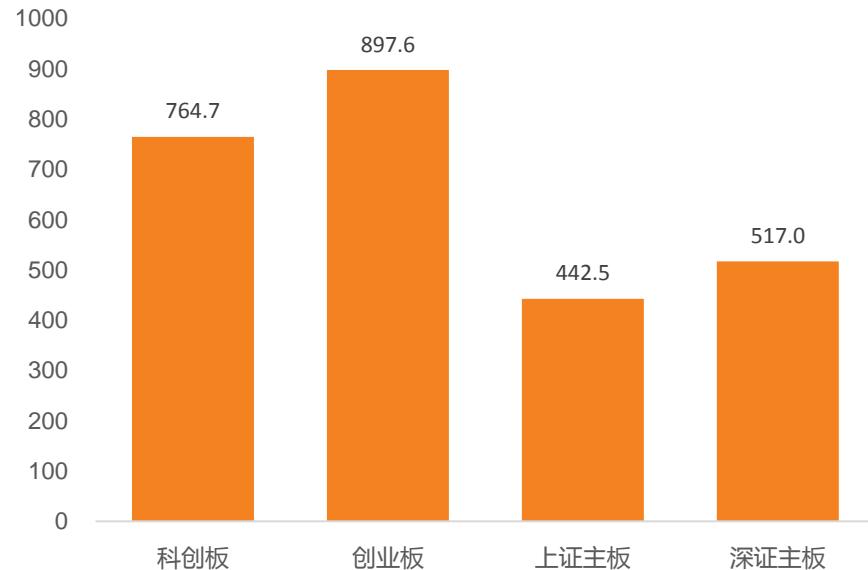
2.3 传统经纪：资本市场改革催化下市场持续高景气

- **交易量创历史新高。**2021年以来市场交投活跃，A股日均成交额创下历史新高。截至11月23日，年初至今的A股日均成交额达10493亿元，同比+24%，期间连续超过49个交易日成交金额破万亿元。
- **双创板块换手率明显更高。**注册制试验田科创板和创业板在交易制度革新下换手率明显高于沪深主板市场，成为市场持续高景气的主要推手。

图：沪深两市日均成交额（亿元）



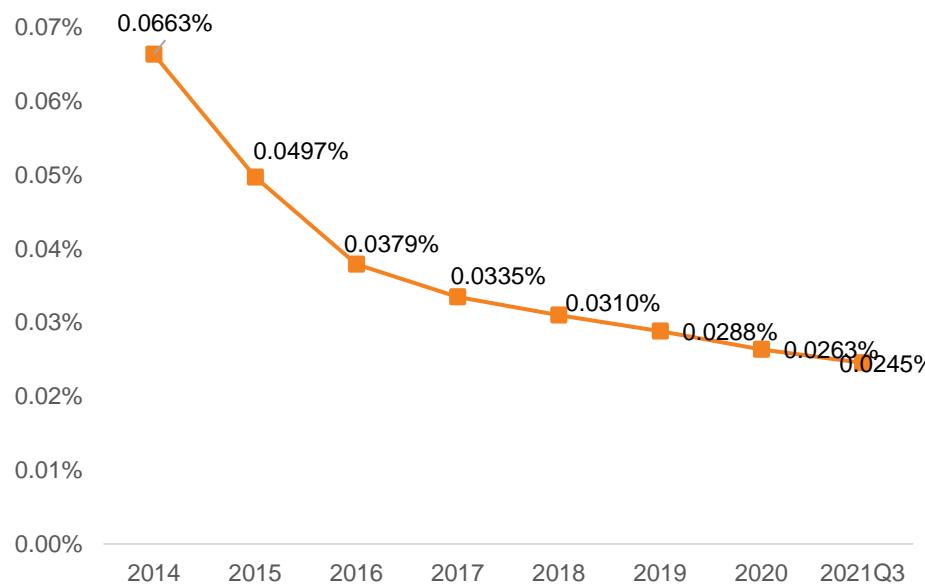
图：2021年至今各板块区间换手率



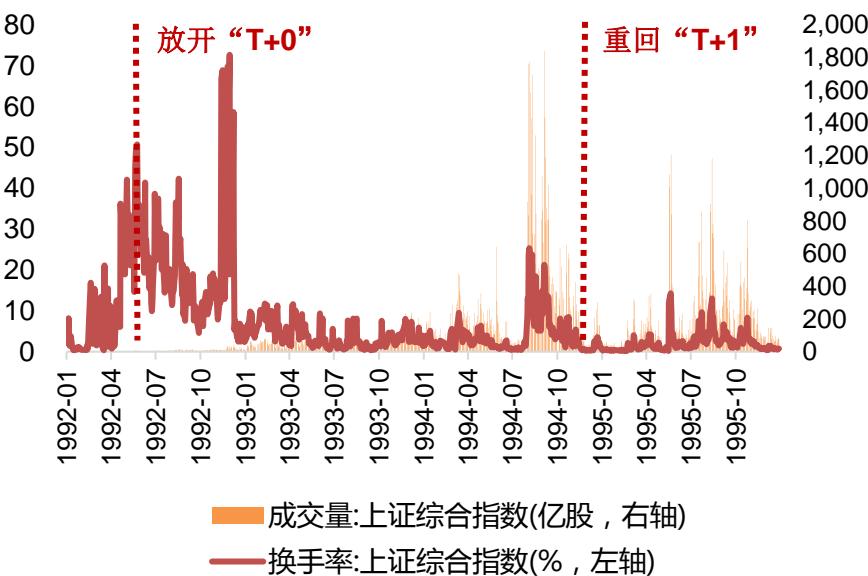
2.3 传统经纪：佣金率或进一步下行，北交所或贡献交易增量

- 行业净佣金率持续下滑，2014年至2021年三季度，净佣金率由0.07%下降至0.025%。
- 我们认为2022年市场高景气度有望延续：1) 北交所开市将对经纪业务带来直接利好。参考科创板（2020年日均流通换手率7.3%），亦考虑北交所设立后交易制度更为灵活（30%涨跌停），我们假设2022年北交所的流通换手率为7.3%，期末流通市值达3500亿元，同时假设2022年日均股基成交额为1万亿元，则预计2022年北交所的成交额占全市场成交额的比重将达1.9%，贡献经纪业务收入占比可达0.3%；2) 此外，“T+0”（当日回转交易）等制度若能够落地，亦将提振市场活跃。

图：证券行业佣金率下滑趋势不减



图：实施“T+0”期间市场成交明显更为活跃

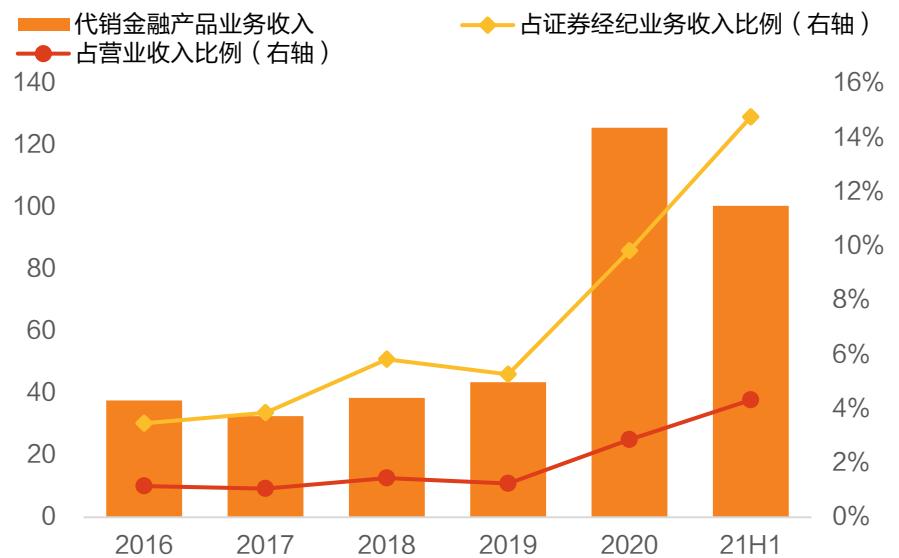


资料来源：wind，中国证券业协会，天风证券研究所，行业净佣金率=当期代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）/当期股基交易额

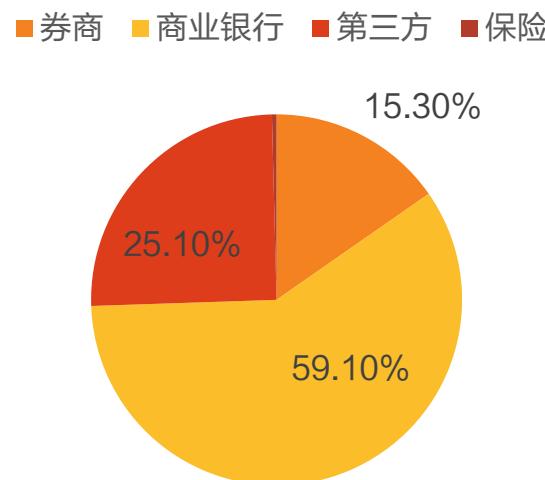
2.4 财富管理：代销金融产品收入占比显著提升，券商持续受益财富管理长逻辑

- 代销金融产品收入大增，收入占比显著提升。21H1行业合计实现代销金融产品净收入100.5亿元，同比+120%，增速远高于行业营收和利润增速，占证券经纪业务净收入的比重由2020年9.8%提升至14.8%，占行业营收比重则由2020年的2.9%提升至4.3%。
- 券商将持续受益财富管理长逻辑，未来关注三大方向。截至21Q3，权益（股票+混合）基金销售保有量市场上，银行、券商及第三方保有量份额分别为59.1%、15.3%和25.1%。我们认为源于券商在权益投资方面天然的投研能力优势，更适合非标准化、但费率更高的私募产品，如中金公司旗下中金财富推出的私募配置类产品“中国50”保有量规模接近670亿。券商将持续受益财富管理长逻辑，未来关注三大方向：1) 私募基金；2) 基金投顾；3) 券结基金。

图：行业代销金融产品业务收入情况（亿元）



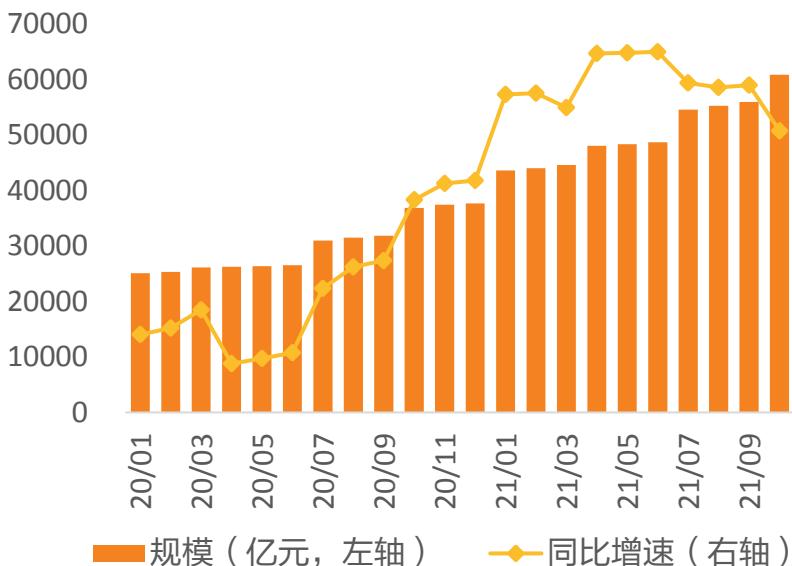
图：权益公募保有规模前100名各类机构份额



2.4 财富管理：驱动因素之私募基金

- 私募基金规模迅速扩张。截至10月末，私募证券投资基金管理规模达6.1亿元，较年初增长61%。据招商银行《2021中国私人财富报告》，高净值人群及其财富增速更快，高净值客群权益类资产配置比例有望提升，从而推动私募基金持续高速成长。
- 券商具备专业的投顾人员及体系、优势的投研能力，在私募代销上优势更为显著。

图：私募证券投资基金高速发展



图：各类型机构投顾专业能力比较

类型	自身投研能力	投顾服务经验
基金公司	强：资产管理经验丰富，多 基金公司拥有FOF产品管理经验，投 研团队能力强	较弱：新建体系，投顾团队 人数相对较少，前期以智能 投顾为主。
证券公司	强：拥有财富管理经验，自 身投研能力较强	强：多年证券投顾服务经验， 有相对专业的团队
银行	较强：擅长固收类投资，权 益投资	强：多年理财顾问服务经验， 团队构建成熟
第三方销	较弱：销售机构，自身投研 能力弱	较强：智能投顾为主，主要 通过IT技术来实现服务

2.4 财富管理：驱动因素之基金投顾

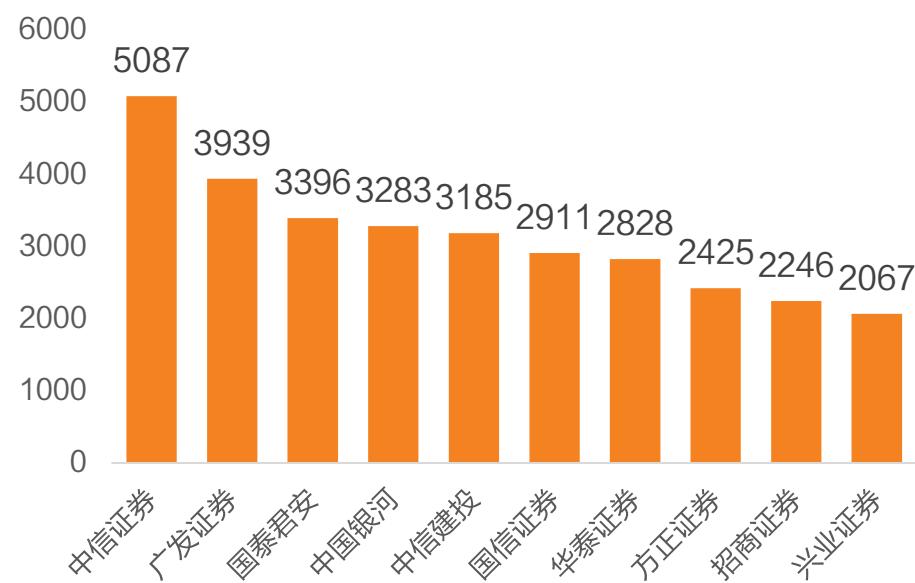
- 基金投顾迎来新一轮扩容，券商财富管理转型有望进一步加速。截至11月21日，已有29家证券公司获得基金投顾业务资质，目前基金投顾市场正迎来全面规范，未来牌照将决定“顾问”资格，券商已取得先发优势。
- 证券公司开展投顾业务的优势：具备完整的业务链条，能够提供差异化的产品；投顾队伍经验较为丰富，优秀的投顾能够给客户提供投研服务；净值型客户基础相对扎实，客户风险偏好高于其他机构的客户。

图：获基金投顾资质券商名单

获批时间	具体名单
2020年2月29日	国君、华泰、申万、建投、银河、中金、国联
2021年6月25日	兴业、招商、中信、国信、东方、安信、浙商
2021年7月2日	东财、光大、平安、中银、山西、东兴等11家
2021年7月9日	华西、华宝
2021年8月10日	渤海

注：华创证券亦获得基金投顾牌照，但未公开获得时间。

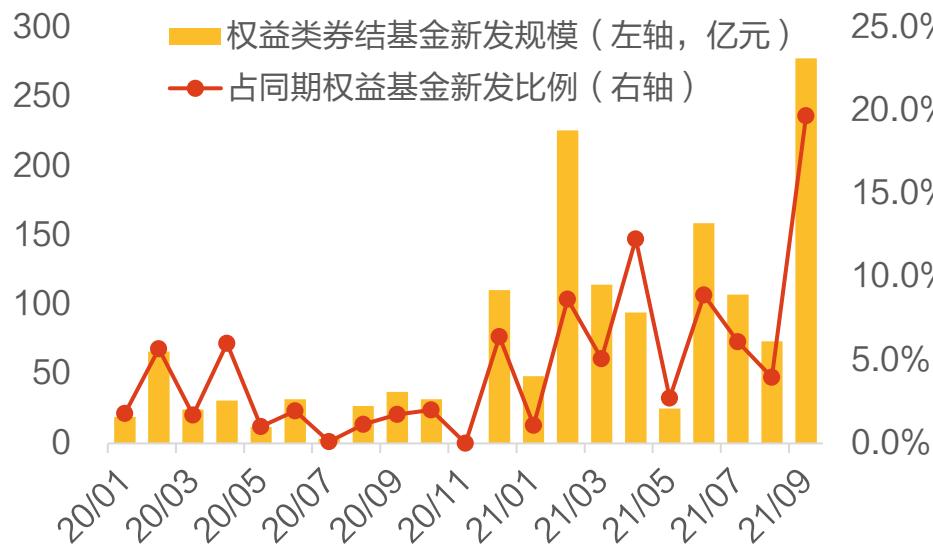
图：头部券商持牌投顾数量（人）



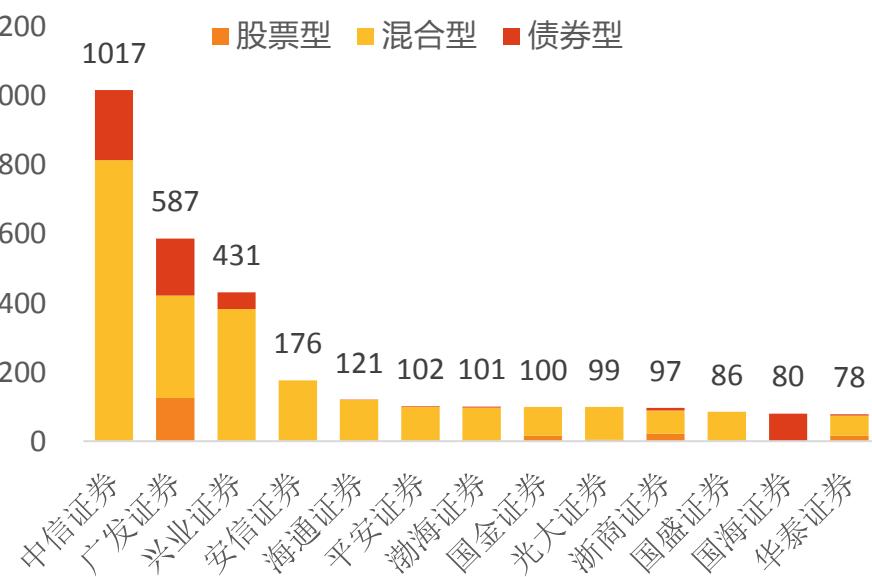
2.4 财富管理：驱动因素之券结基金

- 券结基金正兴起，2021年以来扩张加速。前三季度权益类券结基金新发1127亿元，同比+347%，占同期权益类基金新发达6.3%，其中单月占比逐步提升，9月单月达19.7%。
- 券商在帮助公募做大保有的同时，可获得更多的佣金激励和业务机会，并以定制产品提升财富管理的影响力。截至21Q3，广发证券、兴业证券等已在券结基金上取得先发优势。

图：权益类券结基金新发规模



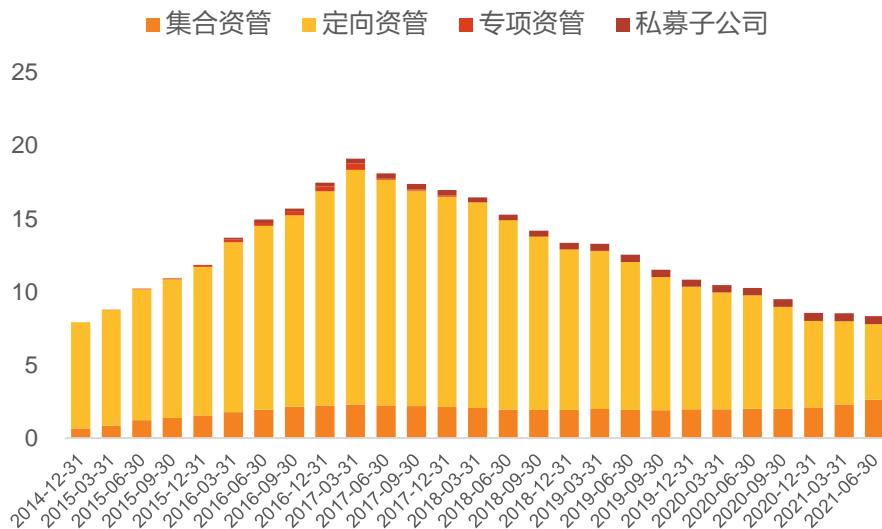
图：广发、兴业在券结基金上率先布局（亿元）



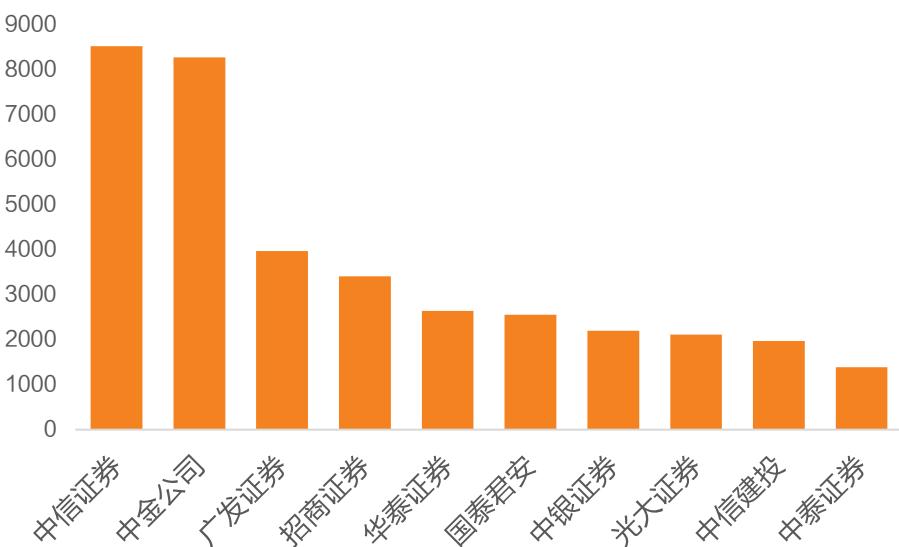
2.5 大资管：私募资管业务加速转型，主动管理占比是关键

- ✓ 大资管业务=券商资管+私募子+公募子
- 资管新规后，券商资管整体规模持续压缩。资管新规发布以来，券商资管业务持续去通道、去杠杆。截至2021H1，券商资管产品规模8.34亿元，较上年末下降-2.5%，较2017Q1高点下降55.6%。
- 向主动管理转型，通道类产品持续压降。截至21H1，以主动管理为主的集合资管规模2.63万亿元，较年初增长26%；以通道型为主的单一资管规模5.16万亿元，较年初下降13%。目前中金在主动管理资产规模上领先优势非常明显，21Q3月均规模达8277亿元，而第三名广发证券则不足4000亿元。我们预计2022年主动管理型产品的占比将进一步提升，进而丰富券商财富管理的产品端供给。主动管理型产品规模占比的持续提升，将带动管理费率和业绩报酬率的持续增长，进而带动私募资管业务收入的增长。

图：证券公司私募资管规模（万亿元）及增速



图：21Q3券商私募主动管理资产月均规模（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

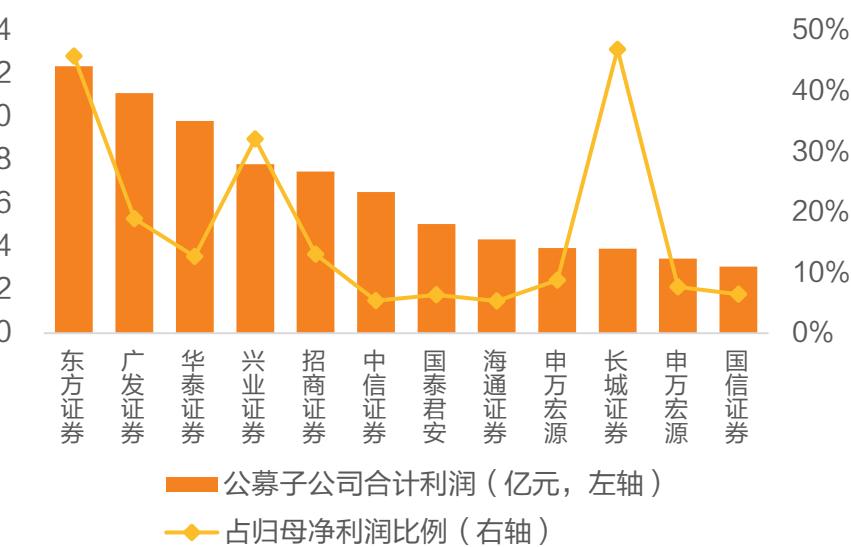
2.5 大资管：公募基金收入贡献资管增量，东方广发优势明显

- 权益公募规模大幅增加，基金管理业务收入贡献突出。目前头部基金公司大部分由券商控股参股，2020年业绩排名前十的基金公司中就有7家属于券商系，部分券商系公募业绩对其上市券商母公司的业绩贡献突出。不考虑未纳入合并报表的基金子公司（这部分收益计入长期股权投资的投资收益），2021H券商资管业务收入里基金管理收入贡献就已达到45%。
- 纳入参股的基金公司考虑，以持股比例和公募利润进行粗略计算统计，公募子公司业绩贡献度较高的上市券商有东方、长城等，其中在绝对额上，东方、广发、华泰旗下公募业绩贡献较高。目前各家券商正积极申请公募牌照，监管也对公募牌照申请给予一定松绑，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，未来券商公募类资管收入占比有望进一步提高。

图：券商基金管理业务净收入及占比



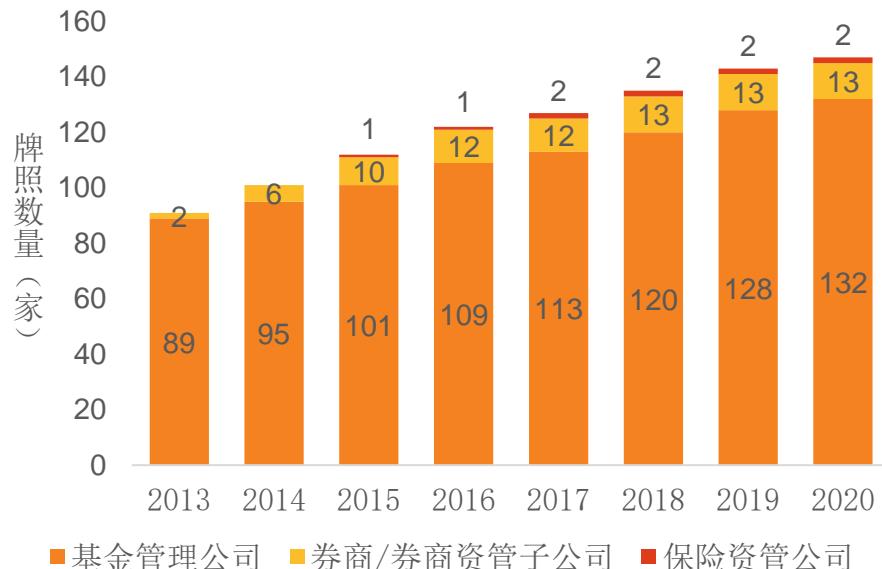
图：21H1公募子公司利润贡献



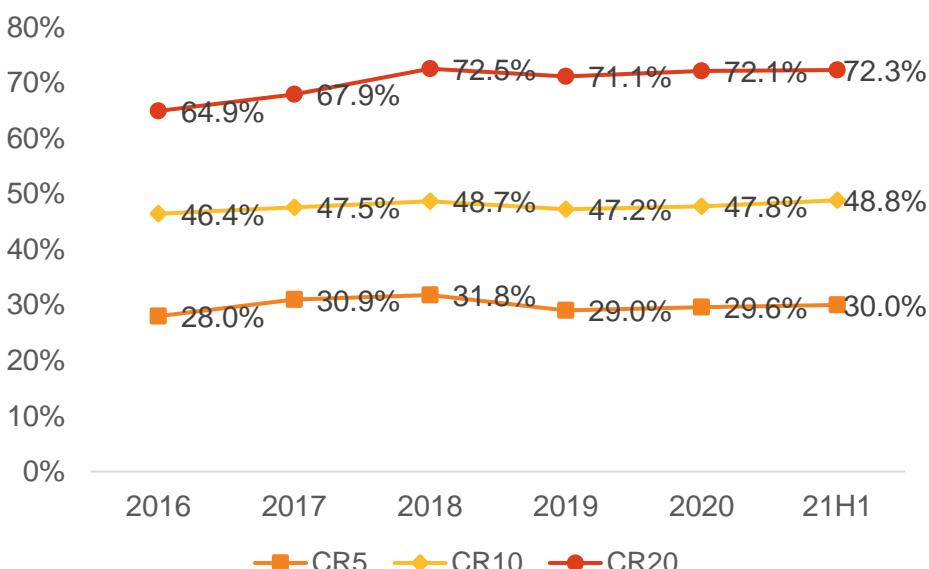
2.5 大资管：投研能力是核心竞争力所在，头部公募享有更高利润空间

- 公募牌照持续增加，但行业集中度持续提升。截至2021年11月21日，我国共有公募基金管理公司137家，取得公募牌照的券商或券商资管子公司14家，保险资管公司2家。行业集中度越发明显，2016-21H1，权益基金管理规模CR5从28.0%提升至30.0%，CR10从46.4%提升至48.8%，我们预计集中趋势将持续。
- 公募基金的核心竞争力在于可持续的投研能力，背后是市场化机制和企业文化的支撑。头部基金市场化激励充分、投研体系完善，并在品牌积累、渠道建设上体现规模效应，优势持续放大。头部公募在行业发展的同时享有更高利润空间，参控股头部公募的券商将显著受益，如广发证券、东方证券。

图：我国公募牌照数量持续增加



图：权益基金管理规模集中度



2.5 大资管：券商参控股公募基金公司情况

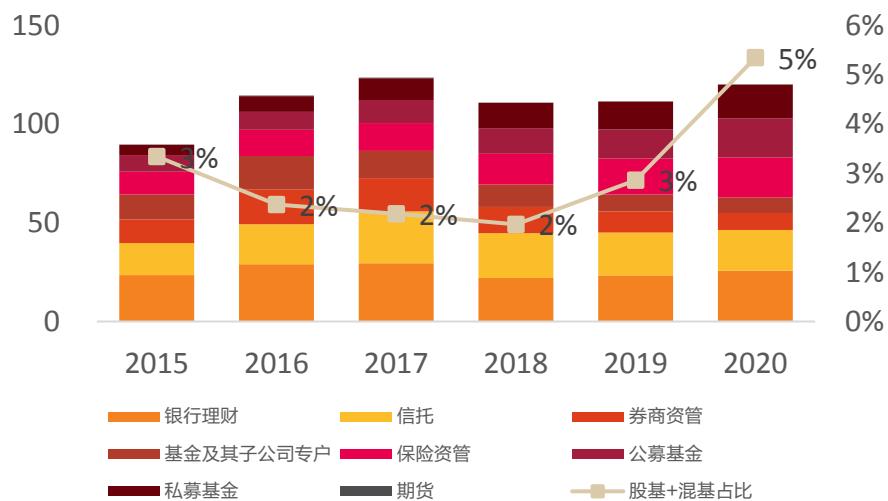
图：2021年前三季度上市券商参控股基金公司情况（亿元）

参控股公募基金公司一				参控股公募基金公司二			
名称	持股比例	权益基金管理净值		名称	持股比例	权益基金管理净值	
		金额	较年初			金额	较年初
广发证券	广发基金	55%	4375	25%	43%	易方达基金	23%
东方证券	汇添富基金	35%	3972	2%	20%	长城基金	18%
华泰证券	华泰柏瑞	49%	1250	19%	38%	南方基金	41%
兴业证券	兴全基金	51%	2187	7%	34%	南方基金	9%
中信证券	华夏基金	62%	4329	15%	41%		
招商证券	博时基金	49%	1814	30%	47%	招商基金	45%
长城证券	景顺长城	49%	2434	29%	65%	长城基金	47%
国信证券	鹏华基金	50%	2036	3%	16%		
西南证券	银华基金	44%	1586	12%	22%		
国泰君安	华安基金	28%	1988	11%	31%		
海通证券	海富通基金	51%	415	21%	57%	富国基金	28%
中泰证券	万家基金	49%	665	-4%	22%		
国海证券	国海富兰克林基金	51%	394	27%	68%		
长江证券	长信基金	45%	257	-6%	11%		
光大证券	光大保德信基金	55%	292	35%	45%	大成基金	25%
第一创业	创金合信基金	51%	296	82%	155%	银华基金	26%
申万宏源	申万菱信基金	67%	311	10%	9%	富国基金	28%
财通证券	财通基金	40%	169	64%	141%		
天风证券	中邮创业基金	0.2%	299	11%	15%		
南京证券	富安达基金	49%	24	5%	-7%		
东北证券	东方基金	58%	308	82%	156%	银华基金	19%
国元证券	长盛基金	41%	191	11%	3%		
华安证券	华富基金	49%	70	1%	1%		
西部证券	西部利得基金	51%	152	98%	136%		

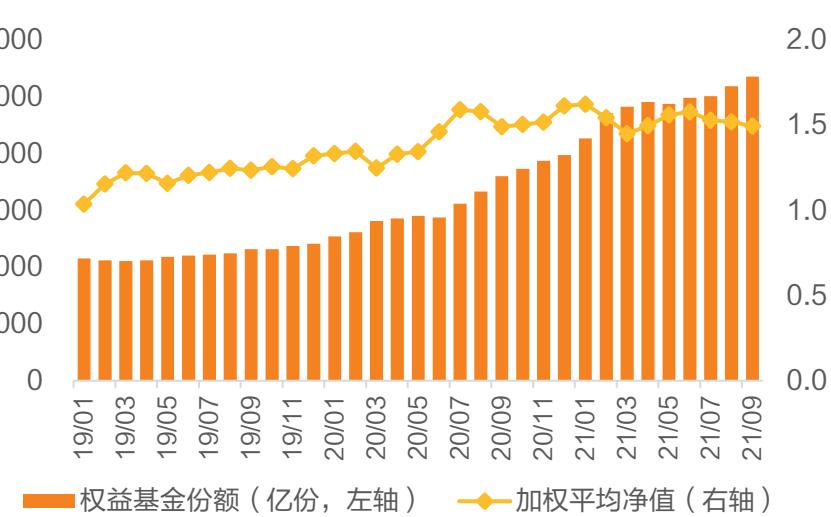
2.5 大资管：看好居民资产配置迁移趋势下公募成长空间

- 未来十年是公募基金的黄金发展期，预计2022年权益基金规模增速可达20%。目前我国权益基金的配置比例仍处于较低水平，较发达国家提升空间显著。在“房住不炒+资管新规+资本市场制度完善”因素催化下，居民财富持续向资本市场转移，而我们认为公募基金是最佳的入市方式，发展空间广阔。券商系基金具备机制优势，在大趋势下最为受益，将持续贡献业务增量并提升券商业绩稳健性。
- 三季度以来市场处于震荡，但基金份额仍逆势增长。截至10月末，权益基金规模为8.2万亿元，环比+2.3%。同比+45.8%。下半年市场行情有所回落，但基金份额仍持续增长，10月末权益基金份额为5.4万亿份，环比+1%，同比+44.9%。

图：股基+混基在资管行业占比提升（万亿元）



图：权益基金份额持续提升

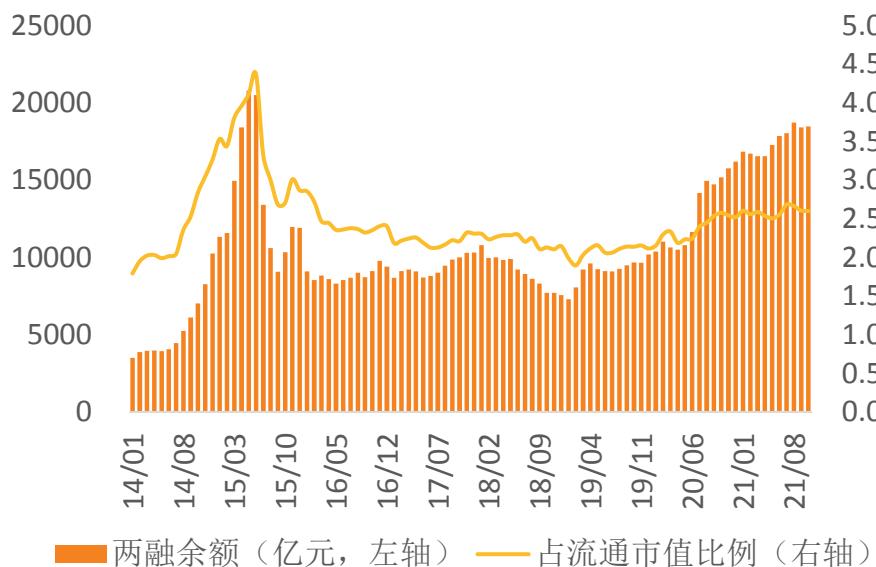


资料来源：Wind，天风证券研究所

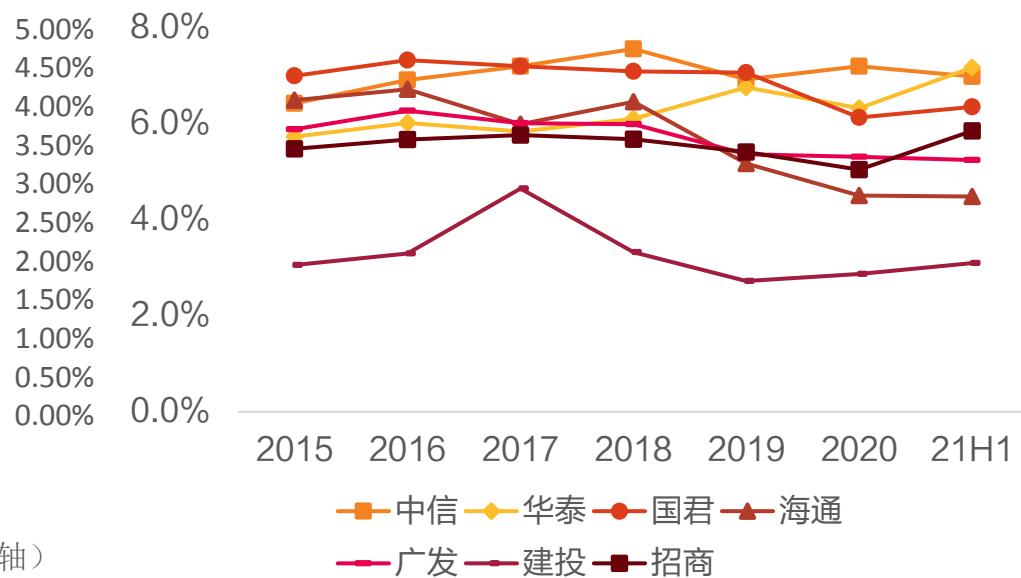
2.6 融资融券：两融余额持续攀升，融券规模快速增长

- 前三季度上市券商合计实现净利息收入463亿元，同比+15%，主要由两融利息收入增长驱动。截至三季度末，沪深两市两融余额达1.84万亿元，较年初增长14%、较去年同期增加25%；占流通市值比重则达到2.60%，较年初提升0.09pct。
- 预计2022年两融余额有望继续增长。随着市场扩容以及制度利好下两融渗透率提升，预计两融规模将持续向上。

图：两融余额持续提升



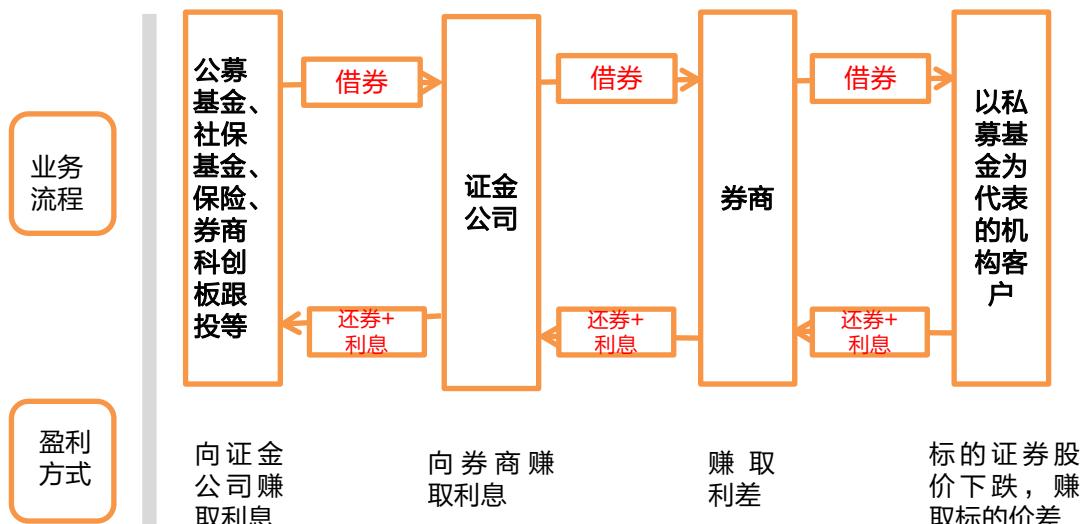
图：两融行业格局较为稳定（按融出资金计）



2.6 融资融券：两融余额持续攀升，融券规模快速增长

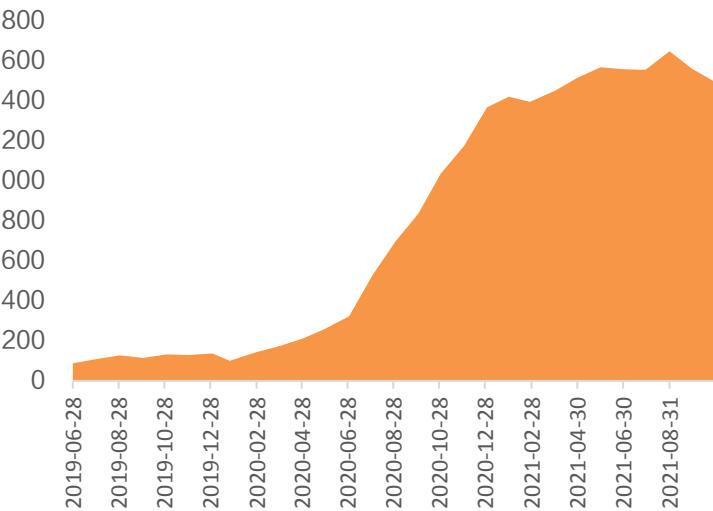
- 供给端驱动融券业务走向成熟，政策的松绑是关键。融券业务自2012年推出以来，规模增速较低。直至2019年7月，科创板首批公司上市，融券业务规模急速扩大。根据科创板转融通相关规定，企业自科创板上市首日即可作为融券标的。科创板新增战略投资者所持有的限售股可以参与借券，锁定期间出借券源可以为券商带来额外的收益。同时私募基金推动需求不断增加。
- 截止2021年10月29日，沪深两市融券余额已到达1498.82亿元，较2019年7月22日的98.02亿元，两年增幅高达1429.10%。假设我国2030年融券余额与融资余额比例达到美国2020年的水平（35%），同时融资余额以30%的年复合增速增长，计算得出行业融券余额的未来十年年复合增速将达到48%。

图：融券业务业务流程及盈利方式



资料来源：wind，天风证券研究所

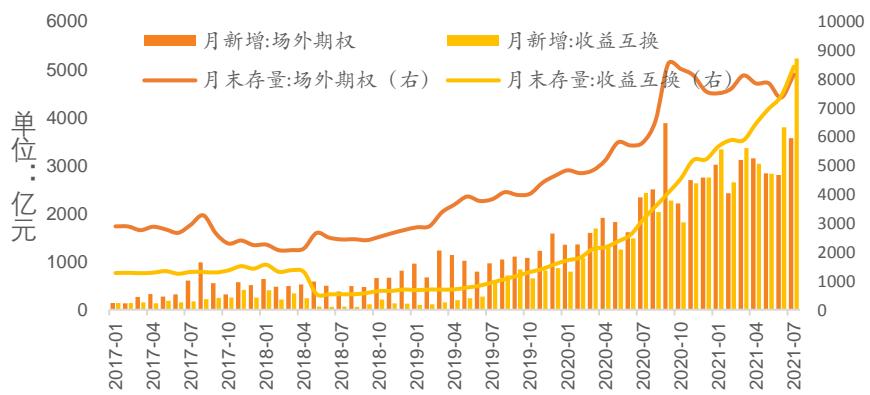
图：沪深两市融券余额（亿元）



2.7 场外衍生品：规模迅速增长，机构需求旺盛

- 2019年以来衍生品业务迅速增长。截至2021年7月，收益互换+场外期权存量规模16575亿元，年累计交易规模45149亿元，同比分别+86%、+105%，保持高增长势头。
- 场外衍生品业务特点和优势：区别于传统受行情驱动业务（如方向性自营、经纪、两融），场外衍生品业务核心应用场景是为投资提供“保险”，券商通过卖波动率和对冲风险盈利，理论上任何行情下都能赚钱，打破了券商盈利的强周期性。同时不同于传统资本中介业务规模越大风险越高，场外衍生品业务交易中介、撮合对冲的业务属性，使得交易对手方越多、风险工具越丰富、业务规模越大，风险转移可控性越强。此外，场外衍生品业务还具备杠杆融资、跨境跨品种资产配置等多种服务权益投资的应用场景。

图：2019年以来收益互换和场外期权名义本金余额大幅增加



资料来源：wind，天风证券研究所

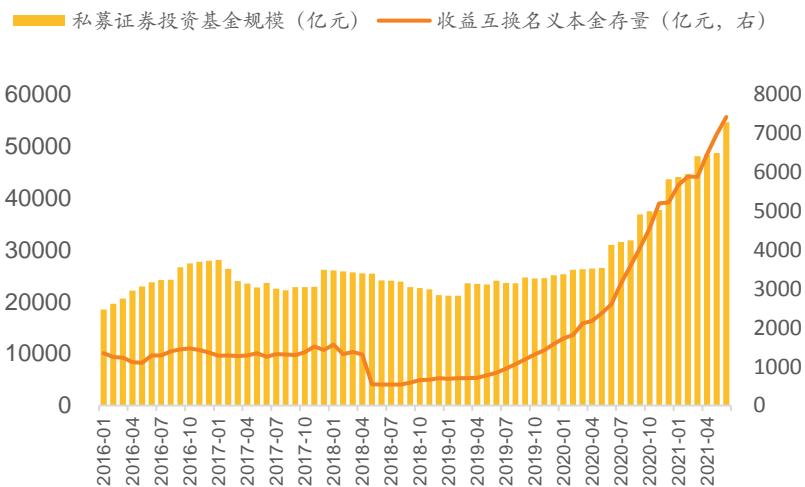
图：SAC体系场外衍生品市场交易场所与主要产品



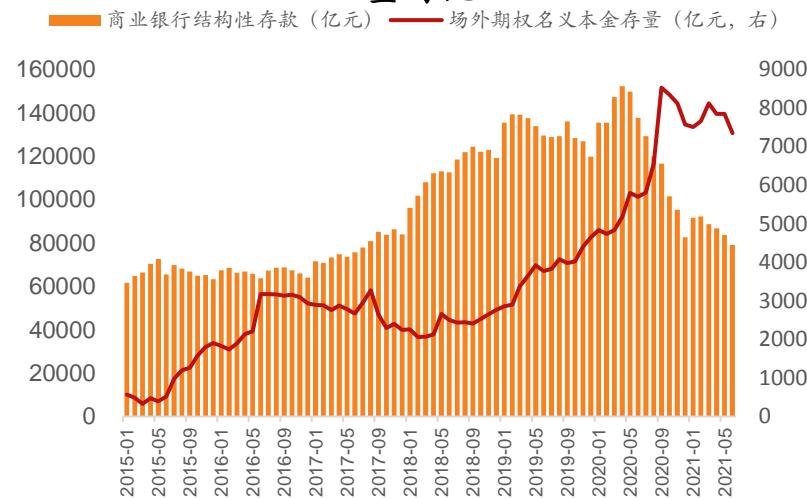
2.7 场外衍生品：规模迅速增长，机构需求旺盛

- 场外衍生品业务是典型的机构服务业务，私募和商业银行是券商场外衍生品业务的主要交易对手方。以新增名义本金2021上半年月均市占率来看：私募基金（47.8%）是收益互换的最大的交易对手方。商业银行（66.8%）是场外期权的最大的交易对手方。近三年，场外衍生品存量规模与两大业务对手方（私募证券基金、商业银行）产品规模的走势高度一致。
- 随着机构化的演进，越来越庞大的机构资金催生出的风险管理、策略组合等需求需要券商作为对手方承担更多的交易型资本中介角色。

图：私募证券基金规模与收益互换名义本金存量规模走势对比



图：商业银行结构性存款与场外期权初始名义存量对比



资料来源：wind，天风证券研究所

2.7 场外衍生品：为什么看好场外衍生品业务赛道？

机构化趋势带来的高成长性 + 业务特征带来的高集中度。

- 由于监管要求严格和场外衍生品业务的特点，导致场外衍生品业务将会长时间保持高集中度特征。截至2021年7月，场外衍生品业务年内累计新增名义本金前五名集中度高达76.6%，其中收益互换和场外期权的CR5集中度分别为87.8%、73.9%。
- 目前大多数券商战略趋同，以一级业务部门的组织体系先发布局，确立场外业务的重要性，其中中金、华泰较早设立一级部门且人力配置完善。华泰证券设立了金融创新部，专门做权益类场内外衍生品，中金公司EQ部门为境内外专业投资者提供“投研、销售、交易、产品、跨境”的一站式股票业务综合金融服务，申万宏源证券从2020年开始发力，2020年3月，申万宏源证券将衍生品业务团队从传统自营投资部门剥离，成立金融创新总部。
- 华泰证券、中金公司打造机构客户服务能力、风控能力、跨境能力等核心业务能力，积极采取业务举措，一是关注机构客户服务体系的完善，打造机构服务客户平台；二是注重境内外业务协同，搭建全球风险管理体系；三是持续积累银行客户、加大覆盖境外客户，拓展高资金体量客户。

供给端：高集中度

监管门槛严

资本规模要求高

由于场外衍生品业务的复杂性和高风险性，监管对券商的专业能力和风险管理水平的要求高，目前场外期权一级交易商仅8家。

场外衍生品业务需要进行风险对冲，对持仓需要消耗大量资金，规模越大静态对冲可能性越大，成本越低，大部分中小券商资本实力不足。

客群特点

人才团队

国内大部分券商的客群特点是散户特征，真正很早开始培养机构客群的券商并不多。同时，机构客户比较依赖券商交易系统、参数数据等，且转换成本高，客户粘性大。

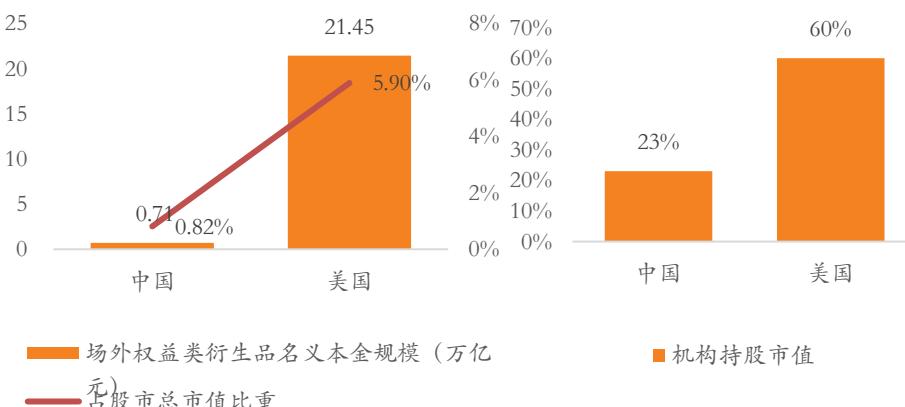
国内资本市场真正懂场外衍生品的人才并不多，部分较早开展跨境业务的券商积累了不少多年以上衍生品业务经验的人才，在交易定价能力和产品设计能力上处于领先地位。

2.7 场外衍生品：为什么看好场外衍生品业务赛道？

机构化趋势带来的高成长性 + 业务特征带来的高集中度。

- 对比海外，当前我国投资者机构化发展程度、场外衍生品规模均远低于美国，在理财净值化、资本市场对外开放、高净值人群财富管理等风险管理需求下，场外衍生品市场发展空间广阔，券商经营场外衍生品业务具备高成长性基础。
- 假设我国2030年场外权益类衍生品的名义本金余额占上市公司总市值比重达到美国2020年的水平。乐观、中性两种情形假设下，2023年场外衍生品业务收入将达到639/449亿元，占行业收入比重达到9%/7%，2025年场外衍生品业务收入将达到1437/879亿元，占行业收入比重达到16%/10%。

图：中美场外权益类衍生品规模和机构化程度对比（2020年）



资料来源：wind，天风证券研究所

需求端：高成长性

理财净值化

资本市场对外开放

理财净值化后，银行理财和保险资管这类机构对稳定收益、平滑资产收益率有着强烈需求。

资本市场的对外开放，QFII、RQFII等擅长衍生品业务以及偏好风险对冲的外资机构越来越多。

财富管理

海外比较

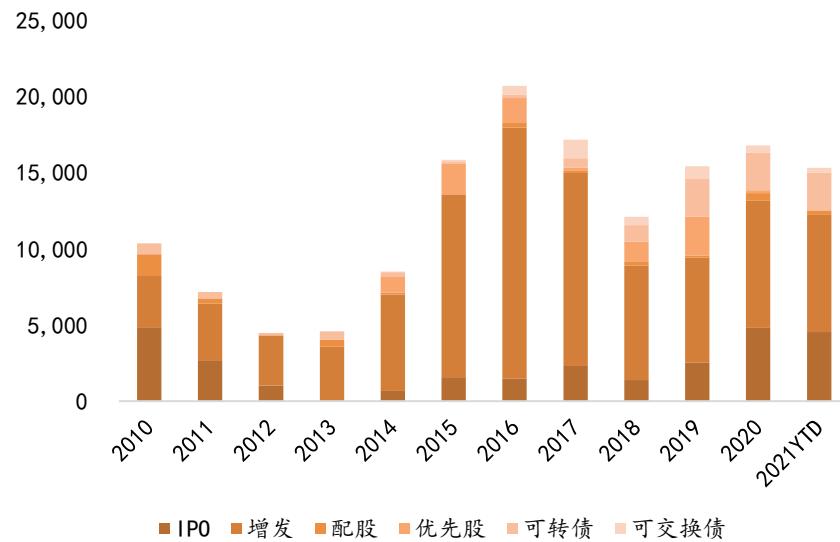
随着财富管理转型的推进，越来越多机构通过资管计划对接衍生品协议来满足高净值客户对于定制化财富管理的需求。

对比海外，场外衍生品由于具有定制化和高度灵活性特点，规模远大于场内，而国内正相反，随着机构化的推进，国内场外衍生品市场空间广阔。

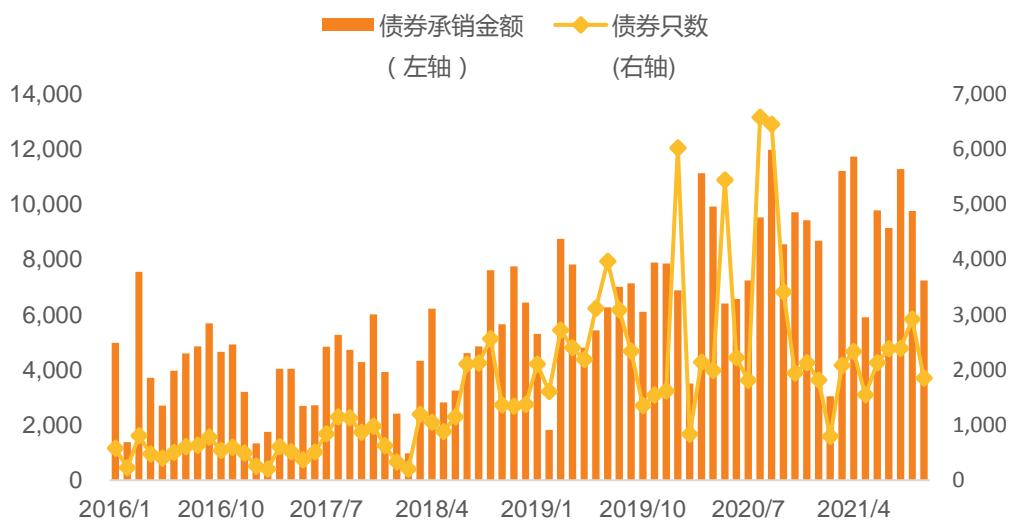
2.8 投行+PE：注册制重塑投行生态体系

- 融资规模：**截至2021年10月，A股IPO融资额4196亿元。同比+6.2%，再融资金额8842亿元，同比下降3.6%，注册制下IPO常态化，直接融资占比提升，预计2022年在北交所以及全面注册制预期下IPO融资额有望进一步提高。截至2021年10月，券商债券承销规模8.77万亿元，同比+7.4%，增速较往年有所放缓。
- 承销费率：**注册制对券商投行销售和定价能力较高，加上跟投机制平衡了买卖双方利益，以及双创和北交所IPO数量多，项目小，整体上抬升了IPO承销费率。今年4月，中证协出台《公司债券承销报价内部约束指引》，明确承销机构应建立公司债券承销报价的内部约束制度，若报价在内部约束线以下的，承销机构应当履行内部特批程序。

图：历年股权融资规模（亿元）



图：历年债券融资规模（亿元）



2.8 投行+PE：注册制重塑投行生态体系

趋势一：投行业务体系向“行业专业化”转型的趋势加深。

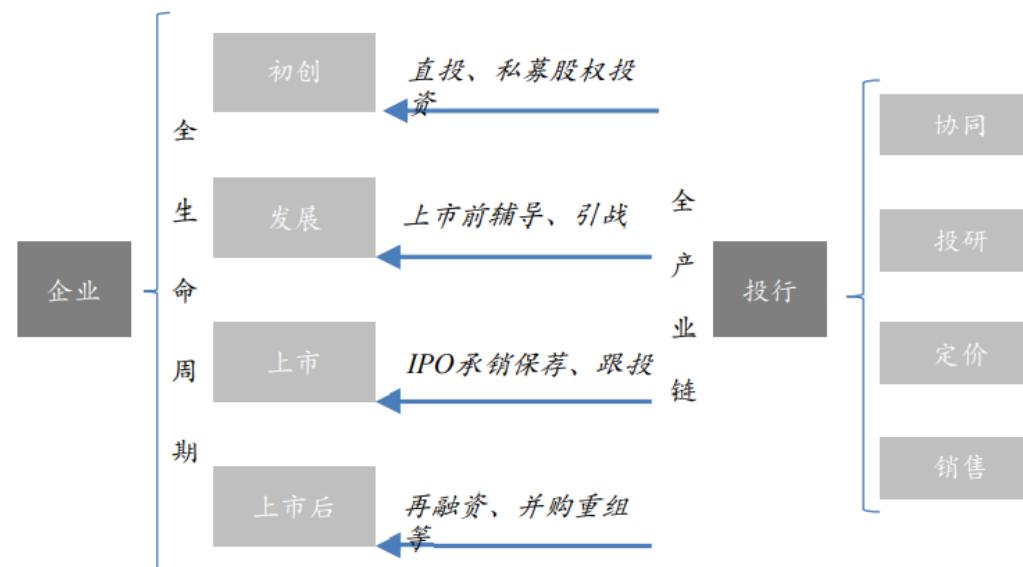
传统的固化思维对新经济企业未来的价值判断缺少敏锐度，未来要找到好企业、好项目，需要先深入了解相应的行业和细分领域。

趋势二：全产业链服务能力要求提升。

对新兴企业的储备和孵化将成为投行下一阶段竞争的关键点。科创板跟投方面，今年7月首批跟投（2019年7月22日）券商锁定期即将届满前，46家上市券商合计跟投浮盈共计达238.62亿元，其中中金和海通浮盈规模排名第二、第三，分别达30.29亿元、29.65亿元。

趋势三：投行业务体系要逐渐适应注册制下市场化的定价发行方式，与其他业务体系的协同能力要求提升。

市场化的定价发行，除依靠“行业专业化”外还需要研究资源、销售资源和投行业务体系多方的有效协同。研究部门要为投行提供研究和定价上的技术支持，资本市场部门要广泛对接市场投资者，与投资者就定价充分博弈。



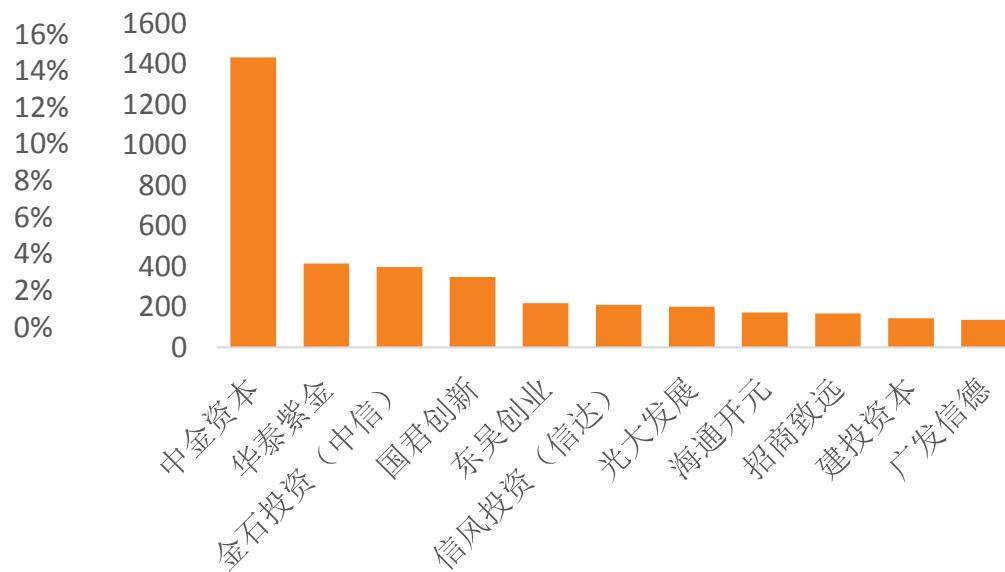
2.8 投行+PE：私募股权业务业绩持续兑现

- 私募子公司贡献增量利润。2021年上半年，海通、华泰、广发私募子公司利润贡献较高，分别达11.0亿元、8.4亿元、6.1亿元，占同期归母净利润比例分别为13.5%、10.9%、10.4%。
- 预计2022年私募股权业务有望加速兑现。券商从私募股权业务获取的利润来源主要为管理费及业绩报酬，其中业绩报酬在项目退出后实现，业绩兑现相对滞后。21Q3，中金、华泰、国君私募子公司月均管理规模领先，分别达1433亿元、415亿元、349亿元，后续项目退出将提升整体业绩。

图：21H1私募子公司业绩贡献



图：21Q3券商私募子公司月均管理规模（亿元）



03

2022年展望及投资建 议

3.1 盈利预测：预计2022年证券行业净利润为2035亿元，YOY+13%

- 我们预计2022年证券行业的营业收入为5338亿元，同比增长7%；净利润为2035亿元，同比增长13%。我们预计全行业的ROE为8.2%，预计2022年末的净资产为2.55万亿元，较2020年底增长10.25%。核心假设如下：
- 经纪业务：预计股基交易额在北交所设立后进一步提高，参考科创板，预计2022年全年A股股基成交额同比+3.5%，由于代销金融产品业务收入高增速叠加占比提升，一定程度对冲了佣金率的下滑，预计2022年全年股基交易佣金率为万分之二点三五，较2021年下降2%。2022年全年实现经纪收入1326亿元，同比增加1.3%。
- 投行业务：北交所设立后股权项目增多，且小项目占比高，假设股权融资规模较2021年增加5%，股权承销费率提高5%，债券承销规模增加5%，债券承销费率保持稳定。2022全年实现投行收入780亿元，同比增加7.8%。
- 资管业务：资管业务规模提高2%，综合管理费率提升10%。2022全年实现经纪收入351亿元，同比增加12.2%。
- 信用业务：融出资金增加15%，股票质押规模延续2021年下降幅度，息差维持不变。2022全年实现利息净收入678亿元，同比增加9.3%。
- 投资业务：预计2022年投资规模持续增长，证券投资规模、股权投资规模分别增加10%；2022年投资收益率保持稳定。预计2022年实现投资收益1568亿元，同比增长10%。
- 预计2022年行业利润率提升2pct、净资产增加5%。

3.1 盈利预测：预计2022年证券行业净利润为2035亿元，YOY+13%

表：证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E
经纪业务	623.42	787.63	1,161.10	1,307.96	1,325.53
投行业务	369.96	482.65	672.11	724.06	780.49
资管业务	275.00	275.16	299.60	313.08	351.28
利息净收入	214.85	463.66	575.00	620.78	678.39
投资收益	800.27	1,221.60	1,244.54	1,425.76	1,568.33
其他收入	379.37	374.13	532.44	591.62	633.70
营业收入	2,662.87	3,604.83	4,484.79	4,983.26	5,337.72
营收增速		35%	24%	11%	7%
净利润	666.20	1,230.95	1,575.34	1,800.27	2,035.08
净利增速		85%	28%	14%	13%
净资产	18,903	20,200	23,100	24,255	25,468
ROE	3.6%	6.3%	7.3%	7.6%	8.2%

3.2. 投资建议

权益机构化发展空间广阔，深度参与权益化机构化产业的上市券商具备显著优势：

- ✓ **资产管理：**市场上最优秀的公募基金的股东往往是优质券商，故而基金业务的增长能够为这些券商的业绩带来持续增量。此外，若后续公募基金成功启动上市，将对控股或参股头部公募基金的券商构成估值提升效应。
- ✓ **财富管理：**券商强于机制优势、人才优势、权益类资管优势，互联网代销强于场景化的线上触达，我们看好后续二者在权益基金保有量市占率持续提升。
- ✓ **机构业务：**私募崛起利好券商前端销售+面向私募机构的衍生品/融券业务，核心超预期在于提升业绩确定性：1) 我们认为，券商在私募销售中最具优势，衍生品和融券需求大幅提升。2) 这两类业务与市场行情关联度低于传统业务，将大幅提升券商业绩稳定性，估值存在提升空间，这是核心预期差的体现。

推荐标的：

- 1) 参控股头部基金公司且财富管理能力强的广发证券；
- 2) 机构业务优势明显的华泰证券，建议关注中金公司H；
- 3) 具备财经领域领先流量优势的第三方基金销售机构同花顺、建议关注东方财富。

2021

目录

CONTENT

保险：

一、2021年行业回顾

二、分产品视角下寿险发展的长期逻辑

- 健康险（医疗险）
- 重疾险、终身寿险
- 理财险

三、寿险行业转型的中期逻辑

- 代理人渠道转型
- 服务生态布局

四、2022年展望及投资建议

01

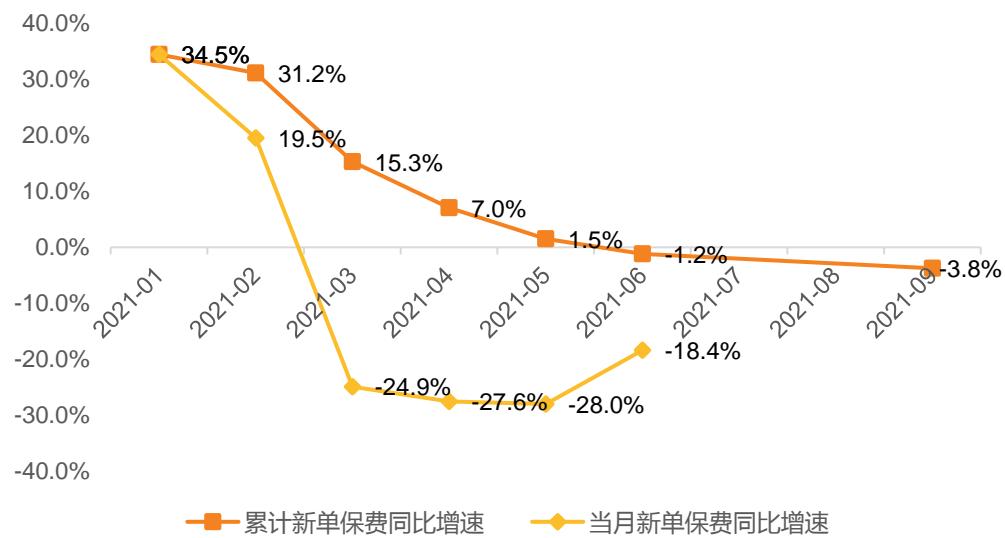
2021年行业回顾

2.1 2021年行业回顾：2021年寿险负债端“大滑坡”

1-2月新单保费同比增速整体实现高增长，受益于开门红积极策略、重疾险停售。但3月开始，新单保费增速大幅下滑。

- 我们认为，2021年的负债端“大滑坡”既源于：1) 宏观因素导致的消费行业整体低迷，以及创业（从事保险销售）的意愿下滑；2) 保险的销售行为监管非常严格；3) 普惠型保险的市场大面积覆盖。“大滑坡”也受两大短期因素影响：4) 2021年初炒停带来的重疾险需求透支；5) 2020年线上增员队伍的持续脱落。以上5大原因造成了负向循环。
- 我们判断，两大短期因素的影响很大，但正在减弱。这将带来后续数据的回暖。

图：平安寿险新单保费同比增速



图：2021年保险公司NBV（亿元）预估

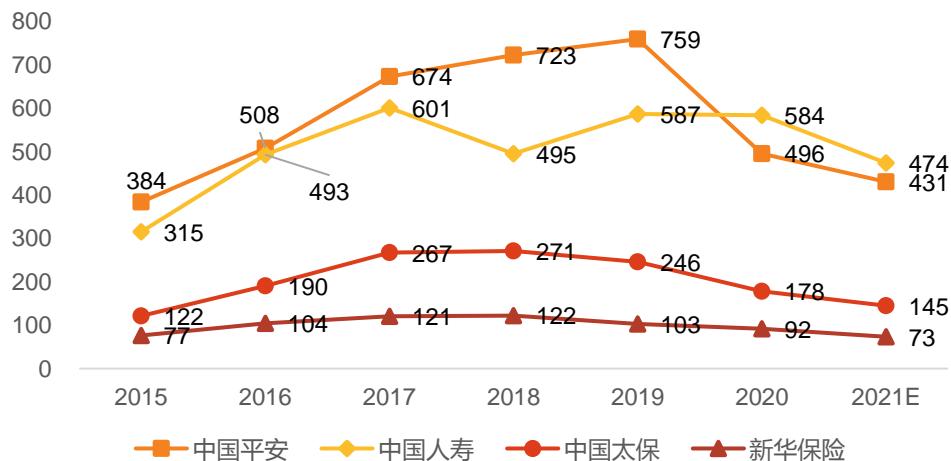
累计	2021Q1	同比	2021H1	同比	2021Q1-Q3	同比	2021 NBV	同比
中国平安	18980	15.4%	27387	-11.7%	35237	-17.8%	43076	-13.1%
中国人寿	15388	-13.2%	29867	-19.0%	40359	-19.6%	47418	-18.8%
中国太保	6651	1.7%	10231	-8.9%	12614	-20.1%	14521	-18.6%
新华保险	2560	0.3%	4090	-21.7%	6204	-23.8%	7306	-20.4%
友邦保险	1052	25.1%	1814	28.7%	2549	20.5%	3292	19.1%
中国太平	2351	259.4%	3836	41.7%	7804	18.8%	9348	6.4%

当月	2021Q1	同比	2021Q2	同比	2021Q3	同比	2021Q4	同比
中国平安	18980	15.4%	8407	-42.3%	7850	-33.5%	7839	16.5%
中国人寿	15388	-13.2%	14479	-24.4%	10492	-21.2%	7059	-13.6%
中国太保	6651	1.7%	3580	-23.6%	2383	-47.7%	1906	-7.1%
新华保险	2560	0.3%	1530	-42.7%	2114	-27.6%	1102	5.8%
友邦保险	1052	25.1%	762.0	33.9%	735	4.1%	743	14.5%
中国太平	2351	259.4%	1485	-27.7%	3968	2.7%	1544	-30.3%

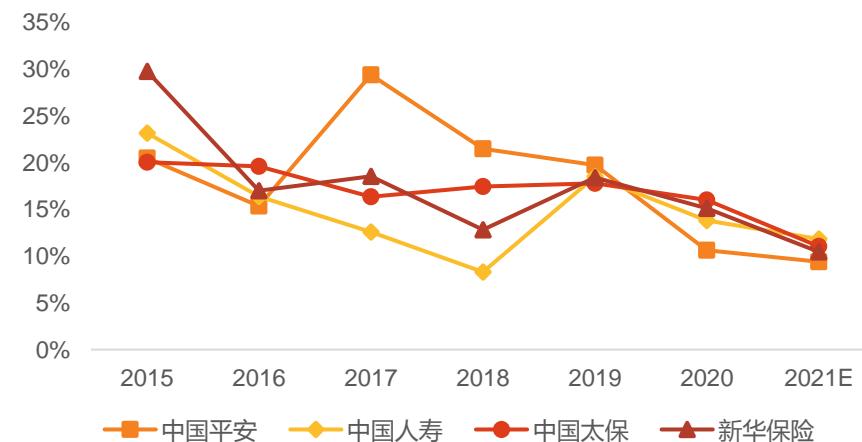
2.1 2021年行业回顾：2021年寿险负债端“大滑坡”

- 经历近几年持续下滑，预计2021年NBV低于2016年、接近2015年水平。受NBV增速下滑影响，预计2021年EV增长放缓至10%左右的水平。

图：上市保险公司NBV（亿元）



图：上市保险公司EV同比增长



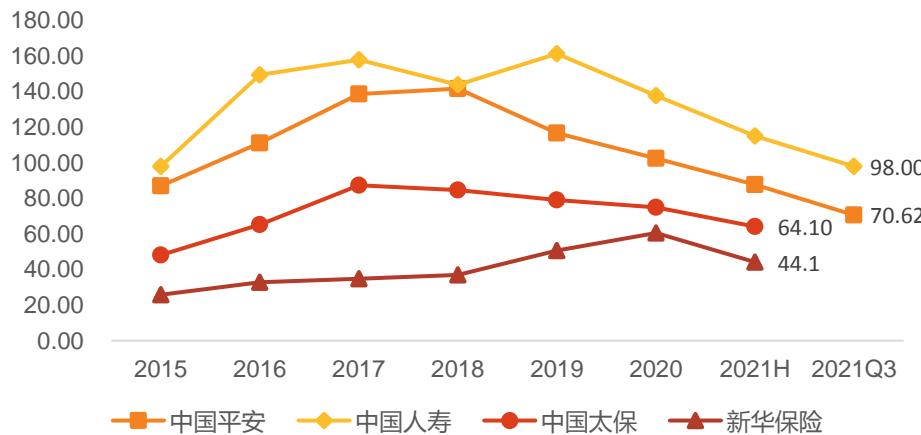
资料来源：公司财报，保费收入公告，天风证券研究所

2.1 2021年行业回顾：代理人渠道正在经历“去产能”

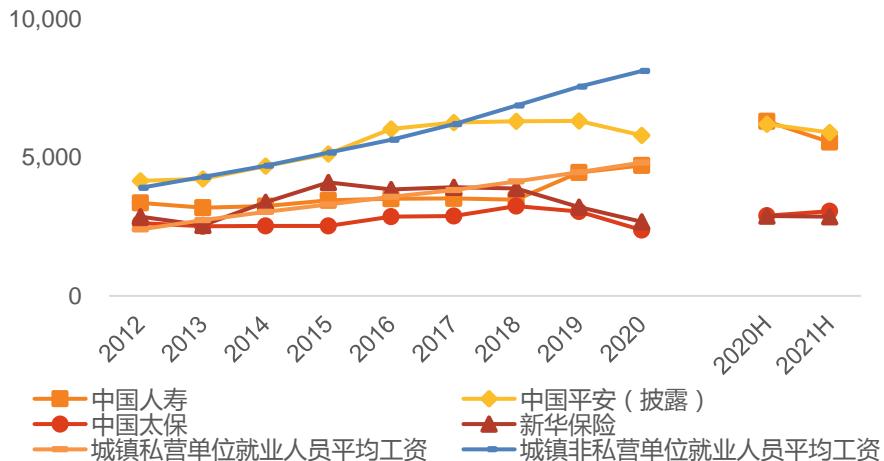
今年以来代理人规模大幅下滑，同时招募困难，主要由于代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配，代理人渠道面临转型压力。

- 随着80、90后逐步成为保险购买的主力客群，且受互联网上保险知识的普及，客户认知和需求发生演进，客户对于专业化的服务需求提升，但代理人专业水平未随之升级，使得保险产品，尤其是复杂的健康险销售难度加大。因此，行业需要高素质、高学历的代理人来匹配当前的客户需求。但代理人的收入难题导致代理人脱落加剧且招募困难。
- 代理人收入无相对吸引力，其平均收入低于城镇非私营单位人员平均工资，亦低于新兴产业衍生的灵活就业人员（外卖、滴滴司机等），因此增员难度大。

图：上市公司代理人规模（万）



图：上市公司代理人收入（单位：元/月）

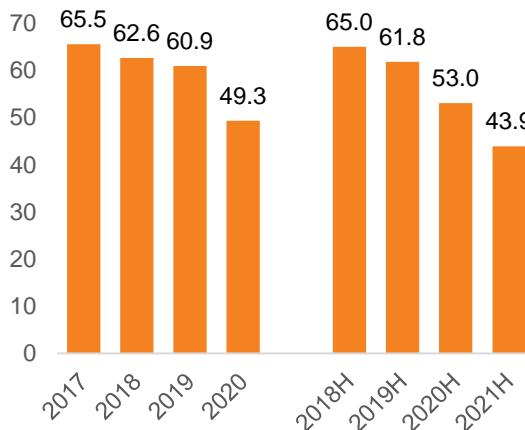


2.1 2021年行业回顾：代理人渠道正在经历“去产能”

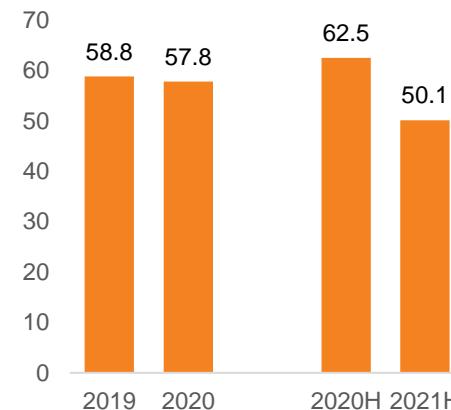
目前我国的人身险行业正经历“去产能”调整期，即淘汰“落后产能”。

- “落后产能”包括两方面：一是，不符合监管规范的销售行为和组织行为在加速出清。不规范销售行为包括销售误导、不合理的自保件、虚假承保等，导致投诉率及退保率高企；为维持团队架构套取组织利益，存在虚假增员、粗放增员等行为，极大地削弱了代理人队伍的基础。二是，不能满足“从1张到多张保单”时代要求的产能在加速出清。截至2020年底，我国有3亿人购买长期人身险保单，被保险人接近6亿人，商业人身保险覆盖面达到42.7%，行业进入到“从1张到多张保单的深度挖掘阶段”。由于行业销售人员的专业水平大多较低，很多客户购买第一张保单的体验并不好，或者当时服务的代理人已脱落，因此挖掘存量客户或其家庭的多张保单的需求，难度较高，需要更高的专业度和更优质的服务。
- 我们预计，今年以来前4家寿险公司代理人规模净流出超100万，但各公司代理人活动率及出勤率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需淘汰的低产能代理人，代理人队伍的调整预计还将继续。

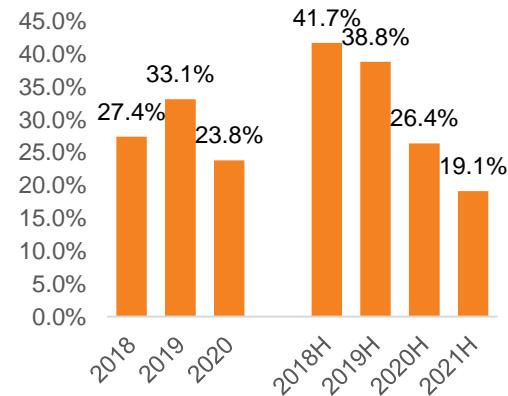
图：平安代理人活动率
(%)



图：太保代理人月均活
动率 (%)



图：新华代理人月均合
格率

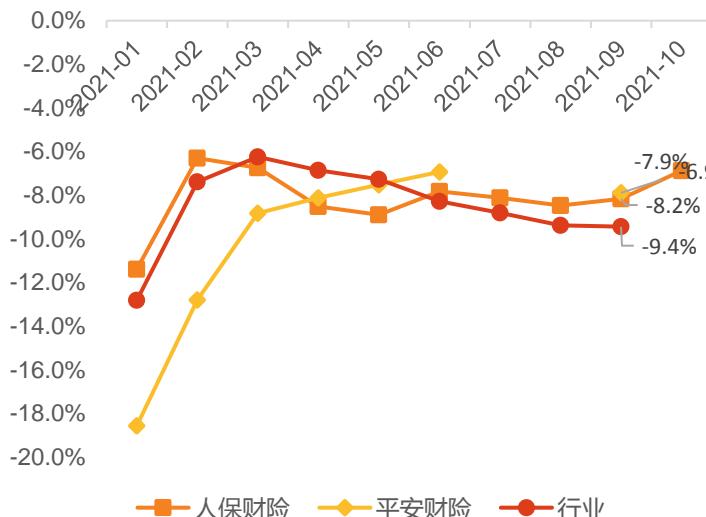


2.1 2021年行业回顾：车险综改至暗时刻已过，行业集中度提升

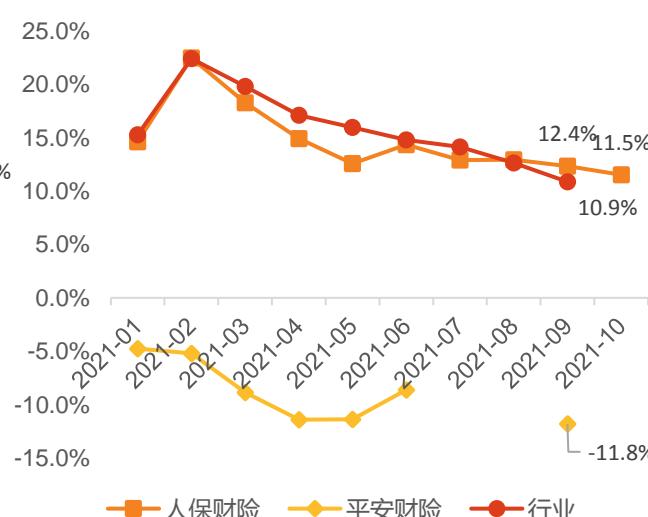
车险综改导致车险保费增速放缓，但10月开始至暗时刻已过；非车险保费保持高增长。

- 车险综改下车均保费下滑（下滑约20%），拖累车险保费增长。截至9月末行业车险保费增速-9.4%。综改一年后车险保费恢复正增长，行业10月当月车险保费增速已转正。
- 非车险方面，行业非车险保费保持双位数增长，其中责任险、农险为增长较快的险种。车险压力之下，各主体加大对非车险业务的推动，行业竞争加剧，但龙头公司的政企关系优势、定价优势、服务优势等仍在非车险领域保持强有力竞争力。

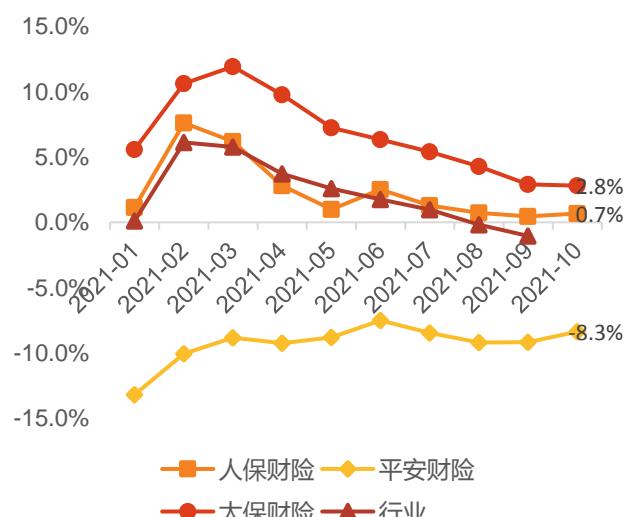
图：车险保费累计同比



图：非车险保费累计同比



图：财险保费累计同比

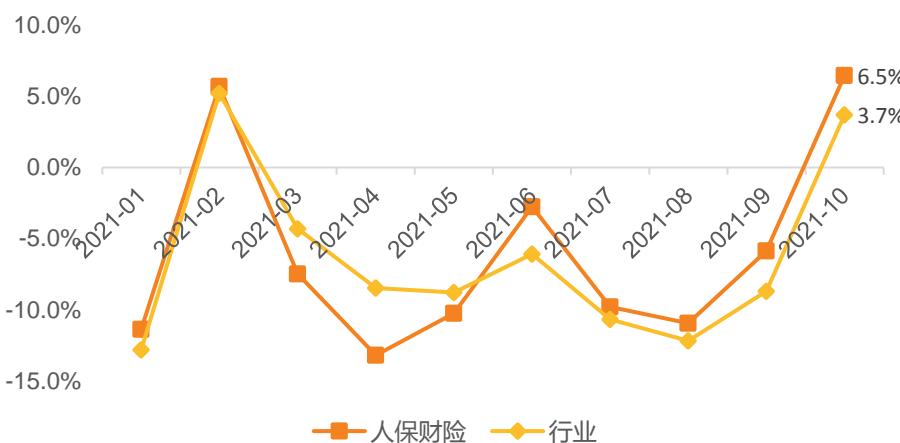


2.1 2021年行业回顾：车险综改至暗时刻已过，行业集中度提升

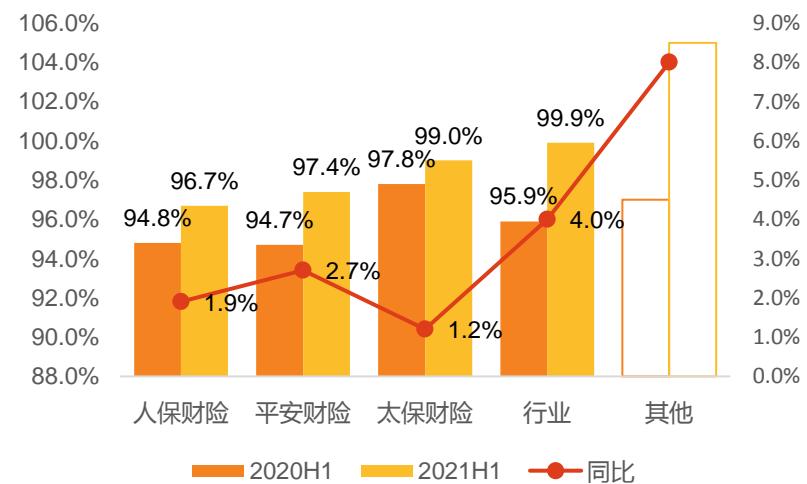
龙头公司车险保费和盈利市占率进一步提升。

- 保费方面，综改初期中小公司财险保费增速高于龙头公司，但中小公司的激进发展难以持续，自6月开始，龙头公司的车险当月保费增速持续跑赢市场。
- 盈利方面，龙头公司凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势，车险综合成本率低于行业且上升幅度小，中小公司综合成本率大幅上升且超过100%。

图：车险保费当月同比



图：车险综合成本率

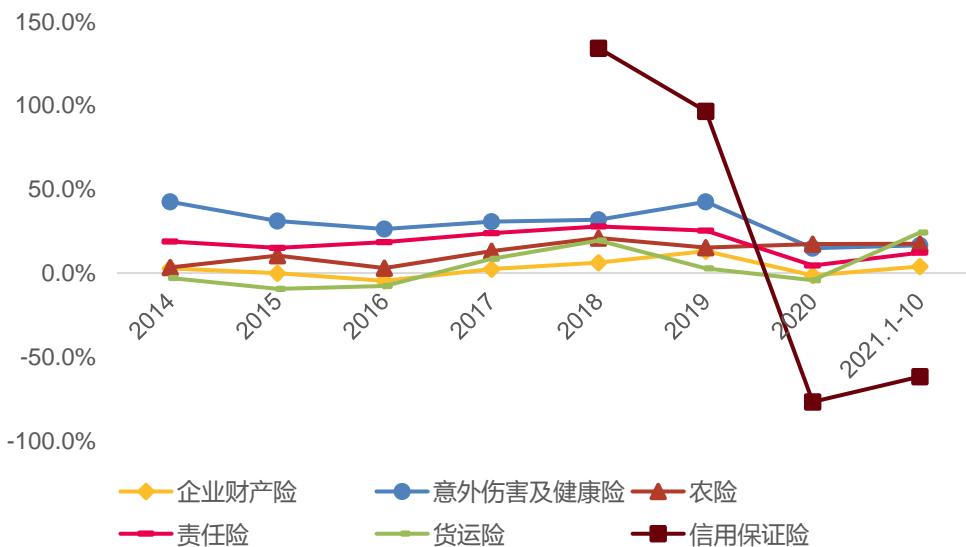


2.1 2021年行业回顾：车险综改至暗时刻已过，行业集中度提升

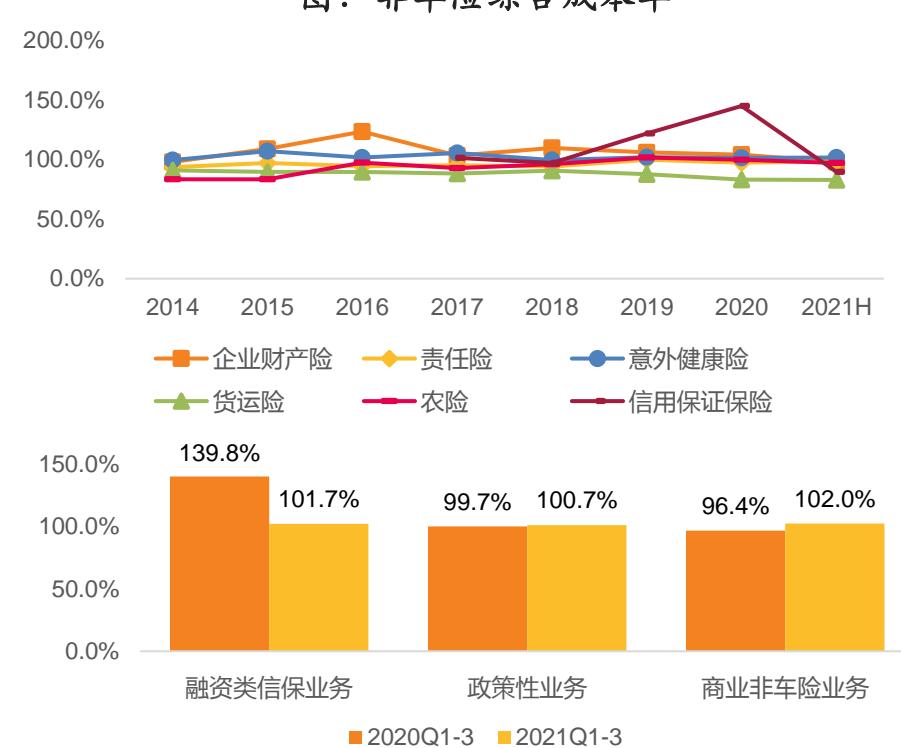
非车险领域竞争加剧，但龙头公司凭借着政企关系、服务、定价优势等，占据非车险竞争优势。

- 保费方面，龙头公司的政策驱动型业务（意外伤害及健康、农险、责任险）一直保持着较快增长。
- 盈利方面，虽然今年除信用保证保险外的非车险业务COR有所抬升，主要受竞争加剧、自然灾害的影响，但从中长期来看，龙头公司的非车险业务仍旧保持较好的盈利能力。

图：人保财险非车险保费同比增速



图：非车险综合成本率



02

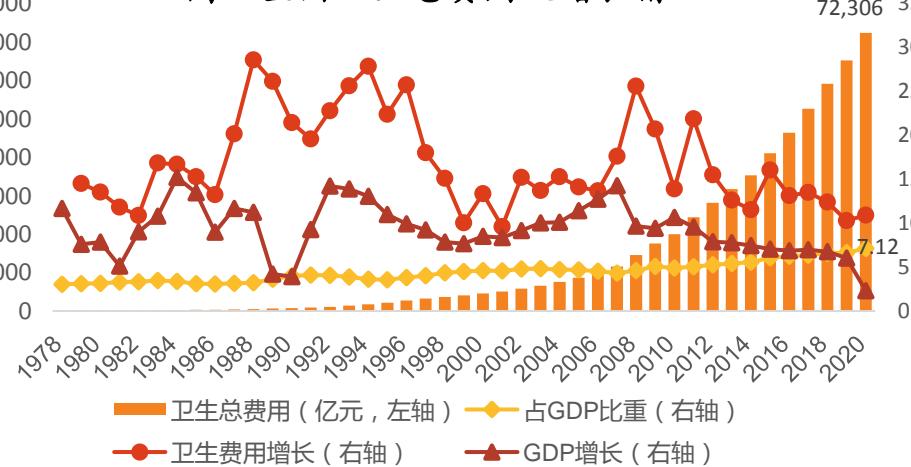
分产品视角下寿险发展
的长期逻辑

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

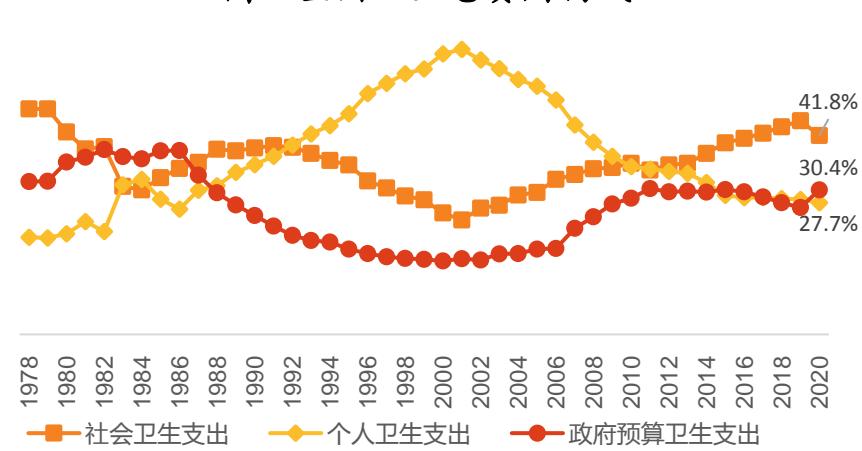
医疗险长期发展的逻辑在于：健康险的逻辑在于卫生总费用快速增加、DRG与DIP支付改革对医保的控费利好商保，健康险核心要解决的是优质医疗资源的可及性问题。

- 由于医疗费用通胀、人口老龄化加剧、不断增长的发病率等因素，卫生总费用近年来快速上升，快于GDP增速，占GDP比例从2013年的5.4%增长至占2020年的7.1%。
- 从卫生总费用构成来看，2020年个人卫生支出占比27.7%，自2001年来呈下降趋势。根据WHO发布的《2010年世界卫生报告——卫生系统筹资：实现全民覆盖的道路》指出，“如果卫生总费用中个人患者直接支付部分所占的比例低于15%~20%，灾难性医疗支出的发生率以及因病致贫发生率就非常小。”可见我国个人卫生支出占比仍有下降的空间。
- 2020年社会卫生支出占比41.8%，自2001年来呈上升趋势，医保基金运行压力巨大，驱动医疗卫生体系进行控费改革。

图：全国卫生总费用及增长情况



图：全国卫生总费用构成

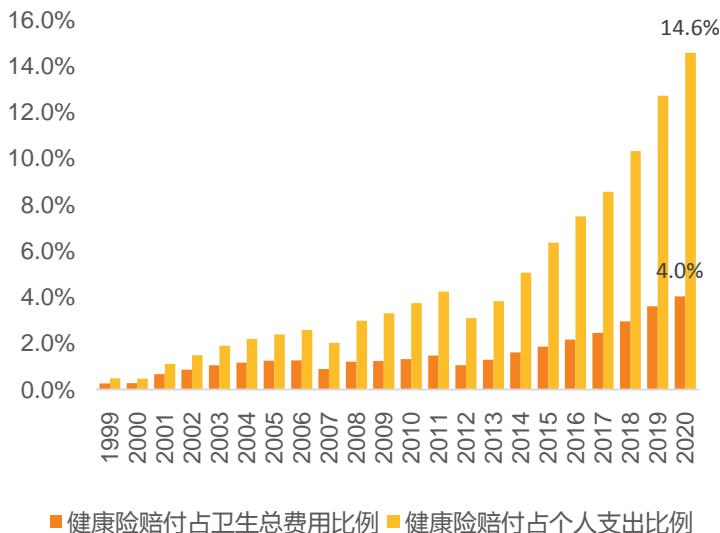


2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

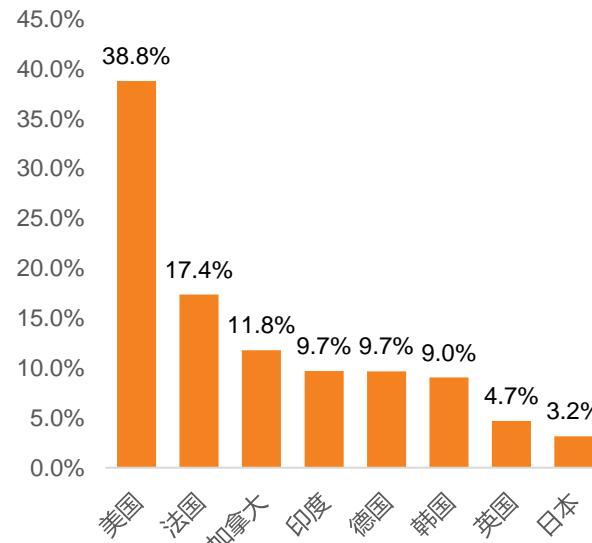
商业保险机构对于解决卫生总费用快速增加的难题将发挥越来越重要的作用，主要体现在医疗费用支付和控费方面。

- 目前商业健康险补充保障力度不足。截至2020年，健康险的赔付金额占卫生总费用比例仅为4%，占个人卫生支出比例为14.6%。
- 对标主要发达市场，商业健康险赔付占卫生总费用比例最少为10%是较为合理的水平。假设未来10年卫生总费用支出复合增长为10%（2019、2020年同比增速为10%左右），商业健康险赔付占比10%，那么健康险赔付未来10年复合增速将达20%。相应地，预计医疗险保费复合增速有望达20%。

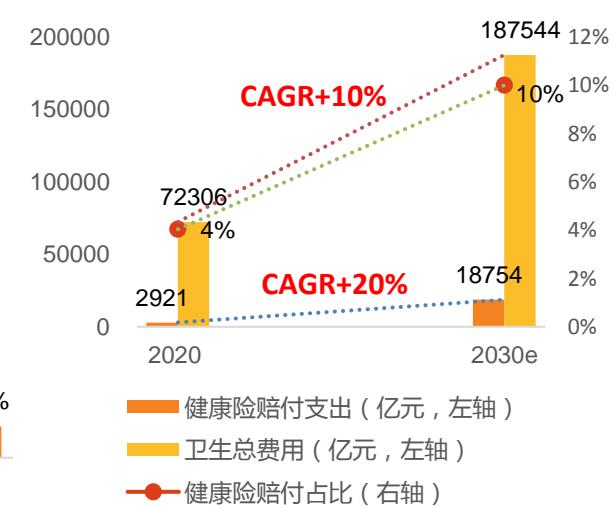
图：健康险赔付占卫生总费用/个人卫生支出的比例



图：各国卫生费用筹资结构中商业保险占比（2018年）



图：卫生总费用和健康险赔付支出预估



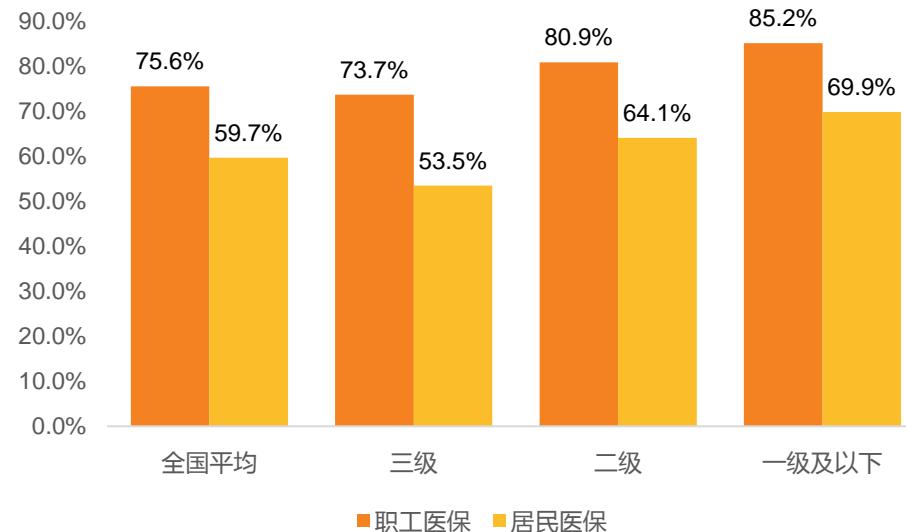
资料来源：国家统计局，WHO，银保监会，天风证券研究所

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

个人卫生费用负担重的困局有待商业健康险来破解。

- 根据《2019年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，全国职工医疗保险的住院医保实际报销比例平均为75.6%，个人支付比例平均为24.4%；而城乡居民的住院医保实际报销比例平均为59.7%，个人支付占比平均40.3%。
- 社会基本医疗保险往往对重大疾病的保障力度相对有限，部分罹患大病患者需要使用较大比例的目录外的药品和诊疗项目，患者的个人支付压力依然较大。

图：2019年各级医疗机构住院费用医保支付比例



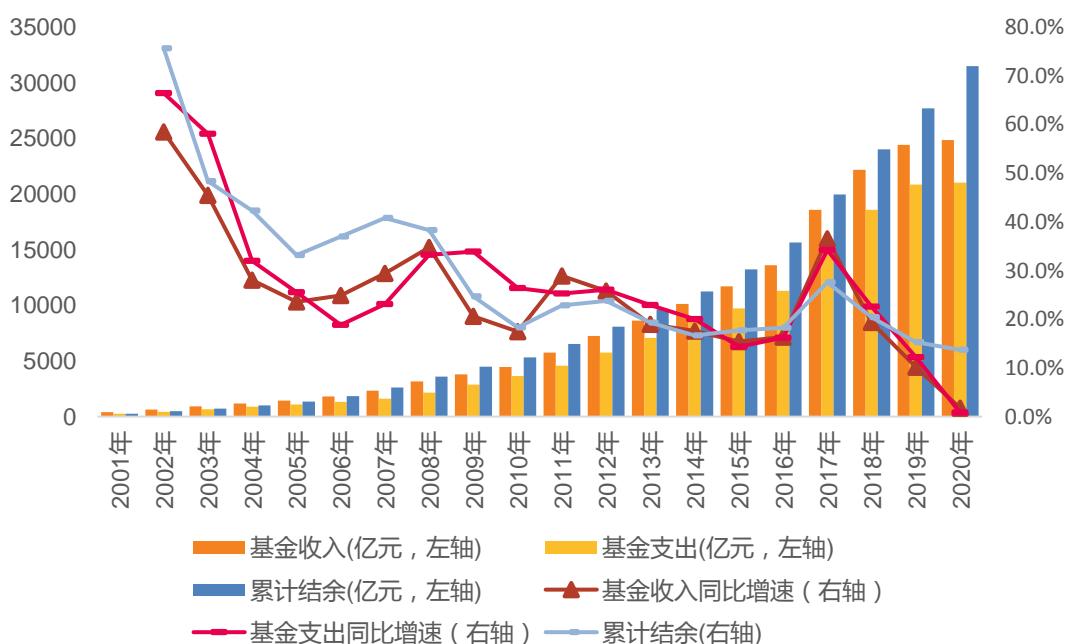
资料来源：国家医疗保障局 2019年全国医疗保障事业发展统计公报，天风证券研究所

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

医保基金面临较大的收支压力，医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要社保外的支付方。

- 2018-2019年我国的医保基金的支出增速大于收入增速，2020年因疫情原因，支出增长放缓，长期来看，医保基金面临较大的收支压力，正推动医疗体系以控制医疗费用增长。
- 医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要医保外的支付方来对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。

图：中国医保基金收入、支出及同比增速



图：政策鼓励商业健康险对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障

2019-11-13	《健康保险管理办法》	鼓励保险公司开发医疗保险产品，对新药品、新医疗器械和新诊疗方法在医疗服务中的应用支出进行保障。
2020-1-21	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	逐步将医疗新技术、新药品、新器械应用纳入健康保险保障范围，引导商业保险机构开发与癌症筛查、诊断和治疗相关的产品，支持医学创新，服务国家‘癌症防治实施方案’。

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

医保基金面临较大的收支压力，医疗体制改革导致缺乏社保支付的先进医疗资源外溢，需要社保外的支付方。

□ 医疗行业改革

- ✓ 药品、器械零加成：医院收入下降，急需开辟新的业务渠道（新的支付方参与），培育新的收入增长点。
- ✓ 处方外流：医保统筹很难向院外终端放开，使得医保支付问题成为处方外流过程中的一大障碍。因此，对接医保统筹账户的健康险能更顺畅地打通院外处方药购药流程。
- ✓ DRG、DIP付费试点（在30个城市开展DRG付费国家试点工作，进入模拟运行阶段；在71个城市开展区域点数法总额预算和DIP付费试点工作）：医疗服务价格结构化改革，高难度、高自费的复杂医疗项目，实行市场调节价的特需医疗项目，创新医药及非主流医疗的服务受到一定抑制，都需要医保外的支付方。
- ✓ DRG、DIP付费改革的推进同样有助于商业医疗险产品进行创新。未来随着医保支付制度持续的改革，尤其是DRG改革的推进，医疗服务费用的透明化将成为可能，那么商业医疗险产品可以对不同类目进行单独设置限额，也可以在免赔额和自付比例上进行多样化的设置，从而推动保险产品的定价可以更灵活，也可以为不同人群提供更匹配的产品。

□ 医药行业改革

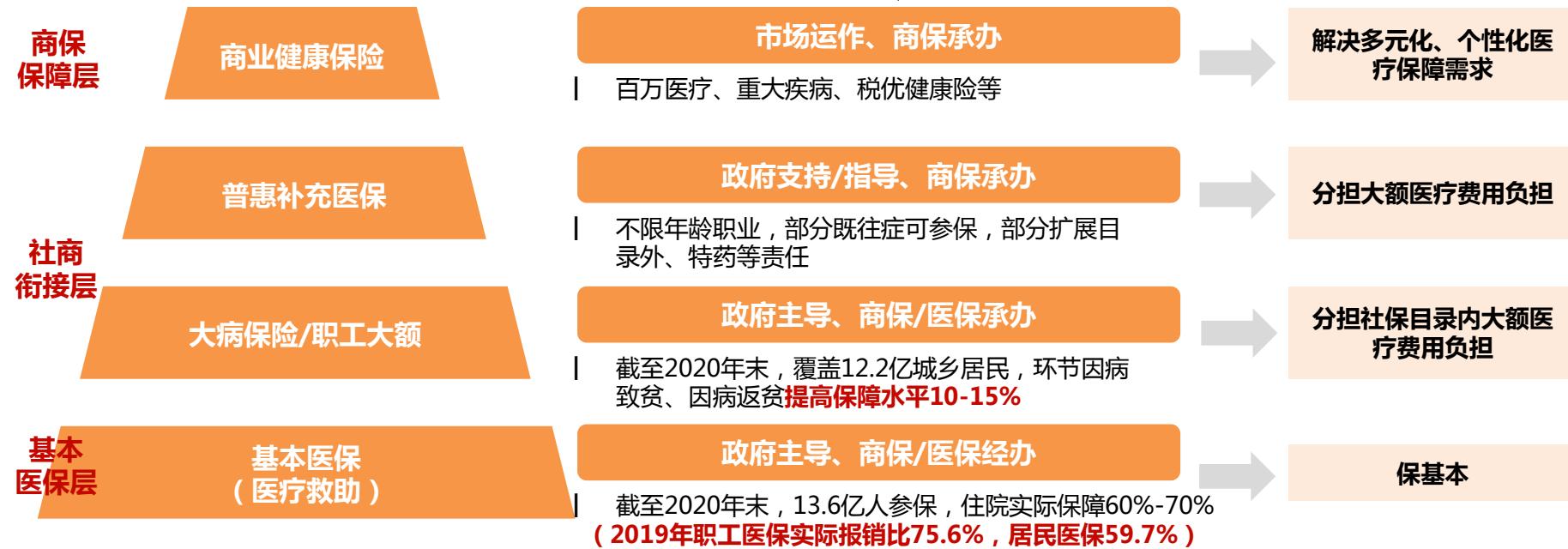
- ✓ 4+7带量采购：单一低价中标可能出现断供的情况，导致患者需用新药替代或完全自费。医保支付价的执行，使医生更可能要求患者使用自费药，导致患者个人的医疗支出增加。
- ✓ 创新药、原研药的发展：我国医药产业还处于相对低端的仿制药阶段，很多高精尖的药品无法生产，只能购买高价进口药。并且药品和医疗器械的更新换代也使医疗费用上升。为健康险产品研发提供思路，如建立原研药、进口药等药品商保目录，满足患者用药需求。

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

多层次健康支付体系下，惠民保和商业健康保险是重要的社保外支付方。

- 2020年中共中央、国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，健康支付领域形成了国家的顶层设计框架，明确了基本医保为主体，医疗救助托底，补充医疗保险、商业健康险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的医疗保障体系。
- 社保“广覆盖、保基本”体系之外商业保险发展空间大。惠民保是在商业属性本质上承担社会属性，在一定程度上可以帮助医保提升在大额医疗费用部分的保障，而保障目录外合理医疗费用，解决多元化、个性化医疗保障需求是商业健康发展的方向。但目前商业医疗险的主流模式下，还未构成有效支付方改善医疗供需，在医疗体系中话语权有限。

图：多层次的医疗保障制度体系



2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

惠民保与百万医疗有一定的重叠但替代作用有限。

- “低保费、低门槛”的惠民保相对于百万医疗险具有普惠性质，因此保障程度相对于百万医疗险而言仍稍显不足，例如免赔额比较高，部分高端仪器、靶向药、进口药等无法报销。购买“惠民保”的居民发生了高额医疗费用时，依然存在20%-30%的费用需要个人自负，而百万医疗在高额费用段可以高达100%给予报销。
- 惠民保产品亦在不断升级发展过程中，从2021年新上线的项目来看，“目录内住院+目录外住院+特药”的产品责任已逐步成为主流，部分产品免赔额降低，这也说明与百万医疗险重合度进一步提高。且部分地区对于惠民保产品“低门槛、低价格、高保障”的夸张宣传，短期来看，对目前的百万医疗产品的冲击较大，百万医疗险需寻求差异化发展之路。

图：惠民保和百万医疗险对比

对比项目	百万医疗险	惠民保
年龄	通常为0-60周岁	无年龄限制
职业限制	从事特殊职业的投保人不予承保	无职业限制
不保既往症	通常多达40+种 包括胃溃疡、椎间盘突出症等常见疾病	通常在10-12种 部分城市既往症可保，但通过赔付比例作限制
核保状况	多数产品不支持工人核保，智能核保下，如稍不符合健康告知，即被拒保	社会医疗保险参保人均可投保
费率	已参加社保的三十岁男性，保费通常在200-400元； 未参加社保且年龄较大的投保人，年保费可达2000元以上	年保费通常不超过100-200元 多数产品没有年龄区分
保证续保	长期医疗险可保险续保	不可

资料来源：广州市政府网站等，中国经济网，支付宝，天风证券研究所

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

百万医疗险发展面临瓶颈，需寻求差异化发展路径。

- 伴随市场竞争加剧以及市场充分渗透，百万医疗险逐渐进入发展的瓶颈期，预计后续增速将放缓。我们认为，主要问题有：
 - ① 由于惠民保一部分保险责任与百万医疗险重叠，且惠民保责任亦在扩充，短期对百万医疗险带来的挤压。
 - ② 产品对于老年、次标体、慢病等有效需求群体覆盖不足，产品同质化严重，以短期险为主，产品细分、分层不够。
 - ③ 产品竞争激烈导致费用率走高。
 - ④ 百万医疗险客户群主要为年轻健康人群，整体赔付率低，销售费用高，随着时间推移，医疗险长期化的要求及整体客户年龄老化，且对医保目录外费用没有进行管理，存在长期风险敞口。
 - ⑤ 医保控费大背景下，高值自费项目在公立体系难以立足，导致百万医疗险获赔率进一步下降。获赔率低导致留客困难，不断重复获客营销成本大。
 - ⑥ 未参与到医疗行业，健康管理服务层次浅，服务用于吸引客户，而非控费。

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——健康险（医疗险）

商业医疗险的发展趋势：

- 中高端医疗险，特别是中端医疗险未来或会成为保险公司的发力方向。由于百万医疗险在大众客群面临竞争红海（惠民保、同类竞品之间的竞争），部分保险公司瞄准了追求较好的医疗资源且对费率不敏感的中高端客户群体，将医疗险保障责任范围向中高端医疗延伸，主要是将可保医院范围由二级及以上公立医院普通部拓展到了特需部、国际部、VIP部以及私立医院、海外医院。
- 优质的医疗资源是中高端医疗险的刚需，保险公司必须同时发力健康服务生态的建设，整合体检机构、医疗机构、医药厂商、医疗科技等相关资源，提升优质医疗资源的可及性，并通过数据赋能参与医疗控费。



注：绝对免赔额即自费费用>免赔额，报销超过部分；个人自费<免赔额，则不赔付。相对免赔额即医疗总费用<免赔额，则不赔付；医疗总费用>免赔额，报销超过部分。

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——重疾险、终身寿险

兼具保障和储蓄功能的重疾险和终身寿险具有可选消费性质，受益于经济向好、居民收入预期提升。

- ✓ 重疾险：医疗险管理因患病无力支付过高的医疗费用的风险，而重疾险作为定额给付型产品，理赔金可以作为治疗费用、补偿收入损失、康复费用等，主要管理患病后家庭收入大幅下降，从而导致生活水平的下降的风险。目前主流寿险公司销售的终身重疾险具有储蓄性质，因此杠杆较低，如50万保额年交保费往往在1万以上，因此目前行业存量保单的重疾险平均保额较低。如仅仅只购买重疾险，疾病风险的保障缺口较大，在配备医疗险的基础之上，重疾险收入补偿的价值才能得到更好的发挥。相对于医疗险的“刚需性质”，重疾险具有可选消费性质，消费频次较低、单次消费较高，是对于疾病保障的“消费升级”，因此重疾险的销售受到居民收入预期的影响较大，具有一定的周期性。过去几年，重疾险作为高价值、高费用产品是寿险公司的主推产品，并且医疗险的缺位使得不少消费者购买重疾险作为抵御疾病风险的主要险种，医疗险、重疾险定位出现混淆。因此，当百万医疗险、惠民保以低价高保额的特点横扫市场之时，对重疾险产生了一定的挤出。

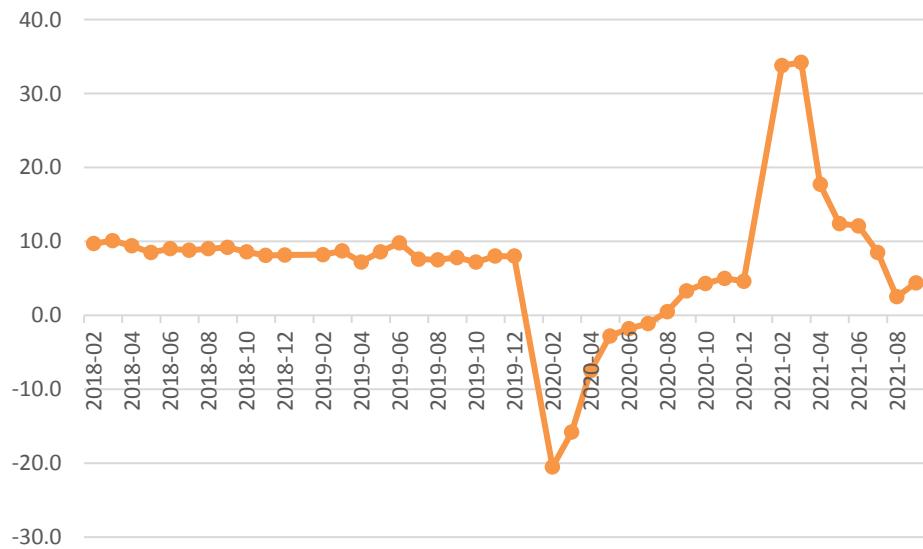
- ✓ 终身寿险：终身寿险的特点是保障确定，保险费率较高，高额的保单可以具有财富传承的功能。终身寿险的储蓄性低于其他理财险，而保障杠杆低于定期寿险。这类保险产品比较适合有一定财富积累的人群，他们有一定的经济基础，也希望能在身故后给家人带来一笔收入，而达到财富传承的目的。因此寿险寿险亦具有可选消费属性。

2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——重疾险、终身寿险

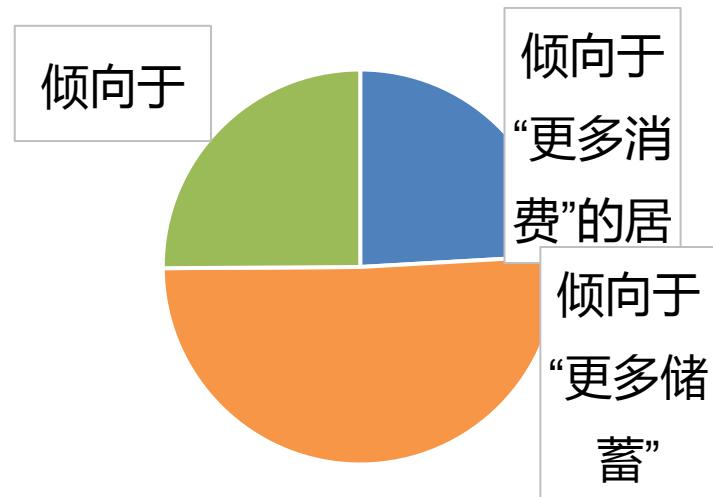
兼具保障和储蓄功能的重疾险和终身寿险具有可选消费性质，受益于经济向好、居民收入预期提升。

- 今年以来消费回暖，但还未恢复到疫情前的增长水平，8-9月社会消费品零售总额当月同比增速低于疫情前的水平。我们判断重疾险、终身寿险的销售复苏将滞后于整体消费的复苏。
- 同时居民的储蓄倾向上升，消费倾向降低。根据央行发布第三季度问卷调查报告，倾向于“更多消费”的居民占24.1%，比上季减少1.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占50.8%，比上季增加1.4个百分点；倾向于“更多投资”的居民占25.1%，比上季减少0.4个百分点。

图：社会消费品零售总额当月同比增速（%）



图：居民2021Q3储蓄意愿上升投资、消费意愿下降



2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——重疾险、终身寿险

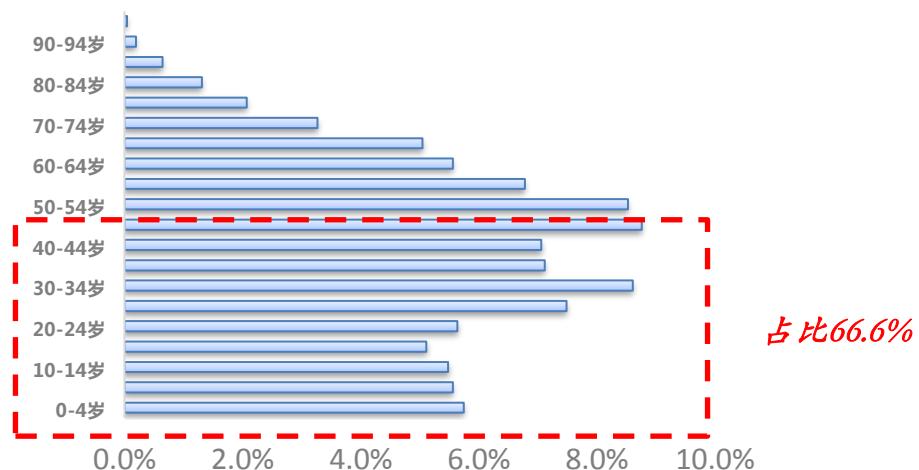
目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段。

- ✓ 目前重疾险已从“从0到1普及阶段”进入到“从1到多的存量开发阶段”，开发难度高于前几年的普及阶段，使得当前重疾险的增长困难。根据统计局披露，2019年低收入组和中间偏下收入组共40%家庭户对应的人口为6.1亿人，则可以粗算出中间收入及以上的人口大约为8亿人，这部分人群为重疾险的目标人群。由于50岁及以上人群购买重疾险会出现保费、保额倒挂或不可投保，因此0-49岁为重疾险的主力被保人群，该类人群占比67%，考虑到部分在被保年龄段的人群因健康问题不能投保，假设这部分人群占比5%，因此扣除5%的非标体。综上测算，重疾险的目标人群大约5.1亿。目前重疾险已覆盖超2亿人口，占可保人群的比例近40%。但目前重疾险平均保额较低，长期来看加保是重疾险发展的重要动力。

图：2020年全国居民五等份收入分组

	人均可支配收入(元)	占比	对应人口(亿)
低收入组	7869	20%家庭	6.1
中间偏下收入组	16443	20%家庭	
中间收入组	26249	20%家庭	8.0
中间偏上收入组	41172	20%家庭	
高收入组	80294	20%家庭	

图：2019年抽样人口年龄分布

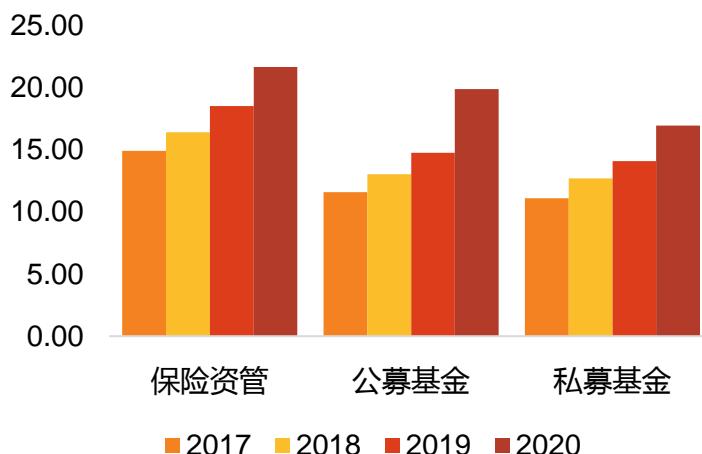


2.2 分产品视角下寿险发展的长期逻辑——理财险

居民资产配置向金融资产转移，具有“刚兑”、长期性的理财险迎来发展机遇。

- 房地产投资属性弱化，居民资产配置逐渐向金融资产倾斜；而“资管新规”后银行理财等吸引力下降，具有“刚兑”、长期属性的年金险、增额终身寿险等理财险迎来发展机遇。
- 年金险和增额终身寿险的IRR在3%左右，较当前1年期及以上净值化理财的预期年化收益率低，但其提供长期稳定的收益，具有“刚兑”属性，是家庭长期投资规划的一部分，仍受到部分居民资金的青睐。

图：规模提升的资产管理子行业（万亿元）



图：增额终身寿险、年金险IRR

中期年金险	保险缴费期间	IRR（持有10年）
平安财富金瑞	3/8	2.6%
中国人寿鑫耀东方	3/10	2.5%
中国太保鑫享事诚	3/7	2.7%

注：假设生存金不领取，在万能账户中以4.5%的年化利率累计生息，10年末取出。

增额终身寿险	中国人寿臻享传家（个险渠道）	和泰人寿增多多2号增额终身寿险（互联网渠道）	华夏南山松终身寿险（银保渠道）
持有10年	-0.05%	1.90%	1.55%
持有20年	2.13%	3.46%	2.71%
持有30年	2.66%	3.48%	3.00%
持有40年	2.89%	3.48%	3.12%

注：假设10年交，均为生存领取，未考虑身故情况。

03

寿险行业转型的中期逻辑

2.3 寿险行业转型的中期逻辑——代理人渠道转型

扩大及巩固绩优代理人规模是主要保险公司队伍转型的方向。

- 在保险公司队伍大规模下滑的过程中，绩优队伍的产能和规模基本保持稳定。因此代理人转型的关键在于打造多层次的绩优销售队伍，扩大及巩固基层绩优代理人，稳住保费大盘，同时探索建立高端绩优代理人，面向高端客户。
- 友邦是各家队伍转型学习的标杆。“高学历、高专业、高收入”的精英代理人是友邦中国最核心的竞争力，在2020年招募的新人中，本科学历占比高达48%，43%曾经作为企业中高级管理人员或经营自己的企业；一线城市精英化水平更高。友邦代理人队伍产能远高于内地保险公司。向友邦学习即需要打破现有队伍发展的路劲依赖，分隔化的招募、培育一只高绩优、高专业的销售队伍，对接高端客户。

图：友邦中国2020年新人画像



图：平安销售队伍转型



2.3 寿险行业转型的中期逻辑——代理人渠道转型

扩大及巩固绩优代理人规模是主要保险公司队伍转型的方面。

- 传统寿险公司的代理人难以全面升级为友邦的高素质销售队伍，因此各公司对销售队伍进行分层经营：1) 优化存量，提升绩优代理人占比。淘汰低产能代理人，发力绩优代理人的招募和培育，重点是提高甄选标准、倾斜资源，从招募、培训、资源牵引、荣誉体系、服务支持等方面完善绩优体系。2) 增加增量，即打造精英代理人，单独招募、培养，对学历、前份工作经历等要求向友邦代理人对标，需要独立的职场、培育体系、基本法、服务支持体系，如太保的北斗工程。

图：平安、太保代理人转型举措

公司	代理人转型举措	
平安	“优+” 增员升级	增员标准：主要面向大专以上学历、年龄在25-45岁之间，达到当地社平收入且在本地居住满1年的候选人。 培养：为“优+”保险代理人打造12个月的专属培养体系，通过岗前8天培训、岗后90天跟进实战培训、4-12月的月度集中训练，匹配丰富产品、主拓支持。 待遇：将为代理人提供业绩津贴、训练津贴、特别津贴、养成津贴等项目收入。
	打造银保“银行家”队伍	正在组建一支新的主力销售保险的资产配置专业队伍，即“平安银行家”。新队伍适用新基本法，薪酬体系为固定的底薪+销售及职位津贴等；组织架构扁平化，只有两个层级，即主管和客户经理。
	重塑绩优体系	/
太保	优增优育	打造“职业化、专业化、数字化”代理人
	北斗工程	以模式引领、创新驱动，通过三年时间，聚焦重点城市，打造高素质队伍。同时通过深化城区业务发展赋能平台，搭建专属的增募系统、培训体系和客户服务体系，匹配现代化多功能的职场等全方位的支持。

2.3 寿险行业转型的中期逻辑——代理人渠道转型

- 我们预计，今年以来前4家寿险公司代理人规模净流出超100万，主要是低素质代理人在大幅萎缩，各公司在增员端注重招募更优质的代理人，我们判断高质量代理人的规模在增加，但当前保险公司低素质代理人流出的规模>高质量代理人增加的规模。各公司代理人活动率仍不断下降，可见目前代理人队伍中还存在需淘汰的低素质代理人，代理人队伍的调整预计还将继续。
- 我们判断，寿险行业代理人“去产能”还要经历1-2年时间，或会持续到明年年底，2023年开始或有改善，即代理人的数量将会企稳。不合格的代理人将被淘汰，我们预计届时行业代理人数量将为2017-2018年数量的50%-60%。
- 我们认为，代理人数量的企稳，将是负债端拐点明确的信号。

2.3 寿险行业转型的中期逻辑——服务生态布局

- 获取产业资源，延展产业链，进行“保险+服务”布局是大型公司相对于中小公司的独特优势，未来有望形成以服务驱动销售的模式，将是大型公司的重要竞争壁垒。

	健康生态布局	养老生态布局	服务+产品的融合
太保	<ul style="list-style-type: none"> 布局互联网医疗：中国太保和上海瑞金医院、红杉中国共同打造广慈太保互联网医院，推出首款产品“太医管家”，满足全家人的一站式个性化医疗健康需求，打通“医、药、险”闭环生态。 布局实体医疗：1) 推进与三级甲等实体医院的线下合作，打通保险支付与客户医院的就诊体验；2) 规划建设康复医院 设立产业投资基金：成立了太保私募基金管理有限公司，并以管理人和GP身份发起设立太保大健康产业股权投资基金；作为LP与红杉共同发起设立健康产业股权投资基金。 	<ul style="list-style-type: none"> 全国7城落地8个养老社区项目，形成太保家园“颐养、乐养、康养”三位一体的全龄覆盖的服务体系，今年将开业2家 	<p>太保蓝本服务体系</p> <ul style="list-style-type: none"> 普惠版：重疾“三专”、120急救补贴、视频医生卡、陪诊服务（后两项邀请好友解锁） 专业版：“三专”、120急救补贴、视频医生、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等 尊享版：增加高端医疗服务 <p>年金险+养老社区入住资格</p>
平安	<ul style="list-style-type: none"> 平安好医生（互联网医疗服务）：在线诊疗、120家互联网医院、“医、药、险”生态闭环 平安智慧医疗：通过提供公共卫生管理、临床辅助决策、智能影像、慢病管理等方案服务监管部门、赋能医疗机构 收购方正集团，将拥有线下医疗资源 	<ul style="list-style-type: none"> “平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城” 探索搭建居家养老服务 	<p>臻享run服务体系</p> <ul style="list-style-type: none"> 乐享run：日常健康管理、小病门诊协助、大病住院安排、重疾专案管理 尊享run：增加运动达标奖励、音视频问诊 尊享run plus：增加私人教练、私人营养师、特色体检、陪诊、术后护理等服务 <p>年金险+养老社区入住资格</p>
友邦中国	<ul style="list-style-type: none"> 自建医疗团队，对接医疗资源 和微医合作，提供在线问诊等服务 	/	<p>高端医疗险+高端医疗服务、重疾险+愈从容服务、健康险+健康友行健康管理服务</p>
泰康	<ul style="list-style-type: none"> 线下医疗资源：布泰康仙林鼓楼医院、泰康同济（武汉）医院、泰康西南医学中心、泰康前海国际医院、泰康宁波国际医院五大医学中心，战略控股了拜博口腔，投资了知名的神经专科连锁医疗集团三博脑科医院及冬雷脑科医院 线上医疗资源：互联网保险企业泰康在线宣布与互联网医疗平台“好大夫在线”达成合作。双方联合打造的医、患、药、险服务体系。 	<p>CCRC养老社区+康复医院目前布局24个核心城市；7地养老社区已经开业，年内预计还会有4家开业</p>	<ul style="list-style-type: none"> 泰康就医绿色通道 年金险+养老社区入住资格

资料来源：友邦保险官网、泰康保险官网、中国证券报、上海证券报等，天风证券研究所

04

2022年展望及投资建议

2.4 2022年展望及投资建议——寿险展望

- 我们判断短期负债端的低迷将持续。在代理人同比大幅下降以及高基数之下，2022年保险公司的开门红NBV增长仍然承压，我们预计2022Q1各公司（除友邦）NBV同比增速预计为-20%左右。由于今年3月开始，代理人规模及NBV大幅下滑，基数显著降低，因此在2022年3月有望看到负债端同比增速企稳。

图：2021-2022年NBV预估（单位：亿元）

2021E预估	2020Q1	2021Q1	2022Q1 E	2021Q1同比	2022Q1E同 比	2020Q2-4	2021Q2- 4E	2022Q2- 4E	2021Q2-4 同比	2022Q2-4E 同比	2020	2021E	2022E	2021E同比	2022E同比
中国平安	165	190	148	15.4%	-22.0%	331	241	253	-27.3%	5.0%	496	431	401	-13.1%	-6.9%
中国人寿	177	154	131	-13.2%	-15.0%	406	320	320	-19.1%	0.0%	584	474	451	-18.8%	-4.9%
中国太保	65	67	55	1.7%	-18.0%	113	79	87	-30.3%	10.0%	178	145	141	-18.6%	-2.8%
新华保险	26	26	19	0.3%	-25.0%	66	47	48	-28.4%	2.0%	92	73	68	-20.4%	-7.5%
友邦保险（美元）	8	11	12	25.1%	15.0%	19	22	25	16.4%	10.0%	28	33	37	19.1%	11.6%
中国太平（港元）	7	24	19	259.4%	-20.0%	81	70	73	-13.9%	5.0%	88	93	92	6.4%	-1.3%

2.4 2022年展望及投资建议——寿险展望

- 车险方面，车险综改一周年已到，Q4开始保费收入同比增长压力减小，龙头公司龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势进一步提升保费和盈利的市占率。我们判断人保财险后续有望保持承保盈利，且积极转向盈利能力更强的家自车业务，保单层面车险COR预计可保持在98%左右。费用管控后，中小公司价格优势收敛，龙头品牌优势更为明显。中期角度，费改压力下持续亏损的中小公司可能逐步退出车险市场，而龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势进一步提升市占率。
- 非车险方面，预计意外健康险、责任险、农险将持续快速发展，整体保持承保盈利。
- ✓ 意外健康险：以政策型业务为主，预计2021年保费收入保持双位数增长，保持盈亏平衡。
- ✓ 责任险：受益于政策推动将实现较快增长。比如今年9月1号新的安全生产法让安责险成为整个行业的热点，人保有望凭借政企关系、定价优势、服务优势等获取较大份额的业务增量。
- ✓ 农险：财政部提前下达地方的农险补贴预算275亿元，参照以前年度地方预算在全国预算的占比，以及提前下达预算占最终拨付预算的占比来看，2022年我国中央财政农险补贴预计增加20%。过去14年里，我国中央财政补贴的增长率与农险保费的增长率高度重合，因此，我们可以预计明年农险仍能保持20%的高速发展。

2.4 2022年展望及投资建议——寿险展望

- 寿险负债端的至暗时刻或将过去，保险需求的长期空间，我们依然看好负债端的数据拐点预期将发生在明年3月。
- 资产端有好转，地产风险与利率两大因素均在向好。宽信用背景下，叠加海外因素，利率亦将摆脱前期的下行局面。
- 截至11月23日，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险A股2021PEV分别为0.69、0.62、0.52、0.46倍，友邦保险、中国太平H股2021PEV分别为1.85倍、0.19倍；2022PEV分别为0.63、0.56、0.47、0.42、1.69、0.17倍，A股上市公司及太平H估值历史最低。当前估值已充分反映负债端悲观预期，短期资产端利好叠加估值切换，有望驱动估值修复。重点推荐：友邦保险、中国太保。

图：保险公司PEV估值

		最大值	最小值	中位数	2021PEV	分位数	2022PEV	分位数
A股	中国人寿A	2.11	0.60	0.99	0.69	3%	0.63	0%
	中国平安A	1.74	0.60	1.06	0.62	1%	0.56	0%
	中国太保A	1.69	0.48	0.97	0.52	2%	0.47	0%
	新华保险A	2.12	0.45	0.94	0.46	1%	0.42	0%
H股	中国人寿H	1.82	0.25	0.78	0.27	2%	0.24	0%
	中国平安H	1.62	0.55	1.09	0.59	0%	0.54	0%
	中国太保H	1.64	0.33	0.89	0.38	3%	0.34	0%
	新华保险H	1.63	0.21	0.69	0.21	1%	0.19	0%
	友邦保险H	2.38	1.18	1.79	1.85	61%	1.69	35%
	中国太平H	1.40	0.18	0.57	0.19	1%	0.17	0%

备注：从2012年1月4日开始计算

3、风险提示

- 1) 资本市场大幅波动：非银股的 β 属性较强，受市场波动的影响较大。私募及融券业务的持续发展受到市场环境影响，若市场持续低迷，则会减缓进程；
- 2) 资本市场改革进程不及预期：政策对资本市场的影响较大，当前行业的重要驱动在于资本市场系列改革，若改革进程不及预期，则会影响行业业绩增量；
- 3) 保险公司负债端改善慢于预期：如受到宏观经济修复、行业供给侧改革进度不及预期等影响，造成负债端改善慢于预期，或将影响保险公司估值。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

THANKS