



政策与监管共振之下的非银行业2022年度展望

东兴非银团队

分析师：刘嘉玮 S1480519050001 liujw_yjs@dxzq.net.cn

高鑫 S1480119070056 gaoxin@dxzq.net.cn

2021年12月8日



■ 证券板块——注册制改革或将加速，证券公司资本市场“守门人”作用显现

- 行情回顾：行业内个股分化，财富管理特色标的股价表现突出
- 财富管理大逻辑向中长期演进
- 北交所开市运行，市场注册制改革加速推进
- 全面注册制预期下，投行仍为证券公司重要增长极
- 手续费价格战持续，费用类收入贡献下降
- 发展重心继续向重资本业务倾斜
- 大、小券商业绩分化，头部券商强者恒强
- 推荐标的：中信证券——不确定中寻找确定，龙头护城河不断拓宽

■ 保险板块——诸多负面因素齐具，业绩、估值修复仍需时日

- 行情回顾：股价持续低迷，年初至今申万二级行业垫底
- 监管趋严引导行业规范化发展
- 人身险：供需错配是负债端主要矛盾，外资鲶鱼抢占高端市场
- 财产险：车险综改影响逐步平稳，多元化变革仍是长久之计
- 主业增速下滑，投资端或成胜负手，行业 β 属性不断增强

证券板块

——注册制改革或将加速，证券公司资本市场“守门人”作用显现

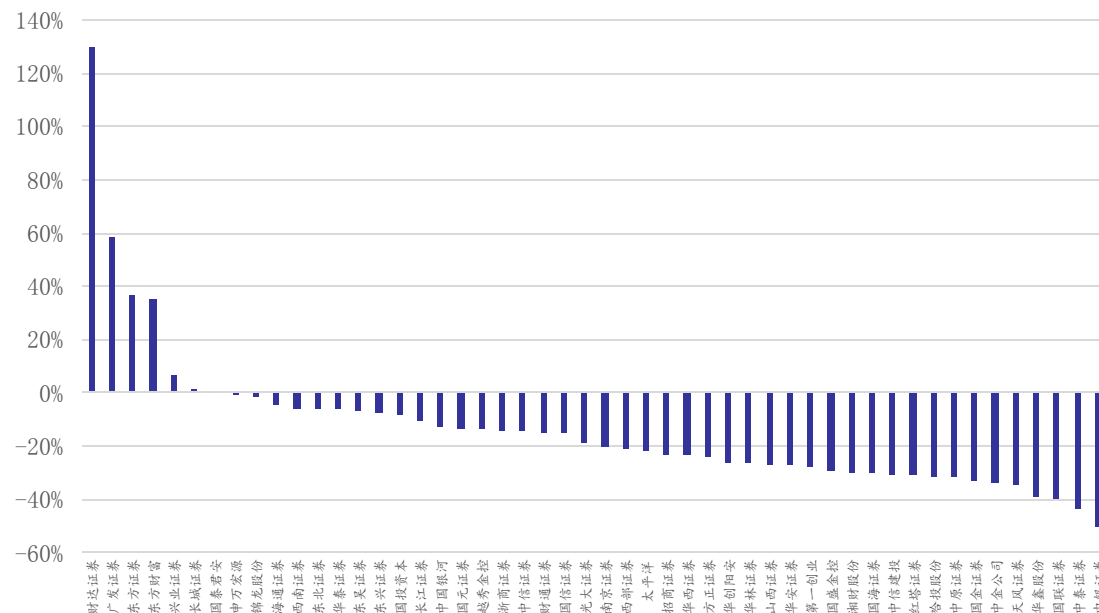
1. 行情回顾：行业内个股分化，财富管理特色标的股价表现突出

图1：截至2021年12月3日券商板块走势情况（单位：%）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

图2：截至2021年12月3日板块内个股涨跌幅情况（单位：%）

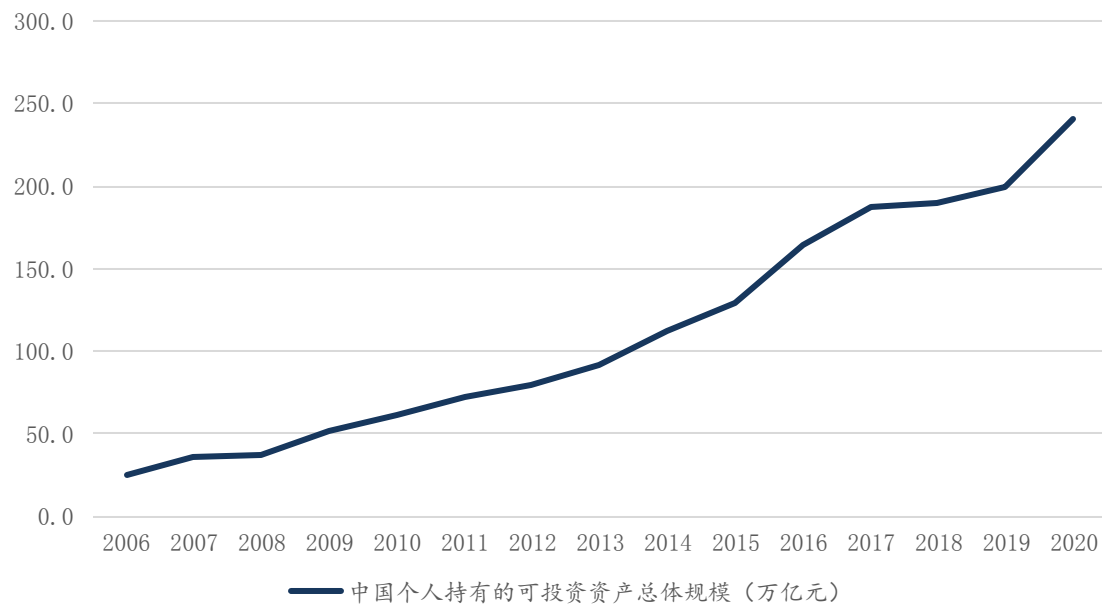


数据来源：Wind，东兴证券研究所

截止2021年12月3日，券商板块较年初下跌7.53%，同期上证综指上涨3.87%，沪深300指数下跌5.95%，年内在量化高频交易和市场扩容助力之下，交易趋于活跃，日均成交额较去年同期略有提升。板块各标的中，年内涨幅第一的是次新股财达证券，年内上涨129.62%；之后为广发证券、东方证券和东方财富，在财富管理转型成为一致预期的大背景下，年内分别上涨58.37%、36.57%和35.20%；兴业证券年内上涨6.47%，排名行业第五。

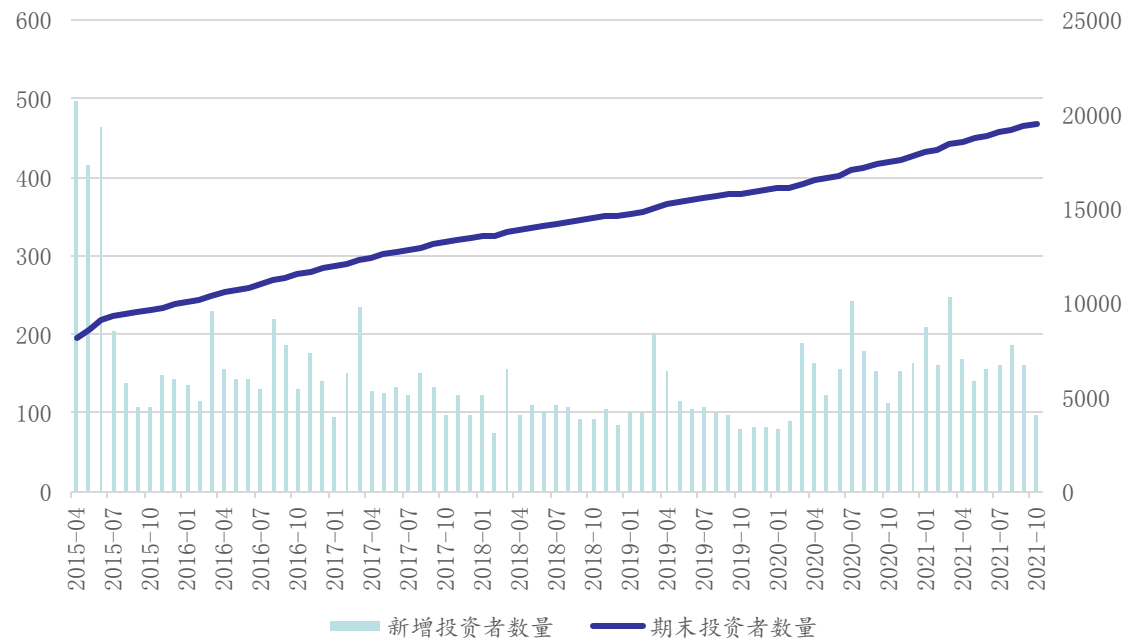
2. 财富管理大逻辑向中长期演进

图3： 2006-2020中国个人持有可投资资产总体规模情况



数据来源：招商银行私人财富报告，东兴证券研究所

图4： 2015年4月-2021年10月投资者数量情况（单位：万人）

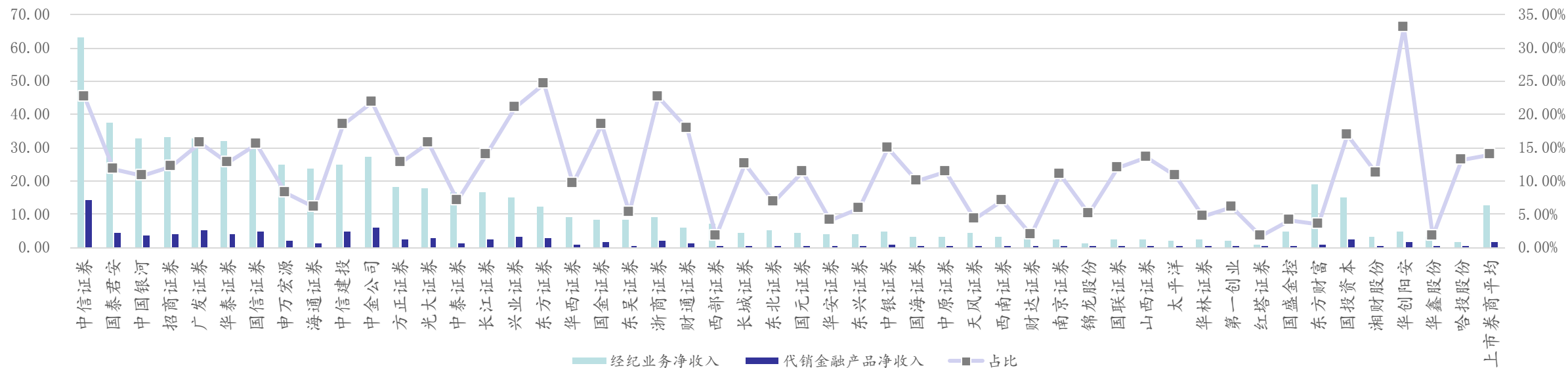


数据来源：中国证券登记结算有限公司，东兴证券研究所

在我国十四五规划中，推动经济总量和城乡居民人均收入迈上新台阶是事关民生福祉的重点任务。可以预见，未来一段时间居民收入仍将平稳增长，居民可投资资产的持续积累打开我国财富管理业务空间。此外，居民不断增强的投资意识和持续革新的投资理念有望进一步提升其对券商财富管理和资产管理的认可度。

2. 财富管理大逻辑向中长期演进

图5：2021年上半年上市券商证券经纪、代理买卖金融产品业务净收入情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东兴证券研究所

证券行业自2019年起才全面开启财富管理转型，当前仍处于发展的初级阶段，业务模式、人员培养、制度规范和风险管理等方面仍处于探索和磨合期，各条线间的业务协同利润尚未充分释放。后续监管政策也会持续跟进，将对业务开展产生长期影响。预计财富管理大逻辑将从短期向中长期演进，“长跑冠军”将从综合实力具备显著优势的头部财富管理平台中决出。

3. 北交所开市运行，市场注册制改革加速推进

北交所开市有效激发市场活力，并对券商交易、投行、直投等业务构成直接利好，做大券商业绩蛋糕。中长期看，注册制改革仍是未来一段时间我国资本市场的关键词，作为注册制下资本市场的“守门人”和改革的主要参与者，较高的市场关注度有望与证券行业自身发展产生正向共振，进而带动行业景气度不断上升。

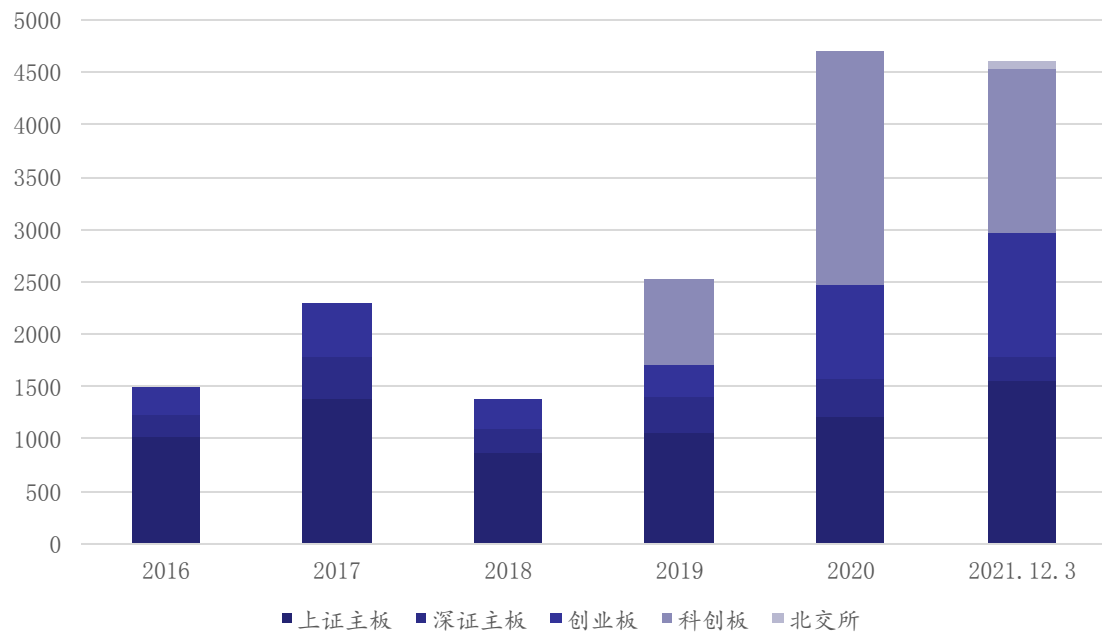
图6：近三年，我国资本市场全面深化改革重要时间节点及期间市场交易额情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、中国证监会、中国证券业协会，东兴证券研究所

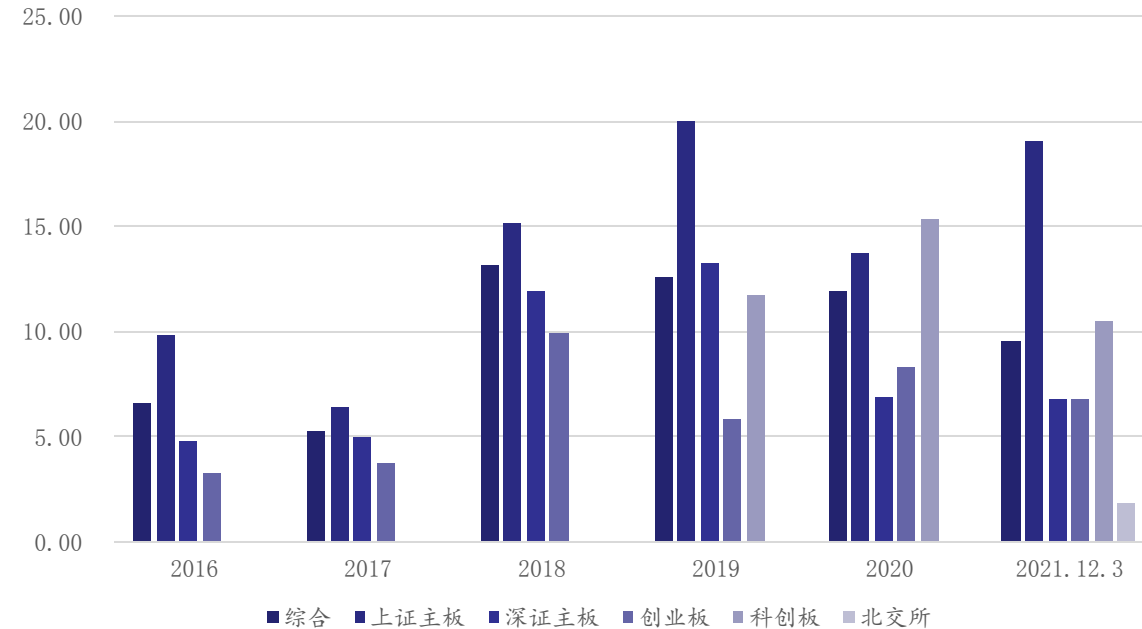
3.1 全面注册制预期下，投行仍为证券公司重要增长极

图7：2016-2021.12.3市场IPO募资规模情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

图8：2016-2021.12.3市场IPO单均规模情况（单位：亿元）

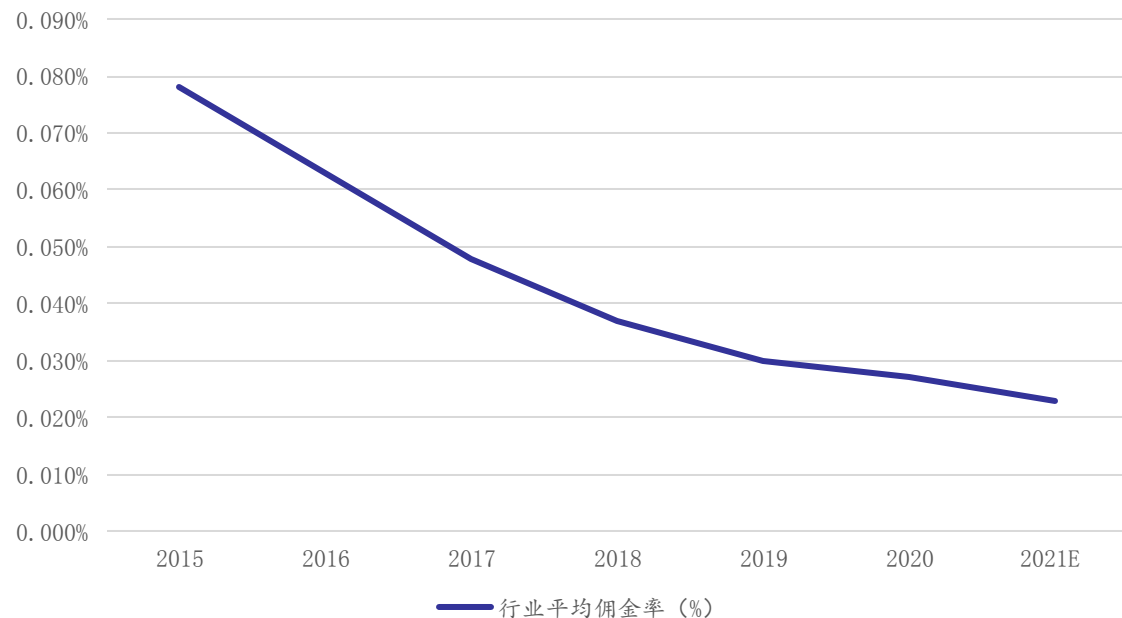


数据来源：Wind，东兴证券研究所

年内，随着北交所开市、创业板注册制改革落地、科创板持续贡献，A股发行门槛适当放开、上市条件更加细化和“接地气”、发行效率大幅提升，极大的打开了投行业务的市场空间。我们预计，在市场改革加速推进、全面注册制预期下，证券公司在支持企业直接融资、深度参与中小企业成长方面将发挥更加深刻的作用，资本市场的“守门人”地位凸显，投行业务仍是券商重要的业绩贡献点。

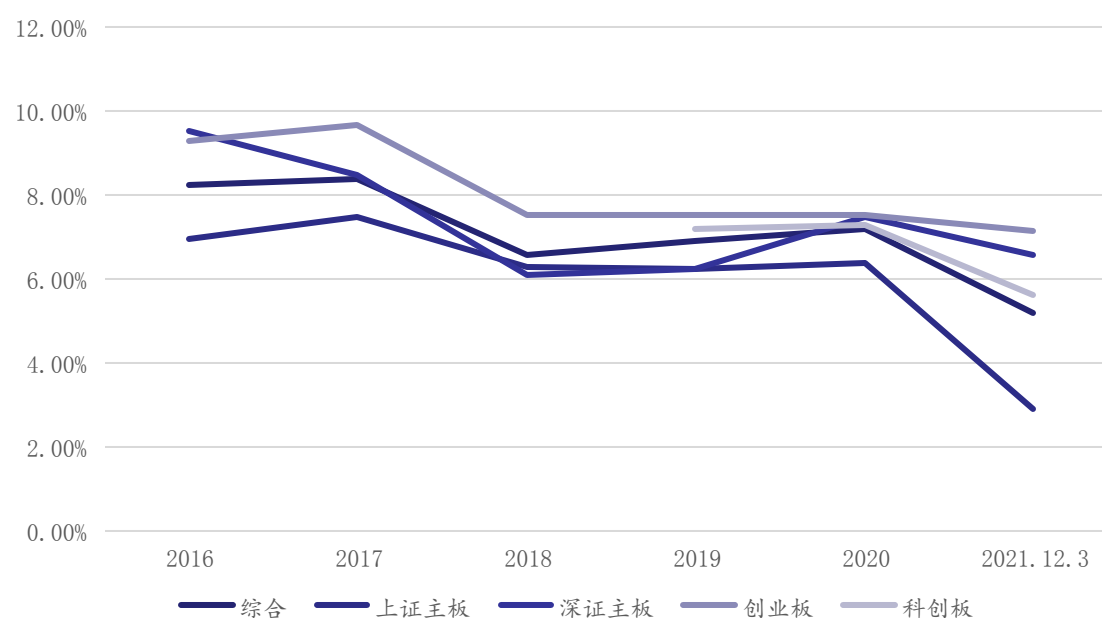
3.2 手续费价格战持续，费用类收入贡献下降

图9：2016-2021Q3券商经纪业务手续费率（单位：%）



数据来源：Wind，中国证券业协会，东兴证券研究所

图10：2016-2021.12.3券商承销与保荐费率（单位：%）

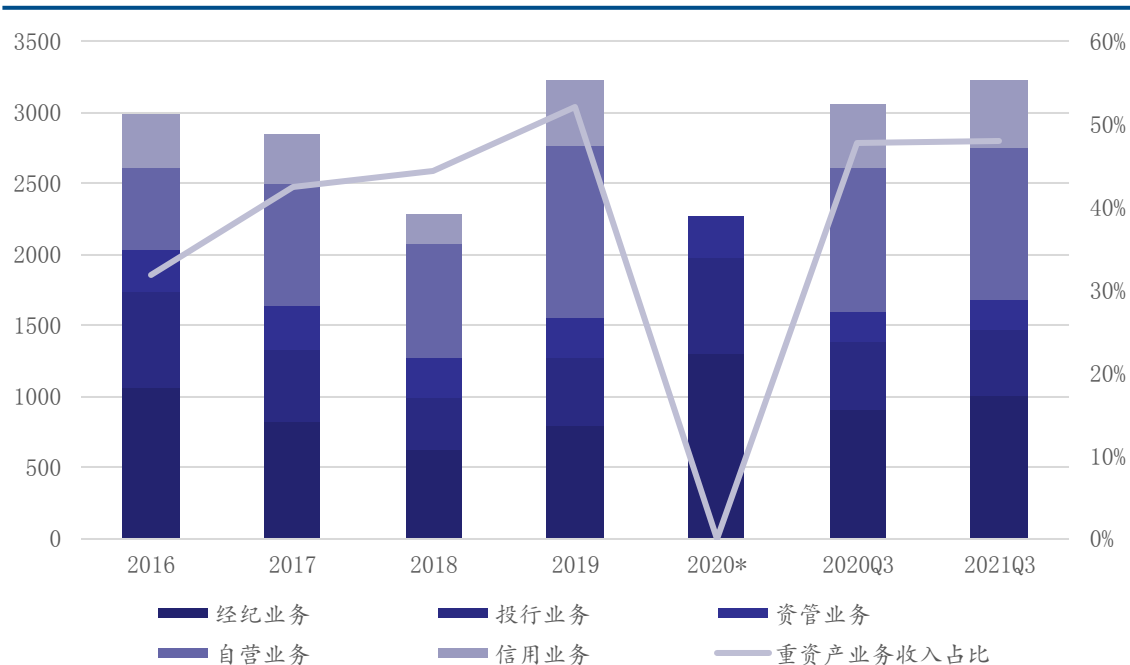


数据来源：Wind，东兴证券研究所

当前我国证券公司盈利仍较为依赖手续费及佣金收入，但高度同质化的服务和买方市场环境致使券商缺乏议价底气及空间，行业经纪业务、投行业务等价格战屡禁不止，过于追求规模和市占率使行业竞争持续白热化。2015年以来，经纪业务佣金率加速下行，投行中部分债券承销项目甚至打出“超低打包价”的宣传牌。在此背景下，证券公司佣金类收入占比持续走低，市场规模与收入脱钩的问题或长期存在。

3.3 发展重心继续向重资本业务倾斜

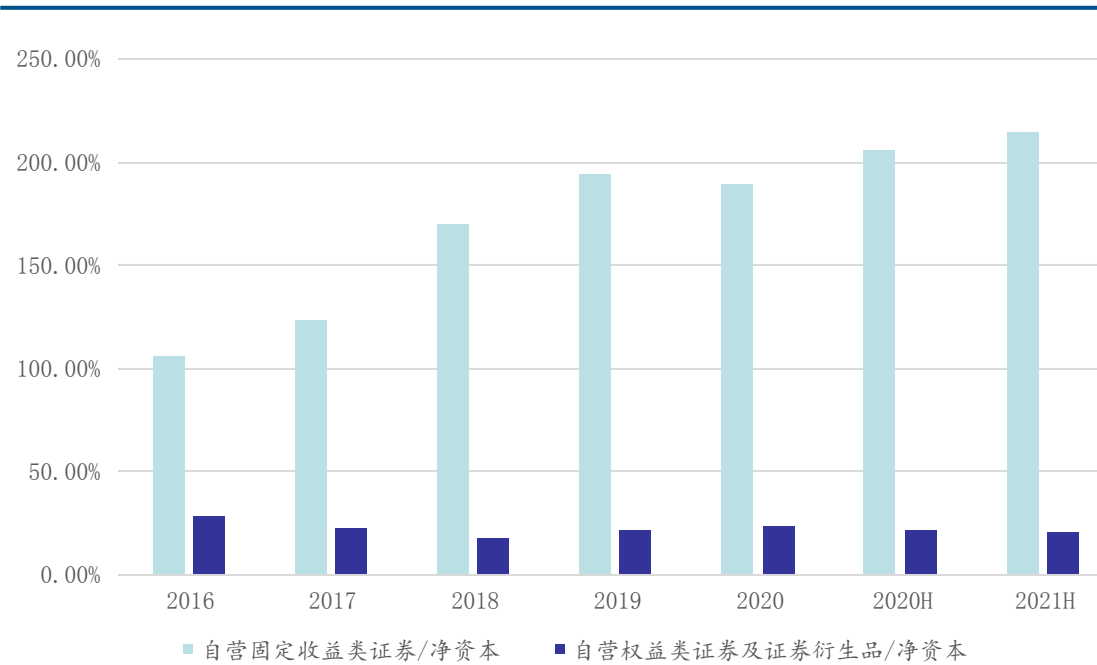
图11： 2016-2021Q3证券公司收入结构（亿元，%）



数据来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

*其中，2020中国证券业协会未披露年度自营、信用业务收入

图12： 2015-2021H上市券商自营资产规模情况（%）

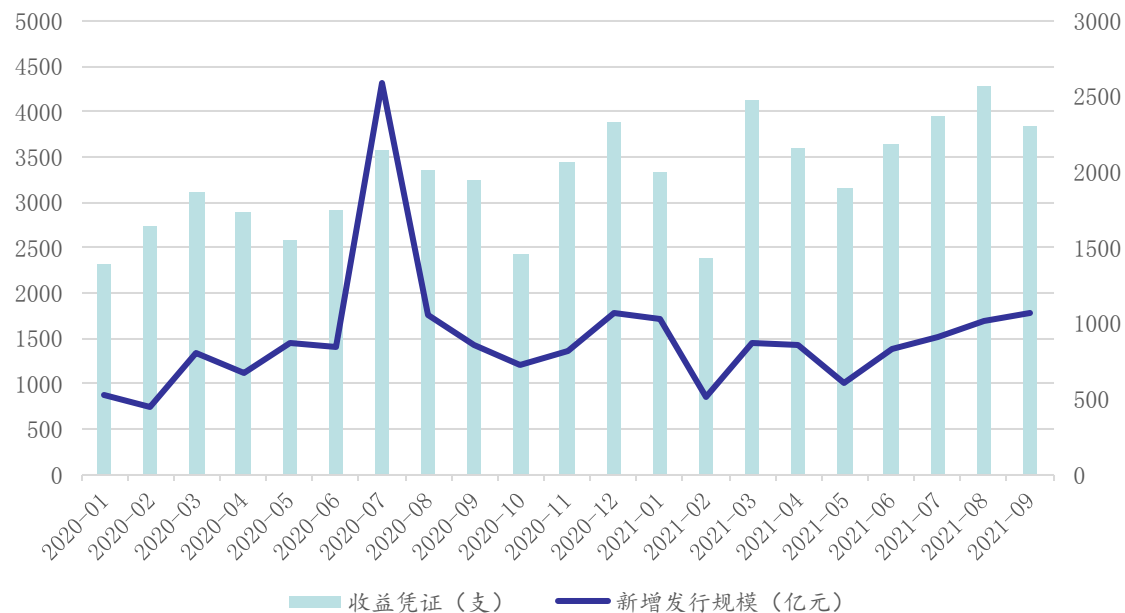


数据来源：Wind，东兴证券研究所

行业竞争持续加剧，佣金类业务价格战难以遏制，重资本业务成为证券公司盈利提升的突破口。近年来，证券公司不断加大自营资产配置比例，自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营固定收益类证券/净资本这两大指标保持上升态势，投资收益成为公司最重要的收入来源。

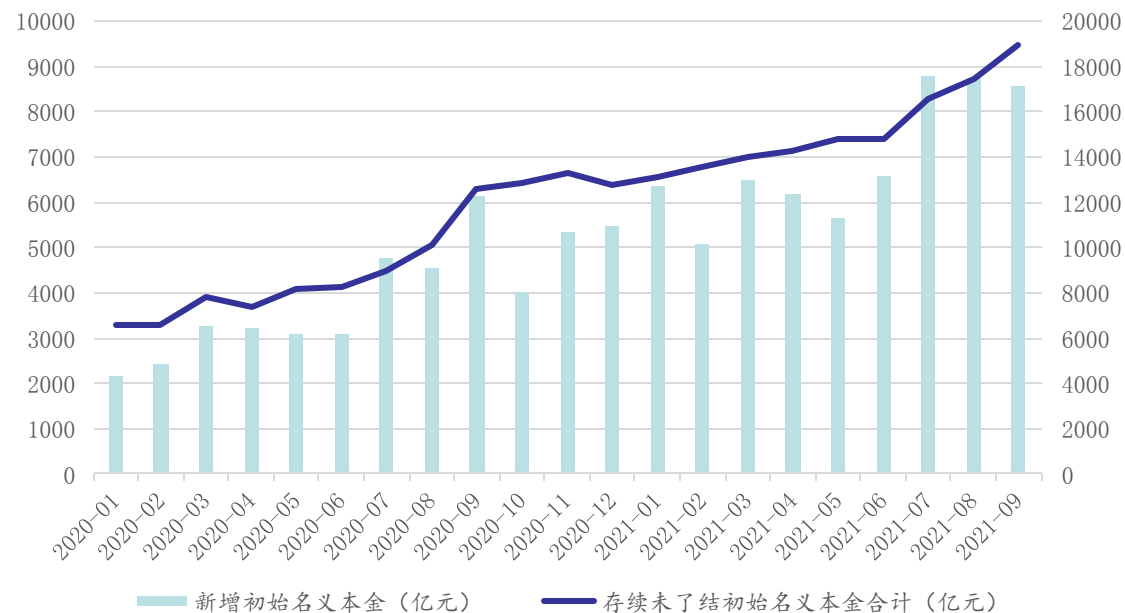
3.3 发展重心继续向重资本业务倾斜

图13：2020年至今证券公司收益凭证规模



数据来源：中国证券业协会《场外业务开展情况报告》，东兴证券研究所

图14：2020年至今证券公司场外衍生品名义本金情况

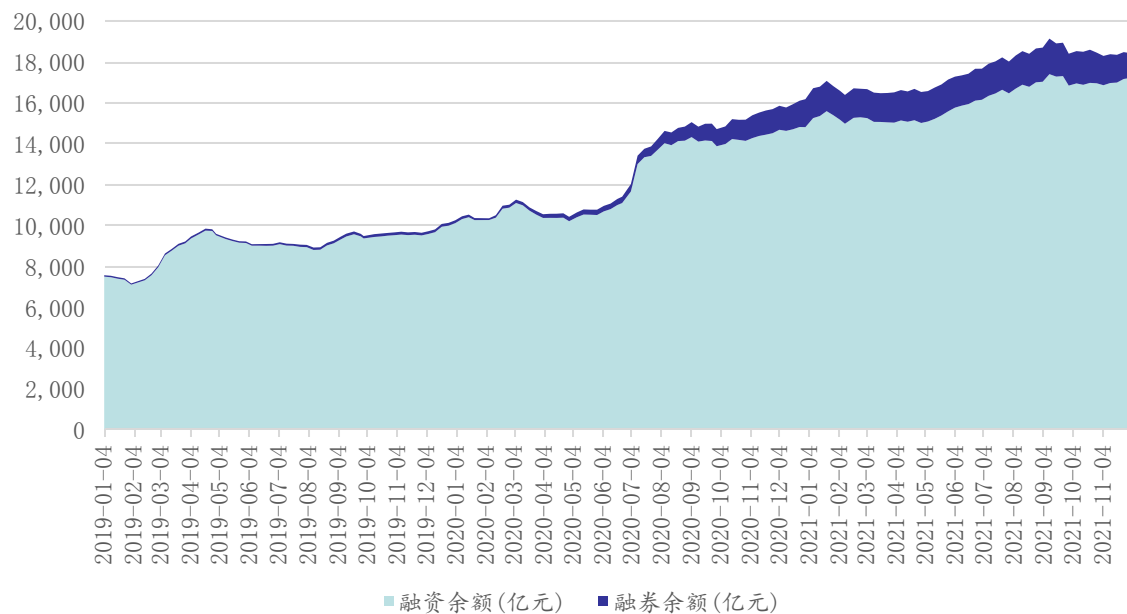


数据来源：中国证券业协会《场外业务开展情况报告》，东兴证券研究所

在投资资产配置结构上，量化、非方向性投资、衍生品等领域成为证券公司投资的新选择，有望助力投资实现风险对冲，降低投资收益波动，获取更为稳健的收益。此外，证券公司在融资融券、股票质押业务也投入“重兵”，两融更趋向“随行就市”，而股质更重风控，信用业务的发展有望与投资业务实现优势互补，提升资本运用效率。

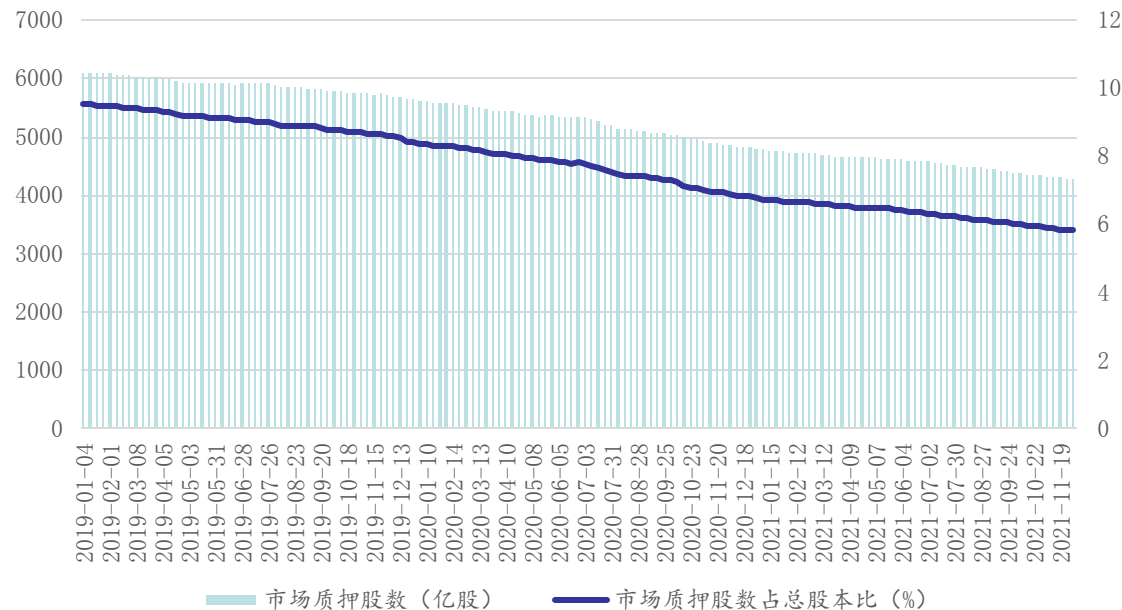
3.3 发展重心继续向重资本业务倾斜

图15： 2019.1.1-2021.12.3 市场两融余额情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

图16： 2019.1.1-2021.12.3 市场股票质押规模情况

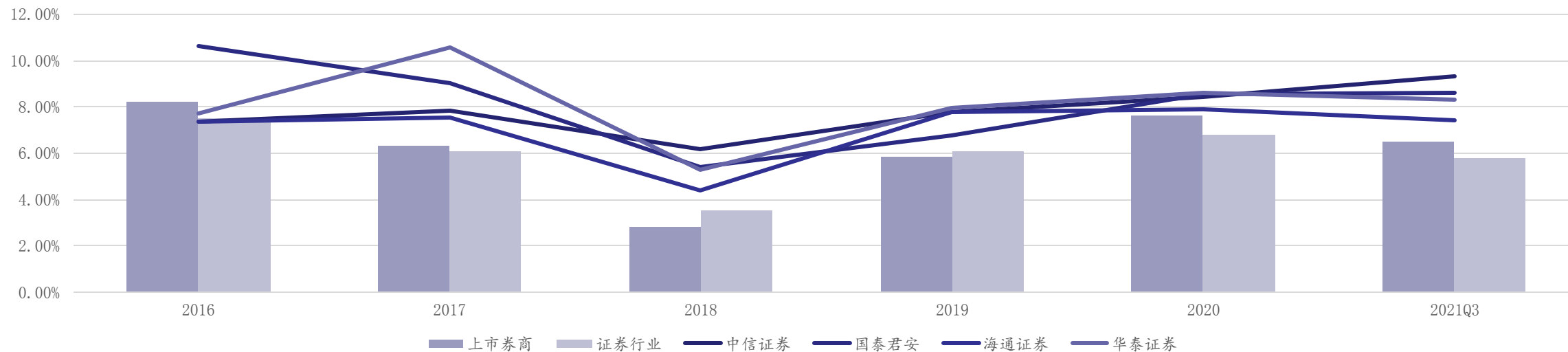


数据来源：Wind，东兴证券研究所

年内，融资融券和股票质押业务规模一升一降，在业务风险得到有效纾解的同时，信用业务实现净收入较快增长。其中，两融业务受益于政策松绑、市场活跃度提升等多种因素，规模持续攀升，业务收入贡献提升；股票质押业务方面，在2018年极端的市场行情为券商敲响警钟后，证券公司的风险意识增强，开展新业务时趋于审慎，同时逐步压降存量风险业务规模，全市场业务规模持续下降。

4. 大、小券商业绩分化，头部券商强者恒强

图17： 2016-2021Q3头部券商与行业ROE对比（单位：%）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

在经营过程中，大型券商因其客户资源丰富、资本实力雄厚，规模效应更为突出。做大规模能更有效的摊薄业务成本，提升公司竞争优势，集团化运营更有望最大化发挥协同效应。同时，相对均衡的业务结构能更有效的对冲市场风险，增强业绩确定性。而中小券商面临存量客户规模有限、项目数量少、资本金规模小、业务发展不均衡等多重困境，特别在以投资收益为主要贡献的格局下，一旦个别较大体量的投资项目出现风险，公司业绩将面临较大的不确定性。

5. 推荐标的：中信证券——不确定中寻找确定，龙头护城河不断拓宽

做大做强航母级头部券商，公司适时扩表继续收获政策红利。当前证券行业处于供给侧改革、金融对外开放加速创新、全面注册制三大风口，行业资源不断向头部聚集，中信证券作为行业龙头正加速收获政策红利，公司在做大资产负债表方面继续走在行业前列，财务杠杆率近两年来持续放大，已接近前期高点，且核心投资类指标“权益/净资本”和“固定收益/净资本”均高于可比券商。

公司创新优势突出、业务布局更趋合理，应对外资投行冲击能力较强。面对大型外资机构对我国证券行业的冲击，中信证券先行布局，业务结构上逐步向国际一流投行看齐，不仅各项业务综合排名均稳居行业前列，且均衡和具有前瞻性的业务布局从一定程度上为公司降低业绩波动。券商创新业务门槛有抬高趋势，作为A类AA级券商，公司优先享受创新红利，创新业务市占率中长期或将继续提升。

全面注册制可期，“投行+直投”模式为公司贡献稳定业绩增量。公司投行业务多项细分指标稳居行业第一，在全面注册制快速推进之下，公司凭借资本实力和业务资源优势，新项目储备充足。同时，公司利用子公司金石投资、中信证券投资开展私募股权投资和直投业务，全流程参与上市公司成长，协同效应有望加速显现，实现“1+1+1>3”的经营成果。

年内充分计提信用减值降低业务风险，业绩确定性增强；配股落地释放估值风险。公司季报针对两融及股质业务计提了大量的信用减值，业务风险基本出清。我们认为，信用风险触发主要取决于市场及信用状况，在市场持续回暖的情况下，风险得到有效释放，进而增强业绩确定性。此外，公司配股进展过程中估值风险已得到有效释放，投资价值凸显。

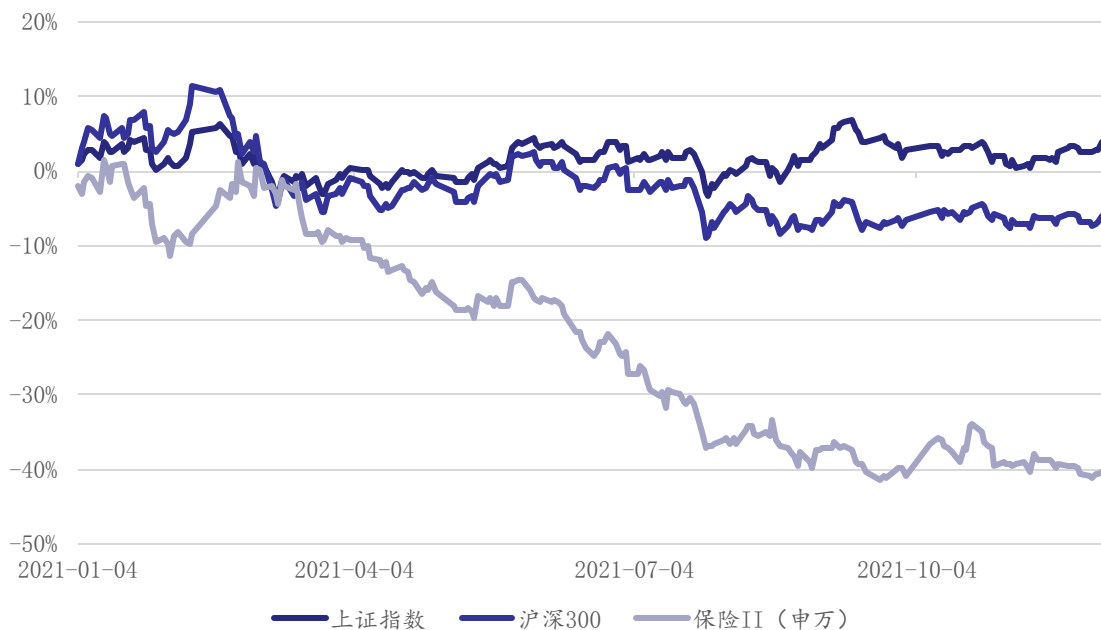
公司的 α 和市场的 β 共振，投资价值有望持续提升，维持“推荐”评级。

保险板块

——诸多负面因素齐具，业绩、估值修复仍需时日

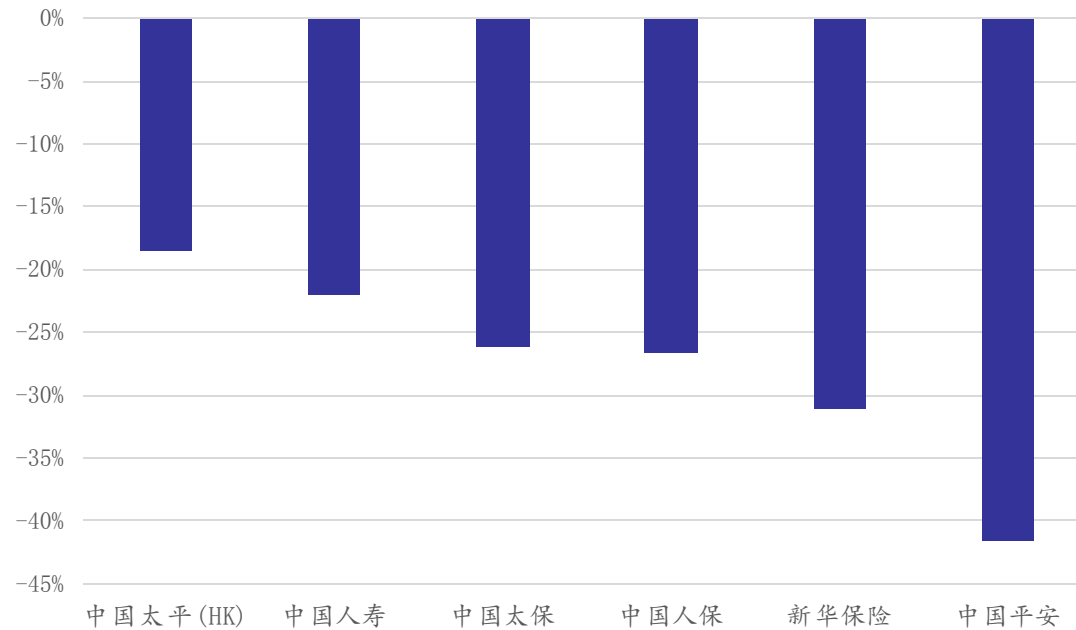
1. 行情回顾：股价持续低迷，年初至今申万二级行业垫底

图18：截至2021年12月3日保险板块走势情况（单位：%）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

图19：截至2021年12月3日保险板块个股走势（单位：%）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

年初以来，受疫情和监管政策影响，保险主业增速放缓，保费收入复苏不及预期，车险综改、健康险规范、强化双录、自保件考核等政策出台，行业监管趋严。同时，市场利率长期保持下行趋势，房地产市场暴雷等因素影响保险公司投资端收益。保险板块整体表现较差，截至12月3日，申万二级保险指数下跌40.45%。个股方面，中国太平（港股）跌幅最小为-18.53%，中国平安跌幅最大为-41.69%。

表1：2021年下半年银保监会保险行业相关政策发布不完全统计

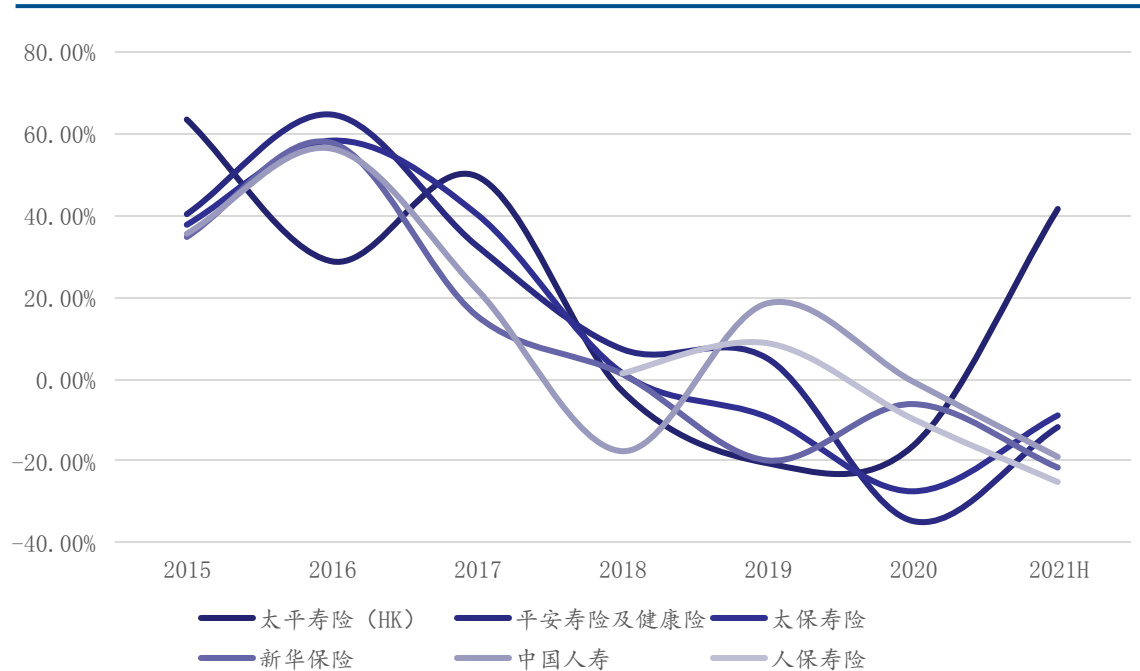
日期	监管文件	日期	监管文件
2021-11-19	《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》	2021-08-26	《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》
2021-11-17	《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	2021-08-10	《保险公司非寿险业务准备金管理办法（征求意见稿）》
2021-11-05	《保险中介行政许可及备案实施办法》	2021-07-29	《再保险业务管理规定》
2021-10-27	《保险公司非寿险业务准备金管理办法》	2021-07-16	《银行保险机构消费者权益保护监管评价办法》
2021-10-22	《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》	2021-06-21	《保险公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理规定》
2021-10-14	《银行保险机构大股东行为监管办法（试行）》	2021-06-08	《银行保险机构公司治理准则》
2021-10-13	《意外伤害保险业务监管办法》	2021-06-04	《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》
2021-09-03	《保险集团公司监督管理办法（征求意见稿）》		

数据来源：中国银保监会、中国保险业协会，东兴证券研究所

年内监管层面频繁出台文件，范围涵盖规范代理人展业行为、保险公司管理等各方面。其中严控人身险销售人员自保件和互保件、部分地区要求保代在展业过程中施行双录等，短期对保单销售产生负面影响，但从长期来看，规范代理人展业有利于提升代理人队伍质态，促使低效代理人脱落，打击夸大、虚假宣传等行业乱象，提升保险销售行为的市场认可度。我们认为，2022年仍是监管大年，偿二代二期工程预计将于年初落地，部分试点规定也将向全国推广，行业监管趋严必将带来阵痛，但长远来看有助于引导行业高质量发展。

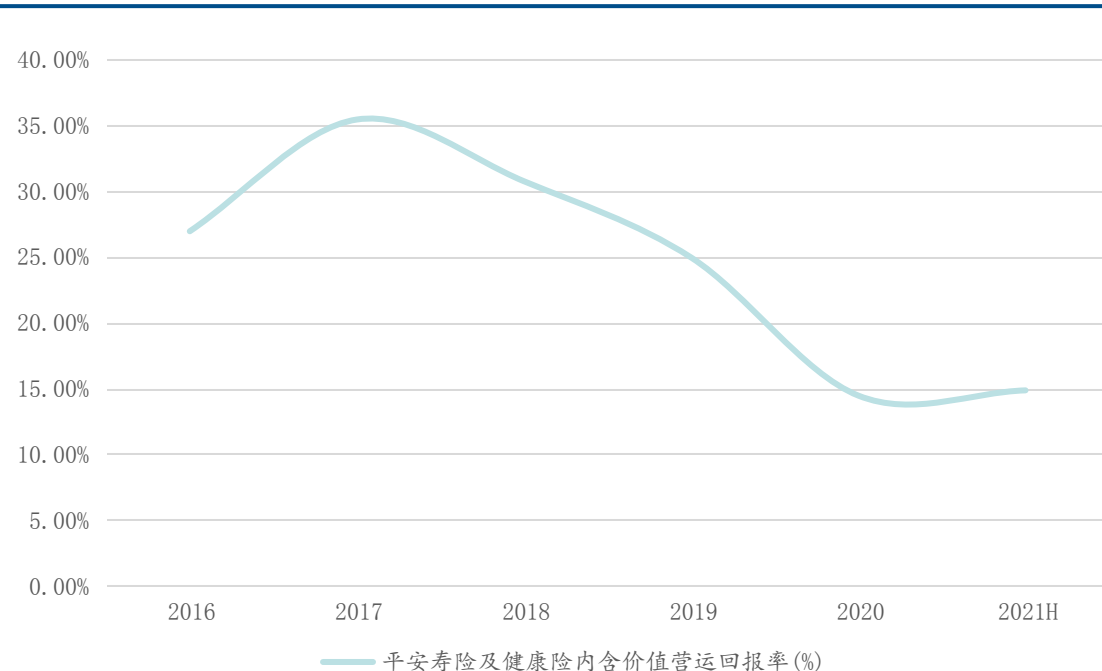
3. 人身险：供需错配是负债端主要矛盾，外资鲶鱼抢占高端市场

图20：2015-2021H上市险企NBV增速情况（单位：%）



数据来源：公司年报，东兴证券研究所

图21：2015-2020中国平安ROEV情况

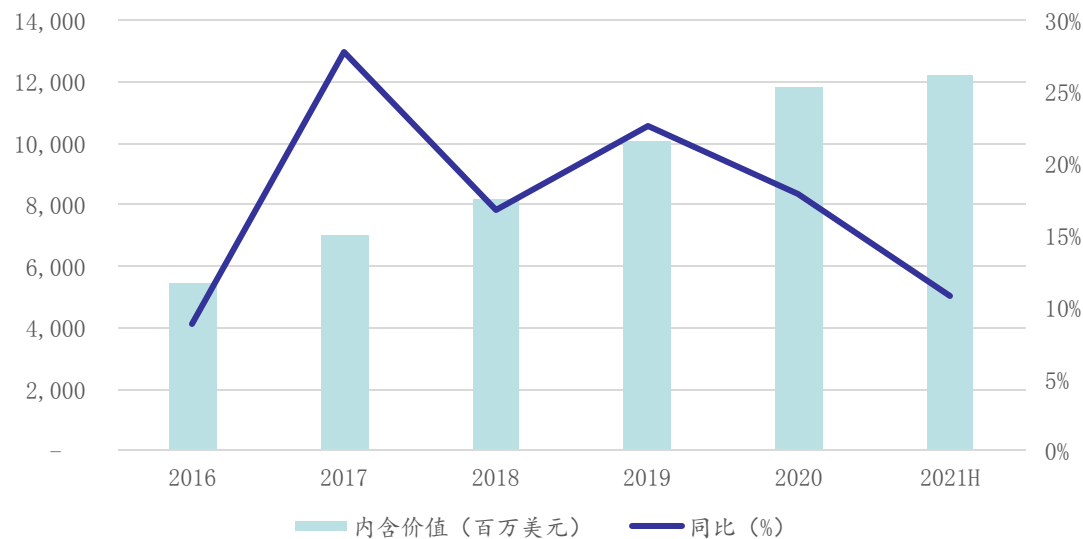


数据来源：公司年报，东兴证券研究所

在代理人增员困难、互联网保险分流效应、新冠疫情等多重因素影响下，寿险主业增速下降。上市险企寿险新业务价值增速均有不同程度放缓，内含价值回报率波动向下。

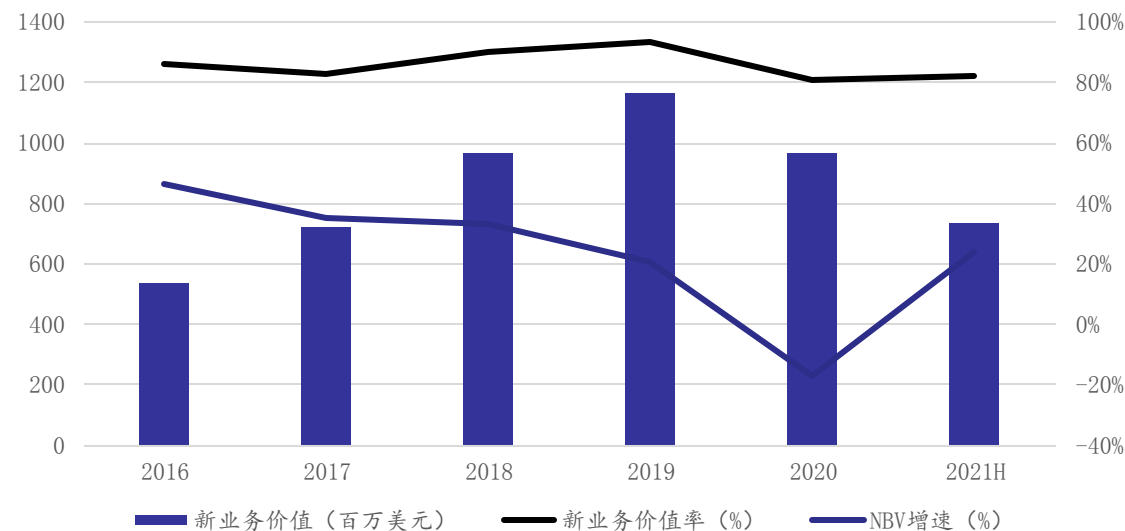
3. 人身险：供需错配是负债端主要矛盾，外资鲶鱼抢占高端市场

图22：2016年-2021H年友邦中国内含价值情况



数据来源：公司年报，东兴证券研究所

图23：2016年-2021H年友邦中国新业务价值情况



数据来源：公司年报，东兴证券研究所

作为首家外资独资的寿险公司，友邦人寿与2020年8月正式成立，接管友邦在中国内地的全部寿险业务。在此前，友邦中国囿于政策限制只能在上海、北京、江苏、广东、深圳、天津、石家庄七个城市开展业务，尽管如此，自2015年至2020年，友邦中国在内地取得了优秀的经营业绩，内含价值、新业务价值增速均优于国内上市寿险公司，新业务价值率保持在80%以上。

友邦保险在产品的设计、营销模式、代理人队伍质态等多方面都具有较强的竞争优势，随着政策的放开，友邦有望突破多年的政策限制，将经营范围拓宽到更广泛的区域。针对面向中高端客户的长期保障型业务市场，友邦的进入将对国内寿险公司造成严重挑战。

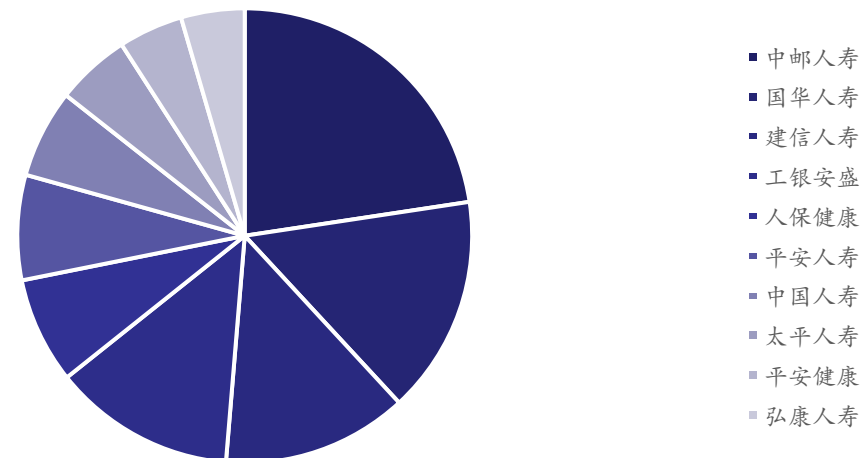
3. 人身险：供需错配是负债端主要矛盾，外资鲶鱼抢占高端市场

图24：2016年-2020年互联网人身险市场发展情况



数据来源：中国保险行业协会《2020年互联网人身保险市场运行情况分析报告》，东兴证券研究所

图25：2020年前十名互联网寿险公司销售规模（单位：亿元）

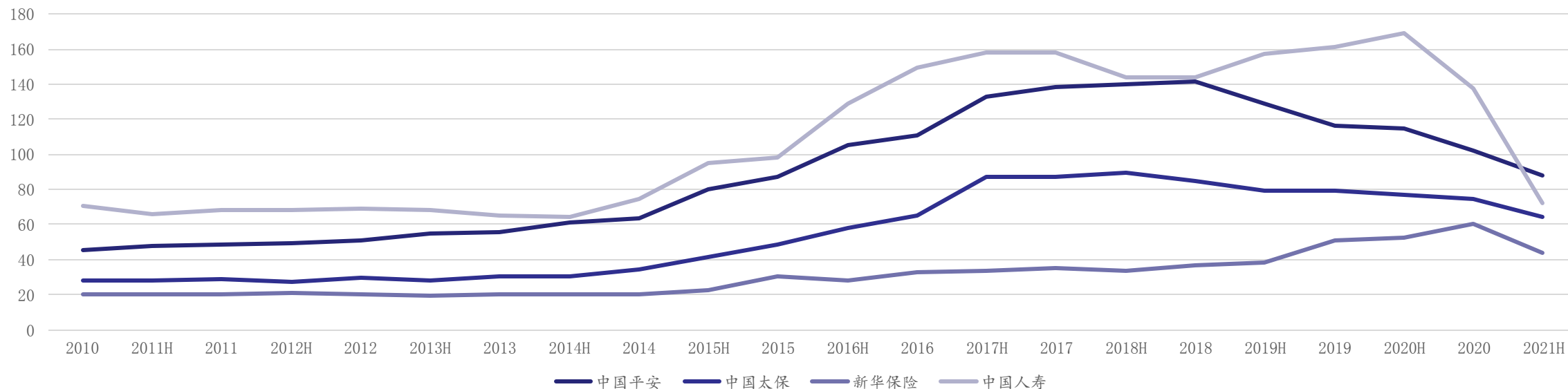


数据来源：中国保险行业协会《2020年互联网人身保险市场运行情况分析报告》，东兴证券研究所

相比以线下代理人渠道为主的传统人身险，互联网保险产品通过以规模换价值的策略，通过低价打通下沉市场，成为许多中低收入消费者首份保单的首选。故短期来看，互联网保险有效拓展了保险消费者的购买场景，随着网络的渗透成为重要的销售渠道之一，也为代理人规模小的中小险企提供了差异化竞争机会。但保险产品因其条款的复杂性、理赔环节不透明性等特点，造成购买门槛较高，投资者购买互联网保险产品后发生的维权事件也屡见不鲜；同时，以规模换价值的销售策略不断压低保险产品价格，使保险行业也陷入价格战，甚至部分中小保险公司只做互联网保险，拉低价格抢占市场，激化行业竞争。

3. 人身险：供需错配是负债端主要矛盾，外资鲶鱼抢占高端市场

图26：2010-2021H A股上市人身险公司个险营销代理人数量（单位：万人）

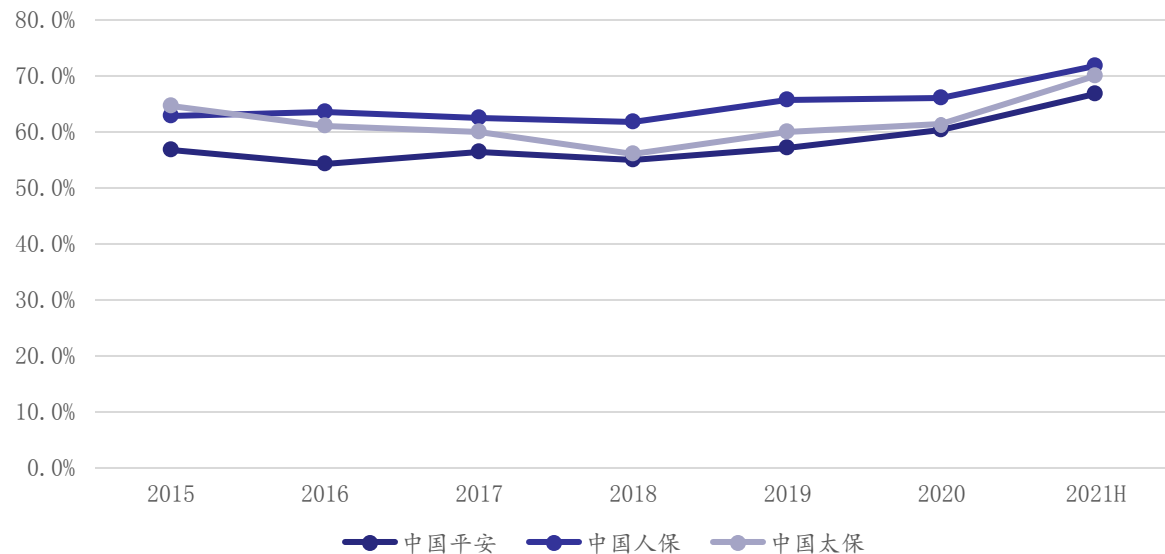


数据来源：公司年报，东兴证券研究所

伴随着保险行业的发展，“人海战术”的传统销售模式难以为继，上市险企纷纷加快代理人渠道改革，淘汰低产能人力，提升队伍质态，实现渠道高质量发展。同时严把入口关，提升新人的招聘门槛，进而从招募、培养、考核、赋能等多个角度，多措并举提升代理人效能，打造优质队伍。在渠道新发展战略引导下，行业代理人规模短期内降幅较快，但绩优人力队伍保持稳定、人均产能提升。我们预计，随着代理人渠道改革继续推进，国内寿险公司将以更优质高产的人力队伍应对市场需求变革和外资险企的冲击。

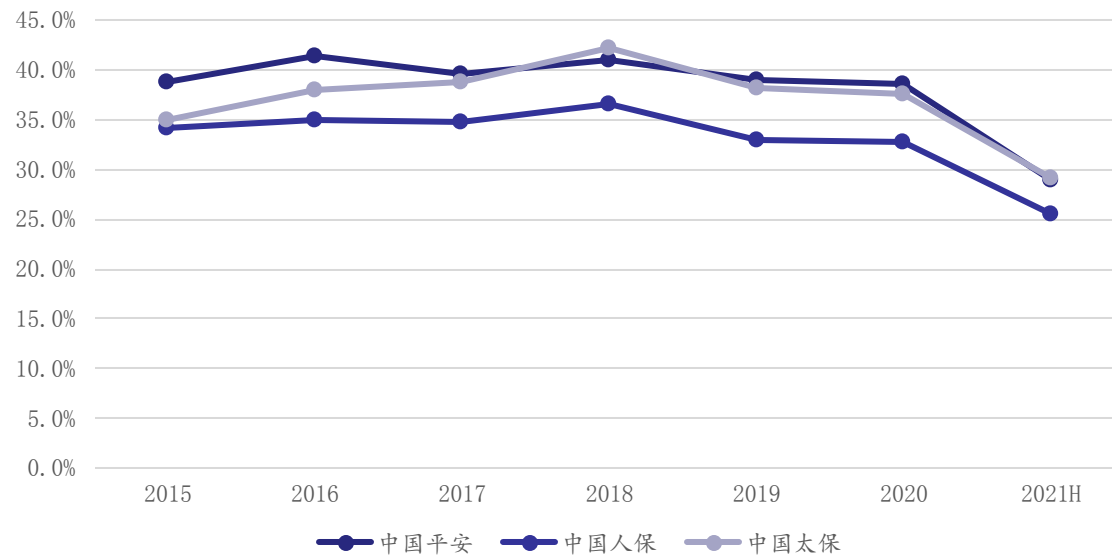
4. 财产险：车险综改影响逐步平稳，多元化变革仍是长久之计

图27：2016-2021H A股上市产险公司赔付率情况（单位：%）



数据来源：公司年报，东兴证券研究所

图28：2015-2021H A股上市产险公司费用率情况（单位：%）

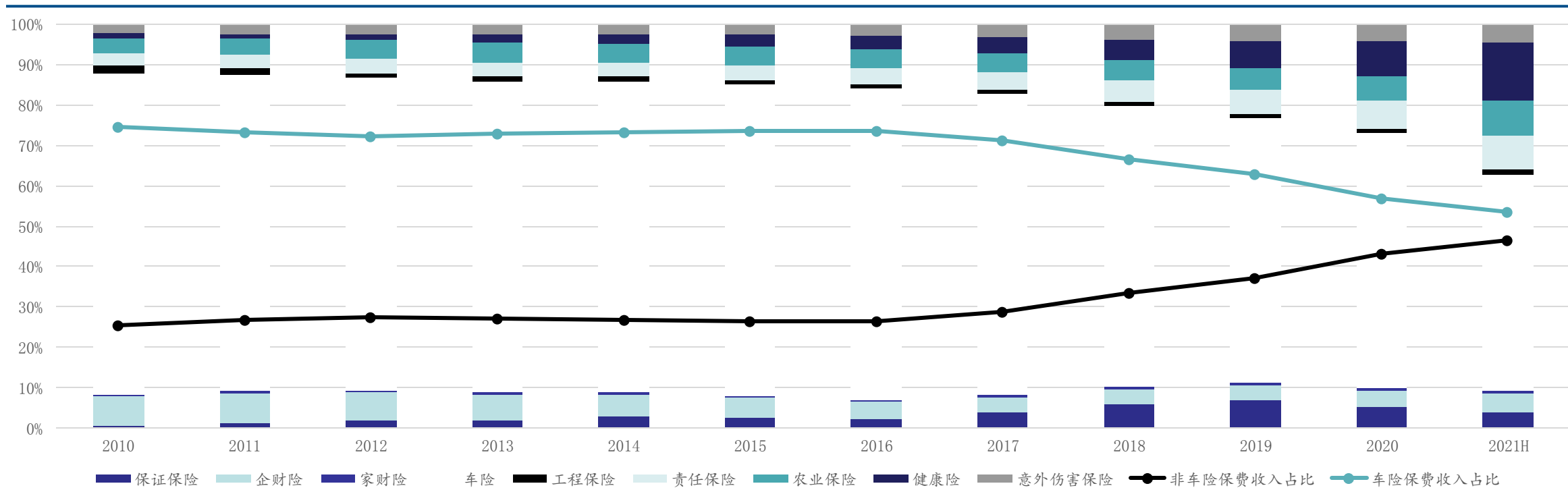


数据来源：公司年报，东兴证券研究所

我国车险综改实施已满一年，引导行业提升保障额度、降低保险收费，让利消费者。为适应综改要求，年内保险公司在调整产品策略的同时严控费用，力争缩短调整周期。从险企层面看，大型险企通过规模优势、定价优势和渠道优势较快实现综合成本压降，而越来越多的中小险企将在长期的亏损中退出竞争，行业格局实现精简优化。展望2022年，车险费改对赔付率的影响将逐步弱化，预计行业赔付率增速或将放缓。而在行业格局持续优化的情况下，竞争环境逐步改善，费用率或在短期上升后逐步回落，车险承保利润率或将企稳回升。

4. 财产险：车险综改影响逐步平稳，多元化变革仍是长久之计

图29：2010-2021H 财产保险公司分险种保费收入及车、非车保险占比情况（亿元，%）

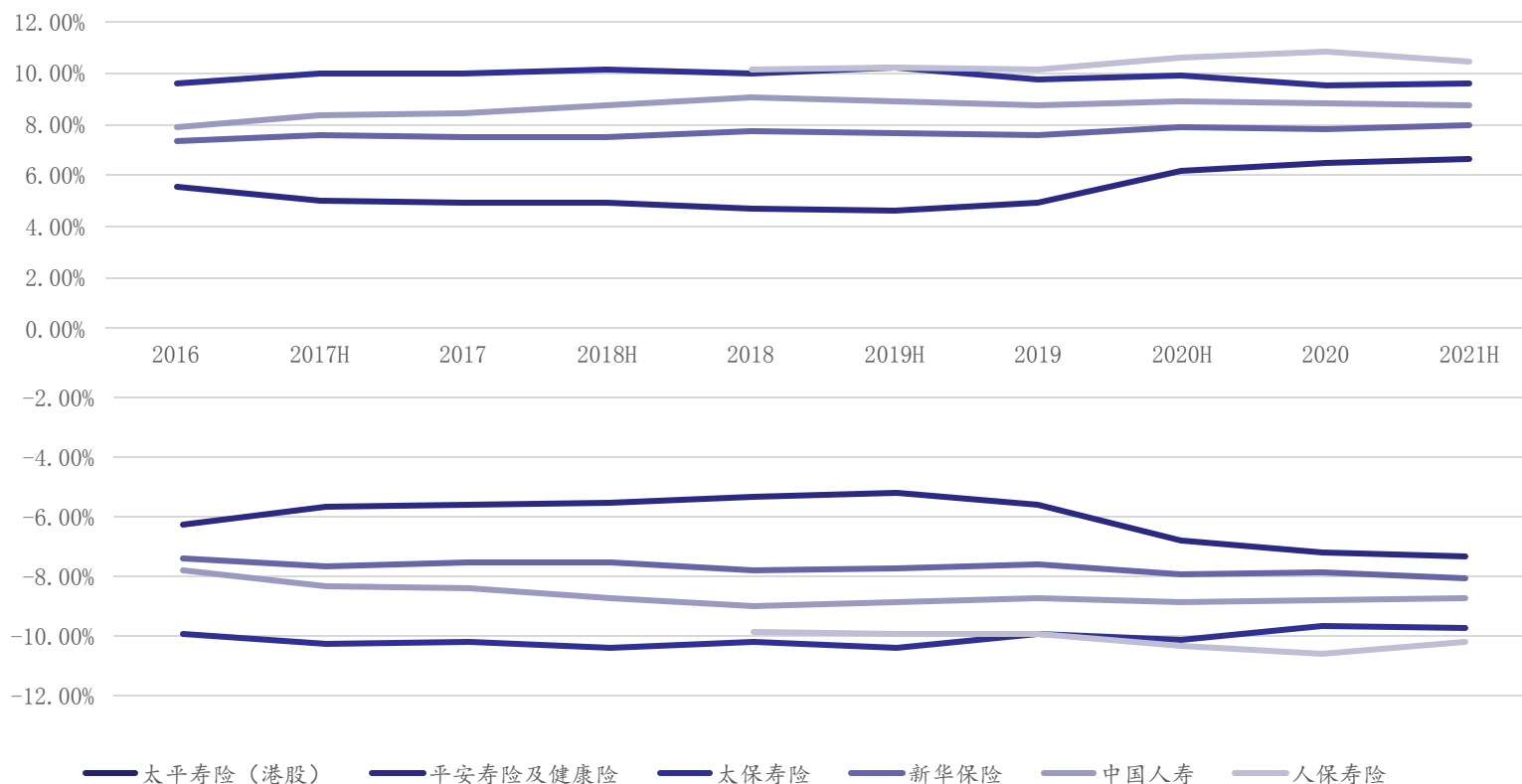


数据来源：中国银保监会，东兴证券研究所

总体来看，在我国汽车保有量增速放缓压降车险市场增长空间的大趋势下，财产险的多元化发展是长期趋势，产险企业发展重心将持续向商业性农险、意外险、短期健康险等领域倾斜。

5. 主业增速下滑，投资端或成胜负手，行业β属性不断增强

图30：投资收益率假设变动对寿险公司内含价值的影响



注：其中太平寿险、平安寿险及健康险数据包含风险贴现率变动情况

数据来源：公司年报，东兴证券研究所

在保险主业面临增长困境的背景下，投资收益已经成为寿险公司寻求盈利增速的新动能，因此险企在资产配置策略中股权类资产配置比被逐步提升以追求更高的投资收益。伴随着配置比例的提升，在精算假设中，利差损、益对内含价值的影响程度逐步提升，投资行业β属性不断增强。

根据6家上市险企（5家A股+1家港股）2016-2021年上半年的寿险精算假设数据，投资收益率假设增加或减少50基点对对寿险内含价值数额的影响呈扩大趋势，太平、平安、国寿均扩大了近1pct。

2021年，受新冠疫情区域性爆发、宏观经济增长承压、监管趋严、居民消费需求变动影响，我国保险行业以转型促发展，深化渠道、产品、服务等多维度改革，促进行业高质量发展。但改革阵痛难以避免，截至10月行业总保费收入略有下滑。

同时，我们认为近三年为保险行业监管大年，政策和监管将引导行业走向规范化。中长期看，我国保险市场仍有巨大空间，但多年来积累的代理人渠道重量轻质、产品结构单一、过度和无序竞争等顽疾仍待解决，随着监管要求与市场需求的双向发力，行业改革逐步进入深水期，我们坚定看好保险行业的长期发展逻辑。

当前面临监管趋严、疫情反复、行业转型压力、市场需求变革等诸多不确定因素，短期内行业业绩和估值修复仍待观察。

风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019年加入东兴证券。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。