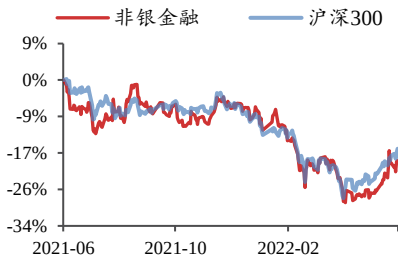


非银金融

2022 年 06 月 26 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-宏观环境利好非银，投资主线聚焦成长》-2022.6.19

《上市保险公司 5 月保费收入数据点评-财险景气度有望回升，寿险转型进程仍需观察》-2022.6.15

《行业周报-继续看好券商板块机会，推荐两类成长型标的》-2022.6.12

养老目标基金提前受益，利好产品和渠道头部机构

——《个人养老金投资公募基金》征求意见稿点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

事件：6月24日，证监会就《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称《暂行规定》）向社会公开征求意见。

点评：

● 明确个人养老金投资公募基金制度安排，鼓励长期投资

《暂行规定》明确个人养老金投资公募基金的制度安排，要点包括：(1)明确个人养老金可投资基金范围，实施名录管理，每季度更新，优先纳入养老目标基金，后续拓展风格稳定、长期业绩良好的产品(股/混/债/FOF等)。(2)明确基金销售机构范围。(3)基金管理人、基金销售机构在产品销售中可提供相关账户服务。(4)明确建立长周期考核机制，考核周期不少于5年。(5)鼓励长期投资，要求单设份额类别，免收销售服务费、申购费，对管理费和托管费实施一定的费率优惠。(6)基金管理人可以针对投资人领取期的资金使用需求对领取期做特别安排。(详见表2)

● 初期优先纳入养老目标基金，头部基金公司更加受益

(1)从美国第三支柱养老体系看，IRA 投向以公募基金为主，2020 年公募基金占比达 45%。长期来看，预计国内个人养老金也将成为公募基金重要的长期资金来源。中性假设下，预计个人养老金年度资金规模 2730 亿元，试点阶段预计资金体量较小，短期影响有限。(2)《暂行规定》拟优先纳入近 4 个季度规模 5000 万以上的养老目标基金(即运作满一年)，截至 2022Q1 末共有 41 家基金公司的 82 只基金符合要求，合计规模达 704 亿，以头部公司为主(见表 4)。后续制度全面推开后，将纳入长期业绩良好、适合个人养老金长期投资的基金，预计长期收益率突出的头部基金公司竞争优势更强。(3)免收销售服务费、申购费的政策要求体现了金融普惠的特征，对于互联网三方渠道来看，代销收入中尾佣占比超 60%。

● 银行、券商及三方领域的头部机构均有望获益，看重衍生客户价值

《暂行规定》要求基金销售机构需满足最近 4 个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于 200 亿元，其中个人投资者持有的股票基金和混合基金规模不低于 50 亿元。我们统计截至 2022Q1 末共有 39 家代销机构符合第 1 条条件，其中，银行/券商/独立三方渠道分别为 18/15/6 家(见表 5)。渠道方可以根据投资人申请提供相关账户服务，有利于独立完成个人养老金从开户到产品销售环节的业务闭环，预计个人养老金对于渠道端原有竞争格局影响不大。银行渠道在账户开立以及银行理财等多元产品销售上更加受益个人养老金政策。我们预计个人养老金对渠道端初期的增量规模影响有限，但是个人养老金作为长期投资品，客户粘性更强，利于扩大品牌效应，衍生客户价值空间较高，利好排名靠前的渠道机构。

● 看好财富管理赛道长期投资机会，推荐渠道端和产品端龙头公司

个人养老金有望为公募行业带来稳定的增量资金，预计对渠道端原有竞争格局影响不大，头部渠道机构更受益，利好产品端长期投资能力优秀的头部机构，政策或进一步强化财富管理赛道头部机构优势。大财富管理线条利润占比高的头部标的估值有望获得溢价，推荐渠道端龙头东方财富，推荐公募基金利润贡献较高且头部属性较强的广发证券和东方证券，受益标的兴业证券和长城证券。

风险提示：股市大幅波动造成财富赛道盈利不确定性；公募保有规模扩容不及预期。

表1：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2022/6/24	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	25.15	0.83	0.84	1.06	30.30	29.94	买入
000776.SZ	广发证券	18.75	1.42	1.33	1.74	13.20	14.10	买入
600958.SH	东方证券	10.49	0.73	0.59	0.77	14.37	17.78	买入
601377.SH	兴业证券	7.13	0.71	0.71	0.85	10.04	10.04	未评级
002939.SZ	长城证券	10.27	0.57	-	-	18.02	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）除东方财富、广发证券、东方证券外，上述公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

（2）长城证券近 180 天无机构进行盈利预测

表2：《暂行规定》明确个人养老金投资公募基金的制度安排

序号	要点	内容
1	中国结算统筹个人养老金基金信息平台的建设与运营	中国证监会授权中国证券登记结算有限责任公司等机构建设并运营个人养老金投资基金业务的信息平台（基金行业平台）。基金行业平台按照个人养老金相关制度要求与人力资源社会保障部个人养老金信息管理服务平台（信息平台）、开展个人养老金资金账户业务的商业银行、开展个人养老金投资基金业务的基金管理人和基金销售机构等机构建立系统连接，为个人养老金投资基金业务提供支持并实施管理。
2	建立长周期考核机制	基金管理人、基金销售机构应当建立长周期考核机制，对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于 5 年。基金评价机构应当坚持长期评价原则，业绩评价期限不得短于 5 年，不得使用单一指标进行排名或评价，不得进行短期收益和规模排名。
3	个人养老金可投资基金范围	（1）拟优先纳入最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金。（2）在个人养老金制度全面推开后，拟逐步纳入投资风格稳定、投资策略清晰、长期业绩良好、运作合规稳健，适合个人养老金长期投资的股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金和中国证监会规定的其他基金。
4	鼓励长期投资，要求单设份额类别，免收销售服务费、申购费，对管理费和托管费实施一定的费率优惠	个人养老金基金应当针对个人养老金投资基金业务设立单独的份额类别，在基金合同、招募说明书等文件中清晰约定，并根据中国证监会要求进行注册或者备案。该份额类别不得收取销售服务费，可以设置与个人养老金投资基金业务相匹配的机制安排，鼓励投资人长期投资行为。相关机制安排包括但不限于：（一）收益分配方式为红利再投资；（二）豁免申购限制；（三）豁免申购费等销售费用（法定应收取并计入基金资产的费用除外），对管理费和托管费实施一定的费率优惠。
5	领取期可做特别安排	基金管理人可以针对投资人领取期的资金使用需求，在向投资人充分披露的情况下，在个人养老金基金的投资策略、收益分配、赎回机制、基金转换等方面做出特别安排，包括但不限于定期分红、定期支付、定额赎回等，鼓励投资人长期领取行为。
6	基金销售机构范围	《暂行规定》对基金销售机构经营状况、财务指标、公司治理、内控机制、合规管理等方面提出较高要求，并需满足最近 4 个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于 200 亿元，其中个人投资者持有的股票基金和混合基金规模不低于 50 亿元的条件。同时，《暂行规定》允许基金管理人及其销售子公司办理该管理人募集的个人养老金基金销售相关业务。
7	基金管理人、基金销售机构在产品销售中可提供相关账户服务	基金管理人、基金销售机构在产品销售过程中，根据投资人申请提供相关账户服务，具体包括（1）为投资人办理个人养老金基金专用交易账户，记录个人养老金投资基金业务相关信息；（2）可以协助投资人通过商业银行等渠道在信息平台开立个人养老金账户；（3）可以协助投资人办理在商业银行在线开立或者关联本人唯一的个人养老金资金账户业务；（4）可以为投资人办理个人养老金资金账户变更后的新增或者变更结算账户业务；（5）个人养老金相关制度规定的其他职责。

序号	要点	内容
8	基金管理人、基金销售机构应当主要以定期投资等方式引导投资人长期投资。基金管理人、基金销售机构应当主要以定期投资等方式销售机构为投资人办理其他基金份额向个人养老金基金份额转换业务、提供默认投资选择等服务引导投资人长期投资的，应当符合个人养老金相关制度和中国证监会的规定，并在协议中充分揭示服务内容和风险。	

资料来源：证监会、开源证券研究所

表3：中性假设下，个人养老金年度资金规模或达 2730 亿元

纳税人数量 (万人)	参与个人 养老金比例	个人养老金 年度缴纳上限 (元)	养老金上限 占用比例	个人养老金 资金规模 (亿元)	占储蓄存款	占金融投资
6500	30%	12000	50%	1170	0.11%	0.10%
6500	50%	12000	70%	2730	0.26%	0.22%
6500	70%	12000	100%	5460	0.53%	0.45%

数据来源：Wind、中证协、中基协、证券时报、开源证券研究所

注：居民储蓄存款数据时点为 2021 年末的 103.3 万亿元；金融投资为 2021 年末时点数据，包含非货币公募基金、货币基金、股票、银行理财、私募基金等共计 122.5 亿元。

表4：截至 2022Q1 末，共有 41 家基金公司的 82 只产品符合优先纳入养老金可投资基金范围

序号	基金公司	符合条件的基金规模 (亿元)	符合条件的基金数量 (只)
1	交银施罗德基金管理有限公司	225.48	2
2	浦银安盛基金管理有限公司	54.13	1
3	兴证全球基金管理有限公司	51.34	3
4	嘉实基金管理有限公司	44.26	4
5	民生加银基金管理有限公司	43.88	2
6	招商基金管理有限公司	38.32	1
7	华夏基金管理有限公司	33.12	5
8	华安基金管理有限公司	22.33	3
9	建信基金管理有限责任公司	18.41	1
10	富国基金管理有限公司	17.70	1
11	南方基金管理股份有限公司	16.17	5
12	中欧基金管理有限公司	14.47	3
13	汇添富基金管理股份有限公司	13.06	3
14	平安基金管理有限公司	12.06	2
15	工银瑞信基金管理有限公司	10.81	5
16	泰康资产管理有限责任公司	10.35	1
17	广发基金管理有限公司	8.26	3
18	上海东方证券资产管理有限公司	7.81	3
19	易方达基金管理有限公司	6.65	2
20	万家基金管理有限公司	6.05	2
21	泰达宏利基金管理有限公司	4.71	2
22	鹏华基金管理有限公司	4.25	2
23	长信基金管理有限责任公司	3.83	1
24	天弘基金管理有限公司	3.67	3
25	上投摩根基金管理有限公司	3.65	2

序号	基金公司	符合条件的基金规模（亿元）	符合条件的基金数量（只）
26	博时基金管理有限公司	3.44	2
27	大成基金管理有限公司	3.32	1
28	兴业基金管理有限公司	3.14	1
29	银华基金管理股份有限公司	2.77	1
30	农银汇理基金管理有限公司	2.62	2
31	海富通基金管理有限公司	2.55	2
32	中银基金管理有限公司	2.53	2
33	申万菱信基金管理有限公司	1.40	1
34	国投瑞银基金管理有限公司	1.28	1
35	国泰基金管理有限公司	1.28	1
36	景顺长城基金管理有限公司	0.90	1
37	长城基金管理有限公司	0.90	1
38	中加基金管理有限公司	0.76	1
39	中信保诚基金管理有限公司	0.67	1
40	前海开源基金管理有限公司	0.65	1
41	国海富兰克林基金管理有限公司	0.61	1
总计		703.59	82

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据计算口径为筛选基金全称含“养老目标”的 FOF 类基金，统计 2021Q2-2022Q1 四个季度均不低于 0.5 亿元的基金规模

表5：截至 2022Q1 末，符合最近 4 个季度末股+混基金 AUM 不低于 200 亿元的有 39 家代销机构

序号	机构名称	机构类型	股票+混合公募基金保有规模（亿元）			
			2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
1	招商银行股份有限公司	银行	7535	7307	7910	6798
2	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	独立三方	6584	6810	7278	6142
3	上海天天基金销售有限公司	独立三方	4415	4841	5371	4639
4	中国工商银行股份有限公司	银行	5471	5207	5356	4585
5	中国银行股份有限公司	银行	3334	3270	3366	2802
6	中国建设银行股份有限公司	银行	4113	3948	4055	3437
7	交通银行股份有限公司	银行	2435	2651	2823	2407
8	中国农业银行股份有限公司	银行	2467	2162	2183	1907
9	中国民生银行股份有限公司	银行	1630	1648	1658	1434
10	上海浦东发展银行股份有限公司	银行	1738	1690	1722	1427
11	兴业银行股份有限公司	银行	1396	1407	1417	1285
12	华泰证券股份有限公司	券商	1079	823	850	1230
13	中信证券股份有限公司	券商	1184	1095	1048	1163
14	平安银行股份有限公司	银行	1100	1176	1197	1068
15	中信银行股份有限公司	银行	1195	1210	1252	1088
16	中国邮政储蓄银行股份有限公司	银行	785	912	879	818
17	腾安基金销售（深圳）有限公司	独立三方	800	883	913	817
18	中国光大银行股份有限公司	银行	953	998	991	780
19	广发证券股份有限公司	券商	785	736	702	770
20	招商证券股份有限公司	券商	494	466	498	612

序号	机构名称	机构类型	股票+混合公募基金保有规模（亿元）			
			2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
21	中信建投证券股份有限公司	券商	543	594	567	578
22	上海基煜基金销售有限公司	独立三方	311	448	580	566
23	中国银河证券股份有限公司	券商	475	432	481	552
24	平安证券股份有限公司	券商	265	268	305	490
25	珠海盈米基金销售有限公司	独立三方	409	454	484	476
26	国泰君安证券股份有限公司	券商	455	349	404	471
27	宁波银行股份有限公司	银行	602	599	616	470
28	国信证券股份有限公司	券商	492	394	400	445
29	华夏银行股份有限公司	银行	449	518	455	421
30	兴业证券股份有限公司	券商	469	442	399	400
31	东方证券股份有限公司	券商	494	452	424	377
32	海通证券股份有限公司	券商	372	361	273	365
33	浙江同花顺基金销售有限公司	独立三方	336	347	348	354
34	上海银行股份有限公司	银行	279	326	352	360
35	长江证券股份有限公司	券商	214	200	232	275
36	广发银行股份有限公司	银行	218	240	305	259
37	北京银行股份有限公司	银行	226	298	319	281
38	申万宏源证券有限公司	券商	284	272	314	244
39	方正证券股份有限公司	券商	264	228	223	235

数据来源：中基协、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn