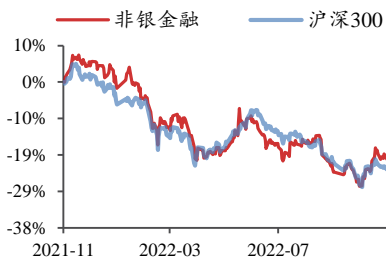


非银金融

2022年11月29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

《降准稳经济，继续看好保险和券商板块机会—行业周报》-2022.11.27

《终迎长钱活水，税优操作优化，个人养老金开闸—人社部宣布个人养老金制度启动实施等事件点评》-2022.11.26

《首批养老金基金名录符合预期，资金账户已正式打通—证监会发布个人养老金基金、销售机构名录等事件点评》-2022.11.21

地产松绑利好保险资产端，稳增长发力催化非银行情

——证监会出台支持房企五项举措点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

事件：2022年11月28日，证监会决定调整优化5项措施，支持房地产企业股权融资。

● 地产松绑利好保险资产端，稳增长发力催化非银行情

2022年11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问明确，证监会在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行：

(1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；(2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；(3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；(4) 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；(5) 积极发挥私募股权投资基金作用。我们当下看好非银板块机会的主要逻辑是稳增长政策发力、低估值水位带来高弹性以及基本面底部企稳。其中，保险股估值水位更低，同时更加受益于地产融资松绑和利率上行。稳增长举措利好股市风险偏好提升，看好券商板块后续超额收益。

● 保险：地产融资松绑利好资产端，资负两端改善带来估值修复

(1) 资产端向好是目前核心催化：过往两年保险股静态 PEV 估值均值从 1.06 倍降至 0.5 倍，降幅超过 50%，主要受利率下行和地产风险的担忧，同时反映了负债端增速放缓。保险资产端的地产头寸占比在 3%-5%，占寿险 EV 比重 15%-25%，包括不动产以及房地产股权和债权。地产融资持续松绑缓解地产头寸风险的担忧；同时，后续一系列稳增长举措有望助力经济企稳，长端利率易上难下，11月28日10年期国债收益率升至 2.86%，利好保险息差扩张，驱动估值修复。(2) 负债端底部企稳：寿险转型初见成效，代理人触底、队伍质态改善和理财型产品需求提升有望驱动寿险 NBV 在 2023 年同比转正，从短期开门红来看，我们预计整体进度较好，2023 年 1 季度 NBV 同比增速有望转正。(3) 在后续宏观经济改善背景下，保险资负两端均有望改善，目前上市险企平均 PEV 0.5 倍，距离近 3 年中枢还有 45.7% 空间，估值弹性较大。根据我们测算，上市险企地产头寸占寿险 EV 比例分别为中国平安 24.6%、中国太保 23.0%、新华保险 21.7%、中国人寿 15.9%，中国平安受地产减值计提影响股价相对超跌，短期看，地产融资改善对中国平安更加受益，从中期维度我们看好负债端占优标的，推荐开门红占优的中国人寿，推荐转型领先的中国太保和中国平安。港股推荐友邦保险和中国财险。

● 券商：稳增长政策延续利于提升股市风险偏好，看好券商超额收益

(1) 地产融资松绑对券商的影响主要在资产端、投行端和股市风险偏好三方面，主要影响因素是地产等一系列稳增长举措利于经济企稳，有望提升股市风险偏好，带来经纪、大财富管理业务的回升。(2) 目前券商整体 PB 1.15 倍，位于过往 5 年 5% 的分位数，估值接近 2018 年的低点水平，而我们预计 2022 年上市券商整体 ROE 6.5%，优于 2018 年的 4.4%，而资产质量明显优于 2018 年。在后续股市改善下券商的估值弹性较大，目前估值距离 5 年中枢水平有 30% 空间。(3) 结合盈利和市值弹性，我们推荐三条主线：(a) 小市值且成长性较强的指南针和国联证券；(b) 估值 2022 年压缩较明显的大财富管理主线，个人养老金启动带来边际利好，推荐广发证券、东方证券和东方财富；(c) 投行线条推荐受益主板注册制较明显的国金证券。

● **风险提示：**长端利率超预期下行；股市波动造成财富赛道盈利不确定性。

表1: 上市险企投资房地产头寸占 EV 比例相对接近

2022H1 (百万元)	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	中国人保
投资资产	4,977,712	4,270,779	1,941,167	1,140,365	1,230,807
集团 EV 规模	1,250,877	1,441,261	509,078	258,873	350,373
寿险 EV 规模	1,250,877	906,619	386,244	258,873	130,169
投资性不动产	13,144	115,857	11,624	9,301	14,377
投资性不动产占比投资资产	0.3%	2.7%	0.6%	0.8%	1.2%
投资性不动产占比集团 EV	1.1%	8.0%	2.3%	3.6%	4.1%
业绩会披露占比投资资产	低于 4%	4.5%	4.6%	非标占比 与同业接近	3%
依据披露测算占比集团 EV	15.9%	17.8%	17.4%	21.7%	10.5%
业绩披露测算占比寿险 EV	15.9%	24.6%	23.0%	21.7%	28.4%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 业绩会披露占比投资资产项中, 中国平安、中国太保为 2022 年中报披露测算值。

表2: 上市险企当前静态 PEV 处于历史中枢下方

上市险企	当前 PEV	EVPS (人民币元)	近 5 年 历史中位数	当前所处 历史分位数 (5 年)	中枢/当前-1 (5 年)	中枢/当前-1 (3 年)
中国人寿	0.76	44.26	0.87	25.3%	14.4%	6.2%
中国平安	0.54	78.84	1.15	4.6%	112.1%	79.9%
中国太保	0.45	52.92	0.79	12.5%	74.6%	42.0%
新华保险	0.33	82.98	0.75	2.3%	126.9%	85.4%

数据来源: 各公司公告、Wind、开源证券研究所

注: 数据截至 2022 年 11 月 25 日。

表3: 受益标的估值表-券商

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/11/28	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
300803.SZ	指南针	47.37	0.44	0.86	1.27	107.66	55.08	买入
601456.SH	国联证券	10.16	0.36	0.29	0.42	28.22	35.03	买入
300059.SZ	东方财富	17.46	0.83	0.66	0.80	21.04	26.45	买入
000776.SZ	广发证券	15.31	1.42	0.90	1.36	10.78	17.01	买入
600958.SH	东方证券	8.60	0.73	0.36	0.64	11.78	23.89	买入
600109.SH	国金证券	8.76	0.77	0.36	0.45	11.44	24.33	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所

表4: 受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表			EVPS				PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/11/28	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
601628.SH	中国人寿	33.37	42.56	46.12	49.85	0.78	0.72	0.67	16.93	17.49	1.97	1.91	买入	
601318.SH	中国平安	41.41	76.34	85.11	94.54	0.54	0.49	0.44	44.44	49.17	0.93	0.84	买入	
601601.SH	中国太保	23.45	51.80	55.71	60.29	0.45	0.42	0.39	23.57	24.05	0.99	0.98	买入	
1299.HK	友邦保险	72.30	47.37	49.03	53.03	1.53	1.47	1.36	40.51	43.24	1.78	1.67	增持	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 友邦保险数据单位为港元, 换算汇率为1美元兑换7.85港元。

表5: 受益标的估值表-财险

当前股价及评级表			EPS				PE			BPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/11/28	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
2328.HK	中国财险	7.68	1.23	1.52	1.86	6.25	5.05	4.12	11.16	10.94	0.69	0.70	买入	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上表数据单位为港元。

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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