

2022-12-02



上涨中继，非银景气度能否留住资金？

分析师：徐超
证书编号：
S1190521050001

证券研究报告

证券板块：券商板块行情近期在经济复苏及权益市场回暖的大背景下再次启动。从宏观上看，未来经济预期偏向改善，市场情绪有所恢复，美国10月CPI数据低于市场预期，外围加息预期的边际缓和。政策端，全面注册制落地在即，以北交所为代表的资本市场改革缓步推进，**个人养老金制度正式落地，有望为市场带来增量且长期的“活水”**。业绩层面，三季度券商除自营业务受到市场波动影响较大以外，其他业务均实现了环比改善，投行业务同比增长，四季度券商业绩有望在低基数背景下进一步上修，目前震荡上行的节奏有望得到延展。估值方面，目前券商板块整体市净率1.27倍，在过去10年市净率分位数3.95%位置，接近2018年的低点，处于历史低估值区域，**底部区间+机构的低配置度**，为券商板块后面的上行提供了土壤。

在具体投资标的上，建议关注两条主线，一条就是个人养老金账户的直接推动，对于基金产品比较丰富、To C端个人财富管理业务尤其是基金产品成熟的综合券商，如：广发证券、中金公司和东方财富，受益度会明显高一些；另一方面，部分流通市值小的券商会在反弹中有较大的弹性，这方面推荐关注湘财证券和国联证券。

保险板块：保险板块从本月10号开始，已经连续高开跳空2次，走势甚至强于证券，一个因素是**监管层把民营房企放到民企债券融资的渠道中**，尤其是少数行业龙头，过去十几年，国内的保险公司在投资端还是比较依赖地产企业的，房地产的快速发展也让保险公司都得到了不错的投资收益，然后再通过这些投资收益来反哺负债端，进而扩大规模，这方面中国平安的反弹会更有弹性；从大的财富管理格局来看，资产端，近期银行理财净值大幅回撤有望对保险产品的短期销售构成利好，在产险方面，延续了三季报以来的高景气度，全年有望持续两位数增长且盈利超预期。当前多项刺激汽车消费政策陆续出台，将有助于持续贡献车险增量保费，叠加疫情影响出行使得车险赔付减少，有助于险企盈利能力进一步改善，行业龙头地位持续稳固；非车业务方面，农险、意健险也持续保持了高增，受地缘因素影响，国际海运保险有可能成为新的增长点，因此综合这几方面推荐目前国内做得较好的中国人保。

风险提示：疫情的发展、国内经济下行超预期、券商财富管理业务不及预期、地产融资扶持政策落地不及预期、产险景气度下降。

目录

1

个人养老金产品总结

2

证券板块市场总结

3

保险板块市场总结

4

投资建议与风险提示

1、个人养老金带来非银市场“活水”

11月18日，中国证监会发布首批个人养老金投资基金产品，包含40家基金管理人的**129只养老目标基金**，可以对外发售个人养老金专属份额——**Y类份额**，该份额不得收取销售服务费，可以豁免申购限制和申购费等销售费用，可以对管理费和托管费实施费率优惠；11月23日，银保监会印发《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，明确险企开展个人养老金业务七大条件，截至2022Q3末，16家上市险企人身险、健康险、养老险子公司中共9家符合上述资本、偿付能力及风险评级要求。同日，中国银保信官网公布首批个人养老金保险产品名单，共有**6家保险公司的7款产品**入选，均为专属商业养老保险产品。

图表1：非银金融近期市场走势及成交量



图表2：非银金融近期涨跌幅



2、养老目标基金产品：费率优惠

在目前公开发售和准备发售的共129只Y份额养老基金产品中，以下是单位净值居前的TOP15只基金（由于发售日期太短，无法计算区间回报），其中费率优惠较大的，是广发安泰稳健养老一年持有FOF的Y类份额，施行管理费0.25%和托管费0.075%的优惠费率，广发稳健养老目标一年FOF的Y类份额施行管理费是0.30%和托管费0.075%，其他基金的普遍优惠费率是0.75%和0.05%。

图表3：Y份额基金净值前15名

基金代码	基金名称	基金类型	净值日期	单位净值	日回报(%)	成立年限(年)	基金经理	基金公司
017248.OF	华夏养老2045三年持有混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5358		0.04	许利明	华夏基金
017277.OF	中欧预见养老2035三年持有(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5298	0.2096	0.04	桑磊	中欧基金
017376.OF	南方养老目标日期2035(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5075		0.02	黄俊,鲁炳良	南方基金
017249.OF	嘉实养老2050混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5000	0.6847	0.04	张静,唐棠	嘉实基金
017296.OF	嘉实养老2040混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.4281	0.4219	0.02	张静,唐棠	嘉实基金
017251.OF	工银养老2035Y	混合型FOF	2022-11-23	1.3911	0.1296	0.04	蒋华安	工银瑞信
017273.OF	银华尊和养老2035三年持有混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.3393	0.1421	0.04	肖侃宁,熊侃	银华基金
017247.OF	华夏养老2040三年持有混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.3008		0.04	许利明	华夏基金
017253.OF	易方达汇诚养老2043混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2859	-0.2250	0.04	汪玲	易方达基金
017270.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2840	-0.1245	0.04	章鸽武	招商基金
017353.OF	工银养老2050Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2691	0.2686	0.02	周崧	工银瑞信
017395.OF	招商和悦均衡养老三年持有期混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2197	-0.2454	0.02	章鸽武	招商基金
017271.OF	华宝稳健养老(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2195	0.7851	0.03	孙梦祎,胡颖臻	华宝基金
017370.OF	银华尊和养老2040三年持有混合发起式(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2181	0.1068	0.02	肖侃宁,熊侃	银华基金
017229.OF	交银养老2035三年Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2149	0.0247	0.04	蔡铮	交银施罗德

2、养老目标基金产品：收益与规模

在已发行的养老目标基金中，受到今年整体行情的影响，只有一只基金的年化回报为正，为**广发安泰稳健养老一年持有混合(FOF)**，但如果把周期拉长到三年，则年化回报TOP10的基金，回报在10%左右，是符合长期养老需求的，可以佐证产品的长期有效性；而在已经发行的养老目标产品中，**交银安享稳健养老一年A规模最大**，为154亿，但后面的其他养老基金规模迅速收窄，未来的规模空间还是比较大的。

图表4：养老基金收益率情况

基金代码	基金名称	今年以来(%)	近3年(%)	成立至今(%)	年化回报(%)
006620.OF	华夏养老2045三年持有混合(FOF)A	-13.62	45.23	53.38	12.47
006621.OF	华夏养老2045三年持有混合(FOF)C	-13.93	43.51	51.17	12.02
007188.OF	嘉实养老2050混合(FOF)A	-13.7	37.46	49.85	11.9
006307.OF	嘉实养老2040混合(FOF)A	-13.33	37.09	42.66	9.98
006290.OF	南方养老目标日期2035(FOF)A	-9.8	34.27	50.71	10.62
006289.OF	华夏养老2040三年持有混合(FOF)A	-11.88	33.79	45.16	9.25
006291.OF	南方养老目标日期2035(FOF)C	-10.12	32.69	48.29	10.18
006321.OF	中欧预见养老2035三年持有(FOF)A	-9.55	32.64	52.96	10.82
006245.OF	嘉实养老2030混合(FOF)A	-10.61	31.19	35.6	9.61
006322.OF	中欧预见养老2035三年持有(FOF)C	-9.87	31.08	50.47	10.38

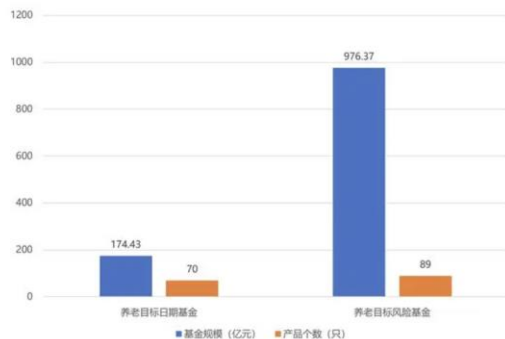
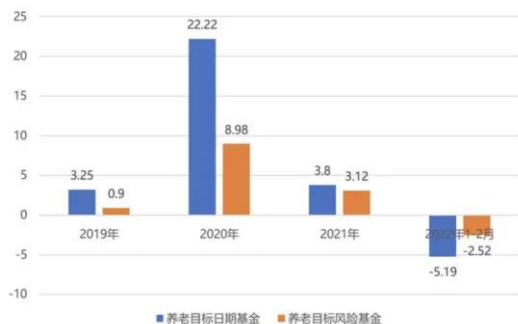
基金名称	今年以来(%)	今年以来同类排名	基金规模(亿)	基金公司
交银安享稳健养老一年A	-2.17	33/303	154.58	交银施罗德
兴证全球安悦稳健养老一年持有混合(FOF)A	-1.96	27/303	52.48	兴证全球基金
南方富誉稳健养老目标一年持有混合(FOF)A	-4.05	65/303	37.49	南方基金
汇添富添福盈和稳健养老一年持有混合(FOF)A	-4.68	83/303	36.65	汇添富基金
民生加银康宁稳健养老目标一年混合(FOF)A	-5.44	98/303	31.62	民生加银基金
嘉实民安添岁稳健养老一年持有期混合(FOF)A	-4.64	81/303	26.23	嘉实基金
招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A	-1.75	26/303	22.55	招商基金
浦银安盛颐和稳健养老一年混合(FOF)C	-1.26	20/303	20.47	浦银安盛基金
华安民享稳健养老一年混合(FOF)A	-2.55	43/303	20.17	华安基金
兴全安泰稳健养老一年持有混合(FOF)A	-2.36	37/303	18.23	兴证全球基金

2、养老目标基金产品：管理人与产品类型

在已经发行Y份额的基金管理人中，目前**华夏基金**已达标产品数量最多，达到了9只；**南方、汇添富、嘉实、易方达**构成了第二梯队，和**华夏**的差距很小；而在总管理规模上，**交银施罗德、汇添富、南方**是目前养老基金规模的前3位，随着36地个人养老金的实施，以及可以预测的，后续试点城市的放开，各大券商控股、参股的基金公司，都会以较快的速度扩张。

另一方面，**养老目标日期基金 (TDF)** 的收益总体好于**养老目标风险基金 (TRF)**，但整体市场规模小于**养老目标风险基金**；

图表5、6：养老目标基金与养老风险基金



资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

序号	基金管理人	养老目标基金规模 (亿元)	养老目标基金“达标”数量	上周设立Y份额的基金数量	本周设立Y份额的基金数量	目前已设立Y份额基金数量
1	华夏基金	43.49	9	2	7	9
2	汇添富基金	76.28	8	2	0	2
3	南方基金	64.92	8	2	6	8
4	嘉实基金	43.53	7	2	0	2
5	易方达基金	25.34	7	2	5	7
6	华安基金	41.81	6	2	4	6
7	广发基金	28.90	6	2	2	4
8	银华基金	17.35	5	2	3	5
9	工银瑞信基金	11.29	5	2	3	5
10	中欧基金	23.87	4	2	2	4
11	平安基金	14.85	4	0	4	4
12	万家基金	12.02	4	2	2	4
13	鹏华基金	9.18	4	1	3	4
14	天弘基金	6.10	4	2	2	4
15	民生加银基金	38.32	3	1	0	1
16	招商基金	38.27	3	2	0	2
17	富国基金	17.23	3	2	1	3
18	华商基金	12.81	3	1	2	3
19	中银基金	3.92	3	2	0	2
20	交银施罗德基金	164.04	2	2	0	2
21	浦银安盛基金	46.22	2	0	2	2
22	建信基金	16.90	2	2	0	2
23	博时基金	2.99	2	1	0	1
24	银河基金	2.78	1	0	1	1
25	华宝基金	2.23	1	0	1	1
26	景顺长城基金	1.84	1	1	0	1
27	大成基金	1.15	1	1	0	1
28	国投瑞银基金	0.99	1	0	1	1
29	长城基金	0.83	1	0	1	1
30	国泰基金	0.78	1	0	1	1
31	中加基金	0.73	1	0	1	1

图表7：目前已经发行Y份额的基金管理人情况

3、养老保险产品

图表8：已获批养老保险产品

产品	保险公司	保障内容	保证利率	2021年结算利率	初始费用	账户转换
国寿鑫享宝专属商业养老保险	中国人寿	养老年金：终身领或10、15、20年领； 失能护理保险金； 身故保险金	稳健型2% 进取型0%	稳健型4% 进取型5%	最高5%	每年1次， 免费转换
人保寿险福寿年年专属商业养老保险	人保寿险	养老年金：终身领或10、15、20、30年领； 重度失能保险金； 身故保险金	稳健型3% 进取型0.5%	稳健型5% 进取型5.3%	最高3%	每年1次， 免费转换
太平岁岁生专属商业养老保险	太平人寿	养老年金：终身领或10、20年领； 身故保险金； 全残保险金	稳健型2% 进取型0%	稳健型4.5% 进取型5.35%	最高2%	每年1次， 免费转换
太平盛世福享金生专属商业养老保险	太平养老	养老年金：终身领或10、15、20、25年领； 失能护理/疾病全残保险金； 身故保险金	A账户3% B账户0.55%	— (2022年备案产品)	最高5%	每年1次， 免费转换
泰康臻享百岁专属商业养老保险	泰康人寿	养老年金：终身领或10、15、20、30年领； 身故保险金	稳健型2.85% 进取型0.5%	稳健型6% 进取型6.1%	最高3%	每年1次， 免费转换 限额为账户价值50%或200万以内，超出限额收3%
泰康臻享百岁B款专属商业养老保险	泰康人寿	养老年金：终身领或10、15、20、30年领； 身故保险金	稳健型2.85% 进取型0.5%	— (2022年备案产品)	最高5%	每年1次， 免费转换 限额为账户价值50%或200万以内，超出限额收3%
国民共同富裕专属商业养老保险	国民养老	养老年金：终身领或10、20年领； 身故保险金	稳健型3% 进取型0%	— (2022年备案产品)	最高3%	每年1次， 免费转换

➢ 特点总结：

- 1、保障内容：基本都是养老年金+身故的模式，其中中国寿、人保、太平人寿的两款产品扩展到了全残护理（失能护理）；
- 2、在收益上，专属商业养老险普遍采用账户了积累期“保证+浮动”的收益模式，其中稳健型账户会给一个保底利率（2%-3%之间），进取型账户的保底利率普遍较低，最低的为0，最高的也仅为0.55%，为太平养老的产品；
- 3、从实际结算利率来看，去年已经完成备案的产品中，稳健型产品收益率在4%-6%，进取型产品收益率在5%-6.1%，和权益市场的表现不佳有关，综合看，目前专属养老保险的普遍年化收益在4%-6%之间，低于头部的养老基金产品，高于养老储蓄和养老理财产品；目前实际收益最高的是泰康的臻享百岁；
- 4、与其他养老产品不同，养老保险还需要收取一个固定的初始费用，用于保险公司的销售和运营，最高从3%-5%收取不等；
- 5、在账户转换方面，目前每一款专属养老保险都提供每年至少一次的账户转换机会，让用户可以根据行情判断选择转换，只有泰康人寿的产品转换有50%或200W的额度限制；

➤ 特点总结：

- 6、根据目前银保监会的规定，个人养老保险的身故保险金、全残保险金有限制的上限，最高不超过保单现金价值的110%；
- 7、当然保险产品最主要的还是现金价值的提升，从目前已公布的养老保险产品合同中可以看出，基本从第4年左右现金价值开始等于保费，也就是说平均投保满5年以后，退保才能无损。而即便超过5年，退保也不能拿走全部收益，在这方面，积极意义是可以强制用户长期投资，符合养老产品的设计本质；负面来说，对比其他三种养老产品，养老保险的变现方面还是最差的，这是保险产品的性质所决定的；

图表9：养老保险产品现金价值计算

被保险人在开始领取养老年金之前，本合同的现金价值如下：	
保单年度	现金价值
第1 保单年度	已支付保险费总额×95%
第2 保单年度	已支付保险费总额×97%
第3 保单年度	已支付保险费总额×99%
第4 保单年度	已支付保险费总额×100%
第5 保单年度	已支付保险费总额×100%
第6 至 10 保单年度	已支付保险费总额+75%×保单账户累计收益
第11 保单年度及以后	已支付保险费总额+90%×保单账户累计收益

4、养老储蓄产品

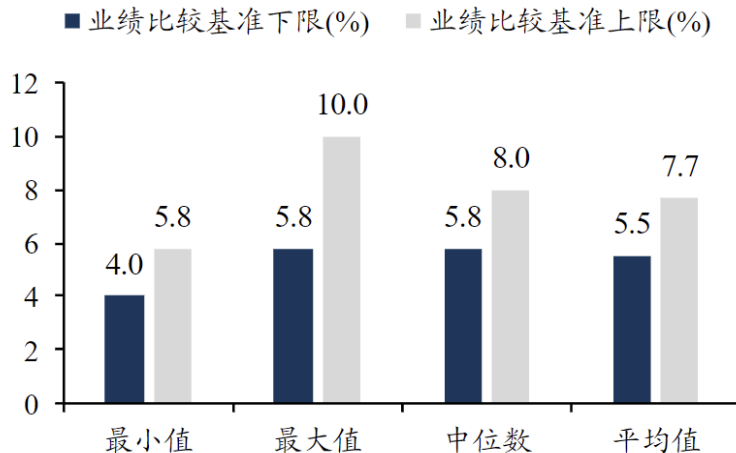
- ▶ 与前述两类产品相比，特定养老储蓄和养老理财产品结构简单，锚定的是无风险利率，加上银行和银行理财子公司作为发行机构，这类产品在四类养老产品中具有最广泛的受众基础。
- ▶ 根据今年7月发布的《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，工、农、中、建四大行在广州、青岛、合肥、西安、成都5个城市开展特定养老储蓄试点，在实际执行上，以建设银行为例，当前5年整存整取的年利率为2.65%，而该行发行的5年期特定养老储蓄产品在广州、西安、成都地区的整存整取执行年利率为**4%**，在合肥、青岛地区整存整取产品的执行年利率为**3.5%**。另外，作为养老专属产品，这类产品对投资者存在年龄限制，如年满35周岁才能办理，年满55周岁才能办理到期支取。

相关要素	
试点时间	自2022年11月20日起，试点期限暂定一年
试点范围	四大行：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行 五个城市：合肥、广州、成都、西安、青岛
试点规模	试点阶段， <u>单家试点银行</u> 特定养老储蓄业务总规模限制在100亿元人民币以内 储户在单家试点银行特定养老储蓄产品存款本金上限为50万元
产品设置	整存整取、零存整取和整存零取三种类型 产品期限分为5年、10年、15年和20年四档
客群结构	仅限持有试点城市居民身份证、35岁以上的客户购买；其中，①50岁以上客户可以购买所有期限产品；②45-49岁客户可购买10年、15年、20年期限产品；③40-44岁客户可以购买15年及20年以上产品；④35岁以上客户则仅可购买20年期限产品；
试点推广	银保监会和人民银行将密切跟踪特定养老储蓄试点情况，加强监督管理，确保试点安全稳健开展，切实维护消费者合法权益。同时，及时总结评估试点情况，适时研究推广试点经验，推动商业银行更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。

图表10：养老储蓄试点情况要素

▶ 银保监会已公布了工银理财等11家机构获准开办个人养老金业务，目前虽然个人养老金专属的理财产品名单未发布，但已有的一般养老理财产品运行情况，可作为一个投资参考，截至2022年11月9日，10家理财机构共计发行养老理财产品49只(不含子份额)，初始募集规模合计高达949.01亿元。收益方面，所有养老理财产品2022年三季度的平均年化收益率为4.48%。但由于四季度以来股市震荡，截至目前，四季度养老理财产品的平均年化收益率下行到2.55%左右，全年平均3%左右；

图表11：养老理财产品收益情况



6、养老金金融产品横向对比

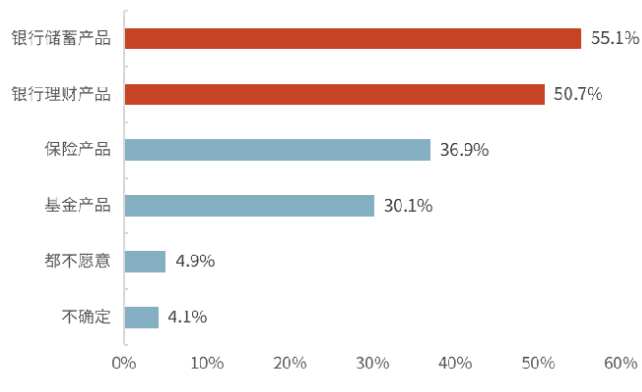
图表12：养老金融产品总结

产品	养老目标基金	专属商业养老保险	特定养老储蓄	养老理财产品
简介	以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险	以养老保障为目的，领取年龄在60周岁及以上的个人养老年金保险产品	充分发挥商业银行储蓄业务优势，推出符合长期养老需求、充分体现养老功能的特定养老储蓄产品，推动特定养老储蓄业务规范健康发展，满足人民群众差异化养老金融需求	养老理财具有稳健性、长期性、普惠性等特点。投资期限5年，主要投资于固定收益类资产，并引入多种方式增强对风险的抵御能力
目前规模	截至2022年8月，已成立超过180只养老目标基金，存续规模合计超过1000亿元，持有人户数超300万户	截至2022年1月底，6家试点公司累计承保保单近5万件，累计保费4亿元，其中快递员、网约车司机等新产业、新业态从业人员投保近1万人	由工、农、中、建四家大型银行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市开展特定养老储蓄试点，单家银行试点规模不超过100亿元，试点期限为一年	自2022年3月1日起，养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”。截至2022年11月，已经有49只养老理财产品顺利发售，23.1万名投资者累计认购超900亿元
产品特征	通常封闭期1年、3年或5年	积累期采取“保证+浮动”的收益模式。在积累期，保险公司须提供定期领取（领取期限不短于10年）、终身领取等多种方式供消费者选择	特定养老储蓄产品包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型，产品期限分为5年、10年、15年和20年四档	期限为5年左右的长期理财产品
年化收益	头部基金三年年化收益8-12%	稳定型/进取型两账户综合4%-6%	产品利率略高于银行五年期定期存款的挂牌利率，3.5%-4%之间	实际到期收益率前三季度4.48%
产品优势	收益率呈“固收+”特征，波动性较大，上限高	适合作为社会养老金补充，提供保底收益率	胜在稳定性	采用固收+策略；费率有优惠

资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

➢ 目前市场上主流养老金融产品，根据中国养老金融 50人论坛发布的《中国养老金融调查报告 2021-2022》，银行存款或银行理财是公众进行养老财富储备的主流方式，对于其他风险相对较高却可能获得高收益的养老金融产品（如股票、基金、信托等）配置意向相对有限。即便在通过税收优惠方式激励投资者参与养老金融市场情况下，调查对象仍然更加偏向于银行理财、银行储蓄这类风险较低、收益稳定的产品。当然，意愿往往与实际投资选择相悖离，后续预计投资策略成熟、投资风格稳健且投资收益具备竞争优势的产品将更好的抢占市场份额。因此看好未来一段时间内的有养老产品上市的保险公司以及公募基金管理经验成熟的综合型券商。

图表13：养老金融产品需求意愿统计



资料来源：养老金融 50 人论坛《中国养老金融调查报告 2022》，太平洋证券研究院整理

目录

1

个人养老金产品总结

2

证券板块市场总结

3

保险板块市场总结

4

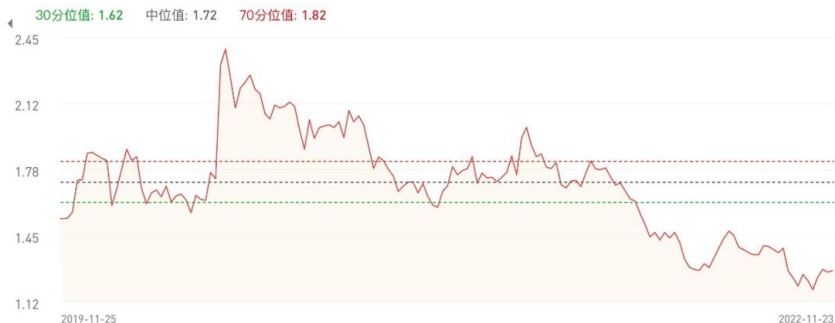
投资建议与风险提示

1、低估值+低基金持有度机会

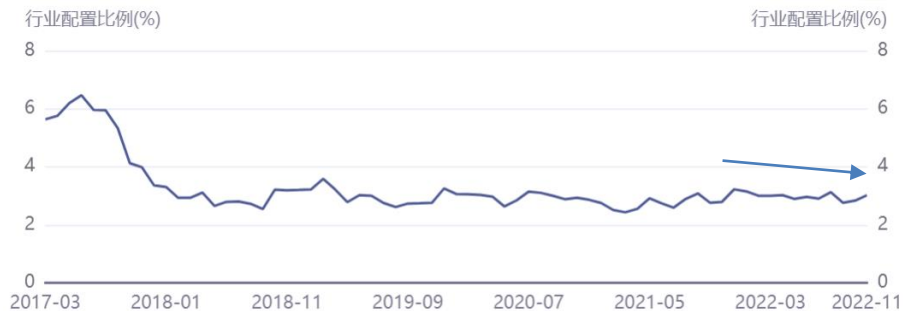
➤目前券商板块整体市净率 1.27 倍，在过去 10 年市净率分位数3.95%位置，接近2018年的低点，处于历史的低估值区域；从基金持股仓位看，偏股型基金所持券商仓位环比下降，前五大重仓均有减持。22Q3 券商板块基金仓位环比下降，配置比例为2.6%，距离前期高配水平有较大差距（21Q4 配置比例为 3.83%）。其中东方财富减持比例最为显著，22Q3 基金持股占流通股比例为 5.00%，环比下降4.47%；

底部区间+机构的低配置度，为券商板块后面的上行提供了土壤，当然这个土壤能否顺利培育成功，也取决于四季度的整体宏观局面，随着美国通胀数据的回落，12月加息影响力可能会一定程度减弱，因此尽管本周证券板块再次出现回落，但预计整个四季度继续震荡上行的节奏不会被打破；

图表14：证券板块PB估值



图表15：证券板块股票型基金配置情况

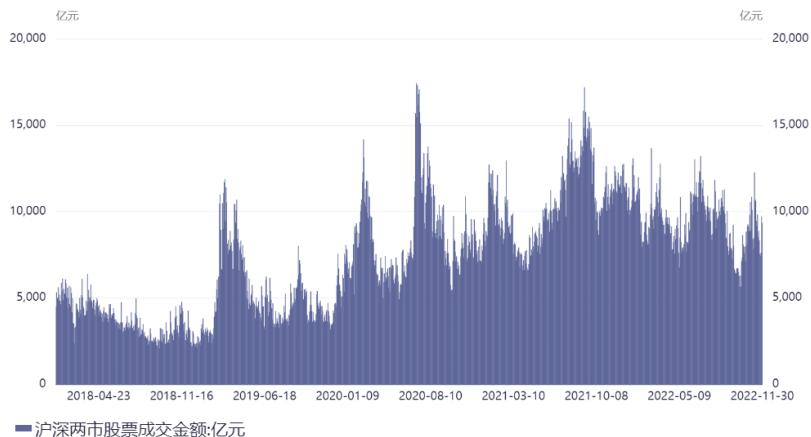


资料来源: Wind,太平洋证券研究院整理

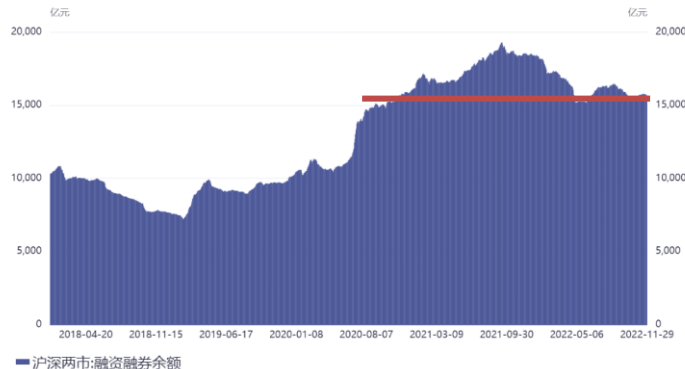
2、券商景气度：利好皆与大金融板块相关

► 近期市场风险偏好改善，交投活跃度较9月明显提升、两融余额有所回升。2022年以来市场持续波动，尤其三季度以来海外市场不确定性加剧、国内疫情反复等多重因素引发了A股第三季度的再次探底。9月日均股票成交额仅7271亿元，创2020年三季度以来新低。近期受益于稳地产政策频出、资本市场制度改革利好，两项因素都直接与大金融板块相关，市场风险偏好呈现改善态势。从两市成交额看，11月截至29日，日均成交额9255亿元，其中6个交易日成交额破万亿，交投活跃度较9、10月明显提升。从两融余额看，截至11月28日沪深两融余额15638亿元，基本恢复到了2020年11月的水平；

图表14：沪深两股票成交额



图表15：两融业务成交额



资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

3、四季度券商业绩普遍有上修机会

业绩层面，三季度券商除自营业务受到市场波动影响较大以外，其他业务均实现了环比改善，投行业务同比增长，四季度券商业绩有望在低基数背景下上修，目前震荡上行的节奏有望得到延展。

图表14：证券行业三季报总结

科目	2022三季报	2022中报	2022一季报	2021年报	2021三季报	2021中报	2021一季报
营运能力							
营业周期	192.11	142.59	136.10	91.00	111.76	82.49	78.89
存货周转天数	40.35	22.50	17.48	26.93	23.19	15.50	15.07
应收账款周转天数	151.76	120.09	118.62	64.07	88.57	66.99	63.82
存货周转率(次)	6.69	8.00	5.15	13.37	11.64	11.61	5.97
应收账款周转率(次)	1.78	1.50	0.76	5.62	3.05	2.69	1.41
流动资产周转率(次)	0.02	0.02	0.01	0.05	0.03	0.02	0.01
固定资产周转率(次)	6.57	4.28	1.74	11.03	8.81	5.55	2.59
总资产周转率(次)	0.04	0.02	0.01	0.07	0.05	0.03	0.02
成长能力							
营业收入同比增长率	-21.12%	-19.26%	-29.52%	22.32%	23.54%	28.51%	28.83%
营业利润同比增长率	-35.28%	-30.19%	-48.20%	28.75%	22.81%	28.22%	25.72%
利润总额同比增长率	-35.05%	-29.89%	-48.47%	29.81%	22.96%	28.70%	26.58%
归母净利润同比增长率	-30.98%	-26.66%	-45.29%	31.48%	24.17%	29.73%	29.14%
经营活动产生的现金流量净额同比增长率	67.97%	4555.98%	660.85%	-54.85%	4593.68%	-106.25%	-85.99%
净资产收益率同比增长率	-38.22%	-34.67%	-51.55%	15.41%	8.39%	11.53%	11.97%
总资产同比增长率	6.45%	13.79%	16.33%	18.30%	18.79%	21.72%	19.32%
净资产同比增长率	11.19%	12.26%	13.58%	12.26%	12.82%	16.77%	14.31%
股东权益同比增长率	11.63%	12.34%	13.52%	12.02%	12.90%	16.04%	14.11%

资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

目录

1

个人养老金产品总结

2

证券板块市场总结

3

保险板块市场总结

4

投资建议与风险提示

1、保险板块同时具备高配置价值

- 保险板块从本月10号开始，已经连续高开跳空2次，过去几周房地产支持政策的持续推出，对险企资产端的改善大有帮助，甚至可以认为是近期两大行业估值修复力量之一，（另一为个人养老金入市），随着28日地产股权融资的进一步放开，险企估值修复的持续性可以延续。
- 过去十几年，国内的保险公司在投资端还是依赖地产企业的，房地产的快速发展也让保险公司都得到了不错的投资收益，然后再通过这些投资收益来反哺负债端，进而扩大规模。所以随着目前地产融资渠道的部分释放，对于和地产绑定比较多的保险公司，如中国平安等，相对来说能够分享到这些利好。
- 从大的财富管理格局来看，在资产端，近期银行理财净值大幅回撤有望对保险产品的需求构成利好，同时银保监会上周陆续发布保险产品信息披露办法以及要求排查增额终身寿险风险，我们认为短期对头部公司销售暂时影响不大，不必担心。在资产配置上，建议持续关注选择负债端持续领先、股价弹性更好的寿险龙头（中国人寿）以及更受益地产改善的企业（中国平安），而在产险方面，延续了三季报以来的高景气度，全年有望持续两位数增长且盈利超预期。当前多项刺激汽车消费政策陆续出台，将有助于持续贡献车险增量保费，叠加疫情影响出行使得车险赔付减少，有助于险企盈利能力进一步改善，行业龙头地位持续稳固；非车业务方面，农险、意健险也持续保持了高增，受地缘因素影响，国际海运保险有可能成为新的增长点，因此综合这几方面推荐目前国内做得较好的龙头企业（中国人保）。

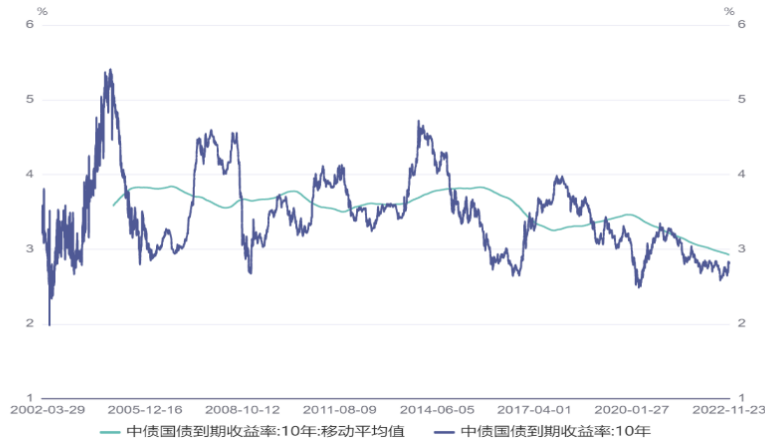
2、保险：有望投负两端双拐点出现

个人养老金制度的落地，叠加四季度传统的开门红推动，有望进一步改善险企负债端业绩预期。从多家险企的销售渠道端了解到，养老金产品高热度有利于产品交叉销售，开门红预售数据向好，根据当前进度，预计2023年开门红阶段上市公司寿险新单保费将实现两位数增长，NBV增速有望达到5-10%；而考虑十年期国债收益率下行空间缩窄，根据Wind数据，从11月初的2.655%已经提升至2.850%，我们预计四季度保险行业将迎来投资端和负债端的双重拐点修复，再叠加考虑目前保险行业的低估值，整个保险行业的配置价值得到凸现；

图表16：上市公司新业务价值率（NBV）增速



图表17：十年期国债收益率及750日均线

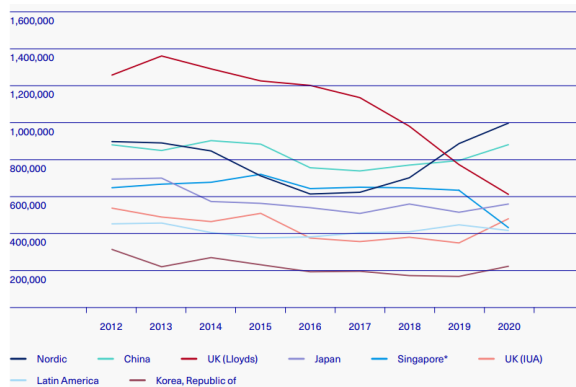


资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

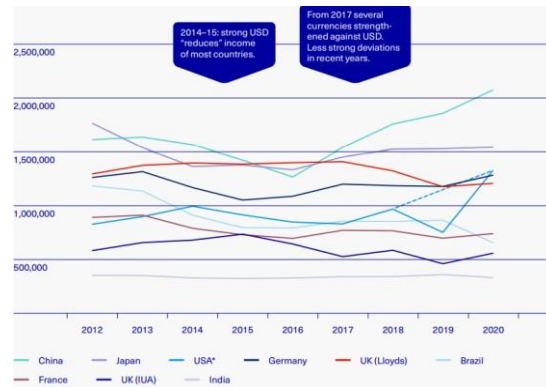
3、俄油禁运给海运保险出海带来机遇

▶ 航运保险是全球石油贸易的必要环节，欧盟和英国机构话语权强。航运保险可分为船壳险、货运险和保赔保险三大类，保赔险、船壳险和货运险的服务的供应门槛依次降低。目前船东互保协会的13个成员提供全球保赔保险的90%以上服务，如果欧盟的价格上限不能在12月5日前出炉，那么意味着第三方国家将无法使用欧盟控制下的海运保险服务，这意味着运输俄油的国家、企业将失去全球90%以上的保险服务，对目前国内海运保险业务额最高的中国人保来说，存在业务扩张机会；根据国际海事保险联盟（IUMI）报告，2021年的海运货物保险保费基数增加了8%，市场规模在189亿美元；其中，国内中国人保的市场份额仅为3亿美元左右，占比不到2%，因此具备向上空间。

图表18：全球船壳险主要国家份额



图表19：全球货运险主要国家份额



资料来源：国际海运保险联盟，太平洋证券研究院整理

目录

1

个人养老金产品总结

2

证券板块市场总结

3

保险板块市场总结

4

投资建议与风险提示

1、投资建议

➤ 证券：个人养老金催化，关注财富管理、资产管理龙头

投资建议：建议关注两条主线，一条就是个人养老金账户的直接推动，对于基金产品比较丰富、To C端个人财富管理业务尤其是基金产品成熟的综合券商，如：**广发证券、中金公司和东方财富**，受益度明显高一些；另一方面，部分流通市值小的券商会反弹中有较大的弹性，这方面推荐关注**国联证券和湘财股份**；

➤ 保险：逐步布局地产融资优化受益，看好产险高景气度延续

投资建议：建议持续关注负债端领先、股价弹性更好的中国人寿以及更受益地产改善以及产品和服务创新的**中国平安**，而在产险方面，延续了三季报以来的高景气度，全年有望持续两位数增长且盈利超预期。当前多项刺激汽车消费政策陆续出台，将有助于持续贡献车险增量保费，叠加疫情影响出行使得车险赔付减少，有助于险企盈利能力进一步改善，行业龙头地位持续稳固；非车业务方面，农险、意健险也持续保持了高增，受地缘因素影响，国际海运保险有可能成为新的增长点，因此综合这几方面，推荐目前国内产险领先的**中国人保**；

➤ **风险提示：**疫情的发展、国内经济下行超预期、券商财富管理业务不及预期、地产融资扶持政策落地不及预期、产险景气度下降。

1 疫情反复

疫情的恢复时间尚不明确，若疫情出现反复或进一步加剧，将不利于证券、保险等金融产品的消费信心，从而使行业需求恢复情况不及预期。

2 财富管理行业发展不达预期

受到银行、理财子公司、三方财富管理等同业竞争的影响，以及自身管理水平、创新水平的停滞，证券公司的财富管理业绩存在不达预期的风险。

3 国内经济下行超预期

受到疫情反复等影响，Q4后中国国内经济有可能下行程度超预期，经济刺激手段可能会落空，使行业整体业绩承压。

4 地产融资扶持政策落地不及预期

地产融资优化政策有可能出现错配，有强烈融资刚需的地产企业，难以获得优质股权、债权融资机会，而融资渠道向没有资金缺口、现金流稳定的地产企业反而倾斜；

5 产险景气度不能延续

3、盈利预测

- 控股目前公募基金规模排第三位的广发基金，参股第一位的易方达基金，且均进入首批个人养老金基金销售和产品目录，因此个人养老金账户的直接推动，利好基金产品丰富、To C端个人财富管理业务比较成型的广发证券；
- 刚刚得到批复，完成向专业投资者公开发行面值总额不超过200亿元的永续次级债券，融资有利于进一步加大数字化财富管理业务转型力度，且不稀释股权；
- 近5年，股息收益率平均值达到了2.4%，现金分红极高；
- 选取同类型可比公司，给予广发证券15倍左右的PE估值，预估股价达到20.96元，上行空间37%；

图表20：推荐股票盈利预测

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 22/11/22
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
601995	中金公司	增持	2.23	1.87	2.26	2.27	21.96	20.14	16.36	13.85	37.85
000776	广发证券	增持	1.42	1.05	1.38	1.64	17.27	14.72	15.19	12.37	15.32
601319	中国人保	增持	0.49	0.57	0.66	0.75	9.61	8.96	7.70	6.78	5.28

资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。