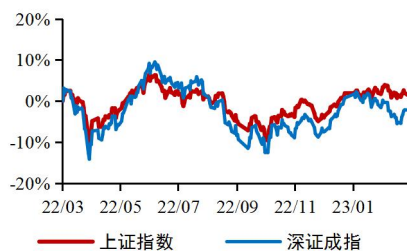


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 3 月 28 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,251.40	-0.44
深证成指	11,647.94	0.12
沪深 300	4,012.48	-0.36
中小板指	7,688.45	0.12
创业板指	2,398.02	1.17
科创 50	1,057.49	-0.33

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,432.08	0.60
纳斯达克综合	11,768.84	-0.47
标普 500	3,977.53	0.16
巴黎 CAC40	7,078.27	0.90
德国法兰克福 DAX	15,127.68	1.14
日经 225	27,476.87	0.33
恒生指数	19,567.69	-1.75

资料来源：最闻

【今日要点】

【行业评论】证券 II：行业周报（20230320-0324）-期货公司监管管理办法落地，推动行业规模做大

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-本土运动品牌公司 23 年流水恢复增长，库存环比实现改善

【行业评论】消费者服务：社会服务行业周报（20230320-20230326）-五一出境游市场预定火爆，三部门细化离岛免税提货细

【行业评论】化学原料：新材料周报-新材料板块小幅震荡，合成生物学应用有望持续成长

【山证煤炭】中国神华（601088.SH）年报点评：-煤电发力业绩高增，高分红延续显配置价值

【山证金融&衍生品】中国太保年报点评-寿险及健康险 NBV 同比-31.4%，产险发展良好

【山证金融&衍生品】中国人保年报点评-业务发展渐趋精细化，综合成本率有望持续下行

【宏观策略】两市走势分化，创业板指领涨

【今日要点】

【行业评论】证券Ⅱ：行业周报（20230320-0324）-期货公司监管管理办法落地，推动行业规模做大

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点

- **期货公司监督管理办法拓宽期货公司经营范围。**周五，证监会对《期货公司监督管理办法》公开征求意见，办法拓展期货公司经营范围，由商品经纪拓展为期货经纪，新增保证金融资和期货自营业务，包括期货做市业务和衍生品交易。同时提高业务门槛，期货做市、衍生品交易、资管业务的门槛提高到净资本 5 亿元，同时要求分类评价 B 类 BBB 级以上。对期货公司的监管业务加强，如控股股东、分支机构、资金使用等。
- **期货行业迎来历史发展机遇。**期货行业相较其他金融业态整体规模较小，呈现“大市场小行业”的发展现状，随着《期货和衍生品法》的推出，期货行业各项规范制度加速推出，包括衍生品市场的统一监管，促进期货和衍生品市场长期健康发展，期货行业迎来新的发展机遇。《办法》推出后，期货行业预计将更加规范化地发展，拓展经营范围也有助于期货公司增厚收益，提高业绩规模，更好地发挥服务实体经济、助力企业风险管理的功能。目前，期货公司竞争格局较为分散，主要依赖期货经纪业务，随着经营范围的扩大，预计风险管理、资管、期货做市等业务将成为新的业绩贡献点，同时头部期货公司资本金规模较大，对相关业务布局更深，预计收益更多，行业集中度预计将继续提升，看好头部期货公司发展前景，建议关注。
- **行业数据：**
 - 股市表现：截至 3 月 24 日，股票指数较年初均收涨，创业板指数收涨 1.01%，中证 500 收涨 7.6%，沪深 300 指数收涨 4.01%。
 - 债市表现：截至 3 月 24 日，中债-总全价(总值)指数较年初收跌 0.26%。
 - 大宗商品：截至 3 月 17 日，大宗商品指数收于 181.14，较年初收跌 3.42%。
 - 交易额：上周成交金额 5.01 万亿元，日均成交额 1 万亿元，环比上涨 13.52%。
 - 新增投资者：2023 年 2 月，新增投资者 167.68 万，月环比 98.84%。
 - 股票质押：截至 3 月 24 日，市场质押股 3908.98 亿股，占总股本 5.06%。
 - 两融业务：截至 3 月 23 日，两融余额 1.6 万亿元，较上年末上升 3.91%。
 - 风险提示：二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-本土运动品牌公司 23 年流水恢复增长，库存环比实现改善

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周专题：本土运动品牌公司 2022 年经营彰显韧性，23 年流水恢复增长
- 2022 年，安踏体育、李宁、特步国际、361 度经营普遍受到疫情影响，尤其 22Q4，但营收端展现较强的经营韧性，收入增速显著优于服装社零大盘，同时优于我国运动服饰整体市场。在耐克、阿迪达斯国际运动品牌大中华区表现继续疲弱情况下，本土运动品牌公司竞争格局继续改善。盈利能力方面，由于品牌加深零售折扣以及产品成本上涨、存货减值增加影响，毛利率普遍有所承压。费用管控方面，各品牌公司销售费用率普遍同比提升，安踏体育 DTC 转型推进致管理费用率上升，其它公司管理费用率同比优化，综合影响下，各品牌公司业绩增速普遍不及营收增速，但 361 度表现更优，业绩增速快于营收增速。展望后续，根据各品牌公司公开业绩说明会，2023 年以来，终端零售流水恢复同比增长，且库存情况较 2022 年末有所改善，零售折扣未进一步加深，显示运动服饰需求持续复苏。根据欧睿国际，预计 2023 年我国运动服饰市场规模为 4010 亿元，同比增长 10.5%，预计 2022-2027 年年均复合增速为 8.7%，市场规模于 2027 年预计达到 5510 亿元，未来我国运动服饰市场景气有望持续。同时，叠加国际运动品牌于大中华区销售表现目前仍较为疲软，本土运动服饰品牌有望继续提升市场份额。
- 行业动态：耐克 FY23Q3 季报；昂跑 2022 年年报；司米发布 2023 “高端整家定制”战略
- 3 月 21 日，耐克公司 FY23Q3 季度报告。FY23Q3，收入同比增长 14%至 123.9 亿美元（按不变汇率计：+19%），除大中华区以外的所有市场均实现两位数增长。尽管去年年底的新冠病例激增对大中华区造成了影响，但按不变汇率计算，仍实现了 1%的增长。其中，Nike 品牌营收为 118 亿美元，在报告基础上增长 14%（撇除汇率影响：+19%）；Converse 品牌营收为 6.12 亿美元，在报告基础上增长 8%（撇除汇率影响：+12%）。这一增长主要得益于北美所有渠道的两位数增长，部分抵消了亚洲的下滑。毛利率下降 3.3pct 至 43.3%，主要是由于为清理库存而进行了更高的降价活动，以及产品投入成本和运费物流成本的上升，部分被战略定价行为抵消。
- 3 月 21 日，瑞士运动品牌 On（昂跑）公布了截至 2022 年 12 月 31 日的 2022 财年第四季度及全年财务数据。报告期内，On 表现强劲，净销售额首次突破 10 亿瑞士法郎达 12.22 亿瑞士法郎（约合 91 亿元人民币），同比增长 68.7%；净利润由净亏损 1.7 亿瑞士法郎扭亏为盈至 5770 万瑞士法郎，展现了 On 对长期可持续增长的承诺及盈利能力。此外，第四季度，整个假日季不同地区和渠道对品牌的全价商品需求强劲，推动净销售额同比大涨 91.9%至 3.668 亿瑞士法郎；毛利率达到 58.5%，持续去年的环比改善趋势，反映出运营的正常化以及主要运输方式“海运”的回归。展望未来，On 表示，出于市场对品牌产品的持续需求、强大的产品线和多渠道销售的成功，公司有信心在 2023 年取得强劲业绩：预期净销售额将同比增长 39%达到 17 亿瑞士法郎。

- 3月20日,“全新定义 高端整家”法国司米2023品牌战略发布会在广州隆重举行。法国司米作为索菲亚集团旗下法国高端家居定制品牌,宣布正式启动“高端整家定制”全新品牌战略布局,全面推进司米品牌从整体厨房到到高端整家定制实现战略升级,立足“高端≠全线高价”,让更多消费者享受到法国司米高端品质和服务,以成为高端(轻高定)整家定制第一品牌为目标。法国司米更以近百年初心为向,构筑高端整家定制家居精神内核,提取法国司米国际化超级符号“S”,现场发布全新VI视觉形象标识及崭新的门店形象,以全新姿态迎接全新发展,塑新高端整家定制的新定位。
- 行情回顾(2023.03.20-2023.03.24)
- 本周纺织服饰跑输大盘、家居用品板块跑赢大盘:本周,SW纺织服饰板块上涨0.68%,SW轻工制造板块上涨1.87%,沪深300上涨1.72%,SW纺织服饰板块跑输大盘1.1pct,SW轻工制造板块跑赢大盘0.1pct。各子板块中,SW纺织制造上涨1.51%,SW服装家纺上涨0.37%,SW饰品上涨0.16%,SW家居用品上涨2.58%。截至3月24日,SW纺织制造整体法(TTM,剔除负值)计算的行业PE为18.62倍,为近三年的30.40%分位;SW服装家纺的PE为17.39倍,为近三年的40.30%分位;SW饰品的PE为20.41倍,为近三年的71.39%分位;SW家居用品的PE为25.80倍,为近三年的36.18%分位。
- 投资建议:
- 纺织服饰板块,本周耐克公布FY23Q2(截至2.28日止前三个月)业绩,剔除汇率因素,收入同比增长19%,所有销售区域收入均实现增长,季度末存货同比增长16%,环比继续下滑,公司预计下一季度库存将继续改善,在FY23结束后,库存回到健康水平。建议优选生产效率领先、规模优势显著、老品牌份额提升+新品牌持续拓展逻辑清晰的华利集团、申洲国际;23Q2露营旺季将至,同时建议关注运动户外用品标的浙江自然、牧高笛。品牌服饰方面,国产运动品牌2022年报均已披露完毕,整体来看22Q4在疫情影响下,零售折扣保持稳定,库存情况环比好转,各品牌23开年零售流水普遍恢复正增长,对全年指引谨慎乐观。中长期看,运动服饰景气有望持续,建议关注安踏体育、李宁。近期我们沟通西南/北部/中部区域珠宝渠道,受益婚庆需求释放以及金价稳步上涨,23年以来珠宝消费恢复强劲,继续看好中高端黄金珠宝消费的恢复持续性和头部品牌市占率的持续提升,建议关注周大生。
- 家居用品板块,本周,30大中城市商品房成交34128套、成交面积375.63万平方米,较上周环比分别增长8.3%、5.6%,连续两周实现环比增长。今年以来二手房市场持续回暖,有望陆续向家居需求传导,家居行业315大促活动落幕,龙头家居企业不断升级的多品类整家套餐,线上渠道向线下门店的引流,由于意向订单到实际落地转化存在较长时间,预计315活动期间储备订单对家居企业后续工厂出货提供较强支撑,目前时点看好家居需求持续释放和头部家居企业市场份额继续提升。建议积极关注欧派家居、索菲亚、顾家家居、喜临门、慕思股份、金牌厨柜、志邦家居、好太太。
- 风险提示:
- 地产销售或不达预期;品牌库存去化不及预期;原材料价格波动;汇率大幅波动。

【行业评论】消费者服务：社会服务行业周报（20230320-20230326）-五一出境游市场预定火爆，三部门细化离岛免税提货细则

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 本周主要观点及投资建议

➤ **五一出境游市场预定火爆。**飞猪数据显示，今年游客的预订提前量相较于过去3年大幅提升，长线游需求持续回温。今年五一假期出游预订量相较于去年同期增长超3倍，其中跨省游、出境游订单占比超八成。携程数据显示，今年五一假期国内整体旅游预订量同比增长150%，内地出境游预订量同比增长近17倍。

➤ **三部门出细则，海南2万元以内离岛免税品“即购即提”。**海关总署、财政部、税务总局发布公告，增加海南离岛旅客免税购物提货方式。按照公告，从4月1日起，旅客在购买单价不超过5万元的免税品时可“担保即提”提货方式，而单价不超过2万元的免税品则可以即购即提。

➤ **投资建议：**1) 出入境：国内旅行社和在线旅游企业恢复有关国家出境团队旅游机票+酒店试点业务，随着两批出境团队游试点名单的公布，3月15日起国内出境跟团的目的地将增加至60个。预计年内出入境板块将持续复苏，国人积压三年出境需求相继释放。2) 酒店：目前公商务出行超预期复苏、入住客流抬头早于往年同时段，酒店行业三大经营指标全面反超2019年，北上广深较2019年恢复率达107%，远超其他线城市，公商务出行迅速回暖，建议关注客流持续修复情况。3) 餐饮：消费者出行意愿转变，餐饮线下到店客流恢复程度在出行板块中居前，相关标的有望迎来客流释放带动业绩回暖，标准化经营模式推动盈利能力提升。建议关注：首旅酒店、锦江酒店、众信旅游、九毛九、海伦司。

➤ 行情回顾

➤ **整体：**沪深300上涨1.72%，报收4027.05点，社会服务行业指数上涨1.87%，跑赢沪深300指数0.15个百分点，在申万31个一级行业中排名11。

➤ **子行业：**社服行业各子板块涨跌幅由高到低分别为：自然景区（+5.5%）、餐饮（+3.57%）、旅游综合（+3.39%）、人工景区（+1.42%）、酒店（+0.58%）。

➤ **个股：**三特索道以15.62%涨幅领涨，君亭酒店以5.37%跌幅领跌。

➤ 行业动态

➤ 1) 三部门出细则，海南2万元以内离岛免税品“即购即提”；

➤ 2) 国内外多家航司3月航班计划出炉：密集恢复国际航线；

- 3) 五一出境跟团游已经进入预订高峰，携程：海外跟团游预订上涨 167%。
- 重要上市公司公告（详细内容见正文）
- 风险提示
- 居民消费意愿恢复不及预期风险；疫情对旅游行业影响超预期风险。

【行业评论】化学原料：新材料周报-新材料板块小幅震荡，合成生物学应用有望持续成长

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周化工与新材料板块小幅震荡，子板块普遍上涨。基础化工涨跌幅为-0.2%，跑输沪深 300 指数 1.93%，在申万一级行业中排名第 24 位。新材料指数涨跌幅为 1.15%，跑输沪深 300 指数 0.57%。观察各子板块，除半导体材料下跌，其余板块均上涨，锂电化学品上涨 3.42%、膜材料上涨 2.6%、OLED 材料上涨 1.6%、可降解塑料上涨 1.13%、碳纤维上涨 0.19%、有机硅上涨 0.15%、半导体材料下跌 1.64%。
- 观察估值，新材料各子板块估值水平处于历史较低水平。新材料指数市盈率为 22.75 倍，处于近三年 0%分位数水平。有机硅市盈率为 14.67 倍（2%，近三年分位数水平）；碳纤维市盈率为 41.01 倍（0%）；锂电池市盈率为 33.26 倍（0%）；锂电化学品市盈率为 17.37 倍（0%）；半导体材料市盈率为 97.99 倍（15%）；可降解塑料市盈率为 18.31 倍（66%）；OLED 材料市盈率为 105.14 倍（47%）；膜材料市盈率为 50.29 倍（53%）。
- 从交易拥挤度情况看，当前新材料具备显著的配置优势。本周新材料指数交易拥挤度为 4.13%，处于近两年 0.0%分位数水平，具备显著的配置优势。
- 超六成个股上涨：上周新材料板块中，实现正收益个股占比为 62.16%，表现占优的个股有清溢光电（9.63%）、壹石通（8.09%）、新纶新材（7.32%）等，表现较弱的个股包括建龙微纳（-7.42%）、美瑞新材（-7%）、嘉必优（-6.72%）等。机构净流入的个股占比为 28.83%，净流入较多的个股有新宙邦（1.35 亿）、恩捷股份（1.26 亿）、泰和新材（0.76 亿）等。77 只个股中外资净流入占比为 64.94%，净流入较多的个股有万华化学（2.5 亿）、德方纳米（0.85 亿）、光启技术（0.46 亿）等。
- 行业动态
- 行业要闻：
 - 发改委、环境部：扎实推进塑料污染全链条治理，科学稳妥推进源头减量替代
 - 日本帝人：使用超细碳纤维/芳纶纤维开发出最薄气体扩散层
 - 亿纬锂能：百亿储能与动力电池项目开工，公司产能释放和新建进入快车道

- 中石化：投资埃力生科技，入局气凝胶行业
- 液态储氢加氢示范系统及其关键设备研制技术取得重大突破
- 拜登政府公告：目标在 20 年内用生物基塑料取代现有 90% 的塑料
- 重要上市公司公告（详细内容见正文）
- 投资建议
- 以生物制造实现传统化工品替代，合成生物学应用有望持续成长。合成生物学是指基于工程化学、分子生物学和计算机科学基础，通过设计、构建和优化生物系统来实现特定的功能的学科。凭借成本和低碳优势，基于合成生物学的生物制造具有广阔的物质分子创新潜力，将是中国突破传统石化原料限制，实现碳中和的重大机遇。合成生物学技术仍处于成长期，未来在医疗、农业、化学品、能源、食品饮料等领域的发展空间巨大。Markets & Markets 预测至 2027 年全球合成生物学市场规模将达到 357 亿美元，2022-2027 年 CAGR 为 25.65%。
- 政策支持叠加产业化积累，我国合成生物学产业有望追赶欧美。政策端看：2022 年，发改委印发《“十四五”生物经济发展规划》，明确指出包括合成生物学在内的生物经济是未来中国经济转型的新动力；科技部投入 1.86 亿支持国家重点研发计划“合成生物学”重点专项。产业化端看：一方面我国生物发酵品产量年产超 3000 万吨，氨基酸、有机酸和维生素等大宗生物发酵制品的产量全球领先，占据全球超 70% 产能；另一方面我国化工行业储备了扎实的分离纯化技术，因此虽然我国起步较晚，但有望凭借制造业基础、人力成本优势以及科研进步实现对欧美国家的追赶。
- 我们建议关注已经在产业化应用形成一定竞争力的合成生物学公司：
- 凯赛生物：覆盖从基因工程到聚酰胺全产业链生物制造技术，DC11-DC18 产品占据全球 80% 以上份额，以 PA56 为代表的生物基聚酰胺产品应用空间巨大。
- 华恒生物：全球首家以发酵法产业化生产 L-丙氨酸且市占率全球第一，未来 L-缬氨酸市场需求广阔，有望持续放量。
- 风险提示
- 疫情可能引发市场大幅波动的风险；原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【山证煤炭】中国神华（601088.SH）年报点评：-煤电发力业绩高增，高分红延续显配置价值

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述

- **公司发布 2022 年年报：**报告期内公司实现营业收入 3445.33 亿元，同比增长 2.65%；实现归母净利润 696.26 亿元，同比增长 39.02%；扣非后归母净利润 703.37 亿元，同比增长 41.10%；基本每股收益 3.50 元/股，加权平均净资产收益率 18.07%，同比增加 4.43 个百分点。Q4 单季营业收入 940.44 亿元，同比增长-8.34%；归母净利润 104.95 亿元，同比增长 12.68%；扣非后归母净利润 119.30 亿元，同比增长 23.41%。公告股息分配预案为每 10 股派现金 25.5 元(含税)，同比增长 0.1 元/股，分红比例 72.8%，按照 3 月 24 日收盘价计算股息率为 8.80%。
- **事件点评**
- **煤电业务是利润增长主要来源。**2022 年公司煤炭、电力、铁路、港口、航运和煤化工分别实现营业收入 2,774.74、845.25、421.97、64.41、63.79、60.51 亿元，同比变化分别为-5.19%、31.81%、3.68%、0.02%、9.02%和-2.32%；各分部毛利分别为 996.53、120.93、174.87、29.60、10.16、8.48 亿元，同比变化 23.57%、144.25%、-8.70%、-7.47%、-16.58%、-28.68%；毛利率分别为 35.9%、14.3%、41.4%、46%、14%和 15.9%，同比分别变化 8.35、6.58、-5.66、-3.67、-5.19、-4.92pct。
- **煤、电量价齐增，2023 年进一步加强。**2022 年公司实现商品煤产量 3.134 亿吨，同比+2.1%；煤炭销量 4.18 亿吨，同比-13.4%(其中，自产煤销量 3.162 亿吨，同比+1.1%，外购煤 1.016 亿吨，同比-40.1%，主要是因国内提高长协煤比例，公司外购煤来源减少)；煤炭平均售价 644 元/吨，同比+9.52%；吨煤综合毛利 239 元，同比+42.65%；煤炭长协销售占比 85%，同比+1.2%。完成发电量 1912.8 亿千瓦时，同比+14.9%，售电量 1798.1 亿千瓦时，同比+15.2%，度电综合售价 418 元/兆瓦时；电力业务毛利为 120.9 亿元，同比+156.4%。公司新增资源探矿权及现有产能核增工作稳步推进，煤炭产量仍有增长潜力，根据公司计划，2023 年公司进一步加强煤电业务，煤炭销售目标 4.358 亿吨，比 2022 年+4.3%；发电量 2039 亿千瓦时，同比+6.6%。
- **海运低位，外购减少，运输板块盈利下降。**2022 年国内提高长协煤炭占比，公司外购煤减少 40.1%，铁路、港口运量有所下滑。自有铁路周转量 297.6 十亿吨公里，同比-1.9%，铁路分部毛利 174.87 亿元，同比-8.7%；黄骅港装船量 205.2 百万吨，同比-4.6%；天津煤码头装船量 45.2 百万吨，同比-2.6%；港口分部毛利 29.6 亿元，同比-7.5%。航运货运量及周转量分别为 136.3 百万吨和 133.6 十亿吨海里，同比+12.5%和 19.2%，主要是因为非煤货物运量持续增长，外贸货运量大幅提升；但 2022 年海运价格整体低迷，中国 CCBFI 综合指数 1124.66 点，同比-13.86%，导致运输板块盈利下滑。
- **公司计提较大规模减值损失。**公司营业成本整体变化不大，财务费用增加 7.89 亿元，主要受汇率波动影响，汇兑损失同比增加，且煤炭分部弃置费用折现成本增加；研发费用增加 12.21 亿元，主要是智能矿山、智慧铁路等项目研发支出增加。公司 Q4 对存在减值迹象的生产设备及备品备件进行了 33.72 亿元资产减值，同时计提信用减值 13.37 亿元，对 Q4 利润及全年业绩形成一定影响。
- **资本开支稳定，高利润保障下高分红延续。**根据公司公告，2023 年公司资本开支计划 361.52 亿元，同比+13%，比 2021 年下降 16.66%。公司煤炭业务全产业链运营，且长协占比高，经营稳健，2023 年

高利润确定性高，为公司延续高分红提供支撑。按照公司股息预案，以 3 月 24 日股价计算，公司 2022 年股息率 8.8%，比 2021 年继续提高，长期配置价值明显。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.78\3.96\3.97 元，对应公司 3 月 24 日收盘价 28.98 元，2023-2025 年 PE 分别为 7.7\7.3\7.3 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

➤ **风险提示**

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

➤

【山证金融&衍生品】中国太保年报点评-寿险及健康险 NBV 同比-31.4%，产险发展良好

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 2022 年年报，全年已赚保费 3689 亿元、同比+8.6%，投资收益 811.34 亿元、同比-16.0%，集团归母营运利润 401.15 亿元、同比+13.5%，归母净利润 246.09 亿元、同比-8.3%。集团 EV5196 亿元、同比+4.3%。寿险及健康险 NBV 92.05 亿元、同比-31.4%，NBVM 11.6%、同比-11.9pct。
- **代理人量减质增，银保新单占比明显提升。**代理人新单 229.43 亿元、同比-21.5%，月均代理人规模 27.9 万人、同比-46.9%，人均产能 6853 元/人/月、同比+47.7%。个险渠道 NBV 83.38 亿元、同比-36.2%，NBVM 31.5%、同比-11.1pct。个险渠道或通过销售低价值产品来以量补价。银保新单 321.40 亿元、同比+242.0%，占比 46.1%、占比提升 27.9pct。银保渠道 NBV 8.60 亿元、同比+174.8%，NBVM 2.7%、同比-0.6pct。产险发展良好。产险保费 1704 亿元、同比+11.6%，综合成本率 97.3%、同比-1.7pct。其中车险保费 979.92 亿元、同比+6.7%，综合成本率 96.9%、同比-1.8pct。非车业务保费 723.85 亿元、同比+19.0%，主要由责任险、健康险、农险带动。
- **投资收益受权益类投资拖累。**净/总投资收益率分别 4.3%、4.2%，同比-0.2pct、-1.5pct，固收/权益/投资性房地产/现金及等价物的投资收益率分别为 4.5%/2.7%/6.1%/1.3%，同比-0.4pct/-5.9pct/-1.2pct/+0.2pct。
- **投资建议：**公司 2022 年受投资收益拖累明显，预计 2023 年这一情形有望改善。在投资收益率逐步回升的假设下，我们将 2023-25 年盈利预测分别上调 4.8%、2.6%和 1.4%，上调后归母净利润增速分别为 +22.01%、+14.24%、+15.04%。公司 2023E P/EV 0.44x，处近 5 年以来低位，维持“增持-A”。
- **风险提示：**银保业务发展不及预期，NBVM 快速下滑，资本市场波动等。

【山证金融&衍生品】中国人保年报点评-业务发展渐趋精细化，综合成本率有望持续下行

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 2022 年年报，已赚保费 5597 亿元、同比+5.6%，投资收益 560.77 亿元、同比-11.7%，归母净利润 244.06 亿元、同比+12.8%。产险/寿险/健康险的分部净利润分别同比+15.4%/-34.7%/+70.0%，占比分别 87.6%/7.9%/1.3%。人保财险综合成本率 97.6%、同比-1.9pct。
- **细分产险品种均实现较快增长。【车险】**全年原保费收入 2711 亿元、同比+6.1%。受益于精细化定价能力及理赔管理，车险赔付率同比-2.0pct 至 68.1%，带动车险综合成本率同比-1.7pct 至 95.6%。车险承保利润 113.05 亿元、同比+69.4%。**【意健险】**稳步发展传统业务的同时积极相应国家政策，加快推进“惠民保”、护理保险等业务，全年原保费收入 890 亿元、同比+10.3%。综合成本率 100.4%、同比-2.2pct。**【农险】**全年原保费收入 520.54 亿元、同比+22.0%。综合成本率 93.5%、同比-6.9pct。**【其他险种】**责任险/信用保证险/企业财产险/货运险全年原保费收入分别为 337.72 亿元/52.94 亿元/165.53 亿元/48.31 亿元，同比分别+1.9%/+86.4%/+4.0%/+0.4%。
- **寿险 NBV 26.69 亿元、同比-17.3%，NBVM 12.8%、同比-2.6%。**健康险 NBV 10.35 亿元、同比+35.3%，NBVM 5.1%、同比+0.8pct。净/总投资收益率分别为 5.1%、4.6%，同比分别+0.4pct、-1.2pct。
- **投资建议：**公司作为产险龙头，市占率稳居 30%以上，定价、销售、理赔能力较强，推动综合成本率逐步下行。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别同比+11.10%、+10.74%、+10.27%，ROE 保持在 11%上下。公司当前股价对应 2023E P/EV 0.79x，处上市以来 30%分位左右，维持“增持-A”。
- **风险提示：**监管政策变化，汽车销量下滑超预期，宏观经济下行等。

【宏观策略】两市走势分化，创业板指领涨

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- **三大指数低开，开盘走势分化，沪指走低，创业板指震荡上行，午后走高。**截止收盘，沪指报 3251.40 点，跌 0.44%；深成指报 11647.94 点，涨 0.12%；创指报 2398.02 点，涨 1.17%。行业指数涨跌不一，计算机（+1.88%）、农林牧渔（+0.99%）和电力设备及新能源（+0.98%）领涨；房地产（-1.60%）、建材（-1.58%）、电力及公用事业（-1.31%）领跌；总体来看，两市个股涨跌不一，超 1900 只个股上涨，超 2900 只个股下跌，成交额升高至 11406 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气回升，热点向成长板块集中，ChatGPT 概念火热。**板块方面，受深远海浮式风电平台“海

油观澜号”启航消息影响，新能源、风电板块开盘走高，震荡上行；计算机、医药、传媒等板块冲高回落，尾盘回升；房地产、建筑、钢铁板块全天走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回升至 36 家，连板家数 6 家，热点持续性反弹，赚钱效应回升。

- **我们认为，A 股短期内震荡企稳，中长期走强。**美联储加息 25BP 后，第一共和银行、德意志银行的流动性问题继续引发市场担忧，美联储联合财政部，正与各国央行协同努力化解流动性风险。同时，国外流动性风险也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，外贸数据平稳，疫后复苏力度持续增强，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。国外银行流动性问题遏制了美联储激进加息的预期和政策空间，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。短期风险事件影响正在化解，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（通信、高端制造、养殖、和医药医疗等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（AIGC 概念、军工和新能源等）有望持续收获较优表现。

- **风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期**

值周研究员：

李召麒 执业登记编码：S0760521050001 电话：010-83496307 邮箱：lizhaoqi@sxzq.com
平海庆 执业登记编码：S0760511010003 电话：010-83496341 邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

