

# 中国特色估值体系：券商重估

## ——证券行业深度专题

行业评级：看好

2023年5月12日

分析师 梁凤洁  
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn  
电话 021-80108037  
证书编号 S1230520100001

研究助理 洪希柠  
邮箱 hongxining@stocke.com.cn  
研究助理 胡强  
邮箱 huqiang@stocke.com.cn

## 1、券商是否属于中特估

- 我们认为能够提供真实分红收益、盈利能力改善且低估的央企有望进行价值重估。
- 证券板块中国有券商（包括中央国有和地方国有）数量占比为74%，国有券商市值占比为78%，和30个申万一级行业相比，国有券商的数量、市值占比分别排名第3、第6。其中，中央国有券商的数量与市值占比分别为20%/34%，与“中特估”相关度高。

## 2、为何能受益于中特估

- **板块估值极低：**从估值分位数来看，当前证券板块PB、PE估值分别位于十年10%/27%分位，在和其他30个申万一级行业比较中分别排名第7、第11。板块内部比较，国有券商的平均PB估值为1.52倍（其中中央国有1.61倍，地方国有1.45倍），非国有券商平均PB估值为2.57倍（剔除东方财富的平均估值为1.80倍），国有券商估值更低。和其他30个申万一级行业相比，证券板块ROE排名第17，但是PB、PE分别排名第27/21，大幅落后于ROE排名。
- **ROE能够向上：**1) **短期：**2023年券商经营环境好转，上证综指年初至今上涨7%，2-4月市场日均股基成交额环比增速分别为4%/3%/21%，2-3月新发基金份额分别环比增长117%/63%，4月末两融余额较年初增长4%，券商板块全年业绩高增确定性强，盈利能力有望改善。2) **长期：**近年来券商多项业务进行改革，如传统经纪业务加速转型财富管理，投行业务在全面注册制改革下向综合化、专业化发展，资管业务方面结构不断优化、积极进行主动管理转型，同时还有科创板做市等新的业务方向出现。业务改革以及创新业务有望支撑ROE抬升。3) **空间：**长期来看ROE提升动能足，我们测算行业ROE有望提升至9%，对应PB有约60%的提升空间。当前估值处于十年10%分位，ROE处于十年50%分位数，且长期有提升趋势，估值与业绩严重错配。
- **央企份额提升：**中央国有券商的净利润占比从2019年的35%提升至2022年的42%，份额呈提升趋势。央企券商的股东往往是在多业务领域均有布局的大型集团，能够发挥旗下产业的协同作用，为券商导流资源，且央企券商的证监会评级较优秀，在申请创新业务试点资格、谋求新的业务方向方面更具优势，价值重估有基本面支撑。

## 3、投资建议

- **行业层面：**券商业绩修复确定性强，利好政策频发，PB处于历史10%分位。三季度可能全面降准，四季度可能降息，且超额储蓄或较难大规模形成消费或进入地产，资本市场或成为超额储蓄的核心外溢方向，增量资金进入市场有望催化券商行情。
- **个股层面：**推荐受益于中特估的标的：中信证券，华泰证券、中金公司（H），财富管理、自营业务弹性较高的标的：东方证 2  
券、广发证券、东方财富。

# 风险提示

- 1、宏观经济大幅下行
- 2、权益市场修复不及预期
- 3、资本市场改革不及预期
- 4、行业数据测算偏差风险

# 目录

CONTENTS

**01** 券商是否属于中特估

**02** 为何能受益于中特估

**03** 投资建议

# 01

## 券商是否属于 于中特估

2022年底，易会满首次提出“中特估”，我们认为能够提供真实分红收益、盈利能力改善且低估的央企有望进行价值重估。

- **概念提出：**2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上表示，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。2022年12月2日，上交所发布的《中央企业综合服务三年行动计划》中提及“服务推动央企估值回归合理水平”。2023年证监会系统工作会议上，证监会主席易会满表示，要提升估值定价科学性有效性；逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系。
- **着眼选股：**能够提供真实分红收益、盈利能力改善且低估的央企有望进行价值重估。

券商板块中中央、地方国有企业数量及总市值占比领先，与“中特估”相关度高。

- 根据wind数据，证券板块（申万二级）中国有券商（包括中央国有和地方国有）的数量占比为74%，国有券商市值占比为78%，和30个申万一级行业相比，国有企业的数量、市值占比分别排名第3、第6。其中，中央国有券商的数量与市值占比分别为20%/34%，与“中特估”相关度高。

行业名称	国有企业数量占比	央国企市值占比	行业名称	国有企业数量占比	央国企市值占比
煤炭	79%	94%	社会服务	45%	44%
石油石化	79%	94%	环保	29%	43%
公用事业	65%	89%	传媒	39%	40%
建筑装饰	42%	82%	基础化工	23%	38%
银行	60%	78%	汽车	24%	32%
证券	74%	78%	计算机	17%	31%
钢铁	60%	77%	机械设备	18%	29%
交通运输	62%	76%	农林牧渔	32%	19%
食品饮料	28%	73%	电子	13%	17%
综合	56%	73%	医药生物	14%	17%
通信	20%	72%	纺织服饰	14%	17%
国防军工	39%	69%	电力设备	17%	13%
房地产	57%	59%	轻工制造	10%	9%
商贸零售	39%	57%	家用电器	19%	8%
建筑材料	32%	52%	美容护理	13%	6%
有色金属	35%	49%			

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：证券行业为申万二级分类，其他均为申万一级分类。国有企业数据根据wind公司属性中“中央国有企业”、“地方国有企业”统计，数据截至2023年5月11日。

02

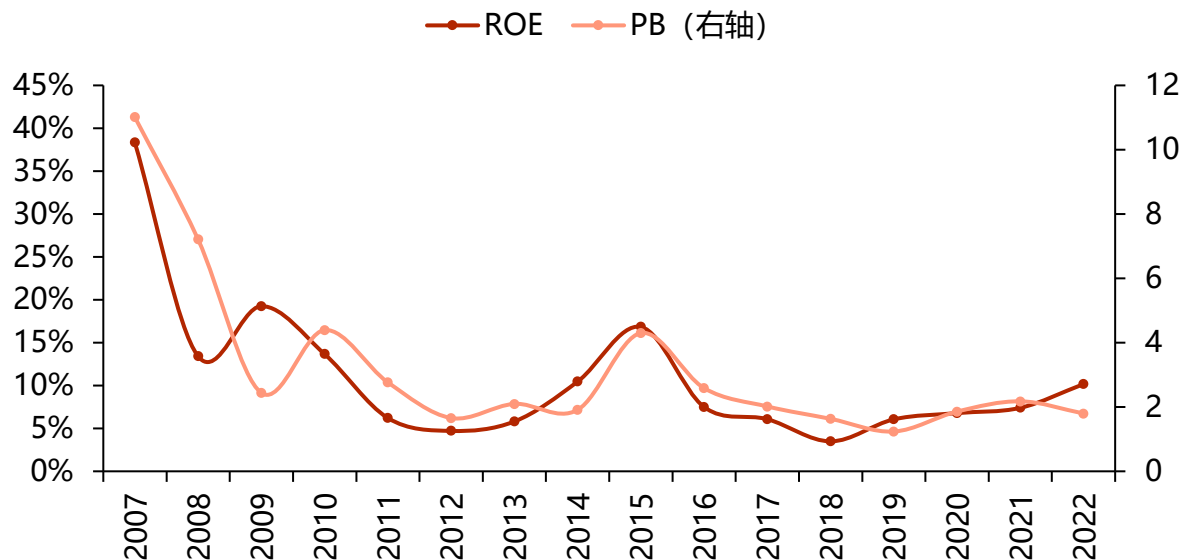
为何能受益  
于中特估



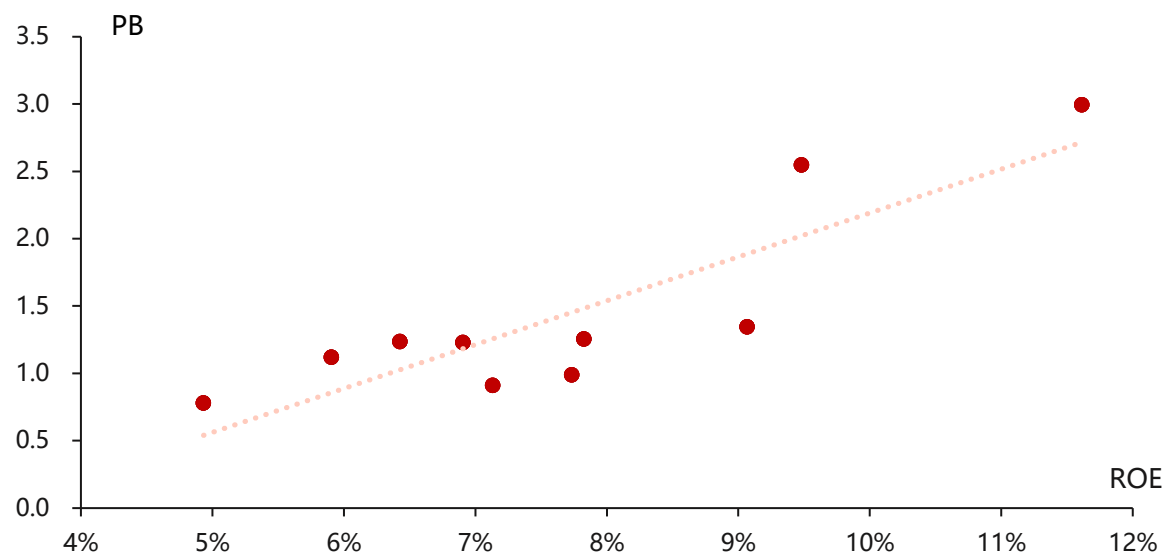
根据线性关系及历史复盘情况可知，券商板块PB与ROE仍存在较高关联度。

- 根据ROE与PB的线性关系可知，ROE仍是券商股估值之锚。从行业数据来看，证券行业ROE与PB变动趋势基本保持一致，且在营收中重资本业务占比提高后，PB与ROE的关联度更高。从个股数据来看，我们选取市值排名前10的公司作为样本，发现公司的ROE与PB呈现出高度相关性。

证券行业ROE与PB变化趋势一致



个股ROE与PB关联度较高



数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。注：左图为行业数据，右图为样本数据。

根据线性关系及历史复盘情况可知，券商板块PB与ROE仍存在较高关联度。

- 根据历史行情复盘可知，PB的修复程度与ROE高度相关。我们在《“花”相似，“人”不同——券商行情复盘及展望》中对过去15年中券商历次大行情做过总结，发现每轮行情中券商估值修复的程度和行业ROE水平有较高相关度。2007年行业ROE约40%，PB最高达到17.7倍，PE在100倍以上。2018年行业ROE为3.5%，PB仅提升至1.8倍，PE提升至39倍。

历次行情中估值修复程度与ROE水平相关

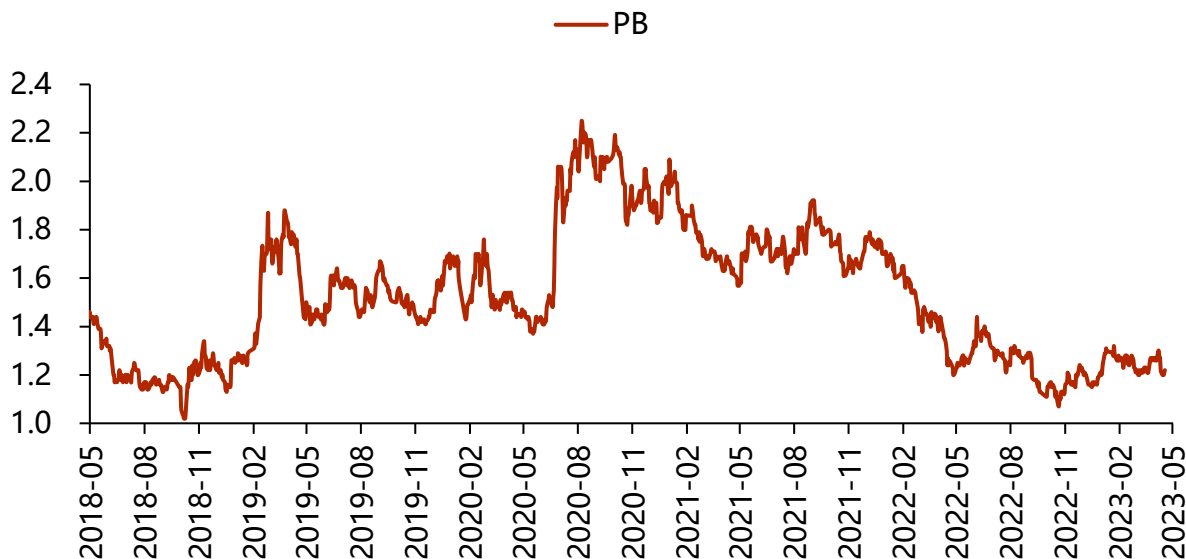
	2006-2007	2008-2009	2012-2013	2014-2015	2018-2019	2020
ROE水平	2007年ROE约40%	2008-2009年ROE在10%-20%左右	2012-2013年ROE在4%-6%左右	2014-2015年ROE在10%-20%左右	2018-2019年ROE在3%-6%左右	2020年ROE7%
估值修复情况	PB从2.7倍提升至7.2倍，最高达到17.7倍；PE长期保持在100倍以上	PB从2.3倍提升至5.2倍；PE从13倍提升至41倍	PB从1.5倍提升至2.1倍；PE从18倍提升至38倍	PB从1.9倍提升至4.7倍，最高点超过5倍；PE从27倍提升至49倍，最高点达56倍	PB从1.1倍提升至1.8倍；PE从19倍提升至39倍	PB从1.4倍提升至2.1倍；PE从25倍提升至36倍

数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

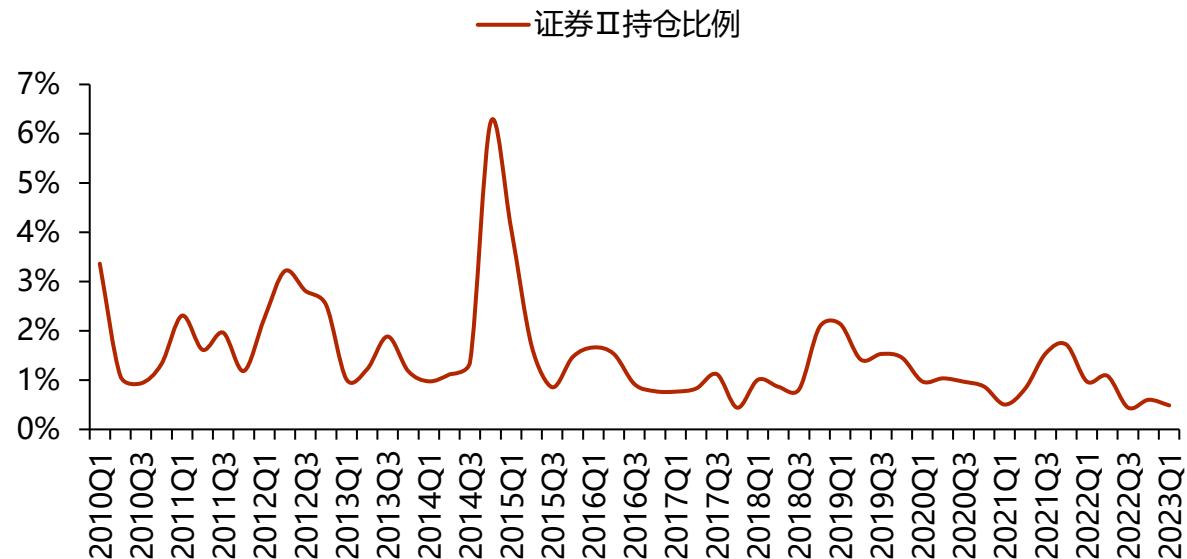
### 券商板块估值分位数及公募持仓比例均较低。

- 从估值来看，当前券商板块PB估值为1.2倍，仅略高于2018年熊市时的水平，但目前ROE与资产质量远优于2018年。从公募持仓来看，券商板块在公募基金中的重仓持股比例处于低位，22Q4为0.48%，低于2018年1%左右的水平。

#### 券商板块PB估值较低



#### 券商板块在公募基金中的重仓持股比例处于低位



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：PB估值截至2023年5月11日。

### 券商板块估值分位数及公募持仓比例均较低。

- 从估值分位数来看，当前证券板块PB、PE估值分别位于十年10%/27%分位，在和其他30个申万一级行业比较中分别排名第7、第11，估值修复空间大。

行业名称	PE十年分位数 (%)	PB十年分位数 (%)	行业名称	PE十年分位数 (%)	PB十年分位数 (%)
建筑材料	58	1	纺织服饰	47	28
环保	31	3	计算机	79	30
房地产	66	3	建筑装饰	45	30
医药生物	14	3	交通运输	13	32
银行	16	5	钢铁	61	34
电子	39	7	机械设备	43	36
<b>证券</b>	27	10	汽车	77	38
家用电器	17	11	公用事业	73	39
农林牧渔	31	14	煤炭	3	39
石油石化	28	18	电力设备	1	47
基础化工	16	18	商贸零售	81	48
通信	6	24	国防军工	11	52
综合	44	24	传媒	69	53
轻工制造	50	24	食品饮料	45	56
社会服务	82	25	美容护理	79	69
有色金属	1	25			

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：证券行业为申万二级分类，其他均为申万一级分类，数据截至2023年5月11日。

券商板块估值排名落后于ROE排名，板块内部国有券商估值水平低于民营券商。

- 板块内部比较，国有券商的估值低于民营券商。截至2023年5月11日，国有券商平均PB估值为1.52倍（其中中央国有1.61倍，地方国有1.45倍），非国有券商平均PB估值为2.57倍，剔除东方财富的平均估值为1.80倍，国有券商估值更低。
- 和其他30个申万一级行业相比，证券板块ROE排名第17，但是PB、PE分别排名第27/21，大幅落后于ROE排名。

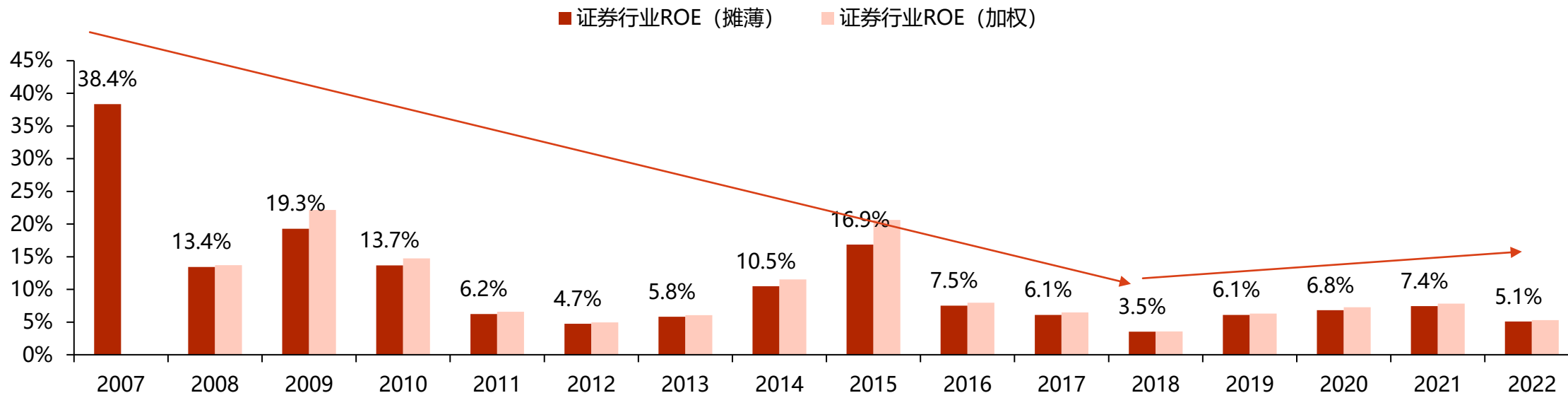
行业名称	PB	PE	2017-2021ROE均值 (%)	行业名称	PB	PE	2017-2021ROE均值 (%)
食品饮料	5.8	31	20.03	证券Ⅱ	1.2	20	7.26
家用电器	2.3	14	17.17	电力设备	3.2	22	6.92
建筑材料	1.5	19	15.65	环保	1.5	23	6.91
煤炭	1.3	7	12.21	机械设备	2.3	29	6.48
钢铁	1.0	24	11.90	有色金属	2.3	14	6.32
银行	0.5	5	11.86	公用事业	1.7	25	6.28
房地产	0.9	15	10.91	纺织服饰	1.8	26	5.90
医药生物	3.0	28	10.39	石油石化	1.3	15	5.69
建筑装饰	1.0	11	10.01	计算机	3.8	68	4.62
美容护理	4.8	49	9.95	社会服务	3.4	87	4.59
基础化工	2.0	17	9.89	商贸零售	2.1	39	4.50
电子	2.6	41	9.02	国防军工	3.3	55	3.50
轻工制造	2.0	30	8.39	通信	2.2	29	2.09
汽车	2.1	29	7.75	综合	1.8	43	2.01
农林牧渔	2.8	30	7.49	传媒	3.1	51	1.62
交通运输	1.5	13	7.36				

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：证券行业为申万二级分类，其他均为申万一级分类。注：截至2023年5月11日。

2018年起证券行业盈利能力进入上升通道，当前估值与业绩错配程度较高。

- **ROE变化趋势：**从历史ROE数据来看，虽然随着费率下滑与重资本业务的发展，行业ROE波动下滑，但2018年证券行业盈利能力触及历史低点后，注册制改革、再融资松绑等行业利好政策频出，ROE重回上升通道。

证券行业ROE重回上升通道

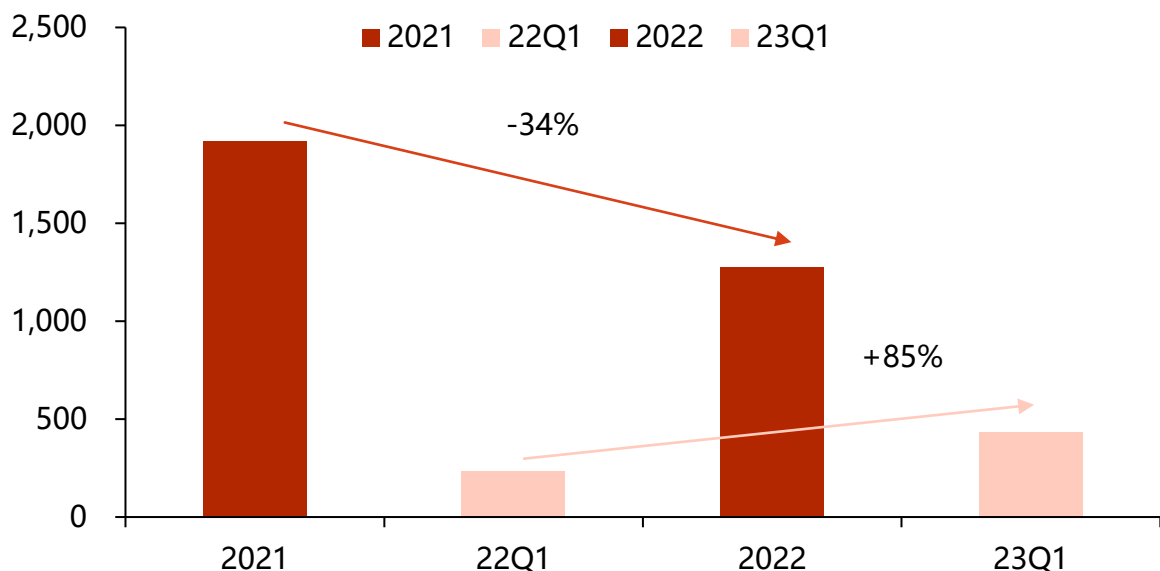


数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。注：加权平均ROE=净利润/average（期初净资产+期末净资产）。

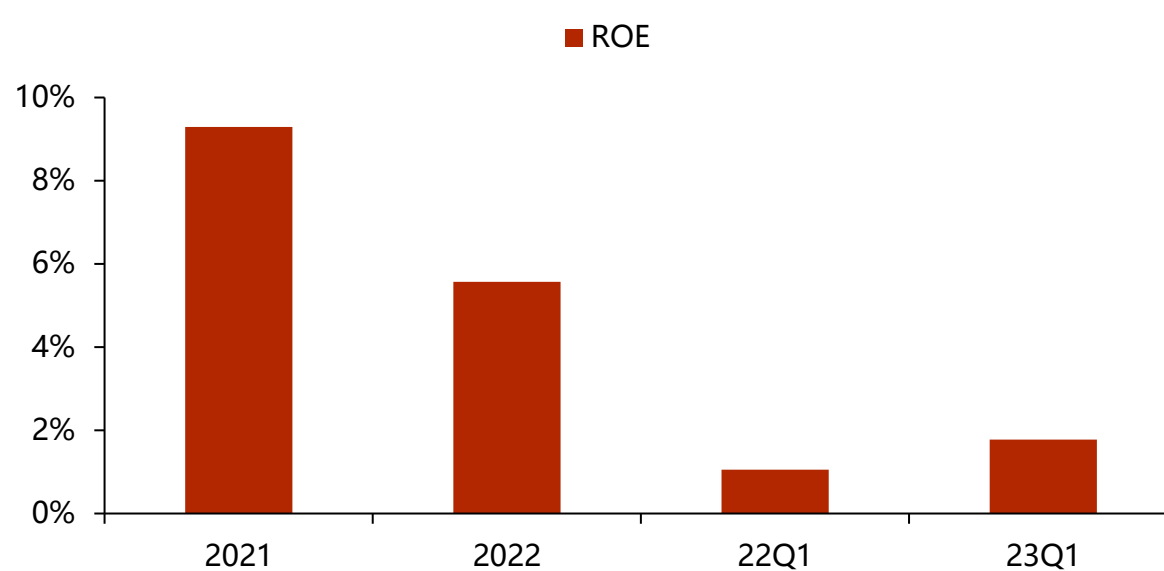
23Q1上市券商营收、净利润分别同比增长39%/85%，经营环境继续好转，全年业绩与ROE有望修复。

- 虽然2022年受权益市场震荡下行影响，投资收益承压导致ROE短暂下滑，但2023年券商经营环境好转，23Q1我们统计的43家上市券商合计实现营业总收入1,349亿元，同比增长39%；归母净利润430亿元，同比增长85%。23Q1上市券商平均ROE为1.8%（未年化），同比提高0.7pct，23Q1ROE年化值较2022年提升1.5pct，盈利能力明显回升。上证综指年初至今上涨7%，2-4月日均股基成交额分别环比增长4%/3%/21%，2-3月新发基金份额分别环比增长117%/63%，4月末两融余额较年初增长4%，券商板块全年业绩高增确定性强，盈利能力显著改善，当前PB估值位于十年10%分位数，ROE（23Q1年化值）位于十年50%分位，估值与业绩错配程度较高。

上市券商23Q1归母净利润高增



23Q1盈利能力明显恢复



数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：左图单位为亿元。43家上市券商不包含金控公司和东方财富。22Q1、23Q1ROE为未年化值。上证综指涨幅截至2023年5月11日。

### 证券行业改革及创新业务有望支撑ROE抬升。

- 近年来，证券行业坚持走高质量发展道路，多项业务进行改革，如传统经纪业务加速转型财富管理，投行业务在全面注册制改革下向综合化、专业化发展，资管业务方面结构不断优化、积极进行主动管理转型，同时还有科创板做市等新的业务方向出现。业务改革以及创新业务有望支撑ROE抬升。



数据来源：浙商证券研究所。

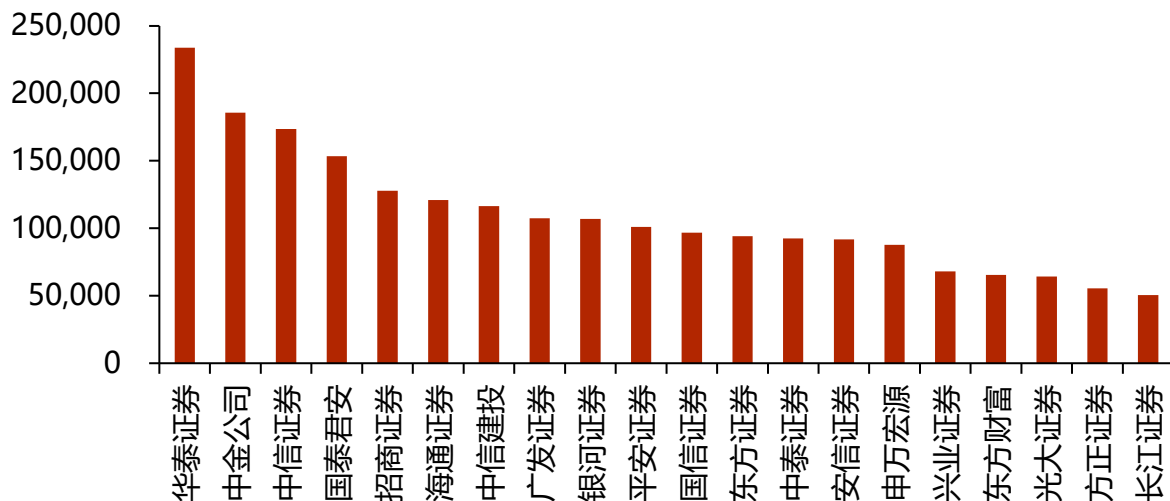


金融科技在券商多领域均有应用，有望助力提升运营效率。

- 2023年初，中证协就《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见，提出建立科学合理的科技投入机制，要求行业合理加大科技资金投入。多家券商年报中可见金融科技相关发展战略，金融科技在券商各个领域均有多个运用之处，随着科技赋能效果提高，券商运营效率也提高，从而反馈在ROE的提高当中。

2021年部分券商信息技术投入金额

■ 信息技术投入（万元）



数据来源：Wind，证券业协会，浙商证券研究所。

经纪业务	机构服务	资管业务	自营业务	投行业务	信用业务
<ul style="list-style-type: none"> <li>智能服务</li> <li>智能账单</li> <li>智能交易辅助组件</li> <li>私募电子签约</li> <li>智能审核</li> <li>智能投顾</li> <li>智能外呼</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>智能投研</li> <li>算法交易</li> <li>机构交易相关系统</li> <li>延时分析</li> <li>交易实时风控</li> <li>精准营销与运营</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>知识图谱</li> <li>债券投标归档</li> <li>资管综合运营</li> <li>智能资讯</li> <li>信用评级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业景气预警与轮动</li> <li>ESG智能投研一体化平台</li> <li>做市交易</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>询证函识别</li> <li>银行流水核查</li> <li>招股书智能审核</li> <li>报送文件智能审核</li> <li>工作底稿结构化</li> <li>投行看板</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>信用交易</li> <li>账户风险评估</li> <li>信用业务担保券折算率管理</li> <li>融券平台</li> </ul>

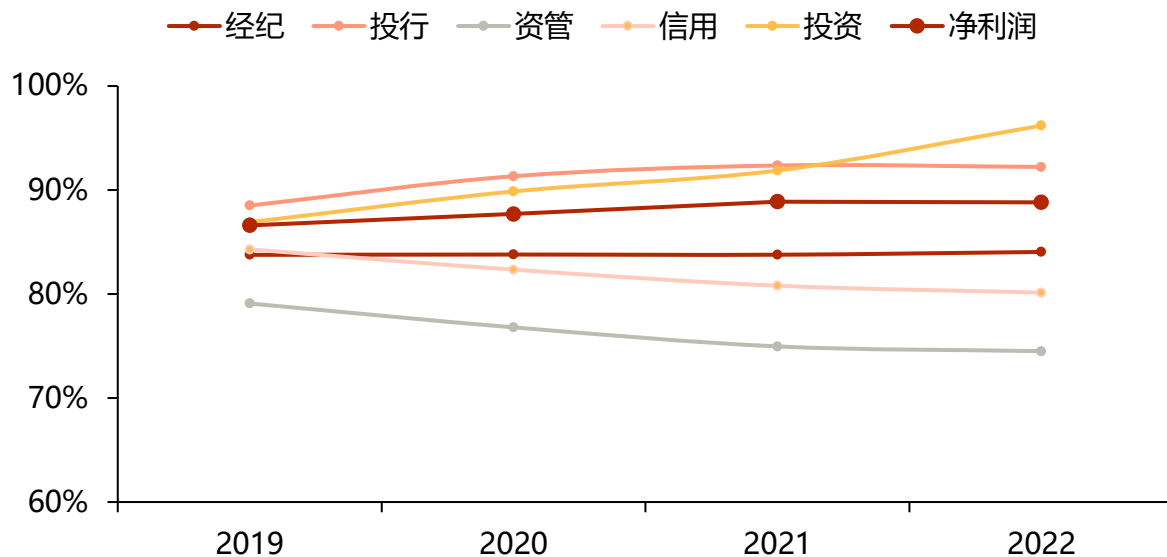
长期来看ROE有望提升至9%，对应PB有约60%的提升空间。

- **杠杆方面：**我国券商财务杠杆上限约6倍，用表能力较强的头部券商有望触及上限，但大部分中小券商没有较好的用资去向，很难将杠杆大幅提升。随着重资本业务日益发展壮大，我国证券行业权益乘数（毛杠杆）从2016年的低点起不断提升，22H1末达4.2倍，未来我们预计证券行业杠杆能继续提升至4.5倍（2015年的阶段性高点）。
- **ROA方面：**从高盛的资产管理板块ROA来看，过去三年分别为3%/2%/8%，均值为4%，高于其他板块1%-2%左右的ROA水平。借鉴高盛的经验，随着我国财富管理、资产管理业务发展壮大，有望拉高券商整体ROA水平。当前我国券商ROA水平约1.6%-1.8%，我们假设后续能提升到2%。
- **费率影响：**在《ROE会触底回升吗》一文中，我们已经分析过，资管费率、承销费率近年来在主动管理转型、注册制改革的驱动下已经有所提升，但经纪业务代买费率仍在下降。零售客户端的佣金率经过多年价格战后下降空间不大，当前对机构客户佣金率下降影响券商收入的担忧还在。若机构客户佣金率下降，降费当年会对ROE造成短期负面影响，但长期ROE的提升更多是靠其他业务驱动，因此机构佣金率下降大概率不会破坏ROE长期提升的逻辑。中信证券、中金公司等综合实力较强的公司能够通过定制化的一站式服务、一流的销售、交易、研究服务以及跨境业务优势使得费率略高于行业平均水平。
- 行业层面，综合权益乘数和ROA来看，长期行业ROE有望提升至9%。结合历史数据来看，谨慎考虑对应的PB估值约2倍，较当前1.2倍有约60%的空间。

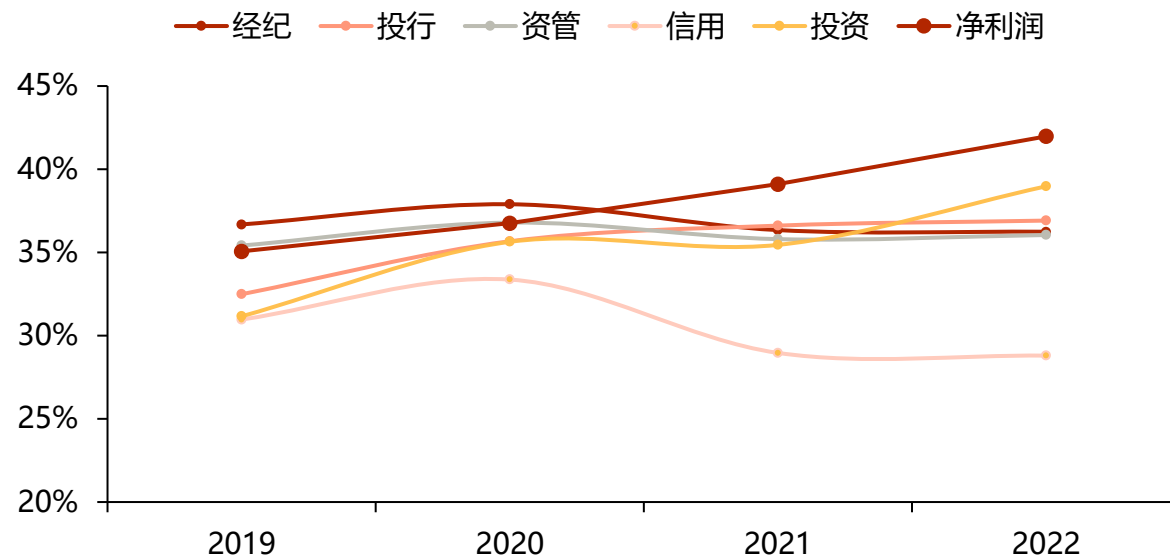
### 央企券商的收入、净利润占比仍在提高。

- 从市场份额来看，国有券商的收入及净利润集中度呈提升趋势，国有券商投行收入占比从2019年的89%提升至2022年的92%，投资收入占比从87%提升至96%，净利润占比从87%小幅增长至89%。其中，中央国有券商的投行收入占比从2019年的32%提升至2022年的37%，投资收入占比从31%提升至39%，净利润占比从35%提升至42%，央企的份额提升更明显，价值重估有基本面支撑。

#### 国有券商各业务条线收入及净利润占比



#### 中央国有券商各业务条线收入及净利润占比



数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。注：由于涉及各个业务条线数据，此处板块个股剔除金控公司及东方财富。

### 股东实力强劲、分类评级优秀等因素支撑央企券商份额提升。

- 股东资源角度：**央企券商的股东往往是实力雄厚、在多业务领域均有布局的大型集团，能够为券商导流资源（如投行项目），发挥旗下产业的协同作用，因此强大的股东背景是券商进行业务拓展、金融创新、国际化经营的重要支撑。央企服务实体经济的战略角色提升，券商的央企股东能够加强券商与政府平台、其他国有企业的合作，参与更多服务实体经济的业务。如信达证券已经与23个省市签署了年度地方债承销协议；申万宏源作为首批绿色公募REITs流动性服务商，为全市场23只产品提供流动性服务，做市数量全市场第一，并积极参与政府债券、小微债等特殊专项债种的做市交易，为市场持续提供流动性支持。在落实金融服务实体经济作用的过程中不断打磨服务质量、提升品牌口碑，长久来看也能够吸引市场上更多客户。

公司名称	证监会评级	股东背景
中信证券	AA	公司的第一大股东为中信有限公司，中信有限公司的实际控制人为中信集团。中信集团业务覆盖广泛全面，包括金融、资源能源、制造、工程承包、房地产和其他领域。金融板块包括中信银行、中信信托、中信保诚人寿、中信资产管理等公司，可与中信证券实现信息共享、客户共享、业务协同。
中金公司	AA	公司控股股东为中央汇金公司，中央汇金公司的重要股东职责由国务院行使。中央汇金参控股的机构包括但不限于国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、光大集团、中国银河、中金公司、申万宏源、中信建投、新华保险等。
中国银河	AA	公司实际控制人为中央汇金公司，中央汇金公司的重要股东职责由国务院行使。中央汇金参控股的机构包括但不限于国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、光大集团、中国银河、中金公司、申万宏源、中信建投、新华保险等。
招商证券	AA	公司实际控制人为招商局集团，招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，业务领域涉及交通物流、综合金融、城市与园区综合开发，以及近年来布局的大健康、检测等新兴产业。除了招商证券外，综合金融板块还包括招商银行、博时基金、招商局创新投资管理公司、招商局仁和人寿保险等公司。
申万宏源	AA	公司实际控制人为中央汇金公司，中央汇金公司的重要股东职责由国务院行使。中央汇金参控股的机构包括但不限于国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、光大集团、中国银河、中金公司、申万宏源、中信建投、新华保险等。
光大证券	AA	公司实际控制人为国务院，第一大股东为光大集团。中国光大集团股份公司由财政部和汇金公司发起设立，业务板块包括金融、投资、实业、科技等，金融板块业务涉及银行、证券、信托、保险、资管、租赁、期货等多领域。
长城证券	A	公司实际控制人为中国华能集团有限公司，中国华能是经国务院批准成立的国有重要骨干企业，主营业务包括电源开发、投资、建设、经营和管理，电力（热力）生产和销售，金融、煤炭、交通运输、新能源、环保相关产业及产品的开发、投资、建设、生产、销售，实业投资经营及管理，目前拥有58家二级单位、480余家三级企业、5家上市公司。
东兴证券	A	公司实际控制人为财政部，第一大股东为东方资产管理股份有限公司。依托东方资产强大的综合性金融服务平台，公司可以充分整合客户、品牌、渠道、产品、信息等资源。同时还能借助东方资产在不良资产行业经营多年的积累的客户资源一级小微金融平台的网络布局来发展公司业务。
信达证券	BBB	公司实际控制人为财政部，第一大股东为中国信达资产管理股份有限公司。中国信达主业为从事不良资产经营，在全国设有33家分公司。除信达证券外，中国信达拥有从事金融服务、地产等业务的平台子公司南洋商业银行、金谷信托、信达金融租赁、信达香港、信达投资、中润发展等，并持有煤炭、化工等行业一些骨干企业数百亿元的债转股权。
红塔证券	BB	公司实际控制人为中国烟草总公司，第一大股东为云南合和(集团)股份有限公司。云南合和集团是是云南中烟多元化投资管理平台，投资项目涉及金融、交通、能源、烟草配套、酒店宾馆、房地产、学校、医院、生物制药、高端制造等领域，产业资源丰富。

数据来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所。

### 股东实力强劲、分类评级优秀等因素支撑央企券商份额提升。

- 分类评级角度：**根据“分类监管、放管结合”的思路，证监会对公司治理、合规风控有效的证券公司实行“白名单”制度，进入“白名单”的券商可申请创新试点类业务，相关业务可走简化流程等，而“白名单”和券商的评级由较高相关性。根据证监会最新评级，118家券商中有24家A类AA级券商，39家A类A级券商，AA级券商数量占比20%，A类所有券商数量占比53%。央企中AA级券商数量为6家，A级券商为2家，AA级券商数量占比60%，A类所有券商数量占比80%，央企券商评级较高，在申请创新业务试点资格、谋求新的发展方向方面更具优势。如衍生品业务方面，《证券公司场外期权管理办法》规定，最近一年分类评级在A类AA级以上的，经中国证监会认可，可以成为一级交易商，目前的八家场外期权一级交易商中有四家是央企。
- 资金实力角度：**从总资产、净资产、净资本等数据来看，排名前十的上市券商中，中央国有券商占据一半，地方国有券商有4席位，而非国有券商仅广发证券一家。融资成本方面，2019-2022年券商发行短期融资券的平均利率为2.52%，央企券商发行短融的平均利率为2.45%，证券行业是资本密集型行业，更低的资金成本利于做大业务规模。

股票代码	公司简称	公司属性	2022年末总资产 (亿元)	2022年末净资产 (亿元)	2022年末净资本 (亿元)
600030.SH	中信证券	中央国有企业	13,083	2,584	1,362
601211.SH	国泰君安	地方国有企业	8,607	1,638	929
601688.SH	华泰证券	地方国有企业	8,466	1,678	930
600837.SH	海通证券	地方国有企业	7,536	1,776	938
601995.SH	中金公司	中央国有企业	6,488	995	453
601881.SH	中国银河	中央国有企业	6,252	1,026	791
000776.SZ	广发证券	公众企业	6,173	1,248	798
000166.SZ	申万宏源	中央国有企业	6,131	1,167	811
600999.SH	招商证券	中央国有企业	6,117	1,152	704
601066.SH	中信建投	地方国有企业	5,100	933	652

数据来源：Wind，证监会，公司年报，浙商证券研究所。注：净资本为母公司口径。

# 03

## 投资建议

① 估值性价比高、ROE呈提升趋势、分红率优于行业的标的，推荐中信证券、华泰证券，建议关注招商证券；② 受益于注册制改革、ROE领跑行业的标的，推荐中金公司，建议关注中信建投。

股票代码	公司名称	PB十年分位数	PE十年分位数	2017-2021年平均分红率	2018ROE%	2019ROE%	2020ROE%	2021ROE%	2022ROE%	公司属性
601066.SH	中信建投	30.08	46.42	34.41	6.79	11.51	18.18	15.80	9.99	地方国有企业
601059.SH	信达证券	25.37	20.90	NA	0.75	2.26	7.85	9.89	9.39	中央国有企业
601995.SH	中金公司	31.37	60.78	5.10	8.83	9.64	13.52	14.64	8.88	中央国有企业
600030.SH	中信证券	14.99	21.92	41.95	6.20	7.76	8.43	12.07	8.67	中央国有企业
601881.SH	中国银河	44.93	34.62	30.82	4.40	7.64	9.84	12.29	8.21	中央国有企业
601211.SH	国泰君安	8.93	30.51	39.35	5.42	6.75	8.54	11.05	7.88	地方国有企业
600999.SH	招商证券	12.29	25.53	38.22	5.58	9.51	10.85	11.52	7.54	中央国有企业
601688.SH	华泰证券	9.29	11.18	39.43	5.32	7.94	8.61	9.84	7.49	地方国有企业
002945.SZ	华林证券	23.56	78.74	24.30	8.84	8.69	14.33	7.93	7.39	民营企业
000776.SZ	广发证券	3.29	30.39	32.05	5.07	8.48	10.60	10.67	7.23	公众企业
601878.SH	浙商证券	5.71	17.40	23.39	5.42	6.75	9.78	9.90	6.58	地方国有企业
002736.SZ	国信证券	5.85	29.17	33.99	6.66	9.46	10.61	12.71	6.50	地方国有企业
600909.SH	华安证券	12.04	13.58	34.52	4.47	8.63	9.05	8.39	5.98	地方国有企业
601377.SH	兴业证券	14.02	29.40	70.37	0.41	5.25	11.07	12.04	5.74	地方国有企业
601136.SH	首创证券	15.56	78.89	NA	4.36	10.19	10.59	9.21	5.55	地方国有企业
000728.SZ	国元证券	9.72	3.52	61.02	2.68	3.66	5.28	6.03	5.32	地方国有企业
601788.SH	光大证券	48.93	35.92	113.65	0.21	1.20	4.74	6.43	5.27	中央国有企业
601901.SH	方正证券	13.94	16.32	12.71	1.76	2.65	2.81	4.50	5.09	公众企业
601696.SH	中银证券	17.48	34.19	10.21	5.97	6.44	6.15	6.26	5.03	公众企业
000783.SZ	长江证券	13.32	8.51	51.02	0.99	6.35	7.58	8.34	5.02	公众企业
601108.SH	财通证券	11.17	46.40	34.36	4.05	9.28	10.53	10.68	4.96	地方国有企业
601555.SH	东吴证券	10.94	14.19	50.23	1.75	5.07	6.61	8.42	4.62	地方国有企业
601456.SH	国联证券	6.55	31.25	16.08	0.66	6.64	6.41	7.27	4.62	地方国有企业
600109.SH	国金证券	7.77	28.41	11.76	5.28	6.48	8.63	9.90	4.17	民营企业
600958.SH	东方证券	22.83	26.46	48.60	2.37	4.61	4.85	9.02	4.16	地方国有企业
002939.SZ	长城证券	7.81	34.42	37.48	3.95	5.95	8.58	9.38	4.03	中央国有企业
600837.SH	海通证券	10.12	45.81	31.60	4.42	7.81	7.88	8.09	3.99	地方国有企业
601990.SH	南京证券	14.69	24.52	49.61	2.32	6.55	6.74	6.06	3.92	地方国有企业
002500.SZ	山西证券	10.12	11.51	57.53	1.78	4.08	5.09	4.72	3.32	地方国有企业
000166.SZ	申万宏源	14.24	93.80	29.08	6.19	7.41	9.05	10.26	2.93	中央国有企业
002797.SZ	第一创业	10.35	36.68	21.01	1.41	5.83	7.31	5.26	2.76	公众企业
600906.SH	财达证券	15.57	80.53	19.30	0.84	7.11	6.05	6.58	2.71	地方国有企业
601198.SH	东兴证券	11.67	87.28	34.93	5.19	6.16	7.44	7.37	1.96	中央国有企业
002926.SZ	华西证券	20.96	56.28	15.75	4.81	7.53	9.28	7.47	1.89	地方国有企业
600918.SH	中泰证券	29.35	71.77	8.76	2.49	7.06	7.73	9.25	1.61	地方国有企业
002673.SZ	西部证券	9.60	32.42	46.88	1.15	3.50	6.18	5.31	1.58	地方国有企业
000750.SZ	国海证券	8.39	55.42	67.33	0.54	3.54	4.06	4.16	1.34	地方国有企业
000686.SZ	东北证券	13.20	34.62	33.59	1.96	6.63	8.28	9.37	1.28	公众企业
600369.SH	西南证券	6.58	58.31	54.46	1.20	5.46	4.97	4.11	1.23	地方国有企业
601375.SH	中原证券	12.97	77.27	79.44	0.66	0.59	0.93	3.78	0.78	地方国有企业
601236.SH	红塔证券	16.83	28.08	22.65	3.48	6.78	10.21	9.03	0.17	中央国有企业
601099.SH	太平洋	19.41	NA	11.72	-11.99	4.57	-7.62	1.26	-4.85	公众企业
601162.SH	天风证券	24.14	NA	8.23	2.64	2.53	2.79	2.56	-6.26	地方国有企业

数据来源：Wind，浙商证券研究所。注：数据截至2023年5月11日。

**行业层面：**当前券商板块具备行情启动的四个共性条件。

- **流动性充足：**根据浙商证券宏观团队预测，三季度可能全面降准，四季度可能降息，且超额储蓄或较难大规模形成消费或进入地产，资本市场或成为超额储蓄的核心外溢方向，增量资金进入市场有望催化券商行情；
- **业绩向好：**23Q1上市券商净利润同比增长85%，预计全年仍保持较高增速，盈利能力显著改善；
- **政策宽松：**23Q1全面注册制改革、调降结算备付金缴纳比例、下调转融通保证金等利好政策频发；
- **估值较低：**当前券商板块PB估值为1.2倍，处于十年10%分位。

**个股层面：**推荐受益于中特估的标的：中信证券，华泰证券、中金公司（H），财富管理、自营业务弹性较高的标的：东方证券、广发证券、东方财富。



- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济大幅下行会影响资本市场景气度、居民收入与风险偏好，可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资，进而影响证券公司盈利能力。**
- 2、权益市场修复不及预期：证券公司业绩反转依赖权益市场投资收益率、新发基金份额等指标的恢复，若修复不及预期，业绩反转力度可能受到影响。**
- 3、资本市场改革不及预期：证券公司多项业务受益于资本市场改革带来的行业景气度上行，若改革进度远不及预期，公司业绩表现可能受到影响。**
- 4、行业数据测算偏差风险：报告内涉及的行业数据测算均基于一定前提假设条件，或存在实际达不到、造成预测结果不及预期的风险。**

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>