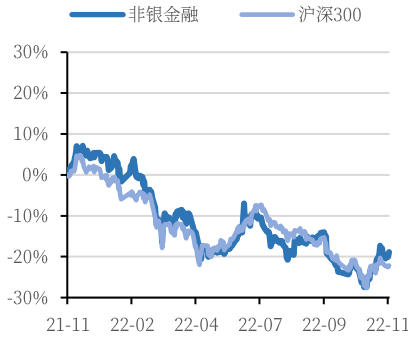
2022 年 11 月 27 日
证券研究报告|行业研究|行业点评

非银金融

非银行业周报（2022 年第四十三期）：央企及地方国有企业券商存在的投资机会

投资评级 中性
维持评级

行业走势图



作者
薄晓旭 分析师
SAC 执业证书：S0640513070004
联系电话：0755-33061704
邮箱：boxx@avicsec.com

相关研究报告

非银行业周报（2022 年第四十二期）：首批养老金销售机构出炉，财险盈利能力稳步提升寿险转型仍在持续 —2022-11-22

非银行业周报（2022 年第四十一期）：券商基金保有量市占率提升，保险板块大幅拉升 —2022-11-14

非银行业周报（2022 年第四十期）：三季度券商业绩受挫，市场回暖政策利好双重加持有望估值抬升 —2022-11-06

市场表现：

本期（2022.11.21-2022.11.25）非银（申万）指数+0.05%，行业排名 10/31，券商Ⅱ指数-0.78%，保险Ⅱ指数+2.13%；

上证综指+0.14%，深证成指-2.47%，创业板指-3.36%。

个股涨跌幅排名前五位：中油资本（+13.41%）、中国人保（+9.09%）、财达证券（+5.95%）、中国人寿（+4.74%）、仁东控股（+4.45%）；

个股涨跌幅排名后五位:湘财股份(-13.51%)、华林证券(-8.40%)、ST 安信(-8.14%)、*ST 西源（-7.66%）、九鼎投资（-5.43%）。

核心观点：

证券：

11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上作主题演讲时指出，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。据此，我们整理了近两年券商板块估值及股价波动情况，总结出券商板块几大特点：

1、板块持续震荡下行，央企券商下跌幅度最大

近两年，受到疫情爆发、经济压力、俄乌冲突、美元加息等内外部多重负面因素的影响，市场持续回调，多行业估值处于震荡下行态势中，券商板块也难以独善其身，由 2020 年的 1.67 倍 PB 下跌至当前的 1.17 倍 PB。其中，央企券商 PB 波动最大，8 家上市央企平均 PB 下降 0.91 倍，仅光大证券实现了 0.09 倍的小幅增长，红塔证券作为央企券商，PB 下跌幅度达 3.08 倍，位居券商跌幅榜首。其次是地方国有企业，PB 估值平均下降 0.87 倍，PB 跌幅在 2 倍以上的券商除红塔证券外，还包括中信建投、天风证券、南京证券三家地方国有券商（PB 分别下跌了 2.32 倍、2.13 倍和 2.03 倍）。而民营/公众企业，平均降幅为 0.65 倍，整体稳定性较强，PB 下跌幅度较小的 2-4 名均为民营/公众企业，其中还包括资产规模较大，位居行业头部低位的广发证券，而降幅排名前 20 的券商中，仅华林证券（-1.68 倍）、东方财富（-1.36 倍）两家是民营/公众券商。

图表：2020/1/1-2022/11/25 券商 PB 估值变化（倍）

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

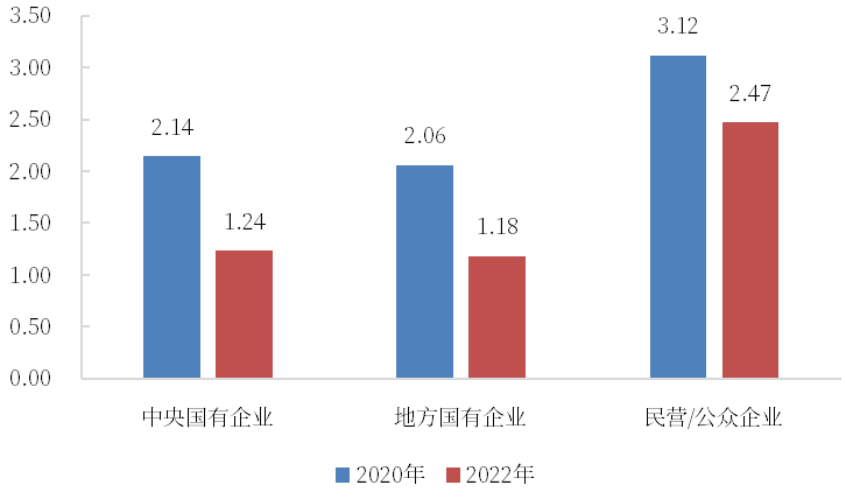
排名	证券简称	公司性质	PB下跌幅度	排名	证券简称	公司性质	PB下跌幅度
1	红塔证券	中央国有企业	-3.08	20	招商证券	中央国有企业	-0.64
2	中信建投	地方国有企业	-2.32	21	太平洋	民营/公众企业	-0.64
3	天风证券	地方国有企业	-2.13	22	国海证券	地方国有企业	-0.60
4	南京证券	地方国有企业	-2.03	23	方正证券	中央国有企业	-0.57
5	华林证券	民营/公众企业	-1.69	24	中国银河	中央国有企业	-0.58
6	东方财富	民营/公众企业	-1.39	25	华西证券	地方国有企业	-0.56
7	长城证券	中央国有企业	-1.31	26	东吴证券	地方国有企业	-0.55
8	财通证券	地方国有企业	-0.97	27	东北证券	民营/公众企业	-0.51
9	浙商证券	地方国有企业	-0.96	28	申万宏源	中央国有企业	-0.51
10	国信证券	地方国有企业	-0.93	29	国泰君安	地方国有企业	-0.50
11	西部证券	地方国有企业	-0.90	30	西南证券	地方国有企业	-0.49
12	华安证券	地方国有企业	-0.86	31	长江证券	民营/公众企业	-0.45
13	中原证券	地方国有企业	-0.83	32	兴业证券	地方国有企业	-0.43
14	东兴证券	中央国有企业	-0.80	33	东方证券	地方国有企业	-0.40
15	国盛金控	地方国有企业	-0.75	34	国元证券	地方国有企业	-0.38
16	海通证券	地方国有企业	-0.74	35	国金证券	民营/公众企业	-0.35
17	华泰证券	地方国有企业	-0.72	36	广发证券	民营/公众企业	-0.19
18	山西证券	地方国有企业	-0.72	37	锦龙股份	民营/公众企业	-0.06
19	中信证券	地方国有企业	-0.71	38	光大证券	中央国有企业	0.07

数据来源：WIND，中航证券研究所

2、民企估值普遍高于国企券商

在 2020 年之前，民营和公众企业券商的 PB 估值已显著高于央企和地方国企券商，2020 年，央企和地方国企券商 PB 估值分别为 2.14 倍和 2.06 倍，而民营和公众企业券商则远高于国有券商，2020 年 PB 估值达到 3.12 倍。而经历了近两年估值回调后，民营和公众企业券商与国有券商的估值差距进一步扩大，民营仍保持在接近 2.5 倍的水平，而国有企业已跌至 1.2 倍附近。

图表：近三年各类券商平均 PB 估值变化（倍）



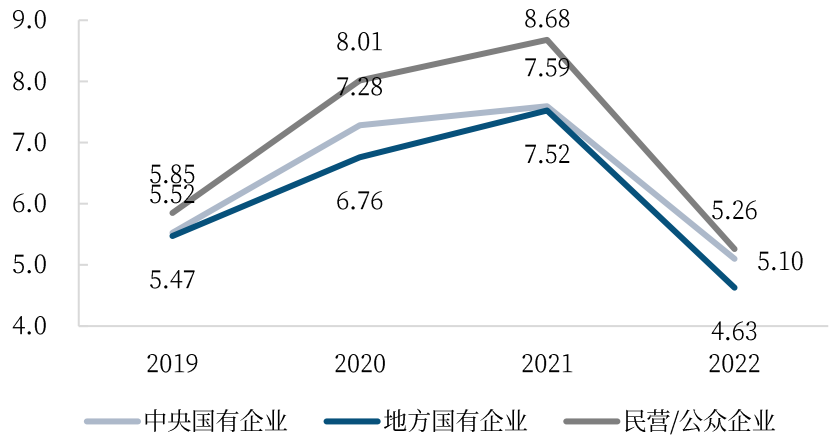
数据来源：WIND，中航证券研究所

估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，但通过以上观察我们可以看出，央企及地方国企券商，均出现一种估值偏低，降幅偏大的现象。反观上市券商的盈利能力

和资产质量等综合条件，我们可以认为国有券商的综合投资价值是高于民营及公众券商的。

根据 P/B-ROE 模型理论，在其他条件相同时，ROE 越高的股票，估值一般越高。而从行业近年的盈利能力变化来看，2019-2021 年，券商 ROE 持续上升，其中，民营/公众企业上升速度最快，行业加权 ROE 上升 2.83pct，而央企和地方国有企业的上升水平基本持平，分别上升了 2.07pct 和 2.05pct。2022 年受到市场及宏观经济行情的影响，行业盈利能力普遍下滑，其中，民营/公众企业下跌幅度最大，加权 ROE 下滑 3.42pct，其次是地方国有企业，下滑 2.90pct，而中央国有企业下滑幅度最小，为 2.50pct。综合近四年各类企业加权 ROE 变化幅度我们可以看出，虽然民营/公众企业加权 ROE 最高，但其盈利稳定性远低于国有券商，尤其是央企券商。出现这一现象的原因一方面是由于大部分民营/公众企业券商利润规模都偏小，业绩弹性较高。2022 年三季度，除广发证券和东方财富外，民营或公众企业券商的归母净利润规模均未超过 10 亿，而东方财富作为行业内为数不多相较 2020 年三季度业绩实现大幅正增长的券商（+94.07%），又大幅提升了民营券商的综合 ROE 水平；另一方面，券商作为高β行业，其业绩水平受市场影响较大，民营券商相较国企券商具有更大的业绩波动。2022 年三季度与 2020 年三季度相比，民营/公众企业券商归母净利润下跌 65.34%，而中央和地方国企券商仅下跌 25.69%和 21.48%。这主要是因为大部分民营券商的自营业务和传统经纪业务盈利占比较高，而由于因缺乏股东背景的支持，更容易受到市场波动和外部环境的影响，业绩波动更大。而国企券商一方面是具备较为强大的股东背景，另一方面也是由于我国大部分抗波动能力较强的头部券商均为国企券商，因此其业绩波动幅度远低于民企券商。

图表：近四年三季度各类券商加权 ROE 变化趋势（%）

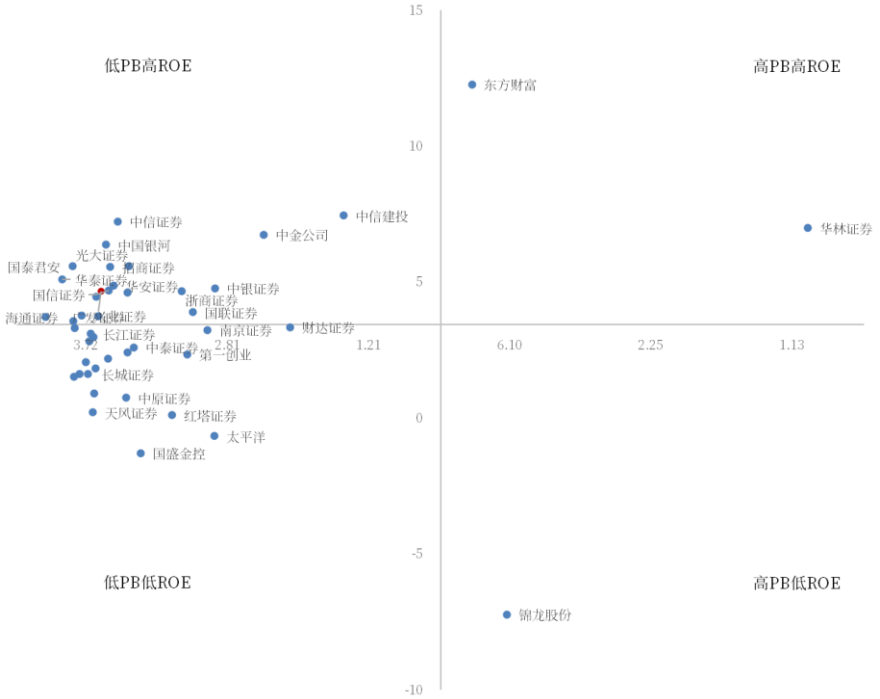


数据来源：WIND，中航证券研究所

总体来看，外部宏观条件和内部盈利能力、资产规模等均会影响一个上市企业的估值，对于券商板块而言，宏观层面，在当前经济恢复压力较大，股市持续震荡、外部冲击不断等宏观压力较大的背景下，资产规模较大，且具备央企或地方国企背景的券商具备更强的抗风险能力。微观层面，在当前资本市场改革的背景下，将有更多资金流入实体经济，而券商等金融机构的盈利能力将面临更大的下行压力，服务实体经济能力

在一定程度上会影响券商估值水平，因此具备多元业务结构将有助于券商估值水平的提升。目前我国券商体系中，由于行业马太效应的加剧，评级、规模等各项综合评价靠前的头部券商各项业务发展规模远高于大部分中小券商，而其获得创新业务试点资格的能力也越强。纵观我国券商行业发展趋势，预计强者恒强的趋势仍将延续，大部分规模较大，具备高盈利能力的国企券商估值都显著偏低。我们建议关注具备央企或地方国企背景的，攻守兼备属性的行业头部券商，如中信证券等。

图表：上市券商 PB-ROE 分布情况



数据来源：WIND，中航证券研究所

（数据处理方面，由于刚上市的券商估值存在一定的不稳定性，因此我们排除在 2020 年 1 月 1 日之后上市的五家券商，我们按公司属性将现有上市券商分为央企券商、地方国企券商和其他，其他包括民营企业券商和目前无实控人，但前三大股东中无央企和国企的公众企业券商。由于第一创业在 2022 年 9 月 20 日发布公告称北京国资原则同意首创集团将 4.65 亿股第一创业股份转让给北京国管，存在一定的特殊性，因此将其剔除以上股票，共计 38 家上市券商进入观察统计范围内，其中 8 家央企券商，8 家民营券商，22 家地方国企券商。）

风险提示：行业规则重大变动、外部市场风险加剧、市场波动、疫情反复

正文目录

一、 券商周度数据跟踪.....7
（一） 经纪业务.....7
（二） 投行业务.....7
（三） 资管业务.....8
（四） 信用业务.....9
（五） 自营业务.....9
二、 保险周度数据跟踪.....9
（一） 资产端.....9
（二） 负债端.....10
三、 行业动态.....11
（一） 券商.....11
1、 行业政策.....11
2、 公司公告.....12
（二） 保险.....13
1、 行业政策.....13

图表目录

图 1 A 股各周日均成交额（亿元）.....7
图 2 A 股各周日均换手率（%）.....7
图 3 陆港通北向资金流入情况（亿元）.....7
图 4 本周陆股通持股市值变动前五与后五（亿元）.....7
图 5 IPO 承销金额（亿元）及增速.....8
图 6 增发承销金额（亿元）及增速.....8
图 7 债承规模（亿元）及增速.....8
图 8 券商集合资管产品各月发行情况（亿份）.....9
图 9 基金市场规模变化情况（亿元）.....9

图 10 券商集合资管产品各月发行情况（亿份）.....9
图 11 基金市场规模变化情况（亿元）.....9
图 12 国债到期收益率（%）.....10
图 13 750 日国债移动平均收益率（%）.....10
图 14 财险原保费收入(亿元)及同比增速（%）.....10
图 15 人身险原保费收入(亿元)及同比增速（%）.....10

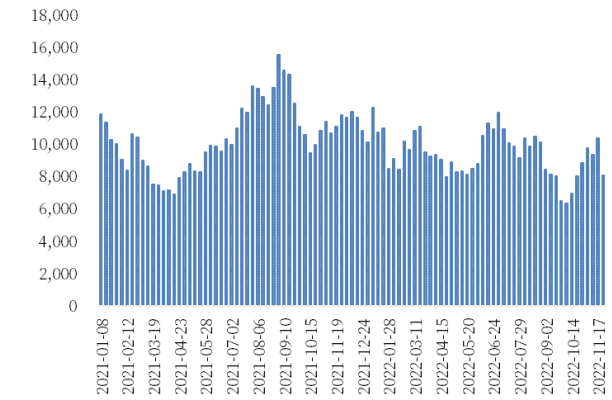
表 1 2022 年 6 月末保险资产规模及变化.....10

一、券商周度数据跟踪

（一）经纪业务

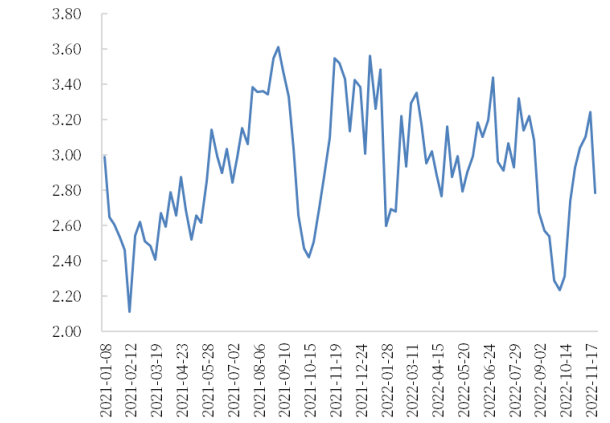
本周(11.21-11.25)A 股日均成交额 8111 亿元, 环比-22.12%; 日均换手率 2.78%, 环比-0.46pct。本周，市场活跃度持续回升，A 股市场逐步回暖。

图1 A 股各周日均成交额（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

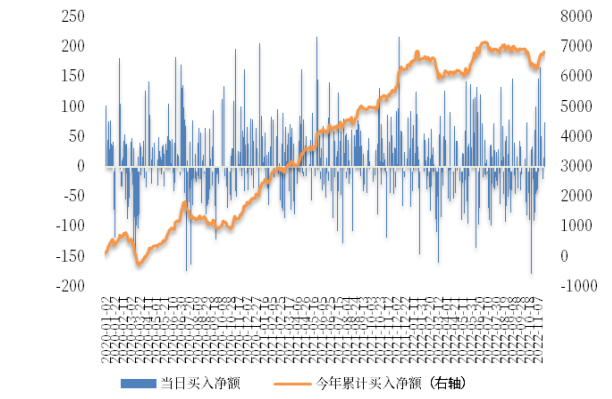
图2 A 股各周日均换手率（%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

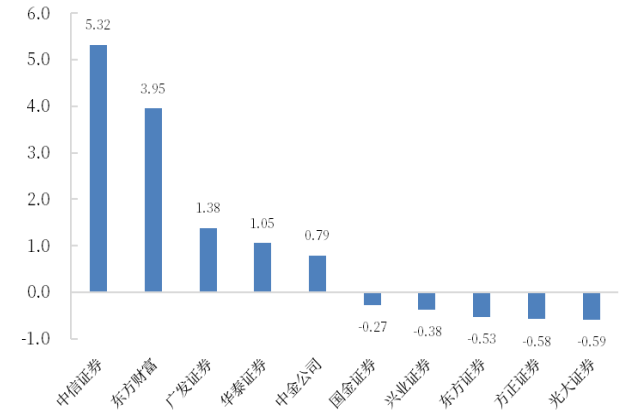
本周北向资金净流入+95 亿元，较上周-62 亿元；陆股通券商净买入前五大个股为：中信证券（+5.32 亿元）、东方财富（+3.95 亿元）、广发证券（+1.38 亿元）、华泰证券（+1.05 亿元）、中金公司（+0.79 亿元），卖出前五大个股为光大证券（-0.59 亿元）、方正证券（-0.58 亿元）、东方证券（-0.53 亿元）、兴业证券（-0.38 亿）、国金证券（-0.27 亿元）。

图3 陆港通北向资金流入情况（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图4 本周陆股通持股市值变动前五与后五（亿元）



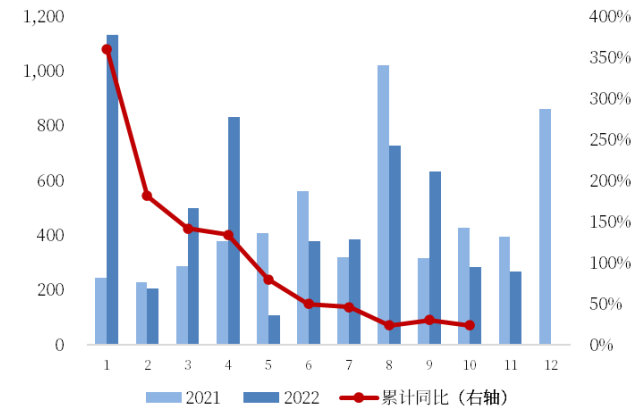
资料来源：WIND，中航证券研究所

（二）投行业务

截至 2022 年 11 月 25 日，股权融资规模达 14,616.79 亿元。其中 IPO 5,455 亿元, 增发 5,674 亿元, 其他再融资 7263 亿元。10 月券商共计直接融资规模达到 1020.49

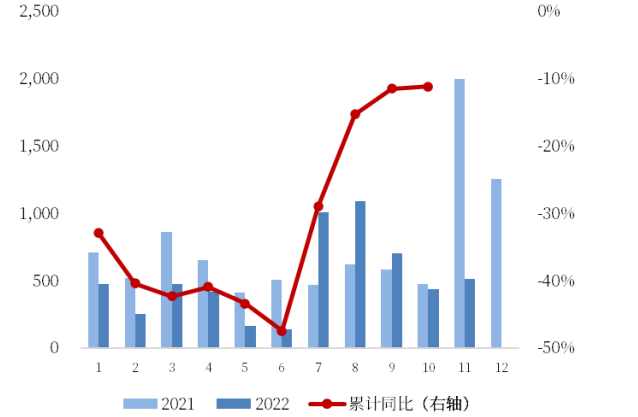
亿元，同比+10.30%，环比-33.30%。截至 11 月 25 日，券商累计主承债券规模 102984.06 亿元。10 月债券承销规模达到 8796.78 亿元，同比+36.46%，环比+8.21%。10 月市场直接融资规模环比小幅回落，IPO 和增发规模增速放缓，债券融资市场持续火热。

图5 IPO 承销金额（亿元）及增速



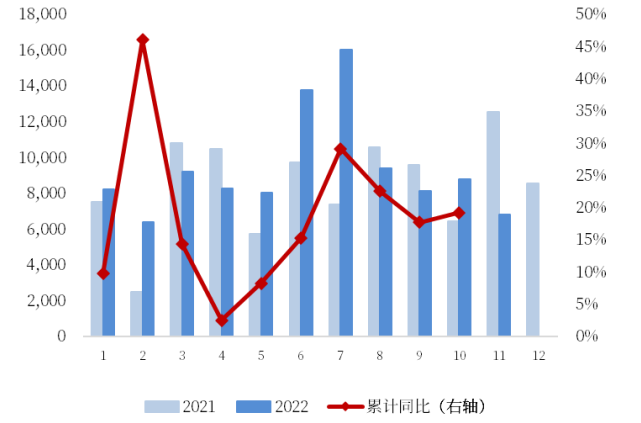
资料来源：WIND，中航证券研究所

图6 增发承销金额（亿元）及增速



资料来源：WIND，中航证券研究所

图7 债承规模（亿元）及增速

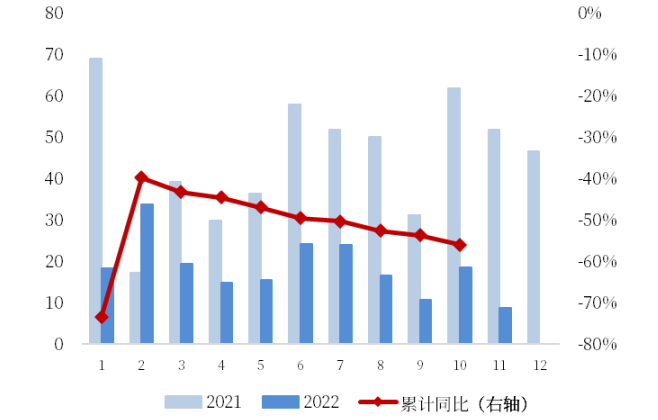


资料来源：WIND，中航证券研究所

（三）资管业务

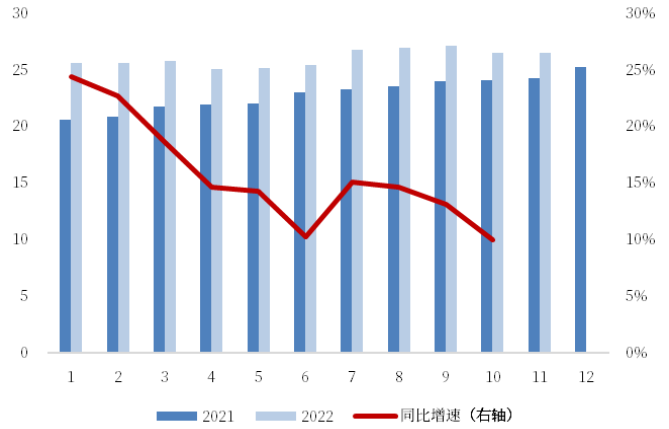
截至 11 月 25 日，券商资管累计新发行份额 205.11 亿份，10 月新增份额同比-42.29%。截至 11 月 25 日，基金市场份额 24.82 万亿份，实现基金规模 26.60 万亿元，10 月新成立基金 67 只，共计市场份额 608.24 亿份，10 月新产品市场份额同比下降 64.42%。新产品发行速度再次大幅回落，公募基金发行市场持续遇冷。

图8 券商集合资管产品各月发行情况（亿份）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图9 基金市场规模变化情况（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

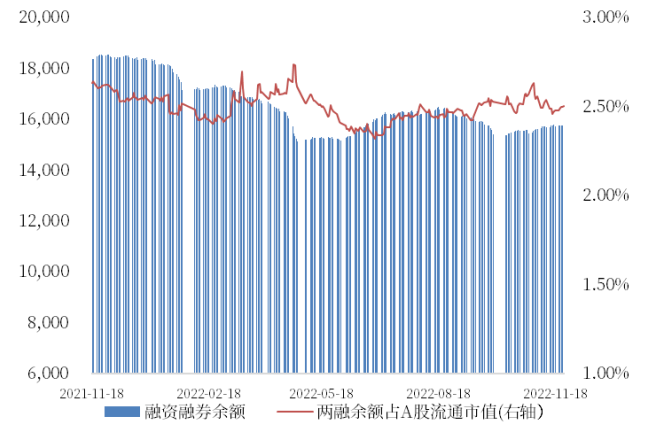
（四）信用业务

截至 11 月 24 日，两融余额 15742.80 亿元，较上周同期-32 亿元，11 月两融日均余额 15686 亿元，环比+0.15%；截止 11 月 25 日,市场质押股数 3986.42 亿股,市场质押股数占总股本 5.22%,市场质押市值为 32989.57 亿元。

（五）自营业务

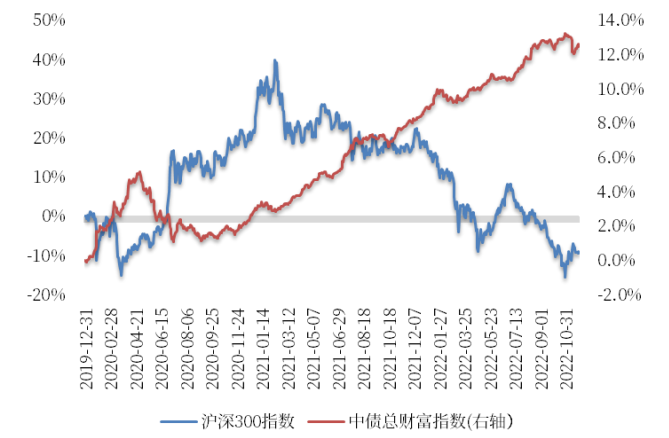
截至 11 月 25 日，沪深 300 年内上涨-23.57%，中债总财富（总值）指数年内上涨 3.22%。股票市场持续震荡，债券市场稳步上行。

图10 券商集合资管产品各月发行情况（亿份）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图11 基金市场规模变化情况（亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

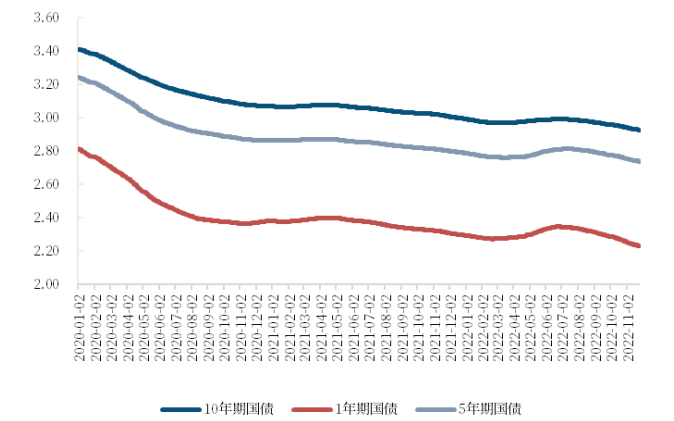
二、保险周度数据跟踪

（一）资产端

截至 11 月 25 日，10 年期债券到期收益率为 2.8300%，环比+0.50BP。10 年期

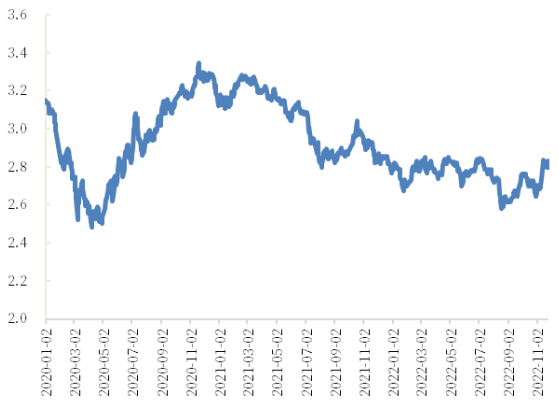
国债 750 日移动平均值为 2.9260%，环比-0.37BP。

图12 国债到期收益率（%）



资源来源：WIND，中航证券研究所

图13 750 日国债移动平均收益率（%）



资源来源：WIND，中航证券研究所

截至 2021 年 9 月，保险公司总资产为 26.71 万亿元，环比-0.30%，同比+9.83%。其中人身险公司总资产 22.91 万亿元，环比+0.20%，同比+10.70%，占总资产的比重为 85.78%；财产险公司总资产 2.69 万亿元，环比+0.20%，同比+6.91%，占总资产的比重为 10.08%。

表1 2022 年 6 月末保险资产规模及变化

	人身险公司	财产险公司	再保险公司	资产管理公司	总计
总资产（亿元）	229,112	26,932	6,726	1,024	267,093
环比变化	0.20%	0.20%	6.11%	0.79%	0.30%
同比变化	10.70%	6.91%	3.45%	6.22%	9.83%
占比	85.78%	10.08%	2.52%	0.38%	
占比环比变化	-0.09%	-0.01%	0.14%	0.00%	

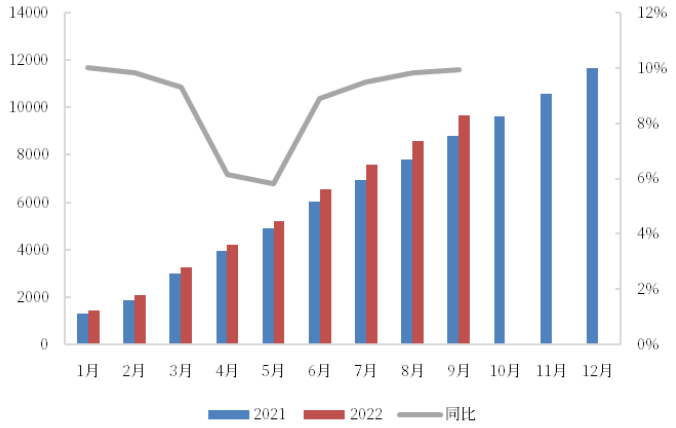
资源来源：银保监会、中航证券研究所

（二）负债端

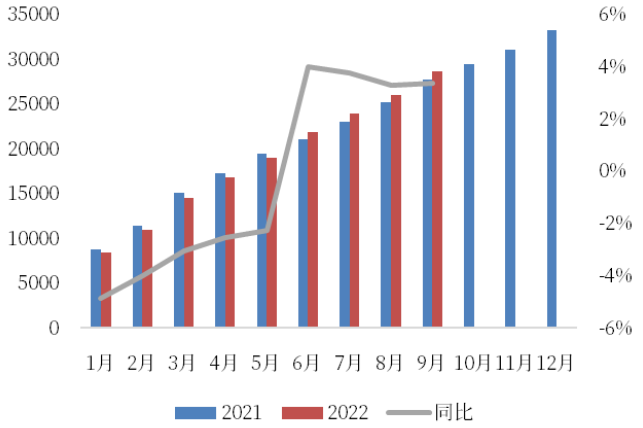
原保费收入:2022 年 9 月，全行业共实现原保险保费收入 3698.38 亿元，同比-1.22%。其中，财产险业务原保险保费收入 1079.85 亿元，同比+3.95%；人身险原保费收入 2618.53 亿元，同比+4.15%。

图14 财险原保费收入(亿元)及同比增速（%）

图15 人身险原保费收入(亿元)及同比增速（%）



资源来源：WIND，中航证券研究所



资源来源：WIND，中航证券研究所

三、行业动态

（一）券商

1、行业政策

- 11 月 24 日，证监会公众公司部一级巡视员商庆军 11 月 23 日在 2022 金融街论坛年会上表示，着力推进北交所高质量扩容。证监会将在保证审核质量的前提下，支持一批具有核心竞争力的标杆企业快速实现发行上市，形成示范带动效应，引导更多优质企业积极申报，推动北交所尽快形成一定规模；同时，将完善北交所产品布局，持续研究契合创新型中小企业特点和需求的特色品种；优化基础层挂牌条件，进一步完善创新层分层标准。

- 11 月 25 日，证监会就《证券期货违法违规行为举报工作规定（征求意见稿）》公开征求意见征求意见稿共 24 条，主要修订内容如下：一是完善举报奖励制度，加大举报奖励力度。内部知情人员有重大贡献的，较大幅度提高奖励金额上限。二是有机衔接 12386 服务平台制度。接收证券期货违法线索网络举报渠道调整为中国证监会 12386 服务平台，并进一步明确举报接收转办的工作机制。三是强化处理举报工作要求。符合条件的举报，举报处理单位予以登记并采取适当方式核实情况，依法采取相关处理措施。

- 11 月 25 日，为丰富多层次资本市场产品体系，证监会启动深证 100ETF 期权上市工作，按程序批准深交所上市深证 100ETF 期权。上市深证 100ETF 期权，是贯彻落实党中央、国务院决策部署、全面深化资本市场改革的重要安排，是支持粤港澳大湾区和深圳中国特色社会主义先行示范区建设的具体举措，有利于满足多元化的交易和风险管理需求，提升市场活力和韧性，有助于吸引增量资金入市，助力资本市场高质量发展。

2、公司公告

广发证券（000776）：关于向专业投资者公开发行永续次级债券获得中国证监会注册批复的公告

11 月 23 日，广发证券发布公告，广发证券股份有限公司收到中国证券监督管理委员会《关于同意广发证券股份有限公司向专业投资者公开发行永续次级债券注册的批复》。

华泰证券（601688）：关于间接全资子公司根据中期票据计划进行发行并由全资子公司提供担保的公告

11 月 23 日，华泰证券发布公告，华泰证券股份有限公司境外全资子公司华泰国际金融控股有限公司的附属公司华泰国际财务有限公司于 2020 年 10 月 27 日设立本金总额最高为 30 亿美元（或等值其他货币）的境外中期票据计划，此中票计划由华泰国际提供担保。2022 年 11 月 22 日，华泰国际财务在上述中票计划下发行一笔中期票据，发行金额为 1.5 亿港币，按 2022 年 10 月 31 日港币兑人民币汇率（1 元港币=0.9143 元人民币）折算，担保金额为人民币 1.37 亿元。

中金公司（601995）：关于间接持股全资子公司发行中期票据并由直接持股全资子公司提供担保的公告

11 月 23 日，中金公司布公告，中国国际金融（国际）有限公司为中国国际金融股份有限公司直接持股的全资子公司。中金国际作为担保人，为发行人本次发行项下的偿付义务提供无条件及不可撤销的保证担保，担保范围包括票据本金、利息及票据和信托契据下的其他付款义务。本次担保金额为 7.56 亿美元（含票据本金及利息）。

申万宏源（000166）：关于申万宏源证券有限公司 2022 年度第四期短期融资券兑付完成的公告

11 月 24 日，申万宏源发布公告，公司所属子公司申万宏源证券有限公司于 2022 年 4 月 22 日发行申万宏源证券有限公司 2022 年度第四期短期融资券。本期短期融资券发行额人民币 30 亿元，票面利率 2.34%，期限 214 天，兑付日期为 2022 年 11 月 22 日。2022 年 11 月 22 日，申万宏源证券完成了本期短期融资券本息兑付工作。

国金证券（600109）：关于 2022 年度第十一期短期融资券发行结果公告

11 月 25 日，国金证券发布公告， 国金证券股份有限公司 2022 年度第十一期短

期融资券已于 2022 年 11 月 24 日发行完毕。实际发行情况：计划发行总额 5 亿元人民币，实际发行总额 5 亿元人民币，票面利率 2.65%，发行价格 100 元/百元面值。

（二）保险

1、行业政策

- 11 月 22 日，中国银保监会印发了《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》。《通知》共 15 条，主要五方面内容：一是明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求，主要选择资本实力较强、经营较为规范的公司参与；二是明确保险公司可向个人养老金制度参加人提供符合要求的年金保险和两全保险等；三是规范个人养老金业务的资金管理、合同管理、销售管理、客户服务等；四是明确对保险公司业务经营的监管要求；五是对银保信公司建设维护银保行业信息平台等提出要求。
- 11 月 23 日，中国人民银行、银保监发布了会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知。通知内容如下：保持房地产融资平稳有序，积极做好“保交楼”金融服务，积极配合做好受困房地产企业风险处置，依法保障住房金融消费者合法权益，阶段性调整部分金融管理政策，加大住房租赁金融支持力度。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券非银团队;致力于券商、保险、多元金融板块研究，坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪，并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下，针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

销售团队：

李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
曾佳辉，13764019163，zengjh@avicsec.com，S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　　真：010-59562637