东兴证券 DONGXINGSECURITIE

非银行金融行业跟踪：交易量稳步回升，证券板块估值修复有望延续

2022 年 12 月 12 日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

证券：本周市场日均成交额环比续升 600 亿至 0.98 万亿；两融余额（12.8）持平于 1.57 万亿。周中召开的中央政治局会议指出，2023 年坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。**在此政策基调下，预计在“后疫情时期”伴随经济的持续修复，资本市场风险偏好、流动性均将持续改善。叠加个人养老金、社保基金、QFII 等中长期价值投资资金的积极参与，权益市场表现更可期待，对证券行业经营构成确定性利好。**

可以看到，近期市场成交量温和放大且呈现一定的持续性，有望令证券板块延续估值修复行情。从历史数据看，当前证券板块整体估值仍处于近年较低位置，且券商间估值分化较前期加大，头部价值标的的投资价值和交易价值愈加凸显。我们认为，资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。市场环境的优化和创新模式的不断推出也有望提升证券行业（特别是头部券商）的中期业绩预期。**从投资角度看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。**

保险：近期个人养老金、商业养老金业务的落地叠加开门红的推动进一步改善险企负债端业绩预期。从多家险企渠道端了解到，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，但疫情反复和各地防控政策仍是重要变量。根据当前进度，预计 2023 年开门红阶段上市寿险新单保费将实现两位数增长，NBV 增速也有望达到 5-10%。此外，平安寿险 2022 年 NBV 降幅有望缩小到 10%至 15%，中国人寿 NBV 降幅有望缩小至大个位数区间。**我们认为，随着险企的渠道改革红利加速兑现，四季度至 2023 年上半年负债端有望延续边际改善势头。**

板块表现：12 月 5 日至 12 月 9 日 5 个交易日间非银板块整体上涨 3.79%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 7/31；其中证券板块上涨 2.82%，跑输沪深 300 指数（3.29%），保险板块上涨 6.15%，跑赢沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为国联证券（10.40%）、东方财富（8.72%）、财达证券（7.64%）、中金公司（5.78%）、国投资本（4.44%），保险公司涨跌幅分别为新华保险（7.81%）、中国平安（6.68%）、中国太保（6.00%）、天茂集团（4.36%）、中国人寿（2.55%）、中国人保（2.08%）。

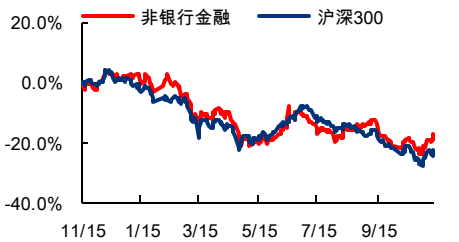
风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

未来 3-6 个月行业大事：

无

行业基本资料		占比%
股票家数	87	1.83%
行业市值(亿元)	54331.76	6.27%
流通市值(亿元)	40337.37	6.13%
行业平均市盈率	15.47	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮
010-66554043 liujw_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519050001

分析师：高鑫
010-66554130 gaoxin@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480521070005

1. 行业观点

证券：

本周市场日均成交额环比续升 600 亿至 0.98 万亿；两融余额（12.8）持平于 1.57 万亿。周中召开的中央政治局会议指出，2023 年坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。**在此政策基调下，预计在“后疫情时期”伴随经济的持续修复，资本市场风险偏好、流动性均将持续改善。叠加个人养老金、社保基金、QFII 等中长期价值投资资金的积极参与，权益市场表现更可期待，对证券行业经营构成确定性利好。**

可以看到，近期市场成交量温和放大且呈现一定的持续性，有望令证券板块延续估值修复行情。从历史数据看，当前证券板块整体估值仍处于近年较低位置，且券商间估值分化较前期加大，头部价值标的的投资价值和交易价值愈加凸显。我们认为，资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。市场环境的优化和创新模式的不断推出也有望提升证券行业（特别是头部券商）的中期业绩预期。**从投资角度看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券 ETF 为板块投资提供了更多选择。**

当前行业核心关注点仍在财富管理主线，市场企稳后金融产品代销&投顾业务的边际改善和控/参股基金公司业绩提升将助力龙头标的估值修复。而全面注册制预期推动下的投行业务“井喷”将成为证券板块中长期最具确定性的增长机会。项目供给一定程度上超过投行的承载能力，有望推动券商定价能力提升。故**我们从中长期角度建议继续关注大财富管理和“泛投行”共振的“成长性”机会。**

我们认为，除政策和市场因素外，未来有三点将影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并拓宽，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故**我们继续首推兼具 beta 和较高业绩增长确定性的行业龙头中信证券。**中信证券当前估值仅 1.30xPB，仍处于严重低估区间，公司 2022 年前三季度业绩在权益市场大幅波动的情况下仍能保持盈利仅个位数下降且降幅较中期收窄，业绩确定性值得肯定，国内券商龙头地位稳固。此外，近年来公司业务结构不断优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性，我们坚定看好其发展前景。

保险：

近期个人养老金、商业养老金业务的落地叠加开门红的推动进一步改善险企负债端业绩预期。从多家险企渠道端了解到，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，但疫情反复和各地防控政策仍是重要变量。根据当前进度，预计 2023 年开门红阶段上市寿险新单保费将实现两位数增长，NBV 增速也有望达到 5-10%。此外，平安寿险 2022 年 NBV 降幅有望缩小到 10%至 15%，中国人寿 NBV 降幅有望缩小至大个位数区间。**我们认为，随着险企的渠道改革红利加速兑现，四季度至 2023 年上半年负债端有望延续边际改善势头。**

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助益，是行业估值修复的主要推动力，预计随着后续利好政策加码，险企估值修复的持续性仍能保持。**但考虑到 11 月 CPI 和 PPI 增速放缓，通胀压力下**

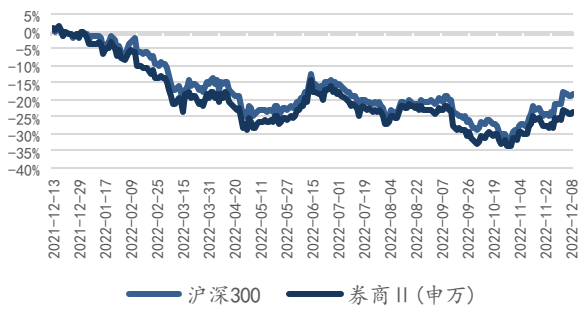
降，叠加政治局会议的表态，财政政策和货币政策空间加大，利率或将从近期较高位置回落，对险企业绩影响或将显现。

考虑到 ROE/ROEV 中枢下行并保持在近年低位，保险标的投资周期拉长是大概率事件。同时，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022 年政策推出频率进一步上升，近期从银保监会发布的《人身保险产品信息披露管理办法》到在“大火”后被“点名”的增额终身寿险，**可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素，需要持续重点关注。**

2. 板块表现

12 月 5 日至 12 月 9 日 5 个交易日间非银板块整体上涨 3.79%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 7/31；其中证券板块上涨 2.82%，跑输沪深 300 指数（3.29%），保险板块上涨 6.15%，跑赢沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前五分别为国联证券（10.40%）、东方财富（8.72%）、财达证券（7.64%）、中金公司（5.78%）、国投资本（4.44%），保险公司涨跌幅分别为新华保险（7.81%）、中国平安（6.68%）、中国太保（6.00%）、天茂集团（4.36%）、中国人寿（2.55%）、中国人保（2.08%）。

图1：申万 II 级证券板块走势图



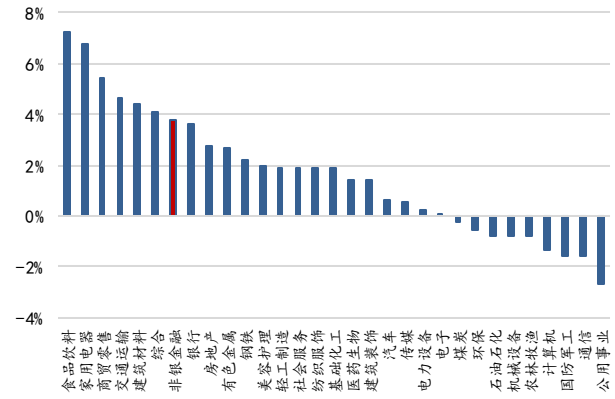
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：申万 II 级保险板块走势图



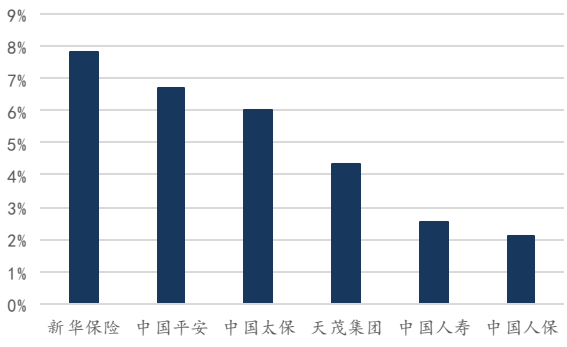
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



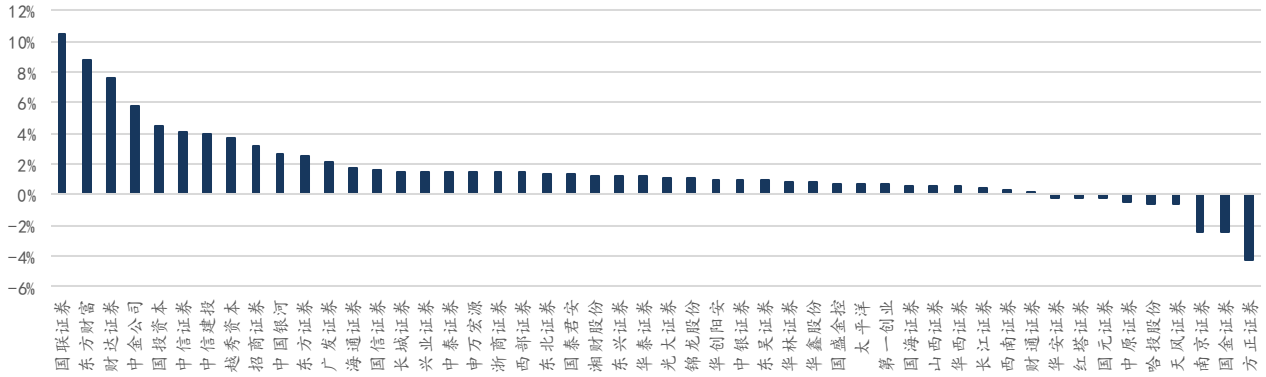
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

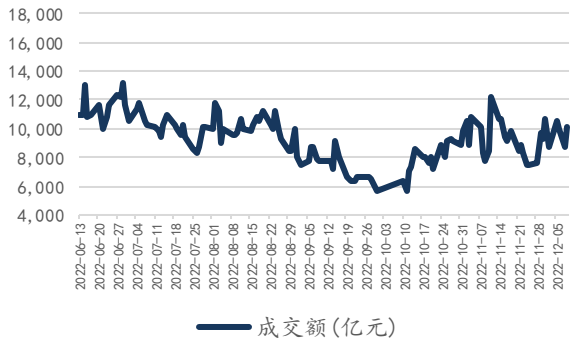
图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

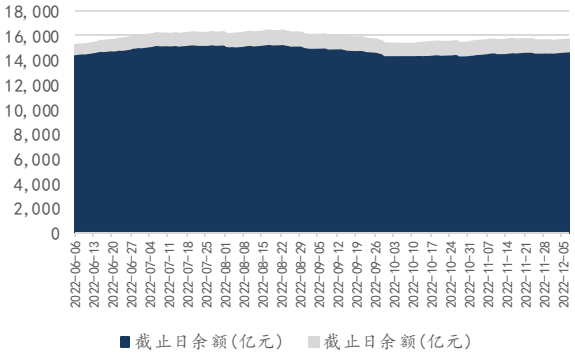
12 月 5 日至 12 月 9 日 5 个交易日合计成交金额 48,842.93 亿元，日均成交金额 9,768.59 亿元，北向资金合计净流入 65.5 亿元。截至 2022 年 12 月 1 日，沪深两市两融余额 15,710.82 亿元，其中融资余额 14,742.01 亿元，融券余额 968.81 亿元。

图6：市场交易量情况



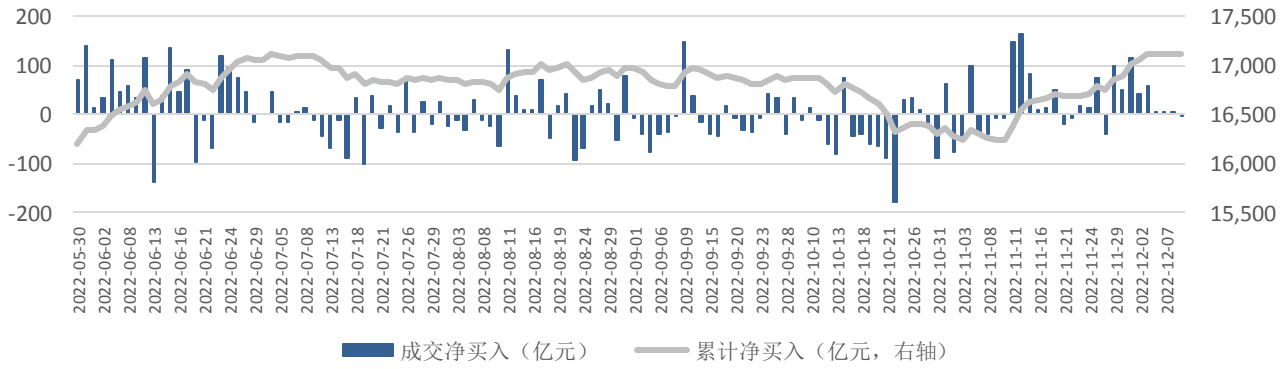
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：两融余额情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：市场北向资金流量情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 行业及个股动态

表1：政策跟踪及媒体报道（12 月 5 日 -12 月 11 日）

部门或事件	主要内容
中国人民银行	央行公告，经国务院批准，近日，中国人民银行与澳门金融管理局续签了双边货币互换协议，旨在维护两地金融稳定，支持两地经济和金融发展，协议规模为 300 亿元人民币/340 亿澳门元，协议有效期三年，经双方同意可以展期。
中国证监会	证监会对资本市场金融科技创新试点首批试点项目方案进行社会公示。截至目前，26 个申报项目已通过项目征集、遴选评审、专业评估等环节，拟纳入本市首批资本市场金融科技创新试点。其中包括国泰君安证券-证券行业数字人民币的创新应用、东方证券-数字人民币创新应用试点项目等。
中国人民银行、国家外汇管理局	中国人民银行、国家外汇管理局发布关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知：境外机构可通过具备代客人民币对外汇衍生品业务资格的境内金融机构，按照实需交易原则办理外汇衍生品业务，管理境内发行债券相关汇率风险。境外机构境内发行债券募集资金可汇往境外，也可留存境内使用，资金用途应与募集资金说明文件等所列内容一致。留存境内使用的，应符合直接投资、外债等管理规定。鼓励境外机构境内发行债券募集资金以人民币形式跨境收付及使用。
深圳证券交易所	深交所发布《深圳证券交易所证券投资基金业务指引第 2 号—流动性服务(2022 年修订)》的通知：流动性服务商开展流动性服务业务，应当使用专用证券账户和指定的交易单元。专用证券账户只能用于本所基金流动性服务业务，不得用于其他业务。
中国银保监会	银保监会召开偿付能力监管委员会第十七次工作会议。第三季度末，纳入会议审议的 181 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 212%，平均核心偿付能力充足率为 139.7%；实际资本为 4.71 万亿元，最低资本为 2.22 万亿元。财产险公司、人身险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 238.9%、204%和 309.1%；平均核心偿付能力充足率分别为 205.3%、123.8%和 278.5%。43 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，114 家保险公司被评为 B 类，15 家保险公司被评为 C 类，9 家保险公司被评为 D 类。

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：个股动态跟踪（11 月 5 日 -12 月 11 日）

个股	摘要	主要内容
东方证券	公司债挂牌转让	关于非公开发行公司债券获得上海证券交易所挂牌转让无异议函的公告。根据该无异议函，上交所确认公司面向专业投资者非公开发行总额不超过 200 亿元的公司债券符合其挂牌转让条件，对本次债券在上交所挂牌转让无异议。
中泰证券	公司债注册	中国证监会同意公司向专业投资者公开发行面值总额不超过 200 亿元公司债券的注册申请。
华创阳安	股份回购	公司发布关于回购股份进展公告。截至 2022 年 10 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份 10,887,400 股，占公司目前总股本的比例为 0.48%，最高成交价为 8.87 元/股，最低成交价为 7.21 元/股，累计支付的资金总额为 82,283,121.00 元（不含佣金、过户费等交易费用）。2022 年 11 月，公司未实施股份回购。
天风证券	对外提供担保	公司关于为境外全资子公司提供担保的公告。公司的境外全资子公司天风国际，拟由其下设境外特殊目的机构 TFI OVERSEAS INVESTMENT LIMITED（SPV）发行金额 2.4 亿美元、期限 1.5 年的美元债券。公司及天风国际作为担保人，于 2022 年 12 月 5 日与中国建设银行（亚洲）股份有限公司签署了担保协议，为 SPV 发行的本次债券提供无条件及不可撤销的保证担保。
五矿资本	优先股派息	公司发布关于优先股（第二期）股息派发实施的公告。按照约定的票面股息率 4.70%（票面面值为 100 元/股），每股优先股发放现金股息 4.70 元人民币（含税），第二期优先股一年派息总额为 14,100 万元（含税），股息派发日为 2022 年 12 月 14 日。

个股	摘要	主要内容
海德股份	竞得司法拍卖	关于全资子公司竞得司法拍卖股权完成过户的公告。公司全资子公司海德资管分别于 2022 年 11 月 1 日和 11 月 26 日成功竞得徐州海伦哲专用车辆股份有限公司 61,025,525 股股份、63,460,507 股股份，共占海伦哲总股本比例 11.96%，其中 61,025,525 股股份已按期缴纳了竞拍价款，并于 2022 年 11 月 14 日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成过户登记。
锦龙股份	股份解除质押	公司发布关于股东股份解除质押的公告。公司股东新世纪公司办理股份解除质押，本次解除质押股份数量 3,500,000 股，占其所持股份比例 1.40%，占公司总股本的 0.39%；公司股东朱凤廉办理股份解除质押，本次解除质押股份数量 3,500,000 股，占其所持股份比例 2.65%，占公司总股本的 0.39%。
广发证券	借款余额超过净资产的 40%	截至 2021 年 12 月 31 日，公司经审计的净资产为 1,108.01 亿元，借款余额为 2,616.63 亿元。截至 2022 年 11 月 30 日，公司借款余额为 3,088.98 亿元，累计新增借款金额 472.35 亿元，累计新增借款占上年末净资产比例 42.63%，超过 40%。
南华期货	对全资子公司增资	公司发布关于对全资子公司增资的公告。为提升南华基金资本实力，公司决定向南华基金以现金方式增资 5,000 万元。增资后，南华基金仍为公司全资子公司。
华泰证券	对外提供担保	公司境外全资子公司华泰国际的附属公司华泰国际财务于 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 12 月 6 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 1,000 万美元，折算人民币金额为 7,177 万元。
天风证券	短融发行	公司 2022 年度第二期短期融资券已于 2022 年 12 月 6 日发行完毕，短期融资券期限为 360 天，实际发行总额为 11.3 亿元人民币，票面利率为 3.70%。
长城证券	短融发行	公司 2022 年度第七期短期融资券已于 2022 年 12 月 7 日发行完毕，短期融资券期限为 4 个月，实际发行总额为 10 亿元人民币，票面利率为 2.50%。
长城证券	短融兑付	2022 年 12 月 6 日，公司兑付了 2022 年度第二期短期融资券本息共计人民币 1,010,562,465.75 元。
天茂集团	股份解除质押	公司控股股东或第一大股东及其一致行动人新理益集团有限公司、刘益谦先生和王薇女士持有本公司的部分股份进行了解质押，合计解除质押股份 5000000 股，占公司总股本比例 0.10%。
四川双马	产业基金备案	公司发布关于和谐绿色产业基金完成基金备案登记的公告。2022 年 12 月 2 日，公司 2022 年第二次临时股东大会审议通过了《关于参与投资和谐绿色产业基金暨关联交易的议案（修订稿）》，截至目前，西藏锦旭及相关方已签署《宜宾和谐绿色产业发展股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》；西藏锦合及相关方已签署《宜宾和谐绿色产业发展股权投资合伙企业（有限合伙）委托管理协议》，和谐绿色产业基金已在中国证券投资基金业协会完成备案手续，基金编号为 SXW091。
江苏租赁	股份减持	公司发布关于 5%以下股东集中竞价减持股份结果公告。截至 2022 年 12 月 7 日，堆龙荣诚通过集中竞价方式累计减持公司股份 18,000,095 股，占公司总股本的 0.60%。本次股份减持计划实施完毕。
渤海租赁	对外提供担保	公司发布关于全资子公司对外担保的进展公告。因业务发展需要，渤海租赁于 2022 年 12 月 5 日与滨海农商行签署了《流动资金借款合同》，公司向滨海农商行申请了 44,500 万元人民币借款，借款利率为 4.4%，借款期限至 2027 年 12 月 1 日。为支持上述借款业务的顺利开展，公司以持有的全资子公司天津渤海 4 亿元股权为本次借款提供质押担保。同日，天津渤海与滨海农商行签署《保证合同》，为公司上述 44,500 万元人民币借款提供连带责任保证担保。
ST 安信	非公开发行受理	中国证监会对公司提交的非公开发行股票核准的申请材料进行了审查，认为符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理，本次非公开发行股票事项尚须获得中国证监会的核准。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：养老金新政正式落地，利好资本市场和非银板块	2022-11-07
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：科创板做市交易启动，有望为资本市场注入活力	2022-10-31
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：资本市场利好频出，两融标的再获扩容	2022-10-24
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：二十大期间资本市场更多利好举措落地值得期待	2022-10-18
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：负债端边际改善&地产投资风险缓释助力保险板块估值修复	2022-10-10
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：深度回调后证券板块估值已至低位，中长期配置价值凸显	2022-09-26
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：产险增长韧性十足，保险板块估值修复有望延续	2022-09-19
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：负债端改革成效显现&利率趋势变化望助力保险板块估值修复	2022-09-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：权益投资重要性凸显，行业中期业绩分化	2022-09-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：自有资金投资类业务表现再度成为证券板块中期业绩胜负手	2022-08-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019 年加入东兴证券。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526