

# 证券行业 2023 年 3 月投资策略

经济复苏持续，券商估值修复可期

超配

## 核心观点

### ● 主要内容

当前资产环境处于“信用渐宽，货币略紧”阶段。一方面，经济修复，开年以来 PMI 连续超预期，信贷需求较旺盛；同时 2 月短端流动性略有收紧，银行与非银机构流动性分层加剧，资产环境整体有利于价值股估值修复行情。另一方面，AI 对话机器人 ChatGPT 应用引爆全球，判断未来在财富管理、智能投顾等领域将有巨大想象空间。我们维持“超配”评级，整体板块推荐两端，即牌照多而全的“大券商”和积极触网的互联网券商。

### ● 业绩驱动：市场成交量环比上升，IPO 募资规模提升

(1) 经纪业务方面，2 月 A 股日均成交金额为 8957 亿元，环比上升 13.77%，同比下降 4.71%。(2) 投行业务方面，2 月 IPO 数量为 24 家，募集资金规模为 251 亿元，环比上升 262.35%；2 月再融资规模为 863 亿元，环比下降 20.79%；企业债和公司债承销规模为 2140 元，环比下降 44.36%。(3) 自营业务方面，2 月股债主要指数整体略降。上证综指上升 0.74%，沪深 300 指数下跌 2.10%，创业板指数下跌 5.88%，中证全债指数上升 0.14%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，2 月两融日均余额为 15716 亿元，环比上升 2.55%。

### ● 政策空间：证监会启动不动产私募投资基金试点

为进一步发挥私募基金多元化资产配置、专业投资运作优势，满足不动产领域合理融资需求，证监会启动不动产私募投资基金试点工作。不动产私募投资基金试点意义在于：一是纾困房企融资，促进房企降负债与稳杠杆，减少经济系统性风险。二是盘活存量资产，后续与债券、公募 REITs 成为房地组合融资工具有想象力，券商投行业务受益。三是利好券商另类投资业务，券商可以利用另类投资子公司私募基金管理机构设计真正匹配各类不动产投资现金流特征的资管产品、更好匹配机构投资者、长期资金、境外资金（如 QFLP 基金）的收益回报诉求。

### ● 投资建议

当前，券商 PB 估值为 1.38 倍，处于十年来 12.48% 的历史分位，我们对行业维持“超配”评级。目前经济复苏趋势持续，资本市场改革打开券商业务空间，建议关注资本实力、风险管理能力、研究定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商中信证券、中金公司。此外，也建议关注市场情绪改善背景下弹性较大的互联网券商东方财富、财富管理特色鲜明的券商国联证券。

### ● 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
300059	东方财富	买入	20.96	2,770	0.68	0.95	30.82	22.06
601456	国联证券	买入	11.25	284	0.36	0.51	31.25	22.06
600030	中信证券	买入	20.69	2,912	1.55	1.75	13.35	11.82
601995	中金公司	买入	41.55	1,499	2.08	2.46	19.98	16.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 行业研究 · 行业月报

### 非银金融 · 证券 II

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

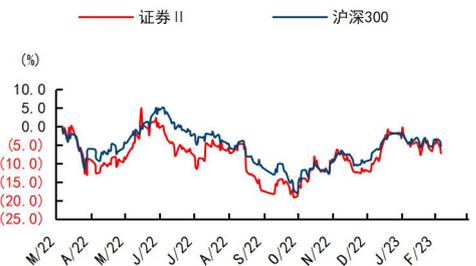
证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《证券行业 2023 年 2 月投资策略-全面注册制落地，券商板块受益》——2023-02-10

《证券行业 2023 年 1 月投资策略-关注券商板块估值修复行情》——2023-01-06

《证券行业 2023 年年度策略-否极泰来，逆境反转》——2022-12-12

《证券行业 2022 年 11 月投资策略-市场情绪回暖，静待板块修复》——2022-11-09

《证券行业 2022 年三季度总结-业绩承压，关注逆境反转》——2022-11-07

## 行业重要动态

- 证监会 2 月 20 日发布消息，为进一步发挥私募基金多元化资产配置、专业投资运作优势，满足不动产领域合理融资需求，证监会启动不动产私募投资基金试点工作。由于不动产私募投资基金的投资范围、投资方式、资产收益特征等与传统股权投资存在较大差异，证监会指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。此次试点工作按照试点先行、稳妥推进的原则，符合一定条件的私募股权投资基金管理人可以按照试点要求募集设立不动产私募投资基金，进行不动产投资试点。参与试点工作的私募股权投资基金管理人须股权结构稳定、公司治理健全，实缴资本符合要求，主要出资人及实际控制人不得为房地产开发企业及其关联方，具有不动产投资管理经验和不动产投资专业人员，最近三年未发生重大违法违规行为等。不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。不动产私募投资基金试点意义在于：一是纾困房企融资，促进房企降负债与稳杠杆，修复资产负债表，减少经济系统性风险。二是盘活存量资产，后续与债券、公募 REITs 成为房地组合融资工具有想象力，券商投行业务受益。三是利好券商另类投资业务，券商可以利用另类投资子公司私募基金管理机构设计真正匹配各类不动产投资现金流特征的资管产品、更好匹配机构投资者、长期资金、境外资金（如 QFLP 基金）的收益回报诉求。
- 3 月 3 日，证监会指导证券交易所制定《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》（简称《业务指引》）。《业务指引》支持公司治理健全、内控管理规范、资产管理经验丰富的优质保险资产管理公司参与开展资产证券化（ABS）及不动产投资信托基金（REITs）业务，明确了保险资产管理公司申请开展 ABS 及 REITs 业务的制度机制安排：一是申请条件。要求开展 ABS 业务的保险资产管理公司应当治理健全，业务制度完备，部门和人员配置到位，资产管理能力较强。符合条件的保险资产管理公司，可以按规定开展 REITs 业务。二是申请程序。保险资产管理公司可同步向沪深交易所提交申请文件，证券交易所按照相关规则及《业务指引》的规定开展评估工作。三是自律监管。证券交易所对保险资产管理公司开展 ABS 及 REITs 业务实施自律监管，并根据监管需要开展业务检查。《业务指引》将进一步丰富参与机构形态，推动多层次 REITs 市场高质量发展。
- 3 月 3 日，上交所、深交所分别正式发布《上海证券交易所沪港通业务实施办法》《深圳证券交易所深港通业务实施办法》（统称《实施办法》），并自 2023 年 3 月 13 日起施行。同日，港交所宣布，自 2023 年 3 月 13 日起，互联互通股票标的范围将进一步扩大，符合有关条件的在港主要上市外国公司股票将被纳入港股通股票标的。《实施办法》落地之后，沪股通股票基准指数由上证 180 指数、上证 380 指数扩展为上证 A 股指数，成份股覆盖将由沪市大、中盘股票进一步拓展至中、小盘股票，并且每个行业可选取的股票不再受数量等限制，成份股数量大幅提高。同时，沪港通下港股通股票范围将新增纳入平均月末市值 50 亿港元及以上的恒生综合小型股指数成份股。深股通股票基准指数由深证成份指数、深证中小创新指数扩展为深证综合指数，基准指数成份股

基本覆盖全部深市股票，成份股数量较扩大前 1000 只大幅提高。同时，适应深市小市值股票占比较高的特点，调入深股通股票的市值门槛由 60 亿元调降至 50 亿元。此次《实施办法》修订，在防范业务风险的基础上，进一步增强了沪深股通股票选取标准的包容性，将更多沪深两市上市公司股票纳入沪深股通标的，实现资本市场更高水平对外开放。

## 成交量环比上升，IPO 募资规模提升

(1) 经纪业务方面，2 月 A 股日均成交金额为 8957 亿元，环比上升 13.77%，同比下降 4.71%。(2) 投行业务方面，2 月 IPO 数量为 24 家，募集资金规模为 251 亿元，环比上升 262.35%；2 月再融资规模为 863 亿元，环比下降 20.79%；企业债和公司债承销规模为 2140 元，环比下降 44.36%。(3) 自营业务方面，2 月股债主要指数整体略降。上证综指上升 0.74%，沪深 300 指数下跌 2.10%，创业板指数下跌 5.88%，中证全债指数上升 0.14%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，2 月两融日均余额为 15716 亿元，环比上升 2.55%。

## 投资建议

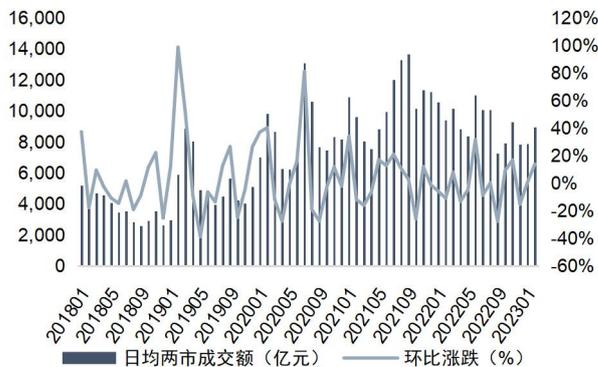
当前，券商 PB 估值为 1.38 倍，处于十年来 12.48% 的历史分位，我们对行业维持“超配”评级。目前经济复苏趋势持续，资本市场改革打开券商业务空间，建议关注资本实力、风险管理能力、研究定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商中信证券、中金公司。此外，也建议关注市场情绪改善背景下弹性较大的互联网券商东方财富、财富管理特色鲜明的券商国联证券。

## 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

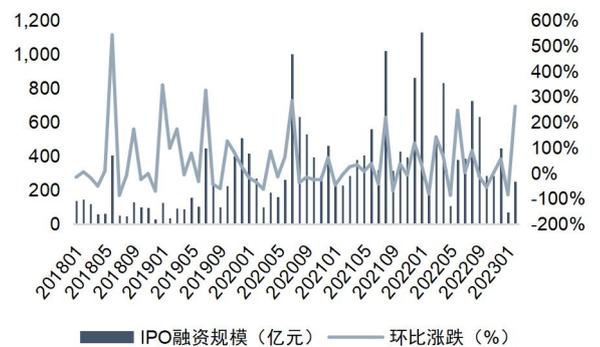
## 关键图表

图1：两市日均成交额及环比涨跌



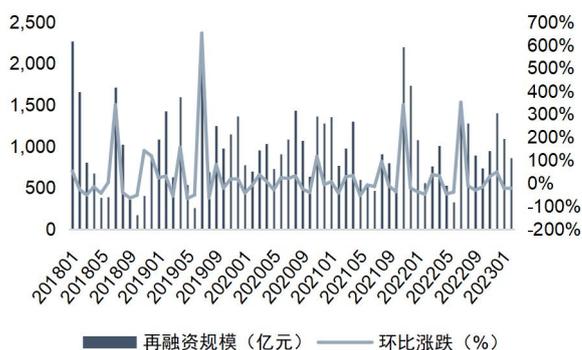
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：IPO 融资规模及环比涨跌



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：再融资规模及环比涨跌



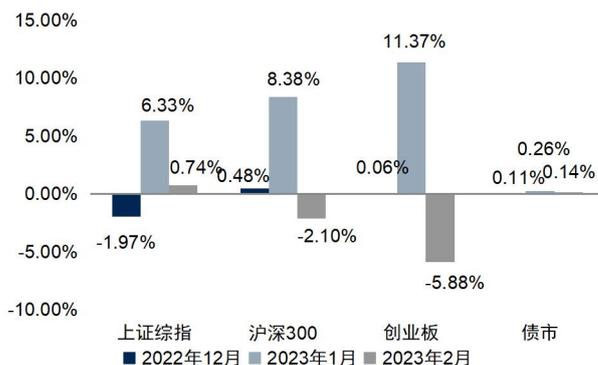
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：企业债及公司债承销规模及环比涨跌



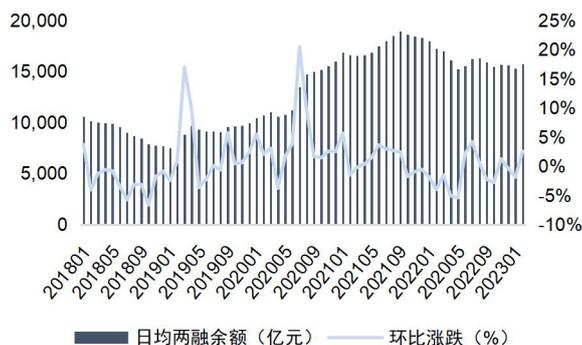
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：股债两市表现



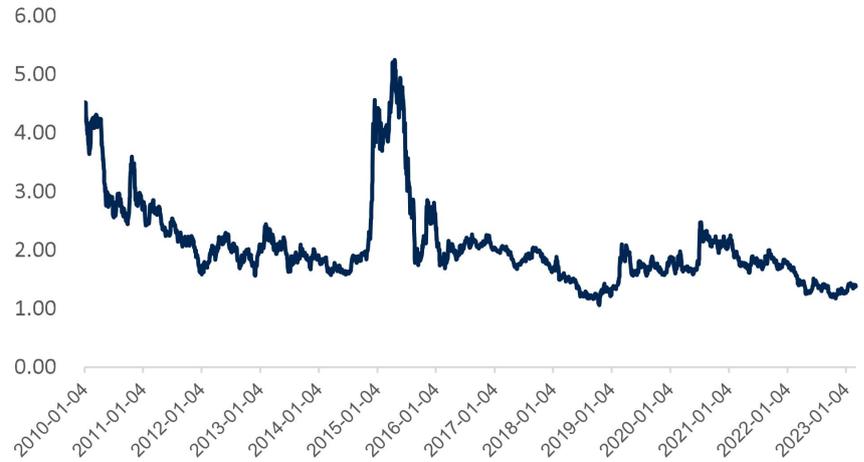
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：日均两融余额及环比涨跌



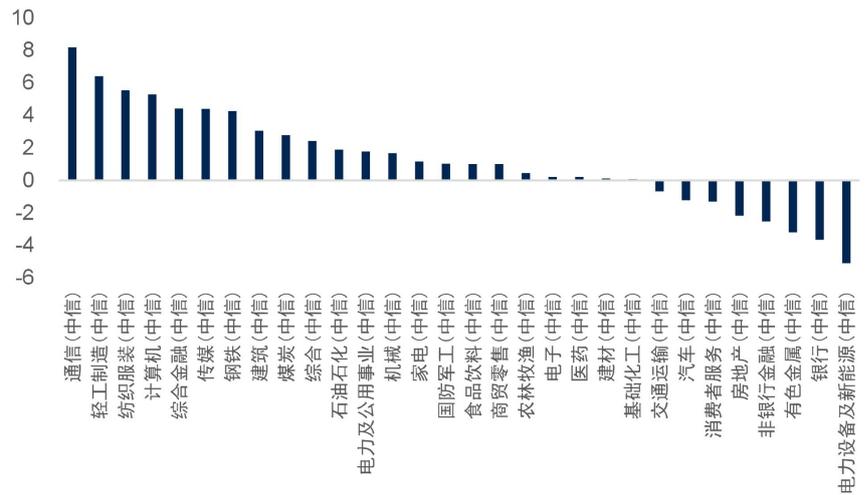
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 券商指数 886054 走势 (日K线)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中信一级行业 2月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032