

# 非银金融

## 流动性释放有望催化券商板块估值重估

### 周观点：

央行决定于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。历史复盘来看，近五次央行降准后券商阶段表现多数好于大盘。复盘2020年以来五次央行降准后券商指数5日累计涨幅表现，从胜率上看四升一降，从平均涨幅来看，券商指数绝对/超额收益（相对沪深300）0.7%/0.13%，表现好于大盘。

我们认为，流动性释放有望催化券商板块估值重估。1)当前券商板块估值显著低估，PB仅1.2X，处于近十年10%分位以下；2)金融监管架构调整证监会提级管理，资本市场重要性进一步提升，后续更多深化资本市场改革的政策有望持续出台，券商作为资本市场中介有望长期受益注册制改革和直接融资比重的提升；3)通讯、基建等行业正逐步兑现中特估背景下上市央国企价值重估逻辑，目前国资背景上市券商占比超70%，我们认为估值相对更低的中字头头部券商后续有望获得更多资金青睐，提振板块估值。

个股层面，建议关注受益于风险偏好提升的同花顺；国企背景且受益于资本市场改革的中金公司/中信证券/中信建投；以及负债端改善趋势明显的中国太保/友邦保险。

### 核心数据追踪：

1) **经纪业务**：本周日均股基成交额9953亿，环比+6.4%；年初至今日均股基成交额9638亿，同比-12.7%。

2) **融资融券**：截至3月16日（17日数据未更新），两市两融余额为1.59万亿元，同比-6%，较年初-11%。

3) **投行业务**：本周9单IPO上市，较上周增加1单；年初至今IPO规模475亿，同比-70%。本周11单再融资，较上周增加3单；年初至今再融资规模2231亿，同比+6%。

4) **公募基金**：本周普通股票型、指数量基金平均预估申赎比分别为1.35、1.28，预计资金净申购；偏股混合型、偏债混合型、平衡混合型平均预估申赎比分别为0.76、0.88、0.35，预计资金净赎回。

新发基金方面，本周新成立权益基金规模111亿元，环比+26%；年初至今新成立权益基金规模774亿元，同比-47%。

基金经理行为方面，3月共25只基金暂停大额申购，15只基金放开大额申购，或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。

5) **场外衍生品**：截至23年1月，期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金1.76万亿，环比-16%/同比-15%。

6) **国债收益率**：截至3月17日，中债国债10年期到期收益率为2.86%，较上周基本持平，较年初+4bps；十年期国债750移动平均为2.91%，与年初基本持平，较上周末环比小幅上升。

截至3月18日，券商板块PB(LF)1.22x，位于2018年以来14.6%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的PEV估值分别为0.67、0.55、0.46、0.33、1.64及0.13，分别处于自2012年来的8.7%、2.5%、8.3%、2.9%、28.3%及2.2%分位数。

**风险提示：**改革推进不及预期；资本市场大幅波动；居民资产配置迁移不及预期

### 证券研究报告

2023年03月19日

#### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

#### 作者

周颖婕 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521060002  
zhouyingjie@tfzq.com

吴浩东 联系人  
wuhaodong@tfzq.com

#### 行业走势图



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

- 《非银金融-行业研究周报:监管系统改革，静待风险偏好上行》 2023-03-12
- 《非银金融-行业点评:风险有望收缩，深化改革持续——金融监管机构调整点评》 2023-03-08
- 《非银金融-行业研究周报:财富管理市场景气度有望逐步复苏》 2023-03-05

## 内容目录

1. 周观点.....	3
2. 核心数据跟踪 .....	3
3. 板块估值.....	6
4. 热点聚焦.....	7
4.1. 重要新闻 .....	7
4.2. 公司公告 .....	8

## 图表目录

图 1: 日均股基成交额 (亿元) .....	3
图 2: 新增投资者数量 (万人) .....	3
图 3: 沪深两融余额 (亿元) .....	4
图 4: IPO、再融资规模 (亿元) .....	4
图 5: 基金大额申购放开、暂停数量 .....	5
图 6: 普通股票型、指类型、偏股混合型平均预估申赎比.....	5
图 7: 基金新发情况 (亿元) .....	5
图 8: 当期新增名义本金规模 (亿元) .....	5
图 9: 当期存续名义本金规模 (亿元) .....	5
图 10: 中债国债到期收益率.....	6
图 11: 中债国债到期收益率.....	6
图 12: 券商板块估值情况 .....	7
图 13: 保险板块估值情况 .....	7

表 1: 指数涨跌情况 .....	6
-------------------	---

## 1. 周观点

央行决定于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。历史复盘来看，近五次央行降准后券商阶段表现多数好于大盘。复盘 2020 年以来五次央行降准后券商指数 5 日累计涨幅表现，从胜率上看四升一降，从平均涨幅来看，券商指数绝对/超额收益（相对沪深 300）0.7%/0.13%，表现好于大盘。

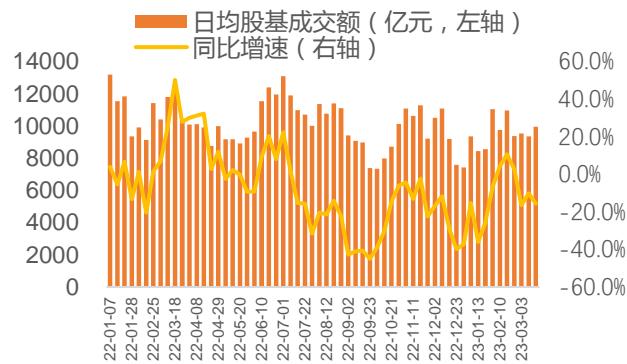
我们认为，流动性释放有望催化券商板块估值重估。1) 当前券商板块估值显著低估，PB 仅 1.2X，处于近十年 10% 分位以下；2) 金融监管架构调整证监会提级管理，资本市场重要性进一步提升，后续更多深化资本市场改革的政策有望持续出台，券商作为资本市场中介有望长期受益注册制改革和直接融资比重的提升；3) 通讯、基建等行业正逐步兑现中特估背景下上市央国企价值重估逻辑，目前国资背景上市券商占比超 70%，我们认为估值相对更低的中字头头部券商后续有望获得更多资金青睐，提振板块估值。

个股层面，建议关注受益于风险偏好提升的同花顺；国企背景且受益于资本市场改革的中金公司/中信证券/中信建投；以及负债端改善趋势明显的中国太保/友邦保险。

## 2. 核心数据跟踪

**1) 经纪业务：**本周日均股基成交额 9953 亿，环比+6.4%；年初至今日均股基成交额 9638 亿，同比-12.7%。2 月新增投资者 168 万人，环比+99%。

图 1：日均股基成交额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

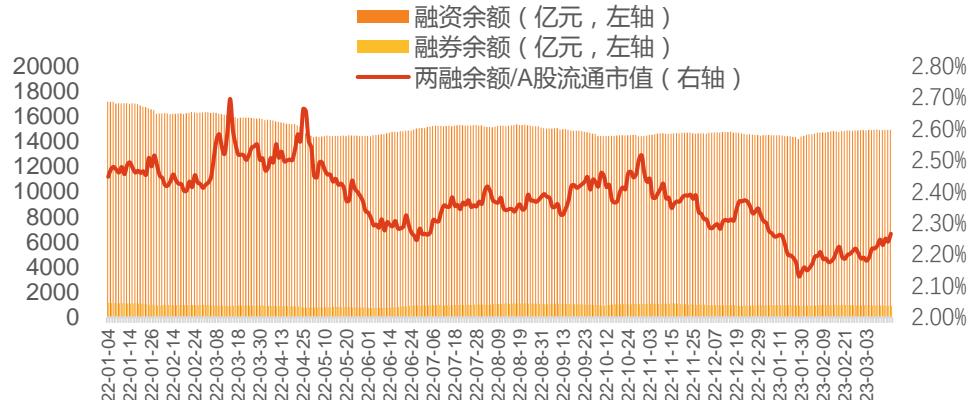
图 2：新增投资者数量（万人）



资料来源：中证登，天风证券研究所

**2) 融资融券：**截至 3 月 16 日（17 日数据未更新），两市两融余额为 1.59 万亿元，同比-6%，较年初-11%；目前两融余额占流通市值比例为 2.3%，较年初下降 0.1pct。

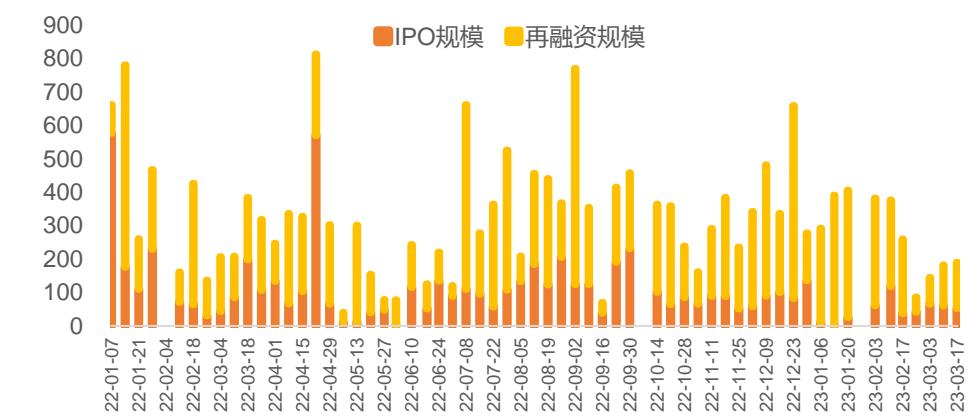
图 3：沪深两融余额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**3) 投行业务：**本周 9 单 IPO 上市，较上周增加 1 单；年初至今 IPO 规模 475 亿，同比 -70%。本周 11 单再融资，较上周增加 3 单；年初至今再融资规模 2231 亿，同比 +6%。

图 4：IPO、再融资规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

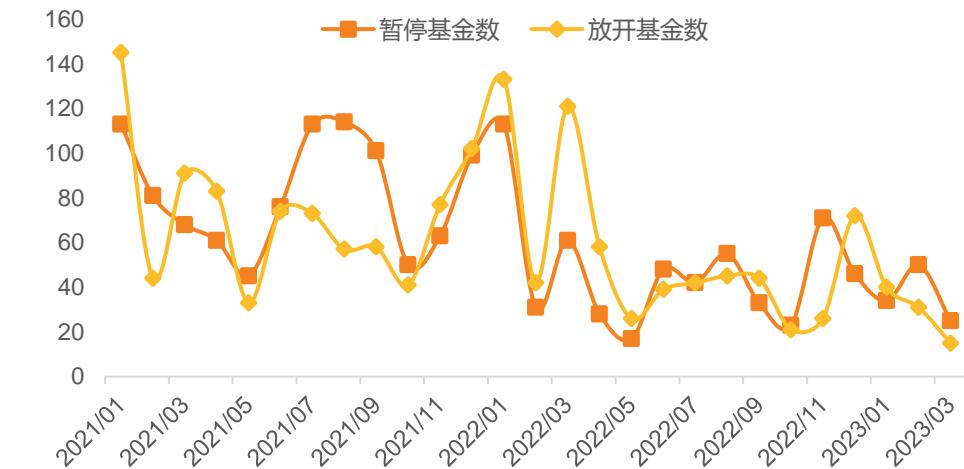
#### 4) 公募基金

**资金流动方面**，本周普通股票型、指数型基金平均预估申赎比分别为 1.35、1.28，预计资金净申购；偏股混合型、偏债混合型、平衡混合型平均预估申赎比分别为 0.76、0.88、0.35，预计资金净赎回。

**新发基金方面**，新发基金方面，本周新成立权益基金规模 111 亿元，环比 +26%；年初至今新成立权益基金规模 774 亿元，同比 -47%。

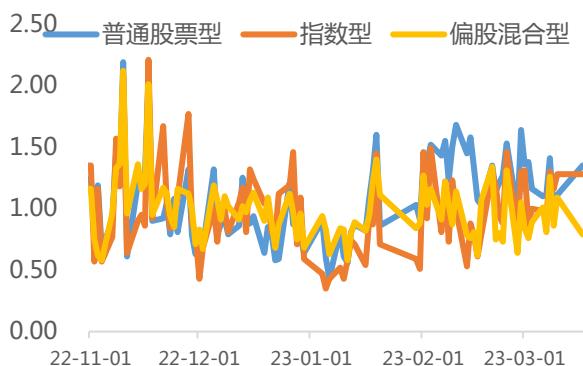
**基金经理行为方面**，3 月共 25 只基金暂停大额申购，15 只基金放开大额申购，或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。

图 5：基金大额申购放开、暂停数量



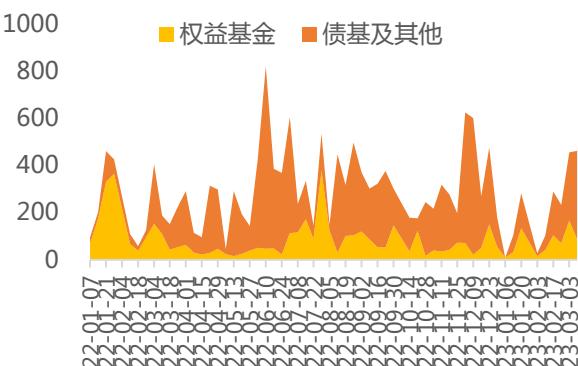
资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 数据剔除暂停时间 7 天以内, 或限额 600w 以上的事件

图 6：普通股票型、指类型、偏股混合型平均预估申赎比



资料来源: Choice, 天风证券研究所

图 7：基金新发情况（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5 ) 场外衍生品: 截至 23 年 1 月, 期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金 1.76 万亿元, 环比 -16% / 同比 -15%。

图 8：当期新增名义本金规模（亿元）



资料来源: Choice, 天风证券研究所

图 9：当期存续名义本金规模（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

\*注: 2022-02 至 2022-05 数据无披露

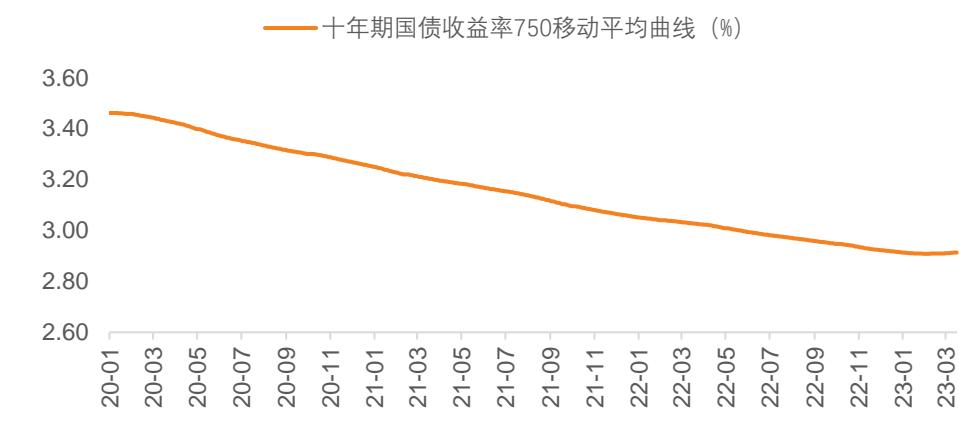
**6) 国债收益率:** 截至 3 月 17 日, 中债国债 10 年期到期收益率为 2.86%, 较上周基本持平, 较年初+4bps; 十年期国债 750 移动平均为 2.91%, 与年初基本持平, 较上周末环比小幅上升。

图 10: 中债国债到期收益率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 中债国债到期收益率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 板块估值

上周沪深 300 指数下跌 0.2%, 上证指数+0.6%, 深证成指-1.4%, 创业板指-3.2%。板块方面, 非银金融+0.9%, 券商+0.9%, 保险+0.6。个股方面, 湘财股份、首创证券、信达证券跌幅居前。

截至 3 月 18 日, 券商板块 PB(LF) 1.22x, 位于 2018 年以来 14.6% 分位数; 保险方面, 国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的 PEV 估值分别为 0.67、0.55、0.46、0.33、1.64 及 0.13, 分别处于自 2012 年来的 8.7%、2.5%、8.3%、2.9%、28.3% 及 2.2% 分位数。

表 1: 指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深 300	-0.2%	-2.7%	2.3%
上证指数	0.6%	-0.9%	5.2%
深证成指	-1.4%	-4.3%	2.4%
创业板指	-3.2%	-5.6%	-2.3%
科创 50	2.2%	2.6%	5.8%

非银金融	0.9%	-3.0%	2.9%
券商指数	0.9%	-2.7%	4.1%
保险指数	0.6%	-3.8%	-1.1%

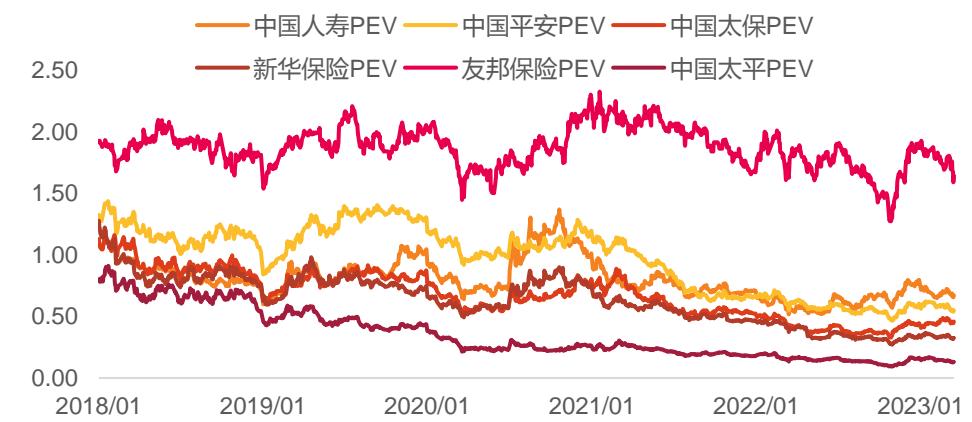
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：券商板块估值情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：保险板块估值情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 热点聚焦

### 4.1. 重要新闻

1、中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，组建中央金融委员会。在深化党中央机构改革方面，组建中央金融委员会（下称中央金融委），设立中央金融委办公室；组建中央金融工作委员会（下称金融工委），同中央金融委办公室合署办公。同时，不再保留国务院金融稳定发展委员会（下称国务院金融委）及其办事机构，将国务院金融委办公室职责划入中央金融委办公室。业内专家认为，这一改革内容强调了中央金融委在金融工作中的核心领导地位，强化了监管的统筹协调，有利于防范化解重大金融风险，更好助力实体经济健康发展。

2、证监会就《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。本办法共八章 52 条，主要包括总则、衍生品交易与结算、禁止的交易行为、交易者、衍生品经营机构、衍生品市场基础设施、监督管理与法律责任、附则等内容。起草的主要思路：一是功能监管。

总结实践经验，将证监会监管的衍生品市场各类活动和主体全部纳入规制范围，以功能监管为导向，制定统一的准入条件、行为规范和法律责任。二是统筹监管。从资本市场的全局出发，充分考虑市场之间的联系，加强衍生品市场与证券市场、期货市场之间的监管协同协作，防范监管套利，消除监管真空。三是严防风险。着力提升衍生品市场的透明度，推进交易标准化，鼓励进场交易和集中结算，提高非集中结算衍生品交易的风险防控要求，落实衍生品交易报告制度，严厉打击利用衍生品交易进行违法违规行为或规避监管行为。四是预留空间。在严防风险的前提下，为相关制度预留充分空间，防止“一刀切”对市场造成不当限制，促进行衍生品市场健康发展。

**3、证券业协会发布证券公司 2022 年度经营数据。**截至 2022 年末，行业总资产为 11.06 万亿元，净资产为 2.79 万亿元，净资本 2.09 万亿元，分别较上年末增长 4.41%、8.52%、4.69%。行业整体风控指标均优于监管标准，合规风控水平健康稳定。2022 年，受多重超预期因素冲击，证券行业经营业绩短期承压。全行业 140 家证券公司实现营业收入 3949.73 亿元，实现净利润 1423.01 亿元。

## 4.2. 公司公告

**1、国联证券：**控股股东竞得民生证券 30.3% 的股权。

**2、东方财富：**披露年报，22 年归母净利润 85.1 亿元，同比 -0.5%。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：571012 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com