

证券行业 2023 年 4 月投资策略

关注国企改革与 AI 变革

超配

核心观点

● 主要内容

尽管 3 月以来信贷需求仍然旺盛，但市场担心经济复苏的持续和质量，表现在以十年期国债为代表的无风险收益“巍然不动”，同时海外商行与投行风险事件扰动市场风险偏好，新发基金规模仍然低迷，判断资本市场仍以存量格局为主，券商全局行情动力不足。在新增资金涌入市场之前，我们更多关注存量市场上博弈的结构性机会，一是从中央到地方，央企重估引导先进省份地方国企改革想象空间，地方国企金融资源有望加速整合，受益标的：国联证券；二是 AI 主题发酵，除互联网机构，头部券商数据积累与客户流量同样丰富，如何挖掘客户资金流和信息流带来的“富矿”将带来券商在数字金融领域的想象力，受益标的：东方财富、华泰证券。

● 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，3 月 A 股日均成交金额为 9272 亿元，环比上升 3.52%，同比下降 8.62%。(2) 投行业务方面，3 月 IPO 数量为 34 家，募集资金规模为 332 亿元，环比上升 32.37%；3 月再融资规模为 697 亿元，环比下降 19.23%；企业债和公司债承销规模为 5179 亿元，环比上升 140.84%。(3) 自营业务方面，3 月股债主要指数整体略降。上证综指下降 0.21%，沪深 300 指数下跌 0.46%，创业板指数下跌 1.22%，中证全债指数上升 0.61%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，3 月两融日均余额为 15935 亿元，环比上升 1.39%。

● 政策空间：券商再迎“定向降准”，衍生品打开券商业务空间

4 月 7 日，中国结算拟正式启动股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化调降工作，预计将为券商释放约百亿规模资金。证监会起草形成了《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》，将打开券商业务空间，有助于促进衍生品市场健康发展，

● 投资建议

当前，券商 PB 估值为 1.40 倍，处于十年来 14.06% 的历史分位，安全边际较足，我们对行业维持“超配”评级。建议关注综合实力领先的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券。此外，也建议 AI 赋能下弹性较大的互联网券商东方财富、国企改革受益标的国联证券。

● 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	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600030	中信证券	买入	21.17	2,972	1.69	1.90	12.53	11.14
601995	中金公司	买入	41.15	1,456	1.95	2.20	21.10	18.70
601688	华泰证券	买入	13.87	1,160	1.35	1.48	10.27	9.37
300059	东方财富	买入	22.45	2,967	0.77	0.93	29.16	24.14
601456	国联证券	买入	11.35	286	0.37	0.50	30.68	22.70

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.cnwangjian@guosen.com.cn

S0980520040003

证券分析师：王剑

021-60875165

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 3 月投资策略-经济复苏持续，券商估值修复可期》——2023-03-08

《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

行业重要动态

- 3月17日,证监会起草形成了《衍生品交易监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》)及起草说明,现向社会公开征求意见。《办法》主要包括以下内容: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,促进衍生品市场健康发展。《办法》有助于促进衍生品市场健康发展,支持证券期货经营机构业务创新,满足市场各类主体的风险管理需求,以更好服务实体经济、防范和化解金融风险。
- 3月24日,证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》,并将进一步完善相关业务规则。此次《通知》共提出四方面12条措施,进一步推进REITs常态化发行工作。《通知》提出,研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目,保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。此次《通知》将有助于充分发挥REITs助力盘活存量资产、扩大有效投资和降低实体企业杠杆率的重要作用,帮助我国走好中国特色REITs市场发展之路,从而更好地服务构建新发展格局和经济高质量发展。
- 3月24日,为切实做好《中华人民共和国期货和衍生品法》(以下简称《期货和衍生品法》)贯彻落实工作,证监会对《期货公司监督管理办法》进行修订,形成了《期货公司监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》),现向社会公开征求意见。此次修订坚持三大主要原则:一是落实《期货和衍生品法》要求、优化对期货公司监管。依据《期货和衍生品法》,增加、修改和完善相关内容。重点是适度拓展期货公司业务范围,明确期货公司可以从事期货交易咨询、期货做市交易、衍生品交易、资产管理等业务,并作出和完善相应制度安排;强化实控人监管,明确期货公司实控人变更的条件和程序;取消从业资格作为准入条件;强化账户管理,禁止出借账户和借用账户等。二是强化期货公司监管,将实践中成熟的做法予以制度化。如完善期货公司治理,强化对公司实际控制人、自有资金使用、分支机构等的监管;要求期货公司设立党组织,并要求国有期货公司将党的领导融入公司治理各环节;对期货公司主要股东的准入条件进行优化,完善对首席风险官正常履职行为的保护,完善程序化交易的报告要求等。三是有所取舍,暂不具体规范涉外事宜。关于境外经纪业务、转委托境外期货经营机构的注册、境外机构在境内展业的监管安排等涉外事宜,鉴于当前缺乏监管实践经验,且涉及外汇额度、跨境监管、涉外保证金监控等诸多问题,需要系统研究论证,相关内容暂不在《办法》中具体规范。随着《办法》落地,未来

的期货行业将发生重塑性变化。期货公司的发展，将从追求规模进入追求核心竞争力和差异化能力的高质量发展期。

- 3月31日，证监会就新修订的《证券公司监督管理条例》向社会公开征求意见，此次修订工作拟加强穿透监管，规范公司治理，完善内外部约束机制，全面提升证券公司合规、稳健运营水平，主要坚持兼顾法规的稳定性和适应性，强化监管、有效监管，统筹好现实需求与长远发展三方面原则。具体来看，此次修订未改变《条例》的总体框架结构，保持了法规的延续性、稳定性。《条例》还按照穿透监管原则，加强对证券公司股东、实际控制人及其他关联方的监管；补充审慎监管要求，完善监管措施类型；明确差异化监管原则，坚持管少管好，提升监管效能。此外，《条例》统筹好现实需求与长远发展。将实践中行之有效的重要制度、做法及时纳入行政法规。同时，立足行业长远发展，为监管转型和行业创新预留空间。本次修订兼顾了法规的稳定性和适应性，立足补短板，未改变《条例》总体框架结构，并坚持强化监管、有效监管，落实简政放权，为监管转型和行业创新预留了空间。
- 中国证券业协会近日向券商下发了《证券公司2022年度经营情况分析》（以下简称《经营情况分析》）。该报告显示，我国证券行业2022年度经营业绩短期承压，证券投资业务是主要拖累。行业格局上，行业内近年来呈现头部证券公司领先发展、中小证券公司差异化特色化发展的格局，2022年前十名券商的收入及净利总和分别占比46%、60%。此外，我国证券行业对外开放程度持续提升，17家外资参控股券商去年营收占比达7.9%。2022年受到股债双杀市场影响，行业整体受市场波动影响较大。市场下行期，券商收入结构上以经纪业务为主，投资业务收入占比缩小。目前行业杠杆仍有提升空间，随着机构规模扩张带动做市、衍生品业务，券商加杠杆仍在进行时。
- 4月7日，中国结算拟正式启动股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化调降工作。具体为根据结算参与人的资金收付时点设定不同的缴纳比例，其中结算参与人可自即日起，就托管业务向中国结算自主申报选择适用差异化或固定最低结算备付金比例计收方式。在2022年4月已将股票类业务最低结算备付金缴纳比例自18%调降至16%的基础上，此次中国结算引入差异化最低结算备付金缴纳比例机制，将实现股票类业务最低备付缴纳比例由16%平均降至15%左右。此次调整顺应中国资本市场发展需要，配合货银对付改革的落地实施，进一步提升市场资金使用效率和结算备付金精细化管理水平，预计将为券商释放上百亿资金。

成交量环比上升，IPO募资规模提升

（1）经纪业务方面，3月A股日均成交金额为9272亿元，环比上升3.52%，同比下降8.62%。（2）投行业务方面，3月IPO数量为34家，募集资金规模为332亿元，环比上升32.37%；3月再融资规模为697亿元，环比下降19.23%；企业债和公司债承销规模为5179亿元，环比上升140.84%。（3）自营业务方面，3月股债主要指数整体略降。上证综指下降0.21%，沪深300指数下跌0.46%，创业板指数下跌1.22%，中证全债指数上升0.61%。（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，3月两融日均余额为15935亿元，环比上升1.39%。

投资建议

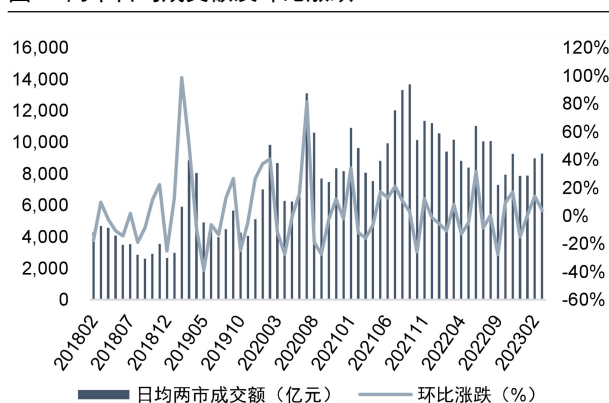
当前，券商 PB 估值为 1.40 倍，处于十年来 14.06% 的历史分位，安全边际较足，我们对行业维持“超配”评级。建议关注综合实力领先的龙头券商中信证券、中金公司、华泰证券。此外，也建议 AI 赋能下弹性较大的互联网券商东方财富、国企改革受益标的国联证券。

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。

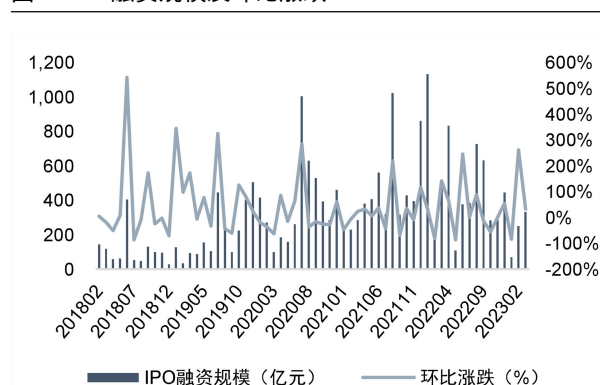
关键图表

图1：两市日均成交额及环比涨跌



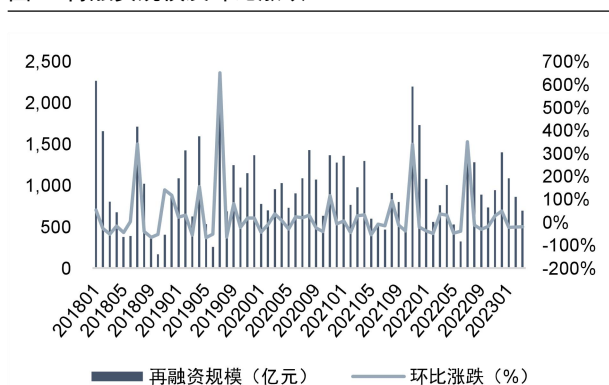
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：IPO 融资规模及环比涨跌



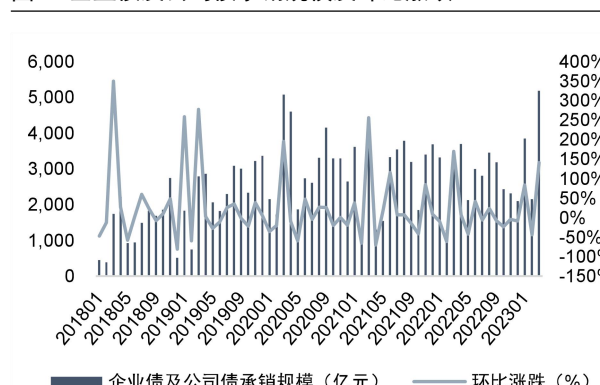
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：再融资规模及环比涨跌



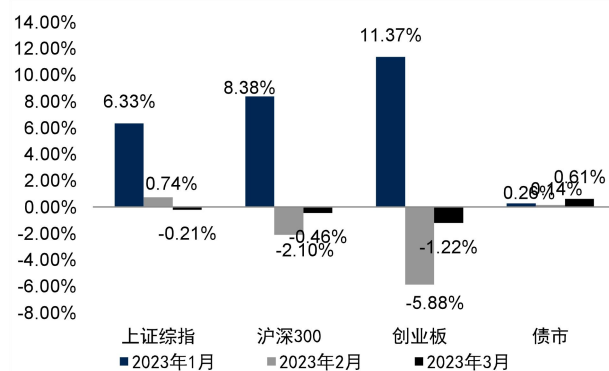
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：企业债及公司债承销规模及环比涨跌



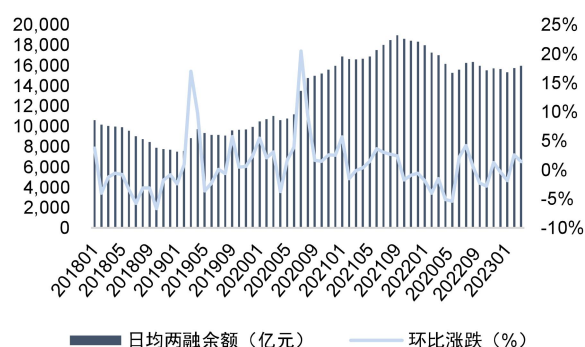
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：股债两市表现



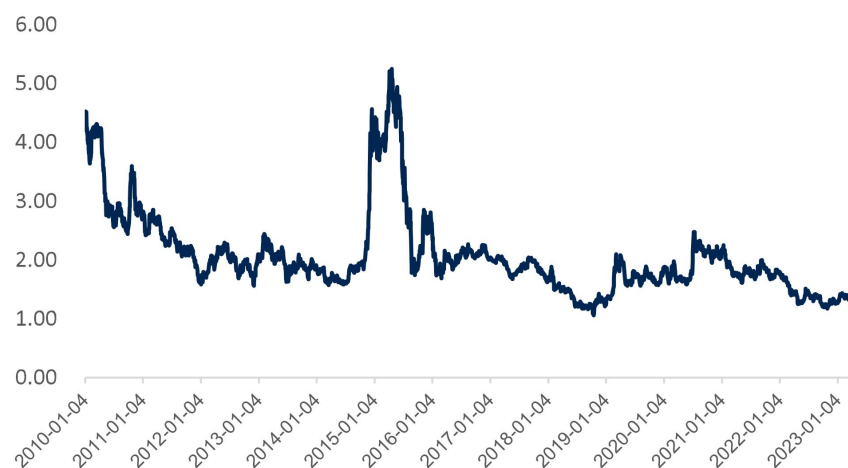
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：日均两融余额及环比涨跌



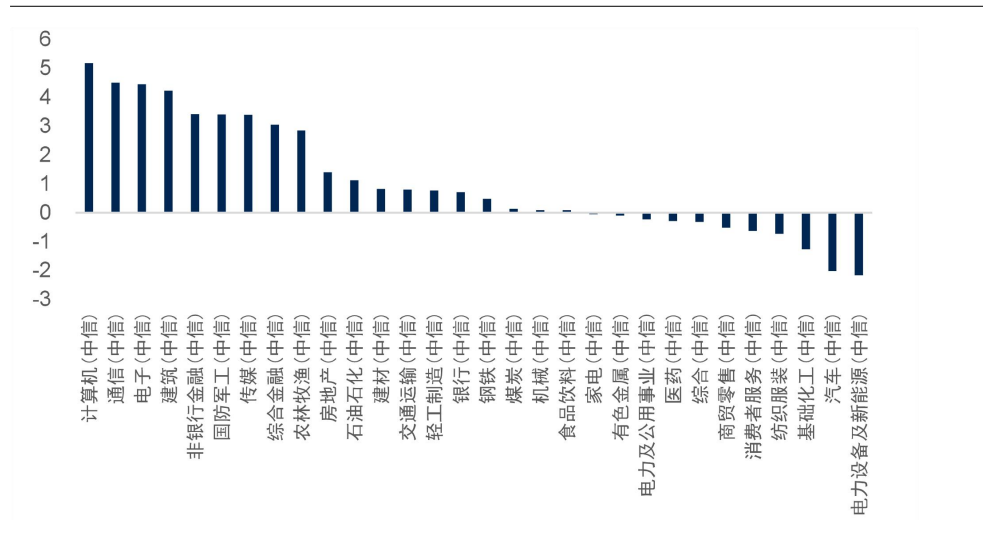
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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 3 月涨幅排名



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2023E	2024E	2023E	2024E
600030	中信证券	买入	21.17	2,972	1.69	1.90	12.53	11.14
601995	中金公司	买入	41.15	1,456	1.95	2.20	21.10	18.70
601688	华泰证券	买入	13.87	1,160	1.35	1.48	10.27	9.37
300059	东方财富	买入	22.45	2,967	0.77	0.93	29.16	24.14
601456	国联证券	买入	11.35	286	0.37	0.50	30.68	22.70

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

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