

中航证券研究所

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

电话：010-59219557

邮箱：shimz@avicsec.com

非银行业周报（2022 年第二十一期）： 券商估值下行空间有限，建议把握左侧布局时机

行业分类：非银

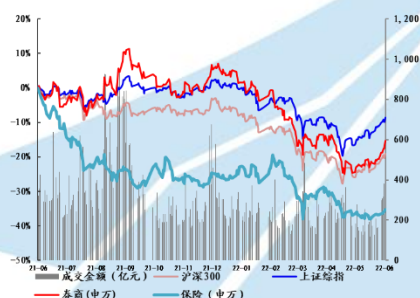
2022 年 6 月 11 日

推荐评级
中性

基础数据（2022.6.10）

沪深 300 指数	4238.99
券商 II（申万）	5508.73
保险 II（申万）	931.26
行业总市值（亿元）	26433.14
证券板块市净率（%）	1.31
保险板块市净率（%）	1.04

近一年行业表现



数据来源：Wind，中航证券研究所

市场表现：

本期（2022.6.6-2022.6.10）非银（申万）指数+5.26%，行业排名 5/31，券商 II 指数+6.79%，保险 II 指数+2.36%；

上证综指+2.80%，深证成指+3.50%，创业板指+4.00%。

个股涨跌幅排名前五位：光大证券(+35.73%)、*ST 吉艾(+23.18%)、国联证券(+19.41%)、中银证券(+16.36%)、华林证券(+13.24%)；

个股涨跌幅排名后五位：拉卡拉(-1.86%)、经纬纺机(-1.81%)、中粮资本(-0.70%)、香溢融通(-0.50%)、国盛金控(0.00%)。

核心观点

券商：本周券商板块上涨 6.79%，跑赢沪深 300 指数 3.14pct，跑赢上证综指 4.00pct。光大证券(+35.73%)涨停 3 连板，国联证券(+19.41%)、中银证券(+16.36%)、华林证券(+13.24%)等纷纷走高。券商板块走强具备几点利好因素：

市场层面，本周券商行业本轮上涨更多是受到上海、北京全面复工复产利好因素的刺激，市场活跃度大幅提升，周日均成交额超 1000 万亿元，是 3 月下旬以来首次破千万。环比+19.92%，环比增速创 3 月以来新高。预计随着市场活跃度的恢复，券商经纪、资管等业务将陆续回暖。

消息层面，《扎实稳住经济一揽子政策措施》等利好政策的刺激，券商板块跟随市场波动反弹，短期内预计将保持震荡趋势。长期来看，随着疫情带来的不确定因素逐渐消弭，经济增速有望逐步回升，市场将进入修复通道。

流动性层面，央行发布 5 月社融数据，5 月社会融资规模增量为 2.79 万亿元，比上年同期多 8378 亿元。5 月的金融数据超预期，缓解了市场对流动性的担忧，同时为了稳住经济增速，流动性有望长期保持充裕，风险偏好逐步回升。同时，社融数据超预期也预示着经济进入上行通道，实体企业下半年业绩的回暖有望重启部分因业绩不达标暂停的 IPO 流程，券商投行业绩有望迎来环比增长。

估值层面，当前券商板块 PB 估值仍位于 2016 年以来的 10 分位点附近，被严重低估，受利好消息刺激走高，低估值爆发，长期来看同样存在较大板块估值修复空间。

另一方面，资本市场改革不仅利好券商估值抬升，随着注册制的逐步落地监管也趋严趋紧。上周，证监会针对场外期权业务连出三张罚单，中金、华泰、中信建投 3 家头部券商被点名。本周五证

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

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：010-59562524
 传真：010-59562637

监会又连下 10 份罚单，涉及 6 家券商，其中，中金公司、光大证券、中信证券、信达证券、海通证券等 5 家券商与境外子公司有关，主要涉及股权架构、子公司层级架构、主营业务内容等多重因素。国融证券则主要是因为是在投行业务中未勤勉尽责受到处罚，本次案例在结案一年多后又被追责。可以看出随着资本市场改革相关政策逐步落地，我国券商业务种类及项目储备逐步丰富，证监会对券商严监管趋势不变，短期对券商相关业务的开展以及业务创新短期来看存在一定的阻碍，长期来看，有利于资本市场体系建设，以及相关金融机构的健康发展。

保险：

本周中国太保和中国人保率先公布了 1-5 月原保费收入情况，中国太保寿险原保费业务收入 1,273.46 亿元，同比增长 5.1%，财险原保费业务收入 740.78 亿元，同比增长 9.6%。二者同比增速较四月同期分别 +1.10pct 和 -1.00pct。中国人保寿险原保费业务收入 670.53 亿元，同比增长 16.80%，财险原保费业务收入 2227.86 亿元，同比增长 9.95%，二者同比增速较四月同期分别 -0.38pct 和 -0.38pct。总体来看，财险在 5 月疫情的影响下环比增速小幅回落。利率方面，10 年期中债国债到期收益率上周略微向下至 2.7526%，同时上周五，中国保险行业协会发布《关于发挥保险功能作用，进一步做好受疫情影响困难行业企业等保险服务的倡议书》，提出在受疫情影响较为严重的地区，鼓励各会员单位适当延长保单到期日或延期收取保费等举措，短期来看，疫情导致的保险公司负债端压力仍将持续。但随着疫情逐步得到控制，车险等新订单数量有望回暖，财险保费收入环比增速有望回升。在经济复苏的大背景下，险企资产负债两端有望得到修复。

行业表现来看，本周保险板块上涨 2.36%，跟随市场小幅回升。目前保险板块 PB 估值为 1.04 倍，低于 2016 年以来的 10 分位点以下，仍估值位于历史底部，安全边际高。但目前由于寿险转型尚在进行中，财险受疫情冲击较大，原保费收入增长动力有限，保险公司资产负债两端仍承受较大压力，筑底阶段仍未结束，拐点需要等待。

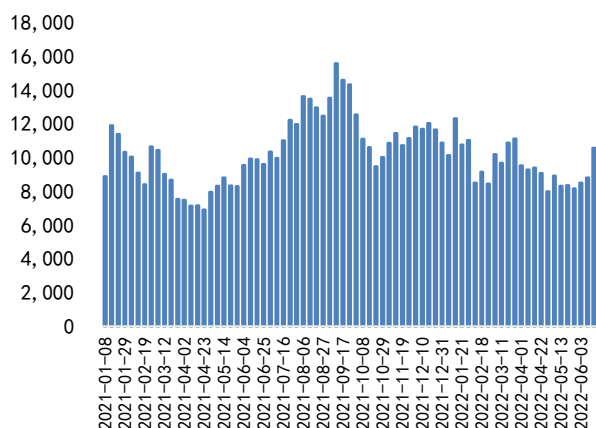
风险提示：行业规则重大变动、外部市场风险加剧、市场波动、疫情反复

一、券商周度数据跟踪

1、经纪业务

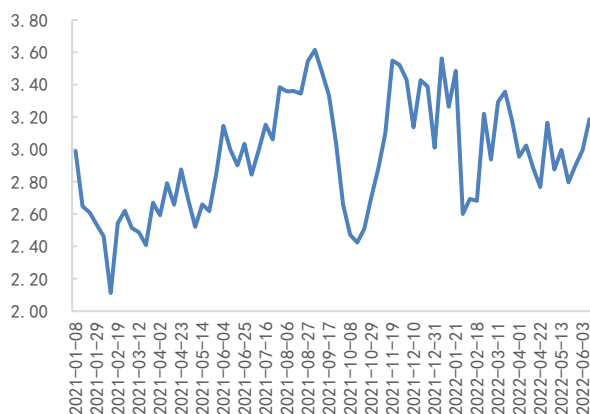
本周（6.6-6.10）A股日均成交额10562亿元，环比+19.92%；日均换手率3.19%，环比+0.19 pct。本周，A股市场活跃度急剧上升，市场。

图1：A股各周日均成交额（亿元）



数据来源：wind、中航证券研究所

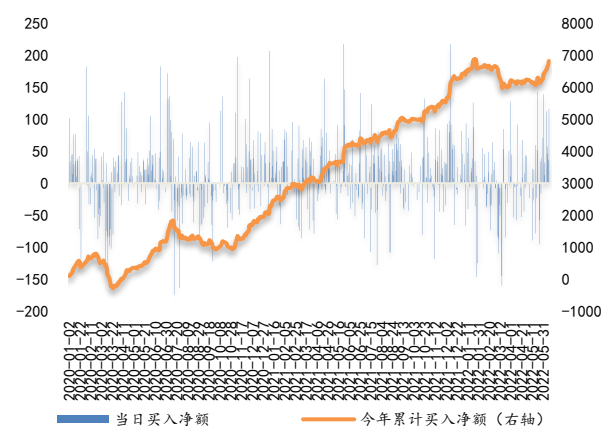
图2：A股各周日均换手率（%）



数据来源：wind、中航证券研究所

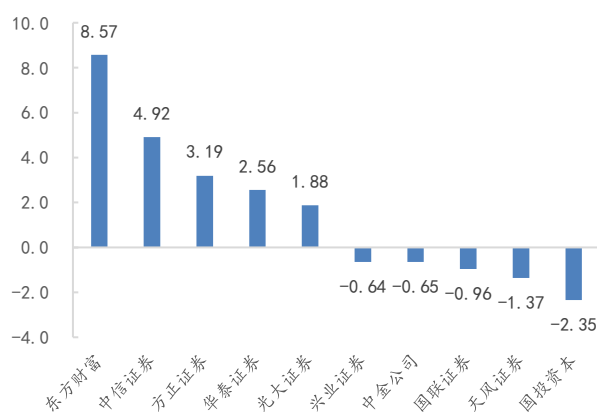
本周北向资金净流入+183亿元，较上周+221亿元；陆股通券商净买入前五大个股为：东方财富（+8.57亿元）、中信证券（+4.92亿元）、方正证券（+3.19亿元）、华泰证券（+2.56亿元）、光大证券（+1.88亿元），卖出前五大个股为国投资本（-2.35亿元）、天风证券（-1.37亿元）、国联证券（-0.96亿元）、中金公司（-0.65亿元）、兴业证券（-0.64亿元）。

图3：陆港通北向资金流入情况（亿元）



数据来源：wind、中航证券研究所

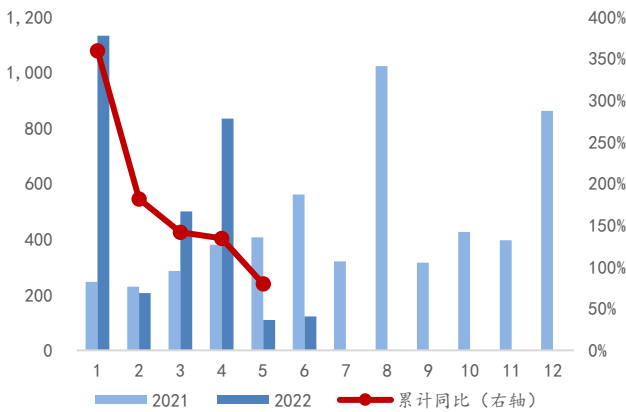
图4：本周陆股通持股市值变动前五与后五（亿元）



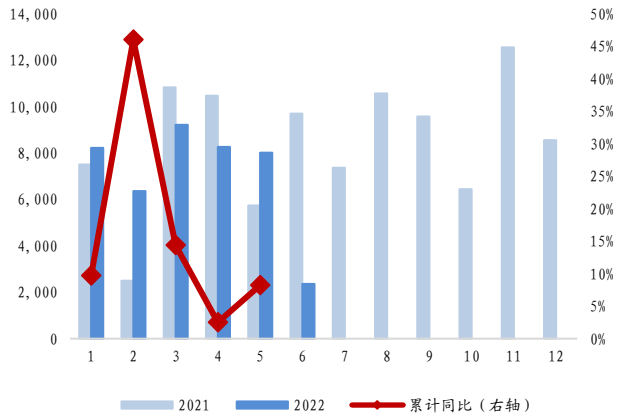
数据来源：wind、中航证券研究所

2、投行业务

截至2022年6月10日，股权融资规模达7,015.84亿元。其中IPO 2,904亿元，增发1,807亿元，其他再融资2305亿元。5月券商共计直接融资规模达到639.63亿元，同比-36.36%，环比-65.13%。5月债券承销规模达到8011.02亿元，同比+39.49%，环比-3.13%。2022年以来，券商累计主承销债券规模42449.75亿元。5月市场融资萎缩，IPO和增发规模急剧下降。

图 5: IPO 承销金额 (亿元) 及增速


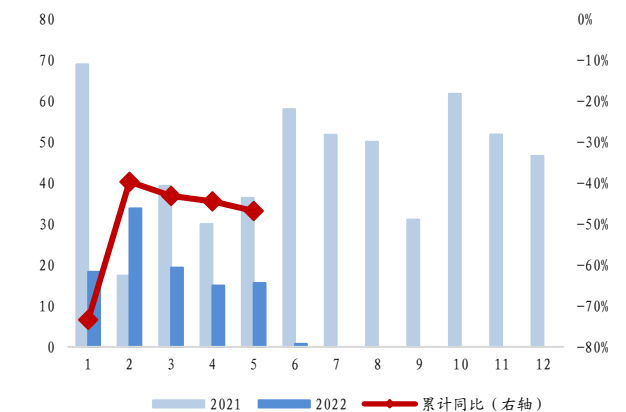
数据来源: wind、中航证券研究所

图 7: 债承规模 (亿元) 及增速


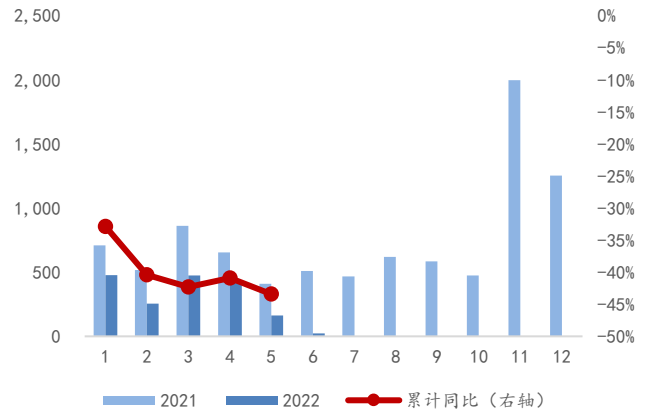
数据来源: wind、中航证券研究所

3、资管业务

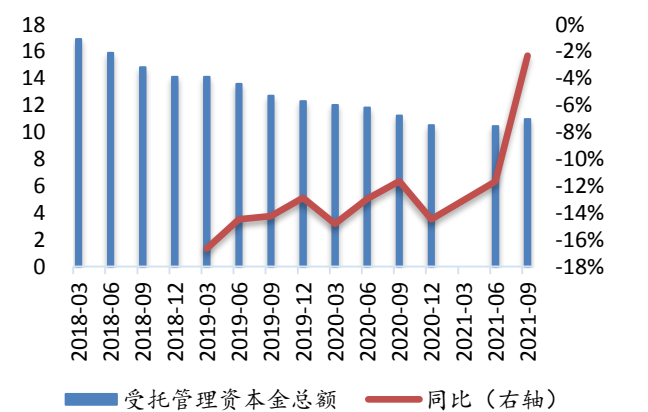
截至 6 月 10 日,券商资管累计新发行份额 102.86 亿份, 5 月新增份额同比-51.97%。基金市场份额 23.23 万亿份,实现基金规模 25.27 万亿元。截至 2021 年 12 月,证券资管市场规模达到 82,351.83 亿元,同比-3.72%。6 月新成立基金 51 只,共计市场份额 1007.9 亿份。新产品发行速度较去年同期大幅放缓,公募基金发行市场遇冷。截至 2021 年三季度末,受托管理资金本金总额 10.97 万亿元,同比-2.32%。

图 8: 券商集合资管产品各月发行情况 (亿份)


数据来源: wind、中航证券研究所

图 6: 增发承销金额 (亿元) 及增速


数据来源: wind、中航证券研究所

图 9: 受托管理资金本金总额 (万亿元) 及增速


数据来源: wind、中航证券研究所

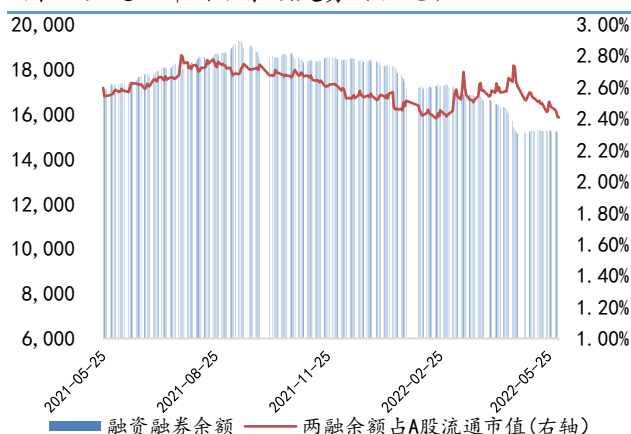
4、信用业务

截至6月9日,两融余额15327.74亿元,较上周同期+184亿元,6月两融日均余额15252亿元,环比+0.05%;截止6月10日,市场质押股数4156.31亿股,市场质押股数占总股本5.5%,市场质押市值为33914.56亿元。

5、自营业务

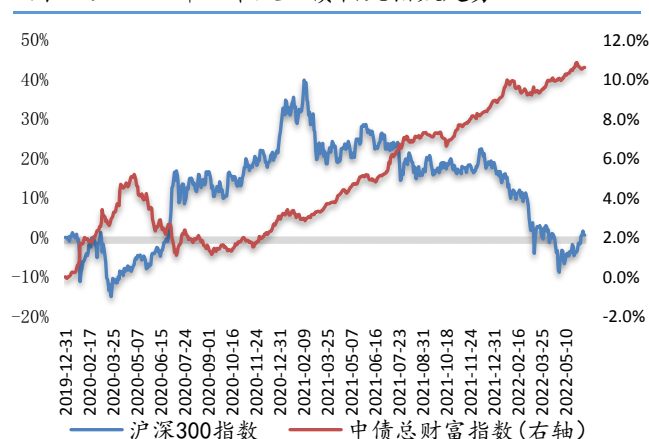
截至6月10日,沪深300年内上涨-14.20%,中债总财富(总值)指数年内上涨1.57%。股票市场开始回暖,沪深300回调,债券市场表现稳定。

图 10: 近一年两融余额走势 (亿元)



数据来源: wind、中航证券研究所

图 11: 2020 年以来股、债相关指数走势



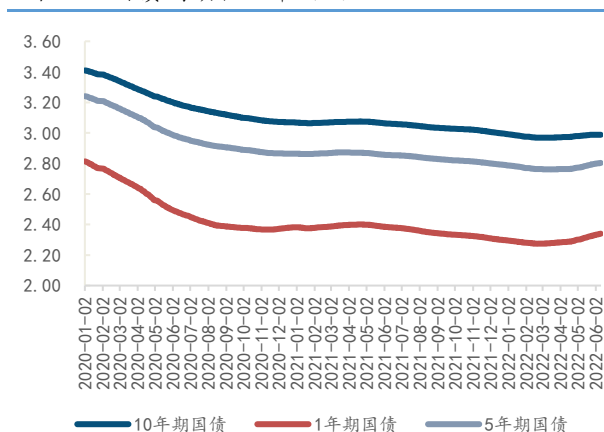
数据来源: wind、中航证券研究所

二、保险周度数据跟踪

1、资产端

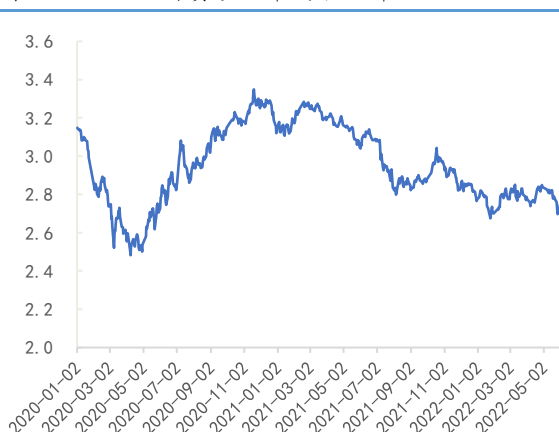
截至6月10日,10年期债券到期收益率为2.7526%,环比-0.0075BP。10年期国债750日移动平均值为2.9886%,环比+0.0007BP。

图 12: 国债到期收益率 (%)



数据来源: wind、中航证券研究所

图 13: 750 日国债移动平均收益率 (%)



数据来源: wind、中航证券研究所

截至2021年3月,保险公司总资产为25.67万亿元,环比+0.78%。同比+5.83%。其中人身险公司总资产22.02万亿元,环比+0.47%,同比+6.20%,占总资产的比重为85.78%;财产险公司总资产2.57万亿元,环比+1.82%,同比+3.50%,占总资产的比重为10.00%。

图 14: 2022 年 3 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)	220,216	25,668	6,352	1,020	256,723
环比变化	0.47%	1.82%	5.53%	0.99%	0.78%
同比变化	6.20%	3.50%	17.33%	30.10%	5.83%
占比	85.78%	10.00%	2.47%	0.40%	
占比环比变化	-0.26%	0.10%	0.11%	0.00%	

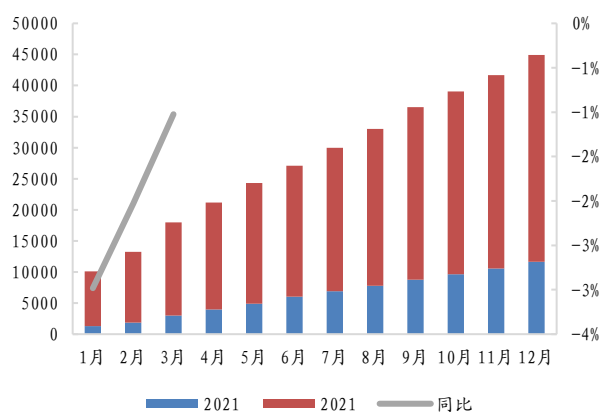
数据来源: 银保监会、中航证券研究所

2、负债端

原保费收入: 2022 年 3 月, 全行业共实现原保险保费收入 4849.60 亿元, 同比+1.77%。其中, 财产险业务原保险保费收入 1191.63 亿元, 同比+8.46%; 人身险原保费收入 3657.98 亿元, 同比-0.23%。

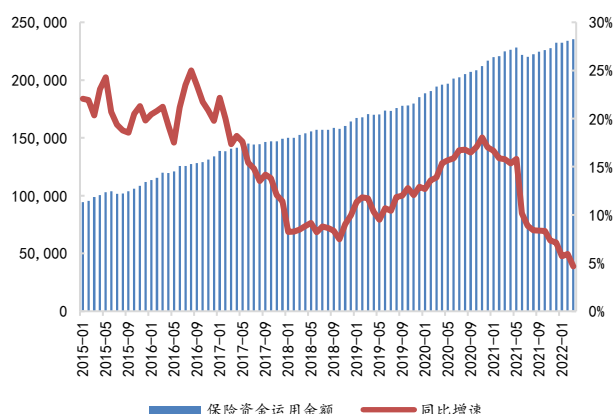
保险资金配置: 2022 年 1-3 月, 全行业资金运用余额 235,358 亿元, 同比增长 4.66%。其中, 银行存款 28,370 亿元, 占比 12.05%; 债券 92,351 亿元, 占比 39.24%; 股票和证券投资基金 28,556 亿元, 占比 12.13%; 其他投资 86,081 亿元, 占比 36.57%。

图 15: 财险原保费收入(亿元)及同比增速 (%)



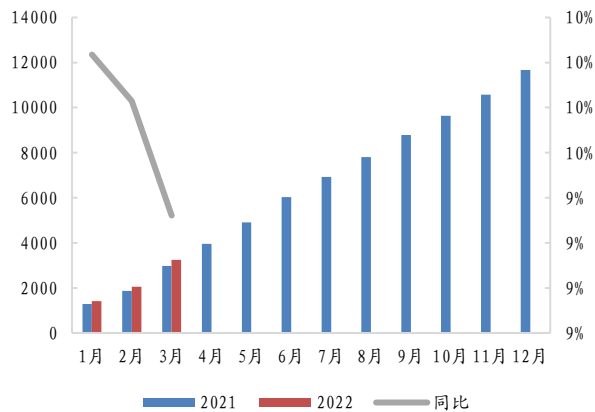
数据来源: wind、中航证券研究所

图 17: 保险资金运用余额 (亿元)



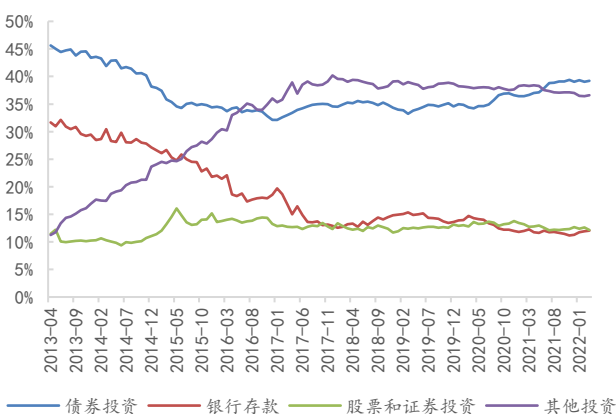
数据来源: wind、中航证券研究所

图 16: 人身险原保费收入(亿元)及同比增速 (%)



数据来源: wind、中航证券研究所

图 18: 保险资金各方向配置比例走势



数据来源: wind、中航证券研究所

三、行业动态

1、券商

行业政策

6月10日，中基协发布《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》，对公募基金公司的薪酬结构、薪酬支付、绩效考核、薪酬内控管理等方面提出具体要求。指引要求，公募高管、主要业务部门负责人应将当年绩效薪酬的20%以上买自家基金，且权益类基金不得低于50%；基金经理应将当年绩效薪酬的30%以上买自家基金，且优先买本人管理的公募基金。另外，不得将规模排名、管理费收入、短期业绩等作为薪酬考核的主要依据，绩效薪酬递延支付期限不少于3年，高管、基金经理递延支付金额原则上不少于40%。

6月10日，证监会对中金公司采取出具警示函措施，对中信证券、光大证券、信达证券、海通证券采取责令改正措施，对国融证券采取监管谈话措施。此次多家券商被罚，多因境外子公司存在问题，特殊目的实体（SPV）未在规定期限内完成清理等。例如，中金公司有46家冗余SPV未在规定期限内完成清理、22家SPV未在规定期限内完成层级上翻。因*ST富控重大资产重组案，国融证券及4名业务负责人遭罚。

6月10日，上交所发布实施《上海证券交易所科创板发行上市审核规则适用指引第7号——医疗器械企业适用第五套上市标准》（以下简称《指引》）。从核心技术产品范围、阶段性成果、市场空间、技术优势、持续经营能力、信息披露等方面作出了细化规定。上交所表示，将积极引导符合条件的医疗器械企业采用第五套上市标准申报科创板，持续完善支持“硬科技”企业在科创板上市的机制安排，进一步推动科创板高质量发展。

公司公告

中泰证券（600918）：关于股东权益变动暨控股股东变更进展情况的公告

6月8日，中泰证券发布公告，公司于2021年12月2日在上海证券交易所网站披露了《中泰证券股份有限公司关于公司股东权益变动暨控股股东变更进展情况的公告》（公告编号：2021-075号）。本次协议转让和本次无偿划转完成后，枣矿集团合计将持有公司2,273,346,197股股份（占公司总股本的32.62%），与其一致行动人新汶矿业集团有限责任公司合计将持有公司2,515,083,497股股份（占公司总股本的36.09%），莱钢集团将持有公司1,045,293,863股股份（占公司总股本的15.00%），高速投资将持有公司370,740,740股股份（占公司总股本的5.32%）。公司控股股东将由莱钢集团变更为枣矿集团，公司实际控制人仍为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

光大证券（601788）：股票交易异常波动公告

6月10日，光大证券发布公告，光大证券股份有限公司股票交易于2022年6月7日、2022年6月8日及2022年6月9日连续3个交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计超过20%，根据《上海证券交易所交易规则》的有关规定，属于股票交易异常波动情况。

国泰君安（601211）：关于受让华安基金管理有限公司部分股权暨关联交易进展情况的公告

6月10日，国泰君安发布公告，公司于2021年10月8日召开的第六届董事会第三次临时会议审议通过了《关于提请审议公司受让华安基金管理有限公司部分股权的议案》，同意公司以非公开协议转让方式受让上海上国投资管理有限公司所持有的华安基金管理有限公司15%股权，交易价格以经有权的国资监管机构备案确认的评估结果为基础确定，不超过人民币18.12亿元。

国联证券（601456）：2022年度员工持股计划

6月11日，国联证券发布公告，参加本员工持股计划的对象范围包括：截至2022年3月31日与公司或下

属控股子公司签订正式劳动合同的董事、监事、高级管理人员、VP 及以上职级人员以及其他核心骨干员工，具体参加人数根据员工实际缴款情况确定。本员工持股计划的金额合计不超过人民币 7,200 万元（含）。其中，公司董事、监事和高级管理人员认购比例不低于本员工持股计划总份额的 20%，其他员工认购比例不超过本员工持股计划总份额的 80%。公司和子公司董事、监事、最高行政人员等核心关连人士，参与持股不超过本次员工持股计划总份额的 20%。

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

6 月 11 日，华泰证券发布公告，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 6 月 10 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 亿美元，按 2022 年 5 月 31 日美元兑人民币汇率（1 美元=6.6607 元人民币）折算，该项担保金额折人民币 6.66 亿元。

2、保险

行业政策

6月10日，银保监会通报银行业保险业加强新市民金融服务有关情况称，加强新市民金融服务还面临一些制约因素，仍有进一步提升空间。各银保监局要进一步加强与政府部门对接，推动政府部门结合当地新市民特点出台有针对性的扶持政策，促进金融政策与财政、就业、住房、社保、医疗等新市民支持政策的有效衔接。银行保险机构要扩大产品和服务供给，通过合理减免费用、降低贷款利率等方式，推动降低新市民金融服务成本，增强新市民获得感。

6月10日，中国保险行业协会发布倡议书，鼓励各会员单位根据实际情况针对受疫情影响的困难行业企业适当延长保单到期日或延期收取保费，提供多种灵活的保费缴纳方式，配合合作银行落实延期、宽限期、调整还款结构、展期、续期等疫情期间的举措，缓解企业资金周转压力。

公司公告

中国太保（601601）：保费收入公告

6 月 11 日，中国太保发布公告，1-5 月公司子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司累计原保险业务收入为人民币 1,273.46 亿元，同比增长 5.1%，本公司子公司中国太平洋财产保险股份有限公司累计原保险业务收入为人民币 740.78 亿元，同比增长 9.6%。

中国人保（601319）：原保险保费收入公告

6 月 11 日，中国人保公告称，1-5 月子公司中国人民财产保险股份有限公司、中国人民人寿保险股份有限公司及中国人民健康保险股份有限公司所获得的原保险保费收入分别为 2227.86 亿元、670.53 亿元及 281.44 亿元。

➤ 建议关注

广发证券（公司控股广发基金并参股易方达，盈利能力突出，财富管理业务发展较好，公司分类评级为AA，有利于公司创新业务开展和进一步推进财富管理转型。）

兴业证券（公司在财富管理和主动管理转型成效显著，参控股实力较强的兴证基金和南方基金。研究实力

稳居第一梯队。)

华泰证券(公司作为行业头部券商,各项业务实力突出,具备基金投顾业务试点等多项创新业务试点资格。

当前PB估值为远低于

板块整体估值。)

➤ **风险提示**

监管加强、政策风险、市场波动

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 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。

我们设定的行业投资评级如下：

- 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。

分析师简介

薄晓旭，SAC 执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，中航证券研究所非银行业研究员。

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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

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。

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。