



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

券商具备较高反弹确定性

非银金融行业

2022 年 3 月 13 日

证券研究报告

行业研究

行业周报

非银金融

王昉朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: Wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

券商具备较高反弹确定性

2022年3月13日

本期内容提要:

- **核心观点:** 周五尾盘券商异动,当前疫情和2月社融数据使得很多人怀疑GDP目标5.5%能否实现。我们更倾向认为过程虽然曲折,但答案已经揭晓。券商板块在经济企稳预期逐渐形成和流动性尚未收紧时往往有较好表现,当前时点值得重点布局,无论反弹方向在哪里,券商大概率不会缺席。我们之前周报上屡次提到:当前经济环境仍然处于宽货币向宽信用传导阶段,2008年底四万亿、2014年下半年“三期叠加”纠偏“钱荒”,全面降息降准、2018年底中小企业融资难信用扩张、2020年4月份社融超预期后“银证混业传闻”带动行情发酵,都是经济刺激见成效后的产物。结合当前国家对稳增长的诉求,我们坚定推荐左侧布局券商板块。主线尚着我们之前发布的两篇行业深度报告,一篇是财富管理《券业破冰产品代销,财富管理始上征途》,一篇是公募基金“影子股”《由美国共同基金发展看我国公募基金光明前景》;同时尽管寿险保费在去年高基数、代理人提质尚无明显改善的情况下,难有表现,但未来经济企稳、利率上行的预期将会估值形成支撑。同时财险在车险费改开始后一年半时间保费出现向上拐点,头部公司有望凭借对综合成本率的控制迎来业绩改善。 **建议关注:** 东财、广发、长城、浙商、中国财险、太保等。
- **市场回顾:** 本周主要指数下行,上证综指报 3309.75 点, -4.00%; 深证指数报 12447.37 点, -4.40%; 沪深 300 指数报 4306.52, -4.22%; 创业板报 2665.46, -3.03%; 中证综合债(净价)指数报 99.66, -8bp。沪深两市 A 股日均成交额 10850.29 亿元, 环比+12.26%, 日均换手率 1.47%, 环比+15.86bp; 两融余额 17302.65 亿元, 较上周-3.65%。截至 2022 年 3 月 11 日, 股票型+混合型基金规模为 8.68 万亿元, 环比+0.30%, 本周新发权益基金规模 10.15 亿元, 环比-65.73%。个股方面, 券商: 华林证券+14.32%, 财达证券+5.75%, 天风证券+1.13%; 保险: 中国人保-3.66%, 中国平安-5.91%, 新华保险-7.16%; 多元金融: 鲁信创投+4.02%, 香溢融通+2.35%, 华铁应急+0.18%。
- **证券业观点:** 券商业绩稳增长、资产质量提升, 稳增长目标或带来宽松流动性, 共同形成板块上涨驱动力。从已披露业绩快报的上市券商业绩来看, 7 成以上券商归母净利润增速超过 20%, 半数超 30%。其中东方财富、方正证券、东方证券、中原证券净利润增速居前, 东方财富预计 2021 年实现归母净利润 48.25 亿元, 同比增长 66.90%, 方正证券、东方证券、中原证券预计 2021 年实现净利润分别为 50%-70%、87%-107%、360%-437% 的同比增长; 中信证券、光大证券净利润增速超 50%, 此外, 浙商证券、国泰君安等 4 家为券商净利润超 30%。2021 年券商业绩在 2020 高基数下稳健增长, 预计多数上市券商净利润增速超 30%, 为板块上涨奠定坚实基础。两会定调稳增长, GDP 5.5% 左右增长目标高于普遍预期, 降准降息值得期待, 宽松流动性将成为板块上涨催化剂。当前券商板块估值 PB1.47 倍, 估值与业绩、资

产质量仍不匹配，距离 PB2.61x 估值中枢尚有较大空间，建议积极布局。

新基金发行遇冷不改财富管理持续发展趋势，全面注册制下，把握投行主线投资机会。2022 年初以来，新发基金遇冷导致市场对财富管理业务增长预期下降，实际上，新发规模虽同比下滑，但公募基金总规模仍较 2022 年底增长 3.74%，较去年同期增长 16.32%，以 AUM 为基础的管理费收入仍保持持续增长态势，财富管理特色券商出现较大幅度调整后，性价比逐渐显现。投行业务投资主线方面，头部券商在人才储备、研究能力、资产定价能力以及销售能力等方面具备优势，注册制市场份额向头部集中。全面注册制将至，将为综合实力更强的头部券商带来业绩增量。建议关注：中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券、海通证券等。财富管理大发展背景下，财富管理条线建议关注受益于财富管理市场扩容的核心标的：1.产品与投顾优势明显，推进高端财富管理规模化发展的中金公司；2.受益于居民财富通过机构入市，产品与投顾服务双优+资管收入占比高+参/控股公募基金贡献度高的广发证券、东方证券、兴业证券等；3.公司战略高度重视、私募代销特色明显，有望实现弯道超车的浙商证券。

- **保险业观点：**银保监会印发了《中国银保监会关于印发保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7）的通知》。实施细则明确了准备金评估的原则和方法，规定了准备金评估的内控流程，规范了计算风险边际的方法，明确了准备金评估时应进行折现的久期标准。《实施细则》还加强了对保险公司分支机构准备金的管理，规范了准备金回溯分析工作，明确了准备金评估报告的内容，完善了准备金评估工作底稿制度，要求保险公司应按规定保存工作底稿备查等。我们认为，通过制定具体、明确的制度规则，监管部门、保险公司董事会和职能部门以及独立的精算评估机构可以各尽其责，从而形成防范准备金风险的合理，进一步推动财产险公司的稳定发展，利好公司治理完善，发展稳定性高的头部财产险企。

友邦公布 2021 年年报，2021 年 NBV 增长 18%至 33.66 亿美元，略超预期，中国大陆（YoY+10%）、香港（YoY+37%）和泰国（YoY+34%）为主要贡献，除香港外均超过疫情前水平。其中 NBV margin 59.3%，同比+6.3 pct，主要受益于香港和泰国地区产品业务结构的优化，政府债券收益率的提升以及承保开支的减少。公司 2021 年实现税后营运利润 64.09 亿美元，同比增长 6%，主要源于高质量业务的有序摊销。分红和营运利润挂钩，全年股息总额为 146 港仙/股，同比+8%。得益于自由盈余稳健增长带来的强劲现金流，公司将在未来三年通过股份回购计划向股东返还高达 100 亿美元的资本，提升股东回报的同时提高财务灵活性。尽管短期内受疫情影响仍然面临压力，卓越代理人理念的持续推进、多区域分散布局、数字化转型的深入以及康养生态的建设有望为公司带来 alpha。我们预测 2021-2023E EV 增速为 8.3%/8.4%/10.9%，目前股价对应 2021-2023E PEV 分别为 1.51x/1.39x/1.26 x，维持“买入”评级。

受制于寿险改革仍处于阵痛期，队伍产能上升不及人力下降，供需错

配持续等影响，负债端拐点短期内仍难以显现。当下保险估值修复仍看资产端表现。政府工作报告制定 2022 年 GDP5.5% 的目标，在高基数上仍然保持较高增长，叠加 2 月社融和信贷均不及预期，说明稳增长仍是硬要求，各项政策有望继续加码。随着宽信用逐步落地，长端利率有望上行，拉动保险股估值修复。另外，房地产投资对险企不利影响已充分反映，房地产链条风险化解逐步推进，政府工作报告定调地产对经济增长的重要作用，地产利好政策将更加积极。权益方面，保险股倾向于低估值高股息的个股，契合今年权益市场风格，有望实现较好的投资收益。当前保险股机构持仓和估值均处于历史低位。当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2022E PEV 分别为 0.55x、0.53x、0.42x、0.38x。建议关注高素质代理人引领的友邦保险，以及寿险改革较为彻底的中国平安和中国太保。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净回笼 3300 亿元，其中逆回购投放 500 亿元、回笼 3800 亿元。下周有 3800 亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率下行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 2.12%，银行间质押式回购利率上行 13bp 至 2.09%。R001 上行 13bp 至 2.07%，R007 上行 11bp 至 2.16%，DR007 上行 7bp 至 2.10%。SHIBOR 隔夜利率上行 15bp 至 2.05%。同业存单发行利率整体上行。1 年期国债收益率上行 4bp 至 2.15%，10 年期国债收益率保持不变，期限利差缩小 4bp 至 0.68%。政府工作报告叠加 2 月不及预期的社融表明稳增长将持续发力，货币政策实施力度将加码，财政发力也将更加积极，未来宽信用有望逐步见效，叠加俄乌冲突带来的全球通胀加剧，长端利率有望迎来上升趋势。
- **多元金融观点：**关注后续受益于拉动经济政策的信托、金控板块。
- **风险因素：**新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，金融监管政策收紧，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、保险销售低于预期、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

目录

证券业务概况及一周点评	6
保险业务概况及一周点评	8
市场流动性追踪	8
行业新闻	10

表目录

表 1: 央行操作 (3/5-3/11) 和债券发行与到期 (3/7-3/13), 亿元	错误!未定义书签。
--	-----------

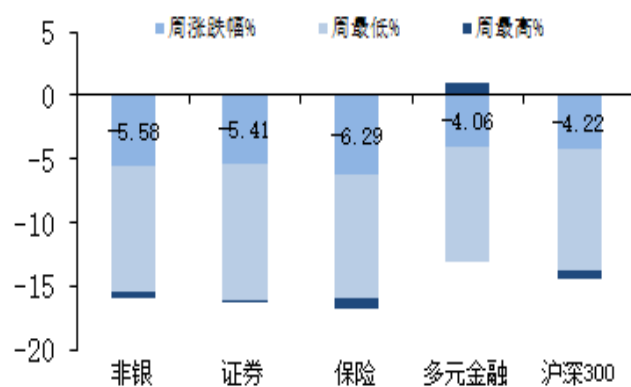
图目录

图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.19%	6
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 6.50%	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比+12.26%	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数	6
图 5: 2022 年 IPO、再融资承销规模 1442 元、1970 亿元	7
图 6: 2022 年债券承销规模 17472 亿元	7
图 7: 本周两融余额较上周-3.65%	7
图 8: 本周股票质押市值较上周-0.84%	7
图 9: 3Q21 券商资管规模回升至 8.64 万亿	7
图 10: 券商板块 PB1.46 倍	7
图 11: 截至 2022/2/25 股票+混合型基金规模 8.68 万亿元	8
图 12: 本周新发权益基金 10.15 亿元, 环比-65.73%	8
图 13: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)	8
图 14: 滚动 PEV	8
图 15: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量	9
图 16: 地方债发行与到期	9
图 17: 同业存单发行与到期	9
图 18: 加权平均利率	10
图 19: shibor 隔夜拆借利率	10
图 20: DR007 和 R007	10
图 21: 同业存单到期收益率	10
图 22: 国债期限利差	10
图 23: 国债收益率 (%)	10

证券业务概况及一周点评

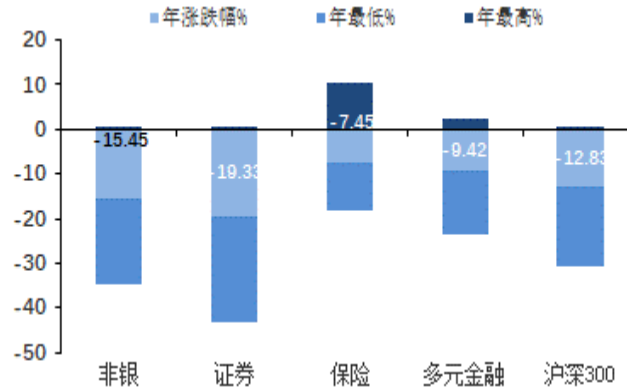
- 证券经纪：**本周沪深两市累计成交 4379.17 亿股，成交额 54251.45 亿元，沪深两市 A 股日均成交额 10850.29 亿元，环比+12.26%，日均换手率 1.47%，环比+15.86bp。
- 投资银行：**截至 3 月 11 日，2022 年 IPO 承销规模为 1380.39 亿元，再融资承销规模为 1807.70 亿元；券商债券承销规模为 15212.26 亿元。
- 信用业务：**（1）融资融券：截至 3 月 10 日，两融余额 17302.65 亿元，较上周-3.65%，占 A 股流通市值 2.43%；（2）股票质押：截至 3 月 11 日，场内外股票质押总市值为 38366.29 亿元，较上周-0.84%。
- 证券投资：**本周主要指数下行，上证综指报 3309.75 点，-4.00%；深证指数报 12447.37 点，-4.40%；沪深 300 指数报 4306.52，-4.22%；创业板报 2665.46，-3.03%；中证综合债（净价）指数报 99.66，-8bp。
- 资产管理：**截至 2021 年 9 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 8.64 万亿元，较年初+1.05%。其中单一资产管理计划 11463 只，资产规模 4.88 万亿元，集合资产管理计划 6159 只，资产规模 3.20 万亿元，证券公司私募子公司私募基金规模 1049 只，资产规模 5550.49 亿元。
- 基金规模：**截至 2022 年 3 月 11 日，股票型+混合型基金规模为 8.68 万亿元，环比+0.30%，本周新发权益基金规模 10.15 亿元，环比-65.73%。

图 1：本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.19%



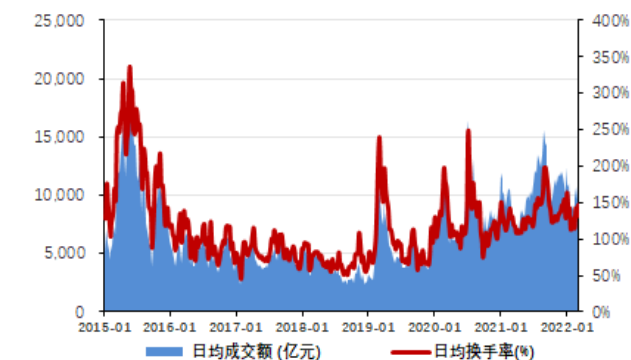
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2022 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 6.50%



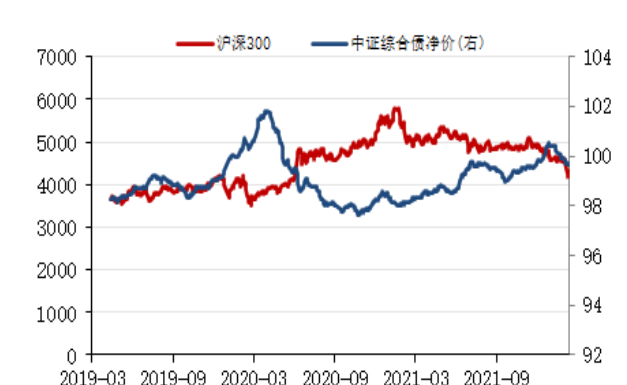
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交额环比+12.26%

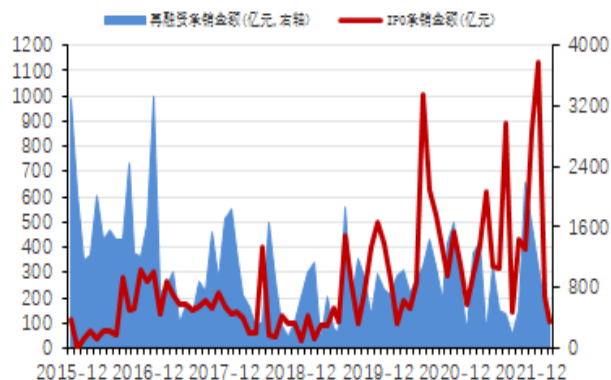


资料来源：Wind，信达证券研发中心

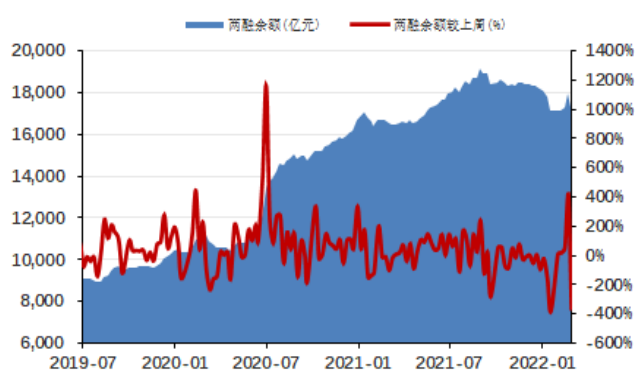
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



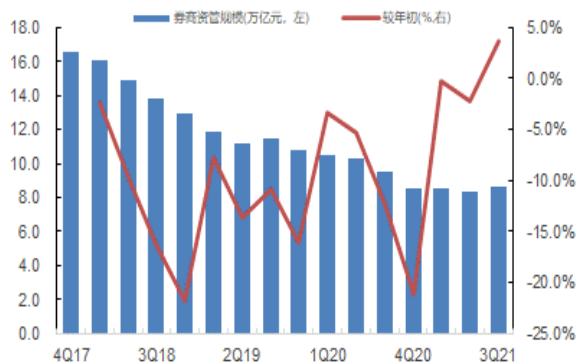
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2022 年 IPO、再融资承销规模 1442 元、1970 亿元


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周-3.65%


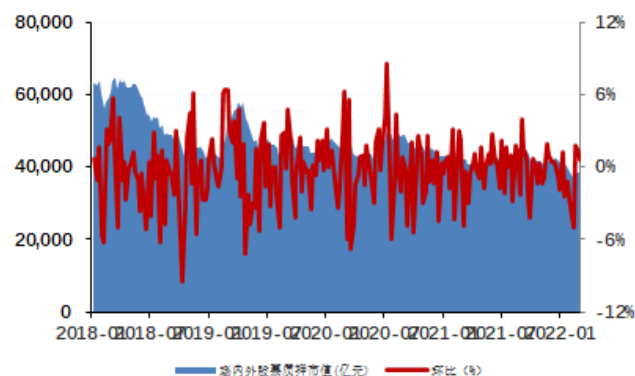
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：3Q21 券商资管规模回升至 8.64 万亿


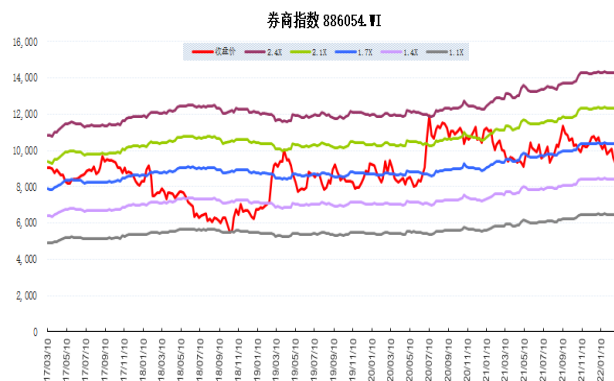
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2022 年债券承销规模 17472 亿元

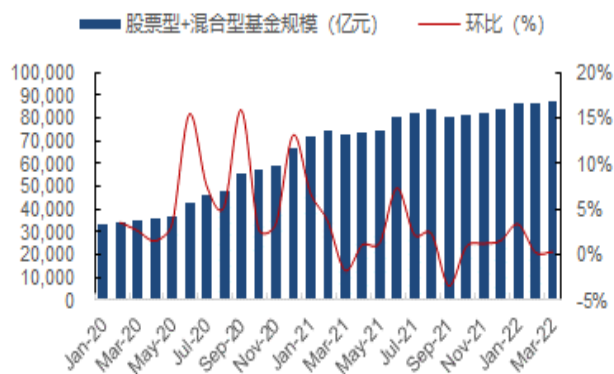

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-0.84%


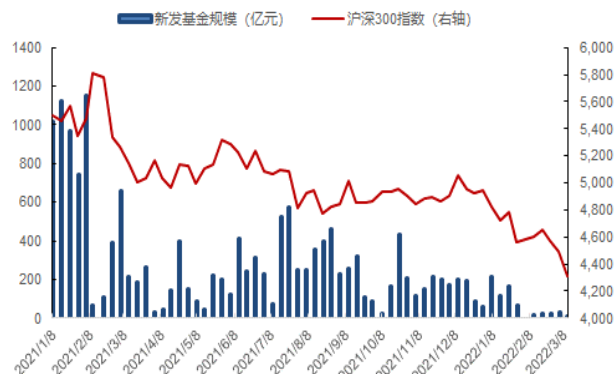
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：券商板块 PB1.46 倍


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11: 截至 2022/2/25 股票+混合型基金规模 8.68 万亿元


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

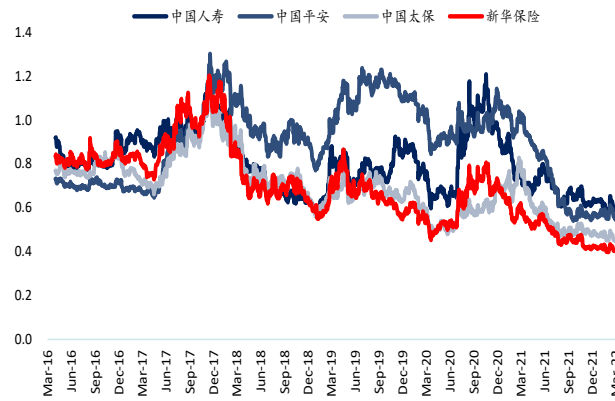
图 12: 本周新发权益基金 10.15 亿元, 环比-65.73%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

保险业务概况及一周点评

图 13: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 滚动 PEV


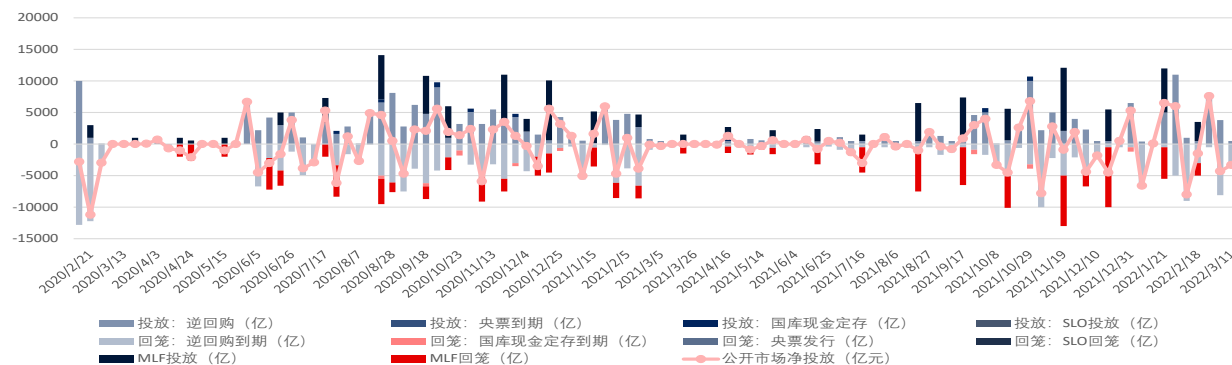
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场流动性追踪

本周央行公开市场净回笼 3300 亿元, 其中逆回购投放 500 亿元、回笼 3800 亿元。下周有 3800 亿元逆回购到期。

本周同业存单共发行 6442.40 亿元, 到期 5561.90 亿元, 净融资 880.50 亿元。

地方债共发行 1350.63 亿元, 到期 69.00 亿元, 净融资+1281.63 亿元。

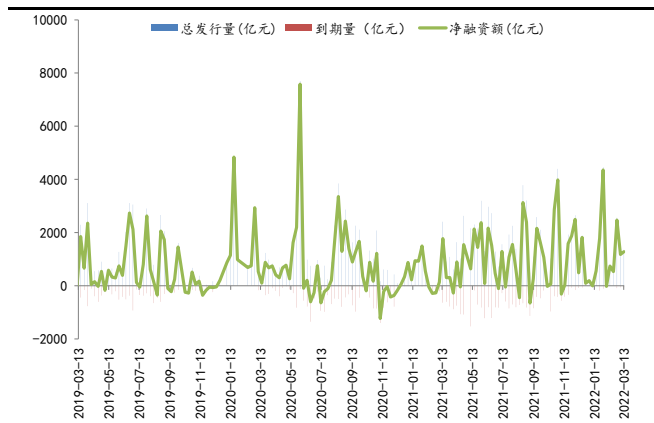
图 15: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

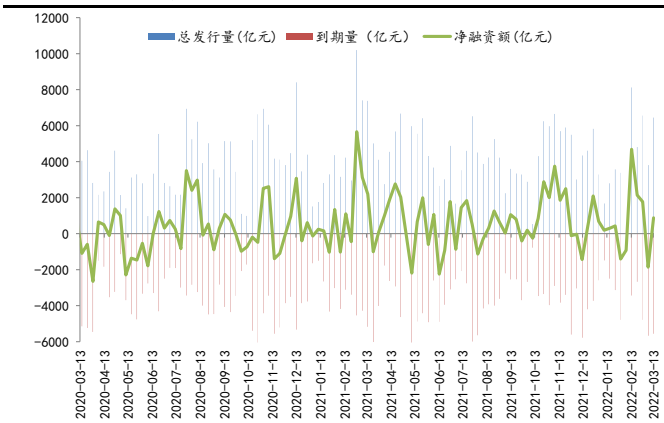
表 1: 央行操作 (3/5-3/11) 和债券发行与到期 (3/7-3/13), 亿元

工具	发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	500	-3800	-3300	
	14 天				
	28 天				
	63 天				
国库现金定存					
MLF/TMLF					
央行票据互换					
SLO					
同业存单	6442.4	-5561	880.5		
地方债	1350.63	-69	1281.63		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 地方债发行与到期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 同业存单发行与到期


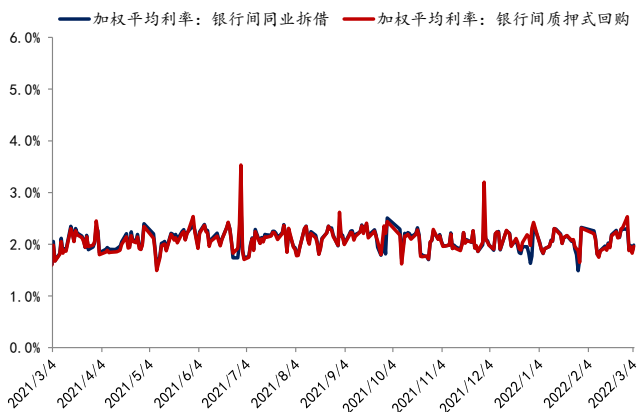
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、利率

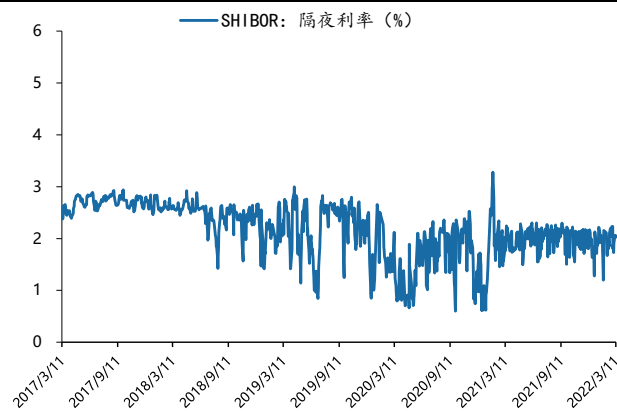
货币资金面: 本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 2.12%，银行间质押式回购利率上行 13bp 至 2.09%。R001 上行 13bp 至 2.07%，R007 上行 11bp 至 2.16%，DR007 上行 7bp 至 2.10%。SHIBOR 隔夜利率上行 15bp 至 2.05%。

同业存单发行利率整体上行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单 (AAA+) 到期收益率均+7bp 至 2.35%、2.37%、2.49%。

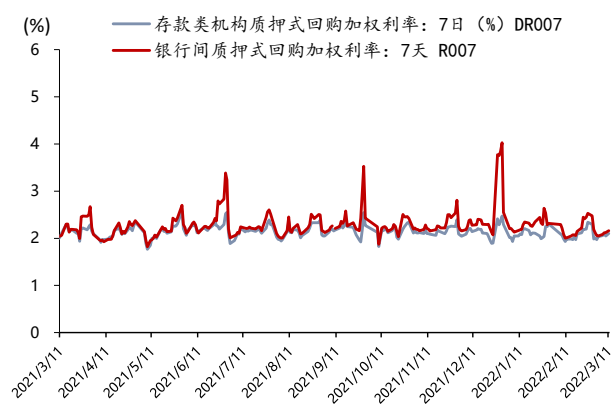
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率上行 4bp 至 2.15%，10 年期国债收益率保持为 2.83% 不变，期限利差缩小 4bp 至 0.68%。

图 18: 加权平均利率


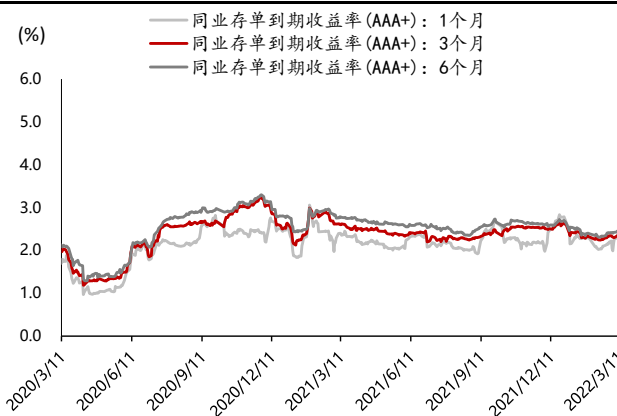
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19: shibor 隔夜拆借利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20: DR007 和 R007


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21: 同业存单到期收益率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22: 国债期限利差


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23: 国债收益率 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业新闻

证券:

3月11日，证监会就《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定(草案)》公开征求意见

保险:

3月9日，银保监会发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7号）》。

3月11日，中国人寿发布公告称，公司2022年前2月原保险保费收入2412亿元，同比降5.03%。

3月11日，中国人保发布公告称，公司2022年前2月原保险保费收入1592.46亿元，同比增长17.04%。其中，人保财险原保险保费收入917.58亿元，同比增长13.65%；人保寿险原保险保费收入533.84亿元，同比增长26.45%；人保健康原保险保费收入141.04亿元，同比增长7.64%。

3月10日，中国太保发布公告称，公司2022年前2月原保险保费收入1048.42亿元，同比增长5.94%。其中，太保寿险原保险保费收入738.88亿元，同比增长2.3%；太保产险原保险保费收入309.54亿元，同比增长15.7%。

3月11日，新华保险发布公告称，公司2022年前2月原保险保费收入463.84亿元，同比增长5.2%。

3月11日，友邦保险披露2021年财报显示，2021年公司实现新业务价值33.66亿美元，同比增长18%；年化新保费56.47亿美元，同比增长6%；新业务价值利润率上升6.3个百分点至59.3%；内涵价值营运溢利78.96亿美元，同比增7%；税后营运溢利64.09亿美元，同比增长6%。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。