



非银行金融行业证券行业估值 及政策空间展望：估值步入上 行周期 政策空间值得期待



2022 年 11 月以来证券行业估值出现明显修复，当前估值位于 2016 年以来 20%分位数水平，较中枢水平仍有 34%的提升空间。盈利增长和政策改革带动的 ROE 提升将成为估值修复的核心驱动因素。2023 年全国金融工作会议是宏观政策导向的重要观察点，我们认为市场化改革方向不会动摇，金融创新与金融监管的关系将更加明确合理。后续投行业务、财富管理、衍生品业务和国际业务层面的多项政策值得期待。

证券行业估值空间展望：

行业估值具有周期性，有望进入上行周期。2016 年以来，行业估值在 1.0 倍至 2.2 倍 PB 的区间内波动，呈四阶段走势：201608-201810，受信用业务风险频发等因素影响，估值出现下滑；201811-202007，受市场回暖、注册制推行等因素影响，估值呈现复苏。202008-202210，受市场风格切换和投资收益下行影响，估值再次走低。2022 年 11 月以来，随着经济复苏、稳增长政策发力以及资本市场改革持续推进，估值有望进入上行周期。盈利增长和政策改革带动的 ROE 提升将成为估值修复的核心驱动因素。

行业估值回暖，较 2016 年以来中枢水平仍有 34%的提升空间。近三个月行业 PB 估值由 2022 年 11 月初的 1.01 倍 PB 上升至 1.29 倍，从 2016 年以来 0%分位数上升至 20%分位数水平。当前估值较 2016 年以来的中枢水平 1.61 倍仍有 34%的提升空间。H 股方面，行业 PB 估值由 2022 年 11 月初的 0.51 倍 PB 上升至 0.74 倍，从 2016 年以来 0%分位数上升至

13%分位数水平。当前估值水平较 2016 年以来的中枢估值水平 0.94 倍仍有 27%的提升空间。

ROE 提升带动估值修复，关注盈利增长和政策改革。作为决定估值的核心因素，2023 证券行业 ROE 有望提升至 6.5-7%左右，同比提升 22%，达到近十年中枢水平以上。估值修复重点关注盈利增长和政策改革。资本市场回暖环境下，交投活跃度是驱动盈利增长的核心因素。根据产业调研数据，持仓投资者数有所提升，但两融和换手率仍未放大。政策改革层面，全国金融工作会议将成为重要观察点，我们认为市场化改革方向不会动摇，金融创新与金融监管的关系将更加明确合理。后续投行业务、财富管理、衍生品业务和国际业务层面的多项政策值得期待。

证券行业政策空间展望：

投行业务：全面注册制改革有望推出。二十大报告明确提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。全面实行股票发行注册制是拓宽直接融资入口，畅通直接融资渠道的重要方式，推出契机已成熟。短期来看，得益于潜在的发行规模扩容，主板 IPO 排队规模较大的证券公司或将直接受益。长期来看，注册制的全面实行将推动投行业务从传统的以资源为核心向以销售定价和交易服务能力为核心转变，通过完整服务链条高度绑定核心资产的证券公司将占据优势。

财富管理&资产管理：多途径推进买方投顾业务发展。当前国内以渠道代销为主财富管理模式难以实现证券公司与投资者利益的绑定。在基金

管理费率长期下行趋势下，推动买方投顾业务发展，建立基于资产规模和投顾服务的收费模式，将有效补足券商收费空间同时绑定证券公司与投资者的长期利益。而当前偏向 FOF 模式的基金投顾产品尚无法充分响应市场需求。因此在服务形式、服务范围以及税收优惠等方向的制度举措值得关注。大类资产配置能力优异，买方投顾规模持续扩容和拥有优质公募子公司的证券公司有望直接受益。

衍生品业务：丰富场外衍生品产品品类，完善投资者适当性管理。2022H1，基于美国货币监理署监管下的美国市场期权与互换场外衍生品规模达 1051 万亿人民币，为 SAC 协议下我国期权与互换场外衍生品规模的 507 倍，我国在场外衍生品领域仍有巨大扩容空间。展望未来，场外期权底层标的有望进一步扩容，投资者适当性工作将持续推进。交易能力出众、风控能力领先且拥有一级交易商资格的证券公司有望受益于场外衍生品市场的发展。

国际业务：放松资本监管限制，助力海外业务全面提升竞争力。打造航母级券商，提升国际影响力，加速构建国际一流证券公司是证券行业长

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51607

