

2023-6-8



“中特估” 风口下的非银金融

证券研究报告

分析师：夏聿印 证书编号：S1190523030003

主要观点：

1、中特估与国企改革的关系

“中特估”与国企改革一脉相承，是新的历史条件下对国有企业价值体系的进一步完善和创新。国企改革的丰硕成果、新指标体系都为建立中特估体系创造了良好的条件；而构建中特估体系，推动央国企估值回归合理水平，也是国企改革的最终目的之一。

2、中特估行情的发展状况

中特估主要经历了两轮行情。自2022年11月中特估提出后，中特估主要经历了两轮行情：2022年11月底至12月初的第一轮和2023年3月初至5月初的第二轮。第一轮上涨个股主要是传统国企改革标的，如三大运营商和“基建四大金刚”，而第二轮中除了上述个股外，石油化工、中船系和大金融板块个股也迎来爆发。

而券商大规模再融资、各类中特估央国企ETF募集完成、政策落地不及预期等事件，或成为中特估行情暂告一段落的信号。

3、中特估行情下的非银板块

中特估将给证券板块带来两方面的投资机会：1) 低估值下，中特估行情带动券商估值修复；2) 中特估背景下行业利好政策与监管引导，带来的中长期ROE提升。

保险板块关注估值修复和基本面改善：1) 低估值、高分红叠加央国企背景，使得保险板块有望受益于中特估行情；2) 随宏观经济复苏、资本市场互暖，资产负债共振将驱动险企基本面改善。

4、投资建议

券商板块：估值相对较低、ROE呈提升趋势的标的，推荐关注**中信证券**、**华泰证券**；营收“含基量”较高、资管收入占比较高的标的，推荐关注**东方证券**、**广发证券**。

保险板块：高分红、高ROE的央国企背景保险公司，推荐关注**中国太保**。

多元金融板块：产融协同优势明显的央企金控标的，推荐关注**中油资本**；高分红、低估值，在市场中具有稀缺属性，推荐关注**江苏金租**。

非银转债：正股业绩较好或具有稀缺属性的标的，推荐**国投转债**、**国君转债**、**苏租转债**。

目录

1

中特估与国企改革的关系

2

中特估行情的发展状况

3

中特估行情下的非银板块

4

中特估非银标的推荐

一、中特估与国企改革

中特估的提出

中特估提出历程

2022 年 10 月的二十大报告定提出“中国式现代化”，并坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。资本市场作为服务实体经济的重要平台有着极其重要的作用，努力建设“中国特色现代资本市场”，通过资本市场的方面独特而重要的功能，服务实体经济高质量发展。“中国特色估值体系”建设是实现“中国特色现代资本市场”的重要任务之一。

2022年12月，上交所制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，文中提到：服务推动央企估值回归合理水平。同时深交所制定发布《落实<推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）>工作方案》，文中提及支持深化国资国企改革，促进提高国有控股企业竞争力。

证监会主席易会满发表《努力建设中国特色现代资本市场》

2022年8月

阐述今后一段时间如何建设多层次资本市场的思路

2022 年 8 月证监会主席易会满在《求是》杂志上发表题为《努力建设中国特色现代资本市场》一文，全面阐述了今后一段时间如何建设多层次资本市场的思路。

高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务

2022年10月

二十大报告提出了“中国式现代化”目标

易会满对中国资本市场建设和发展作重要讲话

2022年11月

探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥

2022 年 11 月，证监会主席易会满在金融街论坛年会上提出“深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”

服务推动央企估值回归合理水平，促进提高国有控股企业竞争力。

2022年12月

上交所制定新一轮《三年行动计划》

证监会系统工作会议

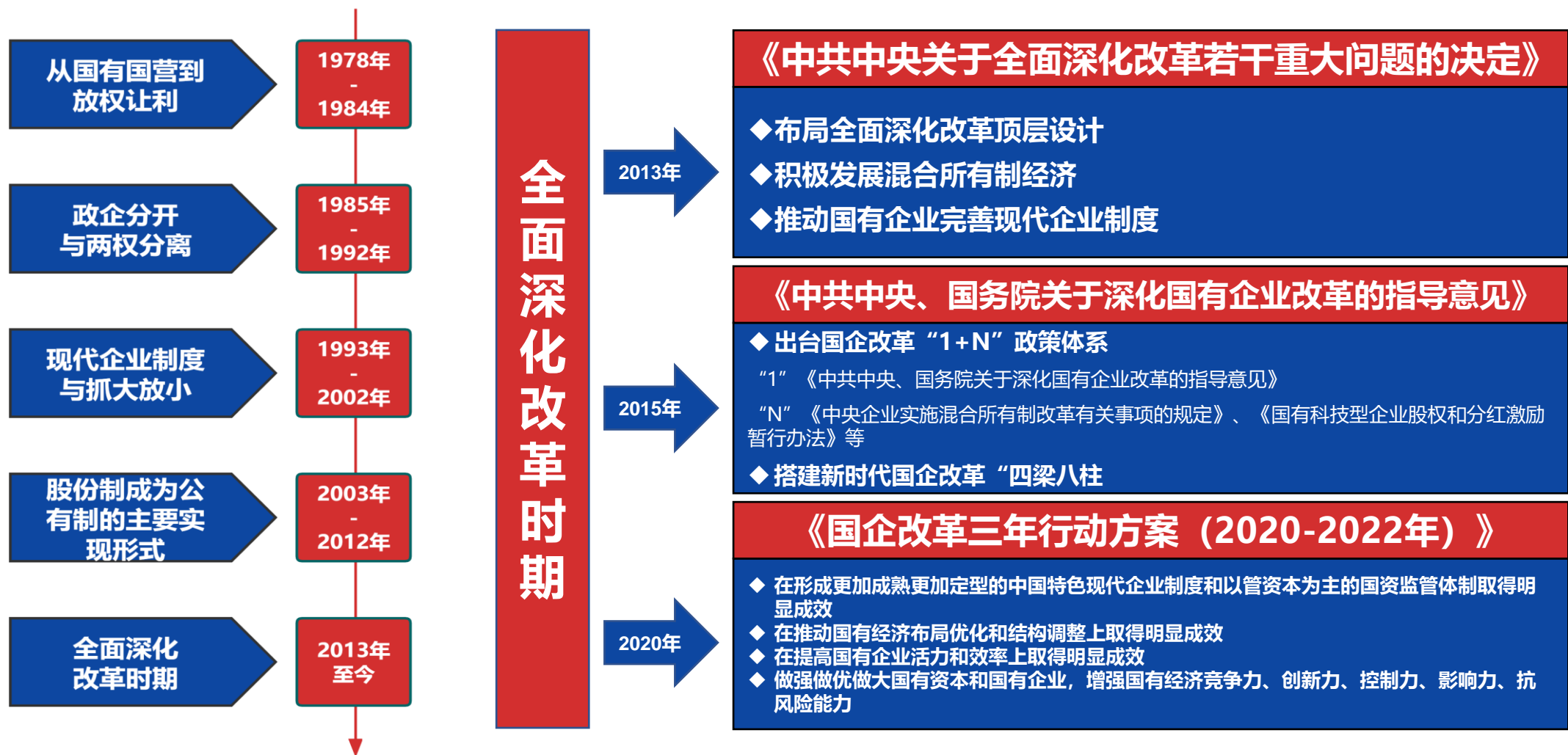
2023年2月

逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和中国特色的估值体系

2023年2月，证监会系统工作会议指出，建设中国特色现代资本市场是一项系统工程，强调要推动提升估值定价科学性有效性，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

一、中特估与国企改革

国企改革历史上的五个阶段



数据来源：中国政府网等，太平洋研究院整理

数据来源：新华社、中国政府网等，太平洋研究院整理

一、中特估与国企改革

全面深化改革时期：政策规划阶段

十八届三中全会于2013年11月通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出混合所有制经济和管资本为主的国有资产监管。2014年7月国资委公布“四项改革”试点企业，2015年8月《指导意见》标志着国企改革的落地。

图：国企各改革阶段与行情走势

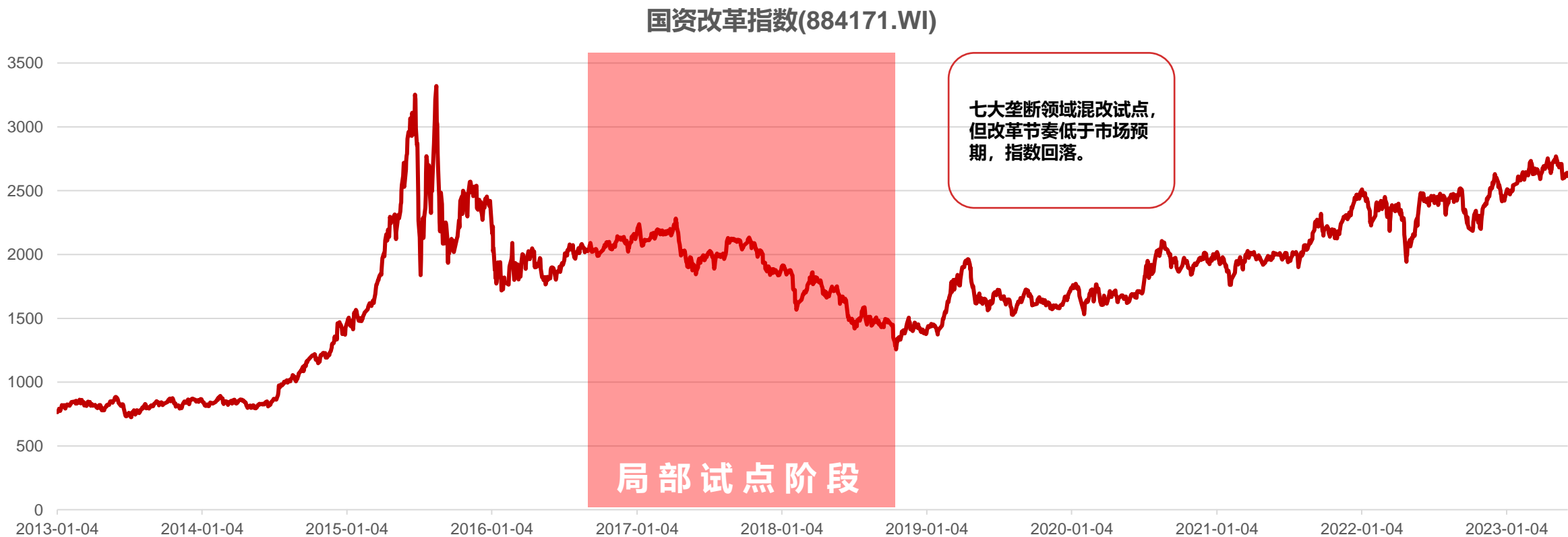


一、 中特估与国企改革

全面深化改革时期：局部试点阶段

中央经济工作会议于 2016 年 12 月提出，要积极推进混合所有制经济的发展，强化国有资产的监管，以资本为主导。2017 年 3 月，发改委公布了第一批和第二批混改企业的试点名单，标志着局部混改试点实施。

图：国企各改革阶段与行情走势



一、 中特估与国企改革

全面深化改革时期：广泛试点阶段

2018年8月17日，国务院国企改革领导小组办公室召开国企改革“双百行动”动员部署视频会，国企改革“双百行动”已经正式启动。“双百行动”共选取百余户中央企业子企业和百余户地方国有骨干企业，在2018-2020年期间，全面落实“1+N”系列文件要求，深入推进综合性改革，在改革重点领域和关键环节率先取得突破。

图：国企各改革阶段与行情走势

国资改革指数(884171.WI)



一、 中特估与国企改革

全面深化改革时期：三年行动阶段

中央经济工作会议于 2019 年 12 月提出，要制定并实施国企改革三年行动方案。2020 年 5 月的政府工作报告和 2020 年 6 月的中央深改委第十四次会议都推动了方案的制定和发展。2020 年 9 月，全国国有企业改革三年行动的电视电话会议召开，三年行动方案正式落地。

图：国企各改革阶段与行情走势

国资改革指数(884171.WI)



一、中特估与国企改革

国有企业三年行动方案与成就

国有企业改革三年行动是未来三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的施工图，是可衡量、可考核、可检验、要办事的。做好这项工作，对做强做优做大国有经济，增强国有企业活力、提高效率，加快构建新发展格局，都具有重要意义。

目标要求

- ◆ 一、国有企业要成为有核心竞争力的市场主体
- ◆ 二、国有企业要在创新引领方面发挥更大作用
- ◆ 三、国有企业要在提升产业链供应链水平上发挥引领作用
- ◆ 四、国有企业要在保障社会民生和应对重大挑战等方面发挥特殊保障作用
- ◆ 五、国有企业要在维护国家经济安全方面发挥基础性作用

八个重点任务

- ◆ 一是完善中国特色现代企业制度
- ◆ 二是推进国有资本布局优化和结构调整
- ◆ 三是积极稳妥推进混合所有制改革
- ◆ 四是激发国有企业的活力
- ◆ 五是形成以管资本为主的国有资产监管体制
- ◆ 六是推动国有企业公平参与市场竞争
- ◆ 七是推动一系列国企改革专项行动落实落地
- ◆ 八是加强国有企业党的领导党的建设

四个重点落实

- ◆ 第一，抓好责任落实。做到一级抓一级，一竿子抓到底。
- ◆ 第二，结合各企业的实际，扎扎实实做好地区和企业的落实落地。
- ◆ 第三，推动基层创新，在坚持正确的改革方向的前提下，要赋予各地方以更大的改革自主权，鼓励各个企业大胆地试、大胆地闯，开辟国企改革的一片新天地。
- ◆ 第四，要抓好督查考核，国资委建立了在线督办系统，把重点事项列入其中，同时也制定了比较明确的考核办法，实际上就是挂图作战，务求实效。

三个明显成效

强治理

国企公司制改革全面完成，3.8万户国企建立董事会，其中：

- ◆ 1.3万户中央企业子企业
- ◆ 2.5万户地方各级国有企业子企业

增活力

任期制、契约化管理覆盖逾8万户企业22万人：

- ◆ 通过签订并严格履行聘任协议和业绩合同等，明确国有企业经理层成员的责任、权利和义务，干得好就激励，干不好就调整

优布局

央企超70%营收涉及国计民生等重点领域：

- ◆ 4组7家央企实施战略性重组
- ◆ 新组建和接收8家央企
- ◆ 推动实施30余个央企专业化整合重点项目

与之相反的是，央国企估值偏低的现象持续十多年，且在国企改革的进程中并未有明显改善，甚至还呈现出逐步走低的困境，这不仅导致国央企资产被低估、国有资产流失，还极大阻碍了国央企改革目标的实现。因此就需要通过构建“中特估”体系，引导国央企估值回归合理区间，提升国央企上市公司的估值水平。

“一利五率”与“一增一稳四提升”

2023年1月5日，国资委对中央企业的经营指标体系进行了调整，将原来的“两利四率”改为“一利五率”，并提出了“一增一稳四提升”的要求。这些调整与资本市场的价值偏好相一致，旨在推动中央企业实现高质量发展，提升核心竞争力，推动央国企估值回归合理水平。这些调整有助于带来积极变化：

用净资产收益率替代净利润指标，能更全面地衡量中央企业的投入产出效率和为股东创造价值的的能力，促进中央企业提高净资产创利能力和收益水平；
用营业现金比率替代营业收入利润率指标，能更真实地反映中央企业的现金流安全和可持续投资能力，避免只看账面利润而忽视现金流的问题；
资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率这三个指标保持不变，分别有助于加强风险控制、注重创新发展、提高生产效率。

随着新一轮国企改革正蓄势待发，**考核体系的优化加速推动中国特色估值体系的构架**，有望有效引导央国企实现高质量发展，提升央国企的估值水平。

表：新老经营指标体系与要求对比

	2022	2023
指标	两利四率	一利五率
内容	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率	净资产收益率、营业现金比率、利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
要求	两增一控三提高	一增一稳四提升
内容	两增：增加利润总额和净利润，增速高于GDP增速 一控：资产负债率控制到65%以内 三提高：营业收入利润率再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入进一步提高	一增：利润总额增速高于GDP增速 一稳：资产负债率总体保持稳定 四提升：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升

数据来源： 中国政府网等，太平洋研究院整理

一、 中特估与国企改革

中特估行情带动央企国企主题ETF发行火热

2023年5月15日至19日，广发基金、汇添富基金、招商基金将各自发行央企ETF产品，产品募集规模上限均为20亿元，合计为60亿元。此外易方达基金、南方基金、银华基金3家基金公司申报的中证国新央企科技引领ETF产品正式获得证监会批复，发行时间已敲定，发行期均为6月12日至6月16日，单只基金首次募集规模上限为20亿元。

国企改革三年行动取得重大成效，国有资本在重要领域的控制力、竞争力和创新力明显提升，央企国企上市公司的投资价值更加突出，央企国企主题基金将为投资者提供更多参与央企国企投资的机会，助力构建“中国特色估值体系”。

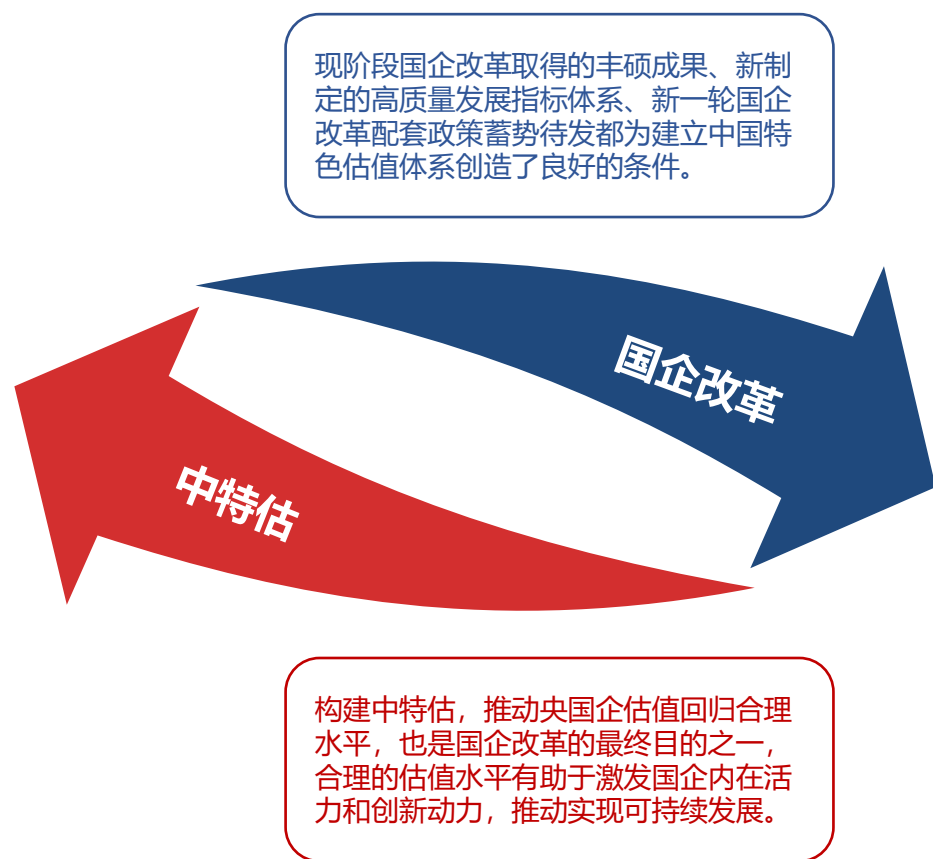
表：近期央企ETF发行信息

证券代码	证券名称	发行日期	发行总规模	基金经理	基金管理人	基金托管人	上市日期
560700	央企红利50ETF	2023-05-15	20亿元	罗国庆	广发基金	工商银行	2023-06-06
561960	央企回报ETF	2023-05-15	20亿元	刘重杰	招商基金	中信建投	2023-06-06
560070	汇添富中证国新央企股东回报ETF	2023-05-15	20亿元	晏阳,乐无穹	汇添富基金	建设银行	2023-06-06
560170	南方中证国新央企科技引领ETF	2023-06-12	20亿元	李佳亮	南方基金	工商银行	--
562380	科技引领	2023-06-12	20亿元	王帅	银华基金	建设银行	--
563050	易方达中证国新央企科技引领ETF	2023-06-12	20亿元	庞亚平	易方达基金	招商银行	--

一、 中特估与国企改革、一带一路、ESG战略发展紧密联系

中特估具有中长期挖掘价值和估值提升空间

“中特估”体系的构建是一项系统性工程，其从中长期角度能够给市场带来更多的**确定性、安全性和可持续性**，符合当前及未来一段时期**市场投资需求**，**具有中长期挖掘价值和估值提升空间**。



数据来源：太平洋研究院整理



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

目录

1 中特估与国企改革的关系

2 中特估行情的发展状况

3 中特估行情下的非银板块

4 中特估非银标的推荐

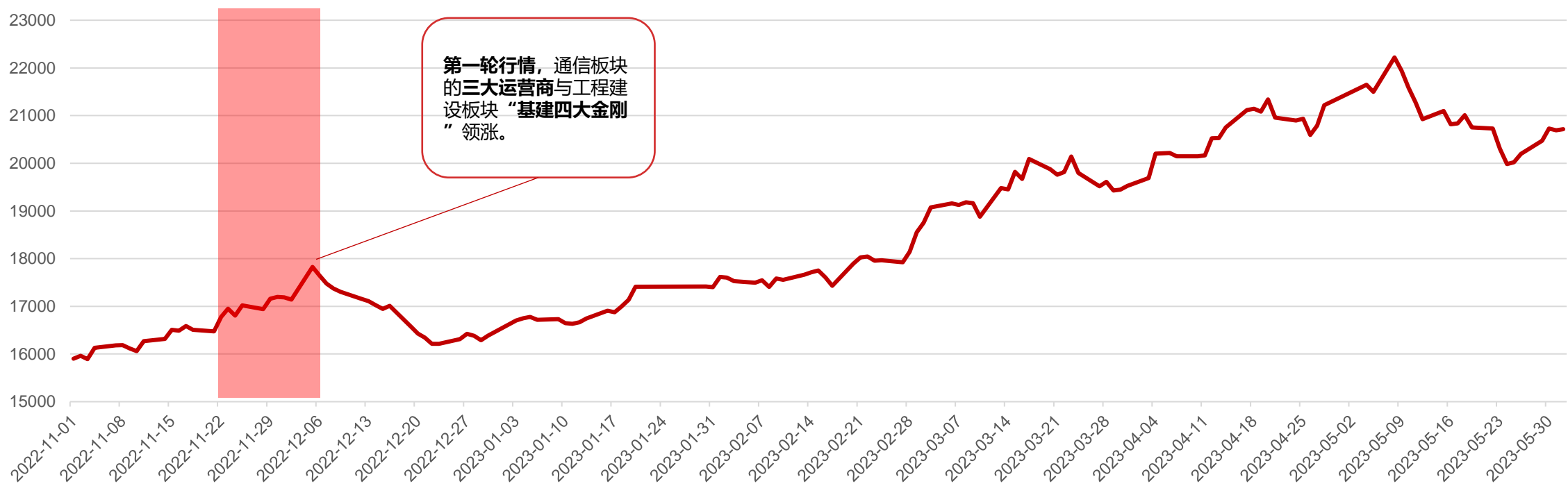
二、中特估行情的发展状况

第一轮：22年11月底至12月初

自2022年11月中特估提出后，市场热捧两轮大行情。通信板块龙头三大运营商先启动强势上涨。其中，中国联通受益最明显，两周内涨幅达40.2%；中国移动和中国电信也创近一年新高。工程建设板块领军企业“基建四大金刚”也涨势较强。其中，中国交建涨幅最高，达39.2%；其他三家也超过20%。其他板块涨幅较小，多个股快速调整。市场对中特估认识表面，题材炒作为主，缺乏实质理解和深入分析。大幅上涨个股主要是传统国企改革标的，如三大运营商和“基建四大金刚”，未涉及更多中特估相关行业和企业。市场对中特估不确定性和预期差异大，行情持续时间短，两周后回调震荡。

图：中特估行情走势

中特估指数(8841681.WI)

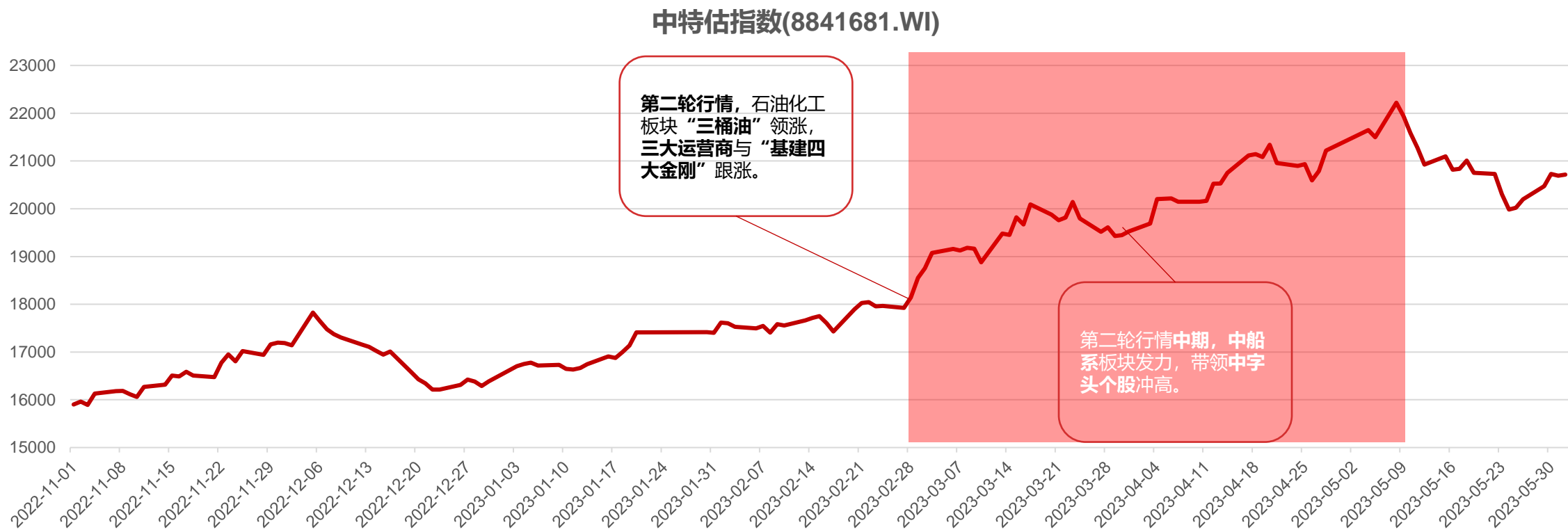


二、中特估行情的发展状况

第二轮：23年3月初至5月初

22年底至12年初行情结束后，中特估行情震荡。23年3月起多重利好叠加，市场对中特估认识深化拓展，第二轮行情启动。本轮行情石油化工板块“三桶油”涨幅大。其中，中国石油涨65.2%，中国石化涨50.0%，中国海油涨28.9%。上轮大涨的三大运营商和“基建四大金刚”再次上扬。“四大金刚”中中国铁建涨61.3%，中国中铁涨58.9%。中国交建和中国建筑涨幅较低，但仍高于第一轮。三大运营商中，中国电信独立走势，第二轮行情最高点较早，涨70.3%。中国移动涨36.0%。中国联通涨幅低，仅22.2%。中船系板块中期发力，带领中字头个股冲高。中船系板块领先个股中船科技暴涨106.5%，中船防务、中国船舶等个股也涨30%以上。

图：中特估行情走势



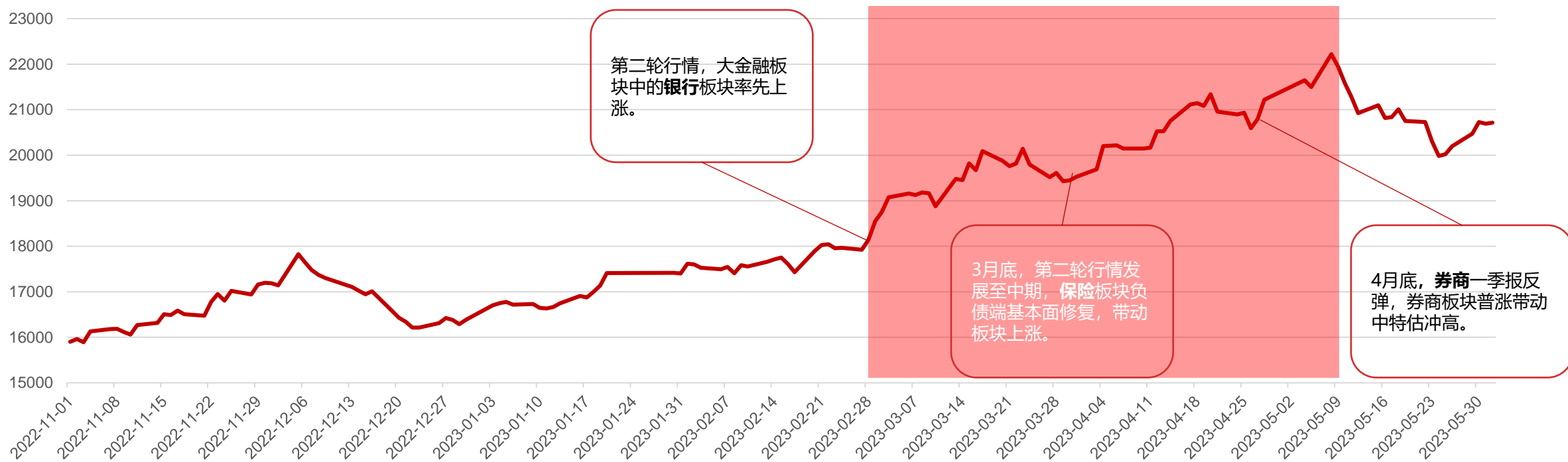
二、中特估行情的发展状况

第二轮：23年3月初至5月初

大金融板块在第二轮行情爆发，银行板块率先上涨。中信银行涨幅最大，达68.1%。四大行也稳健表现，中国银行涨47.7%，其他三家都涨30%左右。至3月底，第二轮行情发展至中期，保险板块负债端基本面修复，带动板块上涨。新华保险涨幅靠前，达50.0%，太保、人保和人寿也都涨30%以上。受益于一季报亮眼和保费增长。4月底，券商一季报反弹狂欢，券商板块普涨带动中特估行情冲高。中国银河涨幅靠前，达49.4%，其他热门券商也都涨20%左右

图：中特估行情走势

中特估指数(8841681.WI)



二、中特估行情的发展状况

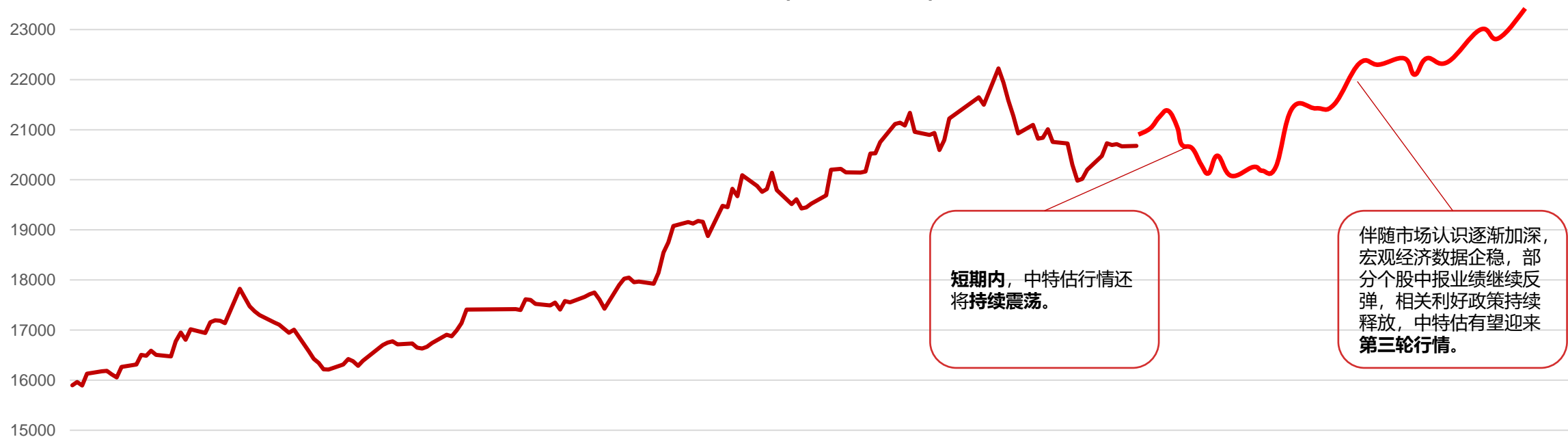
未来：短期回调不改长期逻辑

在5月9日到达顶峰后，中特估板块开始调整，这是市场对于中特估概念的短期回调和消化，不改变中特估概念的长期逻辑和趋势：

- ◆ 中国特色估值体系是监管当局力推的对象，符合国家战略发展方向，政策利好或持续释放。提升国央企估值是拓展国央企融资渠道，提升直接融资比重，化解债务风险等的有效手段，各部门或持续推出相关利好政策。
- ◆ 国央企估值低，股息率高，有一定的安全边际和配置价值。在经济增长中枢下移、市场风险偏好下降大背景下，央国企高股息和稳定性给市场带来更多的确定性、安全性和可持续性，符合市场投资需求，具有中长期挖掘价值和估值提升空间。
- ◆ 中特估涵盖较广，在细分行业中也大多是龙头企业，与其他主题概念叠加，更容易获得市场认可，未来可能与其他概念共振。

图：中特估行情走势预测

中特估指数(8841681.WI)



二、中特估行情的发展状况

未来：三大信号或宣告第三轮行情结束

中特估是长期的投资概念，因此行情会经历多次起伏。下面的事件或成为今年第三轮中特估会行情暂时告一段落的信号：

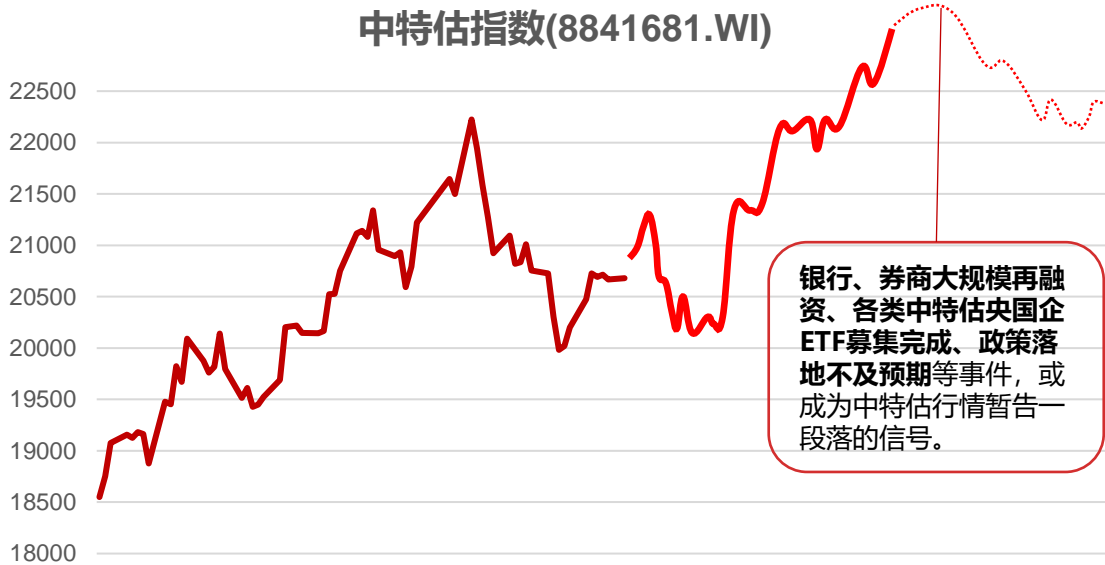
- ◆ 银行、券商大规模再融资。今年以来，券商大额配股型再融资进度几乎停滞。中短期内，随着中特估拉升非银板块，上市企业特别是券商会有可能再次开启再融资大潮补充净资本以支撑重资本业务发展，可能会对券商股票造成稀释效应和流动性压力，影响其估值水平，进而使得中特估行情受到影响。
- ◆ 各类中特估央国企ETF募集完成。目前市场上已经有多只中特估央国企相关的ETF产品，若未来新老各类ETF顺利完成募集，并且规模较大，则市场对中特估已经有了较高的预期和配置，后续行情可能会出现一定程度的回落或调整。
- ◆ 政策落地不及预期。中特估行情有政策预期因素催化，市场预计新国企改革方案与经济刺激政策可能会在二十届三中全会后发布。若年内政策落地缓慢，或政策力度低于市场预期，可能会降低市场对中特估行情的信心和预期，从而影响其行情表现。

表：近期券商再融资信息

券商	募资规模	方案进度	公告日期	最新信息
定增				
中原证券	70亿元	股东大会通过	2022-06-25	2023年3月29日获上交所受理并收到问询函
国联证券	70亿元	股东大会通过	2022-10-21	2023年3月3日获上交所受理，6月6日收到第三轮问询函
华鑫股份	40亿元	股东大会通过	2023-02-11	2023年3月22日获上交所受理，4月7日收到第三轮问询函
财达证券	50亿元	股东大会通过	2023-03-07	--
浙商证券	80亿元	股东大会通过	2023-03-18	--
南京证券	50亿元	董事会预案	2023-04-29	--
天风证券	40亿元	董事会预案	2023-04-28	--
配股				
中金公司	270亿元	股东大会通过	2022-10-25	后续无相关公告披露
华泰证券	280亿元	董事会预案	2022-12-31	后续无相关公告披露

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

图：中特估行情走势预测



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

目录

1 中特估与国企改革的关系

2 中特估行情的发展状况

3 中特估行情下的非银板块

4 中特估非银标的推荐

证券：两方面受益于中特估

我们认为，中特估将给证券板块带来两方面的投资机会：

- ◆ 低估值下，中特估行情带动券商估值修复
- ◆ 中特估背景下行业利好政策与监管引导，带来的中长期ROE提升

表：证券板块投资机会

序号	投资机会	解释
1	低估值下，中特估行情带动券商估值修复	券商板块与中特估高度相关，而中特估的提出和推进，有利于对央国企进行价值重估，从而带动券商板块的估值修复。券商作为资本市场的核心服务机构，与央国企股票的交易活跃度、市场规模、投资者信心等密切相关，因此中特估行情的持续发展，将有助于提升券商板块的投资价值和市场共识。
2	中特估背景下行业利好政策与监管引导，带来的中长期ROE提升	中特估不仅是构建一种估值体系，也是一种国家战略和改革方向。券商作为央国企改革的重要参与者和推动者，将受益于行业利好政策和监管引导。例如，杠杆水平松绑将增加券商的融资能力和业务空间；鼓励加大数字化投入将促进券商的技术升级和效率提升；鼓励轻资产业务发展将拓展券商的收入来源和盈利模式。这些因素都将有利于券商板块的中长期ROE提升。

三、中特估行情下的非银板块——证券

估值修复：券商板块与中特估高度相关

证券II板块（申万二级）50家上市公司中，央国企上市公司数量为37家，占比74%，市值占比77.36%，券商板块与中特估高度相关。

表：券商板块央国企上市公司信息

券商名称	市值（亿元）	第一大股东	券商名称	市值（亿元）	第一大股东
中信证券	2,971.52	中国中信有限公司	长城证券	340.91	中国华能集团有限公司
中金公司	2,010.55	中央汇金投资有限任 公司	南京证券	314.45	南京市国有资产管理控股(集团)有限责任公司
中信建投	1,969.42	北京金控集团	中银证券	302.25	中银国际控股
国泰君安	1,318.19	上海国际集团有限公司	国元证券	292.37	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
海通证券	1,229.34	中国证券金融股份有 限 公司	西部证券	289.63	陕西投资集团有限公司
华泰证券	1,227.93	江苏省人民政府国有资 产监督管理委员会	国联证券	271.85	中华人民共和国财政部
招商证券	1,209.69	招商局集团有限公司	东兴证券	264.74	湖北省财政厅
申万宏源	1,181.89	中央汇金投资有限任 公司	天风证券	259.97	无锡市人民政府国有资产监督管理委员会
中国银河	1,174.58	中央汇金投资有限任 公司	西南证券	247.20	重庆市国有资产监督管理委员会
国信证券	885.30	深圳市人民政府国有资 产监督管理委员会	财达证券	241.10	河北省人民政府国有资产监督管理委员会
光大证券	730.35	中华人民共和国国务院	华安证券	230.19	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会
兴业证券	528.52	福建省财政厅	华西证券	217.88	四川省泸州市国有资产监督管理委员会
中泰证券	474.56	山东省人民政府国有资 产监督管理委员会	山西证券	208.92	山西省财政厅
信达证券	472.51	中华人民共和国财政部	国海证券	185.66	广西投资集团有限公司
首创证券	391.69	北京市人民政府国有资 产监督管理委员会	中原证券	174.57	江西省交通运输厅
浙商证券	387.82	浙江省交通投资集团有 限公司	国盛金控	155.77	河南省财政厅
红塔证券	373.57	中国烟草总公司	华鑫股份	116.06	上海市国有资产监督管理委员会
东吴证券	360.04	苏州国际发展集团有限 公司	哈投股份	115.47	哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会
财通证券	347.35	浙江省财政厅			

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

估值修复：板块估值处于历史低位

当前券商板块的估值水平处于历史低位，相当于2013年和2018年的水平。截止2023年5月29日，券商板块的PB值为1.31倍，处于历史分位数9.82%。券商板块将受益于中特估带来的估值修复，使估值与上市公司经营情况相匹配。

图：近年来券商板块PB估值



数据来源：WIND，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——证券

估值修复：PB估值排名与ROE排名差距较大

相比于其他申万一级行业，证券板块PB估值排名第24位，低于ROE排名的22位。2022年券商因资本市场大幅波动导致盈利萎缩、ROE短暂下滑，若考虑往年平均ROE则排名差距会更大。

表：证券与其他行业PB、ROE排名对比

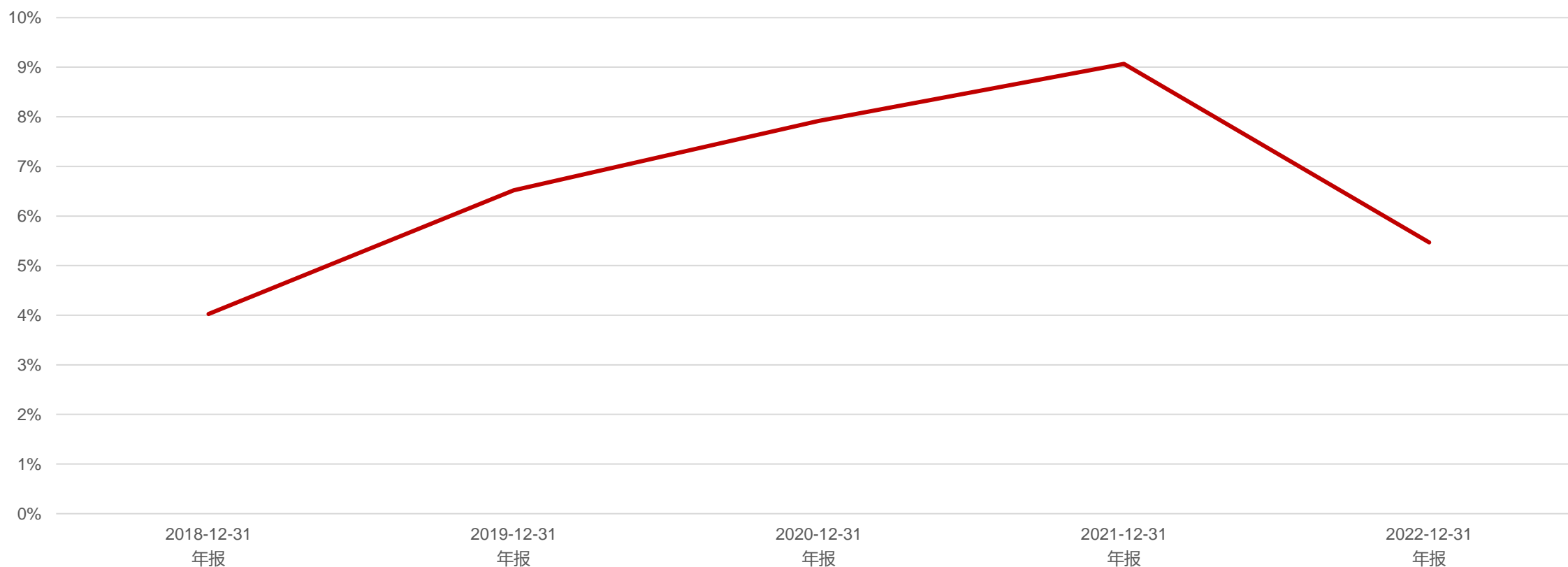
板块简称	PB	ROE(%)	板块简称	PB	ROE(%)
煤炭	1.27	21.94	美容护理	4.51	6.30
食品饮料	5.94	20.38	轻工制造	2.16	6.06
有色金属	2.22	18.35	农林牧渔	2.75	6.02
家用电器	2.49	17.03	公用事业	1.97	5.94
电力设备	3.11	14.19	环保	1.62	5.78
基础化工	2.04	14.07	证券Ⅱ	1.31	5.74
石油石化	1.16	12.32	汽车	2.02	5.62
医药生物	3.18	11.08	交通运输	1.45	4.93
银行	0.56	10.53	国防军工	3.37	4.63
建筑装饰	0.99	8.76	钢铁	0.94	3.75
通信	1.71	8.61	计算机	3.89	3.44
建筑材料	1.31	7.61	传媒	2.61	2.20
机械设备	2.32	7.37	商贸零售	1.90	0.42
非银金融	1.29	7.06	社会服务	3.59	-1.05
电子	2.82	6.94	房地产	0.85	-3.06
纺织服饰	1.87	6.43			

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

中长期ROE提升：22年前ROE逐年升高

2018年以来，证券行业进入了ROE上行周期，受益于居民增配权益资产、资本市场改革扩大业务空间、宽信用提升市场表现等宏观逻辑。同时，财富管理与资产管理业务、投资银行与私募股权业务、场外衍生品与结构化产品业务等轻资产业务发展迅速，提升了券商的抗波动性和专业能力。预计券商ROE在经历2022年短暂下滑后仍有较大上行空间。

图：近年来券商板块ROE走势



中长期ROE提升：行业利好政策频发

今年以来，监管部门陆续出台多项政策，引导证券行业发展方向。

表：近期证券行业相关政策

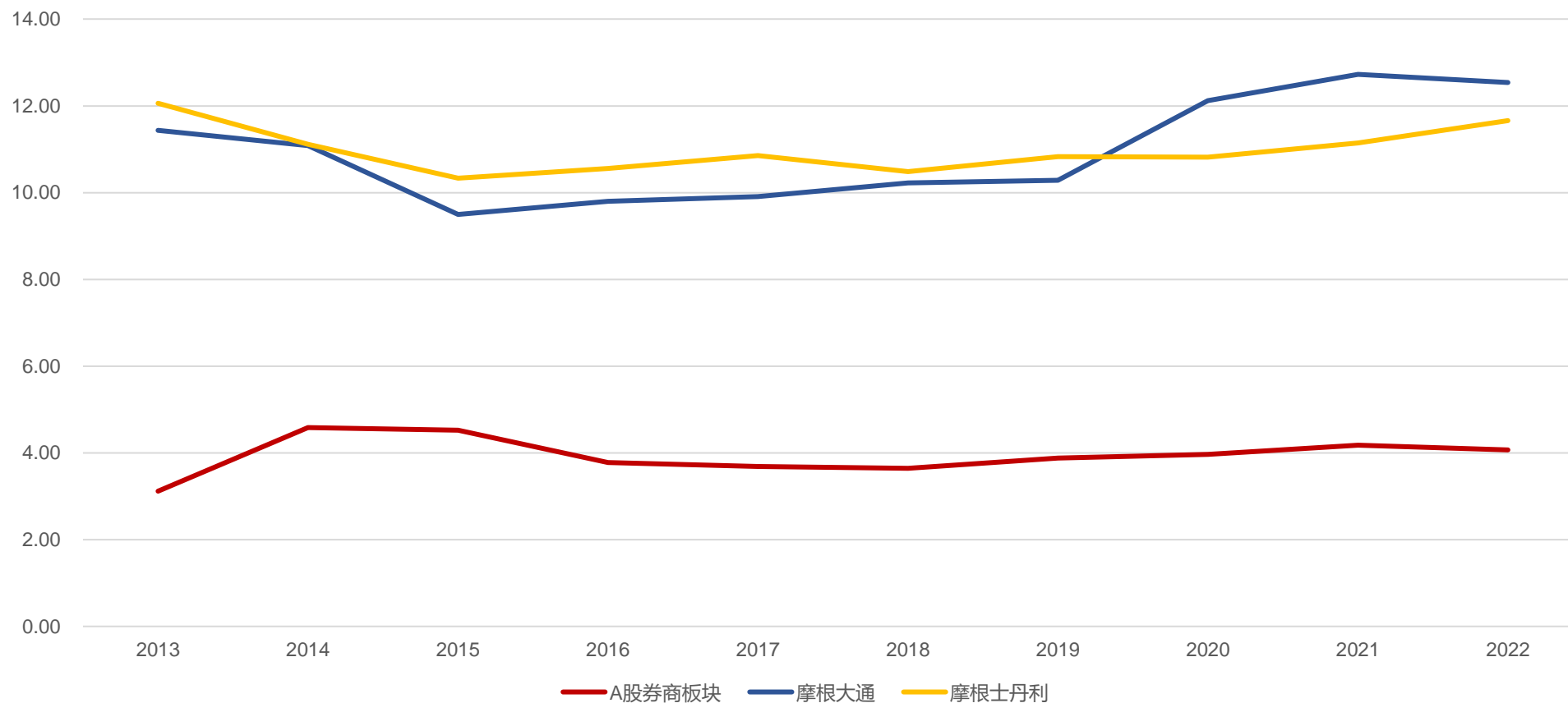
日期	部门	政策	内容
1月 6日	中国证券业协会	《证券公司网络和信息安全三年提升计划(2023-2025)》	将重点事项进行任务分解，合计33项重点工作，并提出建立合理的科技投入机制，要求行业合理加大科技资金投入。鼓励有条件的公司2023-2025三个年度信息科技平均投入金额不少于上述三个年度平均净利润的8%或平均营业收入的6%，其中网络和信息投入不低于信息科技投入总额的7%。
2月17日	中国证监会	全面实行股票发行注册制制度规则	注册制的制度安排基本定型，注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为，全面实行股票发行注册制正式实施。
3月31日	中国证监会	《证券公司监督管理条例》	本次修订旨在更新《条例》与新《证券法》不相适应的规定，强化公司治理和穿透监管，补足承销保荐、做市、场外业务等的业务规则空白、完善内部管理和外部约束机制，并夯实监管理念和监管手段的法律基础，促进行业高质量发展，提升服务实体经济质效。
4月7日	中国证券登记结算有限责任公司	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。	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，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。下调或可视为证券业“降准”，将减少全市场资金占用，提高资金使用效率，一定程度上缓解市场的流动性压力。
4月10日	中国证券金融股份有限公司	下调证券公司保证金比例。	中证金融将转融通保证金比例档次由两档调整为三档，其中，资信优质的公司，保证金比例由20%下调至5%；资信良好的公司，由20%下调至10%；其余公司由25%下调至15%。以2023年4月7日转融通、做市融券负债余额测算，保证金比例下调后，应缴保证金（含资金和证券）合计减少301亿元，降幅达65%。将降低券商转融通业务的成本，大大提升券商存量资金的使用效率。

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

中长期ROE提升：杠杆水平松绑拉动ROE

监管对券商杠杆提升有松绑趋势，有望拉动ROE。今年以来，中国结算下调备付金比例、证金公司下调转融通保证金比例等政策，预计券商资金使用效率将在监管引导下明显提升，这将有利于券商开展重资产业务，如融资融券、股票质押、做市等，提高收入规模和利润率。与海外成熟市场国家券商相比，国内券商的杠杆水平仍然较低，因此仍有一定的提升空间和潜力。

图：近年来券商板块与境外券商杠杆水平对比



三、中特估行情下的非银板块——证券

中长期ROE提升：发展轻资产、高ROA业务

在当前的市场环境下，券商ROE有望在轻资产、高ROA业务的推动下实现提升。轻资产高ROA业务主要包括大财管业务、大资管业务等，这些业务具有低成本、高收入、高利润率的特点，能够有效提升券商的资产周转率和营业净利率，从而提高ROA水平，同时也能增强券商的风险抵御能力和稳定性，降低对市场波动的依赖。

财管业务

从卖方销售向买方投顾转变。为客户提供综合化、定制化的财富管理解决方案，同时围绕客户需求，从投资顾问的服务模式、培训机制和人机互动等方面着手，升级投资顾问管理体系，培养专业化服务队伍。

从传统经纪向数字化转变。持续加大信息技术投入、引进技术人才，推动数字金融发展，从局部赋能演变成全面赋能，以业务价值提升为导向进行数字化布局，探索数字化转型，力争数字化转型发展红利，提升管理效率和核心竞争力水平。同时利用大数据、云计算、人工智能等技术手段，优化客户画像、需求挖掘、产品推荐等环节，提升客户体验感。

从单一渠道向多元渠道转变。根据不同客户的服务需求和习惯，提供多种渠道的接触点和服务方式。同时，券商财富管理业务也需要优化营业部的布局 and 类型，推动分支机构改革。

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

资管业务

公募化转型。为了适应资管新规的要求，进行大集合资管计划的公募化改造，参控股公募基金公司，或者资管子公司申请公募基金牌照，以扩大资产规模和客户群体。

主动管理能力提升。在通道业务受限、市场竞争加剧的背景下，提高主动管理产品的比重和质量，优化资产配置结构，提升投研能力和择时能力，以追求超额收益和品牌效应。

多元化产品创新。根据不同客户的风险偏好、投资目标和个性化需求，提供定制化、综合化的资管产品和服务，打造特色业务和差异化竞争优势。同时，利用金融市场的改革开放和产品丰富化，拓展投资范围和渠道，增加权益类、海外类等产品的比例。

服务实体经济能力强化。充分发挥自身在投行、证券交易等方面的优势，与其他业务条线协同发展，为实体经济提供多层次、多样化的金融服务和解决方案。同时，积极参与国家战略和社会责任，支持绿色金融、科技创新、养老金等领域的发展。

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——证券

中长期ROE提升：金融科技助力数字化转型

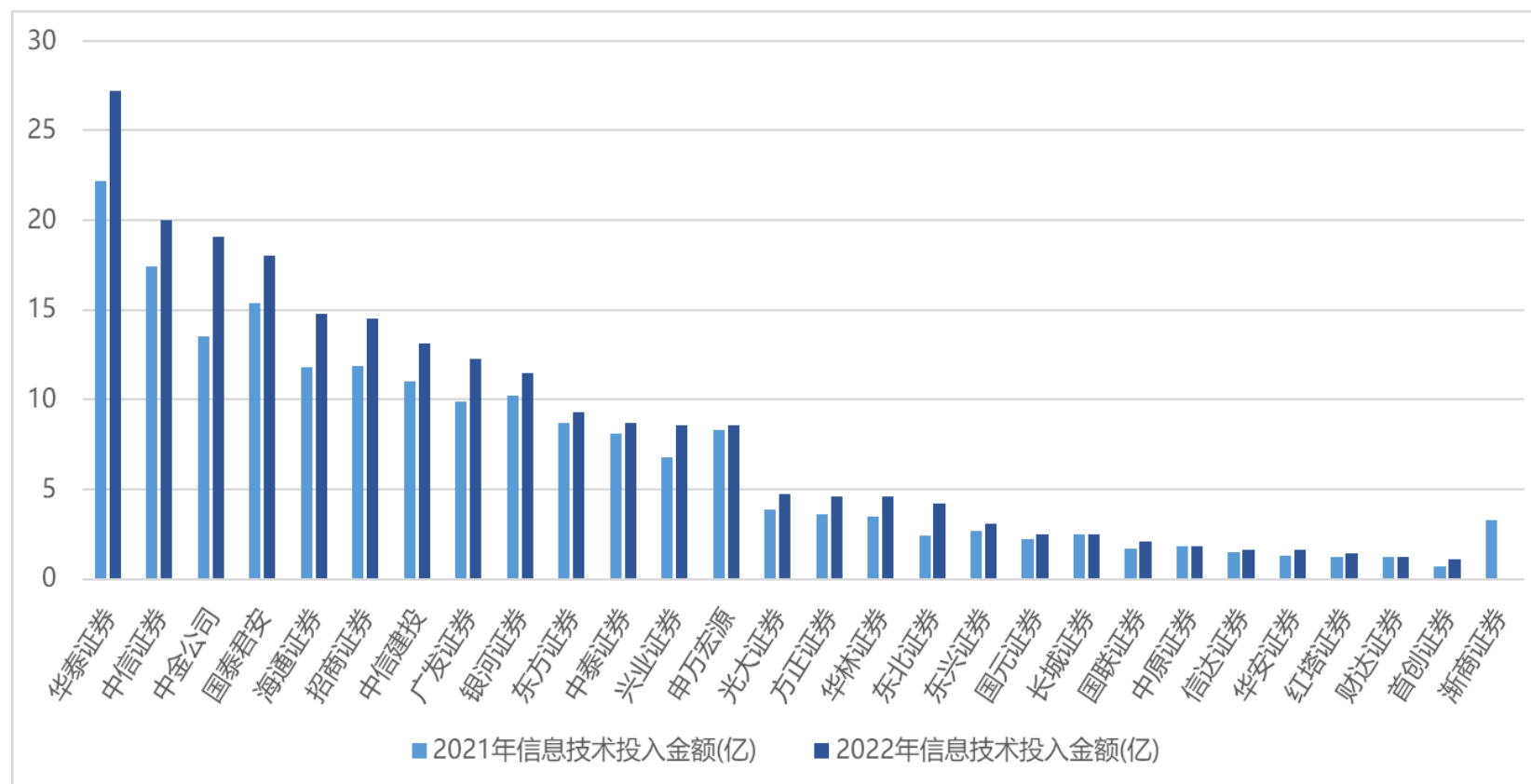
2023年1月，中证协就《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》征求意见，提出建立科学合理的科技投入机制，要求行业合理加大科技资金投入，鼓励有条件的券商未来三年信息科技平均投入金额**不少于平均净利润的8%或平均营业收入的6%**。实际运营中，不少头部券商远超6%，大部分券商投入同比增速均在20%以上，在行业整体业绩不佳的2022年，各大券商在数字化转型方面仍在逆势加大投入。**政策鼓励金融科技驱动券商数字化转型，从而实现降本增效，提升行业整体ROE。**

图：券商业务数字化转型路径



数据来源：太平洋研究院整理

图：券商21/22年信息技术投入



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——保险

保险：中特估行情下关注估值修复和基本面改善

我们认为，中特估将给保险板块带来两方面的投资机会：

- ◆ 低估值、高分红叠加央国企背景，使得保险板块有望受益于中特估行情
- ◆ 随宏观经济复苏、资本市场互暖，资负共振将驱动险企基本面改善

表：保险板块投资机会

序号	投资机会	解释
1	低估值、高分红叠加央国企背景，使得保险板块有望受益于中特估行情	中特估主要涉及央企、国企以及一些特殊行业的上市公司，其中保险板块也是重要的一环。保险板块具有低估值、高分红的特点，同时又有央国企背景，因此在中特估的推动下，有望获得更高的市场认可和估值提升。
2	随宏观经济复苏、资本市场回暖，资负共振将驱动险企基本面改善	随着宏观经济复苏，企业和个人的保险需求也会随之增长，险企负债端基本面得到修复。资本市场回暖意味着股票、债券等市场表现良好，保险公司的投资收益率也会随之提高，同时也会吸引更多客户购买投资型保险产品。资负共振将驱动险企基本面改善，提高其盈利水平和偿付能力。在中特估背景下，央国企背景的保险公司有望获得更高的市场认可和政策支持，从而提升保险板块的估值水平和投资吸引力

估值修复：保险板块央国企背景公司处于优势地位

目前A 股保险行业有五家上市公司，按市值排序，分别为：中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保和新华保险。从数量来看，除中国平安外，其余四家均为央国企背景。从市值来看，截止至 2023 年 5 月 29日，央国企背景保险公司占保险板块总市值 66.54%，属于绝对优势地位。分红方面，保险行业三年平均股息率为2.93%，远高于A股平均的1.45%，属于高分红型的央国企。

表：保险板块上市公司信息

公司名称	第一大股东	第一大股东持股比例	总市值（亿元）	公司性质	三年平均股息率
中国人寿	中国人寿保险(集团)公司	68.37%	10,554.04	央企	1.72%
中国平安	香港中央结算(代理人)有限公司	36.85%	8,591.71	混合所有制企业	4.13%
中国人保	中华人民共和国财政部	60.84%	2,706.51	国企	3.01%
中国太保	香港中央结算(代理人)有限公司	28.82%	2,679.27	地方国企	3.74%
新华保险	中央汇金投资有限责任公司	31.34%	1,147.68	央企	3.23%

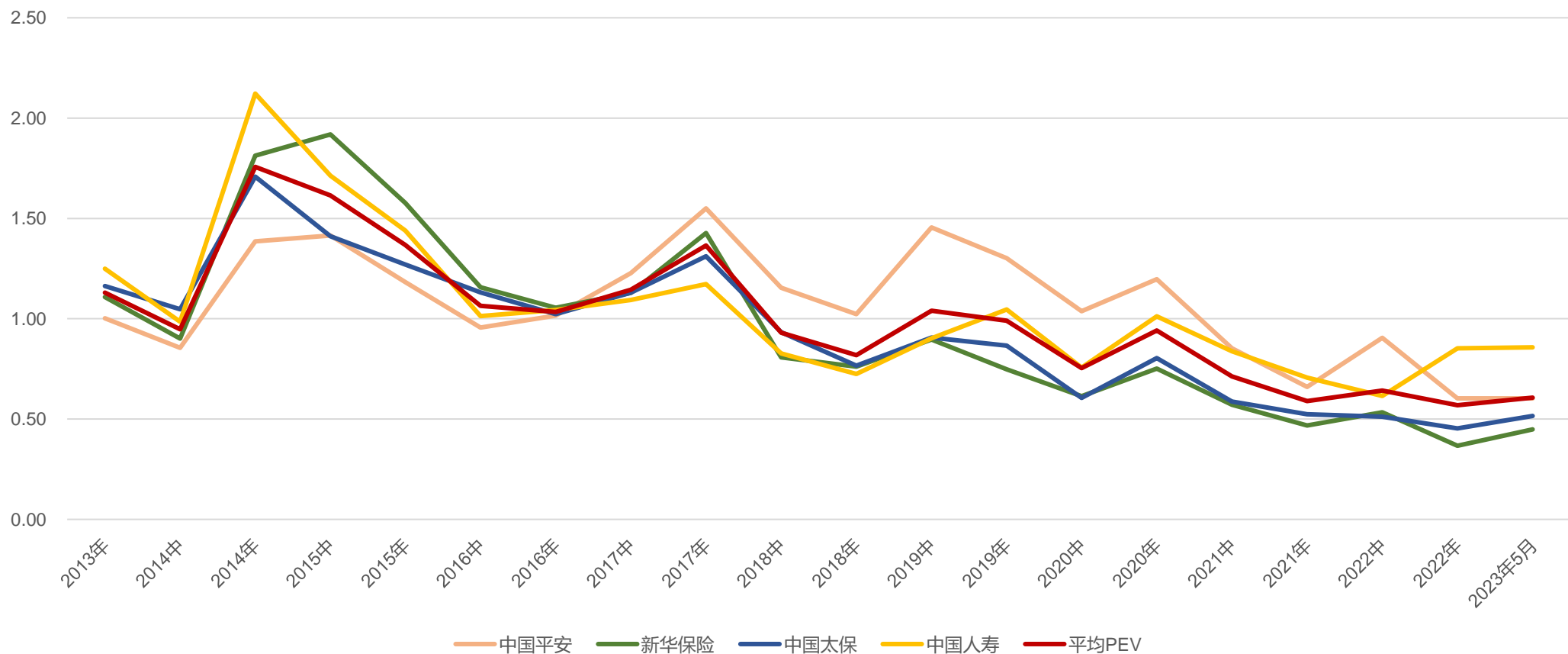
数据来源： WIND，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——保险

估值修复：险企PEV估值处于历史底部

截至 2023 年 5 月 31 日，A股保险板块平均PEV仅为 0.61x（不包含中国人保），仍处于历史估值底部，其中中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险估值分别为 0.86x、0.60x、0.52x、0.45x。

图：近年来保险板块PEV估值走势



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——保险

估值修复：对比境外险企，国资险企仍有较高估值提升空间

保险公司的行业特殊性、地区差异和细分领域影响了估值方法的选择。PB 估值方法中，ROE 是关键因素，虽然会计政策等因素导致财务数据难以跨地区比较，但 ROE 仍有参考意义。观察近 10 年平均 ROE 可以看出，国资背景险企整体略领先于境外险企，特别是中国人保和新华保险平均ROE增速靠前。

表：境内外险企ROE对比

险企名称	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	平均ROE
中国人保	17.61%	15.64%	18.46%	11.90%	12.68%	9.30%	13.35%	10.42%	10.27%	11.08%	13.07%
新华保险	11.76%	14.61%	16.20%	8.45%	8.76%	12.25%	19.41%	15.36%	14.22%	9.29%	13.03%
中国太保	9.49%	10.23%	14.16%	9.10%	10.89%	12.55%	16.92%	12.49%	12.14%	10.81%	11.88%
友邦保险	10.98%	12.44%	8.94%	12.60%	16.62%	6.18%	11.56%	9.78%	12.01%	0.57%	10.17%
中国人寿	11.22%	12.77%	11.44%	6.11%	10.33%	3.56%	16.14%	11.77%	10.97%	7.01%	10.13%
安达保险	13.34%	9.77%	9.65%	10.68%	7.76%	7.81%	8.43%	6.16%	14.33%	9.64%	9.76%
伯克希尔哈撒韦A	9.51%	8.60%	9.72%	8.94%	14.26%	1.15%	21.05%	9.80%	18.92%	-4.66%	9.73%
大都会人寿	5.15%	9.26%	7.36%	1.03%	6.19%	8.94%	9.62%	7.38%	8.95%	4.98%	6.89%
美国国际集团	9.15%	7.26%	2.23%	-1.02%	-8.60%	-0.01%	5.45%	-9.05%	14.15%	19.34%	3.89%

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

表：境内外险企PB估值对比

险企名称	市净率PB
友邦保险	2.94
中国人寿	2.32
安达保险	1.45
伯克希尔哈撒韦A	1.40
大都会人寿	1.18
中国人保	1.11
中国太保	1.09
新华保险	0.94
美国国际集团	0.88

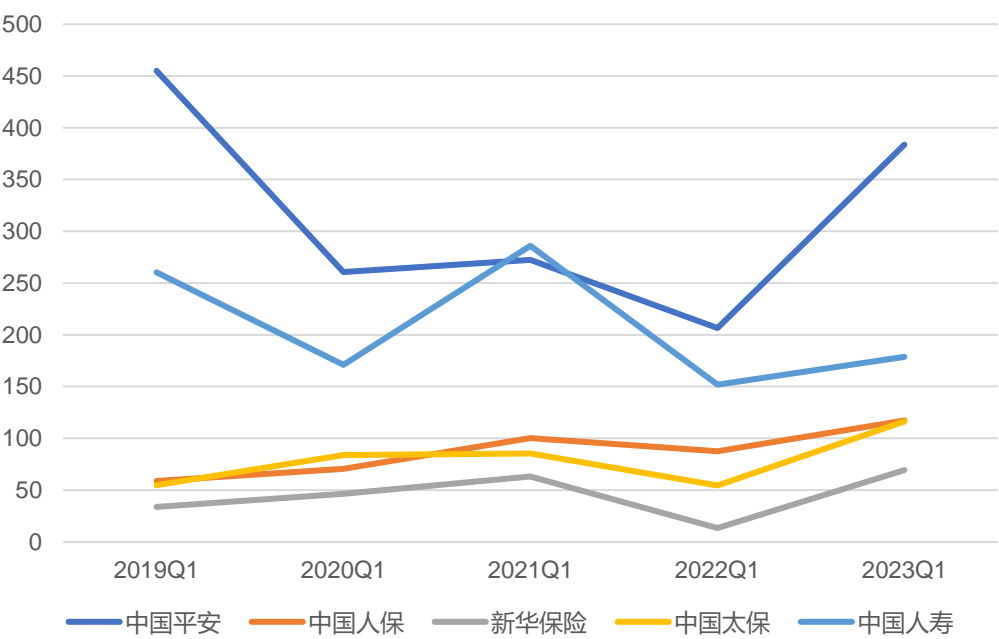
数据来源： WIND，太平洋研究院整理

三、中特估非银标的——保险

基本面改善：23Q1险企净利润与ROE同比双双上扬

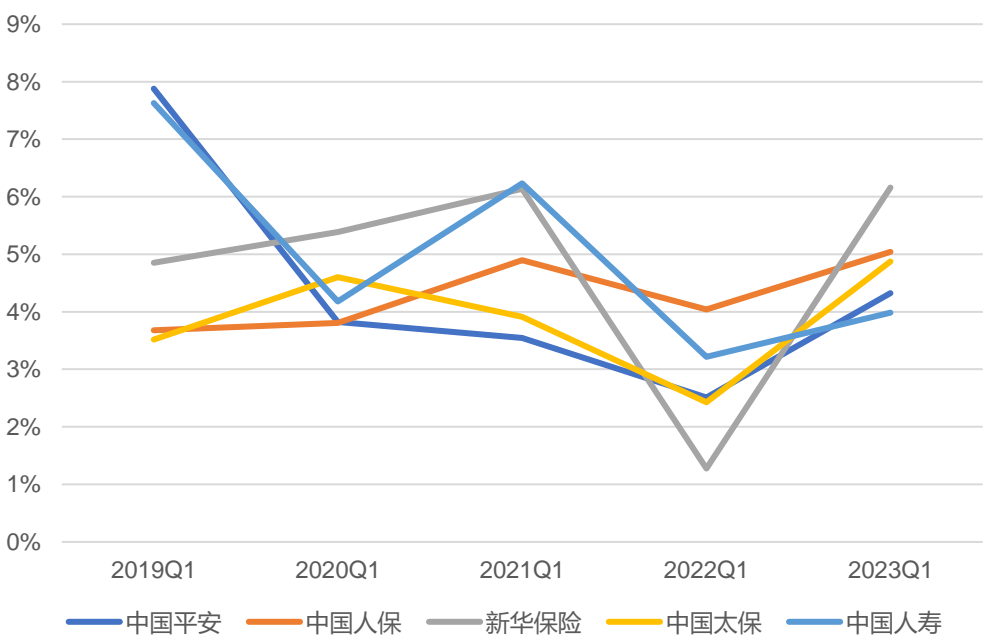
保险板块在23Q1迎来了强劲的复苏势头，各家险企的业绩都实现了较高的增速。在经历2022年的市场低迷和疫情冲击后，各家险企都加快代理人队伍的精简和优化，提高了代理人的素质和效率，从而提升了销售能力和客户满意度。另一方面，保险板块也受益于投资收益的改善，各家险企积极调整投资策略和资产配置，增加了权益类、债券类和另类投资的比重，从而提高了投资收益率和投资收入。因此23Q1各险企归母净利润都同比实现较高增长，ROE同比大幅改善。

图：近年来险企一季度归母净利润走势



数据来源： WIND，太平洋研究院整理

图：近年来险企一季度ROE走势



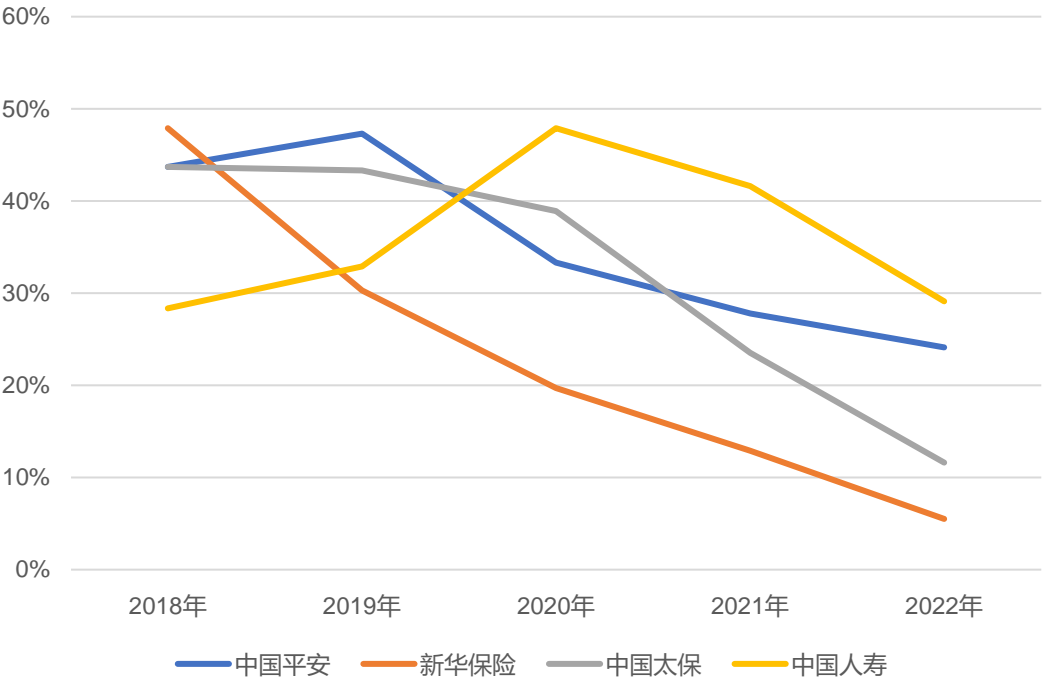
数据来源： WIND，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——保险

基本面改善：NBV增速大幅回升，负债端拐点曙光乍现

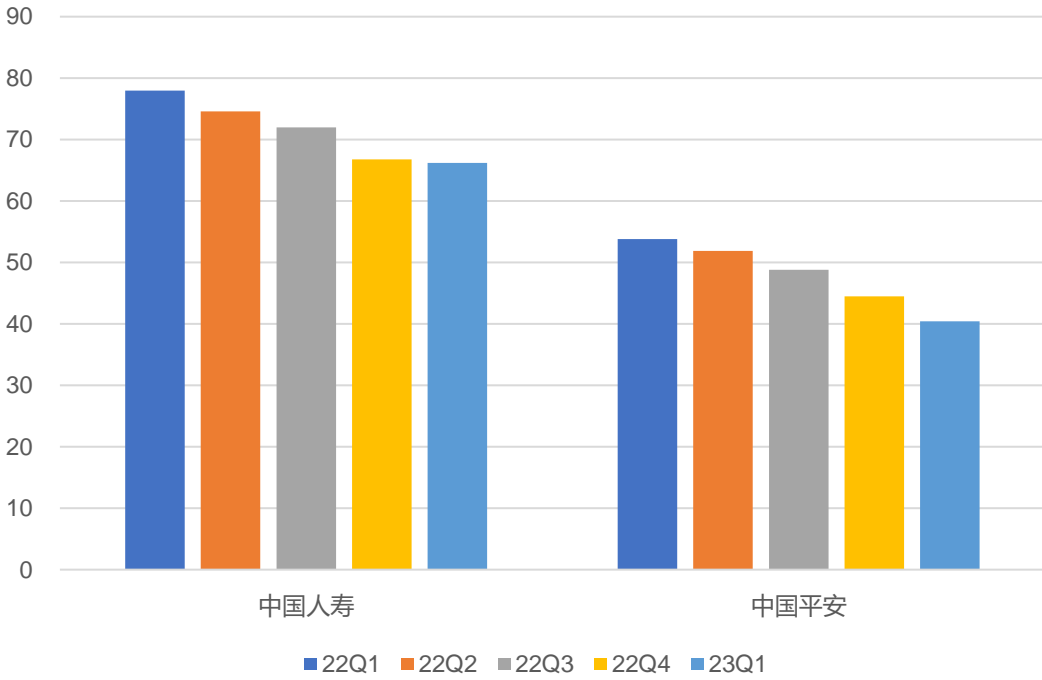
疫情以来，险企NBV整体呈现下降趋势。而23Q1险企NBV增速大幅回升，中国人寿、中国平安、中国太保23Q1NBV同比+7.7%、+8.8%、+16.6%，负债端拐点将至。同时，23Q1部分险企代理人队伍规模边际改善，降幅收窄且产能提升。预计未来险企将继续代理人团队的转型，实现代理人团队从量稳到质增，提升队伍整体产能。

图：近年来部分险企NBV走势



数据来源： WIND，太平洋研究院整理

图：近期部分险企代理人队伍规模情况



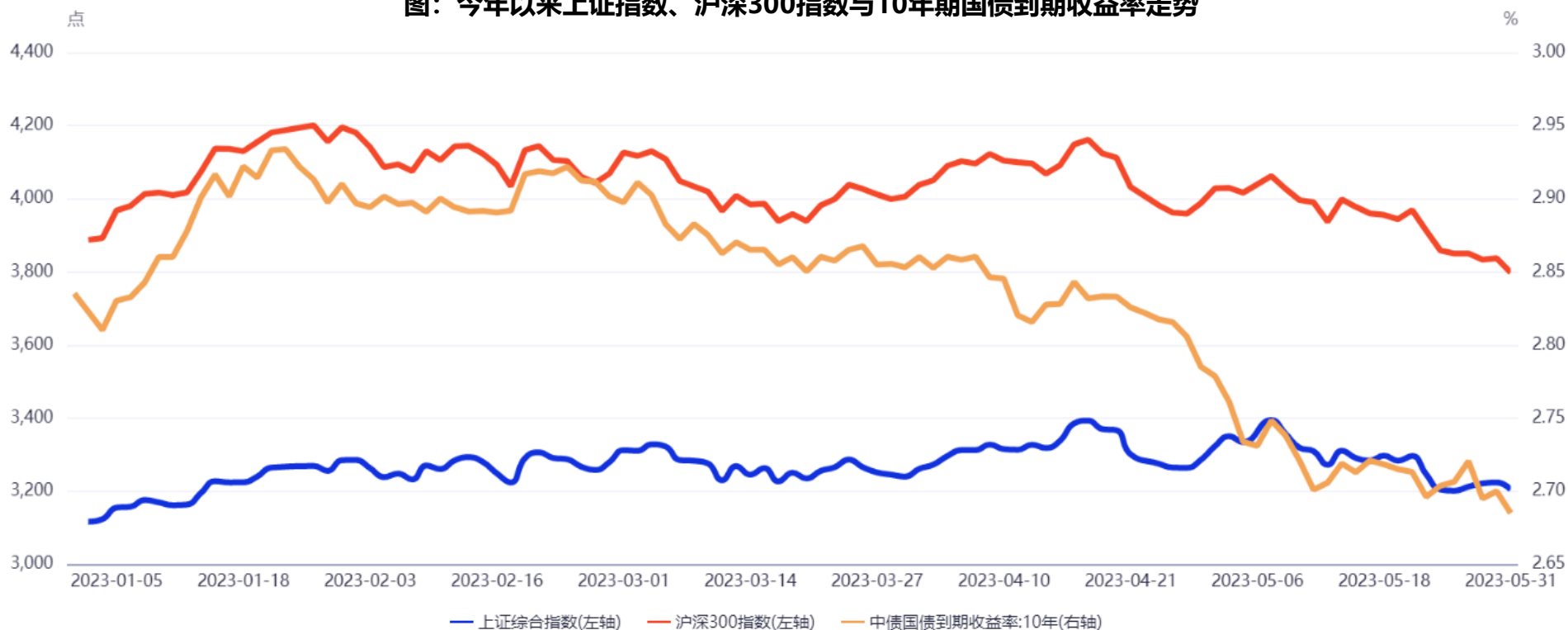
数据来源： WIND，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——保险

基本面改善：资产端支撑性较好，权益资产受益于中特估

自23年年初以来，长端利率经历了一轮小幅上行后又逐步回落的过程，截至5月底，10年期国债收益率已跌破2.70%。与此同时，权益市场表现出了一定的韧性和活力，相比去年同期有了明显的改善。2022年四季度以来，权益市场受到疫情反复、地产风险、通胀担忧等多重打压，但在稳增长政策加码、外资大规模入场等利好因素的支撑下，逐步走出低迷。此外，险企资产端持仓中本身就含有大量“中特估”标的，预计将在今年中特估行情持续以及央国企估值重构的过程。权益市场的逐步好转，可有效抵消利率下行对险企投资收益的负面影响，同时经济基本面的修复也为资产端提供了稳定性和支持性。

图：今年以来上证指数、沪深300指数与10年期国债到期收益率走势



数据来源：同花顺，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——保险

基本面改善：产品端炒停短期刺激销售，未来新增额终身寿、分红险、万能险有望接力

为了应对长期利率下降带来的利差损风险，监管部门要求寿险公司新产品的定价利率从3.5%降至3.0%。行业预计将降低寿险责任准备金评估利率，刺激增额终身寿产品（3.5%保额复利增长）的短期炒停与销售，有利于Q2业绩实现显著增长。

分红险和万能险实际利率不定，分红险不仅包括预定利率的部分还包括红利，万能险的投资收益既有保底利率还有浮动利率，预定利率下降对两种产品影响较小。分红险产品在上市险企产品结构中举足轻重，因此，在传统寿险炒停结束后，未来在传统寿险产品受预定利率影响较大的背景下，分红险和万能险等浮动收益型产品或成为产品。

表：2022年中国人保产品原保费收入Top5

中国人保	排名	产品名称	险种	原保费收入 (百万元)
	1	人保寿险鑫安两全保险(分红型)(C款)	分红险	18,172
	2	人保寿险如意保两全保险(分红型)	分红险	14,755
	3	人保寿险聚财保养老年金保险(分红型)	分红险	5,588
	4	人保寿险温暖金生年金保险	传统险	4,651
	5	人保寿险卓越金生两全保险	传统险	4,332

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

表：2022年中国太保产品原保费收入Top5

中国太保	排名	产品名称	险种	原保费收入 (百万元)
	1	鑫红利两全保险(分红型)	分红险	23,862
	2	金佑人生终身寿险(分红型)A款	分红险	14,607
	3	长相伴(庆典版)终身寿险	传统险	11,677
	4	鑫享事诚(庆典版)两全保险	传统险	10,989
	5	城乡居民大病团体医疗保险	短期健康险	7,169

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

表：2022年新华保险产品原保费收入Top5

新华保险	排名	产品名称	险种	原保费收入 (百万元)
	1	稳得福两全保险(分红型)	分红险	19,944
	2	惠添富年金保险	传统险	12,883
	3	荣华世家终身寿险	传统险	7,941
	4	健康无忧C款重大疾病保险	重疾险	5,937
	5	惠金享年金保险	传统险	5,262

数据来源：Wind，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——多元金融

多元金融：低估值、高分红，中特估下寻找细分领域机会

A 股多元金融板块共有31家上市公司，其中18家上市公司有央国企背景或集体企业背景，数量方面，。数量方面，央国企及集体企业背景上市公司占58.06%，市值方面，央国企及集体企业背景上市公司占77.29%。多元金融板块央国企及集体企业背景上市公司三年平均股息率为1.57%，高于A股平均的1.45%。

表：多元金融板块央国企上市公司信息

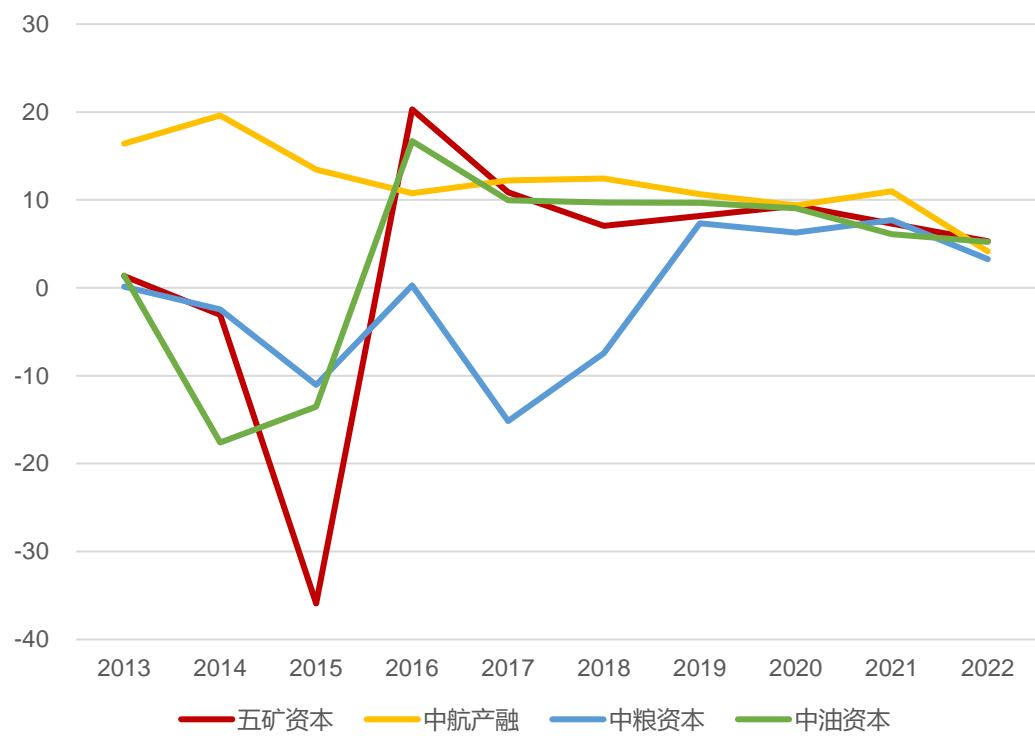
行业	公司名称	总市值（亿元）	股东名称	股东持股比例	公司性质	三年平均股息率
金融控股	中油资本	989.87	中国石油天然气集团有限公司	77.35%	央企国资控股	2.47%
	国投资本	474.83	国家开发投资集团有限公司	41.62%	央企国资控股	1.56%
	中航产融	340.86	中国航空工业集团有限公司	39.84%	央企国资控股	3.54%
	越秀资本	339.16	广州越秀集团股份有限公司	43.82%	地市国资控股	2.28%
	五矿资本	251.44	中国五矿股份有限公司	47.07%	央企国资控股	3.31%
	中粮资本	185.25	中粮集团有限公司	62.78%	央企国资控股	1.25%
	浙江东方	133.54	浙江省国际贸易集团有限公司	41.14%	省属国资控股	1.43%
	新力金融	32.61	安徽新力科创集团有限公司	23.60%	集体企业	0.00%
	香溢融通	28.03	浙江香溢控股有限公司	15.26%	央企国资控股	0.12%
期货	永安期货	247.01	财通证券股份有限公司	30.18%	省属国资控股	0.54%
	弘业期货	154.79	江苏省苏豪控股集团有限公司	27.33%	省属国资控股	0.07%
	南华期货	64.06	横店集团控股有限公司	69.68%	集体企业	0.30%
信托	国网英大	318.52	国网英大国际控股集团有限公司	65.53%	央企国资控股	1.03%
	陕国投A	164.67	陕西煤业化工集团有限责任公司	26.80%	省属国资控股	0.90%
	经纬纺机	64.71	中国纺织机械(集团)有限公司	31.13%	央企国资控股	1.00%
其他多元金融	电投产融	244.95	国家电力投资集团有限公司	53.25%	央企国资控股	1.71%
租赁	江苏金租	188.48	江苏交通控股有限公司	21.43%	省属国资控股	6.24%
资产管理	华金资本	37.71	珠海华发科技产业集团有限公司	28.45%	地市国资控股	0.52%

三、中特估行情下的非银板块——多元金融

多元金融：金融控股

在多元金融板块的金融控股公司分类中，中油资本、中航产融、五矿资本和中粮资本估值相对较低，PB值均在1.00左右或远低于1.00，而在分红方面，除中粮资本外其他三家三年平均股息率均远高于A股平均，与央企背景险企相当。四家金融控股公司依托控股母公司完整的产业链，作为综合性金融业务公司产融结合优势突出，金融牌照相对齐全，在一带一路、ESG方面可与中特估概念深度结合。

图：近年来部分央企金控公司ROE走势



数据来源： WIND，太平洋研究院整理

表：部分央企金控公司信息

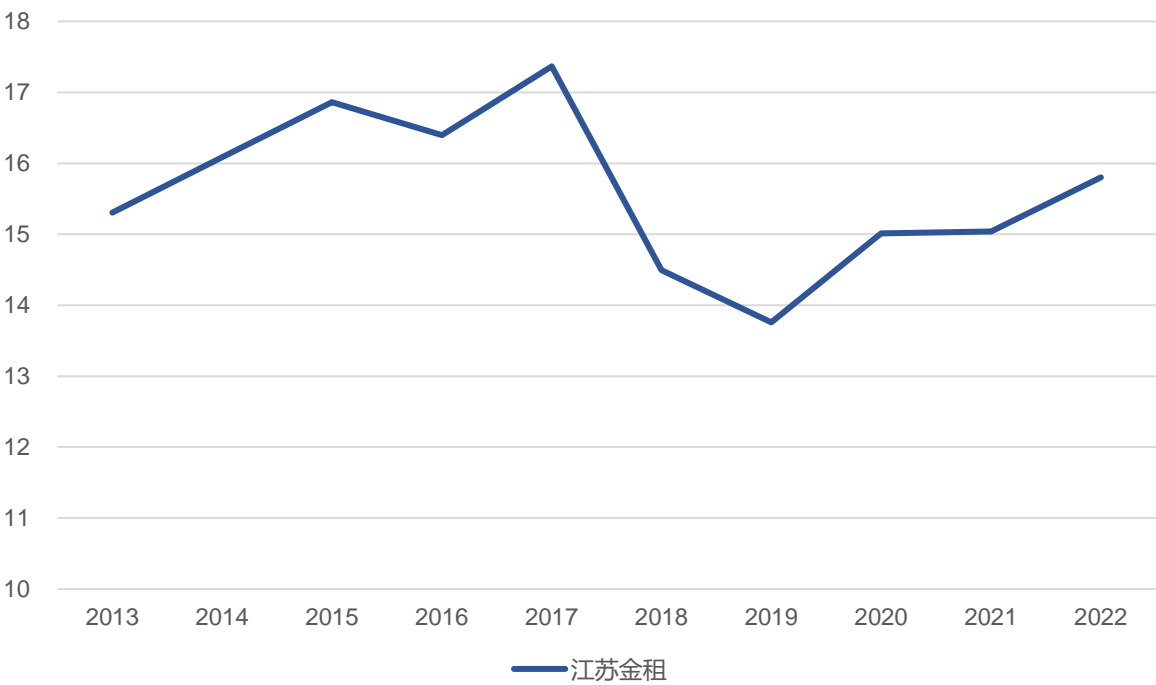
证券代码	公司名称	主营业务	第一大股东	第一大股东持股比例	总市值(亿元)	PB	PE	三年平均股息率
000617.SZ	中油资本	以自有资金对外投资、投资管理；投资咨询服务，企业策划；企业投资服务	中国石油天然气集团有限公司	77.35%	989.87	1.01	18.38	2.47%
600705.SH	中航产融	证券、租赁、期货、信托、财务公司等金融业务与实业（财务性）股权投资业务。	中国航空工业集团有限公司	39.84%	340.86	0.91	18.56	3.54%
600390.SH	五矿资本	证券、期货、信托、金融租赁、基金、商业银行、产业直投等业务。	中国五矿股份有限公司	47.07%	251.44	0.61	9.06	3.31%
002423.SZ	中粮资本	金融业务	中粮集团有限公司	62.78%	185.25	0.98	14.09	1.25%

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

多元金融：租赁

江苏金租是国内首家上市金融租赁公司，各项财务指标在业内排名靠前，公司营业收入以及归母净利润增长迅速，ROE水平处于行业前列。公司三年平均股息率6.24%,远超板块及A股平均。高分红、高ROE水平有望使公司受益于中特估行情。

图：近年来江苏金租ROE走势



数据来源： WIND，太平洋研究院整理

表：江苏金租公司信息

证券代码	600901.SH
公司名称	江苏金租
主营业务	融资租赁业务
第一大股东	江苏交通控股有限公司
第一大股东持股比例	21.43
总市值（亿元）	188.48
PB	1.16
PE	7.61
三年平均股息率	6.24%

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

三、中特估行情下的非银板块——非银转债

非银转债

截至2023年5月末，转债市场在市转债中共有19只转债实控人为国资委、中央国家机关及中央国有企业，若把范围扩大，增加实控人为地方国企，则共有91只转债。其中，非银金融板块共9只转债，发行人全部为央国企背景。目前市场轮动迅速，波动较大，非银转债具有正股业绩稳定，转债评级极高，近乎无退市风险等优势，综合风险较低，叠加非银行业估值处于历史底部，因此配置非银转债具有较高性价比。

表：非银板块上市公司可转债信息

代码	简称	现价	正股名称	正股价格	正股市净率	正股市盈率	转股价格	转换价值	转股溢价率	纯债价值	纯债溢价率	到期收益率	类型	到期日期	双低
110067.SH	华安转债	110.830	华安证券	4.87	1.14	15.89	6.1200	79.5752	39.28%	101.2327	9.48%	-0.5046	偏债型	2026-03-12	150.11
110073.SH	国投转债	108.941	国投资本	7.33	0.96	12.58	9.7500	75.1795	44.91%	100.6693	8.22%	0.2833	偏债型	2026-07-24	153.85
110083.SH	苏租转债	129.880	江苏金租	6.37	1.14	7.69	5.0700	125.6410	3.37%	96.6880	34.33%	-3.6558	偏股型	2027-11-11	133.25
113013.SH	国君转债	104.832	国泰君安	14.83	0.91	10.98	17.7700	83.4553	25.61%	104.7885	0.04%	1.6712	偏债型	2023-07-07	130.44
113043.SH	财通转债	107.535	财通证券	7.49	1.05	18.76	11.4900	65.1871	64.96%	99.1248	8.48%	0.5496	偏债型	2026-12-10	172.50
113057.SH	中银转债	130.555	中国银河	11.57	1.31	14.16	9.9300	116.5156	12.05%	95.1370	37.23%	-3.5823	偏股型	2028-03-24	142.60
113060.SH	浙22转债	122.191	浙商证券	10.08	1.51	21.49	10.3200	97.6744	25.10%	94.3948	29.45%	-2.1494	平衡型	2028-06-14	147.29
127005.SZ	长证转债	109.100	长江证券	6.00	1.08	14.95	6.8300	87.8477	24.19%	103.1075	5.81%	-4.8431	平衡型	2024-03-12	133.29
128116.SZ	瑞达转债	106.576	瑞达期货	14.60	2.64	25.68	29.2200	49.9658	113.30%	103.3263	3.15%	2.3870	偏债型	2026-06-29	219.88

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

目录

1

中特估与国企改革

2

中特估行情的发展状况

3

中特估行情下的非银板块

4

中特估非银标的推荐

四、中特估非银标的推荐

A股非银标的推荐

中特估行情下，关注以下投资机会：

券商板块：

估值相对较低、ROE呈提升趋势的标的，推荐关注**中信证券**、**华泰证券**；

营收“含基量”较高、资管收入占比较高的标的，推荐关注**东方证券**、**广发证券**。

保险板块：

高分红、高ROE的央国企背景保险公司，推荐关注**中国太保**。

多元金融板块：

产融协同优势明显的央企金控标的，推荐关注**中油资本**；

高分红、低估值，在市场中具有稀缺属性，推荐关注**江苏金租**。

盈利预测与估值

表：推荐标的盈利预测与估值

标的	指标	2022A	2023E	2024E	2025E	评级
中信证券	摊薄EPS(元)	1.44	1.72	1.92	2.21	买入
	市盈率(PE)	14.04	11.71	10.54	9.16	
华泰证券	摊薄EPS(元)	1.22	1.47	1.64	1.80	买入
	市盈率(PE)	11.26	9.31	8.36	7.61	
东方证券	摊薄EPS(元)	0.35	0.57	0.65	0.71	买入
	市盈率(PE)	28.25	17.41	15.38	14.04	
广发证券	摊薄EPS(元)	1.04	1.28	1.49	1.68	买入
	市盈率(PE)	14.45	11.77	10.12	8.96	
中国太保	摊薄EPS(元)	2.56	3.07	3.39	3.78	买入
	市盈率(PE)	11.46	9.54	8.65	7.75	
中油资本	摊薄EPS(元)	0.39	0.47	0.52	0.56	买入
	市盈率(PE)	14.28	16.84	15.31	14.11	
江苏金租	摊薄EPS(元)	0.81	0.90	0.99	1.09	增持
	市盈率(PE)	7.89	7.08	6.42	5.83	

数据来源： WIND，太平洋研究院整理

四、中特估非银标的推荐

非银转债推荐

国投转债：国投资本旗下安信证券投资银行业务、经济业务去年回撤都比较小，其股权融资业务稳居行业前十；同时，资管业务规模近年来维持较高增速，未来有望持续受益于居民财富转移。

国君转债：国泰君安是位列前茅的综合性券商，在财富管理转型与全面注册制的大背景下，资管和自营表现优秀，并于2022年成功控股并表华安基金，顺利完成公募基金业务布局。公司作为扎根上海地区的老牌券商，自营业务及经纪、机构业务等有望持续贡献稳定收益。转债双低值为130.44，配置具有较高性价比。

苏租转债：江苏金租作为A股唯一金租标的，具有稀缺属性，2022年与23Q1融资租赁业绩提升，持续推进多元布局，资产质量稳定，风控能力成熟，随宏观经济逐步恢复，市场需求逐步扩大，公司融资租赁业务有望进一步扩张；叠加货币政策有望延续温和宽松格局，有利于公司保持较低的融资成本，提高业务利差，驱动业绩增长。

表：推荐转债信息

国投转债	
上市日期	2020-08-20
发行总额	80.00亿元
最新评级	AAA
转股价格	9.75元
强赎触发股价	12.68元
下修触发股价	7.80元
最新股价	7.33元
国君转债	
上市日期	2017-07-07
发行总额	70.00亿元
最新评级	AAA
转股价格	17.77元
强赎触发股价	23.10元
下修触发股价	14.22元
最新股价	14.83元
苏租转债	
上市日期	2021-12-10
发行总额	50.00亿元
最新评级	AAA
转股价格	5.07元
强赎触发股价	6.59元
下修触发股价	4.06元
最新股价	6.37元

数据来源：WIND，太平洋研究院整理

- ◆ 经济复苏不及预期；
- ◆ 海外动荡局势加剧；
- ◆ 市场波动加剧；
- ◆ 政策推行不及预期。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

· 以上 感谢 ·
