

2023年06月29日 非银行金融

☑行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A

首选股票 目标价 (元)

维持评级

■ "产业+金融"重要性显著提升:

一系列政策引导下, 持续提升金融服务实体经济质效已成我国金融业发展的关 键方向与责任担当。我们认为,产业金融是金融助力实体经济的重要形式,有 效的产融结合有助于提升整体产业链和供应链的效率,实现金融与产业之间 "以融促产"、"以产助融"的双向协同发展,有力支持加快建设现代化产业体 系。在聚焦高质量发展、推进现代化建设的背景下,产业金融重要性不言而喻。

产业金融乘风起势。基本面拐点向上+"中特估"重估

■ 央企金控部分标的尚处估值低位:

多元金融待时而起,多数央企金控长期处于估值低位,主要受制于三方面因素: ①信托业务风险暴露、②子公司行业排名相对靠后、③金控平台估值折价。目 前来看, 我们所梳理的央企金控标的中, 1) 估值水平方面, 低于 1xPB 标的数 量居多; 2) 估值分位方面,除中油资本外,其余标的均低于近三年 30%分位。

■ 把握非银板块的"中特估"机会:

此前 A 股"中特估"行情在通信、石油石化、建筑等板块演绎得较为充分。而 在非银板块、尤其是多元金融板块的发酵还有挖掘空间。在抓牢国家安全三大 主线、央国企改革持续纵深推进、国资委会议聚焦并购重组、"一带一路"十 周年催化等背景下,应重视"中特估"主线中非银板块的配置机会。

■ 基本面底部修复有望迎拐点向上:

上市央企金控公司 2301 业绩均有边际改善迹象显现, 我们重点梳理的 6 家央 企金控上市公司 2301 归母净利润增速均好于 22 全年。我们预计, 其旗下信托、 证券、租赁、期货等金融子板块业绩有望在一定程度上边际回暖。或带动央企 金控基本面逐步迎来触底回升。

■ 投资建议:

我们认为,过往制约多数央企金控估值水平的三大因素正边际转好: ①信托业 风险敞口有望得到一定程度缓释:②由纯市场化评估视角向结合国情、政策层 面的新视角逐步切换; ③"中特估"东风叠加国企改革激发活力, 有望极大提 升市场投资者对于"中字头"金融机构战略地位的重视程度。基于"中特估" 仍有望是全年重要投资主线,产业+金融协同服务国家战略的重要意义日益凸 显, 央企金控基本面边际修复迹象有所显现, 我们持续推荐核心产融平台。标 的方面,我们重点推荐军工资产证券化加速、业绩显著改善、处于估值低位的 【中航产融】, 其叠加"军工+央企+产融"概念, 目前估值低于 1xPB, 预计有 望充分受益于"中特估"提振、军工央企市场化转型推进、资产证券化率提升。 此外, 我们亦建议关注具备"央企+产融"属性、同样有望受益于"中特估" 的【中油资本】【中粮资本】【五矿资本】等。

国风险提示:市场行情大幅波动、中特估市场热度变化、金融监管潜在的 不确定性等。

行业表现 非银行金融 沪深300 29% 19% -1% -11% -21% · 2023-02 2022-06 2022-10 2023-06

资料来源: Wind 资讯 升幅% 1 M 3M 12M 相对收益 -3.1 2.9 12.1 绝对收益 -3.4-1.1-2.4

> 张经纬 分析师

SAC 执业证书编号: \$1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

相关报告 全面注册制正式起航,结算 2023-04-10 备付金比例下调利好券商 金融监管体系改革, 社融数 2023-03-13 据向好关注龙头券商 全面注册制正式实施, 龙头 2023-02-20 券商受益明显 1 月信贷开门红, 持续关注 2023-02-13 全面注册制春风已至, 利好 2023-02-02 券商和创投





| | 内 | 容 | 目 | 录 |
|--|---|---|---|---|
|--|---|---|---|---|

| 1. | . 多元金融板块待时而起 | |
|----|-------------------------------------|------|
| | 1.1. 多数央企金控标的仍处估值低位 | |
| | 1.2. 央企金控估值偏低之因 | 5 |
| | 1.2.1. 央企金控估值偏低之因①:信托业务风险暴露 | 5 |
| | 1.2.2. 央企金控估值偏低之因②:子公司行业排名相对靠后 | 6 |
| | 1.2.3. 央企金控估值偏低之因③:金控平台估值折价 | 7 |
| 2. | · "产业+金融"重要性显著提升 | 8 |
| | 2.1. 金融业严监管趋势不变 | 8 |
| | 2.2. "产业+金融"大有可为 | 8 |
| 3. | 3. "中特估"催化新投资主线 | . 10 |
| | 3.1. 国企改革红利释放,估值重塑方兴未艾 | . 10 |
| | 3.2. 央国企主题 ETF 火热,有望带动增量资金流入"中特估" | . 11 |
| | 3.3. 看好"中特估"催化,非银行情有待充分演绎 | . 12 |
| | 3.4. 把握三大安全主线,聚焦多元金融投资机会 | . 12 |
| 4. | 1. 个股基本面或将有所好转 | . 14 |
| | 4.1. 一季报业绩边际改善 | . 14 |
| | 4.2. 金融子板块有望复苏 | . 14 |
| | 4.2.1. 信托:三分类新规正式落地,风险或有望逐步缓释 | . 15 |
| | 4.2.2. 证券: 自营业务大幅扭亏转盈, 业绩稳步复苏 | . 15 |
| | 4.2.3. 租赁:具备强顺周期属性,行业信心较为乐观 | . 16 |
| | 4.2.4. 期货:行业净利环比回升,对冲需求或带动经营向好 | . 16 |
| | 4.2.5. 银行:基本面拐点或渐近,营收增速有望逐步修复 | . 17 |
| | 4.2.6. 保险:储蓄避险需求仍在,看好全年 NBV 改善 | . 17 |
| 5. | i."中特估"与业绩改善共振,持续推荐核心产融平台 | . 19 |
| | | |
| | 图表目录 | |
| 冬 | 图 1. 2020 年至今多元金融与沪深 300 指数累计涨跌幅(%) | 4 |
| | 图 2. 2022 年我国信托业收入和利润同比明显承压 | |
| | 图 3. 投向房地产的资金信托余额规模及占比持续下滑 | |
| | 图 4. 五矿资本 PB Band | |
| 冬 | 图 5. 我国构建"一行一局一会"的新金融监管格局 | 8 |
| | 图 6. 历年发审委/上市委 IPO 撤否率 | |
| | 图 7. 产融结合模式 | |
| 冬 | 图 8. 2008 年至今 A 股并购重组规模及数量 | . 10 |
| | 图 9. 2008 年至今案均并购重组规模 | |
| | 图 10. 央企指数 P/B 估值水平 | |
| | 图 11. 指数累计涨跌幅(22/11/21-至今,%) | |
| | 图 12. 个股累计涨跌幅(22/11/21-23/05/08) | |
| | 图 13. 军工产业链安全为基,中航产融有望充分受益 | |
| | 图 14. 22A 与 23Q1 央企金控公司营业总收入同比变化 | |
| | 图 15. 22A 与 23Q1 央企金控公司归母净利润同比变化 | |
| | 图 16. 央企金控公司信托板块归母净利润及净资产占比 | |
| | 图 17. 23 年 1-5 月集合信托市场单月发行和成立规模 | |
| | | |



行业深度分析/非银行金融

| 图 18. | 央企金控公司证券板块归母净利润及净资产占比16 |
|-------|-------------------------------------|
| 图 19. | 23Q1 自营回暖带动上市券商业绩同比明显改善16 |
| 图 20. | 央企金控公司租赁板块归母净利润及净资产占比16 |
| 图 21. | 租赁公司对 2302 公司及行业前景的判断16 |
| 图 22. | 央企金控公司期货板块归母净利润及净资产占比17 |
| 图 23. | 23年1-5月全国期货公司单月净利润情况17 |
| 图 24. | 央企金控公司银行板块归母净利润及净资产占比17 |
| 图 25. | 上市银行单季营收和净利润增速17 |
| 图 26. | 央企金控公司保险板块归母净利润及净资产占比18 |
| 图 27. | 上市险企 NBV 及新单同比增速18 |
| | |
| 表 1: | 2020年至今多元金融板块相对大盘表现4 |
| 表 2: | 多元金融板块部分概念的主要标的估值情况5 |
| 表 3: | 主要央企金控标的旗下信托子公司一览6 |
| 表 4: | 六大央企金控平台旗下主要金融子公司 2022 年营收及净利润行业排名6 |
| 表 5: | 金融支持实体经济相关政策和发言梳理9 |
| 表 6: | 央企考核体系从"两利四率"调整为"一利五率"10 |
| 表 7: | 23年 2-3 月央国企主题 ETF 密集申报11 |
| 表 8: | 主要央企金控标的旗下金融子板块归母净利润占比14 |
| 表 9: | 主要央企金控标的旗下金融子板块归母净资产占比15 |
| 表 10: | 制约央企金控个股估值水平的因素正发生边际向好变化19 |
| 表 11: | 重点标的财务预测与估值水平19 |



1. 多元金融板块待时而起

1.1. 多数央企金控标的仍处估值低位

板块: 今年以来,多元金融板块行情相较大盘走强。从 2020 年初至今指数累计涨跌幅表现来看,多元金融指数跑输沪深 300。但若以不同年度为观察周期,则可以看到: 1) 2020 年,多元金融指数大幅跑输沪深 300 及创业板指; 2) 2021 年,多元金融指数跑赢沪深 300,但跑输创业板指,主要受到 21Q2 创业板指大涨影响; 3) 2022 年,多元金融指数跑赢沪深 300 及创业板指,在全年股市整体承压背景下取得相对收益; 4) 2023 年初至今,多元金融指数/沪深 300/创业板指分别+2.6%/-1.6%/-6.8%(截至 2023/06/26),多元板块表现相对占优。尽管 5 月中下旬以来,多元板块受市场情绪影响而有所回调,但考虑到市场预期转弱下的资金风格偏好、目前调整已达一定幅度等因素,我们认为中短期来看多元金融板块的行情仍值得期待。

图1.2020年至今多元金融与沪深300指数累计涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 注: 数据截至 2023/06/26

表1: 2020 年至今多元金融板块相对大盘表现

| | 202001 | 202002 | 202003 | 2020Q4 | 2020 年表现 | 2021Q1 | 202102 | 202103 | 2021Q4 | 2021 年表现 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|----------|--------|----------|
| 多元金融(申万)绝对收益 | -16. 4% | 3. 4% | 2. 4% | -11. 4% | -21. 6% | -2. 6% | 0. 5% | -0.1% | 5. 1% | 2. 8% |
| 相对沪深 300 相对收益 | -6. 4% | -9. 6% | -7. 8% | -25. 0% | -48. 8% | 0.5% | -3. 0% | 6. 8% | 3. 5% | 8. 0% |
| 相对创业板相对收益 | -20. 5% | -26. 9% | -3. 2% | -26. 6% | -86. 6% | 4. 4% | -25. 6% | 6. 6% | 2. 7% | -9. 3% |
| | 202201 | 202202 | 202203 | 202204 | 2022 年表现 | 2023Q1 | 202302 | 2023 年至今 | | E今 |
| 多元金融(申万)绝对收益 | -8. 6% | -9.1% | -10. 4% | 5. 3% | -21. 6% | 8.5% | -5. 5% | 2. 6% | | |
| 相对沪深 300 相对收益 | 5. 9% | -15. 3% | 4. 8% | 3. 6% | 0. 1% | 3.9% | 0. 5% | 4. 2% | | |
| 相对创业板相对收益 | 11. 3% | -14. 7% | 8. 2% | 2. 8% | 7. 8% | 6. 3% | 3. 4% | 9. 4% | | |

资料来源:Wind,安信证券研究中心;注1:数据截至 2023/06/26;注2:浅红填充代表多元金融指数跑赢沪深 300/创业板指

个股: 央企金控标的估值有待提升。我们梳理多元金融板块中信托、期货、租赁、央企金控概念的主要标的估值情况,截至6月26日,估值水平低于1xPB的个股主要集中在信托(主受地产风险敞口影响)及央企金控概念。具体到央企金控概念来看,1)估值水平方面,我们所列示的七大标的目前平均估值水平仅为1.0xPB(低于1xPB标的数量居多);2)估值分位方面,除中油资本外,其余标的均处历史相对较低估值分位(低于近三年30%分位数)。



| 表 2 . | 多元会融析 | 块部分概念的 | 主要标的估值情况 |
|--------|-----------------------------|---------------------|--|
| AS Z : | ~ / / L 172 MUDA / I/XL | 775 BLAND WOLVER BA | T_ 3C // N N N N N N N N N N N N N N N N N N |

| 类别 | 简称 | 代码 | 市值 (亿元) | PE (TTM) | PB (LF) | PB 分位数 (近3年) |
|------|-------|------------|---------|----------|---------|--------------|
| | ST 安信 | 600816. SH | 364 | -61. 9 | 3.4 | 62% |
| | 陕国投 A | 000563. SZ | 153 | 15. 4 | 0.9 | 4% |
| 信托 | 江苏国信 | 002608. SZ | 283 | -774. 6 | 1.0 | 98% |
| | 爱建集团 | 600643. SH | 79 | 20. 0 | 0.6 | 0% |
| | 经纬纺机 | 000666. SZ | 66 | 15. 9 | 0.7 | 56% |
| | 瑞达期货 | 002961. SZ | 62 | 24. 5 | 2.6 | 4% |
| 期货 | 永安期货 | 600927. SH | 233 | 27. 5 | 1.9 | 0% |
| | 南华期货 | 603093. SH | 63 | 22. 3 | 1.9 | 11% |
| | 渤海租赁 | 000415. SZ | 127 | -12. 7 | 0.5 | 23% |
| 租赁 | 华铁应急 | 603300. SH | 103 | 15. 3 | 2.2 | 29% |
| | 江苏金租 | 600901. SH | 182 | 7. 3 | 1.1 | 21% |
| | 中油资本 | 000617. SZ | 887 | 16. 5 | 0.9 | 67% |
| | 中粮资本 | 002423. SZ | 177 | 13. 4 | 0.9 | 29% |
| | 五矿资本 | 600390. SH | 236 | 8. 5 | 0.6 | 22% |
| 央企金控 | 国投资本 | 600061. SH | 439 | 11. 7 | 0.9 | 23% |
| | 中航产融 | 600705. SH | 332 | 18. 1 | 0.9 | 25% |
| | 电投产融 | 000958. SZ | 231 | 23. 2 | 1.2 | 3% |
| | 国网英大 | 600517. SH | 320 | 23. 4 | 1.7 | 27% |

资料来源:Wind,安信证券研究中心;注 1:数据截至 2023/06/26;注 2:PB 列浅红填充代表<1.0,PB 分位数列浅红填充代表<30%

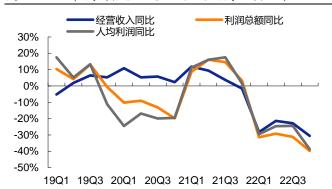
1.2. 央企金控估值偏低之因

我们认为,多数央企金控标的处于估值低位的原因主要在于三方面: 1) 信托业务风险暴露,市场对公司信托业务风险敞口抱有担忧; 2) 子公司行业排名相对靠后,市场化竞争力不足; 3) 金控平台业绩弹性相对较弱,市场给予其估值折价。

1.2.1. 央企金控估值偏低之因①: 信托业务风险暴露

信托业受地产风险拖累,结构优化调整中。近年来地产行业风险频发,华夏幸福、恒大集团等大型房企接连出现风险事件,对信托业造成较大压力,叠加宏观环境、监管政策的影响,2022年信托业营业收入、利润总额、人均利润同比均明显承压。在此背景下,信托行业投向房地产领域的规模和占比持续下滑。截至22Q4,投向房地产的资金信托余额为1.22万亿元,同比-30.5%,环比-4.4%;房地产信托占比为8.1%,同比-3.6pct,环比-0.4pct。

图2. 2022 年我国信托业收入和利润同比明显承压



资料来源:信托业协会,安信证券研究中心;注:为季度累计值同比变化

图3. 投向房地产的资金信托余额规模及占比持续下滑



资料来源: 信托业协会, 安信证券研究中心



信托业务风险敞口制约央企金控标的估值水平。从六大央企金控标的(中油资本、中粮资本、 五矿资本、中航产融、电投产融、国网英大)所持金融牌照来看,其下属子公司均包含信托 公司,且其中 4 家的信托子公司净资产占比超过 30%/净利润占比超过 40%。考虑到各公司相 对较高的信托业务占比、近年来信托行业风险加速暴露等因素,央企金控标的估值水平在一 定程度上受限。

表3: 主要央企金控标的旗下信托子公司一览

| 代码 | 简称 | 旗下信托子公司 | 持股比例 | 归母净资产占比 | 归母净利润占比 |
|------------|------|---------|-------------------|---------|---------|
| 000617. SZ | 中油资本 | 昆仑信托 | 87.18% (通过中油资产) | 12% | -7% |
| 002423. SZ | 中粮资本 | 中粮信托 | 80.51% (通过资本投资) | 31% | 44% |
| 600390. SH | 五矿资本 | 五矿信托 | 78.00% (通过五矿资本控股) | 38% | 55% |
| 600705. SH | 中航产融 | 中航信托 | 84.42% (通过中航投资有限) | 38% | 41% |
| 000958. SZ | 电投产融 | 百瑞信托 | 50.24% (通过资本控股) | 26% | 29% |
| 600517. SH | 国网英大 | 英大信托 | 73.49%(直接控制) | 45% | 96% |

资料来源: Wind, 各公司年报, 安信证券研究中心; 注: 采用 2022 年 (末) 数据, 优先参考上市公司年报

1.2.2. 央企金控估值偏低之因②: 子公司行业排名相对靠后

央企金控旗下金融子公司所处行业排名相对偏低。从我们所梳理的6家上市金控公司情况来看,其在信托、证券、租赁、期货等板块所布局子公司的行业排名多数均靠后。1)从营收排名来看,六大央企金控平台在四大金融子板块所布局的17家子公司中,12家/10家/5家子公司的2022年营收排名位于行业第20名/第30名/第50名之后。2)从净利润排名来看,17家子公司中,12家/10家/4家子公司的2022年净利润排名位于行业第20名/第30名/第50名之后。

市场化竞争力不足影响估值。除少数核心金融公司外, 几大央企金控旗下金融子公司的市场 化排名普遍靠后, 尤其是在各行业马太效应整体加剧的背景下, 竞争力进一步被削弱。因而, 各金融分部的估值水平在一定程度上受限, 导致央企金控公司整体估值水平长期偏低。

表4: 六大央企金控平台旗下主要金融子公司 2022 年营收及净利润行业排名

| | | | † | 专收排名 | | | | |
|------|------|----|----------|------|------|----|------|----|
| 简称 | 信托 | 排名 | 证券 | 排名 | 租赁 | 排名 | 期货 | 排名 |
| 中油资本 | 昆仑信托 | 48 | | | 昆仑金租 | 41 | | |
| 中粮资本 | 中粮信托 | 39 | | | | | 中粮期货 | 12 |
| 五矿资本 | 五矿信托 | 6 | 五矿证券 | 60 | 外贸金租 | 51 | 五矿期货 | 27 |
| 中航产融 | 中航信托 | 11 | 中航证券 | 52 | 中航租赁 | 9 | 中航期货 | 64 |
| 电投产融 | 百瑞信托 | 27 | | | | | 先融期货 | 38 |
| 国网英大 | 英大信托 | 13 | 英大证券 | 65 | | | 英大期货 | 34 |
| | | | 净 | 利润排名 | | | | |
| 简称 | 信托 | 排名 | 证券 | 排名 | 租赁 | 排名 | 期货 | 排名 |
| 中油资本 | 昆仑信托 | 54 | | | 昆仑金租 | 25 | | |
| 中粮资本 | 中粮信托 | 35 | | | | | 中粮期货 | 18 |
| 五矿资本 | 五矿信托 | 6 | 五矿证券 | 55 | 外贸金租 | 23 | 五矿期货 | 45 |
| 中航产融 | 中航信托 | 20 | 中航证券 | 41 | 中航租赁 | 13 | 中航期货 | 68 |
| 电投产融 | 百瑞信托 | 25 | | | | | 先融期货 | 30 |
| 国网英大 | 英大信托 | 9 | 英大证券 | 80 | | | 英大期货 | 46 |

资料来源:企业预警通,安信证券研究中心:注1:仅列示多数央企金控均有布局的金融子公司排名情况,未列示银行、保险等;注2:信托部分基于母公司报表值排序:注3:租赁部分含融资租赁及金融租赁;注4;排名列浅红填充代表排名在第20名之后



1.2.3. 央企金控估值偏低之因③: 金控平台估值折价

金控平台业绩弹性相对较弱,市场给予估值折价。1)一方面,由于金控平台旗下的金融子板块分布于不同领域,业绩表现、行业趋势、监管态势、发展前景等难以一概而论,可能出现部分子板块表现较优而同期其他子板块表现较弱的情况; 2)另一方面,子公司之间的协同效应也考验金控平台的整合统筹能力水平。这一系列因素制约金控公司的业绩弹性,使得其受到市场的估值折扣。

以五矿资本为例,转型金控以来估值水平整体呈下行态势。从五矿资本历史估值水平来看,公司自 2017 年起逐步剥离传统业务、聚焦金融主业, 2018 年估值水平呈现明显滑落; 2019 年初估值一度快速上行, 达 1.2xPB 以上, 或主要由于彼时旗下信托板块转型持续推进、业绩增长亮眼,租赁、证券、期货板块亦较稳健,带动公司 19Q1 实现营业总收入/归母净利润同比+68%/+90%; 但此后公司估值水平持续震荡下行, 22Q4 至今有所回升,目前 PB 估值大致在 0.5x-0.7x 区间波动,仍处历史低位。

图4. 五矿资本 PB Band



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心; 注: 数据截至 2023/06/26



2. "产业+金融"重要性显著提升

2.1. 金融业严监管趋势不变

金融监管行稳致远,迈向"一行一局一会"新格局。今年 3 月,《党和国家机构改革方案》公布,在银保监会基础上组建国家金融监督管理总局,作为国务院直属机构,统一负责除证券业之外的金融业监管。除银保监会原有职能外,还将此前央行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责,以及证监会的投资者保护职责划入。5 月 18 日,国家金融监督管理总局正式挂牌。我们认为,本次金融监管架构的调整,强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管,体现我国金融监管职能进一步统一、清晰、强化,有助于完善金融监管体系、提升金融监管效能,使得我国金融业在服务高质量发展过程中更好发挥作用。

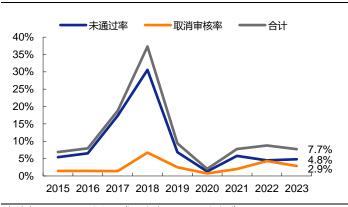
现代金融监管形势下,金融企业更趋健康良性发展。近些年来,监管机构持续完善基础法律体系和监管制度,着重风险防范与监管治理。据普华永道统计数据,2022年度证券期货行业总计披露的425张罚单中,证券公司共计披露333张罚单,占比78%;据Wind数据,IPO监管也边际趋严,2023年至今撤否率达7.7%。我们认为,在政策引导下,金融行业将更为合规健康有序发展,金融企业也将遵循合法合规的稳健发展步调。

图5. 我国构建"一行一局一会"的新金融监管格局

国务院直属事业单位 证监会 人民银行 投资者保护 职责划入 督职责、有关金融集团的日常监消费者保护职责划入 国务院直属机构

资料来源:《党和国家机构改革方案》,人民日报,安信证券研究中心

图6. 历年发审委/上市委 IPO 撤否率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 注: 数据截至 2023/06/26

2.2. "产业+金融" 大有可为

金融服务实体经济的功能不断强化。习近平总书记指出:"金融是实体经济的血脉,为实体经济服务是金融的天职,是金融的宗旨,也是防范金融风险的根本举措。"近年来,一系列相关政策陆续落地,进一步引导金融增强对实体经济的支持力度,积极服务国家重大战略实施和培育新动能,不断为实体经济注入"源头活水"。

"脱虚向实"正是产业金融应有之义。与以储蓄投资为目的的商业金融不同,产业金融强调产业与金融的紧密融合,引导资金流入实体产业并实现高效运转,实现金融与产业之间"以融促产"、"以产助融"的双向协同发展。我们认为,有效的产融结合有助于提升整体产业链和供应链的效率,加强产业金融赋能实体经济高质量发展的能力与力度,展现金融"脱虚向实"之道。

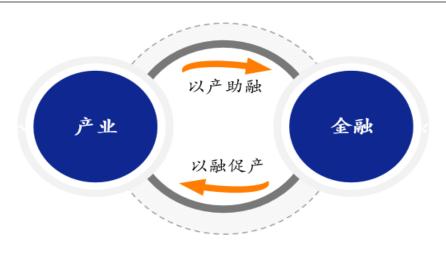


表5: 金融支持实体经济相关政策和发言梳理

| 时间 | 文件/来源/发言人 | 内容/表述 |
|----------|----------------|---------------------------------------|
| 2022年3月 | 中共中央、国务院 | 坚持金融服务实体经济,防止脱实向虚 |
| 2022年3月 | 中办、国办 | 以坚实的信用基础促进金融服务实体经济 |
| 2022年4月 | 人民银行、原银保监会 | 用好用足各项金融政策,主动靠前服务实体经济 |
| 2022年6月 | 人民银行 | 提升金融体系与实体经济的适应性,优化直接融资和间接融资 |
| 2022年8月 | 国务院 | 部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施,加大金融支持实体经济力度 |
| 2022年10月 | 党的二十大报告 | 健全资本市场功能,提高直接融资比重 |
| 2022年10月 | 党的二十大中央金融系统代表团 | 坚持金融服务实体经济的宗旨 |
| 2022年10月 | 证监会 | 坚持金融服务实体经济的宗旨,全面深化改革,完善多层次市场体系 |
| 2022年10月 | 证监会主席易会满 | 坚持服务实体经济这个着力点 |
| 2023年3月 | 2023 年政府工作报告 | 引导金融机构增加信贷投放,降低融资成本 |

资料来源:新华社、人民日报、经济参考报等公开新闻报道,安信证券研究中心

图7. 产融结合模式



资料来源:安信证券研究中心整理



3. "中特估"催化新投资主线

3.1. 国企改革红利释放, 估值重塑方兴未艾

新一轮国改背景下,央国企标的具备充分向上弹性。国务院国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的"两利四率"调整为"一利五率": 1)原有的"两利"加以精简,保留利润总额指标; 2)原有的"四率"保留了资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率这三项指标,新引入净资产收益率、营业现金比率这两项指标。我们认为,上述经营指标的优化调整,体现新一轮国企改革的重点在于增强企业核心竞争力,从做大转向做优做强。在此背景下,央国企经营将更加注重规模和速度、质量和效益、发展和安全的有机统一。而资本市场作为国改重要平台,将更好赋能央国企高质量发展,驱动央国企价值加快重估。

表6: 央企考核体系从"两利四率"调整为"一利五率"

| 原指标 现指标 | | 考核意义 | | | | |
|---------|--------|---------------------------------|--|--|--|--|
| 净利润 | 净资产收益率 | 街量企业权益资本的投入产出效率,反映企业为股东创造价值能力 | | | | |
| 营业收入利润率 | 营业现金比率 | 在关注账面利润基础上, 更加关注现金流的安全 | | | | |
| 利润 | 总额 | 包含净利润和上缴税费,体现为社会创造的价值、对 GDP 的贡献 | | | | |
| 资产负 | i债率 | 约束企业盲目扩张 | | | | |
| 研发费用 | 投入强度 | 高质量发展内在要求,解决创新能力不足的重要抓手 | | | | |
| 全员劳动 | 力生产率 | 衡量劳动力要素投入产出效率 | | | | |

资料来源: 国务院国资委, 安信证券研究中心

国资委推进央企并购重组,赋能央企提质增效。2023年3月,国资委强调,以市场化方式推进战略性重组,加快企业间同质业务整合。2023年6月,国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会指出,中央企业要以上市公司为平台开展并购重组,助力提高核心竞争力、增强核心功能。从近年来A股并购重组市场情况来看,2020-2022年并购重组交易总价值规模均同比明显滑落,同时2022年案均交易价值同比-44%至33亿元。我们认为,在国有资产优化布局、央企上市公司质量提升的驱动之下,相关并购重组需求和机会有望增多,推进央企专业化、产业化重组整合。

图8. 2008 年至今 A 股并购重组规模及数量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 注1: 数据截至 2023/6/26, 按最新披露日期; 注2: 剔除未通过、失效、失败、停止实施、停牌筹划

图9. 2008 年至今案均并购重组规模



资料来源: Wind, 安信证券研究中心: 注1: 数据截至 2023/6/26, 按最新 披露日期: 注2: 剔除未通过、失效、失败、停止实施、停牌筹划

央企价值重估方兴未艾,修复潜力仍大。今年年初以来,央企估值水平已有阶段性显著修复,5月一度较2022/11/21(首次提出建立具有中国特色的估值体系)的估值水平反弹27%,但5月中下旬以来有一定调整。我们认为,伴随改革纵深推进、成效不断显现,央国企盈利能力有望得到增强;此外,运用并购重组等资本运作手段,加速央企业务拓展与产业布局,亦将为央企价值重估提升再添新动能。因此,低估值高股息的央国企仍有较大估值修复空间。



图10. 央企指数 P/B 估值水平



资料来源: Wind. 安信证券研究中心: 注: 数据截至 2023/06/26

3.2. 央国企主题 ETF 火热,有望带动增量资金流入"中特估"

央国企主题 ETF 前五月資金净流入超 40 亿。截至目前,市场流通的 ETF 基金中,名称含"央企"的共计 15 只,含"国企"的共计 12 只。这一系列央国企主题 ETF 今年以来累计资金净流入额达到 12 亿元;如考虑到近期相关投资主题的调整与降温,关注今年前五月这一时间维度,则累计净流入额达到 41 亿元。

热度仍有向上空间,更多增量资金有望入场。今年2-3月,在市场热度带动下,基金公司积极布局"中特估"相关产品,共计12只央国企主题 ETF 提交申报审批,目前已有6只获批正式发行。我们认为,在政策催化、投资吸引力犹在的背景下,"中特估"仍是值得关注的全年主线。伴随正处排队的央国企主题 ETF 获批发行、后续申报的 ETF 产品陆续入场,更多增量资金有望流入,预计投资热度仍有回升空间。

表7: 23年2-3月央国企主题 ETF 密集申报

| 基金管理人 | 基金名称 | 申请材料接收日 | 受理决定日 |
|--------|----------------|-----------|-----------|
| 富国基金 | 富国中证国有企业改革 | 2023/3/20 | |
| 华安基金 | 华安中证国有企业红利 | 2023/3/20 | 2023/3/24 |
| 博时基金 | 博时中证国新央企现代能源 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 嘉实基金 | 嘉实中证国新央企现代能源 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 银华基金 | 银华中证国新央企科技引领 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 工银瑞信基金 | 工银瑞信中证国新央企现代能源 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 南方基金 | 南方中证国新央企科技引领 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 易方达基金 | 易方达中证国新央企科技引领 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 汇添富基金 | 汇添富中证国新央企股东回报 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 招商基金 | 招商中证国新央企股东回报 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 广发基金 | 广发中证国新央企股东回报 | 2023/3/14 | 2023/3/16 |
| 鹏扬基金 | 鹏扬中证国有企业红利 | 2023/2/27 | 2023/3/6 |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 注1: 按申请材料接收日; 注2: 筛选基金名称中含"央企"、"国有"等关键词的ETF产品



3.3. 看好"中特估"催化, 非银行情有待充分演绎

"中特估"概念一度持续火热,近期有所降温。"中特估"全称为"中国特色估值体系",由证监会主席易会满于2022年11月金融街论坛年会首次提出:"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"。今年以来,"中特估"投资主线更是备受市场关注。自22/11/21(首次提出)至23/05/08(此前"中特估"行情高点),中特估指数累计上涨35%(同期沪深300上涨7%)。但此后该主题呈现明显降温,自此前高点至今累计下跌7%。

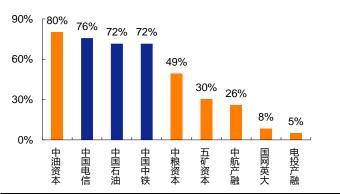
央企金控的"中特估"机遇仍待充分挖掘。此前 A 股"中特估"行情在通信、石油石化、建筑等板块演绎得较为充分,而在非银板块,尤其是多元金融板块的发酵还有挖掘空间。从个股来看,自 22/11/21 至 23/05/08,中国电信(通信龙头)、中国石油(石油龙头)、中国中铁(建筑龙头)涨幅均超 70%;而我们所梳理的六大央企金控标的中,同期仅中油资本实现累计上涨 80%,预计主要受益于一带一路、人民币国际化等概念催化,其余的中粮资本/五矿资本/中航产融/国网英大/电投产融分别上涨 49%/30%/26%/8%/5%,应重视尚未充分演绎的多元个股的配置机会。

图11. 指数累计涨跌幅(22/11/21 - 至今, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 注: 数据截至 2023/06/26

图12. 个股累计涨跌幅(22/11/21 - 23/05/08)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.4. 把握三大安全主线, 聚焦多元金融投资机会

确保粮食、能源、产业链供应链可靠安全,具有重要的国家战略意义。习近平总书记在党的二十大报告中强调指出"推进国家安全体系和能力现代化,坚决维护国家安全和社会稳定",强调"确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全"。据国家发改委官网文章,保障国家粮食安全是实现经济发展、社会稳定、国家安全的重要基础;能源资源安全是关系国家经济社会发展的全局性、战略性问题;产业链供应链安全稳定是大国经济必须具备的重要特征。据新华社报道,5月30日,习近平主席主持召开二十届中央国家安全委员会第一次会议强调:加快推进国家安全体系和能力现代化,以新安全格局保障新发展格局。

三大安全主线对应三大多元金融标的。我们认为,基于产业+金融在确保我国安全稳定层面上所发挥的重要作用,从多元金融板块标的对应的角度来看,粮食安全、能源资源安全、产业链供应链安全三条主线分别对应中粮资本、中油资本、中航产融三大标的。其中,产业链安全方面,尤其应当重点关注军工产业链安全。据财政部《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》,2023 年我国军费预算 1.55 万亿元,增速 7.2% (为近 4 年新高值)。全球百年未有之大变局下,"强国必须强军,军强才能国安"已成重要共识,军工产业链上的一系列金融孵化将有较大发展空间,叠加"军工+央企+产融"概念的中航产融值得重点关注。



图13. 军工产业链安全为基, 中航产融有望充分受益



资料来源: Wind, 财政部,央视新闻,安信证券研究中心;注:左图数据截至 2023/06/26

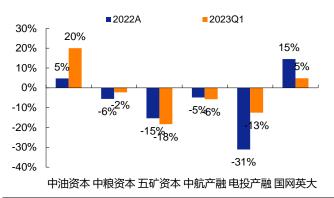


4. 个股基本面或将有所好转

4.1. 一季报业绩边际改善

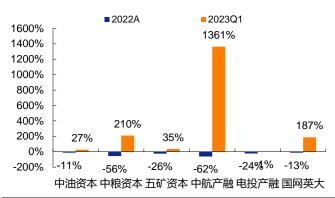
一季报业绩已有所改善。从我们所梳理的 6 家上市央企金控公司一季报业绩来看, 2301 业绩均有边际改善迹象显现: 1) 营业总收入方面: 中油、中粮、电投 2301 增速均明显好于 22 全年, 五矿、中航、国网 2301 增速相较 22A 有所滑落, 其中五矿/中航 2301 营业收入均实现同比正增长,但手续费及佣金收入分别同比-32%/-32%, 拖累营业总收入增速。具体来看,预计五矿主因信托业务持续推进转型,业务结构调整等;中航或受制于旗下证券经纪、资管有所承压,信托业务调整等。2) 归母净利润方面: 6 家公司 2301 增速均好于 22 全年,其中中航 2301 实现归母净利润同比+1361%,主要受益于投资收益(含公允价值变动损益)同比+352%。

图14. 22A 与 23Q1 央企金控公司营业总收入同比变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图15. 22A 与 23Q1 央企金控公司归母净利润同比变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2. 金融子板块有望复苏

金融子板块布局不一,整体基本面有望改善。从我们所梳理的6家上市央企金控公司金融子板块分布来看,大多布局有信托、期货业务,部分布局有证券、租赁业务,少数布局有银行、保险业务。不论是基于归母净利润亦或是归母净资产贡献角度,信托业务占比普遍相对较高,其余业务占比则视各公司情况不同而呈现差异化。我们认为,各金融子板块均有一定的边际回暖迹象显现,从而带动央企金控标的整体基本面一定程度修复。

表8: 主要央企金控标的旗下金融子板块归母净利润占比

| 净利润占比 | 信托 | 证券 | 租赁 | 期货 | 银行 | 保险 |
|-------|-----|-----|------|-----|-----|-----|
| 中油资本 | -7% | | 14% | | 43% | 4% |
| 中粮资本 | 44% | | | 24% | | 61% |
| 五矿资本 | 55% | 15% | 42% | 1% | | |
| 中航产融 | 41% | 33% | 118% | 0% | | |
| 电投产融 | 29% | | | 3% | | |
| 国网英大 | 96% | 5% | | 2% | | |

资料来源: Wind, 各公司年报,安信证券研究中心;注1:基于上市公司及其金融子公司 2022 年(末)数据,优先参考上市公司年报;注2:保险子板块不含保险经纪



| 去Q. | 主要央企金控标的旗下金融子板块归母净资 | 产上比 |
|--------|---------------------|--------|
| AX 7 : | | 1 7 14 |

| 净资产占比 | 信托 | 证券 | 租赁 | 期货 | 银行 | 保险 |
|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 中油资本 | 12% | | 8% | | 30% | 4% |
| 中粮资本 | 31% | | | 12% | | 21% |
| 五矿资本 | 38% | 23% | 23% | 8% | | |
| 中航产融 | 38% | 25% | 68% | 1% | | - |
| 电投产融 | 26% | | | 2% | | |
| 国网英大 | 45% | 34% | | 0% | | |

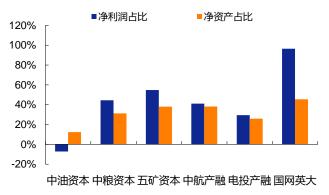
资料来源: Wind, 各公司年报, 安信证券研究中心; 注 1: 基于上市公司及其金融子公司 2022 年(末)数据, 优先参考上市公司年报; 注 2: 保险 子板块不含保险经纪

4.2.1.信托:三分类新规正式落地,风险或有望逐步缓释

信托板块占比: 我们所梳理的 6 家上市央企金控公司中,各公司均布局有信托子板块,除中油外 5 家公司的信托板块占比均相对较高,其中国网英大 22 年信托贡献归母净利润达 96%,主要由信托稳健、投资拖累等因素导致。

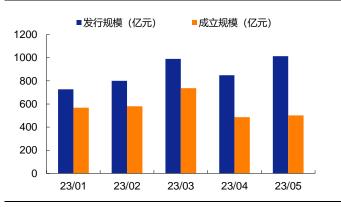
行业边际变化:监管动态方面,2023年3月,原银保监会正式发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》,并于6月1日起正式实施。发行及成立情况方面,从用益信托所统计的集合信托数据来看,2023年1-5月各月表现不一,预计主因地产、政信等业务风险制约非标产品规模,标品业务的增长态势成为部分月度发行或成立规模回暖的主要动力。展望后续,一方面是伴随三分类落地、地产等有关政策持续发力,信托行业风险敞口有望一定程度缓释;另一方面是信托业转型推进,证券投资信托、家族信托等业务或将成为行业重点布局方向,关注信托公司差异化、特色化展业路径。

图16. 央企金控公司信托板块归母净利润及净资产占比



资料来源: Wind,各公司年报,安信证券研究中心;注:基于上市公司及其金融子公司2022年(末)数据,优先参考上市公司年报

图17.23年1-5月集合信托市场单月发行和成立规模



资料来源: 用益信托网, 安信证券研究中心

4.2.2.证券: 自营业务大幅扭亏转盈, 业绩稳步复苏

证券板块占比: 我们所梳理的 6 家上市央企金控公司中, 3 家布局有证券子板块, 五矿的证券子板块占比约 20%, 中航的证券子板块占比约 30%, 国网的证券子板块净利润占比显著低于净资产占比, 或因自营、另类子跟投等业务业绩随市承压。

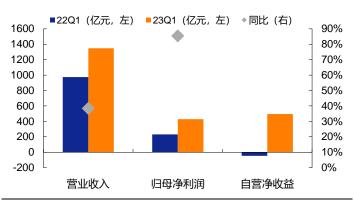
行业边际变化:从 43 家上市券商业绩表现来看,其 2301 营业收入/归母净利润分别合计为1,349 亿元/430 亿元,同比+39%/+85%,主要受益于权益市场回暖,自营净收益大幅扭亏为盈至 495 亿元。我们预计,后续在全面注册制已然落地、行业景气度回升、市场交投转好、流动性整体宽松的背景下,券商业绩有望边际向好。



图18. 央企金控公司证券板块归母净利润及净资产占比

资料来源: Wind, 各公司年报,安信证券研究中心;注:基于上市公司及其金融子公司 2022 年(末)数据,优先参考上市公司年报

图19.23Q1 自营回暖带动上市券商业绩同比明显改善



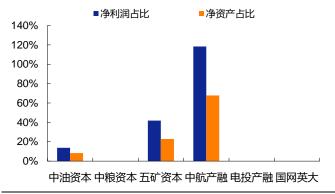
资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 注: 基于A股43家上市券商数据, 不含东财

4.2.3. 租赁: 具备强顺周期属性, 行业信心较为乐观

租赁板块占比: 我们所梳理的 6 家上市央企金控公司中, 3 家布局有租赁子板块, 中航租赁子板块占比较高, 五矿占比其次, 中油占比最低。

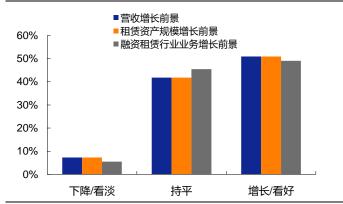
行业边际变化:从我国融资租赁行业的发展趋势来看,体现出较强的顺周期属性,预计在稳增长背景下有望迎来顺周期改善。根据《中国融资租赁发展展望指数 2023 年一季度报告》中测算的行业信心指数,23Q1 公司前景预期和行业前景预期均出现不同程度上升,两项指标均在枯荣线以上,体现行业预期相对乐观。

图20. 央企金控公司租赁板块归母净利润及净资产占比



资料来源: Wind, 各公司年报,安信证券研究中心;注:基于上市公司及其金融子公司 2022 年(末)数据,优先参考上市公司年报

图21. 租赁公司对 23Q2 公司及行业前景的判断



资料来源:《中国融资租赁发展展望指数 2023 年一季度报告》,安信证券研究中心

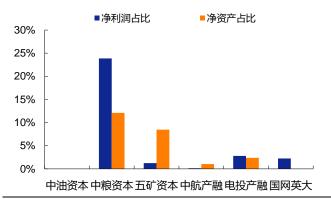
4.2.4. 期货: 行业净利环比回升, 对冲需求或带动经营向好

期货板块占比: 我们所梳理的 6 家上市央企金控公司中, 5 家布局有期货子板块, 中粮期货子板块占比相对较高, 五矿、中航、电投、国网占比相对较低。

行业边际变化:根据中期协披露的期货公司月度经营数据,2023年5月全国150家期货公司 共实现净利润7.7亿元,虽较去年同期-28%,但较23M4环比+29%,且从分地区经营情况来 看,多地区止亏。展望后续,在全球经济不确定性扰动、风险对冲需求抬升等作用下,预计 期市成交体量及活跃度有望向好,带动期货公司经营边际改善。

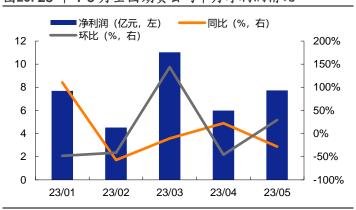


图22. 央企金控公司期货板块归母净利润及净资产占比



资料来源: Wind, 各公司车报, 安信证券研究中心; 注: 基于上市公司及其 金融子公司 2022 年 (末) 数据, 优先参考上市公司年报

图23.23年1-5月全国期货公司单月净利润情况



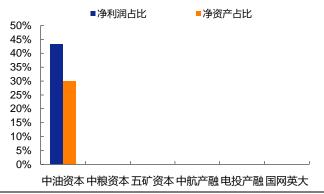
资料来源:中期协,安信证券研究中心;注:统计范围仅为期货公司母公司 未经审计的财务报表,不包含各类子公司

4.2.5.银行:基本面拐点或渐近,营收增速有望逐步修复

银行板块占比: 我们所梳理的6家上市央企金控公司中,仅中油资本布局有银行子板块,其归母净利润/归母净资产分别占比43%/30%。

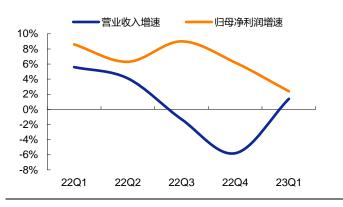
行业边际变化:从上市银行一季报来看,2301 整体实现营收/净利润分别同比+1.4%/+2.4%,一定程度上受到净息差收窄、中收增速放缓等因素影响。展望后续,虽净息差可能存在一定压力,但降幅或逐步收窄,叠加非息收入或带来提振,预计上市银行营收增速有望逐步筑底并改善。

图24. 央企金控公司银行板块归母净利润及净资产占比



资料来源: Wind, 各公司年报, 安信证券研究中心; 注: 基于上市公司及其金融子公司 2022 年(末)数据, 优先参考上市公司年报

图25. 上市银行单季营收和净利润增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.2.6. 保险:储蓄避险需求仍在,看好全年 NBV 改善

保险板块占比: 我们所梳理的 6 家上市央企金控公司中, 2 家布局有保险子板块(不含保险经纪), 中粮保险子板块占比相对较高, 中油占比相对较低。

行业边际变化:从上市险企一季报情况来看,1)负债端方面,储蓄型产品热销带动 NBV 增速转正,负债端基本面明显改善,23Q1 各险企新单同比增速分别为:平安(+28%)>国寿(+17%)>新华(-5%)>太保(-12%),NBV 同比增速分别为:太保(+17%)>平安(+9%,重述后为+21%)>国寿(+8%)。2)资产端方面,权益市场转暖,提振投资收益率表现。展望后续,我们认为,如若预定利率下调,其短期影响相对有限,在居民储蓄需求不减、去年同期低基数等因素的作用下,全年NBV 改善确定性较强。

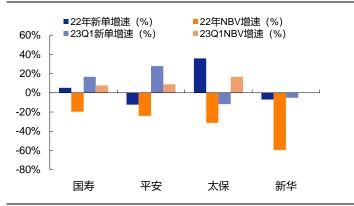


图26. 央企金控公司保险板块归母净利润及净资产占比

■净利润占比 70% 60% 50% 40% 30% 10% 中油资本中粮资本五矿资本中航产融电投产融国网英大

资料来源: Wind, 各公司年报,安信证券研究中心: 注:基于上市公司及其金融子公司 2022 年(末)数据,优先参考上市公司年报

图27. 上市险企 NBV 及新单同比增速



资料来源:各公司年报、一季报,安信证券研究中心;注:若平安2201NBV重述,则其2301NBV同比+21%



5. "中特估"与业绩改善共振、持续推荐核心产融平台

对于央企金控板块, 国家战略与"中特估"体系的结合值得高度重视:

- 无论是今年以来市场对于一带一路战略、中亚峰会的关注,还是国企改革预期提振、央企并购重组加速催化,都有望拓宽央企金融标的新估值边界,驱动业务层面的实质改善。过去,市场过多关注央国企的市场化业务水平,仅从纯市场化的角度出发对其业务进行评估,使得一些产业金融控股平台的估值长期处于1xP/B以下,而忽略这些产业金融平台在服务践行国家战略任务、以金融赋能实体经济发展等方面所能发挥的重要作用。
- 我们认为,过往制约多数央企金控估值水平的三大因素正边际转好: 1)信托业务风险方面,伴随地产新政陆续落地、行业转型推进,信托业风险敞口有望得到一定程度缓释,带动业绩修复,减少市场担忧情绪; 2)除子公司行业排名角度外,产业金融平台服务国家战略的重要意义将得到进一步重视,由纯市场化评估视角向结合国情、政策层面的新视角逐步切换; 3)金控平台原本受到一定估值折价,但今年以来"中特估"东风带来估值体系重塑,叠加国企改革激发活力,有望极大提升市场投资者对于"中字头"金融机构战略地位的重视程度,提升整体估值水平。

表10: 制约央企金控个股估值水平的因素正发生边际向好变化

| 过往制约估值因素 | 边际向好趋势彰显 |
|-------------|-------------------|
| ① 信托业务风险暴露 | 信托风险逐步出清,业绩有望修复 |
| ② 子公司排名相对靠后 | 服务国家战略,产业+金融重要性突出 |
| ③ 金控平台估值折价 | 乘借"中特估"东风,迎估值重塑 |

资料来源:安信证券研究中心整理

投资建议:

● 基于"中特估"仍有望是全年重要投资主线,产业+金融协同服务国家战略的重要意义日益凸显,央企金控基本面边际修复迹象有所显现,我们持续推荐核心产融平台。标的方面,我们重点推荐军工资产证券化加速、业绩显著改善、处于估值低位的【中航产融】,其叠加 "军工+央企+产融"概念,具备航空产业"链长"属性,拥有"看得清、摸得着、投得进"的能力,是深耕军工产业链的稀缺产融标的,目前估值低于1xPB,预计将充分受益于"中特估"提振、军工央企市场化转型推进、资产证券化率提升。此外,我们亦建议关注具备"央企+产融"属性、同样有望受益于"中特估"的【中油资本】、【中粮资本】、【五矿资本】等。

表11: 重点标的财务预测与估值水平

| 简称 | 代码 | EPS(元) | | BPS(元) | | PB (x) | |
|------|------------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 间不 | | 2022A | 2023E | 2022A | 2023E | 2022A | 2023E |
| 中航产融 | 600705. SH | 0. 19 | 0. 33 | 4. 52 | 4. 75 | 0.83 | 0.79 |
| 中油资本 | 000617. SZ | 0. 39 | 0.47 | 7. 56 | 7. 88 | 0. 96 | 0. 92 |
| 中粮资本 | 002423. SZ | 0. 26 | 0. 43 | 7. 95 | 8. 17 | 1. 00 | 0. 97 |
| 五矿资本 | 600390. SH | 0. 56 | 0. 63 | 10.74 | 10. 28 | 0. 50 | 0.52 |

资料来源:Wind,安信证券研究中心;注:关注个股预测数据采用 Wind 一致预期,截至 2023/6/26



风险提示:

- **市场行情大幅波动**:在国内外政治、经济等一系列因素作用下,市场情绪反复可能带来 行情大幅震荡,对多元金融板块造成一定冲击。
- "中特估"市场热度变化:自 2022 年 11 月"中特估"被首次提及以来,其主题行情历经了快速上涨与降温,后续市场风格与情绪的变化可能带来"中特估"行情的波动,进而影响央企金控个股表现。
- **金融监管潜在的不确定性:** 在新的金融监管机构体系之下,机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管将得到全面强化,监管环境变化的不确定性可能使得央企金控旗下金融子板块业务发展受到一定影响。



■ 行业评级体系 ■■■

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%:

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来6个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据,特此声明。

■本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司(以下简称"本公司")经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以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,并向本公司的客户发布。



■免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称"本公司")的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、 复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在 允许的范围内使用,并注明出处为"安信证券股份有限公司研究中心",且不得对本报告进 行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设,并采用适当的估值方法和模型得出的,由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性,估值结果和分析结论也存在局限性,请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址: 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编: 518026

上海市

地 址: 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编: 200080

北京市

地 址: 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编: 100034