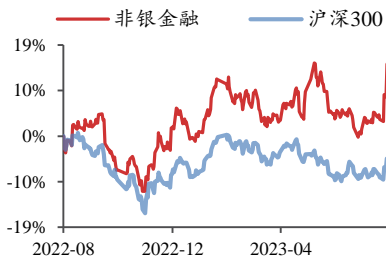


非银金融

2023 年 08 月 01 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业政策转向，积极增配券商—行业周报》-2023.7.30

《全面看多非银，政治局定调积极，首提活跃资本市场—7 月政治局会议非银板块点评》-2023.7.25

《券商龙头受减仓，保险板块持仓微幅回暖—2023Q2 基金非银重仓点评》-2023.7.25

政策转向驱动本轮券商行情，积极增配

——从复盘角度看本轮券商股机会

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tangguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

● 承活跃资本市场政策之东风，看好交易弹性和低估值标的

上周（2023 年 7 月 24 日-7 月 28 日）券商和保险板块整体上涨 12%，券商单日上涨 7.7%，市场关注度提升。我们认为本阶段具备历史 7 轮牛市启动的三大催化要素，本轮券商股面临的宏观环境、政策催化、估值水平等可对标 2012 年和 2019 年两段行情。后续关注活跃资本市场政策、稳增长宏观政策和交易量趋势。从周度券商板块 ADT 占比和券商板块换手率数据看，热度尚未见顶，市场预期差仍在。推荐金融信息服务商，同花顺、指南针；经纪业务弹性强的互联网券商有望领跑，推荐东方财富，受益标的财通证券、国信证券；看好综合优势突出、低估值的大券商，中信证券、华泰证券；推荐大财富管理标的，东方证券、兴业证券；建议关注兼具 beta 属性的保险股在市場上涨后半段表现，推荐中国太保，受益标的新华保险。

● 复盘历史 7 轮牛市行情，2012 年和 2019Q1 对当下择时选股具有借鉴意义

我们复盘 2004 年以来 7 轮券商股大级别行情特征归纳宏观环境（宏观经济触底或修复，流动性充裕或边际宽裕）、利好政策落地、行业估值处于近 5 年历史低位为三大核心催化因素，2012 年和 2019 年行情与当下时点具有相似性。**宏观环境处于触底回升阶段**，2012 年和 2019 年受欧债危机和中美贸易摩擦外部环境以及 GDP 增速放缓和房地产去杠杆趋势影响经济处于底部位置，但多轮降准降息下流动性充裕或边际宽裕，稳增长表态明确。2023 上半年宏观经济弱复苏，7 月 PMI 开始回升至 49.3，3 月和 6 月降准降息下上半年社融同比+9%超预期；**行业政策均有明确催化**，2012 年创新大会、2019 年股票质押纾困+注册制落地，7 月 24 日中央政治局首提“活跃资本市场”；**估值位于近 5 年低点**，历史两轮行情启动点处于 PB 估值近 5 年 5% 以下分位数，当前板块估值相对偏高，但机构持仓和头部券商估值仍处较低水平。

● 当下三大核心要素具备，关注活跃市场催化下具交易量弹性和低估值标的

当前阶段 PMI 逐步回升、流动性保持充裕，政治局稳经济定调明确，证监会“活跃资本市场”明确落实，且启动点估值和机构持仓处于历史低位，根据历史 7 轮牛市启动特征看，当下已具备三大核心催化因素，关注后续政策在投资端、融资端和交易端等多维度落地，利好券商 ROE 提升。同时关注券商 ADT 占比和日均换手率周度数据前瞻行情峰值。复盘 2019 年牛市个股表现和轮动情况发现，新股和次新股为代表的的小市值+低估值标的、政策驱动标的（2019 年股权质押和注册制下投行业务）、具有交易量弹性标的（金融信息服务商）具有超额收益，低估值和 ROE 稳健标的（中信证券、东方财富）跑赢行业平均，同时保险股在市場上涨后半段受益资产端催化有望补涨。

● **风险提示：**股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

目 录

1、当下 β 行情三大核心要素已现，关注活跃市场政策催化.....	3
2、复盘历史 7 轮行情，2012 年和 2019Q1 行情具借鉴意义.....	5
3、承活跃资本市场之东风，看好交易弹性和低估值标的.....	9
4、投资建议.....	10
5、风险提示.....	11

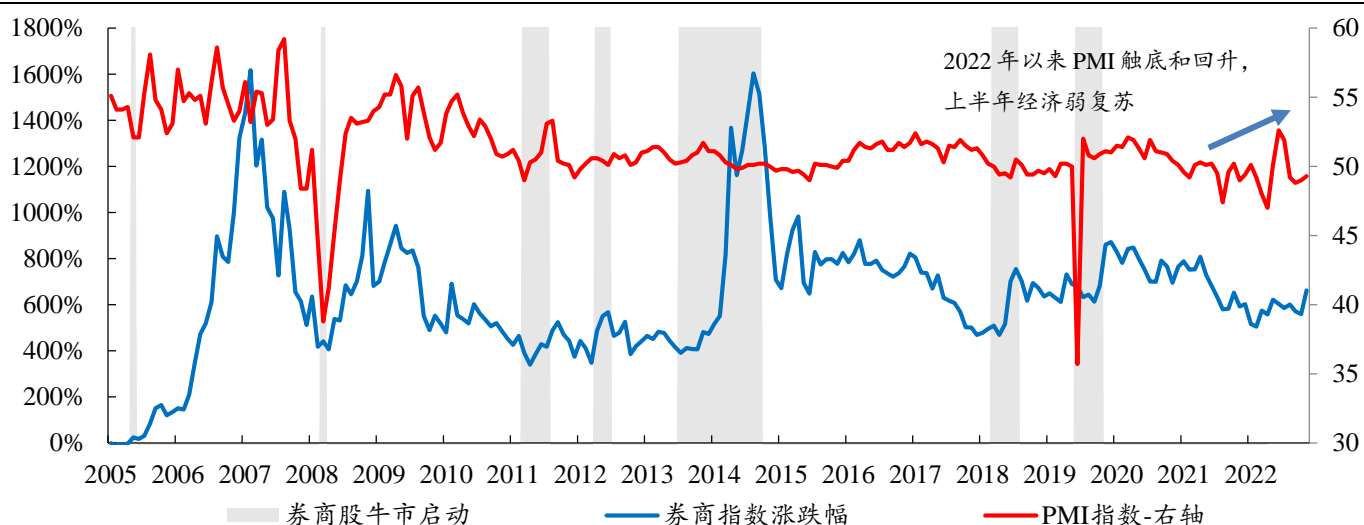
图表目录

图 1：复盘历史 7 轮券商股牛市处于 PMI 触底回升阶段，7 月经济触底修复 PMI 回升至 49.3.....	3
图 2：复盘历史 7 轮券商股牛市处于流动性宽松环境，6 月社融同比+9%超预期体现广义流动性宽松.....	3
图 3：截止 2023 年 7 月 24 日，券商板块/TOP6 券商 PB 估值位于 2013 年来 11%/4%分位数，处于历史低位.....	4
图 4：2023H1 券商持仓占比 0.79%，环比-0.31pct.....	4
图 5：多支券商股持仓处于历史低位.....	4
图 6：2012 年创新大会政策催化+低估值实现 49%超额收益，2013 年经济修复+基本面改善实现 58%超额收益.....	7
图 7：2018 年行情启动于社融触底与流动性释放+中美贸易摩擦下估值承压+股质风险缓解与科创板成立.....	7
图 8：券商板块交易量占全市场交易量比重（周度）历史峰值在 8-10%，上周交易占比 5.5%.....	8
图 9：券商板块日均换手率(周度)，历史峰值在 8%-10%，上周达到 3.1%.....	8
图 10：2019 年行情小市值+低估值新股和次新股先涨，政策驱动和金融信息服务商后涨，ROE 稳健标的抗跌.....	9
图 11：2019 年行情新股及次新股、交易量弹性的金融信息服务商、政策受益（股权质押）+低估值标的领跑.....	9
表 1：2023 年 7 月政治局会议首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”.....	4
表 2：我们复盘 2004 年来券商 7 轮行情，牛市预期（宏观经济、流动性）、估值、政策与基本面为三大核心因素.....	5
表 3：券商股多轮牛市起点估值位于 5% 以下，2020 年后券商板块整体估值中枢有所抬升.....	6
表 4：受益标的估值表.....	10

1、当下β行情三大核心要素已现，关注活跃市场政策催化

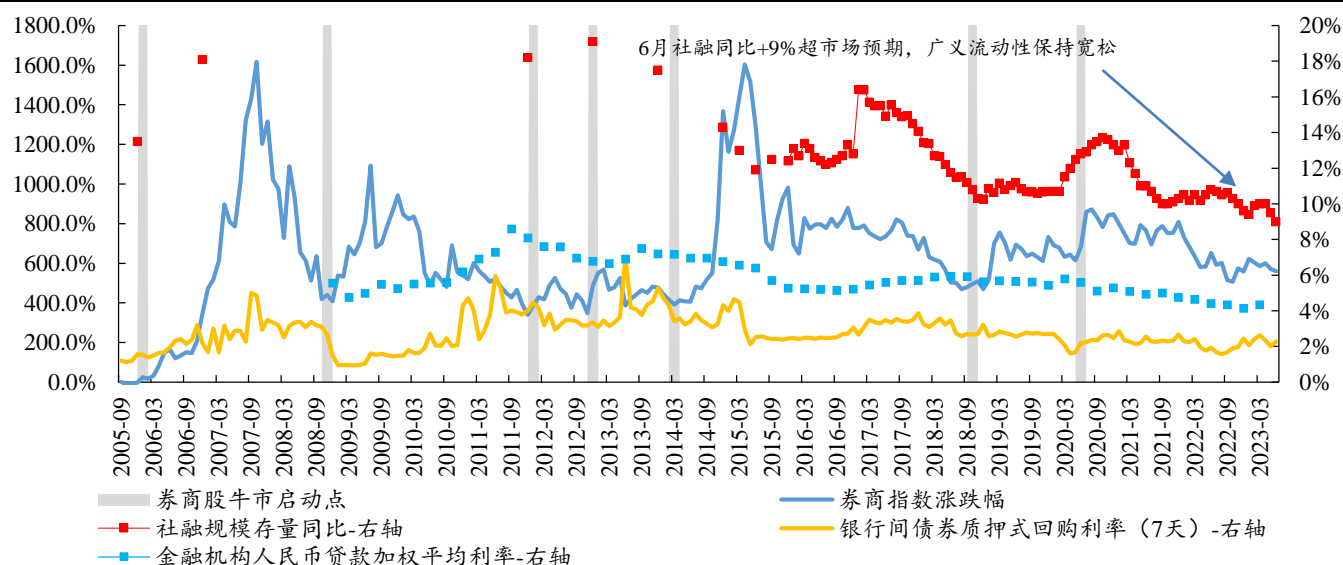
当前阶段券商股具备牛市三大要素，我们预计利好政策落地将带来业绩修复和估值回升。我们复盘券商股历史 7 轮牛市启动点具备处于牛市拐点预期、资本市场或券商行业利好政策出台，且板块处于低估值水平。截止 2023 年 7 月 28 日，当前三大核心催化已经具备：（1）**流动性保持充裕**，2023 年 3 月和 6 月先后降准和降息；7 月 24 日政治局会议积极定调稳经济，后续围绕地产、财政、货币等稳增长政策有望持续发力。（2）政治局会议首提“要活跃资本市场，提振投资者信心”，证监会表态会不折不扣落实。（3）**启动时点估值位于历史低位**，截止 7 月 24 日券商板块 PB 位于近 5 年 11%分位数，头部券商位于 4%分位数水平，机构持仓位于近 5 年的 5%分位数。

图1：复盘历史 7 轮券商股牛市处于 PMI 触底回升阶段，7 月经济触底修复 PMI 回升至 49.3



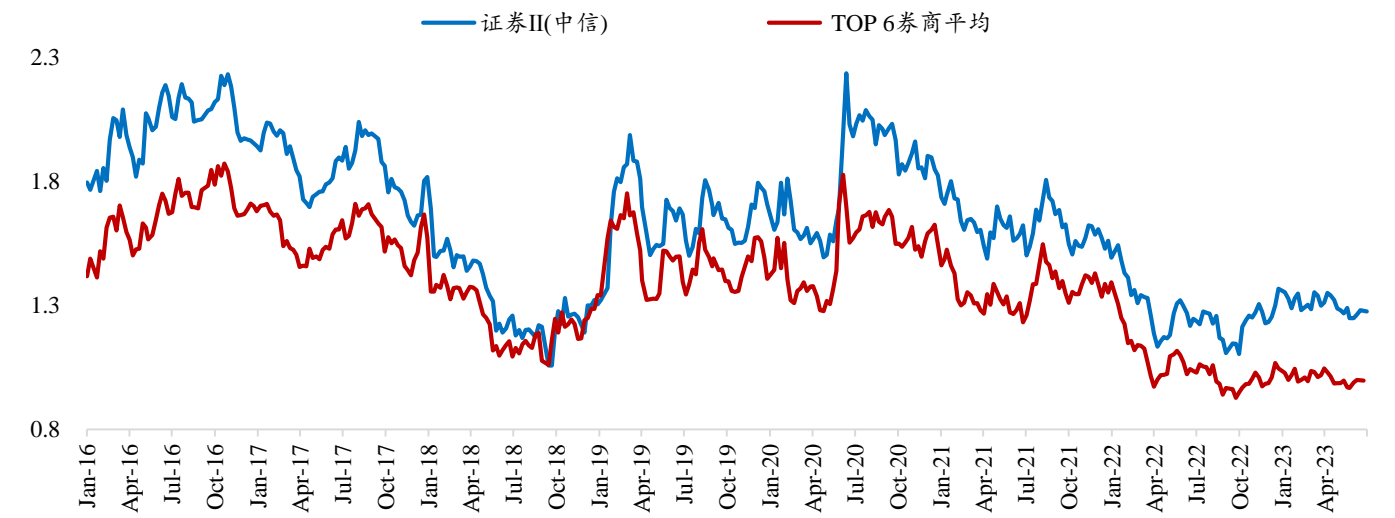
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：复盘历史 7 轮券商股牛市处于流动性宽松环境，6 月社融同比+9%超预期体现广义流动性宽松



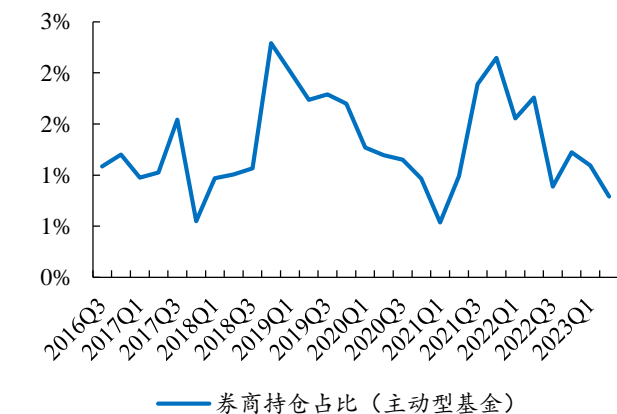
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截止 2023 年 7 月 24 日，券商板块/TOP6 券商 PB 估值位于 2013 年来 11%/4%分位数，处于历史低位



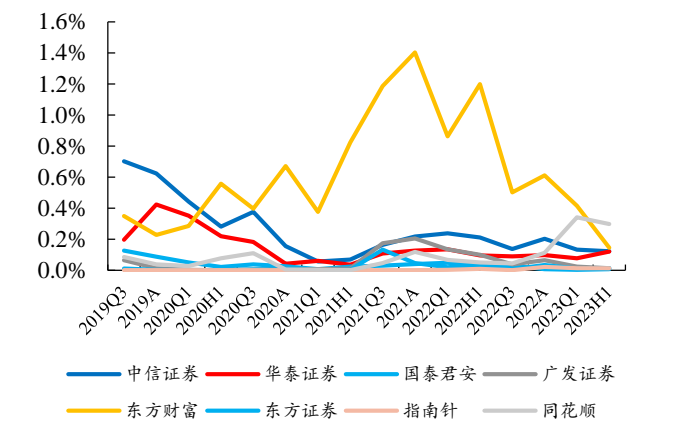
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023H1 券商持仓占比 0.79%，环比-0.31pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：多支券商股持仓处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

活跃资本市场政策有望在投资端、融资端、交易端等多维度落地。本次政治局会议是历史上首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，证监会在中期工作会议中提及将从投资端、融资端、交易端三维度提振市场信心，本次表态体现了资本市场对稳经济、提信心的重要作用，后续或有相关政策延续。

表1：2023 年 7 月政治局会议首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”

政治局时间	涉及资本市场表述
2023 年 7 月	要活跃资本市场，提振投资者信心。
2022 年 4 月	稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。
2020 年 7 月	要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。
2019 年 4 月	要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。
2018 年 10 月	围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。

资料来源：新华社、开源证券研究所

2、复盘历史 7 轮行情，2012 年和 2019Q1 行情具借鉴意义

宏观环境、资本市场和券商行业政策、行业估值是券商股大级别行情三大核心催化因素。我们复盘 2004 年以来 7 轮券商股涨幅超 45% 的大级别行情后发现，三大核心要素催化券商股行情级别与持续性。（1）**宏观环境**：宏观经济触底或复苏、流动性充裕或边际宽松，经济政策与数据向好，分子分母端改善带来股市反弹机会。如 2012 年、2014 年、2019 年 Q1 对应多轮降息降准政策，社融数据超预期。（2）**资本市场和券商行业政策催化**：2012 年创新大会、2019Q1 股票质押解除+全面注册制等。（3）**估值水平**：我们复盘多轮行情牛市启动点 PB 估值多位于近 5 年 5% 以下分位数。

表2：我们复盘 2004 年来券商 7 轮行情，牛市预期（宏观经济、流动性）、估值、政策与基本面为三大核心因素

关键词	启动日	顶峰	绝对涨幅	相对涨幅	宏观经济	流动性	PB 近 5 年分位数	行业政策与基本面
经济高速增长、资本市场大发展	2006/1/9	2007/10/16	1632%	1154%	起点：GDP 增速超 10% 且持续上行；	起点：流动性宽松（2005.3 降准 0.63%）；	22.8%	（1）2014 年“国九条”； （2）2005.4 股权分置改革； （3）2005.7 人民币汇改、机构投资者入市（公募；社保、QFII、险资）；
					拐点：增速回落，CPI 高位通胀	拐点：流动性收紧（2006 年 6 轮加息和升准）；	90.2%	海外金融危机
四万亿计划的板块跟涨	2008/11/5	2009/8/3	161%	20%	起点：4 万亿计划、地产下调首付比例；	起点：流动性宽松（3 轮降准、4 轮降息）；	1.2%	（1）机构投资者入市：社保加仓； （2）鼓励基金创新； （3）创业板落地； （4）两融业务开启试点；
					拐点：地产限购政策、上调首付比例；	拐点：流动性收紧（2011 年上半年继续加息 2 次，升准 6 次）；	66.7%	2010 年初地产限购政策、上调首付比例
创新大会政策预期	2012/1/6	2012/6/1	49%	37%	起点：PMI 回升预期修复；	起点：央行 2011 年 12 月暂停发行三年期央票，下调存款准备金率 0.5%，2012 年 2 月和 5 月各下调 0.5%；	0.4%	（1）2012.1 降低风控指标； （2）2012.4 解决新股“三高”问； （3）2012.5 创新大会
					拐点：GDP 改善不及预期		17.3%	基本面不及预期，2012 年板块净利润 YOY 始终为负
创新业务业绩兑现	2012/12/4	2013/2/7	58%	33%	起点：经济复苏期（2012Q4 GDP 增速上行）；	起点：流动性宽松（持续降息、调整金融机构利率浮动区间）；	0.3%	资管业务和两融业务创收提高基本面
					拐点：CPI 回升 3% 以上	拐点：CPI 升高，流动性收紧预期	42.3%	

产生：

杠杆牛行 情+互联 网券商	2014/3/21	2015/4/22	284%	146%	起点：PMI 触底预期回升；	起点：2013 年末长端利率高位，预期流动性宽松；	4.2%	(1) 新国九条； (2) 杠杆资金入市（两融、券商融资、场外配资）； (3) 机构投资者快速发展；沪港通；证券公司开户限制放开；
					拐点：CPI 相对升高	拐点：流动性持续收紧	100.0%	2015.6.12 两融业务受限，场外配资受限
流动性宽 松驱动估 值修复	2018/10/19	2019/4/4	85%	44%	起点：10 月初社融触底；	起点：流动性宽松预期（10 月央行宣布降准 1%，2018 年起多次降准）；	0.4%	(1) A 股纳入富时罗素新兴市场指数； (2) QFII 额度提高至 3000 亿；外资参与 A 股投资范围扩充。
					-	拐点：流动性收紧预期（2019 年 3 月金融数据超预期）	56.3%	中美贸易摩擦下的不确定性
经济复 苏、银行 合并、财 富管理	2020/6/18	2020/7/9	45%	26%	起点：疫情控制下宏观经济 2020Q1 修复；	起点：流动性宽松（2020 年 6 次降准降息）；	18.8%	(1) 银行合并预期；监管股利机构投资者入市； (2) 公募基金投资范围和渠道扩大； (3) 资本市场加速开放；创业板注册制；大财富管理赛道
					拐点：经济仍在持续修复上行，板块行情提前结束	拐点：流动性相对充裕（长端利率 2.96% 仍在上行）；	90.6%	疫情修复；美联储加息；俄乌冲突

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：板块相对收益率基于沪深 300 测算

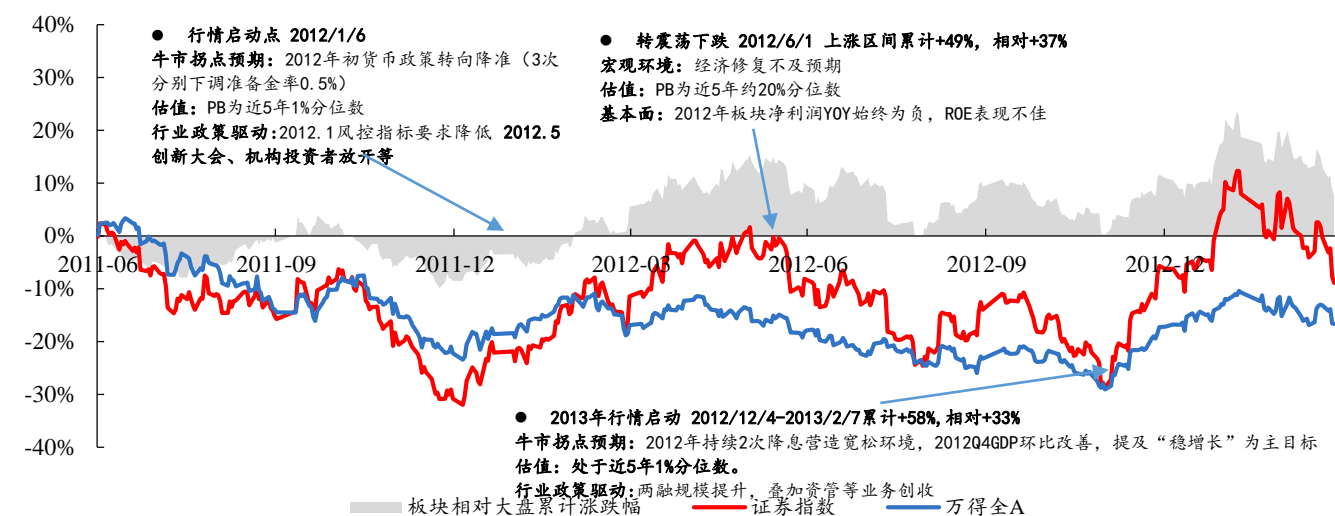
表3：券商股多轮牛市起点估值位于 5% 以下，2020 年后券商板块整体估值中枢有所抬升

牛熊行情节点				PB 估值		PB 估值近 5 年分位数(%)	
起点	顶点	起跌点	终点	起点	顶点	起点	顶点
2006/1/9	2007/10/16	2008/1/15	2008/11/5	2.99	10.60	22.8%	90%
2008/11/5	2009/8/3	2010/4/16	2012/1/10	2.18	5.25	1.2%	67%
2012/1/6	2012/6/1	2012/6/21	2012/12/3	1.55	2.11	0.4%	17%
2012/12/4	2013/2/7	2013/5/30	2013/7/24	1.53	2.35	0.3%	42%
2014/3/21	2015/4/22	2015/6/9	2015/8/26	1.62	5.01	4.2%	100%
2018/10/19	2019/4/4	2019/4/22	2019/5/31	1.05	1.88	0.4%	56%
2020/6/18	2020/7/9	2022/1/6	2022/6/14	1.43	2.06	18.8%	91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

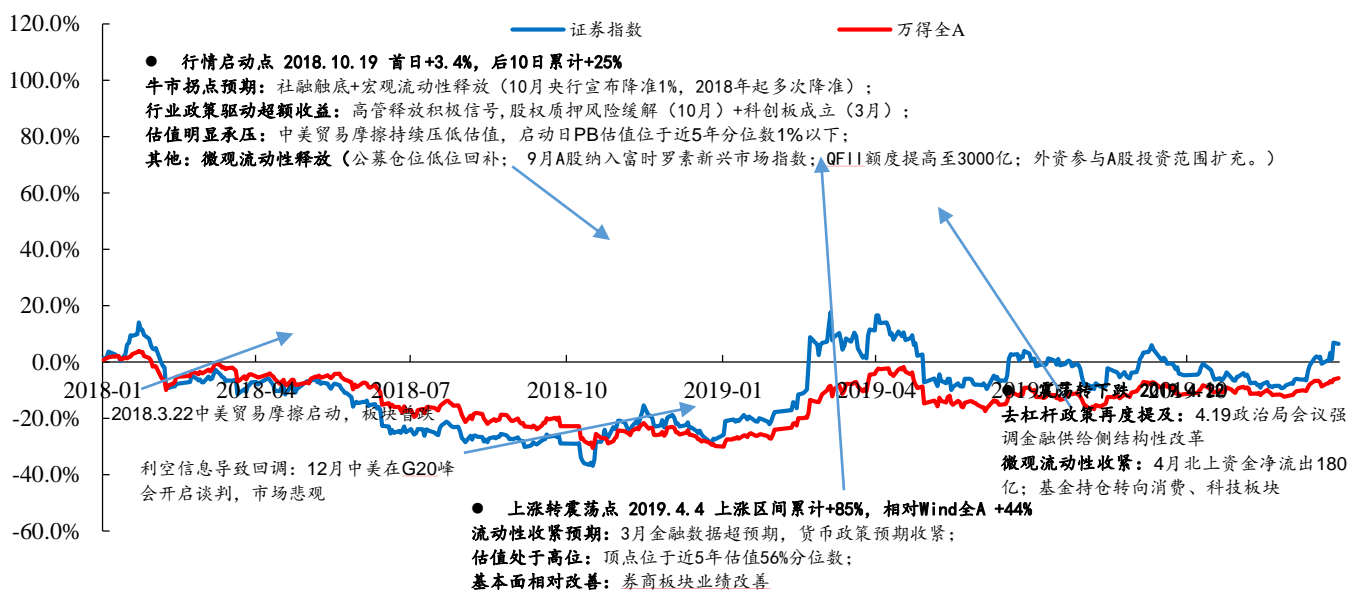
2012 年和 2019 年两轮行情对于当前时点具有较强借鉴意义。(1) 宏观环境：2012 年和 2019 年经济处于底部位置，流动性边际宽裕，稳增长表态明确。两轮启动点外部受全球欧债危机、中美贸易摩擦干扰，国内 GDP 增速放缓以及地产去杠杆明确，同时均多轮降准保持流动性宽裕。(2) 行业政策：政策催化明确。2012 年证监会积极推动资本市场改革，5 月创新大会为券商带来资管等增量业务。2018 年 10 月股票质押出台纾困政策，10 月底政治局会议提到规范制度和激发活力，11 月科创板试点注册制拉开注册制大幕。本轮政治局会议表态，政策站位高，后续活跃资本市场政策值得期待。(3) 行业估值：PB 位于近 5 年 5% 以下分位数。2020 年以来券商股估值抬升后板块牛市启动点估值水位较此前偏高，但当前机构持仓和头部券商估值基本处于较低水平。

图6：2012 年创新大会政策催化+低估值实现 49%超额收益，2013 年经济修复+基本面改善实现 58%超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

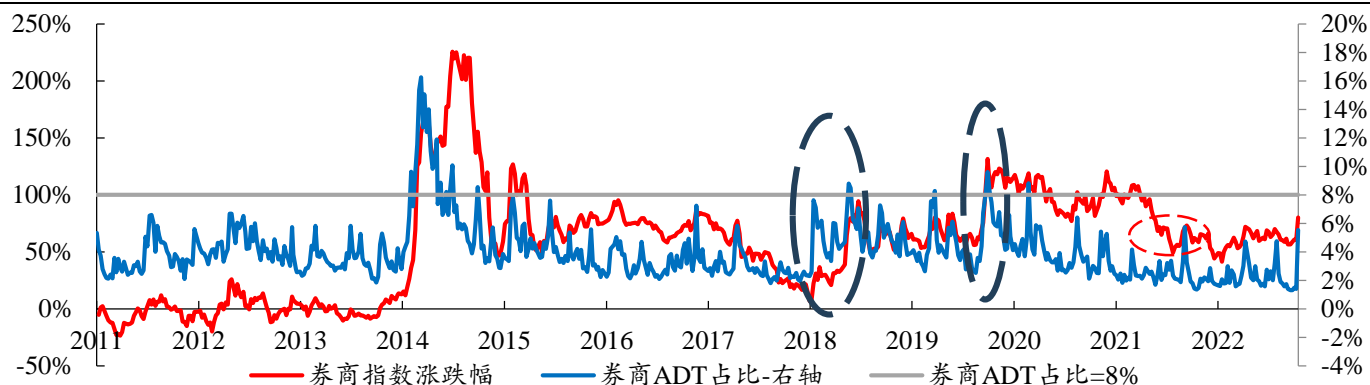
图7：2018 年行情启动于社融触底与流动性释放+中美贸易摩擦下估值承压+股质风险缓解与科创板成立



数据来源：Wind、开源证券研究所

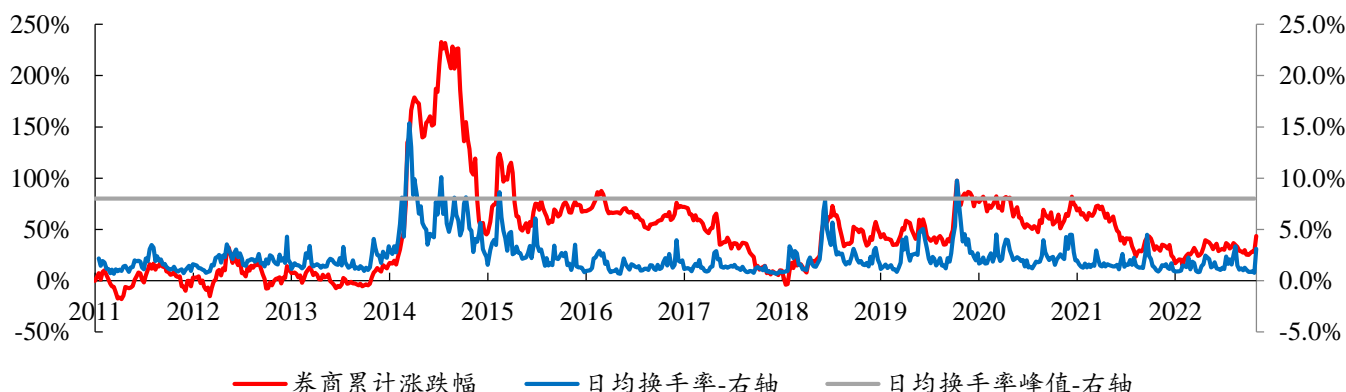
关注券商 ADT 占比和日均换手率具前瞻性指标，当前点位离峰值仍有空间。(1) 我们复盘历史牛市阶段 50 只券商股（含纯券商和参股券商）ADT（周度）占全 A 交易额周度占比发现，ADT 占比代表短期交易表现，占比较高代表短期交易过热，较券商股涨幅更早见顶。8-10% 为 2018 年以来行情峰值，上周（2023 年 7 月 24 日-7 月 28 日，下文同）ADT 占比为 5.5%。(2) 日均换手率（周度）历史峰值为 8%-10%，上周为 3.1%，距离峰值仍有空间。

图8：券商板块交易量占全市场交易量比重（周度）历史峰值在 8-10%，上周交易占比 5.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：券商板块日均换手率(周度)，历史峰值在 8%-10%，上周达到 3.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、承活跃资本市场之东风，看好交易弹性和低估值标的

复盘 2019 年牛市个股表现和轮动情况，低估值、政策驱动标的、交易弹性仍性顺应当下选股逻辑。（1）小市值和低估值的新股、次新股先行领涨，如天风证券、长城证券、中信建投；（2）受益交易量弹性的金融信息服务商跟涨，如同花顺和大智慧在 2019/1/31-2019/4/4 大幅跑赢行业，东方财富全周期表现稳定，涨幅 88% 跑赢行业平均水平；（3）政策受益+低估值标的跟涨，ROE 稳健标的抗跌。如中信建投、中信证券、华泰证券、海通证券。

图10：2019 年行情小市值+低估值新股和次新股先涨，政策驱动和金融信息服务商后涨，ROE 稳健标的抗跌

类别	上涨阶段				震荡阶段				下跌阶段											
	2018/10/19-2018/11/19	2018/11/19-2018/12/27	2018/12/27-2019/1/31	2019/1/31-2019/4/4	2019/4/4-2019/4/9	2019/4/9-2019/4/16	2019/4/16-2019/4/22	2019/4/22-2019/4/26	2019/4/26-2019/5/10	2019/5/10-2019/5/31	2019/5/31-2019/5/31									
涨幅TOP10	天风证券	333.5	中国人保	13.7	华林证券	139.2	大智慧	236.7	电投产融	10.0	电投产融	53.2	湘财股份	7.8	中信建投	15.0	湘财股份	23.7	大众公司	19.8
	九鼎投资	136.9	友邦保险	-1.4	中信建投	34.7	同花顺	188.9	新华保险	6.7	经纬纺机	13.6	东兴证券	7.2	哈投股份	14.1	九鼎投资	13.7	天风证券	17.4
	长城证券	107.0	中国财险	-4.0	中信建投	31.4	银之杰	155.9	银之杰	5.4	天茂集团	10.1	华创阳安	6.5	东兴证券	8.6	华创阳安	11.7	中国人保	13.5
	大众公司	99.0	中国人寿	-4.1	华泰证券	21.8	华创阳安	150.7	锦龙股份	4.9	华茂股份	7.8	中国太保 (H)	5.9	东北证券	1.2	长江证券	6.9	中信建投	12.6
	哈投股份	86.6	电投产融	-4.5	方正证券	20.0	中信建投	128.4	中国太平	4.6	西南证券	6.9	中国太保	5.3	国泰君安	1.2	方正证券	0.6	方正证券	10.8
	国海证券	82.9	中金公司	-4.8	中信证券	19.0	哈投股份	112.3	方正证券	4.5	爱建集团	5.5	天茂集团	5.0	长江证券	0.4	亚夏集团	0.6	华创阳安	10.8
	中信建投	66.2	东莞控股	-5.3	海通证券	18.7	陕国投A	105.9	越秀金控	4.4	中国平安	5.5	中国财险 (H)	4.8	中航资本	0.3	西南证券	0.0	长城证券	8.1
	钱江水利	62.9	招商证券	-6.5	中国人寿	17.9	华鑫股份	96.2	同花顺	3.9	五矿资本	4.6	越秀金控	4.3	友邦保险	0.3	友邦保险	-2.4	同花顺	7.5
	国投资本	61.3	国泰君安	-7.3	中国银河	16.4	中国银河	94.4	中山公用	3.4	中国太保	4.3	中信建投	4.2	中国人寿	0.0	中国平安	-2.4	四川双马	7.3
	南京证券	60.9	国泰君安	-7.3	海通证券	16.3	财通证券	93.7	东莞控股	3.2	中油资本	3.8	中国平安	4.0	国泰君安国际	0.0	中国平安	-3.6	中国太保	7.2
证券指数	34.1	-13.0	10.0	49.7	-2.2	-2.6	-0.1	-3.4	-9.9	0.5										
涨幅BOTTOMS	新华保险 (H)	-0.4	东方证券	-22.2	钱江水利	-15.0	中国信达	12.0	中航产融	-5.5	大智慧	-9.1	国联证券 (H)	-4.2	同花顺	-11.5	天风证券	-16.2	海通证券 (H)	-9.0
	中国人寿 (H)	-0.6	ST安信	-22.5	大众公用	-17.8	国泰君安	10.9	钱江水利	-5.5	国联证券 (H)	-9.6	华鑫股份	-4.4	中安集团	-11.8	ST安信	-16.8	银之杰	-9.2
	中国太保 (H)	-6.9	哈投股份	-25.8	九鼎投资	-21.4	广发证券	6.9	浙商证券	-6.0	国鑫金控	-10.2	大智慧	-4.4	华林证券	-12.9	哈投股份	-17.4	泰君安国际 (H)	-10.5
	中国财险 (H)	-8.1	经纬纺机	-28.2	中天金融	-34.9	中国人民保险集团	5.9	大智慧	-6.5	华创阳安	-12.8	爱建集团	-5.6	ST安信	-13.0	中信建投	-19.2	国泰君安 (H)	-10.7
	经纬纺机	-20.1	钱江水利	-29.0	兴证国际	-39.1	兴证国际	2.8	哈投股份	-8.7	同花顺	-17.3	中油资本	-6.0	电投产融	-23.0	大智慧	-33.1	湘财股份	-22.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：本图表数据取自 106 只非银标的涨幅表现轮动情况。

图11：2019 年行情新股及次新股、交易量弹性的金融信息服务商、政策受益（股权质押）+低估值标的领跑

特征	代码	简称	上涨区间涨跌幅	上涨区间相对涨幅	全周期涨跌幅	自由流通市值 (亿元)	PB	PB分位数 (启动点)	PB分位数 (板块顶点)	股权质押收入占比	2018年ROE	2019Q1年化ROE
次新股	601162.SH	天风证券	514%	285%	416%	13	1.2	0.0%	91.8%	9%	2.6%	4.2%
新股	002945.SZ	华林证券	314%	155%	226%	14	3.5	0.0%	57.8%	3%	8.8%	8.1%
次新股+投行优势	601066.SH	中信建投	304%	263%	260%	27	1.2	1.6%	94.7%	8%	6.8%	12.3%
互联网券商	300033.SZ	同花顺	290%	250%	177%	59	6.2	0.8%	99.6%		20.2%	12.3%
互联网券商	601519.SH	大智慧	248%	208%	107%	24	4.9	0.5%	97.9%		7.7%	-1.9%
次新股+业绩改善	002939.SZ	长城证券	142%	34%	107%	28	1.9	0.0%	78.9%	3%	4.0%	7.0%
低估值+股票质押改善	601881.SH	中国银河	140%	99%	71%	75	1.0	0.8%	88.8%	24%	4.4%	9.2%
	601555.SH	东吴证券	139%	98%	95%	115	0.8	0.7%	83.6%	18%	1.8%	11.9%
	000750.SZ	国海证券	121%	81%	74%	81	0.9	0.7%	89.8%	23%	0.5%	7.3%
	601990.SH	南京证券	119%	78%	71%	19	1.8	1.5%	98.7%	11%	2.3%	7.9%
低估值+小市值+业绩反转	601099.SH	太平洋	116%	75%	76%	120	1.2	0.7%	87.8%	117%	-12.0%	13.8%
	601878.SH	浙商证券	114%	73%	54%	72	1.5	0.6%	66.7%	9%	5.4%	7.8%
	000686.SZ	东北证券	114%	73%	68%	71	0.8	0.7%	89.9%	6%	2.0%	14.9%
	601108.SH	财通证券	110%	69%	55%	25	1.3	0.6%	77.4%	7%	4.1%	7.9%
低估值+股票质押改善	002736.SZ	国信证券	107%	67%	76%	140	1.2	0.1%	70.3%	21%	6.7%	14.1%
低估值	600109.SH	国金证券	107%	67%	57%	131	1.0	0.7%	73.3%	6%	5.3%	8.1%
低估值+股票质押改善	600837.SH	海通证券	106%	65%	58%	623	0.8	0.8%	89.2%	18%	4.4%	12.5%
低估值+小市值+业绩反转	002500.SZ	山西证券	104%	64%	63%	75	1.2	0.4%	76.4%	2%	1.8%	8.3%
	000728.SZ	国元证券	104%	64%	65%	106	0.8	0.5%	68.1%	21%	2.7%	6.8%
	601377.SH	兴业证券	102%	61%	58%	188	0.8	0.7%	82.3%	22%	0.4%	12.0%
	000783.SZ	长江证券	100%	59%	73%	168	0.9	0.5%	68.1%	18%	1.0%	11.4%
	600369.SH	西南证券	98%	58%	59%	81	0.9	0.7%	82.1%	3%	1.2%	8.8%
	002797.SZ	第一创业	94%	53%	48%	42	1.7	0.2%	57.8%	9%	1.4%	13.0%
	601375.SH	中原证券	90%	49%	49%	82	1.3	0.1%	64.2%	14%	0.7%	7.3%
	600909.SH	华安证券	89%	48%	48%	78	1.3	0.3%	66.6%	16%	4.5%	15.0%
	300059.SZ	东方财富	88%	47%	39%	418	4.3	13.7%	96.3%	7%	6.3%	9.1%
	600030.SH	中信证券	75%	35%	36%	1,202	1.2	0.8%	99.6%	9%	6.2%	11.0%
低估值+ROE稳定	601688.SH	华泰证券	73%	32%	36%	474	1.3	1.5%	96.3%	15%	5.3%	10.6%
低估值+业绩改善	600958.SH	东方证券	64%	23%	32%	271	1.1	5.8%	58.6%	16%	2.4%	9.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议

承活跃资本市场东风，看好交易弹性和低估值标的。上周（2023 年 7 月 24 日-7 月 28 日）券商和保险板块整体上涨 12%，券商单日上涨 7.7%，市场关注度提升。我们认为本阶段具备历史 7 轮牛市启动的三大催化要素，本轮券商股面临的宏观环境、政策催化、估值水平等可对标 2012 年和 2019 年两段行情，后续关注活跃资本市场政策、稳增长宏观政策和交易量趋势。从周度券商板块 ADT 占比和券商板块换手率数据看，热度尚未见顶，市场预期差仍在。金融信息服务和经纪业务弹性强的互联网券商有望领跑，看好综合优势突出、低估值的大券商，建议关注保险板块在市场上涨后半段表现。

受益标的：

（1）**推荐金融信息服务商：**同花顺，指南针。2C 金融信息服务是主业，收入贡献高，充分受益于交易量弹性，增值电信业务现金流长期增速优于券商佣金收入（佣金率在持续下降）。

（2）**看好经纪业务占比高且有一定成长性的标的：**推荐标的东方财富，受益标的财通证券、国信证券。

（3）**低估值龙头券商：**中信证券和华泰证券。

（4）**大财富管理标的：**东方证券和兴业证券。

（5）**看好兼具 beta 属性的保险股机会：**推荐供给侧转型领先、成长性较强的中国太保，受益标的新华保险（负债端和权益端弹性较强）。

表4：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2023/7/31	2022	2023E	2024E	2022	2023E	
601318.SH	中国平安	52.60	4.80	8.74	10.19	10.96	5.16	买入
601601.SH	中国太保	29.90	2.56	2.90	3.20	11.68	9.34	买入
601628.SH	中国人寿	36.67	1.14	1.90	2.10	32.17	17.46	买入
300059.SZ	东方财富	16.08	0.65	0.73	0.91	24.74	17.67	买入
000776.SZ	广发证券	16.38	1.02	1.29	1.69	16.06	9.69	买入
600958.SH	东方证券	10.80	0.35	0.60	0.77	30.86	14.03	买入
601377.SH	兴业证券	6.97	0.35	0.45	0.52	19.91	13.40	买入
601688.SH	华泰证券	16.96	1.42	1.68	2.02	11.94	8.40	买入
600030.SH	中信证券	24.10	1.42	1.72	1.93	16.97	12.49	买入
300803.SZ	指南针	57.00	0.83	1.27	1.46	68.67	39.02	买入
300033.SZ	同花顺	189.00	3.15	3.86	4.70	60.00	40.21	买入
601108.SH	财通证券	8.34	0.36	0.45	0.49	22.87	16.90	未评级
002736.SZ	国信证券	9.69	0.69	0.83	0.94	14.06	10.28	未评级
601336.SH	新华保险	45.42	2.67	4.80	5.58	17.03	8.14	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述财通证券、国信证券、新华保险 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

5、风险提示

- 股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；
- 保险负债端增长不及预期；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn