

非银金融行业点评报告

印花税减半征收，证券交易端迎重大利好

增持（维持）

2023年08月27日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

投资要点

事件：2023年8月27日，财政部公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。同日，证监会宣布自9月8日起将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此外，限制减持、平衡一二级市场等政策也陆续落地。

■ **复盘历史经验，减征印花税短期内有望激活市场：**调降印花税的主要政策目标是维系证券市场宏观稳定，促进市场交易活跃度提升。从1990年至今，A股证券交易印花税历经7次下调。从历次调整征收的政策效果来看，减征印花税后市场反应较为迅速直接，短期内（一般为1-2周）政策具有提振市场信心和交易活跃度的刺激效应。以最近一次调降印花税为例，2008年9月19日证券交易印花税由双边征收改为单边征收，当日指数大幅上涨，上证、深证分别+9.46%、+9.00%。

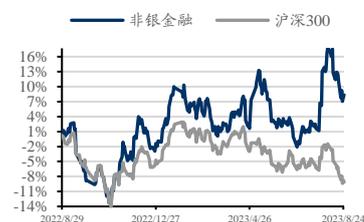
■ **减征印花税充分让利市场，投资者获得感有望提升：**根据2022年全年市场A股成交额（224万亿元）测算，预计此次减征印花税将每年向市场让利1,119亿元，全市场投资者交易手续费预计将下降30%。预计伴随制度性交易成本下降，市场活力有望进一步得到激发。

■ **利好频频落地，政策定力值得期待：**从中央提出“活跃资本市场，提振投资者信心”开始，监管积极作为，出台了一批建设性的措施，包括转融资利率的优化、结算备付金比例下调、证券交易经手费下调、阶段性收紧IPO节奏、降低融资融券保证金比例、规范股东减持行为等，这一系列政策都在边际上改善了市场交易活跃度。与此同时，监管层也在广泛征求活跃资本市场意见，政策的持续性已逐步印证。因此，我们有理由相信当前仍处于政策窗口期的初期，未来围绕投资端、融资端、交易端的改革力度仍然值得期待。

■ **投资建议：**1) **券商：**当前阶段证券板块基本面及政策面均有支撑，政治局会议定调“活跃资本市场，提振投资者信心”，投资端、融资端、交易端改革快马加鞭，后续政策力度依旧值得期待。从估值角度来看，截至2023年8月25日，证券板块估值1.31xPB，历史分位数7.85%，具备较高的性价比及安全边际，看好板块行情持续性，建议配置头部券商或低位券商：①投资端改革深化背景下，财富管理市场受益，首推零售券商龙头【东方财富】。②行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司(H)】，建议关注【华泰证券】。2) **保险：**看好权益市场修复，保险资产端将受益，重点推荐【新华保险】、【中国人寿】。

■ **风险提示：**1) 市场交投活跃度持续下滑；2) 政策效果不及预期。

行业走势



相关研究

《上市险企7月保费数据点评：寿险保费涨势延续，财险保费增速回落》

2023-08-21

《政策密集期，继续看好非银板块》

2023-08-20

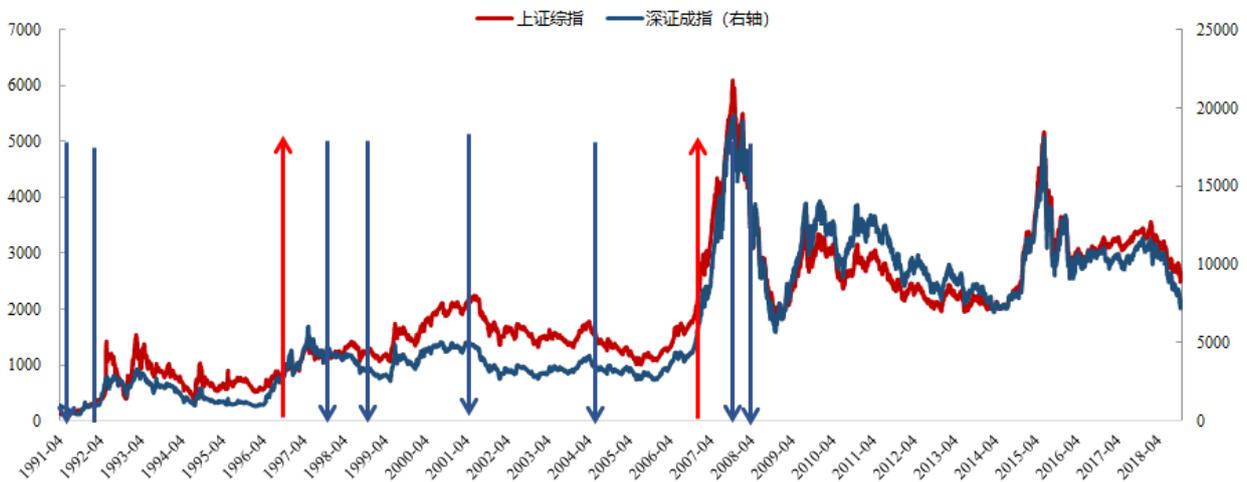
图1: 历次交易印花税调整情况及市场影响

调整时间	税率水平		征收方式	变化	指数变化情况 (%)					影响
	深市	沪市			当日	3天内	1周内	1月内	半年内	
1990/6/28	6‰	-	卖方	-	-	-	-	-	-	-
1990/11/23	6‰	-	买卖双方	-	-	-	-	-	-	-
1991/10/10	3‰	3‰	买卖双方	下调	1.0	2.9	6.0	22.3	66.4	显著上涨
1992/6/12	3‰	3‰	买卖双方 (国税总局发文)	-	-	-	-	-	-	-
1997/5/12	5‰	5‰	买卖双方	上调	2.3	-3.4	-8.4	-16.8	-15.3	显著下跌
1998/6/12	4‰	4‰	买卖双方	下调	2.6	0.1	3.4	1.0	-7.5	无明显变化
1999/6/1	3‰	3‰	买卖双方 (仅针对B股)	下调B股	2.5	-0.9	5.0	51.4	11.8	1月内显著上涨
2001/11/6	2‰	2‰	买卖双方	下调	-0.5	-4.4	-3.8	3.9	-7.1	无明显变化
2005/1/23	1‰	1‰	买卖双方	下调	1.7	0.6	-3.5	6.1	-13.3	1月内上涨
2007/5/30	3‰	3‰	买卖双方	上调	-6.5	-7.7	-12.9	-11.9	28.1	短期显著下跌
2008/4/24	1‰	1‰	买卖双方	下调	9.3	6.0	12.7	5.9	-26.6	短期显著上涨
2008/9/19	1‰	1‰	卖方	改为单边	9.5	16.1	21.0	1.8	3.1	短期显著上涨

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 指数选用上证综指, 其中第7次选用上证B指。

图2: 历次印花税调整对股市行情影响概览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 蓝色为下调税率, 红色为上调税率。

图3: 上市券商估值情况概览

券商名称 (亿元)	总市值	2022归母净资产	PB (LF)	2022杠杆率 (剔除客户资金)	2022 ROE	
1	中信证券	3,472	2,531	1.38	4.06	9.22%
2	东方财富	2,504	652	3.65	2.23	15.58%
3	中金公司	2,083	992	2.48	5.61	8.28%
4	中信建投	1,998	932	2.91	4.30	8.68%
5	华泰证券	1,529	1,651	1.06	4.20	7.05%
6	国泰君安	1,331	1,577	0.95	4.82	7.55%
7	海通证券	1,322	1,646	0.80	3.88	3.99%
8	中国银河	1,273	1,026	1.39	4.83	7.70%
9	招商证券	1,258	1,152	1.25	4.39	7.09%
10	申万宏源	1,164	950	1.20	5.40	2.93%
11	广发证券	1,163	1,201	1.07	3.99	6.99%
12	国信证券	919	1,069	1.18	3.13	5.97%
13	东方证券	875	774	1.20	3.17	4.25%
14	光大证券	799	640	1.43	2.96	5.23%
15	首创证券	691	121	5.80	2.83	5.08%
16	信达证券	679	137	4.13	3.37	9.39%
17	方正证券	600	430	1.35	3.51	5.09%
18	兴业证券	571	523	1.07	3.33	5.64%
19	中泰证券	530	382	1.46	3.57	1.60%
20	华林证券	440	64	6.88	1.91	7.36%
21	东吴证券	430	380	1.10	2.69	4.62%
22	浙商证券	407	261	1.60	4.45	6.62%
23	财通证券	385	330	1.16	3.19	5.22%
24	红塔证券	384	229	1.68	1.85	0.17%
25	国金证券	364	311	1.14	2.57	4.31%
26	长城证券	349	276	1.25	2.79	3.81%
27	长江证券	346	307	1.15	3.84	4.90%
28	中银证券	317	164	1.91	2.61	5.03%
29	国联证券	310	168	1.75	3.79	4.63%
30	南京证券	309	165	1.84	2.42	3.92%
31	国元证券	308	329	0.91	3.10	5.31%
32	西部证券	308	270	1.12	3.01	1.58%
33	天风证券	306	231	1.29	3.85	-6.26%
34	西南证券	289	249	1.14	2.70	1.23%
35	太平洋	288	92	3.07	1.11	-4.85%
36	财达证券	278	111	2.49	2.88	2.71%
37	东兴证券	277	261	1.04	3.28	1.96%
38	第一创业	257	146	1.74	2.72	2.76%
39	华安证券	243	201	1.24	2.83	5.97%
40	华西证券	232	224	1.02	3.17	1.89%
41	山西证券	231	174	1.33	3.69	3.32%
42	国海证券	209	186	1.11	3.05	1.34%
43	中原证券	195	138	1.41	2.79	0.78%
44	东北证券	188	180	1.03	3.25	1.28%
合计	32,410	23,834	1.31	3.34	5.96%	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (截至 2023 年 8 月 25 日)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>