

证券研究报告

2024年01月25日

行业报告 | 行业深度研究

证券

万事俱备，静待东风——券商2024年度策略

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

上市券商整体业绩小幅回暖，自营贡献最大增量

- 1) 23年上市券商整体收入和利润水平小幅回暖，ROE水平略有下降：2023年前三季度，上市券商调整后营业收入同比+5.9%；归母净利润同比+6.2%；上市券商平均年化ROE6.2%，较22年同期下降0.1Pct；
- 2) 自营业务贡献业绩主要增量，投行和信用业务收入拖累整体业绩：2023年前三季度，自营、投行、信用业务收入同比增速分别为+69.9%、-18.5%和-22.1%，投行、信用业务拖累整体营收，自营是业绩增长主要驱动力。

基本面政策红利叠加内外外部风险化解，有望推动券商板块估值修复

- 1) 本轮政策具有顶层设计、脉络清晰、执行有序三大特点，有望推动券商板块估值修复：本轮政策周期始于2023年7月24日政治局会议关于“活跃资本市场、提振投资者信心”的顶层表态；后续相关部门依照会议精神，以“讨论一项、成熟一项、推出一项”的态度，全力贯彻落实顶层设计要求；
- 2) 内部风险有序化解，居民侧消费意愿和企业侧投资意愿均有所回升：2023年10月社会消费品零售总额同比增速为7.6%，居民侧消费意愿有所回升；2023年前三季度新增企业中长期贷款较22年同期同比+37.3%，企业扩张意愿有所回升；
- 3) 外部环境趋于平稳，中美关系缓和、美联储加息周期尾声将近：中美高层首脑会晤为中美关系的健康稳定指明了明确的方向；美联储加息周期处于尾声。

资本市场或将成为下一个居民财富的蓄水池，建议关注兼具业绩高弹性（经纪+两融业务占比高）和重组预期的券商

- 1) 从顶层设计的角度而言，资本市场或将取代房地产成为下一个居民财富蓄水池：从此轮政策的设计框架而言，政策着力有望将资本市场打造成下一个居民财富的蓄水池；
- 2) 政策红利逐步兑现，预计经纪+两融业务占比高的券商业绩弹性更足：市场尚未兑现政策红利，看好未来交投活跃度的持续提升，建议关注经纪+两融业务占比较高的方正证券/中国银河/光大证券；
- 3) 政策边际变化之下，重点关注具有重组预期的券商：政策重提支持券商行业兼并重组，建议关注具有重组预期的证券公司。

风险提示：政策效果不及预期、资本市场大幅震荡、证券市场持续低迷、兼并重组存在不确定性。

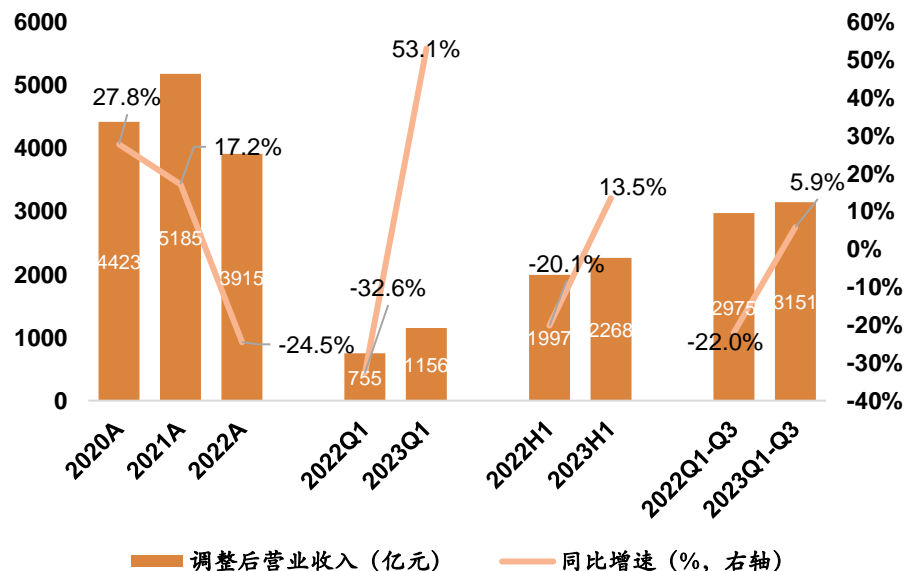
1

2023年回顾：整体业绩小幅回暖，自营贡献最大增量

1.1 收入及利润：23年内有所回暖，但边际上逐季下滑

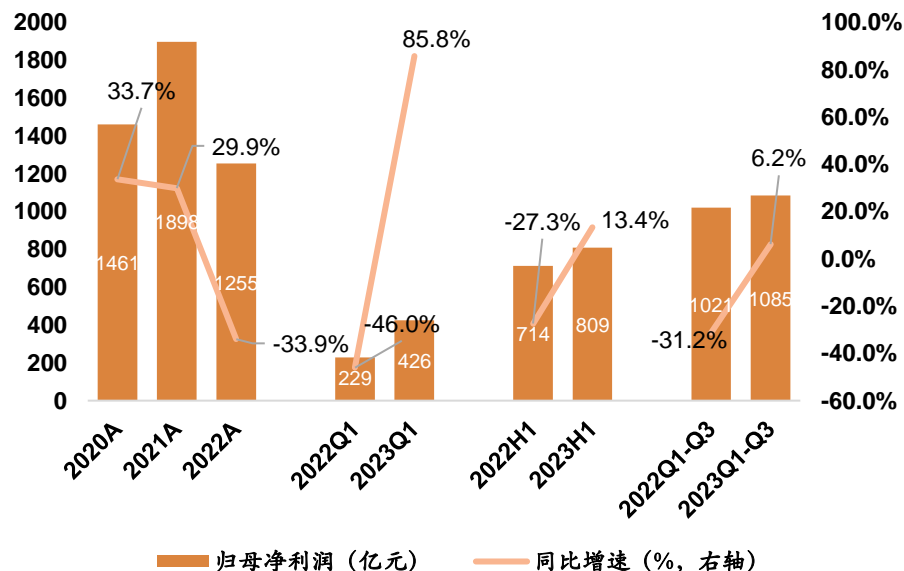
- 23年上市券商整体收入和利润水平有所回暖，较22年同期小幅改善：2023年前三季度，上市券商调整后营业收入合计3151亿元，同比+5.9%；归母净利润合计1085亿元，同比+6.2%。
- 23年内业绩改善幅度逐季边际有所下滑：23年第一、前二及至前三季度，上市券商调整后营收增速分别为+53.1%/+13.5%/+5.9%，归母净利润分别为+85.8%/+13.4%/+6.2%，整体改善幅度边际上有所下滑。

2020-2023Q1-3证券公司调整后营业收入情况



注：调整后营业收入=营业收入-其他业务成本
数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2023Q1-3证券公司归母净利润情况

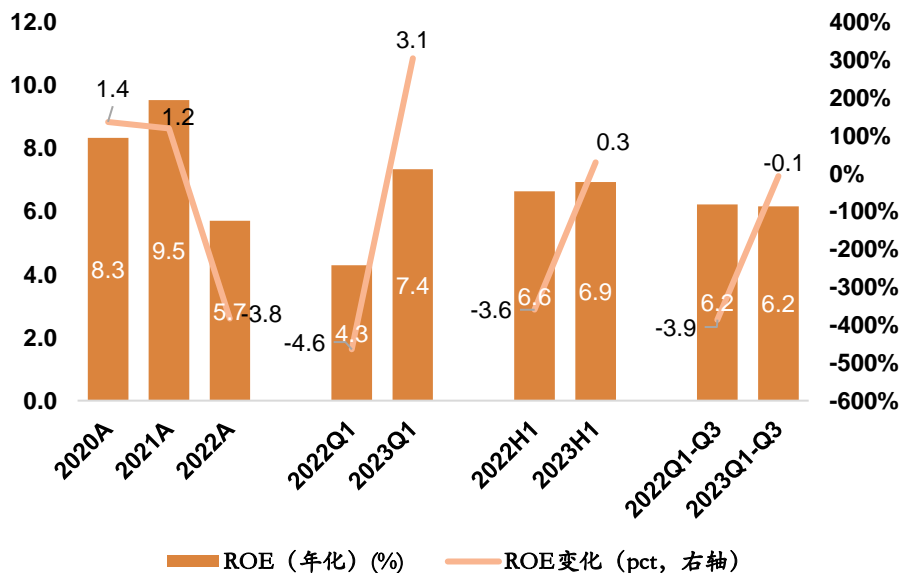


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.2 ROE及净资产：行业ROE略有下降，净资产稳步增长

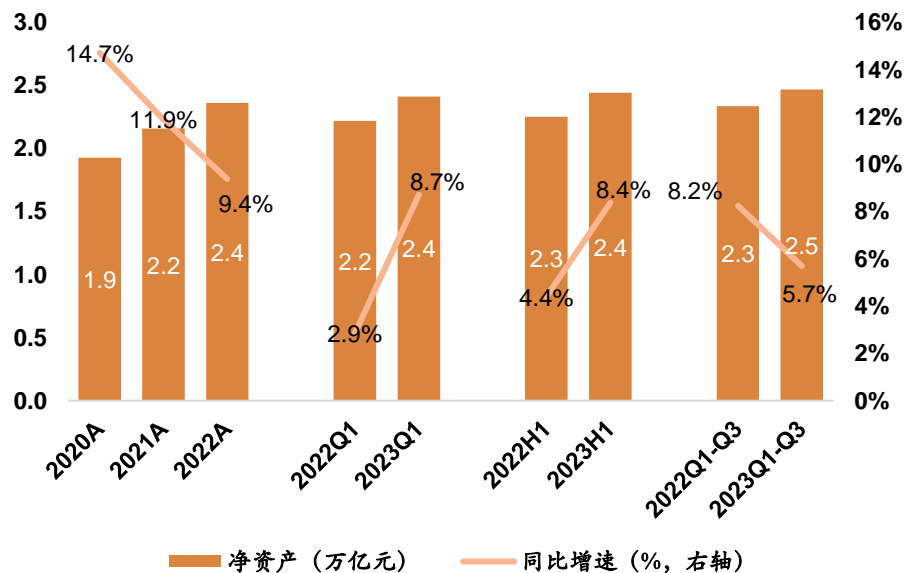
- 23年内上市券商年化ROE水平略有下滑：23年前三季度，上市券商年化ROE为6.2%，较22年同期下降0.1Pct，年内ROE水平从一季度开始逐季下滑。
- 23年内上市券商净资产规模稳步提升。23年前三季度，上市券商净资产规模合计2.5万亿，同比+5.7%，行业依靠净资产规模扩张实现增长的逻辑延续。

2020-2023Q1-3证券公司年化ROE



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2023Q1-3证券公司净资产情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.3 盈利性分析：净利润率和资产周转率小幅提升，杠杆率是ROE下滑主因

□ 杜邦分析：净资产周转率（ROE）=利润率*资产周转率*权益乘数。

利润率=净利润/营业收入

资产周转率=营业收入/总资产

权益乘数=总资产/净资产

□ 上市券商的净利润率和资产周转率小幅提升：2023年前三季度，上市券商平均净利润率34.4%，较22年同期+0.1pct；资产周转率2.8%，较22年同期+0.04pct。

□ 杠杆率下滑是ROE下滑的主因：2023年前三季度，上市券商平均权益乘数为4.8，较22年同期-0.05x。

2020-2023Q1-3证券公司净利润率、资产周转率、权益乘数、ROE情况

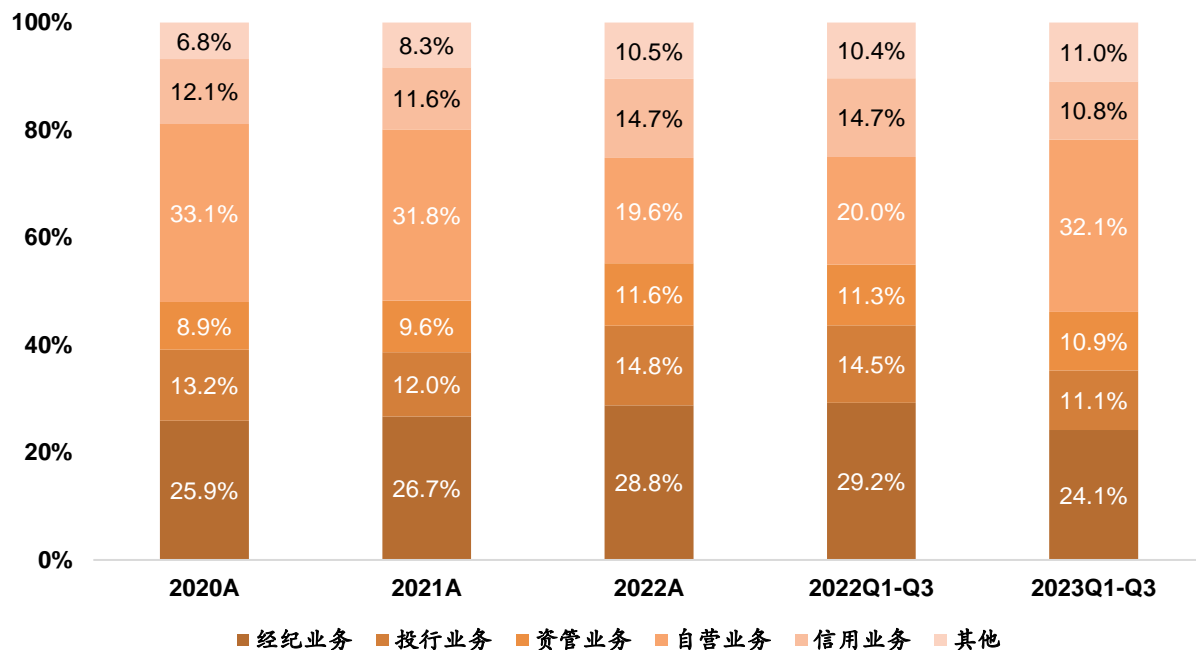
年份	净利润率		资产周转率		权益乘数		ROE	
	净利润率	同比变化	资产周转率	同比变化	权益乘数	同比增速	ROE	同比变化
2020A	33.0%	1.5pct	5.0%	0.2pct	4.8	0.3x	7.8%	1.1pct
2021A	36.6%	3.6pct	4.9%	-0.03pct	5.0	0.3x	9.0%	1.2pct
2022A	32.1%	-4.6pct	3.5%	-1.4pct	4.9	-0.2x	5.5%	-3.6pct
2023Q1-Q3	34.4%	0.1pct	2.8%	0.04pct	4.8	-0.1x	4.5%	0.03pct

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.1 收入结构：自营业务大幅回暖，占营收比重重回三成

- 从收入结构的占比来看，自营、经纪、投行、资管和信用业务分列营收占比贡献前五位。2023年前三季度，自营、经纪、投行、资管和信用业务分别占比32.1%、24.1%、11.1%、10.9%和10.8%。
- 从收入结构的变化来看，自营业务收入占比大幅提升，其余业务均小幅下降。自营业务占比大幅提升，较2022年前三季度+12.1Pct。经纪、投行、资管和信用业务占比分别-5.1Pct、-3.3Pct、-0.4Pct和-3.9Pct。

2020-2023Q1-3证券公司调整后营业收入结构



数据来源：Wind、天风证券研究所

1.4.2 收入结构归因分析：自营业务是业绩增长的主要驱动力

- 自营业务收入同比增速超预期：2023年前三季度，自营、资管、经纪、投行、信用业务收入同比增速分别为+69.9%、+1.8%、-12.5%、-18.5%和-22.1%。
- 经纪、信用业务拖累整体营收，自营是业绩增长主要驱动力。2023年前三季度，自营、资管、投行、信用、经纪业务对整体业绩增速的贡献分别为+14.0%、0.2%、-2.7%、-3.2%和-3.7%。

2023Q1-Q3各业务的变化对总营收的影响情况

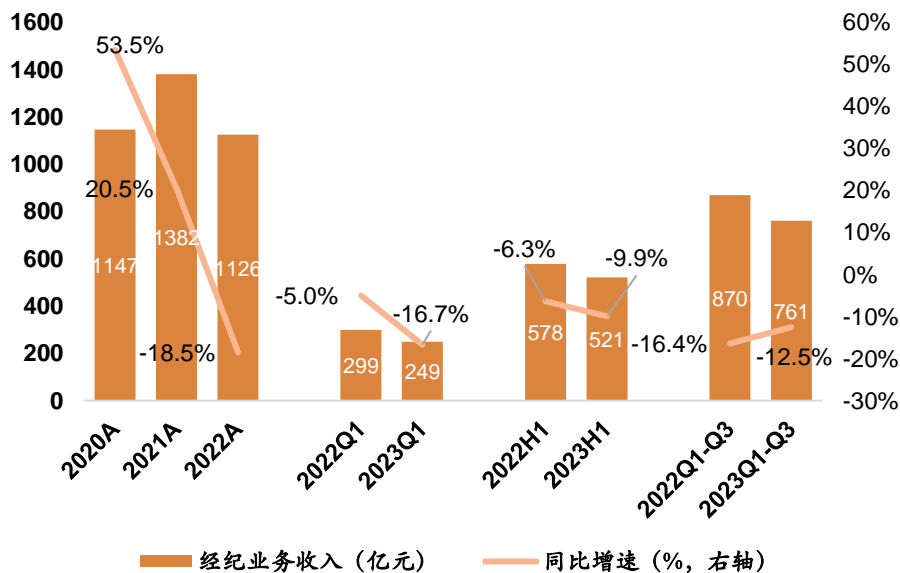
业务	2023Q1-Q3同比增速	业务变化对今年总营收的影响
经纪业务	-12.5%	-3.7%
投行业务	-18.5%	-2.7%
资管业务	1.8%	0.2%
自营业务	69.9%	14.0%
信用业务	-22.1%	-3.2%
其他	12.2%	1.3%
总营收	5.9%	-

数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.1 经纪业务：股基日均成交额呈小幅下降导致经纪业务收入略有下滑

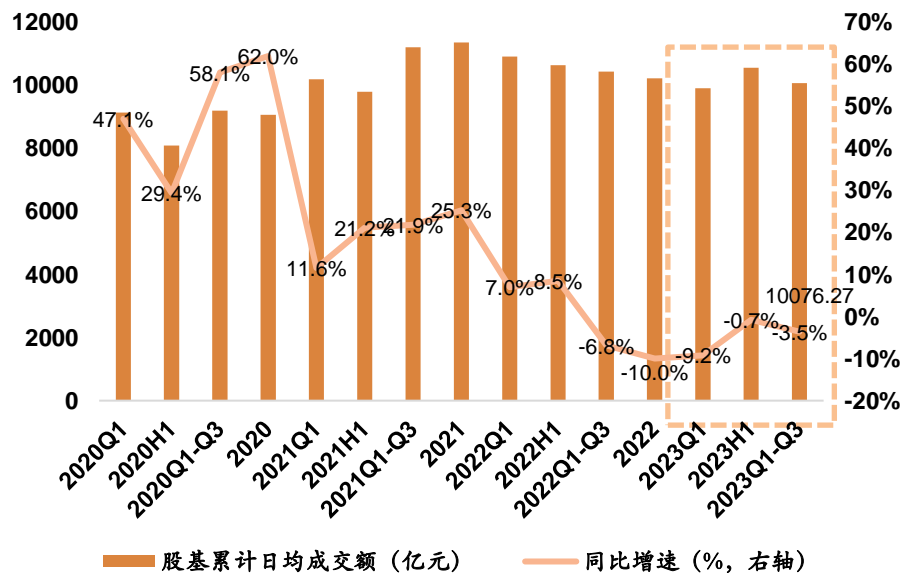
- 经纪业务收入小幅下滑：2023年前三季度，上市券商经纪业务收入略有下滑，经纪业务收入共761亿元，较22年同期下滑12.5%。
- 市场交投活跃度下降是经纪业务下滑的主因：经纪业务收入下降的主因是市场股基日均成交额有所萎缩。2023年前三季度股基累计日均成交额为10076.3亿元，较2022年同期-3.5%。

2020-2023Q1-3证券公司经纪业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2023Q1-3市场股基累计日均成交额

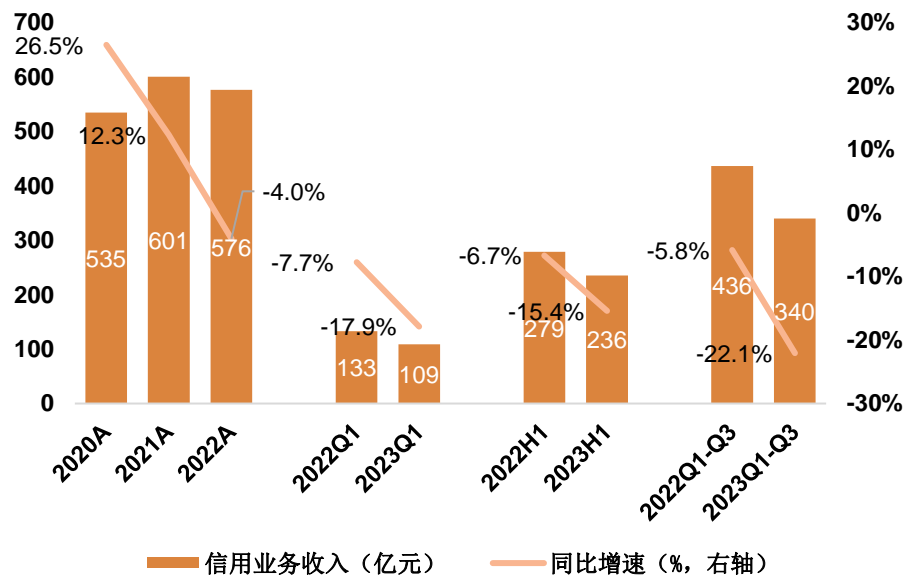


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.2 信用业务：交投活跃度下滑致两融规模下滑，信用业务收缩

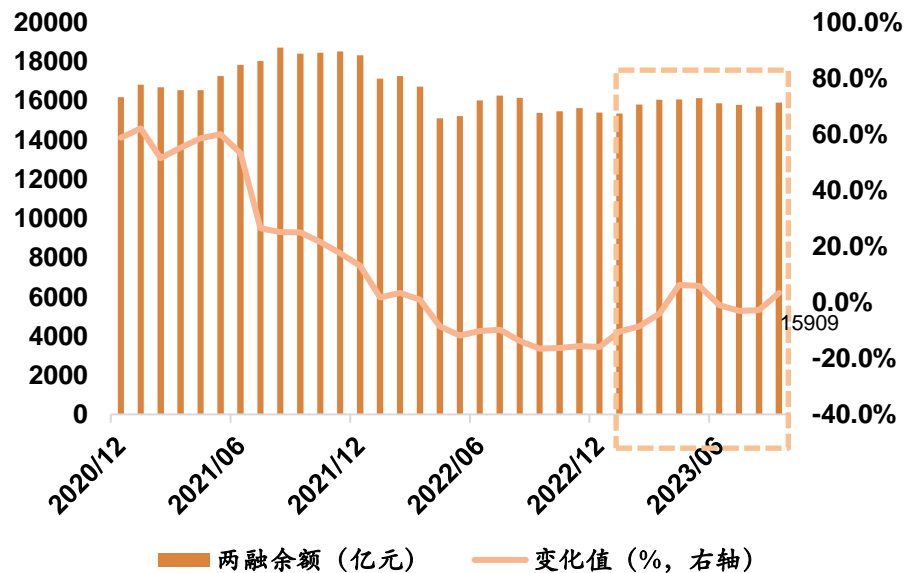
- 信用业务收入下滑：2023年前三季度，上市券商整体信用业务收入有所下滑，信用业务收入合计340亿元，同比-22.1%。
- 市场活跃度下降致两融规模收缩是信用业务收入下降的主因。市场交投活跃度有所下滑，两融存量规模收缩是信用业务收入下降的主因。截止于2023年前三季度的两融月均余额为15861亿元，较22年同期下降1.8%。

2020-2023Q1-3证券公司信用业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2022-2023年融资融券月均余额



数据来源：Wind、天风证券研究所

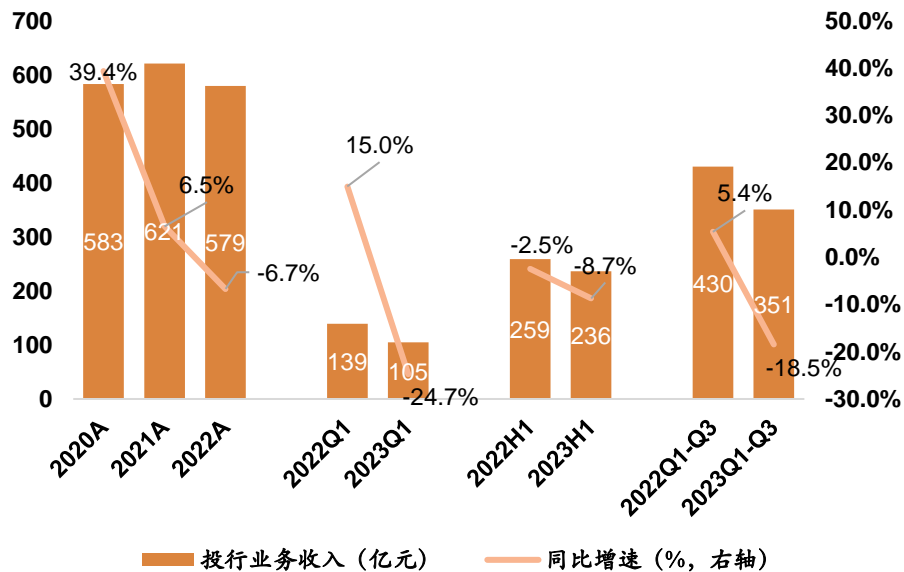
1.5.3 投行业务：政策边际变化逆周期调节市场融资节奏，投行业务收入下滑

- 投行业务收入下滑：2023年前三季度，上市券商投行业务收入下滑，投行业务收入合计351亿元，同比-18.5%。
- 融资政策边际变化，逆周期调节市场融资节奏是投行业务收入下滑的主因：2023年8月27日证监会出台了IPO和再融资业务的政策新规，逆周期调节融资节奏，阶段性暂停再融资和收紧IPO致投行业务收入下滑。

8月27日证监会出台针对IPO和再融资业务的相关政策

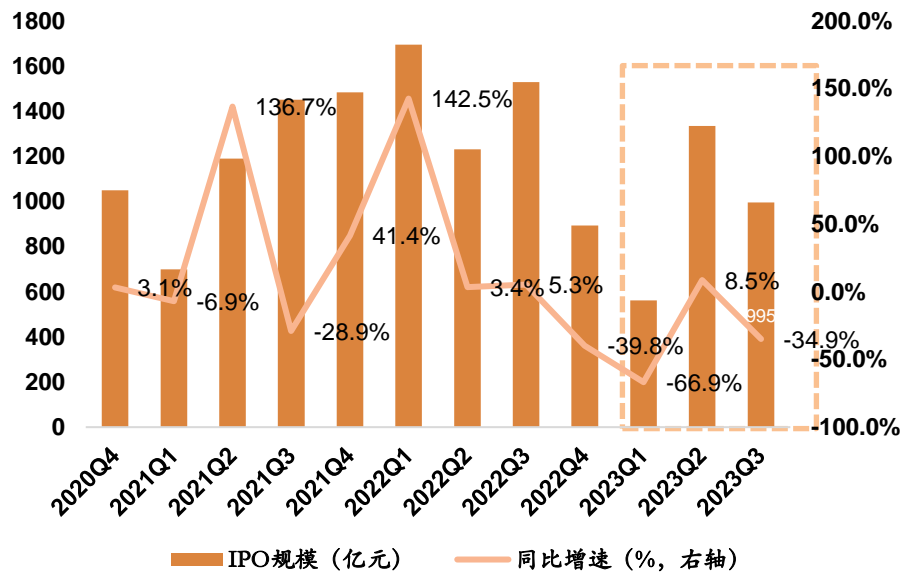
日期	文件名/会议名	相关部委	主要内容	影响
8月27日	证监会统筹一二级市场平衡、优化IPO、再融资监管安排	证监会	根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；严格执行再融资规模和融资间隔期要求。	是对证监会有关负责人8月18日作出的相关表态的回应，说明一揽子政策已进入集中落地实施阶段，后续市场将会看到更多积极举措。收紧IPO节奏说明希望保障上市公司质量，保护投资者权益。

2020-2023Q1-3证券公司投行业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2023年IPO规模情况

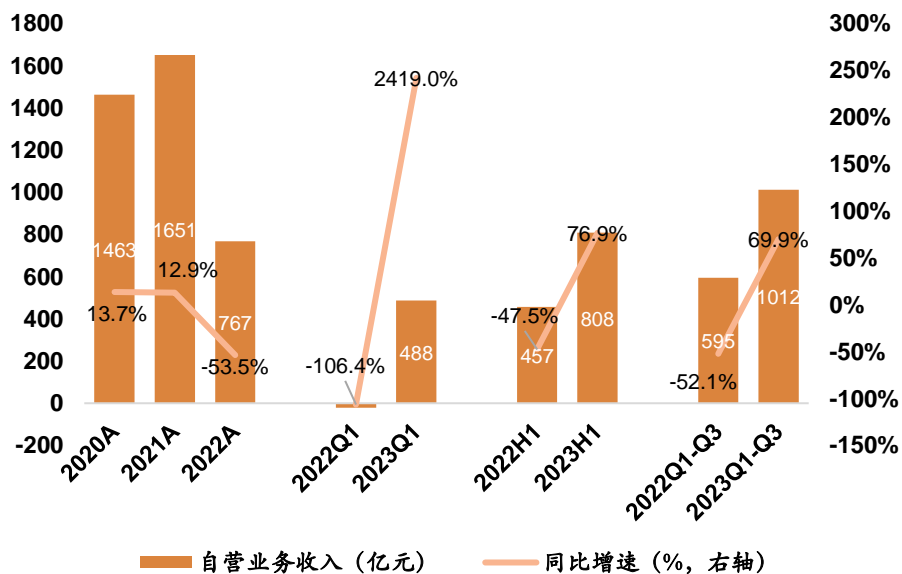


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.4 自营业务：投资收益率企稳带动行业自营收入大幅回升

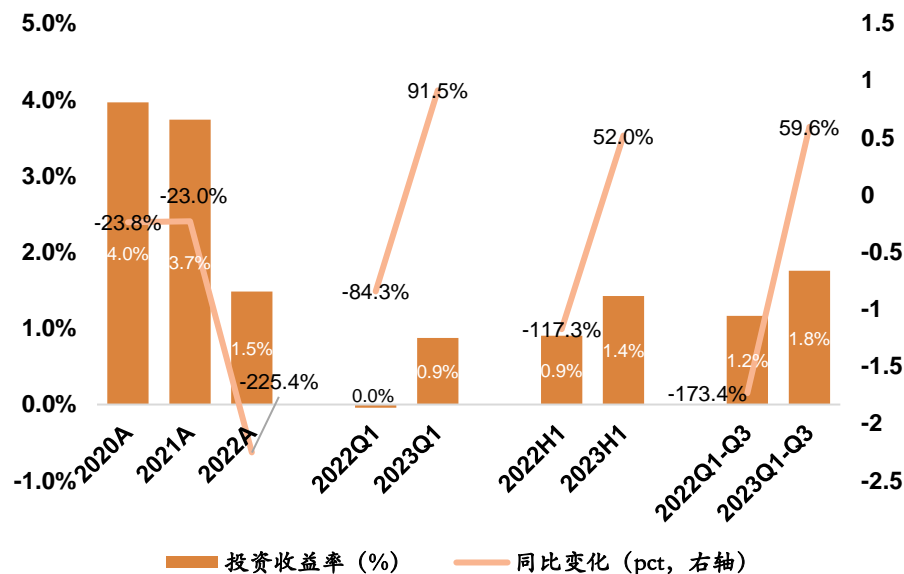
- 自营业务：2023年Q1-Q3，41家上市券商自营业务收入大幅上升，自营业务收入共1012亿元，较2022年前三季度同比+69.9%。
- 资本市场同比回暖提升投资收益是自营业务收入大幅回升的主因。在资本市场整体同比回暖的环境下，2023年Q1-Q3，投资收益率提升了0.6pct至1.8%，推动自营业务收入的大幅改善。

2020-2023Q1-3证券公司自营业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2023Q1-3证券公司投资收益率情况

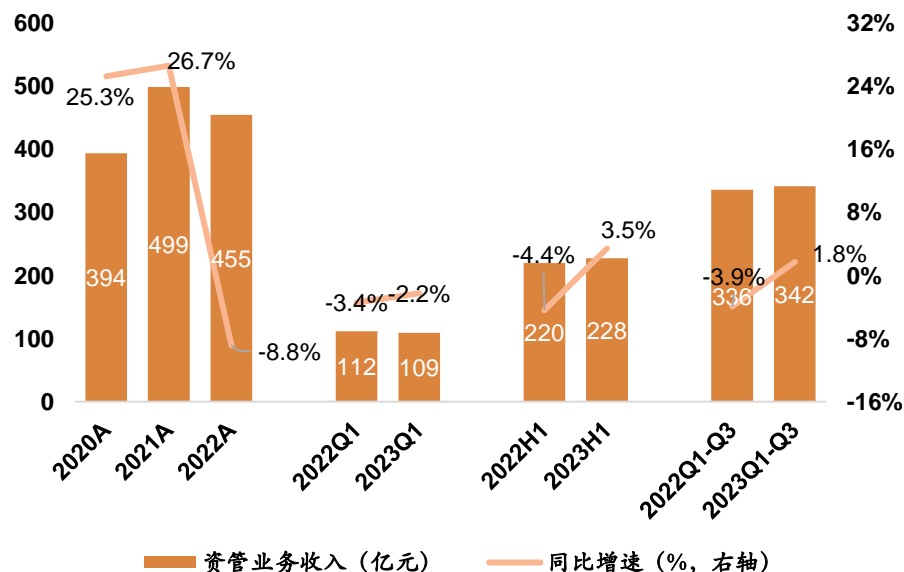


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.5.5 资管业务：收入保持稳定，主动管理业务改善业务结构

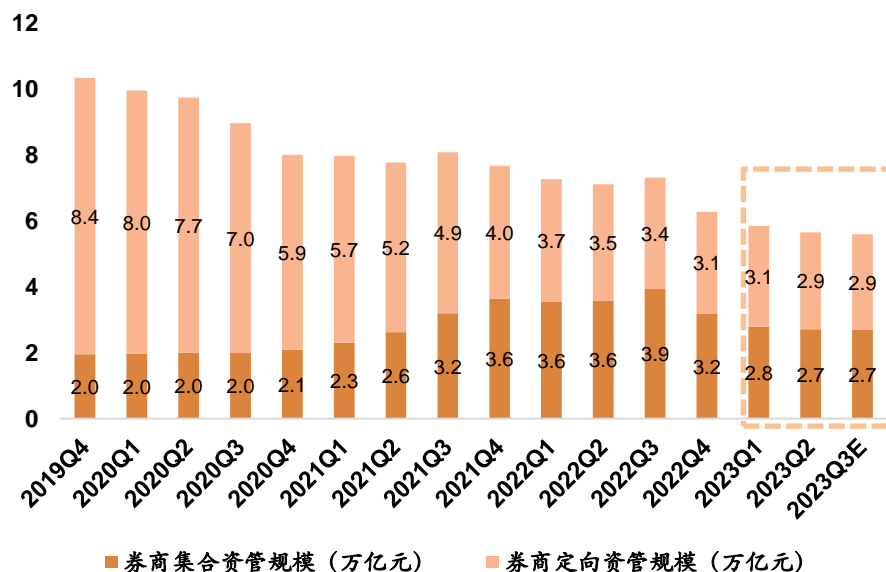
- 资管业务收入整体保持稳定：2023年前三季度，上市券商资管业务收入保持稳定，资管业务收入合计342亿元，同比+1.8%。
- 资管规模小幅下降，主动管理业务提升管理费率。截止于2023年第二季度，券商资管规模为6.3万亿元，较去年同期同比-18.6%，其中集合资管规模为2.7万亿元，同比-24.5%；定向资管规模为2.9万亿元，同比-16.5%。从业务结构来看，定向资产规模持续萎缩，集合资管规模占比提升，资管业务向主动管理业务转型提升管理费率。

2020-2023Q1-3证券公司资管业务收入情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2019-2023年券商集合、定向资管规模情况

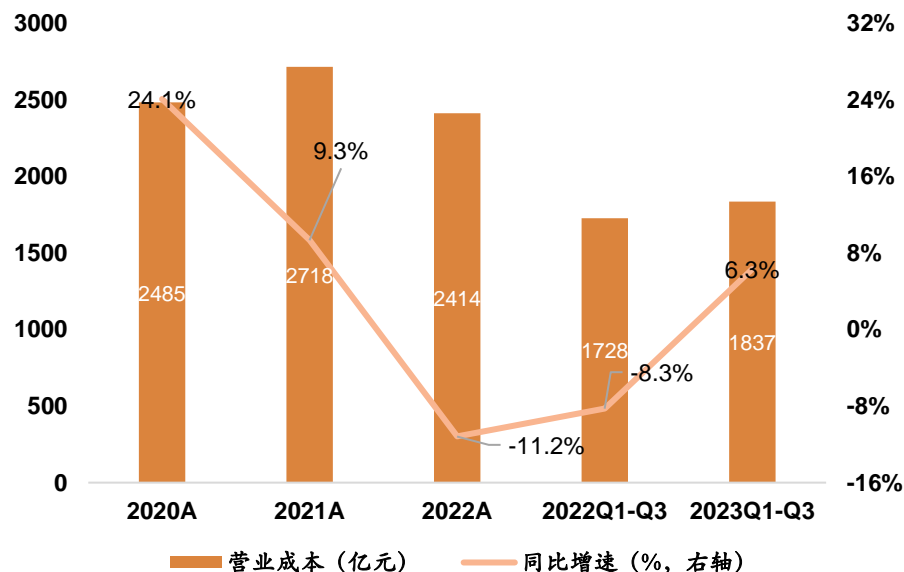


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.6 券商2023回顾：营业成本略有回升，管理费用为成本端核心组成部分

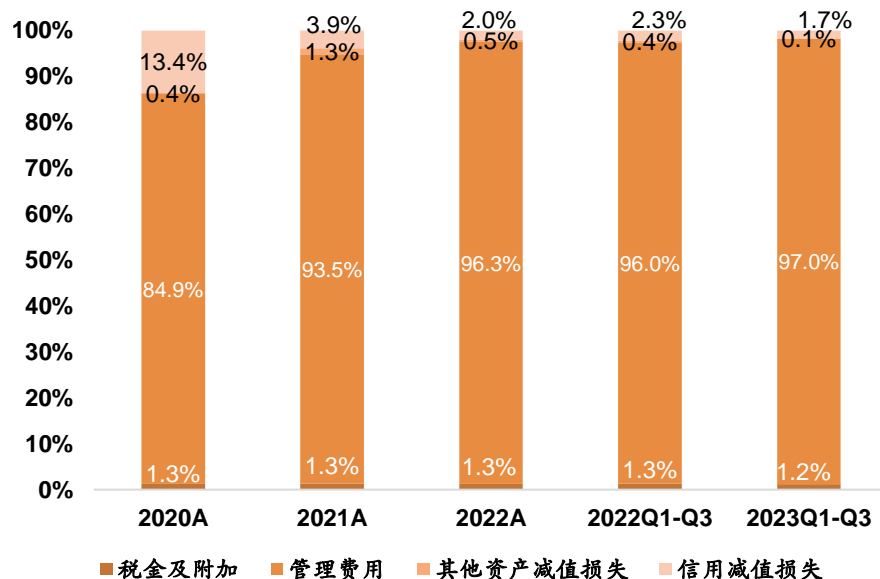
- 营业成本略有回升：2023年前三季度的营业成本为1837亿元，同比+6.3%。
- 从收入结构占比来看，管理费用为券商营业成本的核心组成部分，占成本的比重持续提升。2023年前三季度管理费用占成本的比重高达97.0%，较去年同期+1.0Pct。信用减值损失、税金及附加和其他资产减值损失分别占比1.7%、1.2%、0.1%，分别较去年同期-0.6Pct、-0.2Pct、-0.3Pct。

2020-2023Q1-3证券公司营业成本情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2020-2023年证券公司营业成本结构

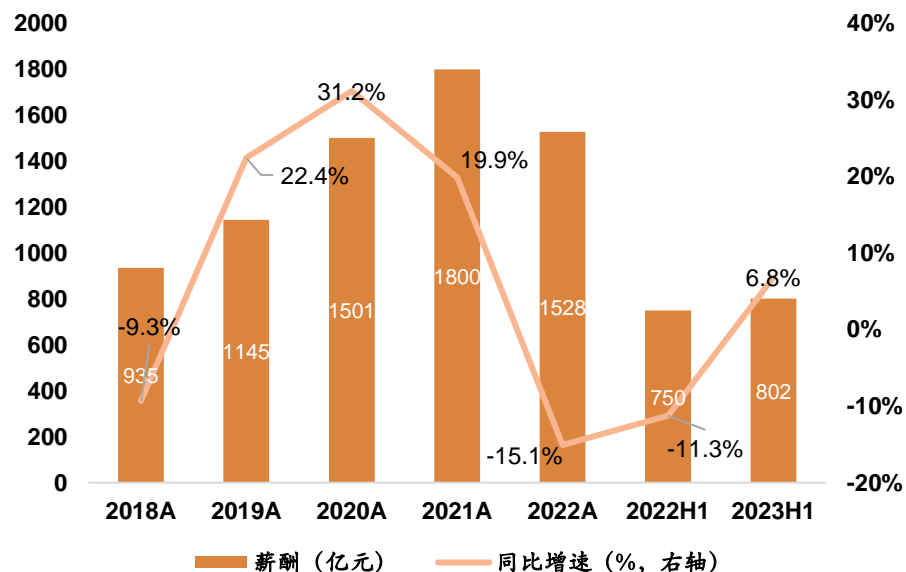


数据来源：Wind、天风证券研究所

1.6 券商2023回顾：降薪环境将持续推动成本下降，提升利润率

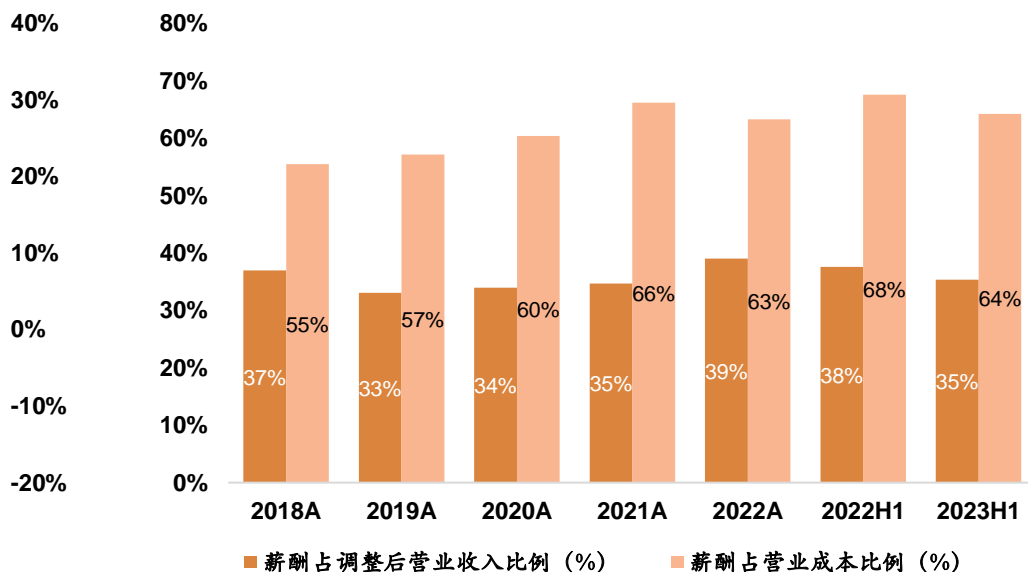
- 薪酬水平历经下降后，保持低位：2022年薪酬为1528亿元，同比-15.1%；2023年上半年薪酬为802亿元，较去年同期+6.8%。
- 薪酬为营业成本的核心组成部分：整体薪酬占营业成本的比例在60%以上，2023年上半年薪酬占营业成本的比例为64%，占调整后营业收入的比例为35%。在券商降薪的大背景下，未来薪酬或进一步缩减，推动成本的下降，从而提升利润率。

2018-2023H1 证券公司薪酬情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2018-2023H1 证券公司薪酬占营收和成本的比例



数据来源：Wind、天风证券研究所



2

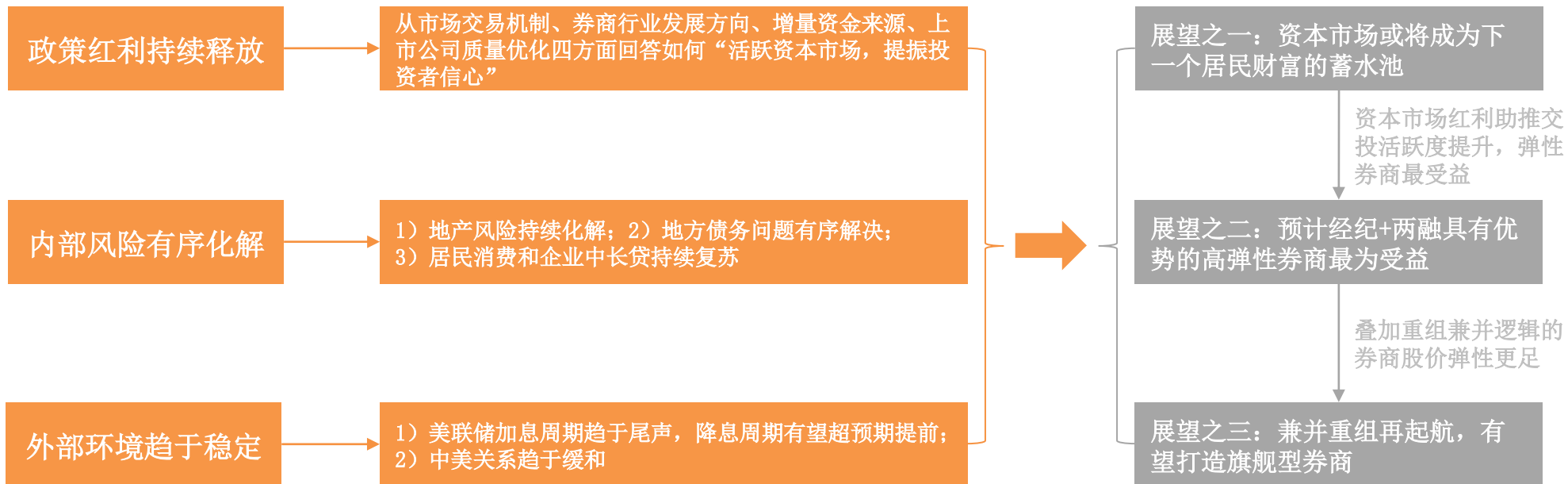
券商板块处于政策景气周期开端、 静待红利兑现释放

2 2024 券商整体展望：政策红利+内外部风险化解，有望推动板块估值修复

- 基本面政策红利叠加内外部风险化解，有望推动券商板块估值修复：当前资本市场政策红利高速释放，内部风险有序化解，外部环境趋于稳定，券商板块处于政策景气周期开端、静待红利兑现释放。

基本面：我们观察到的现象

投资端：我们得出的结论



数据来源：天风证券研究所

2.1 本轮政策具有顶层设计、脉络清晰、执行有序三大特点

本轮政策周期重要政策梳理

日期 (2023年)	文件名/会议名	相关部委	主要内容	影响
7月24日	中共中央政治局7月24日召开会议	中共中央政治局	活跃资本市场，提振投资者信心	自上而下的顶层设计指明市场的建设发展方向
8月10日	上交所、深交所完善交易制度优化：“100+1”政策	上交所、深交所	研究允许主板股票、基金等证券申报数量可以以1股（份）为单位递增	第一个政策直接指向中小投资者，明确将资本市场打造为未来居民财富蓄水池的愿景
8月18日	证监会有关负责人就“活跃资本市场、提振投资者信心”答记者问	证监会	从市场交易机制、券商行业发展方向、增量资金来源、上市公司质量优化四方面回答如何“活跃资本市场，提振投资者信心”	搭建落实“活跃资本市场，提振投资者信心”的政策框架，指明政策的落地方向，
8月18日	《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》；《关于下调股票交易经手费收费标准的通知》	上交所、深交所	将A股、B股股票交易经手费从按成交金额的0.00487%双向收取下调为按成交金额的0.00341%双向收取，降幅达30%	直接针对交易层面，有效降低交易成本，提升交易端杠杆率，推动市场交投活跃度提升。
8月27日	上交所与深交所适度降低融资保证金比例、促进两融业务功能有效发挥；	上交所、深交所	将融资保证金比例从100%降低至80%	
8月27日	《关于减半征收证券交易印花税的公告》	财政部、税务总局	证券交易印花税实施减半征收	
8月27日	证监会统筹一二级市场平衡、优化IPO、再融资监管安排、减持新规	证监会	根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；严格执行再融资规模和融资间隔期要求；对于减持行为做出限制	从上市公司质量优化层面入手，在融资、减持等方向对上市公司做出进一步规范，提升上市公司质量。
9月10日	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	国家金融监督管理总局	实施差异化资本监管，适当优化偿付能力计算方式；优化权益风险因子计算，引导保险资金入市	引导保险资金入市
11月1日	证监会在中央金融工作会议发言	证监会	引导社保、保险、年金等各类资金配置A股	大力推进投资端改革，吸引中长期资金入市。
11月3日	修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》	证监会	优化风控指标计算方式，对头部高评级券商风控指标予以放松	政策红利向头部高评级券商倾斜，支持优质的证券公司加杠杆，提升资本使用效率

2.1 本轮政策具有顶层设计、脉络清晰、执行有序三大特点

- 本轮政策具有顶层设计、脉络清晰、执行有序三大特点：本轮政策周期始于7.24日政治局会议关于“活跃资本市场、提振投资者信心”的顶层表态；8.18日证监会答记者问从四方面指引了政策发力的具体脉络；后续三个月内，相关部门依照会议精神，从各项业务实际出发，以“讨论一项、成熟一项、推出一项”的态度，全力贯彻落实“活跃资本市场，提振投资者信心”的顶层设计要求。

顶层设计

7.24中央政治局会议提出：“活跃资本市场、提振投资者信心”

最近十年内首次提出类似表态
彰显政策自上而下、顶层设计的坚定方向



脉络清晰

8.18证监会答记者问：坚定贯彻落实中央政治局会议部署

从四个方面回应如何坚定贯彻落实“活跃资本市场、提振投资者信心”这一顶层规划

市场交易机制

增量资金来源

上市公司
质量优化

券商行业
发展方向

有序执行

印花税、
融资融券保证金

险企偿付能力优化、
座谈会鼓励长期资
金入市

IPO、再融资、
减持新规等

风控指标优化、
融资融券新规等

以“讨论一项、成熟一项、推出一项”的态度，全力贯彻落实“活跃资本市场，提振投资者信心”的顶层设计要求

数据来源：天风证券研究所

2.1.1 市场交易机制：从交易成本和交易规则入手，提升市场交投活跃度

市场交易机制相关政策：从交易成本和交易规则入手，提升市场交投活跃度

关键词	内容	政策落地内容	意义	对券商的影响
经手费与佣金费率	降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率	8月18日：交易所发布《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》；《关于下调股票交易经手费收费标准的通知》，降低A股、B股股票交易经手费，降幅达30%。	降低交易成本，提升交易量	经纪业务↑
融资融券	进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将ETF纳入转融通标的	8月27日：上交所、深交所和北交所修订《融资融券交易实施细则》，将融资保证金比例从100%降低至80%。 9月1日：《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，扩大北交所融资融券标的范围。 10月14日：证监会调整优化融券相关制度，沪深北三大交易所出台优化融券交易和转融通证券出借交易相关安排。	降低两融成本，提升交易量	两融业务↑
印花税	我们已关注到市场对调降证券交易印花税税率的呼吁和关切。从历史情况看，调整证券交易印花税对于降低交易成本、活跃市场交易、体现普惠效应发挥过积极作用。有关具体情况建议向主管部门了解	8月27日：《关于减半征收证券交易印花税的公告》，证券交易印花税实施减半征收。	认可降低印花税的积极意义，打开后续政策空间	经纪业务↑/两融业务↑
交易时间延长	适当延长A股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求	-	延长时间直接提升交易量	经纪业务↑/两融业务↑
T+0	现阶段实行T+0交易的时机不成熟	-	无	无

2.1.2 增量资金来源：规则与引导并重，吸引保险、银行、社保及养老金入市

增量资金来源相关政策：规则与引导并重，吸引保险、银行、社保及养老金入市

关键词	内容	政策落地内容	意义	券商影响
保险资金入市	推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，促进其加大权益类投资力度	9月10日：《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，实施差异化资本监管，适当优化偿付能力计算方式；优化权益风险因子计算，引导保险资金入市。 11月1日：证监会在中央金融工作会议发言，引导社保、保险、年金等各类资产配置A股。	吸引保险资金入市，提供机构侧增量资金	吸引增量资金入市（机构、居民），为券商全条线业务带来增量
银行理财入市	引导和支持银行理财资金积极入市	8月24日：证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，会议主题与长期资金入市相关。	吸引银行理财资金入市，提供机构侧增量资金	
社保与养老金入市	支持全国社保基金、基本养老保险基金、年金基金扩大资本市场投资范围；研究完善战略投资者认定规则，支持全国社保基金等中长期资金参与上市公司非公开发行丰富个人养老金产品体系，将指数基金等权益类产品纳入投资选择范围	8月24日：证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，会议主题与长期资金入市相关。 11月1日：证监会在中央金融工作会议发言，引导社保、保险、年金等各类资产配置A股。	吸引社保/养老金资金入市，提供机构侧增量资金	
基金降费	推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费水平	7月8日：证监会全面优化公募基金费率模式，降低主动权益类基金费率水平。	降低公募费率，吸引规模扩张，提供机构侧增量资金	
权益基金扩容	引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化	-	权益扩容，提供机构侧增量资金	
投资策略与对冲优化	拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制	-	降低波动，提升收益率，提升吸引力	
指数投资	大力发展中国特色指数体系和指数化投资鼓励各类资金通过指数化投资入市	11月23日：成功召开2023指数化投资交流会，上交所表示将大力发展中国特色指数体系和指数化投资。	指数类产品扩容，吸引机构/居民资金	
基金逆周期调节	引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度；建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振	多家公募基金开启自购接力计划。	优化激励机制，逆周期调节基金规模	
指数基金	放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度	8月10日：沪深交易所修订发布《指数基金开发指引》，指数基金的注册和发行正在提速。	指数类产品扩容，吸引机构/居民资金	

2.1.3 上市公司质量优化：IPO、再融资、分红、减持等方向多措并举

上市公司质量优化相关政策：IPO、再融资、分红、减持等方向多措并举

关键词	内容	政策落地内容	意义	对券商的影响
IPO与再融资	统筹好一二级市场平衡。合理把握IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节；制定实施资本市场服务高水平科技自立自强行动方案。建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”	8月27日：《证监会统筹一二级市场平衡、优化IPO、再融资监管安排》，阶段性收紧IPO节奏，严格执行再融资规模和融资间隔期要求。	中长期目标笃定的前提下进行逆周期调节	投行业务优化
分红	强化分红导向，推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。研究完善系统性长期性分红约束机制。通过引导经营性现金流稳定的上市公司中期分红、加强对低分红公司的信息披露约束等方式，让投资者更早、更多分享上市公司业绩红利	10月20日：证监会关于就《上市公司监管指引第3号-上市公司现金分红（2023年修订）》等现金分红规范性文件公开征求意见，进一步健全上市公司常态化分红机制。	优化分红机制，吸引中长期资金入市	提振投资者信心，为券商全条线业务带来增量
减持	完善股份减持制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为	8月27日：证监会发布“进一步规范股份坚持行为”的要求，对存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的上市公司，要求其控股股东、实际控制人及其一致行动人不得通过二级市场减持股份。 9月26日：上交所、深交所发布《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》。	打击违规减持，提振市场信心	提振投资者信心，为券商全条线业务带来增量
回购	修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购	-	鼓励逆周期回购 提振市场信心	提振投资者信心，为券商全条线业务带来增量
并购重组	深化上市公司并购重组市场化改革。优化完善“小额快速”审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性，丰富重组支付和融资工具	9月15日：为深化并购重组市场化改革，证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（征求意见稿）》。 10月27日：证监会发布《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号-上市公司重大资产重组〉的决定》，延长发股类重组项目财务资料有效期等内容。	优化并购重组，提升上市公司质量	投行业务↑
中特估	推动中国特色估值体系建设。突出扶优限劣，研究对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动，要求其提出改善市值的方案	-	提升中特估估值 扶优限劣限制部分再融资行为	投行业务→

2.1.4 券商行业发展方向：支持头部券商加杠杆，两融业务持续规范

券商行业发展方向相关政策：支持头部券商加杠杆，两融业务持续规范

关键词	内容	政策落地内容	意义	券商的影响
风控指标与杠杆	优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率	11月3日：证监会修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间。 政策红利向头部高评级券商倾斜，支持优质的证券公司加杠杆，提升资本使用效率	提升杠杆率，两融和衍生品业务扩展规模	两融业务↑/衍生品业务↑
兼并重组	坚持集约化、差异化、功能化、国际化发展方向，建设高质量投资银行。	11月3日，证监会提出支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用	打造旗舰级头部券商	所有业务
融资融券	实施融资融券逆周期调节，在杠杆风险总体可控的前提下，研究适度降低场内融资业务保证金比率	8月27日：上交所、深交所和北交所修订《融资融券交易实施细则》，将融资保证金比例从100%降低至80%。 10月14日：证监会调整优化融券相关制度，沪深北三大交易所出台优化融券交易和转融通证券出借交易相关安排。将融券保证金比例由不低于50%上调至80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%，发挥制度的逆周期调节作用。	适度提升杠杆率的同时，规范融券行为呵护市场	两融业务

2.2 内部风险有序化解：地产风险和地方债务风险有序化解

- 地方债务风险有序解决，地产风险持续有效化解：2023年7月24日，中共中央提出有效防范化解地方债务风险，并制定实施一揽子化债方案；随后8月22日媒体报道称将重启发行总规模1.5万亿的特殊再融资债券，以解决流动性风险，缓解债务压力。金融机构积极化解地产风险，陆续出台系列政策以支持。

2023年以来中央层面化债政策

日期	部门	政策文件/会议	关于化债的核心内容
2023/9/20	国务院	国务院政策例行吹风会	指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，建立常态化的融资平台金融债务监测机制。
2023/8/30	财政部	《2023年上半年中国财政政策执行情况的报告》	进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求、中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作、加强跨部门联合监管。
2023/8/28	国务院	《国务院有关今年以来预算执行情况的报告》	
2023/8/22	财新周刊	新闻报道	
2023/8/18	央行、金融监管总局、证监会	金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重点领域风险的精神，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023/8/18	证监会	证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	支持“一企一策”，稳妥化解大型房企债券违约风险。强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重，尽全力维护债券市场平稳运行。
2023/8/1	央行、外管局	2023年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。
2023/7/24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。

针对化解地产风险的政策

时间	事件	详细内容
2023/11/30	上交所举办房企座谈会	上交所将与各方加强协同，一视同仁支持不同所有制房地产企业的合理融资和并购需求。同时，服务房企利用好资本市场工具，积极探索“三大工程”等项目落地实施的具体路径，促进房地产行业健康稳定发展。
2023/11/27	交通银行举办房企座谈会	提出：以三专和两重的“3+2”机制做好对公领域房企金融支持服务。同时，与参会房企就授信额度、债券发行与投资、“三大工程”、供应链金融、跨境业务等具体需求与合作点进行沟通交流。
2023/11/24	建设银行举办房企座谈会	建设银行将一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，赋能房地产企业积极投身保障性住房等“三大工程”建设，促进金融与房地产良性循环发展。
2023/11/22	浙商银行举办房企座谈会	浙商银行将从房地产市场供需两端综合施策，保持信贷、债券等融资渠道稳定，积极做好“保交接”工作，不折不扣地落实监管机构关于金融支持房地产市场平稳健康发展工作的相关要求。
2023/11/21	央行上海总部等联合召开金融机构座谈会	要求落实房地产“金融16条”，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。
2023/11/17	三个不低于政策	各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速；对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速；对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

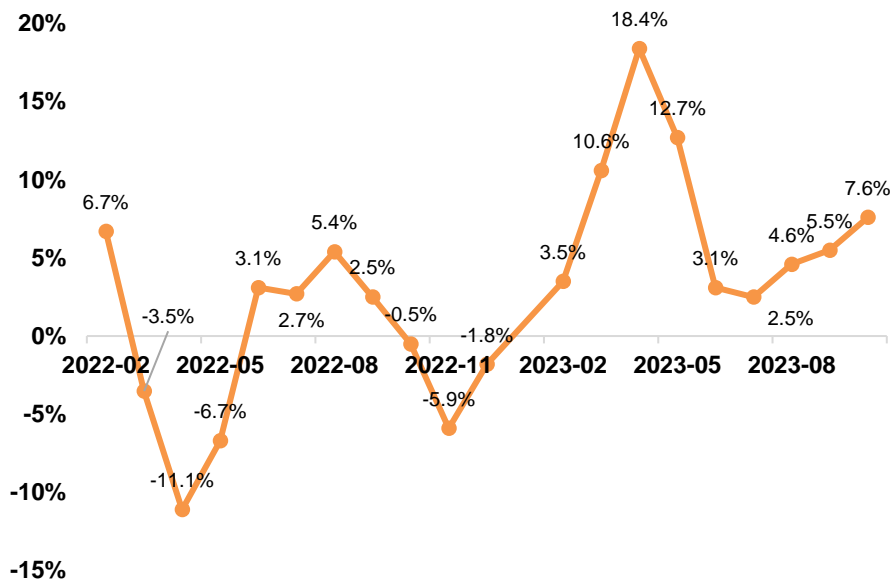
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

数据来源：财政部、证监会、国务院、金融监管总局、外管局、各大银行官网等、天风证券研究所

2.2 内部风险有序化解：居民侧消费意愿和企业侧投资意愿均有所回升

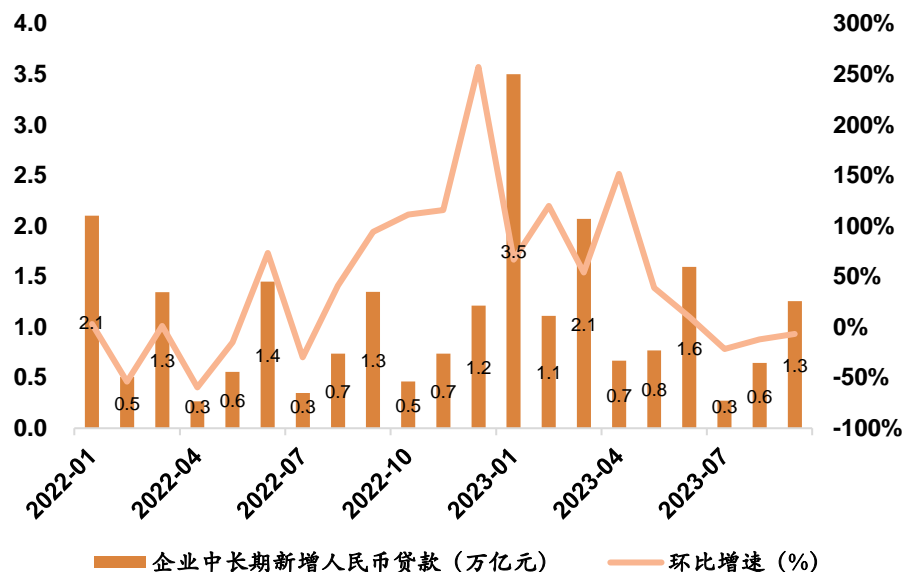
- 居民侧消费意愿有所回升：社会消费品零售总额逐步提升提升，2023年10月社会消费品零售总额同比增速为7.6%，较去年同期+8.1Pct。
- 企业侧投资意愿有所回升：2023年前三季度企业中长期新增人民币贷款累计为11.9万亿元，较去年同期同比+37.3%。

2022-2023社会消费品零售总额同比增速



数据来源：Wind、天风证券研究所

2022-2023年企业中长期贷款情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

2.3 外部环境趋于平稳：中美关系缓和，美联储加息周期处于尾声

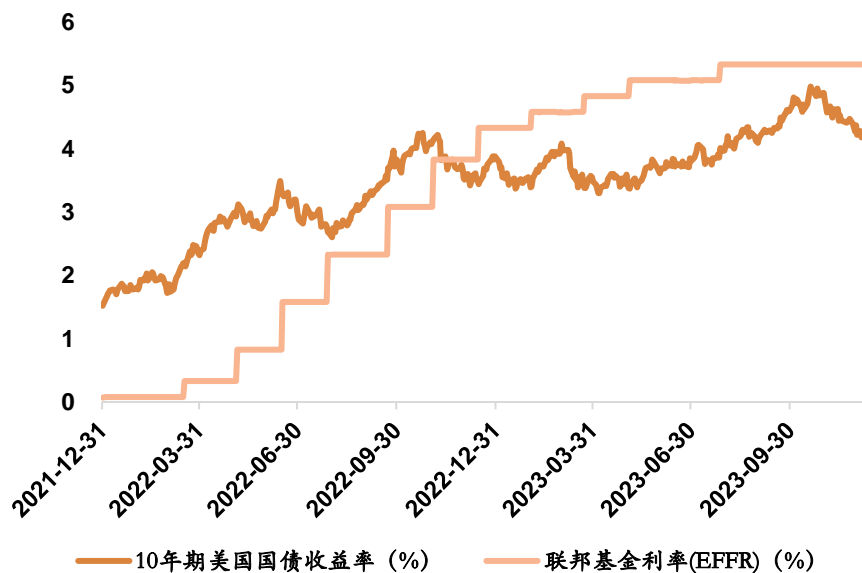
- 中美会晤高层首脑会晤标志着中美关系进入缓和周期：11月15日，在美国旧金山举行了中美会晤，为中美关系的健康稳定指明了明确的方向，中美关系得以缓和。
- 美联储加息周期处于尾声：10年期美国国债利率逐步下降，12月1日美联储主席鲍威尔表态美联储的政策已经达到了相当限制性的水平，针对本轮加息周期的结束，释放出较为明确的信号，市场预计最早明年3月会降息。

2023年11月15日中美会晤总结

关键词	表态
达成重要共识	中方：全面阐述中方对于稳定改善中美关系的权威立场。 美方：美中冲突并非不可避免，一个稳定和发展的中国符合美国和世界的利益。
打造新的愿景	“五个共同”：中美要共同树立正确认知，共同有效管控分歧，共同推进鼓励合作，共同承担大国责任，共同促进人文交流。
表达核心关切	中方：中国始终致力于构建稳定、健康、可持续的中美关系，中国有必须维护的利益、必须捍卫的原则和必须坚守的底线。 美方：“五点承诺”美国不寻求新冷战，不寻求改变中国体制，不寻求通过强化同盟关系反对中国，不支持“台湾独立”，无意同中国发生冲突。
收获重要成果	中美双方同意推动和加强中美各领域对话合作。

数据来源：外交部、国务院、天风证券研究所

2021-2023年10年期美国国债利率&联邦基准利率



数据来源：Wind、天风证券研究所



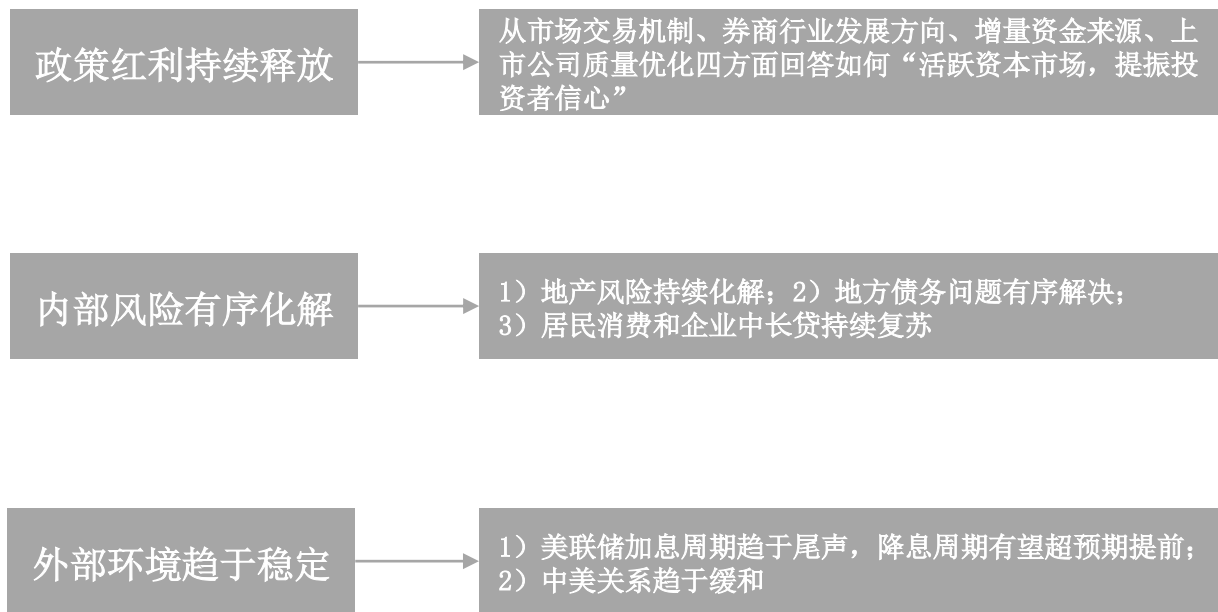
3

资本市场或将成为下一个居民财富的蓄水池，
推荐兼具业绩高弹性和重组预期的券商

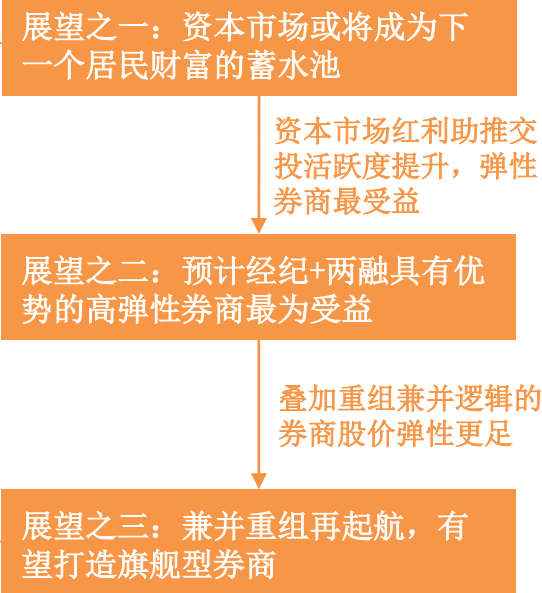
3 2024券商整体展望：政策红利+内外部风险化解，有望推动板块估值修复

- 投资端看好叠加兼并重组预期的高弹性券商：基于市场的基本面基础，我们对于24年的券商行情做出如下展望。第一，资本市场或将取代地产市场成为居民财富的下一个蓄水池；第二，受益于资本市场成长，市场交投活跃度将大幅提升，预计经纪+两融业务占比高的券商业绩弹性更足；第三，监管引导打造旗舰型券商，叠加兼并重组预期的券商股价弹性有望更足。

基本面：我们观察到的现象



投资端：我们得出的结论

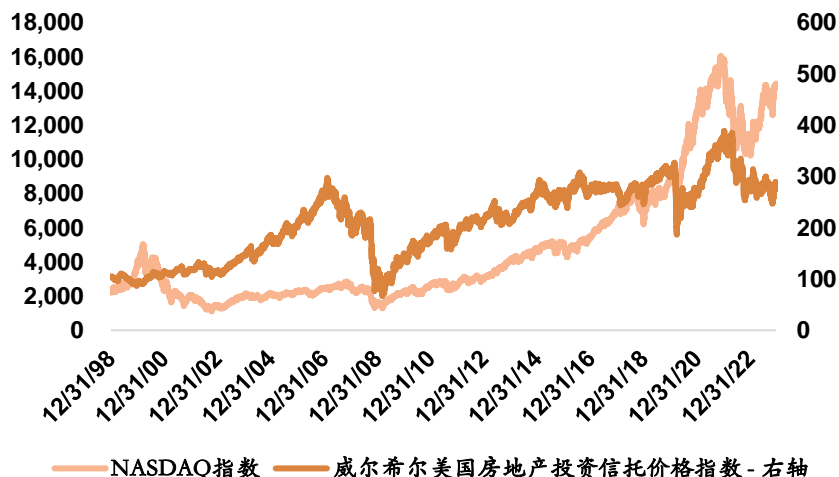


数据来源：天风证券研究所

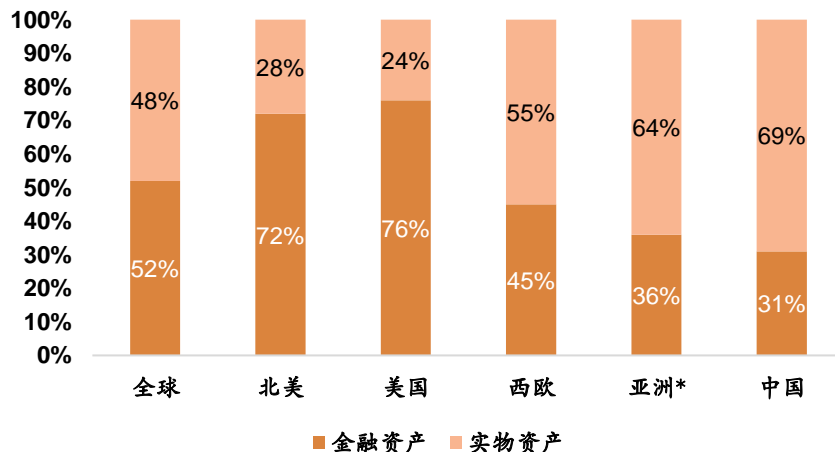
3.1 2024 券商展望之一：资本市场有望取代房地产市场成为居民财富新蓄水池

- 从顶层设计的角度而言，资本市场或将取代房地产市场成为下一个居民财富蓄水池：回顾政策脉络，8月10日上交所和深交所“100+1”政策是政策组合拳中第一个落地的政策。
- 资本市场有望成为承载地产资金的大类资产：需求见顶和房住不炒两大背景下，地产的投资属性逐步减弱，地产将回归居住本质，这将带来投资性资金的外溢。参考美国2008年房地产泡沫前后地产资产和资本市场的走势，这一迁移过程带动美股出现十年长牛。从大类资产配置的角度理解，我国居民金融资产配置比例仅31%，远低于全球平均水准，金融资产加配空间较大。

美国股票资产价格与地产投资资产价格对比



2020年各地区居民财富结构对比

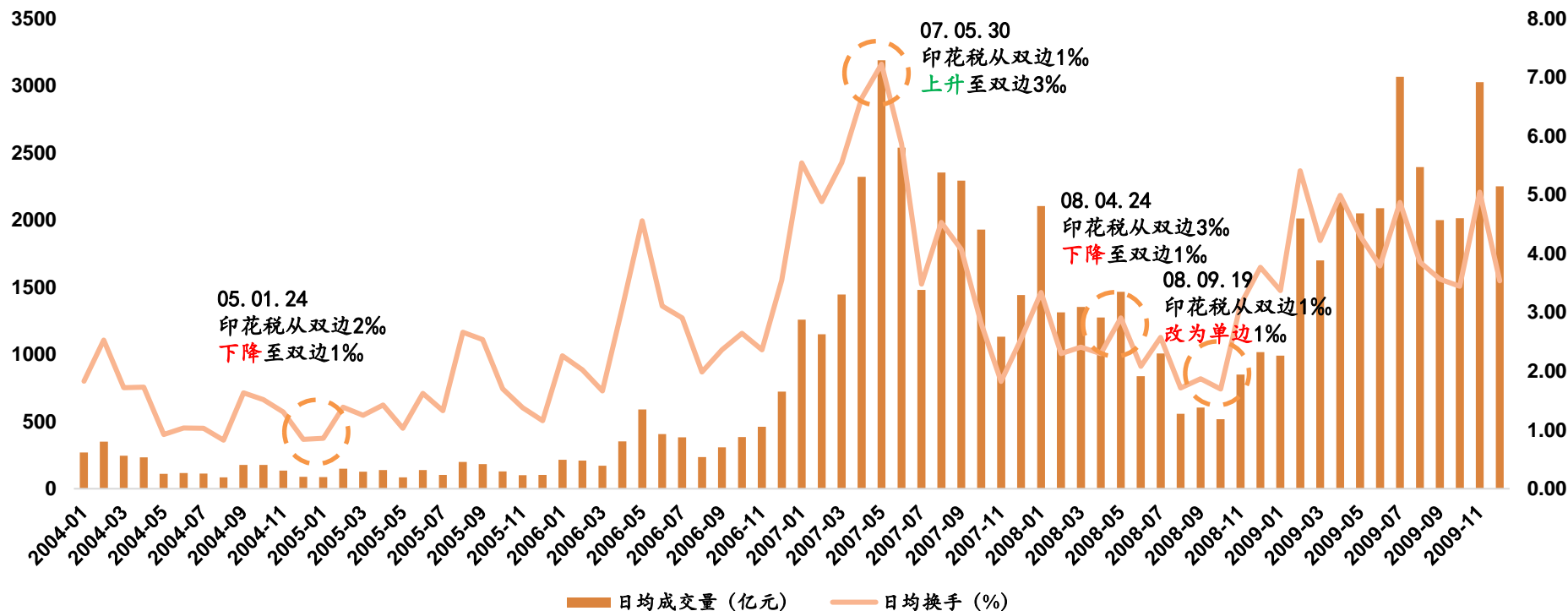


数据来源：Wind、天风证券研究所

注：*不包含日本。数据来源：BCG《2020中国财富报告》、美联储、私人财富管理师PWM公众号、天风证券研究所

3.2 2024 券商展望之二：经纪和两融等高弹性业务具有优势的券商或最为受益

- 政策红利兑现推升市场交投活跃度：虽然政策红利已经持续出台，但市场尚未完全兑现政策红利。我们预计随着后续宏观环境的持续好转，政策红利将持续兑现。这一过程将带来市场整体交投活跃度的提升，推动市场成交量和两融规模余额回升，进而带动整体经纪和两融业务收入的超预期增长。



数据来源：国家税务总局、中国商务部、中国政府网、Wind、天风证券研究所

3.2 2024券商展望之二：经纪和两融等高弹性业务具有优势的券商或最为受益

- 预计经纪+两融两类直接受益于交投活跃度提升的业务最为受益，建议关注经纪+两融业务收入占比高的券商：我们使用经纪+两融业务收入占比来刻画券商的业绩弹性，建议关注方正证券/中国银河/光大证券。

证券代码	公司名称	业务合计!	经纪 (20-22年均值)	两融 (20-22年均值)	流通市值 (亿元) -2023/12/31	股价 (元) -2023/12/31	涨幅 (7.24-12.31)	ROE (2022年)	PB-2023/12/31
601901.SH	方正证券	75%	52%	22%	664	8.06	20%	5%	1.48
000783.SZ	长江证券	73%	46%	26%	298	5.38	-11%	5%	0.97
002926.SZ	华西证券	68%	44%	24%	204	7.76	-7%	2%	0.90
601881.SH	中国银河	66%	37%	30%	873	12.05	3%	8%	1.33
600918.SH	中泰证券	65%	41%	23%	478	6.86	-2%	2%	1.29
600369.SH	西南证券	64%	30%	33%	272	4.09	9%	1%	1.07
002939.SZ	长城证券	63%	29%	34%	323	8.00	-2%	4%	1.14
601375.SH	中原证券	60%	35%	25%	132	3.83	0%	1%	1.28
600906.SH	财达证券	59%	37%	22%	243	7.50	3%	3%	2.11
002736.SZ	国信证券	59%	36%	23%	821	8.54	-6%	7%	1.04
600999.SH	招商证券	58%	33%	25%	1,012	13.64	-1%	8%	1.13
601788.SH	光大证券	57%	33%	25%	602	15.42	-5%	5%	1.23
000166.SZ	申万宏源	57%	31%	26%	1,001	4.44	-4%	3%	1.12
601696.SH	中银证券	54%	32%	22%	286	10.29	-2%	5%	1.67
002945.SZ	华林证券	53%	37%	16%	408	15.10	14%	7%	6.28
601198.SH	东兴证券	53%	23%	30%	266	8.23	1%	2%	1.00
600909.SH	华安证券	53%	34%	18%	229	4.88	2%	6%	1.13
601878.SH	浙商证券	50%	32%	18%	404	10.43	5%	7%	1.56
601211.SH	国泰君安	50%	28%	22%	1,118	14.88	3%	8%	0.91
601099.SH	太平洋	49%	36%	13%	252	3.70	38%	-5%	2.66
601555.SH	东吴证券	49%	30%	19%	366	7.31	-4%	5%	0.93
601990.SH	南京证券	48%	26%	22%	294	7.98	-2%	4%	1.74

数据来源：Wind、天风证券研究所

3.2 2024券商展望之二：经纪和两融等高弹性业务具有优势的券商或最为受益

- 预计经纪+两融两类直接受益于交投活跃度提升的业务最为受益，建议关注经纪+两融业务收入占比高的券商：我们使用经纪+两融业务收入占比来刻画券商的业绩弹性，建议关注方正证券/中国银河/光大证券。

证券代码	公司名称	业务合计↓	经纪 (20-22年均值)	两融 (20-22年均值)	流通市值 (亿元) -2023/12/31	股价 (元) -2023/12/31	涨幅 (7.24-12.31)	ROE (2022年)	PB-2023/12/31
601688.SH	华泰证券	48%	23%	25%	1,026	13.95	-2%	7%	0.84
000686.SZ	东北证券	47%	27%	20%	166	7.10	-3%	1%	0.90
000728.SZ	国元证券	46%	23%	23%	298	6.83	2%	5%	0.87
601059.SH	信达证券	46%	27%	18%	583	17.99	26%	9%	3.37
601456.SH	国联证券	45%	23%	22%	259	10.84	18%	5%	1.72
601162.SH	天风证券	45%	34%	11%	268	3.09	1%	-6%	1.13
000776.SZ	广发证券	45%	25%	20%	846	14.29	-1%	7%	0.97
600109.SH	国金证券	44%	28%	17%	338	9.08	3%	4%	1.05
002673.SZ	西部证券	44%	30%	14%	285	6.37	-3%	2%	1.03
601066.SH	中信建投	42%	26%	16%	1,537	23.66	-2%	10%	2.57
601108.SH	财通证券	42%	21%	20%	360	7.76	4%	5%	1.09
000750.SZ	国海证券	40%	25%	15%	226	3.54	2%	1%	1.03
601377.SH	兴业证券	39%	24%	15%	507	5.87	-5%	6%	0.96
600030.SH	中信证券	37%	21%	15%	2,485	20.37	2%	9%	1.21
600837.SH	海通证券	36%	19%	17%	905	9.37	0%	4%	0.73
002500.SZ	山西证券	34%	18%	16%	193	5.39	-7%	3%	1.11
600958.SH	东方证券	31%	22%	9%	650	8.70	-11%	4%	1.00
601995.SH	中金公司	29%	20%	9%	1,112	38.05	5%	9%	2.12
002797.SZ	第一创业	27%	14%	13%	244	5.81	2%	3%	1.65
601236.SH	红塔证券	25%	18%	7%	358	7.59	2%	0%	1.56
601136.SH	首创证券	22%	12%	10%	464	16.96	15%	6%	3.84

数据来源：Wind、天风证券研究所

3.3 2024券商展望之三：高弹性和有望成为旗舰级券商的重点关注对象

□ 政策重提支持券商通过兼并重组的方式做优做强，建议关注具有重组预期的证券公司。

重组合并预期公司

代码	公司名称	流通市值 (亿元)	概念简介
601456.SH	国联证券	278	“国联+民生”，国联证券控股股东国联集团耗资高达91亿元竞拍拿下民生证券30.3%股权，这一高定价的并购，被业内赋予高期许。从业务前景来看，国联证券将由此补齐投行业务短板，经纪业务也将有显著扩张，其他各业务条线的规模也将提升，资本金的弥补尤为明显。
600155.SH	华创云信	200	“华创+太平洋”有新进展，太平洋证券于2023年9月21日，收到证监会就变更主要股东行政许可申请事项依法予以受理。华创和太平洋证券分别是贵州和云南本土券商，在各自地域均有较强业务竞争力，合并的初衷认为是对西南省份金融业影响力的提升和资源互补，若合并成功，值得期待“1+1>2”的发展前景。

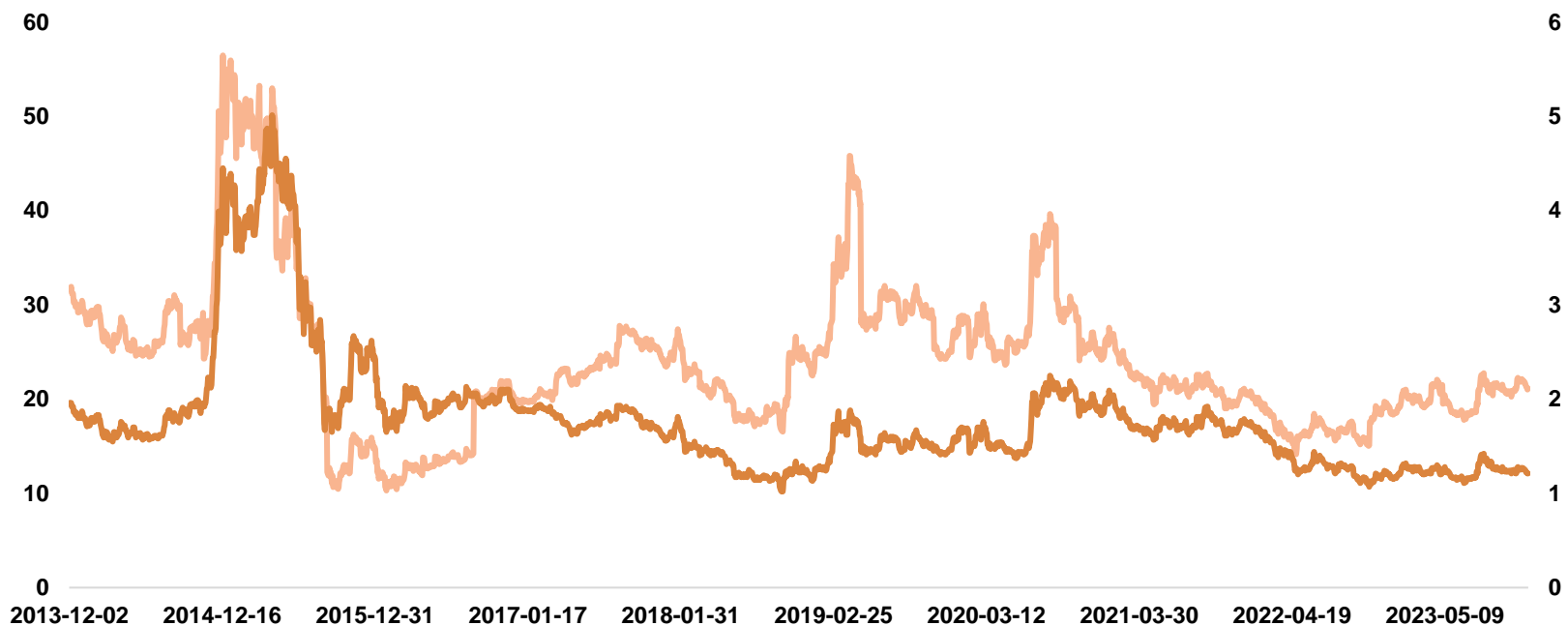
注：截止于2023年11月30日。涉及到合并重组重大事项应以公司官方披露口径为准，需关注后续进展的不确定性所带来的风险。

数据来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3.4 估值分析：当前券商估值仍处历史较低分位，估值或具有较大提升空间

- 当前券商板块估值仍处于历史较低水平：从2013年至今统计的券商PB、PE估值水平来看，截止于2023年11月30日，券商板块的估值仍处于历史较低水平，PB分位数仅9.14%，PB估值仅1.21x；PE分位数仅40.24%，PE估值仅21.10x。
- 券商板块当前估值安全边际高，估值或具有较大提升空间：从弹性的角度出发，历次券商行情均较大概率有充分空间。自7月24日中央政治局会议提出“活跃资本市场、提振投资者信心”以来，本轮行情券商板块PB从1.17X提升至1.21X，仅上涨3.4%；PE从18.60X提升至21.1X，仅上涨13.4%，估值或具有较大提升空间。

2013-2023年证券行业市盈率、市净率情况



数据来源：Wind、天风证券研究所

风险提示

- **政策效果不及预期：**“活跃资本市场、提振投资者信心”等一揽子措施落地后，若并未起到活跃资本市场，提振投资者信心的效果，会导致投资者缺乏对资本市场的信心，券商潜在业务增量的不确定性放大。
- **资本市场大幅震荡：**资本市场受到宏观环境、地缘政治等多种因素影响，可能在未来出现大幅动荡，从而影响到证券公司的业务开展和对应收入。
- **证券市场持续低迷：**证券公司的业务和证券市场息息相关，若证券市场的低迷和投资者对市场信心不足等因素带来证券市场活跃度低的风险，恐导致券商业务开展的不及预期，导致收入水平下降。
- **兼并重组存在不确定性：**券商兼并重组存在不确定性，若后续兼并重组失败或进度不及预期，可能会影响券商的业务开展和对应收入，风险将被放大。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS