

分析师：张洋  
登记编码：S0730516040002  
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

券商板块 2024 年 1 月回顾及 2 月前瞻

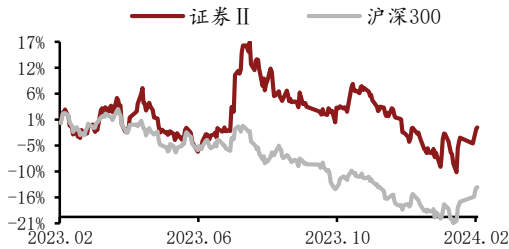
——券商板块月报

证券研究报告-行业月报

同步大市(维持)

证券 II 相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 02 月 26 日



资料来源：中原证券，聚源

### 相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2023 年 12 月回顾及 2024 年 1 月前瞻》 2024-01-25

《证券 II 行业月报：券商板块 2023 年 11 月回顾及 12 月前瞻》 2023-12-25

《证券 II 行业年度策略：投资端改革引领，新周期值得期待》 2023-11-30

联系人：马钦琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

- **券商板块 2024 年 1 月行情回顾：**1 月券商指数创近 12 个月来最大月度跌幅。中信二级行业指数证券 II 全月下跌 5.29%，跑赢沪深 300 指数 1.00 个百分点。1 月券商板块延续全面下跌，且个股跌幅进一步扩大，板块平均 P/B 的震荡区间为 1.150-1.257 倍。
- **影响上市券商 2024 年 1 月月度经营业绩的核心要素：**
  - (1) 权益跌幅扩大、固收强势新高，股债对冲下上市公司自营业务整体难言乐观。
  - (2) 日均成交再度降至近十二个月的次低位水平，行业经纪业务景气度徘徊在近 12 个月以来的中低位水平。
  - (3) 两融余额降幅明显，对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献度明显扩大。
  - (4) 投行业务总量连续第二个月环比基本持平。
- **投资建议：**(1) 进入 2024 年 2 月以来，各权益类指数月初陆续受到外部资金承接，春节假期后反弹趋势得以进一步延续，下跌趋势得到有效扭转；固定收益类指数整体维持了强势表现且同步续创历史新高，但涨幅环比明显收窄。整体看，2 月上市券商自营业务挑战与机遇并存，权益类自营业务短期成为核心变量。(2) 指数波动幅度显著加大，市场成交明显放量，但由于存在春节假期因素，预计 2 月行业经纪业务景气度仍将徘徊于近 12 个月来的相对低位水平。(3) 截至目前两融余额创近年来最大月度降幅，两融业务对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献度进一步扩大。(4) 受股权融资规模及各类债券承销金额环比均出现较大幅度下滑的影响，预计 2 月行业投行业务总量将降至近年来的低位。(5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 2 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩大概率将成为年内月度经营业绩的低点。(6) 2 月初券商指数跟随各权益类指数再创新本轮调整新低，节前出现较为有力度的反弹，但节后反弹力度偏弱，板块平均 P/B 一度回落至 1.10 倍上方，目前回升至 1.25 倍左右；虽然券商指数短线弹性不足，但整体格局依然相对偏强。2 月以来，监管层积极回应市场关切、暂停新增转融券规模、严惩操纵市场恶意做空、加强异常交易监管，全力维护资本市场稳定运行，关注政策面的进一步动向。在投资端改革持续发力以及全力维护资本市场稳定运行的政策导向下，券商板块有望反复活跃，积极保持对券商板块的持续关注。

**风险提示：**1.权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

## 1. 2024 年 1 月券商板块行情回顾

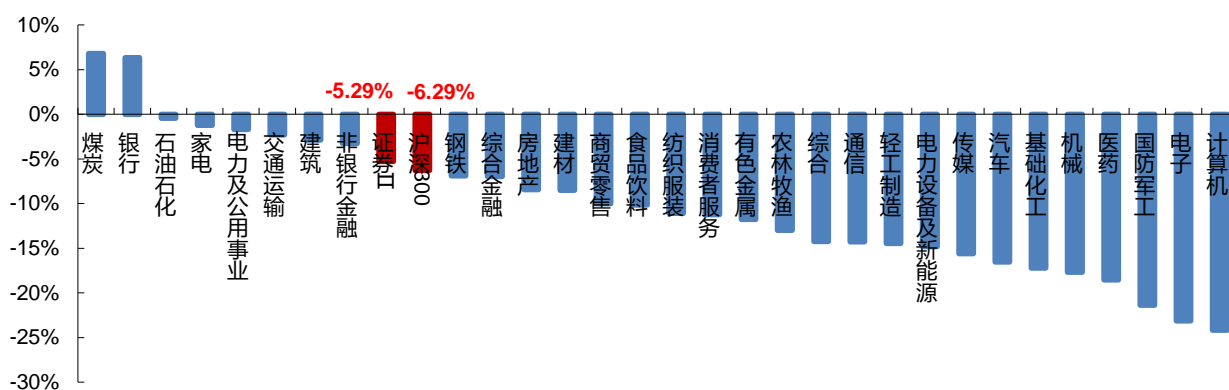
### 1.1. 2024 年 1 月券商指数创近 12 个月来最大月度跌幅

2024 年 1 月券商指数月初未能延续去年年末的翘尾反弹行情，再度回到震荡下跌的趋势中，月中跌幅一度明显扩大并持续创本轮调整新低；临近月末虽然出现连续 4 天且较为有力度的反弹，收敛了全月跌幅，但全月仍创近 12 个月来最大月度跌幅。

中信二级行业指数证券 II 全月下跌 5.29%，跑赢沪深 300 指数 1.00 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 9 位，环比上升 16 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 9.14%，环比再度小幅扩大；全月共成交 4638.90 亿元，环比+17.42%。

图 1：2024 年 1 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 -5.29%



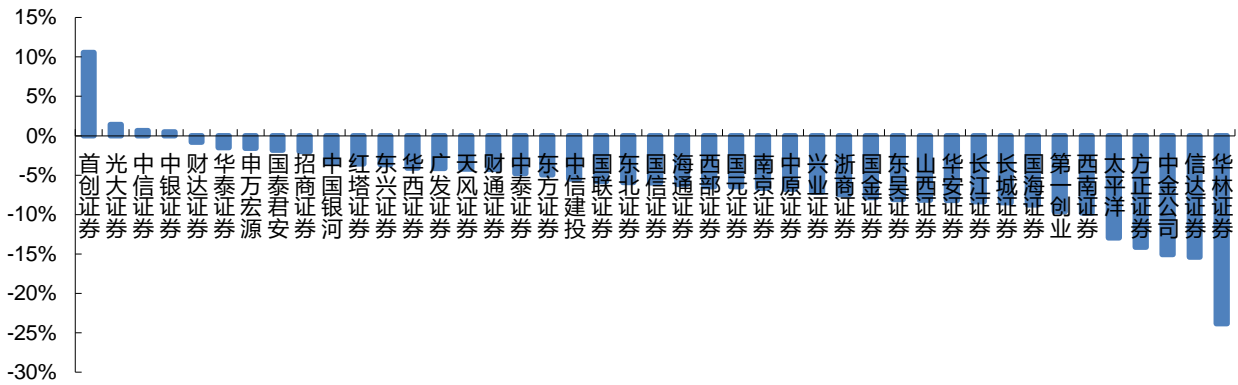
资料来源：Wind、中原证券

### 1.2. 2024 年 1 月券商板块延续全面下跌，且个股跌幅进一步扩大

2024 年 1 月，43 家单一证券业务上市券商仅 4 家实现逆势上涨，环比+2 家。其中，实现上涨的分别为首创证券（10.55%）、光大证券（1.43%）、中信证券（0.64%）、中银证券（0.49%）；跌幅前 5 位分别为华林证券（-23.84%）、信达证券（-15.40%）、中金公司（-15.06%）、方正证券（-14.14%）、太平洋（-12.97%）；1 月共 18 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，环比-10 家。

1 月券商板块延续全面下跌格局，且个股跌幅进一步扩大。其中，头部券商的月度表现环比明显转强，行业龙头中信证券逆势实现红盘，大多数头部券商处于板块涨跌幅前列，是券商指数收敛月度跌幅的主力；中小及弹性券商的月度表现环比显著转弱，除个别个股逆势上涨外，绝大多数个股跌幅较重且跑输券商指数。1 月券商板块依然保有零星的结构行情。

图 2：2024 年 1 月券商板块个股涨跌幅

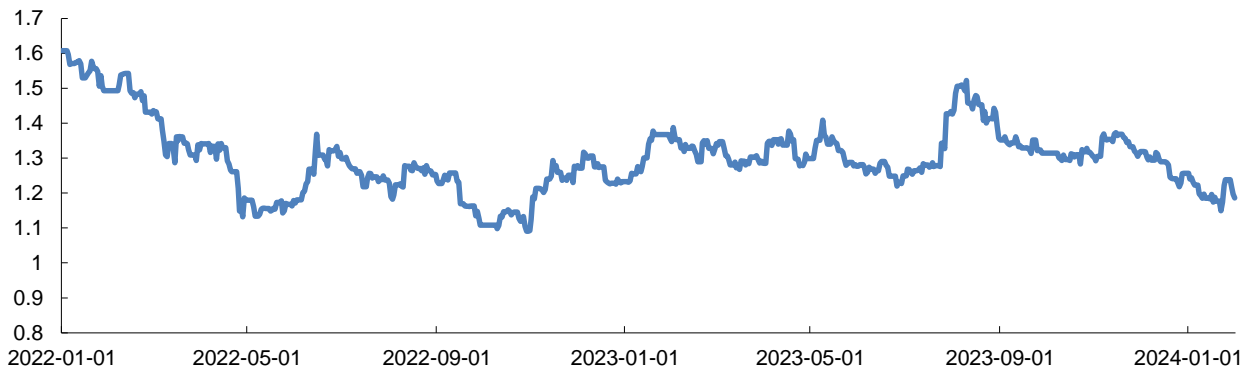


资料来源：Wind、中原证券

### 1.3. 2024 年 1 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.150-1.257 倍

2024 年 1 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.257 倍，最低为 1.150 倍，P/B 震荡区间的上限及下限环比同步走低。截至 2024 年 1 月 31 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.186 倍。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 1 月券商板块平均 P/B



资料来源：Wind、中原证券

## 2. 影响 2024 年 1 月上市券商月度经营业绩的核心要素

### 2.1. 权益跌幅扩大、固收强势新高

2024 年 1 月各权益类指数延续了弱势下跌趋势，虽然权重类指数与成长及中小市值类指数的表现明显分化，但各指数的跌幅普遍明显扩大。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数在下旬获得明显的外部资金承接，出现较为有力度的反弹，不仅收敛了月度跌幅，且较为有效的遏制了快速下跌的趋势，充分发挥了中流砥柱的作用；代表赛道类成长风格的创业板成分指数整体格局依然弱势，全月近乎单边下跌，且创近 12 个月来最大月度跌幅，

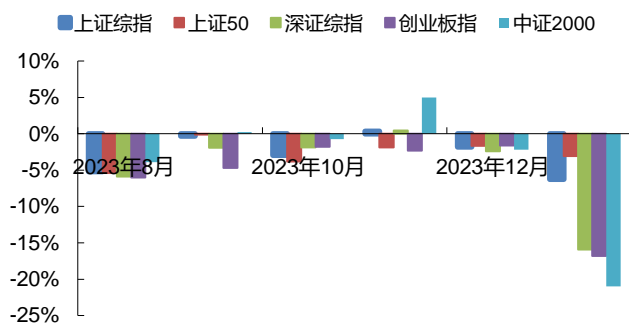
月末收盘创近年来新低；代表中小市值风格的中证 2000 指数整体格局由强转弱出现快速补跌，个股风险集中释放，不仅创出近 20 个月新低且月度跌幅在各权益类指数中最大。

具体指数涨跌幅为：上证指数下跌 6.27%、深证综指下跌 15.94%、上证 50 指数下跌 3.09%、沪深 300 指数下跌 6.29%、创业板指下跌 16.81%、中证 500 指数下跌 13.49%、中证 2000 指数下跌 20.97%。去年以来行业内各公司的方向性权益类自营业务已普遍谨慎开展，整体方向敞口较小，市场短期波动对上市券商 1 月整体经营业绩的边际影响有效。但需要指出的是，近年来行业内各公司均积极涉足包括量化投资在内的中性自营业务，由于各权益类指数短期跌幅较大，部分围绕中小市值个股的量化策略受到明显冲击，市场短期波动预计将对自营或委外的量化投资造成负面影响。预计 1 月上市券商权益类自营业务将明显承压。

1 月十年期国债期货指数保持单边震荡上涨的趋势，并创历史新高，全月大幅上涨 0.70%；中证全债（净）指数同步保持单边震荡上涨的趋势，并创历史新高，全月大涨 0.99%，创近 30 个月来最大月度涨幅。1 月固定收益类指数同步强势创出历史新高，行业固定收益类自营业务的经营环境进一步升温。

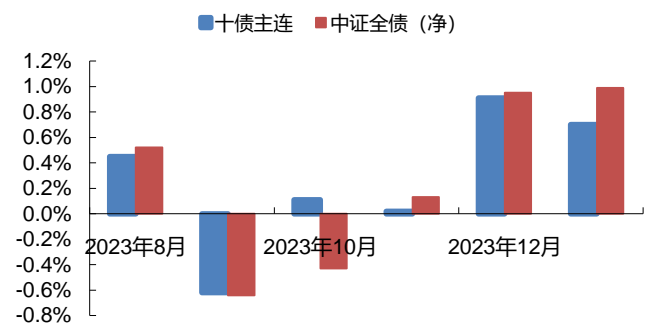
整体看，2024 年 1 月权益跌幅扩大、固收强势新高，虽然上市券商固定收益类自营业务有望实现较好的投资收益，但股债对冲下自营业务整体难言乐观。

图 4：各权益类指数涨跌幅



资料来源：Wind、中原证券

图 5：十债主连、中证全债（净）指数涨跌幅



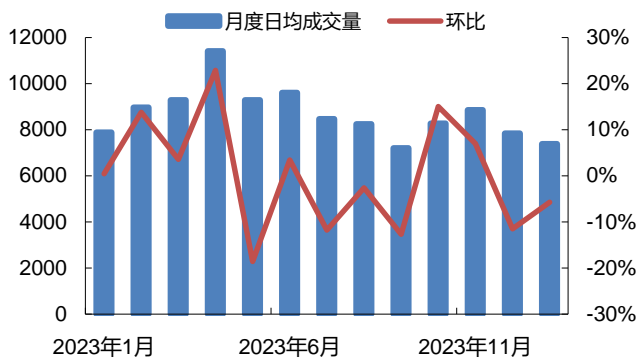
资料来源：Wind、中原证券

## 2.2. 经纪业务景气度仍有小幅下滑

2024 年 1 月全市场日均股票成交量为 7380 亿元，环比-5.75%，同比-6.29%；月度股票成交总量为 16.26 万亿元，环比-1.13%，同比+29.02%。

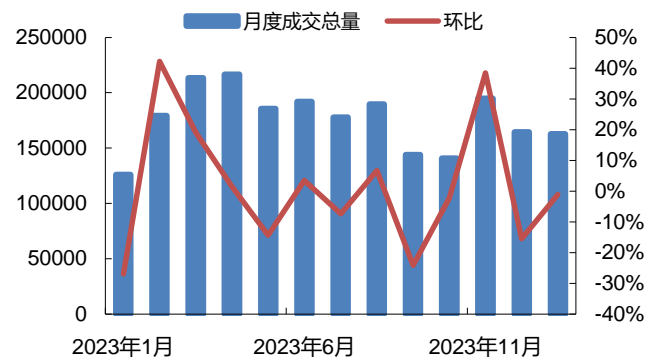
1 月受各权益类指数持续弱势下跌且跌幅明显扩大的影响，市场热点匮乏、交投活跃度进一步下降，日均成交量再度降至近十二个月的次低位水平；受去年同期春节假期的影响，成交总量同比出现较大幅度回升，但环比仍有小幅下滑，行业经纪业务景气度徘徊在近 12 个月以来的中低位水平。

图 6：月度日均成交量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 7：月度成交总量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

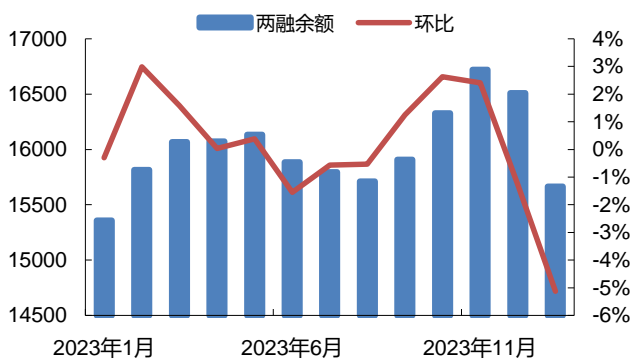
### 2.3. 两融余额降幅较为明显

截至 2024 年 1 月 31 日，全市场两融余额为 15664 亿元，环比-5.12%，创近 12 个月来最大月度降幅；同比+1.99%。

截至 1 月底，2024 年两融月均余额为 15664 亿，较 2023 年两融月均余额的 16025 亿元 -2.25%。

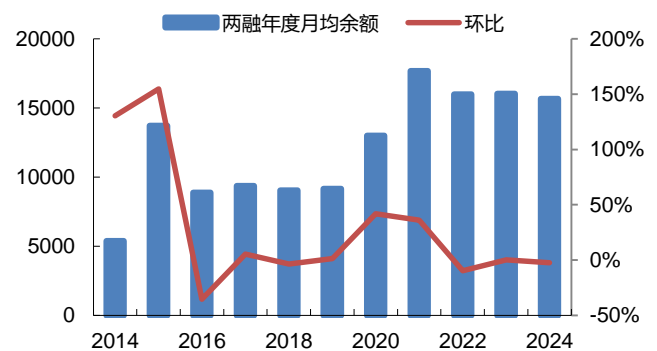
1 月各权益类指数跌幅明显扩大，特别是成长及中小市值类指数跌幅较大，两融业务中的融资业务短期快速承压，绝对额降至近 12 个月来的次低位。1 月两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献，且负向边际贡献度明显扩大。

图 8：月末两融余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 9：两融年度月均余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

### 2.4. 投行业务总量连续第二个月环比基本持平

股权融资方面，2024 年 1 月股权融资规模为 628 亿元，环比+0.44%；同比-46.36%。

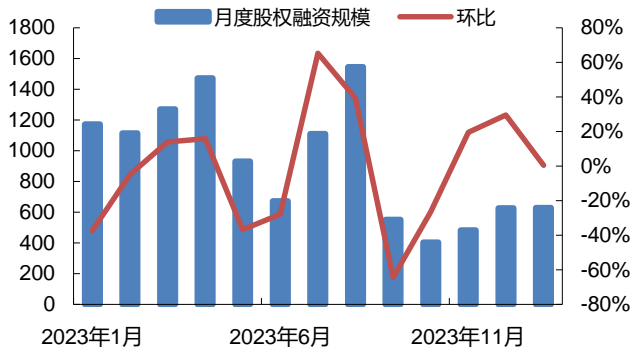
债权融资方面，2024 年 1 月行业各类债券承销金额为 8084 亿元（按发行日），环比-



2.98%；同比+47.69%。

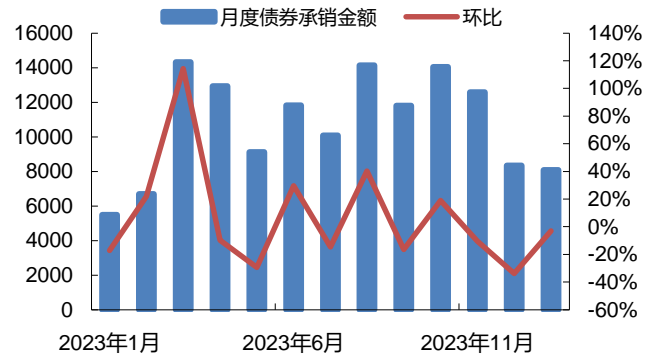
2024年1月IPO规模虽然明显回落，但股权融资规模在再融资放量的带动下，环比保持平稳；行业各类债券承销金额环比保持平稳，同比增幅较大是由于去年同期存在春节假期因素。整体看，1月行业投行业务总量连续第二个月环比基本持平。

图 10：月度股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 11：月度各类债券承销金额（按发行日，亿元）



资料来源：Wind、中原证券

### 3. 投资建议

(1) 进入 2024 年 2 月以来，各权益类指数月初仍有快速下探，并再创近年来新低，随后陆续受到外部资金承接，出现快速反弹；春节假期后反弹趋势得以进一步延续，下跌趋势得到有效扭转。截至目前，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数已逐步收复去年四季度以来跌幅，整体格局在各权益类指数中最为强势，持续发挥中流砥柱的引领作用；代表赛道类成长风格的创业板成分指数见底时间略晚于价值类指数、反弹力度强于价格类指数，但整体格局依然较为弱势，至今尚未完全收复 1 月跌幅；代表小微市值风格的中证 2000 指数月初补跌的力度较大，见底时间最晚，虽然节后反弹的力度也较大，但目前仅限于将月初跌幅回补，短线格局依然较为弱势。2 月以来固定收益类指数整体维持了强势表现且同步续创历史新高，但高位震荡有所加剧，涨幅明显收窄。近年来上市券商普遍加大了权益类量化投资的规模，积极践行权益自营去方向化，但 2 月初中小微市值个股短线跌幅较大，以中性策略为代表的量化投资短期承压较重，预计将对上市券商自营业务造成一定的冲击；此外，随着权益类自营业务整体经营环境的显著改善，能否把握短线市场机遇、快速扩大方向敞口是上市券商权益类自营业务实现改善的关键。固定收益类指数虽然在高位呈现震荡走势，但仍实现一定幅度的上涨，上市券商固定收益类自营业务仍有望稳中向好。整体看，2 月上市券商自营业务挑战与机遇并存，权益类自营业务短期成为核心变量，中性业务策略的调整以及能否及时扩大方向性业务规模将导致上市券商单月经营业绩出现明显分化。

(2) 各权益类指数短线超跌反弹、快速由弱转强、波动幅度显著加大，市场成交也明显放量。截至目前全市场日均成交量回升至 9000 亿上方，创近半年来最高，但由于存在春节假期

因素，预计 2 月行业经纪业务景气度仍将徘徊于近 12 个月来的相对低位水平。

(3) 受月初个股跌幅较重的影响，融资客户阶段性集中执行风控，截至目前两融余额再度出现明显下降，且降幅环比进一步扩大，并创近年来最大月度降幅。预计 2 月两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献，且负向边际贡献度进一步扩大。两融余额在经历本轮快速下降后，短期内出现快速回升的概率偏低。

(4) 受市场环境的影响，叠加春节假期因素，截至目前 IPO 与再融资规模环比均出现较大幅度回落，预计 2 月行业股权融资规模环比将出现明显下滑，总量将创近年来新低；截至目前行业各类债券承销金额环比同步出现较大幅度下滑。受股权融资规模及各类债券承销金额环比均出现较大幅度下滑的影响，预计 2 月行业投行业务总量将降至近年来的低位。

(5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 2 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩大概率将成为年内月度经营业绩的低点。

(6) 2 月初券商指数跟随各权益类指数再创本轮调整新低，节前出现较为有力度的反弹，但节后反弹力度偏弱，板块平均 P/B 一度回落至 1.10 倍上方，目前回升至 1.25 倍左右；虽然券商指数短线弹性不足，但整体格局依然相对偏强。中长期看，投资端改革围绕完善资本市场基础制度、引入中长期资金、提高上市公司质量、从严打击欺诈发行及财务造假等方面深入推进，外部经营环境逐渐向好将为证券行业开启新一轮上升周期奠定坚实的基础。2 月以来，监管层积极回应市场关切、暂停新增转融券规模、严惩操纵市场恶意做空、加强异常交易监管，全力维护资本市场稳定运行，关注政策面的进一步动向。在投资端改革持续发力以及全力维护资本市场稳定运行的政策导向下，券商板块有望反复活跃，积极保持对券商板块的持续关注。关注龙头券商以及低估值中小及弹性券商的波段投资机会。

**风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期。**

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。