

证券行业 2024 年 3 月投资策略

监管思路有调整，资金结构在改善

超配

核心观点

- **严格监管，强化质量，稳定市场，近期证监会主席吴清表达监管思路。**一是执行“严字当头”，即将在监管工作中突出“两强两严”，即强本强基、严监严管；二是强化投资者保护，包括推动分红、完善退市制度，鼓励并购重组、股权激励等制度改革；三是主动纠正“市场失灵”，即在正常情况下对市场运行是不进行干预，但在出现“剧烈震荡、流动性枯竭、市场恐慌、信心严重缺失”等极端情况要及时出手；四是提高上市公司质量，严把 IPO 入口关。尤其对于增强资本市场内在稳定性，吴清指出，需要“一个基石五个支柱”，一个基石就是高质量的上市公司，即优质的发行人，五个支柱则是资金、制度、机制、机构、监管。
- **延续监管政策导向，资本市场资金面有结构性改善。**这具体表现在险资（“高分红资产”）和外资（“核心资产”）方向有增量，产品发行低位公募基金维持场内博弈格局，而依托私募量化的小盘微盘股资金有流出，同时 IPO 趋严下资金抽血冲击更低。资金流入端看，保险“开门红”带动其资产配置需求，利率中枢下降和非标资产到期环境下，险资“资产荒”压力持续，估计对应权益市场增量资金规模约为 2400 亿元，后续高股息资产会计政策确认制度调整（如高分红基金也可以分类到 OCI 账户）或吸引更多增量资金；国内资产估值底部，海外资金边际有增量配置动力，尤其偏好有品牌和产业壁垒的“核心资产”；短期由于市场震荡加大，一季度基金产品发行难度较大，公募方向缺乏增量资金；而随着券商 DMA（面向私募客户的多空收益互换）等业务发展停滞，相关资金恐流出约 2000 亿元，整体资本市场资金面维持整体平衡、略有增量的局面。
- **投资建议：**监管层要求券商致力于做好资本市场“看门人”，助力提升上市公司质量，服务实体经济，优质券商或受益于行业并购重组和集中度提升。我们对行业维持“超配”评级。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐中信证券，同时推荐在固收和资管业务有特色的精品券商第一创业。
- **风险提示：**经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600030.SH	中信证券	买入	21.01	3117	1.5	1.6	15	13
002797.SZ	第一创业	增持	5.61	236	0.11	0.14	51	40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

非银金融 · 证券 II

超配 · 维持评级

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《证券行业 2024 年 2 月投资策略-市场去杠杆带来板块左侧机会》——2024-02-07
- 《证券行业 2024 年 1 月投资策略-降准凸显非银 beta 弹性》——2024-01-24
- 《近期北交所政策点评-北交所激活券商全业务线》——2024-01-03
- 《证券行业 2023 年 12 月投资策略-券商并购，潮起潮落》——2023-12-17
- 《被动投资时代加速来临——基于近期佣金费率改革政策的分析》——2023-12-11

内容目录

近期关注：监管施政思路调整	3
行业重要动态	4
成交量环比下降，股债“跷跷板效应”显著	5
投资建议	5
风险提示	5
关键图表	6

图表目录

图1：短期市场资金面有结构性调整	4
图2：私募基金规模及增速（单位：亿元，%）	4
图3：公募基金规模及占比情况（单位：亿元）	4
图4：两市日均成交额及环比涨跌	6
图5：IPO 融资规模及环比涨跌	6
图6：再融资规模及环比涨跌	6
图7：企业债及公司债承销规模及环比涨跌	6
图8：股债两市表现	6
图9：日均两融余额及环比涨跌	6
图10：券商指数 886054 走势	7
图11：中信一级行业 2 月涨幅排名	7
图12：上市券商 2 月涨幅排名	8

近期关注：监管施政思路调整

严格监管，强化质量，稳定市场，近期证监会主席吴清在相关记者见面会表达监管思路。一是“严字当头”，即将在监管工作中突出“两强两严”，即强本强基、严监严管；二是强化投资者保护，包括推动分红、完善退市制度，鼓励并购重组、股权激励等制度改革；三是纠正“市场失灵”，即在正常情况下对市场运行是不进行干预，但在出现“剧烈震荡、流动性枯竭、市场恐慌、信心严重缺失”等极端情况要及时出手；四是提高上市公司质量，严把 IPO 入口关。尤其对于增强资本市场内在稳定性，吴清指出，需要“一个基石+五个支柱”，一个基石就是高质量的上市公司，即优质的发行人，五个支柱则是资金、制度、机制、机构、监管。

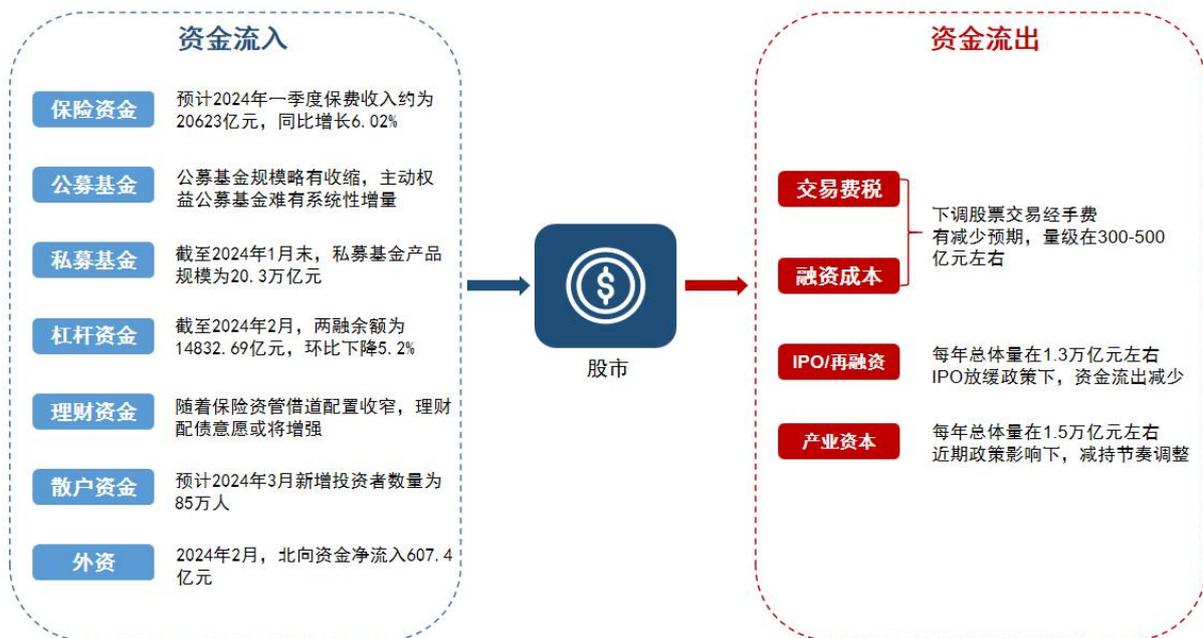
表 1：近期证监会监管思路梳理

“一个基石” 高质量的上市公司	入口监控方面 ，严把 IPO 入口关，要成倍的、大幅提高对在审企业的现场检查覆盖面，对发现的违法违规线索进一步加大查处力度，倒逼发行人提高申报质量，也倒逼中介机构履行好职责、提高执业水平。
	出口监控方面 ，证监会将设置更加严格的强制退市标准，做到应退尽退，同时完善吸收合并等政策，进一步拓宽多元退出渠道，鼓励推动部分公司主动退市。
	持续监管方面 ，目前证监会正在突出抓三件事：一是防假打假，严厉整治财务造假，侵占上市公司利益等违法违规行为；二是规范减持，对通过“技术性”离婚、融券卖出、转融通等绕道违规减持的，及时堵住制度漏洞，对于大股东、实控人等违规减持的严厉打击；三是推动分红，对于多年不分红或分红比例偏低的公司，证监会将区分不同情况采取硬措施，同时推动有条件的公司一年多次分红。
“五个支柱” 资金、制度、机制、 机构、监管	第一个支柱：更合理的资金结构。 坚持价值投资、理性投资、长期投资的理念。
	第二个支柱：更加完善的基础制度。 资本市场规范性要求极高，要通过不断深化改革，增强制度的适应性、相对稳定性、可预期性。
	第三个支柱：有效的市场调节机制。 市场的供求关系、价格都是市场自发调节、自我平衡的因素。
	第四个支柱：更加优质的专业服务。 包括证券、基金、期货公司，投资管理机构，会计师、律师服务机构，评估、评级机构等等，要进一步回归本源，勤勉尽责，把功能性放在首位，不断提升专业服务水准，为市场把好关，提供更高服务质量。
	第五个支柱：更严格的监管执法。 证监会将持续严格执法，对一些重大违法违规行为，涉及犯罪的，会行刑对接，同时追究民事责任和刑事责任，更好维护投资者合法权益。

资料来源：人民网、国信证券经济研究所整理。

延续监管导向，我们判断资本市场资金面结构将结构性调整。这具体表现在险资和外资有增量，公募基金维持博弈格局，依托私募量化的微盘股资金有流出，IPO 趋严下资金抽血冲击更低。资金流入端看，保险“开门红”带动其资产配置需求，利率中枢下降和非标资产到期环境下，险资“资产荒”压力持续，我们估计对应权益市场增量资金规模约为 2400 亿元，后续高股息资产会计政策确认制度调整（如高分红基金也可以分类到 OCI 账户）或吸引更多增量资金；国内资产估值底部，海外资金边际有增量配置动力，尤其偏好有品牌熟悉和行业壁垒的“核心资产”；短期由于市场震荡加大，一季度基金产品发行难度较大，公募方向缺乏增量资金；而随着券商 DMA（面向私募客户的多空收益互换）等业务发展停滞，相关资金恐流出约 2000 亿元，整体资本市场资金面维持整体平衡、略有增量的局面。

图1：短期市场资金面有结构性调整



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：私募基金规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公募基金规模及占比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业重要动态

- **3月5日第十四届全国人大二次会议开幕，国务院总理李强作政府工作报告并指出2024年金融行业主要发力点。**1) 政府工作报告中指出“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”，延续了对金融工作中做好五篇大文章的重视，体现了在重点战略、重点领域方面落实好优质金融服务，为经济可持续发展提供有力支持的要求。2) 稳妥推进中小金融机构风险处置。坚持以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展，标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融

大局稳定。稳妥有序处置风险隐患。稳妥推进一些地方的中小金融机构风险处置。严厉打击非法金融活动。3) 发行超长期特别国债。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

- 3月6日，中国证券监督管理委员会主席吴清就金融证券等相关问题回答中外记者提问。1) 严把入口。审核注册各个环节都要依法依规，督促发行人真实准确完整披露信息。2) 加强企业上市后的日常监管。严厉整治财务造假，规范减持，推动分红。3) 畅通出口。证监会将设置更加严格的强制退市标准，做到应退尽退；完善吸收合并等政策，进一步拓宽多元退出渠道，鼓励推动一些公司主动退市。4) 压实责任。提高上市公司质量，企业必须扛起第一责任、主体责任，控股股东、实控人、董监高作为企业的“关键少数”必须挺在前面。监管部门、行业主管部门、地方政府还有各类专业中介机构也都要各负其责，责无旁贷。¹

成交量环比下降，股债“跷跷板效应”显著

(1) 经纪业务方面，2月A股日均成交金额为9568.17亿元，环比上升29.5%，同比上升6.8。(2) 投行业务方面，2月IPO数量为6家，募集资金规模为58.36亿元，环比下降50.5%；2月再融资规模为54.5亿元，同比下降93.7%；2月企业债和公司债承销规模为1330.66亿元，环比下降60.9%。(3) 自营业务方面，上证综指上涨5.3%，沪深300指数上涨9.4%，创业板指数上涨14.9%，中证全债指数上涨0.6%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至2月29日，沪深北两融余额为14832.69亿元，环比下降5.2%。

投资建议

当前，券商PB估值为1.18倍，安全边际较足，我们对行业维持“超配”评级。2024年将进一步加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，活跃资本市场。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大，业务协同预期强的国联证券，底部存在反转预期的东方证券。

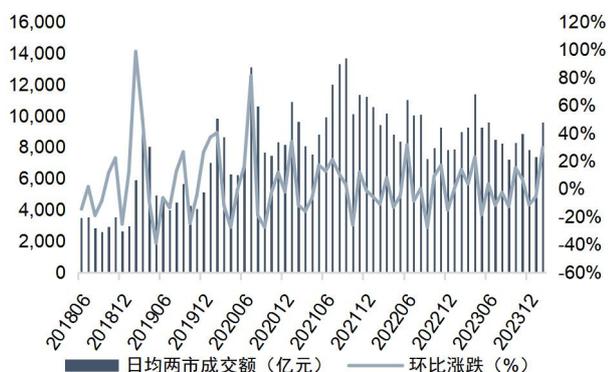
风险提示

经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

¹ 经济日报《十四届全国人大二次会议举行经济主题记者会：中国经济回升向好态势增强》

关键图表

图4: 两市日均成交额及环比涨跌



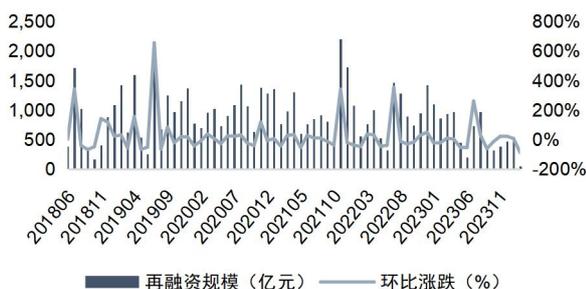
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: IPO 融资规模及环比涨跌



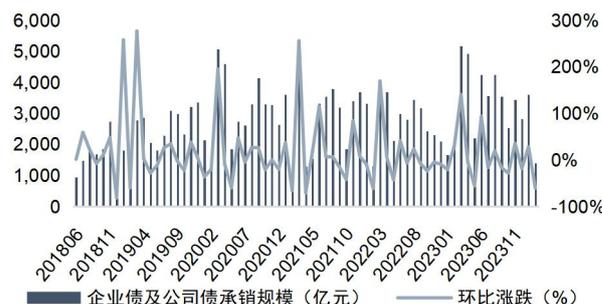
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 再融资规模及环比涨跌



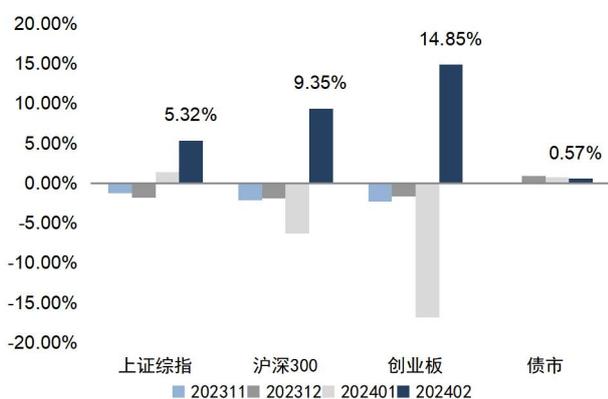
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



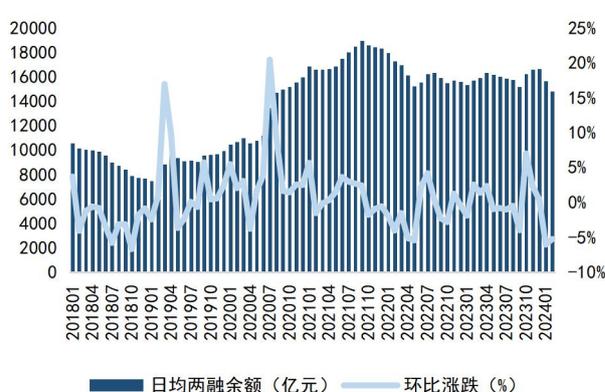
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 股债两市表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 日均两融余额及环比涨跌



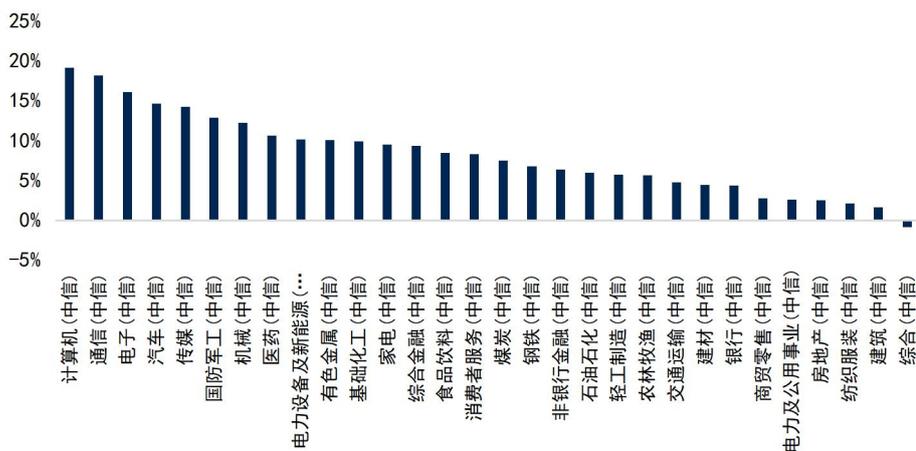
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 券商指数 886054 走势



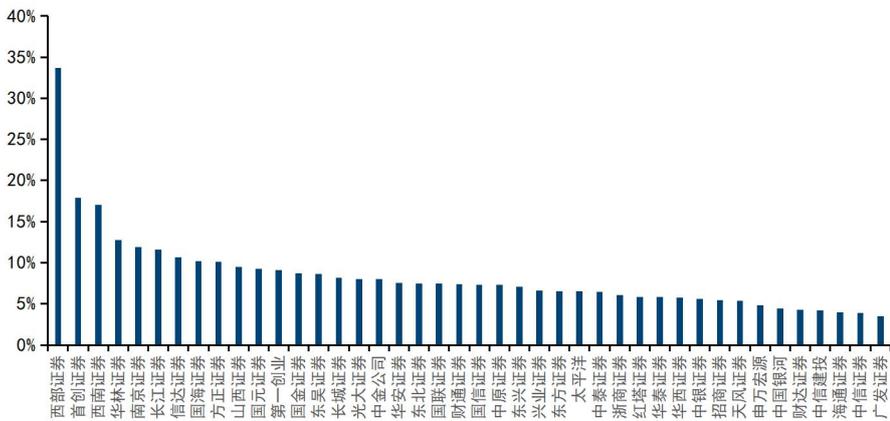
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 中信一级行业 2 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 上市券商 2 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 重点个股估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600030.SH	中信证券	买入	21.01	3117	1.5	1.6	15	13
002797.SZ	第一创业	增持	5.61	236	0.11	0.14	51	40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测。注: 收盘价日期为 2024 年 3 月 13 日。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032