

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

券商板块 2024 年 2 月回顾及 3 月前瞻

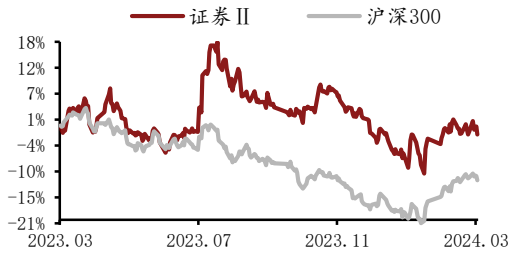
——券商板块月报

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 03 月 25 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 2024 年 1 月回顾及 2 月前瞻》 2024-02-26

《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

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 2 月行情回顾：**2 月券商指数出现明显企稳回升。中信二级行业指数证券 II 全月上涨 7.01%，跑输沪深 300 指数 2.34 个百分点。2 月券商板块出现全面反弹，板块平均 P/B 的震荡区间为 1.128-1.265 倍。
- **影响上市券商 2024 年 2 月月度经营业绩的核心要素：**
 - (1) 权益快速反弹、固收再创新高，权益中性业务承压将导致上市券商自营业务出现较强的不确定性。
 - (2) 日均成交量回升至去年下半年以来最高，但由于存在春节长假因素，行业经纪业务景气度徘徊于低位水平。
 - (3) 两融余额再创新 12 个月来最大月度降幅，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) 投行业务总量将至近年来的低位水平。
- **投资建议：**(1) 进入 2024 年 3 月以来，各权益类指数虽然保持反弹趋势，但反弹力度明显下降，且各指数间依然呈现较为明显的分化；固定收益类指数于高位出现区间震荡，短线趋势由上涨转为横向盘整。整体看，3 月上市券商自营业务将由前期的高波动转为相对平稳，权益自营的经营成果是核心变量，固收自营的下滑将抑制整体投资收益回升的空间。(2) 做多情绪显著回暖，日均成交量重返万亿大关，行业经纪业务景气度有望回升至近 12 个月来的最高水平。(3) 截至目前两融余额回升的幅度有望创近 12 个月来最高，两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由负转正。(4) 在股权、债权融资规模环比均出现较大幅度回升的带动下，预计 3 月行业投行业务总量环比将实现较为有力度的增长。(5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 3 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望实现一定程度的改善。(6) 3 月以来，券商指数未能延续前期的反弹趋势，转为横向震荡盘整，板块平均 P/B 在 1.25 倍上下窄幅波动，整体格局保持相对强势。短期内，证监会集中出台从源头提高上市公司质量、加强上市公司监管、加快推进建设一流投行和机构、全面加强自身建设四项强化监管、防范风险、推动高质量发展的政策措施，持续完善有利于资本市场长期稳定健康发展的体制机制。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 2 月券商板块行情回顾

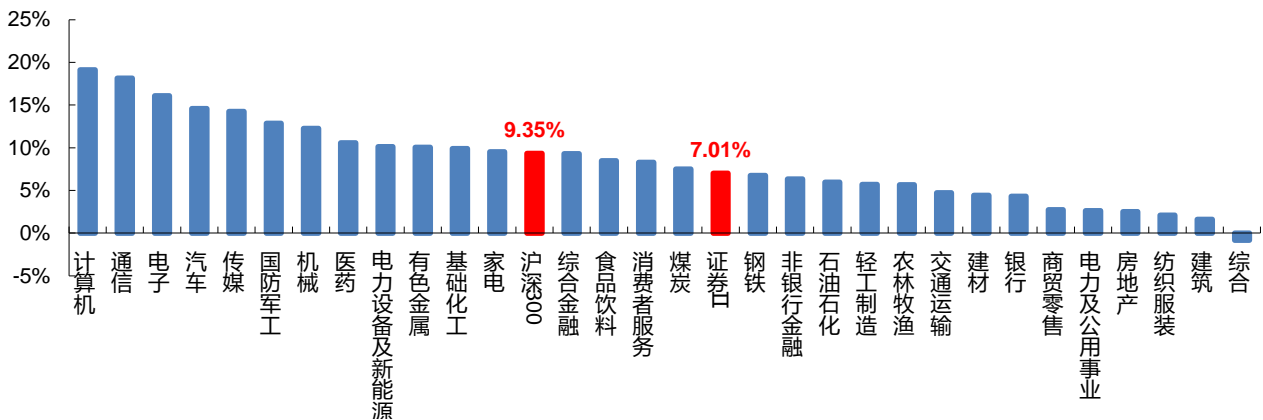
1.1. 2024 年 2 月券商指数出现明显企稳回升

2024 年 2 月券商指数月初延续弱势表现，一度出现较大幅度下跌，不仅将 1 月底反弹尽数回吐，且再创调整新低；在创新低的同时，券商板块受到外部资金承接的迹象较为明显。进入春节前一周，券商指数于低位出现近 6 个月来最大单日涨幅，随后持续震荡反弹，全月出现明显企稳回升并反包 1 月阴线，有效扭转了去年 8 月以来的下跌趋势。

中信二级行业指数证券 II 全月上涨 7.01%，跑输沪深 300 指数 2.34 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 17 位，环比下降 8 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 15.41%，环比明显扩大；全月共成交 4988.84 亿元，环比+7.54%，连续第二个月呈现放量。

图 1：2024 年 2 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 7.01%



资料来源：Wind、中原证券

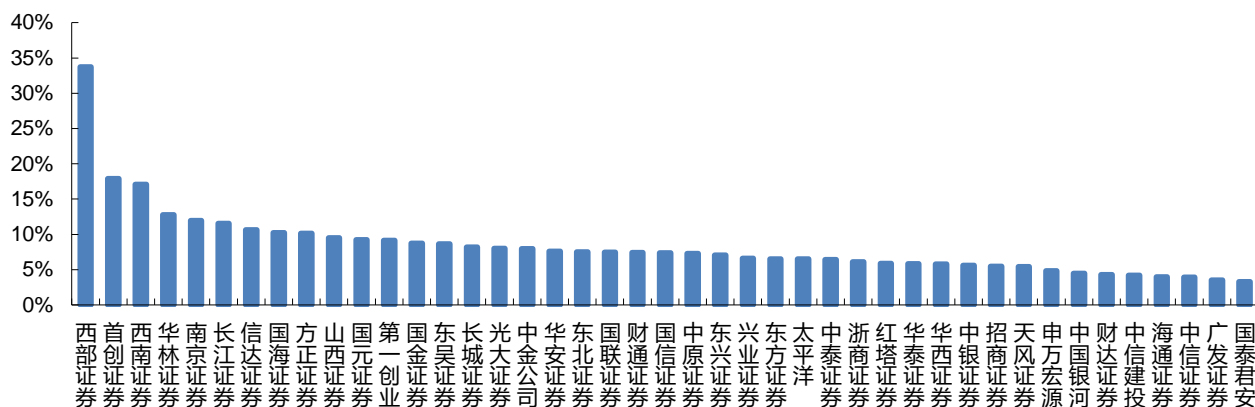
1.2. 2024 年 2 月券商板块出现全面反弹

2024 年 2 月，43 家单一证券业务上市券商全部实现上涨，环比+39 家。其中，涨幅前 10 位分别为西部证券（33.72%）、首创证券（17.92%）、西南证券（17.07%）、华林证券（12.78%）、南京证券（11.95%）、长江证券（11.56%）、信达证券（10.64%）、国海证券（10.22%）、方正证券（10.12%）、山西证券（9.49%）。2 月共 24 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，环比+6 家，占比 55.81%。

2 月券商板块在全面反弹的同时，个股反弹的幅度普遍较为明显。其中，头部券商虽然在 1 月板块快速下跌时逆势发挥了中流砥柱的作用，但在本月全面反弹时则出现较为明显的滞涨，代表性个股的月度涨幅排名板块末尾，头部券商涨幅的滞后是本月券商指数跑输沪深 300 指数的主因；中小及弹性券商的月度表现环比显著转强，大多数个股跑赢券商指数且处于板块涨跌幅的前列，是本月券商板块全面反弹的主力。2 月券商板块结构性行情的范围明显扩大、

力度明显转强。

图 2：2024 年 2 月券商板块个股涨跌幅

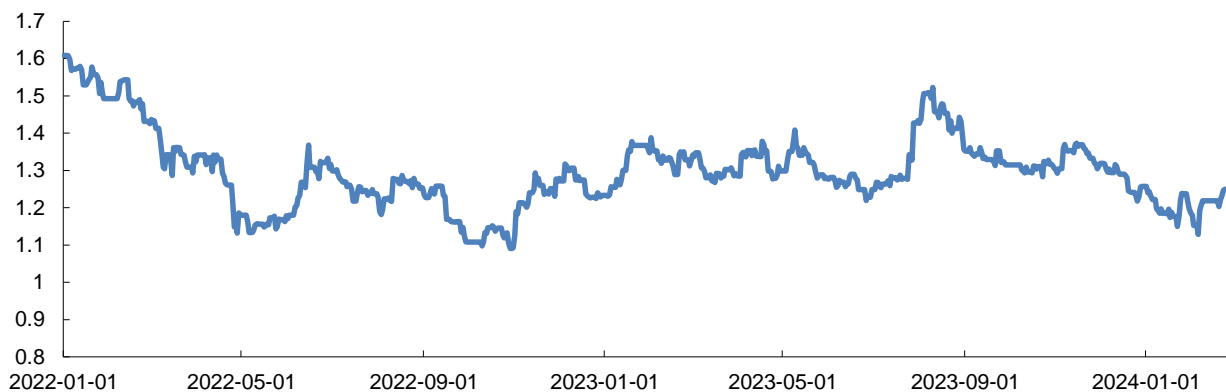


资料来源：Wind、中原证券

1.3. 2024 年 2 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.128-1.265 倍

2024 年 2 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.265 倍，最低为 1.128 倍，P/B 震荡区间的上限环比走高、下限环比走低。截至 2024 年 2 月 29 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.265 倍。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 2 月券商板块平均 P/B



资料来源：Wind、中原证券

2. 影响 2024 年 2 月上市券商月度经营业绩的核心要素

2.1. 权益快速反弹、固收再创新高

2024 年 2 月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，各指数在明显分化的同时，同步实现快速反弹。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数见底时间最早，反弹的力度在各权益类指数中居中，整体格局最为强势；

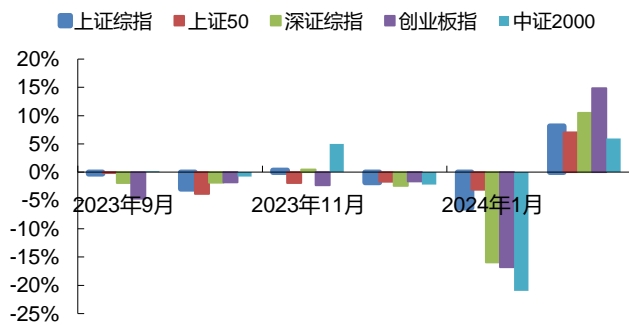
代表赛道类成长风格的创业板成分指数见底时间虽略晚于权重类指数，但反弹的力度较强，去年以来跌幅较重的成长类行业板块实现明显止跌企稳；代表小微市值风格的中证 2000 指数在 1 月中下旬出现补跌走势后，月初补跌的力度进一步增强，见底的时间最晚，虽然春节后反弹的力度较强，但由于月初跌幅过大，全月反弹幅度在各权益类指数中最小，短线格局最弱。

具体指数涨跌幅为：上证指数上涨 8.13%、深证综指上涨 10.49%、上证 50 指数上涨 7.05%、沪深 300 指数上涨 9.35%、创业板指上涨 14.85%、中证 500 指数上涨 13.83%、中证 2000 指数上涨 5.97%。虽然去年以来行业内各公司的方向性权益自营业务已普遍谨慎开展，但由于近年来上市券商普遍加大了权益类量化投资的规模，受 2 月初中小微市值个股跌幅较重且中证 500、中证 1000 股指期货出现大幅反弹的影响，以中性策略为代表的量化投资短期承压较重，预计将对上市券商权益类自营业务造成一定的冲击。此外，随着节后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、快速扩大方向业务敞口是上市券商权益类自营业务实现改善的关键。预计 2 月上市券商权益类自营业务将出现承压分化。

2 月十年期国债期货指数继续保持单边震荡上涨的趋势，并续创历史新高，全月上涨 0.52%；中证全债（净）指数同步保持单边震荡上涨的趋势，并续创历史新高，全月上涨 0.62%。2 月固定收益类指数保持强势新高的趋势，行业固定收益类自营业务的经营环境高温不退。

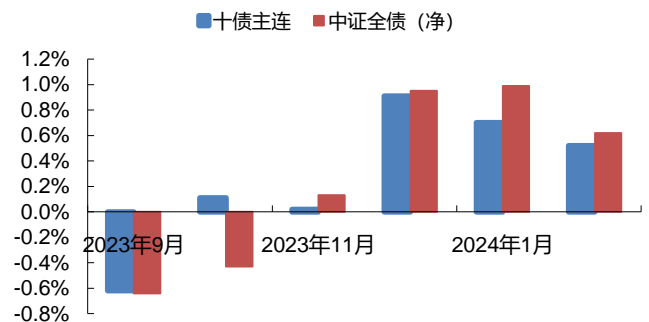
整体看，2024 年 2 月权益快速反弹、固收再创新高，虽然固定收益类自营业务仍有望实现较好的投资收益，但权益中性业务承压以及能否及时重启方向性业务将导致上市券商自营业务出现较强的不确定性。

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

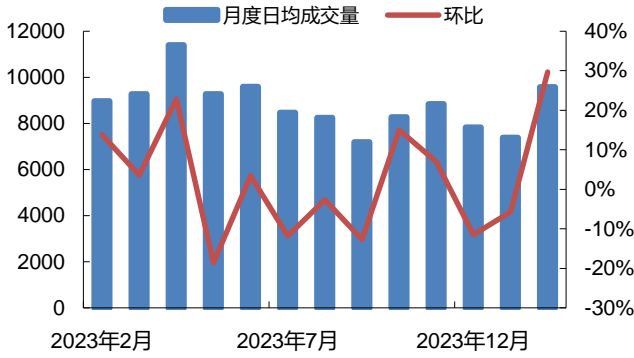
2.2. 经纪业务景气度仍徘徊于低位水平

2024 年 2 月全市场日均股票成交量为 9572 亿元，环比+29.70%，同比+6.84%；月度股票成交总量为 14.36 万亿元，环比-11.69%，同比-19.87%。

2 月各权益类指数超跌快速反弹、短线由弱快速转强、波动幅度显著加大，市场成交也明

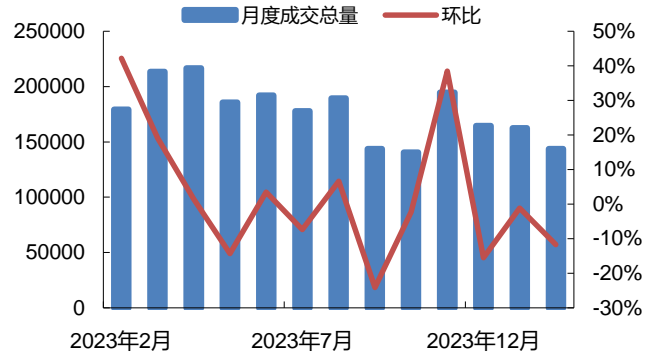
显放量，日均成交量回升至去年下半年以来最高；但由于存在春节长假因素，成交总量环比连续第三个月出现下滑且下滑的幅度再度扩大，行业经纪业务景气度依然徘徊于近 12 个月来的相对低位水平。

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

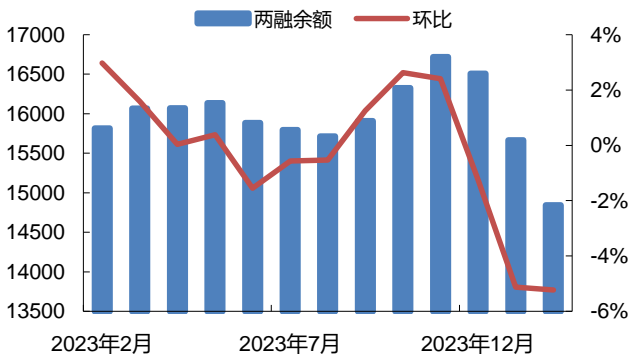
2.3. 两融余额降幅较为明显

截至 2024 年 2 月 29 日，全市场两融余额为 14844 亿元，环比-5.23%，连续第三个月出现下滑，且再创新 12 个月来最大月度降幅；同比-6.14%。

截至 2 月底，2024 年两融月均余额为 15254 亿，较 2023 年两融月均余额的 16025 亿元 -4.81%，降幅环比明显扩大。

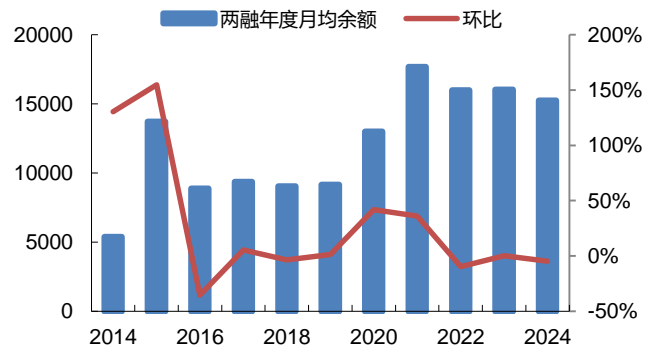
2 月初受中小微市值个股跌幅较重的影响，融资客户阶段性集中执行风控，融资余额进一步承压，绝对额降至近 3 年来的低位。2 月两融业务维持对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献，且负向边际贡献度进一步扩大。2024 年两融月均余额短期内较难回升至去年的均值水平。

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

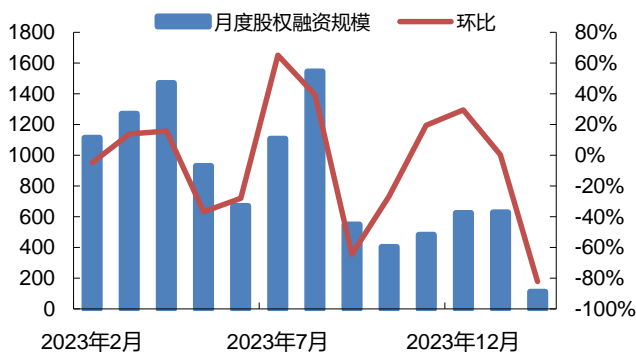
2.4. 投行业务总量降至近年来的低位水平

股权融资方面，2024年2月股权融资规模为113亿元，环比-82.03%；同比-89.87%。

债权融资方面，2024年2月行业各类债券承销金额为7069亿元（按发行日），环比-12.56%；同比+5.86%。

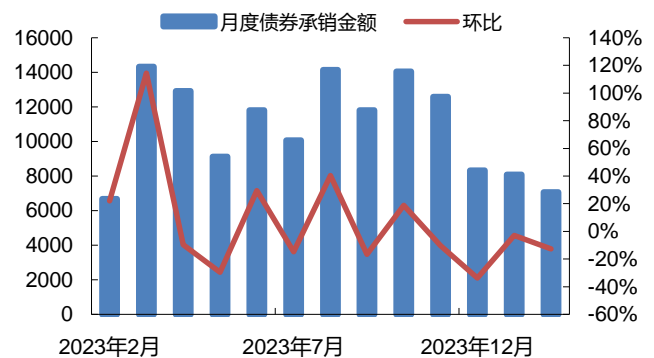
2024年2月受市场环境影响，叠加春节假期因素，IPO与再融资规模环比均出现较大幅度回落，单月股权融资规模创近年来新低；行业各类债券承销金额环比小幅下滑。整体看，2月行业投行业务总量将降至近年来的相对低位水平。

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 3 月以来，各权益类指数虽然保持反弹趋势，但反弹力度明显下降，且各指数间依然呈现较为明显的分化。截至目前，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数进一步向上反弹的动力明显不足，特别是上证 50 指数已由快速反弹转为横向震荡盘整，指数的波动幅度显著收窄；代表赛道类成长风格的创业板成分指数由于前期跌幅较深、整体格局较弱，进一步向上修复的动力相对价值类指数较强，但反弹的幅度环比也出现明显收窄；代表小微市值风格的中证 2000 指数在经历 2 月初的大幅补跌后，目前反弹的力度最强，短线格局由弱再度明显转强，整体弹性明显强于其他权益类指数。3 月以来固定收益类指数在经历连续多月的大幅上涨后，于高位出现区间震荡，短线趋势由上涨转为横向震荡，截至目前同步出现小幅回落。上市券商权益类自营业务中，以市场中性策略为代表的量化投资表现回归常态，3 月至今逐步收复部分年内亏损；虽然权益方向性业务的经营环境明显改善，但机构方向板块并未延续前期的快速反弹，机会把握的难度依然偏大，预计上市券商权益类自营业务环比将出现改善，但仍不宜期望过高，且方向性业务敞口的差异将造成上市券商经营业绩的分化。固定收益类指数由连续大幅上涨转为高位震荡，经营环境明显降温，预计上市券商固定收益类自营业务将结束连续三个月的高景气度，投资收益将出现一定幅度的回落。整体看，3 月上市券商自营业务将由前期的高波动转为相对平稳，权益自营的经营成果是核心变量，固收自营的下滑将抑制整

体投资收益回升的空间。

(2) 权重类指数稳中向好，成长及中小市值类指数反弹动力尚在，在各权益类指数持续处于修复周期的背景下，题材方向层出不穷，做多情绪显著回暖，市场成交环比出现进一步活跃。截至目前，全市场日均成交量在时隔 10 个月后重返万亿大关，叠加交易日环比增多，预计 3 月行业经纪业务景气度将大幅回升至近 12 个月来的高位，并有望达到近 12 个月来的最高水平。

(3) 在市场情绪实现持续且较为明显的修复后，截至目前两融余额也出现明显回升，回升的幅度有望创近 12 个月来最高。预计 3 月两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由负转正。但需要指出的是，在前期两融客户受损后，两融余额短期内较难快速回升至去年年底，即 1.6 万亿上方的水平，两融月均余额仍将出现下滑。

(4) 截至目前 IPO 节奏依然趋缓，但在市场环境改善后再融资规模明显放量，预计 3 月行业股权融资规模环比将出现较为显著的回升；截至目前行业各类债券承销金额环比实现放量，预计全月回升的幅度将进一步扩大。在股权、债权融资规模环比均出现较大幅度回升的带动下，预计 3 月行业投行业务总量环比将实现较为有力度的增长。

(5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 3 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望实现一定程度的改善。

(6) 3 月以来，券商指数未能延续前期的反弹趋势，转为横向震荡盘整，板块平均 P/B 在 1.25 倍上下窄幅波动，整体格局保持相对强势。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，外部经营环境的持续向好将为证券行业开启新一轮上升周期奠定坚实的基础。短期内，监管层集中出台从源头提高上市公司质量、加强上市公司监管、加快推进建设一流投行和机构、全面加强自身建设四项强化监管、防范风险、推动高质量发展的政策措施，持续完善有利于资本市场长期稳定健康发展的体制机制。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。