

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

投资端改革持续推进，落实“增强资本市场内在稳定性”要求

——证券行业周报

2024年3月25日

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

证券与沪深300指数涨跌幅走势图



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、交易端改革加速落地，证券行业预期改善
- 2、监管层积极求变，未来改革政策值得期待

内容提要：

上周（2024年3月18日-3月22日），申万非银金融指数下跌1.59%，落后沪深300指数0.89个百分点，在申万29个一级行业中排名第25。上周，申万证券板块下跌0.64%，在非银金融板块中排名第2，交易额达1059.85亿元，板块活跃度较前一周有所下降。截至2024年3月25日，板块整体PB为1.14倍，处于10年来1.64%分位上，在近10年中仍处于较低估状态。

政策跟踪： 1、三部门发布《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》，从社保基金运营角度来看，政策扩大了社保基金可投范围，从资本市场发展角度来看，将助推增量社保基金入市，增厚市场基石资金，从而增强市场内在稳定性。2、监管近期对量化私募进行密集摸底调研，主要关注存量DMA产品和类雪球产品潜在的风险，预计未来，证监会将持续加强对衍生品经营机构的监管，进一步完善相关风险防范机制，包括跨市场、跨境监控，稳健发展衍生品市场。

投资建议： 近期行业政策密集出台，落实“增强资本市场内在稳定性”要求，建议关注扩张战略清晰、业务快速成长的中型券商国联证券、财通证券以及具有并购预期的头部优质券商中国银河、方正证券等。此外，建议关注综合实力较强、能充分享受改革红利的头部券商中信证券、中信建投、华泰证券等

风险提示： 流动性不及预期；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；资本市场改革进程不及预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；宏观政策和行业政策调整风险；俄乌冲突升级及外溢风险；其他黑天鹅事件风险等。

目录

1、上周市场回顾	3
1.1 证券板块走势	3
1.2 个股表现	4
2、行业热点	5
2.1 政策跟踪	5
2.2 投资建议	6
3、数据跟踪	7
4、风险提示	8

图表目录

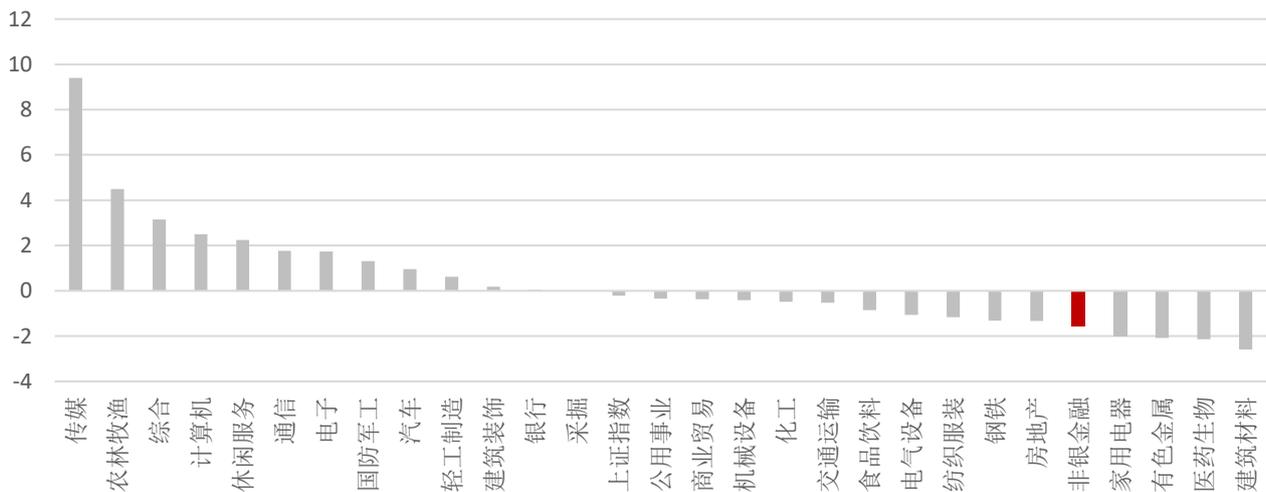
图 1: 上周申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周非银金融子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 证券板块近 10 年估值变动	3
图 4: 沪深两市股票成交额	7
图 5: 四大类基金份额 (亿份)	7
图 6: 上周两融余额 15450 亿元, 占 A 股流通市值 2.27%	7
图 7: 上周 IPO 落地 2 单, 承销规模 15 亿元	7
图 8: 上周再融资 5 单, 承销规模 180 亿元	8
图 9: 债券承销规模 (亿元)	8
表 1: 证券板块上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 重点公司估值情况 (收盘价日期为 2024 年 3 月 25 日)	7

1、上周市场回顾

1.1 证券板块走势

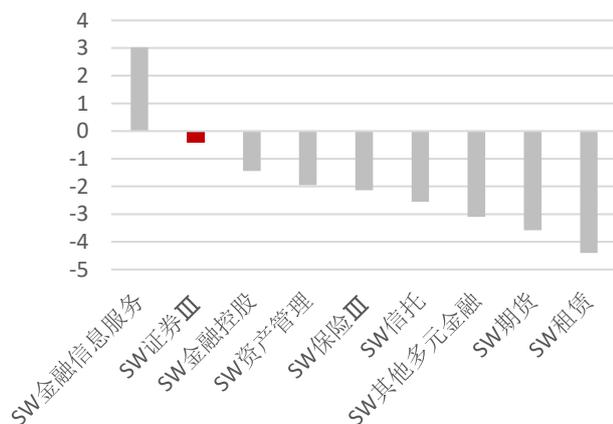
上周（2024年3月18日-3月22日），申万非银金融指数下跌1.59%，落后沪深300指数0.89个百分点，在申万29个一级行业中排名第25。上周，申万证券板块下跌0.64%，在非银金融板块中排名第2，交易额达1059.85亿元，板块活跃度较前一周有所下降。截至2024年3月25日，板块整体PB为1.14倍，处于10年来1.64%分位上，在近10年中仍处于较低估状态。

图 1：上周申万一级行业涨跌幅（%）



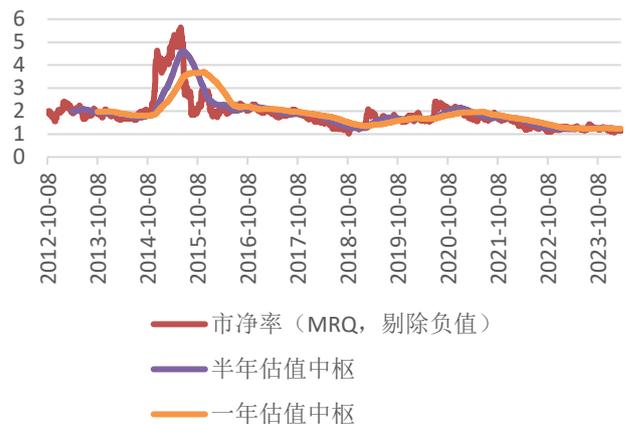
资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 2：上周非银金融子板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

图 3：证券板块近 10 年估值变动



资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

1.2 个股表现

上周，证券板块31只个股实现上涨，其中方正证券（10.95%）、浙商证券（6.30%）、国联证券（5.34%）、中国银河（3.90%）、华创云信（1.55%）涨幅居前，锦龙股份（-4.55%）、国盛金控（-3.40%）、西部证券（-3.03%）下跌幅度较大。

表 1：证券板块上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比

证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	市盈率 PE (TTM, 倍)	市净率 PB (LF, 倍)
周涨跌幅前十名						
601901.SH	方正证券	8.31	10.95	123.15	31.78	1.51
601878.SH	浙商证券	10.97	6.30	45.84	23.27	1.64
601456.SH	国联证券	12.24	5.34	76.87	40.75	1.94
601881.SH	中国银河	12.52	3.90	70.57	17.28	1.38
600155.SH	华创云信	7.87	1.55	24.17	34.06	0.91
600864.SH	哈投股份	5.64	0.89	12.10	-39.68	0.96
601788.SH	光大证券	16.83	0.84	40.01	18.52	1.35
601995.SH	中金公司	33.97	0.74	35.44	26.48	1.89
601688.SH	华泰证券	14.24	-0.21	41.29	10.03	0.86
600999.SH	招商证券	14.00	-0.21	9.33	13.92	1.14
周涨跌幅后十名						
600906.SH	财达证券	7.37	-2.25	10.56	39.44	2.06
601108.SH	财通证券	7.66	-2.30	16.02	18.34	1.07
601136.SH	首创证券	20.72	-2.31	50.50	100.48	4.69
000750.SZ	国海证券	3.44	-2.55	9.93	67.19	1.00
600095.SH	湘财股份	7.19	-2.57	8.76	-325.92	1.73
002945.SZ	华林证券	12.35	-2.83	10.08	155.44	5.14
600369.SH	西南证券	3.97	-2.93	11.92	40.41	1.04
002673.SZ	西部证券	7.04	-3.03	37.96	39.00	1.14
002670.SZ	国盛金控	10.23	-3.40	28.53	-81.38	1.80
000712.SZ	锦龙股份	12.18	-4.55	15.43	-25.65	4.21

资料来源：WIND，国开证券研究与发展部

2、行业热点

2.1 政策跟踪

养老金投资范围、比例扩大，投资端改革持续落地

3月22日，财政部、国务院等三部门发布《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》（以下简称《办法》）。《办法》在2017年《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》等有关规定的基礎上，明确了国有股权及现金收益运作涉及的投资范围、投资比例、考核机制等。

根据《办法》规定，全国社会保障基金理事会管理的现金收益可投资范围涵盖存款和利率类、信用固收类、股票类、股权类产品，在此之前，出划转增资外，上述资金只能投资银行存款、一级市场购买国债。《办法》明确将原划转的中央和地方国企10%股权产生的股权现金收益（其中地方不低于50%）委托全国社保基金理事会投资运作，这部分资金权益类资产合计投资比例最高为40%；对其他国有及国有控股企业、股权投资基金的权益类资产合计投资比例合计不得高于资产净值的30%（上述资金投资于股权投资基金的比例不得高于资产净值的10%）。同时《办法》还要求，对投资管理机构的考核应当体现鼓励3年以上长期投资的导向。

我们认为，《办法》将显著推进长期资金入市进程。从社保基金运营角度来看，政策扩大了社保基金可投范围，提高投资灵活性，意在增加社保基金长期收益率；从资本市场发展角度来看，社保基金属于典型长期稳定资金，《办法》的出台将助推增量社保基金入市，增厚市场基石资金，从而增强市场内在稳定性。

监管近期对量化私募进行密集摸底调研

根据财联社报道，近期，监管层已完成上海、北京等多家量化私募的调研，主要关注场外金融衍生品，即存量DMA产品和类雪球产品潜在的风险。

私募DMA（Direct Market Access）产品是一种交易模式，私募管理人向券商自营柜台支付一定比例保证金（劣后资金），券商交易柜台根据保证金比例提供额外资金（优先资金），并提供平台并直接与交易所进行

下单、交易和结算等操作。因此，DMA交易模式本质上是一种收益互换，私募基金多头选择一篮子股票，同时使用股指期货套期保值，获得对冲后的选股收益，同时，私募管理人通过保证金撬动杠杆，杠杆普遍在2-4倍，帮助量化私募扩大规模。然而，在市场波动下，DMA业务或扩大振幅。今年年初，市场波动引发DMA业务降低仓位的需求，加剧了市场调整幅度，进而导致春节前的流动性挤兑。除市场风险外，DMA业务也存在合规风险：一是DMA模式下的高杠杆与资管新规指引的方向不符；二是DMA实际不符合收益互换新规关于相关业务不得挂钩私募基金及资管计划等私募产品、场外衍生品的要求；三是不符合《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》中的控制杠杆工具导向。基于市场、合规等风险，自2023年11月以来，监管层逐步收紧DMA业务，目前要求不新增规模、投资者及合约。

我们认为，此次监管层对场外金融衍生品调研，或是在《衍生品交易监督管理办法》是在正式颁布前，进一步对其进行完善。预计未来，证监会将持续加强对衍生品经营机构的监管，进一步完善相关风险防范机制，包括跨市场、跨境监控，稳健发展衍生品市场。

2.2 投资建议

近期行业政策密集出台，落实“增强资本市场内在稳定性”要求。2024年政府工作报告首次提出“增强资本市场内在稳定性”，证监会快速发布4项政策文件，通过“两强两严”监管及进一步突出功能性，引导市场稳健发展。同时，上周社保基金运作相关政策、监管场外衍生品调研等动作均说明监管层正在加速推进融资端、投资端、交易端改革。对于券商来说，一方面，“看门人”责任将进一步被压实，预计投行业务现场检查将更为频繁严格，交易类业务管理办法也将推动规范发展；另一方面，平台功能性及提升服务国家战略能力需进一步提升，未来业务导向将更加明确，综合费率的下降仍是大趋势。此外，此次证监会明确行业中长期发展规划，为打造“一流投资银行”设定路线，预计行业将进一步头部集中，中小机构则需进一步强化特色经营。

建议关注扩张战略清晰、业务快速成长的中型券商国联证券、财通证券以及具有并购预期的头部优质券商中国银河、方正证券等。此外，建议关注综合实力较强、能充分享受改革红利的头部券商中信证券、中信建投、华泰证券等。

表 2: 重点公司估值情况 (收盘价日期为 2024 年 3 月 25 日)

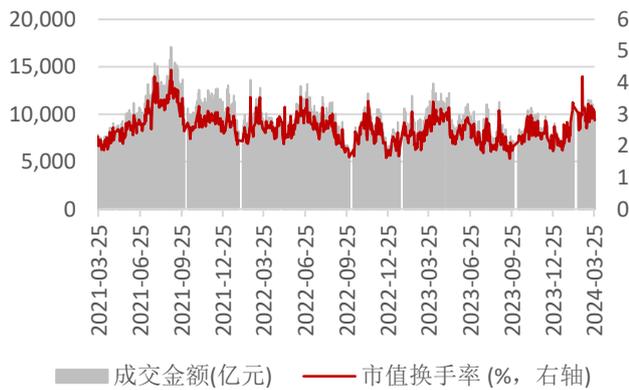
公司简称	收盘价 (元)	EPS		PE		PB	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
中信证券	19.50	1.72	1.95	11.34	10.02	1.05	0.98
国联证券	11.55	0.33	0.41	34.89	28.24	1.78	1.69
中信建投	21.87	1.16	1.41	18.83	15.49	2.23	2.00
华泰证券	13.83	1.44	1.64	9.62	8.42	0.76	0.71
财通证券	7.40	0.46	0.55	15.92	13.35	1.00	0.93
中国银河	12.14	0.80	0.94	15.18	12.89	1.24	1.23
方正证券	8.01	0.31	0.34	26.18	23.63	1.36	1.30

注: 上述公司 EPS、PE、PB 系 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

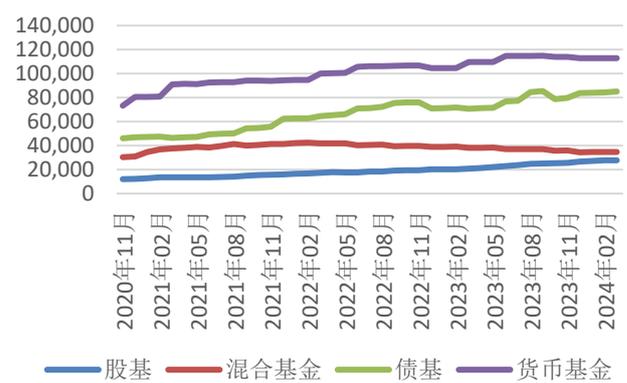
3、数据跟踪

图 4: 沪深两市股票成交额



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 5: 四大类基金份额 (亿份)



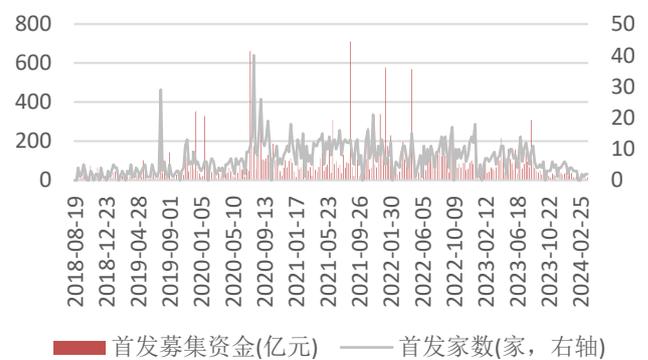
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 6: 上周两融余额 15450 亿元, 占 A 股流通市值 2.27%



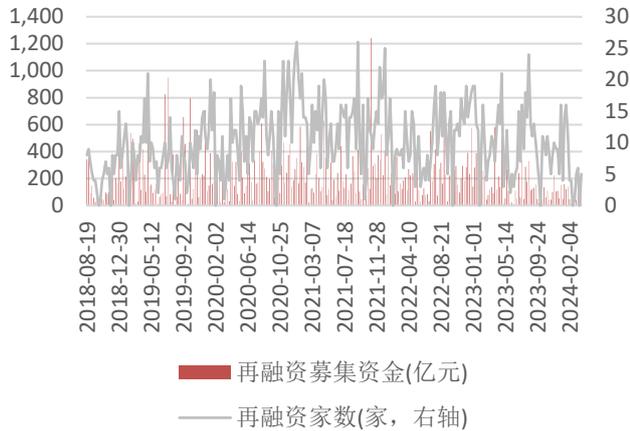
资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 7: 上周 IPO 落地 2 单, 承销规模 15 亿元



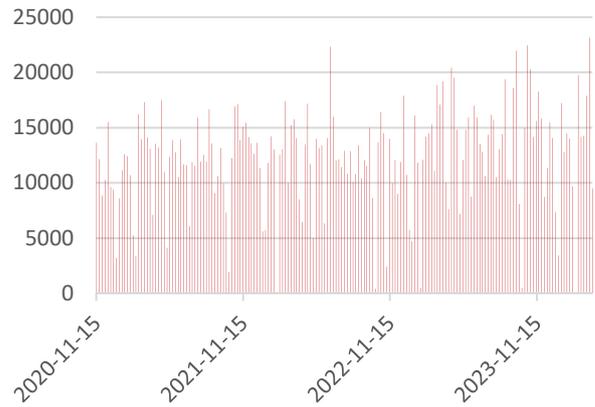
资料来源: GDT, 国开证券研究与发展部

图 8: 上周再融资 5 单, 承销规模 180 亿元



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

图 9: 债券承销规模 (亿元)



资料来源: WIND, 国开证券研究与发展部

4、风险提示

流动性不及预期; 行业竞争加剧导致行业盈利能力下降; 资本市场改革进程不及预期; 国内外二级市场风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 宏观政策和行业政策调整风险; 俄乌冲突升级及外溢风险; 其他黑天鹅事件风险等。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层