

标配（维持）

蛰伏候风起

证券行业深度报告

2024年3月29日

投资要点：

分析师：卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22177163

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴晓彤

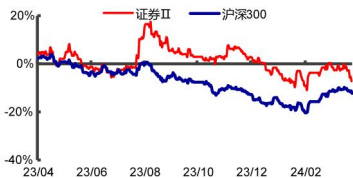
SAC 执业证书编号：

S0340122060058

电话：0769-22119430

邮箱：wuxiaotong@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFinD

- **证券行业跑输沪深300指数。**年初至3月18日，非银金融上涨2.32%，跑输沪深300指数2.71个百分点，在申万31个行业中排名第11。其中证券行业上涨1.68%，跑输沪深300指数3.35个百分点。
- **自营业务是业绩增长主要驱动力。**截至3月20日，50家上市券商中已有28家券商披露了2023年度业绩预告或业绩快报。在15份业绩预告中，11家上市券商净利润实现正增长；在13份业绩快报中，11家券商归母净利润实现正增长。2023年A股市场表现好于去年同期，低基数效应下2023年自营业务实现恢复性增长，是业绩增长的主要驱动力。
- **在政策频繁发力下，市场交投活跃度正在逐步改善，有利于驱动券商经纪、两融、自营等业务业绩提升。**一是两融数据持续反弹；二是北向资金强劲流入A股市场；三是大盘成交额近期持续稳定在1万亿左右，市场人气正在回升。这一系列数据表明，随着国内经济和盈利预期的改善，以及海外美联储可能进入降息周期的预期转强，外资对A股市场的看法更为积极，北向资金回流趋势明显。同时，监管政策的优化也为资本市场的平稳发展提供了良好的环境。
- **投资建议：受益于政策催化，近期交投活跃度改善，看好券商经纪、两融、自营等业务业绩修复，维持对证券行业“标配”评级。**从基本面看，2023年在低基数效应下，券商的自营投资收益提升，成为业绩增长的重要驱动力，而经纪、两融和投行等业务均承压。从政策面看，政府和监管机构出台了一系列政策，政策涵盖了市场交易机制的优化、增量资金来源的拓展、上市公司质量的提升以及券商行业发展方向的支持等方面，旨在活跃资本市场、提振投资者信心，维护资本市场内在稳定的决心非常坚决。从估值面看，截至2024年3月27日，证券行业PB约1.22倍，低于行业五年估值中位数1.61，处于0.91%的五年历史分位，行业估值磨底。展望2024年，政策催化、美国降息预期升温等因素有望推动市场行情回暖，从而刺激股基成交额、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，可考虑择机埋伏等风起。继续给予行业“标配”评级，建议关注中信证券（600030），中金公司（601995），广发证券（000776），东方财富（300059），华泰证券（601688），国泰君安（601211），中国银河（601881），海通证券（600837），申万宏源（000166），招商证券（600999）。
- **风险提示：宏观经济及利率波动风险；股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入下降；市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大；资本市场改革进展不及预期；公司治理机制变动风险；信用违约风险；行业监管趋严风险；行业竞争加剧风险。**

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 2024 年行情走势回顾	4
2. 自营业是 2023 年业绩增长主要驱动力	5
2.1 2023 年上市券商业绩回顾	5
2.2 经纪业务：市场宽幅震荡，收入阶段性下滑	6
2.3 投行业务：政策收紧，融资规模放缓	8
2.4 资管业务：公募化转型加速	10
2.5 自营业：低基数效应下实现恢复性增长	11
2.6 信用业务：政策优化，两融规模有所提升	12
3. 资本市场生态有望持续优化，政策提振下交投活跃度提升	12
4. 投资策略	16
5. 风险提示	17

插图目录

图 1：年初至 3 月 18 日申万 31 个行业涨跌幅 (%)	4
图 2：年初至 3 月 18 日个股涨幅榜 (%)	4
图 3：年初至 3 月 18 日个股跌幅榜 (%)	4
图 4：SW 证券行业 PB 估值	5
图 5：市场股基成交额（万亿元）	6
图 6：市场日均股基成交额（亿元）	6
图 7：新发基金规模和数量情况	7
图 8：证券行业经纪业务收入情况	7
图 9：证券行业佣金率 (%)	7
图 10：市场 IPO 规模	8
图 11：市场再融资规模	8
图 12：证券行业投行业务手续费收入情况（亿元，%）	8
图 13：证券公司承销债券总额情况（亿元）	9
图 14：证券公司承销债券只数情况	9
图 15：证券行业资管业务收入情况（亿元，%）	10
图 16：资管产品规模	10
图 17：券商私募资管业务规模	10
图 18：主要股票指数涨跌幅 (%)	11
图 19：证券行业自营业业务收入情况（亿元）	11
图 20：头部证券公司自营业业务收入情况（亿元）	11
图 21：行业两融余额情况（亿元）	12
图 22：融资余额和融券余额 YOY	12
图 23：行业转融券余额（亿元）	12
图 24：证券行业信用业务收入情况（亿元）	12
图 25：两融余额（亿元）	16
图 26：沪深成交额（亿元）	16
图 27：北向资金净买入情况（亿元）	16

表格目录

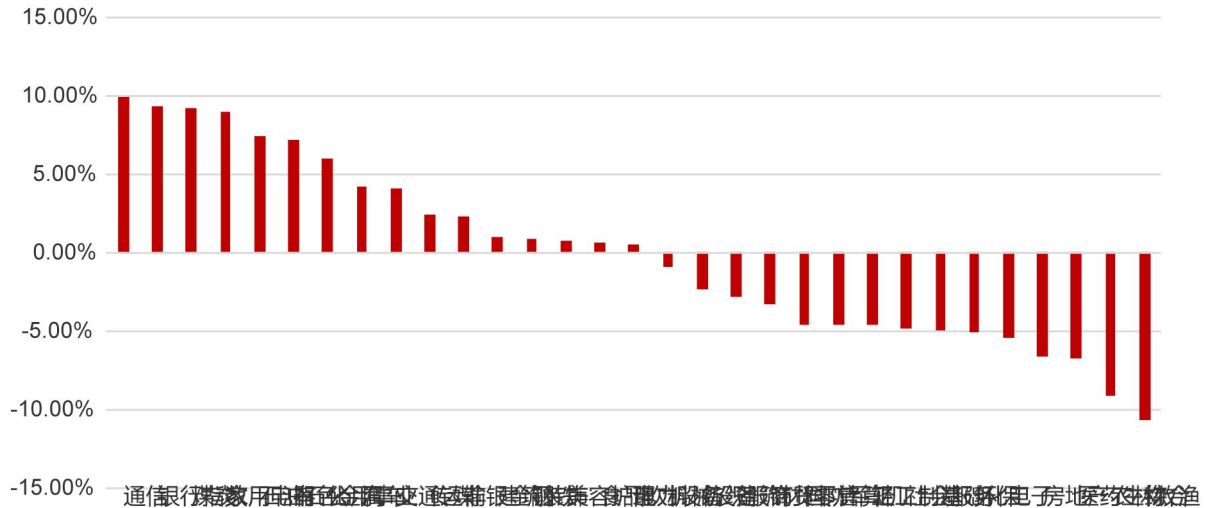
表 1：部分上市券商 2023 业绩预告	5
表 2：部分上市券商 2023 年业绩快报	6

表 3：2024 年以来有关资本市场的表态与政策梳理	13
表 4：3 月 15 日证监会发布政策文件梳理	14
表 5：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2024 年 3 月 27 日）	17

1. 2024 年行情走势回顾

证券行业跑输沪深 300 指数。年初至 3 月 18 日，非银金融上涨 2.32%，跑输沪深 300 指数 2.71 个百分点，在申万 31 个行业中排名第 11。其中证券行业上涨 1.68%，跑输沪深 300 指数 3.35 个百分点。

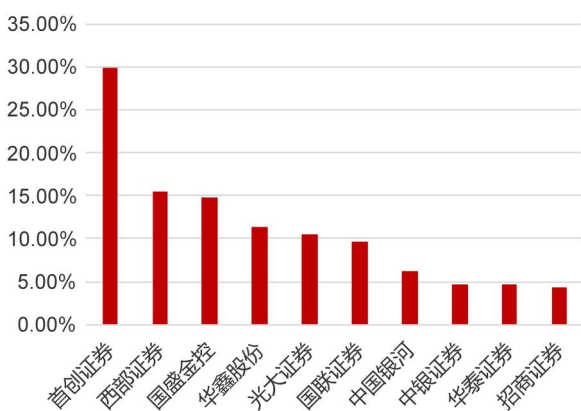
图 1：年初至 3 月 18 日申万 31 个行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

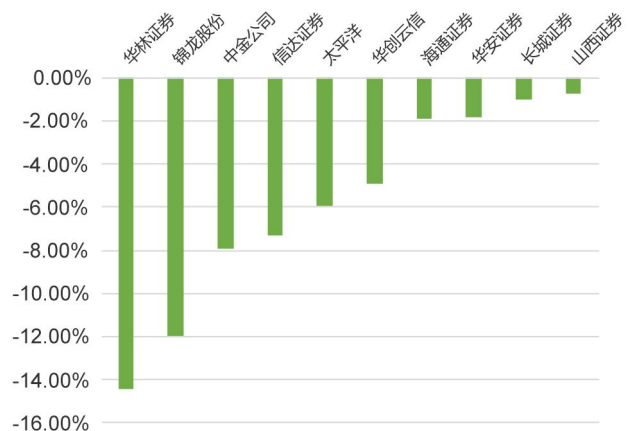
证券行业多数个股实现正收益。年初至 3 月 18 日，SW 证券行业有 64% 的个股录得正收益，有 10% 的个股涨幅超过 10%。涨幅榜上，首创证券涨幅最高，上涨 29.89%，其次西部证券上涨 15.54%。跌幅榜上，华林证券跌幅最高，跌幅为 14.44%，其次是锦龙股份，下跌 12.00%。

图 2：年初至 3 月 18 日个股涨幅榜（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：年初至 3 月 18 日个股跌幅榜（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

行业估值处于较低的历史分位。截至 2024 年 3 月 18 日，SW 证券行业 PB-MRQ 约 1.31 倍，低于行业三年估值中位数 1.40，处于 24.73% 的三年历史分位，行业估值较低，具有

一定修复空间。

图 4：SW 证券行业 PB 估值



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2. 自营业务是 2023 年业绩增长主要驱动力

2.1 2023 年上市券商业绩回顾

11/15 份业绩预告实现正增长。截至 3 月 20 日，50 家上市券商中已有 28 家券商披露了 2023 年度业绩预告或业绩快报。在 15 份业绩预告中，11 家上市券商净利润实现正增长，红塔证券增速超 710%，中泰、东北、西部证券净利润增速均超 100%；太平洋和天风证券扭亏为盈；海通证券同比降幅超 80%，华林证券同比降幅超 50%。海通证券业绩大幅下行主要受市场波动和欧美央行大幅加息影响，公司境外金融资产估值下降幅度较大，境外利息支出大幅增长；公司部分业务收入同比减少；因上年比较基数较小，公司信用资产减值拨备同比增加。华林证券则与 A 股市场整体震荡波动、市场交投活跃度下滑、IPO 及再融资阶段性收紧有关。

表 1：部分上市券商 2023 业绩预告

证券简称	净利润变动区间（万元）	变动情况（%）
中原证券	19448.45	同比增加 82.48%
财达证券	58982.76-65032.28	同比增加 95.00%-115.00%
西南证券	5.72 亿元-6.65 亿元	同比增加 85%-115%
红塔证券	31227.37	同比增加 710.57%
长城证券	139318.0-148306.0	同比增加 55.0%-65.0%
申万宏源	420000.0-500000.0	同比增加 50.59%-79.27%
财通证券	212600.00-235600.00	同比增加 40%-55%
东兴证券	70000.00-90000.00	同比增加 35.34%-74.01%
中泰证券	170600.00-204700.00	同比增加 189%-247%
东北证券	65103.25	同比增加 181.9%
西部证券	90800.8-110539.39	同比增加 112.12%-158.23%

海通证券	91800.00-101000.00	同比减少 84.57%-85.97%
华林证券	17193.0-21840.0	同比减少 53%-63%
太平洋	1.80 亿元-2.70 亿元	扭亏为盈
天风证券	2.76 亿元-3.31 亿元	扭亏为盈

资料来源：iFinD、东莞证券研究所

11/13 份业绩快报净利润正增长。在 13 份业绩快报中，营收规模层面，中信证券超 600 亿，招商、东方和光大证券超百亿；营收增速方面，7 家券商实现正增长，其中财达证券增幅超 40%，其次是长城证券上涨 28%；归母净利润方面，11 家券商实现正增长，其中财达证券增速超 100%，其次是东方财富上涨超 80%，中信证券和东方证券的营收和归母净利润增速双降，其中东方证券双降的主要原因为手续费净收入同比减少。

表 2：部分上市券商 2023 年业绩快报

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 (%)	归母净利润 (亿 元)	归母净利润 同比 (%)
财达证券	23.1057	40.5733	6.0634	100.2702
东方财富	38.8773	-16.006	-3.7134	81.9347
长城证券	39.9122	27.6638	14.3847	59.9973
光大证券	100.3079	-6.9472	41.8965	31.3753
方正证券	71.1875	-8.4637	0.2052	21.5245
中银证券	29.3919	-0.6785	9.0069	11.5098
华安证券	36.5372	15.6587	12.8057	8.3998
招商证券	197.9496	2.9956	87.4427	8.3520
国元证券	63.7509	19.3602	18.6782	7.7905
国海证券	41.8848	15.8105	31.1809	3.2696
长江证券	68.9621	8.2339	15.4823	2.5823
中信证券	600.4700	-7.7747	196.8600	-7.6512
东方证券	170.8511	-8.7754	27.5026	-8.6462

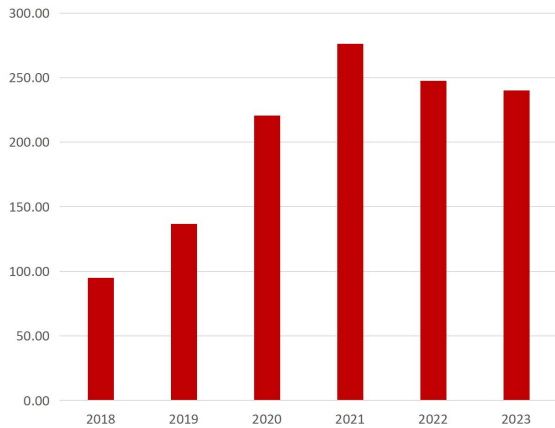
资料来源：iFinD、东莞证券研究所

2.2 经纪业务：市场宽幅震荡，收入阶段性下滑

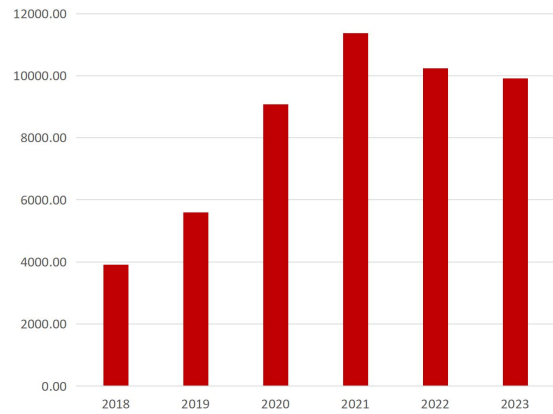
2023 年证券二级市场宽幅震荡，股基成交额同比下降。截至 2023 年末，上证指数同比下跌 3.70%，深证成指同比下跌 13.54%，创业板指同比下跌 19.41%，A 股市值较 2022 年末下降 1.37%。市场股基成交额累计 239.99 万亿元，同比-3.10%，较上年同期小幅下滑；市场日均股基成交额为 9917.06 亿元，同比-3.10%，较上年同期小幅下滑。

图 5：市场股基成交额（万亿元）

图 6：市场日均股基成交额（亿元）



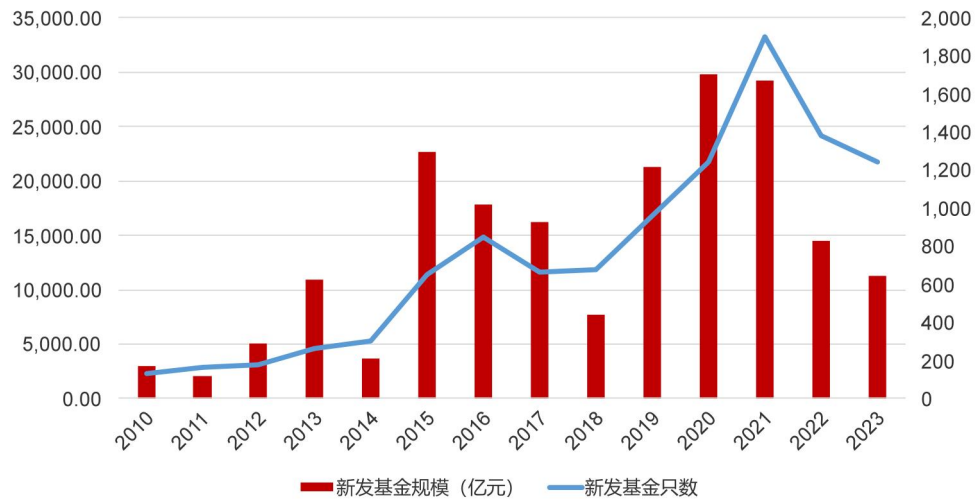
资料来源：上交所和深交所官网，东莞证券研究所



资料来源：上交所和深交所官网，东莞证券研究所

新发基金规模见底。2023年，根据我们估算，行业经纪业务佣金率为2.16%，较2022年末下滑0.16个百分点，继续延续多年来的下滑趋势，代理买卖证券业务盈利空间进一步收缩，行业向财富管理业务转型迫在眉睫。市场新发基金规模为11280.61亿元，同比-22.31%，新发基金数量为1245只，同比-9.65%，新发基金规模在2022年较低的基数下同比大降，低于过往四年水平，规模阶段性见底。

图 7：新发基金规模和数量情况

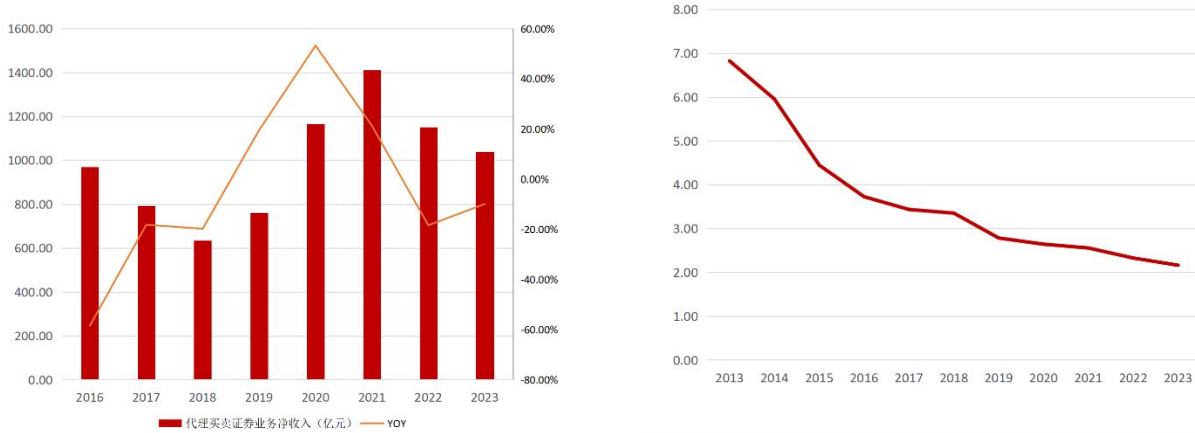


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

下滑。2023年，证券行业实现经纪业务手续费净收入1036.96亿元，同比-9.95%。除了证券市场景气度不佳，股基成交额较上年同期小幅下滑；市场新发基金规模大幅下滑致代理销售金融产品收入下降；还与行业集中度持续提高，金融降费和同业价格竞争更趋激烈，经纪业务佣金率延续长期下滑趋势有关。

图 8：证券行业经纪业务收入情况

图 9：证券行业佣金率 (%)



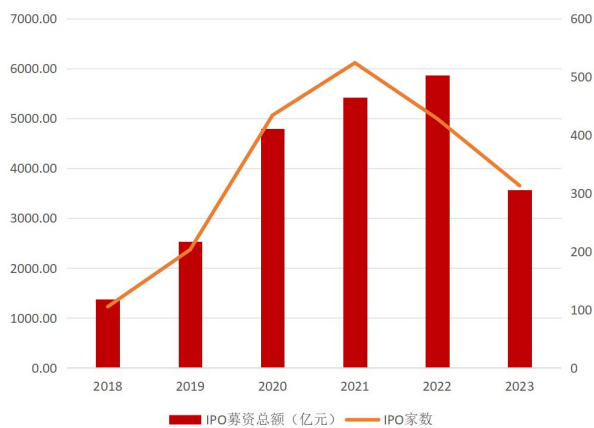
资料来源：中国证券业协会，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.3 投行业务：政策收紧，融资规模放缓

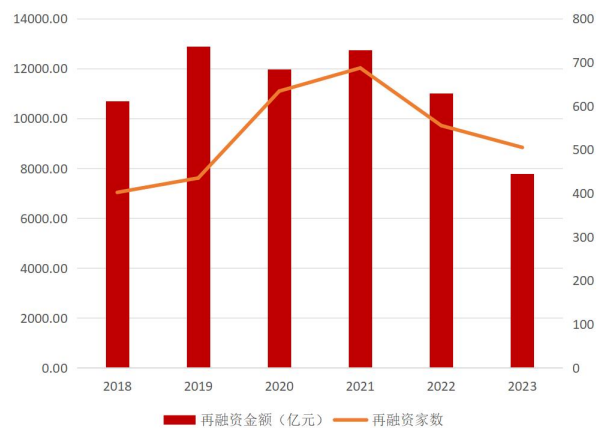
发行政策收紧，投行业务承压。2023年，中国资本市场改革加速推进，股票发行注册制全面实施，企业融资效率进一步提升，但随着监管部门促进投融资两端的动态平衡，市场融资规模有所放缓。2023年，A股首发上市企业共313家（含转板等），IPO募集资金总额3,565.39亿元，同比下滑27%和39%。其中，主板上市企业合计59家（沪市主板36家、深市主板23家），科创板、创业板上市企业分别为67家和110家，北交所上市企业77家；再融资（含配股、增发、可转债）家数474家，融资规模7,345.75亿元，同比下滑8.32%和30.57%。在逆周期调节环境下，发行政策阶段性收紧，企业股权融资意愿偏弱，市场股权融资规模显著减少，2023前三季度，证券行业实现投行业务手续费净收入354.01亿元，同比-18.40%。

图 10：市场 IPO 规模



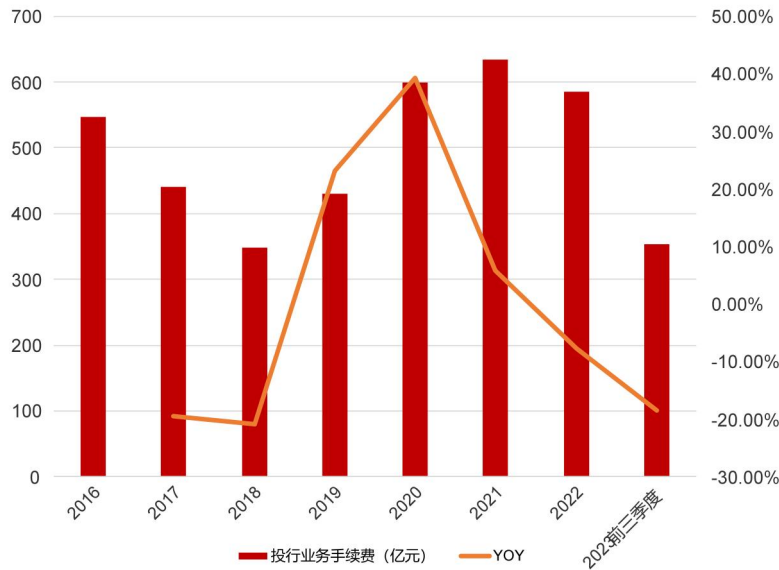
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 11：市场再融资规模



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

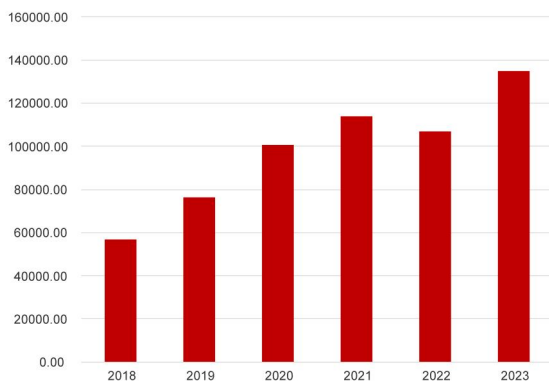
图 12：证券行业投行业务手续费收入情况 (亿元，%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

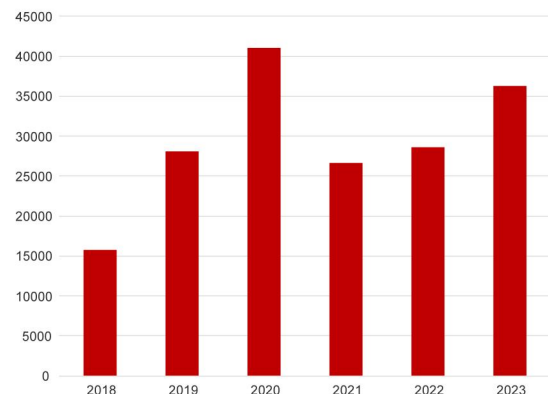
2023年证券公司承销债券总额同比提升。2023年，中央坚定推进经济高质量发展，积极部署一系列稳经济政策，积极的财政政策加力提效，稳健的货币政策精准有力，国民经济呈现积极变化。2023年7月，中共中央政治局会议提出“一揽子化债”政策，将“化解”地方政府债务风险放在更加突出的位置。随后各监管部门、各省相继出台配套方案。在此导向下，城投融资环境得到改善，尤其是城投债券利差大幅下降，新增融资得到有效抑制，受化债政策影响，2023年四季度净融资快速收缩，全年信用债发行总额18.99万亿元，同比增长5.09%，其中一般企业债发行总额2,007.80亿元，同比下降45.46%，公司债发行总额38,553.95亿元，同比上升24.43%。2023年全年，证券公司承销债券总额135034.53亿元，同比+26.14%；承销债券只数36272只，同比+26.61%。

图 13：证券公司承销债券总额情况（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 14：证券公司承销债券只数情况

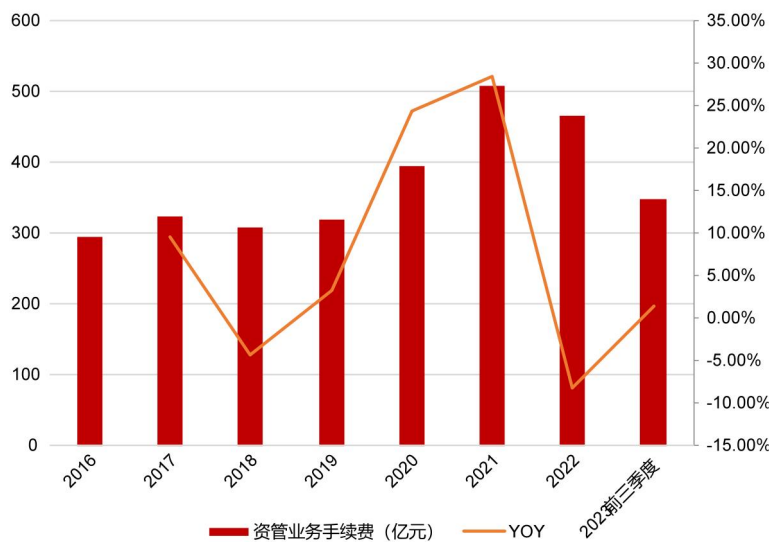


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.4 资管业务：公募化转型加速

资管业务收入实现平稳增长。2023 前三季度，证券行业资管业务实现手续费净收入 348.00 亿元，同比+1.32%。伴随着中国经济和居民财富的持续增长，居民优化资产配置、实现财富保值增值的需求日益增强。资管行业受到活跃资本市场系列政策利好，证监会发布公募基金费率改革工作安排，降低主动权益类基金费率水平；国家金融监督管理总局发布了《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，将推动保险公司加大权益相关资产的配置，为增量险资入市进一步打开空间。

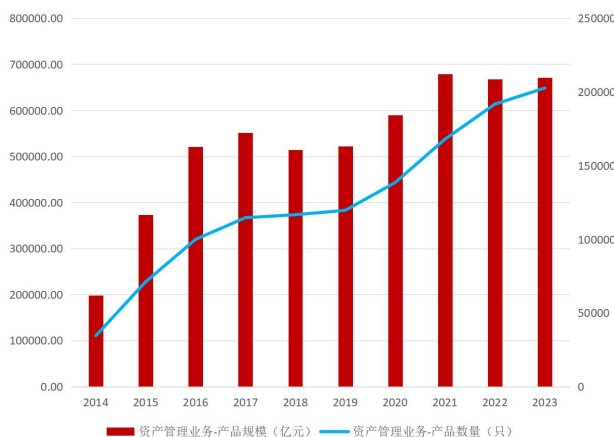
图 15：证券行业资管业务收入情况（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

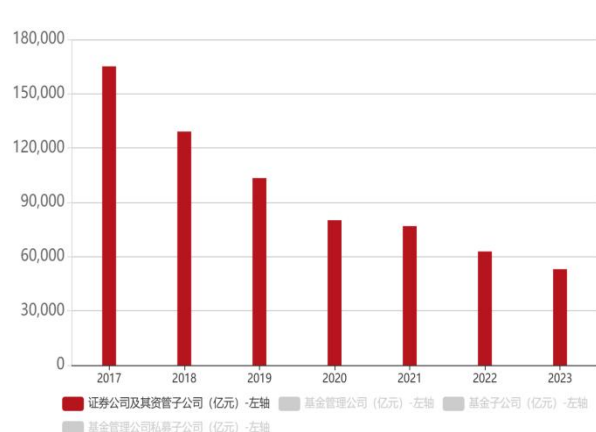
券商资管公募化转型加速。根据中国证券投资基金业协会，2023 年，资管行业整体规模为 67.06 万亿元，较 2022 年末增长 0.49%，产品数量合计 20.26 万只，较 2022 年末增长 1.09 万只。其中，券商资管产品规模为 5.93 万亿元，较 2022 年末下跌 13.80%，延续资管新规以来的下跌趋势。券商资管总体呈现“加速公募化、主动化转型，以特色模式服务实体经济”的特征，业务格局正在经历重塑。在去通道的背景下，2023 年末，券商私募资管业务规模 5.30 万亿，较 2022 年下降 15.60%。

图 16：资管产品规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

图 17：券商私募资管业务规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

2.5 自营业务：低基数效应下实现恢复性增长

2023年自营业务实现恢复性增长。2023年A股市场表现好于去年同期。2023年，上证指数、沪深300、创业板指、科创50、中证2000指数的涨跌幅分别为-3.70%、-11.38%、-19.41%、-11.24%、+5.57%，2022年跌幅分别为-15.13%、-21.63%、-29.37%、-31.35%、-14.77%。低基数效应下2023年自营业务实现恢复性增长，2023前三季度，证券行业自营业务实现投资收益及公允价值变动合计1153.79亿元，同比+67.54%，超过2022年全年水平，是业绩增长的主要驱动力。

图 18：主要股票指数涨跌幅（%）

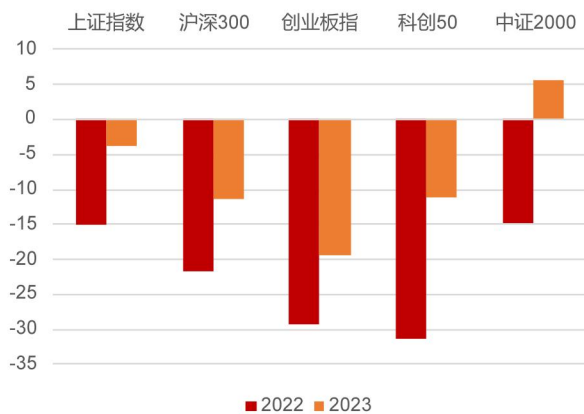
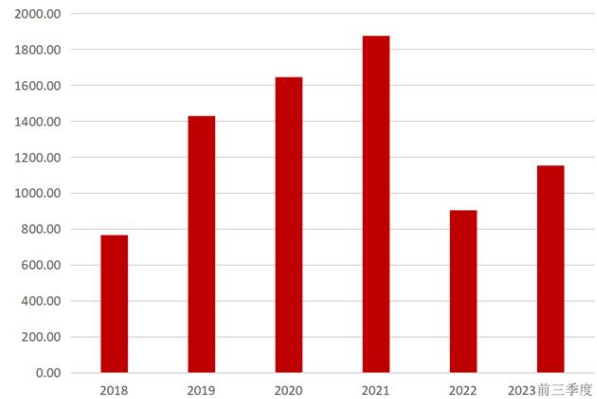


图 19：证券行业自营业务收入情况（亿元）

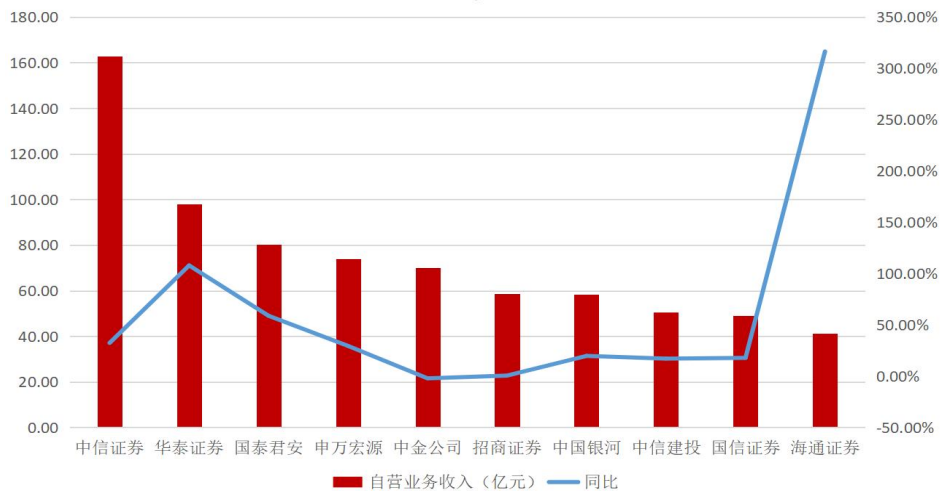


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

头部券商自营业务规模优势显著。2023前三季度，头部券商自营业务收入多数同比大增，自营业务收入排名前三的分别是中信证券162.86亿元，同比+32.41%；华泰证券98.03亿元，同比+107.89%；国泰君安80.21亿元，同比+58.82%。

图 20：头部证券公司自营业务收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.6 信用业务：政策优化，两融规模有所提升

截至 2023 年末，市场融资融券业务规模约 1.65 万亿元，同比增长约 7.17%，市场开通了信用证券账户的投资者数量同比增长约 5.74%。2023 年，监管修订融资融券交易实施细则，下调了融资交易的最低保证金比例，市场活跃度进一步提升，融资余额同比增长 9.33%；优化融券交易和转融通证券出借交易，阶段性收紧融券业务，融券余额同比下降 25.33%。截至 2023 年末，市场转融券余额同比下降了 12.16%。股票质押式回购业务方面，近年股票质押业务规模连续下降，股票质押式回购业务的整体风险明显下降，截至 2023 年末，市场质押股票数量 3,533 亿股，较 2022 年末下降 11.87%。2023 前三季度，证券行业信用业务实现利息净收入 337.71 亿元，同比-22.46%，预计 2023 年全年信用业务收入同比下滑。

图 21：行业两融余额情况（亿元）

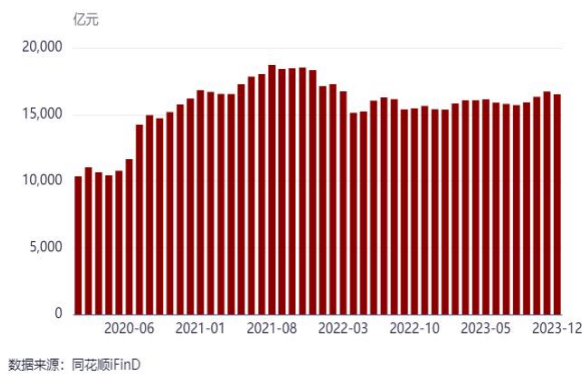


图 22：融资余额和融券余额 YOY



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 23：行业转融券余额（亿元）

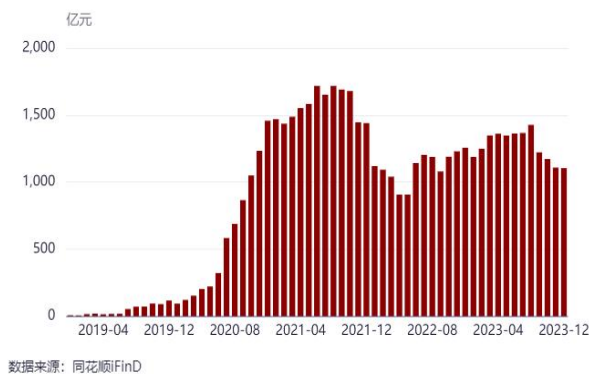
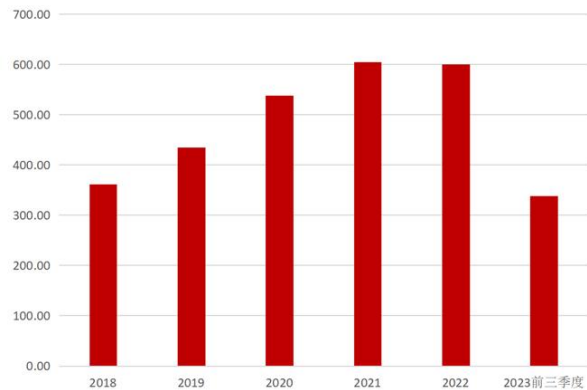


图 24：证券行业信用业务收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

3. 资本市场生态有望持续优化，政策提振下交投活跃度提升

政府工作报告释放国家对资本市场健康发展高度重视的积极信号。政府工作报告提出“要增强资本市场的内在稳定性”，释放了国家对于资本市场健康发展高度重视和战略

部署的积极信号。在当前复杂多变的国际经济金融环境下，增强资本市场的内在稳定性不仅是维护金融市场稳定的重要举措，也是推动经济高质量发展的关键环节。这一提法表明政府将更加注重资本市场的质量和效率，而非仅仅关注规模的扩张。有助于吸引更多的投资者参与市场交易，促进资本市场的活跃度和流动性。

证监会发言强调保护投资者权益，提振市场信心。3月6日，十四届全国人大二次会议经济主题记者会召开，证监会主席吴清发言内容主要包括强化监管和风险控制、提升上市公司质量、增强资本市场内在稳定性、保护投资者合法权益等，释放了证监会将继续深化改革、加强监管、提升市场质量、保护投资者权益、促进市场公平与效率的重要信号，旨在推动资本市场稳定健康发展、提振投资者信心，为经济高质量发展提供有力支持。

表 3：2024 年以来有关资本市场的表态与政策梳理

时间	部门	政策要点
1月12日	证监会	证监会召开 2024 年首场新闻发布会，就市场关注的热点问题予以回应。主要内容一是新股发行平均市盈率有所回落未出现大比例超募，新股发行承销机制运行总体平稳；二是加大回购的事中事后监管依法严厉查处利用回购实施内幕交易、操纵市场等违法行为；三是加快推进资本市场投资端改革的各项工作，进一步加大中长期资金引入力度；四是加大金融机构逆周期布局正面激励做好长期投资、价值投资；五是养老目标基金尚处在发展初期应客观理性看待短期市场波动和收益表现；六是 证监会和交易所将继续把好 IPO 入口关 ，从源头提升上市公司质量，做好逆周期调节工作，更好促进一二级市场协调平衡发展；七是 加强对异常分红行为的约束 ，防范“假利润真分红”和“清仓式分红”；八是扎实有序推进后续公募基金降费工作，同步出台配套支持性政策措施。
1月28日	证监会	为贯彻以投资者为本的监管理念，加强对限售股出借的监管，证监会经充分论证评估，进一步优化了融券机制。具体包括： 一是全面暂停限售股出借 ；二是 将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制 。 深交所发布暂停战略投资者在承诺的持有期限内出借获配股票的通知。为进一步优化融券制度，经中国证监会批准，深圳证券交易所决定暂停战略投资者在承诺的持有期限内出借获配股票。本通知实施前尚未了结的出借合约到期不得展期。 上交所发布暂停战略投资者在承诺的持有期限内出借获配股票的通知。为进一步优化融券制度，经中国证监会批准，上海证券交易所决定暂停战略投资者在承诺的持有期限内出借获配股票。本通知实施前尚未了结的出借合约到期不得展期。
2月6日	证监会	一是 暂停新增转融券规模 ，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结；二是要求证券公司加强对客户交易行为的管理，严禁向利用融券实施日内回转交易（变相 T+0 交易）的投资者提供融券；三是持续加大监管执法力度，我会将依法打击利用融券交易实施不当套利等违法违规行为，确保融券业务平稳运行。
2月6日	中央汇金	中央汇金公司 2 月 6 日公告称，充分认可当前 A 股市场配置价值，已于 近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围 ，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。
3月6日	证监会	一是强化监管和风险控制 ：吴清强调了“强监管、防风险、促发展”的工作主线，表明证监会将坚持市场化法治化方向，尊重市场规律和规则，推动资本市场高质量发展。同时，他提到要实现监管全覆盖，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管和持续监管，以确保市场的公平、公正和透明。 二是提升上市公司质量 ：吴清指出，提高上市公司质量是证监会的重要任务，需要从入口监

	<p>管、日常监管、出口监管和责任落实四个维度着手。他强调严格的 IPO 审核流程，以及对违法违规行为的严厉打击，特别是对于财务造假、欺诈上市等行为。</p> <p>三是增强资本市场内在稳定性：吴清提出了“一个基石+五个支柱”的概念，即以高质量的上市公司为基础，通过建立更合理的资金结构、更完善的基础制度、更有效的市场调节机制、更优质的专业服务和更严格的监管执法，来增强资本市场的内在稳定性。</p> <p>四是保护投资者合法权益：吴清特别强调了保护投资者尤其是中小投资者的合法权益，这是证监会工作的重中之重，也是资本市场监管工作政治性和人民性的直接体现。他提到了通过法律、制度、监管执法和司法等方面来加强对投资者的保护，增强投资者对市场的信心和信任。</p>
--	--

资料来源：根据证监会、中央汇金官网整理，东莞证券研究所

3月15日，证监会连发4项政策文件，多维度全面强化资本市场的监管工作。15日，证监会发布了一系列重磅政策文件，从发行上市准入、上市公司监管、证券公司和公募基金监管，以及证监会系统自身建设等多个维度，全面部署了资本市场的监管工作。政策文件核心内容可分为四个方面。一是严把发行上市准入关，二是加强上市公司监督，三是加强证券公司和公募基金监督，四是全面加强证监会系统自身建设。证监会连发四项政策文件，从多个维度全面强化了资本市场的监管工作。这些政策的出台和实施，将有助于提升资本市场的整体质量、保护投资者利益、促进市场健康发展。同时，也体现了证监会对于资本市场监管工作的重视和决心，为资本市场的长期稳定发展奠定了坚实基础。

表 4：3月15日证监会发布政策文件梳理

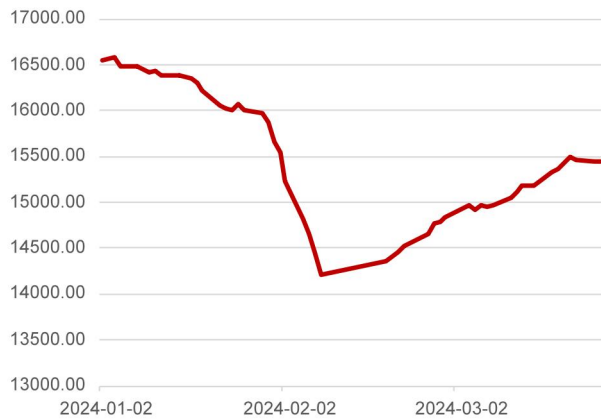
文件	要点	影响分析
《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》	<p>着重于从源头提升上市公司的质量。这包括严格审查拟上市企业的申报质量，禁止以圈钱为目的的盲目上市和过度融资行为，对财务造假、虚假陈述等行为依法追责。</p> <p>加强中介机构的责任，建立常态化的现场监管机制，确保财务真实性。</p> <p>提高上市门槛，研究适度提高部分板块的财务指标，丰富综合性指标，让不同发展阶段和行业的企业在合适的板块上市。</p> <p>加大现场检查比例，对发现的欺诈发行、财务造假等行为严惩不贷。</p>	<p>通过严格审查拟上市企业的申报质量，加强对财务造假、虚假陈述等行为的追责，这一政策有助于提高上市公司的整体质量。短期内，可能会对一些拟上市企业造成压力，导致部分企业上市进程放缓。长期来看，这将促进市场环境的优化，提高市场的稳定性和可持续性，增强投资者对市场的信心，提升资本市场的吸引力。</p>
《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	<p>围绕打击财务造假、规范减持、加大分红监管、加强市值管理等方面提出了 18 项措施。</p> <p>构建财务造假的综合惩戒防体系，全方位立体式追责，强化公司内控防线建设。</p> <p>完善减持规则体系，防范绕道减持，对违规减持行为进行严厉处罚。</p> <p>推动上市公司提升投资价值，鼓励分红回购，对多年不分红或分红极少的公司实施风险警示。</p>	<p>通过打击财务造假、规范减持行为、加大分红监管等措施，证监会的政策旨在保护投资者利益，提升上市公司的投资价值。这将鼓励更多的长期和价值投资，减少市场投机行为，促进市场健康发展。</p>

<p>《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》</p>	<p>提出了 25 项政策举措，聚焦于校正行业机构定位、促进功能发挥、提升专业服务能力和监管效能。</p> <p>督促投资银行和公募基金强化内控，履行好核查把关职责，加强项目甄别和估值定价能力。</p> <p>强化监管问责，落实机构和人员“双罚”，依法用好资格罚、顶格罚等做法。</p>	<p>政策文件提出通过 5 年时间形成 10 家左右优质头部机构，以及到 2035 年形成 2 至 3 家具备国际竞争力的投资银行和投资机构。这将推动行业整合和兼并收购，提高行业集中度，加强机构的国际竞争力。证券公司和基金管理公司可能会寻求通过并购重组来扩大规模和提升竞争力。这将促进行业的规范化和专业化发展，提高整体服务水平和国际影响力。</p>
<p>《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》</p>	<p>旨在推动证监会加强自身建设，更好履行监管职责。</p> <p>突出政治过硬，坚持和加强党对资本市场的全面领导，确保政策制定权、行政审批权等关键权力运行受到有效监督制约。</p> <p>提升监管干部队伍的能力，强化监管问责，推动监管亮剑，持续保持惩治腐败的高压态势。</p>	<p>通过强化证监会系统内部的政治建设、能力建设和作风建设，提高监管效能。这将确保监管政策的有效实施，提升监管透明度和公信力，增强市场参与者的信心。市场参与者可能会对证监会的政策执行和监管措施有更高的期待，有助于形成更加稳定和可预测的监管环境，减少市场的不确定性。</p>

资料来源：根据证监会官网整理，东莞证券研究所

在政策频繁发力下，市场交投活跃度正在逐步改善，有利于驱动券商经纪、两融、自营等业务业绩提升。一是两融数据持续反弹。2 月 8 日，两融余额降至阶段性低点 1.42 万亿元，随着证监会一系列提振市场信心措施的深入推进，截止 3 月 20 日，两融余额已反弹至 1.54 万亿元，投资者信心有所修复，风险偏好有所增强。二是北向资金强劲流入 A 股市场。2024 年以来，A 股北向资金流入情况呈现出积极的态势。具体来说，从年初至 3 月 27 日，北向资金净流入 A 股市场达到 720 亿元。其中，1 月呈现净流出状态，为 145.06 亿元；而到了 2 月，情况明显改善，净流入达到 607.44 亿元，扭转了去年 8 月份以来的净流出趋势。进入 3 月，北向资金继续流入，至 3 月 27 日，当月已累计净流入 196.5 亿元。特别是在 3 月 8 日至 18 日这一期间，北向资金连续 7 个交易日净流入，累计达 356.45 亿元。三是大盘成交额近期持续稳定在 1 万亿左右，市场人气正在回升。这一系列数据表明，随着国内经济和盈利预期的改善，以及海外美联储可能进入降息周期的预期转强，外资对 A 股市场的看法更为积极，北向资金回流趋势明显。同时，监管政策的优化也为资本市场的平稳发展提供了良好的环境。

图 25：两融余额（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 26：沪深成交额（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27：北向资金净买入情况（亿元）



资料来源：iFinD

4. 投资策略

受益于政策催化，近期交投活跃度改善，看好券商经纪、两融、自营等业务业绩修复，维持对证券行业“标配”评级。从基本面看，2023年在低基数效应下，券商的自营投资收益提升，成为业绩增长的重要驱动力，而经纪、两融和投行等业务均承压。从政策面看，政府和监管机构出台了一系列政策，政策涵盖了市场交易机制的优化、增量资金来源的拓展、上市公司质量的提升以及券商行业发展方向的支持等方面，旨在活跃资本市场、提振投资者信心，维护资本市场内在稳定的决心非常坚决。从估值面看，截至2024年3月27日，证券行业PB约1.22倍，低于行业五年估值中位数1.61，处于0.91%的五年历史分位，行业估值磨底。展望2024年，政策催化、美国降息预期升温等因素有望推动市场行情回暖，从而刺激股基成交额、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，可考虑择机埋伏等风起。继续给予行业“标配”评级，建议关注

中信证券（600030），中金公司（601995），广发证券（000776），东方财富（300059），华泰证券（601688），国泰君安（601211），中国银河（601881），海通证券（600837），申万宏源（000166），招商证券（600999）。

表 5：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2024 年 3 月 27 日）

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600030	中信证券	19.35	1.44	1.33	1.55	13.44	14.55	12.48	增持	维持
601995	中金公司	31.93	1.57	1.41	1.66	20.34	22.65	19.23	增持	维持
000776	广发证券	13.45	1.04	1.13	1.32	12.93	11.90	10.19	增持	维持
300059	东方财富	12.79	0.64	0.52	0.57	19.98	24.60	22.44	增持	维持
601688	华泰证券	13.75	1.22	1.41	1.61	11.27	9.75	8.54	增持	维持
601211	国泰君安	14.27	1.29	1.35	1.57	11.06	10.57	9.09	增持	维持
601881	中国银河	11.81	0.77	0.79	0.92	15.34	14.95	12.84	增持	维持
600837	海通证券	8.66	0.50	0.47	0.62	17.32	18.43	13.97	增持	维持
000166	申万宏源	4.45	0.11	0.18	0.19	40.45	24.72	23.42	增持	维持
600999	招商证券	13.82	0.93	1.00	1.12	14.86	13.82	12.34	增持	维持

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

注：数据来源 iFinD 一致预期

5. 风险提示

（1）宏观经济及利率波动风险。 证券行业表现与宏观经济环境密切相关。若宏观经济波动，市场流动性不足，利率水平波动较大，将导致证券发行与交易量减少，行业整体表现不佳。

（2）股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入锐减。 经纪业务是证券公司重要的收入来源之一。若股票和基金成交额大幅萎缩，将导致经纪业务收入锐减。

（3）市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大。 自营业务是证券公司重要的收入来源之一。若市场大幅波动，压制企业股价表现，将导致自营业务净收益减少。

（4）信用违约风险。 证券公司信用业务是资金占用型业务，若信用违约量大幅上升，公司将面临大额违约成本，导致信用业务收入减少。

（5）公司治理机制变动风险。 若公司治理机制变动或规划发展方向变化，或将与行业发展趋势相悖，进而影响公司经营水平。

（6）资本市场改革进展不及预期。 若资本市场改革进展不及预期，行业政策无法及时落地，将影响证券行业改革进程，从而影响企业相关业务收入。

（7）行业监管趋严风险。 若行业监管趋严，或将导致公司原来正常经营的业务受到影响，进而减少业务收入。

(8) 行业竞争加剧风险。各证券公司业务类型趋同，加上近年来对外资证券公司限制逐步放开，行业竞争加剧的情况下，公司行业地位或将受到影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn