

## 非银金融

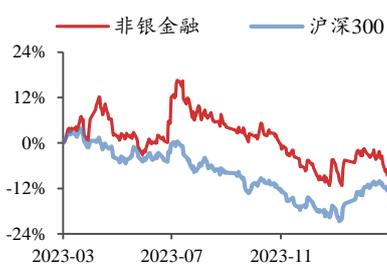
2024年03月29日

## 资本中介业务风险可控，券商资产质量安全

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《政策驱动养老金长钱入市，万亿交易量利好券商—行业周报》-2024.3.24

《组合拳提振信心关注券商，大规模设备更新利好租赁—行业周报》-2024.3.17

《强基础严监管趋势延续，优化支付服务利好 POS 机—行业周报》-2024.3.10

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

### ● 雪球：峰值存量预计 4000 亿元，对券商利润贡献有限，衍生品业务增速承压

**(1) 雪球峰值存量预计 4000 亿元，为上市券商贡献 2.5% 利润：**雪球产品本质是投资者向券商卖出带触发条款的看跌期权，券商通过保证金赚取 Delta 波动收益、基差收益与固定投资收益。2023 年末全市场存续雪球规模约 4000 亿元，为上市券商 2023 年调整后营收和净利润贡献 2%/2.5%。**(2) 雪球产品多数已敲入，风险可控：**根据中证 500 和中证 1000 指数点位看，我们预计当前大部分雪球产品已经发生敲入，现货和期货抛压风险明显减弱。**(3) 券商衍生品业务增速承压：**2022 年以来场外衍生品规模增速有所放缓，预计与银行理财赎回、结构性存款压降、互换新规过渡、券商再融资受限有关。

### ● 两融：融资余额保持稳定，融券业务收缩

**(1) 两融余额以融资为主：**截至 2024 年 2 月 21 日，全市场两融余额 1.45 万亿元，其中融资/融券分别占比 97%/3%，合计占流通市值 2.20%，较年初下降 0.25pct。2024 年春节以来融资余额相对稳定且净买入开始转正，融券余额明显下滑。结构上 86% 的两融规模为总市值 100 亿以上标的贡献。**(2) 监管放松融资业务，限制融券业务：**2023 年 8 月证监会放松融资保证金比例，提高融资业务杠杆率；2024 年 1 月全面暂停限售股出借，2024 年 2 月暂停新增转融券，融券余额有所下降。**(4) 盈利贡献测算：**44 家上市券商 2023H1 利息净收入和利润贡献占比分别约 13%/12%，5 家头部券商 2023H1 融券业务合计收入和利润贡献占比约 1.4% 和 1.6%。

### ● 股票质押：业务规模持续压降，场内业务履保比例安全

**(1) 规模持续压降：**据证监会答记者问，股票质押业务融资余额从 2018 年高点 2.7 万亿元下降至 2024 年 2 月的 1.6 万亿元，两市股票质押市值占总市值的比重由 2018 年高峰时的 10.51% 降为 3.38%；根据 Wind 数据测算，已质押股票市值从 2018 年 2 月高点的 5.4 万亿元下降至 2024 年 2 月的 2.3 万亿元。**(2) 场内履保比例安全：**截至 2024 年 2 月 2 日，股票质押（场内+场外）履保比例 143%，场内股票质押业务履保比例 207%。场外业务履保比例参考意义有限，因其股票或作为补充担保品，质押率高于场内；同时，场外业务期限多为 3 年且客户违约后需要通过司法程序处置股票，随着市值下跌而履保比例下降到较低水平，拖累整体水平。2023H1 上市券商股票质押业务加权平均履保比例为 259%，保持较高水平。实际强平概率较小，一方面大股东减持有监管政策限制，另一方面大股东股权变动对公司经营和信用有负面影响。**(3) 复盘：**复盘 2018 年情形，中央首先释放纾困股指风险信号，地方政府和金融机构相应投入纾困资金 5000 亿元缓解股票质押风险，阻断股票质押风险传导路径，降低企业主体信用紧缩风险。纾困政策催化板块估值修复，上涨阶段券商板块绝对/相对涨幅 85%/44%，小市值+低估值、政策驱动标的、交易高弹性标的有超额收益。

**● 风险提示：**市场大幅波动、流动性风险、客户集中度风险对券商资本中介业务的收益与风险带来不确定性影响。监管政策变化对券商资本中介业务展业有一定不确定性。

## 目 录

1、雪球：峰值存量预计 4000 亿元体量，对券商利润贡献有限，券商衍生品业务增速承压	4
1.1、产品本质：投资者向券商卖出带触发条款的看跌期权	4
1.2、盈利模式：基差贴水+Delta 对冲+闲置资金投资，交易能力要求高	5
1.3、体量测算：预计峰值存续 4000 亿元，为上市券商贡献 2.5% 利润	7
1.4、风险分析：大部分雪球已发生敲入，现货和期货抛压风险明显减弱	8
1.5、场外衍生品：存续规模增长放缓，受制于监管环境和资本金约束	8
2、两融业务：融资余额保持稳定，融券业务收缩	12
2.1、业务体量：融资占比高且净买入开始转正，融券余额下滑影响有限	12
2.2、监管环境：放松融资保证金比例，全面暂停限售股出借	13
2.3、盈利贡献：融资业务为主要利润贡献，融券余额下滑影响小	15
3、股票质押：规模下降明显，场内业务履保比例安全	16
3.1、业务体量：市值与融资规模下降，场内履保比例相对安全	16
3.2、上市券商股质业务风险可控，强平概率较小	18
3.3、2018 年复盘：各方投入纾困资金约 5000 亿元，催化板块估值修复	18
4、投资建议	21
5、风险提示	22

## 图表目录

图 1：券商盈利来自股指期货基差贴水+Delta 对冲收益+闲置保证金投资	5
图 2：券商高抛低吸演示图	5
图 3：雪球期权的 Delta 曲线在敲入点突变示例	5
图 4：中证 500 贴水收窄，月度基差率预计有所下降	6
图 5：中证 1000 贴水相对稳定，仍有一定基差收益	6
图 6：中证 500 基差年化收益率逐渐收窄	6
图 7：截至 2024/2/5 末预计大部分中证 500 雪球已敲入	8
图 8：截至 2024/2/5 末预计大部分中证 1000 雪球已敲入	8
图 9：2023 年 7 月末场外衍生品名义本金 2.3 万亿	9
图 10：2022 年以来场外衍生品新增规模增长放缓	9
图 11：2023 年 1-5 月场外期权和收益互换新增规模同比增速有所回升	9
图 12：2023 年 7 月末场外股指期货占比 58%	9
图 13：2023 年 7 月末收益互换中其他和个股类占比 79%	9
图 14：场外期权新增名义本金银行占比下降而券商增长	10
图 15：收益互换新增名义本金主要由私募基金贡献	10
图 16：2023 年 7 月末券商跨境衍生品存续规模 7543 亿元，占跨境业务的 80%	10
图 17：样本券商基于柜台与机构客户对手方交易业务收入占比表现分化	11
图 18：截至 2024.2.21，全市场两融余额 1.45 亿元，合计占流通市值 2.20%	12
图 19：2024/2/21 融资余额 1.4 万亿，占流通市值 2.14%	12
图 20：2024 年春节第一周融资净买入开始转正	12
图 21：2024/2/21 融券余额 440 亿，占流通市值 0.07%	13
图 22：2024 年 2 月融券出借净买入占成交额比重下滑	13
图 23：两融担保比例与大盘表现呈现正相关关系	14
图 24：中小市值标的的单一股票担保物比例更高	15

图 25: 股票质押业务的股票市值以及占比呈下降趋势.....	17
图 26: 股质融资规模有所下降, 整体履约比例有所下降.....	17
图 27: 目前场内股票质押市值占比较 2018 年有所下降.....	17
图 28: 目前场内股票质押融资规模较 2018 年有所下降.....	17
图 29: 上市券商股票质押场内业务履约担保比安全.....	18
图 30: 2018 年行情启动于社融触底与流动性释放+中美贸易摩擦下估值承压+股质风险缓解与科创板成立.....	20
图 31: 2018 年末券商行情启动主要受益于板块估值修复.....	20
图 32: 2019 年行情小市值+低估值新股和次新股先涨, 政策驱动和金融信息服务商后涨, ROE 稳健标的抗跌.....	21
图 33: 2019 年行情新股及次新股、交易量弹性的金融信息服务商、政策受益(股权质押)+低估值标的领跑.....	21
表 1: 市场情形下雪球产品的投资者和证券公司的收益情况.....	4
表 2: 挂钩标的、期限、收益、敲入敲出条件是雪球产品的基本合同要素.....	4
表 3: 结构性产品的风险观测希腊指标.....	6
表 4: 券商发行的雪球产品面临的四类风险.....	7
表 5: 预计 2023 年雪球业务对上市券商的营收和净利润贡献分别约 2%/2.5% (利差 2%和净利率 40%假设).....	7
表 6: 中信证券和海通证券是跨境业务试点较早券商.....	10
表 7: 2023H1 中金公司衍生品收入占调整后营收为 14%.....	11
表 8: 86%的两融规模由 100 亿元以上总市值标的贡献.....	13
表 9: 沪深 300 指数成分股市值均高于 100 亿元.....	13
表 10: 2023 年 8 月证监会放松融资保证金比例, 2024 年 1 月全面暂停限售股出借, 2024 年 2 月暂停新增转融券.....	14
表 11: 2023H1 44 家上市券商融资业务利息净收入和利润贡献占比分别 13%/12%.....	15
表 12: 5 家头部券商 2023H1 融券业务合计收入和利润贡献占比约 1.4%和 1.6%.....	16
表 13: 估算 2024 年 2 月场内股质业务履约比例 207%, 相对安全.....	18
表 14: 2018 年政府、银行、券商、保险、公募共同参与化解股权质押风险.....	19
表 15: 深交所统计 2019 年 4 月末, 各类主体投入的纾困资金合计约 5000 亿元.....	19
表 16: 受益标的估值表.....	22

## 1、雪球:峰值存量预计 4000 亿元体量,对券商利润贡献有限,券商衍生品业务增速承压

### 1.1、产品本质:投资者向券商卖出带触发条款的看跌期权

雪球本质是投资者向券商卖出带触发条款的看跌期权。(1) 雪球 (Snowball) 是含有敲入敲出条款的场外结构化产品, 收益结构受到到期日前底层资产价格与提前设置的价格界限关系决定。(2) 盈利模式: 投资者向券商卖出带触发条款的看跌期权并获得期权费, 券商通过保证金赚取 Delta 波动收益+基差收益+固收投资。(3) 产品特点: 震荡市获高收益、安全边际高、跌破相当于持股、介于多头和固收、收益结构明确、高度定制化。

表1: 市场情形下雪球产品的投资者和证券公司的收益情况

市场情形	雪球产品	投资者	证券公司
牛市 (快速上涨)	提前敲出产品居多	按年化计算短期收益	高波动带来超额收益
震荡市	窄幅震荡	不敲出敲入产品居多	持有至到期, 获最大受益
	宽幅震荡	敲入+敲出概率较大	获得较好收益
熊市 (持续下跌)	以敲入为主	承担亏损	规避亏损风险

资料来源: 中证报价、开源证券研究所

挂钩标的、期限、票息、敲入敲出条件是雪球产品的基本合同要素。(1) 挂钩标的: 主要为中证 500 和中证 1000 指数, 其余挂钩沪深 300, 以具有稳定负基差和较好波动率的指数为主。此外为个股和个股组合;(2) 产品期限: 1-2 年, 敲出则立即终止合约并兑付收益;(3) 锁定期: 1-3 个月, 锁定期内无法敲入敲出;(3) 票息 (收益率): 根据指数波动率、敲入敲出价格设置、期限设置不同票息;(4) 敲出条件: 月频观测, 通常为期初价格 103-105%;(5) 敲入条件: 日频观测, 通常为期初价格的 70%/75%/80%。

表2: 挂钩标的、期限、收益、敲入敲出条件是雪球产品的基本合同要素

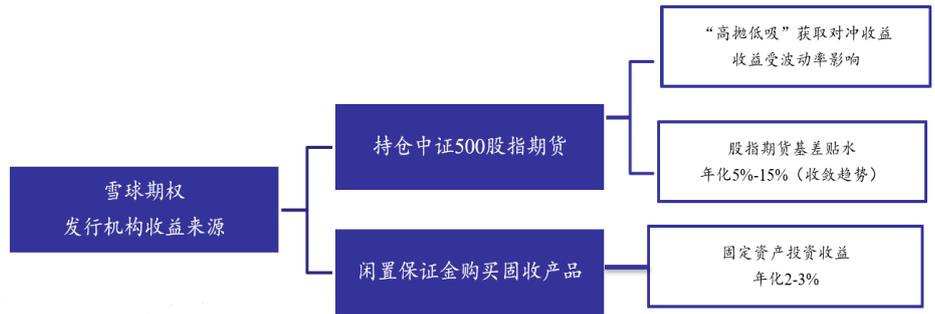
经典雪球产品示例		
标的资产	中证 500 (000905.SH)	
期限	12 个月	
敲出要素	敲出观察日	每月特定的一个交易日 (月频)
	敲出价格	期初价格 × 103%
	敲出事件	任一敲出观察日, 标的资产收盘价格 ≥ 敲出价格, 提前终止
	敲出/到期票息	18% (年化)
敲入要素	敲入观察日	存续期间的每一交易日 (日频)
	敲入价格	期初价格 × 80%
	敲入事件	任一敲入观察日, 标的资产收盘价格 ≤ 敲入价格
	执行价格	期初价格 × 100%
收益情况	未敲入且已敲出	名义本金 × 到期票息 (18%) × 期限/365
	已敲入且已敲出	名义本金 × 到期票息 (18%) × 期限/365
	已敲入且未敲出	或有亏损 (非年化) = 名义本金 × 标的跌幅
	未敲入且未敲出	名义本金 × 到期票息 (18%) × 期限/365

资料来源: 证监会、中证报价、开源证券研究所

## 1.2、盈利模式：基差贴水+Delta 对冲+闲置资金投资，交易能力要求高

证券公司雪球产品的收益来源=股指期货基差贴水+Delta 对冲收益+闲置保证金投资其他固收产品。(1) 股指期货贴水收益：中证 500 股指期货长期贴水（期货价小于现货价），现货交割时期货价格向现货价格收敛，券商赚取基差收益。(2) 动态对冲：利用股指期货波动率进行动态对冲，基于保持“现货+期货 Delta=0”严格执行“高抛低吸”策略赚取对冲收益。(3) 闲置投资：雪球投资者需缴纳 100%保证金，股指期货保证金约 12%，其余闲置资金可投资流动性高的固收产品。

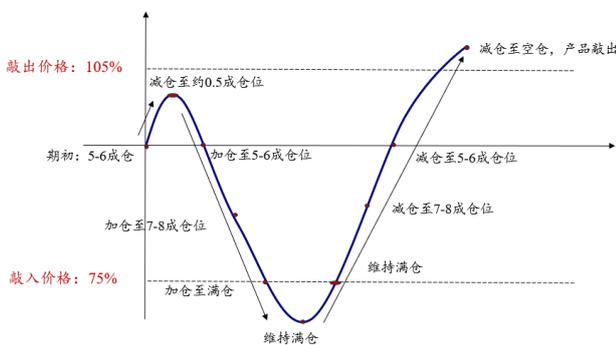
图1：券商盈利来自股指期货基差贴水+Delta 对冲收益+闲置保证金投资



资料来源：中证报价、开源证券研究所

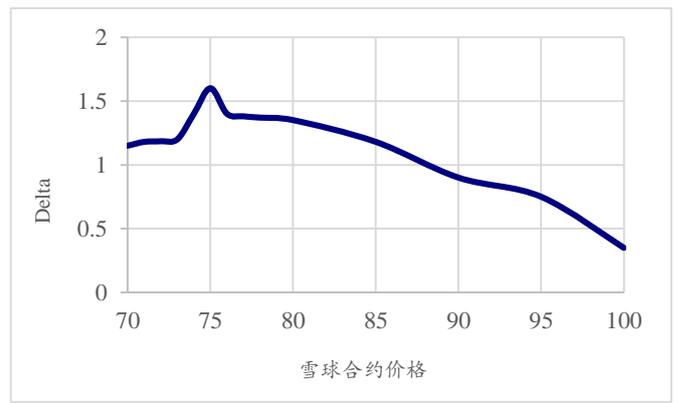
**雪球收益：动态对冲赚取 Delta 收益，Vega 系数反映预期波动率和实际波动率偏差。**  
**Delta 对冲策略基本原理：**“高抛低吸”动态对冲使雪球策略组合 Delta=0。Delta 是衍生证券对标的资产价格的敏感度，券商交易台每持有一份中证 500，就会在场内持有 Delta 份中证 500 股指期货。如中证 500 指数下跌，Delta 值变大则交易台场内买入股指期货，当临近敲入点时敏感度极大，交易台对冲 Delta 需加仓，一旦价格跌穿敲入价则雪球产品发生亏损，Delta 对冲中止带来减仓。**Vega 系数反映波动率：**预期波动率影响雪球票息（刚性成本），实际波动率影响 Delta 实际对冲收益。

图2：券商高抛低吸演示图



资料来源：中证报价、开源证券研究所

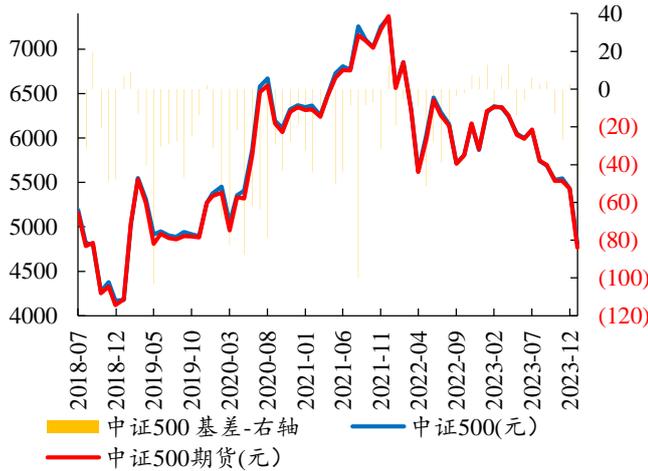
图3：雪球期权的 Delta 曲线在敲入点突变示例



资料来源：开源证券研究所

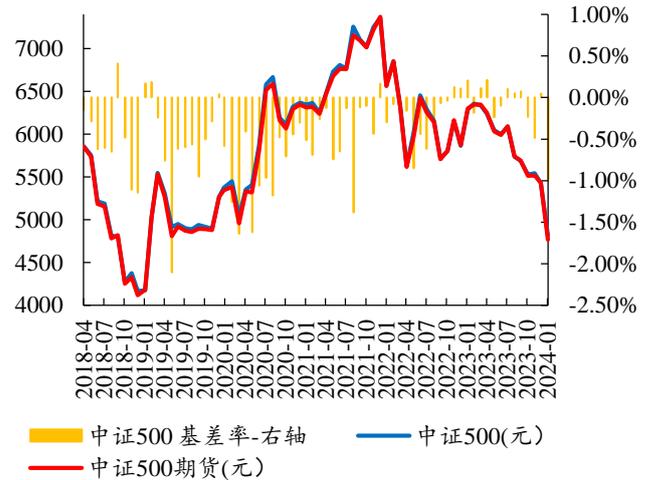
**基差收益：**雪球资产端主要收益来源，中证 500 基差收益率有所下降。**基差收益为主要收益：**中证 500 股指期货长期贴水（期货价小于现货价），现货交割时期货价格向现货价格收敛，券商赚取基差收益。**长趋势基差收窄：**雪球主要挂钩的中证 500 指数基差长趋势收窄，基差年化收益率自 2018 年约 15%收窄至 2023 年约 10%以内。

图4：中证500 贴水收窄，月度基差率预计有所下降



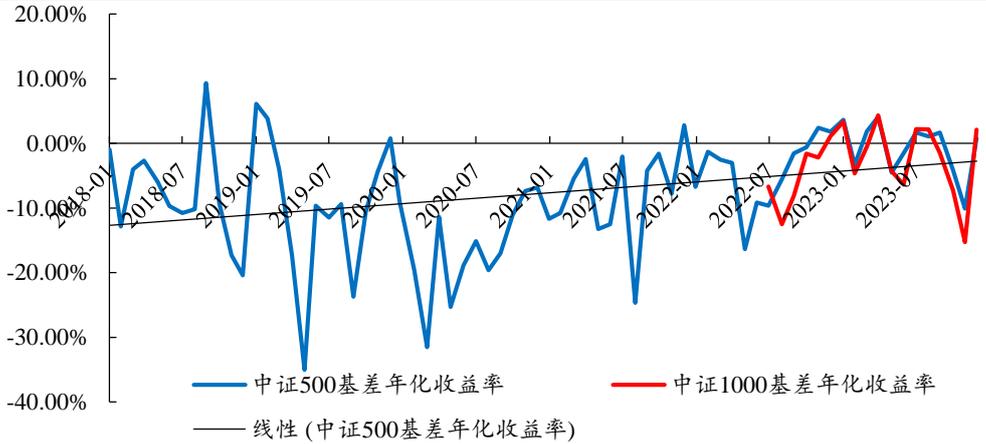
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：中证1000 贴水相对稳定，仍有一定基差收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中证500 基差年化收益率逐渐收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

**券商雪球业务的风险分析：本质是风险中性策略，对券商交易能力要求高。**（1）**市场风险：**下跌亏损由投资者自行承担，Delta、Gamma、Vega 风险取决于券商交易能力以及波动率的预测能力。（2）**信用风险：**雪球产品以 100%保证金交易为主，违约风险可控；（3）**流动性风险：** 100%雪球保证金用于投资低保证金的股指期货，闲置资金相对充裕；（4）**集中度风险：** 我们预计合同成立时间和合约约定敲入价格相对分散，尚需关注集中敲入区间股指期货减仓的连锁效应。

表3：结构性产品的风险观测希腊指标

对应风险	希腊符号	含义
绝对价格风险 (Delta)	$\Delta$	标的物价格变动导致结构化产品价格变动的幅度
凸性风险 (Gamma)	$\gamma$	$\Delta$ 变动所导致的结构化产品价格变动的幅度
波动率风险 (Vega)	$n$	标的物价格波动率变动导致结构化产品价格变动的幅度
时间损耗风险 (Theta)	$t$	结构化剩余时间变短导致产品价值的变化

资料来源：中证报价、开源证券研究所

**表4：券商发行的雪球产品面临的四类风险**

雪球产品的风险情况	
市场 风险	Delta 券商基于 Delta 风险对冲，使保持现货和期货 Delta 之和为 0
	Gamma 雪球产品在敲入点时，delta 和 Gamma 突变下交易员操作风险带来的收益损失
	Vega 实际波动率与预期波动率的预期偏差
信用风险	信用风险主要来源于杠杆交易，经典雪球产品保证金比例为 100% 则不存在该类风险，部分保证金雪球产品相对规模较小。
流动性风险	雪球产品主要通过客户保证金进行股指期货 delta 对冲，股指期货保证金比例低而留存充足闲置资金。且券商进行 delta 对冲，不承担敲入亏损，无需考虑平仓风险，流动性风险较小
集中度风险	雪球产品主要挂钩中证 500 和中证 1000，但合约和敲入时点分布较为分散。

资料来源：凌瓴科技公众号、开源证券研究所

### 1.3、体量测算：预计峰值存续 4000 亿元，为上市券商贡献 2.5% 利润

我们预计 2023 年末雪球存续规模预计 4000 亿元，2% 利差和 40% 净利率假设下预计对上市券商的营收和净利润贡献约 2%/2.5%。(1) 2022 年 2 月末中证协和中证报价披露，雪球产品存续规模约 1500 亿元，对应占指数类场外期权存续规模约 24%，我们假设雪球存续规模保持一定增速，在 2023 年末占指数类场外期权比重提升至约 50%，对应雪球存续规模 4000 亿元。(2) 我们基于雪球业务利差和净利率进行敏感性分析，测算雪球业务对券商营收和利润贡献。预计雪球利差为 2% 假设下对上市券商合计调整后营收贡献为 2%，净利率为 40% 情况下净利润贡献为 2.5%。

**表5：预计 2023 年雪球业务对上市券商的营收和净利润贡献分别约 2%/2.5%（利差 2% 和净利率 40% 假设）**

2023 年			
	预计上市券商调整后营收（亿元）	3970	
	预计上市券商净利润（亿元）	1302	
	全市场雪球平均存续规模（亿元）	4000	
利差	雪球业务净收入（亿元）	占调整后营收	
0.0%	0	0.0%	
2.0%	80	2.0%	
4.0%	160	4.0%	
全市场雪球利润贡献（亿元）		净利率	
利差	30%	40%	50%
0.0%	0	0	0
2.0%	24	32	40
4.0%	48	64	80
雪球利润贡献/上市券商净利润		净利率	
利差	30%	40%	50%
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

2023年

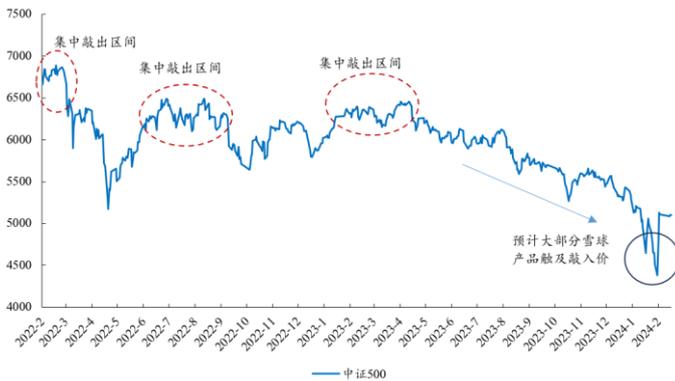
2.0%	1.8%	2.5%	3.1%
4.0%	3.7%	4.9%	6.1%

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 2023年上市券商调整后营收和净利润测算数据, 样本为2020年以前上市的40家纯券商标的。

## 1.4、风险分析：大部分雪球已发生敲入，现货和期货抛压风险明显减弱

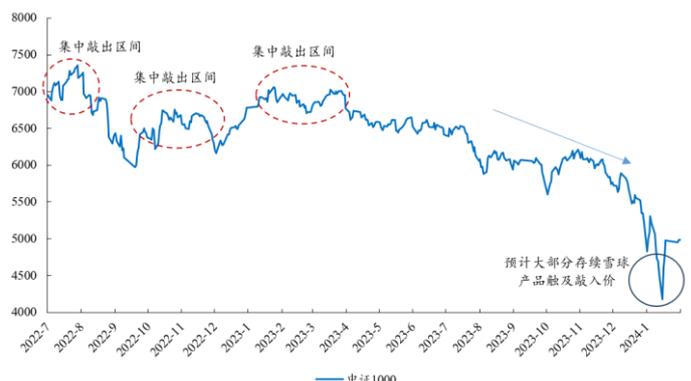
我们预计大部分雪球产品已发生敲入，抛压风险明显减弱。(1) 2022年4-5月、2022年9月-2023年1月新发产品敲入点较低，预计在2022年6-8月和2023年2月基本敲出，存续雪球产品预计期初价格较高。(2) 2024年2月5日中证500和中证1000指数最低价触及4281和4178点位，最低价作为80%敲入价对应中证500和中证1000点位为5351和5223点，作为75%敲入价对应点位分别为5708和5571点，我们预计大部分雪球产品发行的期初价格均高于此点位，因此截至2024.2.5大部分雪球产品已敲入，雪球抛压对期货和现货的影响明显减弱，存量风险可控。

图7：截至2024/2/5末预计大部分中证500雪球已敲入



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8：截至2024/2/5末预计大部分中证1000雪球已敲入

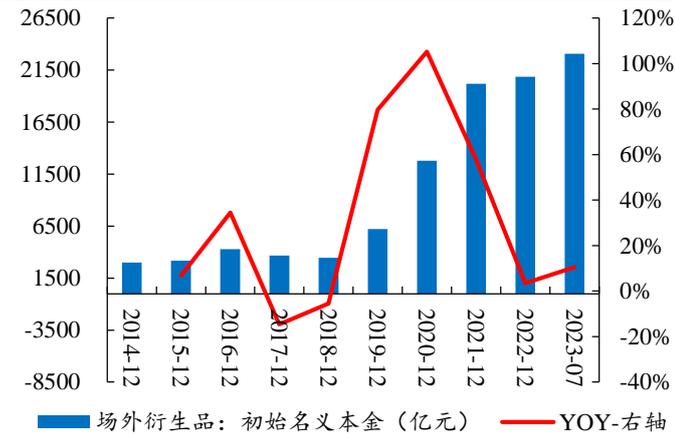


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.5、场外衍生品：存续规模增长放缓，受制于监管环境和资本金约束

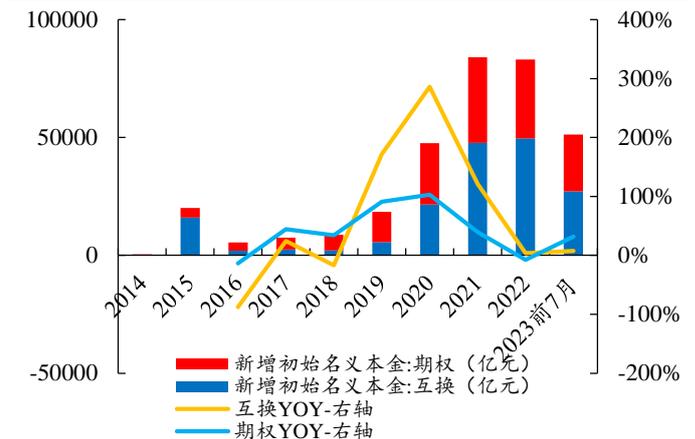
2022年以来场外衍生品规模增速有所放缓，预计与银行理财赎回、结构性存款压降、互换新规过渡、券商再融资受限有关。(1) 2018年以来场外衍生品监管体系逐步完善，场外衍生品规模快速增长。2018-2021年场外衍生品名义本金存量规模复合增速80%，场外期权和收益互换复合增速分别53%/144%，商业银行和私募基金分别为场外期权和收益互换主要参与方。(2) 2022年以来场外衍生品增速放缓，预计主要原因：场外期权的参与主体商业银行受银行理财赎回的冲击和监管对结构性存款规模的压降影响；2022年互换新规过渡期在搭建成本和推广周期尚未普及，收益互换增长规模有所放缓；(3) 全面净值化下衍生品嵌套银行理财或设计为雪球产品带来新增点，但券商场外衍生品扩张受风控指标和资本金限制，再融资受限下扩张增速有所放缓。

图9：2023年7月末场外衍生品名义本金2.3万亿



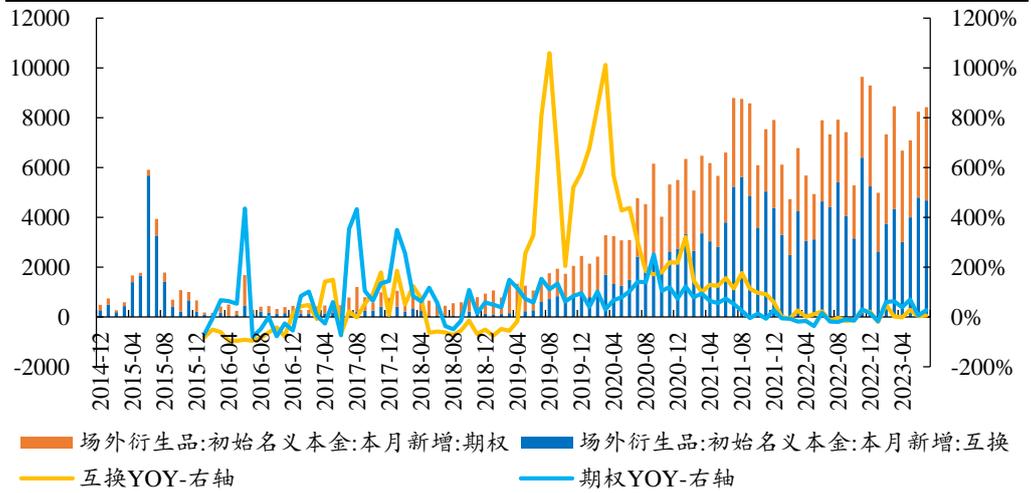
数据来源：Wind、中证报价、开源证券研究所

图10：2022年以来场外衍生品新增规模增长放缓



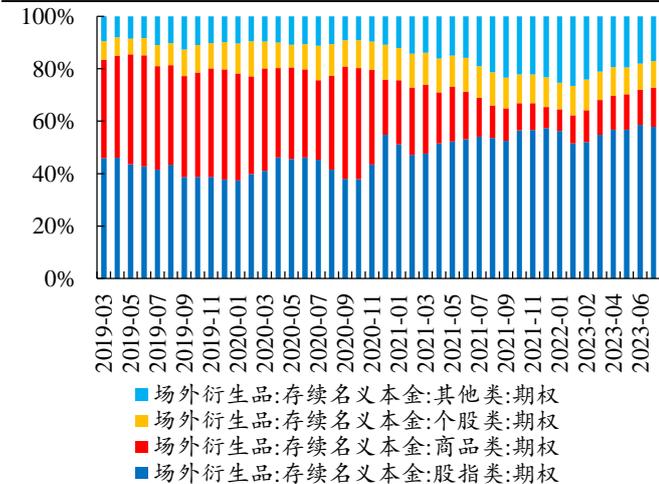
数据来源：Wind、中证报价、开源证券研究所

图11：2023年1-5月场外期权和收益互换新增规模同比增速有所回升



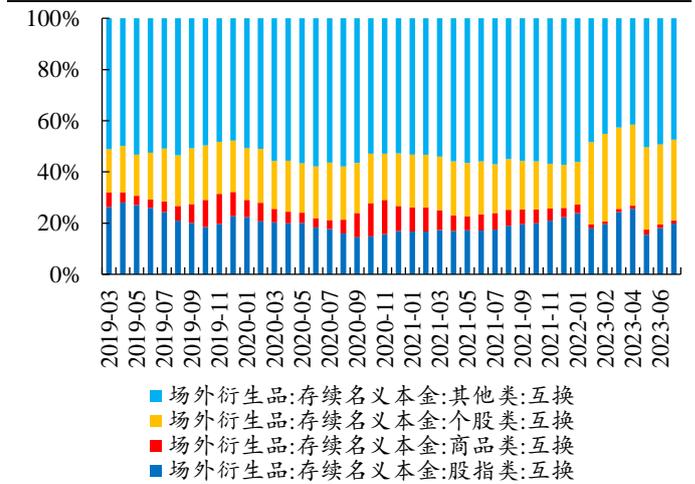
数据来源：Wind、中证报价、开源证券研究所

图12：2023年7月末场外股指期权占比58%



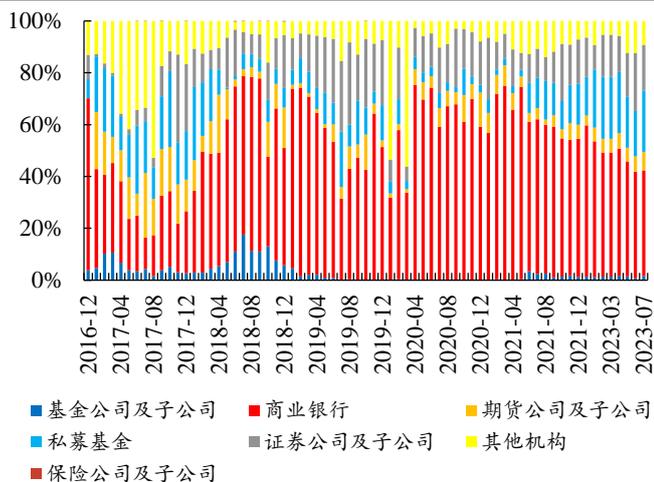
数据来源：Wind、中证报价、开源证券研究所

图13：2023年7月末收益互换中其他和个股类占比79%



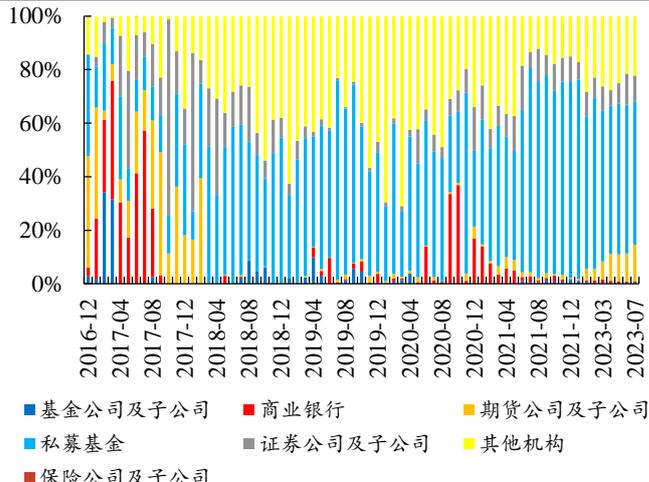
数据来源：Wind、中证报价、开源证券研究所

图14: 场外期权新增名义本金银行占比下降而券商增长



数据来源: Wind、中证报价、开源证券研究所

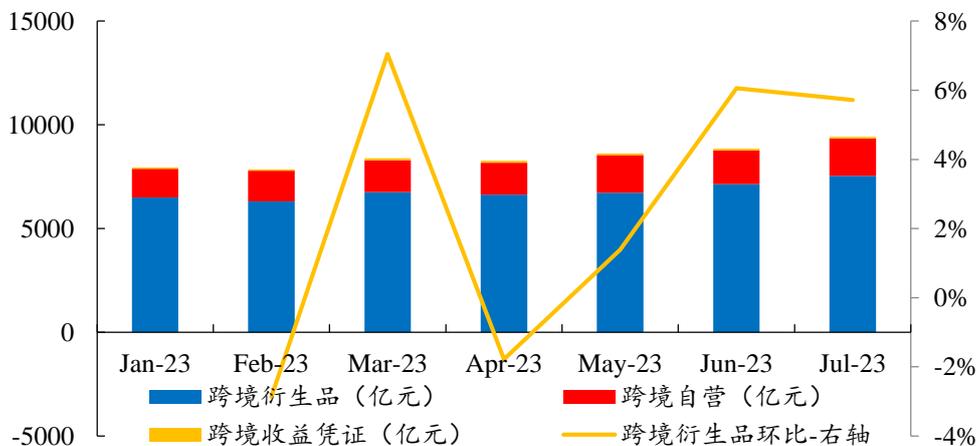
图15: 收益互换新增名义本金主要由私募基金贡献



数据来源: Wind、中证报价、开源证券研究所

部分机构跨境收益互换业务暂无法新增规模。券商跨境业务主要包括跨境自营业务、跨境场外衍生品业务（场外期权、收益互换）、跨境收益凭证业务，截至 2023 年 7 月末跨境衍生品存续规模 7543 亿元，其中跨境衍生品占券商境外业务存续规模的 80%。2024 年 2 月 6 日财联社记者多方求证获悉，部分机构收到券商通知，即刻起跨境收益互换不能再新增规模。

图16: 2023 年 7 月末券商跨境衍生品存续规模 7543 亿元，占跨境业务的 80%



数据来源: 中证报价、开源证券研究所

表6: 中信证券和海通证券是跨境业务试点较早券商

试点名单	跨境业务试点时间
中信证券	2014 年 9 月
海通证券	2015 年 5 月
华泰证券	2018 年 1 月
国泰君安	2018 年 1 月
招商证券	2018 年 5 月
中金公司	2018 年 5 月
广发证券	2018 年 5 月

试点名单	跨境业务试点时间
中信建投	2018年10月
中国银河	2018年10月
申万宏源	2020年7月

资料来源：中证报价、开源证券研究所

多家券商发力衍生品业务，2022年中金公司衍生品业务收入占比13%。(1)考虑中金公司“场外衍生品对冲持仓”规模披露较为细致，我们用于分析券商衍生品业务利润贡献情况。2022年中金公司衍生品收入占调整后营收占比13%，ROA（衍生品收入/股票对冲持仓）约为3.2%，投资回报率较往年有所下滑，我们预计主要原因是场外衍生品业务受资金端竞争加剧和资产端杠杆受限；(2)我们运用中证协披露数据，基于柜台与机构客户对手方交易业务收入规模前十券商其占调整后营收比重看，2021年平均收入占比约4%，其中申万宏源和国联证券占比较高。

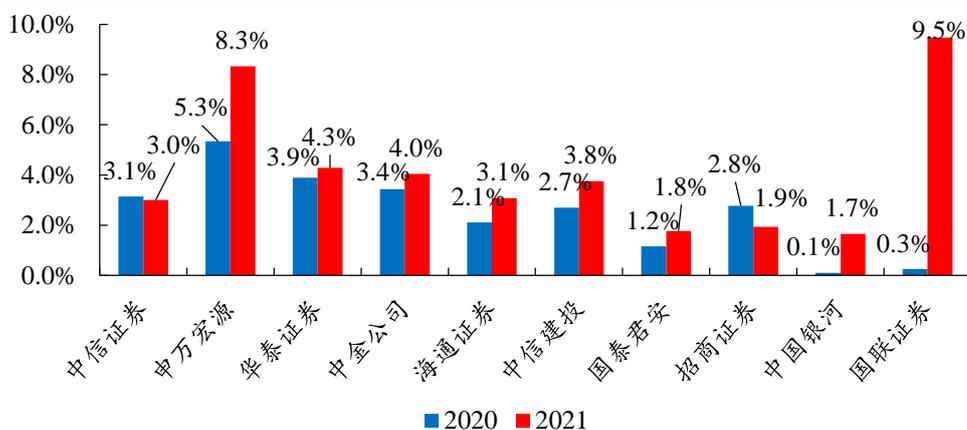
表7：2023H1中金公司衍生品收入占调整后营收为14%

单位：亿元	2019	2020	2021	2022
交易性金融资产规模	1,682	2,476	3,012	2,694
其中：金融资产中股票/期权	697	1,109	1,277	1,251
权益占比	41%	45%	42%	46%
其中：对冲仓的股票	621	947	1,084	1,091
对冲仓比例	89.1%	85.4%	84.9%	87.2%
ROA(衍生品收入/股票对冲持仓)	3.8%	5.6%	4.5%	3.2%
衍生品业务收入	24	53	49	34
调整后营收	158	237	301	261
衍生品业务收入占调整后营收	15%	22%	16%	13%

数据来源：中金公司历年年报及半年报、开源证券研究所

注：中金公司衍生品收入基于公司股票业务分部营收和衍生品收入占比测算

图17：样本券商基于柜台与机构客户对手方交易业务收入占比表现分化



数据来源：中证协、开源证券研究所

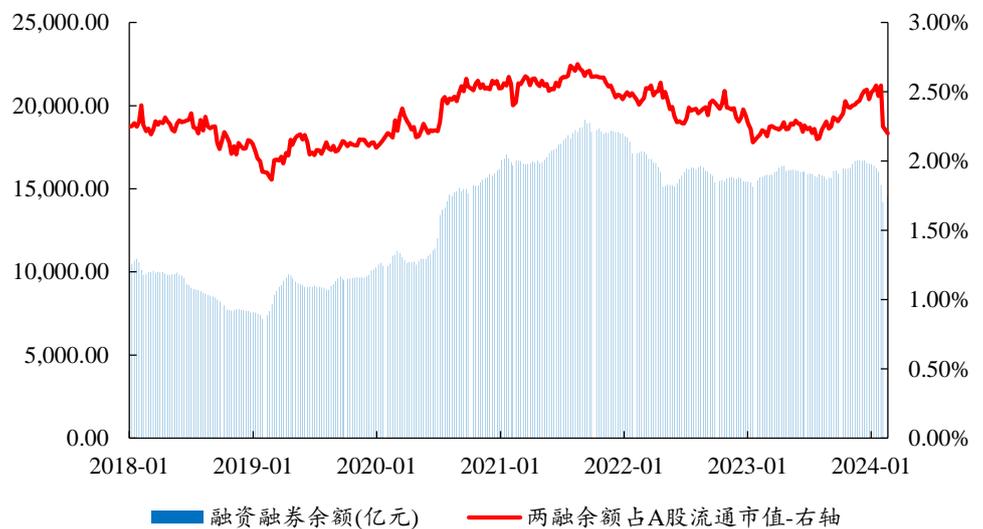
注：基于柜台与机构客户对手方交易业务收入=经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本

## 2、两融业务：融资余额保持稳定，融券业务收缩

### 2.1、业务体量：融资占比高且净买入开始转正，融券余额下滑影响有限

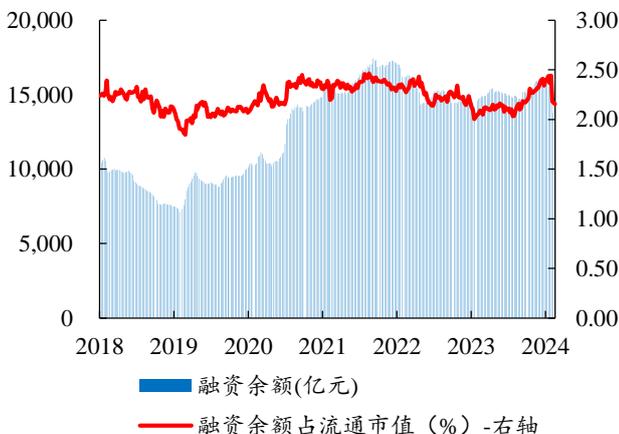
**2024年春节以来融资净买入开始转正，融券余额明显下滑。**（1）截至2024.2.22，全市场两融余额1.45万亿元，其中融资/融券分别占比97%/3%，合计占流通市值2.20%，较年初下降0.25pct。（2）融资余额相对稳定，融资净买入额开始转正。2024年2月22日末全市场融资余额1.41万亿元，占流通市值2.14%，较年初下降0.09pct。2023年12月以来，资本市场低迷导致融资净买入转负，2月春节第一周融资净买入额转正，占A股成交额修复至0.92%。（3）融券余额明显下滑，融券净卖出明显减少。2024年2月21日末全市场融券余额440亿元，占流通市值仅0.07%，1月28日限售股全面禁止出借后融券卖出额明显减少。

**图18：截至2024.2.21，全市场两融余额1.45亿元，合计占流通市值2.20%**



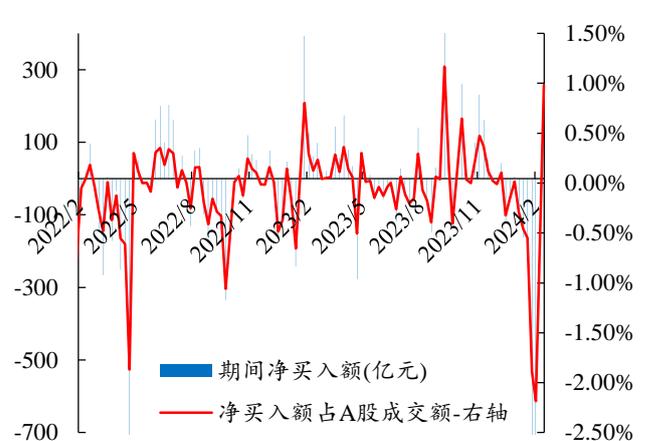
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图19：2024/2/21 融资余额1.4万亿，占流通市值2.14%**

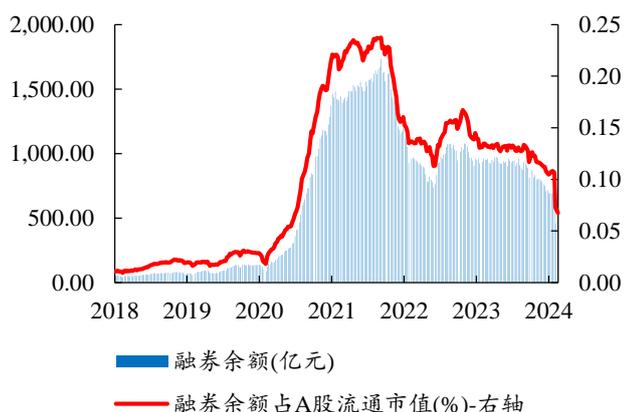


数据来源：Wind、开源证券研究所

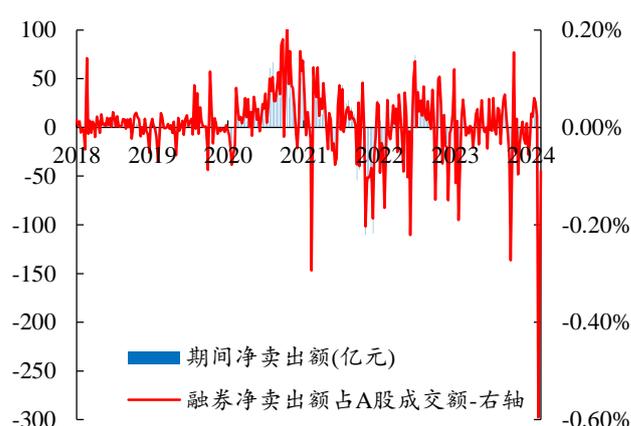
**图20：2024年春节第一周融资净买入开始转正**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图21：2024/2/21 融券余额 440 亿，占流通市值 0.07%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图22：2024年2月融券出借净买入占成交额比重下滑**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**两融规模主要由大盘股标的贡献。**从两融标的的池看，86%的两融规模由100亿元以上总市值标的贡献。从沪深300指数看，100%是100亿市值以上标的构成（自由流通市值加权），两融标的的池整体体现出大盘股特征。

**表8：86%的两融规模由100亿元以上总市值标的贡献**

两融标的的总市值分布	融资余额合计 (亿元)	融资余额占比
>1000 亿	362,629	50%
500-1000 亿	72,880	10%
100-500 亿	192,496	26%
50-100 亿	58,461	8%
<50 亿	44,504	6%
总计	730,970	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据统计截至于2024年2月1日

**表9：沪深300指数成分股市值均高于100亿元**

沪深300指数总市值分布	自由流通市值占比	自由流通市值 (亿元)	数量 (个)
>1000 亿	70%	103,252	115
500-1000 亿	18%	26,967	92
100-500 亿	12%	16,933	93
总计	100%	147,152	300

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据统计截至于2024年2月1日

## 2.2、监管环境：放松融资保证金比例，全面暂停限售股出借

**监管放松融资保证金比例，全面暂停限售股出借。**(1) 2023年8月27日，证监会发文将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，融资杠杆率提升。(2) 2023年10月14日证监会提高融券保证金比例，出借端取消上市公司高管和核心成员出借证券同时限制其他战略投资者出借方式和比例，2024年1月28日全面暂停限售股出借，限制，调整转融券约定申报可用时间，约束融券效率。

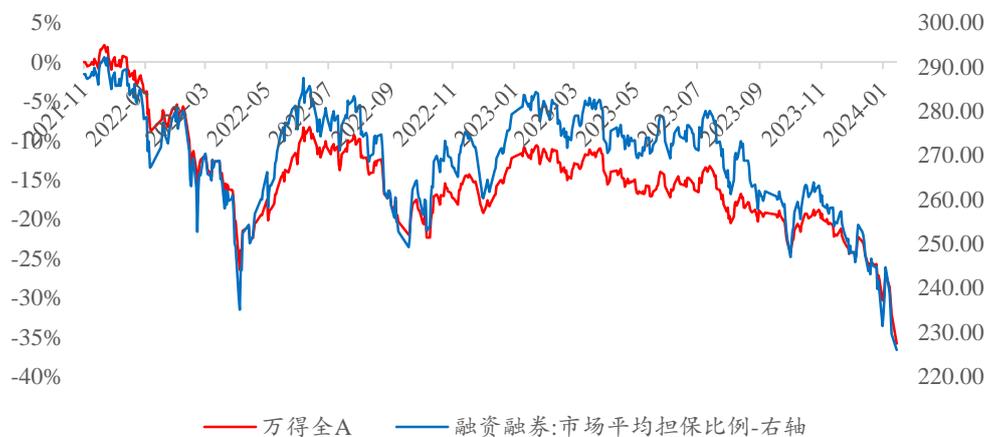
**表10: 2023年8月证监会放松融资保证金比例, 2024年1月全面暂停限售股出借, 2024年2月暂停新增转融券**

时间	事件	主要内容
2023/8/27	放松融资保证金比例	将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此调整将自2023年9月8日收市后实施。
2023/10/14	取消上市公司高管及核心员工出借证券, 限制其他战略投资者出借方式和比例, 提高融券保证金比例	融券端, 将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%, 对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%; 出借端, 对战略投资者配售股份出借予以调整, 取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借, 适度限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例。
2024/1/28	全面暂停限售股出借, 限制融券效率	证监会加强限售股出借监管, 优化融券机制: 一是全面暂停限售股出借(1月29日起实施); 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(自3月18日起实施)。
2024/2/6	暂停新增转融券; 严禁利用融券变相T+0交易	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, 将会依法打击利用融券交易实施不当套利等违法违规行, 确保融券业务平稳运行。

资料来源: 证监会、开源证券研究所

全市场担保比例下降明显或受小盘股下跌和账户现金减少影响, 但账户和标的分散下整体风险可控。(1) 与沪深300对比, 1年维度看, 两融维保比例降幅小于沪深300, 而最近1个月降幅超过沪深300, 预计主因是平均担保比例受小盘股下跌影响较大, 同时账户内用于偿还融资余额的现金减少。(2) 截至2024年2月5日全市场维持担保比例226%接近2018年低点(最低平仓线130%), 根据证监会统计1月以来全市场累计平仓约9亿元, 占融资规模万分之6, 账户和标的更加分散, 整体风险可控。

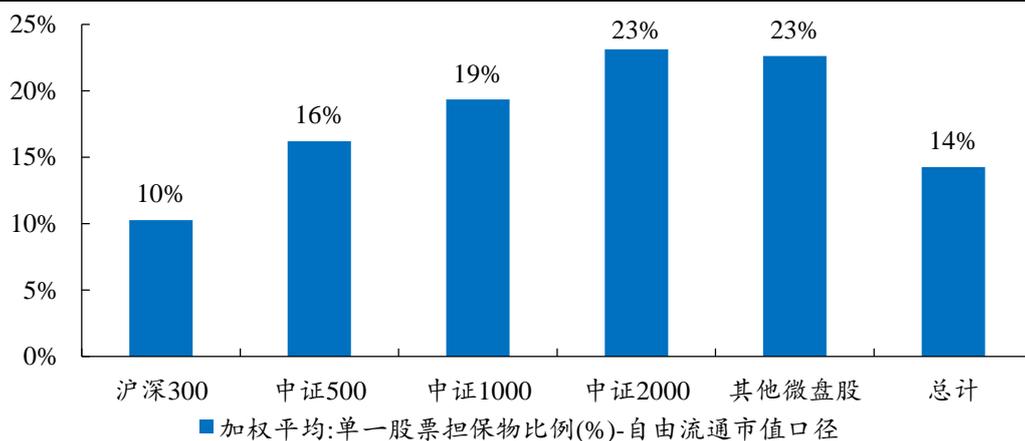
**图23: 两融担保比例与大盘表现呈现正相关关系**



数据来源: Wind、开源证券研究所

小盘股的股票担保物比例高于平均水平，梯度减仓对中小市值标的冲击或更大。指标调整：沪深交易所披露的单一股票担保物比例（上市的各 A 股股票和存托凭证作为信用账户担保物总量占其上市可流通量的比例）为流通市值口径，我们按照两融个股所属指数分布，测算自由流通市值口径的单一股票担保物市值加权平均比例。自由流通市值口径的全市场股票担保物比例为 14%，中证 2000 和其他微盘股达 23%，受两融减仓的冲击更大。

图24：中小市值标的的单一股票担保物比例更高



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据测算截至 2024 年 2 月 6 日

### 2.3、盈利贡献：融资业务为主要利润贡献，融券余额下滑影响小

**融资业务：**44 家上市券商 2023H1 利息净收入和利润贡献占比分别 13%/12%，较 2022 全年占比有所下滑。我们按券商融资业务为 3 倍杠杆且负债利率为 3.5%，测算 2023H1 44 家上市券商融资业务利息净收入约 300 亿元，占调整后营收比重 13%，假设净利率 36%，对应融资业务利润贡献占比 12%。

表11：2023H1 44 家上市券商融资业务利息净收入和利润贡献占比分别 13%/12%

证券简称	2023H1 融资业务利息净收入占比	2022 年融资业务利息净收入占比	2023H1 融资业务利润贡献	2022 融资业务利润贡献
东方财富	12%	12%	6%	7%
广发证券	12%	15%	13%	16%
中信证券	10%	11%	9%	10%
华泰证券	16%	19%	15%	18%
财通证券	9%	15%	11%	17%
国金证券	10%	13%	14%	21%
兴业证券	10%	13%	11%	17%
国联证券	8%	14%	9%	17%
东方证券	5%	6%	7%	9%
44 家上市券商	13%	15%	12%	16%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**融券业务：**5 家头部券商 2023H1 融券业务合计收入和利润贡献占比约 1.4%和 1.6%，预计融券业务受限后收入有所下滑。我们选取融券规模较高的 5 家上市券商分析融

券业务收入和利润贡献。(1) 融券利息收入：根据各家融券余额且按照融券利率 7% 测算利息收入；(2) 融券净利息收入：按照自有融出证券 1 倍杠杆和 3.5% 负债利率，转融通利率为 Wind 统计转融券期限平均利率 3.5%，测算扣除转融券利息支出后的利息净收入。5 家头部券商 2023H1 融券业务净利息收入占调整后营收比重约为 1.4%，其中华泰证券比重较高。(3) 融券利润贡献：我们以 40% 净利率假设，测算 5 家头部券商融券业务利润贡献占比约 1.6%。

**表12：5 家头部券商 2023H1 融券业务合计收入和利润贡献占比约 1.4% 和 1.6%**

单位：亿元	华泰证券	中信证券	中金公司	中信建投	国泰君安
融券余额 (2023H1 末)	172.6	236.1	91.9	57.3	86.9
融券利率			7.00%		
融券利息收入	6.0	8.3	3.2	2.0	3.0
自有融出证券占比	13%	21%	27%	14%	37%
自有融出证券杠杆倍数			1.00		
转融通融入证券占比	87%	79%	73%	86%	63%
转融通利率			3.50%		
融券利息支出	2.8	3.7	1.4	0.9	1.2
融券利息净收入	3.2	4.6	1.8	1.1	1.8
占调整后营收比重	1.9%	1.5%	1.5%	0.9%	1.2%
融券业务净利率			40%		
融券业务利润贡献	1.3	1.8	0.7	0.4	0.7
利润贡献占比	2.0%	1.6%	2.0%	1.0%	1.3%

数据来源：各公司半年报、Wind、开源证券研究所

### 3、股票质押：规模下降明显，场内业务履保比例安全

#### 3.1、业务体量：市值与融资规模下降，场内履保比例相对安全

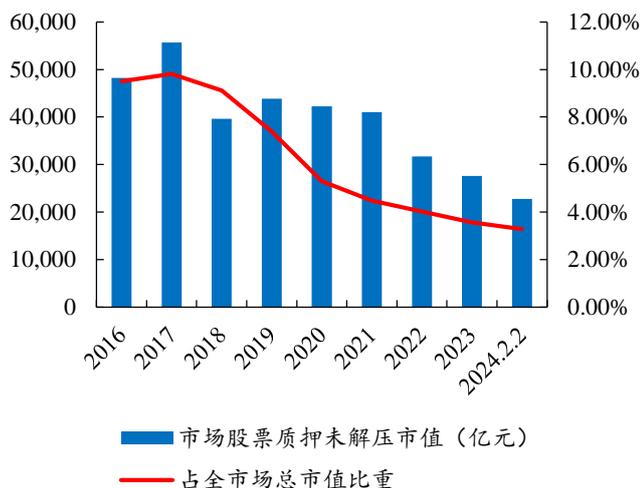
股票质押分为场内质押和场外质押。(1) 场内业务称为“股票质押式回购交易”，质权方主要为券商或券商资管，客户违约后可自行平仓处置标的股票，业务流程标准化且通过交易所；(2) 场外业务质权方主要为银行、信托公司等其他金融机构，在质押标的范围、集中度、质押率等方面更为灵活，客户违约后只能通过司法程序处置股票，业务不经交易所而直接向中国证券登记结算有限公司办理证券质押登记。

**股票质押业务市值和融资规模呈下降趋势。**据证监会答记者问，股票质押业务融资余额从 2018 年高点的 2.7 万亿元下降至 2024 年 2 月的 1.6 万亿元，两市股票质押市值占总市值的比重由 2018 年高峰时的 10.51% 降为 3.38%；根据 Wind 数据测算，已质押股票市值从 2018 年 2 月高点的 5.4 万亿元下降至 2024 年 2 月的 2.3 万亿元。

**场内业务市值占比和融资规模占比大幅下降。**场内业务股票质押市值由 2018 年的 2 万亿元下降至 2024 年 2 月的 0.7 万亿元，场内市值占比由 2018 年的 50% 下降至 2024 年 2 月的 32%。场内融资规模占比由 2018 年的 60% 下降至 2024 年的 22%。

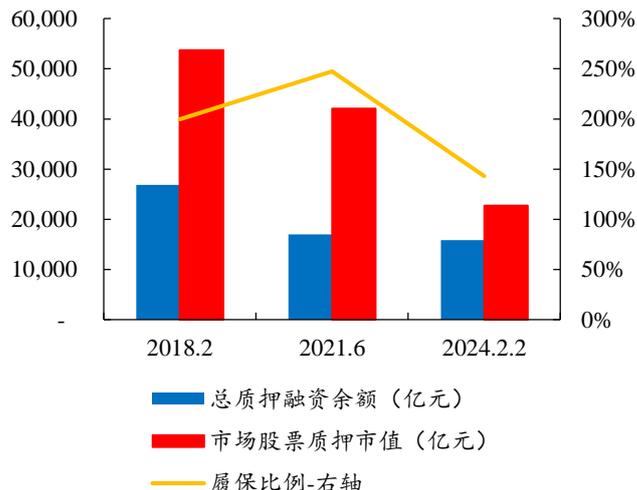
**场内业务履约比例相对安全。**根据证监会披露的股票质押市值和融资规模，2024年2月2日股票质押（场内+场外）履约比例为143%，整体较低主因场外业务影响。场外履约比例参考意义有限，因其股票或作为补充担保品，质押率高于场内；同时，场外业务期限多为3年且客户违约后需要通过司法程序处置股票，随着市值下跌而履约比例下降到较低水平，拖累整体履约比例。根据Wind股票质押样本数据，2024年2月2日场内股票质押业务履约比例207%。

图25：股票质押业务的股票市值以及占比呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

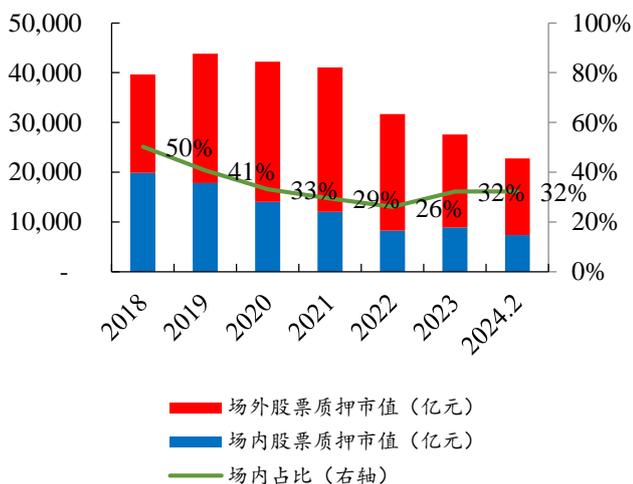
图26：股质融资规模有所下降，整体履约比例有所下降



数据来源：证监会、Wind、开源证券研究所

注：履约比例=市场股票质押市值/质押融资规模

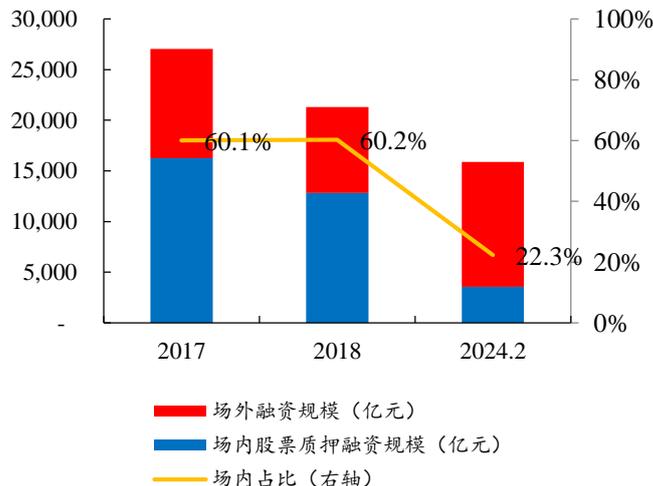
图27：目前场内股票质押市值占比较2018年有所下降



数据来源：中证协、Wind、开源证券研究所

注：2023年和2024年2月为估算值

图28：目前场内股票质押融资规模较2018年有所下降



数据来源：Wind、证监会、中证协、开源证券研究所

注：2017、2018年场外股票质押规模为估算值

**表13：估算 2024 年 2 月场内股质业务履约比例 207%，相对安全**

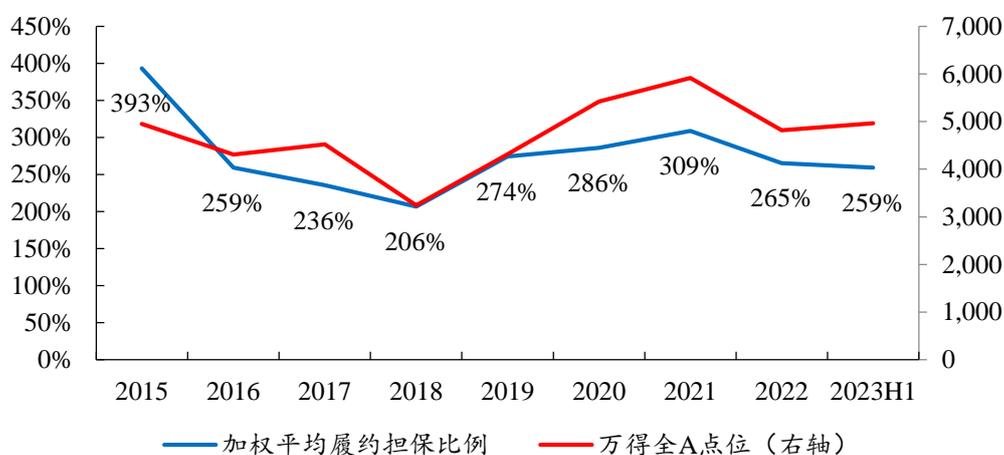
场内业务履约比例	2018/6/26	2019Q1 末	2020/2/2	2023 年 12 月	2024/2/2
场内：两市股票质押市值加权平均履约比例	200%		213%	220%	207%
场内：深交所股票质押回购存量合约加权平均履约比例	223%	300%			
场内：沪市股票质押平均履约保障比例	181%			206%	

数据来源：证监会、沪深交易所、开源证券研究所

注：2023 年 12 月和 2024 年 2 月 2 日两市履约比例数据为估算值

### 3.2、上市券商股质业务风险可控，强平概率较小

上市券商股票质押业务风险可控。2023H1 上市券商股票质押业务加权平均履约比例为 259%，保持较高水平，安全性较好。

**图29：上市券商股票质押场内业务履约担保比安全**


数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

注：上市券商加权平均履约担保比例=各券商履约担保比例\*股票质押式回购金额加权

**强平风险概率较小：**股权质押业务本质是融资业务，股票作为标的。当股票跌破平仓线，多数企业会选择补充质押股票数量，短期难以筹措资金的一般会协商解决，大股东质押的情况下，券商极少采取强平。二级市场减持或司法冻结意味着大股东无力偿还，一旦进入违约处置环节，或对企业信用带来一定影响，进而降低实体企业通过银行等渠道的融资能力，造成信用紧缩，增加企业现金流断裂风险。考虑到监管倡导弹性平仓+大股东减持新规限制，实际强平概率较低。

### 3.3、2018 年复盘：各方投入纾困资金约 5000 亿元，催化板块估值修复

**2018 年中央释放纾困股指风险信号，地方政府和金融机构相应政策投入纾困资金约 5000 亿元。**2018 年 10 月中央领导释放纾困信号，多地政府及银行、证券、保险、公募等金融机构相应政策参与化解股票质押风险。根据沪深交易所数据统计，各主体通过设立纾困基金、资管计划、专项债等方式，投入纾困资金合计约 5000 亿元。

**表14：2018年政府、银行、券商、保险、公募共同参与化解股权质押风险**

主体	时间	主要内容
中央	2018/10/19	副总理刘鹤、银保监会主席郭树清、证监会主席刘士余等高层集体表态，领导释放“积极”信号，有利于稳定市场情绪，提振股市信心。
	2018/10/18	建议部分券商暂不平仓。监管向券商窗口指导，建议谨慎采用平仓措施。
地方政府	2018/10/24	发行纾困专项债券。如深圳市投资控股有限公司发行10亿元纾困专项公司债券。
	2018/10/27	创设多项支持工具。如国务院常务会议决定设立民营企业债券融资支持工具，已选择中债信增运作。
	2018/10/31	牵头发起救助基金。如北京西城区拟发起设立北京新动力优质企业发展基金，目标规模100亿元
	2018/10/22	积极参与支持工具。如建行开展和中债信用增进的对接和合作；部分银行已发行信用缓释工具。
银行	2018/10/27	央行发布《设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展》
	2018/11/15	中国人民银行、财政部和银保监会联合印发《关于在全国银行间债券市场开展地方政府债券柜台业务的通知》(银发〔2018〕283号)，丰富柜台业务债券品种，促进多层次债券市场建设。
	2018/10/17	积极参与政府基金。如北京市海淀区属国资和东兴证券发起设立支持优质科技企业发展基金，总体规模100亿元。
证券公司	2018/10/22	设立专项资管计划。证券业协会组织召开“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”发起人会议，由11家证券公司达成意向出资210亿元(后追加至255亿元)设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划。
	2018/11/22	发行信用保护工具。如国泰君安证券和中信证券当日成为首批信用保护卖方，达成2笔信用保护合约。
	2018/10/25	设立保险资管计划。原银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品
保险公司	2019/1/29	支持保险机构加大股权投资力度，提高股权投资计划和保险私募基金注册效率。《保险资金运用管理办法》(保监会令2018年1号)
	2019/1/30	鼓励保险公司使用长久期账户资金。银保监会发布《鼓励保险资金增持上市公司股票，拓宽专项产品投资范围，维护资本市场稳定》
公募基金	2018/11/2	公募设立资管计划。北京等地证监局向各辖区内证券公司下发《关于支持辖区证券基金经营机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》
	2018/12/3	发起设立银行理财子投资股市。银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，允许银行设立理财子公司并允许理财公募产品直接投资股市。
沪深交易所	2019/1/18	发布《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》，放宽合约3年展期限制，调整借新还旧偿还违约合约的规则适用

资料来源：中国政府网、第一财经、人民网等、开源证券研究所

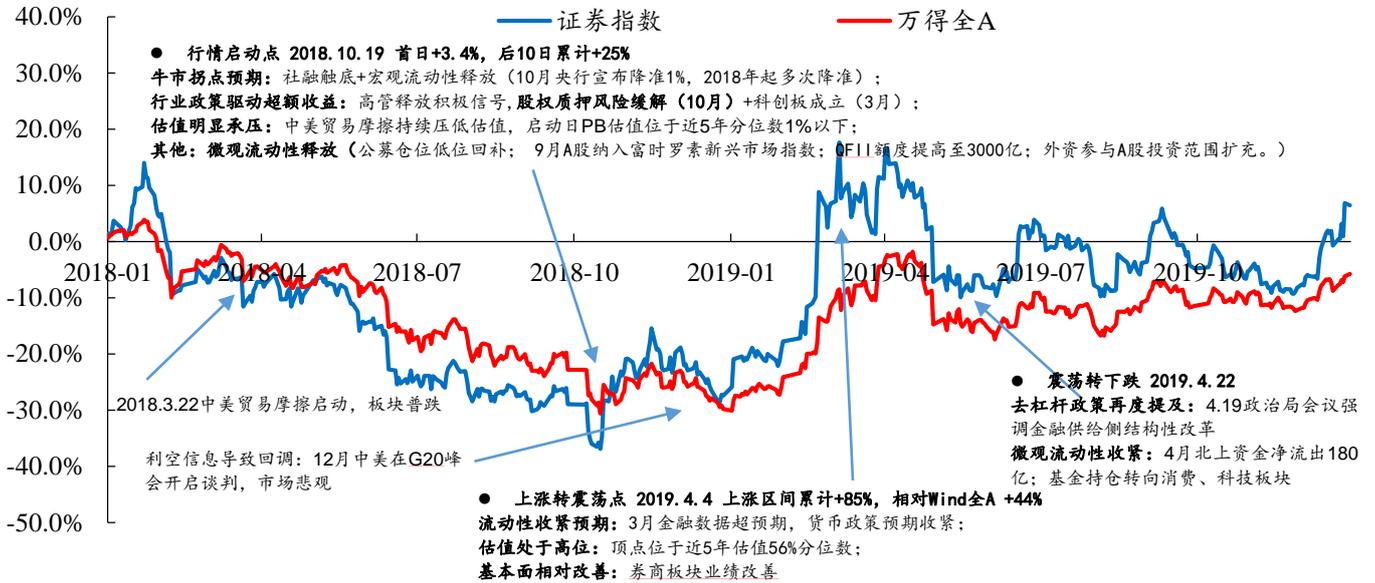
**表15：深交所统计2019年4月末，各类主体投入的纾困资金合计约5000亿元**

参与主体	参与模式	资金规模
地方政府	牵头发起救助基金	宣告规模2900亿元
证券公司	设立专项资管计划	46家证券公司设立支持民营企业发展专项资管计划，出资规模651亿元
	发行信用保护工具	18家证券公司获得开展信用衍生品业务无异议函、通过交易所市场达成信用保护合约规模6亿元，撬动民营企业债务融资规模合计58亿元
保险公司	设立专项产品	9家保险公司设立专项产品，登记目标规模1060亿元
债券发行人	发行专项纾困债	14家债券发行人发行专项纾困债，发行规模173亿元。

资料来源：深交所、开源证券研究所

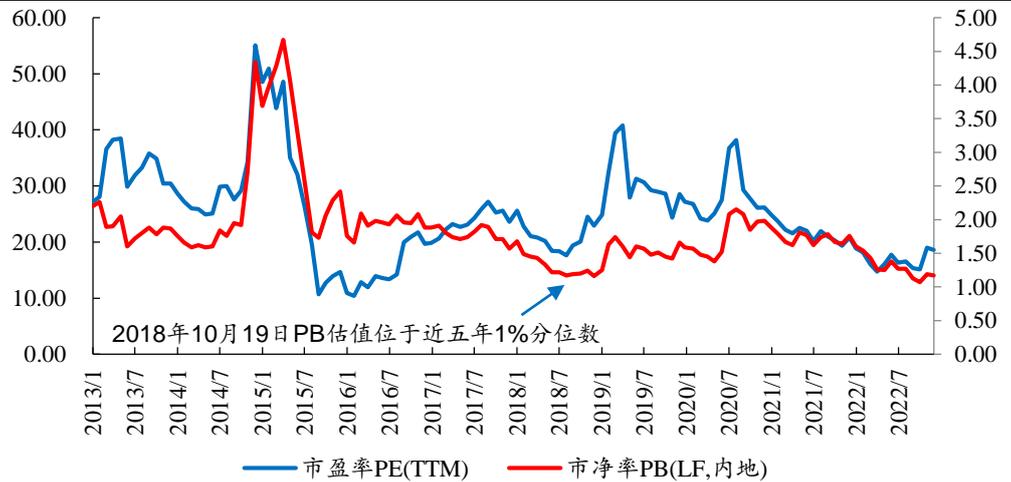
纾困政策催化板块估值修复，上涨阶段券商板块绝对/相对涨幅 85%/44%。2018 年 10 月社融触底+流动性保持充裕，10 月 19 日中央释放纾困股权质押风险信号是行情启动关键。2018.10.19 启动至 2019.4.4 高点，证券指数整体上涨 85%，相对 Wind 全 A 超额收益 44%。

图30：2018 年行情启动于社融触底与流动性释放+中美贸易摩擦下估值承压+股质风险缓解与科创板成立



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2018 年末券商行情启动主要受益于板块估值修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

复盘 2019 年牛市个股表现和轮动情况，小市值+低估值、政策驱动标的、交易高弹性标的的顺应以下选股逻辑：

- (1) 小市值和低估值的新股、次新股先行领涨：天风证券、长城证券、中信建投；
- (2) 受益交易量弹性的金融信息服务商跟涨：同花顺和大智慧在 2019/1/31-2019/4/4 大幅跑赢行业，东方财富全周期表现稳定，涨幅 88%跑赢行业平均水平；
- (3) 受益纾困政策困境反转标的：中国银河、东吴证券、国海证券、南京证券、太平洋等股质收入占比较高的券商反转弹性大；

(4) 科创板政策机遇+低估值标的跟涨, ROE 稳健标的抗跌: 中信建投、中信证券、华泰证券、海通证券。

图32: 2019 年行情小市值+低估值新股和次新股先涨, 政策驱动和金融信息服务商后涨, ROE 稳健标的抗跌

类别	上涨阶段				震荡阶段				下跌阶段											
	2018/10/19-2018/11/19	2018/11/19-2018/12/27	2018/12/27-2019/1/31	2019/1/31-2019/4/4	2019/4/4-2019/4/9	2019/4/9-2019/4/16	2019/4/16-2019/4/22	2019/4/22-2019/4/26	2019/4/26-2019/5/10	2019/5/10-2019/5/31										
涨幅TOP10	天风证券	333.5	中国人保	13.7	华泰证券	139.2	大智慧	236.7	电投产融	10.0	电投产融	53.2	湘财股份	7.8	中信建投	15.0	湘财股份	23.7	大众公用	19.8
	九鼎投资	136.9	友邦保险	-1.4	中信建投	34.7	同花顺	188.9	新华保险	6.7	经纬纺机	13.6	东兴证券	7.2	哈投股份	14.1	九鼎投资	13.7	天风证券	17.4
	长城证券	107.0	中国财险	-4.0	中信建投	31.4	张之杰	155.9	张之杰	5.4	天茂集团	10.1	华创阳安	6.5	东吴证券	8.6	华菱钢铁	11.7	中国人保	13.5
	大众公用	99.0	中国人寿	-4.1	华泰证券	21.8	华创阳安	150.7	豫光股份	4.9	华菱钢铁	7.8	中国太保 (H)	5.9	东北证券	1.2	长江证券	6.9	中信建投	12.6
	哈投股份	86.6	电投产融	-4.5	方正证券	20.0	中信建投	128.4	中国太平	4.6	西南证券	6.9	中国太保	5.3	国泰君安	1.2	兴证国际	0.6	方正证券	10.8
	国海证券	82.9	中金公司	-4.8	中信证券	19.0	哈投股份	112.3	方正证券	4.5	爱建集团	5.5	天茂集团	5.0	长江证券	0.4	亚盛集团	0.6	华创阳安	10.8
	中信建投	66.2	东兴证券	-5.3	海通证券	18.7	国联证券	105.9	越秀金控	4.4	中国平安	5.5	中国财险 (H)	4.8	中核资本	0.3	指南针	0.0	长城证券	8.1
	钱江水利	62.9	招商证券	-6.5	中国人寿	17.9	华泰证券	96.2	同花顺	3.9	五矿资本	4.6	越秀金控	4.3	友邦保险	0.3	友邦保险	-2.4	同花顺	7.5
	国投资本	61.3	国泰君安	-7.3	中国银河	16.4	中国银河	94.4	中山公用	3.4	中国太保	4.3	中信建投	4.2	中国人寿	0.0	中国平安	-2.4	四川双马	7.3
	南京证券	60.9	国泰君安	-7.3	海通证券	16.3	财通证券	93.7	东兴证券	3.2	中海资本	3.8	中国平安	4.0	国泰君安国际	0.0	中国平安	-3.6	中国太保	7.2
证券指数	34.1		-13.0	10.0	49.7		-2.2		-2.6		-0.1		-3.4				-9.9		0.5	
涨幅BOTTOMS	新华保险 (H)	-0.4	东方证券	-22.2	钱江水利	-15.0	中国信达	12.0	中航产融	-5.5	大智慧	-9.1	国联证券 (H)	-4.2	同花顺	-11.5	天风证券	-16.2	海通证券 (H)	-9.0
	中国人寿 (H)	-0.6	ST安信	-22.5	大众公用	-17.8	国泰君安	10.9	钱江水利	-5.5	国联证券 (H)	-9.6	华泰股份	-4.4	中万安源	-11.8	ST安信	-16.8	张之杰	-9.2
	中国人民保险集团 (H)	-6.9	哈投股份	-25.8	九鼎投资	-21.4	广发证券	6.9	浙商证券	-6.0	国联金控	-10.2	大智慧	-4.4	华林证券	-12.9	哈投股份	-17.4	国泰君安国际 (H)	-10.5
	中国财险 (H)	-8.1	经纬纺机	-28.2	中天金融	-34.9	中国人民保险集团	5.9	大智慧	-6.5	华创阳安	-12.8	爱建集团	-5.6	ST安信	-13.0	中信建投	-19.2	国泰君安 (H)	-10.7
经纬纺机	-20.1	钱江水利	-29.0	兴证国际	-39.1	兴证国际	2.8	哈投股份	-8.7	同花顺	-17.3	中海资本	-6.0	电投产融	-23.0	大智慧	-33.1	湘财股份	-22.8	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 本图表数据取自 106 只非银标的涨幅表现轮动情况

图33: 2019 年行情新股及次新股、交易量弹性的金融信息服务商、政策受益 (股权质押)+低估值标的领跑

特征	代码	简称	上涨区间涨跌幅	上涨区间相对涨幅	全周期涨跌幅	自由流通市值 (亿元)	PB	PB分位数 (启)	PB分位数 (板)	股息业务收入占	2018年ROE	2019Q1年化ROE	
次新股	601162.SH	天风证券	514%	285%	416%	13	1.2	0.0%	91.8%	9%	2.6%	4.2%	
新股	002945.SZ	华林证券	314%	155%	226%	14	3.5	0.0%	57.8%	3%	8.8%	8.1%	
次新股+投行优势	601066.SH	中信建投	304%	263%	260%	27	1.2	1.6%	94.7%	8%	6.8%	12.3%	
互联网券商	300033.SZ	同花顺	290%	250%	177%	59	6.2	0.8%	99.6%		20.2%	12.3%	
互联网券商	601519.SH	大智慧	248%	208%	107%	24	4.9	0.5%	97.9%		7.7%	-1.9%	
次新股+业绩改善	002939.SZ	长城证券	142%	34%	107%	28	1.9	0.0%	78.9%	3%	4.0%	7.0%	
低估值+股票质押改善	601881.SH	中国银河	140%	99%	71%	75	1.0	0.8%	88.8%	24%	4.4%	9.2%	
	601555.SH	东吴证券	139%	98%	95%	115	0.8	0.7%	83.6%	18%	1.8%	11.9%	
	000750.SZ	国海证券	121%	81%	74%	81	0.9	0.7%	89.8%	23%	0.5%	7.3%	
低估值+小市值+业绩反转	601990.SH	南京证券	119%	78%	71%	19	1.8	1.5%	98.7%	11%	2.3%	7.9%	
	601099.SH	太平洋	116%	75%	76%	120	1.2	0.7%	87.8%	117%	-12.0%	13.8%	
	601878.SH	浙商证券	114%	73%	54%	72	1.5	0.6%	66.7%	9%	5.4%	7.8%	
低估值+股票质押改善	000686.SZ	东北证券	114%	73%	68%	71	0.8	0.7%	89.9%	6%	2.0%	14.9%	
	601108.SH	财通证券	110%	69%	55%	25	1.3	0.6%	77.4%	7%	4.1%	7.9%	
	002736.SZ	国信证券	107%	67%	76%	140	1.2	0.1%	70.3%	21%	6.7%	14.1%	
低估值	600109.SH	国金证券	107%	67%	57%	131	1.0	0.7%	73.3%	6%	5.3%	8.1%	
低估值+股票质押改善	600837.SH	海通证券	106%	65%	58%	623	0.8	0.8%	89.2%	18%	4.4%	12.5%	
低估值+小市值+业绩反转	002500.SZ	山西证券	104%	64%	63%	75	1.2	0.4%	76.4%	2%	1.8%	8.3%	
	000728.SZ	国元证券	104%	64%	65%	106	0.8	0.5%	68.1%	21%	2.7%	6.8%	
	601377.SH	兴业证券	102%	61%	58%	188	0.8	0.7%	82.3%	22%	0.4%	12.0%	
	000783.SZ	长江证券	100%	59%	73%	168	0.9	0.5%	68.1%	18%	1.0%	11.4%	
	600369.SH	西南证券	98%	58%	59%	81	0.9	0.7%	82.1%	3%	1.2%	8.8%	
	002797.SZ	第一创业	94%	53%	48%	82	1.7	0.2%	57.8%	9%	1.4%	13.0%	
	601375.SH	中原证券	90%	49%	49%	42	1.3	0.1%	64.2%	14%	0.7%	7.3%	
	600909.SH	华安证券	89%	48%	48%	78	1.3	0.3%	66.6%	16%	4.5%	15.0%	
	互联网券商	300059.SZ	东方财富	88%	47%	39%	418	4.3	13.7%	96.3%	7%	6.3%	9.1%
	低估值+ROE稳定	600030.SH	中信证券	75%	35%	36%	1,202	1.2	0.8%	99.6%	9%	6.2%	11.0%
低估值+ROE稳定	601688.SH	华泰证券	73%	32%	36%	474	1.3	1.5%	96.3%	15%	5.3%	10.6%	
低估值+业绩改善	600958.SH	东方证券	64%	23%	32%	271	1.1	5.8%	58.6%	16%	2.4%	9.6%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、投资建议

3月15日证监会政策组合拳有助于增强市场内在稳定性, 提振市场信心, 政策引导券商向功能型、集约型、专业化、特色化发展。券商资本中介业务风险可控, 自身资产质量安全, 规模或回落而资金使用效率有望提高。行业供给侧改革背景下, 头部券商优势地位进一步巩固, 行业集中度加速提升, 中小券商差异化进一步突出, 关注行业结构性机会。我们看好(1)受益于行业集中度提升的头部综合性券商;(2)区域特色券商或具有并购主题类标的, 推荐国联证券、财通证券, 受益标的中国银河、浙商证券;(3)受益于市场交易量提升的互联网券商, 推荐指南针、东方财富、同花顺。

**表16: 受益标的估值表**

证券代码	证券简称	股票价格 (元)		EPS (元)			P/E		评级
		2024/3/28	2022	2023E	2024E	2022A	2023E		
300059.SZ	东方财富	12.88	0.64	0.52	0.58	20.13	24.77	买入	
300803.SZ	指南针	43.76	0.83	0.18	0.69	52.72	243.11	买入	
300033.SZ	同花顺	134.82	3.15	2.61	3.16	42.80	51.66	买入	
601108.SH	财通证券	7.38	0.34	0.45	0.61	21.71	16.40	买入	
601456.SH	国联证券	11.28	0.27	0.24	0.28	41.78	47.00	买入	
601881.SH	中国银河	11.82	0.77	0.72	0.94	15.35	16.42	未评级	
601878.SH	浙商证券	11.30	0.43	0.44	0.52	26.28	25.46	未评级	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述中国银河、浙商证券、指南针 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期, 其余预测来自开源证券研究所, 蓝色字体为披露值。

## 5、风险提示

- 市场大幅波动、流动性风险、客户集中度风险对券商资本中介业务的收益与风险带来不确定性影响。
- 监管政策变化对券商资本中介业务展业有一定不确定性。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn