

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

券商板块 2024 年 3 月回顾及 4 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 04 月 24 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 2 月回顾及 3 月前瞻》 2024-03-25

《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

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 3 月行情回顾：**3 月券商指数再度明显转弱。中信二级行业指数证券 II 全月下跌 6.14%，跑输沪深 300 指数 6.75 个百分点。3 月券商板块再度呈现全面下跌，且个股的跌幅普遍较为明显，板块平均 P/B 的震荡区间为 1.268-1.348 倍。
- **影响上市券商 2024 年 3 月月度经营业绩的核心要素：**
 - (1) 权益横向盘整、固收高位震荡，固收自营的下滑将抑制整体投资收益回升的空间。
 - (2) 日均成交量重返万亿大关，交易日环比增多，经纪业务景气度大幅回升。
 - (3) 两融余额企稳回升，对上市券商单月经营业绩的边际贡献由负转正。
 - (4) 投行业务总量环比实现较为有力度的增长。
- **投资建议：**
 - (1) 进入 4 月以来，上旬各权益类指数同步出现回落调整，中旬后分化进一步加剧；固定收益类指数再度回归单边上涨趋势，截至目前月度涨幅较为明显。整体看，上市券商自营业务有望在固收自营快速回归高景气状态的带动下，保持较为良好的单月业绩展望，但权益类自营业务的波动将抑制整体投资收益进一步回升的空间。
 - (2) 前期活跃的科技、新质生产力等方向逐步陷入调整，市场交投活跃度出现较为明显的下降，全市场日均成交量明显下滑，行业经纪业务景气度将出现回落。
 - (3) 截至目前全市场两融余额虽有下滑，但下滑的幅度不足 1%，预计两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由正转负，但幅度有限。
 - (4) 受股权、债权融资规模环比均出现较大幅度下滑的影响，预计行业投行业务总量将再度进入下降趋势。
 - (5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 4 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩较难实现持续性的明显改善。
 - (6) 4 月券商指数上旬持续震荡回落，并一度逼近 2 月初的年内低点，虽然中旬以来企稳小幅反弹，但整体表现较为弱势，板块平均 P/B 再度回落至 1.20 倍下方。中短期内，证监会将以“1+N”政策体系系统化推进落实资本市场新“国九条”提出的各项政策举措，资本市场高质量发展将为证券行业营造良好的外部经营环境。在此过程中，券商板块有望反复活跃，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.资本市场改革的政策效果不及预期

1. 2024 年 3 月券商板块行情回顾

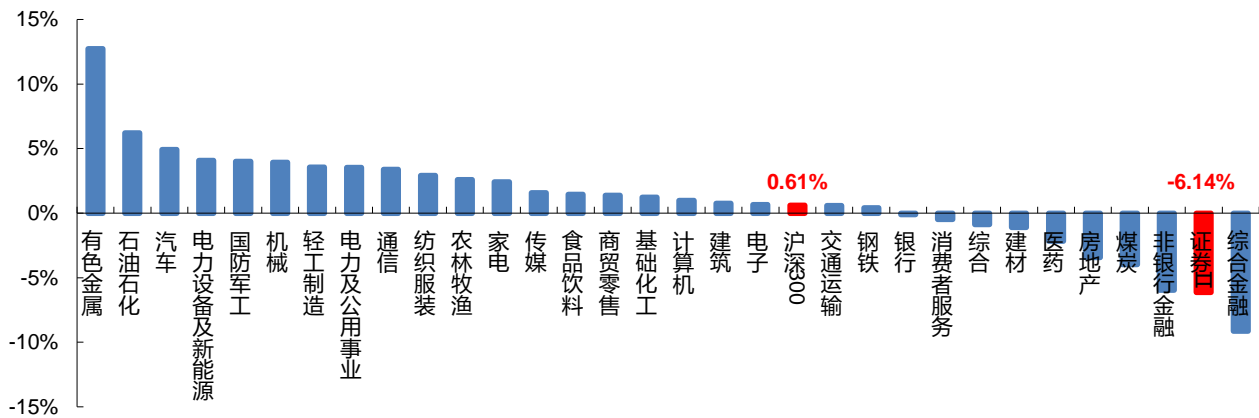
1.1. 3 月券商指数再度明显转弱

2024 年 3 月券商指数上中旬由震荡反弹转为横向区间震荡，临近下旬一度尝试向上扩展反弹空间，但并未创出反弹新高；进入下旬，券商指数跌破上中旬构筑的短期震荡区间，同时出现幅度较大的日线下跳空缺口，全月收出中阴线并几乎反包 2 月反弹的阳线实体，短线走势再度明显转弱。

中信二级行业指数证券 II 全月下跌 6.14%，跑输沪深 300 指数 6.75 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 29 位，环比下降 12 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 8.44%，环比明显收窄；全月共成交 4970.53 亿元，环比-0.37%。

图 1：2024 年 3 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 -6.14%



资料来源：Wind、中原证券

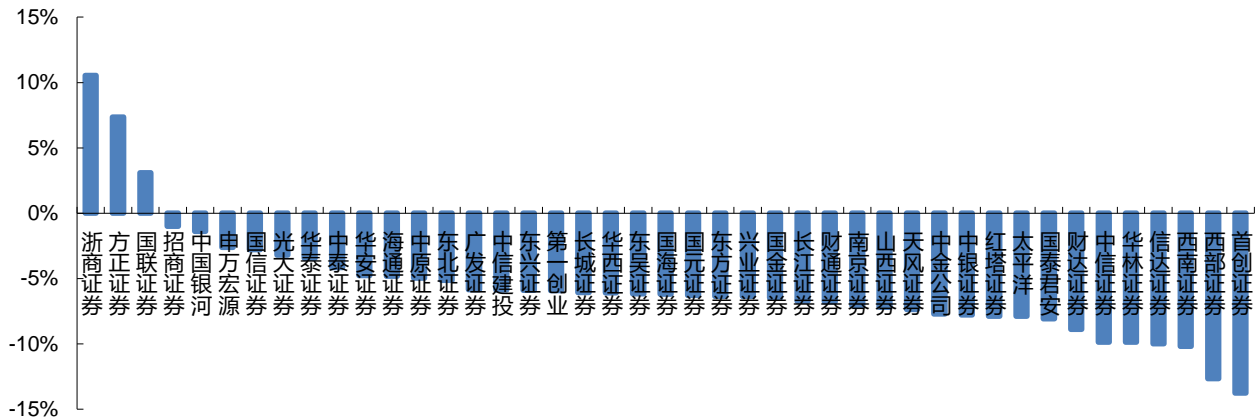
1.2. 3 月券商板块再度呈现全面下跌

2024 年 3 月，43 家单一证券业务上市券商仅 3 家实现上涨，环比-40 家。其中，实现上涨的分别为浙商证券 (10.55%)、方正证券 (7.35%)、国联证券 (3.10%)；跌幅前 10 位分别为首创证券 (-13.75%)、西部证券 (-12.67%)、西南证券 (-10.19%)、信达证券 (-9.98%)、华林证券 (-9.87%)、中信证券 (-9.86%)、财达证券 (-8.89%)、国泰君安 (-8.08%)、太平洋 (-7.87%)、红塔证券 (-7.87%)。3 月共 20 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，环比-4 家，占比 46.51%。

3 月券商板块再度呈现全面下跌，且个股的跌幅普遍较为明显。其中，头部券商表现明显分化，部分个股在券商指数出现较大幅度回落时再度呈现出较强的抗跌性，但以中信证券为代表的个别龙头券商处于板块跌幅的前列，拖累了券商指数的整体表现；中小及弹性券商的月度表现环比快速转弱，且呈现显著的分化现象，个股分列板块涨跌幅的两端，超半数个股跑输券

商指数。3月券商板块结构性行情的范围明显收窄、力度明显转弱。

图 2：2024 年 3 月券商板块个股涨跌幅

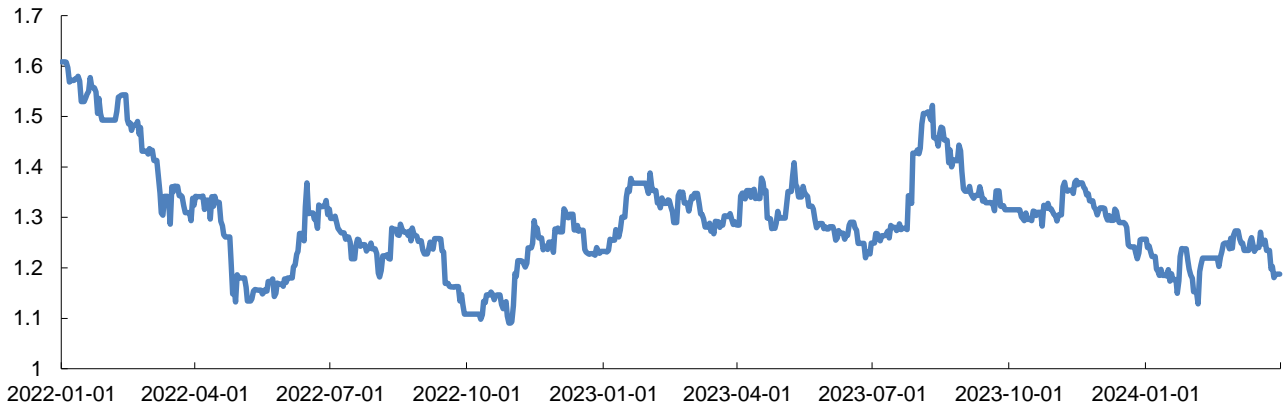


资料来源：Wind、中原证券

1.3. 2024 年 3 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.268-1.348 倍

2024 年 3 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.348 倍，最低为 1.268 倍，P/B 震荡区间的上限及下限环比同步走高。截至 2024 年 3 月 29 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.286 倍。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 3 月券商板块平均 P/B



资料来源：Wind、中原证券

2. 影响 2024 年 3 月上市券商月度经营业绩的核心要素

2.1. 权益横向盘整、固收高位震荡

2024 年 3 月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。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数上中旬陆续创出本轮反弹新高，但创新高的幅度明显收窄，下旬同步呈现小幅回落，整体已由 2 月的快速反弹转为横向震荡盘整，指数的波动明显收窄；代表赛道类成长风格的创业板成分指数由于前期跌

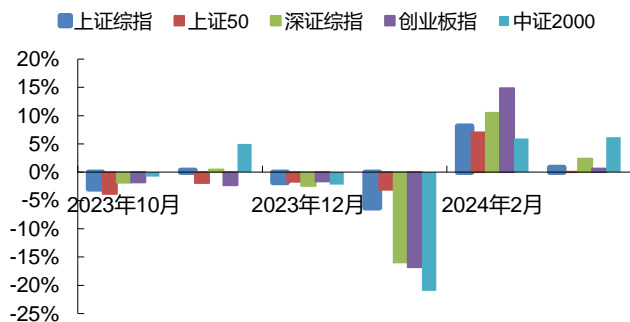
幅较深，上中旬进一步向上修复的动力相对价值类指数更强，但下旬回落的力度也较强，全月呈现冲高回落；代表小微市值风格的中证 2000 指数在经历 2 月初的大幅补跌后，全月反弹的力度最强，短线格局由弱再度明显转强，整体弹性明显强于其他权益类指数。

具体指数涨跌幅为：上证指数上涨 0.86%、深证综指上涨 2.38%、上证 50 指数上涨 0.07%、沪深 300 指数上涨 0.61%、创业板指上涨 0.62%、中证 500 指数下跌 1.13%、中证 2000 指数上涨 6.21%。上市券商权益类自营业务中，得益于 3 月小微市值风格再度阶段性跑赢市场，以市场中性策略为代表的量化投资表现预期较为乐观，并有望收复部分年内亏损；方向业务方面，虽然权益市场环境明显改善，但以上证 50、沪深 300 为代表的机构风格方向并未延续前期的快速反弹而转为横盘震荡，结构性机会把握的难度依然偏大。预计 3 月上市券商权益类自营业务环比将实现改善，方向敞口以及机会把握能力的差异将造成上市券商经营业绩的分化。

3 月十年期国债期货指数月初继续冲高，并续创历史新高，随后出现回落并进入横向盘整，全月在历史高位附近呈现震荡，全月收涨 0.02%；中证全债（净）指数同步创历史新高并出现窄幅横向震荡，全月微幅回落 0.03%。3 月固定收益类指数由连续大幅上涨转为高位震荡，固收市场经营环境明显降温，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。

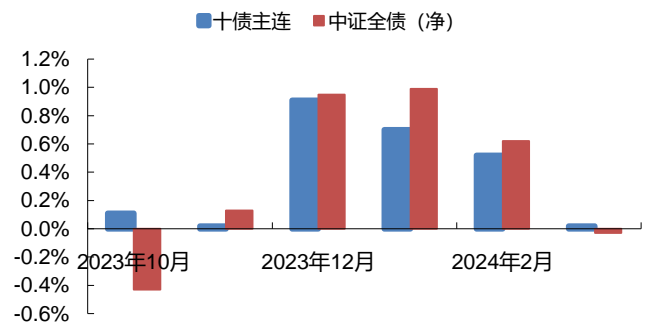
整体看，2024 年 3 月权益横向盘整、固收高位震荡，上市券商自营业务将由前期的高波动转为相对平稳，权益自营的经营成果是核心变量，固收自营的下滑将抑制整体投资收益回升的空间。

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

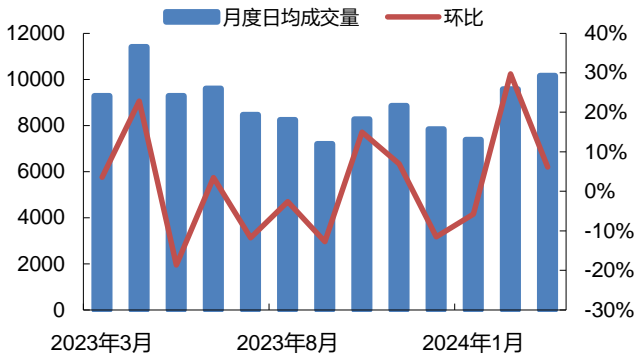
2.2. 经纪业务景气度大幅回升

2024 年 3 月全市场日均股票成交量为 10159 亿元，环比+6.13%，同比+9.50%；月度股票成交总量为 21.33 万亿元，环比+48.59%，同比-0.03%。

3 月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

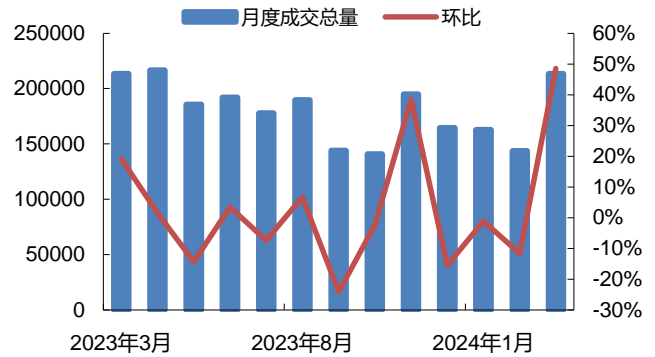
暖，全市场日均成交量在时隔 10 个月后重返万亿大关，叠加交易日环比增多，行业经纪业务景气度大幅回升至去年 4 月以来的最高位。

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

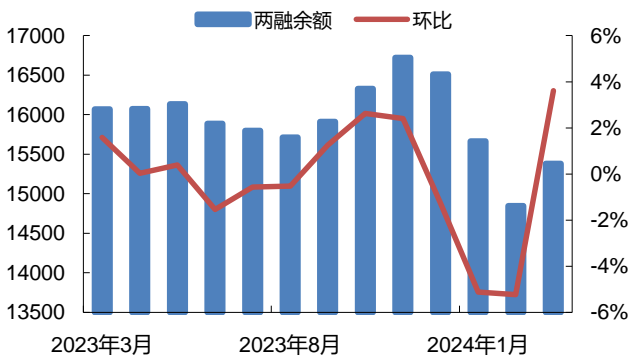
2.3. 两融余额企稳回升

截至 2024 年 3 月 29 日，全市场两融余额为 15379 亿元，环比+3.60%，在连续三个月下滑后企稳回升，回升的幅度达到近 12 个月来最高；同比-4.28%。

截至 3 月底，2024 年两融月均余额为 15296 亿，较 2023 年两融月均余额的 16025 亿元-4.55%，降幅环比微幅收窄。

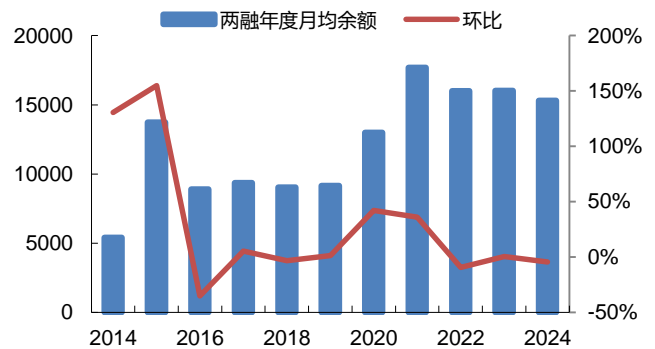
3 月在市场情绪实现持续且较为明显的修复后，两融余额也出现明显回升，两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献由负转正。

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. 投行业务总量实现较为有力度的增长

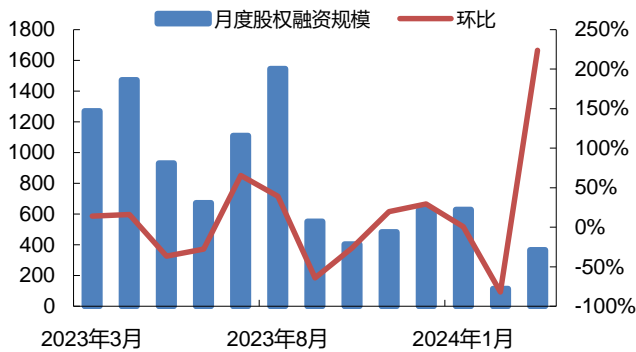
股权融资方面，2024 年 3 月股权融资规模为 365.61 亿元，环比+223.84%；同比-

71.21%。

债权融资方面，2024年3月行业各类债券承销金额为12284亿元（按发行日），环比+73.55%；同比-14.20%。

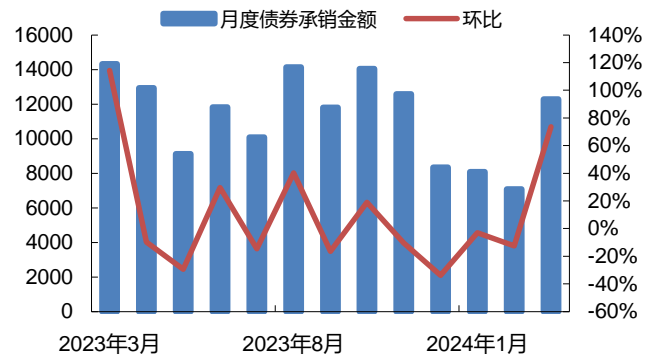
2024年3月虽然IPO规模维持低位，但在市场环境改善后再融资规模明显放量，行业股权融资规模环比出现较为显著的回升。在股权、债权融资规模环比均出现较大幅度回升的带动下，3月行业投行业务总量环比实现较为有力度的增长。

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 4 月以来，上旬各权益类指数同步出现回落调整，中旬后分化进一步加剧。截至目前，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数依然维持横向震荡盘整，特别是上证 50 指数下半月再度走强并一度创 2 月修复反弹以来新高，在各权益类指数中走势最为强势；代表赛道类成长风格的创业板成分指数月初冲高后持续震荡回落，短线走势明显转弱，但绝对跌幅尚在良性调整的范围之内；代表小微市值风格的中证 2000 指数短线格局由强再度转弱，月中调整幅度一度明显扩大，至今领跌各权益类指数，保持较强的指数弹性。4 月以来固定收益类指数在短暂高位震荡后，再度回归单边上涨趋势，截至目前月度涨幅较为明显。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受小微市值个股再度明显走弱的影响，预计将再度承压，年内亏损幅度恐将再度扩大；以高股息为代表的机构风格板块阶段性跑赢市场基准基数，为权益自营方向业务的开展创造了良好的外部环境，但高股息板块内部结构性分化同样较为明显，对选股及择时能力要求较高。预计上市券商权益类自营业务将出现一定程度的波动，方向业务开展的成果将导致上市券商自营业务出现明显分化。固定收益类自营业务的经营环境再度明显升温，预计上市券商将实现较为良好的投资收益。整体看，4 月上市券商自营业务有望在固收自营快速回归高景气状态的带动下，保持较为良好的单月业绩展望，但权益类自营业务的波动将抑制整体投资收益进一步回升的空间。

(2) 虽然以高股息为代表的价值类板块在一定程度上维持了市场的热度，但前期活跃的科

技、新质生产力等方向逐步陷入调整，且月中调整的幅度一度明显扩大。受此影响，市场交投活跃度出现较为明显的下降，全市场日均成交量明显下滑，预计4月行业经纪业务景气度将出现回落，但总量有望维持在近12个月来的中高位水平。

(3) 高股息等价值类板块保持强势有利于融资余额的稳定，中小市值个股一度波动扩大并未对两融余额产生实质影响。截至目前，全市场两融余额虽有下滑，但下滑的幅度不足1%，预计4月两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由正转负，但幅度有限。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，两融月均余额仍将持续回落状态。

(4) 截至目前IPO规模进一步下滑，再融资规模明显萎缩，预计4月行业股权融资规模环比将再度回落至较低水平；截至目前行业各类债券承销金额环比同步出现较大幅度回落。受股权、债权融资规模环比均出现较大幅度下滑的影响，预计4月行业投行业务总量将再度进入下降趋势。

(5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计2024年4月上市券商母公司口径单月整体经营业绩较难实现持续性的明显改善。

(6) 4月券商指数上月持续震荡回落，并一度逼近2月初的年内低点，虽然中旬以来企稳小幅反弹，但整体表现较为弱势，板块平均P/B再度回落至1.20倍下方。4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，从融资端、投资端同时入手，针对去年8月以来股市波动暴露出来的制度机制、监管执法等方面的突出问题，及时补短板、强弱项，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。中短期内，证监会将以“1+N”政策体系系统化推进落实资本市场新“国九条”提出的各项政策举措，资本市场高质量发展将为证券行业营造良好的外部经营环境。在此过程中，券商板块有望反复活跃，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.资本市场改革的政策效果不及预期。

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。