

证券行业2024中期策略

—— 除旧布新，蓄势待发

证券分析师：舒思勤 S1130524040001

证券分析师：胡江 S1130524040004

2024/7/12

- ◆ **政策面：**① “新国九条”直面资本市场长期弊端，以高质量发展为改革主线，落脚在提升上市公司投资价值。新一轮改革更加重视资本市场的投资侧，包括提高上市公司的可投性（加强准入监管、持续监管和退市监管），提升交易机制公平性、推动中长期资金入市等举措，我们认为将从根本性上重塑资本市场生态，有助于长期夯实证券业发展基石。②短期强监管带来的投行业务收缩，市场风险偏好下降压制券商估值，但从政策落地节奏看，后续大力推动中长期资金入市等政策仍值得期待，将利好券商估值和业绩回升。
- ◆ **业务复盘与展望：**①财富管理：基金费改已完成2/3，短期压力仍存，投资端改革下一步重点关注引入中长期资金入市政策落地，机构化趋势将利好财富管理业务，买方投顾、券结业务、ETF是财富管理业务主要抓手；②投行：受强监管影响，24H1A股IPO金额同比-85%，再融资同比-69%。未来科技金融将是投行业务主要投入方向，有望持续为券商创造PE+投行业务契机。③资金业务：杠杆率整体趋于平稳，边际变化主要体现在投资增配固收和其他权益工具投资（高股息+低波动策略）。
- ◆ **投资主线及建议：**
 - ✓ ①支持“科技创新”政策下，受益“科八条”、创投新政催化，券商直投、科创板跟投和并购业务具备竞争优势，有望得到改善的标的华泰证券、中信证券、中金公司。
 - ✓ ②证监会“3.15”新政、“新国九条”明确支持头部机构通过并购重组做优做强，建议关注存在并购预期的国泰君安、中国银河。
 - ✓ ③由于低基数和涉及股利分配等原因，24H2投资对业绩的弹性可能超预期，可关注低基数下投资业绩弹性较大的上市券商，如红塔证券、兴业证券。

01 24H1行情与基本面回顾

02 业务复盘与展望

03 三大投资主线

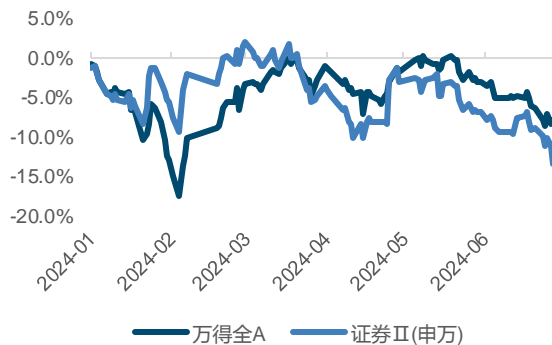
04 盈利预测与投资建议

05 风险提示

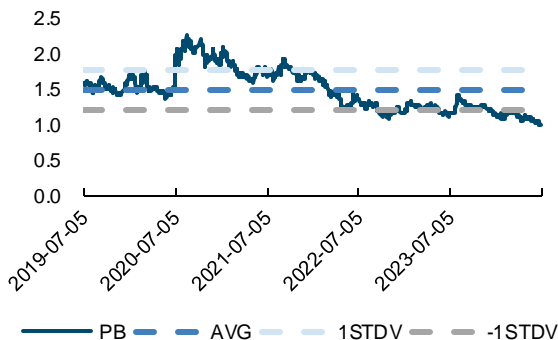
1 行情与基本 基本面回顾

◆ **强监管+弱行情双重影响下，板块估值显著承压。**截至6月30日，申万券商指数年内涨幅-13.4%，超额收益-5.4%。券商板块整体表现较弱，我们认为主要受今年强监管、弱市场行情两方面的压制，券商估值显著承压，板块整体破净。个股方面，股价普遍回调，具备固收业务特色、并购预期的个别标的表现相对较好。

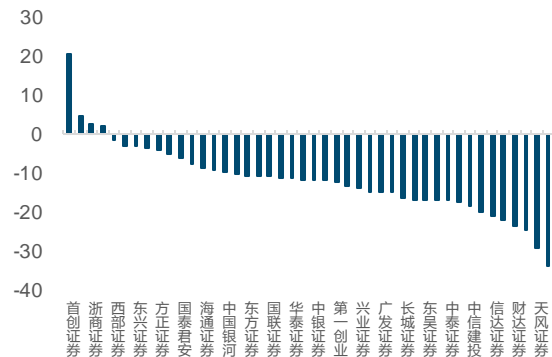
图：24H1证券行业指数收益走势



图：券商板块估值 (PB) 走势



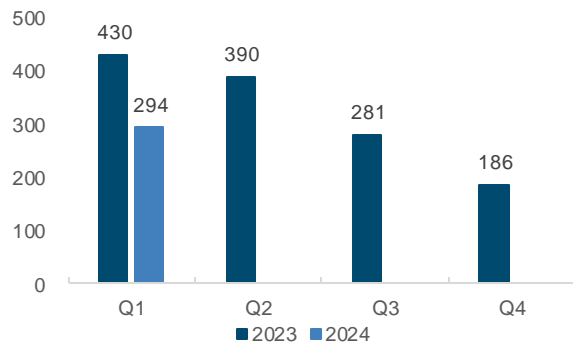
图：24H1上市券商股价涨幅



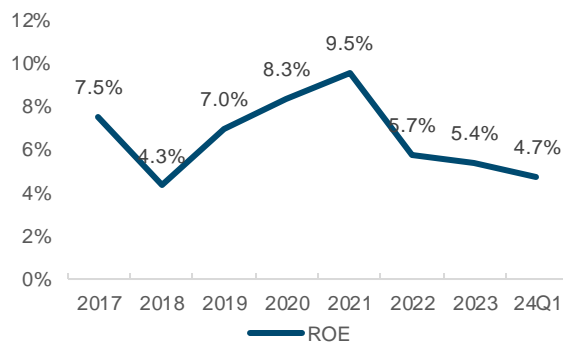
业绩回顾：投行、投资下滑幅度较大，拖累24Q1业绩

◆ **强监管+投资高基数，24Q1业绩遇挫。** IPO强监管和投资业绩高基数拖累券商板块24Q1业绩，24Q1合计实现营收/归母净利润分别为1058/294亿元，同比分别-22%/-32%。板块整体ROE（年化）4.7%，较上年同期下降2.6pct。投行、投资业绩下滑明显，资管展现一定韧性，具体看，经纪/投行/资管/信用/投资收入增速分别为-9.7%/-35.9%/-3.2%/-35.7%/-32.6%。

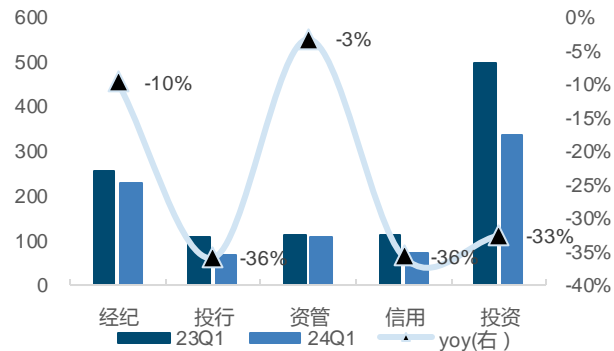
图：券商板块季度业绩表现（单位：亿元）



图：券商板块历年roe



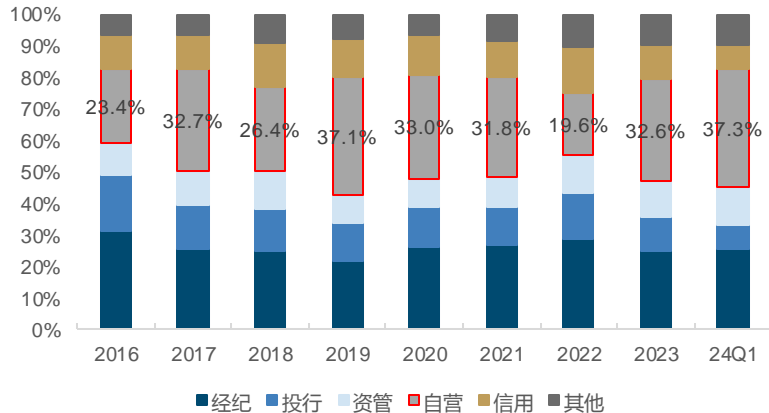
图：23Q1VS24Q1各业务表现（单位：亿元）



业绩回顾：固收业务具备优势的上市券商胜出

- ◆ **投资业务是业绩胜负手。** 尽管24Q1投资收入同比下降33%，但投资收入占上市券商营收比重由去年的32%提升至24Q1的37%，成为影响各家券商业绩强弱的关键。
- ◆ **24Q1债券投资弹性上具备优势的上市券商胜出。** 如中原证券21-23年在“非权益自营规模/自营规模”这一指标上平均值高达98%，方正证券23年末“卖出回购金融资产款/投资规模”指标在所有上市券商中排名第一，首创证券23年投资收入/营收收入比重达到60%。24Q1债市向好，中债总财富指数单季上涨2.05%，收益率较上年同期提升1.37pct，三家券商在固收资产配置规模和收入弹性上具备较大竞争优势，23Q1归母净利润同比分别+85.5%/+41.1%/+25.2%。

图：上市券商业务结构变化



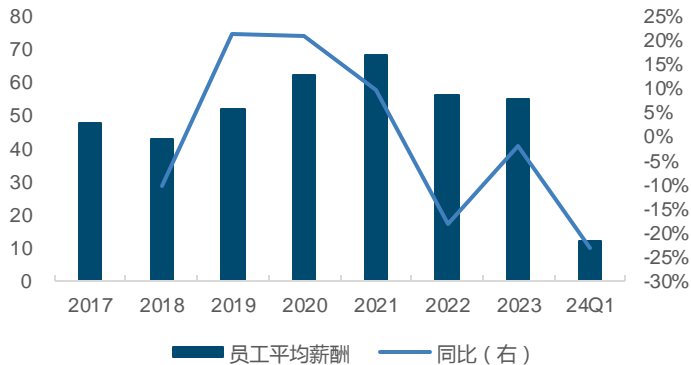
表：24Q1业绩正增上市券商业绩表现 (单位：亿元)

上市券商	23Q1	24Q1	同比↓
中原证券	0.7	1.3	85.5%
东兴证券	2.2	3.6	64.3%
方正证券	5.6	7.8	41.1%
首创证券	1.8	2.2	25.2%
南京证券	2.2	2.6	21.2%
西南证券	2.3	2.3	1.8%
第一创业	1.4	1.4	1.6%

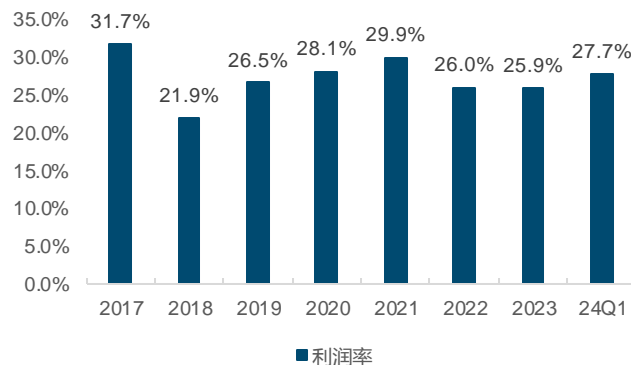
业绩回顾：人力成本显著压降，利润率稳中有升

- ◆ **行业从业人员数量增速放缓，平均薪酬显著下降。**截至23年末，上市券商合计员工数量30.3万人，同比+2.1%，行业增员情况较22年进一步放缓。2023/24Q1上市券商合计管理费用分别2456/534亿元，同比+4.4%/-13.4%，其中员工薪酬2023/24Q1分别为1636/356亿元，同比+2.2%/-21.8%。上市券商员工平均薪酬自22年以来显著压降，2023/24Q1分别为54.5/11.7万元，同比分别-2.1%/-23.4%。
- ◆ **降本增效初显，利润率稳中有升。**2022年发布的《证券公司建立稳健薪酬制度指引》要求券商健全薪酬激励约束机制，2022年以来尽管证券业面临的经营环境不佳，上市券商整体利润率却稳中有升，24Q1业绩下滑背景下，券商板块利润率不降反升，由2023年的25.9%升至24Q1的27.7%。

图：上市券商平均员工薪酬及增速（单位：万元）



图：券商板块利润率走势

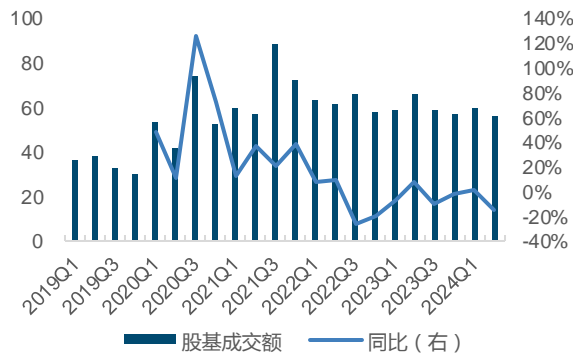


2 业务复盘 与展望

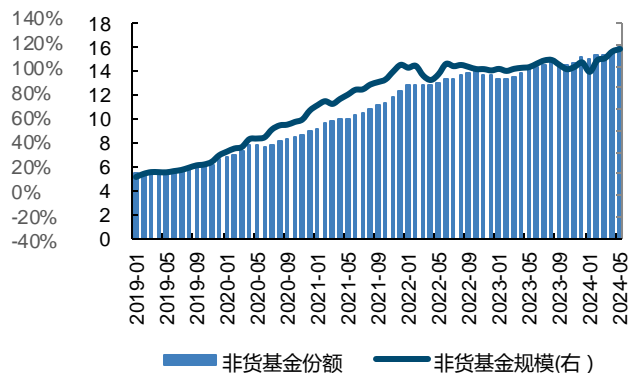
财富管理：基金费改已完成2/3，短期压力仍存

- ◆ 财富管理业务=交易端（证券经纪+交易单元席位租赁）+产品端（大资管业务）+渠道端（代销金融产品业务），24Q1上市券商合计财富管理业务收入同比-7.7%。
- ◆ 财富管理业务短期在交易端（佣金率）、产品端（管理费率）、渠道端（尾佣分成、销售费率）均面临较大的公基费率改革压力。根据2023年7月7日发布的《公募基金行业费率改革工作方案》公募基金费率改革将分为三大阶段：1、降低主动权益类基金管理和托管费率水平（已完成）。2、降低公募基金证券交易佣金费率（已落地）。3、规范公募基金销售环节收费（进行中）。

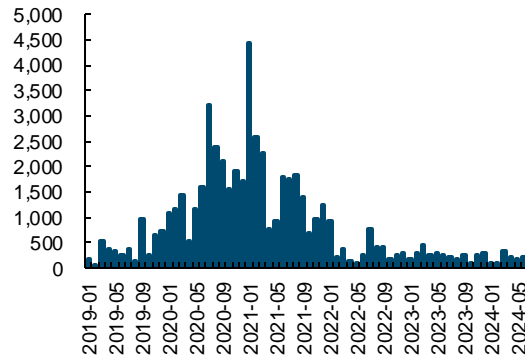
图：A股股基成交额季度走势
(单位：万亿元)



图：非货公募规模走势
(单位：万亿元)



图：权益公募新发规模走势
(单位：亿份)



◆ **投资端改革下一步重点关注引入中长期资金入市政策落地，机构化趋势利好财富管理业务。**“新国九条”提出大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量，重点提到大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比等。我们预计下一步投资端改革重点是推动中长期资金入市，将进一步推动市场机构化，为券商财富管理业务打开业务空间。

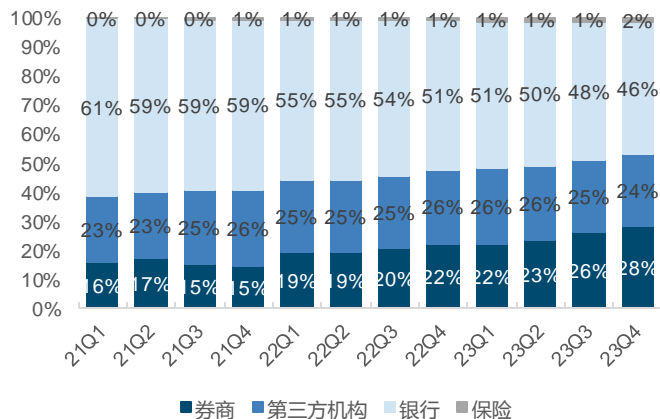
表：“新国九条”关于“推动中长期资金，持续壮大长期投资力量”相关表述

机构类型	具体举措
公募基金	大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比
	建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道
	丰富公募基金可投资产类别和投资组合
	修订基金管理人分类评价制度，督促树牢理性投资、价值投资、长期投资理念
保险公司	优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资
	完善保险资金权益投资监管制度，优化上市保险公司信息披露要求
社保、养老金	完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策
	提升企业年金、个人养老金投资灵活度
银行/信托	鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模
私募	支持私募证券投资基金和私募资管业务稳健发展，提升投资行为稳定性

财富管理：买方投顾、券结业务、ETF为主要抓手

- ◆ **投顾端：买方投顾不受基金费改影响，具备穿越周期能力。**基于AUM保值增值收费的买方投顾，与客户利益一致，同时强调顾（专业性+共情力）的重要性，具备穿越周期的能力。券商在权益产品端的竞争优势显著，权益公募保有量份额从2021Q1的16%提升至2023Q4的28%，券商主要胜在权益端资产获取和定价能力、专业投顾水平和激励机制。
- ◆ **产品端：发力券结基金业务，聚焦ETF权益公募产品。**
- ✓ **积极向公募化转型**，聚焦权益类产品占比的提升，培育权益类和组合类产品的投资管理能力；
- ✓ **发力券结基金业务**，券结业务不受公募交易费用管理新规在佣金分配集中度限制，同时有利于整合各业务资源；
- ✓ **被动投资成为权益公募产品重要方向**，需提高ETF的设计和 sales 能力。

图：券商权益公募销售保有量份额持续提升



券结基金、ETF在券商财富管理业务中的作用

券结基金

- 深度绑定券商的分支机构，做服务下沉，同时明确分仓佣金、与券商捆绑独家销售有利于确保销量以及拉长合作周期、增加合作深度。
- 不受公募佣金分配集中度限制。
- 通过定制券商结算模式产品，整合产品销售、交易结算、研究服务等业务资源，有助于提升财富管理品牌的市场影响力。

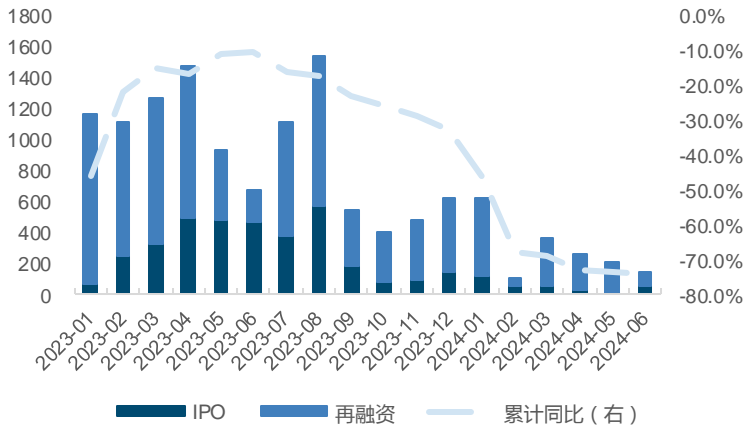
ETF

- 规模存在逆周期效应，适合行情低迷期积累客户规模，增强客户粘性；
- 品种丰富，满足大类资产配置需求；
- ETF风格稳定、持仓透明，是良好的底层标的。

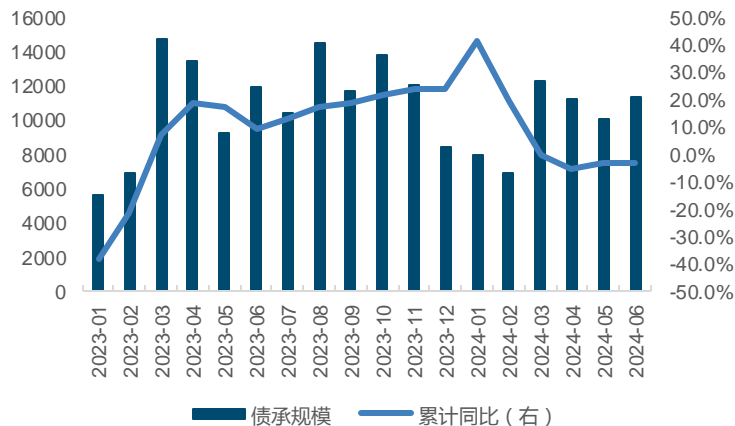
投行：受强监管影响，股权融资规模显著收缩

◆受行情和监管政策影响，A股股权融资额显著下滑。今年3月证监会“3.15”新政要求严把发行上市准入关，去年下半年以来IPO收紧进一步制度化。24H1A股IPO金额同比-85%，再融资同比-69%。债券承销业务增速同样有所下滑，24H1券商债券承销金额同比-3.2%。

图：股权融资规模（亿元）及增速

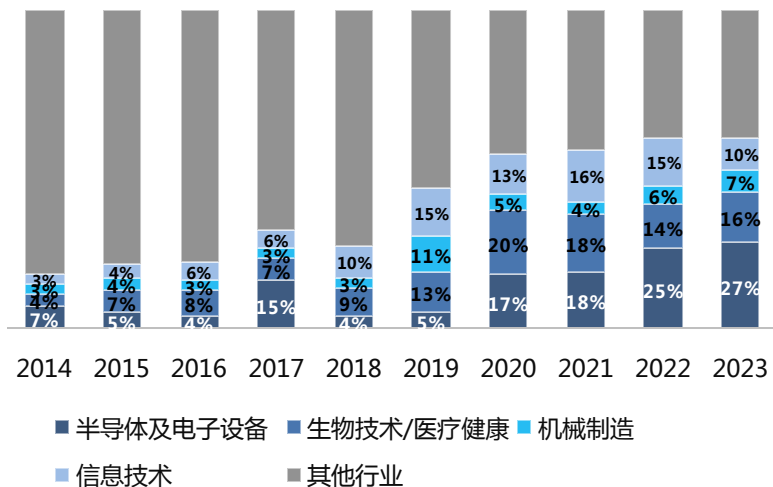


图：债券承销规模（亿元）及增速

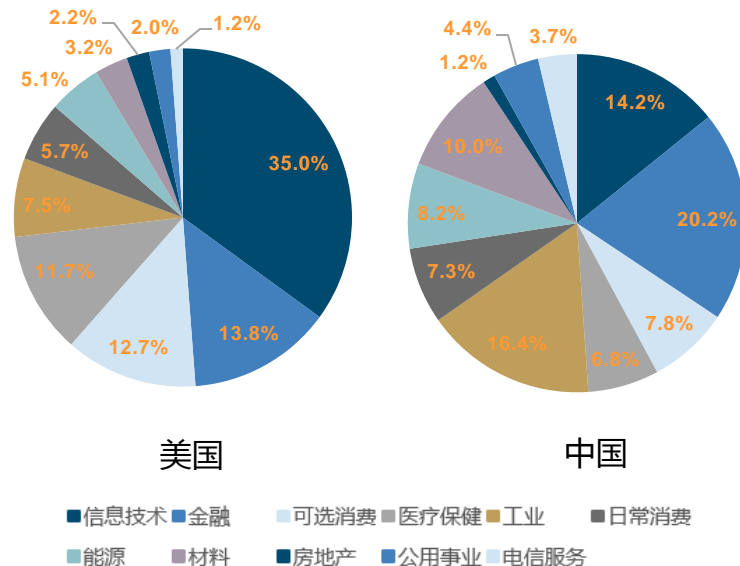


◆ **科技金融将持续为券商创造PE+投行业务契机。**科技金融作为金融五篇大文章之首，要求金融要加大为科技创新服务的力度，资本市场要做好推动科技创新的重要支撑。从2014至2023年股权投资行业高度聚焦于科技创新的发展趋势，以及对比中美二级市场行业市值结构来看，科技行业一级项目储备率高、证券化率空间广，是投行业务的重要抓手。

图：2014-2023年股权投资科创领域行业投资结构变迁



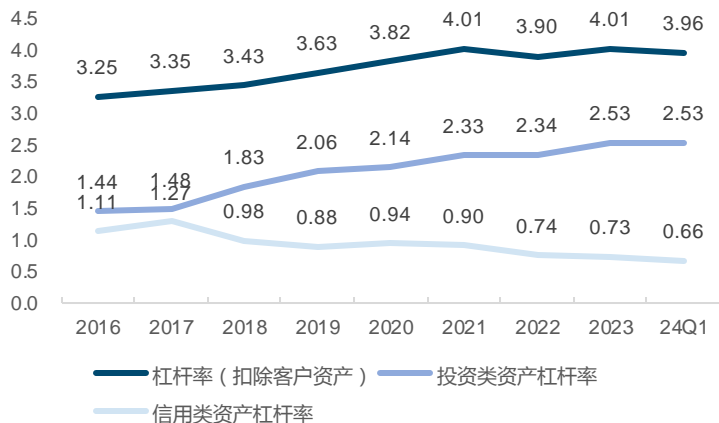
图：中美行业市值结构比较



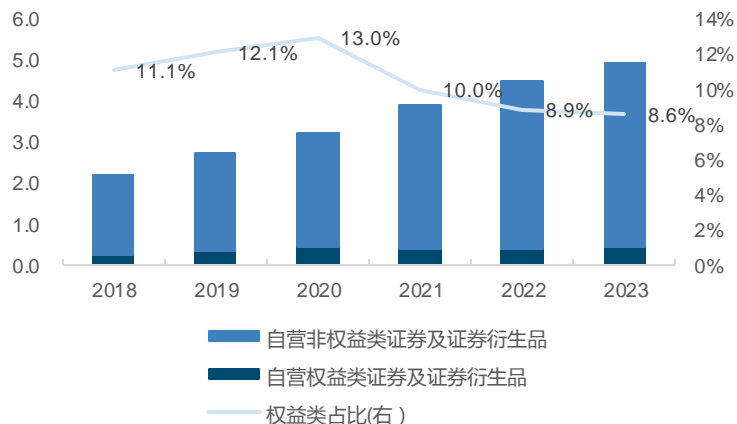
资金业务：杠杆率整体趋于平稳，扩表节奏暂缓

- ◆ **总量情况**：21年以来上市券商杠杆率（剔除客户保证金）整体趋平稳。2023/24Q1上市券商整体杠杆率（剔除客户保证金）分别为4.01X和3.96X。2021年以来上市券商杠杆率（剔除客户保证金）趋稳定，围绕4倍上下波动。
- ◆ **配置结构**：投资类业务持续加杠杆、信用业务持续降杠杆；投资业务中，2020年以来权益类资产配置占比持续下滑。

图：上市券商整体杠杆率情况



图：权益/固收自营配置规模和比例

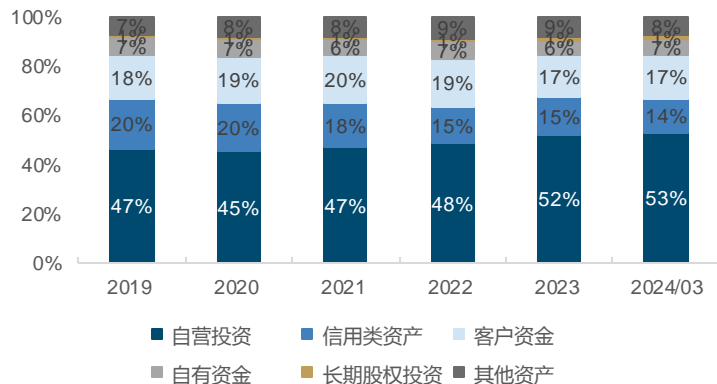


资金业务：投资类资产、交易类负债占比显著提升

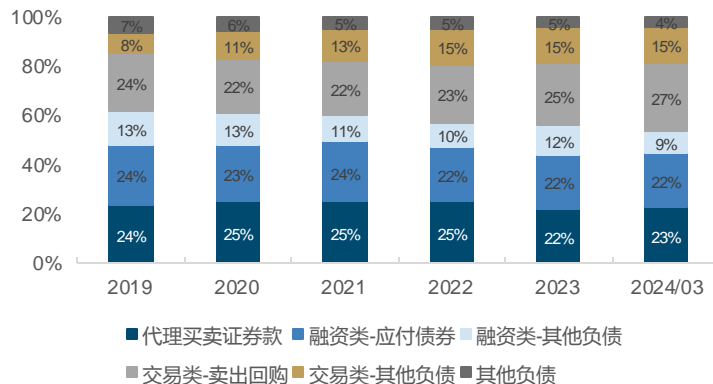
◆ **资负结构：拆解43家上市券商合并资产/负债，其中投资类资产、交易类负债占比显著提升，指向券商投资、机构等重资本业务规模的扩张。**

- ✓ **资产端：资产配置由信用类资产向投资类资产迁移，客户资金占比趋势下行。2020年至24/03期间，自营投资占总资产比重由45.0%提升至52.9%，信用类资产/客户资金占总资产比重由19.7%/19.0%降至13.9%/17.4%。**
- ✓ **负债端：交易类负债占比显著提升。2020年至24/03期间，卖出回购金融资产款/应付款项占总负债比重由21.8%/5.7%提升至27.4%/8.7%。（卖出回购金融资产款主要由券商债券投资业务产生，应付款项主要为客户保证金）**

图：上市券商（合计）资产配置情况



图：上市券商（合计）负债来源情况



资金业务：增配固收、其他权益工具投资

◆ **边际变化：增配固收、其他权益工具投资，提升业绩稳定性**，一方面持续增配固收。从自营业务风控指标上看，上市券商整体“自营非权益类证券及其衍生品/自营证券”的比例由2022年的91.1%提升至91.4%。从资产分类科目上看，2023年上市券商合计其他债权投资规模同比+14.9%，24Q1或止盈部分固收仓位。另一方面，权益投资显著增配其他权益工具投资（主要投向高股息类股权资产和永续债，公允价值变动在持有期间和终止确认时均不影响损益，持有期间的股利计入投资收益，能大幅提升权益投资业绩稳定性。），2023/24Q1同比分别+138%/42%。

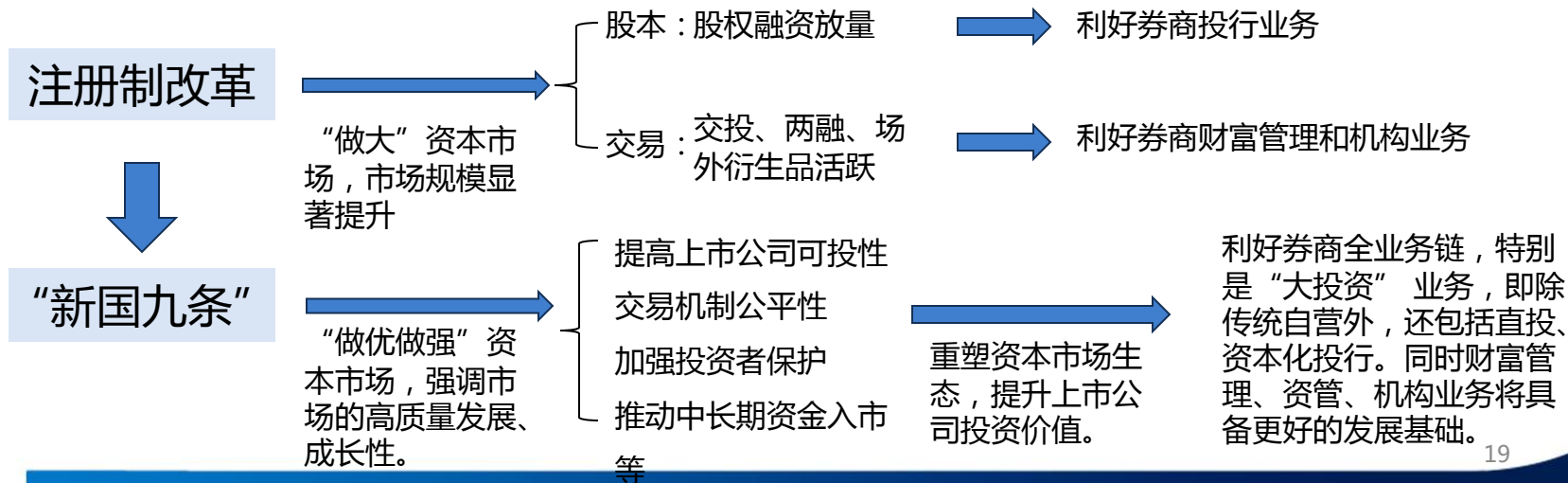
表：上市券商资产类别变动情况（单位：亿元）

	2022-12	2023-12	22-23增量	22-23增幅	2024-03	23-24/03增量	23-24/03增幅
总资产	112355	119748	7393	6.6%	120333	584	0.5%
客户资金	21828	20379	-1449	-6.6%	20946	567	2.8%
自有资金	7760	7520	-240	-3.1%	8177	657	8.7%
信用类资产：	17075	17891	815	4.8%	16701	-1190	-6.7%
融出资金	12440	13454	1014	8.2%	12770	-683	-5.1%
买入返售金融资产	4635	4437	-199	-4.3%	3930	-507	-11.4%
投资类资产：	55421	63687	8266	14.9%	64947	1260	2.0%
交易性金融资产	39076	44040	4963	12.7%	44948	909	2.1%
债权投资	921	977	56	6.0%	976	-1	-0.1%
其他债权投资	12227	14046	1819	14.9%	13270	-775	-5.5%
其他权益工具投资	875	2087	1211	138.4%	2968	882	42.3%
衍生金融资产	1073	1221	149	13.9%	1444	222	18.2%
长期股权投资	1248	1316	68	5.5%	1340	24	1.8%
其他资产	10270	10272	1	0.0%	9562	-710	-6.9%

3 三大投资 主线

“新国九条” 重塑市场生态，长期夯实证券业发展基石

- ◆ 19年注册制改革带来资本市场整体规模提升，如股权融资的放量和市场交易的活跃，相继催化了投行赛道标的和财富管理赛道标的阶段性行情，如中信建投在2019Q1单季涨幅达193%，东方财富2020-2021年股价上涨240%。
- ◆ 可是，伴随而来的一二级估值倒挂和失衡、注册制上市企业成长性较弱、退市不畅、交易机制公平性争议（减持、转融通、量化等）、违法违规现象频发，使得市场风险偏好下行，股市波动加剧，一方面放大了券商投资业绩波动，整体业绩不确定性提升，板块估值明显承压；另一方面，股市长期不振破坏了券商财富管理和机构业务长期发展趋势，造成这两大业务目前处境唯艰。
- ◆ “新国九条”直面资本市场长期弊端，以高质量发展为改革主线，落脚在提升上市公司投资价值。新一轮改革更加重视资本市场的投资侧，包括提高上市公司的可投性（加强准入监管、持续监管和退市监管），提升交易机制公平性、推动中长期资金入市等举措，我们认为将从根本性上重塑资本市场生态，有助于长期夯实证券业发展基石。



短期强监管压制券商估值，政策或推进至偏松区间

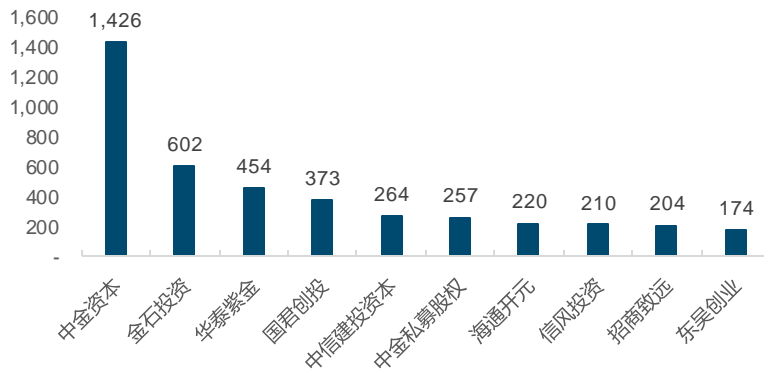
◆ **政策或推进至鼓励、放宽阶段**：今年以来强监管带来的投行业务收缩、资管费率调整等政策，显著压制券商估值。自新国九条发布以来，监管严格落实新国九条各条要求，相继落地投行业务新规、减持、分红、退市、程序化交易、投资者保护等制度（对应新国九条的第2至第6条），政策推进或行至第7条“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”，监管政策或已行径至鼓励、放宽节奏区间。

表：“新国九条”内容

偏紧政策	第1条	总体要求	未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场。本世纪中叶，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场
	第2条	严把发行上市准入关。	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准，扩大现场检查覆盖面，强化发行上市全链条责任，加大发行承销监管力度，严查欺诈发行等违法违规问题。
	第3条	严格上市公司持续监管	构建资本市场防假打假综合惩防体系，严厉打击各类违规减持，强化上市公司现金分红监管，推动上市公司提升投资价值。
	第4条	加大退市监管力度	进一步严格强制退市标准，畅通多元退市渠道，精准打击各类违规“保壳”行为，健全退市过程中的投资者赔偿救济机制。
	第5条	加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	加强证券基金机构监管，强化股东、业务准入管理，积极培育良好的行业文化和投资文化，完善行业薪酬管理制度，坚决纠治不良风气，推动行业回归本源、做优做强。
	第6条	加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	加强对高频量化等交易监管，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，加强战略性力量储备和稳定机制建设，将重大经济或非经济政策对资本市场的影响纳入宏观政策取向一致性评估，增强资本市场内在稳定性。
偏松政策	第7条	大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	大力推动中长期资金入市，大力发展权益类公募基金，优化保险资金权益投资政策环境，完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。
	第8条	进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	进一步全面深化改革开放，推动股票发行注册制走深走实，提升对新产业新业态新技术的包容性，促进新质生产力发展，完善多层次资本市场体系，坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
	第9条	推动形成促进资本市场高质量发展的合力	加强资本市场法治建设，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度，深化央地、部际协调联动，打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军，推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

- ◆ **创投新政发布，创投行业或迎来新机遇。** 6月19日，国办印发政策措施，从培育多元化创业投资主体、多渠道拓宽创业投资资金来源、加强创业投资政府引导和差异化监管、健全创业投资退出机制、优化创业投资市场环境等方面促进创业投资高质量发展。我们认为创投新政有利于专业型创投机构做大做强、解决政府出资创投的难点堵点、进一步引导长期资金投向创业投资。
- ◆ **政府资金主导私募股权基金募资市场。** 执中发布的《中国私募股权市场出资人解读报告2024》显示，2020年至2022年，政府资金出资占比稳定维持在43%至50%，2023年政府资金出资占比达65.6%，2023年政府资金成为股权投资市场中的绝对主角。
- ◆ **券商系私募股权基金兼具市场化和国资背景的特点，**一方面借助公司投资-投研-投行协同，自身产业研究能力和行业专业性强，另一方面多为国资背景，在受托管理政府引导基金时具有一定的优势。

图：券商私募子公司私募基金23Q4月均规模（亿元）



主线一：“科技创新” 新政利好券商 “创投+跟投+并购”

“科八条”发布，科创板投资、并购吸引力有望提升，券商跟投、并购业务受益。

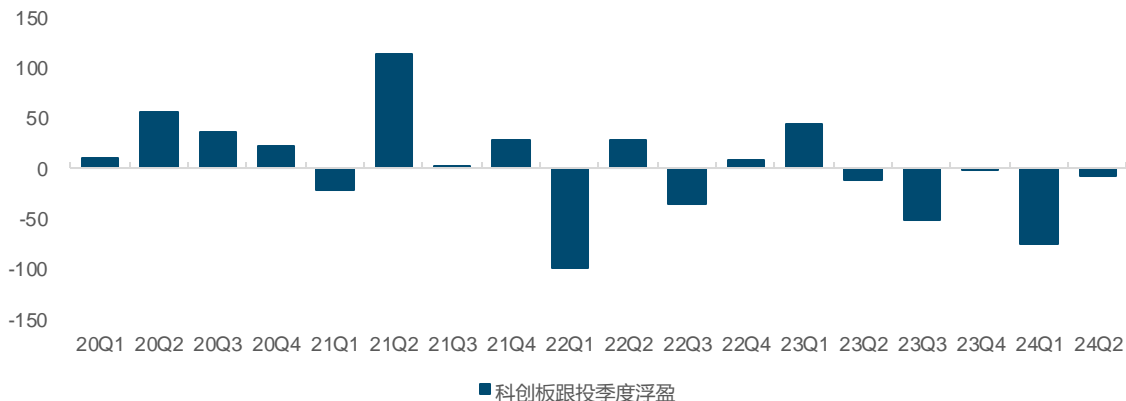
◆科创板投资吸引力提升，有望带来增量资金，科特估行情将持续带动券商科创板跟投业绩回暖。

✓优化新股发行定价机制，科创板将试点统一执行3%（此前为1%）的最高报价剔除比例，打新收益提升。

✓新股配售增加必须持有“科创板”市值要求，将提升机构对科创板股票持仓意愿和持仓比例。

✓丰富科创板ETF品类及ETF期权产品，适时推出科创50指数期货期权，优化科创板宽基指数产品常态化注册机制。

图：上市券商科创板跟投季度浮盈



主线一：“科技创新” 新政利好券商 “创投+跟投+并购”

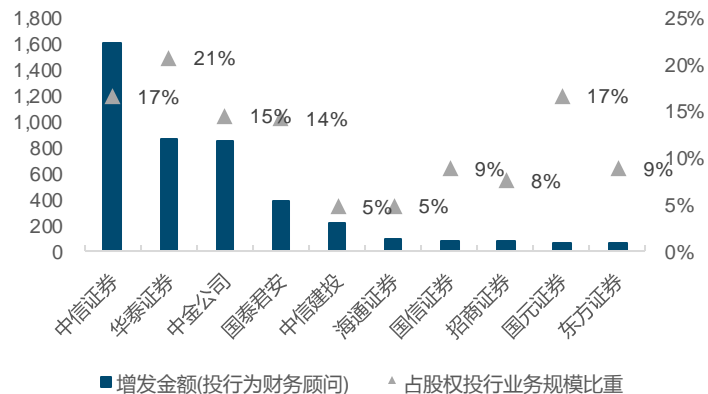
“科八条”发布，科创板投资、并购吸引力有望提升，券商跟投、并购业务受益。

◆ 更大力度支持并购重组，并购题材热度或将明显提高，利好并购实力强的券商。

- ✓ 支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。
- ✓ 适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性。
- ✓ 丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。
- ✓ 支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。
- ✓ 鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力。

◆ 此外，新“国九条”提出优化并购流程，提升科创板、创业板重组小额审核效率，推进并购环境更加公平、高效，“小而美”。并购或成未来资本市场亮点。

图：上市券商并购业务排名



主线二：投资弹性、成本压降带来的预期差

- ◆ **24H2投资对业绩的弹性可能超预期。** ①23H2权益市场行情较差（23H2沪深300指数跌11%），导致24H2投资业绩基数较低，理论上只要24H2市场行情不比23H2更差，24H2投资业绩大概率同比正增。②从23年和24Q1资产结构看，券商投资端显著增配其他权益工具投资（高股息资产），而股利分配一般集中在Q2和Q3。
- ◆ **投资弹性测算：**假设24年其他业务收入增速维持24Q1同比增速不变，在投资业务谨慎/中性/乐观（分别对应沪深300在24H1的涨幅分别为-13%/+1%/+16%），24年券商归母净利润同比分别-4.4%/+2.8%/+9.6%，均好于24Q1业绩表现（24Q1归母净利润同比下降32%）

表：24H2券商投资对业绩弹性测算

指数点位	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	谨慎	中性	乐观
							2024/12/31		
沪深300指数	4051	3842	3690	3431	3537	3462	3000	3500	4000
中债总财富指数	218	222	223	226	231	235	236	237	238
指数涨幅/自营收益率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24H2		
沪深300指数	4.6%	-5.1%	-4.0%	-7.0%	3.1%	-2.1%	-13.3%	1.1%	15.6%
中债总财富指数	0.7%	1.9%	0.6%	1.4%	2.0%	1.8%	0.4%	0.8%	1.2%
自营收益率	0.9%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	1.4%	1.9%
自营资产规模	58725	59533	60508	62371	63607	63607	63607	63607	63607
业绩	23Q1	23H1	23Q1~Q3	2023	24Q1	24H1	2024		
自营收入	495	821	1028	1333	334	812	1340	1674	1987
其他业务收入	854	1871	2791	3638	724	1586	3092	3092	3092
营业收入（亿元）	1349	2692	3819	4971	1058	2391	4433	4767	5079
归母净利（亿元）	430	819	1100	1286	294	663	1229	1322	1409
yoy					-31.7%	-19.1%	-4.4%	2.8%	9.6%

注：24年全年利润率参考24Q1。

主线二：投资弹性、成本压降带来的预期差

◆ 降本增效或一定程度对冲强监管对业绩的短期压力。

表：强监管与降本对券商业绩综合影响测算

强监管	对收入端影响
1.基金费改	
①主动权益管理费率下降	-0.8%
②公募佣金率影响	-0.4%
③销售费率影响（尚未实施）	0
2.投行严监管	
股权融资规模假设下降70%	-3.1%
合计	-4.4%
限薪、降薪	对收入端影响
员工薪酬下降10%	3.4%
合计影响收入	-1.0%

注：1) 24年全年股权融资规模按照24H1月均规模计算
2) 降薪幅度按照22年、23年、24Q1的员工薪酬平均降幅

主线三：证券业并购潮涌现，驱动行业竞争格局优化

◆ 证监会“3.15”新政、“新国九条”支持头部机构通过并购重组做优做强，证券业并购潮再现。

表：上市券商并购进展

序号	并购相关方	日期	相关/最新进展
1	国联证券/民生证券	2024/4	国联证券发布公告称，正在筹划通过发行A股股份的方式收购民生证券控制权并募集配套资金，公司自4月26日起停牌。
		2024/5	公司拟通过发行A股股份的方式向国联集团、沅泉峪等46名交易对方购买其合计持有的民生证券100.00%股份，并募集配套资金。
2	方正证券/平安证券	2022/12	证监会核准中国平安成为方正证券实际控制人，要求方正证券应当督促实际控制人中国平安就解决同时控制方正证券和平安证券等问题在一年内明确时间表和路线图，并在5年内完成规范整改。
		2023/12	证监会要求就解决同时控制方正证券和平安证券等问题在一年内制定方案已经上报。
		2024/3	中国平安和方正证券分别在2023年度业绩说明会上表述，相关工作正在推进中，将及时按照监管要求履行信息披露义务。
3	浙商证券/国都证券	2024/3	浙商证券董事会审核通过公司拟受让重庆信托等5家公司合计持有的19.15%国都证券股份，已与上述5家公司签订《股份转让协议》。
		2024/5	拟参与国都证券7.42%股份的竞拍。
4	华创证券/太平洋证券	2022/5	华创证券以17.26亿元竞得7.44亿股太平洋证券股票。
		2023/9	证监会受理华创证券变更为太平洋证券主要股东或者实际控制人的申请。
		2023/12	证监会在太平洋证券股份有限公司变更主要股东反馈意见中，要求太平洋在30个工作日内书面回复。
		2024/1	2024年1月股东大会审议通过华创证券将在中国证监会核准股东资格后办理股权过户手续，成为其控股股东。
5	西部证券/国融证券	2024/6	西部证券正在筹划以支付现金方式收购国融证券股份有限公司控股权事项，具体收购股份比例以最终签订的股份转让协议为准。

◆ **我国证券行业集中度相对较低**，据麦肯锡报告（2020），美国前十大投行的市场份额超过70%。2023年，我国证券行业净利润CR10约60%左右，并购有助于行业集中度提升，优化竞争格局。

◆ **并购迷思：券商并购能否“1+1>2”？**

并购带来的好处

- 引入多元化股东资源，拓宽业务来源；
- 扩充资本，尤其是券商股权融资受限的当下。资本的增厚一定程度降低企业付息成本，提升抗风险能力；
- 稀缺牌照的获取，如场外业务、公募牌照等；
- 业务互补、地域互补等。

并购的难点

- 人事安排，部门调整。特别是人数较多，服务重合的部门，如经纪条线；
- 激励机制的协调，就高还是就低？
- 企业文化方面的融合；
- 技术层面，如并购标的的估值协商等。

◆ **我们认为存在进一步整合可能性的并购标的**：1) 同一股东旗下，如汇金系；2) 国资委旗下产业背景相近的券商；3) 地方国资旗下存在多家券商。

4 盈利预测与投资建议

盈利预测：预计24年营收/归母净利同比分别+1%/+8%

- ◆ 预计证券业24年合计实现营收5243亿元，yoy+1%，实现归母净利1394亿元，yoy+8%，加权平均roe5.3%。
- ◆ 相关假设：ADT-5%；股权承销额-71%，债券承销额+5%；资管规模-6%；核心股指+4%，核心债指+5%，自营投资收益率2.75%。

表：券商板块整体盈利预测（单位：亿元）

累计	2021A	2022A	2023A	24Q1	24H1	24Q1-3	2024E
营业收入（亿元）	6417	4905	4971	1058	2391	3748	5027
yoy		-24%	1%	-22%	-11%	-2%	1%
归母净利（亿元）	1918	1273	1286	294	663	1039	1394
yoy		-34%	1%	-32%	-19%	-5%	8%
经纪	1395	1143	1006	229	467	732	927
yoy		-18%	-12%	-10%	-11%	-5%	-8%
投行	627	582	456	67	131	221	313
yoy		-7%	-22%	-36%	-45%	-37%	-31%
资管	505	469	462	109	216	322	425
yoy		-7%	-2%	-3%	-6%	-7%	-8%
信用	606	579	437	71	203	301	396
yoy		-7%	-25%	-36%	-14%	-12%	-9%
自营	1669	778	1333	334	812	1292	1784
yoy		-53%	71%	-33%	-1%	26%	34%

- ◆ 受益“科八条”、创投新政催化，直投业务、科创板跟投和并购业务有望得到改善的标的**华泰证券、中信证券、中金公司**。
- ◆ 证监会“3.15”新政、“新国九条”支持头部机构通过并购重组做优做强，建议关注存在并购预期的**国泰君安、中国银河**。
- ◆ 低基数下投资业绩弹性较大的上市券商，建议关注**红塔证券、兴业证券**。

5 风险提示

市场极端波动风险

市场极端波动对券商投资业务造成较大影响，信用类业务也可能面临保证金不足以及平仓不及时等风险。

投资端改革不及预期

推动中长线资金入市等投资端改革政策不及预期。

外围降息继续延后风险

掣肘我国货币政策，进而影响市场整体流动性。

监管进一步收紧

券商投行、资管等业务或面临进一步压力，

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题