

证券行业 2024 年 7 月投资策略

使命在肩，龙头受益

优于大市

核心观点

二十届三中全会着眼资本市场长远健康发展，券商作为资本市场核心中介或将受益。一方面，会议精神提及的提高上市公司质量、加强监管、完善分红激励机制、提高直接融资占比、加强投资者保护等内容均是保障资本市场长远健康发展的关键举措，有利于提高股票资产投资吸引力、促进资本市场规模持续扩大和稳定运行、推动我国居民财富向资本市场转移。在发展新质生产力、提高上市公司质量、完善股东回报等方向指引下，我国资本市场投资属性或逐步增强，市场活跃度或迎来提升，从而促进券商相关业务发展。另一方面，当前我国主要股指估值水平处于较低分位，市场活跃度较低，券商基本面或已处底部。此外，券商估值水平较低，或已充分地反映了股市当前景气度不高的预期。在政策支持+基本面底部背景下，我们认为券商股修复空间较大，其中资本雄厚、客户积淀广、产品创新力强的龙头受益。

市场交易活跃度降低，两融规模微降，IPO 承销有所恢复。证券行业基本面或已处底部。（1）经纪业务方面，6月A股日均成交金额为7226.51亿元，环比下跌14.75%，同比下跌24.68%。（2）投行业务方面，6月IPO数量为6家，募集资金规模为53亿元，环比上涨516.90%；6月再融资规模为91.58亿元，同比下跌54.60%；6月企业债和公司债承销规模为3314亿元，环比上涨55.03%。（3）自营业务方面，上证综指下跌1.59%，沪深300指数下跌3.30%，创业板指数下跌6.74%，中证全债指数上涨0.72%。（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至6月30日，沪深北两融余额为14,808.99亿元，环比下跌2.99%。

投资建议：我们对行业维持“优于大市”评级。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大，业务协同预期强的华泰证券、兴业证券，底部存在反转预期的东方证券。

风险提示：经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601688.SH	华泰证券	优于大市	12.69	114,582.89	1.53	1.61	8.29	7.88
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.13	44,302.61	0.31	0.33	16.55	15.55
600958.SH	东方证券	优于大市	7.86	66,783.63	0.37	0.40	21.24	19.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

非银金融 · 证券 II

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

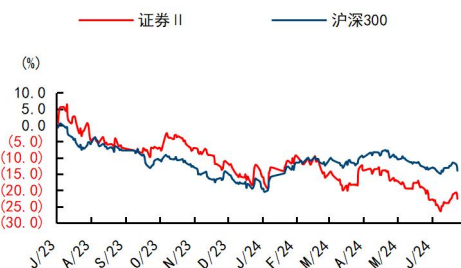
证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《证券行业与资本市场政策 2024 年 6 月月报-央企“退金令”促进行业整合》——2024-06-20
- 《证券行业 2024 年 5 月投资策略-宽信用提升非银板块弹性》——2024-05-21
- 《证券行业 2024 年一季度报综述-业绩底部，资本中介业务再定位》——2024-05-13
- 《证券行业 2024 年 4 月投资策略-严监管下的两条主线》——2024-04-21
- 《证券业 2023 年年报综述暨“国九条”政策分析-巨变的前夜》——2024-04-14

内容目录

近期关注：会议精神强化资本市场健康发展	4
行业重要动态	7
成交量环比下跌，IPO 规模环比上涨	8
投资建议	8
风险提示	8
关键图表	9

图表目录

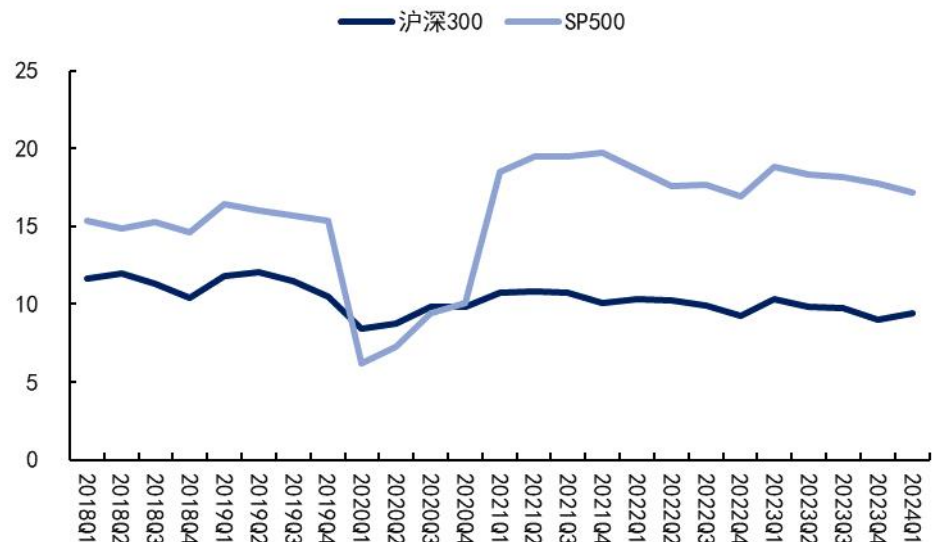
图 1: 以沪深 300 为代表的我国核心上市公司 ROE 低于标普 500 (单位: %)	4
图 2: 我国居民全部资产中金融资产占比约 20%	5
图 3: 我国居民金融资产中股票、基金资产占比较低	5
图 4: 美国居民资产结构中, 股票、基金资产占比持续处于高位	5
图 5: 我国资产证券化比率在主要国家中处于低位	6
图 6: 我国企业债+非金融股票融资规模占社融比重	6
图 7: 中国台湾地区股市个人、机构交易占比	6
图 8: 两市日均成交额及环比涨跌	9
图 9: IPO 融资规模及环比涨跌	9
图 10: 再融资规模及环比涨跌	9
图 11: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌	9
图 12: 股债两市表现	9
图 13: 日均两融余额及环比涨跌	9
图 14: 券商指数 PB 走势	10
图 15: 中信一级行业 6 月涨幅排名	10
图 16: 上市券商 6 月涨幅排名	11
表 1: 部分龙头券商关于投行业务创新的表述	7
表 2: 重点公司盈利预测及投资评级	11

近期关注：会议精神强化资本市场健康发展

7月21日，新华网授权发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（以下简称“《决定》”）。《决定》进一步指明了资本市场改革的重点方向，《决定》中提及的提高上市公司质量、加强监管、完善分红激励机制、提高直接融资占比、加强投资者保护等内容均是保障资本市场长远健康发展的关键举措。我们认为，《决定》中关于资本市场改革的重点内容可以概括为四个方面：提质量、重回报、扩发展、促稳定。

第一，提质量。关注发展新质生产力、强化上市公司监管和退市等举措。首先，发展新质生产力有助于提高上市公司质量。对比成熟资本市场，我国上市公司呈现出ROE不高的特点，反映出企业产品附加值不高、同质化竞争程度较大等问题。《决定》指出，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。此举或将培育出一批盈利能力较强、成长能力良好的新兴企业，有利于向资本市场供给优质新兴企业，从而提升上市公司质量，进一步提升我国资本市场的投资属性。此外，强化上市公司监管和退市有助于增强投资者对上市公司质量的信心。近年来，退市制度建设不足，劣质、造假等上市公司拖累了资本市场健康发展，也一定程度助长了炒小、炒差等不良市场风气。《决定》指出，提高上市公司质量，强化上市公司监管和退市制度。此举或有利于扶优去劣，从融资端和投资端给予优质上市公司更多发展机遇，从而提高上市公司整体质量。

图1：以沪深300为代表的我国核心上市公司ROE低于标普500（单位：%）

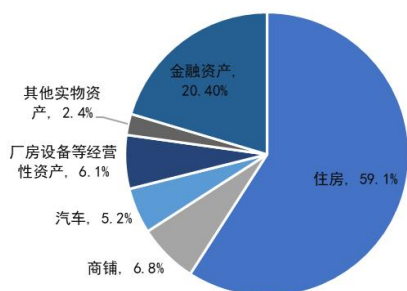


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：图中各期ROE均为年化数据。

第二，重回报。关注完善大股东、实际控制人行为规范约束机制。长期以来，我国资本市场重融资、不重投资，股东回报重视不足等问题突出，间接造成股票、基金等金融资产在居民财富中占比较低。以中美对比为例，我国居民资产中股票、基金等占比大幅低于美国居民。成熟资本市场发展经验表明，平衡好投融资发展、

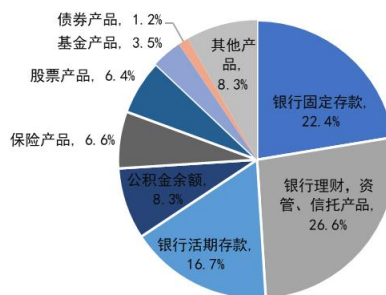
重视股东回报不仅有利于资本市场健康发展，对促进居民财富向资本市场转移、提升资本市场的财富效应也大有裨益。《决定》指出，完善大股东、实际控制人行为规范约束机制；完善上市公司分红激励约束机制；健全投资者保护机制。我们认为，此举或是增强投资者信心、促进资本市场活跃度提升和居民及社会财富向资本市场转移的关键举措。

图2：我国居民全部资产中金融资产占比约 20%



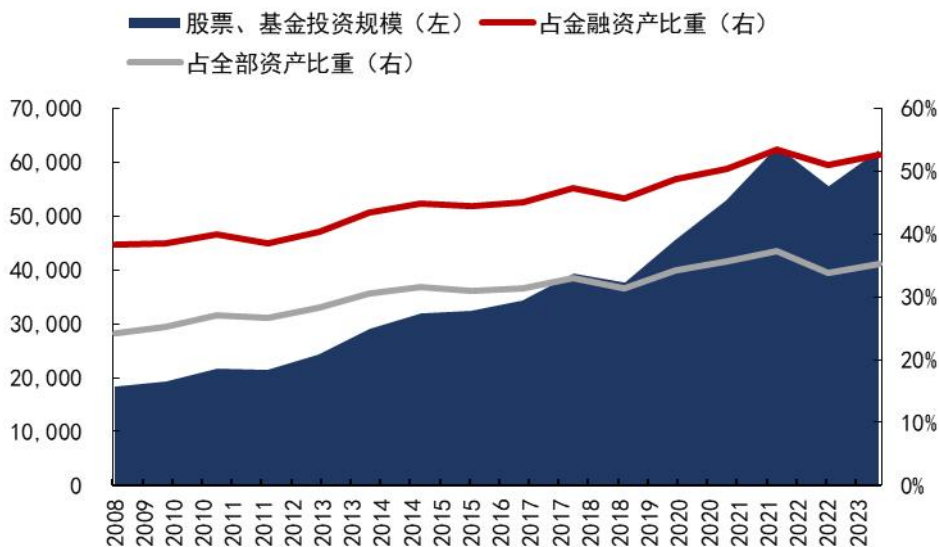
资料来源：经济日报，央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，国信证券经济研究所整理

图3：我国居民金融资产中股票、基金资产占比较低



资料来源：经济日报，央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，国信证券经济研究所整理

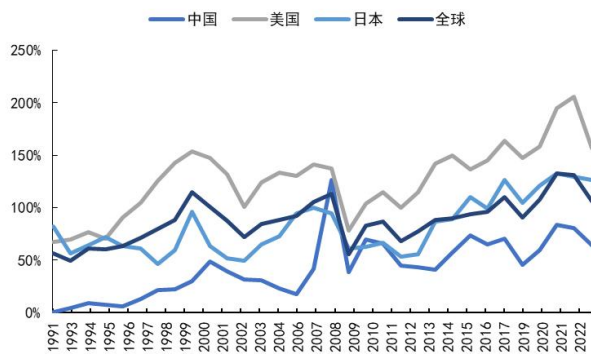
图4：美国居民资产结构中，股票、基金资产占比持续处于高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

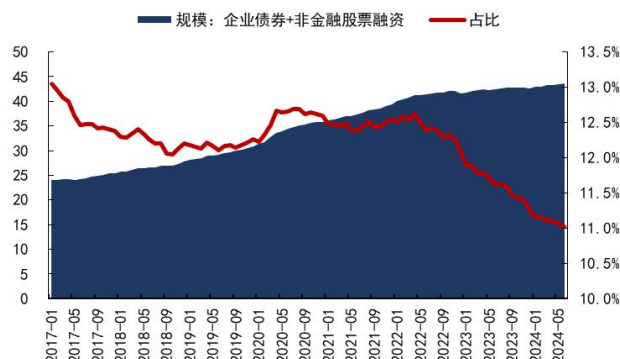
第三，扩发展。《决定》指出，发展多元股权融资，加快多层次债券市场发展，提高直接融资比重。一方面，和美国、日本等资本市场规模较大的国家相比，我国资产证券化率仍然处于低位，考虑到提高直接融资比重是我国资本市场建设的核心目标之一，未来我国直接融资占比的提升空间仍较广阔。截至目前，我国多层次资本市场体系已初步建立，服务实体能力较强。以企业债券+非金融股票融资规模度量，我国直接融资占比目前约为 11%。

图5: 我国资产证券化比率在主要国家中处于低位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

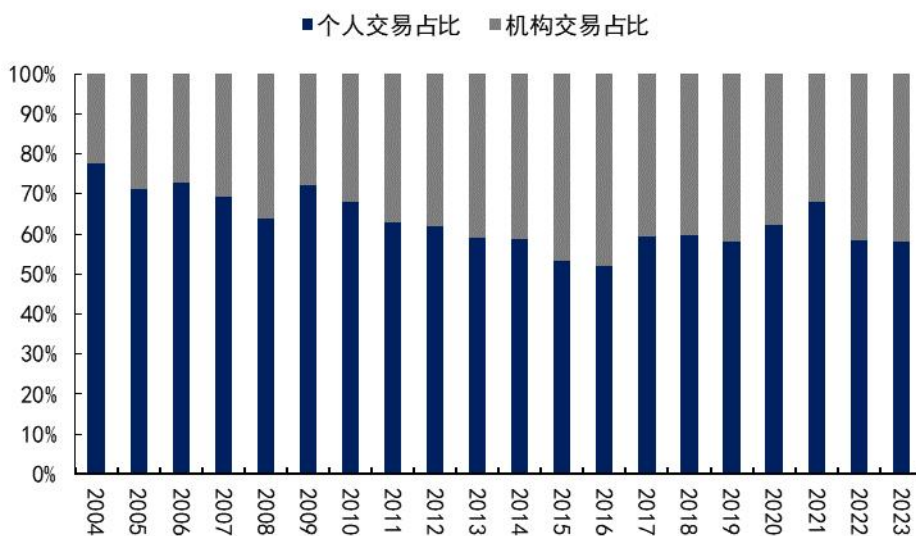
图6: 我国企业债+非金融股票融资规模占社融比重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

第四, 促稳定。发展耐心资本, 支持长期资金入市。长期以来, 我国股市呈现机构持股比例较低、个人投资者交易占比高、短期资金流动波动程度较大等问题, 并在一定程度上造成了市场波动率较高、投资者阶段性损失较大等问题。《决定》指出, 发展耐心资本和支持长期资金入市等举措, 或有利于缓解我国资本市场短期波动程度大等问题。据上交所统计年鉴, 我国个人投资者买卖交易占比高于80%, 相比之下中国台湾地区股市个人交易占比仅为60%左右。

图7: 中国台湾地区股市个人、机构交易占比



资料来源: 台湾证券交易所, 国信证券经济研究所整理

2024 年以来, 券商投行业务在 IPO 放缓背景下承压。为此, 部分券商开始转变投行业务经营思路, 为业务发展提供创新路径。创新要点归纳如下:

1) **股权融资以开拓国际业务、加强北交所业务为主。**首先, 拓展国际业务, 加强港股股权融资、GDR 及东南亚等海外股权融资业务开拓, 实现中概股回归、港股私有化、跨境并购等业务多样化发展; 此外, 加强北交所业务, 聚焦专精特新中小企业创新发展。

2) 债务融资以聚焦绿色债、科创债、REITs 和发展国际业务为主。具体包括：加大科创债、绿色债投入；构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态链；发掘熊猫债机会，拓展中资离岸债、东南亚海外美元债等业务发展。此外，部分券商还提及丰富债券融资衍生产品。

3) 财务顾问以把握央企及科技行业并购重组机会和跨境并购业务机会为主。

表1: 部分龙头券商关于投行业务创新的表述

公司名称	股权融资	债务融资	财务顾问
中信证券	拓展国际客户，加强港股股权融资、GDR 以及东南亚等海外股权融资业务开拓	加大科创债、绿色债、乡村振兴债等投入；协同构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态；继续发掘熊猫债等业务机会，并大力拓展中资离岸债、东南亚等海外美元债业务	积极把握央企国企并购重组、私募股权交易、控制权收购、风险化解等并购交易机会。加强中资企业出境并购、外资企业入境并购、境外上市公司产业并购及私有化等业务开拓
中金公司	全面加强能力建设，提高项目储备、项目质量和市场份额	对科创债、ESG 债券、乡村振兴和一带一路债券等专项品种加大投入力度；保持基础设施公募 REITs 战略定力和领先优势；积极把握企业债务管理与信用修复业务机会；国际化业务中持续推动离岸人民币债券市场建设，推动绿色及可持续发展债务融资；拓展海外客户群体	把握重点科技行业并购机会，争取稳步提高市场份额
中信建投	以北交所深化改革为契机，大力支持专精特新中小企业创新发展。在合规前提下，加强与投资等公司其他业务的协同发展。国际业务方面，持续推进内地和香港投行一体化工作，实现中概股回归、港股私有化、跨境收购等不同类型产品的多样化发展	国际业务方面，不断拓展评级顾问和绿色结构顾问服务，丰富债务融资衍生产品	巩固在上市公司破产重整财务顾问领域的优势，同时在跨境业务方面积极作为，继续拓展跨境收购、上市前引战融资和私有化等业务
华泰证券	聚焦重点行业、重点区域，不断提升产业认知水平和境内外一体化服务能力	增强优质客户及区域的覆盖力度，不断推动业务结构优化	持续拓展业务类型，积极支持上市公司注入优质资产、市场化并购重组和跨境并购

资料来源：中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券 2023 年报，国信证券经济研究所整理

行业重要动态

- 7月5日，国务院办公厅转发证监会等部门《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》的通知。《意见》聚焦综合惩治资本市场财务造假，坚持系统观念，进一步加大打击力度。证监会积极推动构建行政执法、民事追责、刑事打击“三位一体”的立体化追责体系，在立法层面推动财务造假处罚金额上调、刑期上调，在立体化追责方面加强行政处罚。
- 7月5日，证监会召开资本市场做好金融“五篇大文章”专题座谈会。会议指出，要进一步全面深化资本市场改革，健全资本市场功能，不断完善产品和服务体系，引导更多资源向科技创新、绿色低碳、普惠民生等领域集聚。
- 证监会批准暂停转融券业务。证监会批准中证金融公司暂停转融券业务的申请，自2024年7月11日起实施。存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。同时，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。

成交量环比下跌，IPO 规模环比上涨

(1) 经纪业务方面，6 月 A 股日均成交金额为 7226.51 亿元，环比下跌 14.75%，同比下跌 24.68%。(2) 投行业务方面，6 月 IPO 数量为 6 家，募集资金规模为 53 亿元，环比上涨 516.90%；6 月再融资规模为 91.584 亿元，同比下跌 54.60%；6 月企业债和公司债承销规模为 3314 亿元，环比上涨 55.03%。(3) 自营业务方面，上证综指下跌 1.59%，沪深 300 指数下跌 3.30%，创业板指数下跌 6.74%，中证全债指数上涨 0.72%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 6 月 30 日，沪深北两融余额为 14,808.99 亿元，环比下跌 2.99%。

投资建议

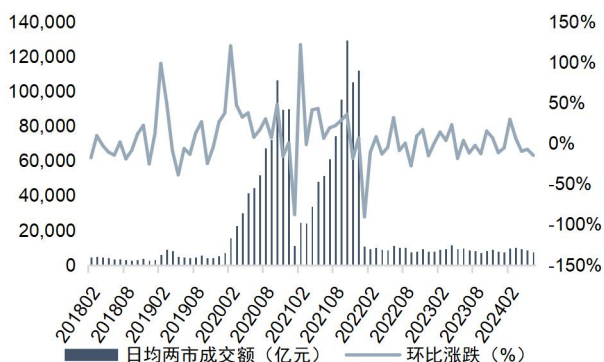
当前，券商 PB 估值为 1.18 倍，安全边际较足，我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。建议关注资本实力雄厚、业务协同预期强的华泰证券、国联证券。

风险提示

经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

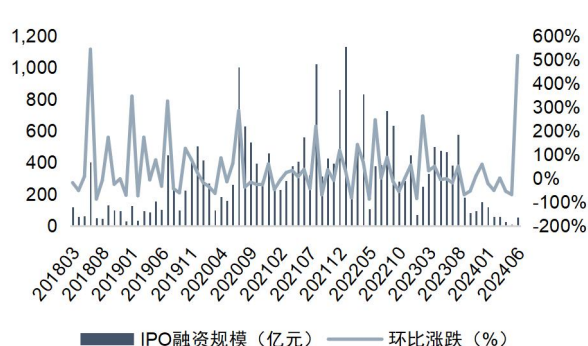
关键图表

图8: 两市日均成交额及环比涨跌



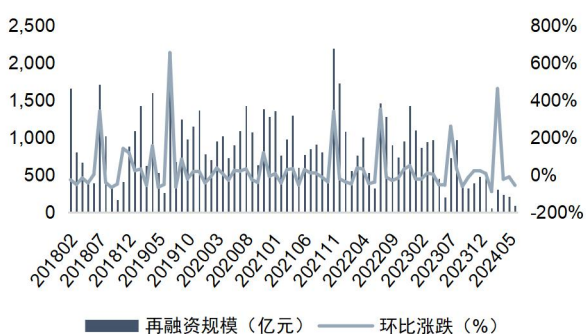
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: IPO 融资规模及环比涨跌



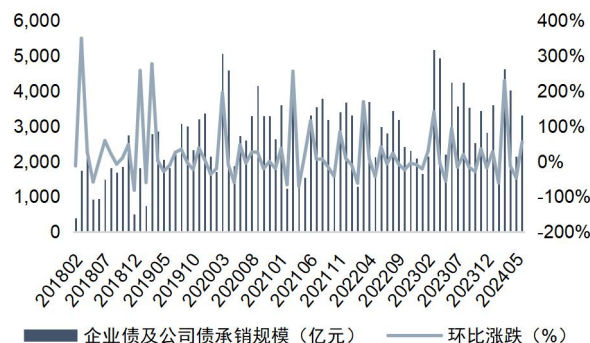
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 再融资规模及环比涨跌



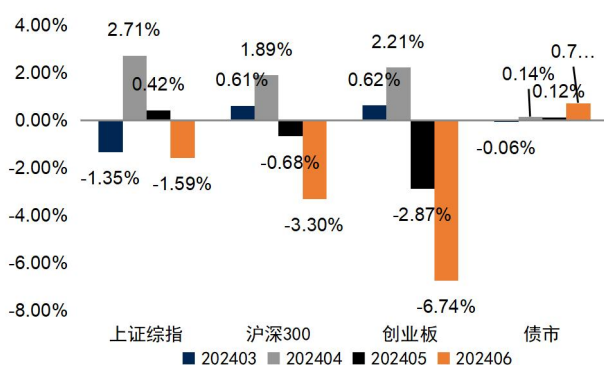
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



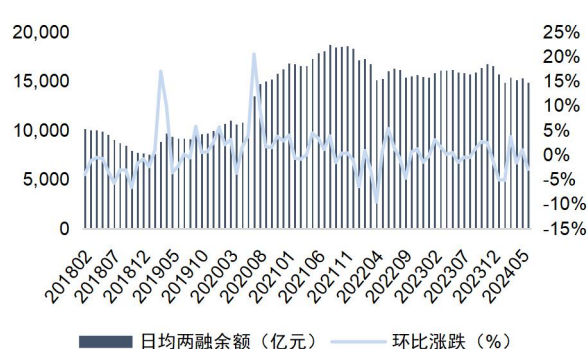
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 股债两市表现



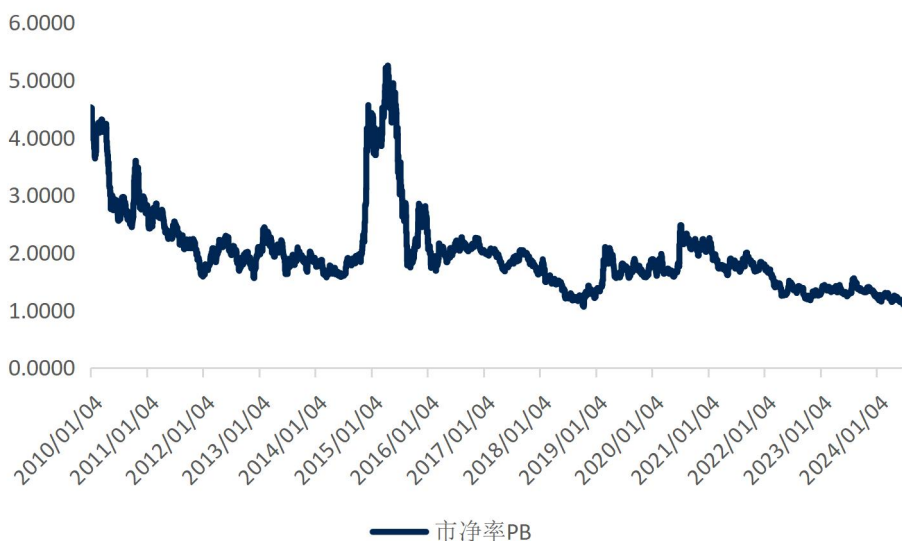
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 日均两融余额及环比涨跌



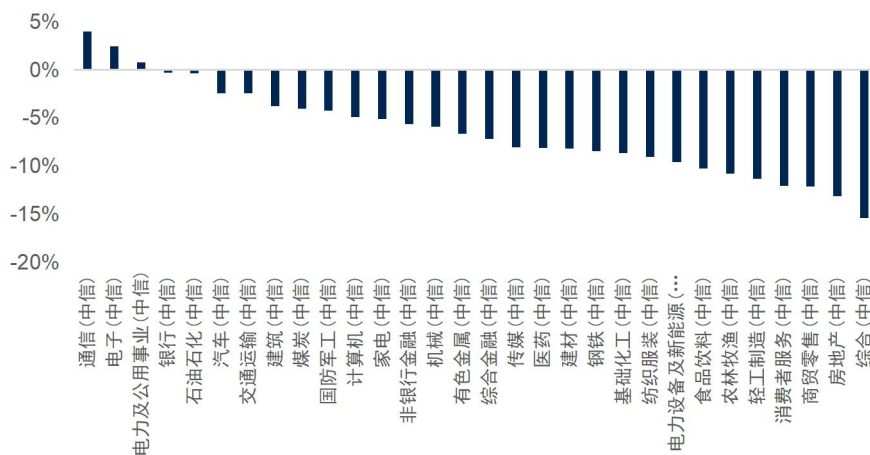
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 券商指数 PB 走势



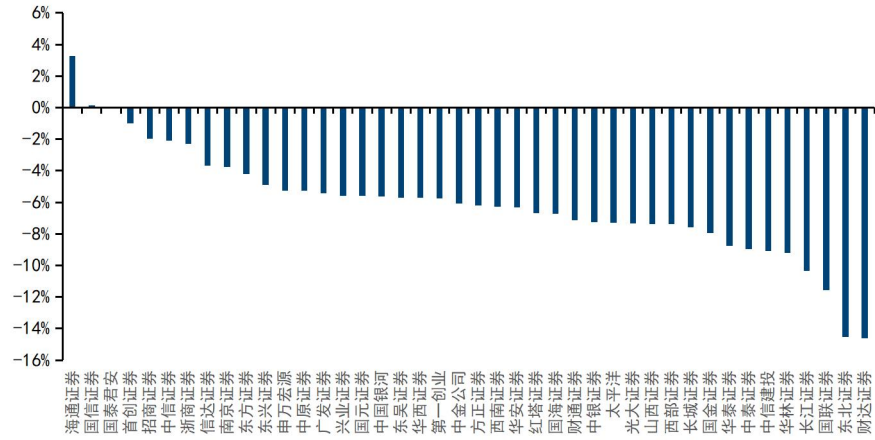
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 中信一级行业 6 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 上市券商 6 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601688.SH	华泰证券	优于大市	12.69	114,582.89	1.53	1.61	8.29	7.88
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.13	44,302.61	0.31	0.33	16.55	15.55
600958.SH	东方证券	优于大市	7.86	66,783.63	0.37	0.40	21.24	19.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032