

非银金融行业点评报告

券商板块底部渐近，把握左侧布局窗口

增持（维持）

2024年08月18日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **行业盈利承压，底部拐点渐近：**经纪业务方面，2024年7月全市场日均股基成交额同比-17.83%至7,842亿元，达到近五年最低点。投行业务方面，监管阶段性收紧股权融资背景下，2024H1全市场股权融资规模大幅缩水，IPO/再融资规模分别同比-85%/-60%至325/1,405亿元，处于历史极低水平。展望下半年，预计券商业绩增速的高基数压力预计有所缓解，叠加资本市场各项改革措施效果逐步显现，预计行业业绩增速有所回暖。悲观/中性/乐观预期下，预计2024全年上市券商合计归母净利润分别为1,067/1,326/1,561亿元，对应增速分别为-21.99%/-3.05%/14.10%，对应ROE分别为4.09%/5.06%/5.89%。周期来看，券商行业盈利已经触底。假设2024年券商各项业务经营情况回归至2020-2023年均值，则营收/归母净利润将分别同比增长8%/14%。

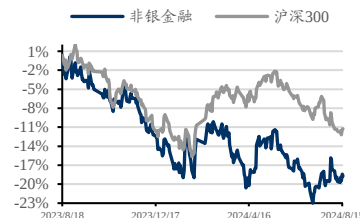
■ **券商整体业务风险相对可控，净资产受侵蚀概率较低：**1) **两融规模持续缩减，维保比例维持较高。**截至2024年8月15日，全市场两融余额14,178亿元，较上年末-14%；全市场两融平均担保比例239.80%，较2月低点（222.0%）有所提升，仍远高于130%平仓线。2) **股票质押规模显著压降，存量风险有限。**从市场角度来看，截至2024年8月9日，市场质押股数3,457亿股，较2021年初缩减21%。从券商角度来看，近年上市券商合计买入返售金融资产呈现波动下滑趋势。此外，根据部分样本券商年报披露，2023年股票质押履约保障比例仍保持在200%以上，担保品仍能充分覆盖风险敞口。3) **券商计提减值损失规模趋于稳定，预计存量风险逐步出清。**24Q1上市券商合计计提减值损失-0.51亿元，较之2019-2021年显著降低。2022年后券商计提减值损失规模逐渐回归合理区间，预计当前行业整体资产负债表相对稳健。

■ **券商板块估值探底，体现过度悲观预期：**1) **7月券商板块日均PB估值仅为0.98x，已触及历史最低点。**纵向比较来看，2024年7月单月日均PB估值0.98x，为2000年以来最低。截至2024年8月15日，SW证券Ⅱ指数PB(LF)估值为1.02x，估值历史分位数仅为0.61%。横向比较来看，截至2024年8月15日，券商板块的PB估值历史分位数同其余申万一级行业（除非银金融外）相比排名第6。当前证券行业面临金融监管和市场低点的双重压力，我们认为当前板块估值已包含了足够悲观的市场预期，从长期来看有足够的修复空间。2) **当前证券行业估值水平较之历史上数次经营困境依旧处于低位。**①2012-2013年，证监会开展IPO公司财务大检查，IPO实质处于暂停状态，期间内SW证券Ⅱ指数最低PB(LF)估值为1.49x，历史估值分位数15.89%。②2015年-2016年，股灾爆发带动融资爆仓，期间内SW证券Ⅱ指数最低PB(LF)估值为1.65x，历史估值分位数22.20%。③2018-2019年，资管新规出台，券商资管业务面临转型压力，叠加同时期多起大股东股权质押爆仓，期间内SW证券Ⅱ指数最低PB(LF)估值为1.02x，历史估值分位数0.52%。3) **券商H股普遍破净，估值显著偏低。**截至2024年8月15日，14只A+H券商股的H股平均PB(MRQ)估值仅为0.40x，平均历史估值分位数为3.36%，平均AH股溢价率为191%。

■ **投资建议：**当前券商板块估值已处于历史底部，盈利下行空间锁定，上行弹性较大，在长期估值修复的假设下迎来了较好的左侧配置窗口。基于此，我们推荐两个方向：1) 估值远低于1倍，经营没有重大风险的传统券商，建议关注【国泰君安】、【华泰证券】。2) 盈利修复弹性较大的互联网零售证券，推荐【东方财富】、【同花顺】。

■ **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 历史经验不代表未来。

行业走势



相关研究

《成交额持续萎缩，交投情绪仍待提振》

2024-08-14

《公募成交额及换手率小幅增长，私募募新备案数量大幅下降》

2024-08-13

内容目录

1. 行业盈利承压，底部拐点渐近4

2. 券商整体业务风险相对可控，净资产受侵蚀概率较低4

3. 券商板块估值探底，体现过度悲观预期6

4. 投资建议9

5. 风险提示9

图表目录

图 1: 2024 年上市券商盈利情况敏感性分析4

图 2: 2021-2024 年两融余额及维保比例变化情况.....5

图 3: 2021-2024 年市场质押股数及占总股本比5

图 4: 上市券商合计买入返售金融资产及占净资产比重6

图 5: 部分券商股票质押履约保障比例情况6

图 6: 2020-2024 年上市券商合计计提减值损失（按季度统计）6

图 7: 证券行业与其他申万一级行业 PB 估值及历史分位数对比7

图 8: 2012-2024 年证券 II 指数 PB 估值8

图 9: 14 家 A+H 券商估值情况8

1. 行业盈利承压，底部拐点渐近

券商行业周期底部业绩承压，后续有望迎来基本面拐点。经纪业务方面，2024 年 7 月全市场日均股基成交额同比-17.83%至 7,842 亿元，达到近五年最低点。投行业务方面，监管阶段性收紧股权融资背景下，2024H1 全市场股权融资规模大幅缩水，IPO/再融资规模分别同比-85%/-60%至 325/1,405 亿元，处于历史极低水平。展望下半年，预计券商业绩增速的高基数压力预计有所缓解(2023H2, IPO 严监管启动, 权益市场波动幅度加大, 上市券商合计归母净利润环比-41%)，叠加资本市场各项改革措施效果逐步显现，预计行业业绩增速有所回暖。悲观/中性/乐观预期下，预计 2024 全年上市券商合计归母净利润分别为 1,067/1,326/1,561 亿元，对应增速分别为-21.99%/-3.05%/14.10%，对应 ROE 分别为 4.09% /5.06% /5.89%。周期来看，券商行业盈利已经触底。假设 2024 年券商各项业务经营情况回归至 2020-2023 年均值，则营收/归母净利润将分别同比增长 8%/14%。

图 1：2024 年上市券商盈利情况敏感性分析

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023A	2020-2023 年均值	2024E (悲观)	2024E (中性)	2024E (乐观)
日均股票+基金成交额	9,036	11,339	10,132	9,921	10,107	9,000	9,900	10,600
经纪业务净收入	1,193	1,449	1,192	1,056	1,222	849	982	1,103
IPO募资总额	4,779	5,427	5,872	3,565	4,911	552	780	975
定增募资总额	8,823	9,576	7,828	5,940	8,042	2,388	3,231	3,652
券商债券承销金额	100,498	113,650	104,373	135,070	113,398	115,660	127,834	140,009
投资银行业务净收入	591	627	582	456	564	221	257	289
券商资管规模	85,531	82,352	68,740	59,251	73,968	68,609	96,624	99,552
资产管理业务净收入	394	505	464	462	456	406	474	542
融资融券余额	16,190	18,322	15,404	16,509	16,606	14,600	15,000	15,400
利息净收入	556	629	604	460	562	278	531	585
证券投资收益 (含公允价值变动)	1,476	1,679	789	1,355	1,325	1,232	1,506	1,711
营业收入	5,338	6,546	5,029	5,082	5,499	3,952	4,736	5,382
归母净利润	1,523	2,004	1,358	1,368	1,563	1,067	1,326	1,561
净利润率	28.53%	30.61%	26.99%	26.92%	28.26%	27.00%	28.00%	29.00%
净利润增速	36.29%	21.32%	-32.25%	0.76%	-	-21.99%	-3.05%	14.10%
净资产	19,286	21,692	23,834	25,377	22,547	26,824	27,087	27,613
ROE (年化)	7.43%	9.78%	5.96%	5.56%	7.18%	4.09%	5.06%	5.89%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：以上各项收入及利润数据为上市券商加总数据，并非行业数据。

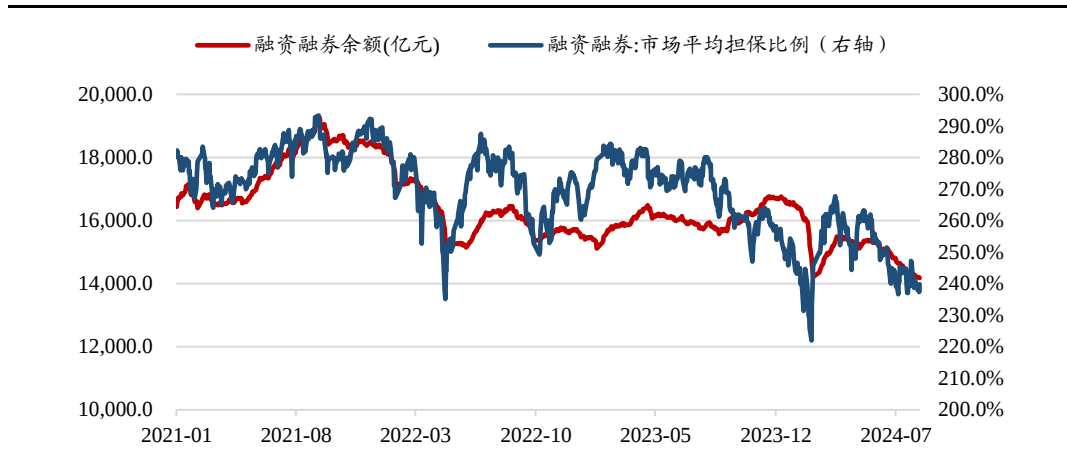
2. 券商整体业务风险相对可控，净资产受侵蚀概率较低

不同于轻资产业务主要依靠牌照价值实现利润，券商重资产业务更多依靠资产负债表的扩张获取利润，因此对于券商而言，稀释净资产的风险主要来源于重资产业务，从

历史情况来看尤其集中于两融、股票质押等资本中介业务。当前阶段，券商各项业务风险仍相对可控，净资产受侵蚀概率相对较低。

两融规模持续缩减，维保比例维持较高。截至 2024 年 8 月 15 日，全市场两融余额 14,178 亿元，较上年末-14%；全市场两融平均担保比例 239.80%，较 2 月低点（222.0%）有所提升，仍远高于 130%平仓线。

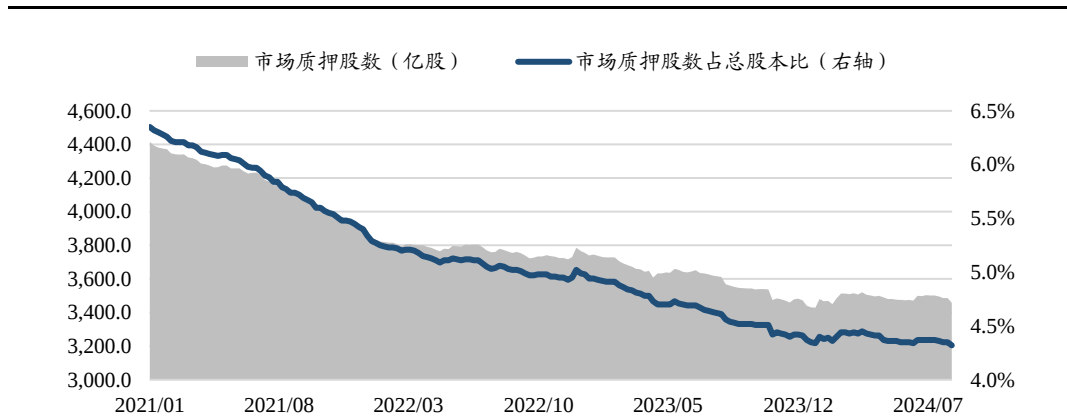
图 2：2021-2024 年两融余额及维保比例变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 8 月 15 日）

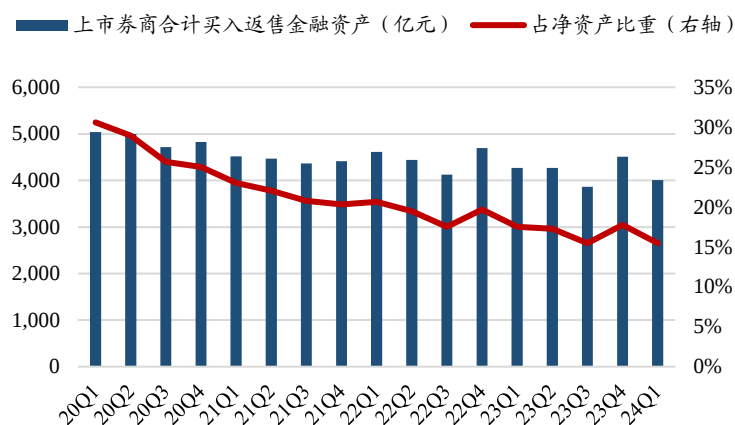
股票质押规模显著压降，存量风险有限。从市场角度来看，截至 2024 年 8 月 9 日，市场质押股数 3,457 亿股，较 2021 年初缩减 21%；市场质押股数占总股本比为 4.32%，较 2021 年初下降 2.03pct。从券商角度来看，近年上市券商合计买入返售金融资产呈现波动下滑趋势，2024Q1 上市券商合计买入返售金融资产 4,009 亿元，较 2020Q1 下降 20.39%，占净资产比重 15.47%，较 202Q1 下降 15.13pct。此外，根据部分样本券商年报披露，2023 年股票质押履约保障比例虽然有所下滑，但仍保持在 200%以上，担保品仍能充分覆盖风险敞口。

图 3：2021-2024 年市场质押股数及占总股本比



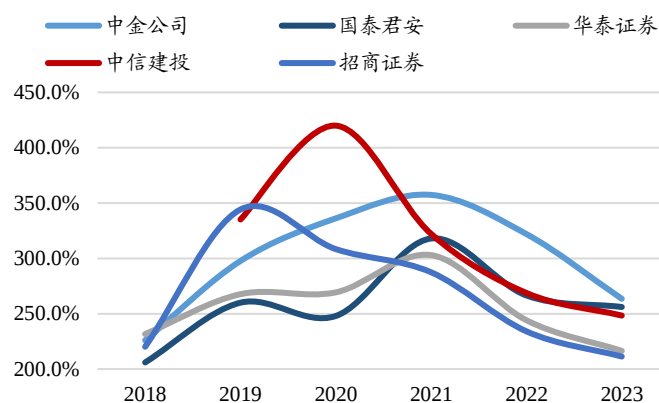
数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 8 月 9 日）

图 4：上市券商合计买入返售金融资产及占净资产比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

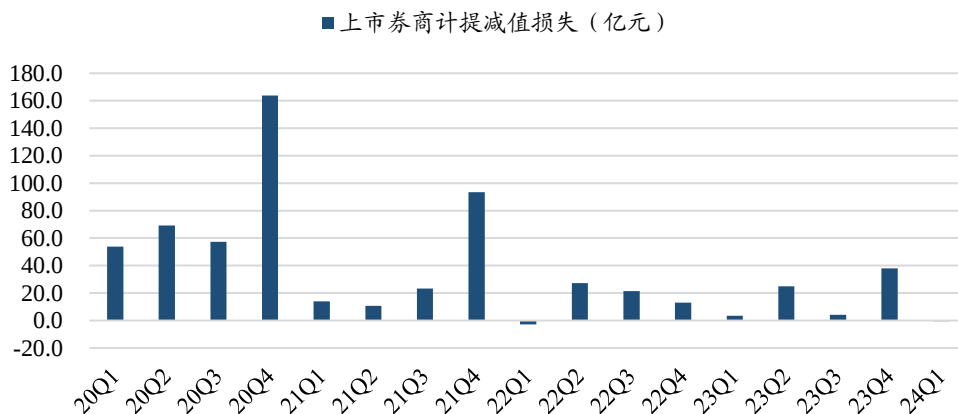
图 5：部分券商股票质押履约保障比例情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

券商计提减值损失规模趋于稳定，预计存量风险逐步出清。伴随两融及股票质押行为不断规范，券商资本中介业务风险持续出清。24Q1 上市券商合计计提减值损失-0.51 亿元，较之 2019-2021 年显著降低（2020Q4、2021Q4 上市券商合计计提减值损失分别为 163.85、93.47 亿元）。2022 年后券商计提减值损失规模逐渐回归合理区间，预计当前券商行业整体资产负债表相对稳健，部分券商大额计提减值损失不具备代表性，行业整体净资产受侵蚀概率较小。

图 6：2020-2024 年上市券商合计计提减值损失（按季度统计）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 券商板块估值探底，体现过度悲观预期

7 月券商板块日均 PB 估值仅为 0.98x，已触及历史最低点。纵向比较来看，2024 年 7 月 SW 证券 II 指数日均 PB(LF)估值仅为 0.98x，单月日均 PB 估值为 2000 年以来最低。

截至 2024 年 8 月 15 日，SW 证券Ⅱ指数 PB(LF)估值为 1.02x，估值历史分位数（自 2000 年以来）仅为 0.61%。横向比较来看，截至 2024 年 8 月 15 日，证券板块的 PB 估值历史分位数（2000 年以来）和其他 30 个申万一级行业（除非银金融外）相比排名第 6。当前证券行业面临金融监管和市场低点的双重压力，我们认为当前板块估值已包含了足够悲观的市场预期，从长期来看有足够的修复空间。

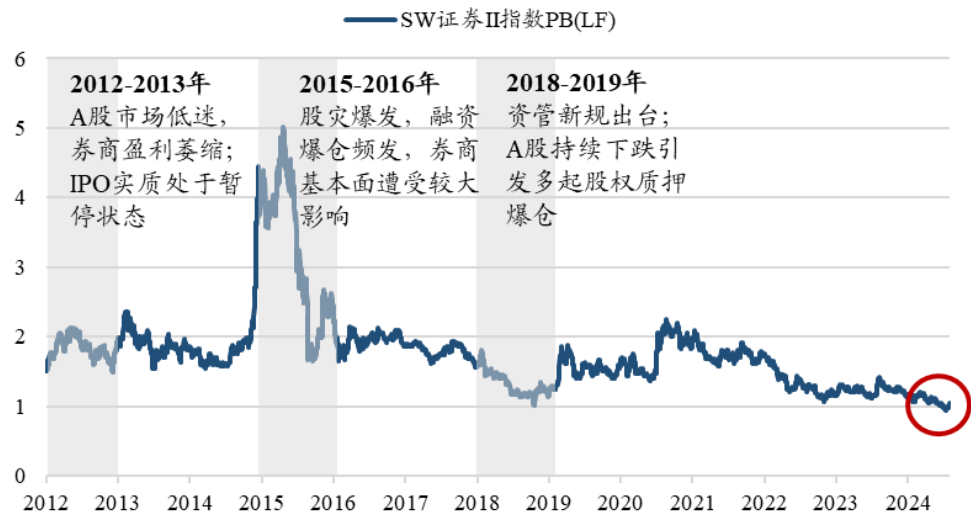
图 7：证券行业与其他申万一级行业 PB 估值及历史分位数对比

序号	行业名称	PB(LF)	PB历史分位数 (自2000年以来)	序号	行业名称	PB(LF)	PB历史分位数 (自2000年以来)
1	建筑材料	0.96	0.03%	17	银行	0.48	3.99%
2	商贸零售	1.23	0.15%	18	机械设备	1.82	4.93%
3	建筑装饰	0.67	0.35%	19	计算机	2.39	5.62%
4	房地产	0.58	0.42%	20	有色金属	1.87	6.34%
5	基础化工	1.52	0.50%	21	医药生物	2.27	7.77%
6	证券Ⅱ	1.02	0.61%	22	农林牧渔	2.34	12.60%
7	综合	1.03	0.64%	23	公用事业	1.56	13.43%
8	环保	1.24	0.96%	24	电子	2.6	19.38%
9	交通运输	1.21	1.32%	25	煤炭	1.3	19.50%
10	石油石化	1.2	1.73%	26	汽车	1.86	21.84%
11	传媒	1.83	1.93%	27	家用电器	2.12	23.06%
12	社会服务	2.26	2.56%	28	通信	2.1	23.24%
13	纺织服饰	1.34	2.80%	29	美容护理	2.77	24.46%
14	电力设备	1.9	2.84%	30	国防军工	2.57	26.56%
15	轻工制造	1.35	2.85%	31	食品饮料	3.94	29.52%
16	钢铁	0.79	3.18%				

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 8 月 15 日）
注：此处证券Ⅱ为申万二级行业，其余行业为申万一级行业。

当前证券行业估值水平较之历史上数次经营困境依旧处于低位。①2012-2013 年，2012 年 A 股市场表现低迷，券商传统经纪、投行业务急剧萎缩（2012 年证券行业代理买卖证券业务/证券承销与保荐业务净收入分别同比-27%/-26%至 504/177 亿元），叠加证监会于 2012.11-2013.12 开展 IPO 公司财务大检查，IPO 实质处于暂停状态，券商估值遭受较大影响。期间内 SW 证券Ⅱ指数最低 PB(LF)估值为 1.49x（2012.12.03），历史估值分位数（自 2000 年以来）15.89%。②2015 年-2016 年，2015 年 6 月起股市泡沫破裂，2016 年开年四天内熔断机制两度被触发，两融杠杆进一步放大市场波动，融资爆仓频发，对于券商基本面造成较大影响。期间内 SW 证券Ⅱ指数最低 PB(LF)估值为 1.65x（2016.01.28），历史估值分位数（自 2000 年以来）22.20%。③2018-2019 年，资管新规于 2018 年 4 月正式出台，券商资管业务面临主动管理转型压力，叠加同时期 A 股持续下跌引发多起大股东股权质押爆仓，券商估值水平大幅回落。期间内 SW 证券Ⅱ指数最低 PB(LF)估值为 1.02x（2018.10.16），历史估值分位数（自 2000 年以来）0.52%。

图 8：2012-2024 年证券 II 指数 PB 估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 8 月 15 日）

券商 H 股普遍破净，估值显著偏低。相较于 A 股市场，港股市场受限于流动性，整体相对低估。反映在券商板块，券商 H 股的低估情况相较于 A 股则更为极致。截至 2024 年 8 月 15 日，14 只 A+H 券商股的 H 股平均 PB（MRQ）估值仅为 0.40x，平均历史估值分位数（2000 年以来）为 3.36%，平均 AH 股溢价率为 191%。

图 9：14 家 A+H 券商估值情况

序号	证券简称	PB(MRQ)	PB分位数	股息率TTM	AH股溢价率
1	中信建投证券	0.50	0.21%	5.19%	306%
2	招商证券	0.43	0.26%	4.64%	172%
3	广发证券	0.38	0.26%	5.18%	106%
4	中金公司	0.40	0.49%	2.40%	281%
5	中信证券	0.60	0.85%	4.56%	83%
6	海通证券	0.25	0.89%	3.11%	170%
7	HTSC	0.44	0.99%	5.66%	69%
8	国泰君安	0.44	2.77%	5.42%	92%
9	中国银河	0.37	2.86%	6.20%	201%
10	中州证券	0.32	3.61%	1.42%	271%
11	国联证券	0.42	5.41%	5.31%	272%
12	东方证券	0.34	5.56%	5.03%	186%
13	光大证券	0.37	8.31%	6.03%	219%
14	申万宏源	0.33	14.58%	4.18%	242%
平均		0.40	3.36%	4.59%	191%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2024 年 8 月 15 日）

4. 投资建议

当前券商板块估值已处于历史底部，盈利下行空间锁定，上行弹性较大，在长期估值修复的假设下迎来了较好的左侧配置窗口。基于此，我们推荐两个方向：1) 估值远低于1倍，经营没有重大风险的传统券商，建议关注【国泰君安】、【华泰证券】。2) 盈利修复弹性较大的互联网零售证券，推荐【东方财富】、【同花顺】。

5. 风险提示

1) 权益市场大幅波动：若权益市场大幅波动、市场行情持续下行，则雪球、两融、股票质押等资金层面风险或将集中暴露。

2) 历史经验不代表未来：本文部分结论由历史数据推算得出，若后续发生大规模系统性风险，则实际情况或将与推算结果存在较大出入。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>