

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

券商板块 2024 年 9 月回顾及 10 月前瞻

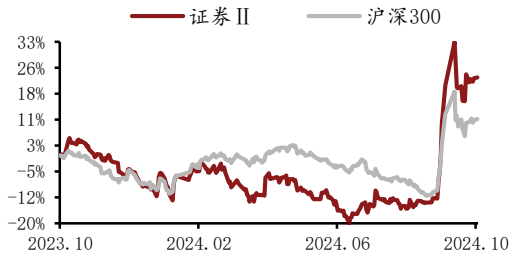
——券商板块月报

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 10 月 29 日



资料来源：聚源、中原证券研究所

### 相关报告

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 8 月回顾及 9 月前瞻》 2024-09-27

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 7 月回顾及 8 月前瞻》 2024-08-27

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 6 月回顾及 7 月前瞻》 2024-07-26

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 9 月行情回顾：**9 月券商指数创 2015 年以来最大月度涨幅。中信二级行业指数证券 II 全月上涨 38.61%，跑赢沪深 300 指数 17.64 个百分点；券商板块呈现全面反弹修复，且个股的涨幅普遍较大，板块平均 P/B 的震荡区间为 1.068-1.496 倍。
- **影响上市券商 2024 年 9 月月度经营业绩的核心要素：**(1) 权益实现明显反转、固收冲高大幅回落，自营业务的环比展望仍难言乐观。(2) 全市场日均成交量、成交总量同步实现回升，经纪业务景气度快速回暖。(3) 两融余额企稳回升，但日均余额降幅仍有扩大，两融业务延续对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献。(4) 行业投行业务总量环比有望持稳。
- **上市券商 10 月业绩前瞻：**自营：进入 9 月以来，各主要权益类指数对前期上涨进行了修正，波动明显收敛，分化现象再现；固定收益类指数由前期的单边强势上涨转为区间震荡，整体仍较为强势。整体看，权益自营有望实现较好的投资收益，固收自营有望保持相对平稳，上市券商自营业务的月度投资收益环比有望实现增长。经纪：全市场日均股票成交量达到近年来新高，成交总量将创年内新高，行业经纪业务景气度有望迎来反转。两融：近日两融余额创出年内新高，预计两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由负转正，贡献度将明显扩大。投行：股权融资规模、债权融资规模同步出现下滑，预计行业投行业务总量环比将出现下滑。整体经营业绩：综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 10 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望实现进一步改善。
- **投资建议：**10 月以来券商指数的修正幅度明显小于价值类指数，在本波反弹修复的相对高位进行横向窄幅震荡整理，整体表现较为强势，板块的平均 P/B 维持在 1.50 倍左右震荡。在政策面的强驱动下，四季度行业的盈利能力有望较前三季度实现较为明显的改善。在充分换手整固后，伴随着行业基本面的改善，券商板块有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位；即使在震荡整固的过程中，券商板块内也有望保持较好的结构性行情，积极保持对券商板块的持续关注。在行业基本面及板块估值整体实现持续修复的背景下，板块内的个股均有阶段性投资机会，关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的中、小券商

**风险提示：**1. 固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；  
2. 股价短期波动风险；3. 资本市场改革的政策效果不及预期

## 1. 2024 年 9 月券商板块行情回顾

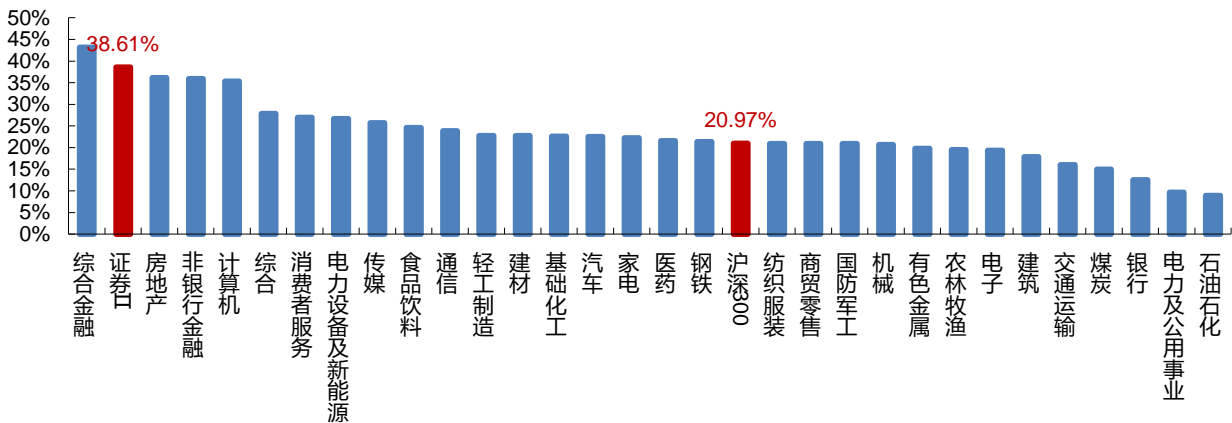
### 1.1. 9 月券商指数创 2015 年以来最大月度涨幅

2024 年 9 月券商指数上中旬在 8 月末放量反弹的基础上缓步震荡走高，期间曾出现过多  
次异动走强，与上证 50、沪深 300 等权重类指数明显走弱出现显著背离的走势；临近月末，  
券商指数引领各权益类指数出现快速修复反弹，且涨幅逐日扩大、涨势延续至全月最后一个交  
易日。9 月券商指数创 2015 年以来最大月度涨幅，月末收盘创近三年来新高。

中信二级行业指数证券 II 全月上涨 38.61%，跑赢沪深 300 指数 17.64 个百分点；与 30  
个中信一级行业指数相比，排名第 2 位，环比上升 7 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 41.20%，环比显著扩大；共成交 6293.58 亿元，环  
比+89.04%，明显放量。

图 1：2024 年 9 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 38.61%



资料来源：Wind、中原证券研究所

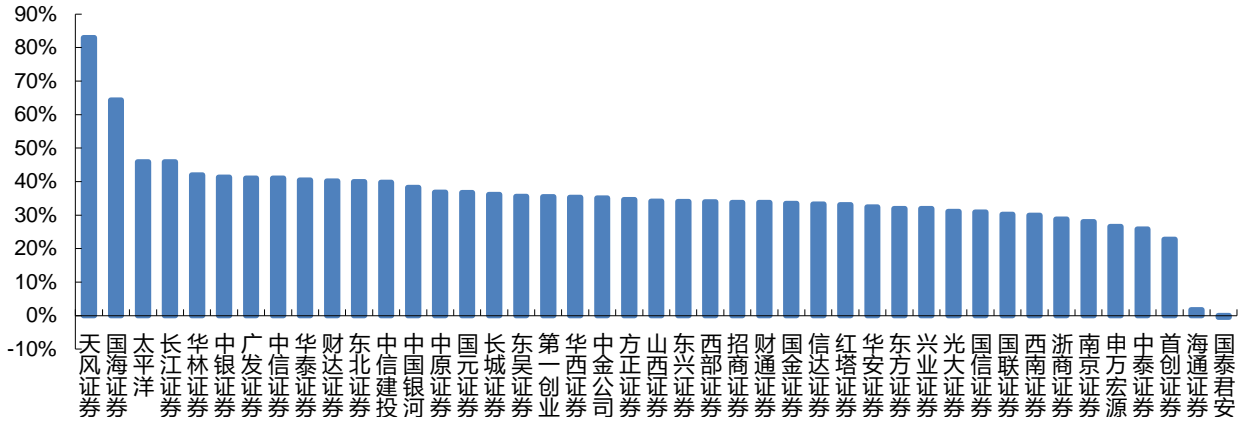
### 1.2. 9 月券商板块呈现全面反弹修复，且个股的涨幅普遍较大

2024 年 9 月，43 家单一证券业务上市券商中共有 42 家实现上涨，环比+39 家。其中，  
涨幅前 10 位分别为天风证券（82.92%）、国海证券（64.29%）、太平洋（45.91%）、长江证  
券（45.86%）、华林证券（41.92%）、中银证券（41.26%）、广发证券（41.05%）、中信证券  
（41.01%）、华泰证券（40.38%）、财达证券（40.14%）；出现下跌的为月初重组停牌的国泰  
君安（-0.41%）。9 月共 12 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，环比-3 家，占比 27.91%。

9 月券商板块呈现全面反弹修复，且个股的涨幅普遍较大。其中，头部券商延续强势表  
现，大多数个股处于板块涨跌幅的上半分位，中信证券、华泰证券等龙头个股处于板块涨幅的  
前列，是券商指数创 2015 年以来最大月度涨幅的核心中军，因重组事项月初即停牌的国泰君  
安、海通证券处于板块涨幅的末尾，在一定程度上抑制了券商指数的月度涨幅；中小及弹性券  
商本月全面活跃，个别个股阶段性受到市场活跃资金的重点关注出现了显著超越板块平均的涨

幅，大多数个股的涨幅则相对较为接近。9月券商板块出现趋同走势，结构性行情相对较为淡化，修复性普涨的特征较为明显。

图 2：2024 年 9 月券商板块个股涨跌幅

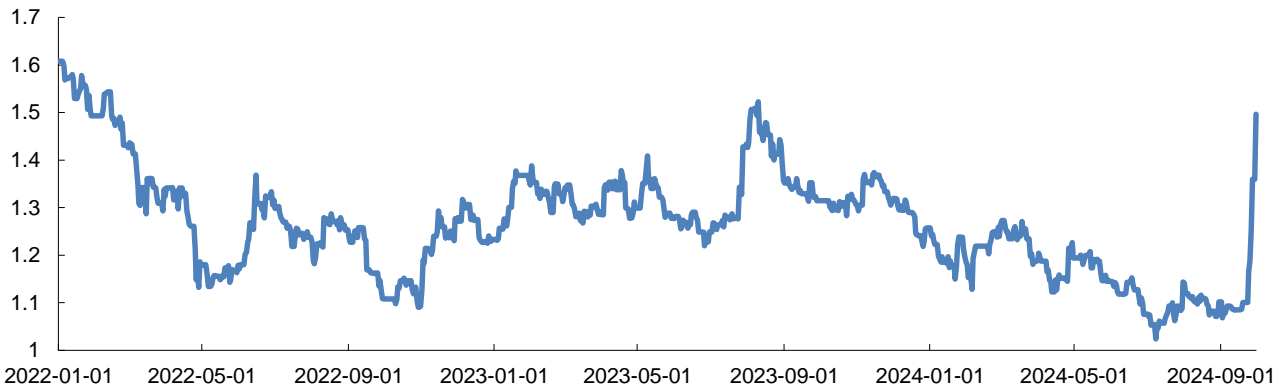


资料来源：Wind、中原证券研究所

### 1.3. 2024 年 9 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.068-1.496 倍

2024 年 9 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.496 倍，最低为 1.068 倍，P/B 震荡区间的上限环比显著提高、下限环比微幅降低。截至 2024 年 9 月 30 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.496 倍，板块估值在月末几个交易日内实现了快速修复，并接近 2016 年以来板块 1.55 倍的平均估值。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 9 月券商板块平均 P/B



资料来源：Wind、中原证券研究所

## 2. 影响 2024 年 9 月上市券商月度经营业绩的核心要素

### 2.1. 权益实现明显反转、固收冲高大幅回落

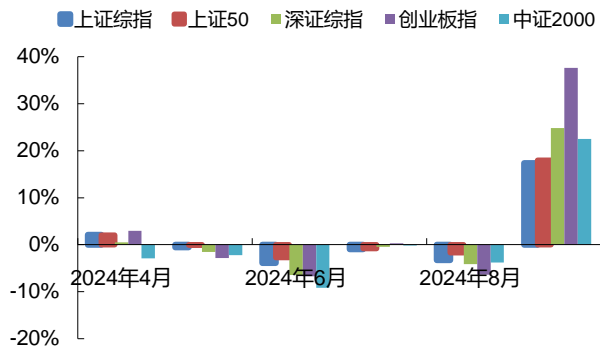
2024 年 9 月各主要权益类指数上中旬延续弱势表现且再创本轮调整新低，并进一步逼近 2 月初的年内低点；进入中下旬，各主要指数逐步止跌企稳；临近月末，各主要权益类指数同步出现快速反弹，且普遍创年内收盘新高并实现了较大幅度上涨，趋势上实现了明显反转。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数上中旬明显转弱，特别是上证 50 指数一度出现较为明显的补跌并快速逼近 2 月初低点，但在下旬的快速反弹中再度明显转强，全月创 2015 年 5 月以来最大月度涨幅；代表赛道类成长风格的创业板成分指数上中旬在低位横向窄幅震荡，并未创出新低，下旬的反弹领涨各权益类指数，全月创 2010 年开板以来最大月度涨幅，短线格局快速转强；代表小微市值风格的中证 2000 指数上中旬仍有走弱，临近下旬一度出现破位下跌并再创调整新低，下旬同步出现快速反弹并创 2015 年 6 月以来最大月度涨幅，反弹力度虽然强于价值类指数但明显弱于创业板成分指数，整体弹性尚待进一步激活。

具体指数涨跌幅为：上证指数上涨 17.39%、深证综指上涨 24.82%、上证 50 指数上涨 17.99%、沪深 300 指数上涨 20.97%、创业板指上涨 37.62%、中证 500 指数上涨 23.80%、中证 2000 指数上涨 22.49%。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由于对冲端中证 500、中证 1000 股指期货的涨幅大于中小市值股票现货端的涨幅，且普遍由前期的贴水转为升水，月内投资收益的展望较为负面；方向性业务方面，各权益类指数于月末出现反转走势，反弹的速度快、幅度大，并未给予上市券商足够的决策时间，且月内振幅明显加大，并不利于方向性业务的操作，预计年内审慎开展权益方向性业务的上市券商较难有效把握突如其来的投资机会，部分年内坚持开展权益方向性业务的公司则有望实现减亏、甚至转为盈利。预计 9 月上市券商权益类自营业务的分化将会加剧，能否准确判断市场行情性质、能否快速决策并扩大方向敞口是关键。

9 月固定收益类指数上中旬再度回归强势单边上涨趋势，并同步创出历史新高，月内涨幅一度明显扩大。临近月末，受消息面以及权益市场快速反弹的影响，固收指数出现快速调整并将月内涨幅尽数回吐，高位震荡明显加剧。其中，十年期国债期货指数下跌 0.34%，月线两连阴；中证全债（净）指数上涨 0.02%。9 月固收市场于月末出现明显波动，整体经营环境快速降温。

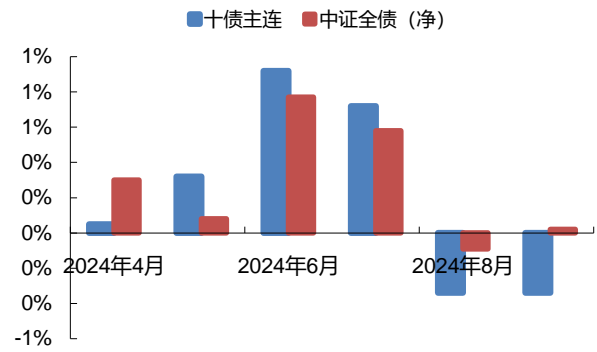
整体看，9 月固收自营冲高后快速回落，权益自营方向性业务较难有效把握投资机会，上市券商自营业务的环比展望仍难言乐观，上市券商月度投资收益将出现明显分化。

图 4：各主要权益类指数涨跌幅



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5：十债主连、中证全债（净）指数涨跌幅



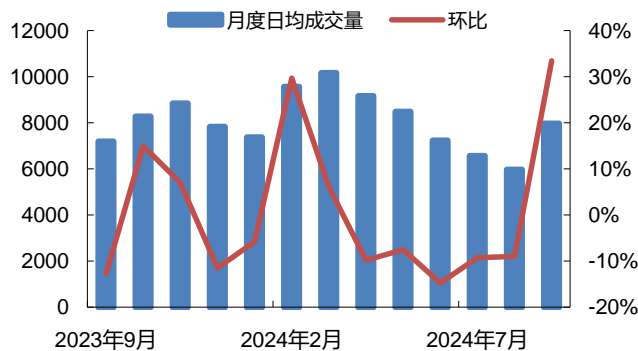
资料来源：Wind、中原证券研究所

## 2.2. 经纪业务景气度快速回暖

2024年9月全市场日均股票成交量为 7972 亿元，环比+33.5%，同比+10.9%；月度股票成交总量为 15.15 万亿元，环比+15.3%，同比+5.3%。

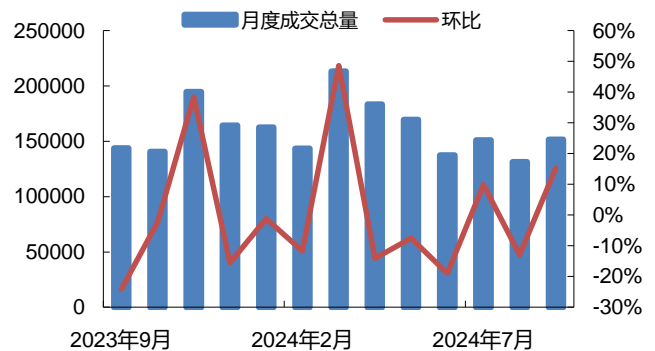
9月上中旬在权益指数弱势再创新低的过程中，市场整体情绪仍较为低迷，全市场日均股票成交量出现进一步萎缩。临近月末，各主要权益类指数快速且具备持续性的反弹较为有效地激活了市场的做多情绪，日均股票成交量快速回升，并于最后一个交易日创 2.6 万亿的历史天量。受此影响，虽然存在节假日因素导致交易日减少，但月度全市场成交总量环比、同比均实现回升，月度日均成交量在连续 5 个月下滑后快速回升，9 月经纪业务景气度快速回暖。

图 6：月度日均成交量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 7：月度成交总量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

## 2.3. 两融余额企稳回升，但日均余额降幅仍有扩大

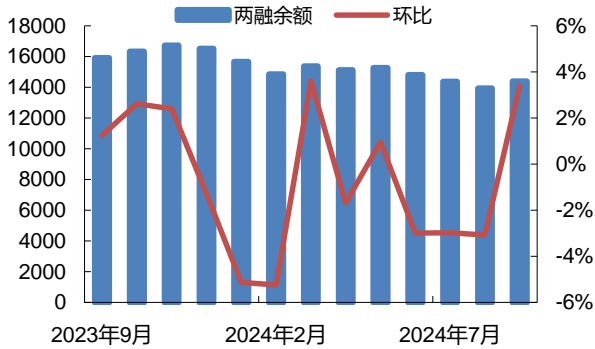
截至 2024 年 9 月 30 日，全市场两融余额为 14401 亿元，环比+3.4%，同比-11.4%。

截至 9 月底，2024 年两融日均余额为 14947 亿，较 2023 年两融日均余额 16058 亿元-6.9%，降幅环比持续扩大。



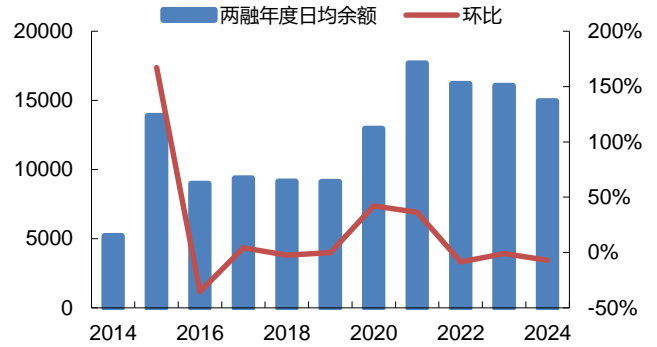
9月最后几个交易日在权益市场快速回暖的带动下，两融余额实现企稳回升，但幅度尚不明显，且上中旬两融余额延续了阴跌趋势一度再创年内新低，导致年内两融日均余额的同比降幅进一步扩大，9月两融业务延续对上市券商单月经营业绩的负向边际贡献。

图 8：月末两融余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 9：两融年度日均余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

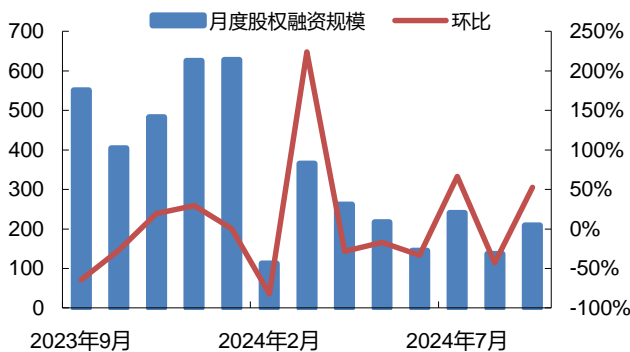
#### 2.4. 投行业务总量环比有望持稳

股权融资方面，2024年9月股权融资规模为209亿元，环比+52.6%，同比-62.1%。

债权融资方面，2024年9月行业各类债券承销金额为12201亿元（按发行日），环比+20.1%，同比+3.3%。

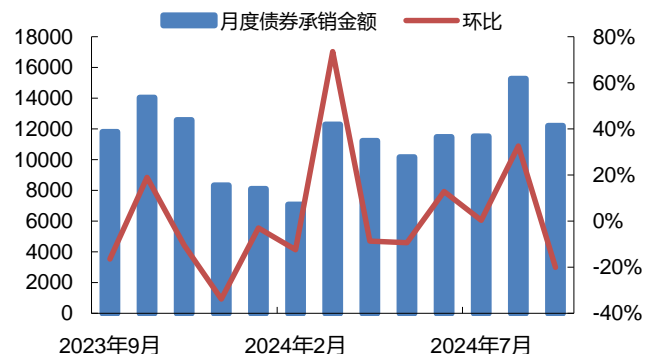
9月虽然IPO规模环比持平，增发规模仍有较大幅度下滑，但得益于可转债、可交债环比明显放量，行业股权融资规模环比明显回升，绝对额仍维持在近年来的月度低位水平；行业各类债券承销金额环比出现一定幅度的回落，但总量维持在万亿元以上的高位水平。由于股权融资规模实现回升、债权融资规模虽有下滑但维持年内相对高位，预计9月行业投行业务总量环比有望持稳。

图 10：月度股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 11：月度各类债券承销金额（按发行日，亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

### 3. 上市券商 10 月业绩前瞻

**自营业务：**进入 10 月以来，各主要权益类指数节假日后开盘首日出现较大幅度高开，高开点位创近年来新高，但高开后出现低走，随即出现一波回落调整，对 9 月下旬以来的快速、明显修复进行了修正；临近下旬，各权益类指数再度明显走强，但波动明显收敛，且分化现象再现，短周期内强弱明显易位。截至目前，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数高开回落后再度走强的力度相对偏弱，中旬以来维持横向震荡整理格局，全月暂出现小幅下跌；代表赛道类成长风格的创业板成分指数月中走强的力度明显强于价值类指数，但下旬以来同步呈现横向窄幅震荡，指数波动率显著收敛，全月暂出现微幅上涨；代表小微市值风格的中证 2000 指数在回落调整后快速企稳，并缓步震荡走强，目前已接近节假日后的高开点位，创反弹新高之势呼之欲出，短周期格局明显转强，但指数波动同步其他权益指数出现收敛、弹性仍尚未释放。

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对冲端中证 500、中证 1000 股指期货的涨幅小于中证 500、中证 1000 指数现货端的涨幅，中证 500、中证 1000 股指期货也由假期前后的升水再度转为贴水，叠加指数波动率逐步回归常态水平，月内投资收益的展望较为乐观。方向性业务方面，节后各权益类指数的回落修正为上市券商判断行情性质、是否重启方向性权益自营或者扩大方向敞口提供了决策时间；虽然下半月以来权益市场由全面普涨转为板块轮动，但整体维持强势、市场仍保持较高的活跃度，方向性业务的操作机会仍较多、操作空间仍较大，方向性权益自营的整体经营环境依然保持在近年来的较佳水平。预计 10 月上市券商权益类自营业务整体有望实现较好的投资收益。

10 月以来固定收益类指数并未延续 9 月末的快速调整，趋势由前期的单边强势上涨转为区间震荡，整体仍较为强势。截至目前，十债主连对上月末的单日跌幅进行完全修正，全月再度实现上涨；中证全债（净）指数走势相对弱势，近日再探月初调整低点，全月出现小幅下跌，行业固定收益类自营业务的经营环境明显降温，预计上市券商固收自营较难实现月度投资收益的增量，但整体持稳。

整体看，10 月权益自营有望实现较好的投资收益，固收自营有望保持相对平稳，上市券商自营业务的月度投资收益环比有望实现增长。

**经纪业务：**10 月节假日后首个交易日，全市场日均成交量再创 3.5 万亿的历史天量，随后虽有明显回落，但日均成交量普遍维持在近年来的高位水平，且暂未出现持续性的缩量迹象。整体看，虽然各权益类指数由节假日前后的快速上涨转为强势震荡整理，但市场交投活跃度依然保持在近年来的新高位置。截至目前，10 月全市场日均股票成交量达到近年来新高，即使存在节假日因素，全市场股票成交总量环比也将实现较大幅度回升，并将创年内新高，行业经纪业务景气度在前三季度持续回落后，有望于 10 月迎来反转。

**两融业务：**10 月节假日后两融余额实现了相对快速的增长，并于近日超越年初 1.66 万亿的高点创出年内新高，一是两融客户对权益市场行情有了更加准确的判断；二是随着权益市场

的上涨，两融客户的操作空间逐步加大；三是新增两融客户阶段性增多。预计 10 月两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献将由负转正，贡献度将明显扩大，两融年度日均余额的同比降幅环比将明显收窄。

**投行业务：**由于存在节假日因素，截至目前 IPO 规模环比有所下滑，增发规模虽有明显增长，但可转债、可交债环比明显缩量，预计 10 月行业股权融资规模环比将再度降至年内的低位水平。受传统淡季影响，截至目前行业各类债券承销金额降至万亿以下，预计 10 月仍将出现一定幅度的下滑。10 月股权融资规模、债权融资规模同步出现下滑，预计行业投行业务总量环比将出现下滑。

**整体经营业绩：**综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 10 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望实现进一步改善。

#### 4. 投资建议

10 月以来券商指数节假日后跟随各权益类指数高开后回落，对前期较快、较大的涨幅进行修正，但修正幅度明显小于价值类指数；月中再度走强后，至今在本波反弹修复的相对高位进行横向窄幅震荡整理，整体表现较为强势。券商板块的平均 P/B 节假日后首个交易日一度达到 1.65 倍，在突破 2016 年以来板块平均 P/B（1.55 倍）的同时创近三年来新高，随后虽有回落，但也维持在 1.50 倍左右震荡，小幅低于 2016 年以来的平均估值水平。

10 月 18 日，中国人民银行与证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，正式启动非银机构互换便利操作。操作要素方面，互换期限 1 年，可视情展期。互换费率由参与机构招投标确定。可用质押品包括债券、股票 ETF、沪深 300 成分股和公募 REITs 等，折扣率根据质押品风险特征分档设置。通过这项工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票 ETF 的投资和做市。

同日，中国证监会已经同意中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券、华夏基金、易方达基金、嘉实基金等 20 家公司开展互换便利操作。

在政策面的持续强驱动下，权益市场阶段性实现明显反转，证券行业的整体经营环境正处于近年来的景气高位，四季度行业的盈利能力有望较前三季度实现较为明显的改善。近日券商指数在前期快速上涨后保持强势震荡修正，“右侧”的特征已较为显著，仍是布局券商板块的较好时机。在充分换手整固后，伴随着行业基本面的改善，券商板块有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位；即使在震荡整固的过程中，券商板块内也有望保持较好的结构性行情，积极保持对券商板块的持续关注。在行业基本面及板块估值整体实现持续修复的背景下，板块内的个股均有阶段性投资机会，关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的中小券商。



风险提示：1.固收市场波动导致证券行业基本面改善的程度不及预期；2.股价短期波动风险；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。