

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

券商板块 2024 年 11 月回顾及 12 月前瞻

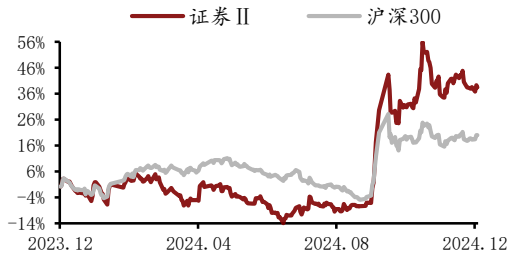
——券商板块月报

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 12 月 27 日



资料来源：聚源、中原证券研究所

相关报告

《证券 II 行业年度策略：经营环境转暖，盈利预期向上》 2024-12-05

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 10 月回顾及 11 月前瞻》 2024-11-27

《证券 II 行业月报：券商板块 2024 年 9 月回顾及 10 月前瞻》 2024-10-29

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

- **券商板块 2024 年 11 月行情回顾：**11 月券商指数上旬再创本轮反弹修复新高，但中下旬持续震荡回落，月末出现翘尾行情。中信二级行业指数证券 II 全月上涨 4.37%，跑赢沪深 300 指数 3.71 个百分点。11 月券商板块涨多跌少，但分化现象有所加剧，板块平均 P/B 的震荡区间提升至 1.471-1.723 倍。
- **影响上市券商 2024 年 11 月月度经营业绩的核心要素：**(1) 权益冲高回落、固收震荡走强，自营业务环比有望保持相对稳定。(2) 全市场日均成交总量创历史新高，经纪业务景气度回升至近年来高位。(3) 两融余额实现进一步回升，两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献度有所收窄。(4) 股权、债权融资规模同步出现明显回升，行业投行业务总量回升至年内高位。
- **上市券商 12 月业绩前瞻：**自营：各主要权益类指数在保持横向窄幅震荡的同时，分化现象有所加剧，短期强弱再度明显易位；固定收益类指数涨势明显增强、涨幅持续扩大。整体看，权益自营环比将有所承压，固收自营的景气度达到全年顶峰，上市券商自营业务有望稳中有升。经纪：全市场日均股票成交量有所下滑，行业经纪业务景气度仍有望维持在近年来的相对高位水平。两融：两融余额仍有小幅走高，预计两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的正向贡献。投行：股权融资规模进一步回升、债权融资规模维持高位，预计行业投行业务总量将回升至年内的次高位。整体经营业绩：综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 12 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望稳中有升，单月经营业绩总额有望保持在年内高位。
- **投资建议：**12 月以来券商指数横向窄幅震荡整理，板块的平均 P/B 集中在 1.50-1.60 的区间内，围绕 2016 年以来 1.55 倍的板块平均估值上下波动。展望 2025 年，证券行业的整体经营环境有望持续回暖，证券行业有望进入新一轮上升周期。目前券商指数已进入震荡整固期，静待下一轮上涨周期的开启。在充分换手整固后，伴随着市场情绪的回升以及行业基本面的改善，券商板块未来有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位，积极保持对券商板块的持续关注。建议关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的券商、财富管理业务较为突出以及权益方向敞口规模较大的券商。

风险提示：1.权益及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 11 月券商板块行情回顾

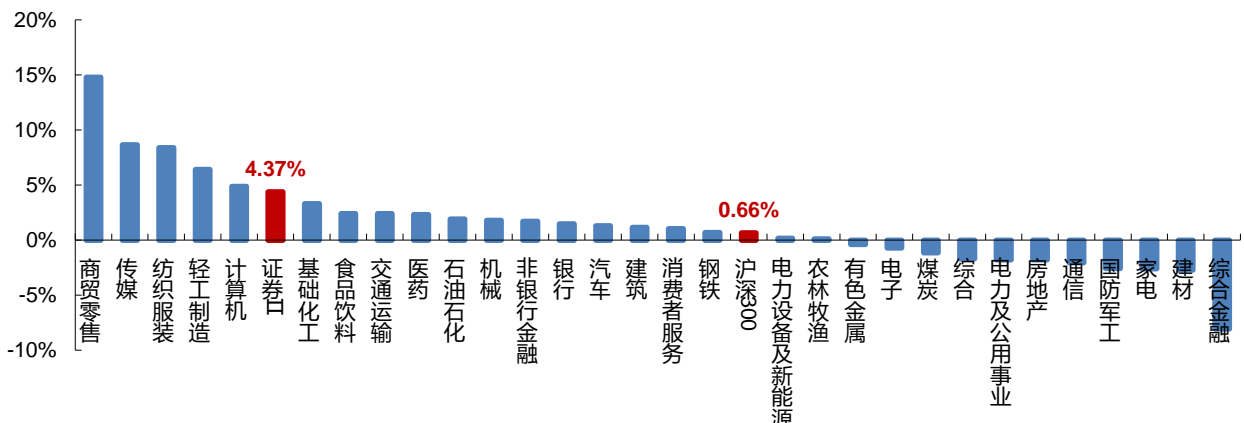
1.1. 11 月券商指数上旬再创本轮反弹修复新高，但中下旬持续震荡回落

2024 年 11 月券商指数上旬再度明显走强，领先各权益类指数突破国庆节假期后的高点，创本轮反弹修复新高，并创近四年来新高；但进入中旬后，券商板块明显缩量、券商指数快速转弱，并出现持续震荡回落，回落延续至下旬，一度将上旬涨幅完全回吐；临近月末，券商指数止跌企稳，并出现翘尾行情。11 月券商指数虽然冲高回落，但震荡区间仍保持在近年来的相对高位，整体表现依然较为强势。

中信二级行业指数证券 II 全月上涨 4.37%，跑赢沪深 300 指数 3.71 个百分点，连续第三个月实现上涨；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 6 位，环比上升 7 位。

中信二级行业指数证券 II 全月振幅为 21.09%，环比基本持平，延续较高的波动性；共成交 2.16 万亿元，环比+1.9%，维持较高的量能水平。

图 1：2024 年 11 月中信二级行业指数证券 II 涨跌幅为 4.37%



资料来源：Wind、中原证券研究所

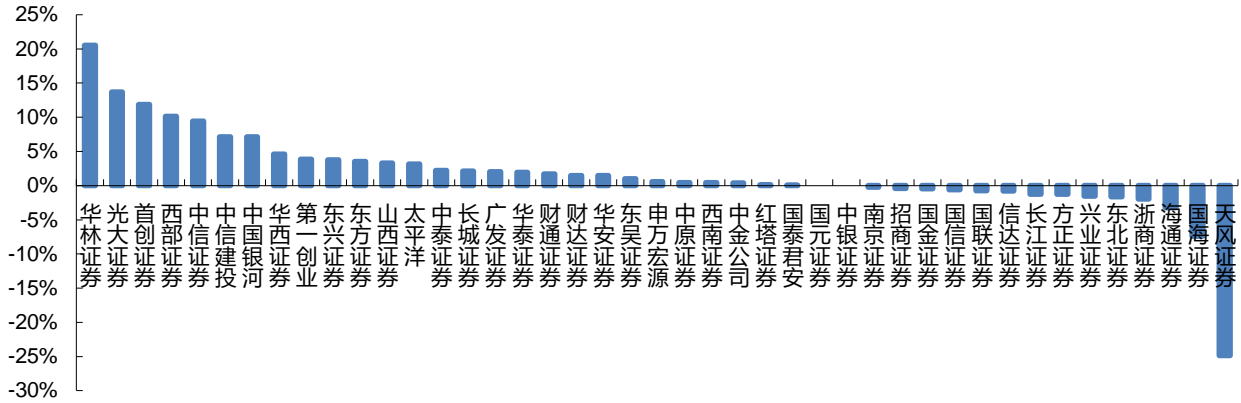
1.2. 11 月券商板块的分化现象有所加剧

2024 年 11 月，43 家单一证券业务上市券商中共有 27 家实现上涨，环比+17 家。其中涨幅前 5 位分别为华林证券 (20.53%)、光大证券 (13.69%)、首创证券 (11.85%)、西部证券 (10.12%)、中信证券 (9.43%)，跌幅前 5 位分别为天风证券 (-24.84%)、国海证券 (-7.40%)、海通证券 (-3.22%)、浙商证券 (-1.93%)、东北证券 (-1.64%)。11 月共 8 家上市券商的月度表现跑赢券商指数，环比+3 家，占比 18.6%。

11 月券商板块涨多跌少，但分化现象有所加剧。其中，头部券商、特别是龙头券商延续强势表现，中信证券连续第三个月处于板块月度涨幅的前列，对券商指数的拉动效应明显，其他头部券商虽然表现分化，但整体处于板块涨跌幅的上半分位；中小及弹性券商的表现更为分化，个别个股阶段性受到市场活跃资金的关注处于板块涨幅前列，但个别上月较为活跃的个股

本月则逆市领跌板块，大部分中小上市券商处于小幅上涨或小幅下跌的分化状态。11月券商板块结构性行情的力度明显转弱、范围明显收窄。

图 2：2024 年 11 月券商板块个股涨跌幅

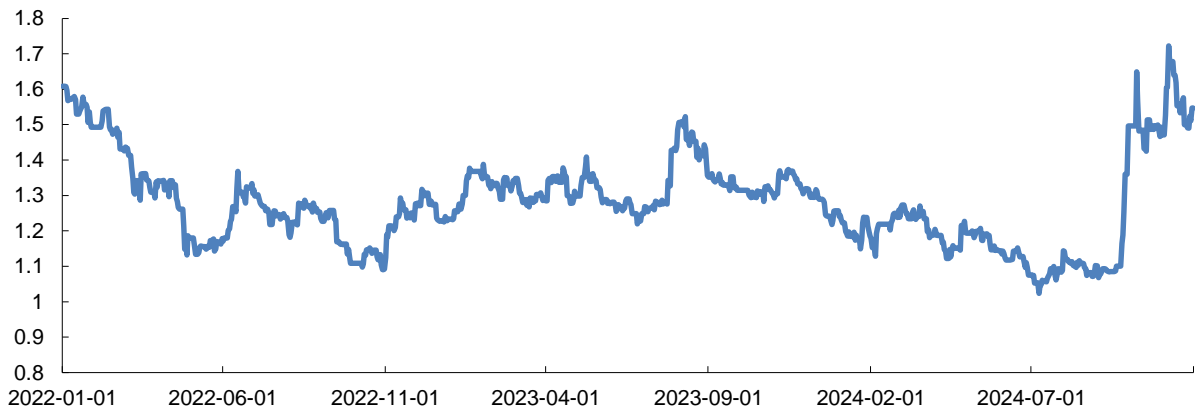


资料来源：Wind、中原证券研究所

1.3. 2024 年 11 月券商板块平均 P/B 的震荡区间为 1.471-1.723 倍

2024 年 11 月券商板块的平均 P/B 最高为 1.723 倍，最低为 1.471 倍，P/B 震荡区间的上限及下限同步提高。截至 2024 年 11 月 29 日收盘，券商板块的平均 P/B 为 1.547 倍，继续在 2016 年以来板块 1.55 倍平均估值的附近波动。

图 3：2022 年 1 月-2024 年 11 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 11 月上市券商月度经营业绩的核心要素

2.1. 权益冲高回落、固收震荡走强

2024 年 11 月各主要权益类指数上中旬同步走强并向国庆节假期后的反弹高点发起挑战，与之前的快速上涨不同，各权益类指数上旬采用震荡上涨的方式，涨势较为温和；进入中

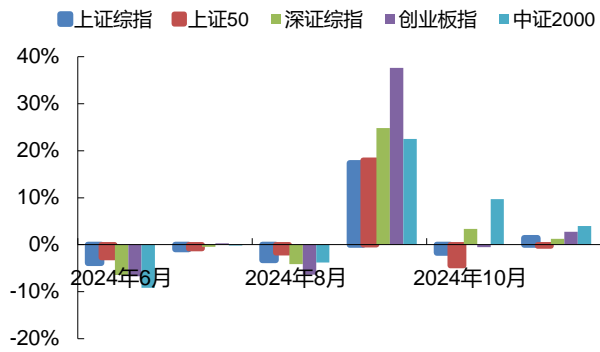
旬后，各权益类指数陆续再度出现回落调整，并延续至月末；同时，各主要权益类指数间保持着较为明显的分化，前期强弱明显易位的格局得以延续。其中，代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数上旬再度走强持续的时间最短、走强的高度最低，中下旬后回落调整的深度最深、并跌破 10 月上旬的低点再创调整新低，短线格局一度最为弱势；代表赛道类成长风格的创业板成分指数走强的时间持续至月中，走强的力度明显强于价值类指数，高点已较为接近国庆假期后的反弹高点，下半月回落虽略创新低但幅度有限，短线格局暂时相对强势；代表小微市值风格的中证 2000 指数上半月延续震荡走高的短线趋势，连续走强并突破国庆节假期后的高点再创本轮反弹修复以来新高，下半月虽有一定回落但整体在相对高位震荡，并未出现持续性的走弱，短线格局在各权益类指数中最为强势、指数弹性明显增强。

具体指数涨跌幅为：上证指数上涨 1.42%、深证综指上涨 1.26%、上证 50 指数下跌 0.31%、沪深 300 指数上涨 0.66%、创业板指上涨 2.75%、中证 A500 指数上涨 0.12%、中证 1000 指数上涨 1.18%、中证 2000 指数上涨 3.96%。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 股指期货的走势弱于股票现货组合的走势，同时股指期货保持贴水且波动率已回归至常态水平，月内投资收益的展望较为乐观。方向性业务方面，价值类板块走势偏弱，成长类板块轮动速度加快、持续性不佳，而中小市值题材类方向机构的参与度相对较低。虽然权益市场整体仍维持相对强势、保持较高的活跃度，但上市券商方向性权益自营的操作难度明显加大。此外，权益市场冲高回落保持较高的波动率，指数化投资也较难实现良好收益。预计 11 月上市券商权益类自营业务环比将有所下滑，且上市券商间将出现明显的投资业绩分化。

11 月固定收益类指数重回单边上涨的趋势。其中，十年期国债期货指数缓步震荡走高，月末再创历史新高，全月上涨 1.08%，创年内最大单月涨幅；中证全债（净）指数上半月同步走高，但月中有所回落，月末涨势加快，全月收涨 0.80%，但与历史新高尚有一定距离。11 月固收指数间的分化明显减弱，行业固定收益类自营业务的经营环境再度升温，固定收益类自营业务环比将实现明显改善，并将贡献上市券商月度投资收益的主要增量。

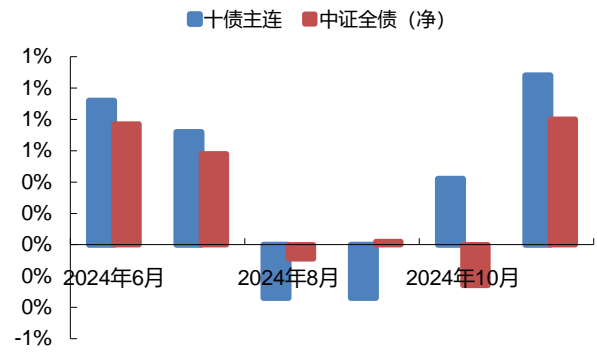
整体看，11 月权益自营环比将有所下滑，固收自营环比将实现改善，上市券商自营业务的月度投资收益总额环比有望保持相对稳定。

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



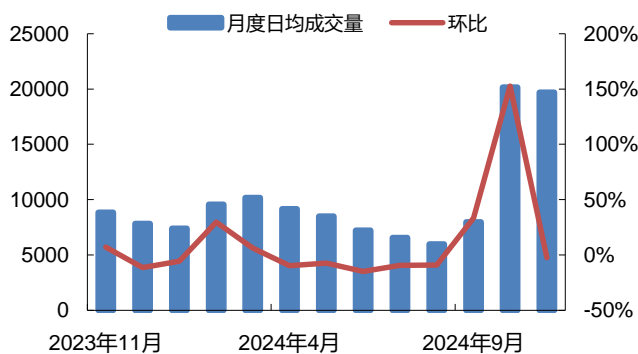
资料来源：Wind、中原证券研究所

2.2. 经纪业务景气度回升至近年来的高位

2024 年 11 月全市场日均股票成交量为 19680 亿元，环比-2.3%，同比+122.45%；月度股票成交总量为 41.33 万亿元，环比+13.94%，同比+112.33%。

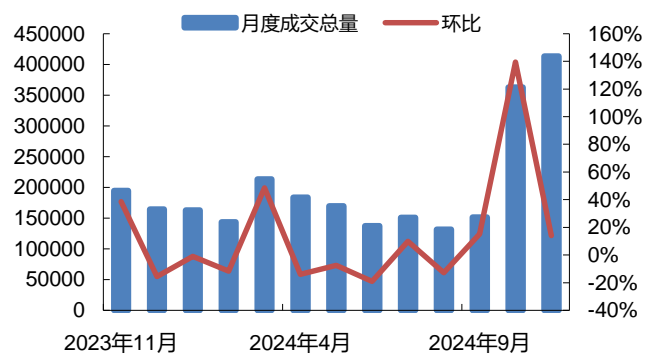
11 月上中旬在各权益类指数同步走强的过程中，市场成交呈现持续放量，峰值量能曾达到 2.73 万亿的历史次高位。下半月伴随着各权益类指数再度步入调整，市场成交明显缩量，但仍能维持在 1.5 万亿上方波动，市场交投活跃度保持在 A 股的历史新高位置。受此推动，虽然 11 月日均股票成交量略有回落，但得益于环比增加 3 个交易日，全市场月度股票成交总量创历史新高。考虑到近年来行业平均净佣金率降幅明显，行业经纪业务景气度虽然难以触及历史新高，但也将回升至近年来的高位水平。

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. 两融余额实现进一步回升

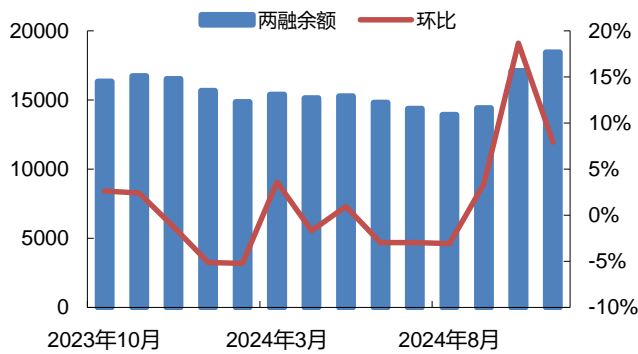
截至 2024 年 11 月 29 日，全市场两融余额为 18444 亿元，环比+7.9%，同比+13.0%。

截至 11 月底，2024 年两融日均余额为 15362 亿，较 2023 年两融日均余额 16058 亿元-

4.33%，降幅环比进一步明显收窄。

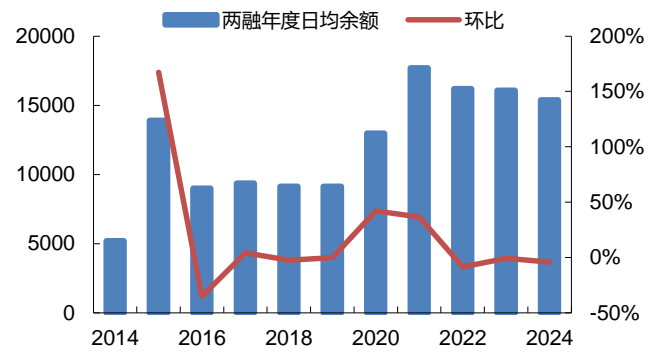
11月上中旬两融余额在各权益类指数走强的背景下实现进一步回升，总量回升至1.8万亿上方，已接近2021年1.9万亿的历史次高点。中下旬两融余额维持在1.8万亿上方窄幅波动，并未跟随权益市场调整而出现持续性的回落，显示目前行业两融客户的持股心态较为稳定，愿意承担一定的市场波动。11月两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的正向贡献，但边际贡献度有所收窄。

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

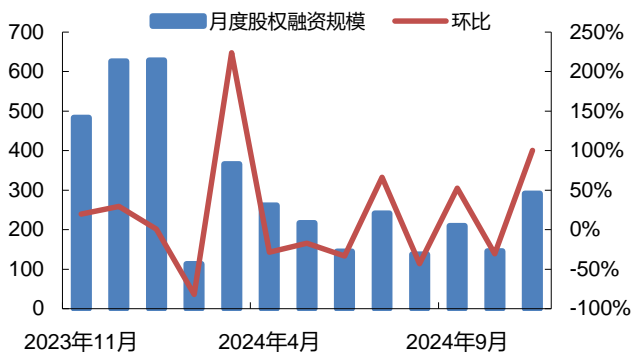
2.4. 投行业务总量回升至年内高位

股权融资方面，2024 年 11 月股权融资规模为 291 亿元，环比+100.3%，同比-39.8%。

债权融资方面，2024 年 11 月行业各类债券承销金额为 16274 亿元（按发行日），环比+67.4%，同比+29.4%。

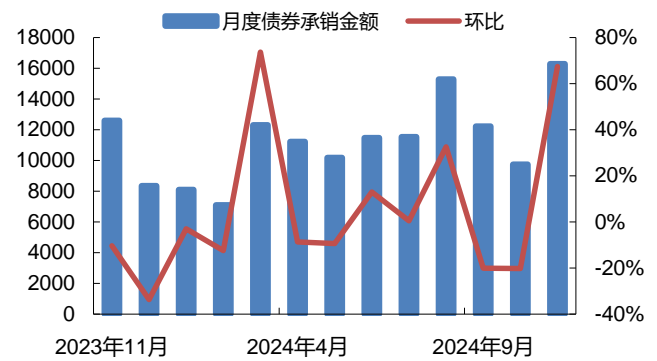
11 月 IPO 规模保持平稳，包括定向增发、可转债在内的再融资规模环比明显放量，行业股权融资规模环比出现较大幅度回升，且总量回升至年内的相对高位。行业各类债券承销金额环比、同比均实现明显增长，并再创年内月度债权融资规模新高。11 月股权融资、债权融资规模同步出现明显回升，行业投行业务总量回升至年内高位。

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 12 月业绩前瞻

自营业务: 进入 12 月, 各主要权益类指数上旬同步小幅走强, 在陆续见高后, 各权益类指数于月中同步回落; 下半月以来, 各主要权益类指数在保持横向窄幅震荡的同时, 分化现象有所加剧, 短期强弱再度明显易位。截至目前, 代表价值类风格的上证 50 指数、沪深 300 指数在上旬小幅走强、月中回落后, 下半月以来缓步震荡走高, 短期格局由前期的最为弱势逐渐转强; 代表赛道类成长风格的创业板成分指数全月保持横向震荡, 波动幅度明显收敛, 短线格局有所转弱; 代表小微市值风格的中证 2000 指数上半月延续了前期的强势, 突破 11 月的高点再度刷新本轮反弹修复以来新高, 但下半月以来趋势快速转弱, 连续出现较大幅度的单日调整, 并将上半月创新高的涨幅完全回吐, 短线格局由前期的最为强势快速转弱, 指数波动率则尚未同步其他权益类指数出现明显收敛, 仍保持着较高的指数弹性。

上市券商权益类自营业务中, 截至目前, 以市场中性策略为代表的量化投资对冲端中证 500 股指期货的走势略强于股票现货组合的走势, 中证 1000 股指期货的走势略弱于股票现货组合的走势, 且均保持贴水状态, 全月投资收益有望维持相对稳定。方向性业务方面, 下半月以来以银行为代表的高股息板块在相对沉寂一段时间后于年末再度明显走强, 以人工智能产业链为代表的成长、题材类板块在上半月短暂活跃后, 下半月集体进入快速退潮期。除个别高股息板块外, 月内市场热点的持续性普遍不强, 板块切换速度快, 对节奏把握及方向判断的要求高, 上市券商方向性权益自营的操作难度进一步加大; 此外, 由于各主要权益类指数波动明显收敛, 且无明显的方向趋势, 指数化投资也较难实现良好收益。预计 12 月上市券商权益类自营业务环比将有所承压, 且上市券商间将保持分化。

12 月以来固定收益类指数上旬延续了缓步震荡走高的趋势, 但进入中旬涨势明显增强, 涨幅持续扩大。截至目前, 十年期国债期货指数在中旬出现跳空上涨后, 持续创出历史新高, 全月有望刷新年内最大月度涨幅的记录; 中证全债 (净) 指数前期走势偏弱, 12 月明显转强, 连续多日出现跳空且幅度较大的上涨, 同步十年期国债期货指数连续刷新历史新高, 并有望创出年内最大月度涨幅。12 月行业固定收益类自营业务的经营环境进一步升温,

景气度于年末达到全年顶峰，并有望连续贡献上市券商月度投资收益的主要增量。

整体看，12 月权益自营环比将有所承压，固收自营的景气度达到全年顶峰，上市券商自营业务的月度投资收益总额环比有望在固收自营的带动下稳中有升。

经纪业务：12 月以来各权益类指数的涨跌幅收敛、波动率下降。同时，高股息板块再度走强，成长、题材类板块在经过两个月的修复反弹后内在调整需求逐步加大，叠加债券市场持续走强带来的股债“跷跷板”效应，共同导致市场交投活跃度出现一定回落。截至目前，12 月全市场日均股票成交量虽有下滑，但仍能够维持在 1.5 万亿上方波动，行业经纪业务景气度虽然同步有所回落，但仍有望维持在年内的次高位以及近年来的相对高位水平。

两融业务：12 月以来虽然市场交投活跃度有所回落，但两融余额仍有小幅走高，并一度接近 1.90 万亿元大关。截至目前，两融余额持续在 11 月底 1.84 万亿元上方窄幅波动，行业两融客户并未受到近期部分中小市值板块调整幅度有所加大的影响，持股心态仍较为稳定，且愿意承担一定的市场波动。预计 12 月两融业务将维持对上市券商单月经营业绩的正向贡献，但边际贡献度将进一步收窄，两融年度日均余额的同比降幅也有望持续收窄。

投行业务：股权融资方面，截至目前 IPO 规模稳中有升，且定向增发规模环比进一步放量，预计 12 月行业股权融资规模将在再融资的带动下实现进一步回升，总量有望回升至年内的次高位。债权融资方面，截至目前行业各类债券承销金额保持持续放量的态势，全月规模即使不能超越上月的年内高点，也有望维持在近年来的高位。11 月股权融资规模进一步回升、债权融资规模有望维持高位，预计行业投行业务总量将回升至年内的次高位水平。

整体经营业绩：综合目前市场各要素的最新变化，预计 2024 年 12 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩环比有望稳中有升，单月经营业绩总额有望保持在年内高位，实现完美收官。

4. 投资建议

12 月上旬券商指数跟随各主要权益类指数再度小幅走强，中下旬以来同步回落，维持横向窄幅震荡整理的趋势，且整理平台处于近年来反弹修复的相对高位。整体看，券商板块的调整仍较为良性、走势仍维持强势。12 月以来券商板块的平均 P/B 集中在 1.50-1.60 的区间内，围绕 2016 年以来 1.55 倍的板块平均估值上下波动。

12 月 14 日，证监会召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，结合全国金融系统工作会议要求，研究部署证监会系统贯彻落实工作。会议强调，这次中央经济工作会议对资本市场工作作出重要部署，充分体现了党中央对资本市场工作的高度重视和殷切期望。证监会系统要切实把握思路和方法聚焦到做好明年经济工作的总体要求和“五个统筹”上来，坚持稳中求进、以进促稳，认真落实全国金融系统工作会议要求，系统谋划抓好贯彻的务实举措，坚持办好资本市场的事，努力为经济持续回升向好积极贡献力量。

一是突出维护市场稳定这个关键。坚决落实“稳住楼市股市”重要要求，加强对融资融券、场外衍生品、量化交易等的针对性监测监管。二是更加有力有效服务经济回升向好。牢牢把握支持新质生产力发展这个着力点，更加精准有力支持扩投资促消费，夯实上市公司质量这个微观基础，加快推进多层次债券市场建设。三是着力提升监管效能。严厉打击欺诈发行、财务造假等违法违规行为。四是深化资本市场投融资综合改革。抓好推动中长期资金入市工作，推动股票发行注册制走深走实。

随着一揽子增量政策陆续推出并逐步显现出积极效应，宏观经济向好回升的内在动力更加强劲，市场各方的预期和信心明显增强，资本市场平稳健康高质量发展的基础得到进一步夯实。展望 2025 年，后续增量政策仍有望在合适的时机持续出台，证券行业的整体经营环境有望持续回暖，证券行业有望进入新一轮上升周期。

目前券商指数在创本轮反弹修复新高后已进入震荡整固期，静待下一轮上涨周期的开启；在震荡整固的过程中，券商板块内仍有望维持一定的结构性行情。在充分换手整固后，伴随着市场情绪的回升以及行业基本面的改善，券商板块未来有望向上挑战 2 倍 P/B 的近年来估值高位，板块内个股均有阶段性投资机会，积极保持对券商板块的持续关注。建议关注头部券商、个股估值明显低于板块平均估值的券商、财富管理业务较为突出以及权益方向敞口规模较大的券商。

**风险提示：1.权益及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。