

标配（维持）

料峭寒冬过，和煦春悄来

证券行业 2024 年上半年投资策略

2023 年 12 月 6 日

投资要点：

分析师：雷国轩

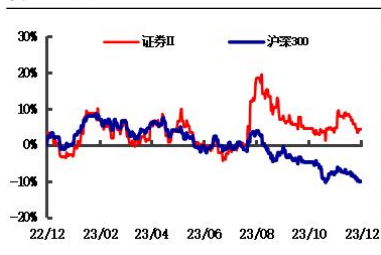
SAC 执业证书编号：

S0340521070001

电话：0769-22117626

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **1-11月证券行业跑赢沪深300指数。**2023年1-11月，SW证券行业上涨6.55%，跑赢同期沪深300指数16.25个百分点，涨幅在申万一级行业中排名第6。行业有94%的个股录得正收益，有6%的个股录得负收益。
- **经纪业务：交易费率下调，日均成交额有望维持高位运行。**1-11月，市场日均股基成交额为10003.48亿元，同比-3.38%，小幅超过万亿元但较上年同期小幅下滑。展望明年，在交易成本下调的趋势下，二级市场交易情绪有望提振，成交额有望维持高位运行。
- **投行业务：静待阶段性收紧的发行政策放宽。**1-11月，市场IPO募资总额3415.37亿元，同比-37.03%；再融资募资总额7303.55亿元，同比-23.84%。展望明年，若发行节奏恢复，股权融资规模有望反弹。
- **信用业务：促融资限融券政策推动下，两融余额有望企稳回升。**1-11月，证券行业日均两融余额为16001.14亿元，同比-1.48%。展望明年，政策上维持促融资限融券的节奏，两融余额有望企稳回升。
- **投资建议：**截至2023年12月5日，证券行业PB约1.34倍，低于行业三年估值中位数1.44，处于23.08%的三年历史分位，行业估值较低，具有一定上升空间。展望明年，交易费率下调有望促进成交额上升、发行政策有望放宽、中长期资金入市预期升温、两融业务政策持续发力，证券行业各项业务有望受益，市场行情有望持续回暖，从而刺激股基成交额、证券发行规模、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，证券行业整体趋势向好。继续给予行业“标配”评级，建议关注中信证券（600030），中金公司（601995），广发证券（000776），东方财富（300059），华泰证券（601688），国泰君安（601211），中国银河（601881），海通证券（600837），申万宏源（000166），招商证券（600999）。
- **风险提示：**宏观经济下行及利率波动风险；股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入下降；市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大；资本市场改革进展不及预期；公司治理机制变动风险；信用违约风险；行业监管趋严风险；行业竞争加剧风险。

目 录

1. 行情走势回顾	4
1.1 证券行业跑赢沪深 300 指数	4
1.2 行业内多数个股录得正收益	4
1.3 估值水平	5
2. 行业基本面回顾	5
2.1 前三季度自营投资收益同比大增带动行业业绩稳步提升	5
2.2 资产规模再创新高，前三季度 ROE 企稳回升	6
2.3 多数证券公司前三季度业绩表现靓丽	6
3. 券商业务展望	8
3.1 经纪业务：交易费率下调，日均成交额有望维持高位运行	8
3.2 投行业务：静待阶段性收紧的发行政策放宽	10
3.3 资管业务：管理费率下调，资管规模有望稳步提升	11
3.4 自营业务：恢复趋势良好，投资收益有望维持较高水平	12
3.5 信用业务：促融资限融券政策推动下，两融余额有望企稳回升	13
4. 活跃资本市场系列政策持续落地，证券行业受益	14
5. 投资策略	17
6. 风险提示	17

插图目录

图 1：2023 年 1-11 月行业涨跌幅（%）	4
图 2：2023 年 1-11 月个股涨幅榜（%）	4
图 3：2023 年 1-11 月个股跌幅榜（%）	4
图 4：SW 证券行业 PB 估值	5
图 5：证券行业业务收入情况（亿元）	5
图 6：2023 前三季度业务收入情况（亿元）	5
图 7：证券行业总资产和同比	6
图 8：证券行业净资产和同比	6
图 9：证券行业 ROE	6
图 10：证券行业杠杆倍数（倍）	6
图 11：证券行业经纪业务收入情况（亿元）	8
图 12：市场股基成交额（万亿元）	9
图 13：市场日均股基成交额（亿元）	9
图 14：行业佣金率情况（‰）	9
图 15：新发基金规模和数量情况（亿元）	9
图 16：证券行业投行业务收入情况（亿元）	10
图 17：市场 IPO 规模	10
图 18：市场再融资规模	10
图 19：证券公司承销债券总额情况（亿元）	11
图 20：证券公司承销债券只数情况	11
图 21：证券行业资管业务收入情况（亿元）	11
图 22：资管产品规模呈上升趋势	12
图 23：基金规模逐年上升	12
图 24：证券行业自营业务收入情况（亿元）	12
图 25：头部证券公司自营业务收入情况（亿元）	13

图 26：证券行业信用业务收入情况（亿元）	13
图 27：行业两融余额情况（亿元）	14
图 28：融资余额和融券余额情况（亿元）	14

表格目录

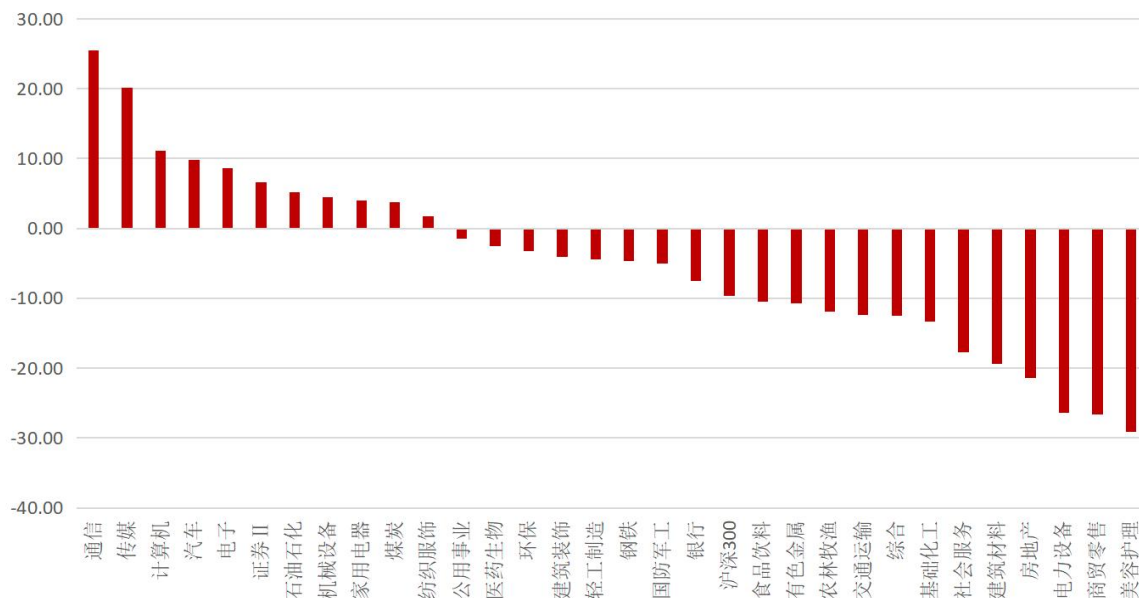
表 1：上市券商 2023 前三季度业绩情况	7
表 2：2023 年下半年以来活跃资本市场主要政策	15
表 3：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2023 年 12 月 5 日）	17

1. 行情走势回顾

1.1 证券行业跑赢沪深 300 指数

证券行业跑赢沪深 300 指数。2023 年 1-11 月，SW 证券 II 行业上涨 6.55%，跑赢同期沪深 300 指数 16.25 个百分点，涨幅在申万一级行业中排名第 6。

图 1：2023 年 1-11 月行业涨跌幅（%）

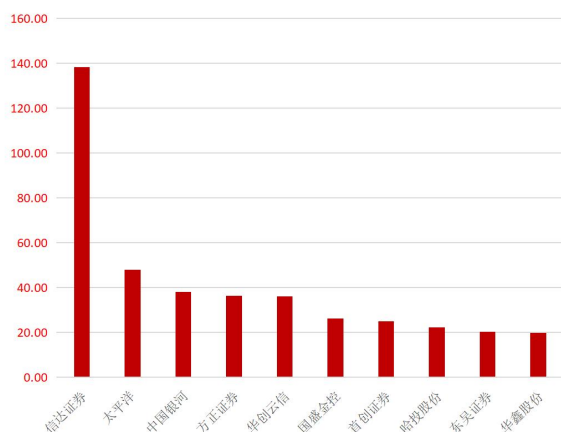


资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.2 行业内多数个股录得正收益

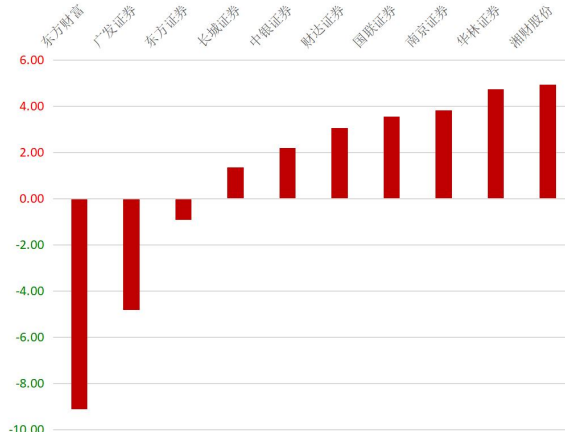
证券行业多数个股实现正收益。2023 年 1-11 月，SW 证券行业有 94% 的个股录得正收益，有 2% 的个股涨幅超过 50%，有 16% 的个股涨幅在 20%-50%，有 36% 的个股涨幅在 10-20%，有 40% 的个股涨幅在 0-10%，有 6% 的个股录得负收益。涨幅榜上，本年新上市的信达证券涨幅最高，上涨 138.24%，其次太平洋上涨 47.86%。跌幅榜上，仅东方财富、广发证券、东方证券三只个股下跌，跌幅分别为 9.12%、4.82%、0.91%。

图 2：2023 年 1-11 月个股涨幅榜（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

图 3：2023 年 1-11 月个股跌幅榜（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.3 估值水平

行业估值处于较低的历史分位。截至 2023 年 12 月 5 日，SW 证券行业 PB-MRQ 约 1.34 倍，低于行业三年估值中位数 1.44，处于 23.08% 的三年历史分位，行业估值较低，具有一定上升空间。

图 4：SW 证券行业 PB 估值



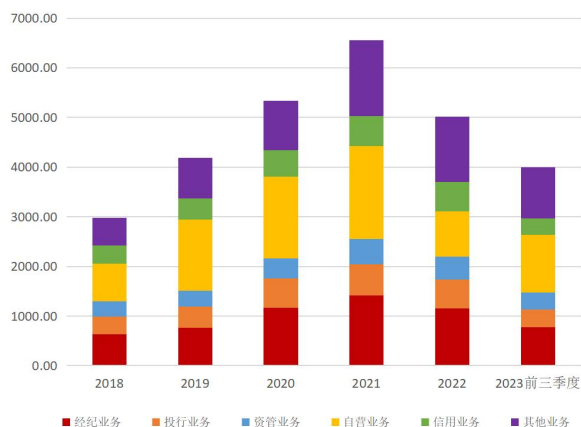
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

2. 行业基本面回顾

2.1 前三季度自营投资收益同比大增带动行业业绩稳步提升

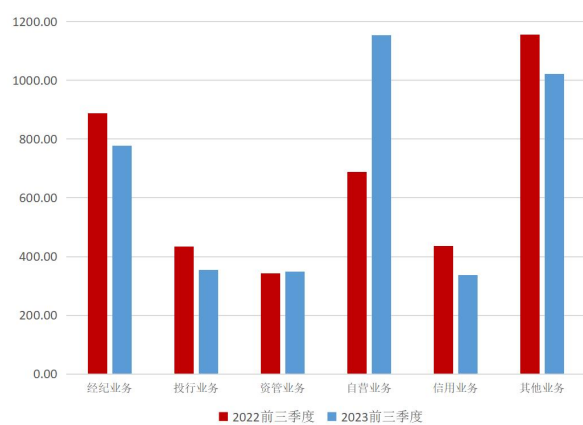
自营业务有望延续强势，其他业务静待修复。2023 前三季度，证券行业实现营收 3992.44 亿元，同比+1.19%。证券行业实现经纪业务手续费净收入 777.72 亿元，同比-12.47%；投行业务手续费净收入 354.01 亿元，同比-18.40%；资管业务手续费净收入 348.00 亿元，同比+1.32%；自营业务净收益 1153.79 亿元，同比+67.54%；信用业务利息净收入 337.71 亿元，同比-22.46%；其他业务净收入 1021.21 亿元，同比-11.62%。从五大主营业务看，前三季度经纪、投行、信用业务收入同比下滑，资管业务收入微涨，自营业务收入同比大增，行业业绩恢复主要得益于自营业务收入大幅增长。

图 5：证券行业业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6：2023 前三季度业务收入情况（亿元）

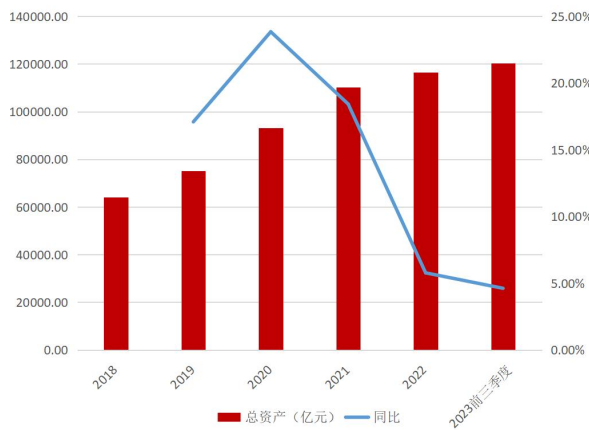


资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 资产规模再创新高，前三季度 ROE 企稳回升

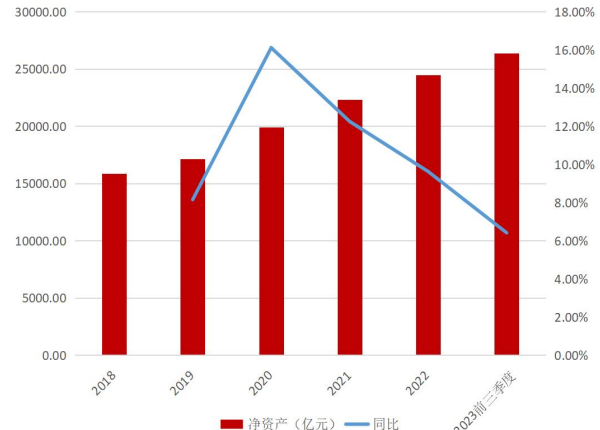
资产规模再创新高。截至 2023 年 9 月末，证券行业总资产为 120224.15 亿元，同比+4.61%；净资产为 26374.89 亿元，同比+6.41%。行业资产总额和净资产规模均创历年新高，资本实力进一步增强。

图 7：证券行业总资产和同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

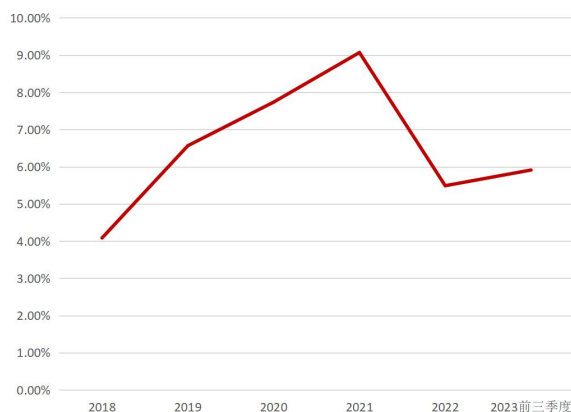
图 8：证券行业净资产和同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

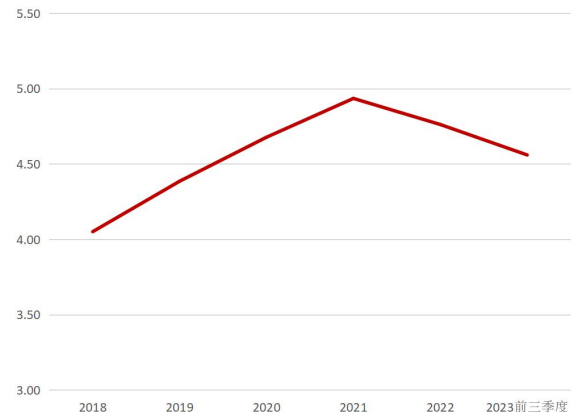
净资产收益率回升，杠杆率维持稳定。2023 前三季度，证券行业 ROE 为 5.91%，同比上升 0.04 个百分点，较 2022 年末上升 0.42 个百分点，收益率有所回升。2023 前三季度，行业杠杆倍数为 4.56 倍，同比下降 0.08，较 2022 年末下降 0.20，杠杆率维持稳定水平。

图 9：证券行业 ROE



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：证券行业杠杆倍数（倍）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2.3 多数证券公司前三季度业绩表现靓丽

前三季度多数证券公司实现业绩正增长。2023 前三季度，多数证券公司实现业绩正增长，50 家上市券商中有 32 家实现营收正增长，38 家实现归母净利润正增长。从营收规模看，营收前十的证券公司分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、中国银河、海通证券、中信建投、广发证券、中金公司、申万宏源、招商证券，营业总收入均超过百亿元，第一名中信证券营收为 458.07 亿元，第十名招商证券营收为 148.71 亿元。从营收增速看，

50 家证券公司中有 32 家实现营收正增长，其中 1 家增幅超 50%，12 家增幅位于 20%至 50%之间，7 家增幅位于 10%至 20%之间，12 家增幅位于 0%至 10%之间，另有 18 家营收同比下滑。从归母净利润规模看，盈利前十的证券公司分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、中国银河、招商证券、东方财富、广发证券、中信建投、国信证券、中金公司，第一名中信证券净利润为 164.14 亿元，第十名中金公司净利润为 46.08 亿元。从净利润增速看，50 家证券公司中有 38 家实现净利润正增长，其中 11 家净利润翻倍，5 家增幅位于 50%至 100%之间，9 家增幅位于 20%至 50%之间，3 家增幅位于 10%至 20%之间，10 家增幅位于 0%至 10%之间，另有 12 家净利润同比下滑。从净资产收益率(TTM)看，50 家证券公司中有 44 家 ROE 为正，其中 6 家超 7%高于行业平均水平，15 家位于 5%至 7%之间，18 家位于 2%至 5%之间，5 家位于 0%至 2%之间。

表 1：上市券商 2023 前三季度业绩情况

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比	ROE (TTM)	杠杆倍数(倍)
中信证券	458.07	-8.06%	164.14	-0.93%	8.06%	5.28
华泰证券	272.29	15.29%	95.86	22.55%	7.45%	4.96
国泰君安	270.29	1.18%	86.27	2.38%	7.06%	5.10
中国银河	254.83	-6.58%	66.03	2.53%	6.57%	5.61
海通证券	225.74	19.20%	43.62	-28.21%	2.89%	4.08
中信建投	183.84	-19.03%	56.91	-11.57%	7.01%	5.42
广发证券	180.14	2.85%	58.10	11.00%	6.32%	4.80
中金公司	174.66	-9.94%	46.08	-23.36%	6.00%	6.04
申万宏源	162.83	-9.82%	43.47	1.60%	2.87%	4.90
招商证券	148.71	-2.79%	64.02	1.90%	6.85%	5.22
东方证券	136.95	13.87%	28.57	42.71%	4.91%	4.54
浙商证券	126.22	8.96%	13.30	15.05%	6.88%	5.28
国信证券	124.43	-6.48%	48.74	2.35%	5.68%	3.75
中泰证券	92.76	25.05%	18.93	103.98%	3.89%	4.77
兴业证券	88.56	22.64%	15.81	-11.20%	4.61%	4.84
东方财富	84.88	-11.22%	62.09	-5.84%	11.53%	3.26
东吴证券	80.36	-7.82%	17.46	41.28%	5.70%	3.88
光大证券	77.55	-13.09%	43.58	27.95%	6.16%	3.64
西部证券	57.23	31.12%	8.76	76.17%	2.92%	3.45
方正证券	56.68	-4.02%	19.36	-0.24%	4.78%	4.52
长江证券	51.49	25.21%	12.00	25.38%	5.16%	4.68
国金证券	50.28	20.31%	12.36	50.27%	5.01%	3.26
财通证券	49.55	39.78%	15.01	39.11%	5.73%	3.54
国元证券	49.34	27.68%	14.26	23.00%	5.87%	3.96
东北证券	48.55	22.37%	5.76	109.24%	2.89%	4.47
长城证券	31.47	15.73%	12.13	113.87%	5.44%	3.98
国海证券	30.28	8.04%	3.92	30.18%	1.81%	3.31
东兴证券	30.08	7.29%	4.70	-14.14%	1.65%	3.61
信达证券	27.39	1.74%	10.86	50.09%	9.18%	4.07

华安证券	27.20	13.32%	9.59	0.23%	5.71%	3.75
天风证券	25.97	42.17%	4.24	718.40%	-4.78%	3.98
华西证券	25.89	2.07%	3.73	3.79%	1.92%	3.92
国联证券	25.07	22.02%	7.27	12.94%	4.76%	4.93
山西证券	24.74	-18.60%	3.38	-10.47%	3.06%	4.35
中银证券	22.04	-2.25%	8.10	5.76%	4.97%	3.78
华创云信	20.88	17.59%	3.33	76.36%	2.66%	2.55
第一创业	19.13	0.05%	3.28	-3.67%	2.63%	3.32
西南证券	18.85	57.71%	5.70	151.51%	2.58%	3.46
湘财股份	18.56	-38.31%	1.50	232.48%	-0.53%	2.98
哈投股份	18.37	8.02%	0.36	105.58%	-2.43%	2.86
南京证券	17.73	15.87%	5.68	6.04%	4.00%	3.20
财达证券	17.61	22.78%	5.54	48.06%	4.18%	3.85
华鑫股份	15.32	-19.29%	4.15	70.01%	6.76%	4.80
中原证券	14.77	2.03%	2.08	103.12%	1.53%	3.71
国盛金控	13.70	-7.20%	0.48	132.68%	-2.21%	2.80
首创证券	12.98	8.66%	4.60	2.25%	4.66%	3.49
太平洋	10.35	3.38%	2.51	494.15%	-1.52%	1.61
红塔证券	8.76	27.42%	2.15	747.75%	0.99%	1.74
华林证券	7.53	-26.71%	1.87	-57.24%	3.31%	2.78
锦龙股份	1.57	-20.98%	-2.62	-14.57%	-16.42%	4.30

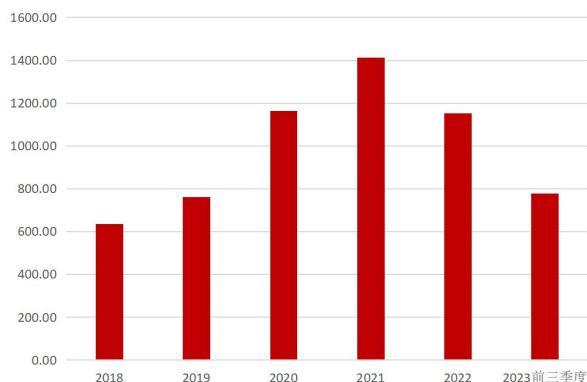
资料来源：wind、东莞证券研究所

3. 券商业务展望

3.1 经纪业务：交易费率下调，日均成交额有望维持高位运行

二级市场景气度不佳，经纪业务收入阶段性下滑。2023 前三季度，证券行业实现经纪业务手续费净收入 777.72 亿元，同比-12.47%。前三季度经纪业务收入同比下滑，主要原因一是股基成交额较上年同期小幅下滑，二是市场新发基金规模大幅下滑致代理销售金融产品收入下降，三是经纪业务佣金率延续长期下滑趋势。展望明年，在印花税减半等利好政策刺激下，日均成交额有望维持高位运行，经纪业务收入有望回升。

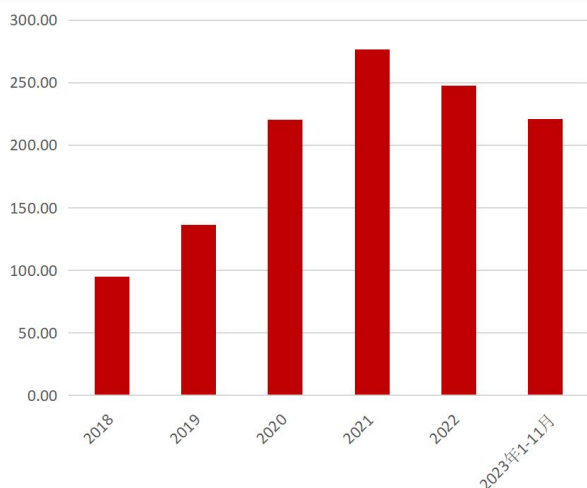
图 11：证券行业经纪业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

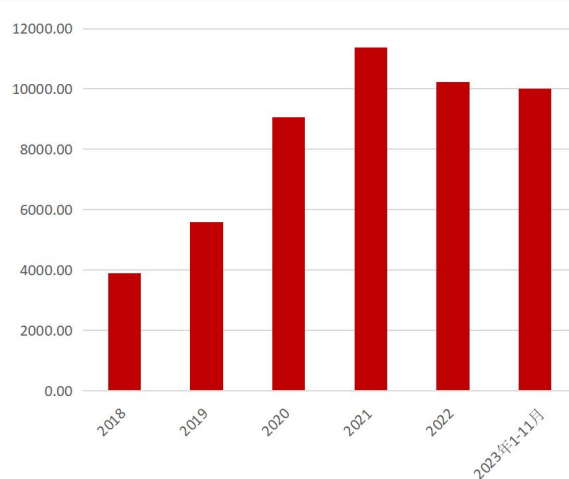
1-11 月成交额同比小幅下滑，静待降费率政策带动成交额回升。2023 年 1-11 月，市场股基成交额累计 221.07 万亿元，同比-2.94%，较上年同期小幅下滑；市场日均股基成交额为 10003.48 亿元，同比-3.38%，小幅超过万亿元但较上年同期小幅下滑。政策面上，印花税减半、降低交易经手费、加强程序化交易监管等政策，以降低交易成本和增加市场流动为主要方向，此类政策出台集中在 2023 年下半年，政策效果尚有待发挥。展望明年，在交易成本下调的趋势下，二级市场交易情绪有望提振，成交额有望维持高位运行。

图 12：市场股基成交额（万亿元）



资料来源：上交所和深交所官网，东莞证券研究所

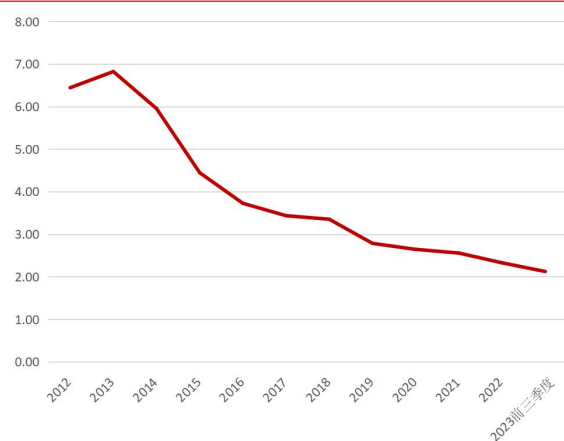
图 13：市场日均股基成交额（亿元）



资料来源：上交所和深交所官网，东莞证券研究所

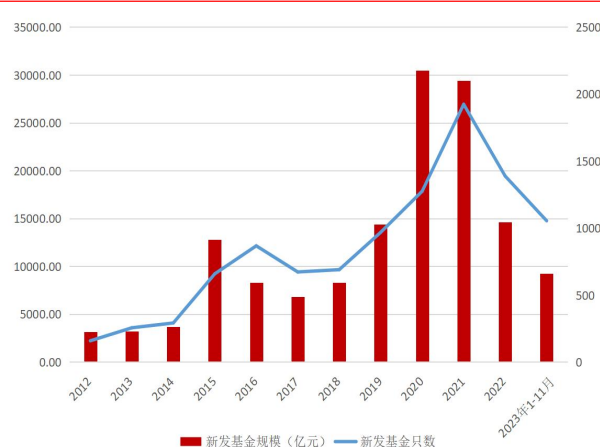
新发基金规模见底，静待人气值回升。2023 前三季度，根据我们估算，行业经纪业务佣金率为 2.12‰，较 2022 年末下滑 0.20 个百分点，继续延续多年来的下滑趋势，代理买卖证券业务盈利空间进一步收缩，行业向财富管理业务转型迫在眉睫。同时，2023 年 1-11 月，市场新发基金规模为 9265.14 亿元，同比-31.61%，新发基金数量为 1054 只，同比-16.88%，新发基金规模在 2022 年较低的基数下同比大降，全年合计规模预期在一万亿元附近，低于过往四年水平，规模阶段性见底。展望明年，活跃资本市场系列政策刺激下，叠加当前具有吸引力的市场估值水平，增量资金有望加快入场，新发基金规模或将触底回升。

图 14：行业佣金率情况（‰）



资料来源：中国证券业协会，wind，东莞证券研究所

图 15：新发基金规模和数量情况（亿元）

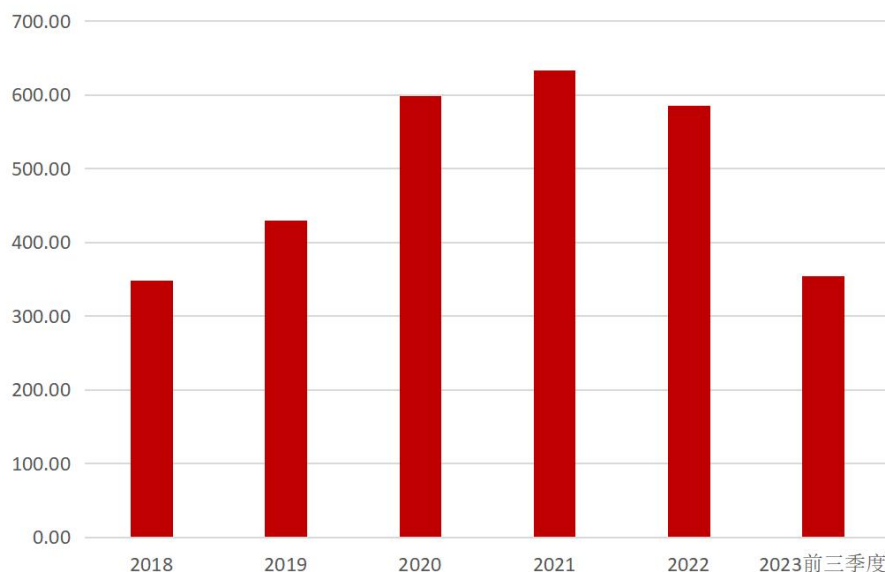


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 投行业务：静待阶段性收紧的发行政策放宽

发行政策阶段性收紧下，投行业务收入阶段性承压。2023 前三季度，证券行业实现投行业务手续费净收入 354.01 亿元，同比-18.40%，主要原因是前三季度在逆周期调节环境下，发行政策阶段性收紧，企业股权融资意愿偏弱，市场股权融资规模显著减少。展望明年，为呵护市场流动性而阶段性收紧的发行政策有望逐步放宽，股权融资节奏有望恢复正常水平，投行业务有望受益于发行规模回升。

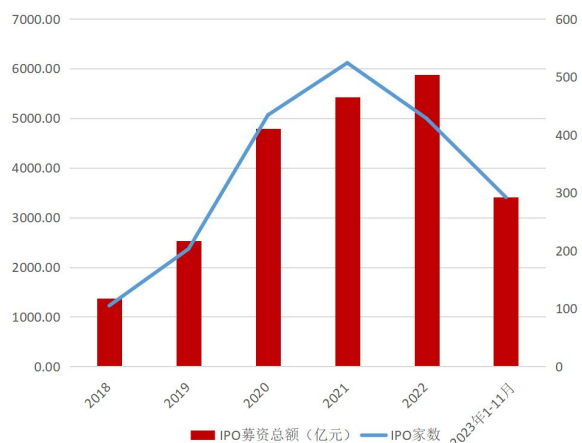
图 16：证券行业投行业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

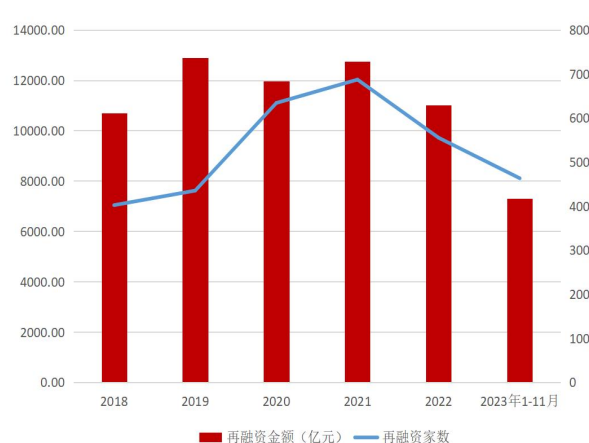
股权融资规模阶段性承压。2023 年 1-11 月，市场 IPO 募资总额 3415.37 亿元，同比-37.03%；IPO 家数 292 家，同比-20.65%。2023 年 1-11 月，市场再融资募资总额 7303.55 亿元，同比-23.84%；再融资家数 463 家，同比-4.14%。1-11 月股权融资规模同比大减，主要原因一是 2022 年年度新高的 IPO 规模导致基数较高，二是本年市场环境估值较低，三是下半年以来逆周期调节政策下发行节奏明显放缓。展望明年，若发行节奏恢复，股权融资规模有望反弹。

图 17：市场 IPO 规模



资料来源：wind，东莞证券研究所

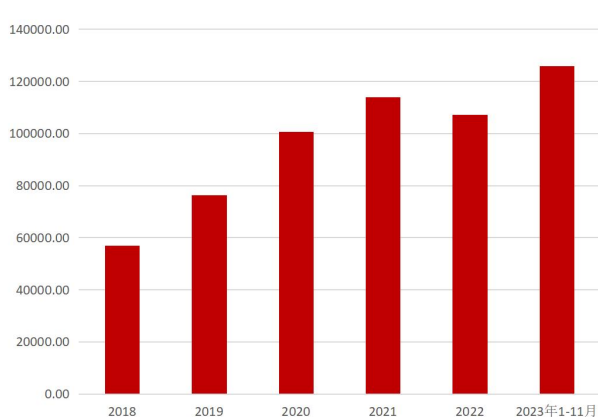
图 18：市场再融资规模



资料来源：wind，东莞证券研究所

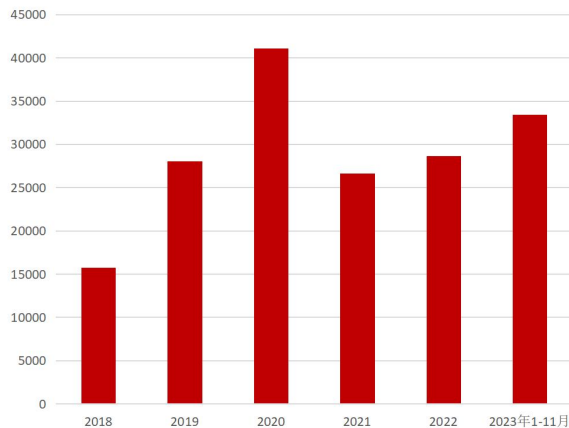
1-11 月发债情绪高涨。2023 年 1-11 月，证券公司承销债券总额 125885.16 亿元，同比+25.44%；承销债券只数 33401 只，同比+23.85%。1-11 月低利率的市场环境下资金成本较低，企业发债意愿较强，发债规模和数量同比上升。展望明年，存量上市企业数量规模持续增长的大趋势下，企业发债融资需求高涨，券商债券承销业务有望维持高景气度。

图 19：证券公司承销债券总额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 20：证券公司承销债券只数情况

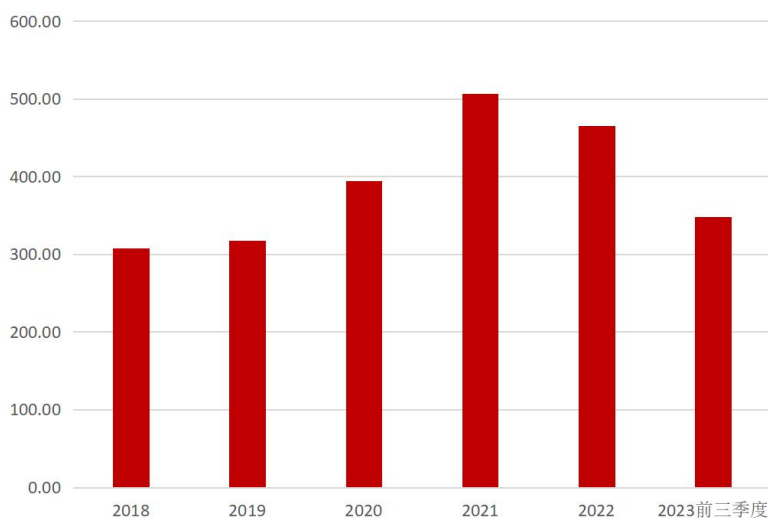


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.3 资管业务：管理费率下调，资管规模有望稳步提升

资管业务收入实现平稳增长。2023 前三季度，证券行业资管业务实现手续费净收入 348.00 亿元，同比+1.32%。伴随着中国经济和居民财富的持续增长，居民优化资产配置、实现财富保值增值的需求日益增强。资管行业受到活跃资本市场系列政策利好，近期证监会发布公募基金费率改革工作安排，降低主动权益类基金费率水平；国家金融监督管理总局发布了《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，将推动保险公司加大权益相关资产的配置，为增量险资入市进一步打开空间。展望明年，基金管理费率下调和引导中长期资金入市推动下，资管行业规模有望进一步提升，行业发展整体向好。

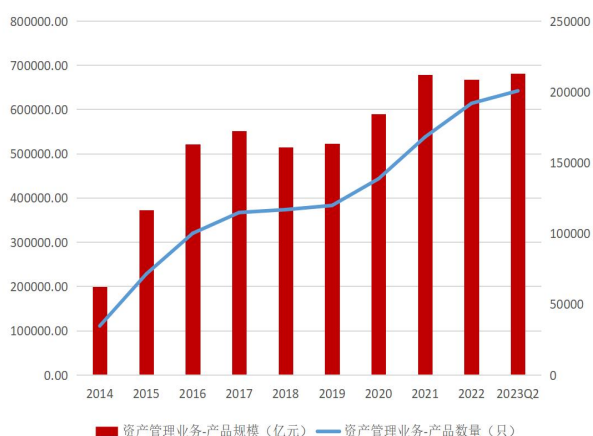
图 21：证券行业资管业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

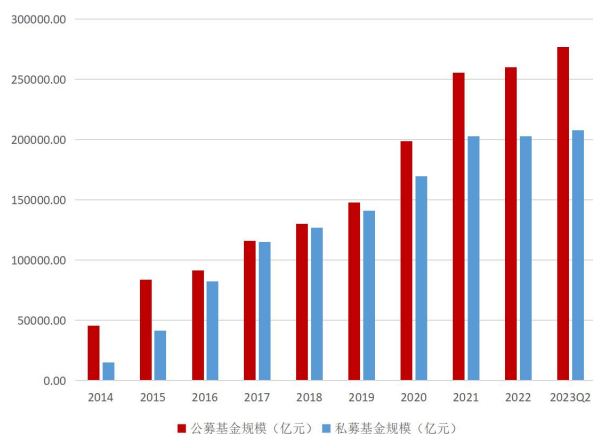
资管产品规模有望维持上升趋势。根据中国证券投资基金业协会，截至 2023Q2，资管行业整体规模为 68.07 万亿元，较 2022 年末增长 2.00%，产品数量合计 20.06 万只，较 2022 年末增长 4.61。其中公募基金规模为 27.69 万亿元，较 2022 年末增长 6.37%；私募基金规模为 20.80 万亿元，较 2022 年末增长 2.53%；券商资管产品规模为 6.25 万亿元，较 2022 年末下跌 9.01%，延续资管新规以来的下跌趋势。展望明年，随着居民财富的增长和积累，我国资管行业规模有望持续维持上升趋势。

图 22：资管产品规模呈上升趋势



资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

图 23：基金规模逐年上升

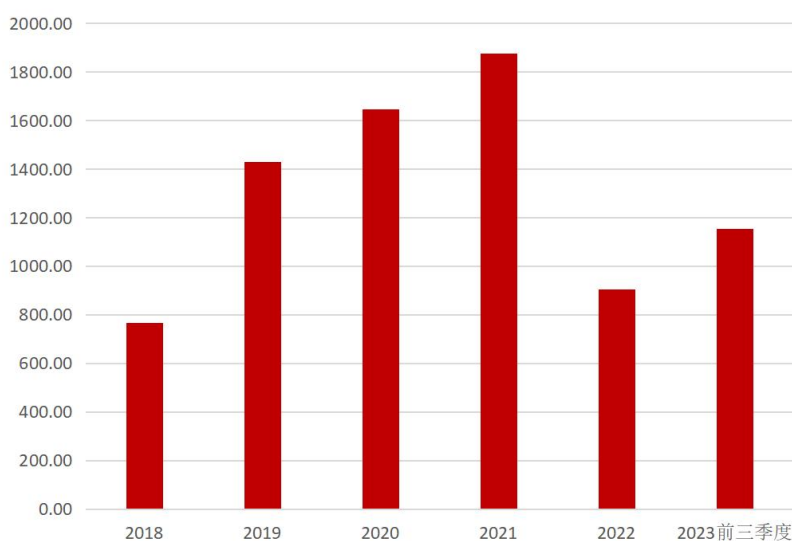


资料来源：中国证券投资基金业协会，东莞证券研究所

3.4 自营业务：恢复趋势良好，投资收益有望维持较高水平

前三季度自营业务收入大幅增长。2023 前三季度，证券行业自营业务实现投资收益及公允价值变动合计 1153.79 亿元，同比+67.54%，超过 2022 年全年水平，恢复趋势明显，带动行业业绩整体增长。展望明年，证券公司自营业务将继续优化投研体系，加强宏观、中观及微观研究的结合，提高业务稳健性，探索更多元的投资模式，提升资本运用能力，自营业务投资收益有望继续维持较高水平。

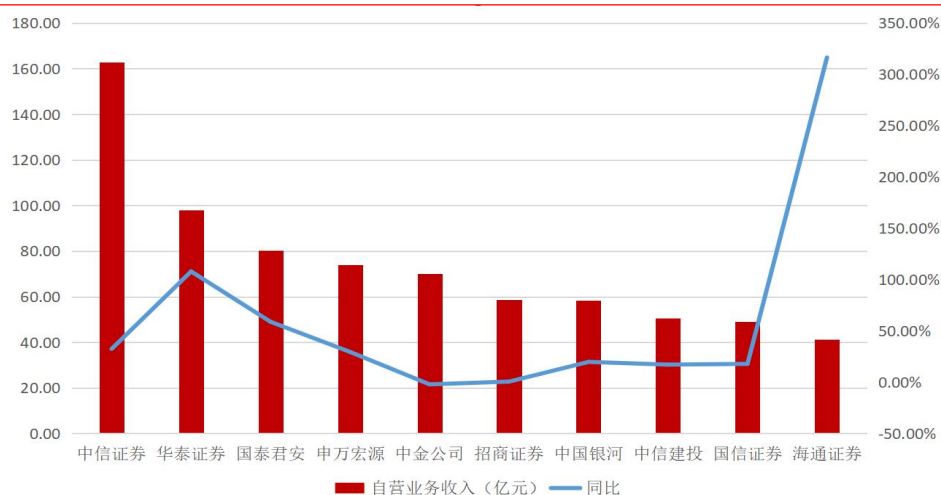
图 24：证券行业自营业务收入情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

头部券商自营业务规模优势显著。2023 前三季度，头部券商自营业务收入多数同比大增，自营业务收入排名前五的分别是中信证券 162.86 亿元，同比+32.41%；华泰证券 98.03 亿元，同比+107.89%；国泰君安 80.21 亿元，同比+58.82%；申万宏源 74.11 亿元，同比+29.46%；中金公司 69.93 亿元，同比-2.13%。展望明年，头部券商凭借领先的规模优势，自营业务收入有望继续保持领先地位。

图 25：头部证券公司自营业务收入情况（亿元）

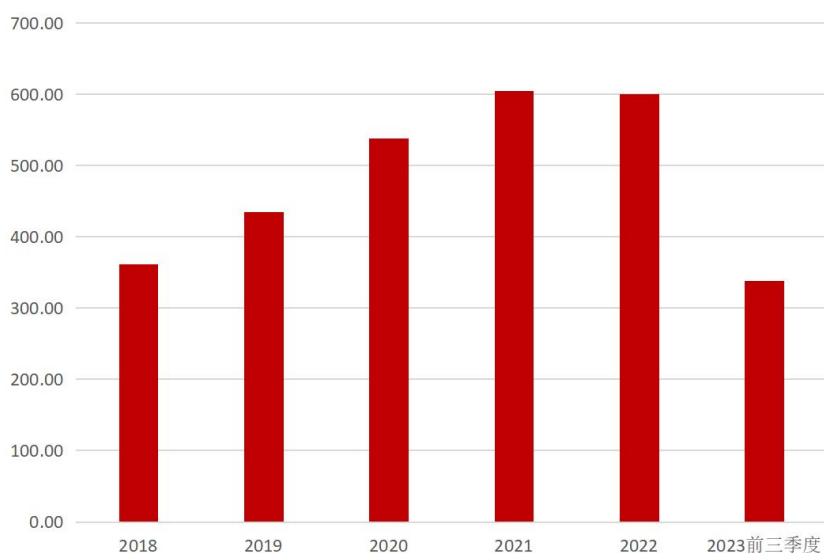


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.5 信用业务：促融资限融券政策推动下，两融余额有望企稳回升

前三季度信用业务收入同比下滑较多。2023 前三季度，证券行业信用业务实现利息净收入 337.71 亿元，同比-22.46%，下滑原因主要是前三季度两融余额同比减少。展望明年，低估值市场环境和宽松的融资政策有望吸引资金入场。

图 26：证券行业信用业务收入情况（亿元）

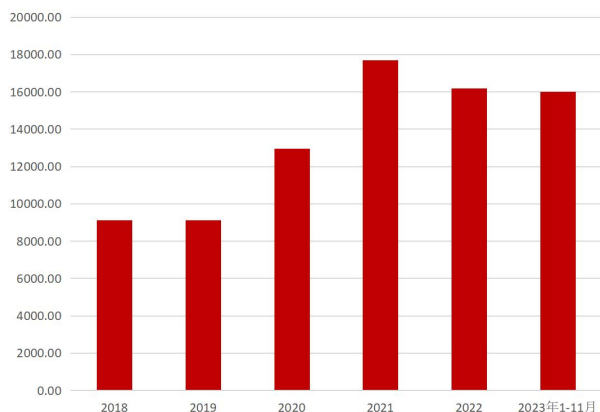


资料来源：wind，东莞证券研究所

促融资限融券政策有望推动两融余额回升。2023 年 1-11 月，证券行业日均两融余额为 16001.14 亿元，同比-1.48%；其中日均融资余额为 15088.24 亿元，同比-1.25%，日均融

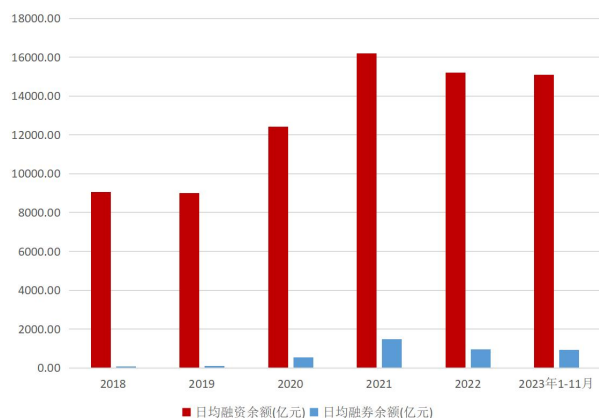
券余额为 912.88 亿元，同比-5.19%。前三季度日均两融余额同比下滑，信用业务收入承压。政策面上，修订后的《融资融券交易实施细则》将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%；另外证监会决定普通融券的保证金比例由 50%提高至 80%，对于私募机构的融券保证金由 50%提高至 100%。展望明年，政策上整体维持促进融资买入和提高融券卖出门槛的节奏，两融余额有望企稳回升。

图 27：行业两融余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 28：融资余额和融券余额情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 活跃资本市场系列政策持续落地，证券行业受益

活跃资本市场系列政策持续落地。7月24日，中共中央政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，后续系列政策持续落地。8月3日，中国证券登记结算有限责任公司进一步降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例，将该比例由现行的 16%调降至平均接近 13%；8月18日，沪深交易所将 A 股、B 股证券交易经手费从按成交金额的 0.00487%双向收取下调为按成交金额的 0.00341%双向收取，降幅达 30%；8月27日，财政部、税务总局决定实施减半征收证券交易印花税；8月27日，证监会统筹一二级市场平衡，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡；8月27日，修订的《融资融券交易实施细则》将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%；10月14日，证监会决定将普通融券的保证金比例由 50%提高至 80%，对于私募机构的融券保证金由 50%提高至 100%。整体看来，各类政策以降低交易成本、增加市场流动性、引导中长期资金入市、减少大额融资对市场的压力、放宽融资保证金比例、提升融券门槛、加强违法监管等为主要方向，切实反映了政治局会议“活跃资本市场”的主旨，政策力度强、落地速度快、业务覆盖面广，属历年罕见，可见证监会等部门对活跃资本市场的重视程度。从市场指数看，截至 12 月 5 日，上证指数 2972.30 点，较年初下跌 4.63%；深证成指 9470.36 点，较年初下跌 14.81%，当前市场活跃度仍不足。展望明年，为持续活跃资本市场，更多的利好政策有望相继落地，证券行业有望持续受益。

表 2：2023 年下半年以来活跃资本市场主要政策

日期	部门	政策要点
7 月 8 日	证监会	证监会发布 公募基金费率改革工作安排 ，具体举措包括推出更多浮动费率产品，降低主动权益类基金费率水平，规范公募基金销售环节收费，完善公募基金行业费率披露机制等。一是坚持以固定费率产品为主；二是推出更多浮动费率产品，研究推出更多浮动费率产品试点，完善公募基金产品谱系。证监会已受理以及正在受理部分浮动费率产品募集申请，包括与基金规模挂钩、与基金业绩挂钩两类；三是降低主动权益类基金费率水平，即日起，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%，存量产品管理费率下调预计在 2023 年底前完成；四是降低公募基金证券交易佣金费率，相关改革措施涉及修改相关法规，预计将于 2023 年底前完成；五是规范公募基金销售环节收费，预计于 2024 年底前完成；六是完善公募基金行业费率披露机制。
7 月 24 日	中央政治局会议	中共中央政治局分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议明确提出 “要活跃资本市场，提振投资者信心” 。
8 月 3 日	中国结算	中国证券登记结算有限责任公司拟自 2023 年 10 月起进一步 降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例 ，将该比例由现行的 16%调降至平均接近 13%，并正式实施股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化安排。
8 月 18 日	交易所	上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所宣布，自 8 月 28 日起 进一步降低股票交易经手费 。沪深交易所将 A 股、B 股证券交易经手费从按成交金额的 0.00487%双向收取下调为按成交金额的 0.00341%双向收取，降幅达 30%；北交所将股票交易经手费标准由按成交金额的 0.025%双边收取下调至按成交金额的 0.0125%双边收取，降幅达 50%。
8 月 24 日	证监会	中国证监会召开机构投资者座谈会，表示将认真研究相关机构提出的意见建议，主动加强与有关部门的政策协同，共同为养老金、保险资金、银行理财资金等 中长期资金参与资本市场提供更加有力的支持保障 ，促进资本市场与中长期资金良性互动。
8 月 27 日	财政部、税务总局	财政部、税务总局决定自 2023 年 8 月 28 日起，实施 减半征收证券交易印花税 。
8 月 27 日	证监会	证监会统筹一二级市场平衡， 优化 IPO、再融资监管安排 ： 一、根据近期市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡。 二、对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。 三、突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。 四、引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。审核中将对前次募集资金是否基本使用完毕，前次募集资金项目是否达到预期效益等予以重点关注。 五、严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资。

		六、房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制
8 月 27 日	证监会	证监会进一步规范股份减持行为： 上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30% 的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。 同时，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。
8 月 27 日	证监会、交易所	证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求： 经中国证监会批准，上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%。此调整将自 2023 年 9 月 8 日收市后实施。
9 月 1 日	证监会	证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措，明确证券市场程序化交易报告要求，加强对程序化交易行为的管理。其中，《报告通知》以建立报告制度为核心，主要明确了报告主体、报告方式、报告内容等安排；《监管通知》从风险控制、会员管理、交易监控、监督检查等方面提出针对性要求。
9 月 1 日	证监会	证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》，重点规定了北交所股票做市准入条件，同时对规则衔接、监督管理作了原则规定。
9 月 10 日	金融监管总局	国家金融监督管理总局发布了《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，在保持综合偿付能力充足率 100% 和核心偿付能力充足率 50% 监管标准不变的基础上，根据保险业发展实际，优化了保险公司偿付能力监管标准。其中对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。
10 月 14 日	证监会	为进一步提升制度的优化，证监会经过听取行业意见并经过反复论证评估后，在保持整体制度相对稳定的前提下，对融券制度进行优化和完善。一是为了合理分配券源并改善市场投资结构，证监会决定在前期降低融资保证金的基础上，对融券保证金进行调整优化。普通融券的保证金比例由 50% 提高至 80%，对于私募机构的融券保证金进行差异化提升，即由 50% 提高至 100%。二是针对上市公司高管与核心员工参与战略配售后阶段性出借股票的规则进行了优化调整。此次调整取消了上市公司高管、核心员工通过参与战略配售专项资管进行出借。证监会表示，为充分发挥融券机制的积极作用并抑制其消极影响，提高逆周期调节的效果，监管部门将进一步加强执法力度。对于违法违规、不当套利、合谋等行为，一旦发现将立即进行查处，并从严从重进行问责。同时，针对定增配合融券、大宗交易配合融券等违规行为，监管部门已经设立制度的藩篱，以强化融券业务的监管。此外，监管部门将持续评估融券机制的运行效果，并根据市场情况及时进行调整。

资料来源：根据新闻整理，东莞证券研究所

5. 投资策略

受益于政策推动，维持对证券行业“标配”评级。从基本面看，2023 年前三季度，证券行业自营业务实现投资收益及公允价值变动合计 1153.79 亿元，同比+67.54%，带动行业营收和归母净利润分别同比+1.19%和+7.06%，行业基本面整体向好。从估值面看，截至 2023 年 12 月 5 日，证券行业 PB 约 1.34 倍，低于行业三年估值中位数 1.44，处于 23.08% 的三年历史分位，行业估值较低，具有一定上升空间。从政策面看，2023 年下半年以来，活跃资本市场系列政策持续落地，包括印花税减半、下调交易经手费、融资保证金下调、收紧 IPO 和再融资节奏、进一步规范股份减持行为、降低公募基金费率、调整保险资金投资权益市场比例、降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例等，系列政策主要从降低各类交易和管理费率、放宽投资者融资限制、收紧企业大额融资和减持、引导中长期资金入市等方面着手，整体体现出“活跃资本市场、提振投资者信心”的主旨。展望明年，交易费率下调有望促进成交额上升、发行政策有望放宽、中长期资金入市预期升温、两融业务政策持续发力，证券行业各项业务有望受益，市场行情有望持续回暖，从而刺激股基成交额、证券发行规模、资管产品规模、自营投资收益、两融余额等关键指标向上修复，证券行业整体趋势向好。继续给予行业“标配”评级，建议关注中信证券（600030），中金公司（601995），广发证券（000776），东方财富（300059），华泰证券（601688），国泰君安（601211），中国银河（601881），海通证券（600837），申万宏源（000166），招商证券（600999）。

表 3：重点关注标的估值及盈利预测（截至 2023 年 12 月 5 日）

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级 变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600030	中信证券	21.13	1.44	1.54	1.76	13.84	13.69	12.01	增持	维持
601995	中金公司	40.24	1.57	1.58	1.92	24.23	25.42	20.94	增持	维持
000776	广发证券	14.23	1.04	1.21	1.41	14.89	11.77	10.08	增持	维持
300059	东方财富	14.48	0.64	0.56	0.65	30.13	25.88	22.17	增持	维持
601688	华泰证券	14.34	1.22	1.43	1.64	10.46	10.01	8.76	增持	维持
601211	国泰君安	14.89	1.29	1.42	1.66	10.52	10.49	8.96	增持	维持
601881	中国银河	12.79	0.77	0.83	0.97	12.14	15.07	13.00	增持	维持
600837	海通证券	9.61	0.50	0.51	0.66	17.34	18.95	14.50	增持	维持
000166	申万宏源	4.50	0.11	0.31	0.35	35.73	14.34	12.68	增持	维持
600999	招商证券	13.89	0.93	1.05	1.20	14.33	13.26	11.57	增持	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：数据来源 wind 一致预期

6. 风险提示

（1）宏观经济下行及利率波动风险。证券行业表现与宏观经济环境密切相关。若宏观经济下行，市场流动性不足，利率水平波动较大，将导致证券发行与交易量减少，行业整体表现不佳。

- (2) **股基成交额大幅萎缩导致经纪业务收入锐减。**经纪业务是证券公司重要的收入来源之一。若股票和基金成交额大幅萎缩，将导致经纪业务收入锐减。
- (3) **市场大幅波动导致投资收益和公允价值变动损益变大。**自营业务是证券公司重要的收入来源之一。若市场大幅波动，压制企业股价表现，将导致自营业务净收益减少。
- (4) **信用违约风险。**证券公司信用业务是资金占用型业务，若信用违约量大幅上升，公司将面临大额违约成本，导致信用业务收入减少。
- (5) **公司治理机制变动风险。**若公司治理机制变动或规划发展方向变化，或将与行业发展趋势相悖，进而影响公司经营水平。
- (6) **资本市场改革进展不及预期。**若资本市场改革进展不及预期，行业政策无法及时落地，将影响证券行业改革进程，从而影响企业相关业务收入。
- (7) **行业监管趋严风险。**若行业监管趋严，或将导致公司原来正常经营的业务受到影响，进而减少业务收入。
- (8) **行业竞争加剧风险。**各证券公司业务类型趋同，加上近年来对外资证券公司限制逐步放开，行业竞争加剧的情况下，公司行业地位或将受到影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn