

寻找非银板块最强贝塔个股

2024年10月8日

首席分析师: 胡翔
执业证书编号:
S0600516110001
联系邮箱:
hux@dwzq.com.cn

证券分析师: 葛玉翔
执业证书编号:
S0600522040002
联系邮箱:
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师: 武欣姝
执业证书编号:
S0600524060001
联系邮箱:
wux@dwzq.com.cn

研究助理: 罗宇康
执业证书编号:
S0600123090002
联系邮箱:
luoyk@dwzq.com.cn

- **资本市场支持政策批量落地，坚定全面看好非银板块。**政策转向带动市场交投活跃是当前非银板块投资主线，市场交投活跃能否延续是持续性关键。9 24国新办新闻发布会和9 26政治局会议再提努力提振资本市场，点燃市场交投热情，非银板块迎来估值与业绩的戴维斯双击。
- **港股假期走势回顾。**A股国庆休市期间（2024/10/1-2024/10/7）港股共有4个交易日，恒生指数累计涨幅达9.3%，恒生科技指数涨幅达13.4%。港股金融板块平均涨幅为33.0%，涨幅中位数为18.7%，港股金融板块优于大势。
- **以史为鉴：复盘2014年末非银板块行情。**我们将市场行情分为四个阶段：蓄势上涨（2014/7/20至2014/9/24）、基本面正反馈（2014/9/23至2014/11/20）、降息催化加速（2014/11/21至2014/12/9）和顶部盘整（2014/12/8至2015/1/16），券商股累计涨幅来看，东方财富(333.4%)、国元证券(242.8%)、华泰证券(234.5%)、光大证券(231.8%)、长江证券(231.4%)、兴业证券(214.4%)、太平洋(209.6%)、西部证券(208.4%)、中信证券(180.9%)和广发证券(169.4%)涨幅靠前。从保险来看跨年估值切换下，上市险企平均P/EV从0.9X附近提升至1.56X，从累计涨幅来看中国人寿(169.2%)>新华保险(144.7%)>中国平安(97.8%)>中国太保(88.3%)。券商逼空式上涨阶段往往是保险板块蓄势的重要阶段，保险弹性弱于券商但持续性可能更强。
- **弹性测算。**1) **优选零售券商。**从1H24证券经纪业务贡献（证券经纪业务净收入/扣除其他业务收入的营业收入）来看，天风证券、华西证券、长江证券、东方财富和方正证券排名靠前；从1H24证券自营业贡献（扣除联合营企业后的投资+公允价值变动损益/扣除其他业务收入的营业收入）来看，天风证券、西部证券、红塔证券、中原证券和申万宏源排名靠前；从1H24母公司自营敞口占比（自营权益类证券及证券衍生品/净资本）来看，国信证券、中金公司、国联证券、申万宏源和第一创业排名靠前。2) **优选纯寿险。**我们根据新金融工具准则分类下，当沪深300指数上涨20%对A股上市险企期末内含价值、净利润和归母净资产的影响幅度分别为4.15%、94.5%和8.19%，其中新华得益于纯寿险公司和年初以来增配FVTPL交易性金融资产，业绩弹性更为充分。
- **投资建议：1) 金融科技：推荐【指南针】、【同花顺】、【东方财富】，建议关注【财富趋势】。2) 券商：推荐【中信证券】、建议关注【华泰证券】、【招商证券】。3) 保险板块推荐：【新华保险】、【中国人寿】、【中国平安】。**
- **风险提示：政策落地效果不及预期、成交量未能有效配合持续向上、宏观经济复苏低于预期**



■ 资本市场支持政策批量落地，坚定全面看好非银板块

■ 港股假期走势回顾

■ 以史为鉴，可知兴替：复盘2014年末非银板块行情

■ 券商及保险股业绩弹性测算

■ 投资建议与风险提示

9月24日，国新办举行新闻发布会，央行、金监总局、证监会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问

- 央行：降低存款准备金率 and 政策利率，并带动市场基准利率下行；降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例；创设新的政策工具，支持股票市场发展。

9月24日，国新办举行新闻发布会，央行、金监总局、证监会介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问

- 证监会：突出增强资本市场内在的稳定性，树立回报投资者的鲜明导向，提高上市公司质量和投资价值，加快投资端改革，发布中长期资金入市政策意见，进一步完善相关的政策工具箱，守牢风险底线。

2024年9月26日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作

- 要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。

2024年9月26日中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》

- 重点提出了持续优化资本市场生态、大力发展权益类公募基金、着力完善各类中长期资金入市配套政策制度三方面举措。

9月29日，央行公告完善商业性个人住房贷款利率定价机制有关事宜

- 明确11月1日起，符合条件的借款人在与商业银行市场化协商调整房贷利率加点幅度的同时，也可协商调整重定价周期。
- 央行指导市场利率定价自律机制发布《关于批量调整存量房贷利率的倡议》，明确各商业银行原则上应于2024年10月31日前应统一对存量房贷（包括首套、二套及以上）利率实施批量调整。

2024年10月8日，国新办将举行新闻发布会

- 介绍“系统落实一揽子增量政策扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”的相关情况

9月29日和10月7日，
上交所开展全网测试

- 参测单位包括上交所技术公司、上交所信息中心、相关核心机构以及券商等金融机构。
- 测试所使用的证券账户、交易单元、指定交易等均以最近一个交易日闭市后生产环境数据为基准，将模拟1个交易日的交易。

10月1日，中证金融
公布的数据显示，9
月30日转融券余额正
式清零

- 实行了超过11年的转融券业务暂时走进了历史，未来是否重启尚不清楚。

10月6日晚间，上交
所发布《关于延长接
受指定交易申报指令
时间的通知》

- 自10月8日起，由每个交易日的9:15至9:25、9:30至11:30、13:00至15:00，调整为每个交易日的9:15至11:30、13:00至15:00。

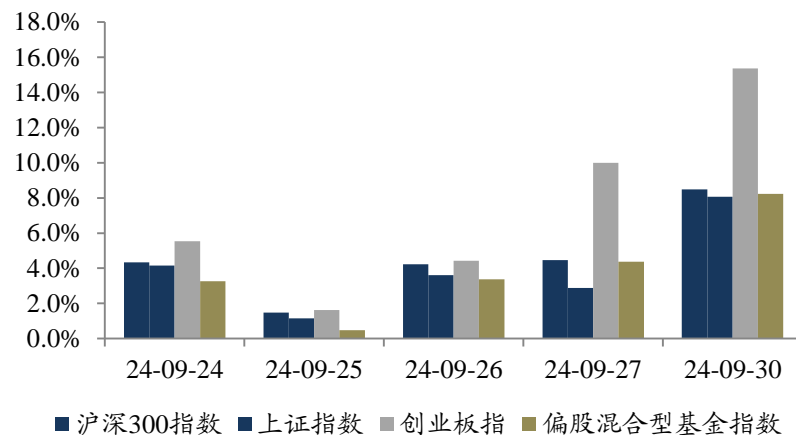
国庆假期期间投资者
开户热情高涨，银证
转账资金时间提前

- 部分券商开户数在国庆假期期间创下历史新高
- 部分券商将银证转账时间大幅提前，部分银行支持10月8日银证转账时间提前至7:30。

当前银证转账指数显示个人投资者进场热情高于机构投资者
净值走势表
* 数据由中国工商银行提供



A近五个交易日主要指数与偏股混合基金指数涨跌幅



一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。

- 多措并举提高上市公司质量，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。严厉打击资本市场各类违法行为，持续塑造健康的市场生态。
- 完善适配长期投资的资本市场基础制度，完善中长期资金交易监管，完善机构投资者参与上市公司治理配套机制，推动与上市公司建立长期良性互动。

二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展。

- 加强基金公司投研核心能力建设，制定科学合理、公平有效的投研能力评价指标体系，引导基金公司从规模导向向投资者回报导向转变，努力为投资者创造长期稳定收益。
- 丰富公募基金可投资资产类别，建立ETF指数基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。
- 稳步降低公募基金行业综合费率，推动公募基金投顾试点转常规。
- 鼓励私募证券投资基金丰富产品类型和投资策略，推动证券基金期货经营机构提高权益类私募资管业务占比，适配居民差异化财富管理需求。

三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。

- 建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制，推动树立长期业绩导向。培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍，完善考核评估机制，丰富商业保险资金长期投资模式，完善权益投资监管制度，督促指导国有保险公司优化长周期考核机制，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。
- 完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。

推动中长期资金投资规模和比例明显提升

资本市场投资者结构更加合理

投资行为长期性和市场内在稳定性全面强化

投资者回报稳步提升

中长期价值投资理念深入人心

➤ A股休市期间，港股共有4个交易日，恒生指数累计涨幅达9.3%，恒生科技指数涨幅达13.4%。港股金融板块算术平均涨幅为33.0%，涨幅中位数为18.7%

- 国庆假期楼市活跃度提升、上交所延长接受指定交易申报指令时间和节后首日券商提前银证转账资金时间成为市场热议的话题。
- 从个股来看，涨幅前十分别为招商证券（184.62%）、申万宏源（126.83%）、中信建投证券（94.12%）、国联证券（86.82%）、东方证券（78.44%）、中金公司（75.90%）、HTSC（66.13%）、光大证券（61.23%）、中国再保险（53.57%）和广发证券（53.06%），而五大国有银行因前期累计涨幅较大，涨幅显著低于大势平均录得4%-7%的涨幅。
- 从板块来看，券商板块招商证券（184.62%）和申万宏源（126.83%）领涨，保险板块中国再保险（53.57%）和新华保险（46.39%）领涨，银行板块招商银行（22.57%）和民生银行（15.14%），指向弹性优于基本面，超跌个股获得外资青睐。
- 从AH金融股价差来看，招商证券（20.15%）、招商银行（13.29%）、华泰证券（6.58%）、中信证券（2.11%）已经出现H股较A股的溢价，中国平安（-5.70%）、广发证券（-10.90%）和民生银行（-18.12%）的H股折价幅度低于当前股息税的水平，除海通证券（-62.70%）和国泰君安（-51.50%）因停牌数据不可比外，中国人寿（-57.88%）、国联证券（-43.08%）、中金公司（-42.89%）、中信建投（-42.39%）和中国人保（-41.09%）的H股折价幅度较大。

港股假期走势回顾：港股金融板块涨幅优于大势

代码	板块	公司名称	2024/9/30 收盘价HKD	2024/10/7 收盘价HKD	涨跌幅
6099.HK	证券	招商证券	9.10	25.90	184.6%
6806.HK	证券	申万宏源	2.05	4.65	126.8%
6066.HK	证券	中信建投证券	8.84	17.16	94.1%
1456.HK	证券	国联证券	4.25	7.94	86.8%
3958.HK	证券	东方证券	5.01	8.94	78.4%
3908.HK	证券	中金公司	13.90	24.45	75.9%
6886.HK	证券	HTSC	12.52	20.80	66.1%
6178.HK	证券	光大证券	8.10	13.06	61.2%
1508.HK	保险	中国再保险	0.84	1.29	53.6%
1776.HK	证券	广发证券	10.78	16.50	53.1%
6881.HK	证券	中国银河	7.26	11.00	51.5%
6030.HK	证券	中信证券	20.55	30.80	49.9%
1336.HK	保险	新华保险	24.25	35.50	46.4%
0966.HK	保险	中国太平	12.50	16.56	32.5%
2628.HK	保险	中国人寿	15.62	20.55	31.6%
1339.HK	保险	中国人民保险集团	3.71	4.86	31.0%
6060.HK	保险	众安在线	15.86	20.60	29.9%
3968.HK	银行	招商银行	38.55	47.25	22.6%
2328.HK	保险	中国财险	11.52	14.04	21.9%
0388.HK	证券	香港交易所	326.20	393.80	20.7%
2318.HK	保险	中国平安	50.15	59.70	19.0%
2601.HK	保险	中国太保	28.00	33.15	18.4%
6963.HK	保险	阳光保险	3.42	4.01	17.3%
1988.HK	银行	民生银行	3.17	3.65	15.1%
1658.HK	银行	邮储银行	4.65	5.27	13.3%
1963.HK	银行	重庆银行	5.36	5.97	11.4%
3618.HK	银行	重庆农村商业银行	4.03	4.48	11.2%
6818.HK	银行	中国光大银行	2.64	2.93	11.0%
0998.HK	银行	中信银行	4.96	5.46	10.1%
2016.HK	银行	浙商银行	2.20	2.34	6.4%
3988.HK	银行	中国银行	3.67	3.90	6.3%
0011.HK	银行	恒生银行	97.75	103.50	5.9%
1288.HK	银行	农业银行	3.66	3.85	5.2%
0939.HK	银行	建设银行	5.88	6.18	5.1%
3328.HK	银行	交通银行	5.96	6.21	4.2%
1398.HK	银行	工商银行	4.64	4.83	4.1%
1299.HK	保险	友邦保险	69.65	72.15	3.6%
2888.HK	银行	渣打集团	83.55	84.20	0.8%
2611.HK	证券	国泰君安	7.91	7.91	0.0%
6837.HK	证券	海通证券	3.63	3.63	0.0%
0005.HK	银行	汇丰控股	70.45	70.35	-0.1%
2378.HK	保险	保诚	74.00	72.70	-1.8%

港股假期走势回顾：AH价差明显收窄

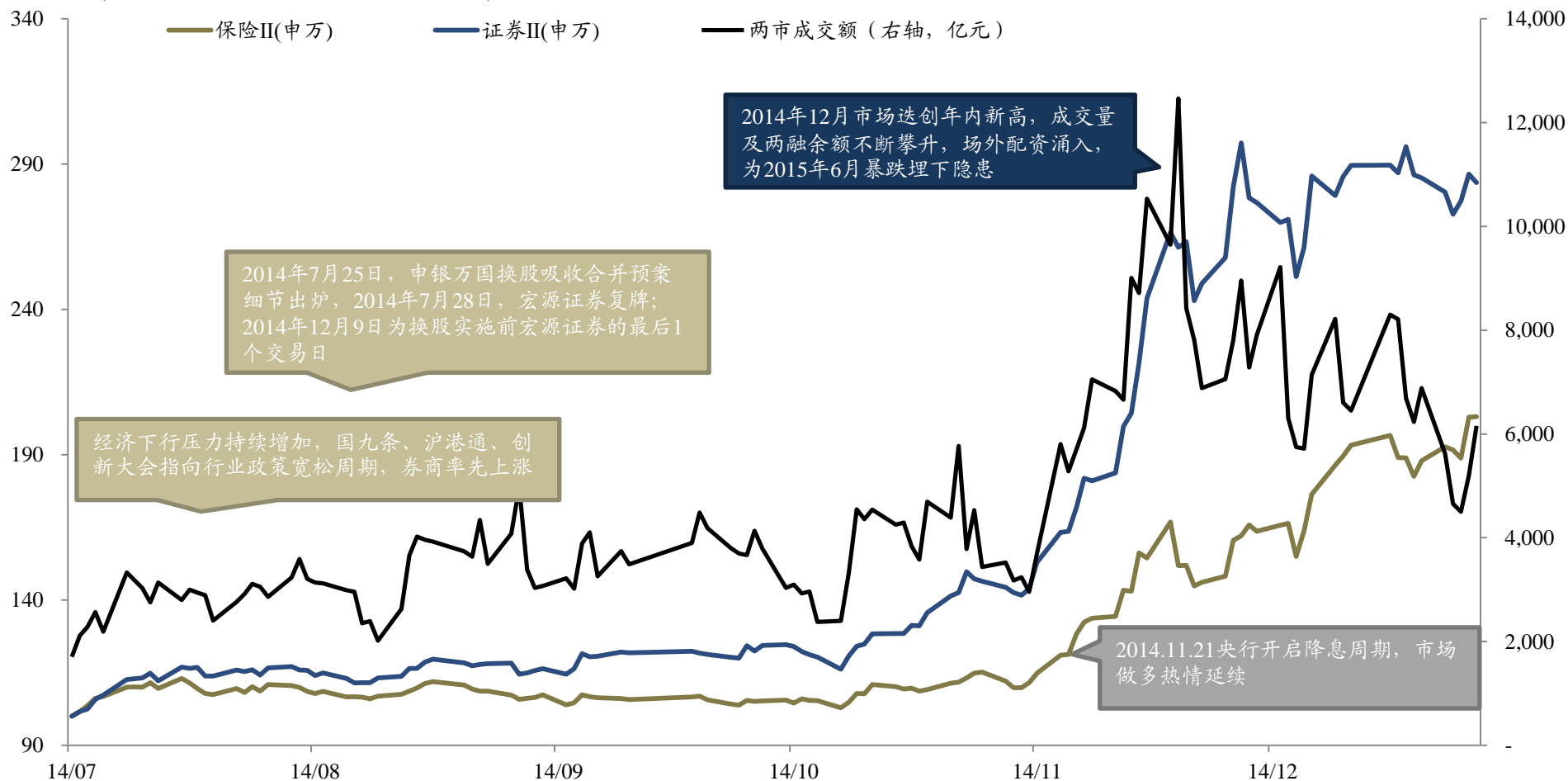
AH同步上市金融股股价跟踪

A股简称	A股总市值 (人民币亿元)	ROE (2024E)	A股PB-LF	H股PB-MRQ	假期期间涨跌幅	H股折价
招商证券	1,741	7.1%	1.56	1.88	184.6%	20.1%
申万宏源	1,394	4.9%	1.41	1.04	126.8%	-26.7%
中信建投	1,940	7.0%	2.92	1.66	94.1%	-42.4%
国联证券	332	2.6%	1.95	1.12	86.8%	-43.1%
东方证券	913	4.0%	1.25	0.92	78.4%	-27.4%
中金公司	1,549	4.9%	2.11	1.21	75.9%	-42.9%
华泰证券	1,609	7.1%	1.03	1.11	66.1%	6.6%
光大证券	835	0.0%	1.54	0.96	61.2%	-38.8%
广发证券	1,242	5.2%	1.10	0.99	53.1%	-10.9%
中国银河	1,481	5.8%	1.62	1.05	51.5%	-35.5%
中信证券	4,046	7.4%	1.62	1.63	49.9%	2.1%
新华保险	1,299	13.0%	1.66	1.12	46.4%	-31.0%
中国人寿	10,541	9.8%	2.52	1.07	31.6%	-57.9%
中国人保	3,023	10.9%	1.34	0.77	31.0%	-41.1%
招商银行	9,715	14.7%	0.99	1.13	22.6%	13.3%
中国平安	10,154	11.5%	1.15	1.07	19.0%	-5.7%
中国太保	3,506	13.4%	1.46	1.09	18.4%	-23.5%
民生银行	1,699	6.0%	0.34	0.27	15.1%	-18.1%
邮储银行	5,115	9.8%	0.67	0.59	13.3%	-9.6%
重庆银行	239	0.0%	0.55	0.36	11.4%	-33.5%
渝农商行	583	9.3%	0.51	0.38	11.2%	-25.7%
光大银行	2,006	8.2%	0.47	0.34	11.0%	-26.6%
中信银行	3,439	10.4%	0.57	0.41	10.1%	-29.8%
浙商银行	758	8.9%	0.49	0.35	6.4%	-28.2%
中国银行	13,479	10.0%	0.64	0.46	6.3%	-29.7%
农业银行	16,391	10.6%	0.68	0.50	5.2%	-27.7%
建设银行	14,159	10.6%	0.65	0.46	5.1%	-29.7%
交通银行	4,865	8.9%	0.59	0.45	4.2%	-24.3%
工商银行	20,442	9.9%	0.63	0.45	4.1%	-29.5%
国泰君安	1,203	5.5%	0.88	0.43	0.0%	-51.5%
海通证券	958	2.8%	0.70	0.27	0.0%	-62.7%

► 券商板块前期领涨，新兴行业后期发力

- 本轮行情开始于2014年7月份，初始上涨的行业是国防军工、机械设备等，券商板块跟涨，10月底券商板块才正式启动，11月叠加降息、沪港通等因素，券商板块实现了巨大的超额收益，远远领先于其他行业，但2015年后由于前期涨幅透支业绩增长，走势明显弱于新兴行业。
- 此次券商板块的行情可以用“涨幅大、耗时短”来形容，涨幅大是因为此次涨幅仅低于2006-2007年，而耗时短是因为券商板块仅用了1个多月的时间便走完了整个行情，我们认为券商板块表现与2006-2007年不同主要有两点原因：1) 宏观经济增速仍持续向下，券商板块盈利能力具有比较优势；2) 投资者拥有场内加杠杆的工具—融资融券和分级基金，二者能够与券商上涨形成正循环，强化行情。
- 从估值来看，大、小券商分化较大，大型券商PB估值最高在4-5倍之间，中小型券商一般在6-8倍之间，最高约为10倍，估值提升主要还是ROE的大幅提高。但盈利能力的体现不仅来源于经纪业务和投行业务，更需要考虑自营业务和信用中介业务，只是这些业务的驱动力仍是股市表现，因此此次券商板块的投资逻辑仍是高贝塔逻辑。需要注意的是，券商业务模式的变化带来的ROE水平的下降仍是不变的趋势，因此本轮行情下行业ROE仍大幅低于2006-2007年，最高估值水平也远低于2006-2007年。

- 我们将市场行情分为四个阶段：蓄势上涨（2014/7/20至2014/9/24）、基本面正反馈（2014/9/23至2014/11/20）、降息催化加速（2014/11/21至2014/12/9）和顶部盘整（2014/12/8至2015/1/16）



以史为鉴，可知兴替：复盘2014年末非银板块行情

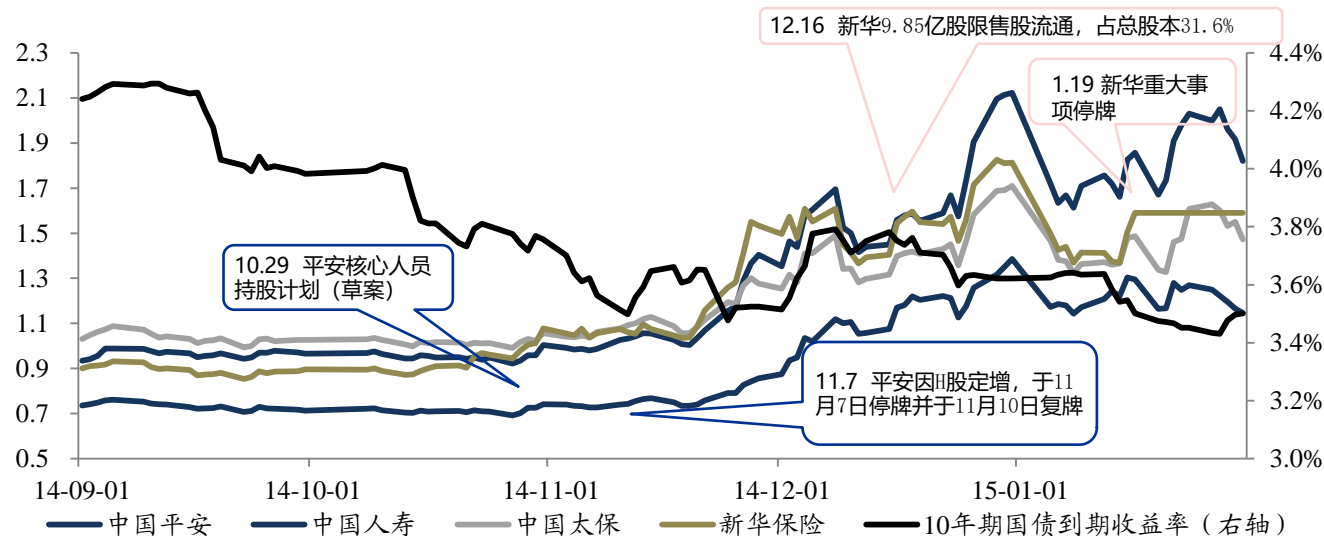
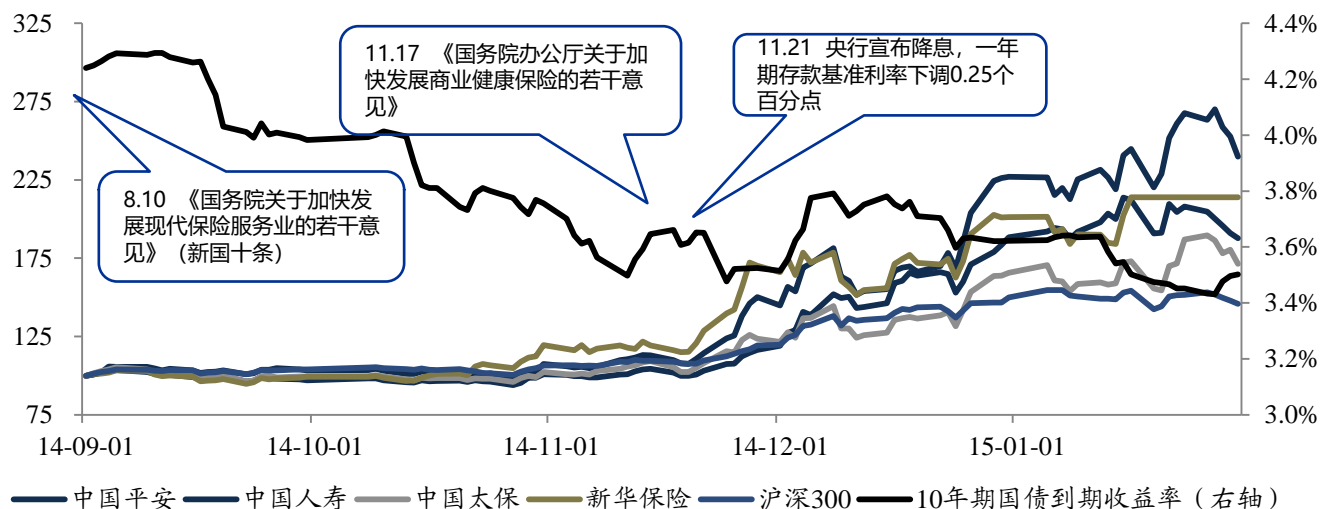
涨跌幅排序 阶段 启动时间 结束时间	蓄势上涨 阶段一 2014/7/20 2014/9/23	基本面正反馈 阶段二 2014/9/24 2014/11/20	降息催化加速 阶段三 2014/11/21 2014/12/8	顶部盘整 阶段四 2014/12/9 2015/1/16	累计涨跌幅
1	东方财富(57.3%)	东吴证券(54.9%)	光大证券(139.6%)	西南证券(58.0%)	东方财富(333.4%)
2	太平洋(37.0%)	国元证券(48.4%)	方正证券(124.3%)	东方财富(47.2%)	国元证券(242.8%)
3	长江证券(34.9%)	华泰证券(45.9%)	招商证券(112.3%)	中国人寿(34.9%)	华泰证券(234.5%)
4	兴业证券(32.8%)	兴业证券(41.7%)	华泰证券(108.5%)	中信证券(29.1%)	光大证券(231.8%)
5	国元证券(29.6%)	光大证券(41.0%)	山西证券(97.4%)	哈投股份(24.0%)	长江证券(231.4%)
6	东北证券(25.2%)	西部证券(35.9%)	广发证券(96.7%)	中国平安(20.8%)	兴业证券(214.4%)
7	山西证券(20.6%)	东北证券(34.9%)	兴业证券(92.5%)	中国太保(19.7%)	太平洋(209.6%)
8	锦龙股份(18.5%)	太平洋(32.3%)	长江证券(92.0%)	新华保险(19.7%)	西部证券(208.4%)
9	西南证券(17.3%)	锦龙股份(30.3%)	西部证券(89.0%)	海通证券(16.8%)	中信证券(180.9%)
10	东吴证券(17.3%)	广发证券(27.9%)	国海证券(85.2%)	华鑫股份(12.2%)	广发证券(169.4%)
11	哈投股份(14.3%)	国金证券(27.9%)	太平洋(82.5%)	国元证券(8.1%)	中国人寿(169.2%)
12	西部证券(14.3%)	长江证券(27.8%)	中信证券(74.7%)	西部证券(5.1%)	招商证券(168.5%)
13	华鑫股份(13.4%)	新华保险(26.2%)	东北证券(74.4%)	锦龙股份(4.0%)	东北证券(159.9%)
14	华泰证券(12.9%)	东方财富(25.2%)	海通证券(69.3%)	长江证券(0.1%)	东吴证券(158.7%)
15	光大证券(12.3%)	招商证券(23.2%)	国元证券(64.8%)	广发证券(-2.1%)	方正证券(154.4%)
16	国金证券(12.2%)	方正证券(17.4%)	国金证券(64.7%)	华泰证券(-2.6%)	海通证券(153.1%)
17	中国人寿(11.7%)	海通证券(15.9%)	东吴证券(64.5%)	太平洋(-6.4%)	新华保险(144.7%)
18	中信证券(11.4%)	山西证券(15.8%)	中国人寿(63.6%)	招商证券(-6.8%)	山西证券(137.6%)
19	海通证券(10.4%)	中信证券(11.9%)	中国平安(51.1%)	东北证券(-11.7%)	西南证券(135.7%)
20	方正证券(10.2%)	国海证券(10.3%)	东方财富(49.6%)	方正证券(-12.4%)	锦龙股份(135.1%)
21	招商证券(10.1%)	华鑫股份(9.8%)	新华保险(47.8%)	光大证券(-12.5%)	中国平安(97.8%)
22	新华保险(9.6%)	中国人寿(9.2%)	锦龙股份(46.5%)	兴业证券(-13.2%)	国金证券(90.0%)
23	广发证券(9.3%)	中国太保(8.4%)	中国太保(37.7%)	东吴证券(-13.4%)	哈投股份(90.0%)
24	国海证券(6.7%)	西南证券(5.1%)	哈投股份(30.9%)	山西证券(-13.8%)	中国太保(88.3%)
25	中国太保(5.5%)	中国平安(3.9%)	西南证券(21.0%)	国海证券(-17.7%)	国海证券(79.3%)
26	中国平安(4.3%)	哈投股份(2.4%)	华鑫股份(6.1%)	国金证券(-19.6%)	华鑫股份(48.3%)

以史为鉴，可知兴替：复盘2014年末行情

➤ 跨年估值切换下，上市险企平均P/EV从0.9X提升至1.56X，从累计涨幅来看中国人寿(169.2%)>新华保险(144.7%)>中国平安(97.8%)>中国太保(88.3%)

➤ 券商逼空式上涨阶段往往是保险板块蓄势的重要阶段，保险弹性弱于券商但持续性可能更强。

2014年9月至2015年1月，A股上市险企股价复盘
(上图为股价走势，下图为P/EV估值变化)



保险业绩弹性测算：优选新华保险和中国人寿

沪深300指数上涨20%对业绩静态影响测算

单位：百万元	平安	国寿	太保	新华	人保	合计
资产端影响						
1H24保险资金可投资资产	5,203,251	6,086,485	2,456,027	1,438,991	1,531,827	16,716,581
合计股票余额占比	6.38%	7.26%	9.01%	10.03%	2.94%	7.08%
其中：交易性金融资产FVTPL股票余额	125,895	407,595	175,270	127,474	26,773	863,007
上涨20%影响	25,179	81,519	35,054	25,495	5,355	172,601
其中：其他权益工具FVOCI中股票余额	206,035	34,144	45,982	16,824	18,214	321,199
上涨20%影响	41,207	6,829	9,196	3,365	3,643	64,240
负债端影响						
非寿险业务资产占比	12.0%	0.0%	15.0%	0.0%	60.0%	8.4%
寿险业务可投资资产影响幅度	58,420	88,348	37,613	28,860	3,599	216,839
存量分红险和万能险比例	60%	40%	45%	40%	40%	46%
分红实现率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
剔除分红险和万能险负债端影响	-24,536	-24,737	-11,848	-8,081	-1,008	-70,210
非寿险业务可投资资产影响幅度	7,966	0	6,638	0	5,398	20,002
结果分析						
对集团内含价值净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24末集团内含价值	1,476,108	1,404,536	568,766	268,368	296,284	4,014,062
对期末内含价值影响	2.84%	4.53%	5.70%	7.74%	2.70%	4.15%
对集团净利润净影响	15,873	58,694	25,668	18,356	4,755	121,435
2023年末静态归母净利润	87,575	35,541	23,149	9,542	20,503	176,310
对期末净利润影响	47.8%	179.0%	140.0%	217.8%	39.0%	94.5%
对净资产净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24末静态净资产	931,208	493,834	267,310	90,025	253,020	2,035,397
对期末归母净资产影响	4.49%	12.88%	12.12%	23.08%	3.16%	8.19%

从1H24证券经纪业务贡献（证券经纪业务净收入/扣除其他业务收入的营业收入）来看

- 天风证券、华西证券、长江证券、东方财富和方正证券排名靠前

从1H24证券自营业务贡献（扣除联合营企业后的投资+公允价值变动损益/扣除其他业务收入的营业收入）来看

- 天风证券、西部证券、红塔证券、中原证券和申万宏源排名靠前

从1H24母公司自营敞口占比（自营权益类证券及证券衍生品/净资本）来看

- 国信证券、中金公司、国联证券、申万宏源和第一创业排名靠前

从强者恒强的近五个交易日累计涨幅来看

- 东方财富、国海证券、天风证券、太平洋和长江证券涨幅领先

从头部券商做大做强，当前A股市值排名前五券商来看

- 中信证券、东方财富、中信建投、中金公司和招商证券排名靠前

券商业绩弹性测算：优选零售券商

股票代码	公司名称	总市值 (人民币亿元)	PB LF	1H24经纪业务 对营收占比	1H24自营业务 对营收占比	自营权益类证券及证券衍生 品/净资本	近五个交易日累计涨幅
600030.SH	中信证券	4,031	1.6	16.0%	43.9%	29.8%	40.9%
300059.SZ	东方财富	3,204	4.3	40.4%	33.1%	0.0%	89.2%
601066.SH	中信建投	2,083	2.9	24.7%	41.6%	8.6%	35.8%
601995.SH	中金公司	1,864	2.1	19.6%	47.8%	42.1%	34.6%
600999.SH	招商证券	1,691	1.6	24.9%	49.8%	39.9%	29.0%
601881.SH	中国银河	1,683	1.6	23.5%	50.2%	22.1%	36.3%
601688.SH	华泰证券	1,589	1.0	20.5%	34.3%	22.4%	34.6%
000166.SZ	申万宏源	1,432	1.4	20.7%	60.2%	41.6%	34.9%
601211.SH	国泰君安	1,309	0.9	19.9%	37.3%	30.3%	0.0%
000776.SZ	广发证券	1,273	1.1	21.7%	32.1%	37.9%	34.0%
600837.SH	海通证券	1,146	0.7	20.7%	24.0%	15.0%	0.0%
002736.SZ	国信证券	1,137	1.4	27.7%	48.5%	48.9%	30.4%
600958.SH	东方证券	944	1.3	12.9%	39.8%	20.8%	29.9%
601788.SH	光大证券	888	1.5	26.2%	23.9%	4.2%	31.5%
601901.SH	方正证券	769	1.6	36.3%	32.4%	35.6%	33.8%
601136.SH	首创证券	649	5.1	7.1%	46.1%	20.1%	38.3%
601377.SH	兴业证券	589	1.1	21.3%	28.1%	11.4%	30.4%
601878.SH	浙商证券	559	2.1	29.1%	22.4%	13.9%	31.0%
601059.SH	信达证券	553	3.0	19.9%	40.1%	1.7%	35.6%
600918.SH	中泰证券	510	1.4	27.2%	15.9%	7.6%	32.1%
601555.SH	东吴证券	418	1.0	20.1%	39.4%	20.1%	36.0%
601236.SH	红塔证券	414	1.7	7.6%	62.4%	24.7%	29.7%
601108.SH	财通证券	405	1.2	18.9%	26.8%	19.4%	32.9%
000783.SZ	长江证券	399	1.2	43.5%	7.1%	9.4%	44.7%
002673.SZ	西部证券	388	1.4	17.4%	68.4%	5.9%	35.8%
000728.SZ	国元证券	387	1.1	15.8%	44.9%	11.1%	36.7%
601162.SH	天风证券	380	1.6	50.7%	88.6%	5.4%	60.8%
002939.SZ	长城证券	371	1.3	15.6%	58.7%	26.8%	34.8%
600109.SH	国金证券	364	1.1	26.5%	25.8%	4.7%	37.2%
002945.SZ	华林证券	363	5.7	35.0%	26.7%	27.4%	39.1%
601990.SH	南京证券	357	2.0	12.7%	47.8%	2.8%	29.4%
601456.SH	国联证券	356	2.0	25.8%	34.7%	41.7%	30.4%
601198.SH	东兴证券	354	1.3	14.4%	43.7%	9.1%	33.9%
601696.SH	中银证券	350	2.0	26.5%	14.6%	1.8%	41.7%
600369.SH	西南证券	324	1.3	20.4%	45.9%	13.5%	34.9%
601099.SH	太平洋	316	3.3	28.0%	20.5%	2.0%	45.5%
000750.SZ	国海证券	308	1.4	23.2%	28.7%	1.5%	61.0%
002797.SZ	第一创业	298	1.9	10.6%	39.8%	40.4%	35.5%
600909.SH	华安证券	280	1.3	23.4%	40.1%	25.8%	35.7%
600906.SH	财达证券	261	2.3	28.8%	35.9%	5.9%	39.2%
002500.SZ	山西证券	237	1.3	19.7%	57.5%	5.2%	34.4%
002926.SZ	华西证券	231	1.0	44.0%	12.1%	10.4%	34.4%
601375.SH	中原证券	221	1.6	22.7%	60.8%	7.4%	37.1%
000686.SZ	东北证券	192	1.0	25.8%	32.8%	21.0%	38.3%

- 个股推荐：1) 金融科技：推荐【指南针】、【同花顺】、【东方财富】，建议关注【财富趋势】。2) 券商：推荐【中信证券】、建议关注【华泰证券】、【招商证券】。3) 保险板块推荐：【新华保险】、【中国人寿】、【中国平安】
- 政策落地效果不及预期
 - 参考2014年末行情，2015年1月初，证监会通报券商融资类业务现场检查情况，原银监会发布《商业银行委托贷款管理办法（征求意见稿）》，央行货币政策司官员撰文称要防止过度“放水”，引发板块于2015年1月19日出现暴跌，若后市市场持续火热，政策边际转向将对板块估值带来压制
- 成交量未能有效配合持续向上
 - 参考2014年末至2015年初非银板块行情，随着两市成交量冲高回落未能持续放大，非银板块出现顶部盘整迹象，当前两市成交量迭创历史新高，若后续未能持续放量，则对板块估值释放带来压制
- 宏观经济复苏低于预期
 - 宏观经济恢复不及预期可能导致资本市场活跃度下降，交投热情下降将对券商业绩和保险投资收益带来压制，进而对板块估值释放带来压制

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 财富家园