

非银金融

2024年四季度策略—站在当前时点，如何看待券商股

报告摘要

◆ 市场行情及业绩表现

2024年前三季度，A股市场出现了结构性行情，大盘指数显著跑赢中小盘指数。市场在1月至5月中旬呈现先抑后扬的走势，但在5月20日达到年内高点后，市场再次陷入调整，并在6月21日失守3000点。证券板块前三季度表现来看，年初至今，截至9月30日，非银（申万）指数累计上涨29.52%，在31个申万一级行业中排名第1位。券商II指数累计上涨24.24%，跑赢沪深300 7.14pct，跑赢上证综指12.08pct。上半年券商行情呈M行走势，1-2月A股市场流动性转弱，资金流出，多数板块出现下跌，进而影响券商板块。2-3月随着政策利好的释放，市场情绪逐步回暖，市场交易量显著回升，带动券商指数上涨。4月随着两会政策的逐步落地，市场预期得到进一步明确，政策效应开始显现，为券商板块带来新的增长动力。虽然4月市场流动性整体较为充裕，但5-6月资金供给需求产生变化，资金流入减少对券商指数造成压力，且券商一季度净利润普遍下滑，负面影响持续延续。进入下半年，随着经济复苏预期、活跃资本市场政策、包含公募降费改革在内的投资端改革，推动增量资金入市、活跃资本市场，进而带动券商基本面与估值提升。此外，监管支持或将推动券商并购进程加速，行业格局进一步向集中化演变。9月24日国新办新闻发布会发布多项重磅金融政策，9月26日政治局会议接踵而来，924金融政策组合拳和926政治局会议共同确认了当下政策底已经形成，宏观政策将向稳增长方面大幅倾斜。9月26日市场情绪大幅改善，上证指数收复3000点大关。

◆ 轻资产业务持续承压

在当前复杂多变的市场环境下，券商的财富管理业务、资产管理业务和投行业务面临着一定的挑战。财富管理业务方面，市场大幅波动对券商的代销金融产品业务造成了压力，进一步削弱了经纪业务收入。资管业务，在大资管时代背景下，券商资管业务的整体规模呈现出私募产品缩减、公募产品增长

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

薄晓旭

分析师

SAC执业证书: S0640513070004

联系电话: 0755-33061704

邮箱: boxx@avicsec.com

相关研究报告

非银行业周报 (2024年第三十三期): 多举措支持资本市场 —2024-09-29

非银行业周报 (2024年第三十二期): 监管助推打造国际一流投资银行 —2024-09-22

“国泰君安+海通证券”并购重组事件点评: “新国九条”后首例大型头部券商并购重组, 关注行业“并购”主线 —2024-09-07

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

的格局，业务结构正在经历重要的转型。投行业务方面，2024年以来，证监会加强了对资本市场的监管力度，特别强调了对IPO入口的严格把控和上市公司质量的源头提升。在这一监管导向下，国内企业的IPO市场整体呈现出一种阶段性的紧缩趋势。

◆ 关注券商并购重组，看好券商交易性机会

2024年以来，监管机构着重鼓励并购重组，以优化资源配置，提高行业集中度，促进券商行业良性竞争。这一政策导向为券商提供了通过并购实现规模扩张和业务多元化的机会，在监管机构大力推动并购重组的背景下，头部券商凭借强大的资本实力、品牌影响力和专业服务能力，在并购重组中占据优势。随着头部券商市场集中度的提升，中小券商在并购重组热潮下积极探索差异化发展，以适应市场变化和监管要求，提升自身竞争力。综合来看，鉴于对后市的预测以及行业格局发生的变化，建议重点关注两条主线：一是具备并购重组机会的大中型券商，二是低估值、能受益于板块估值修复的头部券商。个股方面建议关注：中信证券、华泰证券等，或者有整合预期的中型券商，如：国联证券、浙商证券和国泰君安等。9月底，国务院新闻办公室举行新闻发布会，政策鼓励非银机构加杠杆，通过央行向资本市场注入流动性支持。预计在政策和流动性持续支持下，当前资本市场信心低迷现状将显著改善，对券商经纪，财富，投资等多项业务形成实质性利好，看好券商未来一段时间内的交易性机会。建议关注有可能首批加杠杆的头部券商，如中信证券，华泰证券等。

◆ 风险提示

行业规则重大变动、外部市场风险加剧、市场波动

正文目录

一、 市场概况：券商估值位于历史底部	5
1. 2024 年行情回顾	5
2. 业绩情况	6
(1) 行业总体情况	6
(2) 业务情况	7
3. 当前估值在历史底部	11
二、 政策明确支持资本市场发展	12
(1) 新“国九条”为行业发展指明方向	12
(2) 政策导向下，行业竞争格局逐渐清晰	13
三、 投资策略：关注券商并购重组机会	16
1. 行业四季度展望	16
2. 聚焦有并购重组机会和预期的券商	17
(1) 复盘行业整合趋势	18
(2) 有整合能力的头部券商	19
(3) 有整合预期的中型券商	19
3. 投资策略	20
四、 个股推荐	20
(1) 中信证券	20
(2) 华泰证券	21
(3) 国泰君安	21
(4) 浙商证券	22
(5) 国联证券	23

五、 风险提示.....	24
--------------	----

图表目录

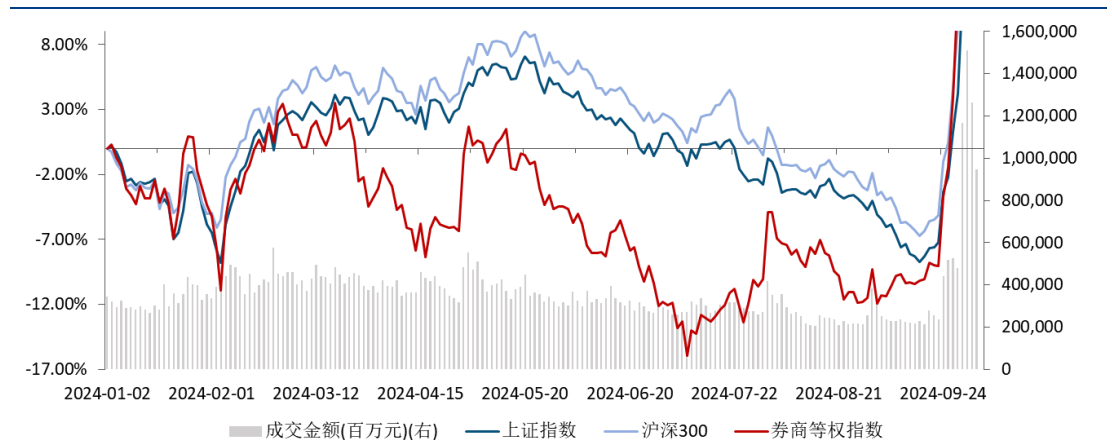
图 1 证券板块市场表现	5
图 2 上市券商 1-9 月涨跌情况 (单位: %)	6
图 3 上市券商 2024H1 营业收入 (亿元) 及增速	6
图 4 上市券商 2024H1 净利润 (亿元) 及增速	6
图 5 各项业务增速	7
图 6 主营占比情况	7
图 7 股基交易规模 (亿元) 及增速	8
图 8 证券行业代理买卖佣金率 (‰)	8
图 9 头部券商 IPO 市场份额占比	8
图 10 2024 年 1-9 月 IPO 和再融资规模及增速	8
图 11 新发资管产品规模及增速	10
图 12 上市券商资管业务收入及同比增速	10
图 13 两融余额 (亿元)	10
图 14 市场质押股数	10
图 15 证券板块 PB 走势图	11
图 16 2024 年券商分业务盈利预测 (亿元)	16
图 17 券商并购重组时间线	18
图 18 中信证券营业收入及增长率	20
图 19 中信证券净利润及增长率	20
图 20 华泰证券营业收入及增长率	21
图 21 华泰证券净利润及增长率	21
图 22 国泰君安营业收入及增长率	22
图 23 国泰君安净利润及增长率	22
图 24 浙商证券营业收入及增长率	23
图 25 浙商证券净利润及增长率	23
图 26 国联证券营业收入及增长率	23
图 27 国联证券净利润及增长率	23
表 1 券商资管子公司名单	9
表 2 新旧国九条对比	12
表 3 2024 年 1-9 月证券行业政策及事件	13
表 4 券商并购重组事件	17

一、市场概况：券商估值位于历史底部

1. 2024 年行情回顾

2024 年以来，A 股市场出现了结构性行情，大盘指数显著跑赢中小盘指数。市场在 1 月至 5 月中旬呈现先抑后扬的走势，但在 5 月 20 日达到年内高点后，市场再次陷入调整，并在 6 月 21 日失守 3000 点。从证券板块表现来看，年初至今，截至 9 月 30 日，非银（申万）指数累计上涨 29.52%，在 31 个申万一级行业中排名第 1 位。券商 II 指数累计上涨 24.24%，跑赢沪深 300 7.14pct，跑赢上证综指 12.08pct。

图1 证券板块市场表现



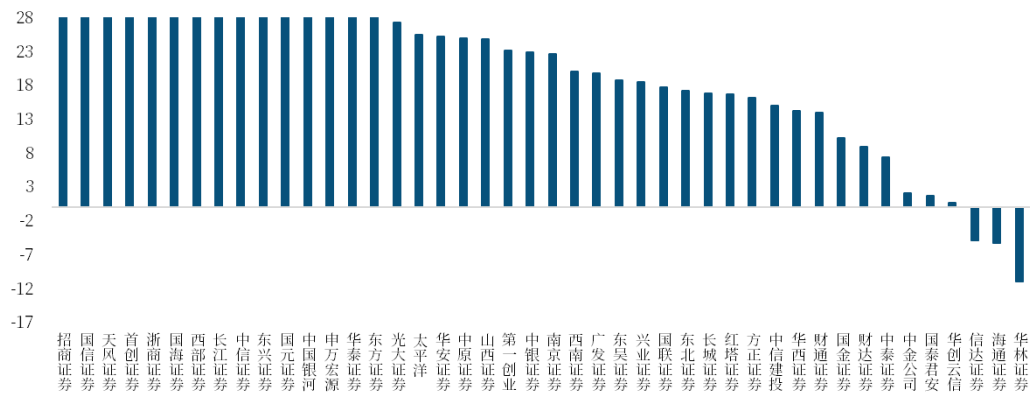
资料来源：WIND、中航证券研究所

具体来看，券商行情整体呈 M 走势，1-2 月 A 股市场流动性转弱，资金流出，多数板块出现下跌，券商板块随大盘下行。2-3 月证监会表示将持续推进资本市场的改革，包括放缓 IPO 节奏、加强对头部公募基金公司和上市公司的监管，随着政策利好的释放，市场情绪逐步回暖，市场交易量显著回升，带动券商指数上涨。4 月随着两会政策的逐步落地，市场预期得到进一步明确，政策效应开始显现，为券商板块带来新的增长动力。但 5-6 月资金供给需求产生变化，资金流入减少对券商指数造成压力，且券商一季度净利润普遍下滑，负面影响持续延续。进入下半年，随着经济复苏预期、活跃资本市场政策、包含公募降费改革在内的投资端改革，推动增量资金入市、活跃资本市场，进而带动券商基本面与估值提升。此外，监管支持或将推动券商并购进程加速，行业格局进一步向集中化演变。9 月 24 日国新办新闻发布会发布多项重磅金融政策，9 月 26 日政治局会议接踵而来，924 金融政策组合拳和 926 政治局会议共同确认了当下政策底已经形成，宏观政策将向稳增长方面大幅倾斜。9 月 26 日市场情绪大幅改善，上证指数收复 3000 点大关。

个股表现来看，截至 9 月 30 日，44 家上市券商 18 家券商涨幅超 25%。排名前五的分别是招商证券（+46.04%），国信证券（+42.69%），天风证券（+42.07%），首创证券（+40.73%）和浙商证券（+40.04%）。仅 3 家券商涨幅为负分别为华林证券（-

10.99%)、海通证券 (-5.30%) 和信达证券 (-4.87%)。主要是受市场波动性影响，前三季度市场活跃度持续低迷，对券商整体走势造成一定负面影响。9 月底政策组合拳的出台以及政治局会议最新定调提振了市场情绪，市场风险偏好迅速改善，券商是政策转向和资本市场提振的核心受益板块。

图2 上市券商 1-9 月涨跌情况 (单位: %)



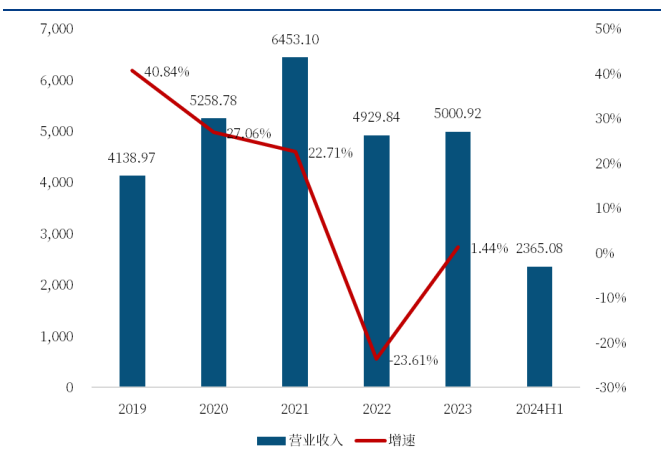
资料来源: WIND、中航证券研究所

2. 业绩情况

(1) 行业总体情况

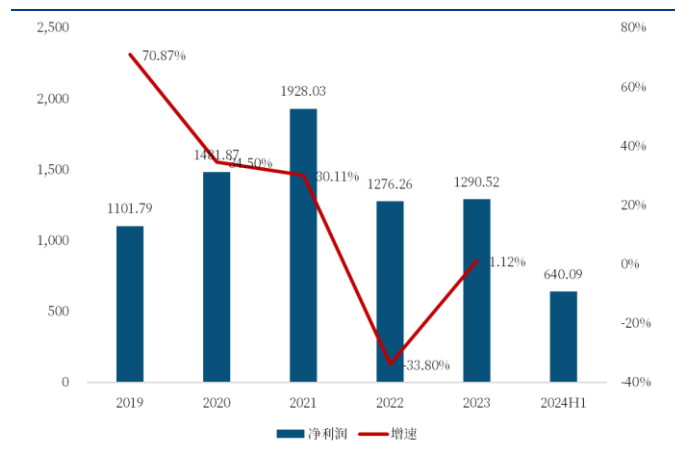
从上半年业绩情况来看,上市券商业绩全面承压,44家上市券商合计实现营业收入 2365.08 亿元 (-12.63%), 归母净利润 640.09 亿元 (-22.17%)。44 家上市券商 ROE 均值 2.4%, 较去年同期下滑 0.97pct。

图3 上市券商 2024H1 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: WIND、中航证券研究所

图4 上市券商 2024H1 净利润 (亿元) 及增速



资料来源: WIND、中航证券研究所

从营收和归母净利润的表现来看,2024 上半年行业头部集中度略有强化。前 5 大上市券商归母净利润占比 44 家上市券商合计同比增加 0.33pct 至 8.30%, 显示震

荡市场行情下，头部券商业绩稳定性更高。

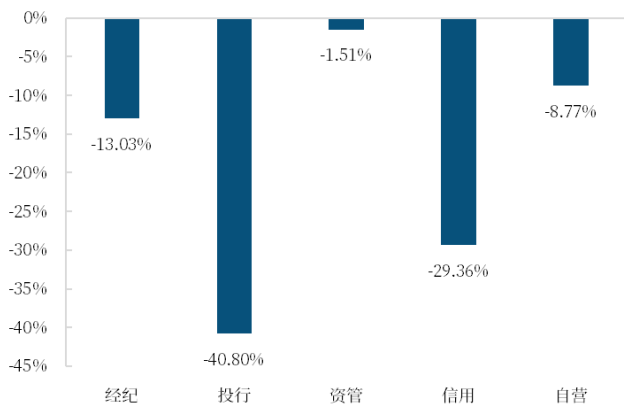
2024年上半年，券商业绩呈现出一定的分化，具体来看，作为行业头部的中信证券上半年实现营业收入301.83亿元(-4.18%)，实现归母净利润105.70亿元(-6.51%)，稳居行业首位。华泰证券上半年营业收入为174.41亿元(-5.05%)，位列第二，净利润同比有所下降(-18.99%)。头部前十的券商2024年上半年营业收入均超70亿元，净利润超20亿元，较去年同期增速下滑显著。主营业绩整体表现下滑。

从业绩增速来看，2024年上半年，仅8家券商营业收入增速为正，其中东兴证券(+168.28%)、首创证券(+47.62%)和红塔证券(+31.85%)位居行业前三位。归母净利润方面，仅11家券商增速为正，其中，首创证券(+73.39%)、东兴证券(+64.67%)和红塔证券(+52.27%)归母净利润增速位居行业前三位。值得注意的是，有8家券商2024年上半年营收和归母净利润增速均为正，实现了营业收入和净利润的双增长，分别是，东兴证券、首创证券、红塔证券、华林证券、南京证券、中原证券、第一创业和华安证券。相较于头部券商，中小券商业绩表现更显韧性。主要受益于自营业绩同比大幅增长，自营业务成为影响业绩的关键因素。

在各项主营业务中，2024年上半年，券商的证券经纪业务收入合计为462.06亿元，同比下降13.03%，投行业务收入为141.27亿元，同比下降40.80%，资管业务收入为227.60亿元，同比下降1.35%，自营业务收入达757.54亿元，同比下降8.77%。主要系受去年高基数影响，导致自营业绩下滑。

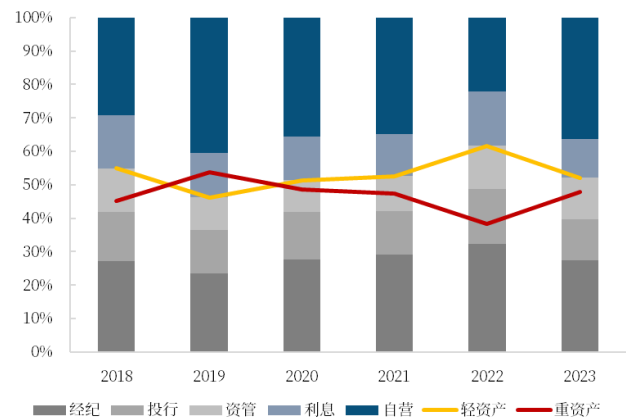
从业务结构来看，2024年上半年44家上市券商自营业务、经纪业务、投行业务、利息净收入、资管业务等业务收入分别占营业收入的32.03%(-3.08pct)、19.54%(-2.93pct)、5.97%(-4.12pct)、7.03%(-2.92pct)、9.62%(-0.13pct)。2023年，券商响应减费降负政策，2024年持续下调经纪业务佣金费率。2024年预计自营业务将继续对券商未来整体业绩表现产生重要影响，特别是市场转向预期下，自营业务贡献显得更加重要。

图5 各项业务增速



资料来源：WIND、中航证券研究所

图6 主营占比情况

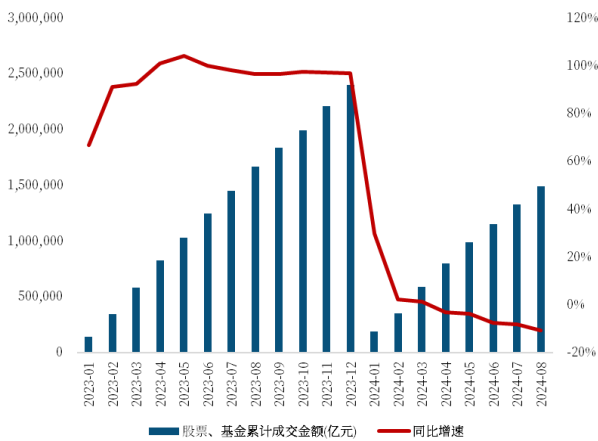


资料来源：WIND、中航证券研究所

(2) 业务情况

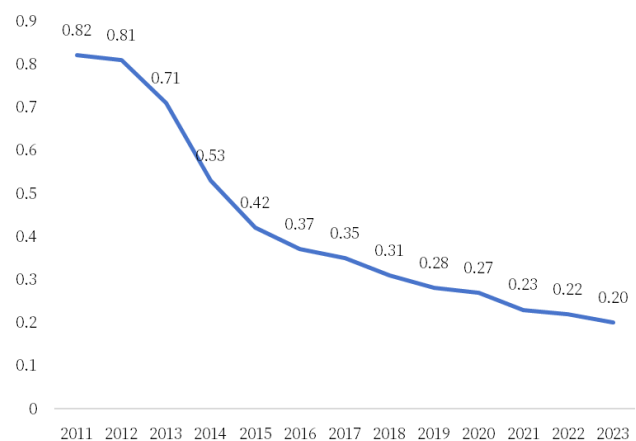
传统经纪业务方面，2024 年上半年 A 股市场整体震荡下行，后逐渐回暖，截至 2024 年 9 月末市场交易额达 1,440,040.9423 亿元，同比下滑 11.20%。佣金率的下滑趋势仍在延续，截至 2023 年末，佣金率已下滑至 0.20‰，进一步限制了传统经纪业务的盈利能力。财富管理业务方面，市场大幅波动对券商的代销金融产品业务造成了压力，进一步削弱了经纪业务收入。但值得注意的是，市场成交额在连续低迷之后，9 月 25 日又重破万亿大关，且持续上行，预计在市场预期改善之后，经纪业务压力将有所改善。

图7 股基交易规模（亿元）及增速



资料来源：WIND、中航证券研究所

图8 证券行业代理买卖佣金率（‰）



资料来源：WIND、中航证券研究所

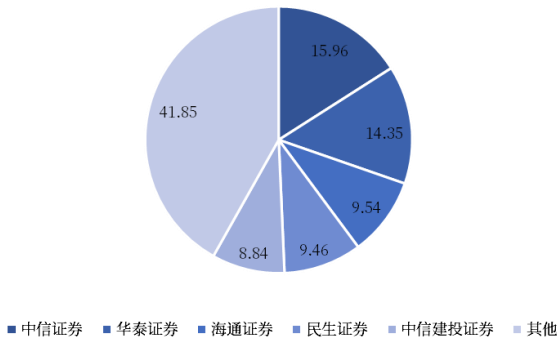
投行业务方面，2024 年以来，证监会加强了对资本市场的监管力度，特别强调了对 IPO 入口的严格把控和上市公司质量的源头提升。在这一监管导向下，国内企业的 IPO 市场整体呈现出一种阶段性的紧缩趋势。

截至 2024 年上半年 44 家上市券商（除东方财富）实现投行业务收入 141.27 亿元，同比下滑 40.80%。上半年 IPO 发行规模下滑是拖累投行业务收入的主要因素，截至今年 9 月底，券商共计完成 IPO 承销项目 69 单，累计承销金额 478.68 亿元（-85.21%），尽管投行业务整体承压，上市券商集中度仍维持高位，前五大券商 IPO 承销规模行业占比达 58.15%。市场变化和政策导向可能会推动投行业务向头部券商集中。9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持跨界并购、允许并购未盈利资产，还表示将提高监管包容度、提高交易效率、提升中介服务水平，并加强监管。相关政策对并购重组市场带来显著的提振作用，进一步明确了政策端加大上市公司并购重组市场改革力度、提高并购重组市场活力与效率的态度和决心。在当前政策自上而下推动券商并购重组的背景下，行业有望迎来新一轮并购重组浪潮，行业集中度有望提升。

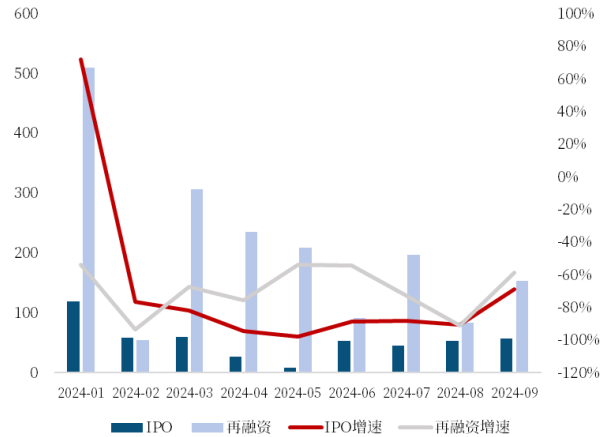
图9 头部券商 IPO 市场份额占比

图10 2024 年 1-9 月 IPO 和再融资规模及增速

市场份额 (%)



资料来源：WIND、中航证券研究所



资料来源：WIND、中航证券研究所

资管业务方面，在大资管时代背景下，券商资管业务的整体规模呈现出私募产品缩减、公募产品增长的格局，业务结构正在经历重要的转型。积极拓展公募业务已成为券商资管提升竞争力和实现高质量发展的关键策略，同时也是其差异化发展的重要手段。

券商资管业务在结构上持续优化，集合资产管理计划规模增长，特别是固收类产品规模显著增加，成为推动规模增长的核心力量。截至 2023 年券商资管规模达 11.08 万亿元 (-5.31%)，其中集合资管规模 2.44 万亿元 (-18.38%)，单一资产管理 3.03 万亿元 (-13.87%)，专项资产管理规模 1.43 万亿元 (+24.50%)。

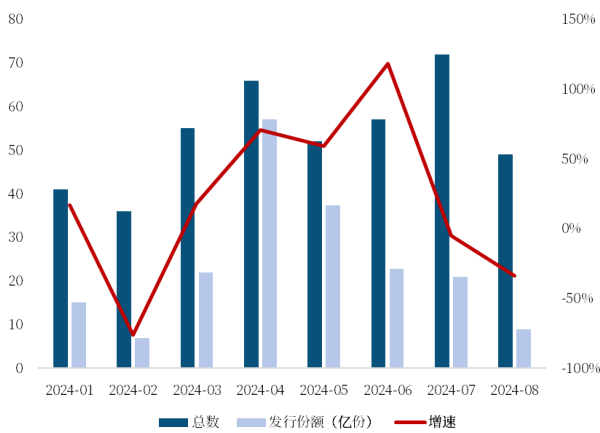
随着政策的推动和市场需求的变化，券商资管业务正加速公募化转型，通过设立资管子公司、申请公募基金牌照等方式拓宽公募业务边界。截至目前，资管子公司数量增至 30 家。4 家券商实现“一参一控一牌”公募化布局。共有 14 家证券公司及其资管子公司获得公募业务管理资格，并且还有多家券商资管子公司正在排队申请公募基金管理业务资质。

表1 券商资管子公司名单

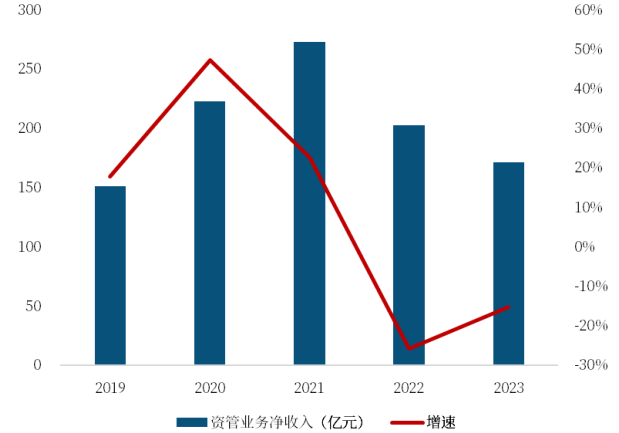
公司名称	券商资管子公司	公募牌照
东方证券	东证资管	拥有
财通证券	财通资管	拥有
广发证券	广发资管	
华泰证券	华泰资管	拥有
国泰君安	国泰君安资管	拥有
中泰证券	中泰资管	拥有
招商证券	招商资管	拥有
海通证券	海通资管	
浙商证券	浙商资管	拥有
长江证券	长江资管	拥有
德邦证券	德邦资管	
中国银河	银河金汇	
渤海证券	渤海汇金	拥有
东北证券	东证融汇	
光大证券	光大资管	
兴业证券	兴证资管	拥有

国投证券	安信资管	
天风证券	天风资管	
国盛金控	国盛资管	
甬兴证券	甬兴资管	
山西证券	山证资管	拥有
国金证券	国金资管	
申万宏源	申万宏源资管	
万联证券	万联资管	
中信证券	中信资管	
长城证券	长城资管	
国联证券	国联资管	
华安证券	华安资管	
国信证券	国信资管	
华福证券	华福资管	

资料来源：新浪财经、中航证券研究

图11 新发资管产品规模及增速


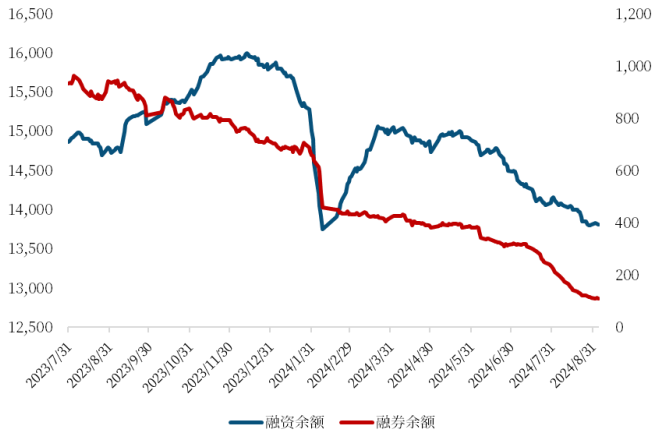
资料来源：WIND、中航证券研究所

图12 上市券商资管业务收入及同比增速


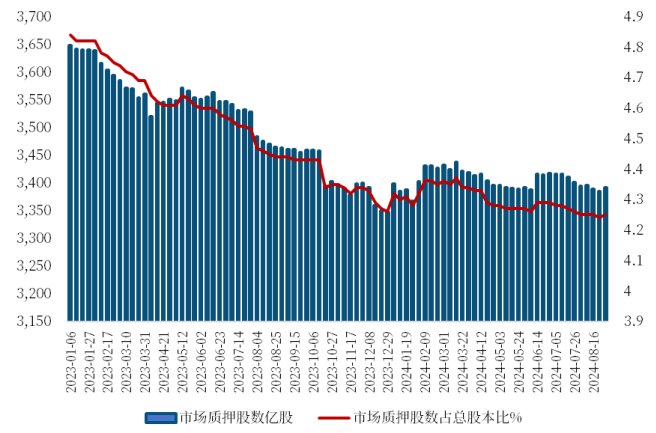
资料来源：WIND、中航证券研究所

信用业务方面，2024年上半年，上市券商利息净收入同比下跌29.36%。主要系证监会加强了对融券业务的监管，包括暂停新增转融券规模、要求证券公司加强客户交易行为管理，严禁向利用融券实施日内回转交易的投资者提供融券，以及加大监管执法力度等措施导致两融余额和股票质押规模下降。截至9月30日，市场两融余额达14,401.43亿元，同比下滑9.48%，其中融券余额为94.93亿元，同比下滑88.31%。

图13 两融余额 (亿元)
图14 市场质押股数



资料来源：WIND、中航证券研究所



资料来源：WIND、中航证券研究所

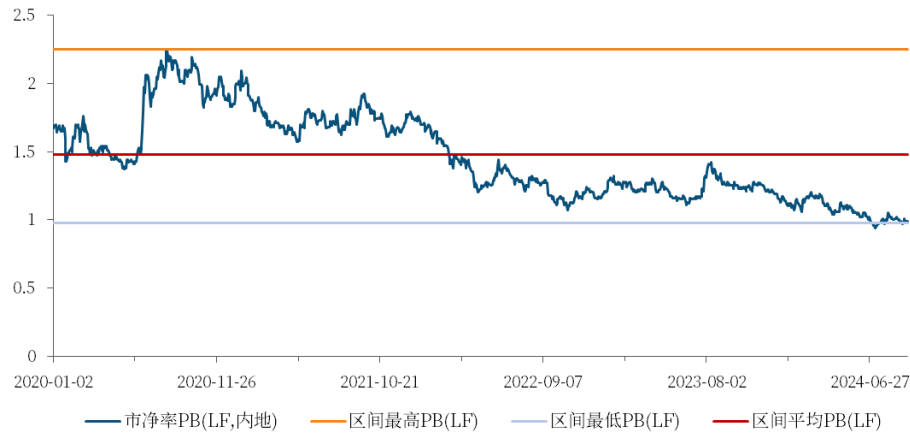
自营业务方面，尽管当前市场环境复杂多变，自营业务仍是券商业绩的主要支撑点，虽然受去年高基数影响，2024年上半年券商自营业绩整体下滑，但依然是当前券商主要收入来源。一方面，在当前市场经济不确定和监管持续加强的背景下，自营的灵活性和敏感性使其能够在市场波动中迅速调整策略。另一方面，当前监管趋势导向收紧 IPO，加强上市公司“入口关”和“出口关”监管。同时，监管机构鼓励降低交易成本，提高市场透明度和效率，券商为相应政策不断下调佣金率，基金公司也因此降低费率。而自营业务相对独立于上述政策变动，所受影响较小。此外，随着金融科技的发展，自营业务在风险管理和投资决策方面得到了显著提升，进一步增强了其业绩支撑作用。

当前，券商自营业务正从传统的方向性投资转向更加注重风险控制和收益稳定性的固收自营业务，以适应市场环境的变化，实现业绩的稳健增长。在权益市场波动较大的情况下，固收自营业务的稳健性显得尤为重要。大型券商在权益策略上从方向性改革到非方向性，中小券商则应注重发展非资本金依赖型业务。

3. 当前估值在历史底部

截至 9 月 30 日，券商板块 PB 估值为 1.43 倍，仍然位于历史偏低位置。证监会系列政策有利于提高上市公司投资吸引力、提振投资者信心，当前券商板块持仓、估值均处于历史底部，政策利好频发下板块估值有望修复。当前证券业进入高质量发展阶段，证券业务转型升级，传统经纪、投行等通道类业务向财富管理等综合金融服务转型，方向性自营投资也向衍生品、做市等资本中介业务转型，对证券公司资本实力、客户资源、专业素质等综合实力要求更高。尽管券商板块当前面临一定的业绩压力和市场挑战，但随着业务转型升级的推进和市场环境的改善，券商板块有望迎来估值修复的机会。

图15 证券板块 PB 走势图



资料来源：WIND、中航证券研究所

二、政策明确支持资本市场发展

(1) 新“国九条”为行业发展指明方向

今年，随着新“国九条”及相关政策的相继推出，证券行业迎来了转型升级的关键时期。这些政策的核心是引导行业回归其服务实体经济的初心，强化其在资本市场中的中介作用，同时促进行业内部形成正确的经营观念。证券公司作为资本市场的重要参与者，其发展不仅关乎自身的盈利能力，更关系到整个资本市场的稳定与健康发展。新政策鼓励证券公司在追求经济效益的同时，更加注重其服务功能，实现功能性与盈利性的有机统一。这要求证券公司在经营策略上做出调整，优化业务结构，提升服务质量，增强风险管理能力。同时，政策的推动也为证券行业带来了新的发展机遇。证券公司需要把握这一机遇，通过创新金融产品和服务，拓展业务范围，提高市场竞争力。这不仅有助于证券公司自身的发展，也将为资本市场注入新的活力，促进整个行业的繁荣。

新“国九条”及相关政策的发布，为证券行业的发展指明了方向，提供了动力。证券行业需要积极响应政策号召，深化改革，创新发展，不断提升自身的核心竞争力，朝着成为一流的投资银行和投资机构的目标不断前进。

表2 新旧国九条对比

	2004 年	2014 年	2024 年
发布背景	解决股权分置问题，扩大直接融资，服务于国企融资	推动改革，扩大市场双向开放，为注册制打下基础	加强监管防范风险，推动资本市场高质量发展
核心焦点	股权分置改革，市场化改革	并购重组，混合所有制，放松私募发行审批	严把发行上市准入关，严格上市公司持续监管，加大退市监管力度
政策导向	发展资本市场作为战略任务，解决流通股问题	完善金融架构，促进直接融资与间接融资协调发展	系统性要求，强调资本市场的“人民性”，服务实体经济
市场反应	市场注入信心与活力，增量资金涌入，助推股市上涨	市场过度反应，沪指短期内大幅上涨后迎来狂跌	政策深思熟虑的战略部署，解决长期积累的深层次矛盾

具体措施	---	支持券商、基金公司创新服务，发展多层次资本市场	发行上市准入关，上市公司持续监管，退市监管，交易监管等
目标愿景	---	---	短期、中期、长期目标，到 2035 年建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场

资料来源：国务院、中航证券研究所

(2) 政策导向下，行业竞争格局逐渐清晰

新“国九条”纲领之下，证监会发布一系列配套政策，形成“1+N”政策体系，行业严监管基调已确立。其中“1”指的是《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，“N”代表了证监会及其他相关部门出台的一系列配套制度规则。具体内容包括了：(1) 严把发行上市准入关 (2) 强化信息披露和公司治理监管，全面完善减持规则体系 (3) 深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局 (4) 推动行业回归本源、做优做强，压实中介机构“看门人”责任 (5) 建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度 (6) 出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，宣布了一系列重要政策举措支持实体经济与资本市场。具体包括，第一，降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。第二，降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。第三，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。一方面，政策对资本市场支持信号明确，央行降低存款准备金率和政策利率释放流动性，有助于提高市场风险偏好。另一方面，证监会提出推动中长期资金入市，国家监督管理总局也提到鼓励引导保险资金开展长期权益投资，央行更是首提“创设新的货币政策工具”，明确证券、基金、保险公司互换便利，首期操作规模 5000 亿元，此外，创设股票回购增持再贷款，首期规模 3000 亿元。同日晚，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持跨界并购、允许并购未盈利资产，还表示将提高监管包容度、提高交易效率、提升中介服务水平，并加强监管。相关政策对并购重组市场带来显著的提振作用，进一步明确了政策端加大上市公司并购重组市场改革力度、提高并购重组市场活力与效率的态度和决心。26日，中央政治局召开会议，会议强调，要突出抓好推动中长期资金入市指导意见的贯彻落实，扭住改善资金供给这个关键，大力发展权益类公募基金，持续提高权益类基金规模和占比，努力为投资者创造长期稳定收益。预计在政策和流动性持续支持下，当前资本市场信心低迷现状将显著改善，对券商经纪，财富，投资等多项业务形成实质性利好。

表3 2024年1-9月证券行业政策及事件

时间	机构	政策/事件	主要内容
1月28日	证监会	证监会进一步加强融券业务监管	加强对限售股出借的监管，进一步优化了融券机制。具体包括以下两点： 1、全面暂停限售股出借

			2、将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制
2月5日	证监会	证监会召开支持上市公司并购重组座谈会	提高对重组估值的包容性，支持交易双方在市场化协商的基础上合理确定交易作价，研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产。进一步优化重组“小额快速”审核机制。支持上市公司（包括非同一控制下的上市公司）之间的吸收合并，进一步拓宽多元化退出渠道。
3月9日	中证协	拟对《证券公司债券业务执业质量评价办法》进行修订	将原违约率排名前 20 扣分调整为排名前 30 扣分，同时增加相关扣分力度。删除债券展期作为风险处置的加分标的。鼓励证券公司在债券违约后，妥善处理诉讼事宜
4月12日	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	1、全面加强监管、有效防范化解风险 2、严把发行上市准入关。进一步完善发行上市制度。3、严格上市公司持续监管。4、加大退市监管力度，深化退市制度改革，加强并购重组监管，强化主业相关性。5、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。6、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。7、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。
4月12日	证监会	《关于严格执行退市制度的意见》	严格重大违法退市适用范围，调低 2 年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增 1 年严重造假、多年连续造假退市情形。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链整合力度
4月12日	沪深交易所	就《股票发行上市审核规则》公开征求意见	完善主板上市条件，适度提高净利润、现金流量净额、营业收入和市值等指标。
4月19日	证监会	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	优先支持突破关键核心技术的科技型企业资本市场融资。支持科技型企业首发上市、再融资、并购重组和境外上市，引导私募股权创投基金投向科技创新领域。加强债券市场的精准支持。完善支持科技创新的配套制度。
4月19日	证监会	《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	1、调降基金股票交易佣金费率;2、降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限;3、全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求;3、全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求;4、明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。
5月10日	证监会	《关于加强上市证券公司监管的规定》	优化发展理念，统筹规范融资行为。提升投资者保护水平。健全公司治理，强化内控合规管理。结合行业实践，完善信息披露要求。
5月10日	中证协	《证券公司另类投资子公司管理规范》	优化另类子公司的业务范围。完善子公司部分业务及内控监管要求。强化对子公司违规关联交易的约束。完善人员管理相关要求。补充自律管理要求及措施。

《证券公司私募投资基金子公司
管理规范》

5月15日	证监会	《监管规则适用指引—发行类第10号》	要求发行人在招股说明书刊登致投资者的声明，说清上市目的、建立现代企业制度以及融资必要性等基本情况。完善上市后分红政策的信息披露规则，强化未盈利企业相关信息披露。
5月24日	中证协	《证券公司提供投资价值研究报告行为指引》	加强对证券分析师与投资银行业务部门人员、证券发行与承销部门人员、发行人交流等合规管理，防范利益冲突
5月27日	金管局	《防范化解金融风险问责规定（试行）》	将所有金融活动纳入监管：无论传统金融还是新兴金融科技，均需遵循统一的监管标准，实现风险监管的全面覆盖。
6月12日	中证协	《证券公司债券业务执业质量评价办法》	设定负向申报质量指标为扣分项指标，加大扣分标准。设定风控实效指标为扣分项指标，细化加分方向。设定受托管理风险处置指标为加分项指标。
6月19日	证监会	《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业。
7月10日	证监会	依法批准暂停转融券业务进一步强化融券逆周期调节	批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%
7月31日	中证协	修订《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法》	对《评价办法》的评价范围、类别划分标准和指标赋分方法等进行个别调整完善。主要修订内容包括：严格A类公司评选标准和增加对项目数的最低要求、完善项目质量指标的评分方法、完善业务规模指标的赋分方法和权重、删除业务创新指标和核准制相关表述等。
8月16日	司法部、 财务部、 中证协	《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定（征求意见稿）》	《规定》明确了适用对象及范围，即证券公司、会计师事务所、律师事务所等机构为公司在境内公开发行股票提供服务进行收费等相关活动。
8月16日	上交所	《上海市场首次公开发行股票网下发行实施细则（2024年修订）》	本次修订主要对投资者参与科创板网下发行业务，增加了持有科创板市值的要求。自10月1日起，网下投资者及其管理的配售对象参加科创板新股网下发行的，除需符合现行市值门槛要求外，主承销商还应要求其在基准日（初步询价开始日前两个交易日）前20个交易日（含基准日）所持有科创板非限售A股股票和非限售存托凭证总市值的日均市值为600万元（含）以上。
9月24日	证监会	《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》	《指引》要求上市公司以提高上市公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。

9月24日	证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	1、支持上市公司向新质生产力方向转型升级。2、鼓励上市公司加强产业整合。3、进一步提高监管包容度。4、提升重组市场交易效率。提升中介机构服务水平。6、依法加强监管。
9月26日	证监会	《关于推动中长期资金入市指导意见》	主要举措包括：一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态。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。三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。

资料来源：证监会、中证协、沪深交易所、金管局、国务院、中航证券研究所

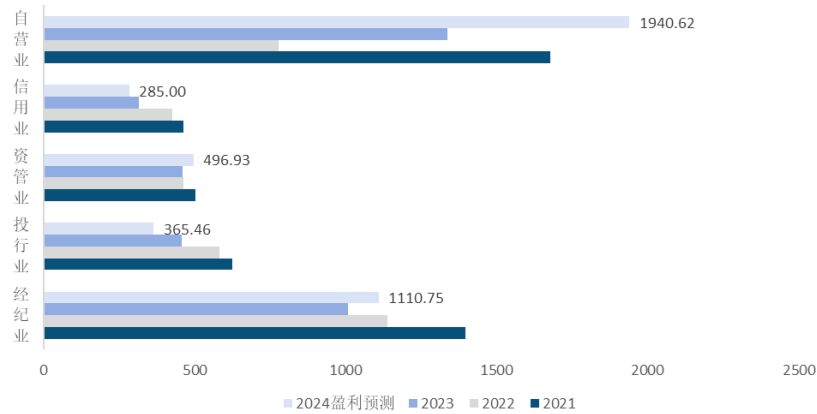
三、投资策略：关注券商并购重组机会

1. 行业四季度展望

A股市场持续震荡，市场估值已处于历史底部区域，具备中长期投资价值。四季度A股有望否极泰来，当前经济预期相对较低，货币政策偏宽松，资产性价比较高。2024年四季度券商行业在有望在政策支持、流动性宽松、经济向好的基础上实现稳健增长，同时行业内部的并购重组活动可能会加速，提升行业集中度。分业务条线来看，随着四季度市场逐渐企稳和风险偏好的修复，代买证券的收入可能止跌。同时，ETF发行提速和权益类基金产品的创新，将满足投资者对财富管理的成长需求，为经纪业务带来新的增长点。投行业务方面，短期内可能会受到市场波动的影响，但长期来看，随着资本市场改革的深化和结构的优化、并购六条的出台投行业务有望迎来新的发展机遇，并购重组等业务节奏明显加快，尤其是在服务重大战略和重点领域方面。资管业务方面，随着政策的落地和主动管理产品的供给增加，资管业务对券商营收的贡献有望提升。费率改革的全面落地也将提振投资者的热情，推动资管业务的发展。上半年受权益市场低迷和债券市场收益率下行影响，固收投资业务收入对自营业务整体收入贡献度相比去年同期下降，但自营业务仍然是券商业绩的“胜负手”，当前政策+流动性转好预期之下，投资收益将继续成为左右券商业绩的重要因素。

2024年四季度A股市场预计将持续震荡，指数弱复苏，目前券商估值处于历史中低位水平，预计随着市场企稳，投资者风险偏好将有所改善。

图16 2024年券商分业务盈利预测（亿元）



资料来源：WIND、中航证券研究所

2. 聚焦有并购重组机会和预期的券商

近年来，监管层不断推出资本市场改革政策，旨在优化市场结构，提高市场效率，增强市场的服务实体经济能力。鼓励创新业务发展、加强市场监管等，为券商行业提供了良好的发展环境。2024年以来，监管机构着重鼓励并购重组，以优化资源配置，提高行业集中度，促进券商行业良性竞争。这一政策导向为券商提供了通过并购实现规模扩张和业务多元化的机会，尤其是在投行业务、资产管理和财富管理等领域。

在监管机构大力推动并购重组的背景下，头部券商凭借强大的资本实力、品牌影响力和专业服务能力，在并购重组中占据优势。头部券商能够利用其强大的资本实力进行大规模的资本运作，通过收购或合并其他券商，迅速扩大自身的市场份额和业务范围。随着市场集中度的提升，头部券商通过并购重组，不仅可以巩固和扩大其在现有市场的地位，还能够通过业务的横向拓展进入新的市场领域，实现多元化发展。

随着头部券商市场集中度的提升，中小券商在并购重组热潮下积极探索差异化发展，以适应市场变化和监管要求，提升自身竞争力。中小券商依托自身的优势和特色，如股东特点、人才储备、地域优势等，为差异化发展打下坚实的基础。例如，华鑫证券提出“金融科技引领业务发展”的核心战略，国金证券则专注于投行业务，以研究为驱动，形成细分行业的核心竞争力。中原证券等在注册制改革背景下，通过新三板业务优势实现投行业务的快速增长。同时，2024年以来中小券商股权流转现象显著加速，预示着证券行业可能朝着更高的集中度和更强的竞争力发展，同时也为大型券商提供了并购重组的机会。预计在政策的推动下，行业内并购重组事项将持续加速推进。

表4 券商并购重组事件

时间	公司名称	事件
3月27日	东北证券	公司第一大股东吉林亚泰将所持 29.81%的股份转让予长发集团与长春金控，其中，20.81%的股份拟出售给长发集团，9%的股份拟出售给长春金控。
3月29日	浙江证券	拟受让国都证券 19.1454%股份，将成为国都证券第一大股东
3月29日	长江证券	湖北国资旗下的长江产业集团通过非公开转让方式受让了湖北能源和三峡资本所持长江证券的股份，成为其第一大股东

4月2日	联储证券	河南省公共资源交易中心发布公告，联储证券约1.57%股权将于本月拍卖，起拍价1.47亿元。
4月26日	国联证券	筹划通过发行A股股份的方式收购民生证券控制权并募集配套资金
6月5日	锦龙股份	公司将通过上海联合产权交易所公开挂牌的方式转让所持有的中山证券全部12.06亿股股权（占中山证券总股本的67.78%）
9月5日	国信证券	在筹划通过发行股份购买万和证券96.08%股份
9月12日	国泰君安	筹划由公司通过向海通证券全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券并发行A股股票募集配套资金

资料来源：公司公告、中航证券研究

(1) 复盘行业整合趋势

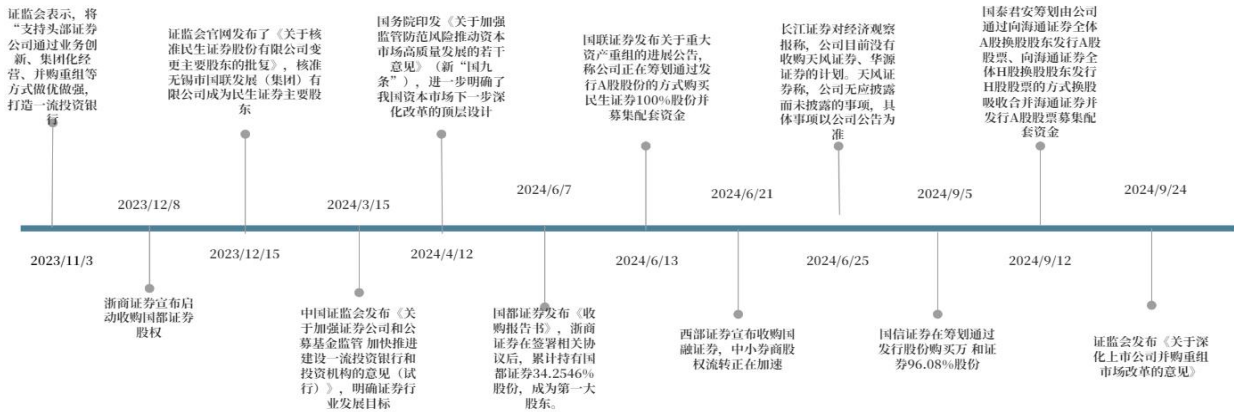
自2019年中国证监会提出构建航母级券商的战略目标以来，券商行业的并购整合活动日益活跃。这一战略旨在通过整合资源、优化结构、提升效率，打造具有国际竞争力的一流投资银行，以更好地服务实体经济和维护金融市场的稳定。并购整合在券商行业中取得了显著成效，尤其是在客户覆盖、团队建设、业务互补和区域布局等方面。例如，华泰证券并购联合证券，不仅扩大了其客户基础，还吸收了一支专业的团队，增强了公司在某些业务领域的竞争力。中金公司并购中投证券，实现了业务的多元化和区域市场的深入覆盖，提升了公司的整体实力。2023年11月，证监会再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强。这一政策导向进一步明确了券商行业整合的发展方向，鼓励头部券商发挥引领作用，通过并购重组等方式实现规模扩张和业务升级。

2024年3月证监会发布关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》明确鼓励并购整合，为行业提供了清晰的发展方向和政策窗口期。力争用五年左右时间，形成“教科书式”的监管模式和行业标准，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。长远目标是到2035年，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，力争在多个方面居于国际前列。此后，市场积极响应，并购重组案例频发。2024年以来，“平安+方正”、“太平洋+华创”、“国联+民生”和“浙商+国都”等并购事件在持续发酵，其中“国联+民生”已取得实质性进展，券商行业的竞争格局将面临重塑。

头部券商的示范作用日益凸显。监管机构鼓励头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，这不仅有助于提升头部券商的市场竞争力，也为整个行业的高质量发展树立了标杆。

行业分化加剧，中小券商面临更大的生存压力。在头部券商的规模效应和品牌优势下，中小券商需要通过并购重组等方式寻求突破，以实现业务的多元化和区域布局的优化。

图17 券商并购重组时间线



资料来源：公司公告、证监会、国务院、中航证券研究所

(2) 有整合能力的头部券商

在 2024 年券商并购重组浪潮的背景下，具有深度整合能力的头部券商备受市场关注。头部券商不仅在规模和资本实力上占据优势，更在战略布局、业务创新、风险管理等方面展现出卓越的能力。在培育一流投资银行和机构方面展现出强烈预期，可能成为市场新活力的源泉，并推动金融行业向更高水平发展。未来头部券商和具备资本实力的区域券商可以通过持续的外延并购实现扩张，行业整合趋势将日益明朗，从而带来投资机会的升温。值得注意的是，头部券商在并购重组中展现出的深度整合能力，也得到了监管机构和市场的高度认可。中证协启动的券商并购重组业务评价工作，将对券商在并购重组中的表现进行评价和激励，这无疑将进一步推动头部券商在并购重组中发挥更大的作用。头部券商如中信证券和中信建投等，在 2023 年的并购重组业务中已经展现出了强大的实力和整合能力，完成了大规模的资产重组交易。因此，对于具备深度整合能力的头部券商，市场普遍持乐观态度，并期待它们在新一轮的并购重组中发挥关键作用，推动整个券商行业向更高水平发展。

(3) 有整合预期的中型券商

在当前券商并购重组浪潮中，除了头部券商，中型券商同样值得市场关注。中型券商在规模、资本实力和市场影响力方面虽然不及头部券商，但它们在特定领域或地区往往拥有独特的竞争优势和发展潜力。通常，中型券商深耕细分市场，对客户需求有着深刻的理解，能够提供更为精准和个性化的服务。在并购重组的背景下，中型券商可以通过整合资源，进一步巩固其在特定领域的专业优势，实现业务的深度拓展。在政策层面，监管机构对行业整合的支持态度，为中型券商的并购重组提供了良好的外部环境。税收优惠、融资便利等政策措施，有助于降低中型券商并购重组的成本，提高其成功率。此前，“国联+民生”已取得实质性进展，国联证券通过增发和收购民生证券的股权，实现了两家券商的整合。这一整合不仅扩大了国联证券的业务规模，也借助民生证券在投行业务方面的优势，提升了其在资本市场的竞争力。这一实质性

进展展示了中型券商通过并购重组实现跨越式发展的潜力。后续还有“浙商+国都”整合持续推进。

3. 投资策略

鉴于对后市的预测以及行业格局发生的变化，建议重点关注两条主线：一是具备并购重组机会的大中型券商，并购重组是券商行业实现规模扩张和业务多元化的重要途径。大中型券商通常具备较强的资本实力和资源整合能力，能够通过并购重组来巩固市场地位，提升竞争力。监管层鼓励券商通过并购重组做优做强，这为行业内部的整合提供了政策支持。二是低估值、能受益于板块估值修复的头部券商。头部券商由于其品牌效应、客户基础和业务布局，通常能够更快地从市场波动中恢复，并且受益于行业整体估值的提升。随着市场情绪的改善和业绩的增长，这些券商的估值有望得到修复。个股方面，建议关注中信证券、华泰证券、国泰君安、浙商证券和国联证券。

四、个股推荐

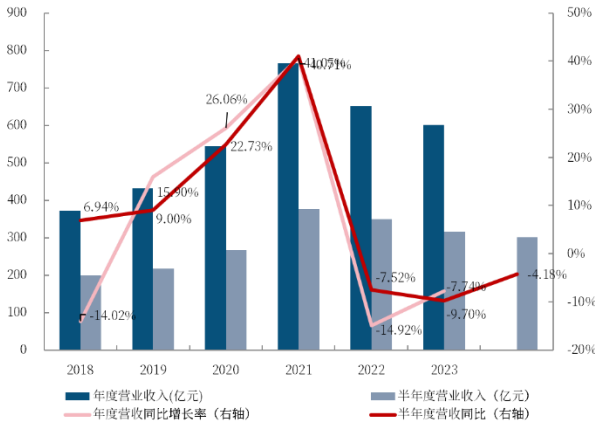
(1) 中信证券

中信证券作为行业龙头企业，股东实力强劲，竞争优势显著。中信证券业务运营多元，业务体系完整，分支机构布局广泛，多年来在经纪、投资、资管等业务均保持业界龙头地位。作为中信集团金融板块的重要组成部分之一，中信证券在资本补充、业务资源等方面可获得强力支持。且当前中信证券的 PB-ROE 水平仍旧偏低，不久估值有望修复，股价上升。当前资本市场高质量发展改革稳步推进，证监会多次强调建设一流投资银行和投资机构，公司作为龙头央企券商，背靠中信集团，股东实力强劲，自身综合实力稳居行业头部，有望更加受益于政策改革。目前，公司在积极推进财富管理、资管、资本中介等多项业务转型，加强数字化赋能，公司头部地位稳定。

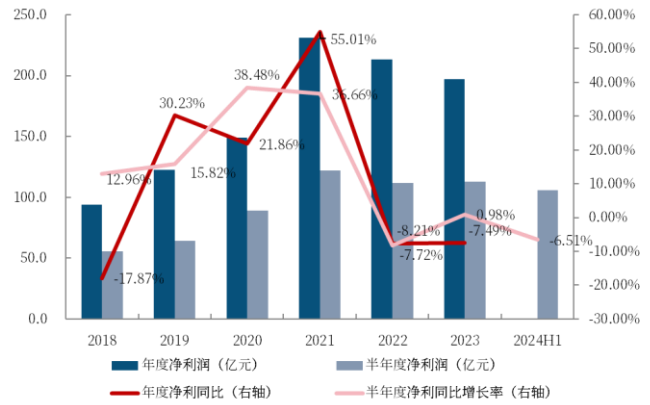
公司在投行和自营业务优势显著。截至 2024 年上半年末，公司上半年主承销规模 318.96 亿元，其中 IPO/再融资规模 (50.66/268.30 亿元)，市占率方面，公司 IPO 市占率 15.59%，市场排名第二；再融资规模市占率 19.10%，市场排名第一，仍居行业龙头。债承方面，2024H1 公司共承销债券 2071 只，排名同业第一。承销规模合计 8771.19 亿元 (+1.08%)，市占率 6.74%，排名市场第一。2024 年上半年，公司实现自营业务收入 117.31 亿元 (+1.66%)，公司的交易性金融资产/其他债权投资/其他权益工具投资规模分别为 6371.57/696.26/670.09 亿元，分别同比 +8.35%/-2.20%/+42346%。

图18 中信证券营业收入及增长率

图19 中信证券净利润及增长率



资料来源：WIND、中航证券研究所



资料来源：WIND、中航证券研究所

(2) 华泰证券

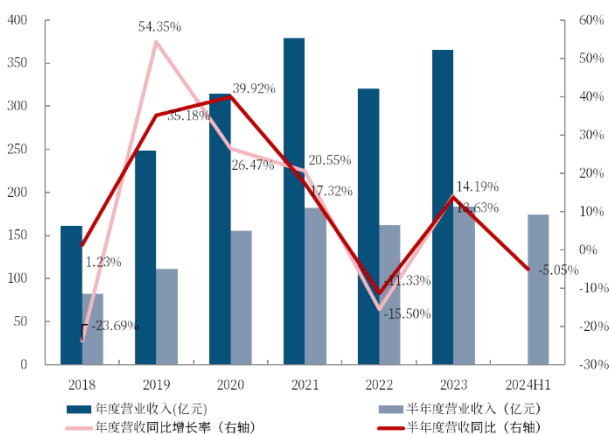
股东背景强劲，资本支持充足。华泰证券第一大股东为江苏省国信集团有限公司，实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会，能够在资金、业务资源等方面为公司发展提供较大支持。

公司资管业务表现亮眼，资管子公司管理规模增长。2024年上半年，公司实现资管业务净收入 22.20 亿元 (+6.47%)。截至报告期末，华泰证券资管公司资产管理规模 5,059.83 亿元 (+10.70%)，基金公司方面，南方基金和华泰柏瑞持续优化产品布局和业务体系，管理规模增长明显，截至 24H1，南方基金管理资产规模 21,724.29 亿元 (+15.36%)，华泰柏瑞管理资产规模 5,045.12 亿元 (+41.76%)。

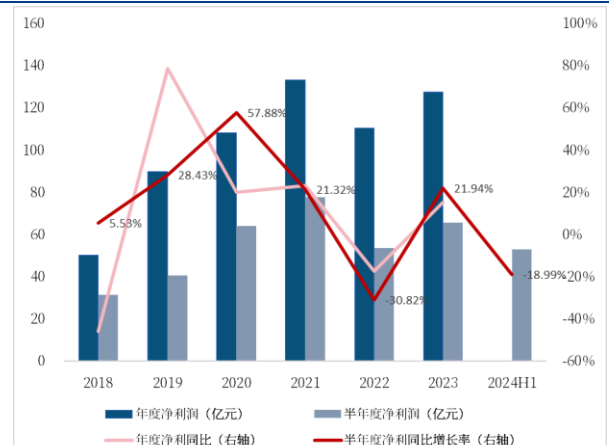
国际业务深化布局。出售所持 AssetMark 全部股权，盈利预期提升。通过收购 AssetMark，华泰证券已基本完成境内 IT、业务架构学习。因跨境业务协同的难度较高，想要实现进一步的战略整合比较困难。现华泰证券已出售所持 AssetMark 全部股权，对应获得 17.93 亿美元现金和预计 7.9573 亿美元投资净收益。

图20 华泰证券营业收入及增长率

图21 华泰证券净利润及增长率



资料来源：WIND、中航证券研究所



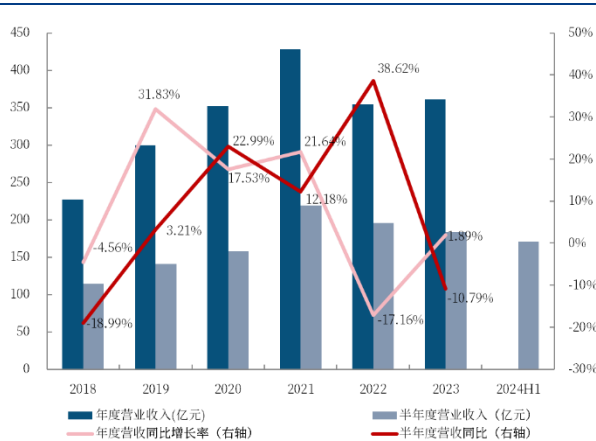
资料来源：WIND、中航证券研究所

(3) 国泰君安

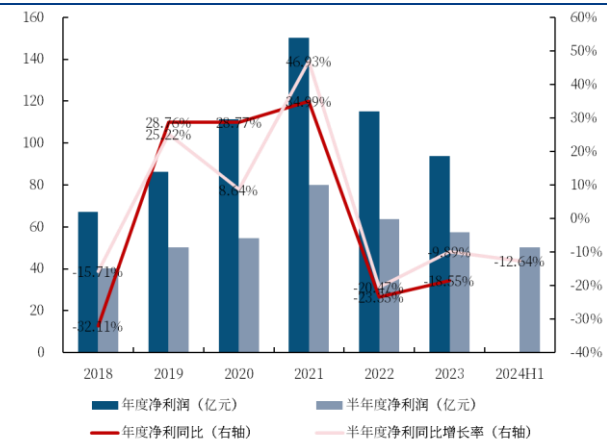
拟吸收合并海通证券，2024年9月5日，公司发布重大资产重组的停牌公告，拟吸收合并海通证券，若合并顺利完成，公司总资产、净资产将跃升至行业第一；双方优势互补，核心功能增强，有助于优化上海金融国资布局，打造国际一流投资银行，看好后续公司业绩提升加速。

控股并表华安基金，完善资管版图。根据证监会的核准，国泰君安受让了上海工业投资（集团）有限公司持有的华安基金 8% 的股权，使得其在华安基金的持股比例上升至 51%，实现了对华安基金的控股和并表。这不仅使国泰君安成为“公募新规”后业内首家控股一家公募基金管理公司且资管子公司具有公募基金管理业务资格的证券公司，而且也标志着国泰君安在公募基金业务上的进一步扩张和发展。

核心投行业务稳定发挥，债承市占率提升。截至 24H1，公司证券主承销额 4,345.89 亿元 (+26.4%)，市占率 9.23%，较 23 年增加 1.11pct，行业排名第三。其中，股权主承销额 48.51 亿元 (-77.5%)，市占率 4.88%，较 23 年减少 1.33pct，债券主承销额 4,297.38 亿元 (+33.3%)，市占率 9.32%，较 23 年增加 1.01pct，排名行业第 3 位。

图22 国泰君安营业收入及增长率


资料来源：WIND、中航证券研究所

图23 国泰君安净利润及增长率


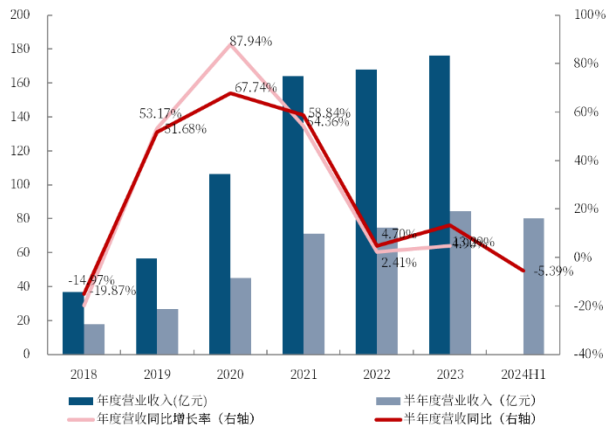
资料来源：WIND、中航证券研究所

(4) 浙商证券

业务深入省内市场，区域竞争优势强劲。浙商证券在浙江省的网点分布密度高，实现了对省内市场的深度渗透。在投资银行业务领域，该公司在债券承销方面表现卓越，连续多年位居浙江省内同业之首，展现了其在该区域的显著竞争优势。作为浙江省首家国有控股的上市券商，截至 24 年 8 月，浙商证券有 75 家分支机构地处浙江省内。上半年完成股权、债券主承销项目共 123 单，融资总规模达到 479 亿元。其中，完成股权主承销项目 2 单，合计融资规模达 9.7 亿元 (-74.42%)。完成债券主承销 121 单，承销金额 469.4 亿元 (-42.36%)。浙江省内，公司债承销金额及单数位列第 2，区位优势明显。从财务角度看，公司资产规模庞大，盈利能力呈现稳健增长的趋势。截至 2024 年上半年，公司净资本 200.69 亿元，资本充足性良好。2023 年，公司营业收入和利润总额均同比正增，盈利能力保持在行业内领先水平。

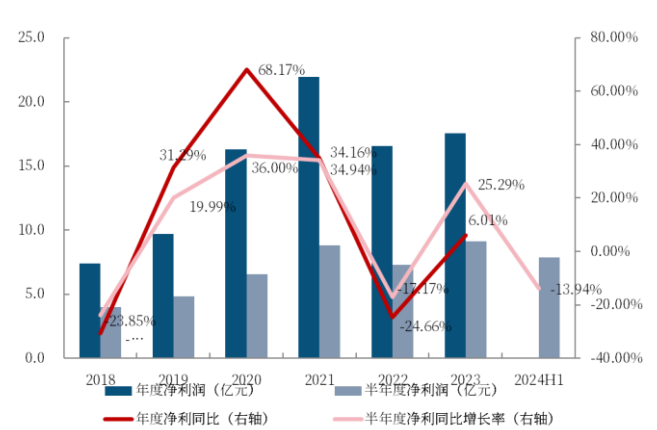
收购国都证券，向头部券商迈进。据浙商证券6月7日公告，浙商证券累计持有国都证券34.2546%股份。本次收购预计可带来补齐区域短板、业务协同发展等增益。浙商深耕浙江，国都分支机构分布以北京、河南、山东为主，两者结合可以整合各区资源。且因国都证券为新三板挂牌券商并持有中欧基金20%股权（并列第二大股东），此次收购浙商证券将间接获得公募巨头中欧基金股权以补齐资管短板。合并后，浙商资本实力将获得提升，有助于实现公司2030年向“中大型券商迈进”的远景目标。

图24 浙商证券营业收入及增长率



资料来源：WIND、中航证券研究所

图25 浙商证券净利润及增长率



资料来源：WIND、中航证券研究所

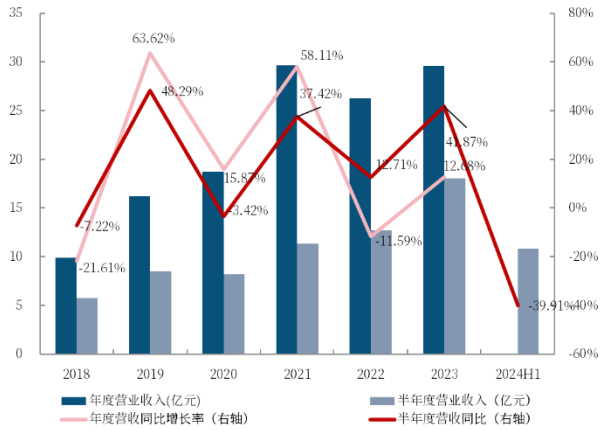
(5) 国联证券

资管业务公募化转型稳步推进。公司于2023年9月获得资管子公司设立批复，后续或将继续申请公募基金牌照。公司稳步推进“一参一控一牌”的公募布局，资管业务盈利能力有望进一步提升。2024年一季度，因并表国联基金公司资管业务净收入同比+350%至1.43亿元，收入同比大幅增长。

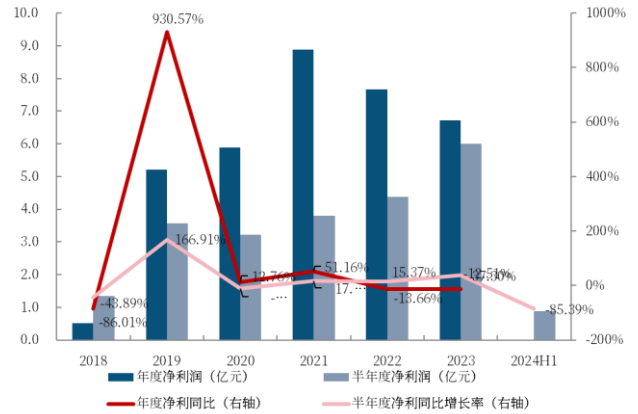
收购民生证券，冲击行业第一梯队。2024年8月8日，国联证券公告称拟通过发行A股股份的方式向国联集团、沅泉峪等45名交易对方购买其合计持有的民生证券99.26%股份，交易价格为294.92亿元。9月3日，国联证券发布公告称，公司拟发行A股股份购买民生证券股份有限公司99.26%股份并募集配套资金的重大资产重组事项，已获得江苏省政府国有资产监督管理委员会的批复。公司并购民生证券的计划正稳步推进，目前已进入最终实施阶段。一旦合并成功，预计国联证券与民生证券将有效发挥彼此间的协同效应和互补优势，显著增强公司的整体竞争能力。根据公开数据简单测算，国联证券和民生证券完成整合后，投行、固收、研究、资产管理等主要业务将跻身行业第一梯队，成为准头部券商。未来甚至有望冲击行业前十，挤进头部券商序列，实现更高质量发展。

图26 国联证券营业收入及增长率

图27 国联证券净利润及增长率



资料来源：WIND、中航证券研究所



资料来源：WIND、中航证券研究所

五、风险提示

行业规则变动： 资本市场改革的不确定性可能对券商业务产生影响

业绩不及预期： 由于市场环境的不确定性，券商的业绩可能不及预期

监管政策变化： 监管政策的调整可能对券商的业务模式和盈利能力产生影响

流动性风险： 市场流动性的变化可能影响券商的融资能力和成本

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券非银团队;致力于券商、保险、多元金融板块研究,坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪,并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下,针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,再次申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示:投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权,不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠,但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期,中航证券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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易,向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558
传 真: 010-59562637