

似曾相识的迟到，或是再次布局时机

行业评级 **买入**

前次评级 买入

报告日期 2015-05-27

相对市场表现



核心观点：

● 似曾相识的迟到，或是再次布局时机

回顾 2014 年，上半年非银板块显著滞涨。进入下半年，高弹性的非银板块用 2 个季度，追回了创业板此前两年涨幅。

进入 2015 年，似曾相识的迟到再次出现，今年以来，证券板块不仅跑输创业板指数，甚至跑输沪深 300，与其高弹性特征严重背离。

我们认为，利率下行周期之下牛市将会是全面行情，同时结合目前证券板块积极向好的基本面、牛市下较低的估值水平等因素，目前或是再次布局时机。

● 基本面：市场环境全面超越 14 年巅峰时期，动态业绩持续向好

市场环境而言，2015 年市场成交金额、客户保证金、两融余额等持续增长，证券行业市场环境全面超越 2014 年巅峰时期 12 月份。

业绩表现而言，上市券商 2015 年仅前 4 月就已实现 2014 年全年综合收益的 83%，结合目前市场环境，预计高增态势仍将延续。

● 估值：压制因素已释放，上行空间较为充裕

压制因素释放：佣金率下滑预期已充分反应，牛市巨额成交金额将驱动经纪收入高增。 1) 牛市赚钱效应下，投资者对于佣金成本的敏感度较熊市有所降低；2) 两融较高佣金率及持续上升的两融交易占比对整体加权佣金率水平发挥了积极影响，15Q1 行业佣金率降幅趋缓；3) 牛市成交金额几倍级增长远远超越佣金率下滑对于经纪收入影响，即使因为“一人多户”采取悲观假设佣金率下滑 20% 来进行保守测算，经纪业务收入在成交金额几何级增长背景下，仍将实现数倍级的增幅。

估值上行空间较为充裕。 我们根据今年市场环境动态调整盈利预测之后，对应大型券商 15 年 PE 仅 20 倍左右，距离 30 倍历史牛市顶部仍有较为充裕的上行空间。

● 风格：预计“先小后大”轮动节奏仍将延续

首先，牛市之下雨露均沾，大小俱荣；其次，节奏上，回顾过去两年，无论市场还是证券板块，均呈现“先小后大”轮动节奏，如 2014 年下半年锦龙、东吴等小型互联网券商先涨，中信、海通等低估值大型券商后涨。进入 2015 年之后，我们观察到，“先小后大”的轮动节奏在证券板块内部依然延续，比如次新股券商的率先发力等。

● 投资建议：结合风险收益比，建议积极布局证券板块

利率下行周期之下，牛市格局依然未变，非银作为弹性品种仍将确定向上。短期而言，A 股纳入富时指数有望提振增量资金预期，5 月份券商经营数据临近披露，市场环境持续繁荣背景下，动态业绩有望超预期。中期而言，催化剂包括 A 股纳入 MSCI、持续降息降准预期等。结合风险收益比，我们建议目前阶段，积极布局证券板块。

建议关注三大主线：主题、低估值、增发券商。

1) 互联网、国企改革主题：锦龙、招商、光大、兴业、国金、东吴、国元；

2) 低估值大型券商：海通、中信；

3) 临近增发券商：华泰、国海。

● 风险提示：券商牌照放松等

分析师：张黎 S0260512080002

0755-88286925

gfzhangli@gf.com.cn

分析师：曹恒乾 S0260511010006

020-87555888-8419

chq@gf.com.cn

分析师：李聪 S0260512080001

021-60750635

licong@gf.com.cn

相关研究：

证券 II 行业：沪港通启动初期， 2014-11-17

预计非银板块弹性依旧显著

证券 II 行业：前 3 季扣非归母 2014-11-03

综合收益高增 59%，继续重点

推荐证券板块——证券行业

2014 年三季报总结

证券 II 行业：国金“万二”，行业 2014-02-23

迎来全面降佣，倒逼创新提速

目录索引

一、似曾相识的迟到，或是再次布局时机	4
二、基本面：市场环境全面超越 14 年颠峰时期，动态业绩持续向好	5
三、估值：压制因素已释放，上行空间较为充裕	6
四、风格：预计“先小后大”轮动节奏仍将延续	7
五、投资建议：结合风险收益比，建议积极布局证券板块	8
六、风险提示：券商牌照放松等	8

图表索引

图 1: 14Q1-Q3, 非银板块涨幅居申万一级行业倒数	4
图 2: 2014 年, 非银板块涨幅居申万一级行业第二位	4
图 3: 截至 2015.5.25, 非银涨幅居申万一级行业倒数	4
图 4: 展望后市, 证券板块有望迎来补涨	4
图 5: 单月日均股票成交金额维持高位 (单位: 百万)	5
图 6: 累计日均股票成交金额创新高	5
图 7: 客户保证金持续增长	5
图 8: 两融余额增势超预期	5
图 9: 上市券商动态业绩数据持续高增长 (单位: 百万)	6
图 10: 证券行业一季度佣金率环比降幅趋缓	7
图 11: 中信证券动态 PE 据历史顶部仍有充裕空间	7
图 12: 海通证券动态 PE 据历史顶部仍有充裕空间	7
图 13: 预计本轮节奏仍将延续“先小后大”	8
表 1: 证券公司盈利预测与估值表 (扣非)	9

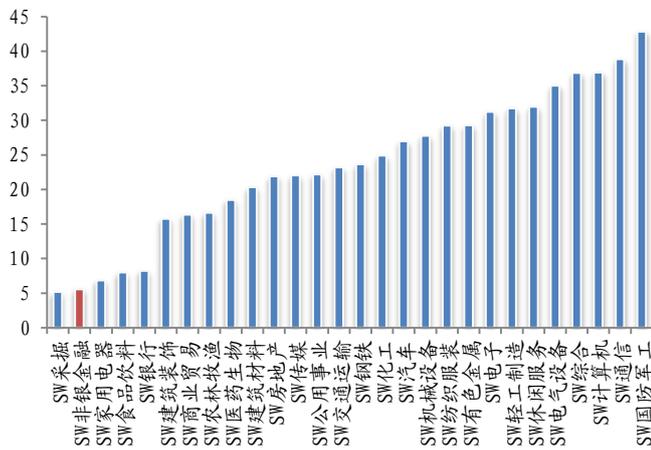
一、似曾相识的迟到，或是再次布局时机

回顾2014年，上半年非银板块显著滞涨。进入下半年，高弹性的非银板块用2个季度，追回了创业板此前两年涨幅。我们在2014年7月初开始全面重点推荐非银整体板块，并在3季度末再次提示并强烈建议“拿非银过国庆”强调“仓位”比“标的”更重要！其后4季度，证券、保险板块分别大涨136%、96%，接近创业板此前两年的翻倍涨幅。

进入2015年，似曾相识的迟到再次出现，今年以来，证券板块不仅跑输创业板指数，甚至跑输沪深300，与其高弹性特征严重背离。2015年以来，上证综指涨幅已达53%，沪深300涨幅达47%，创业板涨幅已超过146%，而高弹性的证券板块涨幅仅23%。

我们认为，利率下行周期之下牛市将会是全面行情，同时结合目前证券板块积极向好的基本面、牛市下较低的估值水平等因素，目前或是再次布局时机。

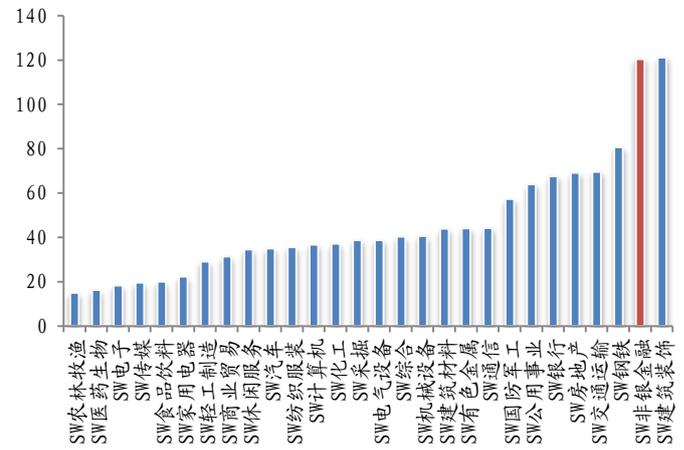
图1：14Q1-Q3，非银板块涨幅居申万一级行业倒数



注：涨跌幅使用总市值加权平均

数据来源：广发证券发展研究中心

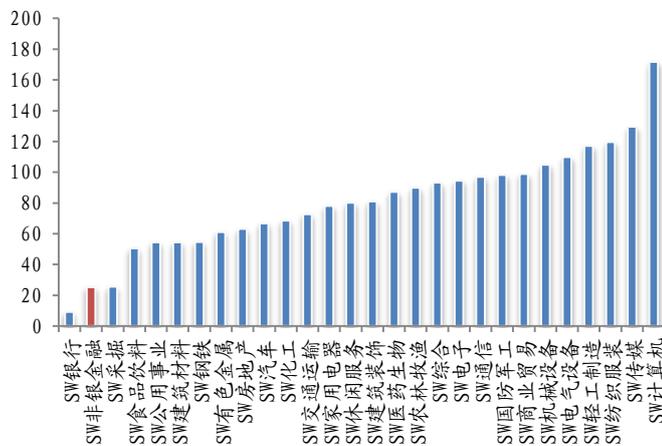
图2：2014年，非银板块涨幅居申万一级行业第二位



注：涨跌幅使用总市值加权平均

数据来源：广发证券发展研究中心

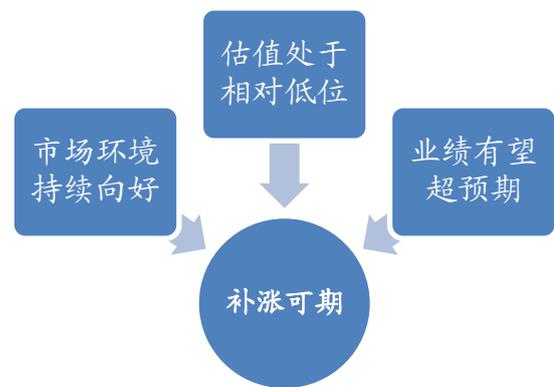
图3：截至2015.5.25，非银涨幅居申万一级行业倒数



注：涨跌幅使用总市值加权平均

数据来源：广发证券发展研究中心

图4：展望后市，证券板块有望迎来补涨

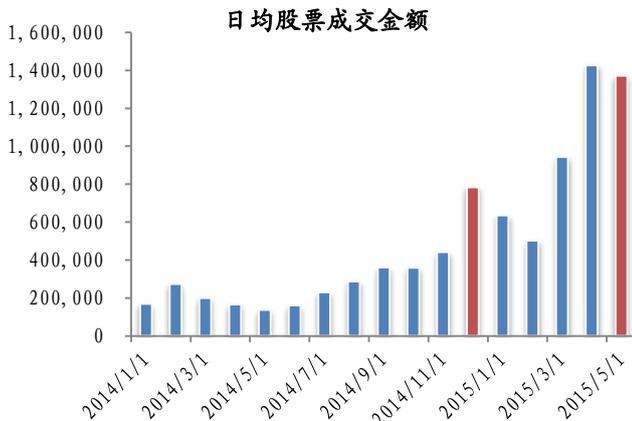


数据来源：广发证券发展研究中心

二、基本面：市场环境全面超越 14 年颠峰时期，动态业绩持续向好

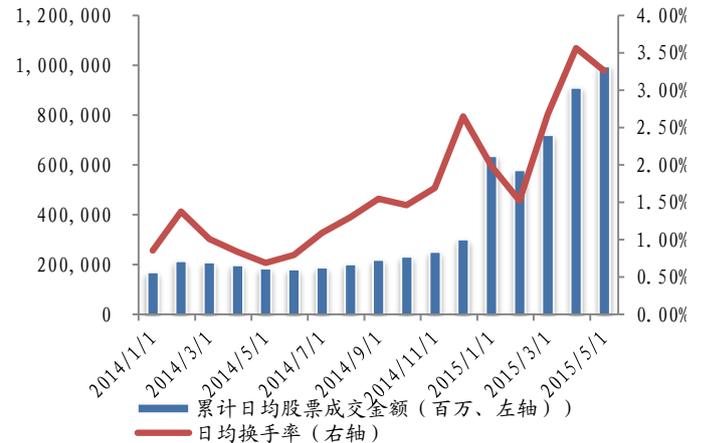
市场环境而言，2015年3月以来，市场成交金额、客户保证金、两融余额持续增长，证券行业市场环境持续全面超越2014年的巅峰时期12月份。2015年5月日均股票成交金额达1.37万亿，同比增长903%，较14M12增长75%；客户保证金余额达2.37万亿，同比增长360%，较14M12增长116%；两融余额达2.02万亿，同比增长413%，较14M12增长97%。

图5：单月日均股票成交金额维持高位（单位：百万）



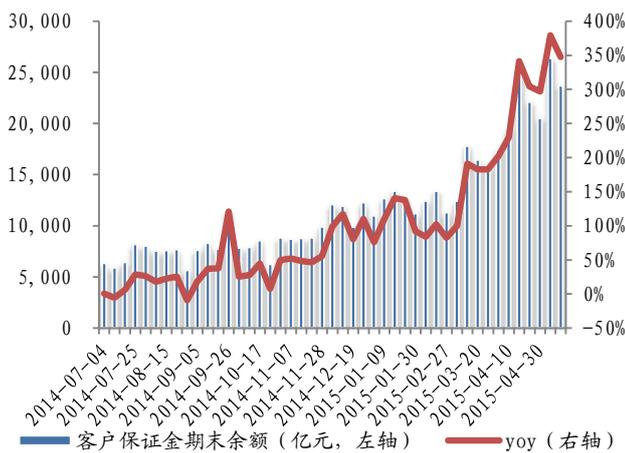
数据来源：广发证券发展研究中心

图6：累计日均股票成交金额创新高



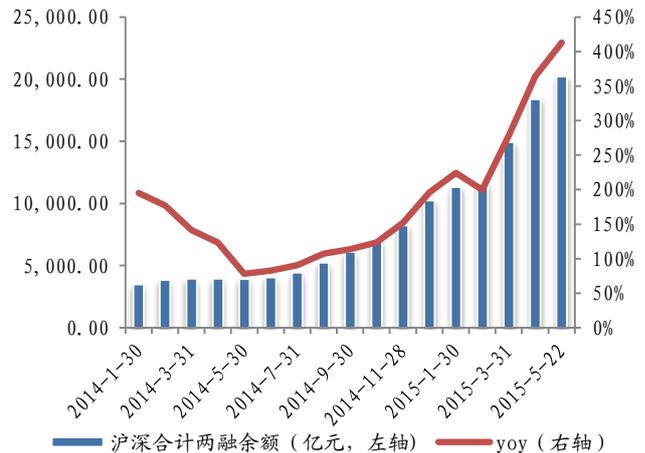
数据来源：广发证券发展研究中心

图7：客户保证金持续增长



数据来源：广发证券发展研究中心

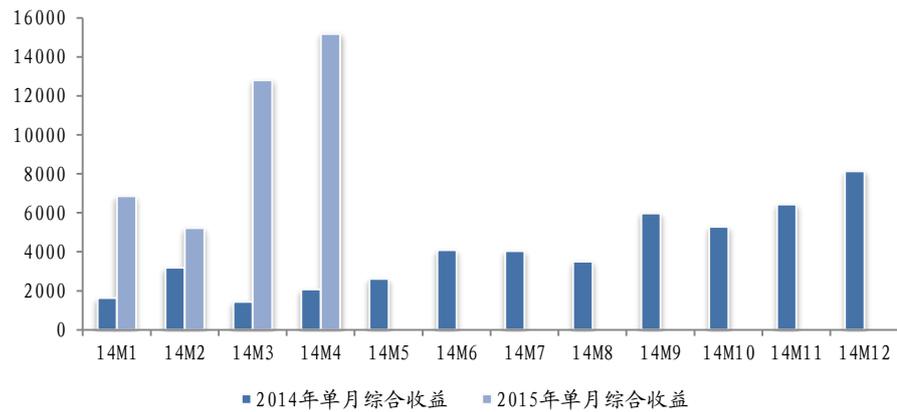
图8：两融余额增势超预期



数据来源：广发证券发展研究中心

业绩表现而言，2015年4月上市券商整体扣非母公司综合收益、净利润累计同比高增382%、337%，2015年前4月已实现2014年全年综合收益的83%，结合目前市场环境，预计高增态势仍将延续。

图9: 上市券商动态业绩数据持续高增长 (单位: 百万)



注: 综合收益加回分红, 已剔除增发影响

数据来源: 广发证券发展研究中心

三、估值: 压制因素已释放, 上行空间较为充裕

压制因素释放: 佣金率下滑预期已充分反应, 牛市巨额成交金额将驱动经纪收入高增。

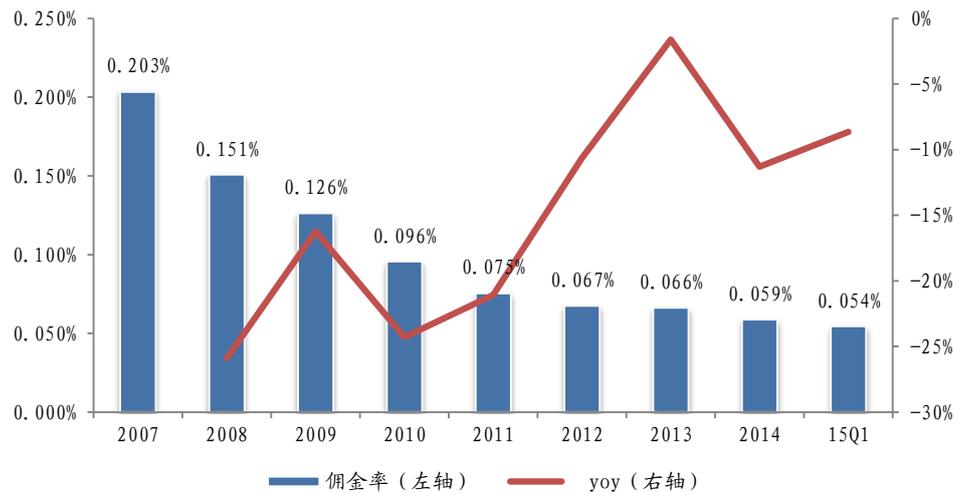
回顾2014年年初, 市场因互联网券商出现而担忧互联网低佣竞争, 证券板块估值一度受到压制, 而2014年数据表明, 全年股票口径佣金率仅仅下滑11%, 显著好于市场担忧下滑20%以上的悲观预期, 主要归于: 1) 牛市赚钱效应下, 投资者对于佣金成本的敏感度较熊市有所降低; 2) 两融较高佣金率及持续上升的两融交易占比对整体加权佣金率水平发挥了积极影响, 15Q1行业佣金率降幅趋缓。

展望2015年, 以上两点积极影响仍然持续, 且牛市成交金额几倍级增长远远超越佣金率下滑对于经纪收入影响。一方面, 3月以来一人多户导致的佣金率下滑担忧已在证券板块股价表现中充分反应; 另一方面, 即使采取悲观假设佣金率下滑20%来进行保守测算, 经纪业务仍将数倍级增长。测算过程如下:

1、日均成交金额: 由于国内成交金额中8成以上来自个人投资者贡献, 因此历史上日均股票成交金额与客户保证金存在较强的正相关关系, 过去几年里, 国内约6000亿元的客户保证金大致对应2000亿元的日均成交金额, 截至最新, 客户保证金已上升至到26000亿元, 据此测算, 即便不考虑牛市下周转率提升的积极影响, 目前的客户保证金水平至少也将支撑8000亿元以上的日均成交金额, 相当于2014年的2.7倍以上。

2、经纪业务收入: 采用最悲观假设佣金率下滑20%, , 对应2015年经纪业务收入预计依然将是2014年的2.2倍以上【=2.7*(1-20%)】, 同时, 考虑到经纪业务成本较为刚性, 对应利润弹性更高。

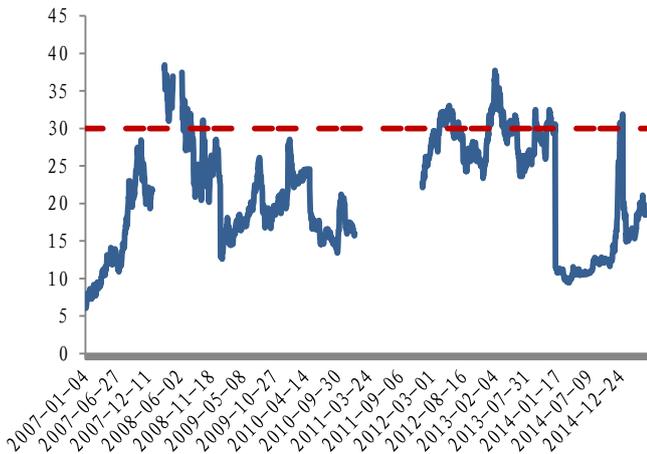
图10: 证券行业一季度佣金率环比降幅趋缓



数据来源: 广发证券发展研究中心

估值上行空间充裕。我们根据今年市场环境动态调整盈利预测之后, 对应大型券商15年PE仅20倍左右, 距离30倍历史牛市顶部仍有较为充裕的上行空间。

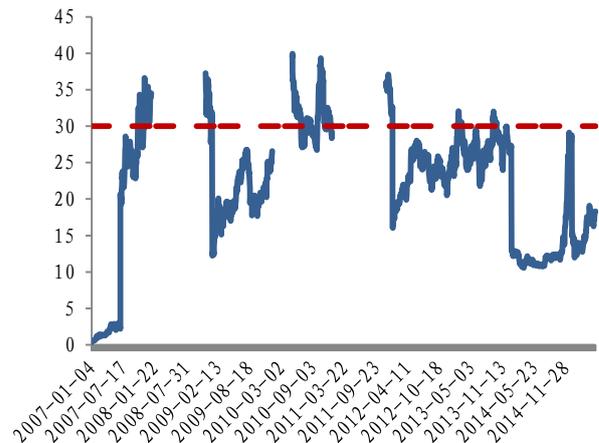
图11: 中信证券动态PE据历史顶部仍有充裕空间



注: EPS为综合收益口径, 已考虑2015年增发影响

数据来源: 广发证券发展研究中心

图12: 海通证券动态PE据历史顶部仍有充裕空间



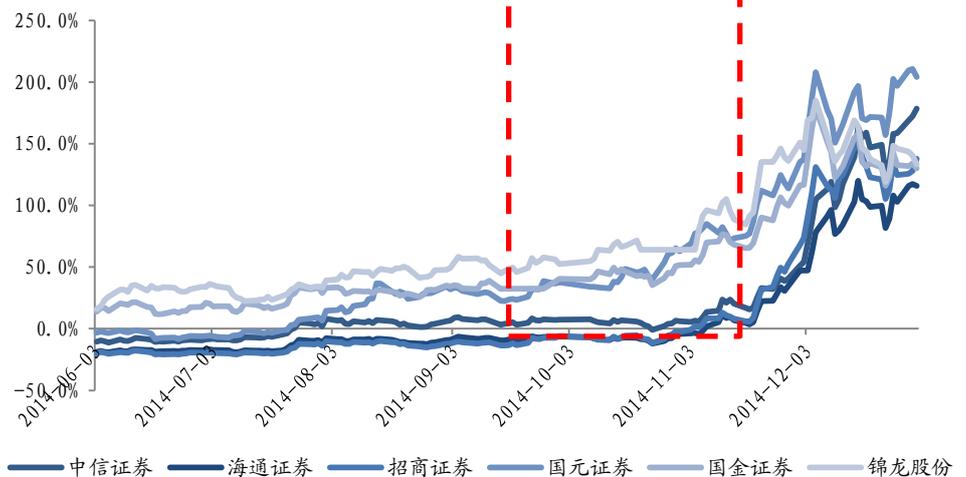
注: EPS为综合收益口径, 已考虑2015年增发影响

数据来源: 广发证券发展研究中心

四、风格: 预计“先小后大”轮动节奏仍将延续

首先, 牛市之下雨露均沾, 大小俱荣; 其次, 节奏上, 回顾过去两年, 无论市场还是证券板块, 均呈现“先小后大”轮动节奏, 如2014下半年锦龙、东吴等小型互联网券商先涨, 中信、海通等低估值大型券商后涨。进入2015年之后, 我们观察到, “先小后大”的轮动节奏在证券板块内部依然延续, 比如次新股券商的率先发力等。

图13: 预计本轮节奏仍将延续“先小后大”



注: 数据使用2014年1月1日定基涨跌幅

数据来源: 广发证券发展研究中心

五、投资建议: 结合风险收益比, 建议积极布局证券板块

利率下行周期之下, 牛市格局依然未变, 非银作为弹性品种仍将确定向上, 证券行业经纪、自营、两融等将充分受益于成交金额增长、股指上行等。

短期而言, 1) A股纳入富时指数有望提振增量资金预期。英国富时 (FTSE) 于5月26日宣布, 将A股纳入全球基准的过渡性指数 (富时罗素), 初始权重约5%, 未来将增至32%, 资金规模而言, 其提振海外增量资金预期的象征意义, 将高于实际影响。2) 5月份券商经营数据临近披露, 市场环境持续繁荣背景下, 动态业绩有望超预期。

中期而言, 催化剂包括A股纳入MSCI、持续降息降准预期等, 结合风险收益比, 我们建议目前阶段, 积极布局证券板块。

建议关注三大主线: 主题、低估值、增发券商。

- 1) 互联网、国企改革主题: 锦龙、招商、光大、兴业、国金、东吴、国元;
- 2) 低估值大型券商: 海通、中信;
- 3) 临近增发券商: 华泰、国海。

六、风险提示: 券商牌照放松等

表 1: 证券公司盈利预测与估值表 (扣非)

	价格	EPS (综合收益口径)			BVPS			PE (综合收益口径)			PB		
		14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E
中信	34.39	1.06	1.79	1.96	9.00	11.90	13.32	32	19	18	3.8	2.9	2.6
海通	28.95	0.84	1.58	1.75	7.13	9.01	11.13	35	18	17	4.1	3.2	2.6
华泰	33.29	1.06	1.72	1.82	7.37	11.29	12.57	31	19	18	4.5	2.9	2.6
招商	34.16	0.72	2.15	1.97	7.33	9.04	12.41	48	16	17	4.7	3.8	2.8
光大	35.15	0.89	1.77	1.74	7.55	10.15	13.36	40	20	20	4.7	3.5	2.6
长江	18.63	0.39	0.89	0.91	2.94	3.62	3.91	48	21	20	6.3	5.1	4.8
国元	36.88	1.03	1.38	1.46	8.89	13.71	14.76	36	27	25	4.1	2.7	2.5
西南	26.25	0.67	1.21	1.26	5.86	6.77	7.64	39	22	21	4.5	3.9	3.4
申万 宏源	19.01	0.42	0.91	1.02	2.13	3.40	4.11	45	21	19	8.9	5.6	4.6
太平洋	16.78	0.16	0.26	0.27	1.81	3.94	4.13	107	64	62	9.3	4.3	4.1
东北	26.11	0.67	1.47	1.51	4.43	5.90	7.40	39	18	17	5.9	4.4	3.5
国金	30.67	0.26	0.66	0.86	3.48	5.33	5.98	119	47	36	8.8	5.8	5.1
兴业	17.99	0.36	0.67	0.72	2.82	5.97	6.52	50	27	25	6.4	3.0	2.8
山西	27.66	0.25	0.71	0.77	2.91	4.79	5.32	110	39	36	9.5	5.8	5.2
方正	15.52	0.28	0.60	0.73	3.70	4.05	4.48	55	26	21	4.2	3.8	3.5
国海	22.58	0.30	0.70	0.82	2.92	5.00	5.61	74	32	28	7.7	4.5	4.0
东吴	26.77	0.51	1.10	1.25	5.22	6.18	7.10	52	24	21	5.1	4.3	3.8
西部	68.94	0.57	1.47	1.57	3.84	8.88	10.01	121	47	44	18.0	7.8	6.9
国信	34.71	0.74	1.64	1.73	4.00	7.38	8.62	47	21	20	8.7	4.7	4.0
东兴	39.99	0.55	1.24	1.34	2.97	6.04	7.00	72	32	30	13.5	6.6	5.7
东方	40.96	0.61	1.54	1.63	3.47	6.74	7.88	67	27	25	11.8	6.1	5.2
锦龙	50.13	0.26	0.95	1.29	2.82	7.03	8.32	192	53	39	17.8	7.1	6.0
行业								45	20	19	5.8	3.6	3.0

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 盈利预测已考虑扣非、增发摊薄影响。

广发非银行金融行业研究小组

- 张 黎: 首席分析师, 浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名(团队)。
- 曹恒乾: 资深分析师, 英国达勒姆大学(University of Durham)金融学硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。2012 年至 2013 年获“新财富”非银行金融第一名(团队)。
- 李 聪: 资深分析师, 伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任高级精算顾问、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2011 年至 2013 年连续三年获“新财富”非银行金融第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。