

证券行业跟踪报告

两轮牛市，一池春水

推荐（维持）

- 年初以来的本轮强势行情，更类似于 2014 年末的牛市启动时期。基于三方面：
 - (1) 两段行情的启动均没有上市公司良好的基本面数据支撑。2018 年上市公司经营情况并未出现高速增长，主要市场指数的涨幅来自于估值扩张。
 - (2) 均由政策推动。两轮牛市的大背景均是宏观经济数据下滑，企业面临经营压力，政策面不断宽松，从而推动市场流动性改善。
 - (3) 启动时期行情短、涨幅急。
- 牛市或才刚起头。尽管成交额由此前不足 5000 亿元，只用三个交易日就突破了 1 万亿，但两融余额、新增投资者等市场活跃度指标还没出现显著增长，刚开始进入上行区间。沪深两融余额突破 8000 亿，较此前 7200-7500 亿元的波动区间，并没有明显量级上的放大。周新增投资者 31.61 万，较 2015 年鼎盛时期周新增投资者 164.44 万，远没有达到牛市最狂热的程度。
- 两轮牛市政策面的差异是此刻看好后市走向的最重要理由。2014 年牛市来临前的监管放松主要针对资本市场的各个业务板块，包括 IPO、并购重组、沪港通、“一人一户”限制放开、互联网券商试水等方面，偏微观。而今年这轮强势行情背后的政策推动，影响更深更远。既有业务层面较为微观的表态，更有配合国家中长期战略目标而提出的深层次试点和改革，是自上而下、逐层落实、层层叠进的创新周期推进。
- 资本市场结构转型屡被强调，金融先行，券商打头。此轮券商行情从去年 10 月下旬就已经启动，目前处于第三阶段，市场周期力量释放，业务层面产生正反馈。高层对于金融业的定位发生积极转变，资本市场形势一片大好。牛市推动轻资产业务收入大幅增长→提升 ROE→拉升估值，券商股是牛市的最大收益板块，表现为板块普涨。
- 投资建议：短期急涨往往伴随着调整，震荡实属正常，截至 3 月 4 日收盘行业平均市净率约 1.80 倍。剔除牛市峰值，历史券商股的估值波动区间在 1.8-2 倍左右，我们认为板块仍具备估值修复能力。对照 2014 年牛市，同样不排除估值持续向上突破的可能性。2014 年底中信证券 PB 曾触及 4.03 倍，2015 年初华泰证券触及 4.08 倍，招商证券触及 4.83 倍。演绎至此，需格外关注市场情绪、资金增量、政策方向变化等，若各方面信号积极，后市还有空间。继续推荐中信证券、华泰证券，重点关注港股的中金公司，同时关注业绩弹性明显的东方证券和中国银河。
- 风险提示：流动性扩张不达预期，二级市场交投活跃度收缩，科创板等改革创新不及预期，金融监管超预期，海外市场风险。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中信证券	24.49	0.97	1.15	1.38	25.25	21.3	17.75	1.94	推荐
华泰证券	23.76	1.21	1.32	1.44	19.64	18.0	16.5	1.84	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 03 月 04 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 洪锦屏

电话: 0755-82755952

邮箱: hongjinping@hcyjs.com

执业编号: S0360516110002

证券分析师: 王舫朝

电话: 010-66500995

邮箱: wangfangzhao@hcyjs.com

执业编号: S0360518010003

证券分析师: 徐康

电话: 021-20572556

邮箱: xukang@hcyjs.com

执业编号: S0360518060005

联系人: 方嘉悦

电话: 0755-82756801

邮箱: fangjiayue@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	41	1.14
总市值(亿元)	27,020.31	4.47
流通市值(亿元)	18,419.95	4.22

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	31.08	56.49	22.2
相对表现	14.24	42.27	27.74



相关研究报告

《科创板征求意见稿快评: 压实中介责任, 提高能力要求》

2019-01-31

《证券行业月报(2019年1月): 基本面望迎来拐点, 正反馈效应显现》

2019-02-19

《【华创非银】结构转型, 金融先行——政治局会议金融会议点评》

2019-02-25

目 录

一、牛市归来，历史重演？	4
（一）此轮行情类似于 2014 年末	4
（二）市场活跃度才刚刚启动	5
二、此轮自上而下的政策推动，影响更深更远	5
三、资本市场结构转型，券商先行	6
四、投资建议	7
五、风险提示	7

图表目录

图表 1 两轮牛市启动时交易额快速放大.....	4
图表 2 沪深 300 沪深两融余额趋势图（单位：亿元）.....	5
图表 3 周新增投资者数环比增 53%.....	5
图表 4 近年监管放松和业务创新自上而下，层层叠进.....	6
图表 5 历史多次验证底部 1.8 倍 PB.....	7

在去年 11 月 20 日发布的《证券行业 2019 年投资策略：监管周期到市场周期还有多远》一文中，我们回顾了 A 股两轮完整的监管周期，结合市场背景和相应特征，认为**目前正处于第三轮监管紧缩周期的末尾，证券行业大的机会来自于监管周期与市场周期的叠加。**

在 12 月 24 日发布的跟踪报告《券商有望进入战略配置阶段》，通过复盘券商，我们发现在几轮监管放松周期中券商均能跑赢大盘，并认为**当时最有可能走出的行情类似于 2012-2014 年，即监管进入放松周期而牛市尚未形成。**

年初以来市场周期的能量集聚，在春节后引爆牛市，以上观点被逐一验证。站在当前的时间点，更应冷静思考以下问题：**这一轮牛市与过去是否具有差异？未来又该走向哪里？**对于后市的判断以及券商股的投资价值，本文试图分析并给出答案。

一、牛市归来，历史重演？

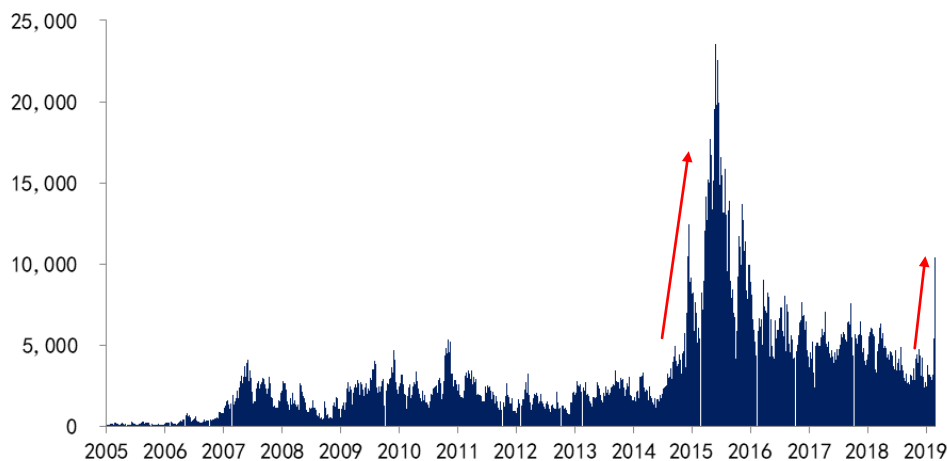
（一）此轮行情类似于 2014 年末

每一轮的牛市并不一样，首先找相似性，从年初以来的此轮强势行情，更类似于 2014 年末的牛市启动时期。**一是两段行情的启动均没有上市公司良好的基本面数据支撑。**2007 年的牛市是有基本面强劲复苏支撑的，体现在上市公司整体净利润的高速增长（2007 年沪市 862 家上市公司归母净利润同比增长 47.52%），而 2018 年前三季度上市公司净利润增速仅在 15% 左右。本轮牛市与 2014 年类似，主要市场指数的涨幅来自于估值扩张。

二是牛市均由政策推动。两轮牛市的大背景均是宏观经济数据下滑，企业面临经营压力，政策面不断宽松，从而推动市场流动性改善。2014 年末至 2015 年初的牛市是在 2012-2014 年的监管放松周期中孕育诞生的。以 2012 年证券公司创新发展研讨会为开端，券商创新迎来高潮。2014 年国务院下发新国九条，对金融创新持支持鼓励态度。本轮牛市的政策面利好从股权质押纾困开始，鼓励券商开展信用衍生品业务、服务民营企业债券融资。同时不断放松业务监管，提振投资者对股市的信心。科创板设立并试点注册制成为资本市场改革的重中之重，平稳起步需要一个适宜的资本土壤。

三是启动时期行情短、涨幅急。2014-2015 年，上证综指由不足 2500 点一路高歌猛进，突破 5000 点；沪深 300 也由 2400 点涨到 5300 点。许多投资者通过券商两融加杠杆，热烈的市场情绪推动大盘上涨，继续增强 A 股的赚钱效应，从而吸引更多资金入场。A 股日成交额由不足 5000 亿元飙升至 2 万亿，2015 年 5 月 28 日达到峰值 23576 亿元。2019 年此轮行情从年初启动至今，沪深 300 涨幅 22.39%，上证综指由 2440 点涨 18% 至临近 3000 点。两市成交额由此前不足 5000 亿元，只用三个交易日就突破了 1 万亿。

图表 1 两轮牛市启动时交易额快速放大

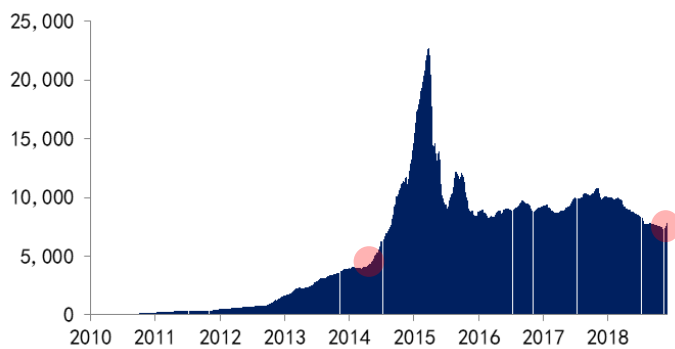


资料来源：wind，华创证券

（二）市场活跃度才刚刚启动

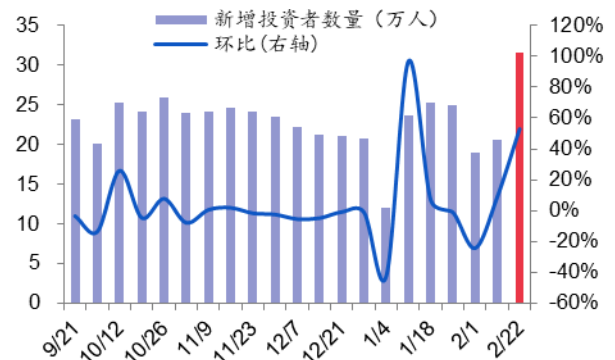
两融余额和新增投资者开始启动上行，但尚不显著，牛市或才刚起头。2014-2015 年牛市期间，沪深两融余额从 1 万亿到 2 万亿用了 5 个月的时间，持续增长区间较长。而最新数据显示，截至 2019 年 3 月 1 日，沪深两融余额为 8046 亿元，此前持续在 7200-7500 亿元区间曲折徘徊，尚未出现量级上的放大，但已进入上行区间。两融余额反映市场人气，上行则意味着投资者心态偏向买方，市场人气开始聚集，目前尚只是起步阶段。2 月 22 日当周证券市场新增投资者 31.61 万，环比增 53%。2015 年牛市期间，5 月 29 日当周上证综指涨 8.92% 突破 5000 点，同期周新增投资者数达到 164.44 万，意味着当前市场远没有达到牛市最狂热的程度。

图表 2 沪深 300 沪深两融余额趋势图（单位：亿元）



资料来源：wind，华创证券

图表 3 周新增投资者数环比增 53%



资料来源：wind，华创证券

二、此轮自上而下的政策推动，影响更深更远

2014 年牛市来临前的监管放松，以下述事件为标志：

- 2014 年 1 月，IPO 停闸一年半后重启。
- 2014 年 3 月，国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，提出发挥市场机制作用，取消和下放一大批行政审批事项。
- 2014 年 5 月，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》发布，《意见》分总体要求、发展多层次股票市场、规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设、提高证券期货服务业竞争力、扩大资本市场开放、防范和化解金融风险、营造资本市场良好发展环境 9 部分 33 条。
- 2014 年 6 月，新三板做市商制度《全国中小企业股份转让系统做市商做业务务管理规定》出台，规定了具备条件的证券公司可申请在全国股份转让系统开展做市业务。
- 2014 年 11 月，沪港通正式开通。
- 2015 年 4 月，中证登发布《关于取消自然人投资者 A 股等证券账户一人一户限制的通知》，一个一户全面放开，自然人与机构投资者均可根据自身实际需要，开立多个 A 股账户和封闭式基金账户，上限为 20 户。

可见上一轮政策放松主要针对资本市场的各条业务线，偏微观。

在 2018 年底召开的中央经济工作会议将资本市场描述为“牵一发而动全身”，同时强调了资本市场改革，目标是打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，具体措施包括提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。

今年以来，多项措施发布，包括：（1）拟放开专业机构投资者直连券商端口，降低交易成本，提升交易效率，为引

导增量资金入市提供便利；（2）科创板设立并试点注册制配套制度相继征求意见，科创板进入实质落地阶段；（3）新设公募基金证券交易模式转换试点转常规，未来公募基金将更多地采用券商交易同时券商托管的模式，券商托管的优势将利于权益类基金的新发。

近日，中共中央政治局集体学习明确基调，对于金融业的表态由“防风险”向“金融改革”有重心微调。一方面强调金融供给侧改革方向是向民营企业、高科技企业倾斜。同时强调金融发展的重要性，充分肯定了金融对于经济的拉动作用。关于金融风险的提法，从过去严控金融风险变为平衡增长和风险之间的关系。

图表 4 近年监管放松和业务创新自上而下，层层叠进



资料来源：华创证券整理

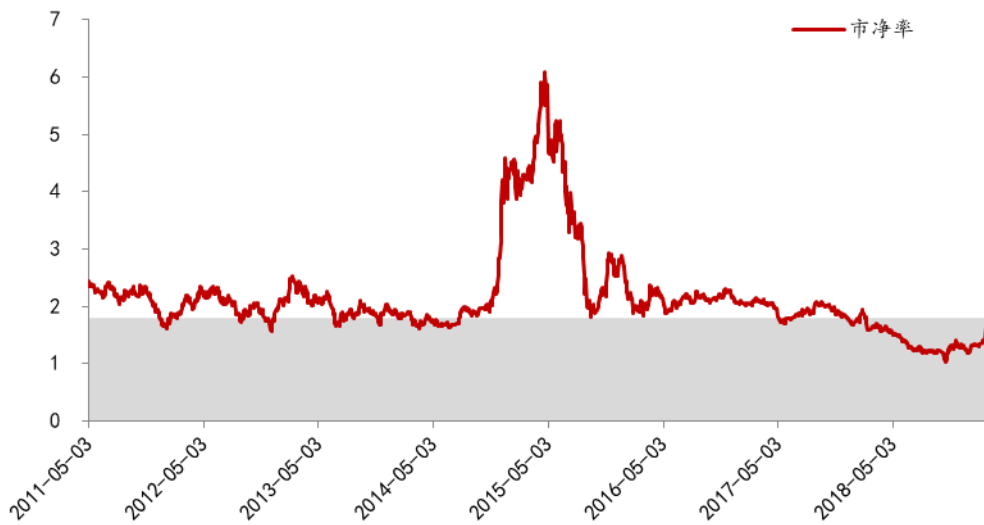
此轮政策宽松，既有业务层面较为微观的表态，更有配合国家中长期战略目标而提出的深层次试点和改革，是自上而下、逐层落实、层层叠进的创新周期推进。两轮牛市政策面的差异是此刻看好后市走向的最重要理由。不同于上一轮牛市着眼于业务层面放松创新，此轮创新周期需明确的是科创板、注册制等是我国当前资本市场改革的重中之重，未来会成为资本市场的制度建设试验田，为更好地支持实体经济发挥功能。这不仅是资本市场的改革，也是产业趋势，是国家战略，是未来明确的发展方向。影响更深更远，意义重大。

三、资本市场结构转型，券商先行

虽然牛市从春节后才逐步形成，但此轮券商行情的演绎早从去年10月下旬就已经启动，可分为三个阶段：

- **行业 1-1.2 倍 PB:** 股权质押业务减值风险导致跌破历史经验的底部，系列纾困政策出台，带来股质业务风险缓释的估值修复。代表公司：国海证券、西部证券、太平洋，资产质量改善的弹性，原来差的修复预期强。
- **行业 1.2-1.5 倍 PB:** 监管周期进入放松，传统业务正常化+创新业务预期带来的估值上行。代表公司：“三中一华”，即中信证券、中信建投、华泰证券、中金公司，机构业务具有整合和输出的能力，尤其以投行业务为强，科创板的推出有望最直接提振投行收入。
- **行业 1.5 倍 PB 以上:** 市场周期力量释放，来自业务逻辑的正反馈映射。市场上行，利好自营，同时两市交易额、换手率等指标好转，利好经纪。市场向好，新股发行节奏稳定，利好投行。牛市推动轻资产业务收入大幅增长->提升 ROE->拉升估值，券商股是牛市中最大收益板块。表现为板块普涨，要对标的进行区分的话，弹性品种有：东方证券、东兴证券（自营业务弹性）；中国银河、方正证券（经纪业务弹性）。

图表 5 历史多次验证底部 1.8 倍 PB



资料来源: wind, 华创证券

四、投资建议

短期急涨往往伴随着调整，震荡实属正常，截至 3 月 4 日收盘行业平均市净率约 1.80 倍。剔除牛市峰值，历史券商股的估值波动区间在 1.8-2 倍左右，我们认为板块仍然具备估值修复能力。对照 2014 年牛市，同样不排除估值持续向上突破的可能性。2014 年底中信证券 PB 曾触及 4.03 倍，2015 年初华泰证券触及 4.08 倍，招商证券触及 4.83 倍。牛市演绎至此，需格外关注市场情绪、资金增量、政策方向变化等，若各方面信号积极，后市还有空间。继续推荐中信证券、华泰证券，重点关注港股的中金公司，同时关注业绩弹性明显的东方证券和中国银河。

五、风险提示

流动性扩张不达预期，二级市场交投活跃度收缩，科创板等改革创新不及预期，金融监管超预期，海外市场风险。

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500