

证券 II 行业深度

寻找证券板块价值重估逻辑

核心观点:

● **交易量放大和业务创新是板块价值重估的核心变量**

复盘 2004 年-2018 年券商板块走势，可谓“牛少熊多”，15 年间，券商板块具有较为显著的价值重估阶段共有 6 次。逐一分析后，我们发现，券商板块价值重估的核心变量包括宏观经济环境向好、居民财富积累、交易量放大和证券业务创新等。当宏观环境向好、居民财富加大对资本市场配置，以及鼓励业务创新时，两市交易量增长带动券商业绩提升，孕育板块行情；当上述变量局部出现时，券商板块也有不俗表现。比如，2006-07 年、2014-15 年是众多因素共振的结果，其余四次要么是交易量放大带来 β 行情，要么是业务创新带来 α 行情。反之，在交易量低迷、业务创新放缓期间，券商板块难有超额收益，股价表现与指数无异。

● **两次重大重估是多核心变量共振：2006-2007 年、2014-2015 年**

2006-2007 年与 2014-2015 年的两次上涨都是多个核心变量共振的结果。2006-2007 年的上涨源于 2001 年入世后宏观经济增长、股权分置改革带来财富效应后交易量放大、“三年整治”后券商治理结构优化以及创新业务带来新的业务增长点。2014-2015 年的上涨源自 2012 年创新大会后新业务的增长、2014 年四季度宽松的货币政策。

● **四次阶段性重估多由单一变量催化**

其余四次价值重估因催化因素相对单一，板块有相对收益但绝对涨幅并不过大。①2008 年金融危机后，券商板块借助政府救市政策出现两轮反弹；②2009 年“四万亿”计划与流动性改善带动股市上扬；③2012 年-2013 年 2 月，金融创新提升券商板块预期，拉动券商板块触底反弹；④2015 年 10 月，政府出台多条政策救市，券商板块在短期内再度反弹。

● **其他时段：券商板块整体走势与上证指数无显著差异**

剔除前述 6 个时段，券商板块整体表现与上证指数并无显著差异，涨幅基本跟随上证指数。在此阶段，券商的短期月报数据、机构持仓比例、PB 估值高低、资产质量优劣等变量影响股价波动。

● **走势复盘：估值与 ROE 整体同步变动**

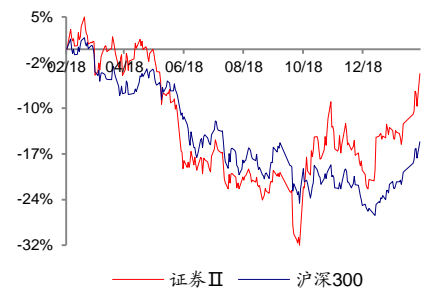
将月度数据简单年化后，券商估值与 ROE 整体同步，原因是券商为高 β 品种，业绩与 A 股交易量、涨幅高度相关。另外，过往 15 年业务创新主要围绕零售业务展开，经纪业务占比更高的中小券商的估值表现整体占优。如果未来业务创新主要围绕机构业务展开，而头部券商更为受益。

● **风险提示**

资本市场大幅回落风险；流动性紧缩风险；监管政策趋严从紧等。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-04

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究:

证券 II 行业:交投数据持续向好,重要催化剂仍呈正面影响——证券业 1 月经营数据月报点评 2019-02-14

中信证券 (600030.SH):大平台、新赛道,行业变革的充分受益者

2019-01-30

证券 II 行业:资产管理:头部券商新变革

2019-01-16

联系人:

陈卉 0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/3/4	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	16.71*	-	0.85	0.92	16.07	14.85	1.63	1.54	9%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	23.76	-	0.88	0.95	20.67	18.23	1.43	1.36	7%	7%
东方财富	300059.SZ	增持	人民币	20.95	-	0.22	0.29	59.42	45.25	4.57	4.15	7%	9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (*注: 中金公司 2019 年 3 月 4 日收盘价为 19.56 港元, 按 3 月 4 日港币兑人民币汇率 0.8543 折算, 人民币价格约为 16.71 元)

目录索引

总结：交易量放大、业务创新是券商板块的核心变量.....	6
2006年-2007年：多因素的第一次共振.....	7
2008年的两轮反弹.....	12
2009年：“四万亿”刺激券商反弹.....	15
2014年7月-2015年6月：多因素的第二次共振.....	23
2015年10月：政策救市下板块反弹.....	28
其他时段：与上证指数基本同步.....	30
走势复盘：估值与ROE整体同步变动.....	31
风险提示.....	32

图表索引

图 1: 2005 年-2018 年券商指数与上证综指	6
图 2: 2006-2007 券商指数与上证综指变化	7
图 3: 2006-2007 券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)	7
图 4: 2004-2007A 股总市值 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)	8
图 5: 2002-2007 证券公司净资产排名前 20 总和 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴) ..	9
图 6: 基金资产净值 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)	9
图 7: 2005-2007 保险机构持股状况 (亿元)	10
图 8: 2003-2007 社保资金持股状况 (亿元)	10
图 9: 2003-2007QFII 额度 (亿美元)	10
图 10: 2002-2007 美元中间价 (人民币)	10
图 11: 2000-2007 我国 GDP (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)	11
图 12: 2006-2007A 股日成交额 (亿元)	11
图 13: 中信证券 2006-2007PE (倍)	12
图 14: 中信证券 2006-2007PB (倍)	12
图 15: 中信证券 2006-2007 营收拆解 (亿元) 与营业收入、归母净利润同比增速...	12
图 16: 2005-2007 中信证券 ROE	12
图 17: 2008 上证指数与券商板块变化	13
图 18: 2008 券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)	13
图 19: 2008 海通证券、中信证券、东北证券 PE (倍)	15
图 20: 2008 海通证券、中信证券、东北证券 PB (倍)	15
图 21: 2009 上证指数与券商板块变化	15
图 22: 2009 券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)	16
图 23: 2008-2009 GDP 增速	16
图 24: 2008-2009 人民币存款准备金率	17
图 25: 2008-2009 1 年期存贷款基准利率	17
图 26: 2009 东北证券、海通证券、长江证券 PE (倍)	17
图 27: 2009 东北证券、海通证券、长江证券 PB (倍)	17
图 28: 东北证券、海通证券、长江证券归母净利润同比增速	18
图 29: 东北证券、海通证券、长江证券 ROE	18
图 30: 东北证券、海通证券、长江证券收入拆解	18
图 31: 2012-2013 上证指数与券商板块变化	19
图 32: 2012-2013 券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)	19
图 33: 2010-2013 券商板块 PB (倍)	20
图 34: 2011-2014 券商资管业务净收入 (左轴, 亿元) 与资管业务占营业收入比例 (右轴)	21
图 35: 2011-2014 券商受托管理资金本金总额 (亿元)	21
图 36: 券商定向资管规模 (左轴, 亿元) 与数量 (右轴, 只)	21
图 37: 2012 年-2013 年 2 月中信证券、光大证券、海通证券 PE (倍)	22
图 38: 2012 年-2013 年 2 月中信证券、光大证券、海通证券 PB (倍)	22
图 39: 2011-2013 中信证券、光大证券、海通证券归母净利润增长率	22
图 40: 2011-2013 中信证券、光大证券、海通证券 ROE	22

图 41: 中信证券、光大证券、海通证券收入拆解.....	22
图 42: 2014-2015 上证指数与券商板块变化.....	23
图 43: 2014 年下半年券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)	23
图 44: 券商融资融券利息净收入 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)	24
图 45: 券商融资融券余额 (亿元)	24
图 46: 券商自营业务收入 (左轴, 亿元) 与占营业收入比例 (右轴)	24
图 47: 券商自营业务投资规模 (亿元)	24
图 48: 沪股通成交金额 (亿元)	25
图 49: QFII (亿美元)	25
图 50: RQII (亿人民币)	25
图 51: 2014-2015 年 8 月人民币存款准备金率	26
图 52: 2014-2015 年 8 月 1 年期存贷款基准利率	26
图 53: 2014-2015A 股日成交额 (亿元)	26
图 54: 2014 年下半年国元证券、华泰证券、长江证券 PE (倍)	27
图 55: 2014 年下半年国元证券、华泰证券、长江证券 PB (倍)	27
图 56: 2014-2015 国元证券、华泰证券、长江证券归母净利润增长率.....	28
图 57: 2013-2015 国元证券、华泰证券、长江证券 ROE	28
图 58: 国元证券、华泰证券、长江证券收入拆解.....	28
图 59: 2015 年下半年上证指数与券商板块变化.....	29
图 60: 2015 年下半券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)	29
图 61: 2015 下半年西部证券、东兴证券、东北证券 PE (倍)	30
图 62: 2015 下半年西部证券、东兴证券、东北证券 PB (倍)	30
图 63: 2005 年上证指数与券商板块变化.....	31
图 64: 2010 年上证指数与券商板块变化.....	31
图 65: 2011 年上证指数与券商板块变化.....	31
图 66: 2016 年-2018 年上证指数与券商板块变化.....	31
图 67: 2010-2018 中信证券 PB (左轴, 倍) 与 ROE (右轴)	32
图 68: 2010-2018 华泰证券 PB (左轴, 倍) 与 ROE (右轴)	32
表 1: 券商板块涨幅汇总	6
表 2: 2008 年救市政策梳理.....	14
表 3: 2008 年 4 月 23 日-5 月 6 日部分券商估值变动	14
表 4: 2008 年 9 月 19 日-10 月 6 日部分券商估值变动	14
表 5: 2009 年部分券商估值变动.....	17
表 6: 2012 年部分券商估值变动.....	21
表 7: 2014 年下半年部分券商估值变动.....	27
表 8: 2015 年 9 月 30 日-11 月 11 日部分券商估值变动	30

总结：交易量放大、业务创新是券商板块的核心变量

复盘2004年-2018年券商板块走势，我们发现券商板块“牛少熊多”，15年间，券商板块具有较为显著的价值重估时期共有6次，分别如下：

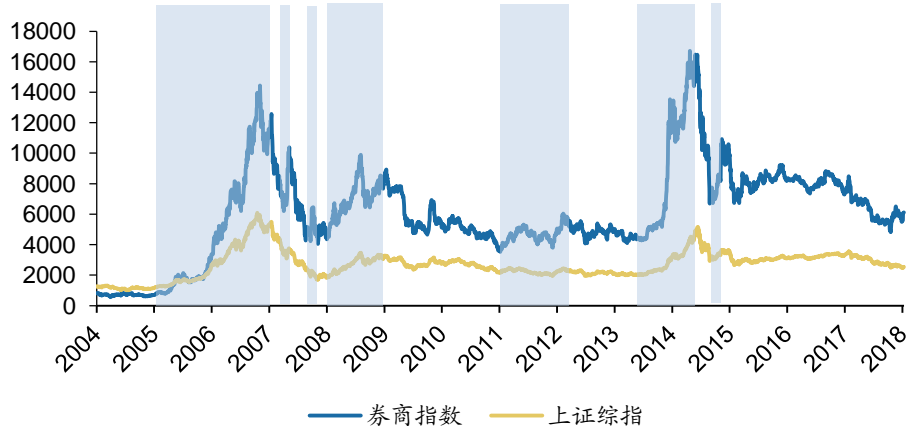
表1：券商板块涨幅汇总

时间	驱动事件	券商指数涨幅	持续时间	超额收益
2006年-2007年	入世后宏观经济向好，股权分置改革，证券公司治理结构优化，公募、社保、保险、境外资金入市等	1538%	2年	1193%
2008年4月23日-5月6日	印花税由千分之三调节为千分之一	47%	8个交易日	28%
2008年9月19日-10月6日	印花税单边征收，汇金公司在二级市场增持股票，政府支持国有企业回购	52%	7个交易日	37%
2009年	“四万亿计划”，央行释放流动性	86%	1年	12%
2012年-2013年2月	估值触底，金融创新政策	62%	1年2个月	53%
2014年7月-2015年6月	央行“双降”释放流动性、两市成交量放大、信用业务增长、两融爆发、资管崛起，沪港通，境外资金持续增长等	257%	11个月	105%
2015年10月-11月11日	央行的连续降准降息，政府救市政策的不断出台	56%	25个交易日	36%

数据来源：国务院、财政部、国家税务总局、中央汇金公司、证监会、银监会、保监会、十八届中央委员会第三次会议、人力资源和社会保障部、中国证券业协会、国资委、中国人民银行、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券报、广发证券发展研究中心

从股价涨幅角度看，券商板块的惊鸿表现只有两次：一次是2006年-2007年，券商板块上涨1538%，同期大盘上涨345%；另一次是2014年7月到2015年6月中旬，券商板块上涨257%，同期大盘上涨151%。其他四次上涨虽然也有较为显著的绝对和相对收益，但幅度并不过分抢眼。

图1：2005年-2018年券商指数与上证综指



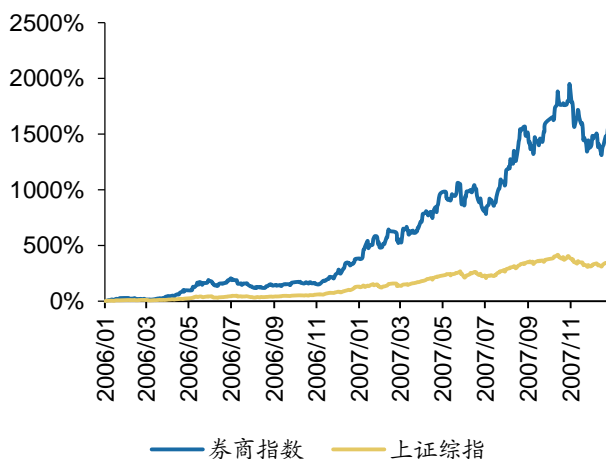
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

通过复盘，我们发现，券商板块价值重估的核心变量是宏观经济向好、居民财富效应、交易量放大和业务创新政策出台等，当多因素共振时，往往表现为股市交易量增长带动券商业绩提升，孕育板块行情；当上述变量任一出现时，券商板块也有不俗表现。比如，2006-07年、2014-15年是多因素共振的效果，其余四次要么是流动性带来β行情，要么是鼓励创新带来α行情。反之，在宏观经济承压、业务交易量低迷时期，券商板块难有超额收益。

2006年-2007年：多因素的第一次共振

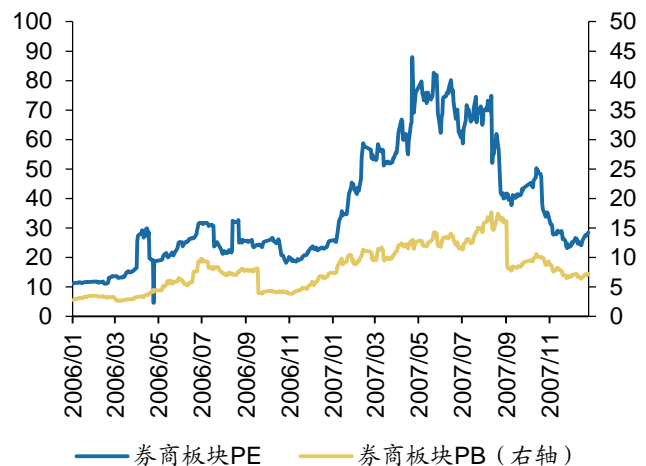
2006年-2007年，券商板块迎来了21世纪以来第一次价值重估。券商板块涨幅约15倍，同期大盘涨幅约3.5倍。券商板块在本轮行情中获得了显著的超额收益。

图 2：2006-2007 券商指数与上证综指变化



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 3：2006-2007 券商板块 PE (左轴, 倍) 与 PB (右轴, 倍)



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：PE 估值规则为 TTM，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东净利润之和；PB 估值规则为 LF，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)。下同。

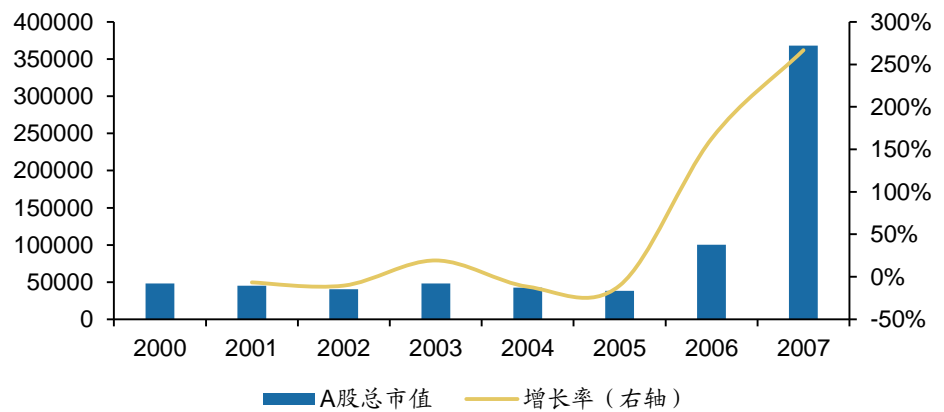
2006年初，券商板块PE为11x、PB为2.8x；2007年年底PE为28x、PB为7.2x，券商板块估值水平得到提升。

本次券商板块的上涨主要原因是：1) 宏观层面：自2001年加入WTO以来，我国宏观经济增速提升，居民财富大幅提升；2) 政策层面：完成股权分置改革、完成“三年整治”后，证券行业治理结构优化；3) 流动性层面：增量资金涌入股市以及我国经济的高速增长助长了券商板块的上升势头；4) 股市交易额迅速增长，带动券商业绩提升。

股权分置改革的完成为资本市场的发展奠定了基础。在股权分置改革前，两类股份、两种定价的股权方式严重阻碍了资本市场的发展。2005年5月，我国股权分置改革试点正式启动。2006年底，证监会宣布：沪深两市已完成或者进入改革程序的上市公司共1301家，对应市值占比98%；未进入改革程序的上市公司仅40家，股权分置改革任务基本完成。股权分置改革的完成完善了我国股票市场的流动性与价格发现功能，推动了资本市场的发展，为券商板块的上涨提供了基础。

股权分置改革完成后，A股总市值快速上升。2000年-2005年A股总市值持续下降，2005年我国A股市场总市值为3.8万亿。股权分置改革完成后，A股市场总市值快速上涨，2006年增长率162%，2007年增长率更是达到了267%，2007年我国A股总市值达到36万亿，是2005年的9.6倍。

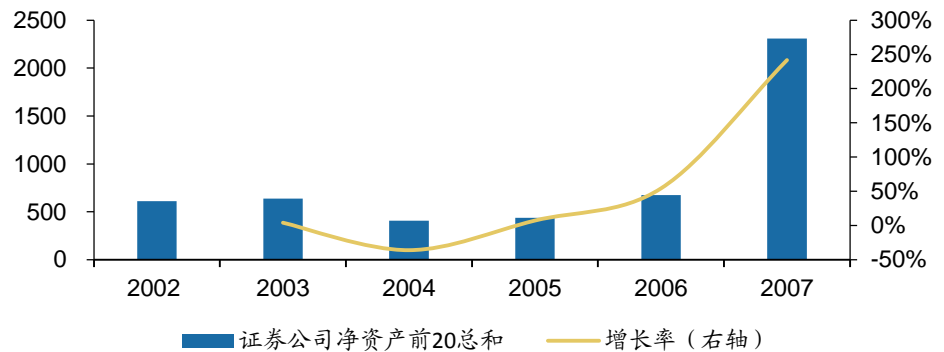
图4：2004-2007A股总市值（左轴，亿元）与增长率（右轴）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

证券公司综合治理完善了证券公司制度，提升了证券公司的经营能力。21世纪初期，我国证券公司发展尚处于幼稚阶段，自身运营与风险控制能力较弱。2006年以前，证券行业不仅处于长期亏损状况，还被多次曝光出现挪用客户资金、“老鼠仓”等现象，自我管理混乱。2004年8月，证监会召开全国证券监管工作座谈会，在证券监管系统内全面部署和启动了综合治理工作。为期三年的证券公司综合治理消除了证券公司长期的风险隐患，提升了证券公司的经营能力，证券行业焕然一新。2004年，排名前20证券公司净资产总额为408亿元，同比下降36%。2006年与2007年净资产增长率分别达到54%与241%，2007年净资产达2307亿元，是2004年的近4倍。

图5: 2002-2007证券公司净资产排名前20总和 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)

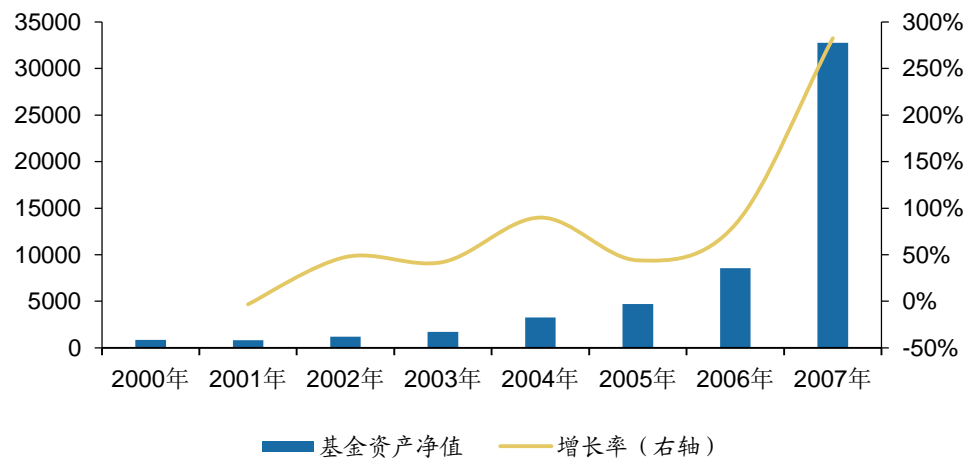


数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

增量资金开闸入市，拉动股市上涨

公募基金入市。2000年证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》，拉开了我国公募基金的序幕，2001年9月，首只开放式基金华安创新混合基金正式发行，首次公开募集份额50亿元。2002年-2007年公募基金市场规模持续提升，2006年基金资产净值8561亿元，同比增长83%，2007年基金资产净值达3.2万亿元，同比增长282%。

图6: 基金资产净值 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)

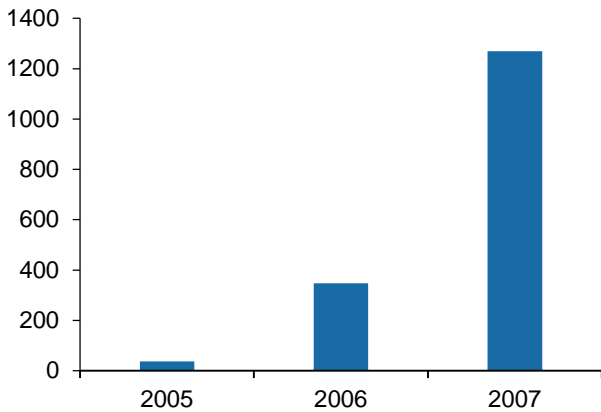


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

社保资金与保险资金入市。2003年6月，社保基金开始在二级市场购买股票，社保基金正式入市，2004年社保基金投资加大股票投资比例；2004年10月，保监会批准保险资金入市。

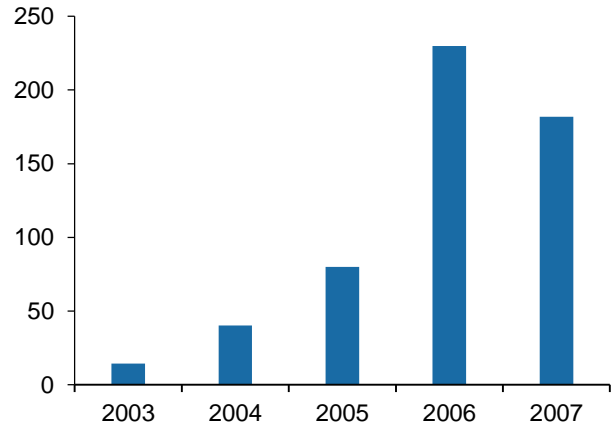
我们从数据看到，2005年-2007年，保险机构持股呈倍数上升。2006年保险公司持股348亿元，是2005年的9倍，2007年持股1269亿元，是2005年的3.6倍；社保基金持股从2003年-2006年持续上涨，2006年达到230亿元，2007年略有下降。

图 7: 2005-2007 保险机构持股状况 (亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

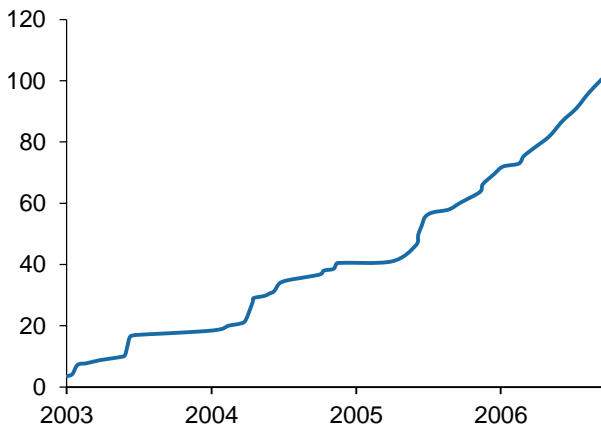
图 8: 2003-2007 社保资金持股状况 (亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

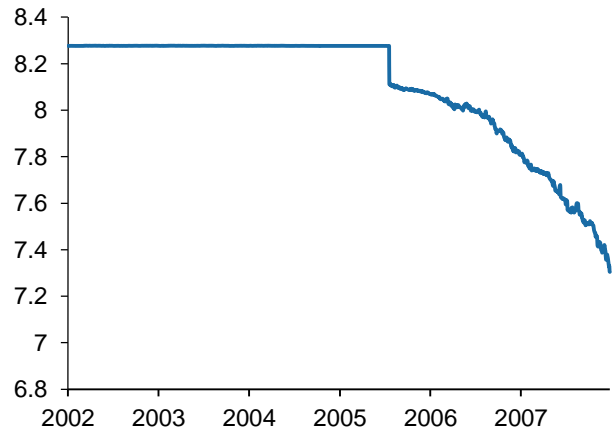
人民币汇率上行, 境外资金涌入股市。2002年证监会, 央行联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》, QFII 出台。随着我国贸易顺差不断扩大, 人民币汇率上行, 2007年底, 美元对人民币汇率跌至 1: 7.3。随着 QFII 规模不断扩大, 外资不断涌入股市, 2007年, QFII 投资额度已达到 100 亿美元。

图 9: 2003-2007 QFII 额度 (亿美元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

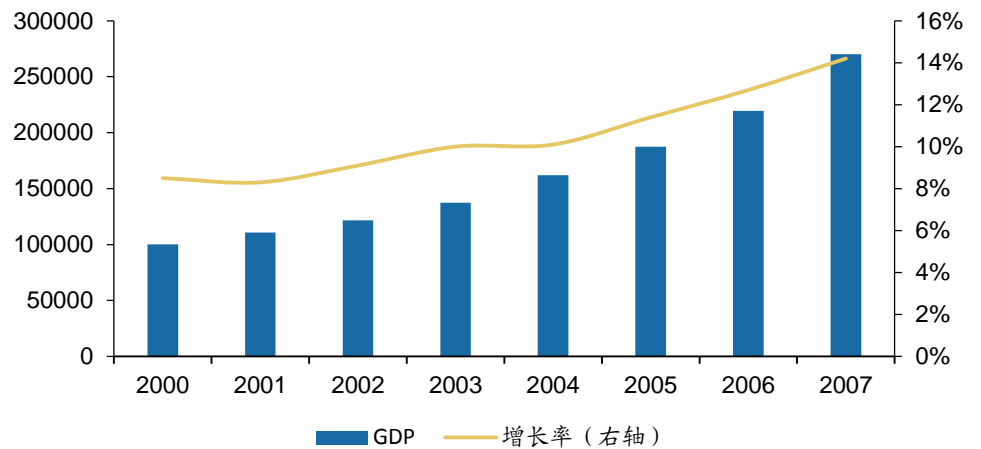
图 10: 2002-2007 美元中间价 (人民币)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

中国经济强劲增长, 为股市的发展提供了良好的环境。2000年开始, 我国经济持续强劲增长, 2000年-2007年 GDP 平均增长率为 10.54%, 2006年增长率 12.7%, 2007年增长率更是达到了 14.2%。中国经济的强劲增长是股市上涨强大的动力。

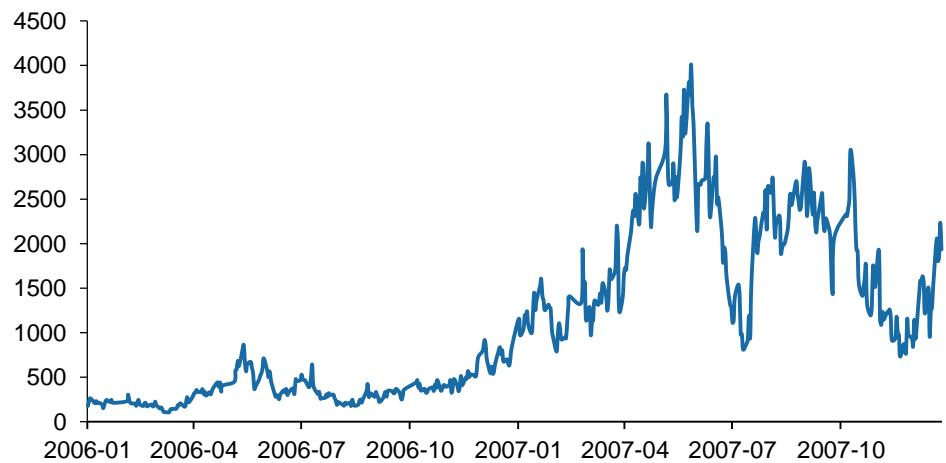
图 11: 2000-2007 我国 GDP (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

股市交易额增加。在流动性和监管的共振下, A股成交额快速上涨。2006年年初A股日成交额仅为176亿元, 到2007年5月成交额已经达到4000亿元。股市交易的快速上涨, 拉动了券商业绩提升, 从而带动板块行情。

图 12: 2006-2007A股日成交额 (亿元)

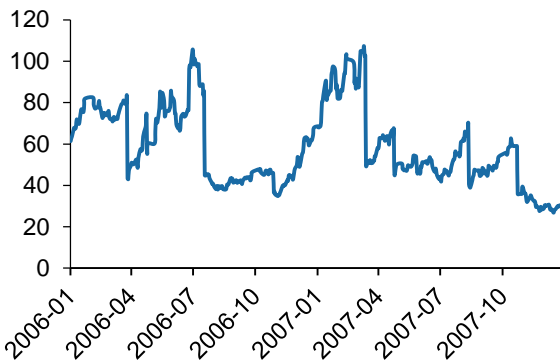


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

估值表现

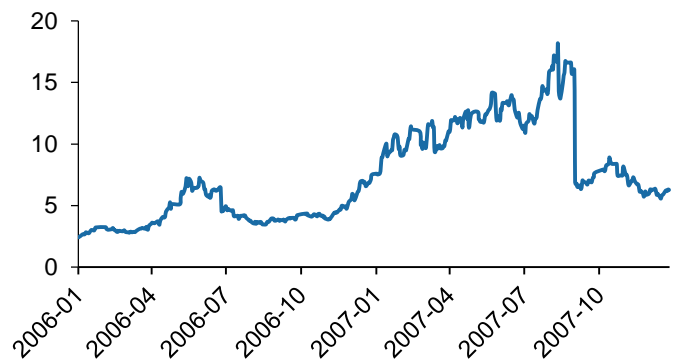
2006-2007年上市券商较少, 中信证券一枝独秀, 其PE区间为27x-107x、PB区间为2.4x-18x。中信证券业务收入贡献以经纪业务、自营业务为主, 2007年分别占收入48%与39%, 体现高β属性。

图13: 中信证券2006-2007PE (倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

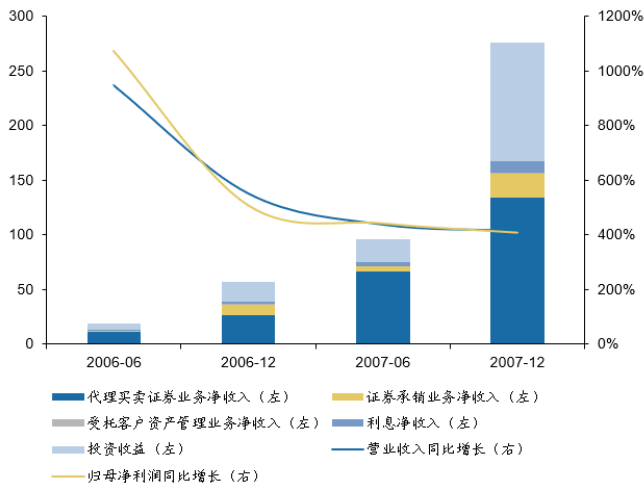
图14: 中信证券2006-2007PB (倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

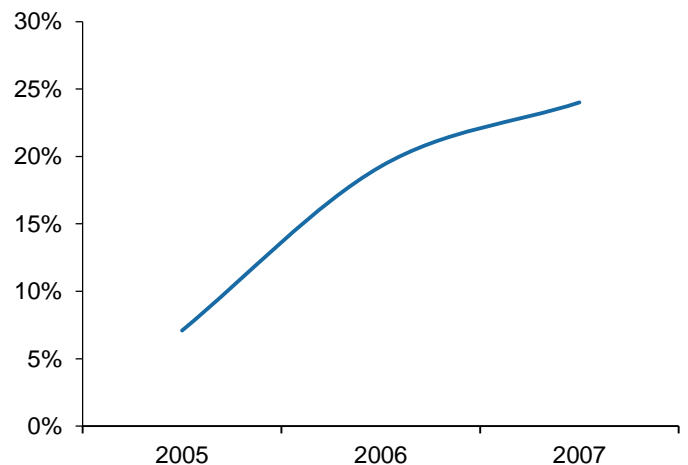
我们看到2006-2007中信证券业绩快速提升, 2007年中信证券营业收入309亿元, 同比增长415%, 2007年ROE24%, 2006年ROE为19%。业绩的快速增长带动了中信估值的高涨。

图15: 中信证券2006-2007营收拆解 (亿元) 与营业收入、归母净利润同比增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图16: 2005-2007中信证券ROE



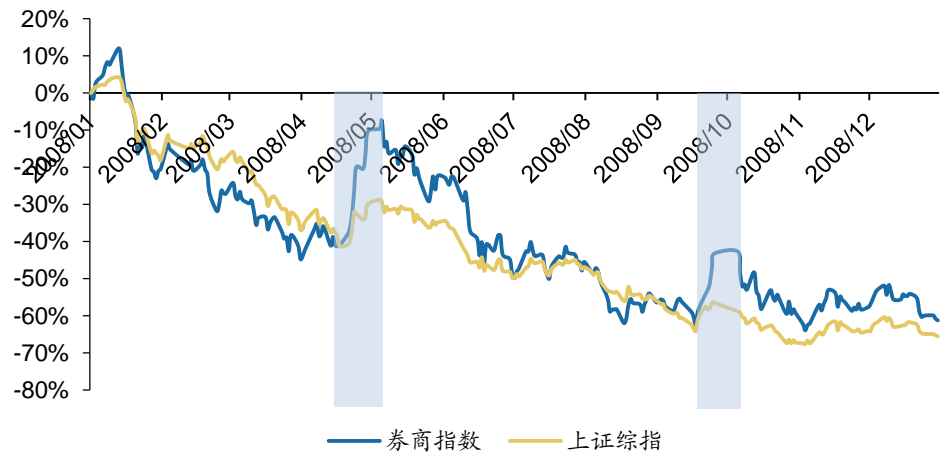
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2008 年的两轮反弹

在2008年的股市下行阶段, 券商板块借助政策利好, 出现两次反弹。2008年4月23日, 财政部宣布印花税由千分之三调节为千分之一, 4月23日-5月6日, 券商板块借助利好上涨46%, 同期上证指数上涨18%; 2008年9月18日, 财政部宣布印花税单边征收, 汇金公司在二级市场增持股票, 政府支持国有企业回购, 在三大利好的刺激下, 券

商板块从9月19日-10月6日上涨52%，同期上证指数上涨14%。

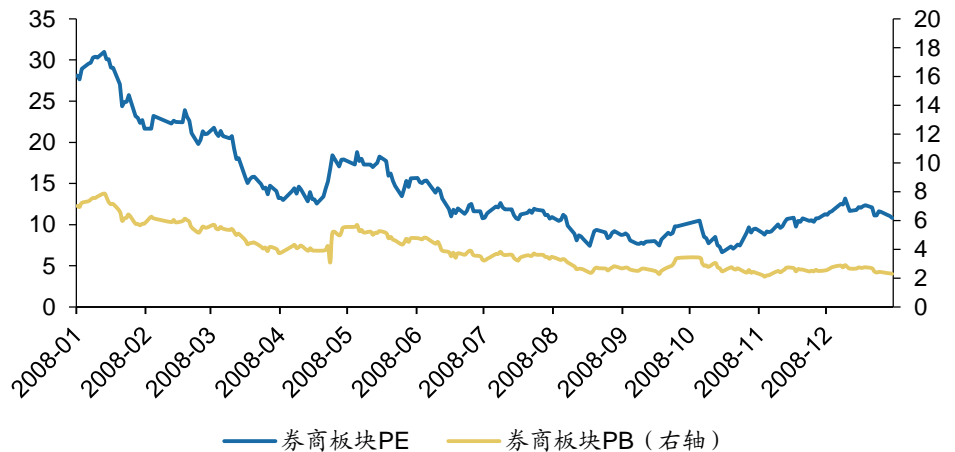
图17: 2008上证指数与券商板块变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

4月23日-5月6日，券商板块PE区间为15x-19x，PE较最低点波幅24%；PB区间为4.2x-5.7x，PB较最低点波幅35%。9月19日-10月6日券商板块PE区间为8.2x-10.5x，PE较最低点波幅28%，PB区间为2.5x-3.4x，PB较最低点波幅36%。

图18: 2008券商板块PE (左轴, 倍) 与PB (右轴, 倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

然而，单方面的政策利好只能在短期刺激券商板块的上涨，并不能改变整体行情的颓势。虽然券商板块在2008年出现了两次强劲的反弹，但整体下跌惨重。2008年券商板块下跌61%。

表2: 2008年救市政策梳理

时间	政策	券商板块表现	上证指数表现
2008/4/23	经国务院批准, 财政部、国家税务总局宣布, 调整证券股票交易印花税率, 由现行千分之三调整为千分之一	4/23-5/6 上涨 46%	4/23-5/6 上涨 18%
2008/9/18	财政部等宣布印花税单边收取 中央汇金宣布在二级市场全面增持四大行股票 政府支持国有企业回购股票	9/19-10/6 上涨 52%	9/19-10/6 上涨 14%

数据来源: 国务院、财政部、国家税务局、中央汇金公司、广发证券发展研究中心

估值表现

在2008年4月、9月的行情中, 估值波幅靠前的为海通、中信、东北等证券公司。2008年4月23日-5月6日PE区间分别为23x-37x、16x-20x、14x-16x; PB区间分别为3.9-6.4x、3.8x-5.4x、7.3x-9.3x。2008年9月19日-10月6日PE区间分别为23x-36x、9.2x-13x、6.1x-8.3x; 2008年9月19日-10月6日PB区间分别为3.4x-5.2x、2.3x-3.2x、3.7x-5.1x。

表3: 2008年4月23日-5月6日部分券商估值变动

股票	PE 区间	PB 区间	PE 变动	PB 变动
海通证券	23x-37x	3.9x-6.4x	61.19%	61.19%
长江证券	12x-19x	5.5x-8.6x	57.78%	57.78%
中信证券	16x-20x	3.8x-5.4x	25.70%	41.51%
东北证券	14x-16x	7.3x-9.3x	16.22%	27.76%
国金证券	49x-41x	6.2x-9.8x	-16.49%	59.70%

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表4: 2008年9月19日-10月6日部分券商估值变动

股票	PE 区间	PB 区间	PE 变动	PB 变动
海通证券	23x-36x	3.4x-5.2x	53.50%	53.50%
长江证券	7.4x-11x	5.4x-7.7x	42.21%	42.21%
中信证券	9.2x-13x	2.3x-3.2x	38.48%	38.48%
东北证券	6.1x-8.3x	3.7x-5.1x	36.27%	36.27%
国金证券	21x-26x	5.5x-6.8x	23.99%	23.99%

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 19: 2008 海通证券、中信证券、东北证券 PE (倍)

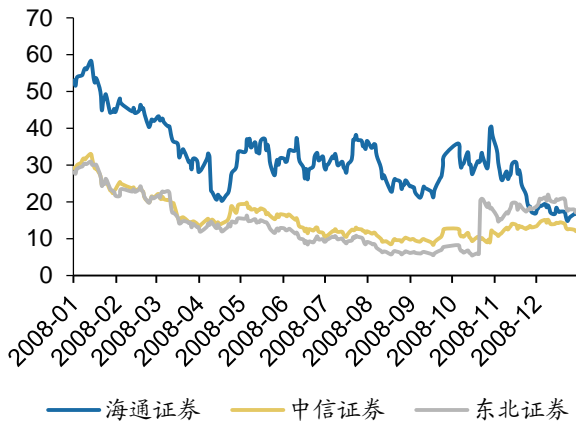
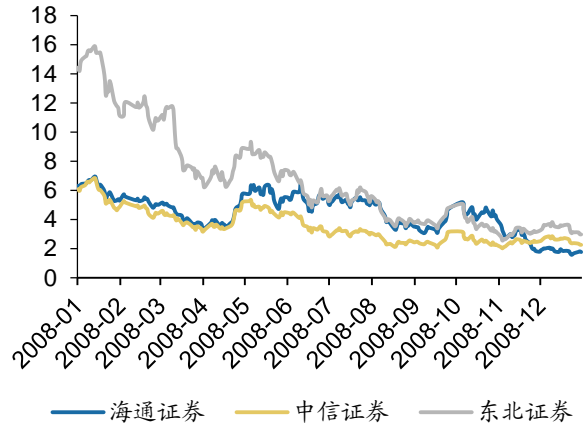


图 20: 2008 海通证券、中信证券、东北证券 PB (倍)



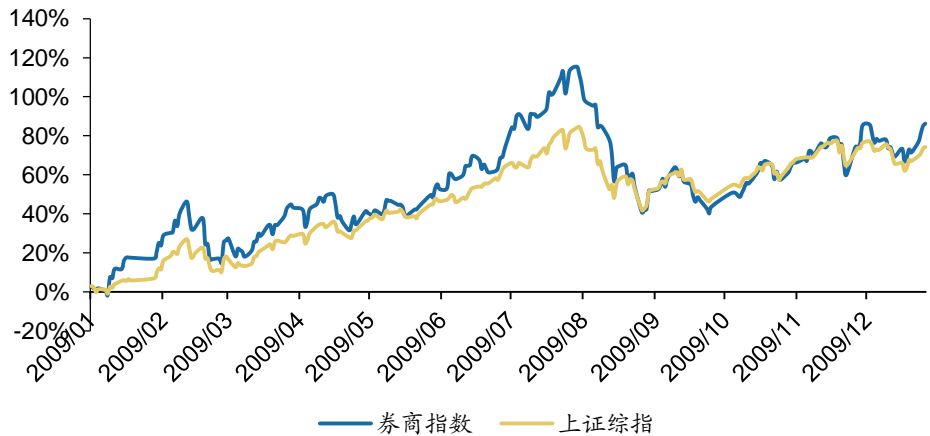
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2009 年: “四万亿” 刺激券商反弹

凭借“四万亿”计划的不断开展以及宽松的货币政策, 券商板块 2009 年上涨明显。2009 年券商板块累计上涨 86%, 最高涨幅 115%, 同期大盘累计涨幅 74%。在 2009 年的行情中, 券商板块没有产生明显的超额收益。

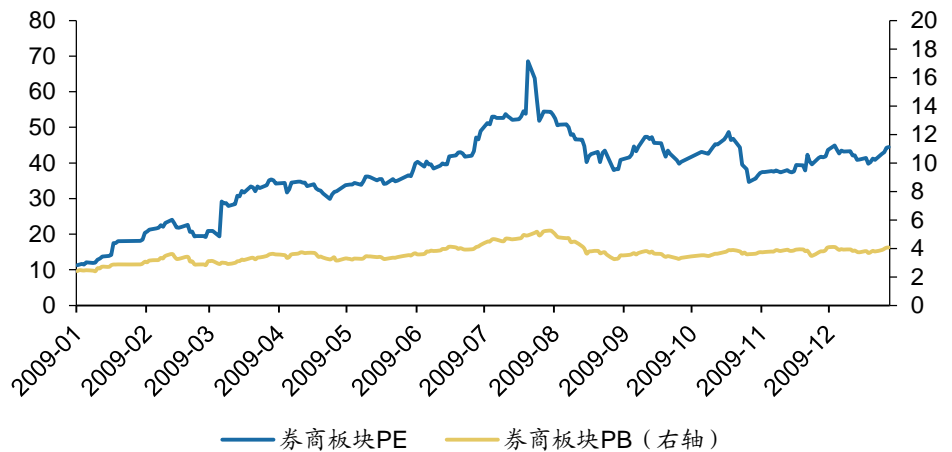
图 21: 2009 上证指数与券商板块变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2009 年, 券商板块估值水平得到了一定提升。2009 年底券商板块 PE 为 44x, PB 为 4x。

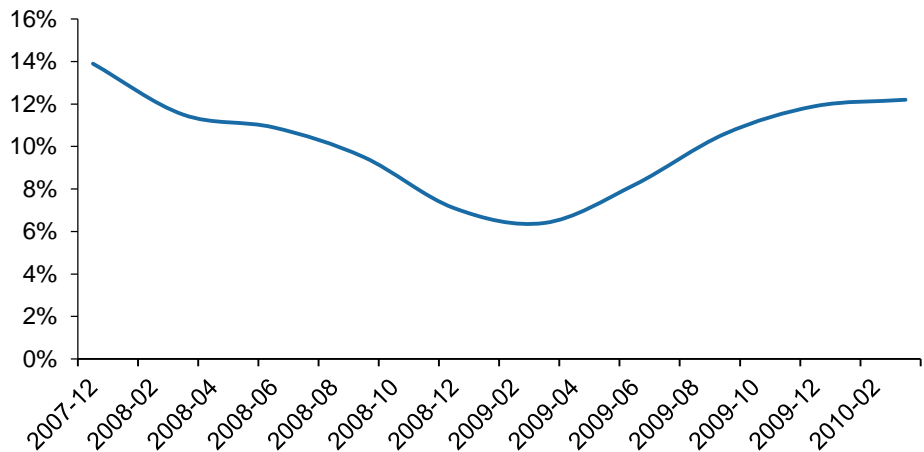
图22: 2009券商板块PE (左轴, 倍) 与PB (右轴, 倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

“四万亿”计划拉动内需，促进国民经济发展。2008年金融危机爆发，中国经济快速回落。面对内忧外患，政府于2008年11月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，大力加大基础设施建设以及灾后恢复重建。借助“四万亿”计划，中国经济增长速度恢复，GDP增长速度从2008年底的7.1%恢复到2010年第一季度的12.2%。

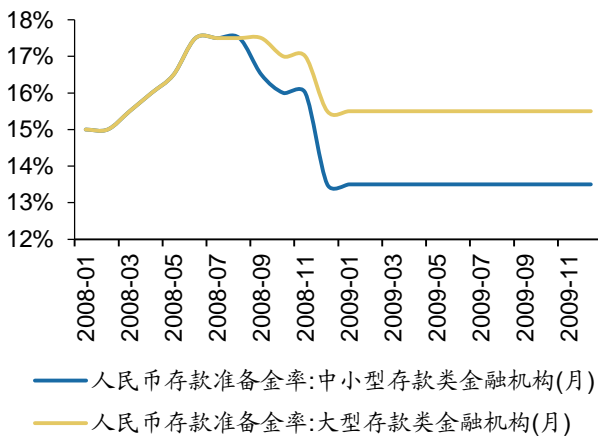
图23: 2008-2009 GDP增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

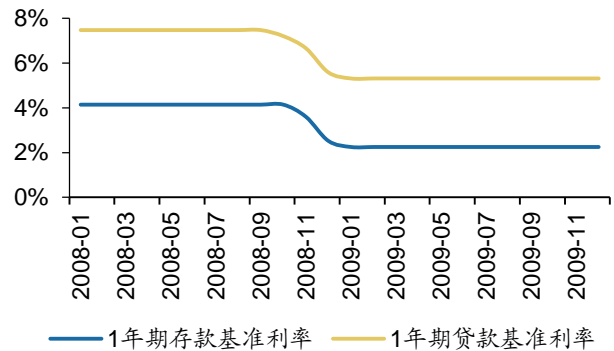
宽松的货币政策给予股市流动性利好。2008年下半年，央行一共下调4次存款基准利率，5次贷款基准利率，3次准备金率。从2008年9月-12月，1年期存款基准利率从4.14%降至2.25%，1年期贷款基准利率从7.47%降至5.31%；2008年下半年，央行下调大型金融机构存款准备金率2%，小型金融机构存款准备金率4%。流动性预期的改善拉动股市上行。

图 24: 2008-2009 人民币存款准备金率



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 25: 2008-2009 1 年期存贷款基准利率



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

估值表现

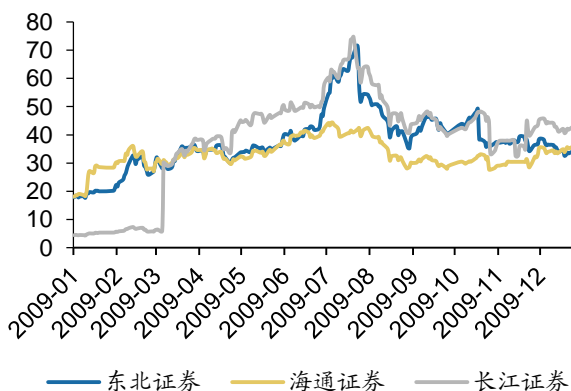
在 2009 中，东北证券、海通证券、长江证券 PE, PB 估值水平上升明显，原因是流动性的变化体现板块的 β 属性。

表 5: 2009 年部分券商估值变动

股票	PE 区间	PB 区间	PE 变动	PB 变动
长江证券	4.4x-44x	3.1x-4.9x	901.16%	55.05%
国元证券	5.5x-49x	3.5x-2.8x	783.43%	-18.45%
国金证券	17x-56x	5.2x-10x	228.75%	91.93%
海通证券	18x-37x	1.9x-3.8x	107.44%	96.23%
东北证券	18x-35x	3.1x-9x	96.75%	187.57%

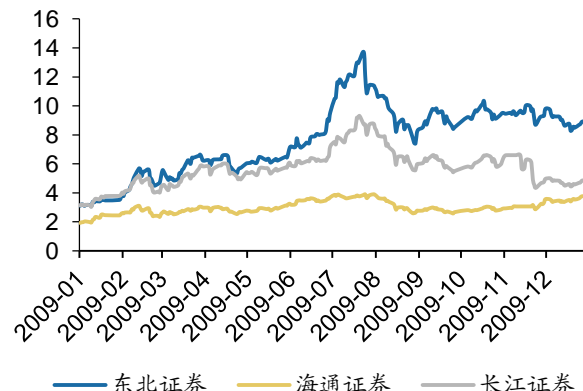
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 26: 2009 东北证券、海通证券、长江证券 PE (倍)



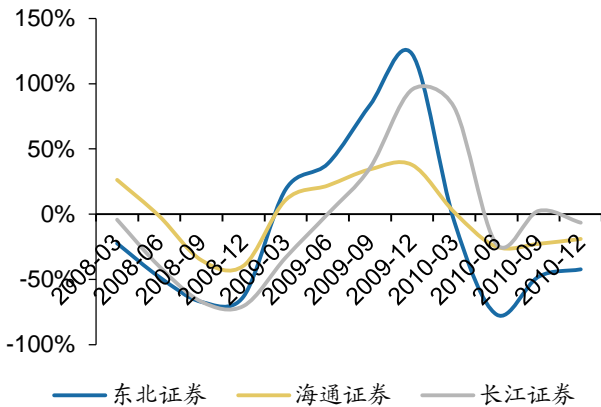
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 27: 2009 东北证券、海通证券、长江证券 PB (倍)



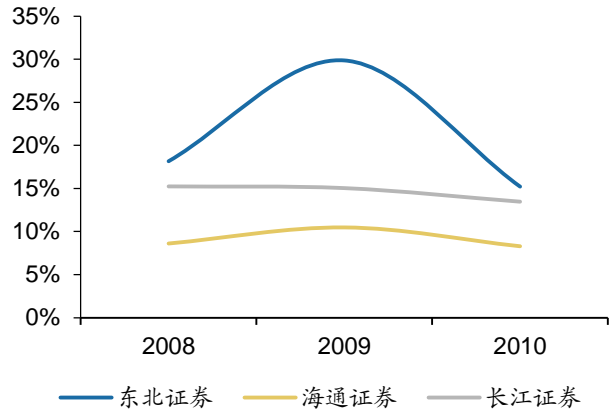
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 28: 东北证券、海通证券、长江证券归母净利润同比增速



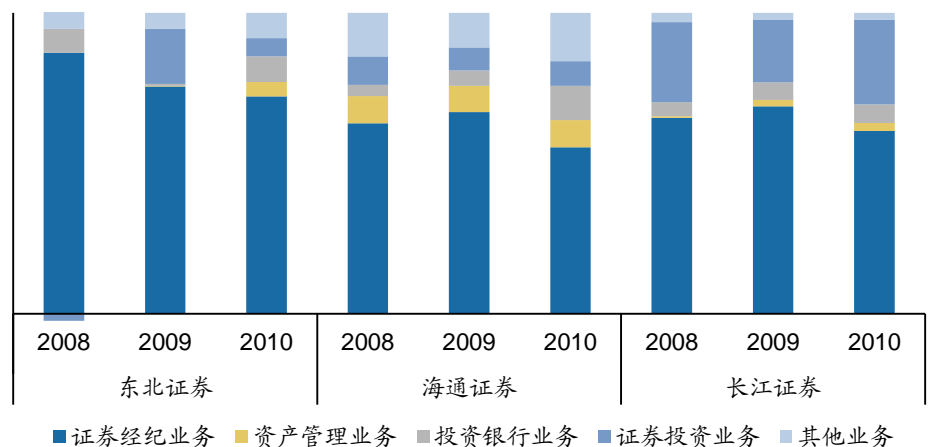
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 29: 东北证券、海通证券、长江证券 ROE



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 30: 东北证券、海通证券、长江证券收入拆解

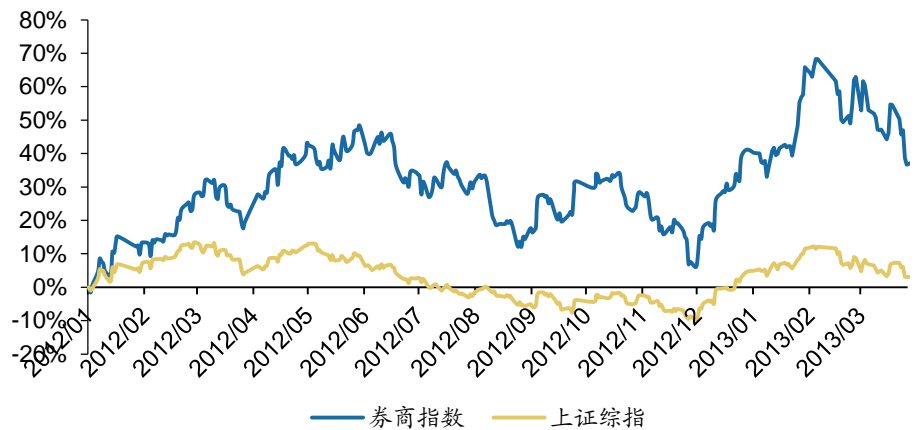


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2012年-2013年2月：业务创新拉动券商板块反弹

2012年-2013年2月，券商板块出现一波平稳上涨行情，从2012年-2013年2月，券商板块累计上涨62%，同期大盘上涨9%，券商板块在这波慢牛行情中取得显著超额收益。我们认为本次券商牛市的原因在于券商本身估值处于底部以及业务创新政策带来的上涨预期。

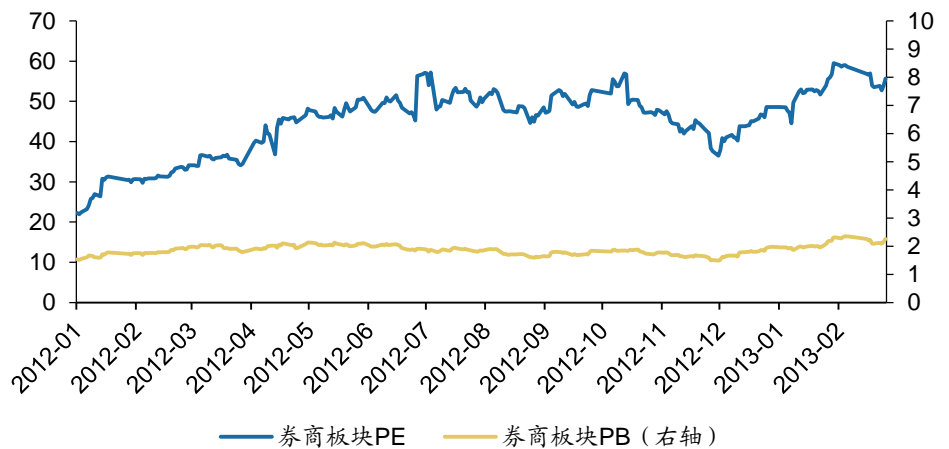
图31: 2012-2013上证指数与券商板块变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2012年-2013年2月, 券商板块PE从22x上升至56x, PB从1.5x上升至2.2x; PE上涨150%, PB上涨47%。

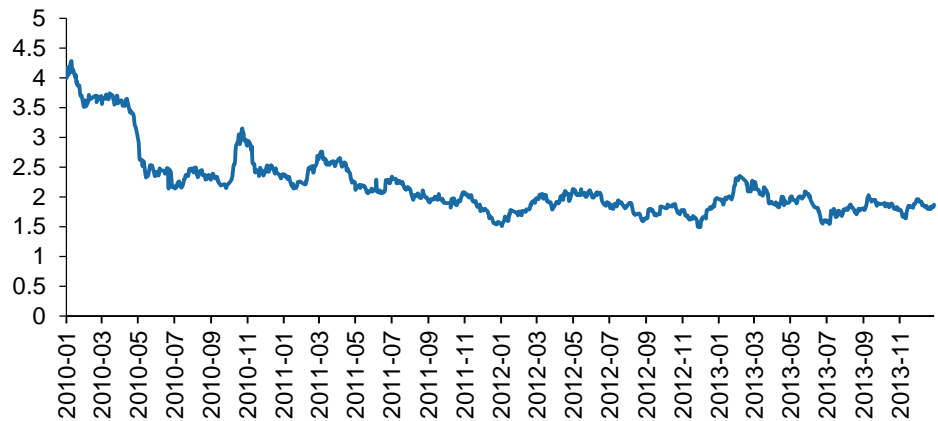
图32: 2012-2013券商板块PE (左轴, 倍) 与PB (右轴, 倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

券商板块估值处于底部, 为上涨提供了空间。从2010年开始, 券商行业PB持续下降, 到2012年年初, 行业PB降至1.5x, 达到历史低点。估值触底为券商行业2012年的慢牛行情打下了基础。

图33: 2010-2013券商板块PB (倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

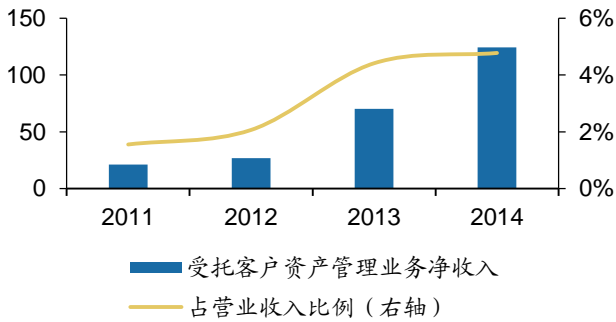
业务创新政策拓展券商业务线条,提升券商板块预期。2012年-2013年,券商业务线条不断拓展,2012年召开的券商创新大会提出大力推动券商业务创新发展,会后出台的《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》,提出了支持券商创新发展的十一大方针政策。2012年10月《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》颁布,扩展了基金管理公司的投资范围;2013年2月发布的《证券公司资产证券化业务管理规定(征求意见稿)》降低了证券公司从事资产证券化业务的准入门槛。

资管业务全面开放。2012年10月18日,证监会发布《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》,从产品审批,资管业务范围等多方面对于券商资管业务的放松了限制,缩短了资管产品设计时间,增强了券商资管产品的灵活性。券商资管开始对接银行资金,通道业务开闸。

2012年以来券商资管业务发展迅速,2012年券商资管业务净收入26亿元,2014年达124.35亿元,是2012年的4.6倍;资管业务占营业收入比例持续上升,2014年资管业务收入占券商营业收入的4.7%。

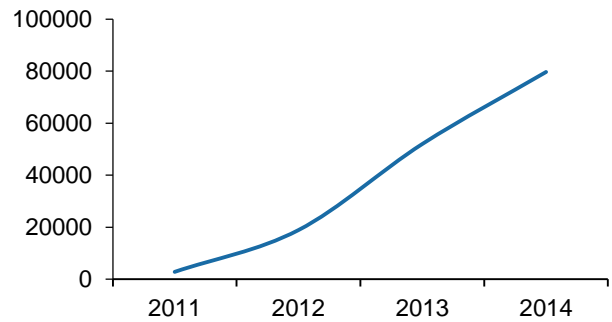
2011年券商受托管理资金本金总额2818亿元,2012年达1.89万亿,同比增长570%,2013年达5.2万亿,同比增长175%。

图 34: 2011-2014 券商资管业务净收入 (左轴, 亿元) 与资管业务占营业收入比例 (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

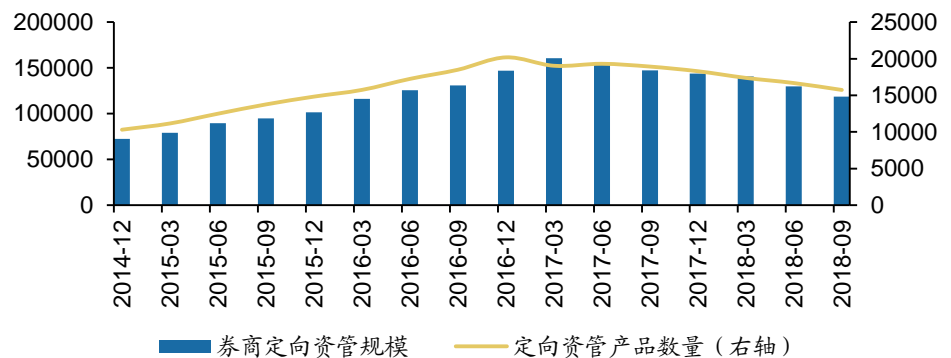
图 35: 2011-2014 券商受托管理资金本金总额 (亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

我们看到, 从 2014 年底到 2017 年, 以通道业务为主的券商定向资管业务的规模高速增长, 2017 年后, 随着监管对于通道业务的收紧, 定向资管规模逐渐回落。

图 36: 券商定向资管规模 (左轴, 亿元) 与数量 (右轴, 只)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

估值表现

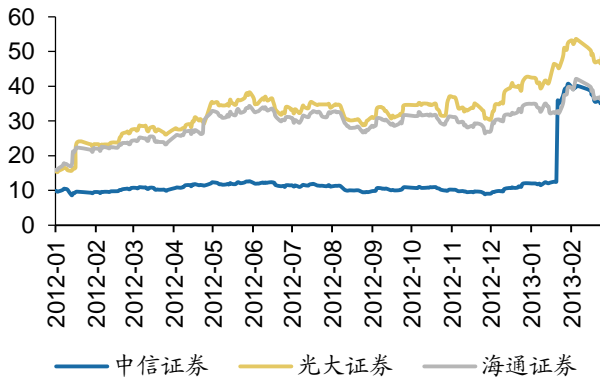
在 2012 年中, 中信证券、光大证券、海通证券估值水平提升明显。主要是利好政策的出台, 对于中大型券商预期提升。

表 6: 2012 年部分券商估值变动

股票	PE 区间	PB 区间	PE 变动	PB 变动
中信证券	10x-38x	1.4x-1.9x	282.53%	36.94%
国金证券	28x-102x	2.9x-3.7x	267.02%	26.55%
光大证券	16x-51x	1.6x-2.4x	230.78%	51.01%
海通证券	16x-40x	1.3x-2x	147.80%	56.29%
国元证券	23x-56x	1.1x-1.5x	138.89%	34.77%

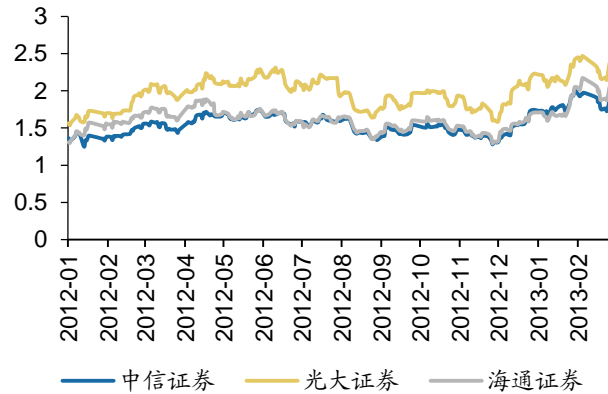
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 37: 2012 年-2013 年 2 月中信证券、光大证券、海通证券 PE (倍)



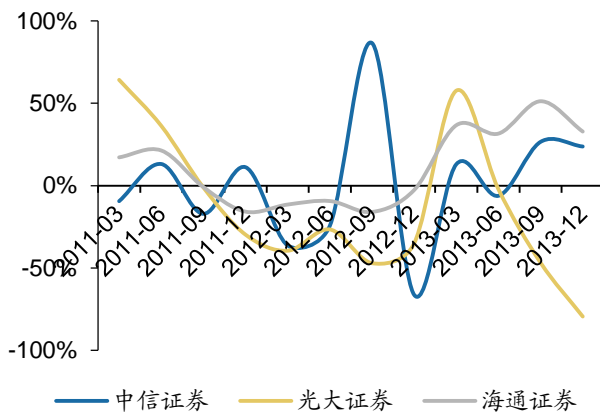
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 38: 2012 年-2013 年 2 月中信证券、光大证券、海通证券 PB (倍)



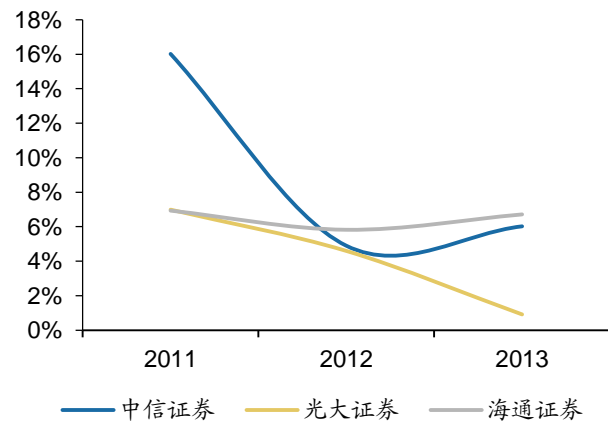
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 39: 2011-2013 中信证券、光大证券、海通证券归母净利润增长率



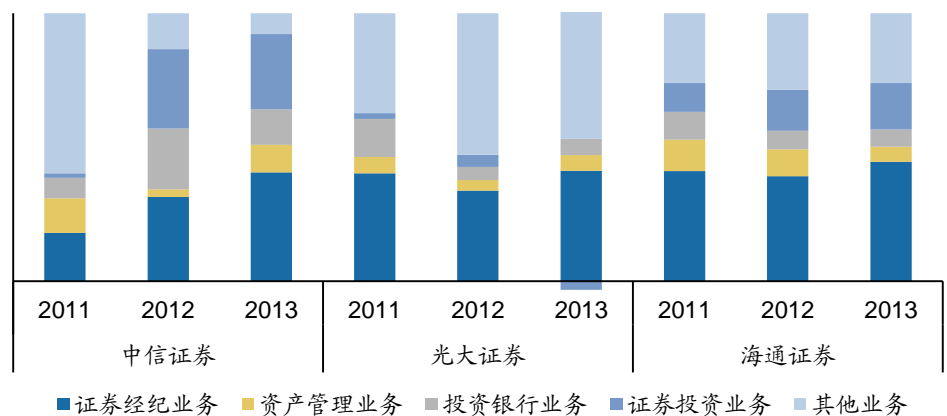
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 40: 2011-2013 中信证券、光大证券、海通证券 ROE



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 41: 中信证券、光大证券、海通证券收入拆解

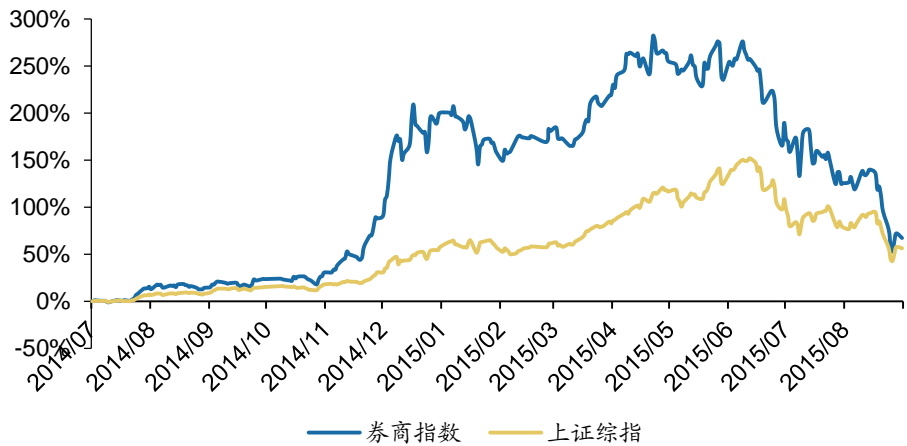


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2014年7月-2015年6月：多因素的第二次共振

2014年下半年，券商板块突然爆发。2014年7月到2015年6月中旬，券商板块累计上涨257%，在2015年4月22日达到最高点，涨幅281%。同期大盘累计上涨151%，本次牛市中，券商板块再次获得了显著的超额收益。

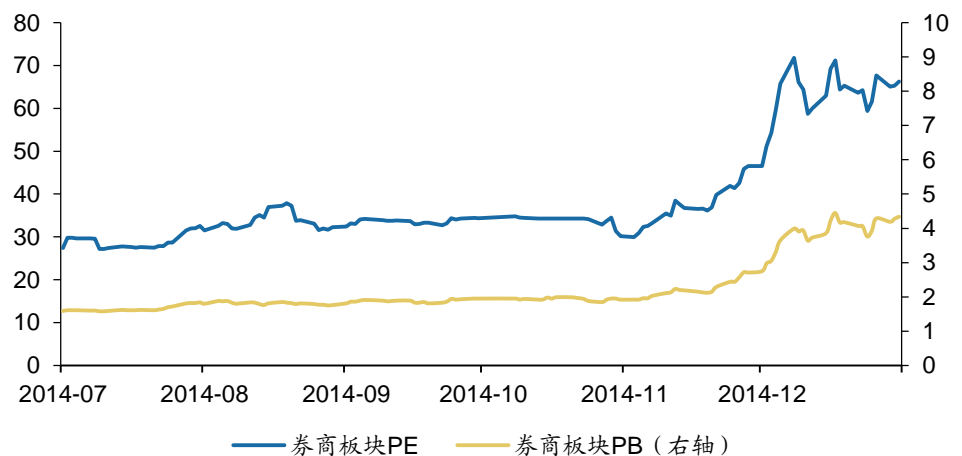
图42：2014-2015上证指数与券商板块变化



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

2014年下半年券商板块估值提升明显。2014年年底，券商板块PE为66x，PB为4.3x。

图43：2014年下半年券商板块PE（左轴，倍）与PB（右轴，倍）

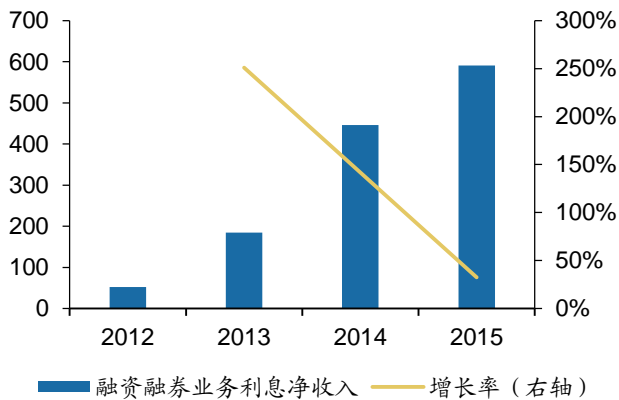


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

我们认为本次上涨的主要原因：1) 以融资融券为代表的新兴业务的崛起重构了券商的盈利模式，券商迎来新的发展；2) 宽松的货币政策支持本轮牛市行情；3) 股市交易额迅速增长，带动券商业绩提升。

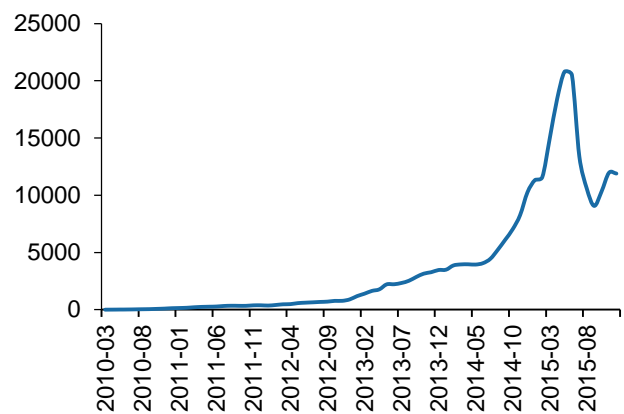
两融业务高速发展。2014年-2015年的牛市中，融资融券的杠杆作用是股市的催化剂。融资融券业务的高速发展，一方面推动券商净利息收入的高速增长，另一方面也拉动了券商经纪业务的发展，从而全方位增进券商业务收入。我们看到2010年-2015年两融余额高速增长，在2015年5月达到2万亿元；2012年-2015年券商融资融券业务利息净收入增长迅猛，2014年利息净收入为440亿元，同比增长141%，2015年利息净收入为591亿元，同比增长32%。

图 44: 券商融资融券利息净收入 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图 45: 券商融资融券余额 (亿元)

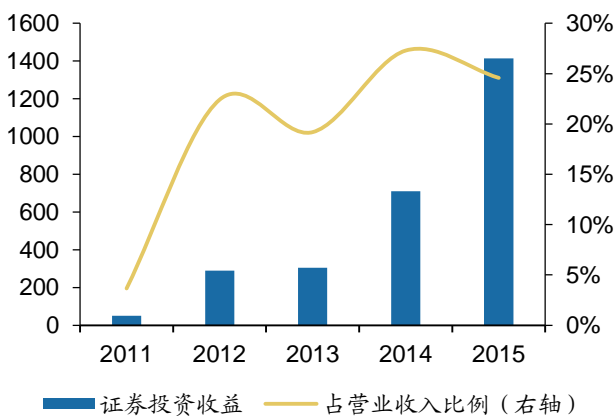


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

自营业务的不断扩张带来了券商收入的新增长点，完善了券商的盈利模式。随着政策对于自营业务的放开，券商自营业务发展迅速，对于券商收入的贡献不断增强。

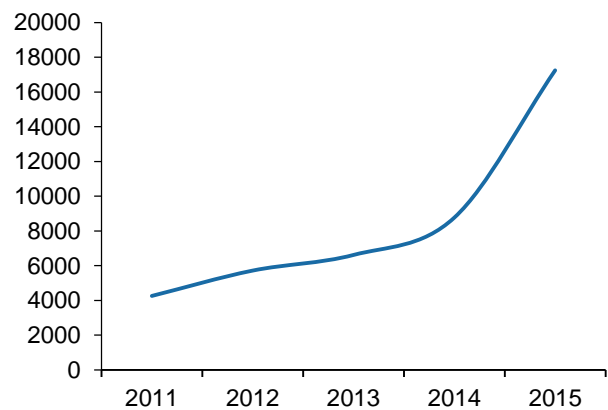
2011年-2015年券商自营业务收入持续上升，截至2015年，券商自营业务收入1413亿元，同比增长99%，2015年自营收入占营业收入24.5%，相比2014年略有下滑；券商自营规模快速扩张。2015年券商自营金融产品投资规模达1.7万亿，同比增长96%。

图 46: 券商自营业务收入 (左轴, 亿元) 与占营业收入比例 (右轴)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图 47: 券商自营业务投资规模 (亿元)

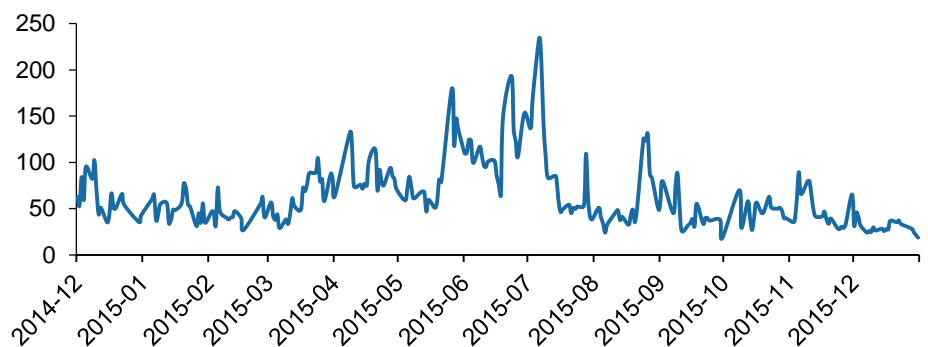


数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

多项鼓励政策刺激板块上涨。2013年5月9日，新“国九条”颁布，新“国九条”从多方面强化了资本市场在我国中的地位，对于券商中长期发展产生深远的影响。同时，注册制改革、沪港通推出、A股市场“一人一户”限制的开放等多重利好政策轮番刺激券商板块上涨。

沪港通开始交易，港资入市。2014年11月17日，沪港通正式开始交易，沪港通允许上交所和联交所相互买卖股票，推动了我国资本市场对外开放，也为我国资本市场提供了额外的资金。我们看到从2014年沪港通开始交易起，沪港通成交金额稳步提升，2015年中旬每日成交额度达200亿元以上。

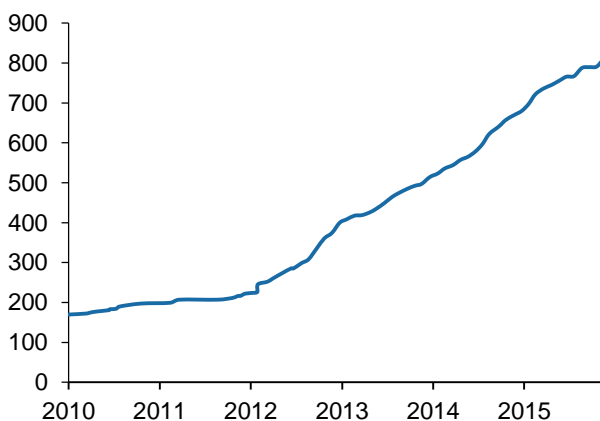
图48: 沪股通成交金额 (亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

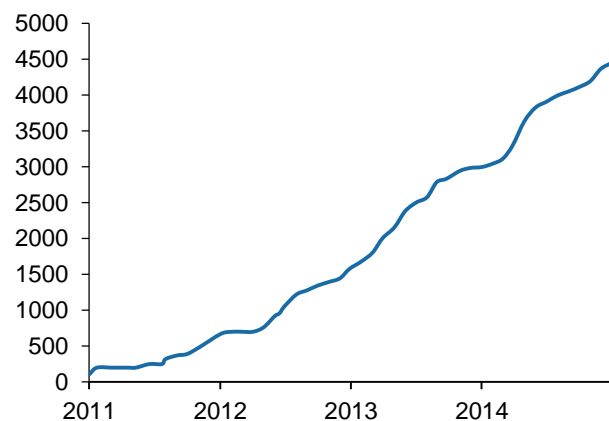
境外资金不断涌入，QFII,RQFII 规模持续扩大。2011年12月16日发布的《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，标志着 RQFII 制度正式开始；2012年4月，QFII 总投资额度从300亿美元增加到800亿美元，2013年7月，QFII 额度再次增加到1500亿美元。2011年以来，境外资金投资额度不断上升，截至2015年底，QFII 投资总额达800亿美元，RQFII 额度达4400亿人民币。

图 49: QFII (亿美元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

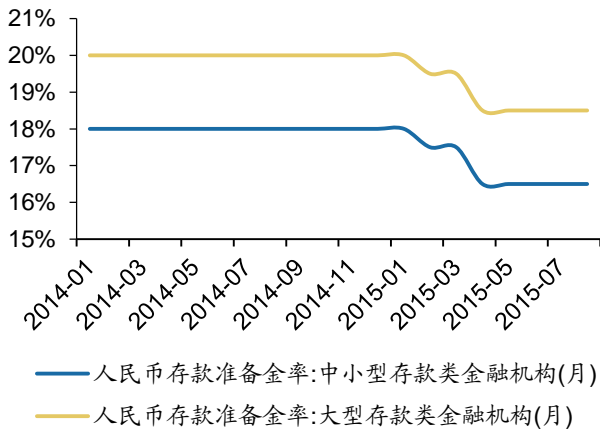
图 50: RQII (亿人民币)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

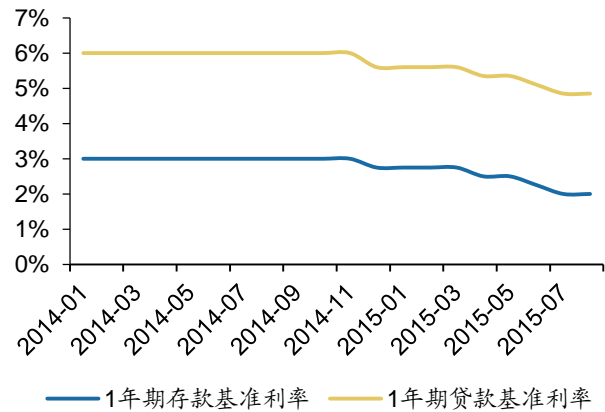
央行宽松的货币政策释放流动性，利好资本市场。2014年11月，央行将金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。本次流动性利好带动券商板块开始快速上涨。2015年上半年，央行多次降准降息，从资金层面上推动券商板块上涨。

图 51: 2014-2015 年 8 月人民币存款准备金率



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

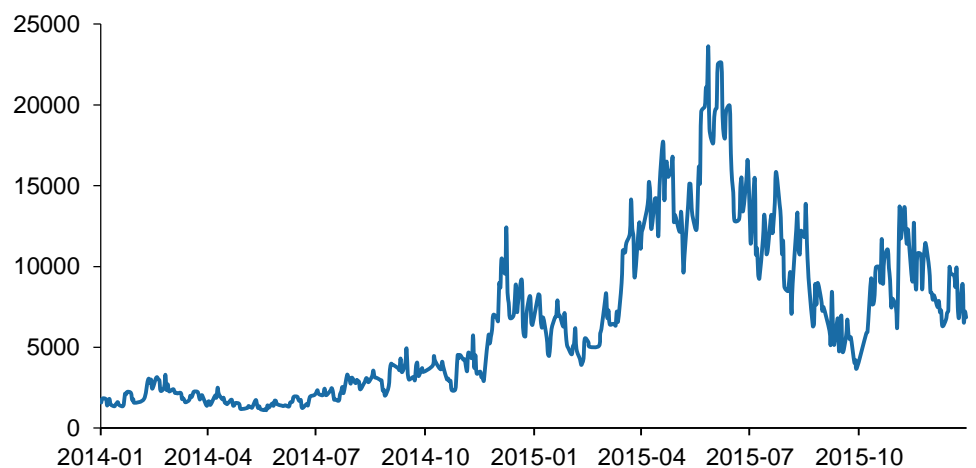
图 52: 2014-2015 年 8 月 1 年期存贷款基准利率



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

股市交易上涨，拉动券商业绩提升。在流动性和监管的第二次共振下，A股成交额再次快速上涨。2014年年初A股日成交额为1500亿元，到2015年5月底成交额已经达到2万亿元。股市交易的快速上涨，拉动券商业绩提升，从而带动板块行情。

图 53: 2014-2015A股日成交额 (亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

估值表现

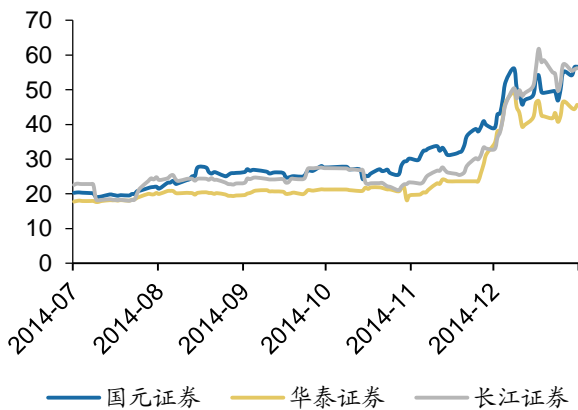
在2014年下半年中，国元证券、华泰证券、长江证券估值水平显著提升。2014年下半年PE区间分别为20x-57x、18x-46x、23x-56x；PB区间分别为1.2x-3.7x、1.2x-3.6x、1.7x-6x。

表7: 2014年下半年部分券商估值变动

股票	PE 区间	PB 区间	PE 变动	PB 变动
国元证券	20x-57x	1.2x-3.7x	179.19%	211.34%
华泰证券	18x-46x	1.2x-3.6x	156.82%	203.92%
长江证券	23x-56x	1.7x-6x	148.84%	241.30%
方正证券	27x-66x	2.1x-3.9x	142.11%	86.80%
中信证券	23x-47x	1.4x-4x	109.50%	182.83%

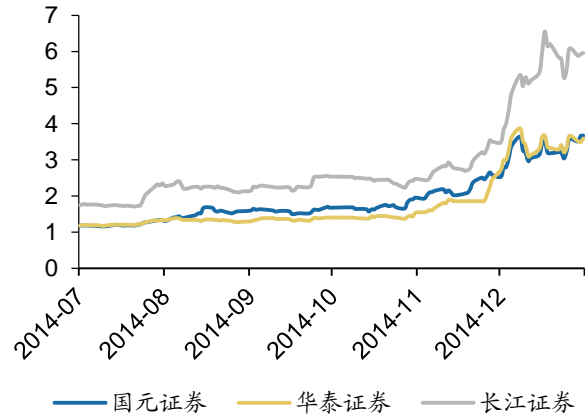
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 54: 2014 年下半年国元证券、华泰证券、长江证券 PE (倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

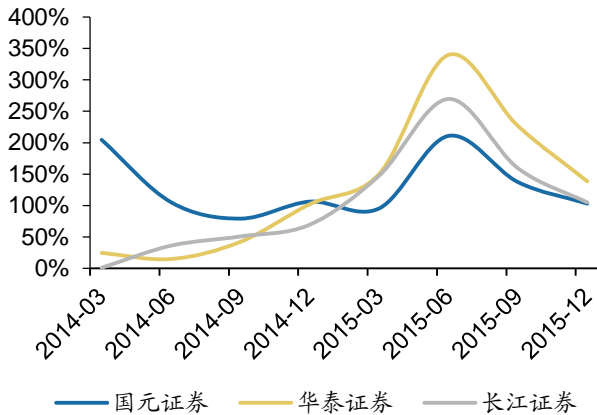
图 55: 2014 年下半年国元证券、华泰证券、长江证券 PB (倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

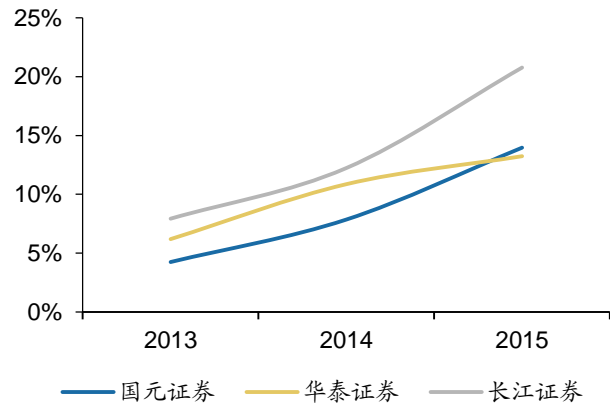
我们看到2014年-2015年国元证券、华泰证券、长江证券业绩高速增长。2014年归母净利润增速分别为106%、102%、69%；2015年归母净利润增速分别为102%、138%、104%。2014年ROE分别为7.9%、11%、12%；2015年ROE分别为14%、13%、20%。

图 56: 2014-2015 国元证券、华泰证券、长江证券归母净利润增长率



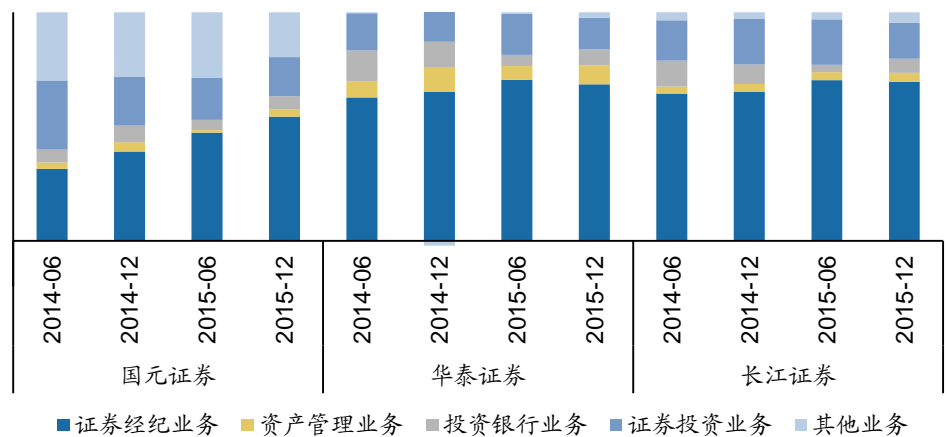
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 57: 2013-2015 国元证券、华泰证券、长江证券 ROE



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 58: 国元证券、华泰证券、长江证券收入拆解

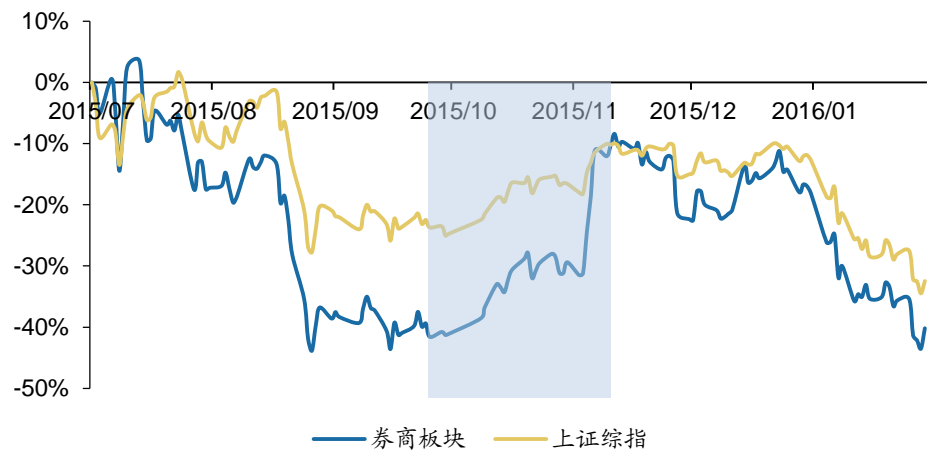


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2015 年 10 月: 政策救市下板块反弹

2015 年股灾中, 券商板块同样凭借政策救市利好迎来一波强劲反弹。从 2015 年 9 月 30-2015 年 11 月 11 日, 券商板块上涨 56%, 同期大盘上涨 20%。

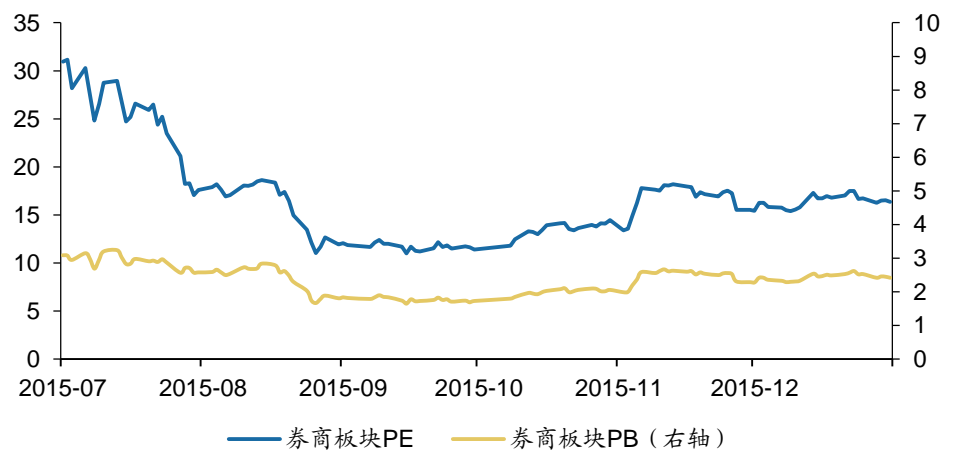
图59: 2015年下半年上证指数与券商板块变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2015年9月30-2015年11月11日, 券商板块PE为11x-18x, PE较最低点波幅59%, PB区间为1.7x-2.7x, PB较最低点波幅54%。

图60: 2015年下半年券商板块PE (左轴, 倍) 与PB (右轴, 倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

与2008年股灾救市效果如出一辙, 政策的利好只能在短期刺激券商板块上涨。2015年6月股灾开始, 政府从资金到业务上采取了一系列措施, 包括央行的连续降准降息, 政府利好政策的不断出台。我们看到, 虽然在短期券商板块受政策刺激反弹, 但长期随着大盘的颓势, 券商板块继续下跌。

估值表现

在2015年9月30日-2015年11月11日, 估值表现较好的券商为西部证券、东兴证券、东北证券, PE区间分别为22x-51x、19x-34x、8.4x-14x; PB区间分别为3.9x-8.7x、3x-5.8x、2.1x-3.5x。

表8: 2015年9月30日-11月11日部分券商估值变动

股票	PE 区间	PB 区间	PE 变动	PB 变动
西部证券	22x-51x	3.9x-8.7x	132.16%	123.43%
东兴证券	19x-34x	3x-5.8x	82.14%	90.80%
东北证券	8.4x-14x	2.1x-3.5x	65.26%	69.66%
方正证券	13x-22x	1.6x-2.8x	63.93%	76.97%
光大证券	9.2x-15x	1.6x-2.9x	62.23%	77.21%

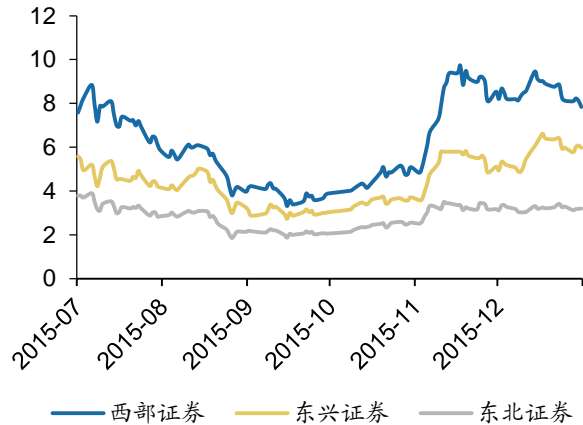
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 61: 2015 下半年西部证券、东兴证券、东北证券 PE (倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 62: 2015 下半年西部证券、东兴证券、东北证券 PB (倍)

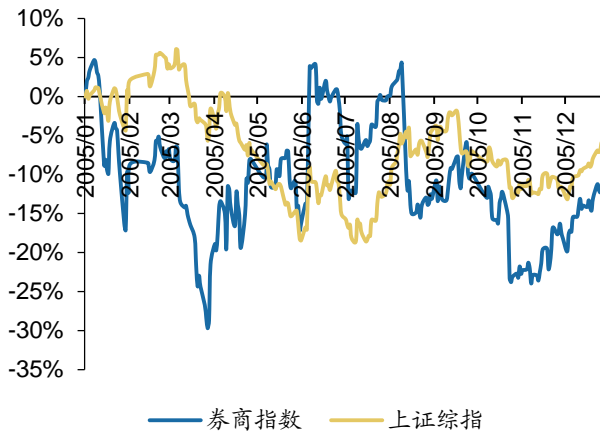


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

其他时段: 与上证指数基本同步

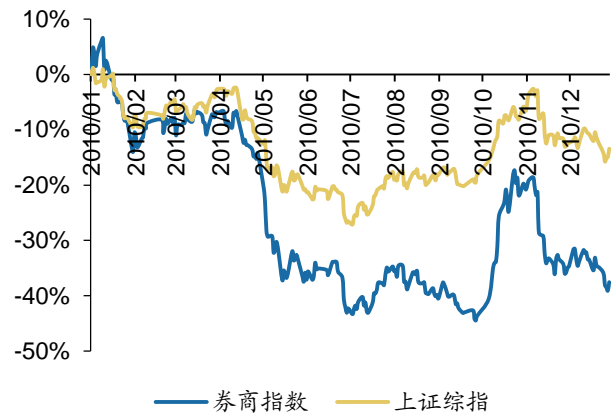
剔除前述6个时段, 券商板块整体表现犹如一只加强版的指数基金, 涨幅基本跟随上证指数。在此阶段, 券商的短期月报数据、机构持仓比例、PB估值高低、资产质量优劣等变量影响股价波动。

图 63: 2005 年上证指数与券商板块变化



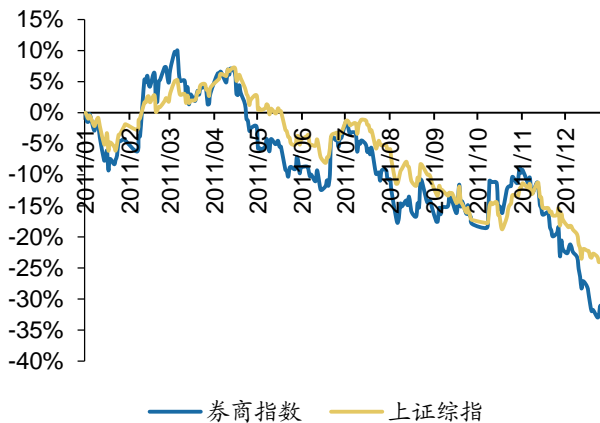
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 64: 2010 年上证指数与券商板块变化



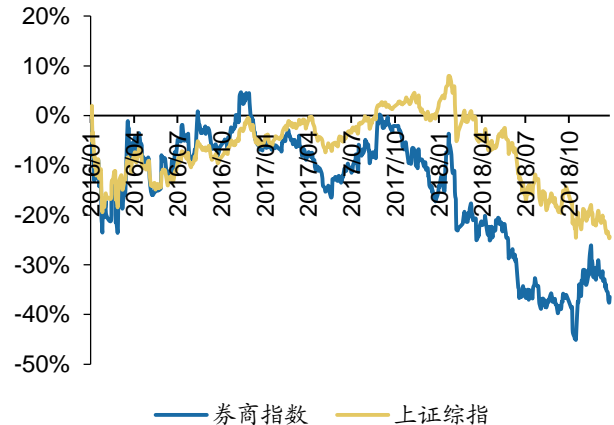
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 65: 2011 年上证指数与券商板块变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 66: 2016 年-2018 年上证指数与券商板块变化



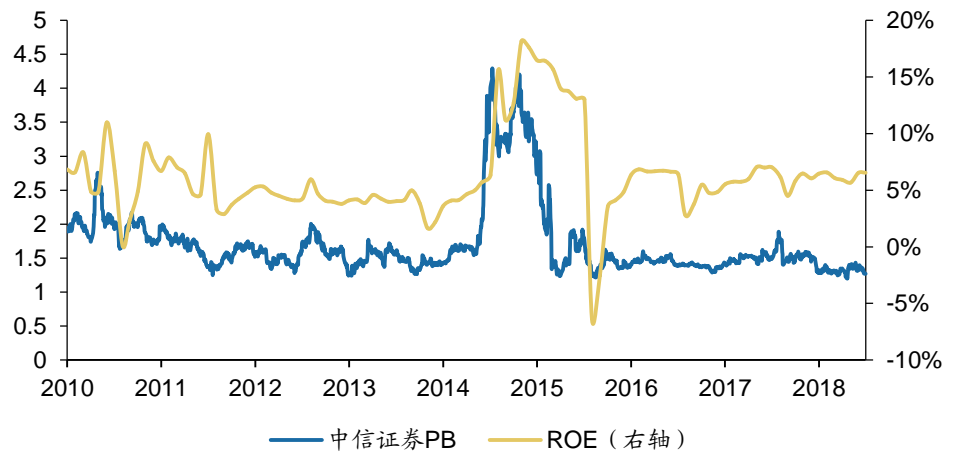
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

走势复盘: 估值与 ROE 整体同步变动

估值变化为高频数据、而业绩数据相对低频。我们将月度数据简单年化处理后,整体上,券商板块的估值与券商ROE同步变动,原因是券商股为高 β 品种,券商业绩反映A股市场的变化。

中信证券估值与ROE整体保持一致,呈现同涨同跌态势,少部分时间段中估值变动领先ROE。在2012年-2013年行情中,ROE平均滞后PB2个月。2014年-2015年行情中,PB领先ROE1个月

图67: 2010-2018中信证券PB (左轴, 倍) 与ROE (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

华泰证券估值与ROE整体保持一致，少部分时间段中估值变动领先ROE。2012年-2013年与2014年-2015年中，PB领先ROE1个月以上。

图68: 2010-2018华泰证券PB (左轴, 倍) 与ROE (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

风险提示

资本市场大幅回落风险；流动性紧缩风险；监管政策趋严从紧等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

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。
- 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	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。