2023 年 1 月 10 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

券商股是否会迎来“春季躁动”？

——券商板块指数上涨点评

非银行金融

增持（维持）

作者

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebscn.com

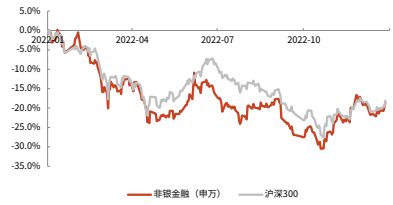
分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：

1 月 9 日，券商指数上涨 1.91%，领先沪深 300 涨幅 1.1 个百分点。A 股券商涨幅前三的分别是东方证券（+7.54%），兴业证券（+4.13%）和广发证券（+3.96%）。自 22 年 11 月份行情触底反弹以来，券商指数上涨 12.60%，落后沪深 300 指数 1.77 个百分点。

点评：

■ “春季”不一定“躁动”，但券商在“熊转牛”初期阶段往往有超额表现

复盘 15 年以来 1 月份以及 1 季度 A 股表现，我们发现券商股不一定有明显的“躁动”行情，除了 19 年 1 季度券商板块实现超额收益 22 个百分点，各个月份和季度表现均乏善可陈。但进一步放宽视野，我们梳理 14 年年底以来几个典型的上涨阶段，发现券商板块在 A 股“熊转牛”的初期（14 年 11 月份、19 年 1 月份、20 年 4 月份和 21 年 5 月份），均有明显的超额收益表现。同时，A 股的牛市特征越明显，券商的超额收益越明显。而持续时间一般为 1 个月到 3 个月，时长更多地体现了对于未来牛市预期的持续性。综上，我们认为券商板块的上涨没有明显的季节特征，但与市场关于牛市的预期高度相关。

表 1：券商股不一定有明显的“春季躁动”行情（单位，%）

年份	一月份			一季度		
	券商指数	沪深 300 指数	超额收益	券商指数	沪深 300 指数	超额收益
2015 年	-14.09	-2.81	-11.28	6.60	14.64	-8.04
2016 年	-26.49	-21.04	-5.45	-14.26	-13.75	-0.51
2017 年	0.55	2.35	-1.80	-2.51	4.41	-6.92
2018 年	7.77	6.08	1.69	-4.99	-3.28	-1.70
2019 年	8.02	6.34	1.67	50.83	28.62	22.21
2020 年	-4.93	-2.26	-2.67	-11.01	-10.02	-0.99
2021 年	-5.49	2.70	-8.19	-15.11	-3.13	-11.99
2022 年	-8.56	-7.62	-0.94	-18.86	-14.53	-4.33

资料来源：wind、光大证券研究所

表 2：证券板块在“熊转牛”初期往往有超额收益的表现

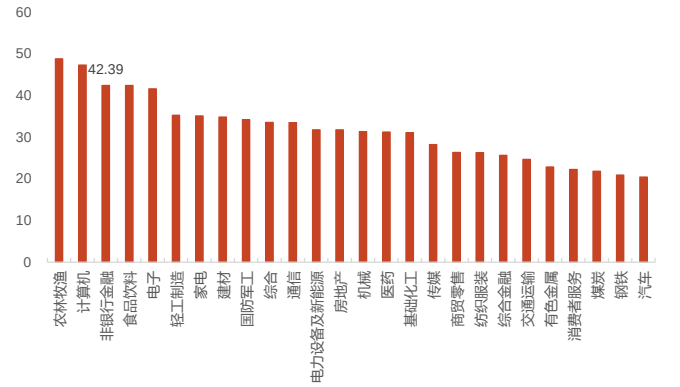
时间段	券商指数（%）	沪深 300 指数（%）	超额收益（%）
2014 年 11 月-2015 年 1 月	93.08	36.92	56.16
2019 年 1 月-2019 年 3 月	50.83	28.62	22.21
2020 年 4 月-2020 年 7 月	33.48	26.31	7.17
2021 年 5 月-2021 年 6 月	8.37	1.96	6.40

资料来源：wind、光大证券研究所

■ 复盘 19 年年初行情，证券板块的超额收益源自何处?

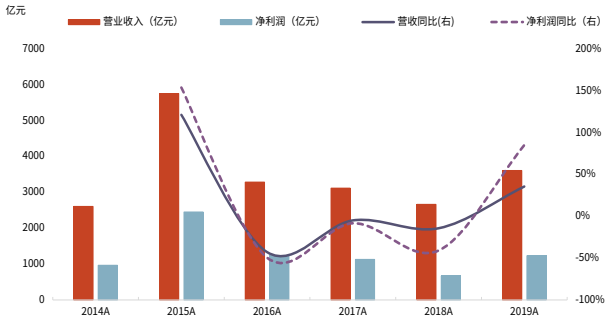
19 年年初券商的走强具有多方面因素，**一是**政策上来看，19 年年初科创板细则开始落地，尤其对于配套的注册制制度，市场对于资本市场改革和证券行业的发展存在较大的市场化改革的预期。**二是**金融环境来看，年初有流动性宽松的背景，稳经济政策和流动性宽松的预期利于金融股行情表现。**三是** 18 年股市深度调整，19 年年初在经济恢复的背景下存在补涨的需求。从证券行业来看，18 年证券板块业绩（行业净利润同比下降 41%）和估值（PB 估值从年初 1.68X 下降到年末 1.24X）同步下降。**四是**从基本面来看，19 年年初在资本市场改革和稳经济的预期下，券商作为与资本市场表现高度相关的行业，19 年 1 季度在自营、经纪和投行业务的带动下迎来业绩拐点，1 季度行业营收增速止跌，同比增速快速回升到 54.5%。通过复盘 19 年年初的券商表现，发现券商的超额收益表现需要资本市场的政策面、经济的基本面和二级市场的情绪面多方面共振。

图 1：2019 年 1 季度非银金融行业涨幅靠前（单位：%）



资料来源：wind,光大证券研究所

图 2：2019 年券商营收和净利增速恢复快速增长

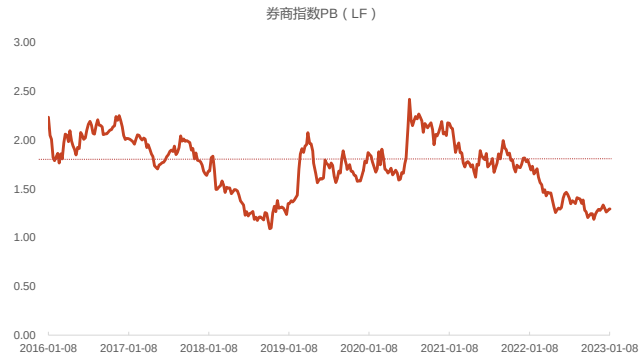


资料来源：wind,光大证券研究所

■ 投资建议：多因素共振，看好 23 年年初证券行业表现

截止到 23 年 1 月 9 日证券行业 PB（LF）估值 1.29X，处于历史底部区域。20 年四季度开始证券板块连续调整，目前估值已经反映了部分市场悲观预期，存在一定修复需求。但估值低只是上涨的必要条件而非充分条件，我们认为证券行业有可能在年初迎来一波上涨行情。**一是**从经济修复的角度，23 年年初稳经济增长的各项政策有望快速推出，从而利好证券等大金融板块表现。**二是**宽松的货币政策有望延续，流动性宽松是上涨的助推器。**三是**从资本市场改革自身的角度，全面注册制的落地、中国特色估值体系的建立和对外开放的推进均会在 23 年加速推进。**四是**内外部利好因素下资本市场表现有望企稳，从而利好券商基本面表现和估值提升。**五是**全面注册制、监管环境等因素利好头部券商，市场份额进一步向以头部券商为主的上市券商集中。

图 3：证券行业 PB（LF）估值位于底部区域



资料来源：wind,光大证券研究所整理，注：截止至 2023 年 1 月 9 日。

在宽信用和资本市场的重要性提升的时间节点，证券行业的重要性和发展空间将进一步提升。重点推荐两条主线：1）券商板块中综合实力突出、市场份额逐步提升的龙头券商的补涨机会，推荐中信证券（预计 22 年 EPS1.71 元，目前股价对应 PE 估值 12.08X）。2）财富管理大时代下，推荐赛道独特的互联网财富管理龙头东方财富（预计 22 年 EPS0.69 元，目前股价对应 PE 估值 30.54X），以及受益于基金子公司快速发展的东方证券（预计 22 年 EPS0.95 元，目前股价对应 PE 估值 10.66X），广发证券（预计 22 年 EPS1.02 元，目前股价对应 PE 估值 15.96X）。

表 3：上市公司估值表

证券代码	证券公司	收盘价（元）	EPS（元，21A）	EPS(元，22E)	EPS(元，23E)	EPS(元，24E)	P/E（21A）	P/E（22E）	P/E（23E）	P/E（24E）
600030.SH	中信证券	20.65	1.79	1.71	1.96	2.27	11.54	12.08	10.54	9.10
300059.SH	东方财富	21.07	0.83	0.69	0.87	1.05	25.39	30.54	24.22	20.07
601688.SH	东方证券	10.13	0.73	0.95	1.12	1.31	13.88	10.66	9.04	7.73
000776.SZ	广发证券	16.28	1.42	1.02	1.26	1.52	11.46	15.96	12.92	10.71

资料来源：wind,光大证券研究所预测，注：截止至 2023 年 1 月 9 日。

风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进滞后。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE