



# 估值已处高位，政策信号将冲击股价

中信证券研究部

2015年1月17日

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziqin@citics.com

执业证书编号：S1010513110004

田良

电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

执业证书编号：S1010513110005

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

执业证书编号：S1010513110006

## 投资评级

中性  
(下调)

## 事项：

1月16日，证监会通报了2014年第四季度证券公司融资类业务的现场检查情况，3家券商因业务违规暂停新开融资融券账户三个月，2家券商被责令限期改正，其他7家券商被不同程度警示，对此我们点评如下：

## 评论：

### 打破市场化发展的预期，释放限制杠杆交易信号

除了对上述券商直接开出罚单，证监会还表示：融资融券风险较高，券商应强化投资者适当性管理，不得向证券资产低于50万的客户融资融券，证监会将加强对融资类业务的监管，加大现场检查和处罚力度。这是监管首次对杠杆交易表明压制态度。相对于银行资金以产品入市的方式相比，两融账户监管信息更加真实透明，此次监管对两融加大监管力度，从政策一致性考虑，我们预计规范政策很可能会扩散至银行等其他杠杆交易资金。

### A股杠杆交易程度已超过可比市场

从杠杆交易资金入市方式来看，融资融券规模1.10万亿，股票质押融资约0.30万亿，股票收益互换约0.10万亿，银行伞型计划和单一账户融资产品规模保守预计0.50万亿，再考虑到民间融资和P2P资金入市情况，A股杠杆交易资金超过2万亿，交易量占比市场交易量超过37.10%（以2014年12月两融交易量占比市场交易量比例推算）。

从散户为主的市场结构和集中信用的两融模式上看，A股杠杆交易的可比市场是台湾，A股目前的杠杆交易占比37.10%，已超过台湾地区上世纪90年代牛市平均水平（占比26.93%），接近1999年峰值水平（38%）。

### 尽管业务影响有限，但由于估值已处高位，政策信号将冲击股价

2014年12月当月新开两融账户72万户，占比两融账户存量12.27%，以本次被暂停新开两融账户的三家券商的两融余额份额来算（18.88%），三家新开户约13.60万户，占比市场两融账户存量2.32%，再考虑到对三家券商存量客户增加两融额度不受限制，从全行业来看影响有限。但11月以来行业累计涨幅127%，目前行业平均PB3.40倍，大券商PB2.65倍，估值已处高位，政策信号预计将冲击股价。

**风险因素：**股票市场深幅调整、佣金率加速下跌、改革创新低于预期。

### 下调证券行业评级至“中性”

长期来看，经济增长和转型压力倒逼资本市场改革，直接融资崛起重新划分金融利益格局，券商作为资本市场的组织者是最大的受益者，逻辑未变。短期来看，监管对于市场风险的警示将加重A股回调预期，综合考虑到券商的估值水平、β属性以及前期涨幅，我们建议短期获利了结，观望市场后续趋势，下调行业评级至“中性”，下调所有个股评级至“持有”。

表 1：证券行业估值及盈利预测

简称	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (x)				2015E		2015E 净利润 增速	评级
			13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E	BVPS (元)	PB (x)		
海通证券	600837	23.03	0.42	0.81	1.19	1.30	54.71	28.48	19.42	17.65	9.18	2.51	76%	持有
招商证券	600999	26.71	0.38	0.72	1.52	1.82	69.57	37.35	17.62	14.68	8.71	3.07	112%	持有
国金证券	600109	18.97	0.10	0.31	0.65	0.83	181.51	61.87	29.20	22.86	5.02	3.78	112%	持有
华泰证券	601688	25.72	0.40	0.73	1.33	1.60	65.11	35.27	19.33	16.08	10.42	2.47	111%	持有
光大证券	601788	27.04	0.06	0.53	0.84	0.94	449.14	51.26	32.14	28.63	8.51	3.18	87%	持有
东北证券	000686	18.48	0.25	0.45	0.74	0.85	75.38	40.72	24.88	21.76	4.95	3.73	64%	持有
国元证券	000728	33.42	0.34	0.74	1.21	1.41	98.86	45.10	27.59	23.62	9.75	3.43	63%	持有
长江证券	000783	15.11	0.21	0.38	0.69	0.78	71.22	40.20	21.75	19.47	3.62	4.17	85%	持有
西南证券	600369	20.15	0.22	0.47	0.80	0.96	90.23	43.27	25.18	20.99	6.67	3.02	72%	持有
兴业证券	601377	14.04	0.26	0.28	0.46	0.52	54.24	50.10	30.39	27.07	3.20	4.38	65%	持有
方正证券	601901	13.66	0.15	0.27	0.53	0.61	89.29	50.86	25.72	22.57	4.26	3.21	98%	持有
广发证券	000776	25.94	0.48	0.83	1.46	1.81	54.56	31.28	17.78	14.30	10.15	2.56	100%	持有
国信证券	002736	23.68	0.30	0.57	1.10	1.35	78.60	41.56	21.51	17.59	5.04	4.70	93%	持有
证券行业			-	-	-	-	110.19	42.87	24.04	20.56	-	3.40		中性

资料来源：wind、中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 1 月 16 日收盘价

表 2：融资买入余额 20 大标的

排序	证券简称	截止日余额(元)	融资余额占比
1	华泰柏瑞沪深 300ETF	466	4.22%
2	中信证券	326	2.95%
3	中国平安	318	2.88%
4	华夏上证 50ETF	198	1.80%
5	海通证券	148	1.34%
6	浦发银行	139	1.26%
7	兴业银行	132	1.20%
8	民生银行	122	1.10%
9	中国建筑	103	0.94%
10	招商银行	101	0.91%
11	中国银行	100	0.91%
12	嘉实沪深 300ETF	93	0.84%
13	华泰证券	80	0.72%
14	中国重工	79	0.72%
15	广发证券	67	0.61%
16	中国石化	56	0.51%
17	工商银行	54	0.49%
18	农业银行	53	0.48%
19	方正证券	52	0.47%
20	国金证券	51	0.46%

资料来源：wind 注：截至 2015 年 1 月 15 日

表 3：非银行金融股票融资买入余额占比自由流通市值

证券简称	融资买入余额(亿元)	融资买入余额占比自由流通市值
国海证券	30.11	17.09%
东北证券	31.77	16.13%
光大证券	48.54	16.04%
国金证券	50.74	15.49%
西部证券	23.34	15.34%
西南证券	28.39	14.56%
山西证券	21.04	14.46%
国元证券	45.37	14.19%
中信证券	325.76	13.84%
东吴证券	31.88	12.02%
华泰证券	79.91	11.60%

证券简称	融资买入余额(亿元)	融资买入余额占比自由流通市值
招商证券	48.38	10.11%
方正证券	52.30	10.03%
兴业证券	48.79	9.65%
锦龙股份	14.26	9.51%
广发证券	67.16	9.46%
新华保险	31.44	9.38%
长江证券	44.19	8.90%
中国平安	317.73	8.39%
海通证券	147.95	8.37%
中国人寿	43.09	7.81%
中国太保	32.73	3.01%

资料来源: wind 注: 截至 2015 年 1 月 15 日

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。