

# 预期透支估值偏高 券商股何时“王者归来”

□本报记者 张莉



数据来源:Wind 制表:叶涛 制图/韩景丰

“牛市里，要买就买券商股。”这个曾在老股民之间流传的选股诀窍在如今的行情中并不奏效。今年以来，券商两融额度屡创新高和业绩靓丽的消息不断，但在板块表现上，券商股却没有复制去年年底和上一轮牛市的表现。

从市场走势看，除3月初金融板块上升引发的上攻行情外，其余时间段券商股多处于震荡之中，“一日游”行情频现，几番波折却难有起色。不少机构人士认为，前期主要受行业佣金率普遍下滑、监管去杠杆等因素影响，券商股整体跑输大盘。

不过，市场对券商股“王者归来”的猜想并未结束。6月12日，证监会明确提出允许两融合理展期，两融规模抬升成为普遍共识。券商资本扩张加速，以互联网证券为核心的业务创新步伐加快，加上深港通等政策预期，多重利好被视为助推券商股进入“黄金季”的重要驱动力。然而，在大盘处于高位的背景下，券商股能否走出一波投资者期待的上涨行情有待观察。

## 整体估值较高

今年1月下旬以来，大盘从3300点一直上攻到6月初的5100点高位，在一路高歌猛进中，绝少看到券商股领涨的身影，而距离券商股在牛市启动之初走出的“爆发式”行情，也已有半年之久。尽管业绩靓丽，依然是各家研究员热推的低估值品种，但已有不少投资者开始慢慢远离这个曾经看好的板块，券商股滞涨的争议随之而来。

“牛市炒券商，这个说法很多投资者都听到过，而且2007年券商股行情也很不错。今年一季度我几乎全仓券商股，但大盘几次强力上攻，似乎都没券商股什么事。5月底那场暴跌几乎把我守住的券商股股价打回了原形，实在熬不住，只好跑了。”在深圳工作的老陈曾认为自己是坚定的“券商粉”，但几轮调整下来，老陈发现越来越难看懂券商股。“交易量不断放大，盈利预期如此强劲，实在不知道为何券商股会跑输大盘。”

在此轮牛市中，交易量放大、两融规模屡创新高、新股发行提速被视为券商营收大增的重要因素，也成为二级市场中券商股走强的主要上涨逻辑。从近段时间看，券商股却反复出现“一日游行情”，几经调整却难见升势。5月19日，由于赴港融资及互联网大佬入驻，华泰证券率先涨停。在此影响下，券商

去支撑。

“券商股近期表现不佳，一是业绩预期很容易得到验证，券商行业每个月的业绩都在月初公布，市场预期能够很快得到验证，而许多新兴产业上市公司的业绩短期无法证伪，想象空间大；二是券商板块盘子总体很大，不适合目前的市场风格。”深圳智诚海威投资董事长冷国邦表示。

此外，在行情大好的环境下，不少券商出现“业绩增量难增收”的局面，相关业绩指标数据也出现一定下滑，其背后原因直指行业竞争。“去年上半年，券商整体业绩基数较低，融资业务的放大刺激了业绩大爆发，并支撑了年底行情，但现在业绩基数较大，不可能再出现业绩爆发的情况。”据券商机构人士分析，当前新上市的券商逐渐增多，加上“一人多户”政策的放行以及互联网证券业务的开展，令券商行业难以避免出现佣金大战。业绩收入可能出现大幅下滑，券商牌照日后放开也将冲击其经纪及承销业务，这些因素都会削弱券商的营收能力，也阻碍了券商股大幅上涨。“尤其是对于小券商而言，行业竞争加剧，将会凸显出这类券商生存的困境，行业内的业绩增速出现了明显的两极分化趋势。”

## 机构观点分化

回顾过往的牛市，券商股毋庸置疑是推升行情上涨的“主力军”。从2007年那波牛市看，以中信证券为例，2006年3月开始三个月内，中信证券股价从6.9元推升至18.4元，涨幅达到165%，而同期上证综指并没有启动上涨。2006年11月，中信证券股价为17.04元，到2007年5月28日，股价已经升至66元，阶段涨幅高达287%，而同期上证综指涨幅为109%。2007年11月5日，中信证券股价涨至117.89元，彼时上证综指攀至6124高点。

去年年底，券商股再次扮演了引领牛市行情启动的前锋角色。Wind数据统计显示，在2014年11月17日至12月8日，券商股全线大涨，平均涨幅高达109%，尤其是12月4日，券商板块除了停牌的海通证券和西南证券，其他上市券商股出现集体涨停局面。此前，券商板块多只个股股价也陆续封上涨停。去年

12月17日收盘，中信证券总市值高达3608亿元，远超日本野村证券，成为仅次于高盛、瑞银和摩根史坦利的全球第四大证券公司。

在巨大的赚钱效应刺激下，资金获利出逃也成为常态，券商股无疑成为巨量资金进出的主要区域。公开数据显示，在A股行情暴涨的情况下，产业资本疯狂套现，券商股也难以避免。有券商股在限售股解禁的一周内出现多笔大宗交易，减持抛售极为频繁。市场人士指出，产业资本大举抛售券商股，除对锁住高额利润的考虑外，也在于对券商股高估值的担忧。“此轮券商股上涨仍然是建立对券商未来预期炒作，等热点过去，券商股就会面临长达三个月甚至半年以上的调整。”

针对券商股后续表现，来自券商研究员和私募机构人士的态度却出现了明显分歧。一位券商行业

分析师表示，当前市场交易量仍在不断放大，可以有效支撑券商业绩高增长，加上政策利好预期不断，券商板块整体仍存在投资机会。据中国证券报记者了解到，今年以来多家券商研究报告均以“估值洼地和盈利预期”作为核心词来坚持看多券商股，部分上市券商股甚至被评为“买入”评级。

不过，据接受采访的多位私募人士表示，目前券商板块估值已经透支了未来业绩高增长预期。尽管有不少政策有望推出，但短期券商业绩上行空间较有限。“当前券商股已经属于千亿市值的板块，如果行情发动，必然需要主力资金和散户资金共同看好，并形成拉升态势。如果没有足够的资金拉动券商板块，券商股有可能还会继续低迷下去，而游资和散户资金会围绕主题和概念进行炒作，避开券商这类的大蓝筹。”

## 行情会否出现

6月12日，证监会发布《证券公司融资融券管理办法(征求意见稿)》，一方面要求券商业务规模与自身资本实力相匹配，另一方面也取消了部分不适应业务发展实际的限制性规定，明确提出允许两融合理展期，这被市场解读为促进券商两融业务大增的积极信号。

6月15日，华泰证券发布公告称，董事会同意将公司融资融券业务规模从不超过1500亿元提高到不超过2000亿元，并同意授权公司经营管理层在上述额度范围内根据市场情况决定或调整公司融资融券业务具体规模。业内人士认为，华泰证券成为近期首个公开扩大两融规模的券商。预计随着市场交易量的放大以及券商自身资本金扩充完

成，后续将有更多券商跟进，两融规模可能会创出新高。

冷国邦认为，此次两融管理办法出台，实质上拓展了券商的两融业务空间，预计券商最大业务规模可达到将近4万亿，这对券商的长远发展是有利的。

“虽然券商板块前期滞涨，但是发展资本市场是国家的长期战略，券商作为资本市场中最重要的中介，是资本市场长足发展中最受益的专业机构，将来一定会有表现的机会。”

在两融规模有望放大同时，自身业绩增长的确定性也成为券商股仍被看好的重要原因。此前多家券商投资策略报告预测，证券行业在2015年增幅在50%左右，而在高业绩增长确定的情况下，上市券商

市盈率也会随之下降。在部分机构投资者眼中，市场交易量持续放大，无论是经纪业务、自营业务还是两融业务都会有普遍的增长，券商盈利可观，投资者需要耐心等待券商股的爆发。

博时证保分级基金经理赵云阳认为，在慢牛行情下，金融板块的行情会来得晚一些，可能在这波牛市的后期，但非银本身具有的弹性和被压制已久的气势，必然会带来一波大的爆发。“证保行业在牛市环境通过杠杆化经营将获得倍增的收益。当前证券业经纪、两融业务火爆，新开户数日均突破百万，未来注册制、深港通、A股纳入MSCI新兴市场指数等多种预期均支撑证券概念持续高涨，券商整体处在创新转型的成长期。”

## 券商发展转型潜力大

□本报记者 张莉

近日，上市券商陆续公布5月经营数据。机构统计显示，券商5月营收同比大幅上升近四倍，净利润同比上涨约5倍，不过上述两个指标环比开始出现一定程度下降。市场人士认为，受益于牛市交投活跃以及去年同期低基数因素，券商业绩出现大幅上升，但环比分化的趋势开始显现。

尽管今年以来，券商板块整体并未出现大行情，但券商股仍被部分机构视为投资优良标的。券商投行人士分析，当前股市行情火爆，两融规模和市场交易量不断放大，为券商业绩增长提供支撑。互联网证券创新业务的布局也会加速券商自身业务转型，未来券商发展空间仍然值得期待。

### 业绩继续飘红

得益于牛市行情，券商5月业绩持续飘红，营收及净利指标同比增速翻倍，业绩暴涨已然成为市场常态。上市券商日前披露的5月份业绩报告显示，22家券商当月营收合计334亿元，同比上涨424%，环比下跌6%，净利润达166亿元，同比上涨560%，环比下跌6%，分化趋势开始出现。除4家新上市券商外，18家上市券商5月业绩同比全部翻倍。

在券商人士看来，尽管“一人多户”政策带来的降佣效应持续发酵，佣金率也出现一定程度下滑，但由于天量交易频繁出现，一定程度上抵消了降佣带来的负面影响。中金公司统计数据显示，4月A股日均成交额首次突破万亿大关，达到1.4万亿元。而在5月，日均交易额依旧高企，环比微增3.78%至1.54万亿元。中金公司认为，天量日均交易额将支撑可观的经纪业务收入。

值得注意的是，由于监管层开始加大去杠杆力度，券商两融业务收入开始收窄，尽管两融余额不断创新高但增速却开始下降。数据显示，券商两融余额在5月底录得2.08万亿元，首次突破2万亿元，预计利息收入占券商收入比持续上升，但余额增速连续2个月保持20%以上的增长后下滑到13.03%。机构人士认为，券商自身开始主动降杠杆操作，将高涨幅个股调出两融标的池，从而控制两融风险，资本金和风险监管指标约束一定程度上抑制了两融业务高增长态势。

### 业务创新可期

尽管今年以来，券商股整体板块跑输大盘，但高业绩支撑的特性依然被部分机构投资者看中，成为投资布局的优良价值品种。日前两融新规颁布，业界普遍认为，两融界限的划定实际上也明晰了两融杠杆幅度，降杠杆的利空因素正在消化，一定程度上利于券商股表现。

互联网证券创新业务的布局也成为券商实力提升、实现业务转型的关键。券商人士指出，2015年券商创新大会召开在即，各家券商陆续试水互联网业务，并有望在后续加大投资力度，券商业务转型充满想象空间。有业内人士预期，今年券商创新大会可能推出多项利好政策，市场资金也会逐步提高对于券商的认可度。

在不少市场人士眼中，当前券商股正在成为优质投资标的。国海证券分析指出，在“宽松+改革”环境下，市场继续保持活跃成交的概率较大，券商行业全年净利润增速将超过100%，后续包括注册制、深港通、海外资金入市等资本市场改革预期对券商板块带来的利好催化将逐渐显现，券商板块有望进入再配置时点。

## 券商认为 调整不改牛市格局

□本报记者 张莉

经历几日高位调整后，昨日大盘再次出现反弹上攻走势，上证综指和创业板指数陆续翻红，国企改革、铁路基建等板块表现强劲。市场人士认为，此前大盘巨震，吸引了一批资金抄底进场，买盘资金涌入场内支撑行情出现反弹。

面对指数高位，尽管不少券商担忧短期大幅波动，但对中长期行情走势充满乐观情绪。机构人士认为，当前A股牛市趋势不改，短期调整有望打开更大上升空间。

### 成长股受青睐

在经历连续下跌后，6月17日午后两市股指陆续翻红，尤其是创业板指数强势反弹。从资金流向方面看，尽管此前大盘巨震造成资金大量流出，但买盘数量也开始逐步增加。在市场人士看来，大盘调整波动频率增加，反而成为市场资金低位建仓的机会。巨丰投资认为，当前大盘的调整并非是利空打压，而是主力资金依托打新股快速震仓吸筹。一旦打新正式开始，这种低吸机会将消失。

不少机构人士表示，当前市场利空因素虽然较多，但牛市格局并未发生根本改变，短期下跌实际上可以为国企改革、低估值蓝筹股和新兴成长性公司等主题带来建仓契机。国泰君安也表示，对成长股应坚定信心，对投资者而言，下跌之后的买点是配置成长性和传统转型公司的好机会。

### 看多后市

面对短期的巨幅震荡调整，不少券商认为，调整并未改变牛市行情的基本格局，降杠杆监管措施的出台，并不会终结牛市。长期而言，市场在经历短期调整之后仍然会有持续上攻的空间，下半年行情值得期待。

“上证综指下半年的中枢在25倍市盈率左右，对应5500点，而创业板指数在近日下跌后，均值回归动力开始加大，对应目标是4500点。”中信证券认为，流动性以及配资收缩等因素在短期内仍会导致市场震荡，但对股市投资价值没有长期影响，不会带来市场拐点。最近市场大跌属于短期负面消息影响，并不反映中长期因素变化，新增资金将会充分利用回撤机会进行建仓。

在市场人士看来，A股牛市趋势不变，不必过于担忧短期调整。兴业证券表示，当前周期性和结构性因素叠加下的货币宽松、并购重组正反馈效应、存量财富再配置、改革有序推进等驱动因素并未发生变化，这一轮牛市行情有望延续三到五年，在经历一段时期调整后，行情仍会持续上涨。