

券商股投资选股篇：如何选出龙头股

我们梳理了自 2008 年以来券商板块 7 次涨幅较大的阶段性行情中表现靠前的券商股的特征。有如下发现

(1) 磨底期涨幅靠前的个股在 2015 年之前为大市值、低 PB 券商，2015 年下半年之后为小市值券商。

主要因为 2015 年之前小券商存在长期估值溢价，大券商估值通常较低，因此磨底期 PB 更低、规模更大的券商被认为风险更低更受青睐；2015 年之后，特别是 2018 年来，大券商特别是中信证券估值溢价明显，大券商估值不再是最低的，甚至部分小券商长期位于低估值区间。

(2) 行情主区间龙头通常出自小市值券商，流通市值小的同时需要兼具业绩不能过差，估值不能过高等条件。

7 次阶段性行情中有 6 次涨幅最高的龙头是自由流通市值较小的个股，只有 2020 年龙头股光大证券为自由流通市值大中型的券商。

(3) 行情主区间龙头通常业绩向好，在当时业绩弹性大的业务上具优势地位。

2012 年以前龙头券商往往是经纪业务占比较高券商。原因在于 2013 年监管放开营业部设立限制、2014 年放开互联网券商业务之前，佣金费率仍处于较高位置，经纪业务收入占比整体较高。同时在此之前 A 股行情来临往往是全面牛市，交易量放大明显，经纪业务往往是增速最高的业务，经纪业务占比较高券商往往业绩也最好。

但此后随着经纪收入占比下降以及结构性牛市的出现有所变化。在注册制下在投行业务整体繁荣以及头部集中的背景下，2019 年、2020 年投行业务出色券商业绩更好，2021 年则是公募基金业务大幅增长。

(4) 监管新政下的龙头、困境反转龙头。

2020 年在打造航母级券商背景下，集团旗下的光大证券、招商证券，中国银行旗下的中银证券，以及合并概念券商表现出色。

2018 年底在政策纾困企业背景下，此前受困于股票质押业务最严重的太平洋受益最明显，成为当时的龙头。

(5) 登顶期往往小市值券商表现出色。

历史 7 次行情中登顶期均是小市值券商表现出色，这可能也是行情末尾市场资金量吃紧的表现。

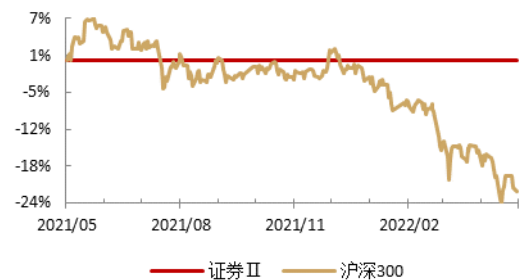
(6) 远离没有业绩支撑估值过高的个股。

典型为 2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2011 年 12 月至 2012 年 6 月、2012 年 12 月至 2013 年 2 月三段行情中的太平洋，由于公司估值过高同时业绩一般，导致公司涨幅大大低于同业。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SACNO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SACNO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SACNO: S1120520070004

联系电话：

► 投资建议

目前行业估值乃至全市场估值处于历史偏低位置，行业业绩有望筑底回升，短期监管层降低交易结算费率表明资本市场政策底确立，个人养老金政策的推进以及公募基金的高质量发展有利于长线资金入场。长期国际板推出、注册制全面推进均需要一个健康的资本市场，看好资本市场与证券行业长期发展。

个股方面，四条主线受益明显：1) 市场份额不断提升，受益财富管理大发展，业绩显著好于行业的东方财富；2) 机构业务具优势，在经营环境极具挑战时业绩具备韧性的中金公司、中信证券、华泰证券、国泰君安；3) 公募基金产业链布局领先，风险业务有望困境反转的兴业证券、广发证券；4) 部分估值不过高的小市值券商。

风险提示

外围通胀与加息幅度超预期，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司 EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300059.SZ	东方财富	22.49	买入	0.83	0.70	1.00	1.20	27.10	32.13	22.49	18.74
000776.SZ	广发证券	15.90	买入	1.42	1.71	2.02	2.33	11.20	9.30	7.87	6.82
601377.SH	兴业证券	6.16	买入	0.71	0.84	0.97	1.09	8.68	7.33	6.35	5.65
601688.SH	华泰证券	13.08	买入	1.47	1.69	1.81	1.95	8.90	7.74	7.23	6.71
601211.SH	国泰君安	14.20	买入	1.69	1.89	2.04	2.19	8.40	7.51	6.96	6.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 2008 年 11 月至 2009 年 8 月四万亿宽松下的反弹行情	5
1.1. 磨底期大市值、低估值券商占优	5
1.2. 行情主区间小市值、经纪业务占比高、业绩突出券商占优	6
1.3. 登顶期小市值、滞涨券商占优	7
2. 2011 年 12 月至 2012 年 6 月行业创新驱动的非典型行情	8
2.1 磨底期短期内有解禁券商占优	8
2.2 行情主区间小市值券商、业绩好券商占优	9
2.3 登顶期行情主区间龙头券商仍占优	9
3. 2012 年 12 月至 2013 年 2 月创新发展深入行情	10
3.1 磨底期大市值、低估值券商占优	10
3.2 行情主区间小市值、业绩好券商占优	11
3.3 登顶期龙头换为更小市值、低估值券商	12
4. 2014 年 3 月至 2015 年 6 月缺乏宏观基本面支撑的杠杆牛行情	13
4.1 磨底期大市值券商、低估值券商占优	13
4.2 行情主区间最小市值券商、低估值券商占优	14
4.3 登顶期小市值券商占优	14
5. 2015 年 9 月至 2015 年 11 月股市大幅波动后的反抽行情	15
5.1 磨底期业绩好的东方财富、小市值券商占优	15
5.2 行情主区间前龙头券商、小市值券商占优	16
5.3 登顶期小市值、前龙头券商占优	17
6. 2018 年 10 月-2019 年 4 月：股票质押风险化解+对外开放+注册制改革下的慢牛行情	18
6.1 磨底期低估值、小市值、股押业务占比高及投行业务出色券商占优	18
6.2 行情主区间投行具优势的优质券商、次新券商、受困于股押业务券商占优	20
6.3 登顶期低估值、小市值券商占优	20
7. 2020 年 4 月至 2020 年 7 月疫情逐步得到控制下的宏观经济修复行情	21
7.1 磨底期小市值券商占优	21
7.2 行情主区间在打造航母级券商背景下与银行有股权关系、存合并预期券商占优	22
7.3 登顶期小市值、业绩好券商占优	23
8. 规律总结	24
9. 投资建议	25
10. 风险提示	25

图表目录

图 1	2008 年-2009 年行情磨底期各家券商涨跌幅及启动时最近的解禁月数.....	6
图 2	2008 年-2009 年主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、经纪收入占比、ROE、最近解禁月份.....	7
图 3	2011 年底-2012 年 6 月行情磨底期各家券商涨跌幅及最近解禁月份.....	8
图 4	2011 年底-2012 年 6 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、PB、ROE.....	9
图 5	2011 年初-2012 年 6 月登顶期各家券商涨跌幅、流通市值、PB、ROE.....	10
图 6	2012 年 11 月-2012 年 3 月行情磨底期各家券商涨跌幅及流通市值.....	11
图 7	2012 年 11 月-2013 年 2 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、ROE、经纪收入占比.....	12
图 8	2012 年 11 月-2013 年 2 月登顶期各家券商涨跌幅、流通市值、最近解禁月数、利润增速.....	13
图 9	2014 年 3 月至 2015 年 6 月行情磨底期各家券商涨跌幅及流通市值.....	14
图 10	2014 年 3 月至 2015 年 6 月主行情区间各家券商涨跌幅及流通市值.....	14
图 11	2014 年 3 月至 2015 年 6 月登顶期各家券商涨跌幅及流通市值.....	15
图 12	2015 年 9 月至 2015 年 11 月行情磨底期各家券商涨跌幅、流通市值、ROE 及最近解禁月数.....	16
图 13	2015 年 9 月至 2015 年 11 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值.....	17
图 14	2015 年 9 月至 2015 年 11 月登顶期各家券商涨跌幅、PB 估值.....	18
图 15	2018 年 10 月至 2019 年 4 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、投行占比、股票质押业务收入占比.....	19
图 16	2016-2018 三年平均 ROE 中信建投证券排名第 1.....	20
图 17	2018 年 10 月至 2019 年 4 月登顶期各家券商涨跌幅、流通市值.....	21
图 18	2020 年 4 月至 2020 年 7 月行情磨底期各家券商涨跌幅、流通市值.....	22
图 19	2020 年 4 月至 2020 年 7 月主行情区间各家券商涨跌幅、PB 估值、投行业务占比.....	23
图 20	2020 年 4 月至 2020 年 7 月登顶期各家券商涨跌幅及流通市值.....	24
表 1	2008 年至今的 7 次券商板块大行情.....	5
表 2	2008 年-2009 年登顶期各家券商涨跌幅、流通市值、ROE、权益自营/净资产.....	8

本文梳理了自 2008 年以来券商板块 7 次涨幅较大（指数涨幅超过 50%）的阶段性行情，总结其中的龙头股特性，并希望为板块内选股有所借鉴。在每段行情个股涨跌幅分析中，对于新上市个股的未打开涨停板期间均做了提出处理。

对于每段行情，我们都找到首次探底、二次探底、首次登顶，以及二次登顶的时间点，并分别定义磨底期为首次探底到二次探底区间，行情主区间为二次探底到首次登顶区间，探顶期为首次登顶到二次登顶区间。

表 1 2008 年至今的 7 次券商板块大行情

行情各个时间点				各个期间持续天数			区间涨跌幅（%）		
首次探底	二次探底	首次登顶	二次登顶	磨底期	行情主区间	探顶期	磨底期	行情主区间	探顶期
2008/11/4	2008/12/31	2009/7/31	2009/8/4	57	212	4	3	125	2
2011/12/28	2012/1/6	2012/6/1	2012/6/13	9	147	12	1	50	-1
2012/11/29	2012/12/4	2013/2/7	2013/2/18	5	65	11	-4	59	-3
2014/3/21	2014/6/19	2015/4/23	2015/6/9	90	308	47	4	261	-3
2015/9/15	2015/9/28	2015/11/11	2015/12/23	13	44	42	-0	57	0
2018/10/19	2018/12/27	2019/3/7	2019/4/4	69	70	28	14	65	3
2020/4/28	2020/5/25	2020/7/8	2020/7/15	27	44	7	-1	51	4

资料来源：Wind，华西证券研究所

1. 2008 年 11 月至 2009 年 8 月四万亿宽松下的反弹行情

经历了 2005-2007 年三年超级牛市后 A 股估值达到历史高位，叠加 2008 年全球金融危机影响，2008 年 1 月至 10 月 A 股市场大幅下跌。2008 年下半年在全球金融危机的影响下，中国经济压力上升，货币政策开始转向宽松，11 月政府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（史称四万亿计划），自此 A 股市场与券商板块进入反弹行情。

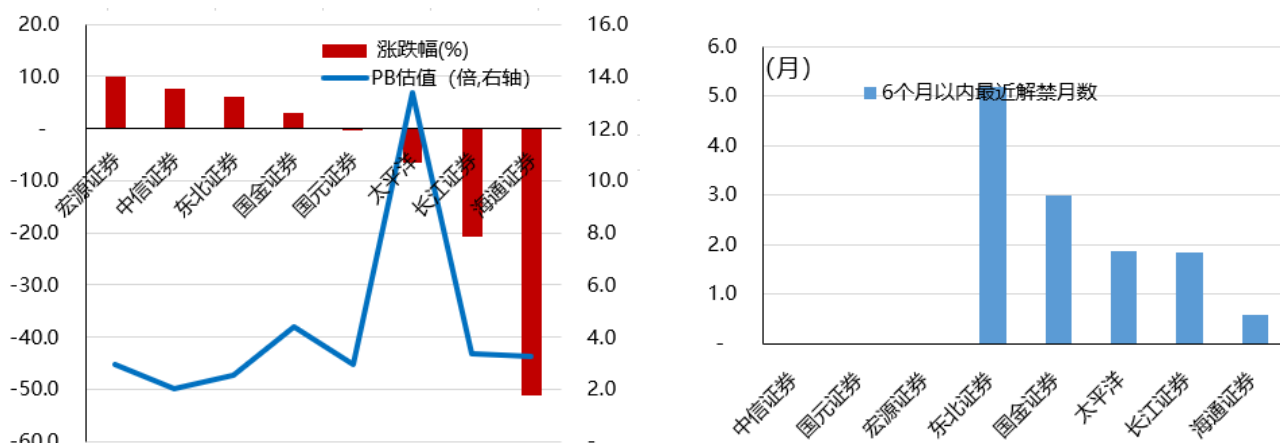
1.1. 磨底期大市值、低估值券商占优

2008 年 11 月 4 日券商指数首次探底，2008 年 12 月 31 日，接近 2 个月后券商指数二次探底。

在此期间，表现最好的前三名券商为宏源证券、中信证券和东北证券，涨幅分别为 10.0%、7.5%和 5.9%，三家分别为估值最低的三家券商，同时中信证券、宏源证券也是当时流通市值最高的两家券商。

海通证券、长江证券与太平洋下跌，主要由于三家券商分别在 0.6、1.8 和 1.9 个月后面临解禁。

图 1 2008 年-2009 年行情磨底期各家券商涨跌幅及启动时最近的解禁月数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.2. 行情主区间小市值、经纪业务占比高、业绩突出券商占优

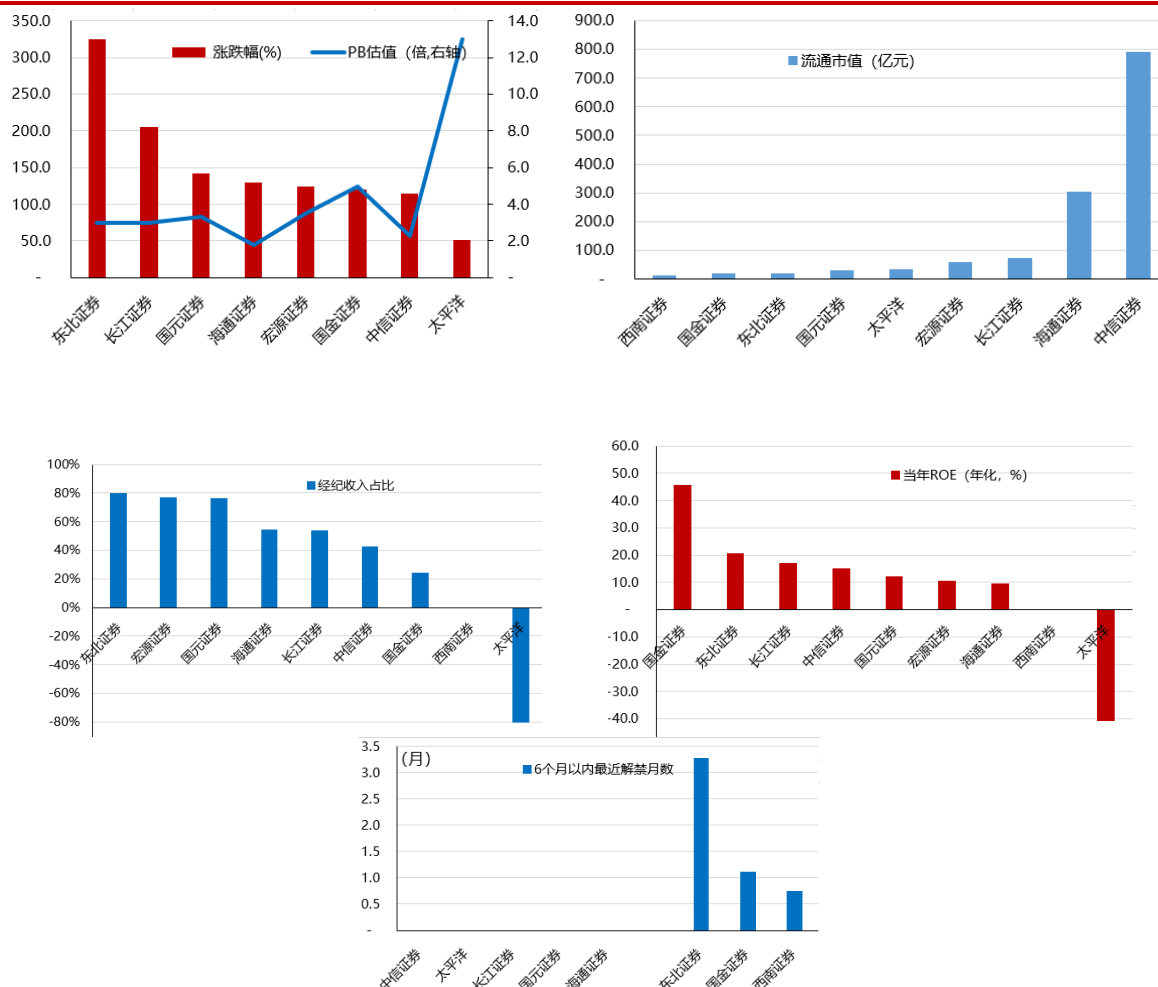
2008 年 12 月 31 日券商指数二次探底后进入主行情区间，行情持续 7 个月，2009 年 7 月 31 日券商指数首次登顶。在此期间，表现最好的前三名券商为东北证券、长江证券和国元证券，涨幅分别为 324.8%、205.0%和 141.1%。

三家涨幅最高的券商有如下特征，首先三家券商流通市值都不高，东北证券、国元证券只有二三十亿元流通市值，长江证券流通市值也只有 75 亿元；其次经纪业务收入占比较高，东北证券、国元证券与长江证券占比分别 80%、76%和 54%；当年业绩较好，三家当年 ROE 排名均处于行业前列。

注意其中的暴雷股太平洋，PB 估值 13 倍，大大高于同业；同时业绩排名行业垫底（亏损），导致公司涨幅大大低于同业。

另外国金证券虽然流通市值行业最低、业绩排名行业第一，但公司涨幅靠后。可能有三方面原因，一是公司 1.1 个月后有股份解禁，二是业绩主要来自投资收益，这类收益可能难以持续，三是公司 PB 估值 5 倍处于行业高位，仅次于太平洋。

图 2 2008 年-2009 年主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、经纪收入占比、ROE、最近解禁月份



资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 太平洋证券数值为负是因为当年证券投资收益为负, 导致营业收入为负

1.3. 登顶期小市值、滞涨券商占优

2009 年 7 月 31 日券商指数首次登顶, 短期震荡后于 2009 年 8 月 4 日行情二次登顶。在此期间, 表现最好的是前期滞涨的太平洋。

太平洋在登顶期表现较好的原因可能有三点, 一是由于公司权益自营业务较多, 市场恢复带来公司业绩好转; 二是前期滞涨; 三是公司流通市值较低, 仅高于行情期间上市的西南证券。

但太平洋证券此时 PB 估值已经达到近 20 倍, 难有继续向上的空间, 此时行情也到了尾声。

表 2 2008 年-2009 年登顶期各家券商涨跌幅、流通市值、ROE、权益自营/净资产

按涨跌幅 排序	公司名称	涨跌幅 (%)	按流通市 值排序	公司名称	流通市值 (亿元)	按当年 ROE排序	公司名称	当年ROE (年 化, %)	按权益自 营/净资产 排序	公司名称	权益自营/净资 产 (%)
1	太平洋	7.7	1	西南证券	52.2	1	西南证券	47.8	1	太平洋	41%
2	海通证券	4.2	2	太平洋	54.0	2	东北证券	36.0	2	宏源证券	20%
3	西南证券	2.4	3	国金证券	70.8	3	太平洋	31.3	3	长江证券	9%
4	国元证券	2.4	4	国元证券	74.4	4	宏源证券	24.0	4	东北证券	8%
5	长江证券	2.2	5	东北证券	89.8	5	长江证券	19.1	5	中信证券	6%
6	中信证券	1.5	6	宏源证券	132.8	6	国金证券	18.6	6	国金证券	5%
7	宏源证券	1.2	7	长江证券	229.0	7	国元证券	10.9	7	海通证券	3%
8	东北证券	1.0	8	海通证券	758.1	8	中信证券	10.7	8	国元证券	1%
9	国金证券	0.4	9	中信证券	1,747.4	9	海通证券	10.2	9	西南证券	-

资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 2011 年 12 月至 2012 年 6 月行业创新驱动的非典型行情

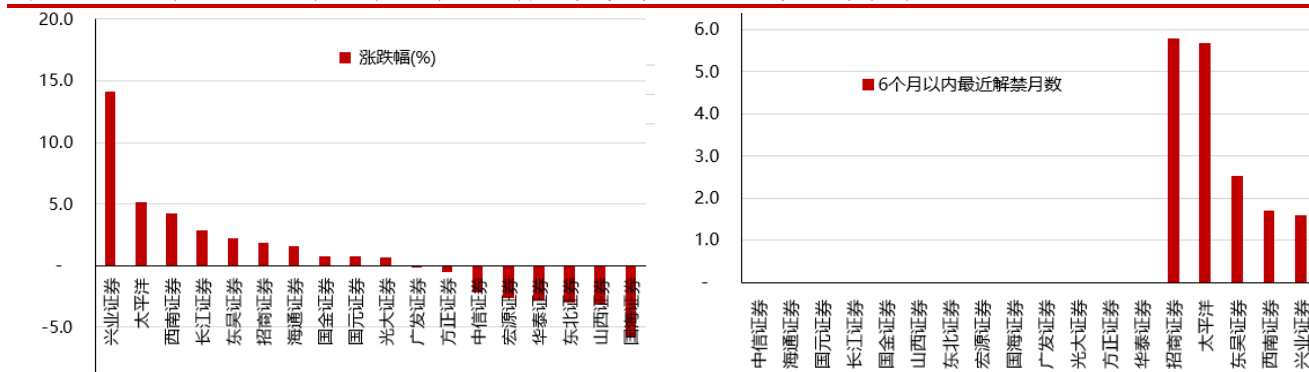
此轮行情上涨并不典型，推动力主要来自证券行业创新带来的行业阿尔法。2011 年 10 月底，郭树清就任证监会主席。2012 年上半年，加快改革、放松管制、鼓励创新成为证券业乃至资本市场发展的主基调。2012 年 5 月的券商创新大会，出台《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》。行业创新和监管放松推动了券商两融和资管业务发展，同时净资本监管指标的完善为行业加杠杆创造了条件，行业阿尔法触发券商上涨行情。

2.1 磨底期短期内有解禁券商占优

2011 年 12 月 28 日券商指数首次探底，5 个交易日后二次探底。在此期间，表现最好的为兴业证券，涨幅 14.1%。

但事实上，兴业证券在一个半月后便面临解禁，另外太平洋、西南证券、东吴证券等未来几个月内有股份解禁的公司涨幅也靠前。

图 3 2011 年底-2012 年 6 月行情磨底期各家券商涨跌幅及最近解禁月份



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.2 行情主区间小市值券商、业绩好券商占优

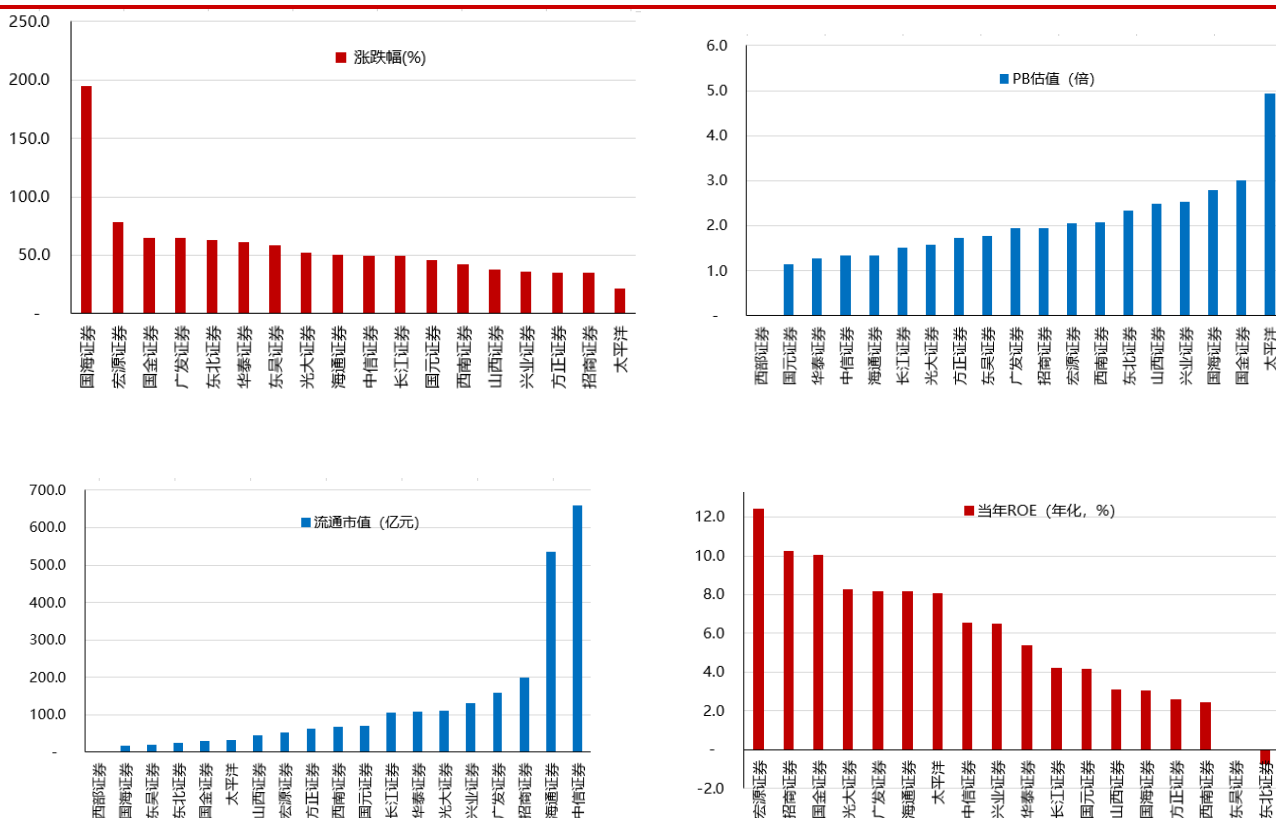
2012 年 1 月 6 日券商指数二次探底后进入主行情区间，行情持续 5 个多月，2012 年 6 月 1 日券商指数首次登顶。在此期间，表现最好的两家券商为国海证券、宏源证券，涨幅分别为 194.1%、78.2%。

国海证券最突出的特征是流通市值最低、业绩非最差、新上市。行情启动时国海证券流通市值是 15.1 亿元，为行业最低。当年业绩来看公司排名行业较后，但并非最后。国海证券 2011 年 8 月借壳上市，本轮行情距离公司上市 4 个多月。

宏源证券的突出特征是当年业绩最好，以 ROE 来看，公司年化 ROE 为 12.4%，排名行业第一，并且业绩并非投资收益等，业绩来源可持续性较强。

太平洋仍然是本轮涨幅最低券商，涨幅为 21.1%。公司估值大大高于行业，行情启动时公司 PB 倍数达到 4.9，远高于同业。

图 4 2011 年底-2012 年 6 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、PB、ROE



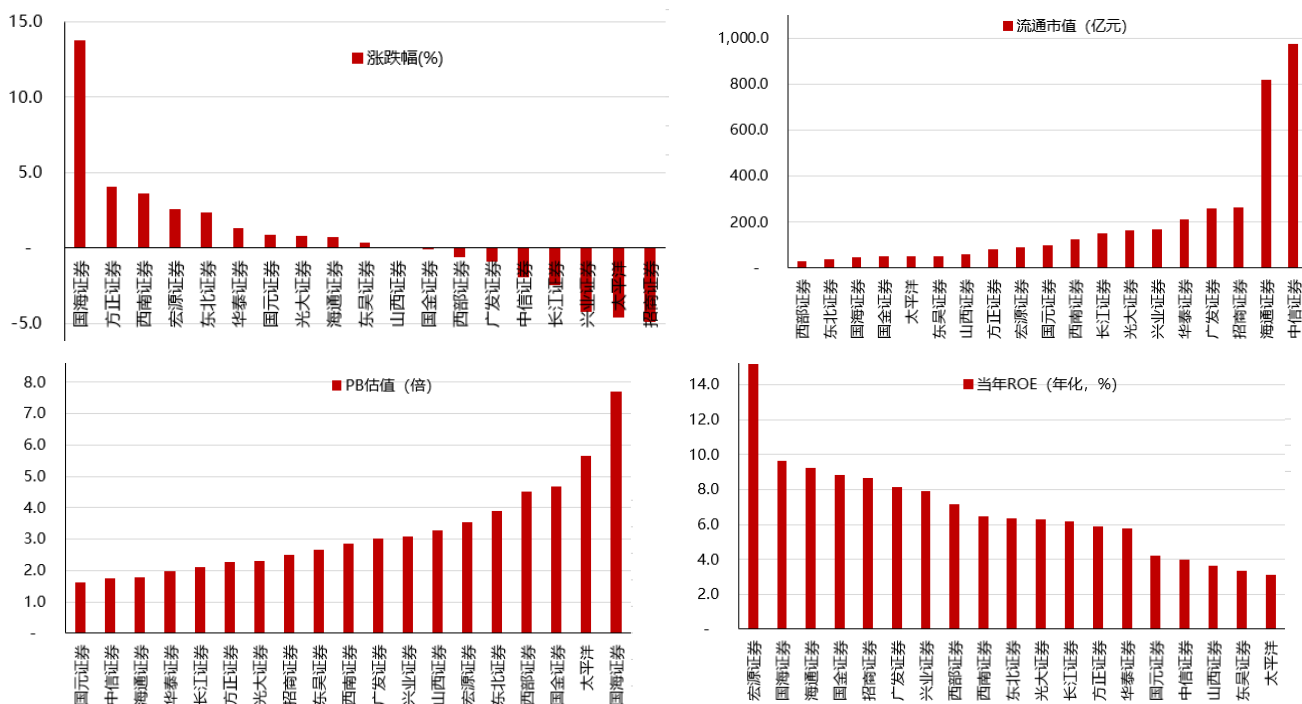
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3 登顶期行情主区间龙头券商仍占优

2012 年 6 月 1 日券商指数首次登顶，震荡后 2012 年 6 月 13 日二次登顶。在此期间，表现最好的仍然是行情主区间的龙头国海证券。

国海证券延续较好的表现主要是由于 2012 年一季报业绩表现较好，年化 ROE 行业第 2。虽然经过上涨后流通市值来看仍然较小，但经过前期上涨公司 PB 估值已经高达 7.7 倍，空间有限。

图 5 2011 年初-2012 年 6 月登顶期各家券商涨跌幅、流通市值、PB、ROE



资料来源: Wind, 华西证券研究所

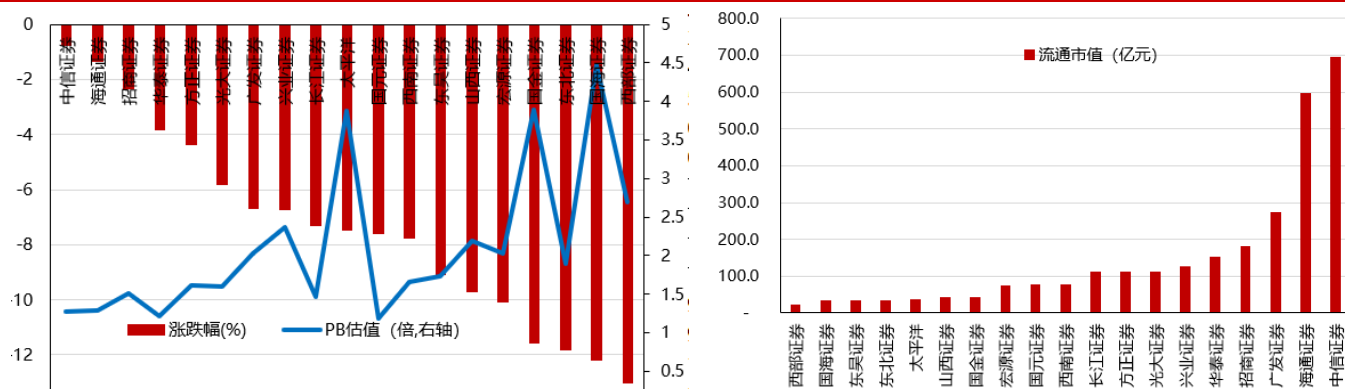
3. 2012 年 12 月至 2013 年 2 月创新发展深入行情

2012 年的监管改革创新深刻改变了行业盈利模式与生态，但在年初“创新发展”思路刚提出时，市场并未“充分”认识这一点。直至年末，“创新 11 条”相关政策陆续出台，行业业务空间与杠杆上限逐步打开，券商股在行业“创新发展”浪潮下再度展开新一轮阶段性行情。

3.1 磨底期大市值、低估值券商占优

2012 年 11 月 29 日券商指数首次探底，5 天后二次探底。在此期间，表现最好的为中信证券、海通证券，涨幅分别为-0.8%、-1.3%。中信证券与海通证券为流通市值最大的两家券商，同时也在估值最低券商之列。

图 6 2012 年 11 月-2012 年 3 月行情磨底期各家券商涨跌幅及流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2 行情主区间小市值、业绩好券商占优

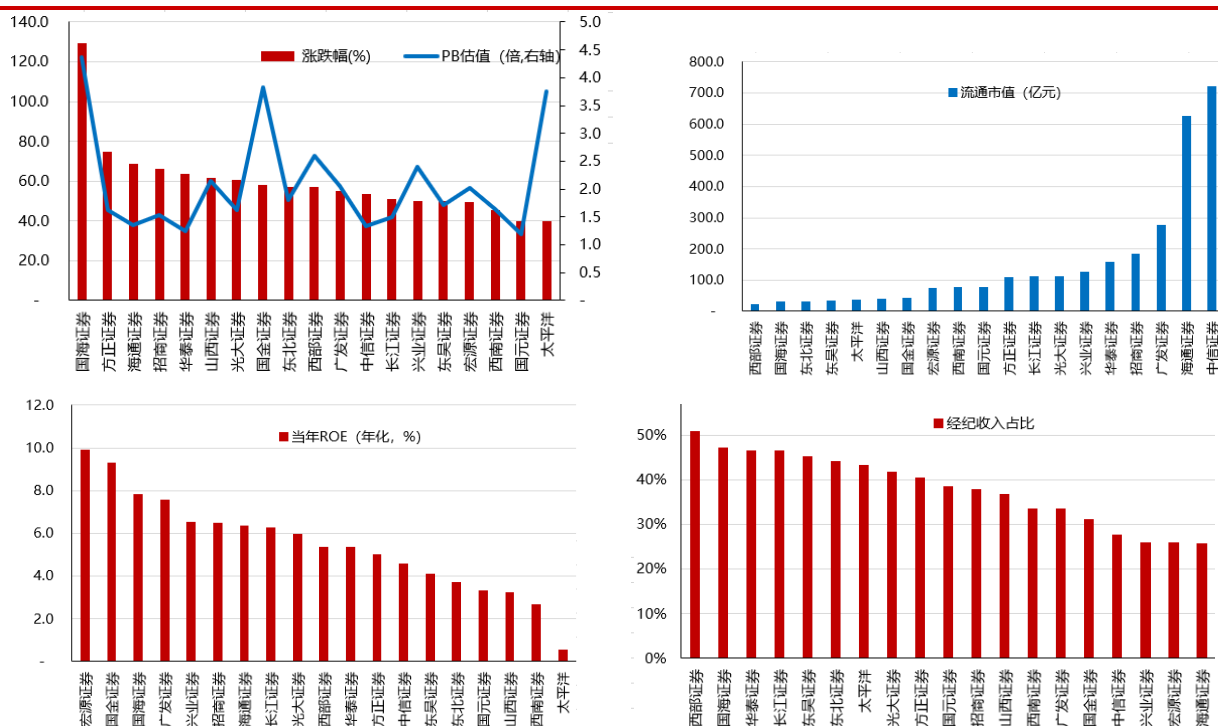
2012 年 12 月 4 日券商指数二次探底后展开主行情，行情持续 2 个多月，2013 年 2 月 7 日券商指数首次登顶。在此期间，表现最好的国海证券，涨幅为 128.9%。

国海证券最突出的特征是流通市值低、经纪收入占比高、当年业绩较好，行情启动时国海证券流通市值 30.8 亿元，除次新股西部证券（启动时上市 0.6 年）之外最低；经纪收入占比行业第 2，仅次于西部证券；当年业绩行业第 3。另外，本轮行情的龙头国海证券在上轮行情主区间也是龙头。启动时公司 PB 估值 4.4 倍，行业最高。可见即使估值最高，但如果业绩不错也可能有较高的涨幅。

西部证券流通市值最低，经纪业务占比最高，业绩表现中等。没有成为龙头的重要原因可能是 5 个月后面临较大的解禁压力。

太平洋业绩排名行业最后，PB 估值仍然较高，PB 倍数为 3.8，仅次于国海证券。较高的估值却没有相匹配的业绩，导致公司涨幅行业最低，在上轮行情中公司涨幅同样最低。

图 7 2012 年 11 月-2013 年 2 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、ROE、经纪收入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

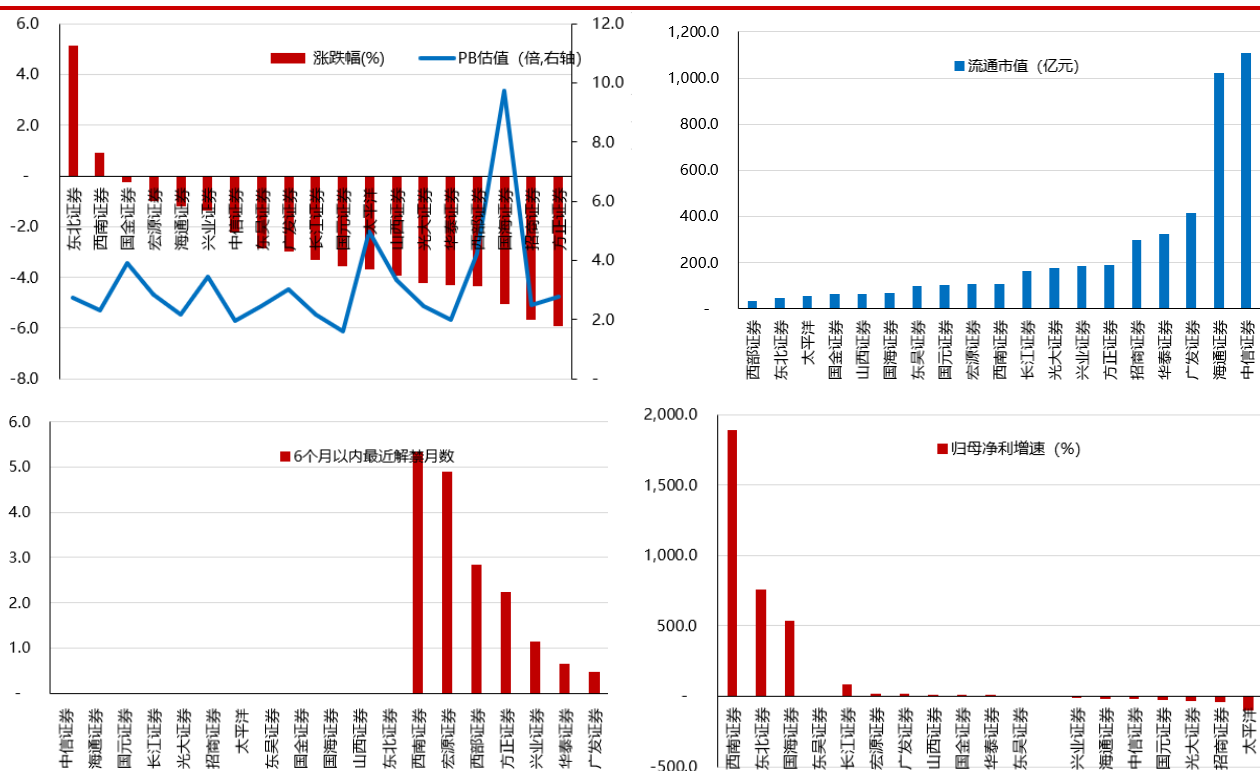
3.3 登顶期龙头换为更小市值、低估值券商

2013 年 2 月 7 日券商指数首次登顶, 震荡后 2013 年 2 月 18 日行情二次登顶。在此期间, 表现最好的是东北证券, 行情主区间的龙头国海证券在此期间表现中等偏后。

国海证券在行情首次登顶之时仍然属于低流通市值券商, 但估值高达 9.7 倍, 估值为行业最高且远高于其他券商, 过高的估值使其在登顶期间表现不佳。

东北证券在行情首次登顶时流通市值仅次于西部证券, 较之西部证券无解禁压力。公司同时也是 2008 年底-2009 年行情的龙头。

图 8 2012 年 11 月-2013 年 2 月登顶期各家券商涨跌幅、流通市值、最近解禁月数、利润增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 2014 年 3 月至 2015 年 6 月缺乏宏观基本面支撑的杠杆牛行情

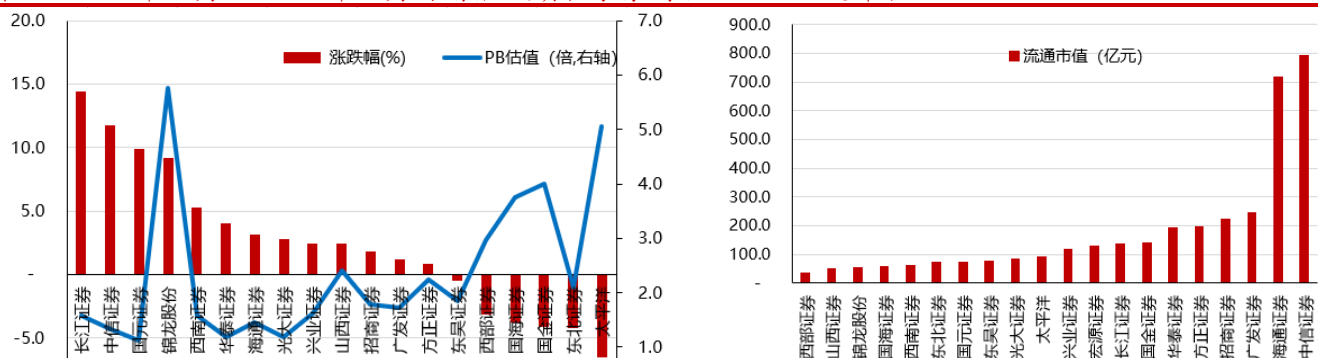
2014 年，国内经济下行压力加大，央行首次开启定向降准，一方面市场对降息的预期强烈，预期政策宽松。另一方面，改革预期升温，市场风险偏好提升。宏观流动性层面，央行于 2014 年年底降息，宣告了货币政策的彻底转向；微观流动性层面，得益于资本市场改革、监管放松，两融、伞形信托、场外配资等各类融资渠道杠杆的资金不断入场，充足的流动性叠加资本市场政策利好，带来了此轮急速发展的杠杆牛行情。

4.1 磨底期大市值券商、低估值券商占优

2014 年 3 月 21 日券商指数首次探底，3 个月后二次探底。在此期间，表现最好的为长江证券、中信证券、国元证券，涨幅分别为 14.4%、11.7%、9.9%。

国元证券 PB 估值最低，中信证券流通市值最大，长江证券市值中上，估值偏低。整体而言本段行情大券商、低估值券商占优。

图 9 2014 年 3 月至 2015 年 6 月行情磨底期各家券商涨跌幅及流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4.2 行情主区间最小市值券商、低估值券商占优

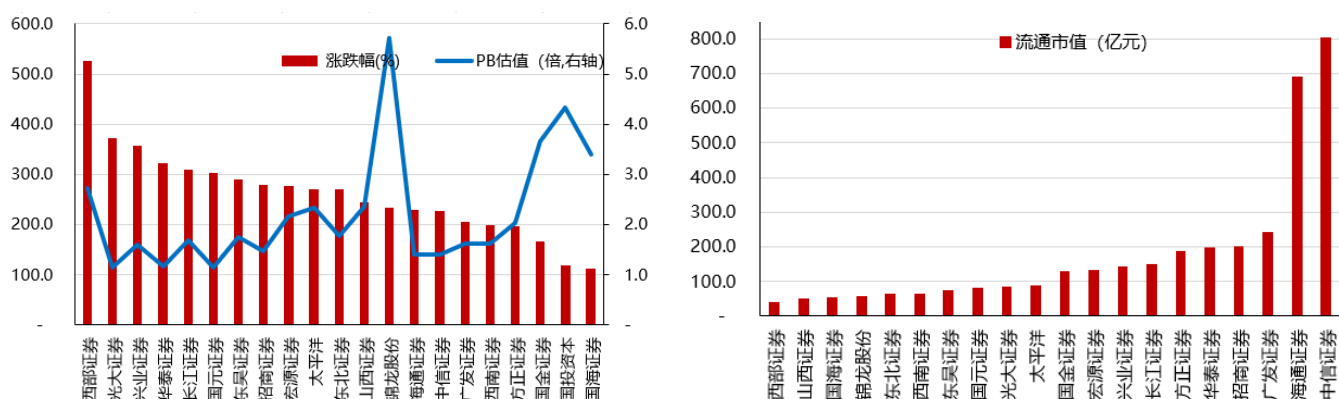
2014 年 6 月 19 日券商指数二次探底后展开主行情，行情持续 10 个月，2015 年 4 月 23 日券商指数首次登顶。

在此期间，表现最好的西部证券，涨幅为 525.0%。西部证券最突出的特征是流通市值最低；同时估值倍数为 2.7 倍，在行业内不算过高；当年业绩相对靠后但并非最后。

本段行情低估值券商都有不错的表现，例如国元证券、光大证券、华泰证券等。

锦龙股份、国金证券和国海证券三家券商估值超过 3 倍，虽然流通市值都不高，但表现整体靠后。

图 10 2014 年 3 月至 2015 年 6 月主行情区间各家券商涨跌幅及流通市值



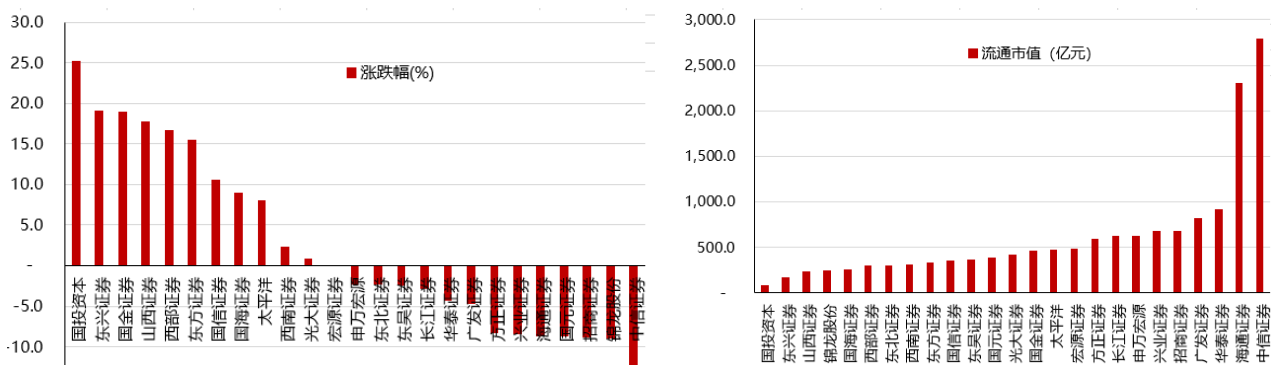
资料来源: Wind, 华西证券研究所

4.3 登顶期小市值券商占优

2015 年 4 月 23 日券商指数首次登顶，震荡后 2015 年 6 月 9 日行情二次登顶。在此期间，表现最好的为指数首次登顶时最低流通市值券商。

国投资本与东兴证券是行情首次登顶时流通市值最低的，登顶时期涨幅最高，涨幅分别为 25.1%和 19.1%。

图 11 2014 年 3 月至 2015 年 6 月登顶期各家券商涨跌幅及流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

5. 2015 年 9 月至 2015 年 11 月股市大幅波动后的反抽行情

2015 年 9 月，A 股市场在经历了 6 月中旬以来的大幅快速下跌之后开始企稳回升。伴随着市场回暖，券商板块也快速反弹。

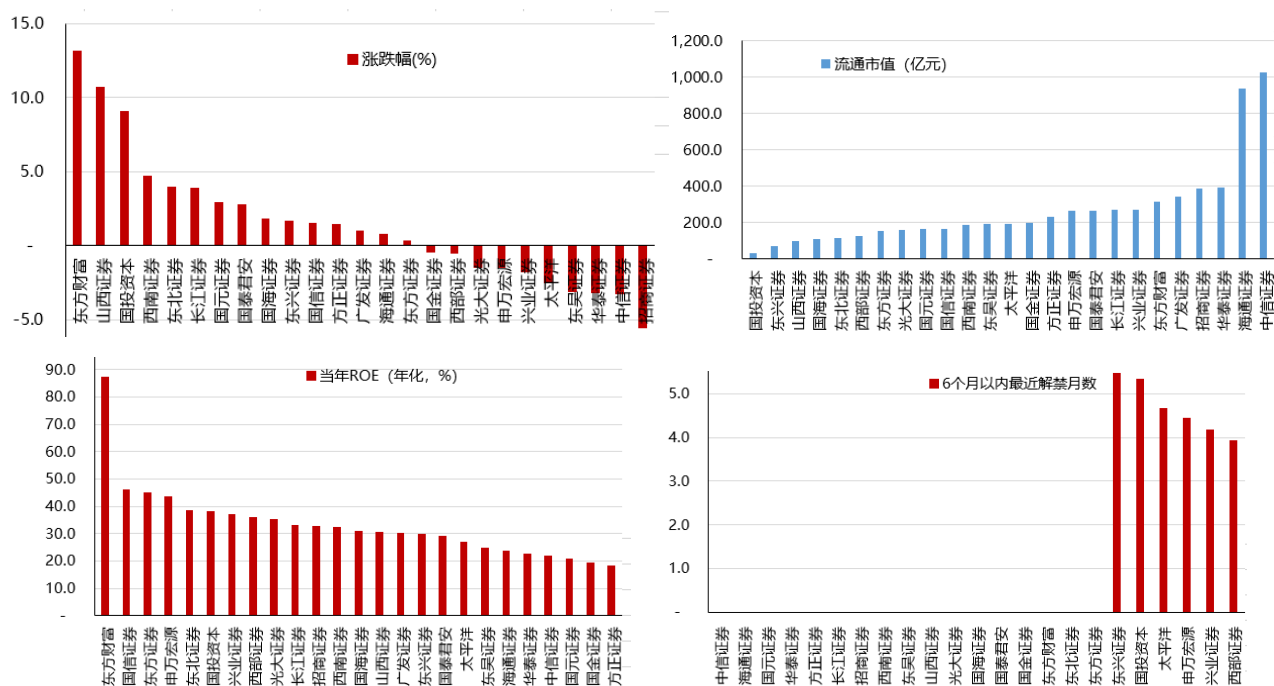
5.1 磨底期业绩好的东方财富、小市值券商占优

2015 年 9 月 15 日券商指数首次探底，之后在 2015 年 9 月 28 日二次探底。

在此期间，表现最好的为业绩最好的东方财富，涨幅为 13.2%，其次是低流通市值券商包括山西证券、国投资本，涨幅分别为 13.2%、10.7%和 9.0%。西部证券、兴业证券等有较大解禁压力的券商表现相对靠后。

2015 年中报来看中信证券等大券商业绩不如中小券商，此段行情表现也相对靠后。

图 12 2015 年 9 月至 2015 年 11 月行情磨底期各家券商涨跌幅、流通市值、ROE 及最近解禁月数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

5.2 行情主区间前龙头券商、小市值券商占优

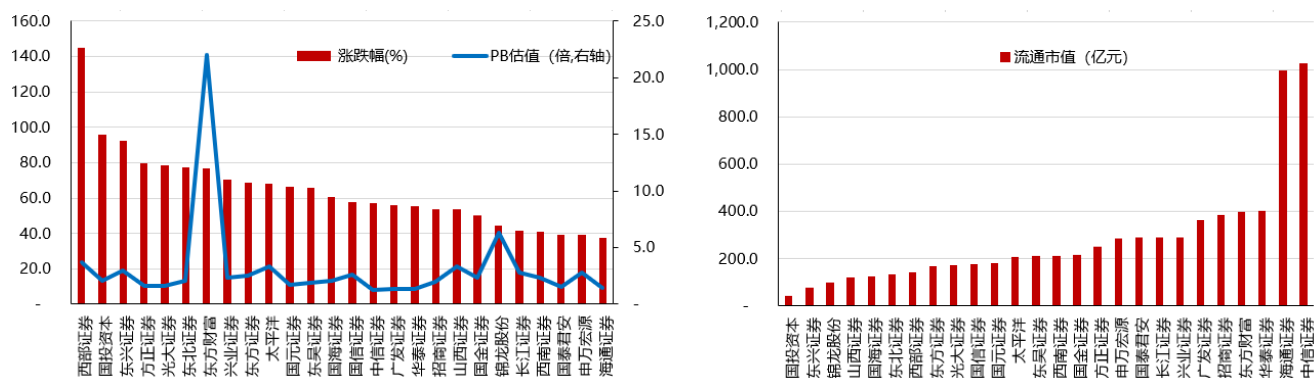
2015 年 9 月 28 日券商指数二次探底后展开反弹主行情，行情持续 1 个半月，2015 年 11 月 11 日券商指数首次登顶。

在此期间，表现最好的西部证券，涨幅为 144.6%。西部证券流通市值 142 亿元，行业内较小；估值倍数 3.7 倍，行业内不算最高；是前一轮行情的龙头券商。需要注意的是公司 3 个多月后面临一定解禁压力，但并未妨碍公司成为本轮龙头。

本轮行情涨幅的第二、第三名分别为国投资本、东兴证券，涨幅分别为 95.4%、92.2%，为启动时流通市值最低的两家券商。

估值超过 6 倍的锦龙股份虽然流通市值排名行业第 3，但市场表现整体靠后。说明过高的估值可能会抑制市场表现。

图 13 2015 年 9 月至 2015 年 11 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

5.3 登顶期小市值、前龙头券商占优

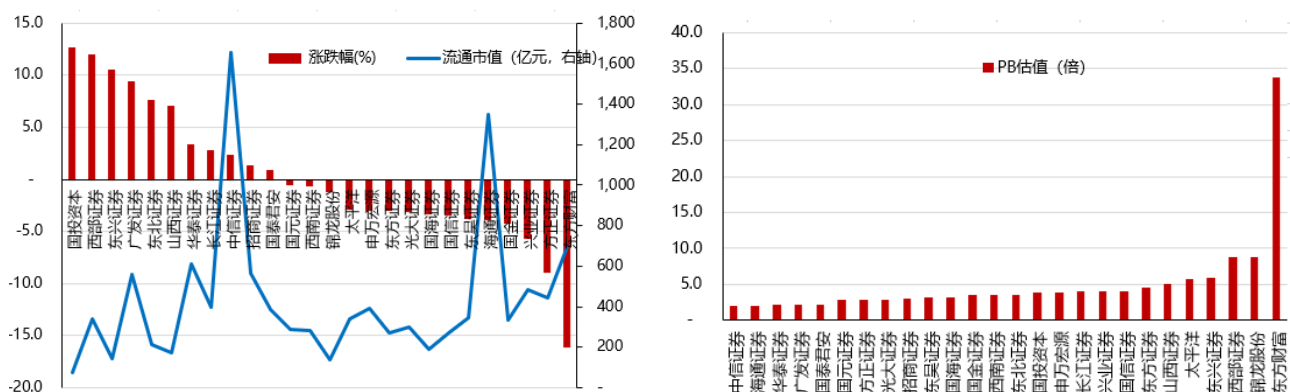
2015 年 11 月 11 日券商指数首次登顶, 震荡后 2015 年 12 月 23 日行情二次登顶。

期间涨幅前三名分别为国投资本、西部证券和东兴证券, 涨幅分别为 12.7%、12.0%和 10.5%。其中国投资本和东兴证券位于行情首次登顶时流通市值最低的三家券商之列; 同时两家都是次新股, 分别上市 1 年、0.7 年; 两家公司都在 3 个多月后面临解禁压力。

锦龙股份虽然是流通市值第二小的公司, 但由于估值过高, 登顶期涨幅并不高, 指数首次登顶时 PB 超过 8 倍。

此前龙头西部证券前三季度业绩排名行业中上, 在此轮登顶期表现仍较好, 涨幅为 12.0%, 但此时估值超过 8 倍。须注意的是公司 2 个月后面临解禁压力。

图 14 2015 年 9 月至 2015 年 11 月登顶期各家券商涨跌幅、PB 估值



资料来源：Wind，华西证券研究所

6. 2018 年 10 月-2019 年 4 月：股票质押风险化解+对外开放+注册制改革下的慢牛行情

2018 年底，在资本市场一系列改革政策的利好下，股市开启慢牛行情。驱动力为资本市场加速对外开放、科创板+注册制改革试点、化解股票质押风险的政策以及多次降准流动性宽松。

6.1 磨底期低估值、小市值、股押业务占比高及投行业务出色券商占优

2018 年 10 月 19 日券商指数首次探底，之后在 2018 年 12 月 27 日二次探底。在此期间，表现最好的为国海证券、哈投股份、中信建投证券和华鑫股份，涨幅分别为 43.8%、39.4%、33.4%和 31.9%。

总结来看，本轮表现突出的券商分为如下几类：1) 低估值；2) 低流通市值；3) 股票质押业务占比高，困境反转；4) 次新股，投行业务出色。

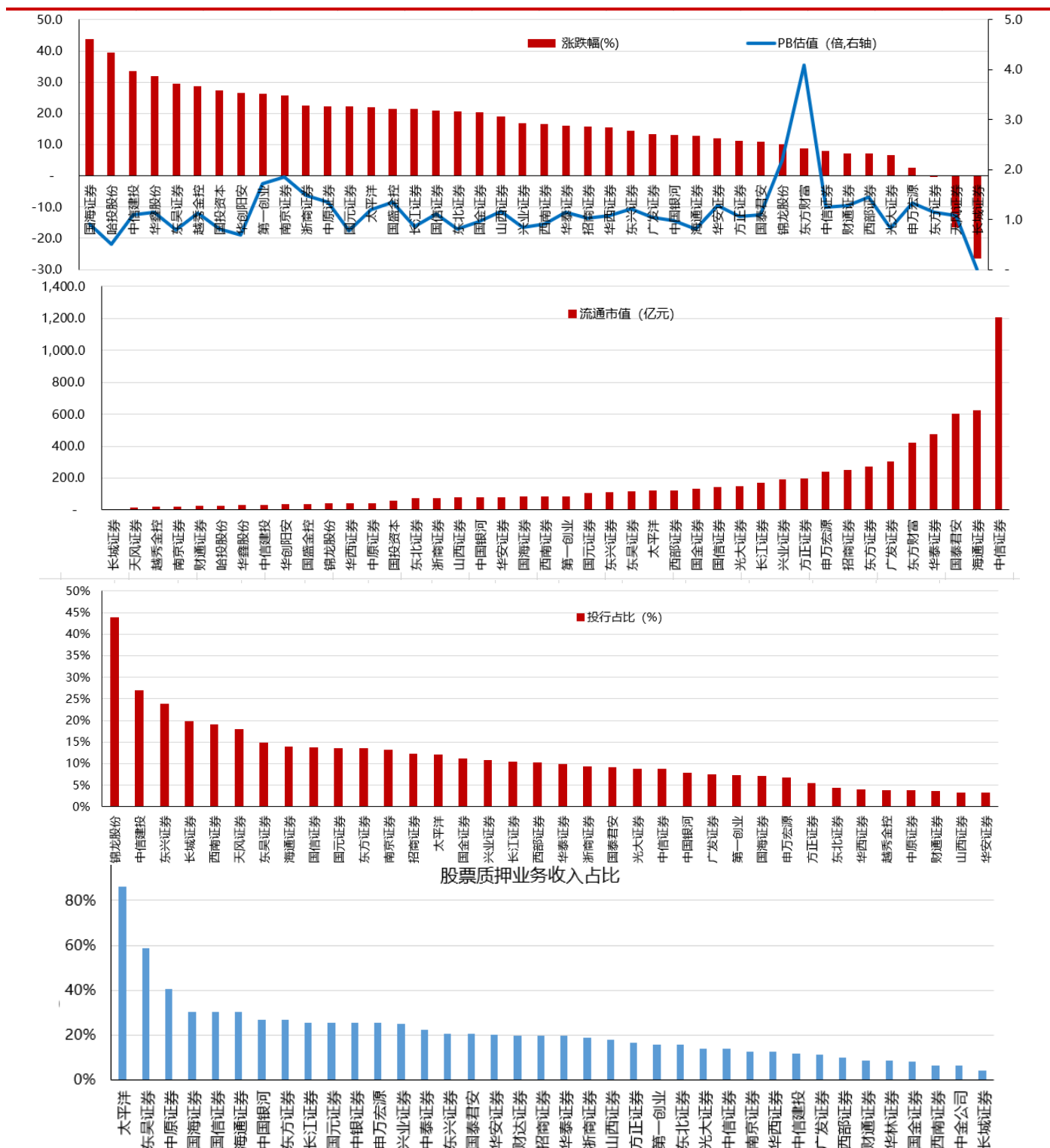
低估值券商有较好表现，估值最低的哈投股份启动时点 PB 估值仅为 0.5 倍，磨底期公司涨幅行业第二，达到 39.4%。其他的华创阳安、国元证券、东吴证券和国投资本也都有不错的表现，涨幅都在 14 名之内。

低流通市值券商也有较好表现，流通市值低于 20 亿元的越秀金控、南京证券涨幅都在前 11 名内。

由于 2018 年股票市场大幅下跌导致券商股票质押业务亏损风险较高，监管组织成立纾困基金化解质押业务风险，因此质押业务占比较高券商存在困境反转机会，在此轮行情中也有较高涨幅。质押业务占比最高的太平洋、东吴证券、中原证券涨幅都在前 15 名内。

中信建投证券之所以有较好表现，一方面作为次新股，公司流通盘较小，另一方面，公司投行业务表现出色，在注册制背景下收益显著。

图 15 2018 年 10 月至 2019 年 4 月主行情区间各家券商涨跌幅、流通市值、投行占比、股票质押业务收入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

6.2 行情主区间投行具优势的优质券商、次新券商、受困于股 押业务券商占优

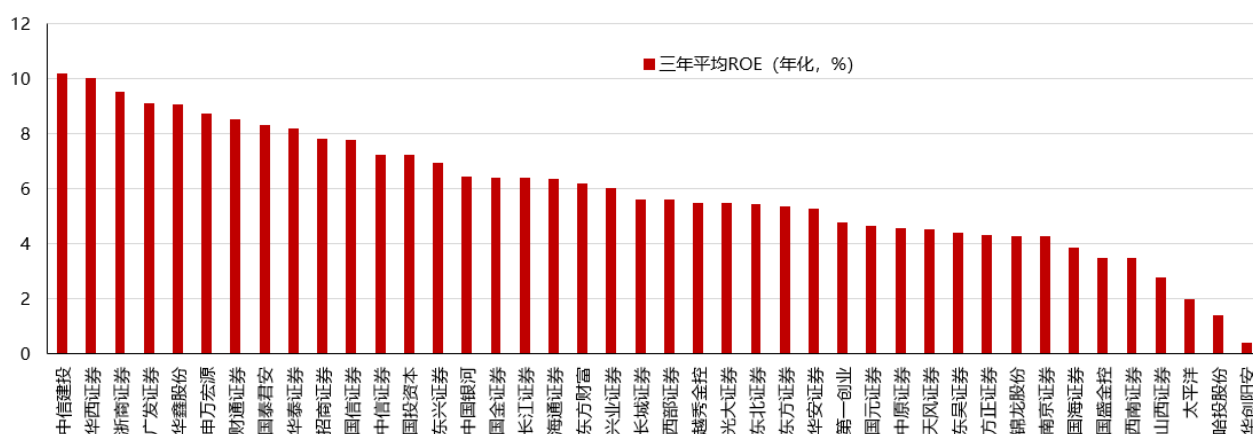
2018 年 12 月 27 日券商指数二次探底后展开反弹主行情，行情持续 2 个多月，2019 年 3 月 7 日券商指数首次登顶。在此期间，表现最好的中信建投证券，涨幅为 259.4%。天风证券、华林证券、太平洋排第 2-第 4，分别上涨 96.4%、92.0%和 91.9%。

中信建投证券成为本轮行情当之无愧的龙头。除了前文讲述的次新股、流通市值不高，投行具优势受益 IPO 注册制改革，还有一个重要原因是公司作为大中型券商本身资质较好。以三年平均的 ROE 来看，公司排名上市券商第一，远超同业。

天风证券、华林证券为新上市券商，天风证券于本轮行情启动时点 2018 年 10 月 19 日上市，2018 年 11 月 6 日打开涨停板。华林证券于 2019 年 1 月 17 日上市，1 月 28 日打开涨停板。在 2018 年 12 月 27 日二次探底后的反弹行情中，公司以新上市，流通市值不高等特点获得了较高关注，涨幅为第 2、第 3 名。

太平洋是股票质押业务行业占比最高，纾困行情下存在困境反转逻辑，行业涨幅第 4。

图 16 2016-2018 三年平均 ROE 中信建投证券排名第 1



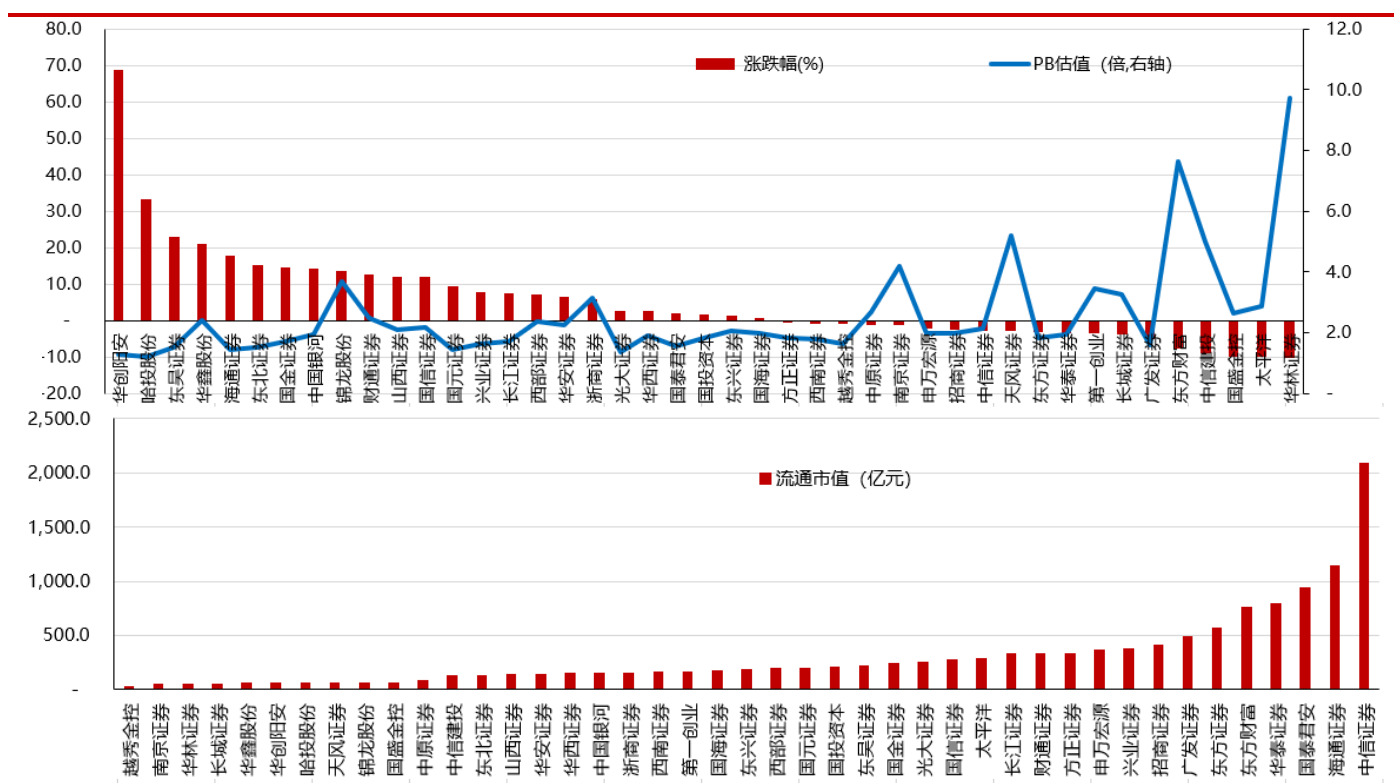
资料来源：Wind，华西证券研究所

6.3 登顶期低估值、小市值券商占优

2019 年 3 月 7 日券商指数首次登顶，震荡后 2019 年 4 月 4 日行情二次登顶。在此期间，表现最好的为指数首次登顶时低估值、低流通市值券商。

哈投股份、华创阳安为指数首次登顶时估值最低的两家券商，PB 均小于 1.4 倍，两家公司成为此段行情中涨幅前 2 名。同时两家券商自由流通市值均在 60 亿元左右，属于小市值券商。

图 17 2018 年 10 月至 2019 年 4 月登顶期各家券商涨跌幅、流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

7. 2020 年 4 月至 2020 年 7 月疫情逐步得到控制下的宏观经济修复行情

本轮行情开展在疫情逐步得到控制，宏观经济恢复的背景下。得益于为全面推进资本市场改革而出台以注册制为基础的一系列措施，同时，资本市场的对外开放和中长期机构投资者的引入，市场微观层面流动性得到了提高。

7.1 磨底期小市值券商占优

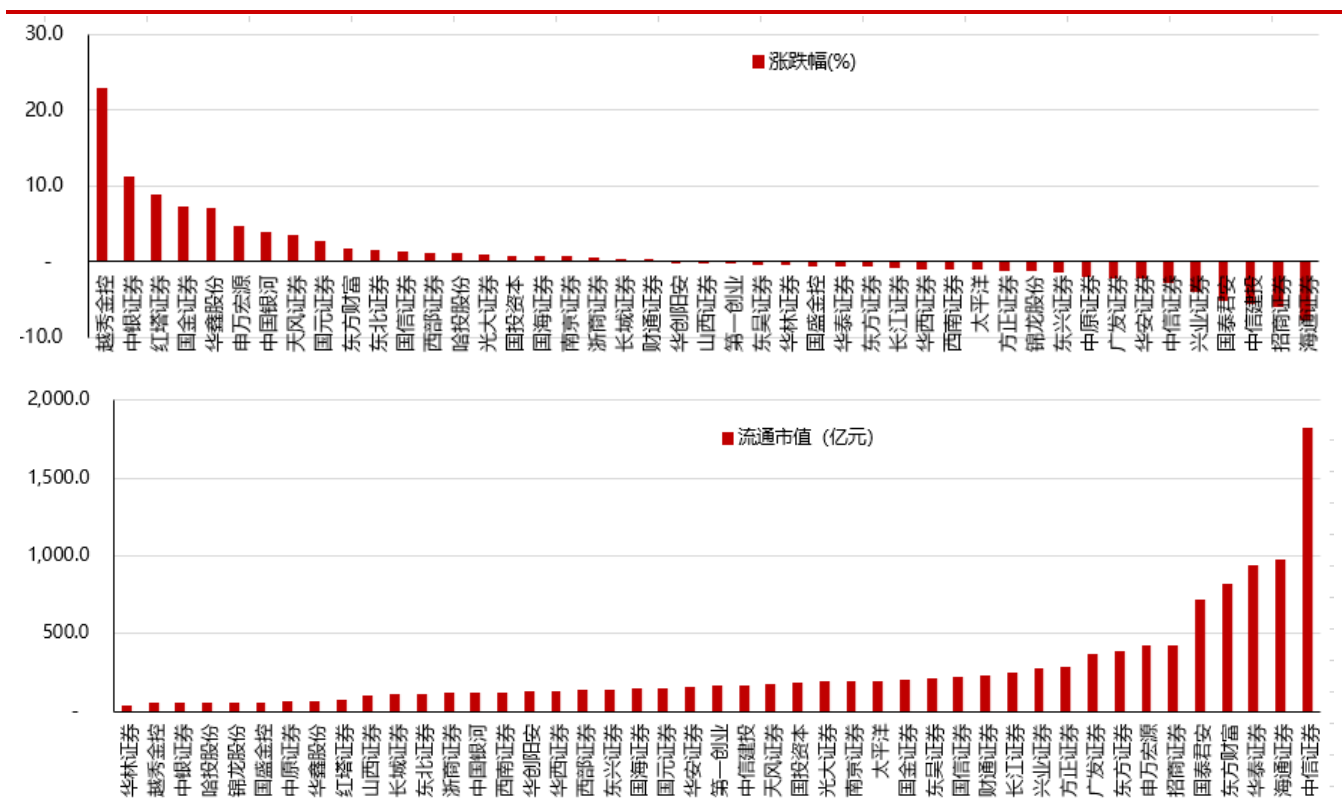
2020 年 4 月 28 日券商指数首次探底，之后在 2020 年 5 月 25 日二次探底。

在此期间，表现最好的为业绩最好的越秀金控、中银证券，涨幅分别为 22.8%、11.2%。

其中越秀金控与中银证券流通市值均约 50 亿元，属于流通市值较低券商。估值低于 4 倍，并非行业估值最高水平；另外中银证券则是新上市券商，公司 2020 年 2 月 26 日上市，行业指数首次探底时，距离公司上市不到 2 个月。

流通市值最低的华林证券，PB 估值 6.7 倍，为行业估值最高券商，高于东方财富与中信建投，由于估值过高二级市场表现并不好。

图 18 2020 年 4 月至 2020 年 7 月行情磨底期各家券商涨跌幅、流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

7.2 行情主区间在打造航母级券商背景下与银行有股权关系、存合并预期券商占优

2020 年 5 月 25 日券商指数二次探底后展开反弹主行情，行情持续 1 个多月，2020 年 7 月 8 日券商指数首次登顶。在此期间，表现最好的光大证券，涨幅为 120.5%。

光大证券之所以能成为龙头，有如下原因：第一，与光大银行同属光大集团，受益券商可以从有股权关系的银行引流的新政¹；第二，估值低，行情启动时 PB 为 1.0 倍，仅高于哈投股份；第三，流通市值低，流通市值 187 亿元，在中信、招商、光大三大集团下属证券公司中最低。

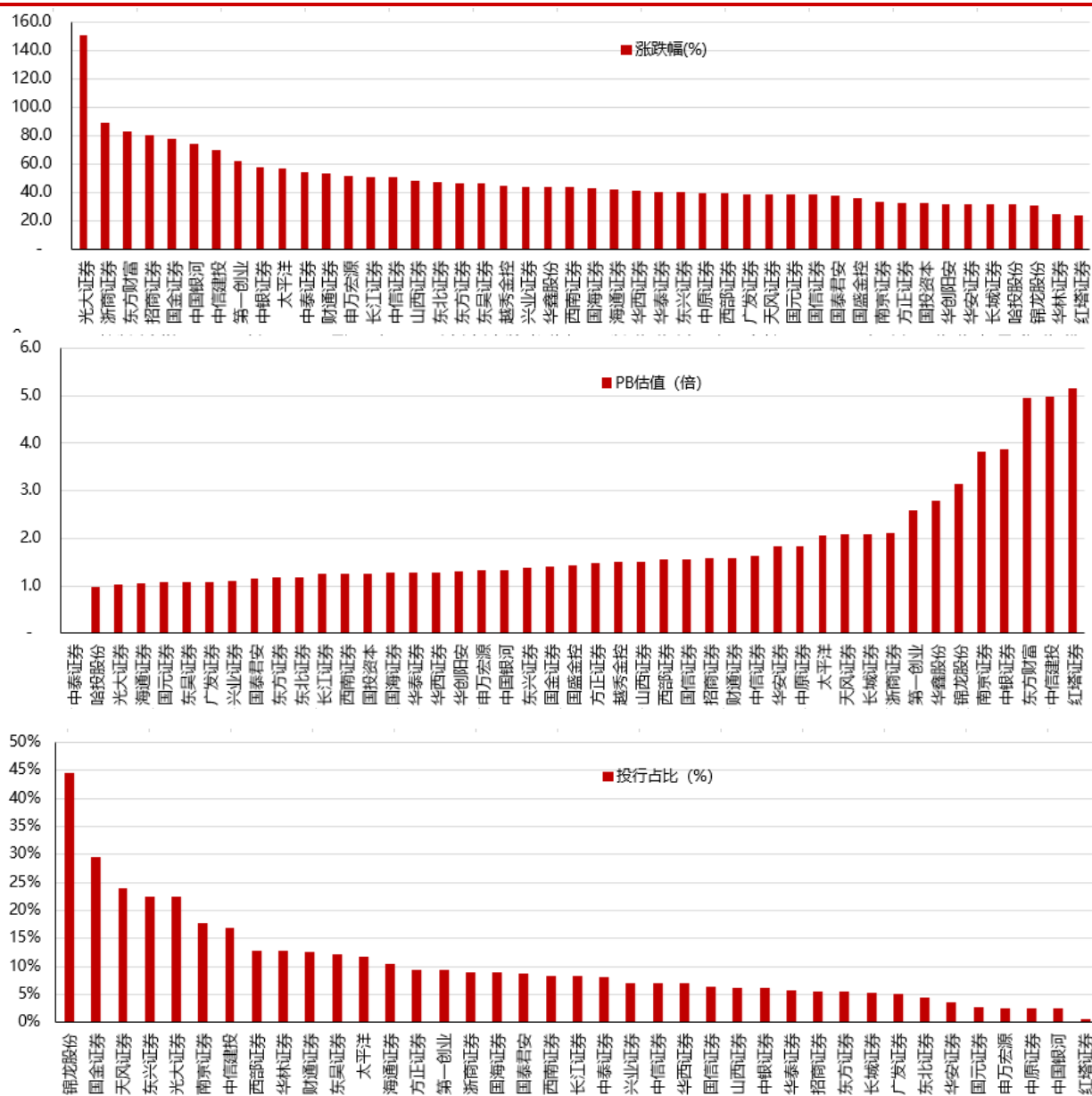
此外，在本轮打造航母级券商的背景下，除了与银行有股权关系的中信证券、招商证券、中银证券外，其他有合并预期的中国银河、申万宏源等汇金系券商，以及与国联证券有合并预期的国金证券都有不错的表现。

除了与国联证券有合并预期，国金证券优异的投行业务显著受益于注册制推广至创业板的监管政策，也是其市场表现较好的一个原因。

¹ 2020 年 8 月 14 日，证监会发布《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定(试行)》，其中规定，证券公司租用商业银行、保险公司的网络平台开展证券业务活动的，证券公司与相关商业银行、保险公司应当存在股权控制关系，或者由同一金融控股公司控制。相当于鼓励券商从所属金融控股集团内部引流，推进金融混业经营。在公开征求意见前几个月监管曾向证券公司定向征求意见。

另外行业大白马股东方财富凭借不断提升的市值率、良好的业绩也有不错的市场表现。

图 19 2020 年 4 月至 2020 年 7 月主行情区间各家券商涨跌幅、PB 估值、投行业务占比



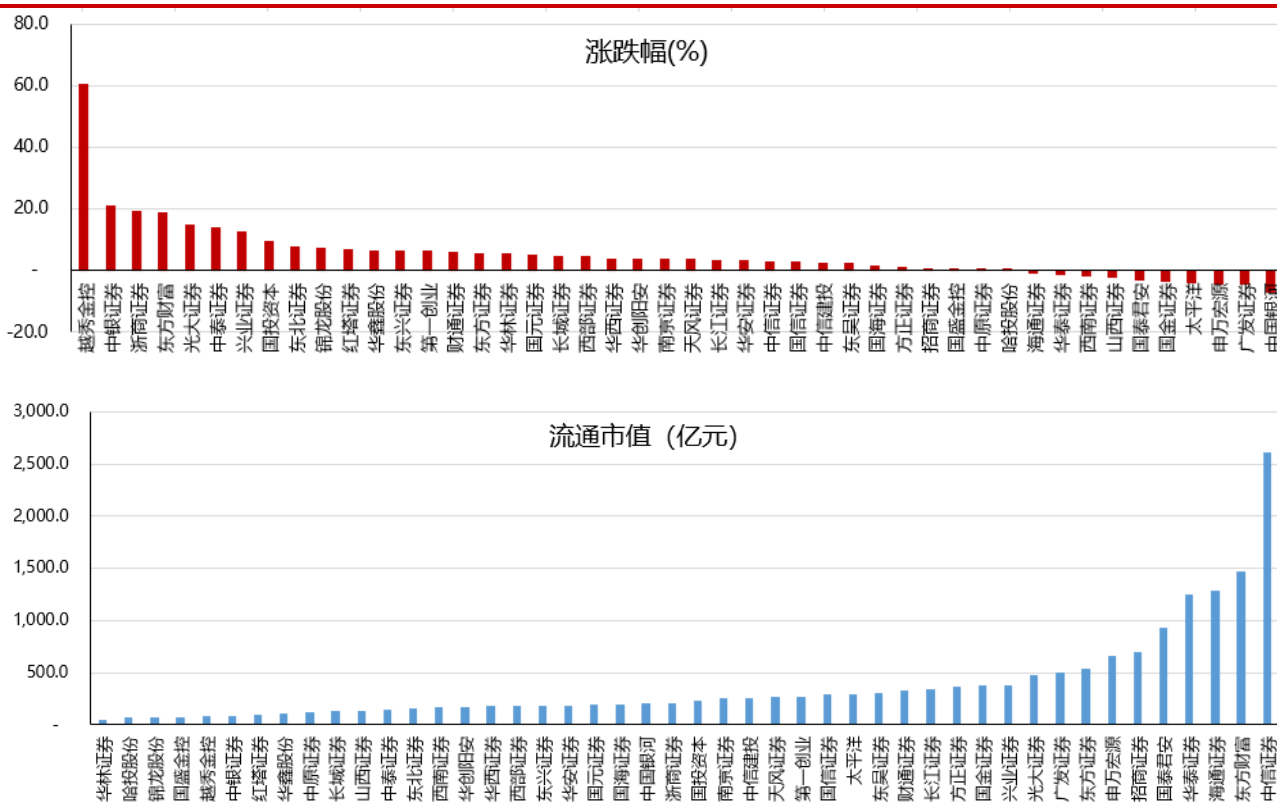
资料来源: Wind, 华西证券研究所

7.3 登顶期小市值、业绩好券商占优

2020 年 7 月 8 日券商指数首次登顶, 震荡后 2020 年 7 月 15 日行情二次登顶。

在此期间, 表现最好的是越秀金控和中银证券, 涨幅分别为 60.3%和 20.8%。这两家券商属于 2020 年一季报业绩较好的券商中流通市值相对较小的券商。

图 20 2020 年 4 月至 2020 年 7 月登顶期各家券商涨跌幅及流通市值



资料来源: Wind, 华西证券研究所

8. 规律总结

我们梳理了自 2008 年以来券商板块 7 次涨幅较大的阶段性行情中表现靠前的券商股的特征。有如下发现:

(1) 磨底期涨幅靠前的个股在 2015 年之前为大市值、低 PB 券商, 2015 年下半年之后为小市值券商。

主要原因为 2015 年之前小券商存在长期估值溢价, 大券商估值通常较低, 因此磨底期 PB 更低、规模更大的券商被认为风险更低更受青睐; 2015 年之后, 特别是 2018 年来, 大券商特别是中信证券估值溢价明显, 大券商估值不再是最低的, 甚至部分小券商长期位于低估值区间。

(2) 行情主区间龙头通常出自小市值券商, 流通市值小的同时需要兼具业绩不能过差, 估值不能过高等条件。

7 次阶段性行情中有 6 次涨幅最高的龙头是自由流通市值较小的个股, 只有 2020 年龙头股光大证券为自由流通市值大中型的券商。

(3) 行情主区间龙头通常业绩向好, 在当时业绩弹性大的业务上具优势地位。

2012 年以前龙头券商往往是经纪业务占比较高券商。原因在于 2013 年监管放开营业部设立限制、2014 年放开互联网券商业务之前, 佣金费率仍处于较高位置, 经纪业务收入占比整体较高。同时在此之前 A 股行情来临往往是全面牛市, 交易量放大明显, 经纪业务往往是增速最高的业务, 经纪业务占比较高券商往往业绩也最好。

但此后随着经纪收入占比下降以及结构性牛市的出现有所变化。在注册制下在投行业务整体繁荣以及头部集中的背景下，2019 年、2020 年投行业务出色券商业绩更好，2021 年则是公募基金业务大幅增长。

(4) 监管新政下的龙头、困境反转龙头

2020 年在打造航母级券商背景下，集团旗下的光大证券、招商证券，中国银行旗下的中银证券，以及合并概念券商表现出色。

2018 年底在政策纾困企业背景下，此前受困于股票质押业务最严重的太平洋受益最明显，成为当时的龙头。

(5) 登顶期往往小市值券商表现出色。

历史 7 次行情中登顶期均是小市值券商表现出色，这可能也是行情末尾市场资金量吃紧的表现。

(6) 远离没有业绩支撑估值过高的个股。

典型为 2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2011 年 12 月至 2012 年 6 月、2012 年 12 月至 2013 年 2 月三段行情中的太平洋，由于公司估值过高同时业绩一般，导致公司涨幅大大低于同业。

9. 投资建议

目前行业估值乃至全市场估值处于历史偏低位置，行业业绩有望筑底回升，短期监管层降低交易结算费率表明资本市场政策底确立，个人养老金政策的推进以及公募基金的高质量发展有利于长线资金入场。长期国际板推出、注册制全面推进均需要一个健康的资本市场，看好资本市场与证券行业长期发展。

个股方面，四条主线受益明显：1) 市场份额不断提升，受益财富管理大发展，业绩显著好于行业的东方财富；2) 机构业务具优势，在经营环境极具挑战时业绩具备韧性的中金公司、中信证券、华泰证券、国泰君安；3) 公募基金产业链布局领先，风险业务有望困境反转的兴业证券、广发证券；4) 部分估值不过高的小市值券商。

10. 风险提示

外围通胀与加息幅度超预期，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。