

券商的墓志铭

骑行夜幕的统计客 2017-08-23



3月26日，上证指数3682；8月21日，3507，跌幅4.8%

3月26日，中信证券32.02；8月21日，18.20，跌幅43.2%

3月26日，海通证券22.63；8月21日，14.03，跌幅38.0%

3月26日，广发证券25.80；8月21日，15.40，跌幅40.3%

牛市已逝，券商已死。

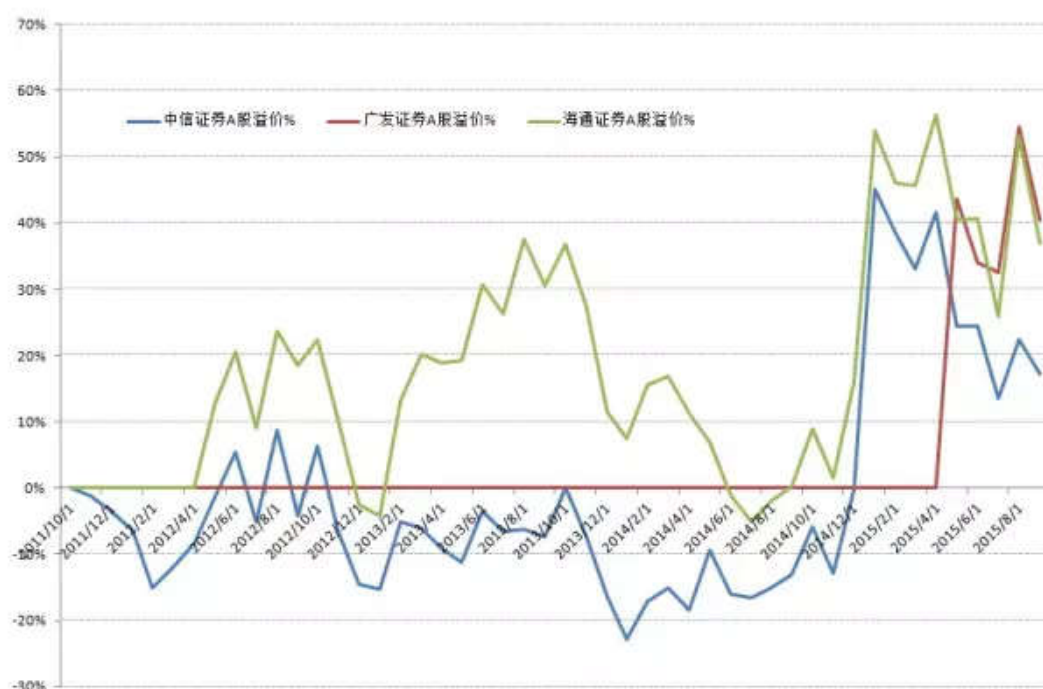
骑客在3月26日曾在雪球撰文《冷眼观券商》引来一篇倒彩。当时，大家沉浸在07年中信证券涨十倍的幻境中，不可自拔。最终，券商不仅在牛市泡沫阶段拉了后腿，在熊市来临之际更是惨遭腰斩。

中信证券 (600030.SH) K线图 (2015.3.26-至今)



骑客在牛市阶段通过大量数据分析频繁唱空—券商首当其冲。不少梦想着牛市不停、赚钱不止的反对者批评我“刻舟求剑”。举以经济体量不一样了，资金规模不一样了，国力不同了，成交量变化了等诸多数据。殊不知，股价的上涨与否关乎的不是绝对的体量，而是增长的幅度。大象难以起舞。在2015年3月底，M2增速放缓、经济增长放慢，股市的日成交额却逼近2万亿，2000亿市值以上的券商接近十家。这样的体量，股价进一步上涨的动能何在？

2015年4月，北、上、广三大龙头券商股中信、海通、广发的AH股溢价高达50%！当时的评述是，A股基金经理南下，争夺定价权，赶紧抄底港股。大错特错！



居然会认为高估才是正确的，低估应该被消灭，恰恰相反。

就好比水往低处流。同股溢价的消除都是以高估向低估靠拢。大概只有狂热的赌徒才会信奉“人往高处走”吧。

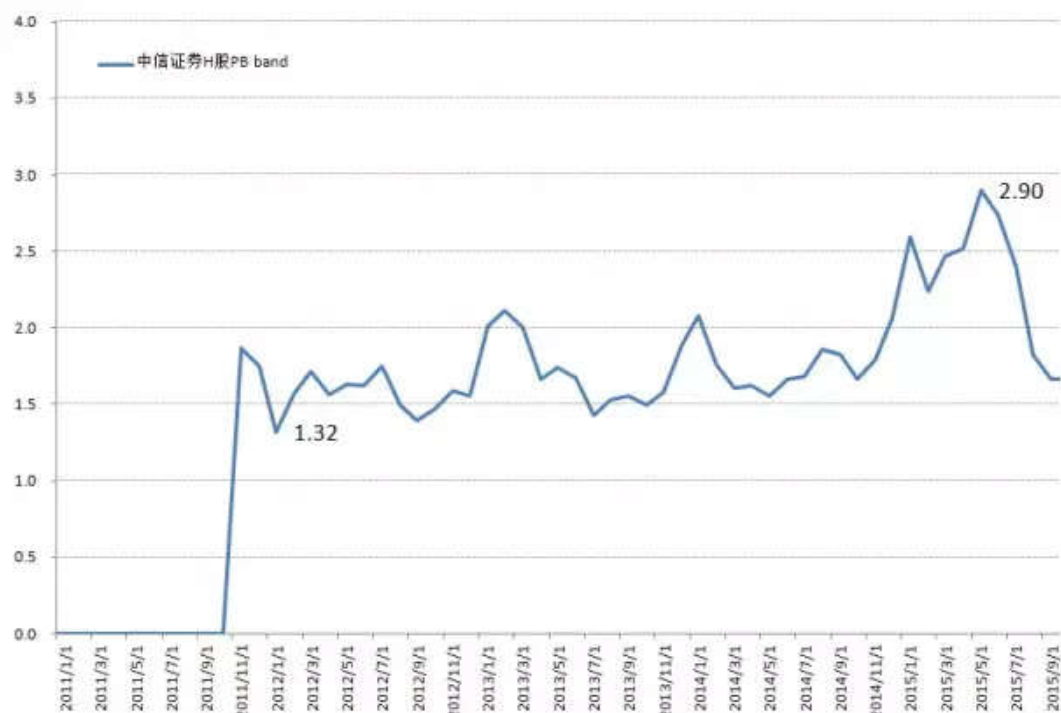
而且，往往高溢价意味着A股泡沫。07年也是如此。结果不是H股上涨，消除泡沫。H股甚至不能平盘。溢价的消除是以A股比H股更猛烈的跌幅来完成。08年如此，15年下半年也如此。

看看同期港股中信证券（6030.HK）的走势：



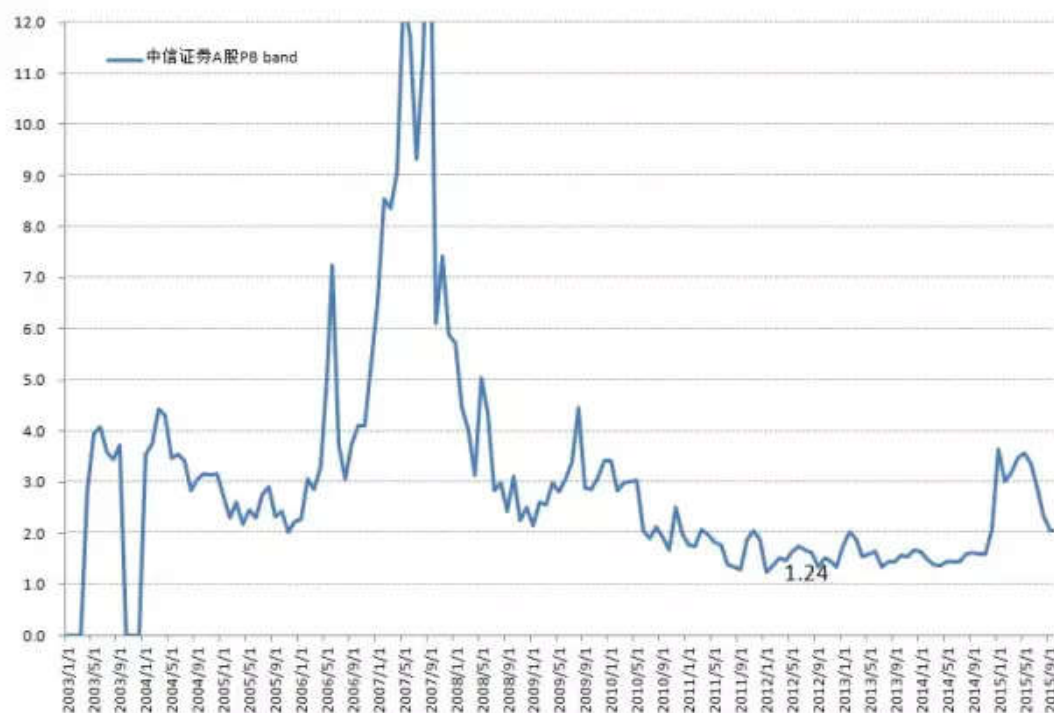
从26.4到18.84，比A股好点，下跌28.6%！

在《冷眼观券商》中，骑客曾提到过用PB市净率对券商估值，当时被以低市盈率为依据认为A股券商还要上涨的人所不解。看看港股中信证券的PB band：



从来没超过3倍，低点逼近1.2倍，现在已接近1.5倍。从历史PB来看，如今港股中信证券已进入合理价位的范畴。

A股呢？



07年高于10倍PB只是昙花一现。最低曾至1.24倍，与H股低点相仿。07年时的高PB源于盘子小。当年中信证券是被拿来当乐视网炒的。如今，数轮再融资过后，券商的净资产早已突破千亿，不能拿当年的炒概念的思维来对待。

最后，再重复一遍。当AH股溢价远大于历史平均水平时，A股、港

股整体都高估，溢价以A股比港股更大的跌幅收拢。

当AH股溢价逼近历史低点时，往往是两者价格均合理。

看中信证券的溢价低点2014/2，至今有70%的涨幅。

海通证券的两次溢价低点2013/2和2014/7，至今都仍有50%左右的涨幅。

本轮牛市，券商的持有者受伤害首当其冲。如果觉得这样的总结反思对你有用，请转发给你的朋友。股市每日都在波动，只有参透其背后的客观规律，才能赚取长久稳定的回报。