

报告日期：2020 年 06 月 10 日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

分析师：邹恒超 S1070519080001

☎ 021-31829731

✉ zouhengchao@cgws.com

分析师：潘京 S1070520010001

☎ 13986555777

✉ panjing@cgws.com

联系人（研究助理）：王小琳

S1070118060039

☎ 021-31829751

✉ wangxl@cgws.com

相关报告

<<金价年内有望创新高>> 2020-06-03

<<公募 REITS 新政解读及发展历史>>

2020-05-29

<<标杆性国改引领本轮国企改革主题浪潮>>

2020-05-29

金融行业阿尔法属性逐渐增强

——策略对话行业·系列三

核心观点

- 今年以来的市场结构性特点非常明显，年初至今的涨幅排序呈现出结构性差距不断扩大的过程，消费的二三线标的都开始上涨。消费整体的涨幅很高，市场普遍担心消费行业估值过高将会进入调整期，消费的隐忧仍存。另外一个涨幅较大的板块是科技，从去年 11 月份到今年年初，创业板已经走到一个非常高的位置，科技股的长逻辑仍然存在，但近期美国大选年政治风险较高，科技股经历了一小波调整。从市场的流动性来看，国内流动性相对较为宽松，外资也在持续流入，从资金的角度，我们认为大概率会出现的情况是消费震荡整理，不会出现大的调整，科技股开始迎上。同时，除了消费和科技的链条，低估值高分红的板块涨幅较为落后，相对来说，低估值板块的周期性质比较强，但是现在也逐渐开始跑出一些行业内的优质公司。由于市场并不缺钱，我们认为从结构性机会扩散到整体性机会的概率是存在的，在这个转换的过程中，盈利可能是最重要的因素。低估值、高分红的板块中，金融和地产相对来说是市场更有可能关注的，从历史情况来看，金融板块的上行对市场整体的情绪会起到较大的拉动作用，往往也被看做是大盘整体性启动的前奏，因此，在这种情况下，我们认为大金融行业的判断是至关重要的。因此，我们请到非银金融的组长刘文强和银行组的首席邹恒超为我们来分析大金融行业在接下来的基本面变化、行业格局、行业走势和未来的一些板块催化剂的情况，来判断未来低估值板块的行业是否能走出除消费和科技引领以外的一轮新行情。

目录

1. 券商板块从高 β 逻辑过渡到 $\alpha + \beta$ 属性.....	3
2. 银行阿尔法属性一直存在，整体性机会更强	5
3. 风险提示	7

1. 券商板块从高 β 逻辑过渡到 $\alpha + \beta$ 属性

Q: 我们知道券商板块的贝塔属性较强, 但近年来板块也逐渐开始开始出现阿尔法行情, 可否复盘一下券商板块的历史行情? 从历史行情中能否总结出贝塔行情和阿尔法行情的出现的条件区别?

A: 我们首先复盘一下券商的历史行情。历史上券商两个大级别的上涨分别是 2005 年-2007 年和 2014 年-2015 年。首先是 2005 年-2007 年, 券商股累计超额收益为 1536%, 此次券商板块上涨主要受到了宏观层面的影响, 2006 年, “十一五”规划开局, 宏观经济持续高速增长, 增量资金涌入股市, 带来了券商板块的上升趋势。其次是 2014 年-2015 年, 券商股累计超额收益为 118%, 2014 年行业政策进入了宽松期, 宏观经济增速有所承压, 券商板块盈利能力具有比较优势, 市场的成交额及融资融券余额迅速大幅上升, 带动了此轮券商股的上涨势头。在其余的区间中, 券商股获得的超额收益均小于 50%: 2008 年至 2009 年这一轮行情, 在政策推动下, 券商指数及上证综指均获得了较大的累计涨幅; 2010 年 7 月时, 市场预期美国欲开启第二轮量化宽松政策, 美元趋势性走软, 大宗商品大幅反弹, 我国经济短期触底回升, 股市反弹, 成交金额持续回升, 券商板块随之于 10 月份开始启动; 2012 年 1 月至 5 月, 券商板块走出独立行情, 脱离大盘获得明显超额收益; 2015 年 9 月至 11 月期间, 经过 6-7 月和 8 月两次快速下跌, 大券商的估值已经回到中枢以下, 小券商中部分仍略偏高, 之后央行降息降准催化了超跌反弹, 在 11 月初实现超越指数快速上涨。总结来说, 宏观环境、行业政策、交易量三个因素同时叠加的情况下, 板块的超额收益比较明显, 单一因素驱动下超额收益不会持续太久。

从历史角度来看, 券商涨幅分水岭源自于 2012 年金融创新大会召开。大会提出在制度、业务和监管方面进行全面放松, 券商自此推进了两融、信用业务、衍生品业务的发展。在此之前, 券商板块一直属于高贝塔的投资逻辑, 而创新发展带来了阿尔法因子, 使得券商共同具有了 $\alpha + \beta$ 的属性。

目前来看, 整个行业政策松绑加快, 可能比较类似 2012 年创新业务展开, 行业迎来政策松绑周期。从历史角度观察, 券商行业的政策监管周期大概 6-7 年, 2015 的强监管到现在将近 5 年, 目前处于政策松绑上行的加速推进阶段。行业环境在发生积极变化, 如创业板注册制的推进, “T+0”交易的预期等。从资金面来看, 虽然市场有所调整, 但是公募新发行基金稳定在 1000 亿份额, 5 月以来券商 ETF 资金流入非常明显; 公募一季度持仓较低, 二季度预计出现资金的边际改善。且从估值角度来看, 目前行业估值也处于低位。交易量的扩大需要以时间换空间, 但随着宏观经济环境改善, 券商板块业绩改善值得期待。

Q: 现在环境类似 2012 年, 创新层面政策布局开始增加, 严监管过度到宽松, 对市场风险偏好有一定提升。那么当下券商股启动的可能性, 以行业整体启动还是以阿尔法属性启动?

A: 从复盘经验来讲, 领涨的标的以小盘阿尔法为主, 大盘的标的较慢, 符合资金驱动的结果。从整体趋势来看, 涨势的分化会加剧, 前期启动以交易量、宏观经济环境为主, 后期仍然是看个股本身的阿尔法属性。

Q: 总体来说的话券商还是会跑出阿尔法。那么今年以来, 券商表现较好的标的有哪些特点? 行业未来的业绩怎么判断?

A: 目前从年初至今的涨幅来看, 剔除次新股的影响, 东方财富、中信建投等呈现正增长, 跌幅较小的如华泰、中信, 总体特点是业绩的稳定性较高, 股价和业绩的相关性较大。我们叠加一季度和 4、5 月数据做了一下中报预测, 同期相比, 34 家券商的营收同比增速大概在 28%, 但利润下降 7% 左右。从 133 家券商总体的统计口径来算, 中性预测的中报净利润同比增速约 4.56%, 营收增速约 8.2%; 乐观假设下, 净利润增速同比增长约 10%, 营收增速约 13.83%。

Q: T+0 政策对市场的影响可否进一步阐述?

A: 按照海外的经验, 开通 T+0 交易从信用账户开始, 在科创板试点先引入。但目前, 科创板的成交量在全部 A 股的 4% 不到, 短期影响不大, 但是未来预计随着逐步放开试点, 按台湾地区的经验, 对券商板块的上涨影响比较大。

2. 银行阿尔法属性一直存在，整体性机会更强

Q: 从策略角度看银行，优势在估值低和部分银行的分红率较高。可否从息差和不良率的角度分析一下银行的基本面情况？

A: 从基本面看，今年我们判断今年业绩增速是呈 U 型。一季度的银行业绩超预期主要是息差和不良的压力也没有完全体现。从息差角度来看，今年 8 月底才会完成整个存量贷款的重定价，存量贷款的重定价比增量贷款对息差的影响更大。新发放的贷款占整体比例约 30%，存量贷款约 70% 左右，因此，一部分息差的压力会从今年后移到明年。资产质量上，由于银行资产质量恶化的传导路径是从逾期开始，逾期 60-90 天才会被划分到不良贷款，而 2 月份疫情爆发到一季报结束的 3 月底时间上不足 60 天，因此逾期贷款的增长幅度较大，但不良贷款并没有太多增长，不良压力会滞后反映到中报里。我们判断中报可能是不良率的高点，往后不良率会开始逐渐下降。一般来说，如果新增逾期率逐渐变小，出现向下的拐点，意味着往后银行不良率边际上升的压力减小。现在的数据来看，4 月逾期率的增幅比 3 月下降，5 月逾期率有的银行已经出现了向下拐点，这意味着资产质量的拐点已经到了，所以我们认为 2 季度业绩增速因为不良滞后的原因会比 1 季度略低，但 3 季度在资产质量压力出清以后银行的业绩增速会重新开始向上。

Q: 业绩方面我们相对比较乐观，那么这两个因素对于估值的影响如何？

A: 银行的定价框架我们主要看 DDM 模型。分子端是 ROE，主要是基本面，包括息差、资产质量等，而分母端包括无风险利率、风险溢价。今年我们复盘一季度银行的表现，2 月到 3 月，国内和海外疫情爆发，对于经济的预期经历了两次下调，因此，DDM 模型的分母端风险溢价在上升，分子端的 ROE 也在下降，所以 3 月经历了分子分母双杀，银行没有绝对收益也没有相对收益。4 月开始，海外疫情进入平台期，对经济的预期开始企稳，风险溢价不再上行，市场悲观预期有所改善，这段时间银行有绝对收益没有相对收益。5 月份之后海外疫情也出现了向下的拐点，复苏逻辑导致风险溢价下降，ROE 回升，优质银行开始出现绝对收益和相对收益并行，跑赢大盘的趋势。未来我们需要重点跟进经济的前瞻性指标，首先是金融数据，量的方面要看到社融和贷款增速回升，结构方面需要看到中长期贷款占比有所改善。一季度信贷数据的量虽然大，但是短期贷款占比较高，主要是补充企业在疫情影响下的流动性资金需求，没有出现扩大再生产的需求。但 4 月之后，金融数据的结构有了明显改变，无论是居民还是企业中长期贷款占比都出现了提升，居民端的提升意味着购房意愿、消费需求的恢复，企业端的提升意味着基建投资的恢复和企业扩大再生产的恢复，对下一阶段的经济会起到明显的拉动作用。第二个指标是银行资产质量数据，部分银行的逾期率在 5 月已经出现拐点，意味着居民或者企业的偿付能力在改善，经济恢复到正常轨道，在这种情况下银行的估值修复空间较大。

Q: 银行板块市场调整作为稳定工具，投资者普遍认为银行作为低估值板块相对较为安全，反而在上涨的过程中银行弹性较小。在对后市较为乐观的情况下，银行在后续会有什么样的表现？银行板块后续有没有上涨的催化剂？

A: 之前银行和其他板块往往出现一涨一跌的跷跷板效应，主要是在经济还没看到复苏的情况下，银行作为防御板块承担了市场的避险情绪。如果是经济在复苏情况下，银行和企业盈利同步回升，银行和其他板块会出现同步上涨。银行上涨的主要催化剂还是经济数据和金融数据，需要看到经济基本面的改善，后续随着疫情的负面影响消退，银行出现相对收益的概率会越来越强。

Q: 我们看到银行股的阿尔法属性也越来越强，如平安、宁波、招商一直较为居前，和券商板块有些类似。如果我们整体看多行业，分化的情况是否会加剧？

A: 今年我们看行业整体还是贝塔属性更强，今年银行的主要看点是经济复苏，意味着风险溢价的整体下降，整个行业都有机会。阿尔法主要看单家银行的 ROE 的企稳回升，今年国家政策要求支持小微银行，大行相对来说让利更多，ROE 的回升概率较小，阿尔法属性比较弱。但一些优秀的股份行和城农商行中长期 ROE 回升的逻辑没变，阿尔法属性一直存在。

Q: 可否复盘过去银行股贝塔属性较强的时间？

A: 近几年来看，2017 年的银行股贝塔属性较强，主要是因为 2017 年经济韧性较强，行业的风险溢价下降，全行业出现较大上涨。2018 年以后，经济相对走弱，部分 ROE 较好的银行持续走出长期上行趋势，但 ROE 下降的银行股价走势从 2018 年到现在呈现震荡状态，呈现阿尔法属性的格局。今年下半年如果经济明显复苏，那么可能银行股的走势会与 2017 年比较相似。

3. 风险提示

经济复苏不及预期

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>