

雪球访谈

证金公司“添火”证券公司，券商股的春天到了吗
？

2019年08月08日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



无声 V 雪球星计划热门作者奖得主
雪球岛系列丛书《散户自救法则》作者



白梅雪香 V 医药金融消费领域研究达人



访谈小秘书

访谈简介

昨日晚间证金公司突然放大招，自2019年8月8日起，整体下调转融资费率80BP。其中，182天期费率由4.3%下调至3.5%，91天期费率由4.6%下调至3.8%，28天期费率由4.7%下调至3.9%，14天期和7天期费率由4.8%下调至4%。

有不少观点热情地理解为，这接近于向股市定向放水，央行没有降息举动，证金公司却对A股定向降息了。最近一次下调转融资费率，是2016年3月21日，当天大盘大涨2.15%，券商股全部涨停。

券商股未来行情将会如何？券商股基本面以及未来机遇如何？哪只券商股会成为未来的龙头？

本期我们邀请到券商行业资深分析人士@无声@白梅雪香为大家聊聊，券商股的投资机会，赶紧来提问吧。

\$长江证券(SZ000783)\$国金证券(SH600109)\$中信证券(SH600030)\$华泰证券(SH601688)\$

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：长江证券(SZ000783),国金证券(SH600109),中信证券(SH600030)

以下内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态?立即下载雪球客户端关注TA吧!

[问] 基金小智:

关于\$长江证券(SZ000783)\$国金证券(SH600109)\$中信证券(SH600030)\$，对@无声 @白梅雪香 说：现在位置和估值买中信证券，华泰证券，哪个更好点？怎么看这两个的估值和成长趋势

[答] 访谈小秘书:

回复@白梅雪香: \$中信证券(SH600030)\$//@白梅雪香:回复@基金小智:考虑价格，两者没有明显的差别，我个人会偏向于中信；首先两者都属于头部券商，走的是 $\alpha+\beta$ 共同演绎的逻辑，细分看， α 方面，中信是当之无愧的行业龙头，他只要不做错，牢牢把控住身位就好，自然会取得超越行业的收益；华泰的特点是优质的管理，领先的布局，比如13年依靠互联网占据经纪业务头把交易，比如17年通过收购AssetMark进军财富管理市场等，都走在了行业的前列，虽说事在人为，但世界的复杂和运气不可不察，在这个角度考虑，中信只要做对即可，而华泰需要做好，其经营结果分布会更离散一些；本身投资券商，也不是真的当成核心资产长持去看待，更多还是觊觎 β 带来的弹性，所以个人会选择更稳妥的中信。

[问] 基金小智:

关于\$长江证券(SZ000783)\$国金证券(SH600109)\$中信证券(SH600030)\$，对@无声 @白梅雪香 说：现在位置和估值买中信证券，华泰证券，哪个更好点？怎么看这两个的估值和成长趋势

[答] 访谈小秘书:

回复@无声: \$中信证券(SH600030)\$//@无声:回复@基金小智:谢谢提问，不好意思回答晚了。@白梅雪香 回答的很有见解了，我再补充下我一些不成熟的看法，仅供参考。\$中信证券(SH600030)\$ 在最近10年才算是确立了大家口里的券商一哥的地位，在这之前，建国门大摩：中金公司才是老大，而在这之前，华泰证券是才刚刚完成周易的接力棒，开始第二轮崛起，从江苏正式冲锋一线券商。但最近这2年中信证券在包括投行业务在内，都表现出很强的颓势，或者说，进攻的欲望没有那么

强烈，被中信建投在投行业务反超，还在中金、海通、国泰君安这些老牌的竞争，其实优势已经不是那么明显了；华泰证券走到这个阶段实际上超出了很多人的设想的，我记得前段时间建设银行的董事长在跟华泰证券董事长会面的时候就当面夸奖华泰的发展，一个地方小证券并无特殊的资源，时也命也努力也。客观的评价华泰的现在，投行业务基本盘非常稳定，质量非常高，所以他这几年都是上市公司再融资的第一名；从7月份科创板的数据也可以看出来，在25家首批科创板上市业务中，虽然他只是二线梯队拿了3.5家，但收入和净利润都在2、3名之间。那么回到当下，怎么看待他们的投资呢？我觉得如果稳妥一点后者购买etf或者就是中信、华泰、海通、国泰君安都配置，如果要是强调进攻的话，华泰无疑更有机会。

[问] 徒步投资笔记：

关于[\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#)[\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#)[\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#)，对@[无声](#) @[白梅雪香](#) 说：小白请教。放长远看，券商除了通道功能也在发展个人财富业务，新的互联网金融，蚂蚁财富等互金公司，会对他们冲击有多大

[答] 访谈小秘书：

回复@[无声](#)：//@[无声](#)：回复@[徒步投资笔记](#)：徒步的意思问的应该是经纪业务，也就是股基交易。目前来看，股基交易通道化已经是大势所趋了，现在不只是股票交易佣金降低到了万1.5，被动型指数基金也开始向低佣金、0佣金靠拢，整个证券公司在经纪业务已经完全通道化，所以，行业进入了白热阶段，中小型证券公司被出清才刚刚开始。我感觉未来券商的发展应该是头部券商利用投行业务支撑经纪业务发展，经纪业务逐步投顾服务化，出清中小券商后，行业利润更大，只是谁能笑道最后，很那说。

[问] 徒步投资笔记：

关于[\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#)[\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#)[\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#)，对@[无声](#) @[白梅雪香](#) 说：小白请教。放长远看，券商除了通道功能也在发展个人财富业务，新的互联网金融，蚂蚁财富等互金公司，会对他们冲击有多大

[答] 访谈小秘书：

回复@无声: //@无声:回复@无声:至于互联网企业，我觉得不是冲击，没有了经纪业务的牵绊，互联网渠道应该是资源才对，蚂蚁也好、腾讯、京东也罢，专业投资的投资投顾的事情，不还是要找证券公司和基金公司吗？

[问] 吃葡萄不吐籽：

关于\$长江证券(SZ000783)\$ \$国金证券(SH600109)\$ \$中信证券(SH600030)\$，对@无声 @白梅雪香 说：券商股机遇如何把握？

[答] 访谈小秘书：

回复@白梅雪香: \$中信建投证券(06066)\$ \$中信证券(SH600030)\$//@白梅雪香:回复@吃葡萄不吐籽:个人的看法，券商基本玩法就是基于 α ， β 两因子，前者对应基本面及业绩增长，是实的部分，后者对应市场偏好，是偏虚的部分。依据历史看，过往市场更偏好于 β 因子，对 α 因子关注度较小，对于 β ，主要影响来自牛市的预期，具体市场风格偏好大体可以总结为以下几个要素：次新，小市值，事件驱动，差异。行业的主要变动来自15年后，监管趋严及重资产业务比重的提升，直接后果是，头部券商获得了更明显的优势，次新，小市值偏好存在风格转换的风险；

就具体操作而言，个人认为，择时是不可行及不可取的，有这本事，大可不玩股票；个人认为最佳的投资方法来自长熊（时间越久越好）低pb（pb越低越好）下，对头部券商及可转债的收集，而收益主要来自以下几点：1.ROE的自然增长（中信过去10年ROE平均约10%）；2.PB的买卖差额。券商的回报模式像一张可转债，ROE是利息，长熊低pb则意味着更高值的期权。

基本面研究主要用来解决1的问题，即ROE中枢未来的变动趋势；市场分析主要用来解决2的问题，即通过搜集证据，对观察得到的现象进行评估，并尝试寻找逻辑可行的模式，以此解决买卖的问题。最后提一下朴素的买卖观，券商是牛市初期最容易联想，最直接受益，且只需要少部分人即可推动的板块。券商的重估并不和牛市挂钩，其挂钩的是牛市的预期，其相对大盘的超额收益往往在预期展开时即达到最高点，此后，无论牛市逻辑真伪，均大概率跑输大盘。（小盘次新的券商股并不符合此情况，可能是来自风格偏好的叠加）。

[问] 吃葡萄不吐籽:

关于[\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#) [\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#) [\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#)，对@无声 @白梅雪香 说: 券商股机遇如何把握?

[答] 访谈小秘书:

回复@无声: 中长期看，资本市场重塑，银行和保险由于历史原因，这次在资金和股权上可以说吃的锅满瓢满，而作为证券市场的主要参与者证券公司，受制于历史原因[\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#) [\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#)//@无声:回复@吃葡萄不吐籽:1、中长期看，资本市场重塑，银行和保险由于历史原因，这次在资金和股权上可以说吃的锅满瓢满，而作为证券市场的主要参与者证券公司，受制于历史原因，无论是在利益分配上，比如股票的定价权、ipo注册制的权益方面，都被缴了枪，一直都没吃到大肉，这也是行业至今被诟病为周期行情的原因，你又没有定价权，又没有做市商的资质，你就是一执行者，能有什么大前途。而这次资本市场重塑提出来这两个权利都会交换券商，如果是这样，那就不一样了，道阻且长，只能期待，但这次科创板25家的发行，其实没给实质性的权利到券商。2、短中期看，有牛市就要发动券商，资本市场繁荣，券商在投行、投顾、经纪业务方面都会全方位受益。从投资上看，目前一轮急跌，实际上头部券商的估值和市净率都不贵，已经开始出现机会了。

[问] 吃葡萄不吐籽:

关于[\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#) [\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#) [\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#)，对@无声 @白梅雪香 说: 两位老师如何看待长江证券和天风证券的?

[答] 访谈小秘书:

回复@白梅雪香: [\\$天风证券\(SH601162\)\\$](#) [\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#)//@白梅雪香: 回复@吃葡萄不吐籽:实的部分，天风和长江都属于有特色的非头部券商，风格偏激进，在各自细分领域持续提升着份额，比如天风，高价挖人打造卖方天团，通过基金分仓实现了经纪业务的份额增长，但副作用是，人员成本居高不下，相较于增收，不怎么增利，增长质量较差；个人认为这种竞争力可能是难以持续的，能高薪挖来的人，自然也会被更高的薪水挖走，股东的分配权始终难以提升，投行业务方面也大体

存在同样的问题。总体来说，无论政策，业务性质，发展方向和过往历史，行业偏向于头部券商都是不争的事实，小券商要么偏居一隅等待收购，要么进行特色转型（比如精品投行，财富管理这些），这是一条差的赛道，里面肯定会有跑出来的超级个体，甚至事后能总结出10086条成功的必然理由，但事前看，个人觉得毫无头绪，就干脆放弃了。另外说一点，看过一些小券商对标的国际企业，怎么说呢，转型才刚开始，市值倒是可以对标了·····

虚的部分，过往A股一贯的券商股炒作风格偏好大体可以总结为以下几个因子：次新股，小市值，事件驱动，特色。如果认为市场风格能延续，从这个角度看，天风可能要更好些。

[问] A股御史台首席律师：

关于[\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#)[\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#)[\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#)，对@[无声](#) @[白梅雪香](#) 说：请教两位 您觉得中信证券未来还有多大成长空间

谢谢

[答] 访谈小秘书：

回复@[白梅雪香](#): [\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#) //@[白梅雪香](#):回复@A股御史台首席律师:比较难讲，就业务的角度看，增量空间主要来自做市，衍生品，海外业务，财富管理等，这几条赛道都很大，能撬动的名义资产甚至以百倍计·····但具体的变量太多，实在无法判断发展路径，只能说远观很美，牛市有想象力，不至于拖后腿，市值对标一般都喜欢找高盛，高盛现在大概是中信市值的一倍，但拆解业务也好，ROE也好，两者的业务模式差距极大，无法直接对比。

[问] zhjianhua：

关于[\\$长江证券\(SZ000783\)\\$](#) [\\$国金证券\(SH600109\)\\$](#) [\\$中信证券\(SH600030\)\\$](#)，对@[无声](#) @[白梅雪香](#) 说：今天市场中券商股反应比预期弱，为什么？

[答] 访谈小秘书：

回复@白梅雪香: //@白梅雪香:回复@zhjianhua:本身也没啥影响……费率下滑是一个被动参数，而不是一个逻辑驱动因子，它能配合驱动因子演绎，但自己不是主角，而且转融资本身只占两融的很小一部分……可能更多的意义是表达了一种积极的监管信号，毕竟加杠杆会是很长一段时间券商的核心 α 因素，今年以来，整体政策对头部券商还是OK的。

[问] zhjianhua:

关于\$长江证券(SZ000783)\$ \$国金证券(SH600109)\$ \$中信证券(SH600030)\$，对@无声 @白梅雪香 说: 今天市场中券商股反应比预期弱，为什么？

[答] 访谈小秘书:

回复@无声: //@无声:回复@zhjianhua:市场太弱了，所以场内场外资金都没有参与的动力。从券商本身来说，可能在等年中报，从事件催化上来说，今天表现的不到位。

[问] franklee8520:

@无声[¥6.66] 老师怎么看目前的券商

[答] 无声:

短期有一定的盘整空间，可以耐心等待年中报，释放业绩下滑担忧。中长期看，未来的资本市场制度性变革决定了期待值很高，而券商、头部券商，受益不是一点点，值得长期介入，中间部分仓位可以波段。

(完)

以上内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态?立即下载雪球客户端关注TA吧!

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里