

证券行业研究报告

报告时间 : 2017.09.05	勿为兄	首次覆盖	评级 : 观察	期限 : 中长线
-------------------	-----	------	---------	----------

券商盈利模式的转变

经过多年的发展，国内券商板块的盈利模式已经在发生重要的变化，体现为“重资产化”的过程。所谓的“重资产化”，是指券商逐渐摆脱单纯依靠牌照价值和通道类业务的轻资产模式，盈利越来越倚重资产负债表的扩张，具体体现为资本中介业务以及投资类业务（包括自营、直投和做市业务等）的崛起。

参照海外成熟市场国家，重资产化过程是券商走向成熟的必由之路。其根本性的原因在于，经纪业务等典型的轻资产业务难以支撑行业持续的扩张，无论是美国的高盛还是日本的野村证券，都体现出明显的重资产化特征。

重资产业务和轻资产业务的比较

	业务	主要收入	核心利源	利润表和资产负债表关系	ROE 特点
重资产业务	自营	投资收益	资产负债表扩张	资产负债表扩张→利润	稳健 ROE/低弹性
	资本中介	利息收入	资产负债表扩张	资产负债表扩张→利润	稳健 ROE/低弹性
	直投	投资收益	资产负债表扩张	资产负债表扩张→利润	稳健 ROE/低弹性
	做市	价差收入	资产负债表扩张	资产负债表扩张→利润	稳健 ROE/低弹性
轻资产业务	经纪	佣金收入	牌照价值	利润结转→资产扩张	较高 ROE/高弹性
	投行	承销+财务顾问	牌照价值	利润结转→资产扩张	较高 ROE/高弹性
	资管	管理费	牌照价值	利润结转→资产扩张	较高 ROE/高弹性

资料来源：国信供图

重资产业务和轻资产业务的区别主要在于以下几个方面：**1) 利润来源不同**：重资产业务依靠资产负债表的扩张实现利润，而轻资产业务的利润更多的体现为券商的牌照价值；**2) 业务的边际成本不同**：相比而言，轻资产业务的边际成本更低，所以一旦收入大幅攀升，ROE 就会以更高的比例上升；**3) 业绩表现的差异**：由于以上原因，轻资产业务具备更高的 ROE 水平以及业绩弹性，而重资产业务 ROE 偏稳健、业绩弹性也更小。

近年来，证券行业经历了显著的“重资产化”过程。从 2010-2016 年的上市券商的简易资产科目表的主要科目可以看到如下变化。主要资产科目包括 7 个部分：货币资金、结算备付金、融出资金、买入返售金融资产、交易类金融资产、可供出售金融资产和其他，分别对应于券商的经纪业务、资本中介业务和投资类业务，具体关系如下：**1) 经纪业务**：货币资金和结算备付金；**2) 资本中介**

业务：融出资金和买入返售金融资产，前者为两融业务，后者为股权质押式回购业务；**3）投资类业务：**交易类金融资产和可供出售金融资产，主要对应自营、直投、做市、衍生品等业务。

上市券商简易资产科目表（单位：亿元）

	资产科目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
经纪业务	货币资金	5867	4565	4088	3747	7940	13555	10367
	结算备付金	1740	526	490	667	1778	2642	2196
资本中介	融出资金	28	122	229	2225	6266	7180	5961
	买入返售金融资产	167	92	216	906	2731	3533	5111
投资类业务	交易类金融资产	1283	1524	2304	3001	5195	8696	7682
	可供出售金融资产	1028	1146	1460	1611	2776	5879	6284
	其他	939	1281	1719	1650	1932	3384	4665
总计	-	11052	9255	10505	13807	28618	44869	42265

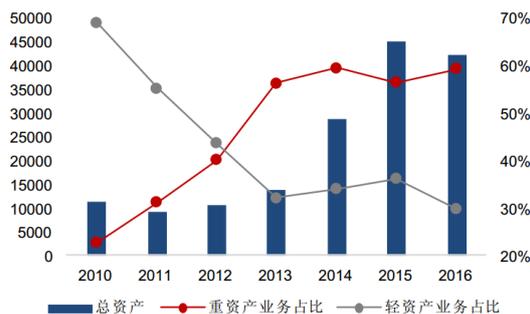
资料来源：国信供图

2010-2016 年，上市券商总资产增加 3.1 万亿，其中 72%由重资产业务驱动。上市券商在统计期间所增加的 3.1 万亿总资产中，经纪业务仅贡献 0.5 万亿，资本中介和投资类业务贡献了 2.3 万亿。也即上市券商自 2010 年以来的资产扩张中，轻资产业务仅贡献了增量的 16%，而重资产业务贡献 72%。

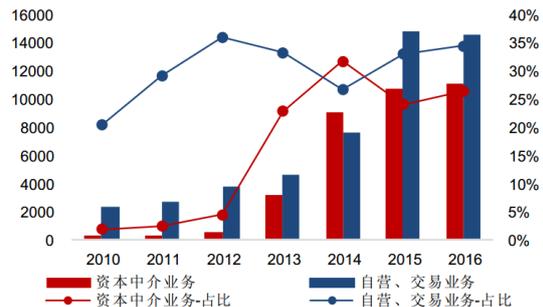
重资产业务在资产端的占比逐步抬升，由 2010 年的 23%提升至 2016 年的 59%，券商重资产化的趋势显著。资本中介业务和投资类业务共同驱动了券商的重资产化过程：

1) 资本中介业务：2010 年开始起步、并在 2013 年开始爆发，对应资产科目为“融出资金”和“买入返售金融资产”，资产总量从 2010 年的 195 亿增长至 2016 年的 10877 亿，占总资产比重由 2%提升至 26%；2) 投资类业务：对应资产科目为“交易类金融资产”和“可供出售金融资产”，资产总量从 2010 年的 2311 亿增长至 2016 年的 13966 亿，占总资产比重由 21%增至 33%。

重资产业务占比显著提升（亿元）



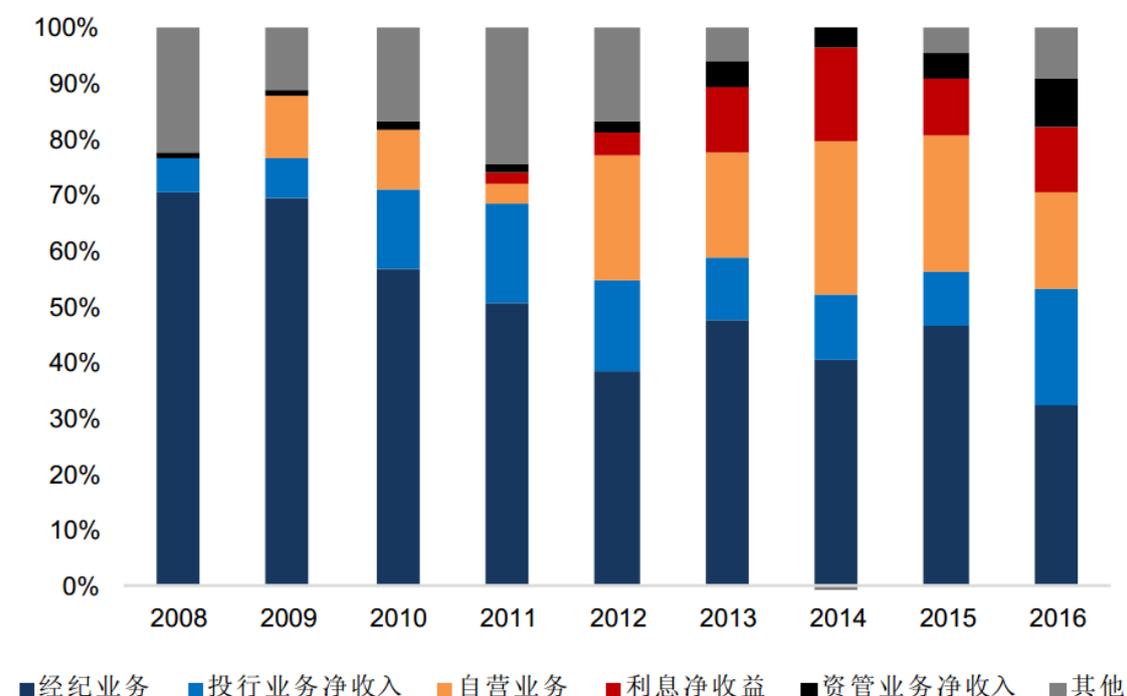
两个驱动：资本中介+投资类业务（亿元）



资料来源：国信供图

重资产化在利润表上表现为收入的**多元化趋势**。重资产业务在资产负债表上的扩张，带来收入上的多元化。近年来，券商业务结构逐渐转变，经纪与投行业务占比显著下滑，从 2008 年的 **77%** 下滑至 2016 年 **53%**。此外，融资融券、股票质押回购等资本中介业务快速发展，各项业务占比趋向均衡，2016 年，经纪、投行、自营、资本中介、资管收入占比分别为 32%、21%、17%、12%、9%。券商收入的多元化背后的主导因素其实是资产负债表的扩张变化，后者作为主导因素是因，前者是果。

重资产化在利润表上的表现：业务收入多元化



资料来源：国信供图

重资产化的原因

首先，重资产化是行业发展的必然趋势，轻资产的模式只适用于个别差异化券商。相对于重资产而言，轻资产模式可以通过更低的资本投入实现更高的 ROE 水平，但其主要缺点在于**难以支撑起整个行业的扩张**。海外证券行业也经历了这个过程。聚焦轻资产业务（例如精品投行、资产管理、低佣金经纪商等）是个别公司差异化的路径，而非行业性趋势。

其次，轻资产业务一直面临“价格战”的困扰，券商具有转型的内在动力。轻资产业务中，由于业务开展的边际成本较低，天然具备价格竞争的条件，经纪业务的佣金率、定向资管业务的管理费率以及债券承销业务的承销费率所面临的竞争最为明显。以经纪业务佣金率为例，行业平均佣金率水平已从 2007 年的 0.187% 下滑至 2016 年的 0.038%。轻资产业务盈利能力持续下滑，券商具有突破固有业务边界的内在动力。

最后，监管层 2010 年以来对资本中介业务的放开，直接引导了重资产化过程。一项创新类业务的开展，在国内往往遵循“从试点到放开”的程序，所以监管层对于创新类业务的态度，直接决定了券商的业务边界。从近几年的行业实践来看，2010 年 3 月和 2013 年 5 月开始试点的融资融券和股票质押式回购业务对行业产生了深远影响，券商的资产负债表得以快速扩张，同时盈利模式也开始经历显著的重资产化过程。

总结：

“重资产”发展路径下，对于券商的要求是利润来源的多元化，以避免轻资产模式下佣金率下降，竞争激烈环境中，券商市场份额和业绩的双下滑。因此，业务多元化、在前几年的竞争中依然保持优势的券商，是值得重点关注的券商。

券商基础业务——经纪业务

中国证券经纪业务是同质红海市场：中国券商经纪业务的财富管理转型没有成功，经纪业务仍然是高度同质化的交易通道。主要原因在于：1) 券商众多，大部分是国有企业，牌照价值大于商业价值；2) 大部分的券商没有品牌优势和差异化服务的手段；3) 市场份额和规模是经纪业务条线主要的考核指标；4) 过去中国的开户条件相对宽松，交易体验本身同质化严重。在近十年时间内，经纪业务是用户的增量市场却是收入的存量市场。

佣金战中没有胜者，只有剩者：券商在佣金战中盈利能力损失惨重，降佣只会进一步恶化行业的生态，只有当佣金率降至行业边际定价者的盈亏平衡点以下全行业亏损时，佣金率才会迎来拐点，而这个边际定价者目前来看是华泰证券和拥有流量优势的互联网券商。

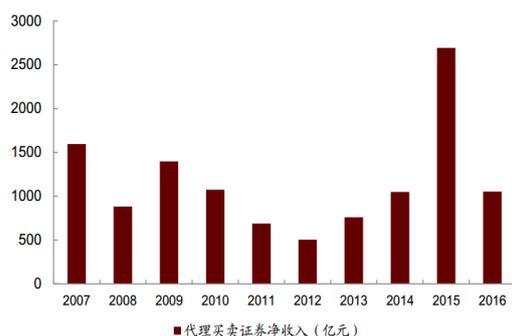
业务介绍——经纪业务是一门怎样的生意？

我国目前的经纪业务是一门高度同质化的生意。同质化业务的行业规律就是走向更高的行业集中度。互联网券商带着巨大的流量优势涌入会让获客的边际成本趋近于零，在自然竞争环境中的长期佣金率也不容乐观。

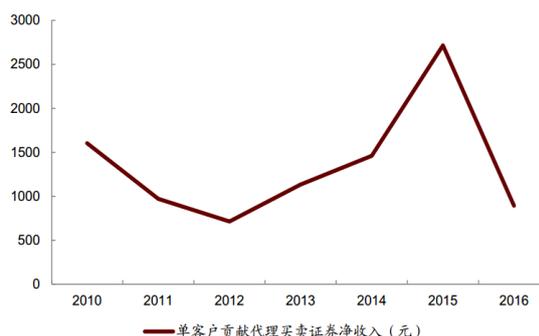
经纪业务作为券商最基础的业务，在券商规模体量不断扩大的过程中地位却越来越低。除了收入占比的降低，收入体量、盈利能力相对于 10 年之前均有下滑，面对着日益提升的固定成本，经纪业务已经成为一个非常薄利的领域。

经纪业务收入体量回到原点。回顾过去十年，虽然 A 股的日均交易额从 2000 亿涨至目前近 5000 亿，但是佣金率的快速下降使得券商的代理买卖证券净收入已经低于过去 10 年的平均水平，单个资金账户贡献收入下降至不到 900 元/年。

经纪业务收入没有增长



单个资金账户贡献经纪业务收入下降明显

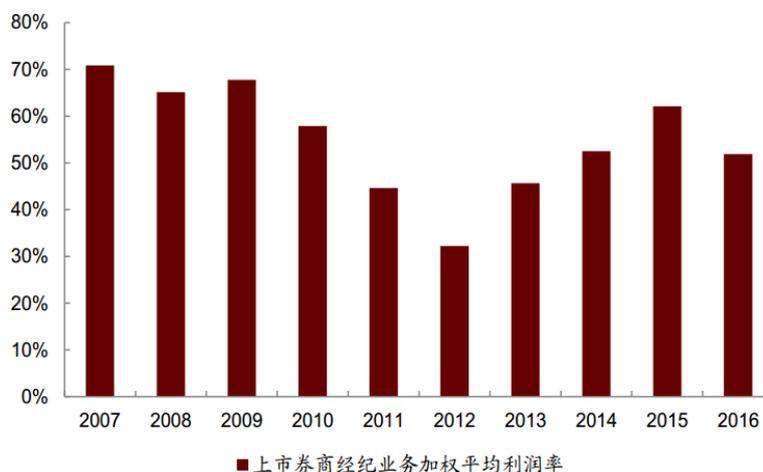


资料来源：中金供图

固定成本快速增长。除交易经手费和监管费之外，经纪业务的固定成本主要来自于人员与营业部的开支折旧，证券经纪人的数量在从 2009 年起翻了 19 倍，对应的人力成本增长也相应增加。2016 年券商营业部已达到 9385 家，其中 30 家券商营业部数量超过 100，今年上半年又有 346 家券商分支机构的增设获批。

经纪业务盈利能力在下降。缺乏增长的收入体量以及日益增长的成本支出使得经纪业务的利润不断降低，行业平均利润率即使在 2015 年牛市也没有达到 2007~2009 年的水平，经纪业务市场的收益已经被大大削弱。

经纪业务盈利能力在收缩



资料来源：中金供图

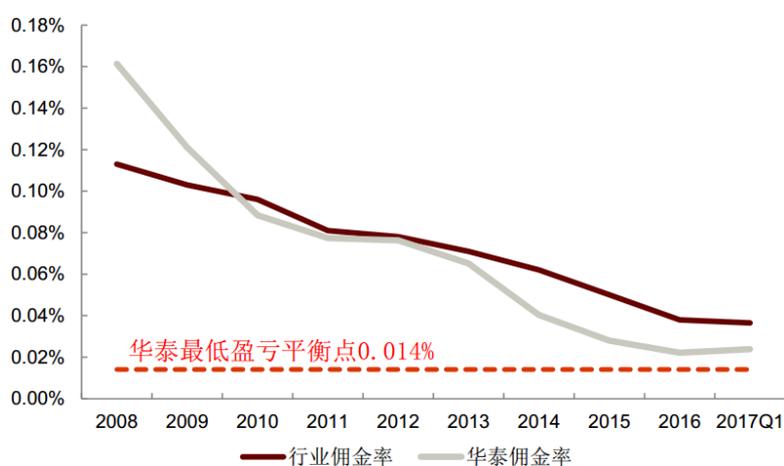
经纪业务盈利来源于**成交量与佣金率**。在牛市中，增量的成交让券商躺着赚钱。当经纪业务只是一个交易通道，行业就是一个无差异化的市场时，低价永远是抢夺市场份额最大的利器。**经纪业务的本质是高度同质化的通道**。作为连接投资者和交易所的纽带，代理买卖证券业务几乎没有差别，很难为客户创造价值。同质化竞争愈发惨烈，创造收益的能力自然越来越弱。

佣金率的盈亏平衡点

行业的盈亏平衡点会定义整个行业的佣金率拐点，而**盈亏平衡点最低的券商也是最具有成本优势的公司**。当佣金率下降到边际定价者的盈亏平衡点以下的时候，全行业陷入亏损，佣金战才会停止。根据卖方盈亏平衡点的测算，目前行业盈亏平衡佣金率为**万 2.2**，相较于目前的**万 3.7** 下探空间已不大。

华泰证券和互联网券商是行业边际定价权掌握者。除小型券商外，目前盈亏平衡点最低者是华泰证券。互联网券商过了投入期，也会成为行业低成本的定价者。

佣金率的底部已经逐渐逼近

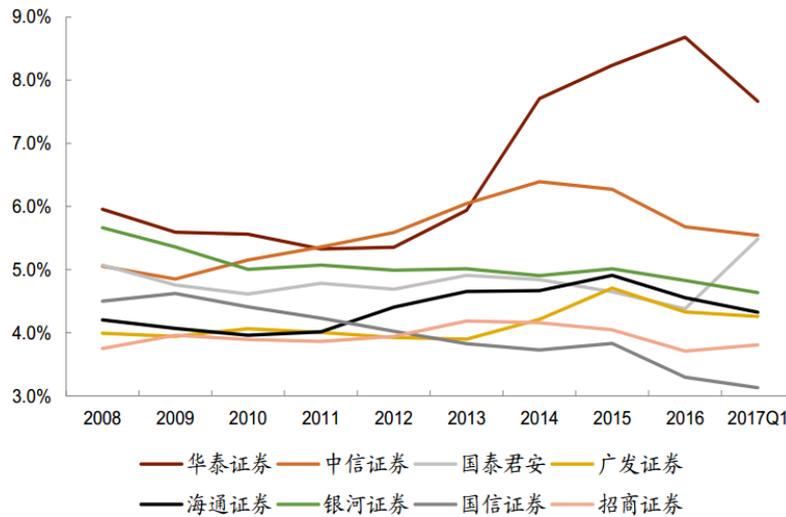


资料来源：中金供图

现在，分别从**份额、收入、盈利**三个角度来观察这场激烈持久的佣金战中的赢家和输家，发现纵使行业生态发生剧烈动荡，**中信证券**领头羊的地位一直没有被撼动。

市场份额方面，**华泰、国金**处于持续扩大市场份额的状态，**国信、光大、银河**等券商则处于持续萎缩中。在佣金战中最激进的**华泰、国金**无疑是份额的大赢家，其份额增长则来自于采用相对保守路线的**国信、光大、银河**证券的下降。

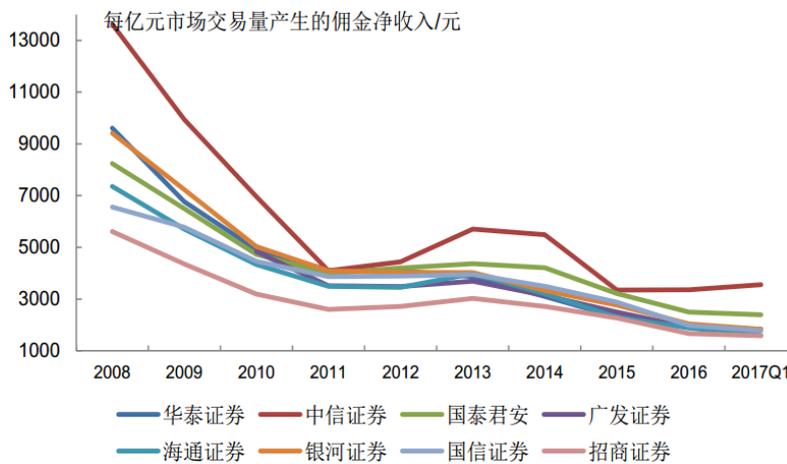
大券商份额华泰一枝独秀，国信、银河大降



资料来源：中金供图

盈利水平方面，**中信依然最强，国泰君安次之**。再从利润率的角度，通过佣金率*市场份额*利润率，即单位市场成交量带来的佣金利润来对比盈利能力，发现尽管中信的利润率由于海外业务的影响仅与行业平均水平相当，但仍能凭借收入体量的巨大优势保持领先地位。

中信创收能力在历年市场环境下均为最强



资料来源：中金供图

券商其他业务情况

资本中介业务

两融余额处于缓慢上行区间，利差收窄，股权质押业务规模扩大。

自 2015 年大起大落后，沪深两融余额经历了一年多的低位徘徊，目前处于平稳上行区间，上半年两融日均余额同比上升 1.73%。未来随着市场复苏，投资者风险偏好改善，两融规模大概率将稳健上升。利差方面，上半年中国经济稳中有升，市场利率上行。而多数券商自 2015 年后并未调整融资利率，大多仍在 8.3-8.6%之间。由于**业务竞争加剧**，实际操作中融资利率议价空间增大，因此**利差受到压缩**。股票质押业务保持良好的增长态势，上半年月末未解押余额均保持 200%以上的同比增幅。全行业利息净收入 198 亿元，同比增长 17%，上市公司同比增长 19%，在总收入中的占比均实现提升。

证券投资业务

券商证券投资整体风格稳健，以**固定收益类自营投资为主**，**股权投资占比较少**。2017 年上半年行业实现证券投资收益（含公允价值变动）366 亿元，同比增 49%。而上市券商实现投资收益 379 亿元，同比增 27%，占总收入的 30%，超越经纪业务成为第一大收入板块。**证券公司的自营收入分化显著，且具有较大波动性**。东方证券的投资收益在总收入中占比达到 70%，远高于其他券商，属于典型的投资驱动券商。华安、山西、申万等投资收益同比实现高速增长，而上市公司中仅太平洋证券出现亏损。

投资银行业务

上半年 IPO 依然保持较快的发行速度，再融资和债券规模收缩。由于再融资新规和债券融资成本上行，上半年再融资募资规模 7487 亿元，同比收缩 23%，债券承销金额也同比下降 34%。国际业务方面，国内券商的主要市场集中在香港，在港投行业务逐渐确立起了领导地位。近年来中国企业寻求外资的需求旺盛，中资券商在帮助国内企业境外融资有天然的优势，一方面拥有共同文化，能够充分理解内地客户需求；另一方面背靠大陆母公司的雄厚资源，容易形成业务协同。上半年，**海通国际**的债券发行数量和金融均排名在港全体投行第一。

收入方面，行业证券承销合计收入 169 亿元，同比下降 30%，上市券商的下滑幅度相对缓慢。投行业务收入占比下滑 4 个百分点至 12%。国金证券上半年投行收入同比增长 32%，投行业务占其总营收的 32%，较为突出。

资产管理业务

上半年券商资管业务规模较去年底增长 3%，截至 2017Q2 业务规模合计 18.1 万亿元。但较 Q1 环比首次出现下滑，降幅约 4%。其中，集合计划规模下滑 3%，定向计划规模下滑 4%，专项计划规模下滑 7%。二季度主动管理业务规模前 20 名的证券公司累计管理资产规模 3.43 万亿，较去年同期前 20 名增长

10%，增速放缓。由于通道业务费率较低，通道业务减少并不会对券商的资管收入产生大的影响。上半年行业资管业务合计收入 140 亿元，同比上升 4%。上市公司的资产管理能力更具优势，合计收入 120 亿元，同比上升 7%，收入增长更快。在资管新政基调下，证券公司急需顺应转变业务重点，**提升主动管理能力**，着力扩大集合和专项类资管计划规模。**华泰资管**上半年收入高速增长，主要源于基期收入规模较小，加之**集团全业务链结构下资管业务扩张顺利**，有效整合海外资产管理平台 AssetMark，主动管理水平稳步提高。此外**海通资管**积极转型，严控通道增长，同时加大对投资研究的投入，提高资管管理能力，上半年业务收入也录得较高增速。

总结：

由以上分析可知，券商的基础业务——经纪业务的核心竞争力在于**对于客户的把握能力**。未来的券商在该业务的竞争优势将体现在：**掌握着更多的客户资源以及更高的客户资产**，而且可以凭借**规模效应合理地控制成本，提供差异化服务**。**客户分层管理，差异化服务是未来的发展方向**。例如广发、华泰等采取客户分层管理方式，对于仅有交易需求的客户，充分利用互联网等低成本手段服务，收取较为低廉的交易佣金。对于高净值客户，则借助投资咨询、财富管理等附加服务来增加其粘性，同时收取较高的费率。前者考验的是基础系统建设和成本控制水平，后者将是未来券商群雄逐鹿之地，乃经纪业务价值及差异所在。

因此大券商在经纪业务的优势将会进一步巩固，首推财富管理转型领先的**华泰证券**。

其他业务方面，依然处于竞争格局当中。再往后看，应该说券商的看点在于**出色的运营能力**。如何在同质化的业务中做出花样，击败对手，享受市场份额、行业集中度提升的蛋糕，是重中之重。

因此，具有清晰的战略定位的券商是关注的重点。通过对比海外龙头投行的案例可知，他们均对自身发展具备清晰的战略定位，对于要服务的核心客户类别有着清晰的界定，进而长期资源聚焦形成自身独特的优势。基于长期转型视角，将券商分为三类：

1) “随行就市”的券商，业绩完全视行业景气情况而定，自身不具备额外的溢价能力，其价值更多的体现为业务的“牌照价值”；

2) “以客户需求为中心”的券商，通过清晰战略定位，决定在哪类客户服务上搭建起业务线条系统，目前最为常见的是机构客户和零售客户之分，该类券商的价值除了“牌照价值”，也有企业家的“经营价值”；

3) 在产品或服务上具备显著领先行业的“溢价能力”的券商，可在一定程度上主导客户需求。目前国内大部分券商仍处于第一类；聚焦机构业务的中信、零售业务的华泰属于第二类；东方证券的资管业务属于第三类。

整体而言，可以得到这样一些投资思路：

综合实力最强的：**中信证券**；

财富管理转型领先的：**华泰证券**；

主动投资能力难以被复制的：**东方证券**（东方资管的主动投资能力难以被复制，也会受到规模扩张上的限制，对于行业整体而言，认为第二类券商的路径更具有可复制性。）

另外，证券行业的发展路径会走向强者恒强，因此像广发、国泰君安、招商等大型券商也会受益于这一行业发展过程。

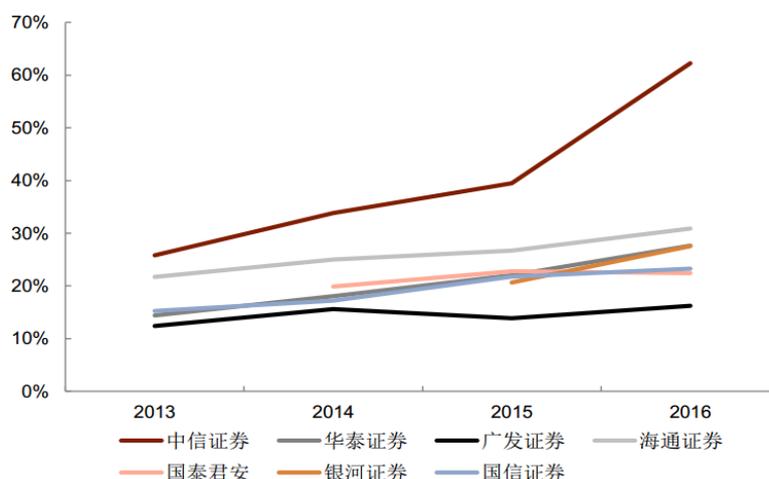
主要券商分析

中信证券：强者地位源于高机构占比

中信证券除在 08~11 年大幅降佣，之后并没有主动迎接佣金价格战，但是其份额却稳定在行业前三，收入始终领跑，受市场环境影响很小。一方面，这与其机构占比高的客户结构密切相关，能获得相对高的溢价；另一方面，**中信经纪业务作为财富管理者角色，其营业部与综合金融体系融合程度较高。**

中信的**机构业务已超过零售业务**。单纯考虑境内的普通经纪业务，中信证券代理买卖证券款中机构的绝对值和比例遥遥领先，尤其在 2016 年超过个人业务，达到 694 亿元。而从信用交易角度来看，中信的优势依旧明显。中信证券能一直保持机构业务的繁荣，也反映其客户粘性非常高，这也是行业历经十年沧桑，中信经纪业务依然雄踞第一的重要原因。

中信证券普通经纪业务中机构占比始终领先

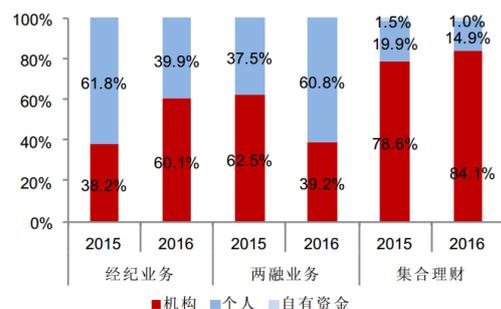


资料来源：中金供图

中信证券以机构客户和高净值客户为核心的业务布局已经在报表中有所体现，是国内为数不多的将战略定位体现在报表数据上的券商。例如 2016 年，经纪业务：代理买卖证券款中机构占比高达 40%、两融业务：两融余额中机构占比为 61%、资管业务：集合理财资金来源中机构占比 84%，机构化特征已经非常明显。

2016 年，公司主承销单数和主承销金额均排名市场第一，债券承销金额排名市场第二。目前，公司 IPO 项目储备分别 40 家，行业排名第一。公司直投子公司**金石投资**下设直投资基金并购基金、三峡共有基金、房地产基金等，IPO 节奏加快下，金石投资有望进入业绩释放期，2016 年实现净利润 16.72 亿元，占比 16.1%。

中信证券客户结构



金石投资净利润占比



资料来源：国信供图

华泰证券：财富管理转型先锋

华泰通过互联网与低佣金作为诱饵，意图将线下客户导入线上，因此其真正的核心优势并不在于依靠低佣金率实现的高市占率，而是改变了与客户的接触方式。这种接触方式的改变，数据的累积才拥有了对客户进行大数据画像资产配置、客户分层、线上投顾的基础。

华泰具备低成本获客的技术基础。华泰是行业佣金率的边际定价者。由于华泰可以将佣金率降到市场最低，因此其成本控制能力是行业中绝对领先的，这也是华泰可以通过不断地降佣实现客户快速积累的原因，而这一切，都是其构建互联网化商业模式的成果。

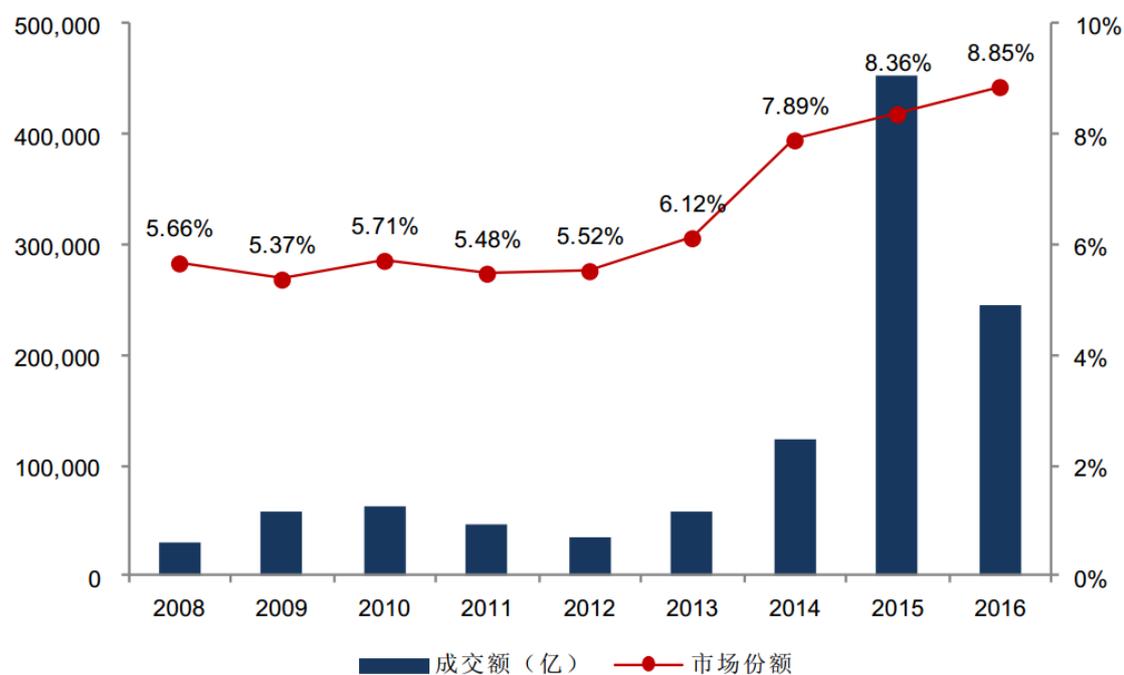
从 2012 年的 5.52%到 2017 年上半年的 7.87%，经纪业务市场份额稳居第一，客户资源优势明显。此外，佣金率在 2017 年一季度达到 0.024%，长期处于行业最低位，基本降无可降。涨乐财富通月度活跃用户数一直位居券商 APP

首位，2016 年，“涨乐财富通”移动终端客户开户数 185.89 万，占公司全部开户数的 91.18%，公司 81.92%的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。

通过与客户接触方式的转变，华泰实现了传统服务网点和经纪业务体系的根本变化。在这个过程中，华泰掌握的核心资源是**客户的数据与需求分析**，进而帮助其更好地设计推销产品，因此未来公司的核心发展方向在于经纪及财富管理收入的上升。

华泰证券 5 月 27 日公布定增预案，拟发行不超过 10.88 亿股，募资不超过 260 亿。重资产模式之下，**资本金**是券商赢得行业领先地位的首要前提，资本补充后公司实力进一步增强，加上管理层坚定的转型战略，公司的长期价值值得密切关注。

华泰证券股基成交额及市场份额



资料来源：国信供图