

证券研究报告—深度报告

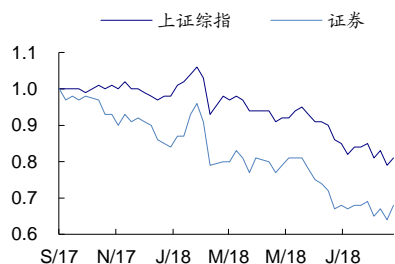
证券

证券行业专题报告系列一

中性

2018 年 08 月 29 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《证券行业 8 月投资策略: 业绩企稳, 龙头优势延续》——2018-08-08
 《证监会资管新规点评: 指标进一步细化, 确保平稳过渡》——2018-07-23
 《证券行业 7 月投资策略: 龙头优势继续演绎, 估值修复可期》——2018-07-11
 《证券行业 2018 年中期投资策略: 开放时代, 改革为行业注入新活力》——2018-06-27
 《证券行业 6 月投资策略: CDR 落地, 龙头券商迎政策暖风》——2018-06-08

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 0755-81981002

E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

行业专题

精品券商孵化正当时

● 主要逻辑与结论

券商业务模式高度同质化困扰行业已久, 随着轻资产业务盈利能力下滑, 行业竞争日趋激烈, 中小券商生存压力加大。此外, 在国内多层次资本市场体系建设大背景下, 大型券商竞争优势突出, 头部效应显著, 证券行业迎来集中度上扬周期。参照美国经验, 证券行业呈现大型综合投行和中小型投行并存的竞争格局, 大型投行一般向综合性发展, 中小型投行往往走专业化、精品化的路线, 不乏成功案例。目前国内仍缺乏精品投行, 但已有部分券商针对细分领域提供特色化服务, 预计未来将有更多中小券商走出特色化发展路线。

● 证券行业或呈现差异化发展格局

主要包括三方面原因: (1) 通道业务占比下滑。轻资产业务长期而言面临“价格战”困扰, 其盈利能力的下滑也加剧了中小券商的生存压力; (2) 监管引导行业提升核心竞争力, 证券公司分类评级办法评价指标向质方面倾斜; (3) 金融对外开放提速, 海外资本、机制、人才、技术等多方面的进驻, 对国内证券行业中长期的影响不容忽视, 国内券商提升核心竞争力迫切性提升。

● 美国证券业的发展具有三大特点

(1) 重资产化趋势带动行业集中度提升。随着行业重资产化, 大型投行在资本实力、定价能力、风控能力、机构客户布局上均具有相对优势, 交易与投资类业务贡献占比提升, 行业集中度提升; (2) 呈现寡头格局, 三大投行收入占比将近 50%; (3) 行业格局呈现出大型全能投行、专业化精品投行、区域性小型投行的“金字塔”结构, 竞争格局多元化。大型投行拥有齐全的业务线, 例如以机构和高净值客户为核心的高盛等, 中小型投行往往走专业化、精品化的路线, 例如专注个人综合金融服务的嘉信理财、专注并购重组的拉扎德等。

● 国内证券业集中度上扬, 精品券商孵化正当时

国内多层次资本市场体系建设大背景下, 以交易为中心的机构服务业务发展模式会更为丰富, 大型券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出, 行业集中度进入上扬周期; 而中小券商, 则借鉴美国经验, 未来应考虑针对细分领域提供特色化服务。目前, 国内仍缺乏“小而精”证券公司, 但有部分券商错位化竞争, 例如专注零售证券业务的东方财富、主动管理能力行业领先的东方证券等, 预计未来将有更多券商走出特色化发展道路。

● 投资建议: 格局分化, 优选龙头及特色券商

行业经营边际改善, 且加速面临分化, 优质券商将更有相对优势。估值上, 目前券商板块 PB 估值为 1.2 倍, 处于历史低位, 具有较高安全边际。重点推荐两类券商: (1) 资本实力充足、综合业务能力行业领先、业务国际化布局的大型券商, 推荐中信证券、华泰证券; (2) 错位竞争、发展模式难以复制的特色化券商, 推荐东方财富、东方证券。

● 风险提示

市场大幅波动对业绩造成的不确定性; 金融监管预期外趋严。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

主要逻辑与结论	4
证券行业或呈现差异化发展格局	4
原因一：通道业务占比下滑	4
原因二：监管引导行业提升核心竞争力	6
原因三：金融对外开放提速	6
他山之石：美国证券业竞争格局	7
行业集中度高	7
高盛：机构化导向的大型投行	10
嘉信理财：以财富管理为主的金融服务商	11
拉扎德：专注并购重组的精品投行	12
国内：集中度上扬，精品券商孵化正当时	15
行业集中度进入上扬周期	15
中小券商重点布局细分领域	16
投资建议	18
风险提示	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 轻资产业务价格竞争的困扰: 佣金率下滑	5
图 2: 证券行业收入结构多元化	5
图 3: 大型券商 2017 年业务结构	5
图 4: 中小券商 2017 年业务结构	5
图 5: 美国证券行业收入结构 (1975-2000 年)	8
图 6: 美国证券行业收入结构 (2001-2013 年)	8
图 7: 美国证券业 CR10	9
图 8: 营业收入 CR3 对比	9
图 9: 美国证券行业格局呈现“金字塔”结构	10
图 10: 高盛业务条线	10
图 11: 高盛业务结构	11
图 12: 嘉信理财转型历程	12
图 13: 嘉信理财管理客户资产规模持续上升 (亿美元)	12
图 14: 嘉信理财业务收入结构	12
图 15: 拉扎德营业收入及增速	13
图 16: 拉扎德归母净利润及 ROE 水平	13
图 17: 拉扎德营业收入结构	13
图 18: 拉扎德财务顾问业务收入结构	14
图 19: 拉扎德资产管理规模及增速	14
图 20: 拉扎德资产管理业务收入结构	14
图 21: 拉扎德管理资产配置结构	15
图 22: 美国证券行业杠杆水平与税前 ROE	16
图 23: 国内证券业杠杆水平与 ROE	16
图 24: 场外期权业务新增名义本金 CR5	16
图 25: 东方财富经纪业务佣金率处于行业低位 (2017 年)	17
图 26: 东方财富股基交易额及市场份额	17
图 27: 东方财富主营业务收入结构	17
图 28: 东方证券资产管理业务结构	18
图 29: 券商历史估值趋势	19
表 1: 《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》加分项目	6
表 2: 2017 年以来证券行业对外开放进程提速	6

主要逻辑与结论

券商业务模式高度同质化困扰行业已久，随着轻资产业务盈利能力下滑，行业竞争日趋激烈，同时叠加监管引导市场化竞争、金融加速对外开放的大环境，中小券商生存压力加大。此外，在国内多层次资本市场体系建设大背景下，以交易为中心的机构服务业务发展模式会更为丰富，大型券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出，头部效应显著，证券行业迎来供给侧改革及集中度上扬周期。参照美国经验，证券行业呈现大型综合投行和中小型投行并存的竞争格局，大型投行一般向综合性发展，中小型投行往往走专业化、精品化的路线，不乏成功案例。目前国内仍缺乏精品投行，但已有部分券商针对细分领域提供特色化服务，预计未来将有更多中小券商走出特色化发展路线。

证券行业或呈现差异化发展格局

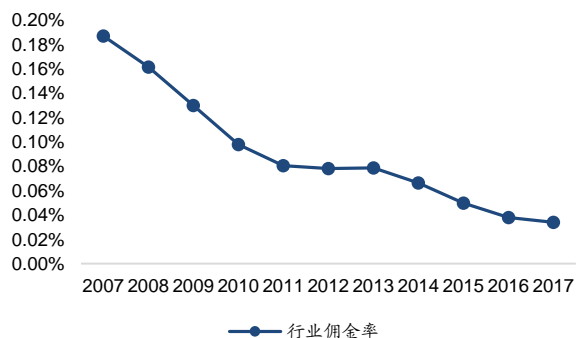
长期以来，券商业务模式高度同质化，行业格局分散，以致于呈现“同涨同跌”的现象。参照海外投行的发展经验，包括美国、日本证券业，国内证券业将经历差异化发展的阶段。而在头部效应持续的环境下，差异化发展将在酝酿之中，尤其对于中小券商而言，特色化发展将是脱颖而出之路。

原因一：通道业务占比下滑

轻资产业务受价格竞争困扰。证券公司的业务可以分为主要依靠券商牌照来实现利润的“轻资产业务”以及主要依靠资产负债表扩张获取利润的“重资产业务”，前者包括经纪、投行和资产管理业务，后者包括自营、做市、直投及资本中介业务。虽然近年来券商增量牌照有限，但依靠牌照价值的业务趋同、产品服务种类相对单一的现状依然日趋严重。业务同质化严重的轻资产模式难以支撑证券公司的可持续发展和整个行业的扩张，还将面临“价格战”的困扰，以经纪业务的佣金率、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 2017 年的 0.034%。轻资产业务盈利能力的持续下滑加大了中小券商的生存压力，但同时也是促使证券公司突破固有业务边界的内在动力。

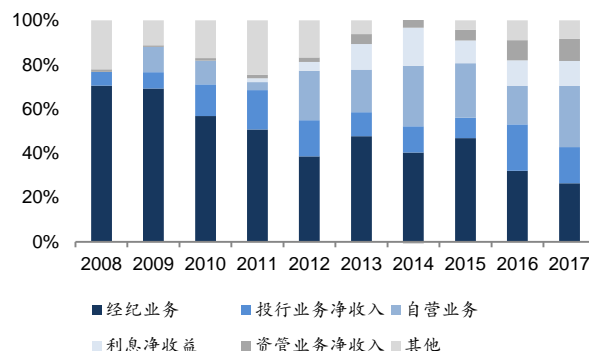
重资产业务崛起，证券行业酝酿转型与分化。面临牌照价值业务同质化的竞争困境，证券公司开始向以资本中介业务和投资类业务为主的重资产业务模式转型。随着监管层 2010 年以来对资本中介业务的放开，证券公司开始加大对融资融券、股票质押式回购交易、约定购回式证券交易等资本中介业务和资产管理、资产证券化等创新类业务布局，重资产业务的崛起带动券商资产负债表快速扩张。同时，券商重资产化的转型也推动业务结构呈现多元化趋势。从证券行业的收入结构来看，经纪与投行业务占比显著下滑，从 2008 年的 77% 下滑至 2017 年 43%；融资融券、股票质押回购等资本中介业务的快速发展，推动各项业务占比趋向均衡；2017 年，经纪、投行、自营、资本中介、资管收入占比分别为 26%、16%、28%、11%、10%。

图 1：轻资产业务价格竞争的困扰：佣金率下滑



资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

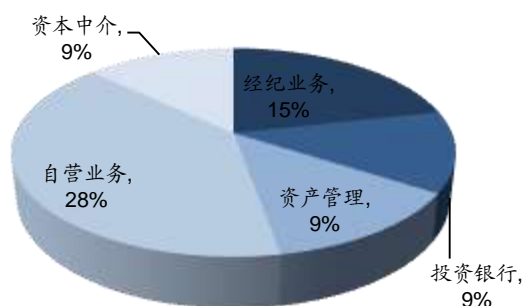
图 2：证券行业收入结构多元化



资料来源：证券业协会、国信证券经济研究所整理

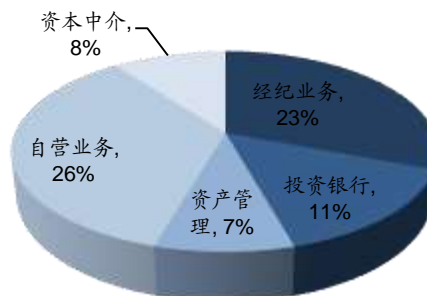
行业整体趋势体现为：依靠券商牌照来实现利润的“轻资产业务”占比下滑，主要依靠资产负债表扩张获取利润的“重资产业务”占比上升。分券商而言，2017 年中小券商（除前五大外上市券商）经纪业务收入占比 23%，高于大型券商（前五大券商）占比，对轻资产业务依赖度较高。由于轻资产业务长期而言面临“价格战”困扰，轻资产业务盈利能力的下滑也加剧了中小券商的生存压力，同时也促使了券商寻找特色化发展之路。

图 3：大型券商 2017 年业务结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：中小券商 2017 年业务结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

原因二：监管引导行业提升核心竞争力

监管引导行业提升核心竞争力。2017年7月，证监会修订证券公司分类评级办法，旨在引导行业提高经营效率、提升核心竞争力、优化风控。除了更加注重资本充足指标及全面风险管理，净资本加分标准由10亿元提升至20亿元，在加减分上强化了合规、风险控制和市场竞争力等指标，评价指标向质的方面倾斜，例如引入营业部均经纪业务收入排名、注重主动管理规模和承销项目的质量，引导证券公司进一步提升市场竞争力。

表 1：《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》加分项目

加分项目	每次加减分数值（2017 修订）
合并报表营业收入	证券公司上一年度营业收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分
经纪业务	证券公司上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名，且营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分或证券公司上一年度营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分，前述两项按孰高分值加分
投行业务	证券公司上一年度承销与保荐业务、财务顾问业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分
资产管理业务	证券公司上一年度资产管理业务收入（资产管理业务净收入-资产管理业务规模乘以万分之五）位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分
机构客户投研服务	证券公司上一年度机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例达到 40%、30%、20%，且经纪业务收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；
境外子公司证券业务收入	证券公司上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到 40%、30%、20%，且营业收入位于行业中位数以上的，分别加 4 分、3 分、2 分
新业务、信息系统建设投入	证券公司新业务市场竞争力或者信息系统建设投入指标，位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分

资料来源：证监会、国信证券经济研究所整理

原因三：金融对外开放提速

金融对外开放提速，国际化和混业竞争加剧。从行业国际化竞争来看，2017年10月，习近平主席在十九大报告中就表示要“大幅度放宽市场准入，扩大服务业对外开放”；2018年4月，习近平主席在博鳌亚洲论坛开幕式演讲中强调“在金融服务业方面，将推动放宽银行、证券、保险行业外资股比限制的工作”；4月28日，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司，逐步放开合资证券公司业务范围。虽然目前多数外资控股的证券公司只具有中方券商股东的投行业务牌照，短期内对国内证券行业竞争格局的影响不大，但在对外开放加速的背景下，海外资本、机制、人才、技术等多方面的进驻，对国内证券行业中长期的影响不容忽视。由于外资在定价能力、风控能力、资金实力具备相对优势，外资进入将加剧创新类业务竞争，包括产品创设、做市等业务，整体而言，将加剧行业供给侧改革，因此，国内券商提升核心竞争力迫切性提升。

表 2：2017 年以来证券行业对外开放进程提速

时间	政策/事件	主要内容
2017 年 1 月	国务院《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》	服务业重点放宽银行类金融机构、证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、保险机构、保险中介机构外资准入限制。
2017 年 7 月	第五次全国金融工作会议	积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序；坚持自主、有序、平等、安全的方针，稳步扩大金融业双向开放。
2017 年 8 月	国务院《关于促进外资增长若干措施的通知》	进一步减少外资准入限制，扩大市场准入对外开放范围，持续推进银行业、证券业、保险业对外开放，明确对外开放时间表、路线图。
2017 年 10 月	十九大报告	推动形成全面开放新格局；大幅度放宽市场准入，扩大服务业对外开放，保护外商投资合法权益。
2018 年 3 月	《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》	落实党的十九大关于“大幅度放宽市场准入，扩大服务业对外开放”的决策部署，兑现中美元首会晤我国关于证券业对外开放的承诺。

诺，以进一步扩大证券业对外开放。

2018 年 4 月	博鳌亚洲论坛开幕式重要讲话	(1) 将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，三年后不再设限；(2) 不再要求合资证券公司境内股东至少有一家是中国证券公司
2018 年 4 月	《外商投资证券公司管理办法》	允许外资控股合资证券公司；逐步放开合资证券公司业务范围；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例

资料来源：国务院、证监会等，国信证券经济研究所整理；

总结而言，行业呈现重资产化趋势，轻资产业务长期而言面临“价格战”困扰，轻资产业务盈利能力的下滑加剧了中小券商的生存压力，也促使了券商寻找特色化发展之路；同时，监管引导市场化竞争，提高券商核心竞争力；此外，金融加速对外开放也将加剧行业竞争。在行业竞争加剧的环境下，国内证券行业将加速差异化发展，除了形成综合性龙头券商，也会形成各细分领域的精品券商。

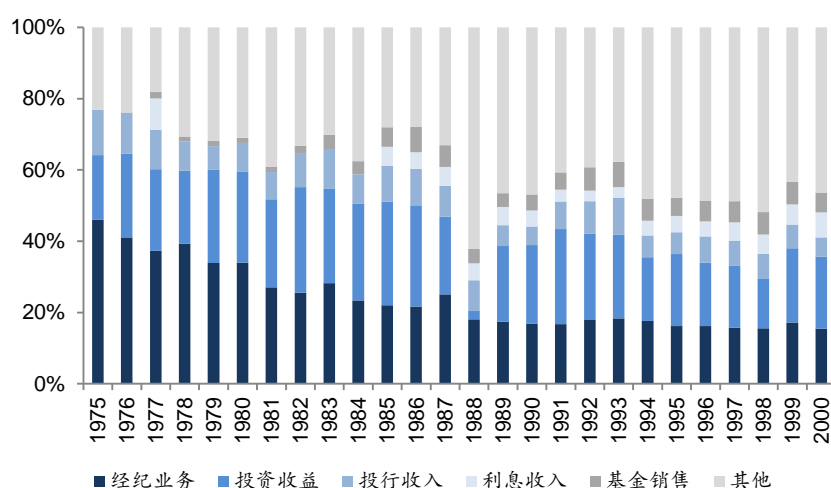
他山之石：美国证券业竞争格局

从美国证券业的发展来看，具有以下特点：(1) 重资产化趋势带动行业集中度提升。随着行业重资产化，大型投行在资本实力、定价能力、风控能力、机构客户布局上均具有相对优势，交易与投资类业务贡献占比提升，行业集中度提升；(2) 呈现寡头格局，三大投行收入占比将近 50%；(3) 行业格局呈现出大型全能投行、专业化精品投行、区域性小型投行的“金字塔”结构，竞争格局多元化。大型投行拥有齐全的业务线及鲜明的经营特色和优势业务，例如以机构和高净值客户为核心的高盛等，中小型投行往往走专业化、精品化的路线，例如专注个人综合金融服务的嘉信理财、专注并购重组的拉扎德等。

行业集中度高

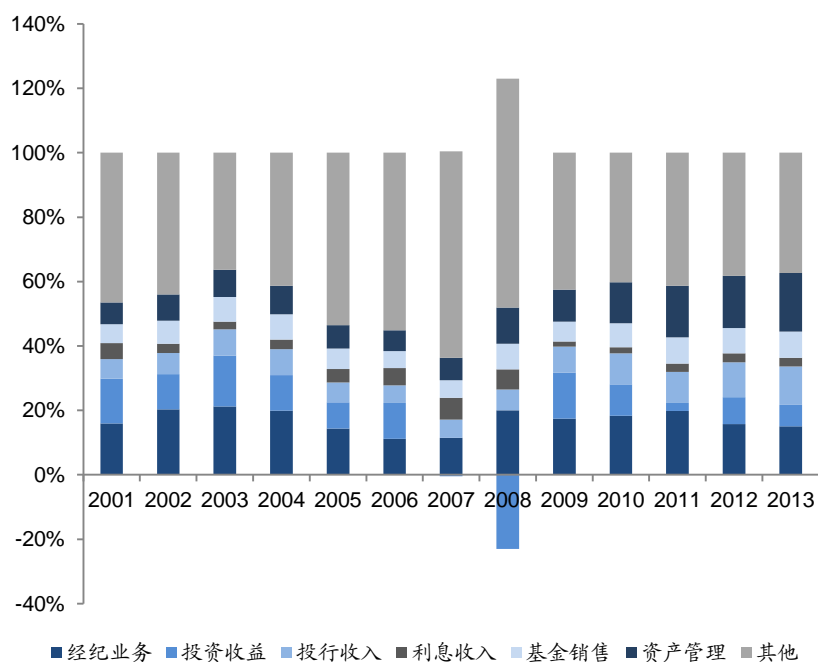
美国证券业务结构经历了由单一向多元业务模式转变的过程。1975 年前，美国投行业务收入主要来源为经纪、投资和承销业务，其中经纪业务为主导业务，1975 年美国证券行业收入结构中经纪业务占比高达 46%；1975 年实施佣金自由化后，美国证券行业开始了一系列自主业务创新，盈利模式也由高度依赖佣金的模式向多元业务模式转型。80 年代开始，经纪业务收入贡献占比开始下降，随着产业结构升级和财富管理市场的快速发展，企业并购重组等咨询业务以及直接投资、资产管理等业务逐步兴起。至 90 年代，美国衍生品业务及资产证券化业务开始快速发展，推动行业收入持续增长。2000 年之后，创新业务的爆发推动其他业务收入快速提升，至 2008 年占行业总营收比重超 70%，包括为客户提供交易、投资、产品创设服务等收入；但在金融危机后，市场意识到衍生品及证券化产品的风险，其他业务收入占比开始有所收缩，至 2013 年已下降至 37%，经纪、投资和承销等传统业务合计占比约 34%，业务结构更加均衡。

图 5：美国证券行业收入结构（1975-2000 年）



资料来源：SIMFA，国信证券经济研究所整理

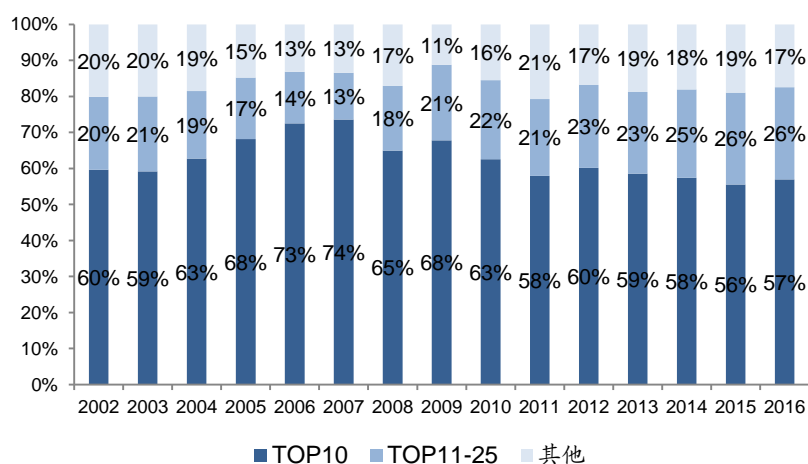
图 6：美国证券行业收入结构（2001-2013 年）



资料来源：SIMFA，国信证券经济研究所整理

2002-2007 年美国行业集中度不断提升。从美国证券业行业集中度来看，2002 年以来 CR10 为 60% 左右，2007 年 CR10 达到 74%，主要由于创新业务的爆发推动其他业务收入快速提升（包括为客户提供交易、投资、产品创设服务等收入）。但金融危机后，由于大型投行交易与投资业务收入的下滑，CR10 有所下滑，2016 年，CR10 为 57%。

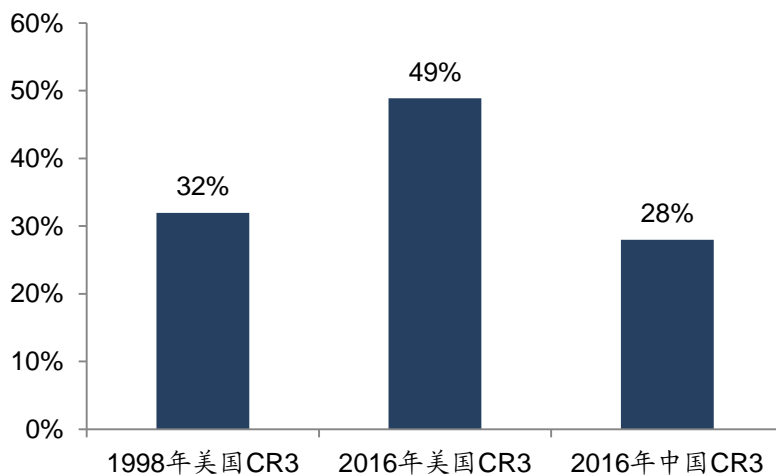
图 7：美国证券业 CR10



资料来源：SIMFA，国信证券经济研究所整理

美国证券行业呈现寡头格局，CR3 占比高达 50%。1998 年三大投行（高盛、摩根士丹利、花旗）总收入占行业总收入比例为 32%，行业集中度不断能提升，2016 年占比达到 49%。而对比美国，中国证券行业集中度依然处于较低水平，2016 年营业收入 CR3 为 28%。

图 8：营业收入 CR3 对比



资料来源：SIMFA、证券业协会、国信证券经济研究所整理

美国的证券市场发展至今已经相当成熟，形成了大型综合投行和中小型投行并存的竞争格局。观察美国投行的经营模式，可以看出他们均对自身发展具备清晰的战略定位。（1）大型投行一般向综合性发展，凭借强大的综合实力吸引客户并抢占市场，同时，大型投行在发展定位上也各有侧重点，如高盛明确以机构和高净值客户为核心，集中精力做大做市、资本中介、投行和财富管理业务；摩根士丹利将抗周期能力极强的财富与资产管理业务打造为支柱业务；（2）中小投行则主要向专业型和精品型路线发展，如嘉信理财初期专注经纪业务，以

折扣佣金策略锁定中小投资散户，走低成本扩张战略，随后将经营重点移向资产管理业务；拉扎德投资银行作为并购界的翘楚，核心业务只有财务顾问和资产管理两项，却依旧能实现较高的收益率。除了大型投行、专业化的精品投行，此外则是大量的区域性小型投行。

图 9：美国证券行业格局呈现“金字塔”结构

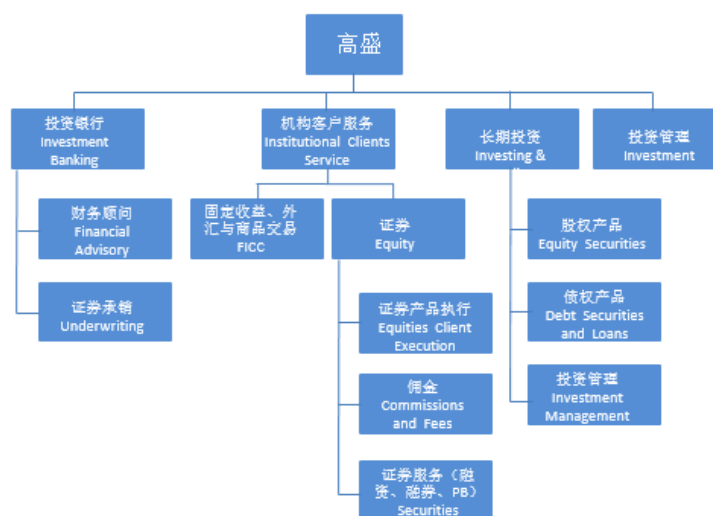


资料来源：国信证券经济研究所整理

高盛：机构化导向的大型投行

明确的机构和高端客户业务导向。高盛长期以机构和高净值客户为核心，集中精力做大做市、资本中介、投行和财富管理业务，而机构化的好处在于业务需求更为稳定，且衍生业务较多。我们从高盛的业务线条设置中也可以看出，机构客户服务（Institutional Clients Service）作为一个独立部门单列，专门针对机构客户开展 FICC 以及融资融券等信用类业务。

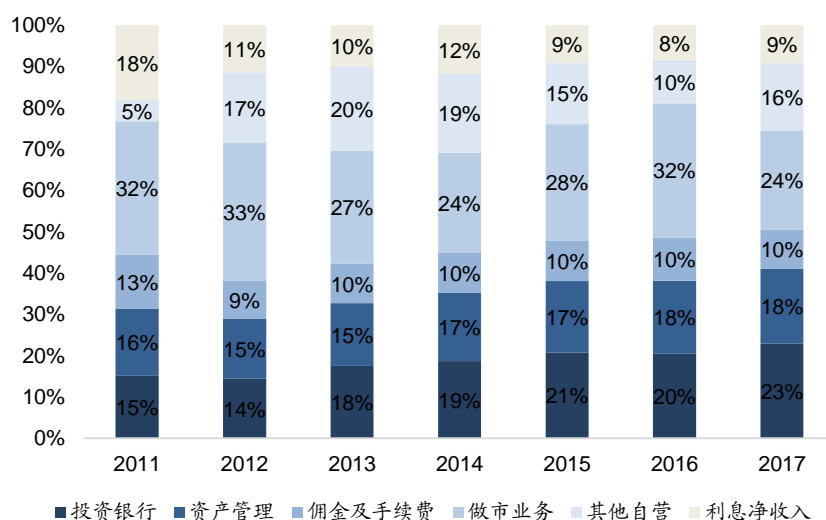
图 10：高盛业务条线



资料来源：高盛年报、国信证券经济研究所整理

高盛长期以机构和高净值客户为核心。集中精力做大做市、资本中介、投行和财富管理业务，而机构化的好处在于业务需求更为稳定，且衍生业务较多，其本质为重资产模式。2017 年，高盛投行、资管、佣金及手续费、做市、自营和利息收入的占比分别为 23%、18%、10%、24%、16%和 9%。

图 11：高盛业务结构



资料来源：高盛年报、国信证券经济研究所整理

嘉信理财：以财富管理为主的金融服务商

从佣金折扣经纪商向综合金融服务公司转型。嘉信理财创立于 1971 年，美国实行佣金自由化后，嘉信理财抓住机遇，通过对中小额交易的佣金率提供折扣，争取到了更多的中小投资者业务。当时嘉信的经纪业务模式并不向投资者提供咨询、顾问方面的服务，而是单纯提供通道服务，其定位也避免了与客户之间的潜在利益冲突。嘉信模式迎合了当时多数喜欢自主投资的投资者，吸引并逐步培养了一批黏性客户。

业务转型调整，从经纪走向资产管理。嘉信的经纪业务以低佣金策略培养了一批粘性客户，并通过交易信息掌握了客户的投资偏好，嘉信推出资管业务后，以各类理财产品+一对一的理财顾问咨询服务很顺利地增加了客户粘性，收入重点也转向为顾客提供增值性投资服务获取的佣金收益。如今，资产管理费收入已经取代传统佣金收入，成为嘉信理财比重最高的一项业务收入。

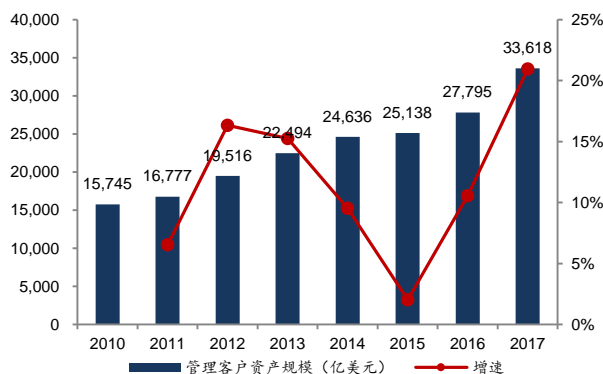
图 12: 嘉信理财转型历程



资料来源: Charles Schwab、国信证券经济研究所整理

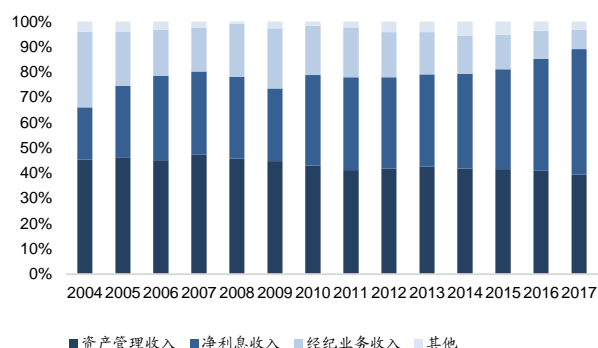
管理客户资产规模持续上升，业务收入结构发生转变。嘉信理经过四十年的发展，逐步从最初的折扣经纪商转变为全方位金融服务商，如今活跃经纪账户超 1020 万，管理客户资产 3.04 万亿美元。从嘉信转型过程中的收入结构看来，收入来源重心逐渐由依靠交易量赚取不稳定的佣金收入，转变为以客户资产规模为基础的管理费收入，经纪业务收入占比下滑至 2016 年的 11%，而资产管理收入占比提升，稳定在 40%以上。

图 13: 嘉信理财管理客户资产规模持续上升（亿美元）



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 14: 嘉信理财业务收入结构

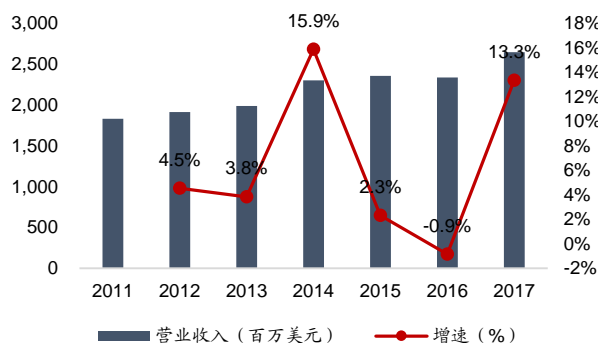


资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

拉扎德: 专注并购重组的精品投行

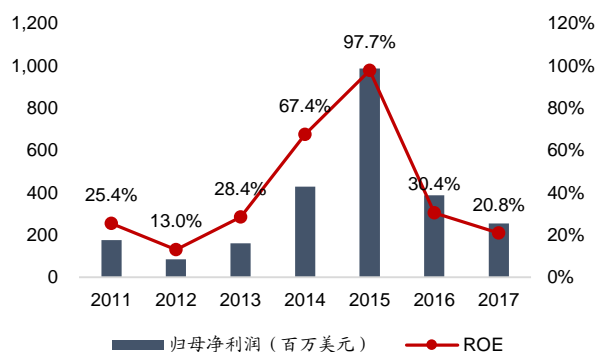
拉扎德是一家以“并购重组专家”著称的美国中小型投资银行，其核心业务只有财务顾问和资产管理这两项，但其净资产收益率甚至超过了高盛这样的大型综合性投资银行。拉扎德核心聚焦两项业务的经营模式也反映在公司的收入结构中：财务顾问和资产管理业务收入几乎各自贡献了总营收的一半，占比相当。2017年，拉扎德共实现营业收入 26.44 亿美元，同比增长 13.3%，其中财务顾问收入 13.88 亿美元，占比 52%，略高于资产管理收入（12.56 亿美元）占比 4 个百分点。

图 15: 拉扎德营业收入及增速



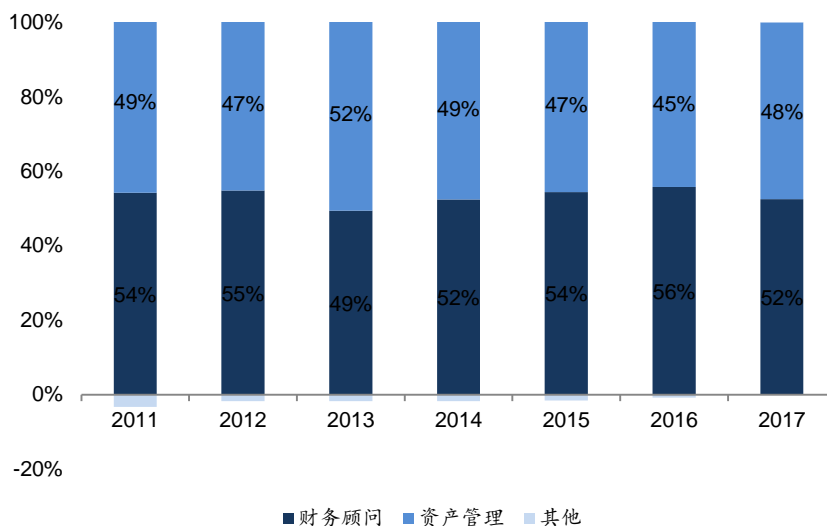
资料来源: LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 16: 拉扎德归母净利润及 ROE 水平



资料来源: LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

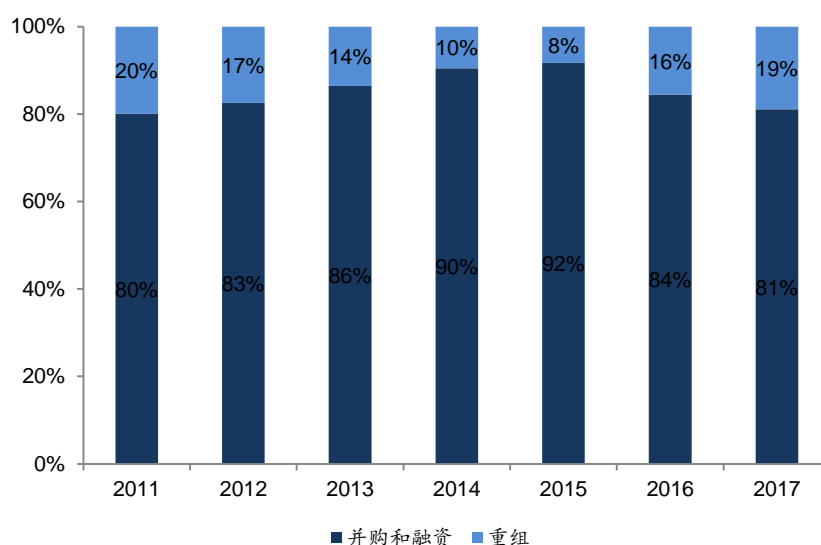
图 17: 拉扎德营业收入结构



资料来源: LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

财务顾问业务: 专注并购重组, 培养长期客户。作为一家历史悠久的国际投行, 拉扎德致力于为全球范围内的各类公司、机构、政府和个人客户提供一系列的财务顾问服务, 主要涵盖兼并收购、企业重组、筹集资金等业务。与其他大型投资银行涉足各种业务领域不同, 拉扎德始终专注于并购重组业务, 并不直接参与市场交易, 也就不存在咨询业务与交易业务之间可能存在的利益冲突问题, 更能为客户提供独立客观的专业服务。同时, 长期专注于一项高度专业化服务也成就了拉扎德在细分领域的良好声誉。在客户服务方面, 拉扎德寻求与客户建立和维持长期关系, 而不是单纯关注单次交易, 财务顾问业务的前十大客户在 2017 年、2016 年和 2015 年分别贡献业务收入的 22%、23%和 17%。

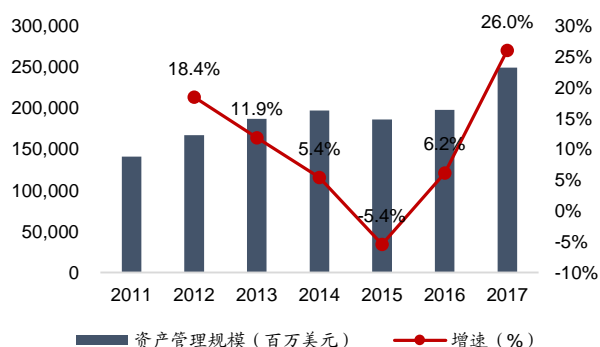
图 18: 拉扎德财务顾问业务收入结构



资料来源: LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

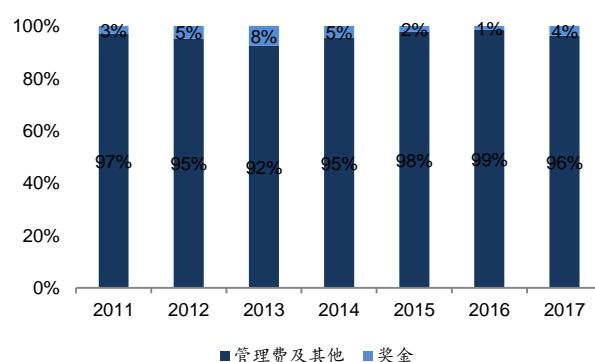
资产管理业务: 以主动管理的权益类产品为主打, 以专注优势打造特色品牌。在并购重组业务之外, 拉扎德利用其公司财务方面的研究优势发展资产管理业务, 为客户提供投资管理服务。截至 2017 年底, 拉扎德资产管理部门运作的资产规模达到 2495 亿美元, 同比增长 26.0%, 其中股票投资 2094 亿美元, 占比高达 84%。拉扎德的资产管理业务以主动管理的权益类产品为主, 虽然也提供其他固定收益、另类投资产品等, 但主要是应客户需求设立, 规模占比较小。2017 年, 公司管理资产规模中约 88% 为机构客户资产, 其余 12% 属于高收入家庭及高净值客户, 前十大客户贡献了资产管理部门业务收入的 25%。

图 19: 拉扎德资产管理规模及增速



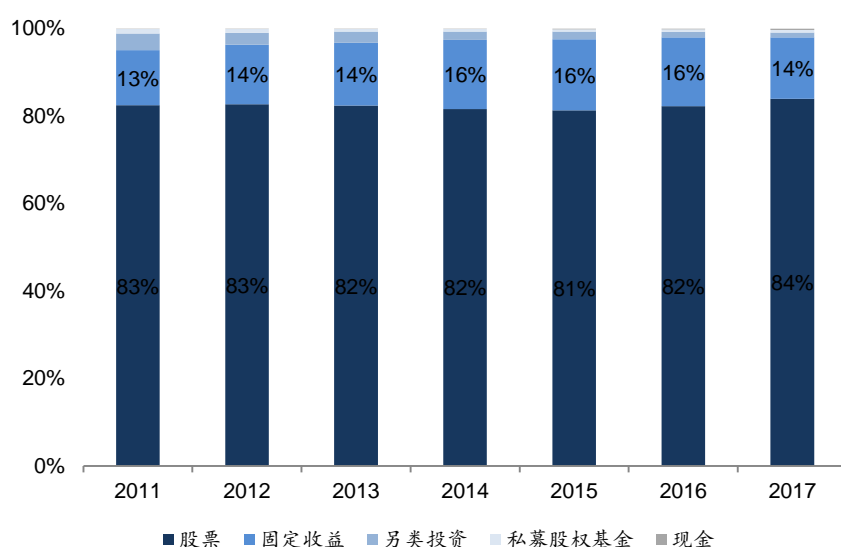
资料来源: LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 20: 拉扎德资产管理业务收入结构



资料来源: LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 21：拉扎德管理资产配置结构



资料来源：LAZARD 公司年报、国信证券经济研究所整理

国内：集中度上扬，精品券商孵化正当时

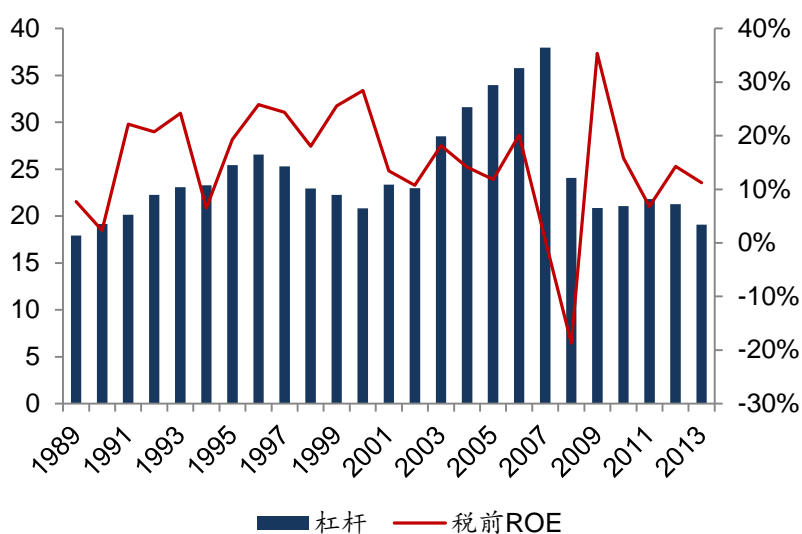
国内多层次资本市场体系建设大背景下，以交易为中心的机构服务业务发展模式会更为丰富，大型券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出，行业集中度进入上扬周期；而中小券商，则借鉴美国经验，未来应考虑针对细分领域提供特色化服务。目前，国内仍缺乏“小而精”证券公司，但有部分券商错位化竞争，例如专注零售证券业务的东方财富、主动管理能力行业领先的东方证券等，预计未来将孵化更多券商走出特色化发展道路。

行业集中度进入上扬周期

参照美国经验，美国在佣金自由化以后由轻资产模式转向重资产模式，收入结构中交易与投资需求业务占比逐渐增加，此外，可体现为杠杆水平的提升。1975年美国证券行业经纪业务收入占比为 46%，而 2013 年经纪业务收入占比仅 15%，杠杆水平从 1975 年的 7 倍上升到 2013 年的 19 倍，使得美国证券行业维持了较高的 ROE 水平。由于创新业务的爆发推动其他业务收入快速提升（包括为客户提供交易、投资、产品创设服务等收入），行业集中度不断提升。

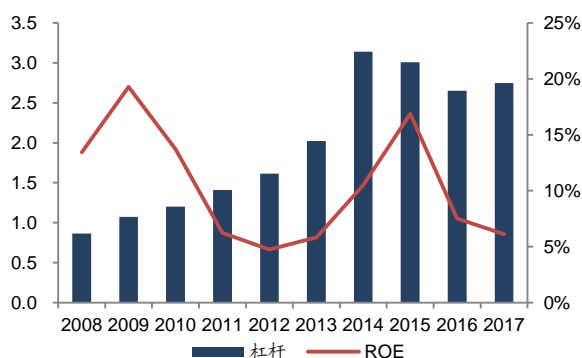
从中长期来看，国内多层次资本市场体系建设将加速行业集中度提升。金融加大对外开放背景下，投资者专业化、多元化的金融需求不断增加，以交易为中心的机构服务业务发展模式会更为丰富，而这类业务的发展需要大量资本金，大型券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出，市场份额有望进一步集中。以场外期权业务为例，市场集中度较高，每月新增名义本金前五大券商占比维持在 80% 左右，体现出强者恒强格局。此外，由于交易与投资类业务的发展对资金需求较大，有望提升权益乘数与 ROE。

图 22: 美国证券行业杠杆水平与税前 ROE



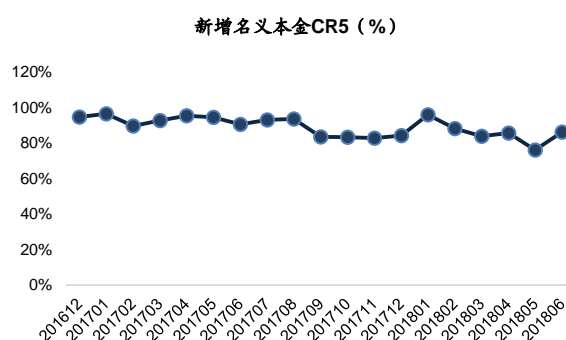
资料来源: Sec、国信证券经济研究所整理

图 23: 国内证券业杠杆水平与 ROE



资料来源: 证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 24: 场外期权业务新增名义本金 CR5



资料来源: 中证场外衍生品市场、国信证券经济研究所整理

短期来看，散户机构化、发行制度改革等均加速行业集中度提升。经纪业务散户机构化，而大型券商在机构客户服务能力方面较强；投行业务上，IPO 审核常态化，对新经济企业和海外高新企业回归 A 上市支持力度加大，企业 IPO、CDR 发行、并购重组等业务需求将显著提升，而大型券商跨境服务能力、承销能力较强，在把握业务机遇上具有相对优势。因此，国内证券业行业集中度进入上扬周期，龙头优势显现。

中小券商重点布局细分领域

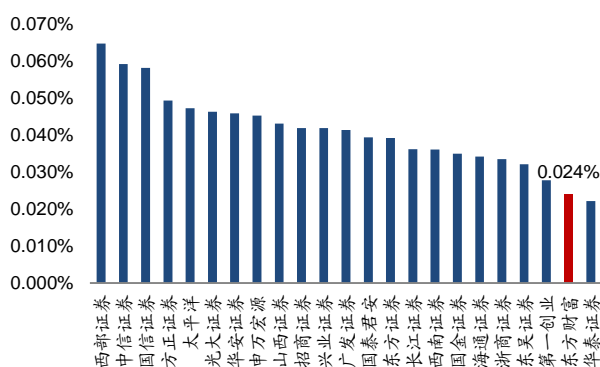
在行业集中度加速提升、强者恒强头部效应明显的环境下，参考海外经验，中小券商可重点布局各细分领域。海外不乏成熟案例，例如，重点布局财富管理的嘉信理财、聚焦网络经纪交易的 E-trade、专注并购重组的拉扎德等。目前，国内市场仍缺乏“小而精”证券公司，但也有券商错位竞争，走出特色化发展道路，例如典型的轻资产互联网券商东方财富、主动管理能力行业领先的东方证券等。

东方财富：典型的轻资产互联网券商

优质客户流量转化+低佣金策略，经纪业务市场份额快速攀升。东方财富从垂直财经网站平台转型到互联网券商领域，具备天然的轻资产特征，拥有低成本运营优势。凭借前期积累的海量、粘性客户和超低手续费，东方财富证券经纪业务的份额逐年抬升。2015 底，公司转型初期，市场份额仅为 0.27%，在券商中排名 61 位；截至 2018 年一季度，东方财富市场份额已上升到 1.94%，排名提升到 16 位。

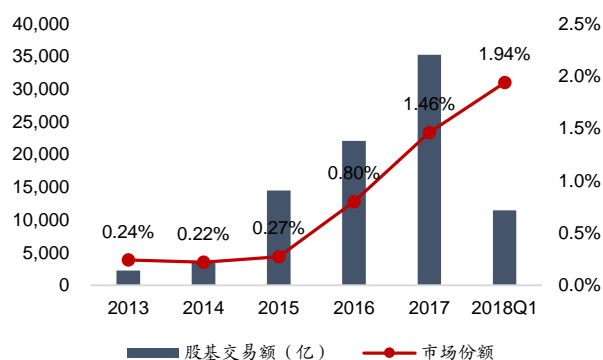
基金代销业务回暖，和证券收入形成双支撑。自 2012 年东方财富开展基金代销业务以来，基金销售规模总额已接近 1.7 万亿元，基金销售业务也逐步成为公司的重要支撑。2017 年，公司基金销售额为 4124 亿元，同比增长 34.7%，实现基金销售收入 8.44 亿元。目前公司的收入上主要支撑为证券业务和基金代销收入，2017 年分别占比 56%、33%。

图 25：东方财富经纪业务佣金率处于行业低位（2017 年）



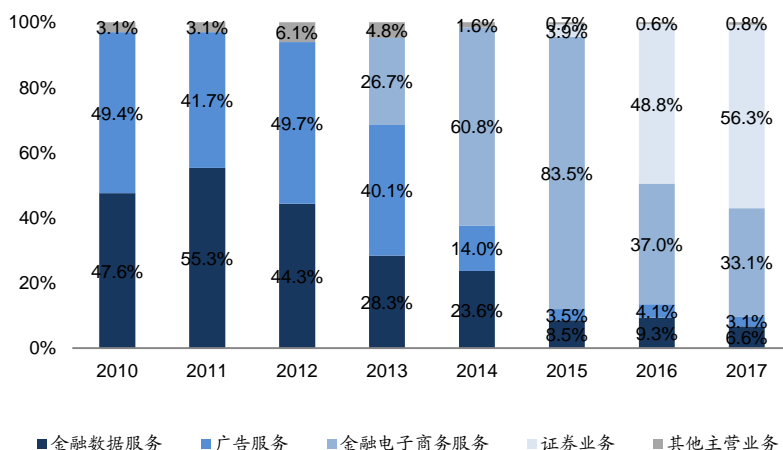
资料来源：各上市公司年报、国信证券经济研究所整理

图 26：东方财富股基交易额及市场份额



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 27：东方财富主营业务收入结构



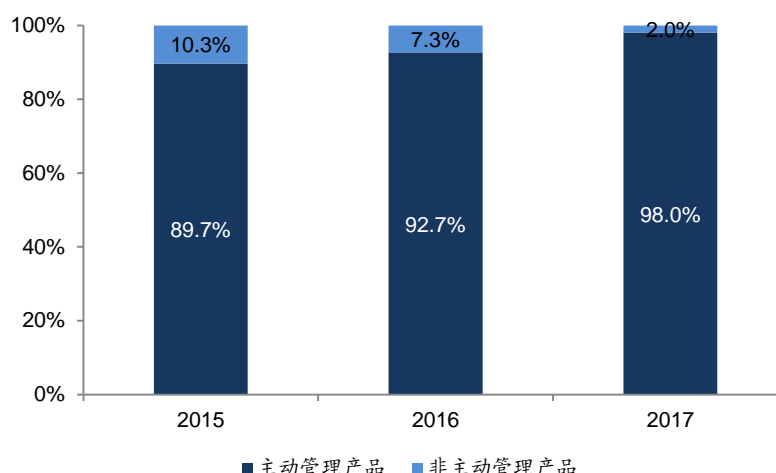
资料来源：东方财富历年年报、国信证券经济研究所整理

东方证券：主动管理能力行业领先

资管业务走主动管理路线，中长期业绩持续保持行业领先优势。2017 年末，公司受托资产管理规模达 2143.92 亿元，其中主动管理规模突破两千亿元，占比高达 98.02%，远超券商资管行业平均水平。东证资管主动管理权益类产品的平均年化回报率为 56.25%，高于同期沪深 300 指数回报率 (21.78%)。2017 年，

公司受托客户资产管理业务净收入为 19.77 亿元，同比增长 121%，据证券业协会统计，东证资管受托资产管理业务净收入行业排名第一位。

图 28: 东方证券资产管理业务结构



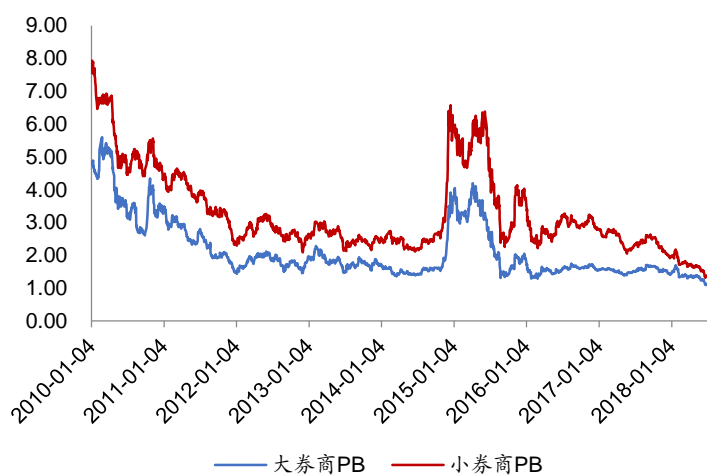
资料来源：东方证券历年年报、国信证券经济研究所整理

投资建议

随着同质化通道类业务占比的进一步下滑，国内券商因战略方向以及竞争优势的不同，或在财富管理、跨境及海外业务、基于资产负债表的资本中介服务业务等方向呈现差异化发展趋势，行业格局加速分化。龙头券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上均具有相对优势，更能把握业务机遇，看好龙头券商业绩边际改善；此外，未来或有更多中小券商走出特色化发展道路。估值上，目前券商板块 PB 估值为 1.2 倍，处于历史低位，具有较高安全边际。

具体的投资策略上，我们重点推荐以下两类券商：（1）资本实力充足、综合业务能力行业领先、业务国际化布局的大型券商，在推荐中信证券（资本实力稳居行业第一、衍生品业务市场份额遥遥领先、国际业务持续发力、机构业务布局优势明显）、华泰证券（经纪业务成本优势显现、财富管理转型加速推进、定增补充资本金）；（2）错位竞争、发展模式难以复制的特色化券商，推荐东方财富（典型的轻资产模式，从垂直财经网站平台转型到互联网券商领域，成长性强）、东方证券（主动投资能力行业领先）。

图 29: 券商历史估值趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

市场大幅波动对业绩造成的不确定性; 金融监管预期外趋严。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032