

## 行业研究/深度研究

2019年06月19日

## 行业评级:

非银行金融	增持 (维持)
证券 II	增持 (维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
 研究员 0755-23952763  
 shenjuan@htsc.com

**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
 研究员 0755-82713386  
 liuxuefei@htsc.com

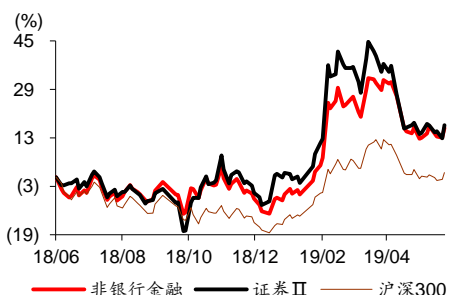
**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
 研究员 021-28972217  
 taoshengyu@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
 联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

## 相关研究

- 1《银行/非银行金融: 科创板上市在即, 把握打新收益》2019.06
- 2《非银行金融/银行: 行业周报 (第二十三周)》2019.06
- 3《非银行金融: 业绩回落, 关注改革落地》2019.06

## 一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 从科创板改革看投行新模式崛起

## 证券行业新龙头系列四—投行新模式研究

## 破旧立新, 从科创板改革看“投行生态圈”新模式崛起

科创板开启资本市场市场化新阶段, 是注册制改革的试验田。将重塑中国资本市场新生态, 打破原有商业模式, 倒逼投行模式新突破。在注册制开启的新时代下, 投行业务迎来高阶转型战略机遇。投行业务在券商业务体系中扮演龙头牵引角色, 是券商业态全面升级的关键突破口, 有望成为驱动新时代下证券新龙头崛起的核心竞争力。展望战略崛起方向, 量化收入贡献空间, 追溯发展转折脉络, 前瞻预判变革驱动下的长远路径。我们坚定看好投行前景, 预测投行业务收入有望实现5年4倍高速腾飞。

## 股权时代新周期, 投行战略崛起

当前宏观经济和资本市场已步入新旧秩序更迭的大变局时期, 新经济产业亟需直接融资激活发展动能, 股权时代新周期来临。资本市场是培育新经济新产业的土壤, 注册制改革迎来A股成人礼, 市场化制度变革助力市场良性循环, 科创板打响市场化制度建设第一枪。新经济、新制度倒逼投资银行高阶转型, 同时也为投行迎来跨越腾飞的历史契机。展望未来, 业务空间广阔, 投行收入有望实现五年4倍高速腾飞。行业马太效应强化, 头部投行有望实现五年后百亿收入量级。投行发挥牵引功能, 投行业务有望成为ROE强势驱动力。

## 激荡三十年, 回眸投行历史征程

展望业务空间, 厘清发展脉络。鸿蒙初开蛮荒生长。股份制改革兴起, 股票发行“审批制”和“通道制”先后建立, 投行围绕额度和通道, 大券商凭借监管和地域优势领先。夏商建制峥嵘初现。国有经济发展和股权分置改革驱动大批国企上市, “保荐制”提升投行自主性。业务围绕国企巨无霸项目, 深耕大项目券商垄断。春秋战国群雄逐鹿。中小板、创业板崛起, 市场化下超募和破发频现。“华南四小虎” (国信、平安、广发和招商) 以量取胜逆袭。汉唐开元, 投行多元化及国际化并进, 平滑业务收入。投行承销业务名次几经更迭, 优先把握并购重组业务机遇的券商有望构筑优势。

## 投行大变局, 打造“投行生态圈”新模式

资本市场改革倒逼投行启动新一轮战略转型, 投行有望成为券商全面升级突破口。未来优质投行将打造全生命周期、全产业链大投行生态圈, 构筑资源整合力, 打造资本、定价、销售、协同、风控、科技等六大核心竞争力。科创板将开启投行精耕细作时代。根据上交所最新统计, 当前中金、华泰、中信建投和中信申报项目数量及金额排名前四。优质券商资本实力扎实、资本补充能力卓越, 马太效应凸显。我们重点看好投行业务将崛起的券商, 三大维度甄别优质公司, 治理机制领先、资源禀赋占优和资源整合力扎实的券商有望崛起, 推荐中信证券、国泰君安和招商证券。

风险提示: 市场波动风险, 制度推进不如预期。

## 重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	20.85	买入	0.77	1.17	1.36	1.56	27.08	17.82	15.33	13.37
600999.SH	招商证券	15.58	买入	0.66	0.9	1.02	1.16	23.61	17.31	15.27	13.43
601211.SH	国泰君安	16.43	买入	0.77	1.07	1.24	1.43	21.34	15.36	13.25	11.49

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

全文逻辑脉络 .....	5
股权时代新周期，投行战略崛起 .....	6
方向：新经济、新制度、新模式带来投行历史契机 .....	6
经济新产业，亟需直接融资激活发展动能 .....	6
市场新制度，注册制改革迎接 A 股成人礼 .....	8
投行新模式，倒逼高阶转型打开成长空间 .....	9
空间：空间广阔，投行收入有望实现五年 4 倍高速腾飞 .....	9
格局：马太效应，头部投行有望实现五年后百亿收入量级 .....	12
ROE：投行牵引，投行业务有望成为 ROE 强势驱动力 .....	13
激荡三十年，回眸投行历史征程 .....	14
鸿蒙初开时期，“审批制”及“通道制”下蛮荒生长 .....	14
市场环境：股份制改革迈进，对外开放新时期 .....	14
政策制度：资本市场初创，审批制及通道制建立 .....	14
投行模式：寻额度、觅通道，投行自主性匮乏 .....	15
行业格局：监管+地域资源，老牌大券商领先 .....	16
夏商建制时期，股权分置改革和“保荐制”下峥嵘初现 .....	17
市场环境：国有企业为支柱，股权分置改革化沉疴 .....	17
政策制度：市场化机制萌芽，从通道制到保荐制 .....	18
投行模式：大盘股带大增量，保荐制促自主性 .....	18
行业格局：国企巨无霸 IPO，深耕大项目券商垄断 .....	20
春秋战国时期，中小板、创业板崛起投行群雄逐鹿 .....	21
市场环境：中小企雨后春笋，新技术方兴未艾 .....	21
政策制度：中小板创业板崛起，市场化曲折前行 .....	22
投行模式：中小项目促新模式，“超募”+“破发”并存 .....	23
行业格局：“华南四小虎”逆袭，深耕中小 PK 深耕大型 .....	24
汉唐开元时期，多元业务及国际化布局协同并进 .....	25
市场环境：经济发展新常态，对外开放新阶段 .....	26
政策制度：“新国九条”定调，行业国际化障碍渐除 .....	27
投行模式：股债并购亮点纷呈，协同+国际齐头并进 .....	29
行业格局：承销保荐少常胜，并购重组扭乾坤 .....	31
投行大变局，打造“投行生态圈”新模式 .....	33
投行转型：构筑资源整合力，打造投行生态圈 .....	33
征程启航：科创板开启投资银行精耕细作时代 .....	36
按图索骥：三大维度捕捉转型中崛起的龙头券商 .....	38

## 图表目录

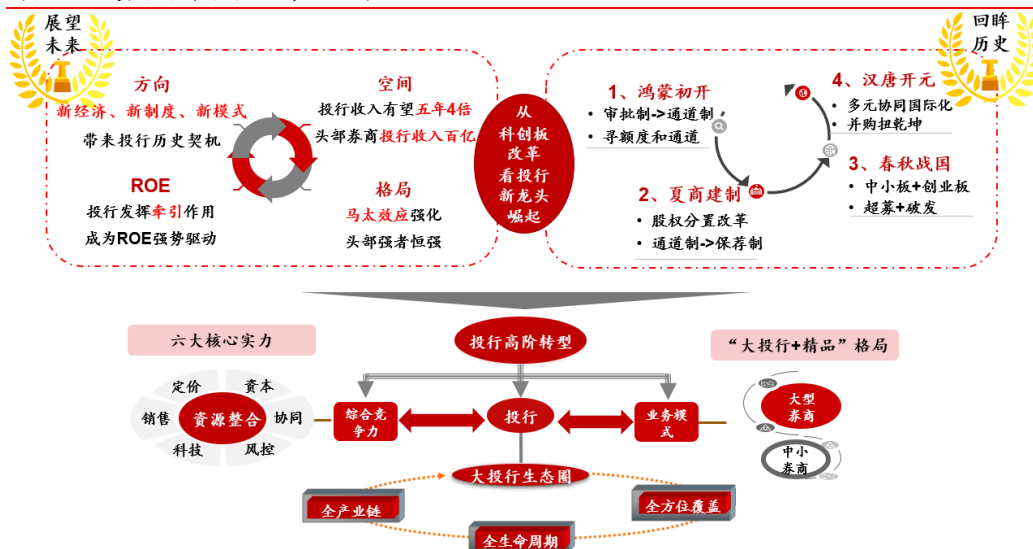
图表 1: 投资银行高阶转型发展脉络图 .....	5
图表 2: 投行战略崛起逻辑图 .....	6
图表 3: 2018 年末中国直接融资存量和间接融资存量占社融存量比例 .....	7
图表 4: 1991-2016 年中美直接融资存量占比对比 .....	7
图表 5: 1980-2018 年中美证券化率对比 .....	8
图表 6: 1999-2017 年中国商品房销售面积攀升 .....	8
图表 7: 1999-2017 年中国房屋平均销售价格攀升 .....	9
图表 8: 中美投行业务收入对比 .....	10
图表 9: 投资银行生态圈模式 .....	10
图表 10: 投资银行业务收入预测 .....	11
图表 11: 中美股债承销业务收入 CR5 市占率 .....	12
图表 12: 中美股债并购重组业务收入 CR5 市占率 .....	12
图表 13: 中美 2018 年领先投行业务收入对比 .....	13
图表 14: 投行鸿蒙初开时期逻辑图 .....	14
图表 15: 1994-2004 年新增上市公司数量 .....	15
图表 16: 1993-2004 年 A 股 IPO 筹资规模 .....	15
图表 17: 1996-2000 年 IPO 筹资总额占比 .....	16
图表 18: 2000-2004 年 IPO 筹资总额占比 .....	17
图表 19: 投行夏商建制时期逻辑图 .....	17
图表 20: 股权分置改革后 (2006-2007) IPO 规模前十位 .....	19
图表 21: 2005-2008 年 IPO 筹资总额占比 .....	20
图表 22: 2005-2008 年再融资筹资总额占比 .....	21
图表 23: 2005-2008 年债券承销规模占比 .....	21
图表 24: 投行春秋战国时期逻辑图 .....	21
图表 25: 1998-2017 年工业企业各类规模企业净利润占比 .....	22
图表 26: 2004-2018 中小企业板和创业板 IPO 募集资金规模 .....	22
图表 27: “华南四小虎”深耕中小项目的投行业务模式 .....	23
图表 28: 2009-2012 年创业板募集资金结构 .....	24
图表 29: 2009-2018 年创业板平均发行市盈率 .....	24
图表 30: 2009-2012 年 IPO 筹资金额占比 .....	25
图表 31: 2009-2012 年再融资筹资金额占比 .....	25
图表 32: 2009-2012 年债券融资筹资金额占比 .....	25
图表 33: 投行汉唐开元时期逻辑图 .....	25
图表 34: 2010-2018 年中国 GDP 增速 .....	26
图表 35: 2010-2017 年对外直接投资存量规模 .....	26
图表 36: 2010-2017 年对外直接投资流量规模 .....	26
图表 37: 2012 年以来, H 股上市企业数量快速上升, 募资规模上升 .....	27
图表 38: 2009-2018 年再融资募集金额 .....	27
图表 39: 2009-2018 年境内并购交易金额 .....	28

图表 40: 2009-2018 年 A 股买壳上市交易总价值 .....	28
图表 41: 2009-2018 年券商债券承销金额 .....	28
图表 42: 2012-2018 财务顾问业务净收入及占比 .....	30
图表 43: 2013-2018 年 A 股 IPO 筹资金额占比 .....	31
图表 44: 2013-2018 年 A 股再融资筹资金额占比 .....	31
图表 45: 2013-2018 年境内债券承销金额占比 .....	31
图表 46: 2012-2018 年证券行业并购重组财务顾问收入前十名 .....	32
图表 47: 投行未来高阶竞争逻辑图 .....	33
图表 48: 全业务链、全生命周期大投行生态圈 .....	35
图表 49: 覆盖上市公司、股东及员工的全方位服务 .....	35
图表 50: 各家券商科创板申报项目数量占比 .....	36
图表 51: 各家券商科创板申报金额占比 .....	36
图表 52: 申报排名前十的券商各项目数量及金额行业分布 .....	37
图表 53: 2018 年末头部券商及旗下另类投资子公司资本实力 .....	37
图表 54: 按图索骥，甄选标的 .....	38

## 全文逻辑脉络

科创板开启资本市场市场化新阶段，是注册制改革的试验田。将重塑中国资本市场新生态，打破原有商业模式，倒逼投行模式新突破。在注册制开启的新时代下，投行业务迎来高阶转型战略机遇。投行业务在券商业务体系中扮演龙头牵引角色，是券商业态全面升级的关键突破口，有望成为驱动新时代下证券新龙头崛起的核心竞争力。本文是寻找新时代的证券新龙头系列报告之四，立足新旧变局的关键节点看投行业务线，展望战略崛起方向，量化收入贡献空间，追溯发展转折脉络，前瞻预判变革驱动下的长远路径。我们坚定看好投行业务前景，预测投行业务收入有望实现 5 年 4 倍高速腾飞。

图表1：投资银行高阶转型发展脉络图



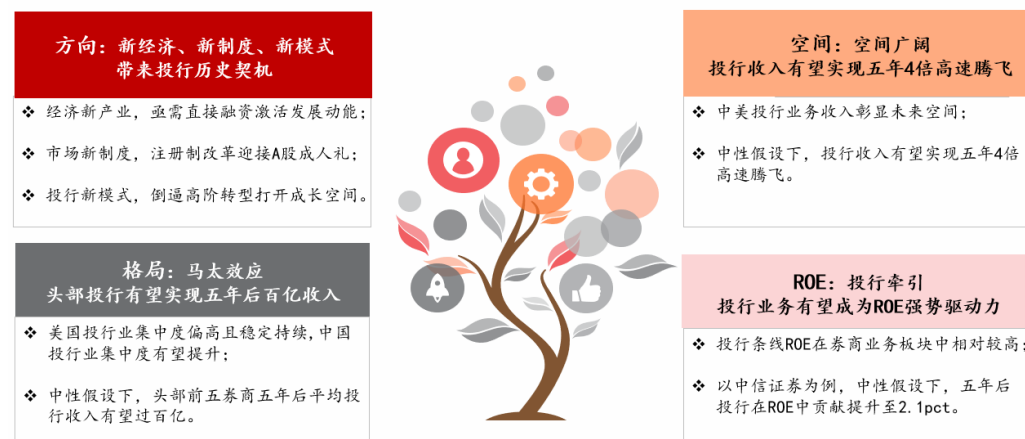
资料来源：华泰证券研究所



## 股权时代新周期，投行战略崛起

当前宏观经济和资本市场已步入新旧秩序更迭的大变局时期，经济与产业结构转型升级，迫切需要直接融资对接，股权时代新周期已经来临。证券业承载着发展直接融资和建设股权时代的历史使命，正全面开启新一轮战略转型。证券业中核心关键的投行业务有望迎来跨越腾飞历史契机。下文将基于股权时代大变局背景，展望投行业务方向、空间、格局、ROE。

图表2： 投行战略崛起逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

### 方向：新经济、新制度、新模式带来投行历史契机

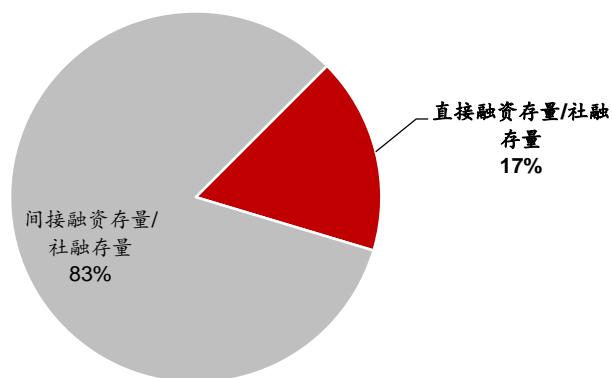
#### 经济新产业，亟需直接融资激活发展动能

中国新旧动能转换，新经济产业崛起，开启金融市场和融资结构新周期。当前中国传统增长模式面临瓶颈，以房地产基建和传统制造业为主导的旧动能乏力。但同时，涌现出来信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，有望接力并发挥好经济引擎功能，成为驱动新一轮腾飞的新动能。新经济产业崛起之际，其融资难问题日益凸显。新经济产业特点与传统金融机构的风险收益诉求错位，难以得到信贷支持，同时又因其成长周期特殊特征往往不满足主板市场登陆标准，难以在现行的资本市场得到资本补给。新经济产业崛起迫切呼唤开启金融市场和融资结构新周期。

以美国相对成熟的资本市场为镜，新经济产业发展需要相匹配的资本市场制度，需要更强劲的直接融资功能。首先，新经济产业需要更灵活包容市场化运行的资本市场机制。上世纪八九十年代，美国传统工业面临升级压力、硅谷崛起。大部分的硅谷创业公司不满足上市门槛，资本掣肘，亟待破局。此时，更灵活包容的纳斯达克应运而生。其后数十年，纳斯达克孵化孕育了诸多龙头科技企业，造就了美国新经济发展浪潮。纳斯达克成熟高效的机制也吸引了搜狐、网易、新浪、百度、携程等优秀企业，打破国界成长为世界科技企业聚集的资本市场。当前中国面临与美国当年类似的新经济发展诉求，打造直接融资、特别是股权融资渠道已刻不容缓。科创板定位于新经济产业需求，正积极平稳推进，有望以增量倒逼存量改革，最终引导资本市场循序渐进实现历史跨越。其次，直接融资的功能需要进一步激活提升。从金融体系融资结构看，美国融资体系以直接融资为主导，融资存量中直接融资可达七成。中国融资体系以间接融资为主导，2018 年末社融存量中直接融资占比仅达 17%，直接融资在实体经济中的功能未有效发挥。从资本市场纵深看，2018 年中国证券化率为 48%，相当于美国 1984 年水平，发展阶段类似美国成长初期特征。顶层设计明确深化金融供给侧结构性改革，指明未来直接融资、特别是股权融资和资本市场

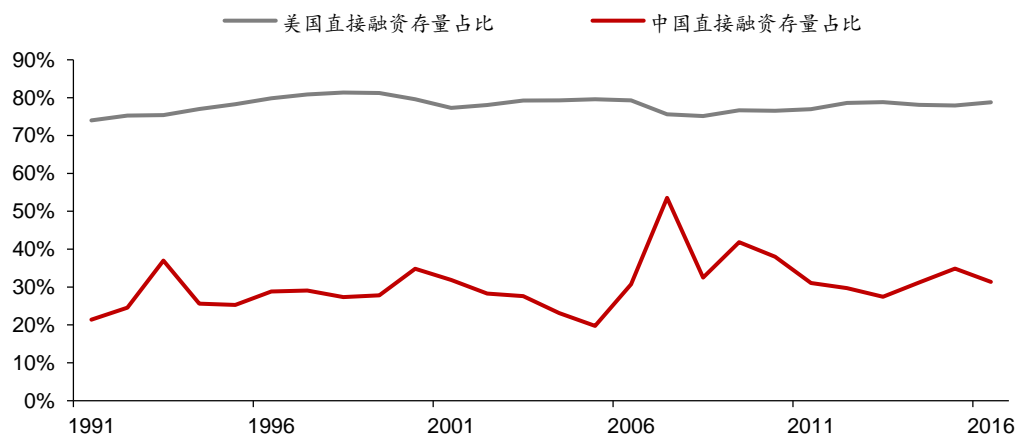
大发展的方向路径。2019 年 2 月 22 日中共中央政治局第十三次集体学习首次提出深化金融供给侧结构性改革，要求以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构，指明了未来直接融资、特别是股权融资和资本市场大发展的方向路径。我们预计，未来成熟稳定的金融体系中直接融资占比有望提升至三四成。

图表3： 2018 年末中国直接融资存量和间接融资存量占社融存量比例

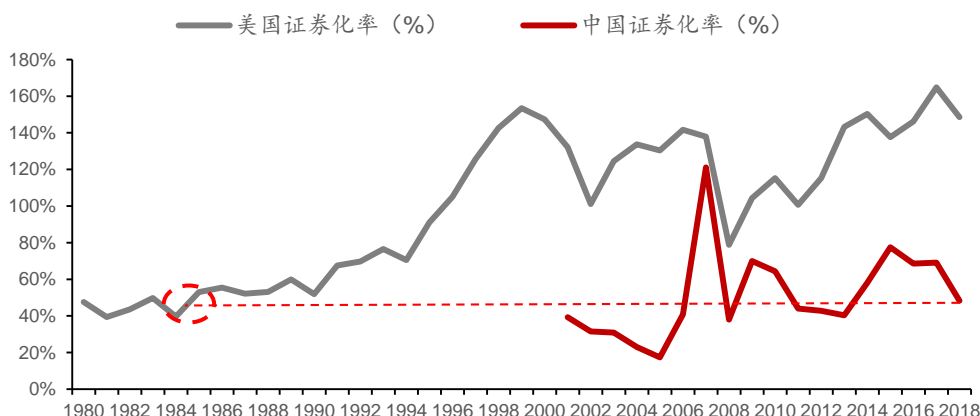


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表4： 1991-2016 年中美直接融资存量占比对比



资料来源：World Bank，华泰证券研究所

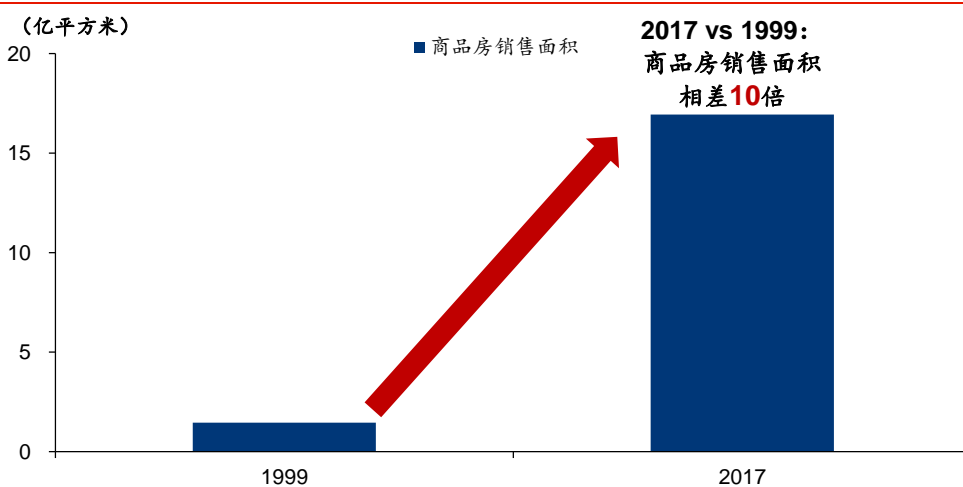
**图表5： 1980-2018 年中美证券化率对比**

资料来源：Wind，World Bank，华泰证券研究所

备注：证券化率=股票市值/GDP

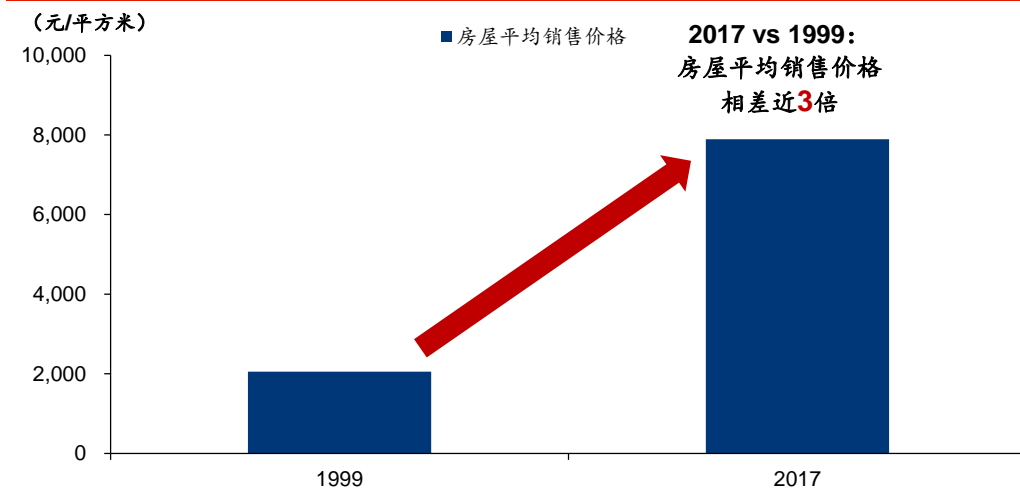
**市场新制度，注册制改革迎接 A 股成人礼**

资本市场是培育新经济新产业的土壤。资本市场的核心职能是通过市场“看不见的手”，将资金高效率地配置给最优秀的企业，促进企业成长，再反哺股东，让 A 股股东也能分享伟大企业成长红利。要实现“看不见的手”高效配置功能，必须建立真正市场化的制度。以房地产市场改革为鉴，可以看出市场化制度是良性循环的必要土壤，是激活动能的关键突破口。1998 年，我国确立将住宅业培养成为新的经济增长点的制度改革方向，开启房地产市场改革，停止福利分房，发展多层次住房供应体系、住房交易市场和住房金融。此后我国房地产市场进入快速发展的全新时期。商品房销售面积从 1999 年的 1.5 亿平方米快速增长至 2017 年的 16.9 亿平方米，年复合增长率达 15%，增长略超 10 倍；房屋平均销售价格从 1999 年的 2053 元/平方米上涨至 2017 年的 7892 元/平方米，年复合增长率达 8%，增长近 3 倍。房地产发展经验证明，唯有市场化机制才能充分激发资本活力，创造良性循环的行业局面。

**图表6： 1999-2017 年中国商品房销售面积攀升**

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所



**图表7： 1999-2017 年中国房屋平均销售价格攀升**

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

科创板打响了市场化制度建设的第一枪，有望成为资本市场大发展的关键突破口。科创板具有改革先锋作用，有望以增量倒逼存量改革，最终引导资本市场循序渐进实现历史跨越。一方面，科创板试点注册制提升股权融资效率。注册制下，市场将成为项目筛选和资源配置的主体，监管对新股发行节奏扰动将削弱，股票注册审核的时间也将缩短，从而提升股票发行效率，推动股权融资占比显著提升。另一方面，科创板制度向市场化跨越，对做大增量、盘活存量、激发深层活力意义深远。科创板在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市等基础制度方面充分向市场化机制靠拢。同时科创板试点通过增量改革促进存量转型，将循序渐进深化资本市场改革。市场化机制对激发深层活力意义深远。

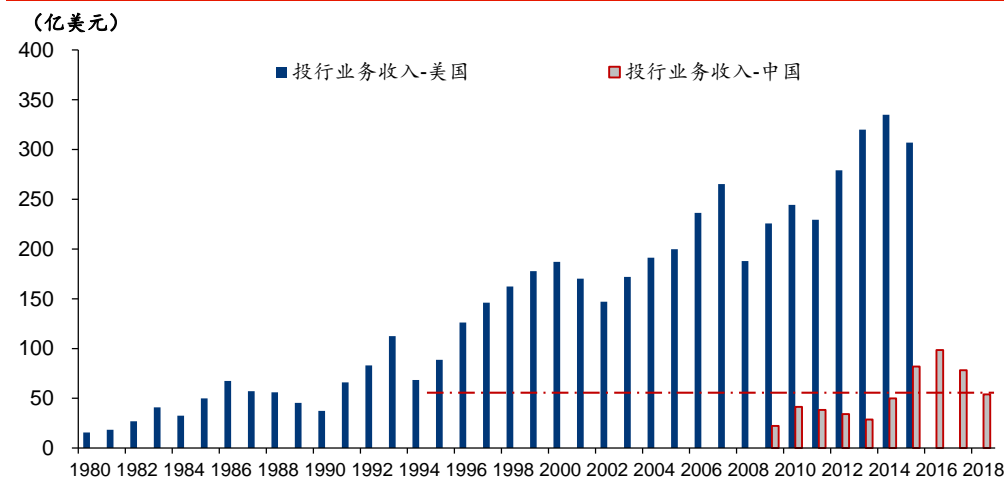
### 投行新模式，倒逼高阶转型打开成长空间

资本市场新制度，倒逼资本市场重要的参与者投行加快转型。过去节奏管控和价格管制下，投行靠牌照吃饭，靠资源吃饭，本质上是坐享通道红利。未来，节奏和价格将更多地交予市场选择、市场定价，投行必须真正发挥专业能力逐鹿资本市场。投行亟需构筑资源整合力，全方位重塑资本、定价、销售、协同、风控、科技等综合能力。大型投行或将打造全生命周期、全产业链的大投行生态圈，中小投行或可将探索专业、特色的精品券商之路。投行加快高阶转型，拓宽业务边界，打破能力藩篱，真正打开成长空间。

### 空间：空间广阔，投行收入有望实现五年 4 倍高速腾飞

投行业务收入差距彰显未来空间。我国券商投行业务尚处于快速发展初期，与美国等发达市场差距显著。2018 年我国投行业务收入为 370 亿元，相当于美国 1995 年前后水平，约占美国当前投行业务收入 20% 左右。

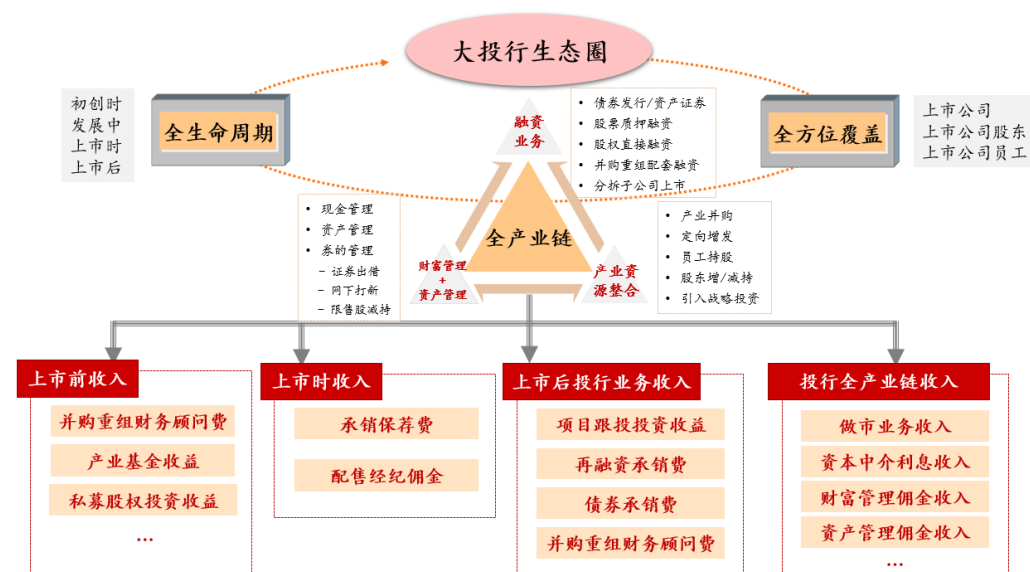
图表8：中美投行业务收入对比



资料来源：证券业协会，SIFMA，华泰证券研究所

投资银行业务新一轮战略转型将驱动承销保荐及财务顾问收入增加，同时开辟配售经纪佣金和跟投投资收益等业务新增长点。此外，投行业务还将为资本中介、经纪、做市、财富管理等全产业链、全生命周期业务引流，并对上市公司、股东和员工提供全方位覆盖服务，将为大投行生态圈创造多元收入增量。

图表9：投资银行生态圈模式



资料来源：华泰证券研究所

中性假设下投行收入有望实现五年4倍。我们假设2023年在乐观、中性、悲观情况下股权融资规模占GDP比重分别为2.6%、2.2%和1.8%，IPO规模占股权融资规模比重分别为26%、25%、24%；债券融资规模占GDP比重分别为30%、28%和26%，券商承接债券融资业务占比分别为32%、28%和24%；2019-2023年并购业务规模年复合增长率分别为20%、15%和10%。则我们预计2023年行业在乐观、中性、悲观环境下投资银行业务将分别实现收入1889亿元、1510亿元、1179亿元，分别是2018年收入的5倍、4倍和3.2倍。

图表10： 投资银行业务收入预测

投资银行业务：亿元	2017	2018	2019E	2023E 乐观	2023E 中性	2023E 悲观
GDP	785770	837631	890402	1131554	1120939	1115662
GDP 增速	6.9%	6.6%	6.3%	6.2%	6.0%	5.9%
<b>股权融资</b> 规模	17224	12107	20479	29420	24661	20082
股权融资占 GDP 比重	2.2%	1.4%	2.3%	2.6%	2.2%	1.8%
IPO 占股权融资规模比重	13%	11%	15%	26%	25%	24%
再融资占股权融资规模比重	87%	89%	85%	74%	75%	76%
<b>IPO</b> 规模	2301	1378	3072	7649	6165	4820
传统 IPO 规模	2301	1378	1672	5507	4686	3856
科创板 IPO 规模			1400	2142	1480	964
传统 IPO 规模占比	100%	100%	54%	72%	76%	80%
科创板 IPO 规模占比			46%	28%	24%	20%
科创板上市企业 IPO 累计规模			1400	8855	7199	5910
科创板 IPO 费率			5.0%	5.5%	5.5%	5.5%
传统 IPO 费率	5.0%	3.5%	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%
<b>再融资</b> 规模	14923	10729	17407	21771	18495	15262
再融资费率	0.8%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>债权融资</b> 规模	206658	227476	240408	339466	313863	290072
债权融资规模占 GDP 比重	26.3%	27.2%	27%	30%	28%	26%
券商债券承销规模	45249	57987	60102	108629	87882	69617
券商债券承销规模占比	22%	25%	25%	32%	28%	24%
债权融资费率	0.35%	0.23%	0.40%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>并购重组</b> 规模	25304	24676	26042	61715	49886	39944
并购重组规模增速	14%	-2%	5%	20%	15%	10%
并购重组平均费率	0.5%	0.5%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>跟投业务</b> 规模			63	398	288	177
跟投比例			4.5%	4.5%	4%	3%
跟投项目平均年化收益率			20%	20%	15%	7%
<b>配售业务</b>						
科创板承销经纪佣金费率			0.50%	0.50%	0.30%	0.15%
<b>资本中介业务</b>						
<b>经纪业务</b>						
<b>做市业务</b>						
<b>财富管理业务</b>						
<b>资产管理业务</b>						
...						
<b>总收入测算</b>	<b>509</b>	<b>370</b>	<b>699</b>	<b>1889</b>	<b>1510</b>	<b>1179</b>
承销业务收入	384	258	568	1182	963	766
财务顾问业务收入	125	112	112	617	499	399
跟投投资收益			13	80	43	12
承销经纪佣金			7	11	4	1

资料来源：国家统计局，证券业协会，Wind，华泰证券研究所

注：2019 年 GDP 增速与华泰证券研究所宏观组 2019 年 5 月 8 日《把握新常态，聚焦新供给——2019 宏观中期策略报告》中预测保持一致；

注：2023 年各情景对应的 GDP 增速、并购重组规模增速均为 2019-2023 年复合增长率；

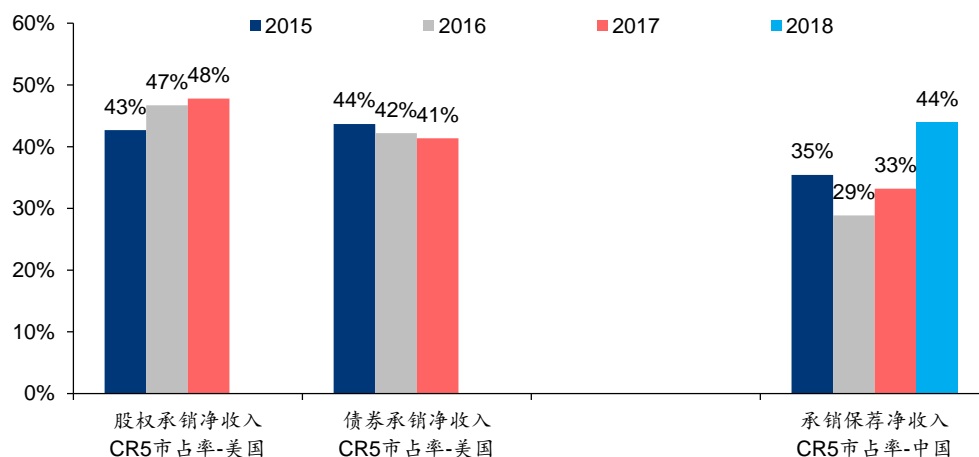
注：未来直接融资大发展，股权融资规模有望大幅增长，鉴于我国过去 5 年股权融资规模/GDP 约 2.0%（2014 与 2018 年因项目节奏整体放缓，该比例偏低为 1.4%），美国成熟期市场过去 10 年该比例约 1.5%，我们认为乐观和中性假设下未来中国该比例有望高于我国历史水平和美国成熟期水平；鉴于美国过去 10 年股权融资规模中 IPO 占比约 21%，我们认为未来中国 IPO 效率提升下，该比例有望高于美国；鉴于科创板开板初期融资量较大、后期项目量减少导致融资量下降，我们认为五年后科创板 IPO 占 IPO 融资总规模将下降；监管深化并购重组市场化改革，我们认为未来并购重组规模有望提升；未来市场化制度下投行综合实力提升驱动议价能力上行，我们预计未来投行业务费率将提升；依据《科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》，科创板承销经纪佣金费率由承销商在 0.08%至 0.5%的区间内自主确定，我们根据政策做出预测。

## 格局：马太效应，头部投行有望实现五年后百亿收入量级

美国投行业充分市场化竞争，行业内差异化发展，行业收入集中度偏高且稳定持续。美国各家公司投行业务经营模式逐渐分化。高盛、摩根士丹利等大型投资银行资源禀赋雄厚，业务线齐全，形成联动全业务体系、在全球开展业务的全能型投行模式，同时也享受绝对领先且稳定持续的市场份额。2017 年，美国市场投行股权融资业务收入前五市占率高达 48%，债权融资业务收入前五市占率达 41%，市占率基本稳定于 40% 以上；并购重组业务收入前五市占率 29%，相对偏低，主要由于部分精品投行专注于并购重组业务，分食部分市场份额。

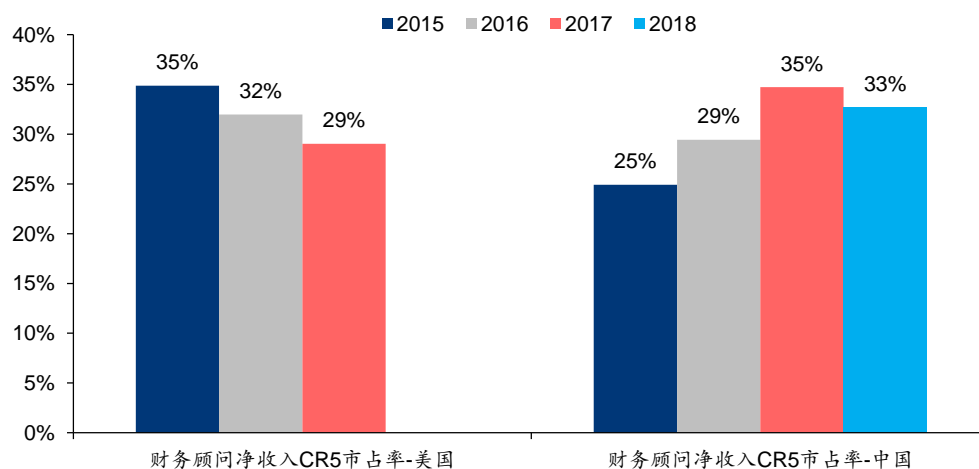
中国投行从牌照红利下同质化竞争迈向更充分的市场化竞争，集中度有望进一步提升。中国投行业务收入集中度波动大，行业格局尚不稳定。承销保荐业务净收入 2015-2018 年间的 CR5 市占率在 30%-45% 区间波动，财务顾问业务收入 2015-2018 年间的 CR5 市占率在 25%-35% 区间波动。科创板引领下的市场化改革已全面开启，投行竞争更趋激烈，头部券商有望构筑差异化竞争壁垒实现客户黏性和业绩双赢，马太效应加强，集中度有望进一步提升。

图表11：中美股债承销业务收入 CR5 市占率



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

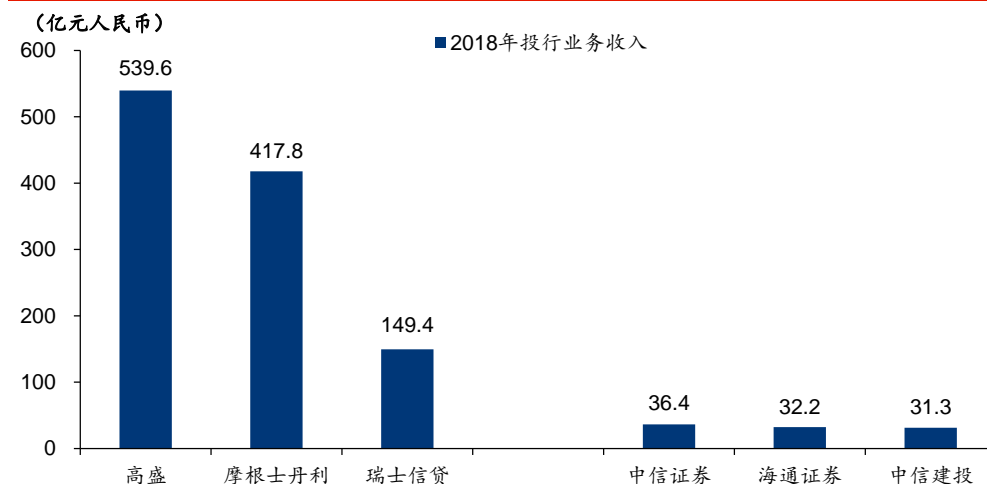
图表12：中美股债并购重组业务收入 CR5 市占率



资料来源：Thomson Reuters, Wind, 华泰证券研究所

马太效应加剧下，头部前五券商五年后平均投行收入有望过百亿。未来投行业务资源将向大型券商集中，加剧马太效应，一线投行的市占率有望继续做大。拥有领先的治理机制和坚实的客户、资本等资源禀赋，并率先构筑定价、销售、协同、风控、科技等综合业务能力的龙头券商，有望构筑投行核心竞争实力。伴随直接融资大发展和行业马太效应加剧，率先掌握投行业务先机的券商投行收入有望大幅上涨。以中性假设下投行业务收入 1510 亿元和 CR5 集中度 40% 测算，前五的券商投行业务收入平均将达 121 亿元。

图表13：中美 2018 年领先投行业务收入对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 公司公告，华泰证券研究所

注：高盛、摩根士丹利、瑞士信贷投行业务收入以 2018 年末外汇局美元对人民币汇率中间价 6.8632 换算

## ROE：投行牵引，投行业务有望成为 ROE 强势驱动力

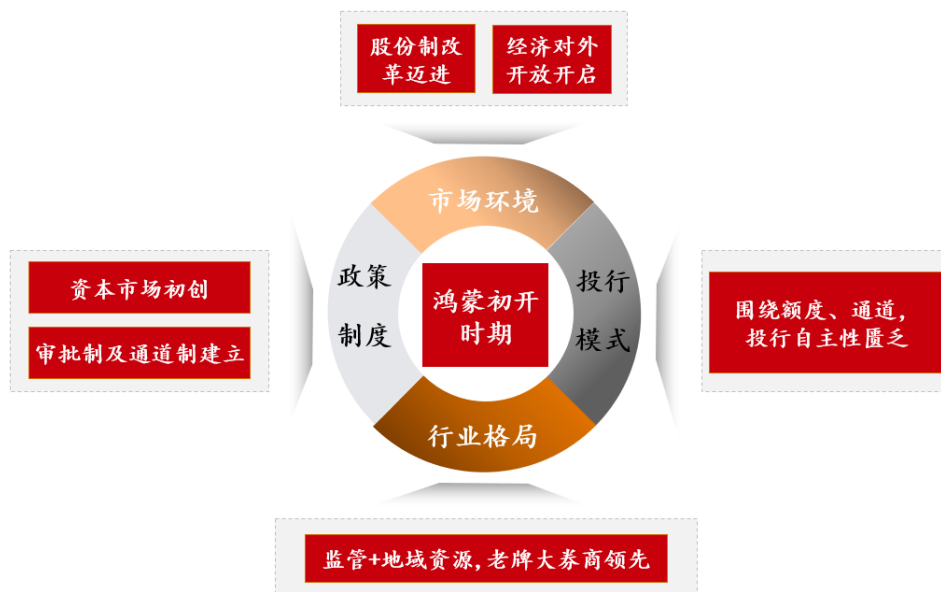
投行业务有望成为 ROE 上行的强势驱动力。投行条线 ROE 在券商业务板块中相对较高，其收入增长直接驱动盈利能力提升和 ROE 上行。此外，投行业务高阶转型，有望更好地发挥龙头牵引功能，激活部门协同、实现业务引流，从而进一步提升全公司盈利能力、盘活资产、撬动 ROE 上行。以中信证券为例粗略测算，2018 年投行业务净利润率为 34%，在整体 6.2% 的 ROE 中贡献 0.6pct.；2017 年净利润率为 34%，在整体 7.8% 的 ROE 中贡献 0.9pct.。中性假设下 2023 年中信证券按头部五家投行平均收入水平可获得 121 亿元投行业务收入，并按 35% 净利润率测算有望获得 42 亿元净利润；并依据我们 2019 年 4 月 30 日发布的《投资收益亮眼，领先优势持续——中信证券 2019 年一季报点评》的估值预测，假设中信归母净资产按每年 6% 水平增长，则 2023 年中信证券投行业务将在整体 ROE 中贡献提升至 2pct。

## 激荡三十年，回眸投行历史征程

展望投资银行业务空间，厘清投行发展脉搏。回眸投行三十年激荡岁月，券商投行业务起步于资本市场建立，并在宏观环境趋势和监管政策引导下，随资本市场跌宕起伏不断探索前进、改革创新。鉴于往事，资于治道，投行历史脉络将照亮业务前行道路。

### 鸿蒙初开时期，“审批制”及“通道制”下蛮荒生长

图表14： 投行鸿蒙初开时期逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

#### 市场环境：股份制改革迈进，对外开放新时期

经济体制改革推动股份制兴起，奠定证券市场基础。1982 年国家经济体制改革委员会成立，统筹指导经济体制改革，推动企业股份制改革。1992 年南巡讲话后，监管出台《股份制企业试点办法》，并联合发布多项配套文件，兴起全国范围内股份制改革热潮，奠定股票市场基础。伴随经济体制改革的深入，国有和非国有股份公司不断进入资本市场，推动资本市场持续扩容。

开启经济对外开放促境内外经验对流，拓展资本市场深度广度。2001 年中国加入世界贸易组织 WTO，标志中国经济开始走向全面开放。对外开放水平不断深化，推动内外部交流，为境内资本市场输送国外成熟机制发展经验，拓展资本市场深度和广度。

#### 政策制度：资本市场初创，审批制及通道制建立

证交所设立、《证券法》实施，证券市场监管体系初步形成。资本市场建设与扩容需要完善规范的制度建设。1990 年，深交所和上交所先后开始营业，股票公开试点发行和国有企业的改制上市稳步推进，并由试点迈入逐步规范、快速发展轨道，资本市场雏形初现。1992 年，国务院证券委和证监会成立，推动系列证券期货市场监管法规和规章建设，初步形成资本市场法规体系，正式建立证券市场监管体系。1999 年《证券法》正式实施，第一部协调证券发行与交易行为法律正式诞生。法律和执法体系的完善下，上市公司快速增长，市场交易日趋活跃。

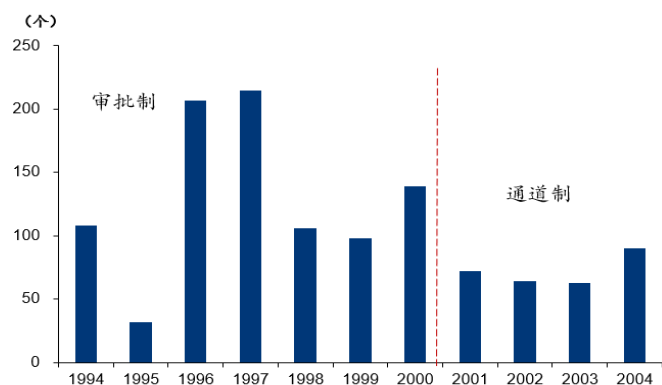
1996 年，股票发行“审批制”正式建立，监管总量控制。国务院证券委和证监会成立后，颁布《股票发行与交易管理暂行条例》，正式建立股票发行审批制度。鉴于市场创建初期，为防止投资过热，股票发行审批采取额度指标管理的“审批制”，由政府规定发行总额度，并将额度指标下达至省级政府或行业主管部门，由其在指标限度内推荐企业，再由证监会



审批企业发行股票。1996 年，监管将额度管理变为指标管理，由政府限定发行额度和家数，整体看延续“审批制”总量控制内核。股票发行集中在监管和相关政府部门手中。

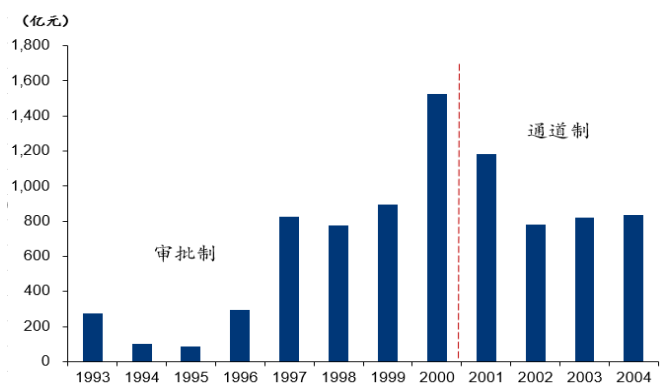
**2001 年，从“审批制”到“通道制”，监管延续总量控制，但开始赋予券商一定自主权。**鉴于“审批制”因消极影响逐渐暴露遭市场普遍诟病，证监会规定从 2001 年开始将股票发行由审批制转为核准制。为保证在核准制推行初期 IPO 企业的数量和质量，监管适时推出“通道制”，作为审批制向核准制转变的过渡机制。“通道制”下，同时，监管依据每家券商上一年度的承销数量及发行质量分配通道数（至少 2 家，至多 8 家），券商推荐企业发行股票依据“自行排队、限报家数”原则，券商将拟推荐企业按序推荐，每家券商的一条通道一次仅能推荐 1 家企业申请 IPO，每条通道中上一家推荐的企业核准后才能上报下一家。“通道制”本质上仍围绕监管，但券商开始拥有一定自主性。“通道制”的新股发行模式下，IPO 仍依赖监管分配通道资源，因此投行业务开展仍以行政主导。但同时，“通道制”下券商开始有权进行项目前期筛选，且 IPO 发行人审核由证监会和承销机构共同负责，通道数量依赖上年投行业务开展结果也促进券商提高执业质量。

图表15：1994-2004 年新增上市公司数量



资料来源：中国证券期货统计年鉴，华泰证券研究所

图表16：1993-2004 年 A 股 IPO 筹资规模



资料来源：中国证券期货统计年鉴，华泰证券研究所

**“审批制”下初步形成依据行政原则的定价方式。**交易所市场形成后，由于市场参与者尚不成熟，以及机构投资者缺失，新股发行定价基本根据每股税后利润和相对固定的市盈率来确定，本质上看仍依据行政定价原则。“通道制”下定价方式开始走向市场化，但本质仍为行政定价主导。证监会完善新股发行定价模式，发行价格可由发行人及承销机构共同协商确定价格区间，在证监会核准并咨询配售对象意愿后确定发行价格。2002 年后，新增发行人和承销商确定价格区间后采用投标竞价确定发行价格的方式。

**再融资和并购重组起步，债券市场逐渐扩容，奠定投行多元业务基础。**监管引导下配股主导再融资格局。早期，配股由监管部门统一批准，没有正式监管政策。1992 年-1994 年，证监会逐步完善并正式颁布上市公司配股相关政策措施，为配股的顺利开展铺平道路。1999 年监管进一步放宽配股条件，同时增发和可转债等再融资渠道也得到拓展。整体看形成以配股为主，增发和再融资为辅的再融资格局。**国企改革催生并购重组需求。**国内上市公司并购重组兴起于 1993 年，1997 年国有企业改革政策推行，兼并收购是优化存量资产布局的重要手段，从而催生第一次并购重组热潮。**债券市场建设扩容。**债券起步早于股票，但早期无统一交易场所，品种也主要集中为国债、企业债和金融债。伴随证交所建立形成交易所债券市场、1997 年设立银行间债券市场，品种也进一步拓展，为债券业务发展奠定基础。

### 投行模式：寻额度、觅通道，投行自主性匮乏

“审批制”下业务开展围绕额度资源，“通道制”下围绕通道，项目遴选、定价等能力相对匮乏。早期 IPO 审批制下，上市企业和发行承销规模由省级政府或行业主管部门统一决定，股票发行定价行政影响较为显著。券商投行主要作为 IPO 通道，业务开展围绕额度资源，对上市公司选择、定价、规模基本无影响，相应业务能力匮乏。过渡为“通道制”后，

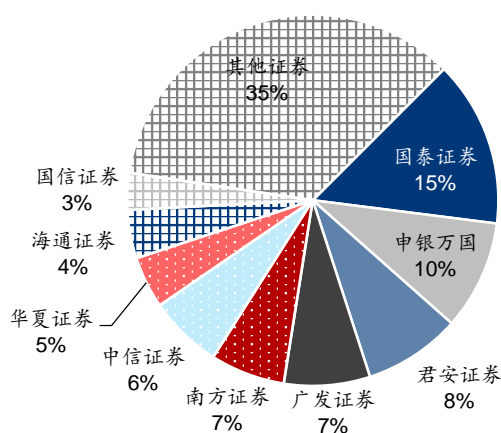
券商开始在项目遴选、定价方面拥有一定话语权，逐渐培养相关业务实力。但企业上市依赖监管对券商的通道资源分配，因此本质上看仍以监管主导。

投行业务以 IPO 为主导，再融资、并购重组和债权承销蹒跚起步。政策引导下再融资以配股为主，国企改革催生一定并购重组需求，以企业债为主的债券承销逐渐起步，但券商业务能力仍相对较弱。

### 行业格局：监管+地域资源，老牌大券商领先

“审批制”下大券商凭借监管资源和地域优势享有领先地位。1996-2000 年，股票承销金额排名前五的均为大型券商，且总部所在地均为上海或深圳地区。行业集中度较高。资源向大型券商倾斜，前十名 IPO 承销规模集中度达 65%。

图表17： 1996-2000 年 IPO 筹资总额占比

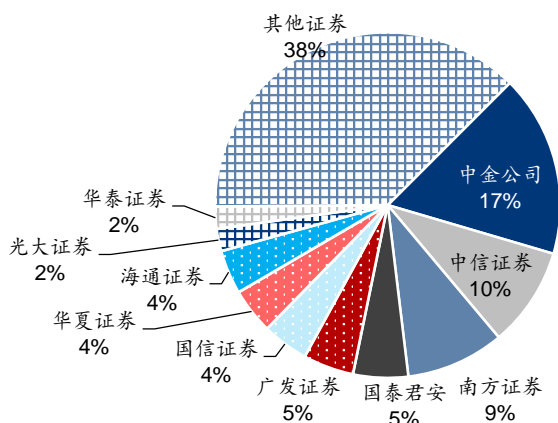


资料来源：中国证券期货统计年鉴，华泰证券研究所

注：由于数据缺失，暂时未纳入 1997 年数据；

“通道制”下监管资源及地理优势仍为领先要素，大型券商占优，头部券商内部洗牌。2001 年 3 月中国证券业协会发布《关于证券公司推荐发行申请有关工作方案的通知》，标志通道制开始，通道制下各家券商至多拥有 8 条通道，至少拥有 2 条通道。大型券商凭借监管资源和项目及业务实力可获得较多通道，占有相对优势。且位于北京的大型券商凭借监管资源优势快速崛起，位于上海、深圳的券商凭借传统优势保持领先。头部券商中，中外合资投行中金公司手握中石化、联通等超级大盘股攫取最高市场份额，中信积极战略转型抢占先机，行业集中度维持高位。2001 年和 2002 年中金作为主承销商推动中国石化回归 A 股，以及中国联通 IPO，募集资金规模分别为 118 亿元和 115 亿元，成为截至 2002 年末募资金额最大的两家超级大盘股。同时，伴随部分老牌券商迅速发展或是泯灭，头部竞争格局洗牌。其中中信证券积极战略转型，率先改善业务模式，通过设立资本市场部、债券销售交易部和债券承销部进行业务集中管理，开拓重点行业高端客户，顺利完成长江电力等大型项目承销，成功超跑至行业第二位。

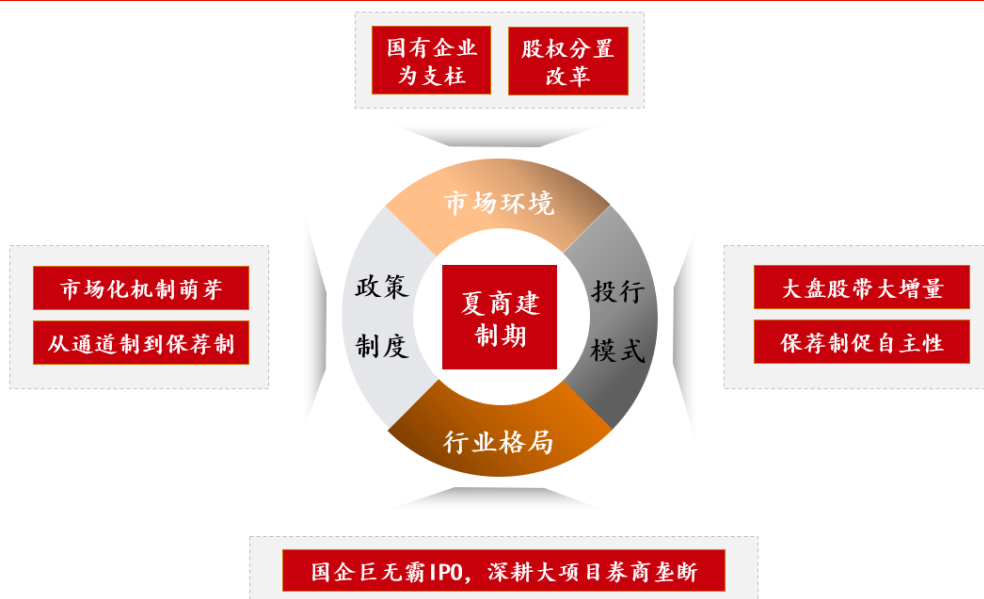
图表18： 2000-2004 年 IPO 筹资总额占比



资料来源：中国证券期货统计年鉴，华泰证券研究所

## 夏商建制时期，股权分置改革和“保荐制”下峥嵘初现

图表19： 投行夏商建制时期逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

### 市场环境：国有企业为支柱，股权分置改革化沉疴

大力发展国有经济，资本市场是经济资源配置的重要平台。1999 年党的十五届四中全会首次提出国有经济在国民经济中主导作用。2002 年党的十六大报告强调国有企业是国民经济的支柱。要深化国有企业改革，并通过市场和政策引导，发展具有国际竞争力的大公司大企业集团。做大做强国有企业成为这一阶段的经济重要基调。伴随中国经济逐步走向市场化，资本市场逐渐成为经济资源配置的重要平台，对国民经济的支持作用逐渐显现。

市场结构性矛盾阻碍资本市场资源配置功能，股权分置改革修复基础制度沉疴。由于资本市场流通股和非流通股利益不统一的结构性矛盾逐渐突出，资本市场融资和资源配置功能受到不利影响。为从根源化解矛盾，国务院于 2004 年发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，主要包括实施股权分置改革、提高上市公司质量、改革发行制度等。在顶层设计指导下，2005 年证监会启动股权分置改革，通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡和协商机制，消除 A 股市场股份转让制度性差异，解决因股权分置导致的市场融资功能停滞问题。改革推进消除各类股东利益及价格分置问题，全面恢复市场融资功能，促进市场优化资源配置功能有效发挥。

**股权分置改革完成成为大批大盘股上市奠定基础。**截至 2006 年底，证监会宣布沪深两市已完成或者进入改革程序的上市公司共 1301 家，占应改革上市公司的 97%，未进入改革程序的上市公司仅 40 家，标志股权分置改革任务基本完成。股权分置改革完成解决历史遗留问题，并带动大批大盘股发行上市，股票市场规模显著扩容。

#### **政策制度：市场化机制萌芽，从通道制到保荐制**

**“保荐制”发行制度全面实施，奠定市场化机制基础，券商投行自主性大幅提升。**2004 年，《证券发行上市保荐制度暂行办法》实施，规定新股发行上市和上市公司发行新股、可转换债券均需由保荐机构和保荐代表人保荐。发行制度由“通道制”过渡到“保荐制”，券商投行正式完成从通道业务向更具自主性的专业辅导审核过渡。2005 年保荐制度全面实施，券商在发行中的作用大幅提升。

**发行定价机制逐步探索市场化。**适应机构投资者定价能力增强，证监会 2004 年底出台《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，取消股票发行价格核准，实行询价制定价。发行人和保荐机构需要通过询价制定发行价格区间，再通过累计投标询价确定最后发行价格。询价制度使发行价格体现市场运行规律，优化资源配置效率，奠定部分优质企业在 A 股市场上市融资基础。

**建立全流通模式下的新股发行体系，显著提升发行效率。**2006 年，监管陆续推出《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及配套规则。全流通模式下的新股发行体制建立，包括推进融资方式和工具创新，推出了可分离交易的可转换公司债券；实施新股询价、向战略投资者定向配售、境内境外市场同步发行上市、超额配售选择权试点等制度。市场化体系建立帮助提升发行效率。**2009 年新股发行体制改革推动券商承销费用和募集资金总额挂钩。**2009 年 6 月证监会正式发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，在新股定价、承销机制、发行数量等方面健全完善发行制度。此后券商承销费用逐步和募集资金总额挂钩。**股权分置改革和全流通模式建立，也为定增等再融资发展奠定基础，逐渐形成以定增为主的再融资格局。**

**完善并购重组政策，鼓励上市公司并购重组，并建立资产置换和整体上市机制。**2006 年证监会发布新《上市公司收购管理办法》，此后又于 2008 年颁布《上市公司重大资产重组管理办法》，对上市公司收购、重大资产重组做出重大制度调整。上市公司重大资产重组制度明确可以将股权作为支付手段，使资产置换、整体上市成为可能。

#### **投行模式：大盘股带大增量，保荐制促自主性**

伴随市场环境变化和制度体系完善，投行自主性显著提升，业务开展也从较为单一走向多元全面：

**股权分置改革完成后大批大盘股 IPO 迎来投行黄金增量期。**2006 年伴随股权分置改革工作完成，中国石油、中国神华、建设银行等大批大盘股票登陆资本市场，推动新股发行募资资金额显著提升，资本市场迎来 21 世纪第一个新股发行黄金期。投行业务也迎来显著增量。



图表20： 股权分置改革后（2006-2007）IPO 规模前十位

<b>1</b>  <b>中国石油</b> IPO保荐人：中金公司，中信证券，瑞银证券 募集资金：668.0亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为14.0% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/11/05	<b>2</b>  <b>神华集团</b> IPO保荐人：中金公司，中国银河 募集资金：665.8亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为14.0% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/10/09	<b>3</b>  <b>中国建设银行</b> IPO保荐人：中金公司，中信证券，信达证券 募集资金：580.5亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为12.2% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/09/25	<b>4</b>  <b>中国工商银行</b> IPO保荐人：申万宏源，中金公司，中信证券，国泰君安 募集资金：466.4亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为35.0% 发行人性质：国企 IPO日期：2006/10/27	<b>5</b>  <b>中国平安</b> IPO保荐人：中信证券，高盛高华，中国银河，国泰君安 募集资金：388.7亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为8.2% 发行人性质：混合所有制 IPO日期：2007/03/01
<b>6</b>  <b>太平洋保险</b> IPO保荐人：中金公司，瑞银证券 募集资金：300.0亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为6.3% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/12/25	<b>7</b>  <b>中国人寿</b> IPO保荐人：中金公司，中国银河 募集资金：283.2亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为6.0% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/01/09	<b>8</b>  <b>交通银行</b> IPO保荐人：中信证券，中国银河，海通证券 募集资金：252.0亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为5.3% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/05/15	<b>9</b>  <b>中国中铁</b> IPO保荐人：瑞银证券，中银国际 募集资金：224.4亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为4.7% 发行人性质：国企 IPO日期：2007/12/03	<b>10</b>  <b>中国银行</b> IPO保荐人：中信证券，国泰君安，中国银河 募集资金：200.0亿元 • 占IPO当年募集资金总额比例为15.0% 发行人性质：国企 IPO日期：2006/07/05

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：按募集资金规模降序排列

**“保荐制”模式下投行开始重视保荐和承销能力。**“保荐制”模式下，投行新股发行自主性大幅提升，股票成功发行和配售依赖于券商执业能力，券商投行保荐和承销功能得到重视。一方面，部分券商通过行业分组建立品牌优势并聚拢客户。行业分组策略在 2002 年前后已有券商率先试水。但是保荐制度推行后，为夯实业务实力，行业分组模式在券商中才逐渐推广开来。行业分组培育专业能力，形成行业特色，逐渐树立品牌优势、聚拢客户。

**另一方面，设立资本市场部提升销售能力。**伴随发行体制改革持续优化，承销费用逐步和募集资金总额挂钩。为提升承销能力并进而驱动投行承销收入，大型券商纷纷建立资本市场部，统筹安排 IPO、再融资、债券和并购的自主配售及销售渠道拓展与管理，部分券商进一步以业务种类将资本市场部划分为股权资本市场部（ECM）和债权资本市场部（DCM），夯实业务专业优势。

**再融资规模持续突破，由“配股主导”转为“定增主导”。**2006 年股改完成再融资重启，且规模持续大幅上升。定向增发成为驱动规模增长的主因，根据 Wind 统计，2007 年起定向增发超过千亿级规模，甚至一度超过 IPO 募资总额，成为再融资主要手段。究其原因，股权分置改革后非流通股东和流通股东利益保持一致，使得此前非流通股东通过配股等再融资手段获取利益得到遏制。叠加定向增发发行限制较少、发行条件相对具有弹性、可事先与投资者协商等优势，发行成功率较高，均催生定向增发热潮。

**并购重组浪潮初现，股权分置改革、借壳上市和境外并购三因素驱动。**股权分置改革催生并购重组浪潮。同时 2006 年和 2008 年并购重组相关政策出台，借壳重组成为可行方案，叠加 2008 年市场由牛转熊影响 IPO 发行节奏，弱市环境下并购重组成本降低，部分公司寻求通过并购重组实现借壳上市和整体上市。此外，中国企业出海并购金额持续攀升，促使境内券商不断提升业务创新能力。

**债券市场稳步扩容，公司债起步拓宽券商盈利渠道，企业债增长支撑熊市中投行业绩。**债券市场规模和品种不断拓展，但整体规模较小，且券商在国债、金融债等品种方面份额较弱。2007 年证监会发布《公司债发行试点办法》，并于 2008 年正式启动公司债发行，券商是公司债主要承销商之一，公司债发展拓展券商盈利渠道。并且，2008 年 A 股由牛转熊导致 IPO 业务疲软，且熊市中承销商大量包销余股增加投行业绩风险和资本占用。而同期企业债券承销规模翻倍增长，部分缓解投行紧张局面。投行充分体会多元业务重要性。

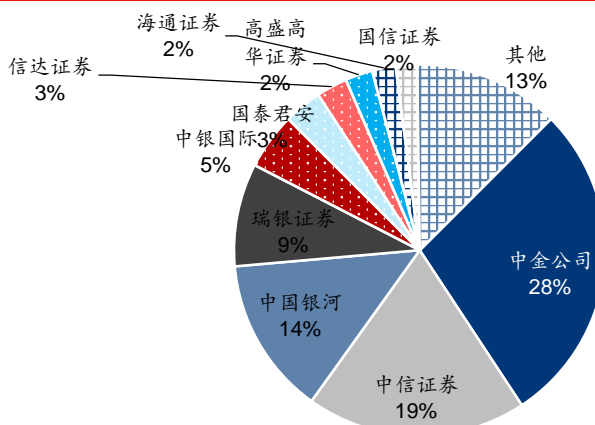
### 行业格局：国企巨无霸 IPO，深耕大项目券商垄断

**IPO、再融资和并购重组均围绕大项目开展，以大项目为主的投行品牌价值凸显。**大型项目单笔筹资额高，一批深耕大型企业的老牌券商凭借核心资源和执业优势，享受大型项目垄断性份额。

此时投行格局围绕大型项目优势、地域分布和业务能力，基本可以分为四大军团：**一是以中金、中信、银河为首的北方军团**，凭借定位、战略和资源掌握大型项目优势，垄断了 IPO 份额前三名。且得益于大型客户基础和大项目优势，中金、中信成为投行业界霸主，在再融资、债券承销、并购重组均获得领先份额。其中中金公司专注于服务大型客户，根据 Wind 统计其在 2005-2008 年期间涵盖了 IPO 28% 份额，市场份额遥遥领先，将中信银行、中国人寿、建设银行、中国石油、中国神华超大额融资项目收入囊中。**二是以国泰君安、中银万国、海通证券等老牌券商为首的上海军团**。三家老牌券商在 2005-2008 年阶段前期在大型项目中投行业务表现较优，如国泰君安完成工商银行和中国银行 A 股 IPO，中银万国完成工商银行 A 股 IPO。但三者大型项目中优势不稳定，优势相比北方军团较弱。在再融资、债券承销方面，凭借大项目和地缘优势也拥有较优份额。**三是以高盛高华和瑞银证券为代表的外资军团**。两家外资投行均主打大项目，瑞银证券连续完成中国石油、中国中铁、中国太保等超大额 IPO 项目，高盛高华证券完成中国平安 IPO 项目。此外，瑞银证券还在债券承销和并购重组上具有一定优势，但再融资业务两家投行均相对较弱。**四是以国信、平安、广发、招商等券商为首的南方军团**。其市场化程度较高，中小企业客户迅速扩张。其中，国信证券凭借中小企业优势在 IPO 承销家数上排名领先。但受限于中小企业融资规模较小，南方军团承销金额市场份额尚低。

**大项目显著提升投行集中度。**大型项目单笔 IPO 筹资额高，推动行业内部格局集中度显著提升。2005-2008 前十名 IPO 承销规模集中度上升至 87%，与 2000-2004 阶段集中度相比+25pct。其中，中金和中信市场成为 IPO 项目领头羊。再融资项目同样集中于 IPO 客户优势显著的头部券商，前十名承销规模集中度达 67%，因市场化程度相对较高、中小券商容易入手而集中度略低于 IPO 规模，中金、中信和中银国际享有领先份额。同时，由于并购重组失败率较高、财务顾问费相对较低，因此仅有十余家券商设立专供于并购业务的团队，且以服务大型项目为主。债券承销集中于公司债、企业债和资产支持证券等券商优势品种，在此三类债券中享有优势的券商份额居前。前十名债券承销规模集中度高达 83%，集中性显著。享有投行业务优势的中金、中信和银河享有领先份额。

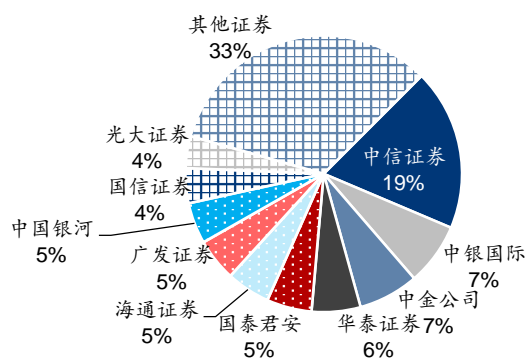
图表21： 2005-2008 年 IPO 筹资总额占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

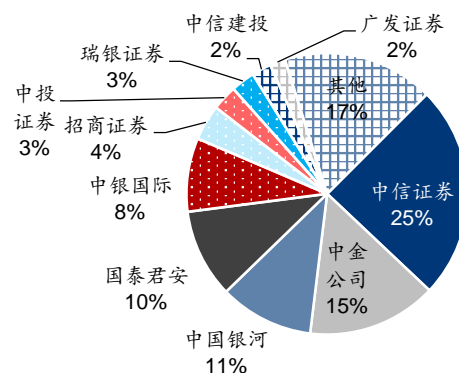


图表22: 2005-2008 年再融资筹资总额占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

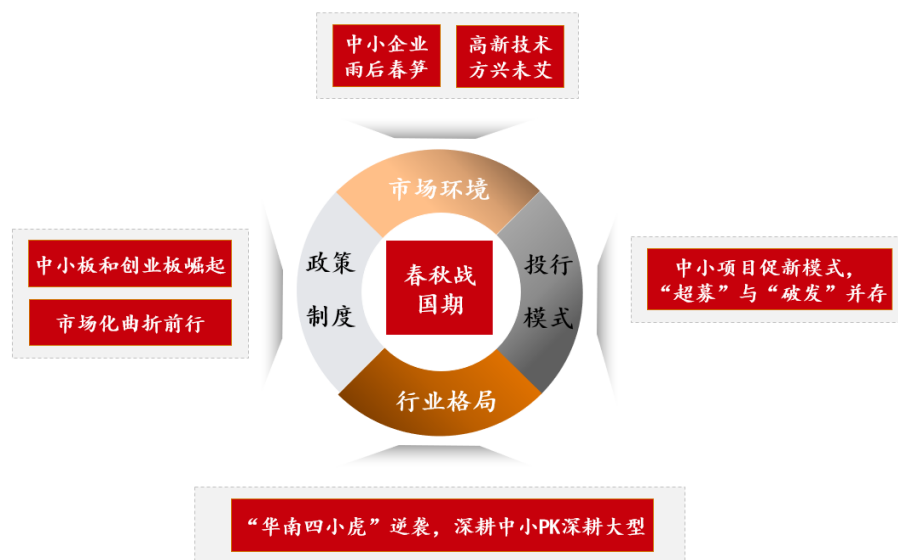
图表23: 2005-2008 年债券承销规模占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 春秋战国时期，中小板、创业板崛起投行群雄逐鹿

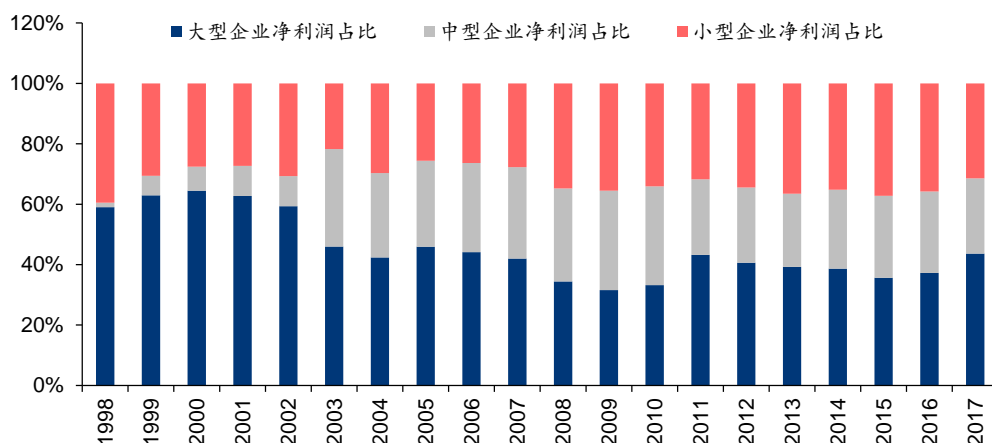
图表24: 投行春秋战国时期逻辑图



资料来源: 华泰证券研究所

### 市场环境：中小企业雨后春笋，新技术方兴未艾

中小企业快速发展，亟需资本市场提供资金支持。2003 年《中小企业促进法》正式实施和 2005 年《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》出台后，中小企业发展加速，从加工、贸易等行业向基础设施、高新技术等行业拓展，利润水平也快速提升。根据国家统计局公布数据，工业企业中中小企业利润从 2000 年 1561 亿元快速增长至 2010 年的 35419 亿元，年复合增长率达 37%，高于大型企业同期 20% 的增速。中小企业对经济发展贡献日趋显著，工业企业中中小企业利润占全部工业企业利润比例从 2000 年 36% 大幅提升至 2010 年的 67%，并稳定在 65% 比例左右。中小企业资金需求旺盛，而受制于银行贷款和资本市场主要围绕大型企业等结构，以及中小企业风险相对较高，其融资难融资贵问题普遍存在。促进中小企业更好更快发展，需要资本市场发挥好资源配置作用。

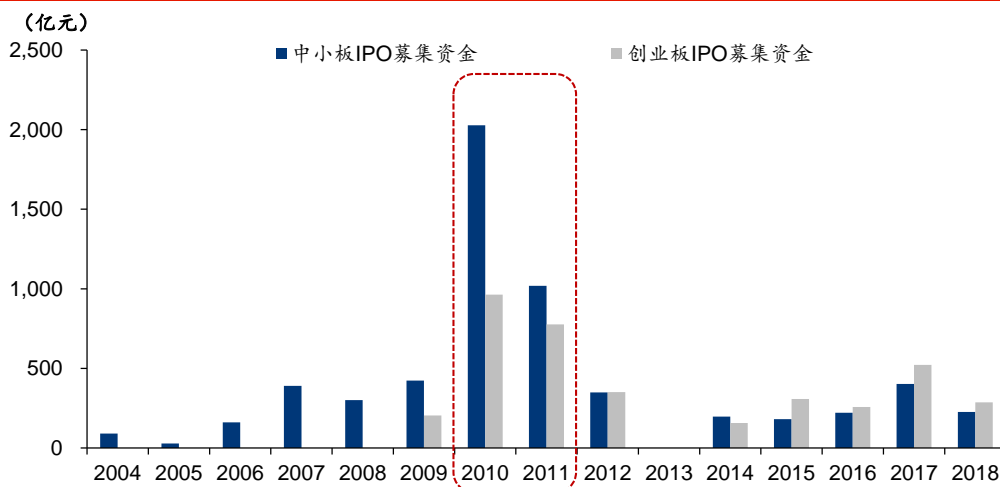
**图表25： 1998-2017 年工业企业各类规模企业净利润占比**

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**高科技、高成长和新经济企业持续涌现，高风险高收益的特性需要资本市场进行融资支持。**2010 年中国 GDP 总量超过日本，成为全球第二大经济体。伴随经济高速发展，高新技术不断涌现，拥有领先技术的企业在中小企业中占据相当数量，推动经济发展质量提升。保持经济发展长期动能，需要持续支持高新技术企业，提高经济发展的质量和效益，转变经济发展核心。同时，企业发展对融资提出了迫切需求，而企业规模较小、高风险、高收益性又导致从银行等间接融资渠道较难获得资金，需要资本市场发挥好融资支持功能。

#### 政策制度：中小板创业板崛起，市场化曲折前行

**中小企业板和创业板崛起，多层次资本市场扩容。**为满足中小企业融资需求，补足资本市场服务中小企业短板，2004 年和 2009 年中小企业板和创业板分别在深交所成立，定位服务于中小企业和自主创新及成长型创业企业。虽然中小企业板开板较早，但就发展速度来看，2010 年起中小企业板迎来 IPO 融资额显著放量，2010 年当年融资规模 2028 亿元，资源配置功能开始得到充分发挥。创业板自 2009 年开板后，自 2010 融资规模显著放量。创业板上市公司集中于电子信息、生物医药、连锁经营、环保节能等领域，此外还出现了移动互联、技术检测、文化创意等战略新兴产业范畴的公司。

**图表26： 2004-2018 中小企业板和创业板 IPO 募集资金规模**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**创业板上市审核更具包容性，发行承销依赖投行保荐能力。**创业板制度设计坚持市场化原则，在考虑创业企业特点同时统筹推进企业准入、发行审核等制度上创新。从上市标准来看，创业板上市标准与主板相比较低、标准设置更具灵活性和包容性，且发行审核速度较

快。从保荐制度看，为配合创业板的运行，证监会修改《证券发行上市保荐业务管理办法》，把保荐制度应用于创业板市场。

发行定价由“市场化询价”转为“市场化询价+23 倍 PE 隐性红线”。从发行定价来看，创业板创立初期遵循市场化定价模式，不存在监管限制，但也导致“高发行价、高市盈率、高募集资金”的“三高”现象出现。应对市场“三高”现象，2014 年新股发行政策改革，要求拟发行价格对应市盈率参考同行业上市公司二级平均市盈率，并形成“市场化询价+23 倍发行市盈率隐性红线”的新股定价标准。

#### 投行模式：中小项目促新模式，“超募”+“破发”并存

大量优质中小企业登陆资本市场，驱动投行业绩提升。中小企业板和创业板的相继开通，并伴随市场逐步发展成熟，大量优质中小企业登陆中小板和创业板，募资金额的快速放量推动券商新股融资业务规模大幅提升。根据 Wind 统计，2010-2012 年间中小企业板和创业板 IPO 募资金额分别为 3396 亿元和 2092 亿元。且中小企业由于项目发行风险相对较高，承销费率水平高于大项目，2010-2012 年间中小企业板和创业板 IPO 平均承销保荐费率 4.8%和 5.9%，显著高于同期主板 IPO 2.4%的平均承销保荐费率。因此，中小企业 IPO 推动投行业务收入显著增长，2010-2012 年中小企业板和创业板 IPO 合计承销及保荐费分别达 162 亿元和 290 亿元。

“华南四小虎”凭借中小战略定位和有效经营模式“以量取胜”实现逆袭。应对中小企业上市热潮，为快速获得项目资源，投行从保荐人数量、激励机制、业务分工等多维度发力。长期深耕中小项目的“华南四虎”国信、平安、广发、招商凭借优势战略定位和经营模式快速崛起，承销金额甚至比肩凭大项目优势领先的券商。国信构筑“人海”模式，通过招聘大量保荐人，并设置“独立经营、独立核算”的事业部制充分挖掘个人潜能，以诱人的薪酬激励机制推动保荐人接洽项目、自担风险，培育“狼性文化”，提升业务数量。平安打造“投行工厂”模式，将投行业务链映射至工厂生产链，通过精确分工和标准化将部分可拆解的投行业务系统拆解成可复制的流水线模式，同时统一把控项目风险以及客户或监管对接，从而实现项目效率和质量共赢。广发形成产品线、职能线、地域线三线协调部署运作模式，采取投行人员随营业部走的策略，投行团队遍布全国。招商分离项目生产和销售分离，设置投行事业部和股票销售交易部两个一级部门，发挥各自专业优势。

图表27：“华南四小虎”深耕中小项目的投行业务模式



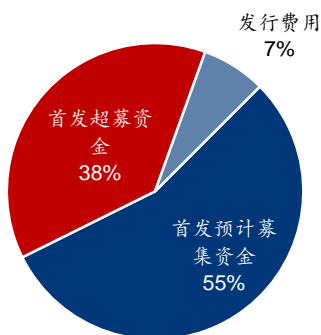
资料来源：华泰证券研究所

投行行业分组强化。根据各家券商官网披露信息，头部券商基本均对 TMT、金融等高速发展行业设立专业分组，持续夯实业务基础。同时，部分券商还设立医疗健康、能源、大消费等行业分组，部分券商行业分组数量超过十个。

**创业板超募普遍，投行收取额外承销费助推超募效应循环。**创业板遵循完全市场化定价模式，且上市标的高成长性特征显著，导致发行时“三高”现象和超募现象普遍。产业与财务资本寻觅套现出口，发行人对资金超募乐此不疲，同时投行可以针对超募资金部分收取额外的承销费，且整体费率较高，同时也成为助推超募现象循环及深化的重要因素之一。根据 Wind 统计，在创业板市场化定价期间，即开板至 2012 年末，共有 354 家创业板上市公司超募资金达 1266 亿元，实际募集资金是预计募集资金 2.6 倍。超募趋势叠加市场较为景气，2010 年创业板 IPO 项目平均发行市盈率达 59，高者如世纪鼎立、沃森生物等项目首发摊薄市盈率均超过 120。发行市盈率后随市场下滑而有所回落，但整体仍维持较高水平。

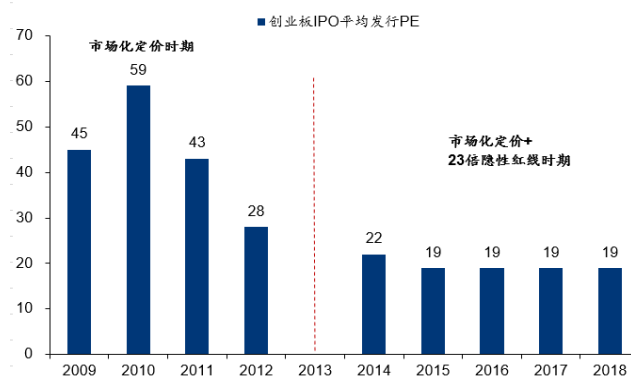
同时，“三高”透支着市场的价值投资，不合理定价导致的超募也是股票上市后出现频频破发的重要诱因之一。新股首日破发屡见不鲜。根据 Wind 统计，2010 年中国西电、二重重装、中国一重等在上市首日即破发。2011 年，破发现象加剧，全年 125 只新股中，30 只首日破发。2012 年 72 只新股中，16 只首日即破发。上市后非首日破发的股票数量则更大。2014 年发行定价方式转为“市场化询价+23 倍 PE 隐性红线”后，超募现象得到有效遏制，但同时也导致市场化定价受到影响，券商投行定价能力无法有效发挥。

图表28： 2009-2012 年创业板募集资金结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 2009-2018 年创业板平均发行市盈率



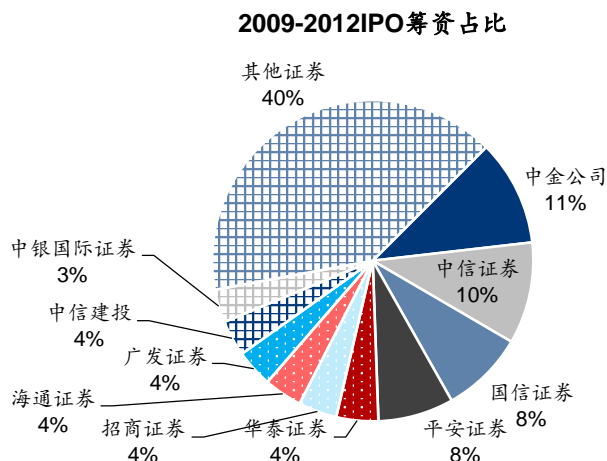
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 行业格局：“华南四小虎”逆袭，深耕中小 PK 深耕大型

伴随大批中小企业登陆资本市场，长期紧跟中小项目的券商影响力提升，初步形成了深耕大型项目和深耕中小项目的投行竞争格局。深耕中小项目、市场化程度较高的“华南四小虎”快速崛起，凭借中小项目数量和大规模资金超募，承销规模和承销收入市占率不断提升，构建起与龙头券商竞争的综合实力。券商投行业务形成了以大型项目为优势的老牌业务“霸主”和深耕中小项目新生“诸侯”的并存局面。同时，由于投行业务尤其是 IPO 业务市场化机制尚不成熟，投行业务趋同性较为显著；且各券商促进中小项目和各类业务均衡发展，行业竞争加剧，投行进入春秋争霸局面。

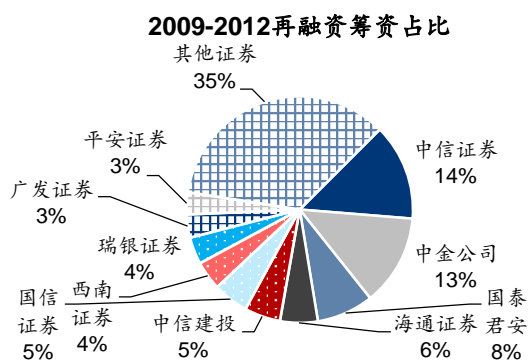
**中小项目数量提升驱动行业集中度下降。**中小项目单笔筹资额低让中小投行有机会一展身手，叠加各券商投行处于中小项目业务均衡发展阶段，行业内格局集中度下降。2009-2012 前十名 IPO 承销规模集中度回落至 60%，与 2005-2008 年集中度相比-27pct，并达到历史阶段中的最低水平。其中，中金和中信凭借 11%和 10%仍保持领先市场份额，国信、平安、招商凭借中小客户优势，获取 8%、8%和 4%份额，分别列市场第 3、4 和 6 名。再融资和债券承销受中小项目增多影响，集中度均较上阶段大幅下降。

图表30： 2009-2012 年 IPO 筹资金额占比



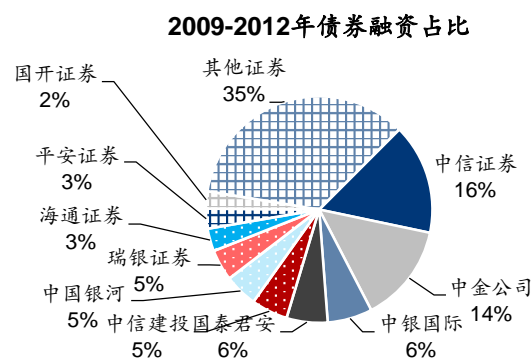
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 2009-2012 年再融资筹资金额占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

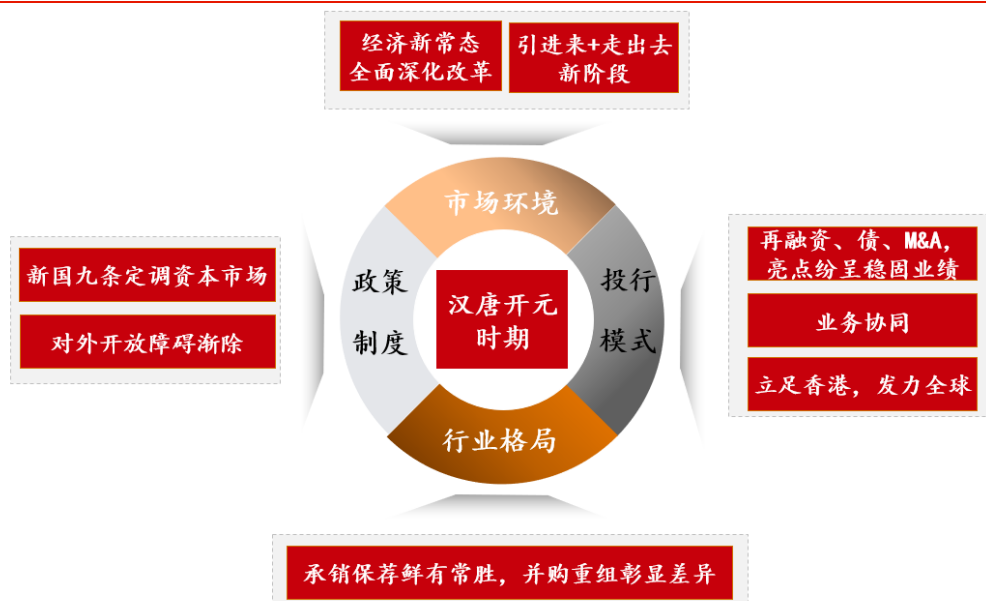
图表32： 2009-2012 年债券融资筹资金额占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 汉唐开元时期，多元业务及国际化布局协同并进

图表33： 投行汉唐开元时期逻辑图



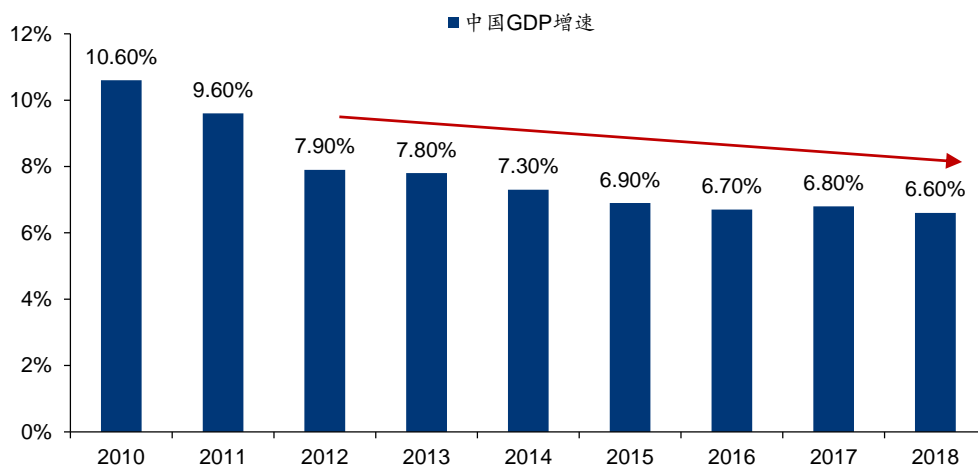
资料来源：华泰证券研究所



### 市场环境：经济发展新常态，对外开放新阶段

中国经济步入新常态，全面深化改革开启，奠定多层次资本市场建设完善基础。2012 年以来，国内宏观经济面临下行压力。GDP 增长率呈现下跌迹象，由 2012 年的 7.9% 下滑至 2018 年 6.6%。同时依赖财政政策刺激和过度使用生态资源的中国经济难以维持持续高速增长，且产能过剩、“国进民退”、贫富差距扩大等遗留问题日渐凸显，需要探索实现平稳经济结构调整和增长方式升级转变的路径。2013 年 11 月中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议部署《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，开启全面深化改革。改革要求完善金融市场体系，健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重，为资本市场体系建设完善奠定重要基础。

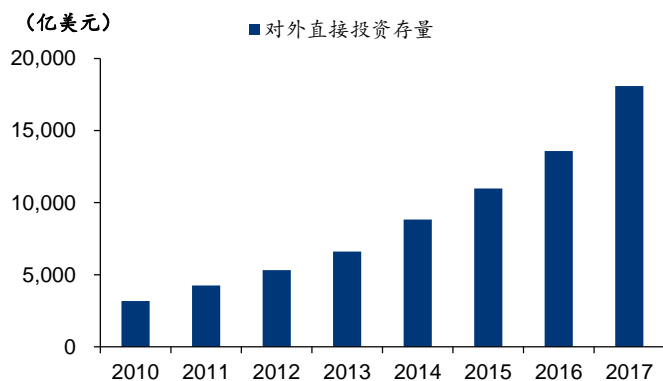
图表34： 2010-2018 年中国 GDP 增速



资料来源：统计局，华泰证券研究所

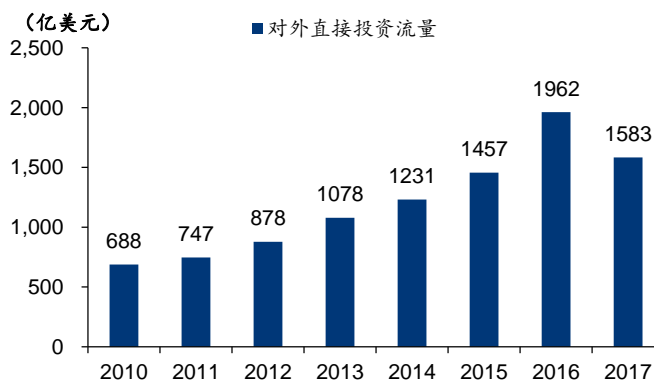
对外开放水平迈入新阶段，“引进来”和“走出去”双轮驱动，境内企业海外投融资需求旺盛。党的十七大报告强调“引进来”和“走出去”更好结合，确定了对外开放的顶层战略指导。2013 年，顶层设计提出“一带一路”倡议，同时实施自贸区战略以改善外资外贸发展制度环境。2016 年人民币正式加入 SDR 货币篮子，标志人民币国际化进一步深化。伴随对外开放水平提高，境内企业的国际竞争力也持续提高，企业走出去迈入快速发展阶段。对外直接投资流量持续上升，并于 2016 年达到 1962 亿美元峰值，2012-2016 年复合增长率 22.2%，对外直接投资存量自 2015 年起突破万亿美元大关，并持续快速上涨。境内企业谋求境外上市和并购的事件增多，同时对海外资产配置需求也大幅提升。

图表35： 2010-2017 年对外直接投资存量规模



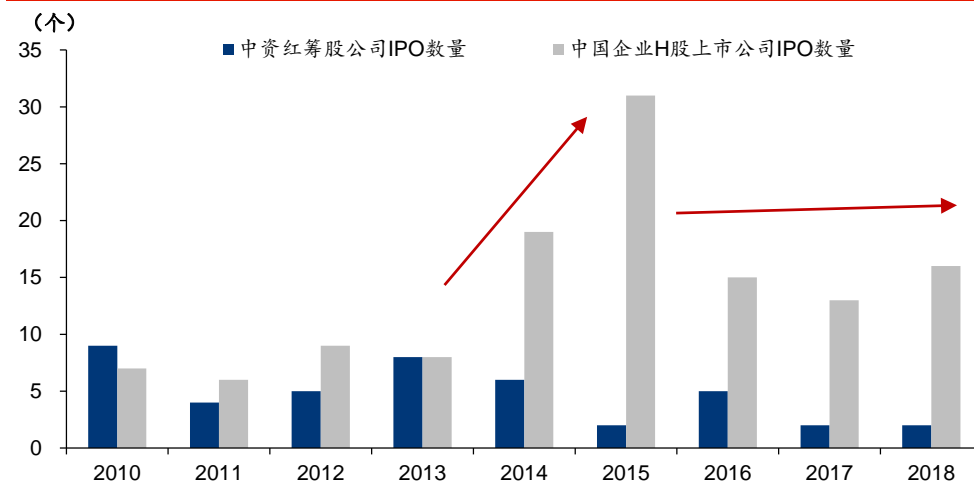
资料来源：商务部，华泰证券研究所

图表36： 2010-2017 年对外直接投资流量规模



资料来源：商务部，华泰证券研究所



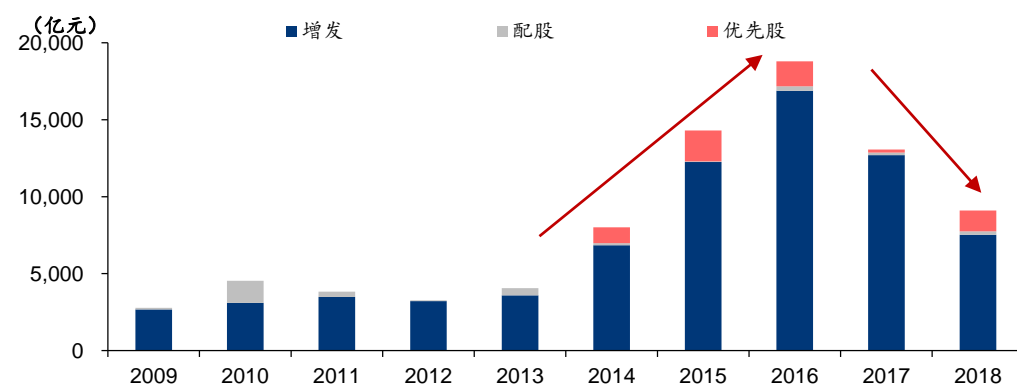
**图表37： 2012 年以来，H 股上市企业数量快速上升，募资规模上升**

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**政策制度：“新国九条”定调，行业国际化障碍渐除**

**资本市场新“国九条”奠定政策基调。**2014 年 5 月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称新“国九条”），统筹规划新时期资本市场改革、开放、发展和监管等方面工作。提出发展多层次股票市场、规范发展债券市场、扩大资本市场开放等明确要求，奠定资本市场长期稳健发展深远影响。近年来，资本市场地位日益提升，2018 年中央经济工作会议强调资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。顶层定调有望驱动市场发展向上。

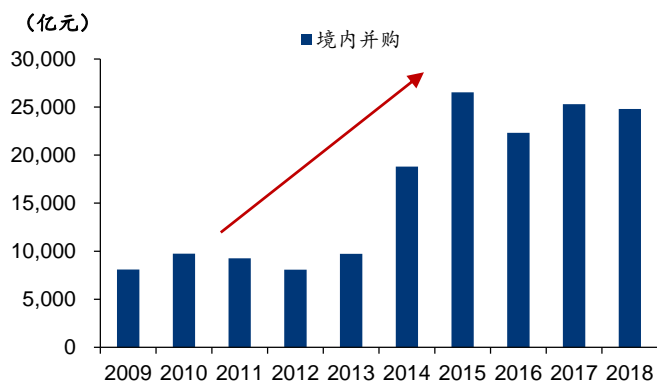
**定增经历热潮迭起、规范回落的发展周期，未来优化再融资政策仍有望陆续出台。**2013 年和 2015 年 IPO 两次暂停，定向增发由于发行条件相对宽松、定价时点选择灵活、发行风险小，受到上市公司追捧。2015 年并购重组融资力度有所加强，资产置换重组、壳资源重组和实际控制人资产注入等触发的发行股份购买资产项目成为驱动定向增发规模大幅上升的另一重要因素。同时，市场也开始出现过度融资、跨界炒作和脱实向虚等再融资倾向。再融资规模（增发+配股+优先股）从 2013 年的 4060 亿元快速上升至 2016 年的 1.88 万亿元，三年规模增长高达 3.6 倍。再融资以非公开发行为主的结构失衡也日趋显著。针对定增出现的不合理倾向，2017 年 2 月证监会正式出台再融资新规，收紧定增规模、限制再融资频率，引导再融资结构改善。2018 年 11 月以来，监管为提高市场资源配置效率，修订放宽再融资资金用途及时间间隔，再融资募集资金可用于补充流动资金和偿还债务，时间间隔由 18 个月缩短为 6 个月。未来促进再融资优化发展的政策仍有望陆续出台。

**图表38： 2009-2018 年再融资募集金额**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

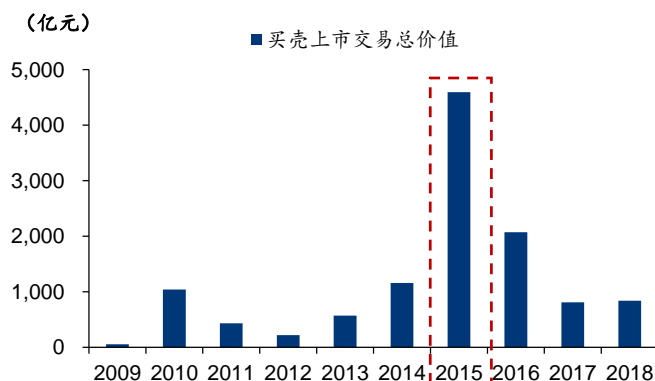
并购重组在政策引导下发展与规范并重，借壳上市兴起一时，产业并购蹒跚起步，未来将持续深化并购重组市场化改革。2014-2015 年，国务院优化企业兼并重组市场环境，先后颁布促进企业并购重组相关政策，从顶层设计层面鼓励上市公司开展并购重组。同时证监会也发布并购重组配套政策，规定除发行股份购买资产和借壳上市外的重大资产购买、出售、置换全部取消审批，简化并购重组程序。后续也通过配套政策在交易定价和支付方式等方面不断创新。外部环境优化叠加 IPO 不定期关闭、排队等问题，使大量拟登陆资本市场的企业转向借壳上市，2014 年起借壳上市逐渐风靡市场，绿地控股借壳金丰投资、分众传媒借壳七喜控股、申通快递借壳艾迪西等多个项目交易总价值均超过 100 亿元，成为驱动并购重组规模上升的重要驱动。根据 Wind 统计，从 2013 年至 2015 年，境内并购重组交易金额由 9731 亿元攀升至 2.65 万亿元。2016 年，“炒壳”、高估值、高业绩承诺的重组方案频现，证监会通过细化“控制权变更”认定标准、取消重组上市的配套融资、延长锁定期等制度安排，以及趋于严格的审核和监管，引导更多资金投向实体经济，并购重组规模边际收缩。2018 年以来，监管多次强调将深化并购重组市场化改革，陆续推出“小额快速”并购重组审核机制、试点定向可转债并购，并放宽发行股票购买资产配套资金使用，允许募集资金用于补充上市公司和标的资产流动性、偿还债务。政策优化将持续推动企业通过并购重组优化资源配置。

图表39： 2009-2018 年境内并购交易金额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

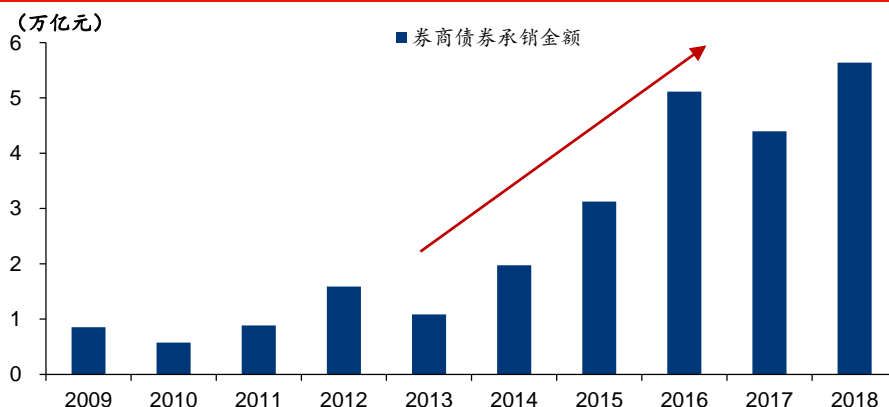
图表40： 2009-2018 年 A 股买壳上市交易总价值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

债券市场多维度突破，奠定市场发展基础。2015 年证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，在扩大发行主体范围、丰富债券发行方式、增加交易场所、简化发行审核等方面实现突破。政策突破下公司债发行大幅增长，发行人范围扩大、发行品种和方式多样化。券商债券承销金额快速提升，从 2013 年的 1.08 万亿元至 2018 年的 5.64 万亿元，规模增长达 4.2 倍。顶层设计多次提出要推动直接融资占比提升，未来债券融资作为直接融资的重要组成部分有望迎来发展历史机遇。同时，政策引导下绿色债券、创新创业专项债、“一带一路”专项债等创新债券发行量或将有所增加。

图表41： 2009-2018 年券商债券承销金额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**监管引导券商业务创新，为业务协同奠定基础。**监管层对于创新类业务的态度决定券商业边界。诸如，券商直投业务由试点转为常规。2007 年中信和中金获得开展直接投资业务试点资格，其后试点范围逐步扩大。2011 年 7 月，《证券公司直接投资业务监管指引》发布，券商直投业务正式由试点转化为常规监管，券商直投业务参与度提升。同时，监管叫停“保荐+直投”模式，允许设立直投资基金。2014 年，《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》明确支持券商可设立并购基金、夹层基金、产业基金等直投资基金。再如，**2012 年券商创新大会后券商重资产业务起步。**2012 年创新大会明确未来券商创新发展的 11 大类和具体措施，总体上可以划分为：放松新业务新产品审批；推动产品创新；放宽业务范围、推动业务创新；加快多层次资本市场体系建设；为券商创新发展、做大做强进行制度松绑等五大方面。支持券商开展市值管理等各类中介服务，放宽报价回购/约定回购/融资融券业务限制，放开设立直投/并购/另类公司限制，券商重资产业务起步。

**金融业对外开放稳步推进，扫除券商国际化发展障碍。**顺应“引进来”和“走出去”的顶层设计，以及“积极稳妥推动金融业对外开放”等政策定调，资本市场和金融行业对外开放程度持续提升。2014 年 5 月 29 日，证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，鼓励券商发展跨境业务，支持为境内企业跨境上市、发行债券、并购重组提供财务顾问、承销、托管、结算等中介服务。支持证券经营机构“走出去”，在港、澳、台和其他境外市场通过新设、并购重组等方式设置子公司。支持证券经营机构为符合条件的境外企业在境内发行人民币债券提供相关服务，并依托上海自贸区等经济金融改革试验区机制和政策，为境内外个人和机构提供投融资服务。2018 年，多家大型券商获得跨境业务试点资格，拓宽券商境外经营业务边界。

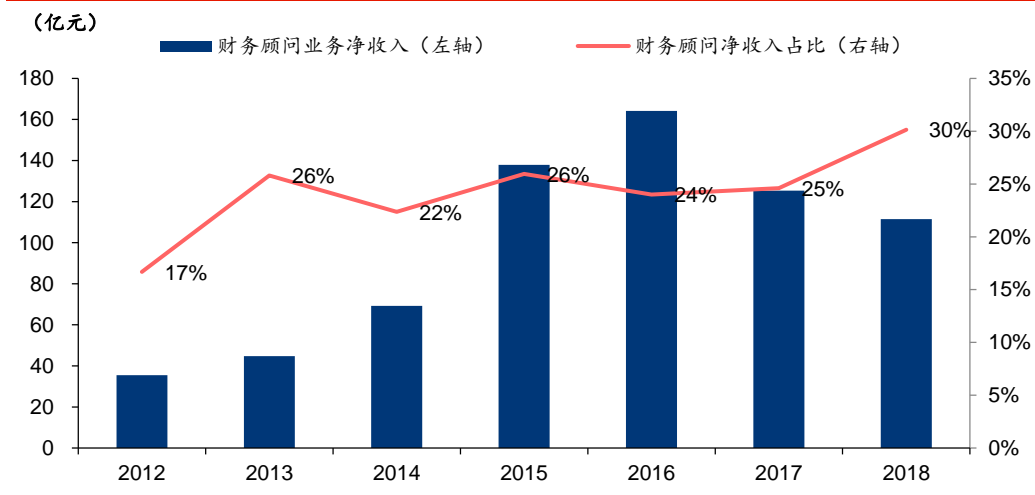
#### **投行模式：股债并购亮点纷呈，协同+国际齐头并进**

伴随政策引导、股市扩容和市场化机制深化背景下，2013 年以来，投行业务中再融资、债券承销和并购重组的贡献逐渐增大，逐渐形成 IPO、再融资、债券承销和并购重组均衡发展的多元投行业务，业务均衡也有助于对冲周期性风险，平滑投行业务收入。

**再融资业务经历由热潮向规范发展转变，未来政策优化有望驱动业务良性向上发展。**定向增发继续受到上市公司追捧，且在融资性定增和并购重组双重驱动下，定增规模攀上新高位，在 2013、2014 年 IPO 业务不振情况下，定增驱动的再融资业务成为投行收入的支撑之一。且定向增发受监管限制较少，业务较为市场化，定增合理定价和配售对投行综合能力要求更高。但针对再融资出现过度融资、结构失衡等不合理现象，2017 年 2 月再融资新规正式出台引导市场回归理性，再融资规模边际收缩、结构趋于改善，业务发展步入良性发展轨道。2018 年 11 月以来，监管修订放宽再融资资金用途及时间间隔，释放业务发展积极信号。未来促进再融资优化发展的政策仍有望陆续出台，将引导投行再融资业务迈入良性向上发展轨道。

**并购重组光彩焕发，并购重组浪潮驱动收入贡献持续提升，未来深化并购重组市场化改革持续推进将持续推动业务发展。**伴随市场扩容、产业整合升级，产业并购蹒跚起步成为并购业务增长点。2010 年-2012 年，国务院推进资本市场企业并购重组的市场化改革，国企产业并购大幅增长。2013 年-2014 年，大型国企资源不断减少，伴随并购重组审核分道制在 2013 年开始实施、中小企业板和创业板活跃度提升、新兴产业大力发展，中小企业跨界整合需求强化，并购重组业务迎来大发展，2013 年成为“并购元年”。同时，2014-2015 年借壳上市热潮也成为驱动并购重组业务的重要因素。且海外市场并购潮下，部分国际化领先的投行看到发展机遇。财务顾问净收入占比在投行收入中占比持续提升，成为投行重要贡献来源之一，并有助于平滑投行业绩波动。未来伴随深化并购重组市场化改革持续推进，有望持续推动业务发展，引导收入贡献进一步提升。

图表42： 2012-2018 财务顾问业务净收入及占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：财务顾问净收入占比=财务顾问业务净收入/(证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务净收入)

债券市场规模快速提升，债券承销成为投行另一关键组成，承销机制充分市场化夯实投行能力。2013 年以来伴随国家积极发展债券市场和服务实体经济的发展思路，债券市场规模快速提升，带动券商债券承销金额大幅增长。主承销券种也持续拓展丰富，且券商创新能力强，率先发力抢占 ABS、可转债等创新品种，为业务发展开辟关键增量。在 2013、2014 年及 2018 年 IPO 业务不振情况下，债券承销成为投行收入又一有力支撑。且债券承销充分遵循市场化机制，项目配售依赖投行的定价和销售能力，持续夯实投行业务能力。

投行业务协同初现端倪。同时对外开放深化和境内企业投融资需求扩大稳步推进投行国际化进程。

部分券商开始认识并布局业务协同，并将投行业务由产品导向向以客户导向方向转变，以挖掘客户多层次需求。券商开始尝试部门间业务系统。如探索与直投业务协同，券商逐渐形成“投行+直投”的经营模式。该模式能够同时为券商带来承销保荐收入和直投收入，且投资退出渠道相对畅通、业务收入颇丰。但出于投行和直投业务的风险隔离考虑，监管 2011 年明确规定拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的，公司直投子公司不得再对该拟上市企业进行投资，叫停“投行+直投”模式。虽然目前券商“保荐+直投”模式被限制，但不削弱业务连通性。直投业务成为促进投行价值延伸和业务协同的重要一环。此外，部分券商还通过成立私募产业基金或提供过桥贷款形式，参与并购重组业务，在给企业补充资金的同时，推动产业结构优化升级。如中金公司旗下的直投公司中金佳成旗下的 50 亿元的中金佳泰产业整合基金。蓝色光标并购博杰广告的项目也开创境内投行作为财务顾问为并购项目提供过桥贷款的先河。

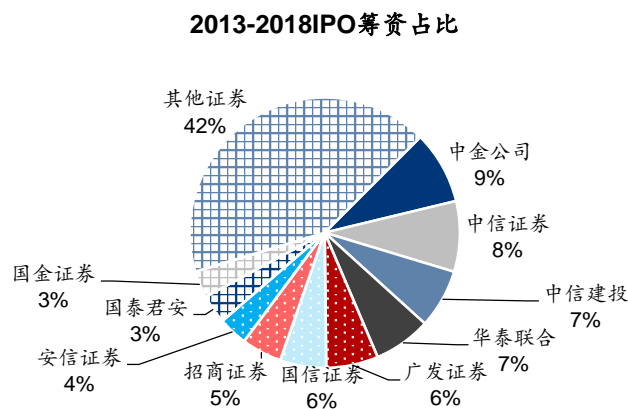
依据“立足香港、布局亚太、辐射全球”的主要路径推进国际化战略。券商利用外资投行金融危机后收缩国际尤其是香港业务规模的时机，大幅提升市场份额，并吸纳大量来自外资投行的人员，并借此打造出成熟的投行业务运营体制。内资券商在香港市场投行各业务表现有所差异。IPO 业务受益于内资企业赴港上市潮快速赶超。根据 Bloomberg 统计，中金公司、中信证券、海通证券等 IPO 承销排名前列。但再融资和配股承销受制于外资大行与港股存量公司良好的关系，承销龙头位置由外资投行掌控。并购重组受制于专业能力等较弱，行业前十位由国际投行主导，中金公司和中信证券规模相对领先，位列行业前十位。但总体看来，由于内资券商的定价能力等专业能力较弱，且缺乏全球性的客户体系，尚未形成能够媲美外资投行的核心竞争力。



### 行业格局：承销保荐少常胜，并购重组扭乾坤

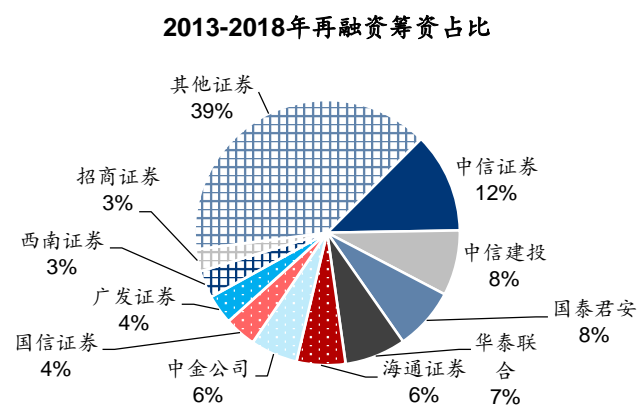
承销保荐业务名次几经更迭，行业集中度持续下滑。伴随深耕大型项目的券商在中小项目股权承销上加大投入，投行业务结构趋同，行业竞争加剧。同时，中小企业上市热潮渐平，以及部分依靠激进模式快速发展的券商后期风险暴露，均对投行格局产生冲击。承销额居前的券商几经变换，名次更迭。IPO 承销仅有中信、中金两家稳居于榜首，在 2009-2012 年间市占率位居第三、第四的国信、平安已被代替。再融资承销由于存量上市公司与保荐人维持相对较好关系，因此以往具有 IPO 优势的券商相对领先。

图表43： 2013-2018 年 A 股 IPO 筹资金额占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

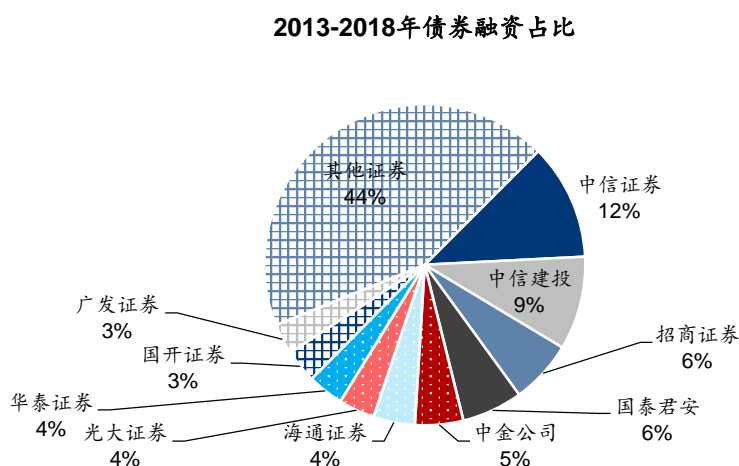
图表44： 2013-2018 年 A 股再融资筹资金额占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

债券承销延续相对充分竞争格局。由于债券融资对券商综合实力要求相对较低，新进入者更易破局，驱动行业集中度下降。细分品类增量业务带动部分券商进入前列，诸如中信建投凭借大型项目和公司债优势稳居行业前五，招商凭借 ABS 和公司债方面优势、国开证券凭借政府支持债券和 ABS 优势、德邦凭借 ABS 项目优势，排名均稳步提升。此外，2013-2018 年，债券承销前十大规模集中度 56%，延续较为分散的趋势。中信维持领先优势，中信建投后发居上，但市场份额差距不显著。

图表45： 2013-2018 年境内债券承销金额占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

并购重组业务浪潮中，率先掌握业务领先地位的券商构建差异化优势。资源型 PK 市场化，传统投行优势券商项目和地缘优势领先，部分机制灵活的大型券商和中小券商凭借市场化和创新能力分羹。中信和中金延续在大项目上优势。例如中信完成中国平安收购深圳发展银行项目，涉资 290.8 亿元，成为 2009 年的“并购王”。中金公司完成中国船舶重工的整体上市，交易金额高达 174.38 亿元。海通和国君证券依托“根据地”优势，承揽并购业

务。南方系券商中部分优质券商凭借市场化机制和创新能力，持续夯实并购重组优势，享有领先份额。中小券商的西南证券，凭借并购重组上前瞻的战略定位和地缘优势，快速夯实业务竞争实力。

图表46： 2012-2018 年证券行业并购重组财务顾问收入前十名

排名	公司名称 2012	公司名称 2013	公司名称 2014	公司名称 2015	公司名称 2016	公司名称 2017	公司名称 2018
1	中金公司 2.43	中金公司 2.33	华泰证券 3.46	华泰证券 4.93	华泰证券 5.25	华泰证券 7.28	华泰证券 4.40
2	中信证券 1.56	华泰证券 1.46	西南证券 2.38	广发证券 4.4	中金公司 4.18	中信建投 5.29	中金公司 2.95
3	华泰证券 1.35	中信证券 1.37	中信证券 2.03	中金公司 3.99	西南证券 3.8	中金公司 3.6	中信证券 2.03
4	西南证券 1.06	海通证券 0.89	海通证券 1.34	西南证券 3.97	广发证券 2.99	广发证券 3.14	中信建投 1.72
5	广发证券 0.61	银河证券 0.85	中金公司 1.1	中信证券 2.4	中信建投 2.7	中信证券 2.23	海通证券 1.26
6	海通证券 0.6	西南证券 0.82	广发证券 1.07	中信建投 2.26	中信证券 1.8	招商证券 2.11	国金证券 1.19
7	中银国际 0.44	中信建投 0.5	中信建投 0.82	海通证券 1.85	国信证券 1.71	西南证券 1.82	东方证券 1.11
8	瑞银证券 0.41	国泰君安 0.43	申万宏源 0.65	国泰君安 1.66	国金证券 1.37	国泰君安 1.26	国信证券 1.08
9	中信建投 0.36	东北证券 0.42	国泰君安 0.63	招商证券 1.5	海通证券 1.36	国金证券 0.99	广发证券 0.99
10	齐鲁证券 0.31	国金证券 0.38	国金证券 0.59	国金证券 1.38	国泰君安 1.3	光大证券 0.83	国元证券 0.96

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

注：收入单位亿元



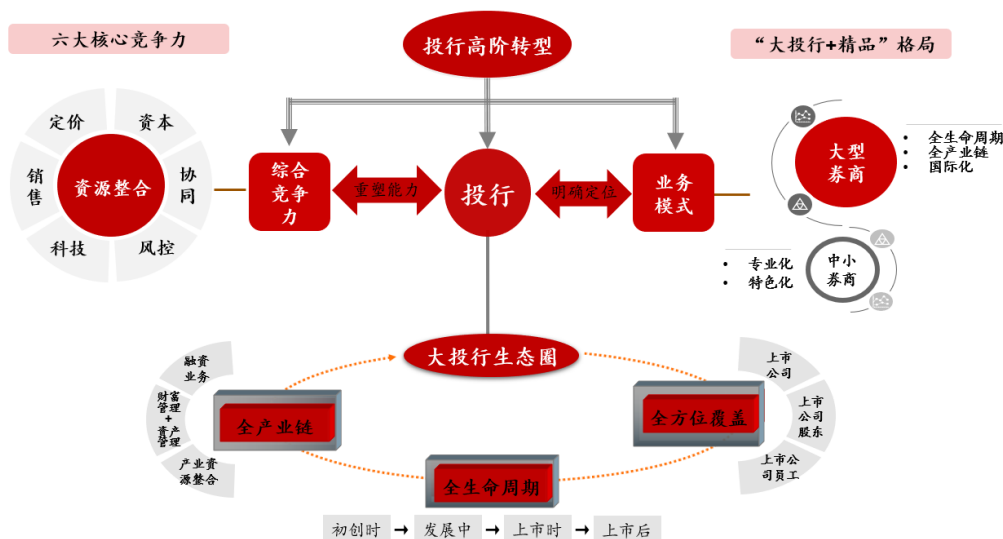
## 投行大变局，打造“投行生态圈”新模式

科创板加速推进，双向开放持续深化，资本市场新一轮跨越改革开启。改革将倒逼投资银行启动新一轮战略转型，转型之路如何走、登顶竞赛谁胜出，将是决定行业长远走向和格局的关键。下文将立足当前科创板时代背景下激荡变化，明辨投行转型模式和业务破局者。

### 投行转型：构筑资源整合力，打造投行生态圈

未来投行有望成为券商转型升级的突破口和发力点，通过串联券商轻重资产业务，发挥驱动各业务转型升级的引擎作用，带动券商开启全面高阶升级。投行转型要从综合竞争力和业务模式双管齐下。优质投行将率先构筑资源整合力，加速打造全产业链、全生命周期“大投行生态圈”。赢得先机者，方可掌握胜券。

图表47： 投行未来高阶竞争逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

首先，资本市场制度设计以及投行高阶转型方向，要求投行发挥资源整合功能，全方位重塑资本、定价、销售、协同、风控、科技等综合能力，构筑六大核心竞争力，以助力项目成功发行并保持持久竞争力，并构筑差异化竞争壁垒实现客户黏性和业绩双赢。

**资本实力是业务空间关键要素。**科创板承销商参与战略跟投制度，承销商将以自有资金参与新股认购。且全产业链业务运营也亟需资本支持。资本实力是决定业务能否拓展以及拓展空间的关键要素。未来行业和业务发展将迈入资本为王时代，资本金充足且资产盘活能力较强的券商，有望在市场博弈中获取领先市场占有率。

**定价能力是彰显投行实力的基石。**新股合理定价对成功配售、发行后股价稳定等均具有重要意义。科创板引导定价机制向市场化过渡，监管不再对价格进行干预，未来定价合理性将依赖投行对企业价值的判断。此外，定价能力提升还将带动再融资、并购重组等业务定价回归价值本身，激发客户需求并促进项目顺利开展。**专业定价能力提升要求研究先行，券商将重塑研究价值和发展模式，打造研究定价权和影响力。**投行优质项目的挖掘和合理定价，依赖于券商扎实的研判分析能力。未来券商将更加重视研究能力培育，通过深化研究的广度、深度、高度和质量，实现宏观、产业链、行业研究等全方位能力提升，打造高水平的研究定价权和影响力。

**销售能力是业务发展的中枢。**未来若注册制由试点循序渐进推广，新股发行将转入买方市场。承销商作为股票承销的核心，新股销售将依赖于承销商自身信誉、客户资源、市场匹配、交易撮合、内部协同和资本实力等综合实力。

**协同能力是业务关键推手。第一，投行将强化内部协同**，通过内部资源协同支持保障业务顺利推进，同时也将深入挖掘客户多元融资和咨询需求，开辟业务增量空间。**第二，全产业链业务协同优势将进一步彰显**。以客户需求为主导的大投行模式，需要协同资本中介、直接投资、财富管理等全业务链条，通过客户引流和资金、技术等资源支持，满足客户综合金融服务需求。**第三，深化境内外一体化协同能力**，深度拓展国际业务发展空间。当前，金融市场双向开放和客户群体及需求国际化深化，券商将围绕客户境外金融服务需求，打造国际化业务平台和境内外资源协同能力，加强全业务链资源跨境联动。未来，构筑可抗衡国际投行的资源整合能力，与国际顶级投行同台竞技，乃至成为国际顶级投行，将是龙头券商的终极目标。

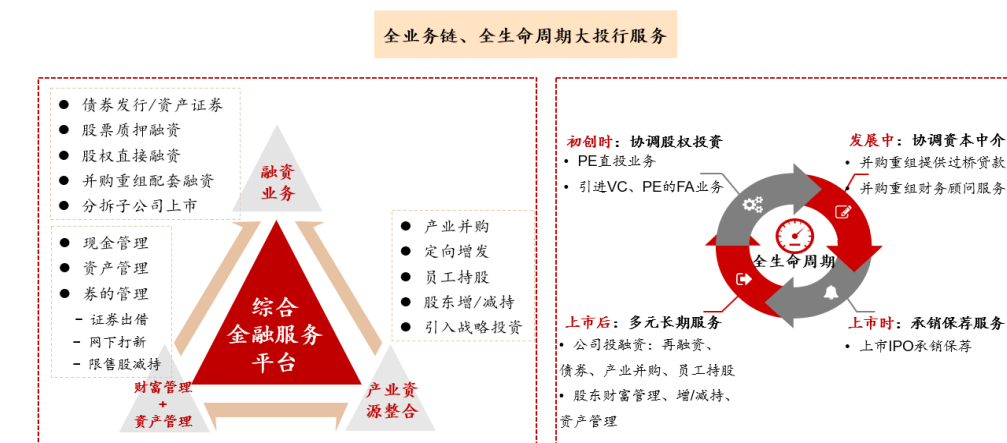
**风控能力由业务屏障转为业务核心驱动力之一**。投行业务逐渐走出监管背书，坚实的风控能力对投行意义匪浅。**一是应对日益复杂的市场变化和业务种类带来的各种风险**，保障业务稳健发展，打造对监管、发行人和客户三方信誉，均需要依赖全面风险管理，打造风险控制方面的专业能力。**二是强大的风控能力有望通过提供解决方案和执行专家创造业务生产力**。风控夯实信誉将形成良性循环机制，挖掘客户需求、强化客户黏性。同时风控能力提升将助力投行主动面向业务、面向客户、面向市场，为一线业务开展提供解决方案，发挥价值创造功能。**打造风控实力、强化风控与业务合作机制要完善风控体系**。一是建立保荐业务制订切实可行的合规管理、风险控制、尽职调查等系列制度、规则及业务规范。二是完善质量控制“三道防线”。三是调整风控部门激励机制，吸引留存专业风控人才。

**科技实力为业务提质增效**。全面拥抱数字化转型，通过构建一个具有承上启下枢纽作用的数字化大中台，实现投行业务中审核、分析、操作等基础流程工作的智能运营与体系化运作，构建强大的支撑体系，提升资源利用效能，释放投行前台的市场冲击力，让业务人员更聚焦于客户深耕和市场征战。同时也在风险管理技术系统上深耕细作，打造专业化、集团化、平台化的合规风控核心竞争力。

**其次，明确定位和特色，选择合适的经营模式，也将助力投行充分把握机遇、利用资源，构筑领先竞争力。**

**大型券商将加速打造全产业链、全生命周期“大投行生态圈”，实现业务协同和价值延伸**。市场制度改革将推动资本市场深化发展、激发企业金融需求背景下，投资银行将加速探索“以业务为导向”向“以客户为导向”转型，协同各部门资源，打造以融资业务、财富管理及资产管理、产业资源整合为核心的“大投行生态圈”，实现全产业链协同和价值延伸。“大投行生态圈”模式将伴随企业生命周期。**初创时协同股权投资**。虽然目前券商“保荐+直投”模式被限制，但不削弱业务连通性。券商股权投资赋予早期企业资金和战略资源支持。**发展中协同资本中介**。企业发展壮大持续需要资金，若开展并购重组将激发产生额外资金需求，券商可通过资本中介助力企业做大做强。**上市时提供保荐与承销业务等服务**。上市后提供做市、财富管理和资产管理、投融资管理等长期服务，将研究能力、投资交易能力、风控能力等专业实力持续转换为聚焦客户需求的服务能力。

图表48： 全业务链、全生命周期大投行生态圈



资料来源：华泰证券研究所

图表49： 覆盖上市公司、股东及员工的全方位服务



资料来源：华泰证券研究所

**中小券商探索特色化、专业化的精品券商之路。**中小券商资本和业务实力较为弱势，在行业竞争格局中将根据自身股东资源、特色业务等优势，制定精准品牌定位，争夺细分市场。中小券商可以探索打造倚重投行特色的券商、聚焦经纪财富管理的券商、专注债券业务的券商、着力资产管理的券商，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。

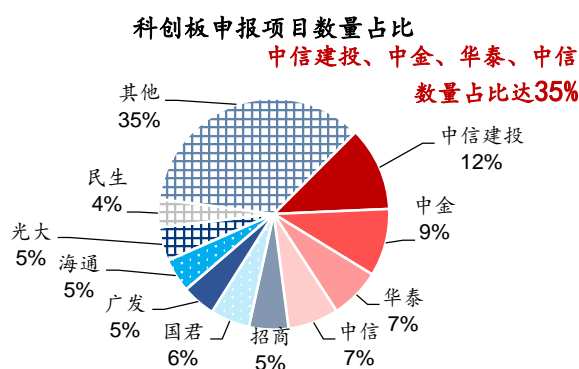
**行业马太效应或将加剧。**投行资源将向大型券商集中，原因有三：**第一，优质券商把握转型先机。**优质券商综合实力强劲，在执业、人才、渠道、研究等方面资源禀赋领先，有望率先构筑核心竞争实力，未来投行业务资源将向大型券商集中，加剧行业分化格局。**第二，监管引导资源集中。**优质券商经营风格稳健规范，符合监管导向，业务资质将向优质券商靠拢，业务资质分化也将加剧行业马太效应。**第三，双向开放需要国家队投行引领。**金融市场双向开放积极稳妥推进产生“鲶鱼效应”，也将倒逼国内券商加快发展，需要培养国家队投行引领高阶竞争。

### 征程启航：科创板开启投资银行精耕细作时代

科创板加速推进，资本市场转型变革的征程也将正式迈出实践步伐。科创板市场化制度设计，将锤炼投资银行资本实力、定价、销售、交易、协同、风控、科技等综合实力，开启投资银行业“精耕细作、质量为先”的时代。见微知著，部分优质券商已率先开启综合实力竞技，有望在变革浪潮中把握崛起契机：

根据上交所公布的最新科创板申报情况，中金、华泰、中信建投和中信申报项目数量及金额排名前四。根据当前上交所公布的 123 家科创板申报项目情况，中金、华泰、中信建投和中信保荐的项目数量和金额排名前四，申报金额占比达 51%。申报项目领先的券商展现出项目挖掘和资源整合力优势。且优质头部券商凭借已有经验优势，在新一代信息技术、高端装备等重点产业中申报份额领先，体现出专业领域的竞争实力。未来，优质券商将持续夯实综合业务实力，强化行业马太效应。

图表50： 各家券商科创板申报项目数量占比

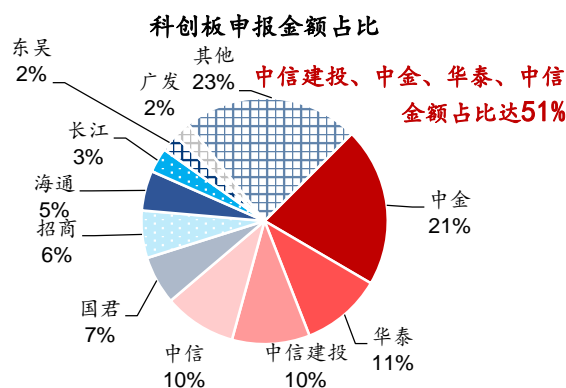


注：数据截至 2019 年 6 月 18 日，联合保荐重复计算。图表 51、52 同

注：截至 6 月 18 日，九号机器人有限公司申报状态为“中止”，暂时纳入考虑，后续审核进展存不确定性。图表 51、52 同

资料来源：上交所，华泰证券研究所

图表51： 各家券商科创板申报金额占比



资料来源：上交所，华泰证券研究所

图表52： 申报排名前十的券商各项目数量及金额行业分布

排序	申报项目数量（家）	新一代信息技术	高端装备	生物医药	新材料	节能环保	总计
1	中信建投	8	4		3		15
2	中金公司	7	3	2			12
3	华泰证券	4	3	2			9
4	中信证券	6	2	1			9
5	招商证券	1	1	2	1	2	7
6	国泰君安	3	2	1	1		7
7	广发证券	2	2	1		1	6
8	海通证券	1	3	2			6
9	光大证券	3		2	1		6
10	民生证券	1	1	1	2		5
11	其他	18	14	8	3	2	45
中金、中信建投、中信和华泰占比		46%	34%	23%	27%	0%	35%

排序	申报项目金额（亿元）	新一代信息技术	高端装备	生物医药	新材料	节能环保	总计
1	中金公司	103	119	30			252
2	华泰证券	39	51	38			128
3	中信建投	77	27		19		123
4	中信证券	88	16	11			115
5	国泰君安	44	17	5	11		76
6	招商证券	10	12	22	14	17	75
7	海通证券	25	28	11			63
8	长江证券	25	14				39
9	东吴证券		4	24			27
10	广发证券	11	7	3		5	27
11	其他	100	78	60	29	12	279
中金、中信建投、中信和华泰占比		59%	57%	39%	27%	0%	59%

注：根据上交所披露的项目证监会行业划分及公司主营业务种类，将申报项目行业按科创板重点支持的六大类产业划分

注：中金公司保荐“中国铁路通信信号股份有限公司”项目（划分为高端装备），拟募集资金 105 亿元，占高端装备总募集资金金额 28%

资料来源：上交所，华泰证券研究所

**资本定空间，优质券商资本实力扎实、资本补充能力突出，有望持续领跑。**一方面，科创板要求保荐机构通过另类投资子公司以自有资金跟投，资本实力将直接决定投行业务拓展空间。当前，中信旗下另类投资子公司以 140 亿元的注册资本和 160 亿元净资产遥遥领先，海通、华泰旗下子公司注册资本位居前三。另一方面，全产业链大投行生态圈稳步推进下，业务边界拓宽和重资产业务开展等均亟需资本支持，资本实力是决定成功转型的关键要素。头部券商归母净资产规模领先。未来，资本实力扎实、资本补充能力卓越的优质券商有望持续领跑。

图表53： 2018 年末头部券商及旗下另类投资子公司资本实力

单位：亿元	集团归母净资产	旗下 另类投资子公司	子公司注册资本	子公司净资产	控股比例
券商名称					
中信证券	1531	中信证券投资	140	160	100%
海通证券	1179	海通创新证券投资	41	51	100%
华泰证券	1034	华泰创新	35（考虑注资后）	35（考虑注资后测算）	100%
招商证券	807	招商投资	31	13	100%
广发证券	850	广发乾和	31	39	100%
申万宏源	694	宏源汇智	20	22	100%
		申万创新	10	13	100%
中信建投	476	中信建投投资	22（考虑注资后）	22（考虑注资后测算）	100%
中国银河	660	银河源汇	15	16	100%
国泰君安	1235	国泰君安证裕	10	10	100%
中金公司	422	中金浦成	5	未披露	100%

注：2019 年 6 月华泰证券成功发行 GDR，资本将得到进一步补充，因超额配售权尚未行使，最终募集资金尚未确定，上表中暂未纳入考虑

注：华泰证券和中信建投 2019 年分别向旗下另类投资子公司注资 30 亿元和 12 亿元，已在上表的子公司注册资本和子公司净资产中考虑

注：按另类投资子公司注册资本降序排列

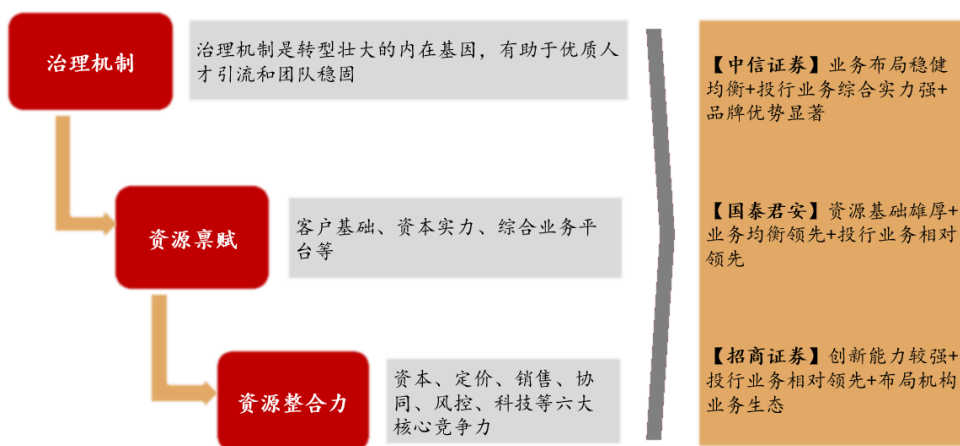


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 按图索骥：三大维度捕捉转型中崛起的龙头券商

直接融资大发展和股权时代开启为投资银行业务迎来跨越腾飞历史契机，投行产业链在券商业务体系中扮演龙头牵引角色，是券商业态全面升级的关键突破口，将带动券商各业务转型升级。转型变革将重塑行业格局，加剧内部分化。我们重点看好投行业务将崛起的券商，从三大维度甄别优质公司：**第一治理机制**。资本市场改革浪潮下投行面临转型变革，需要兼备价值挖掘和市场化专业能力的人员将转型落到实处，而人才引流和稳固依赖于长效的治理机制。未来，治理机制领先的券商将构筑成功转型、成长壮大的内在基因，实现投行率先优化革新。**第二资源禀赋**。承销、跟投和全产业链运作等依赖于投行机构客户基础、资本实力、综合业务发展等资源禀赋，禀赋占优的券商将攫取发展先机。**第三资源整合力**。未来投行业务高度依赖资本、定价、销售、协同、风控、科技等六大核心竞争力，资源整合力领先的券商将取得竞争优势。

图表54：按图索骥，甄选标的



资料来源：华泰证券研究所

### 优选标的：风起扬帆时，能者立潮头

**逻辑一：**全业务链发展的行业龙头。推荐业务布局稳健均衡，投行业务综合竞争实力强、品牌优势显著，前瞻布局创新业务的中信证券。

**逻辑二：**推荐创新能力较强，投行业务相对领先，机构客户基础扎实的招商证券、国泰君安。

### 风险提示

1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。

2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com