

从 PB 估值入手, TOP5 券商深度横向对比



我国证券市场近乎于垄断竞争格局, 近年来行业集中度提升, 大券商的竞争优势随之得到市场的认可与重视。本篇报告致力于通过拆解市净率估值系数, 来对影响大券商估值的核心因素做出分析, 并对其业务进行横向对比, 优中选优。

核心观点

- **根据 PB 估值系数, 拆分五大券商业绩。**券商的核心估值系数为市净率, 根据计算方法, 我们对其进行拆分, 选择三大核心因素(分红率、增长率、ROE)进行研究。而在研究标的的挑选上, 根据核心指标的行业排名情况, 中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券和广发证券是行业的前五大券商。
 - **分红率:**券商分红率普遍高于 30%, 受市场环境及券商经营发展规划影响, 具有较大的波动性, 大券商之间不具有孰高孰低的显著差异。
 - **增长率:**券商业绩增速具有较强的一致性, 且 2016 年以来大券商业绩同比表现优于行业。值得注意的是, 业绩同比表现对于估值有一定的影响, 但是外部影响因素(市场环境)较难控制, 因此增长率对估值的影响偏短期。
 - **ROE 是市净率最核心的影响因素。**从绝对值来看, 国泰君安与广发的 ROE 最高, 2017 年分别为 8.9%和 10.5%。对 ROE 进行拆解, 我们认为应当主要关注轻资产业务占比、营业成本比率、以及杠杆率(权益乘数)。
- 1) 我们将经纪、投行和资管类业务定义为轻资本业务, 较高的轻资本业务比率可以有效提升资金使用效率。其中, 中信和广发是占比最高的两家, 17Q3 的轻资本业务分别占比达到 58%和 53%。具体到不同的业务类别, 券商又各有所长。
 - 2) 从成本费用率的角度来看, 券商之间相差不大, 其中 2016 年国泰君安的管理费用率偏低一些。
 - 3) 杠杆率是 ROA 到 ROE 的放大器, 券商在不同时期的杠杆率具有显著的周期性, 大券商由于融资便利与用资业务广泛, 杠杆率高于行业水平。国泰君安杠杆率调整十分灵活, 市场高涨时期杠杆率最高, IPO 后保持在较低杠杆率, 使得利息支出比例较低。

投资建议与投资标的

- 考虑到市场集中度提升与强监管环境下, 大券商具备估值优势, 同时对比不同券商的业务特点与估值水平, 我们重点推荐中信证券(600030, 增持)(公认的行业龙头, 机构业务优势显著, 且业务布局前瞻, 能够把握行业发展机遇), 以及国泰君安(601211, 增持)(ROE 较高, 管理成本率偏低, 能够灵活调整杠杆率, 且具有估值优势), 海通证券(600837, 增持)(业务多元化发展, 海外布局有亮点, 海通香港增长较快, 海通银行有望有边际改善, 且公司估值处于底部区间)。

风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制, 这一点在 2015 年 6 月市场快速下跌中有所体现; 资金面收紧对市场的影响; 超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

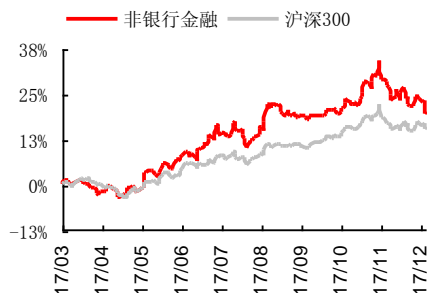
行业

非银行金融

报告发布日期

2018 年 03 月 22 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517080003

相关报告

券商 2 月业绩: 市场下跌叠加假期效应, 2018-03-07

券商净利润显著下滑

券商 1 月业绩: 成交额与指数双双上行, 2018-02-07

净利润同比大增

券商 17 年业绩前瞻: 四季度边际改善, 2018-01-18

大券商优势显著, 业务创新蓄势待发

目 录

一、	从资本实力到盈利水平，前五大券商地位稳固.....	5
1.1.	市场集中度提升的趋势下，券商强者恒强的逻辑	5
1.2.	前五大券商的选择，及核心业务指标对比	6
二、	从 PB 估值法看券商	7
三、	从五大券商入手，看影响 PB 估值系数的三大因素	9
3.1.	分红率：普遍高于 30%.....	9
3.2.	增速：优于行业，略有分化，对估值的影响偏短期.....	10
3.3.	ROE：关注业务结构与杠杆率	11
3.3.1.	ROA：关注轻资产业务占比与营业费用率	12
3.3.2.	杠杆率：随市而动	16
四、	投资建议	18
五、	风险提示	18
附录	19
a)	五大券商核心指标排名	19
b)	五大券商 PB 估值情况	20

图表目录

图 1：券商营业收入市场集中度逐步攀升	5
图 2：券商净利润市场集中度逐步攀升	6
图 3：前五大券商总资产水平对比（亿元）	7
图 4：前五大券商净资产水平对比（亿元）	7
图 5：前五大券商营业收入水平对比（亿元）	7
图 6：前五大券商归母净利润水平对比（亿元）	7
图 7：五大券商归母净利润同比增速具有较强一致性	10
图 8：五大券商营业收入同比增速具有较强一致性	10
图 9：广发与国泰君安的 ROE 水平高于其他券商以及行业水平	11
图 10：2016 年五大券商收入结构	12
图 11：2017Q3 五大券商收入结构	12
图 12：华泰证券市占率具有显著优势	13
图 13：五大券商佣金率与行业持平，华泰已触底（万分之）	13
图 14：中信证券机构客户占比高于其他可比券商	13
图 15：中信证券户均经纪业务收入大幅领先（元）	14
图 16：中信证券户均资产规模大幅领先（万元）	14
图 17：15-17 年五大券商 IPO 承销规模及项目平均规模（亿元）	15
图 18：15-17 年五大券商再融资承销规模及项目平均规模（亿元）	15
图 19：15-17 年五大券商债券承销规模及项目平均规模（亿元）	15
图 20：中信广发资管业务净收入较高（亿元）	16
图 21：五大券商资管规模与主动管理占比（亿元）	16
图 22：五大券商名义杠杆率高于行业平均水平	17
图 23：股权融资带动国泰君安实际杠杆率成为 TOP5 最低	17
图 24：中信证券 PB 估值	20
图 25：海通证券 PB 估值情况	20
图 26：国泰君安 PB 估值情况	21
图 27：华泰证券 PB 估值情况	21
图 28：广发证券 PB 估值情况	22
表 1：2017Q3 从净利润增速以及 ROE 两个角度来看大券商的业绩优势	5
表 2：2012 年以来大券商 PB 估值总结	8
表 3：五大券商分红率规划	9
表 4：五大券商 2010 年以来分红率数据	9
表 5：五家券商 PB 估值均值	11

表 6：2017 年中期券商营业部数量	14
表 7：国泰君安管理费用率偏低（2016 年）	16
表 8：2011 年以来五家券商股权融资历程统计	17
表 9：中信证券核心指标排名情况	19
表 10：国泰君安核心指标排名情况	19
表 11：海通证券核心指标排名情况	19
表 12：广发证券核心指标排名情况	19
表 13：华泰证券核心指标排名情况	20

一、从资本实力到盈利水平，前五大券商地位稳固

1.1. 市场集中度提升的趋势下，券商强者恒强的逻辑

强者恒强逻辑不断得到验证，大券商优势显著。我国的证券市场近似于垄断竞争格局，在近两年的行业发展中，我们关注到一个重要的现象：行业集中度迅速提升，反映到业绩上体现为上市券商业绩好于行业整体，大券商业绩好于小券商。我们将上市券商按照 17Q3 净利润规模分为三档：1-5 名，6-15 名及 16-29 名，选取净利润同比增速与 ROE 两个维度对每一档券商的业绩情况进行分析对比。1) 从净利润同比增速来看，这三档券商分别为 -2.32%、-6.50% 和 -25.88%，整体水平为 -7.70%；2) 从 ROE 角度来看，这三档券商分别为 8.03%、7.83% 和 5.46%，而上市券商整体水平为 7.50%。两个对比视角都验证了一个结论，即大券商业绩具有显著的相对优势。

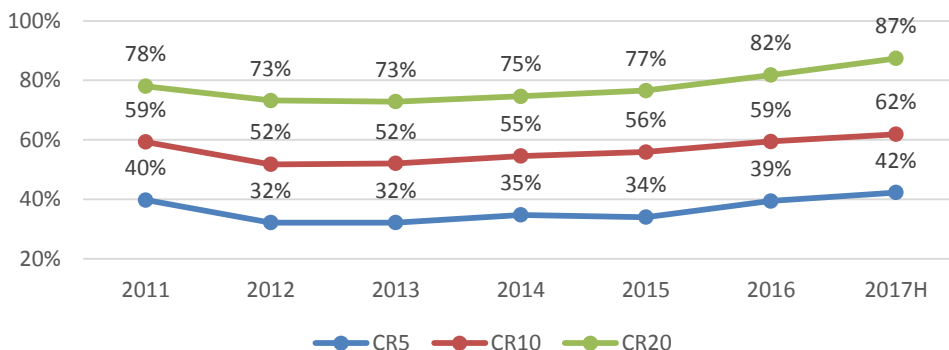
事实上，券商集中度提升这一现象从 2015 年下半年就开始了，我们统计了券商收入与净利润 CR5、CR10 和 CR20 的情况，可以看到从 2015 年开始，行业集中度都进入了上升通道。具体来看，净利润 CR10 在 2015 年为 53%，在 2017Q2 为 57%；收入的这一指标变动情况为 56% 提升至 62%。我们认为，这一现象产生的原因最主要在于，2015 下半年的股市巨震暴露了较多的风险点，使得行业进入了强监管的周期。在这一环境下，经营管理效率高、资本实力强劲的券商更有优势去抵御风险、顺利过冬；同时，由于不论大小券商都开启了多元化业务布局的脚步，行业竞争日趋激烈，而最终脱颖而出的也往往是布局完善、资质优良的大券商，小券商可以单点突破找到业绩增长点，但全面发展难以实现，大券商乘政策东风、且受益于自身的经验积累，得以强者恒强。

表 1：2017Q3 从净利润增速以及 ROE 两个角度来看大券商的业绩优势

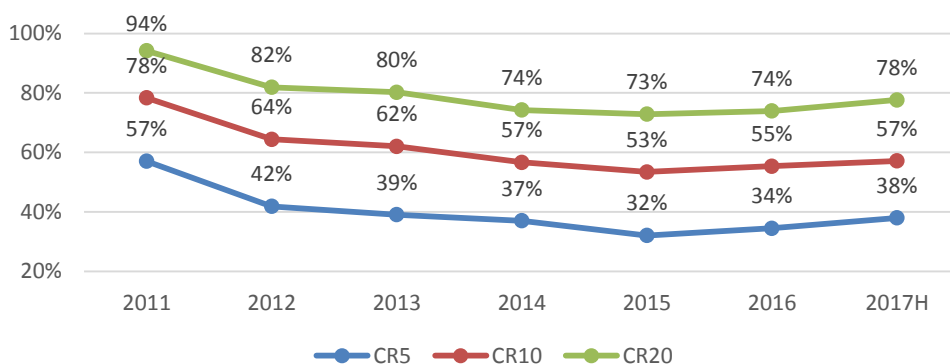
	归母净利润增速	ROE
1-5	-2.32%	8.03%
6-15	-6.50%	7.83%
16-29	-25.88%	5.46%
整体	-7.70%	7.50%

数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 1：券商营业收入市场集中度逐步攀升



数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

图 2：券商净利润市场集中度逐步攀升


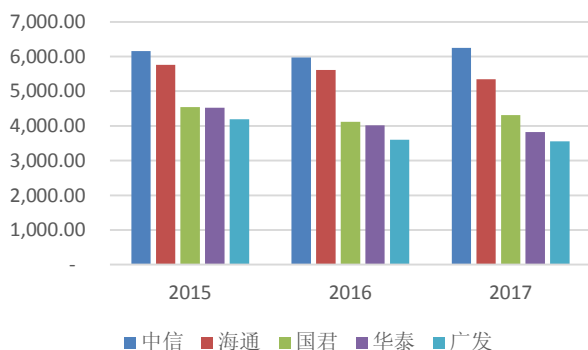
数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

1.2. 前五大券商的选择，及核心业务指标对比

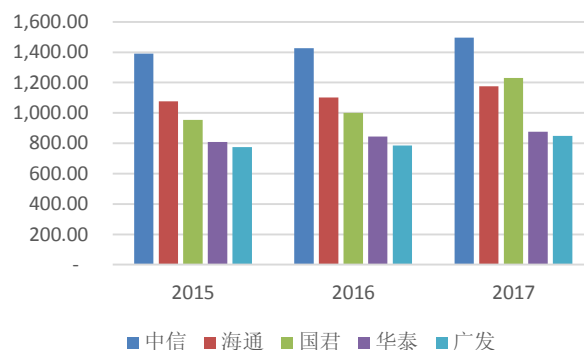
考虑到行业进入门槛与行业竞争程度，我们认为我国证券行业近于垄断竞争格局；而基于上述的行业集中度提升趋势，龙头券商具有额外的优势。券商之间往往业务模式类似，同质化特征显著，对龙头券商进行深入的对比分析，能够进一步理清行业发展方向与公司特色。

根据四大核心指标（总资产、净资产、营业收入、归母净利润）的行业排名情况，中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和广发证券是行业的前五大券商，资本实力雄厚，业绩优异，预计在未来一段时间仍将保持这一行业地位优势。

从资本实力的角度来看，总资产排序为，中信>海通>国泰君安>华泰>广发；净资产排序为，中信>国泰君安>海通>华泰>广发，其中，中信稳居行业第一，国泰君安净资产于 2017 年超越海通证券位居行业第二，华泰证券以较小优势领先广发。如前所述，资本实力已经成为券商的核心竞争力，近年来大券商资本实力最主要的排名变动，在于国泰君安于 2017 年净资产超越海通证券成为行业第二。这一超越依托于公司的股权融资步伐，国泰君安在 2015 年 A 股上市，2017 年 H 股上市，资本实力实现了迅速提升。

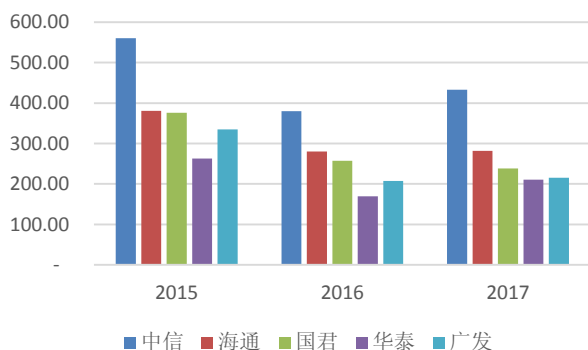
图 3：前五大券商总资产水平对比（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

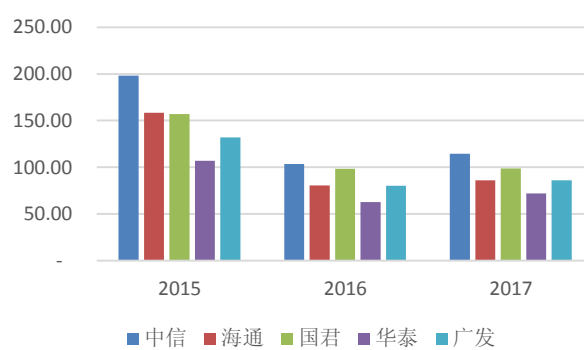
图 4：前五大券商净资产水平对比（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

从归母净利润的角度来看，2017 年排名为，中信>国泰君安>海通>广发>华泰（华泰净利润扣除江苏银行会计调整带来的投资收益）。其中，中信保持行业第一，国泰君安净利润跟随净资产提升至行业第二位。

图 5：前五大券商营业收入水平对比（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：前五大券商归母净利润水平对比（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

二、从 PB 估值法看券商

对于券商的估值方法，通常是选择（PB）市净率估值法，这也和银行的估值方法一致。究其原因，主要在于，券商（包括银行）往往是通过股债轮动实现规模扩张，进而带动业绩提升；同时，证券公司的监管，实施以净资本为核心的监管指标，对于券商资本实力提出了较高的要求。同时考虑到净资本是净资产调整后的一个指标，二者有非常强的关联性。在这样的环境下，不论是业绩提升还是满足监管要求，净资产（净资本）都是一个首要的考虑指标，也因此将市净率作为观测券商

估值的落脚点。同时，由于券商收入与利润受市场影响，波动较大，市盈率不够稳定，也使得市净率估值法成为广泛应用的券商估值方法。

我们对于这五家券商自 2012 年以来的 PB 估值情况进行总结（Wind 数据，PB 基于当期最近净资产计算），可以看到如下特点：

- 券商的估值最低处大多处于三个时间段：2015 年 8-9 月，2016 年 2 月，以及 2018 年 2-3 月。1) 2015 年 8-9 月受股市巨震影响，券商股价迅速下滑，而高 Beta 属性同时加速了这一过程，使得券商估值探底；2) 2016 年 2 月，受前期熔断影响，市场情绪低迷，信心度偏低，券商股随之下滑探底；3) 2018 年 2-3 月，在强监管的金融环境下，券商估值持续下行，同时开始出现分化，特色鲜明的券商估值逆市抬升。
- 券商之间的分化明显，海通证券、国泰君安 PB 处于底部区间，广发略高于底部估值，中信和华泰估值较之前的估值底存在 15%左右的空间。

表 2：2012 年以来大券商 PB 估值总结

	中信	海通	国泰君安	华泰	广发
最低估值	1.20-1.25	1.15-1.2	1.24-1.3	1.14-1.2	1.3-1.4
出现时间	2013 年 7 月 2015 年 9 月 2016 年 2 月	2018 年 2-3 月 此前未低于 1.2 倍， 最低位于 2015 年 8 月 1.20	2018 年 2-3 月	2014 年 3 月和 6 月 2015 年 8 月 2016 年熔断后估值未低于过 1.3 倍	2015 年 8-9 月 2016 年 2 月
当前估值 (2017.3.19)	1.50	1.18	1.28	1.41	1.47
2018 年平均估值	1.59	1.27	1.36	1.55	1.58

数据来源：Wind，东方证券研究所

对 PB 估值系数进行深度分析是研究券商的先导，根据 PB 估值的计算方法，我们对其进行拆分，选择其中的三大核心因素（分红率、增长率、ROE）进行研究：

$$PB = \frac{P}{B} = \frac{D_1}{B \times (R - g)} = \frac{EPS \times x}{B \times (R - g)} = ROE \times \frac{x}{R - g}$$

其中，x 为分红率，R 为折现率，g 为增长率；

同时，这一公式建立在一定假设的基础上，要求 g 为永续增长率，这与实际情况有所出入。但是考虑到未来中长期市场大概率将进入慢牛、长牛的趋势，大券商业绩还是相对稳健的，同时为了提升研究效率，我们仍将这一公式作为立足点、对大券商进行横向的对比分析。

从上述公式可以看出，共有四个因素决定了市净率，分别是 ROE、分红率、业绩增速、以及折现率。其中，折现率更多受外部因素影响，并非券商的内生指标。因此这里重点研究其余三方因素，对标五大券商进行分析。

三、从五大券商入手，看影响 PB 估值系数的三大因素

3.1. 分红率：普遍高于 30%

在长期可持续增长率与估值系数不变的假设下，投资者所获得的回报率为“股息率+业绩增长率”，这也意味着，较高的股息率能够提升投资回报率，相应提升估值系数。对五家大券商在 2010 年以来的分红率进行横向对比，可以看到如下特点：

- **分红率普遍高于 30%**。上市公司对于分红都有相应的规划，根据公司公告情况，不同券商的规划分红率底线在 15-30% 左右。

表 3：五大券商分红率规划

券商	分红计划
中信	尽可能保证每年分红率不低于 20%
海通	最近三年现金分红率不低于 30%
华泰	最近三年现金分红率不低于 30%
国泰君安	公司每年现金分红率不低于 15%
广发	连续三年现金分红率不低于 30%

数据来源：公司年报，公司公告，东方证券研究所

- **分红率波动性较大**。无论是同一券商的不同时期，还是同一时期的不同券商，分红率都有较大波动。其中，华泰证券分红率波动性最大，近年来分红率均值也最高。分红率的高低，与企业后续经营发展、以及对资金的使用规划相关。

表 4：五大券商 2010 年以来分红率数据

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中信	44.0%	37.7%	78.0%	31.5%	30.1%	30.6%	40.9%
海通	33.5%	39.8%	38.1%	28.5%	37.3%	32.7%	31.5%
国泰君安						30.1%	30.2%
华泰	24.5%	47.1%	52.0%	38.0%	62.4%	33.5%	57.1%
广发		71.7%	40.5%	42.1%	23.6%	46.2%	33.2%

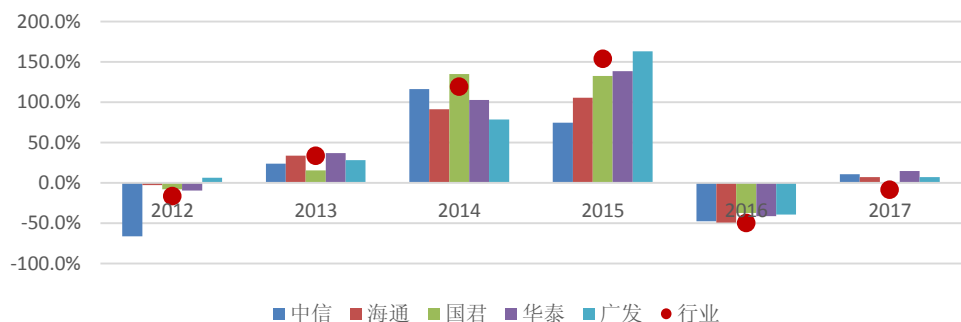
数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2. 增速：优于行业，略有分化，对估值的影响偏短期

券商业绩增速具有较强的一致性，且 2016 年以来大券商业绩同比表现优于行业。由于券商业务结构较为类似，均与二级市场直接相关，因此市场波动是券商业绩最直接的影响因素。从业绩同比表现来看，五大券商的同比表现具有较强的一致性，且在 2016 年以来相较于行业水平更具优势，具体表现为：2016 年，行业整体净利润同比下滑 49.6%，上述五家券商中，海通证券归母净利润同比下滑最多，下滑幅度 49.2%；2017 年，行业同比-8.5%，五家券商中国泰君安同比最差，归母净利润同比+0.4%。

业绩同比表现对于估值有一定的影响，但是影响有限、且偏短期。仅仅从近期来看，由于中信和华泰是五家券商中净利润同比表现最高的两家，同时是当前估值相较于底部上行较多的两家，可以看到业绩优势对于估值存在一定的影响。但同时考虑到，一方面，券商业绩随市场波动性较大，即便是业务结构成熟的大券商，也很难保持稳健增速，因此短期的业绩表现对于估值的影响也偏短期；另一方面，券商中长期的发展潜力，更看重其业务结构与重点布局，而且通过对比券商净利润增速与当年的 PB 平均值，可以看到二者之间相关性较弱，因此短期的业绩增速影响是有限的。

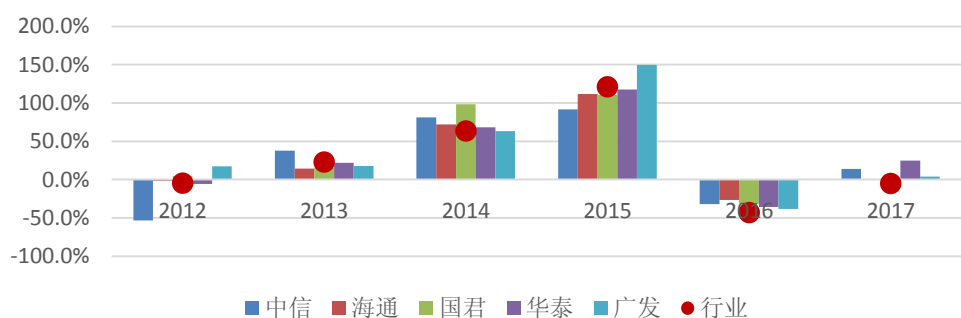
图 7：五大券商归母净利润同比增速具有较强一致性



数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

*2017 年华泰净利润扣除江苏银行股权调整的影响。

图 8：五大券商营业收入同比增速具有较强一致性



数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

表 5：五家券商 PB 估值均值

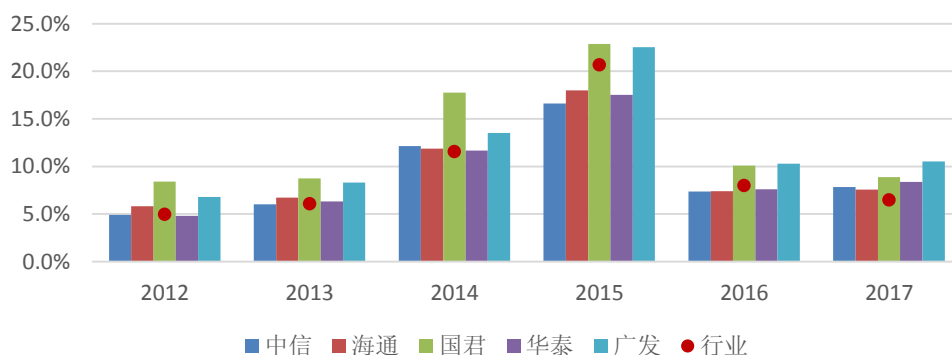
	中信	海通	国泰君安	华泰	广发
2012	1.571	1.647		1.595	2.486
2013	1.464	1.655		1.346	1.959
2014	2.689	2.478		2.636	2.834
2015	1.610	1.635	1.438	1.628	1.715
2016	1.425	1.679	1.458	1.624	1.696
2017	1.521	1.423	1.471	1.650	1.653

数据来源：Wind，东方证券研究所

*注：考虑到业绩数据的滞后性，年度均值为当年 7 月 1 日至下一年 6 月 30 日的平均；其中，2017 年均值截止 2018 年 3 月 20 日。

3.3. ROE：关注业务结构与杠杆率

对券商 ROE 进行对比可以看到，国泰君安与广发最高。2017 年，五大券商 ROE 全部高于行业平均水平，这是 2012 年以来首次出现全面超越。在这之中，国泰君安与广发始终是这五家券商中 ROE 最高的两家。其中，国泰君安在 2015/2016/2017 年加权平均 ROE 分别为 22.9%/10.1%/8.9%，广发证券的同期 ROE 分别为 22.5%/10.3%/10.5%。

图 9：广发与国泰君安的 ROE 水平高于其他券商以及行业水平


数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

*注：扣除华泰证券 2017 年因调整江苏银行会计科目而增加的净利润

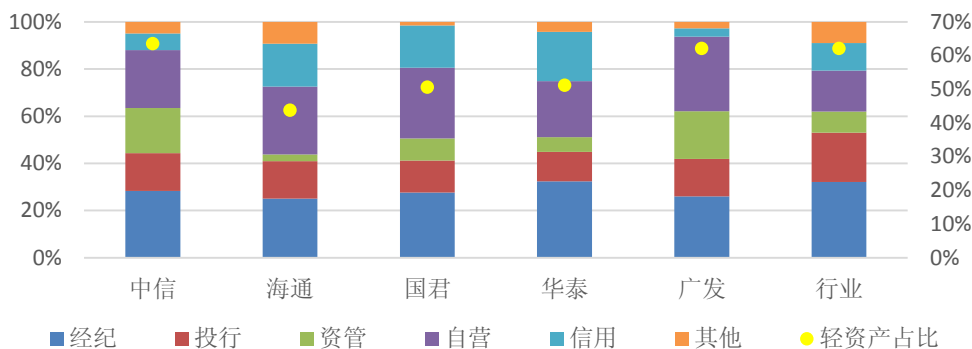
券商的重资产特性决定了，ROE 这一指标尤为重要。根据其计算模式，我们将 ROE 拆解为 ROA 和权益乘数（即杠杆率），从这两个层面入手对不同券商进行研究分析。

$$ROE = ROA \times \text{权益乘数}$$

3.3.1. ROA：关注轻资产业务占比与营业费用率

从收入结构的角度来看，轻资本业务占比提升，有利于提高 ROA，中信证券、广发证券是其中佼佼者。在消耗相同资金的情况下，轻资本类业务能够带来更多的收益。对于券商而言，业务结构中轻资本类占比更高，也就意味着更高的资产收益率，从而提高 ROA。我们将经纪、投行和资管类业务定义为轻资本业务。五大券商中，中信证券和广发证券是轻资本业务占比最高的两家，其中，中信 2016/2017Q3 占比分别为 63%/58%，广发 2016/2017Q3 占比分别为 62%/53%。

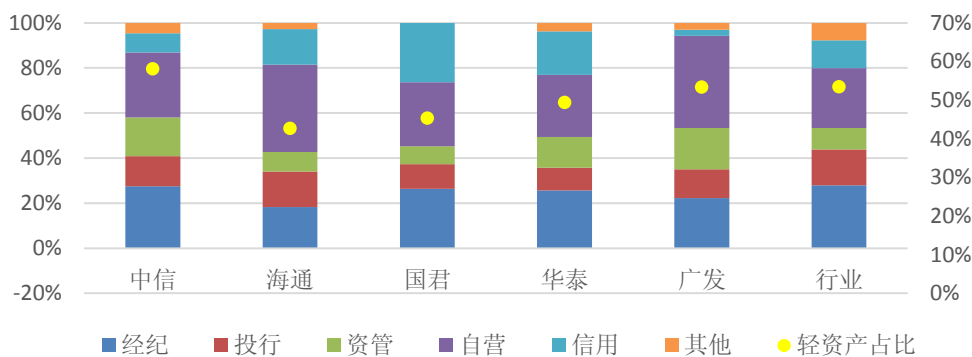
图 10：2016 年五大券商收入结构



数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

*轻资产业务=经纪+投行+资管；业务结构计算中，营业收入剔除其他业务收入

图 11：2017Q3 五大券商收入结构



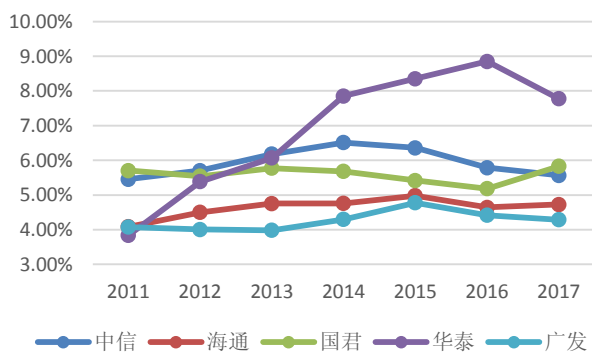
数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

➤ 经纪业务

经纪一直以来都是券商的业务之本，五大券商经纪业务对收入的贡献比例与行业水平相差不多，都在 30%左右。我们对五大券商的经纪业务核心指标进行对比分析，得到以下结论：

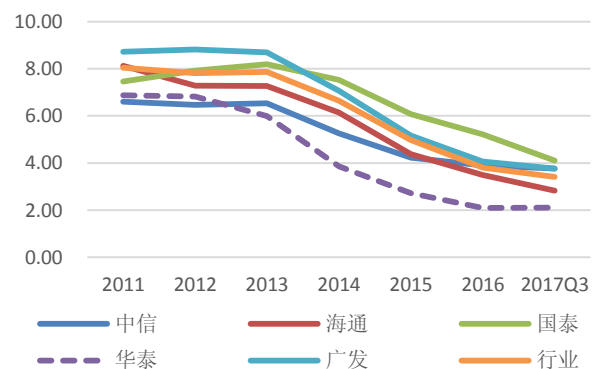
- **华泰证券在互联网券商的布局,大幅领先行业。**经纪业务最为看重的指标为市占率与佣金率。华泰由于最早布局互联网券商业务,低佣吸引客户,迅速建立了自身的业务护城河,2017年华泰股市占率7.78%,17Q3佣金率万2.11,前者显著高于可比券商,后者显著低于行业水平。大量的客户基础,有助于公司后续进行财富管理业务转型,进而提升业绩贡献。
- **中信证券客户质量最高,体现为机构客户占比高,且户均资产规模大。**我们用“代理买卖证券款”科目中的机构与个人来体现券商客户的机构比例,可以看到中信显著高于其他可比券商;也正因为此,中信的户均客户资产规模更高,带来的收入也更多。
- **智能投顾是竞争热点。**经纪业务获客后,如何进行财富管理转型是行业的一个探索重点。目前,针对财富管理类的增值服务,智能投顾是热点之一,也是各券商积极布局的方向。在五大券商中,广发证券智能投顾最具优势,推出的“贝塔牛”已经获得广泛的市场认可度。

图 12: 华泰证券市占率具有显著优势



数据来源: Wind, 东方证券研究所

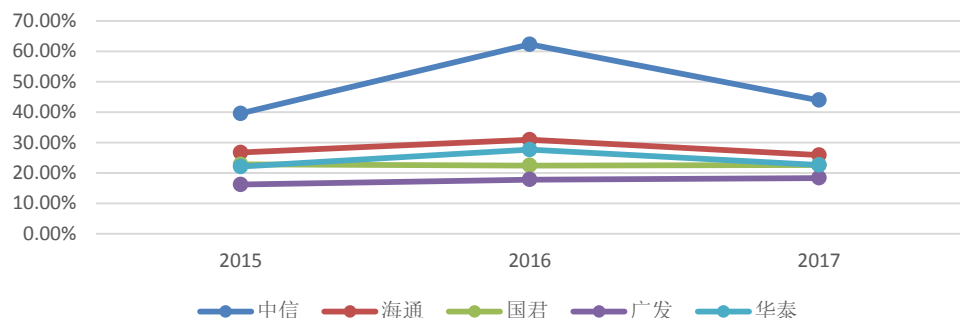
图 13: 五大券商佣金率与行业持平, 华泰已触底 (万分之)



数据来源: Wind, 证券业协会, 东方证券研究所

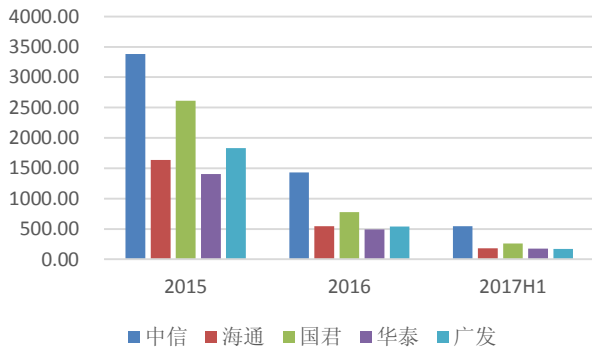
*注: 中信证券口径包括中信证券和中信证券(山东); 国泰君安口径包括国泰君安和上海证券。

图 14: 中信证券机构客户占比高于其他可比券商

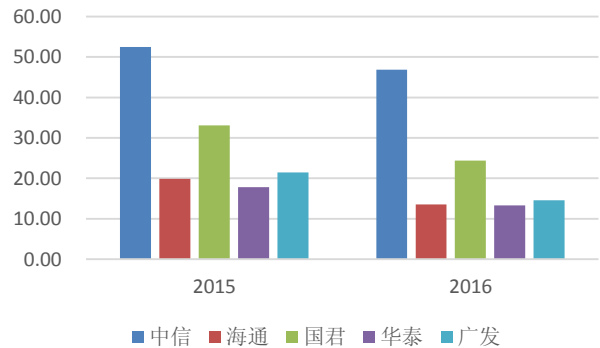


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

*机构客户占比为“代理买卖证券款”中的机构占比

图 15：中信证券户均经纪业务收入大幅领先（元）


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 16：中信证券户均资产规模大幅领先（万元）


数据来源：公司财报，东方证券研究所

*注：户均经纪业务收入=经纪业务收入/客户数量，部分数据披露为约数

户均客户资产=（客户资金余额+托管证券市值）/客户数量

表 6：2017 年中期券商营业部数量

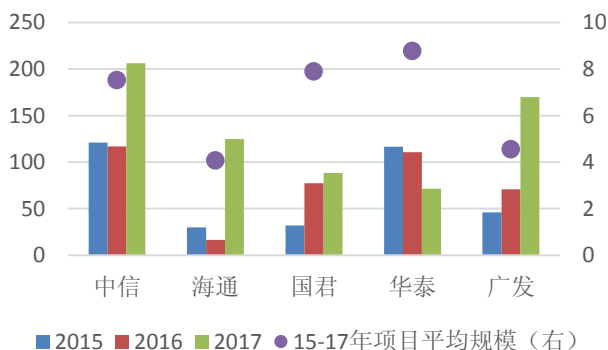
	中信	海通	国君	广发	华泰
2017H 营业部数量	280	290	381	264	242

数据来源：公司财报，东方证券研究所

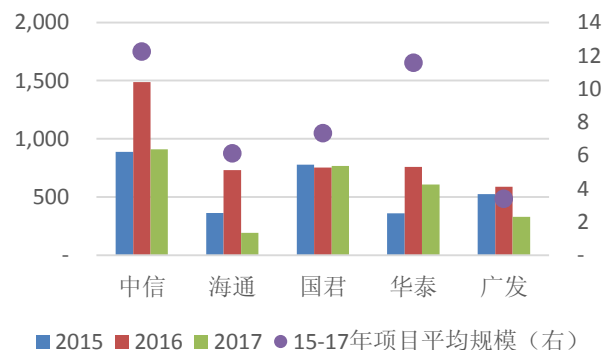
➤ 投行业务

一方面，投行业务的收入占比：行业水平高于五大券商。其中，2016/2017 投行业务对收入的贡献，行业水平分别为 21%/16%；而中信为 16%/13%，海通为 16%/16%，国泰君安为 14%/11%，华泰为 13%/10%，广发为 16%/13%。

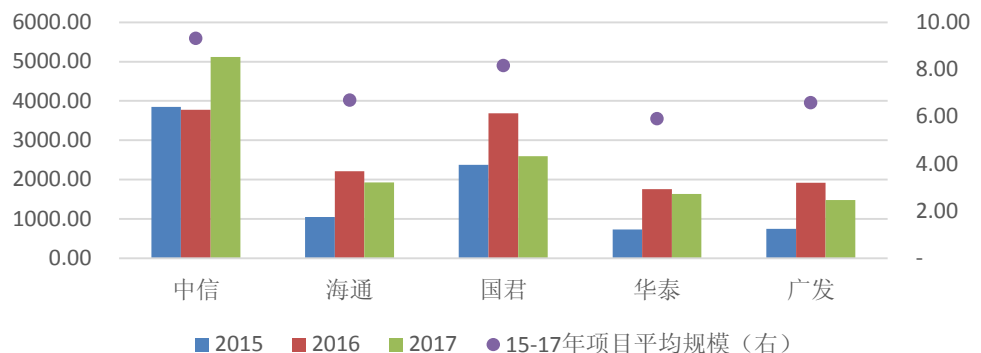
另一方面，对于五家券商进行横向对比，可以看到在权益类投行项目方面，中信、华泰项目规模较大，而海通、广发项目规模偏小；在债权类投行项目方面，中信依然具有规模优势，其他券商差别不大。我们统计了 15-17 年五大券商的投行项目数据，可以看到这三年的 IPO 项目平均规模方面，中信、华泰最高，分别为 7.53、8.78 亿元；海通、广发的规模最小，分别为 4.08、4.55 亿元；同时，2017 年广发 IPO 承销规模仅次于中信，凸显了项目储备优势。在再融资项目方面，特性依然如此，中信、华泰单项目规模偏高，分别为 12.25、11.58 亿元，海通、广发单项目规模较小，分别为 6.13、3.4 亿元。在债权承销方面，中信规模较大，且近三年来单项目金额最高，达到 9.32 亿元，其他券商差距不大。

图 17：15–17 年五大券商 IPO 承销规模及项目平均规模（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：15–17 年五大券商再融资承销规模及项目平均规模（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

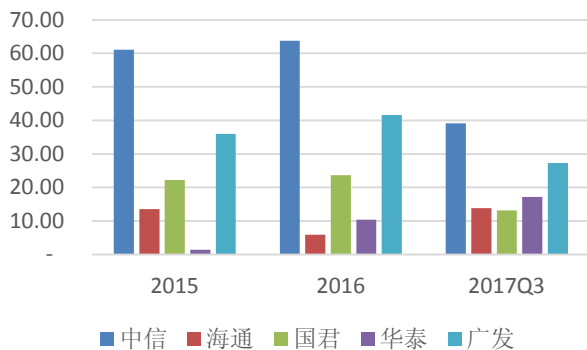
图 19：15–17 年五大券商债券承销规模及项目平均规模（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

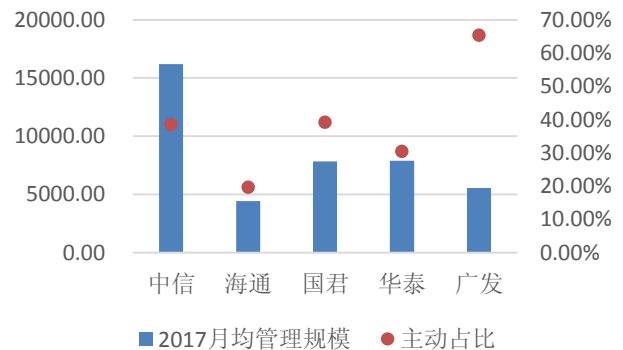
➤ 资管业务

五大券商资管业务的收入贡献比例差异显著，中信、广发占比最高。2016/2017 资管业务对收入的贡献，行业水平分别为 9%/10%；而中信为 19%/17%，海通为 3%/9%，国泰君安为 9%/8%，华泰为 6%/14%，广发为 20%/18%。

中信资管规模第一，广发资管主动管理比例最高。对于资管业务的核心观察点在于规模与费率，而后者则是由主动管理能力决定。根据基金业协会数据，2017 年中信证券月均管理规模 1.62 万亿元，远高于其他四家券商，且主动管理占比达到 38.5%，在五家券商中居第三位，是主动管理规模绝对值最高的券商。在五家券商中，广发主动管理占比最高，达到 65.42%；若将比较区间拉长至上市券商，广发的主动管理比例依然是行业的领先水平。

图 20：中信广发资管业务净收入较高（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：五大券商资管规模与主动管理占比（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

从成本费用率的角度来看，券商之间相差不大，其中 2016 年国泰君安的管理费用率较低。对于券商的分析，很少会集中在营业支出项中。原因在于券商利润表中的收入项，已经是净收入的口径，而营业支出端，约 90% 为管理费用项目，管理费用项目之中约 70% 是员工薪酬。我们使用 2016 年数据分析这五大券商，可以看到股东背景对管理费用影响并不大，这五家券商之中，股东背景最为特殊的是广发证券，公司无实际控制人，属于民营体制，但是“管理费用/营业收入”这一指标与其他券商属于同一水平；同时，国泰君安的管理费用率是其中较低一方。

表 7：国泰君安管理费用率偏低（2016 年）

	中信证券	海通证券	国泰君安	华泰证券	广发证券
*营业支出/*营业收入	58.8%	54.2%	45.1%	50.3%	49.3%
管理费用/*营业收入	50.6%	45.2%	38.1%	47.8%	45.0%
员工薪酬/管理费用	67.8%	64.5%	71.3%	70.5%	70.9%
员工薪酬/*营业收入	34.3%	29.1%	27.2%	33.7%	31.9%
净利率	28.9%	31.9%	44.1%	38.5%	40.6%

数据来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

*注：*营业收入=营业收入-其他业务收入；*营业支出=营业支出-其他业务支出；净利率=净利润（未扣除少数股东损益）/营业收入

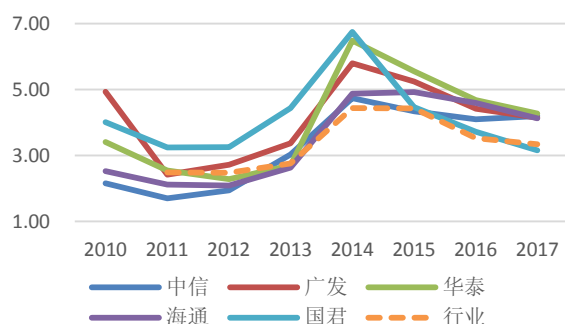
3.3.2. 杠杆率：随市而动

对于依托高杠杆经营的券商而言，常有的业务拓展模式是：先股权融资降低杠杆率，再通过债务融资提高杠杆率，进而实现总资产的倍数上升。杠杆率同时也是 ROA 到 ROE 的放大器，通过分析这五家券商的杠杆率情况，我们得到了如下结论：

- 1) **杠杆率具有显著的周期性。**在市场上涨时，自营、两融等业务都对资金有较高的需求，而股权融资的速度远低于债权融资，因此推升券商杠杆率提高；在市场低迷时，冗余资金增加，投资收益率降低，券商倾向于降低杠杆率以降低利息支出。

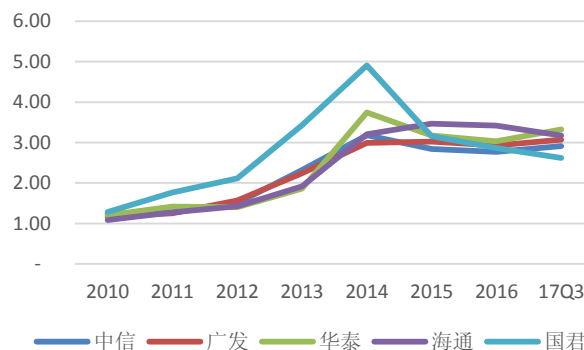
- 2) **大券商杠杆率高于行业水平。**我们通过对比名义杠杆率（总资产/净资产）可以看到，五大券商杠杆率基本都高于行业平均水平。这一现象的原因，一方面在于大券商的债权融资能力更强；另一方面在于，大券商在自营投资、客户获取方面也具有相对优势，能够更加充分的用好杠杆率这一工具。
- 3) **大券商股权融资途径多样化。**通过统计五家券商 2011 年以来的股权融资历程，可以看到，综合利用了 A 股、H 股不同的市场，以及使用了包括 IPO、再融资、可转债等多样的模式。
- 4) **国泰君安杠杆率调整十分灵活，当前的低杠杆率使得利息支出比例较低。**不论是名义杠杆率还是实际杠杆率，在 2011-2014 年，国泰君安都是行业最高水平；2015 年后，公司开启了 A 股与 H 股上市，大额股权融资迅速拉低了杠杆率，同时考虑到市场环境，公司并未迅速通过大额的债务融资将杠杆率提升，2017 年，国泰君安在五家券商中杠杆率最低。杠杆是券商经营的一个重要工具，灵活使用能够帮助券商在市场上涨阶段把握机遇，在市场低迷时期降低成本。

图 22：五大券商名义杠杆率高于行业平均水平



数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

图 23：股权融资带动国泰君安实际杠杆率成为 TOP5 最低



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 8：2011 年以来五家券商股权融资历程统计

券商名称	上市日期	融资类型	币种	发行价	募集总额 (亿元)
中信证券	2011-10-06	H 股 IPO	港币	13.30	142.47
中信证券	2015-06-23	H 股定增	港币	24.60	270.60
海通证券	2012-04-27	H 股 IPO	港币	10.60	143.83
海通证券	2015-05-29	H 股定增	港币	17.18	329.34
国泰君安	2015-06-26	IPO	人民币	19.71	300.58
国泰君安	2017-04-11	H 股 IPO	港币	15.84	172.49
国泰君安	2017-07-24	可转债		100.00	70.00
广发证券	2011-08-26	定增	人民币	26.91	121.79
广发证券	2015-04-10	H 股 IPO	港币	18.85	320.79
华泰证券	2010-02-26	IPO	人民币	20.00	156.91
华泰证券	2015-06-01	H 股 IPO	港元	24.80	387.57

华泰证券	2018 年 3 月拿到批文	A 股定增	人民币		预计不超过 255 亿元
------	----------------	-------	-----	--	--------------

数据来源：Wind，东方证券研究所

四、 投资建议

随着行业集中度提升，根据上述情况，以及综合基本面情况，我们总结上述五大券商特点分别如下：

- 1) **中信证券**：公认的行业龙头，机构业务优势显著，轻资产业务占比较高；营业成本率偏高，2017 年 ROE 为 7.8%，高于行业平均水平，在大券商中居于中游；有前沿的眼光，能够把握住行业新兴业务机遇（如场外期权）。2017 年以来，市场对于中信证券的业务优势有了更加充分的认识，公司未来有望在资本市场的国际化发展中发挥更加重要的作用。
- 2) **海通证券**：最大的特色在于业务的多元化发展，唯一一家子公司收入超越母公司；业务结构比较均衡，经营稳健，券商资管业务相较于其他大券商略微薄弱；2017 年 ROE7.6%，高于行业水平。公司海外布局具有特色，一方面海通香港成长性好，业绩是同类内资在港券商中最高水平；另一方面是欧洲的海通银行，过去几年由于一次性支出等因素对业绩造成了拖累，预计未来有望边际好转。
- 3) **国泰君安**：老牌上海券商，公司杠杆率的调整比较灵活，能够在市场上涨时，提升杠杆扩大收益，在市场低迷期保持较低杠杆，降低利息支出；同时，加之公司管理费用率较低，ROE 能够保持在行业较高水平。2017 年 ROE8.9%，在五大券商中仅次于广发。公司 FICC 业务具有牌照优势，行业布局前瞻。
- 4) **华泰证券**：经纪业务是公司最大的特色，目前市占率最高，佣金率触底，预计随着财富管理业务的进一步发展，经纪业务客群有望给公司带来更大的增长潜力；投行方面，并购重组类业务实力强，具有品牌优势。2017 年公司 ROE8.4%，高于行业水平，居于大券商中游。
- 5) **广发证券**：2017 年 ROE10.6%，是大券商中最高水平，也是行业的领先水平。公司 ROE 较高源于两点：一是轻资本业务占比较高，尤其投行与资管是公司的强项业务，投行中 IPO 是优势所在，资管业务主动管理能力较强；但是考虑到 IPO 堰塞湖问题正在逐步解决，且审核要求日益严格，未来发行速度可能有所下降。二是作为唯一一家民营机制的大券商，公司管理效率较高。

考虑到市场集中度提升与强监管环境下，大券商具备估值优势，我们重点推荐中信证券（综合实力最强，能够把握行业发展机遇），以及国泰君安（ROE 较高，且具有估值优势），海通证券（海外布局有亮点，估值处于底部区间）。

五、 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制，这一点在 2015 年 6 月市场快速下跌中有所体现；
- 资金面收紧对市场的影响；超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。

附录

a) 五大券商核心指标排名

表 9：中信证券核心指标排名情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q2	2017Q3
总资产	1	1	1	1	1	1	1	1
归母净资产	1	1	1	1	1	1	1	1
营业收入	1	1	1	1	1	1	1	1
归母净利润	1	1	1	1	1	1	1	1

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 10：国泰君安核心指标排名情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q2	2017Q3
总资产	3	3	3	3	3	3	3	3
归母净资产	5	5	5	3	3	3	2	2
营业收入	3	3	3	3	3	3	3	3
归母净利润	3	3	3	3	3	2	2	2

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 11：海通证券核心指标排名情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q2	2017Q3
总资产	2	2	2	2	2	2	2	2
归母净资产	2	2	2	2	2	2	3	3
营业收入	2	2	2	2	2	2	2	2
归母净利润	2	2	2	2	2	3	4	4

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 12：广发证券核心指标排名情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q2	2017Q3
总资产	5	4	4	5	5	5	5	5
归母净资产	4	4	4	6	5	5	5	5
营业收入	6	4	4	4	4	4	4	4
归母净利润	4	4	4	4	5	4	3	3

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 13：华泰证券核心指标排名情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q2	2017Q3
总资产	4	5	5	4	4	4	4	4
归母净资产	3	3	3	5	4	4	4	4
营业收入	4	6	6	5	7	5	5	5
归母净利润	7	7	6	6	8	5	5	5

数据来源：Wind，东方证券研究所

b) 五大券商 PB 估值情况

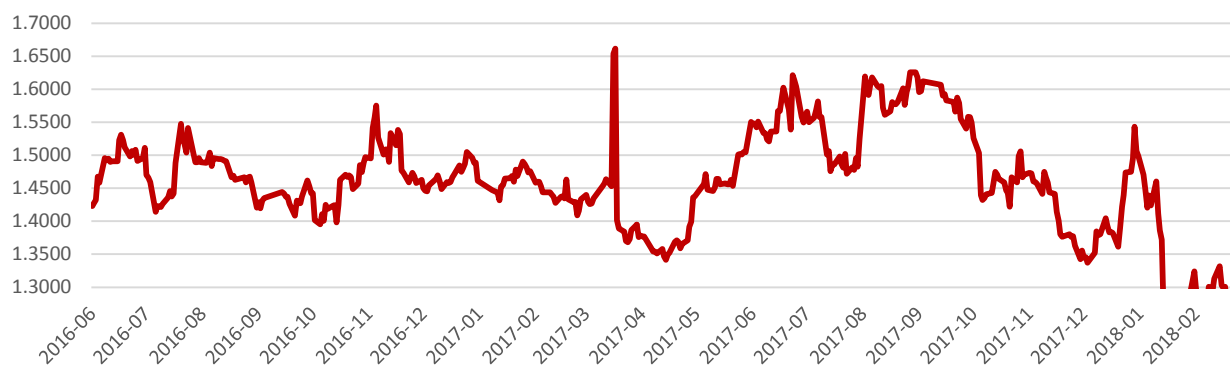
图 24：中信证券 PB 估值


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：海通证券 PB 估值情况


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：国泰君安 PB 估值情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：华泰证券 PB 估值情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 28：广发证券 PB 估值情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

*上述 PB 估值均根据当日最近一期每股净资产计算

。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

