

2018.03.12

龙头崛起：集中度始上扬，大变革在路上

——券商商业模式转型系列之三

	刘欣琦（分析师）	齐瑞娟（分析师）	高超（分析师）
	021-38676647	010-59312859	010-59312763
	liuxinqi@gtjas.com	qiruijuan@gtjas.com	gaochao019722@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880517060001	S0880517040001

本报告导读：

基于行业集中度提升和监管政策超预期带来的戴维斯双击，具有竞争优势的大券商在新的政策环境下将更为获益，龙头券商已经进入增持区间。

摘要：

- 纵观证券行业两轮牛熊周期以来的竞争格局变迁，两个阶段性变化值得关注。第一，行业集中度以及大券商市场份额在 2008 年和 2011 年两次极端行情下达到阶段最高点，大券商收入均衡、业绩稳定性更高是核心原因；第二，2016 年后行业集中度再次上扬，除了上述原因之外，我们认为这和新政策环境密切相关，新政策环境亦带来本轮行业集中度上扬的可持续性。
- 我们深度剖析本轮证券行业集中度进入新一轮上扬周期的奥秘，背后更深层次的原因在于：在新的政策环境下，证券行业进入加速洗牌、优胜劣汰的格局重塑期，具有核心竞争能力、强大资本实力、创新能力、积极转型变革的大券商将占据更大优势。集中度上扬由券商三大业务共同驱动：1）驱动一：金融服务实体经济，大券商机构业务优势尽显；2）驱动二：国际化实质加速，大券商国际业务一马当先；3）驱动三：多层次资本市场建设，大券商创新业务份额集中。
- 证券行业已经进入发展和监管并行的阶段，我们认为这是行业最大的超预期，金融业全面开放加速背景下龙头券商更为获益；创新方向来自于资产端，相关创新业务的推出对于大券商未来基本面将有较大边际改善。中美投行的差异，根本上来自于资产端的扩张能力，资产端扩张能力差异导致盈利能力的差异。FICC 业务是海外投行主要加杠杆领域，并贡献稳定收入来源，我国券商 FICC 业务发展仍非常初级，未来发展空间极大。
- 投资建议：基于行业集中度提升和监管政策超预期带来的戴维斯双击，我们推荐龙头券商的投资机会。一方面，新政策环境下行业格局重塑，行业集中度进入上扬周期，具有竞争优势的龙头券商市场份额提升、基本面改善；另一方面，来自监管的政策超预期将成为下一阶段龙头券商股估值修复的核心动力，相关创新业务的推出对于大券商未来基本面将有较大边际改善。目前龙头券商 18 年 PB 1.1-1.4X，性价比极高，已经进入增持区间。我们重点推荐受益于政策和基本面双轮驱动，在相关业务领域具备先发优势的低估值龙头券商，推荐中信证券、海通证券、广发证券。
- 风险提示：行业创新不达预期；金融监管预期外加强；市场大幅下跌及交易活跃度下降带来证券公司经纪、两融、自营业务业绩下滑。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：增持

细分行业评级

投资银行业与经纪业	增持
-----------	----

相关报告

投资银行业与经纪业：《券商行业创新更值得期待，保险板块静待保障数据超预期》

2018.03.11

投资银行业与经纪业：《目前依然是布局保险和龙头券商的绝佳时间窗口》

2018.03.04

投资银行业与经纪业：《依然看好保险和券商龙头的春季行情》

2018.02.25

投资银行业与经纪业：《非银依然推荐龙头》

2018.02.21

投资银行业与经纪业：《巨震行情下，把握确定性较高的低估值非银蓝筹》

2018.02.11

目 录

1. 格局之变.....	3
1.1. 市场集中度背后的推手是什么?	4
1.2. 始于 2015 年: 集中度上扬说明了什么?	6
2. 新一轮行业集中度上扬的奥秘.....	8
2.1. 驱动一: 金融服务实体经济, 大券商机构业务优势尽显	9
2.1.1. 投行业务: 大券商优势尽显	9
2.1.2. 信用业务: 股票质押市场份额向头部集中趋势加强	12
2.1.3. 机构经纪业务: 大券商的战场	14
2.2. 驱动二: 国际化实质加速, 大券商国际业务一马当先	16
2.3. 驱动三: 多层次资本市场建设, 大券商创新业务份额集中	17
3. 最大的超预期: 行业进入发展与监管并行阶段.....	18
3.1. 金融业对外开放加速, 龙头券商更为获益	19
3.2. 创新方向来自于资产端,	20
4. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	22

1. 格局之变

纵观证券行业两轮牛熊周期以来的竞争格局变迁，两个阶段性变化值得关注：

• 第一阶段（2006-2014 年）：

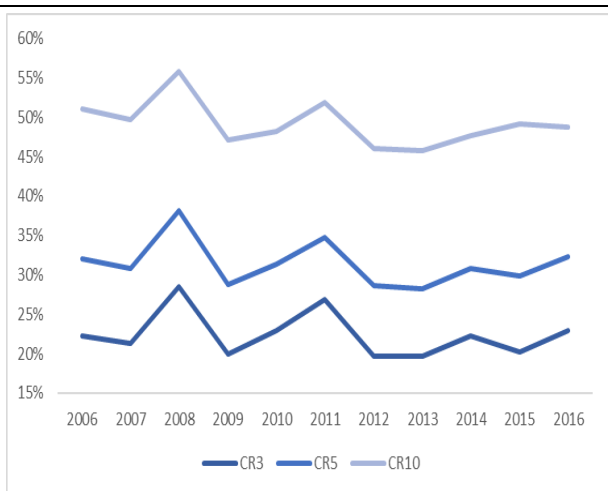
行业集中度穿越周期，绵延起伏，A 股表现最差的 2008 年和 2011 年，是证券行业集中度最高的两年，呈现出明显“双峰”。头部券商集中度在这两年大幅提升，以中信证券为例，2008 和 2011 年营业收入市场份额分别为 13.6%、16.1%，净利润市场份额分别为 17.1%、28.3%，是 2006 年以来两大最高点，远高于期间收入 10.8%和净利润 13.1%的平均市场份额。

• 第二阶段（2015 以来）：

行业集中度在经历了 3 年的徘徊下滑之后，走出向上趋势，市场份额再次向头部券商集中。2016 年以后市场波动率趋于降低，市场经历了史上最严的金融监管周期，证券业首当其冲。在强监管的背景下，经营更加规范、合规风控更加严格的大券商获得了一定的风险溢价和监管加分，市场份额再次上扬。

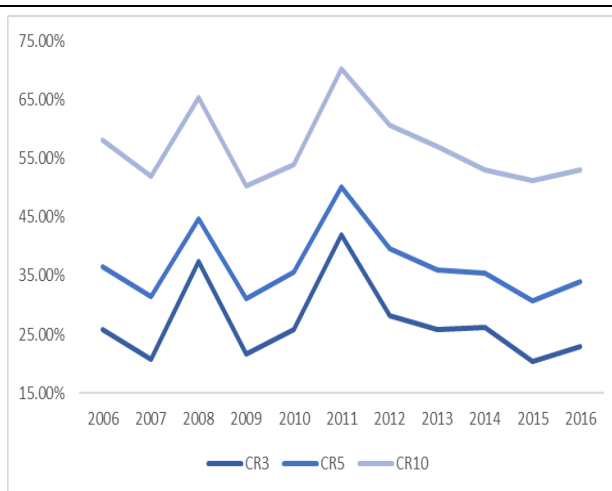
由于近年来券商多元化布局成效初现，多元化收入成为行业不可忽视的重要盈利贡献，我们在分析行业集中度时，采用证券公司集团的合并口径数据（合并财务报表数据），而并没有采用证券业协会披露的行业数据（专项合并口径，即：母公司及其证券类子公司之和=母公司+资管子公司+投行子公司，不包括境外、直投、另类、期货等其他子公司），从而更加全面、准确的描绘行业与证券公司的盈利水平。

图 1：证券行业收入集中度两个阶段性变化



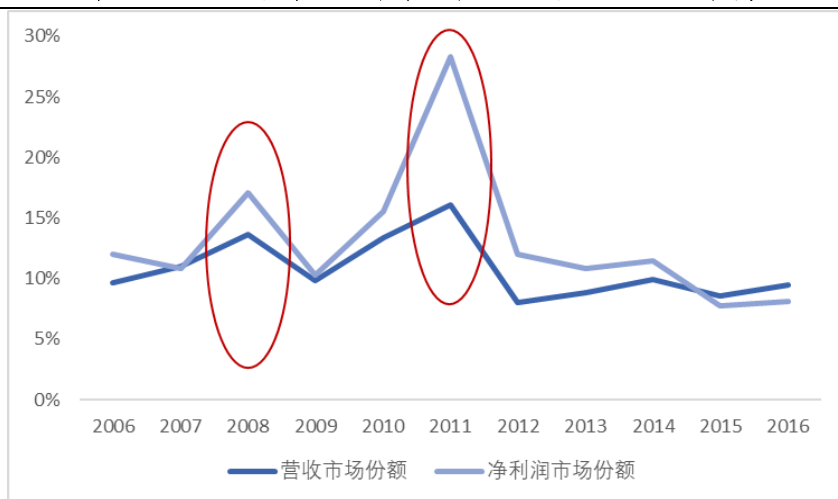
数据来源：Choice，国泰君安证券研究

图 2：证券行业净利润集中度两个阶段性变化



数据来源：Choice，国泰君安证券研究

图 3: 中信证券收入和净利润集中度在 2008 和 2011 经历最高点



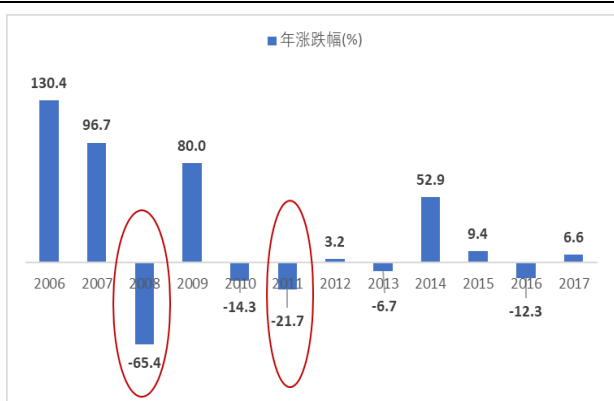
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

1.1. 市场集中度背后的推手是什么?

问题一: 为何 A 股表现最差的 2008 年和 2011 年, 是 2006 年以来证券行业集中度最高的两年? 是大券商市场份额最高的两年?

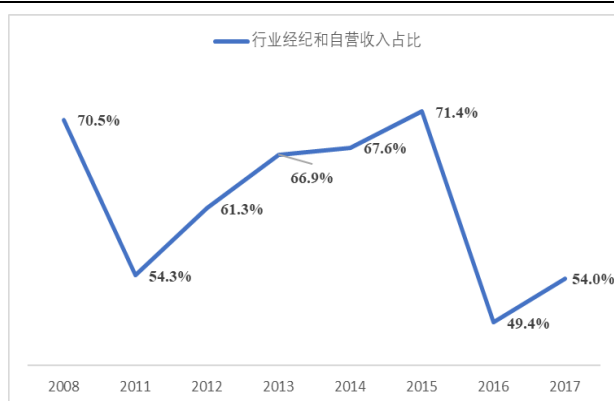
第一, 我国证券行业盈利模式以交易量和市场行情驱动为主, 业绩贝塔属性强, 波动性大。2006 年至 2015 年, 行业经纪和自营业务收入占比之和一直在 60% 以上, 2011 年之前, 仅经纪业务收入占比就达到 60% 以上。在遭遇熊市行情的 2008 年和 2011 年, 伴随着市场成交量大幅下滑和股指一泻千里, 行业经纪业务和自营业务承受较大压力, 带来行业整体盈利大幅下滑。

图 4: 上证综指 2008 年和 2011 年表现最差



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 5: 证券行业贝塔收入占比极高

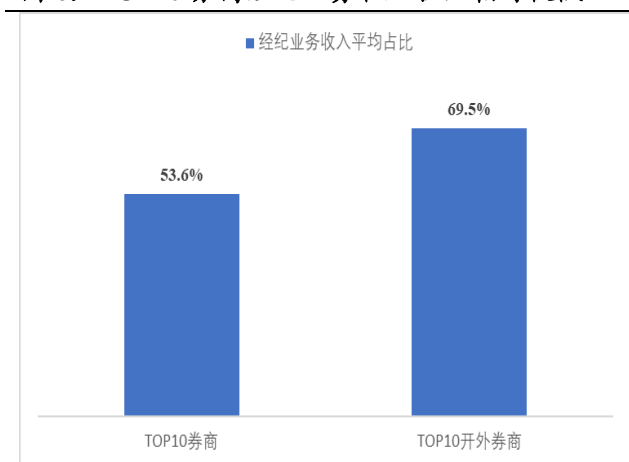


数据来源: 证券业协会, 国泰君安证券研究

第二, 大券商收入结构相对均衡, 经营稳健性相对较高, 业绩稳定性相对较高, 这意味着他们对极端行情的防御力更高, 在极端行情下, 行业盈利向大券商集中。以 2011 年为例, 我们梳理了当年行业收入 TOP10 券商的收入结构和排名 10 名以外的券商收入结构, 注意到 3 点显著不同:

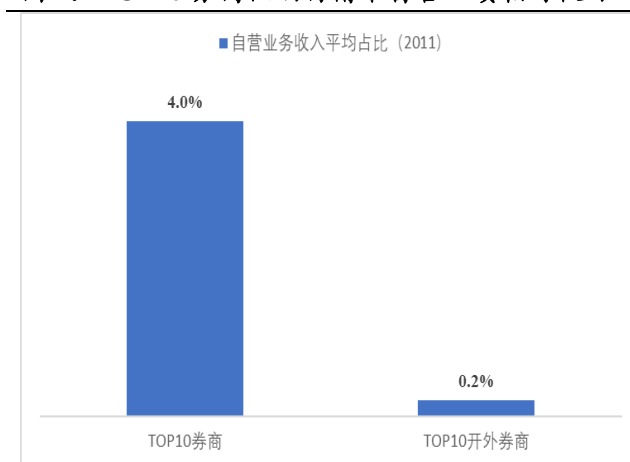
- 1) TOP10 券商经纪业务收入占比明显低于排名 10 名以外的券商, 这意味着 TOP10 券商经纪业务收入对市场成交额的弹性更小;
- 2) TOP10 券商自营业务收入占比明显高于排名 10 名以外的券商, 且当年自营录得亏损的 10 家券商几乎全部是中小券商, 这意味着在极端行业下 TOP10 券商自营业绩稳健性更高;

图 6: TOP10 券商经纪业务收入占比相对较低



数据来源: Choice, 国泰君安证券研究

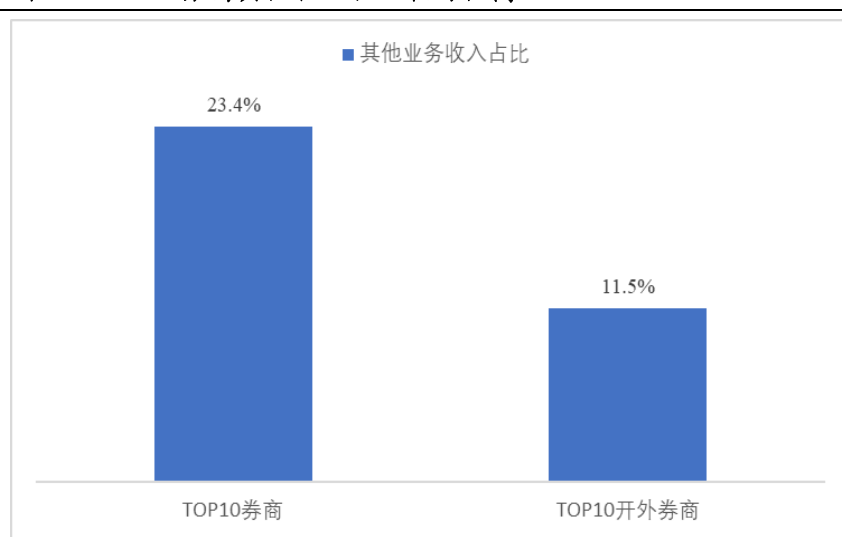
图 7: TOP10 券商极端行情下自营业绩相对较好



数据来源: Choice, 国泰君安证券研究

- 3) TOP10 券商其他收入占比明显高于排名 10 名以外的券商, 其他收入是指除了经纪、自营、投行、资管业务之外的收入, 这意味着 TOP10 券商的业绩稳定性更高。

图 8: TOP10 券商其他收入占比相对较高



数据来源: Choice, 国泰君安证券研究

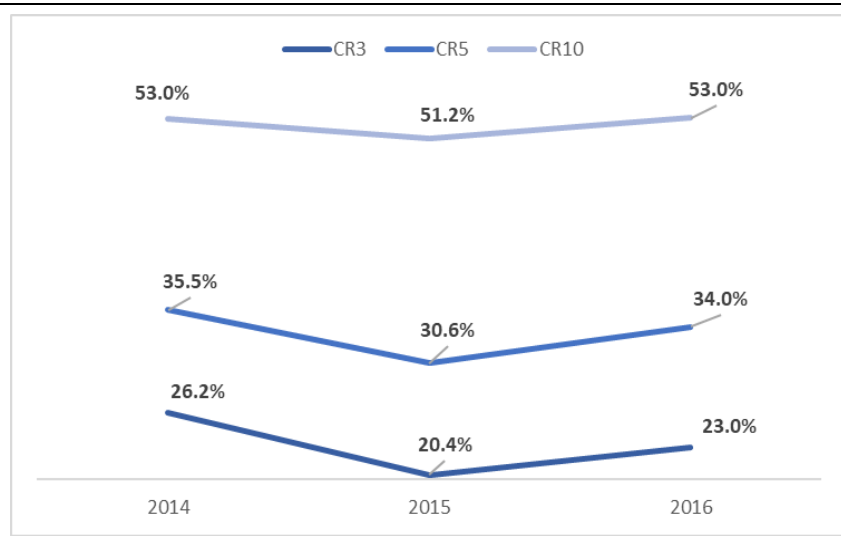
答案一: 行业集中度以及大券商集中度为何在 2008 年和 2011 年两次极端行情下达到阶段最高点, 背后的推手在于: 1) 证券行业业绩贝塔属性极强; 2) 大券商业绩稳定性相对更高, 从而对极端行情的防御力更高, 在极端行情下, 行业盈利向大券商集中。

1.2. 始于 2015 年：集中度上扬说明了什么？

问题二：2015 年以后市场波动率趋于减弱、行情趋于平稳，为何行业集中度和大券商市场份额再次上扬？

经历了 2011 年以来连续 3 年下滑，证券行业集中度自 2015 年开始提升。以行业净利润集中度为例，2015 年至 2016 年，CR3 和 CR5 提升最为明显，CR3 从 20.4% 提高至 23.0%，增加 2.5%；CR5 从 30.6% 提高至 34.0%，增加 3.8%；CR10 从 51.2% 提高至 53%，增加 1.8%。

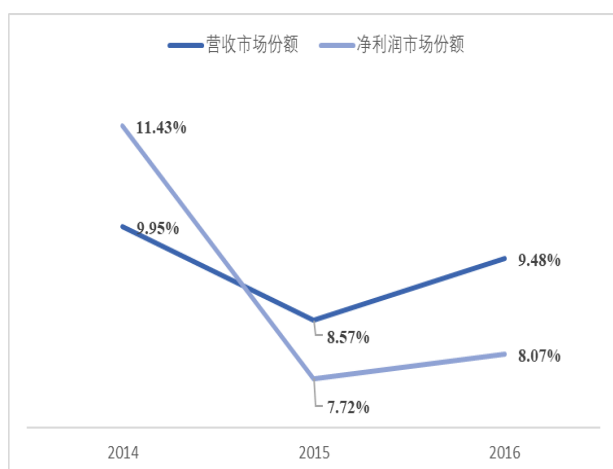
图 9：净利润行业集中度从 2015 年开始提升



数据来源：证券业协会，国泰君安证券研究

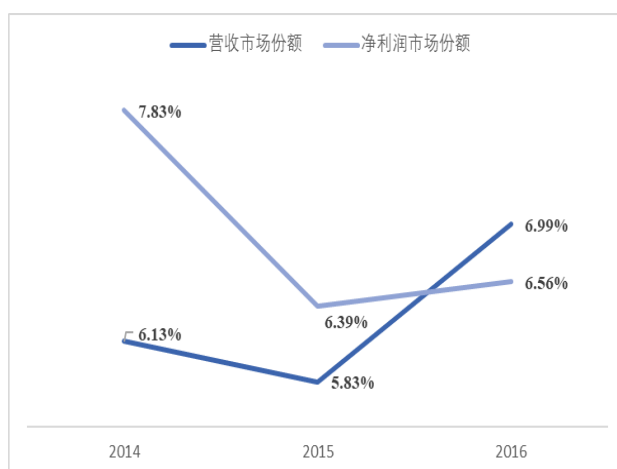
大券商市场份额 2015 年后也开始上扬。以中信证券、海通证券为例，中信证券收入市场份额从 2015 年 8.57% 上升至 2016 年 9.48%，增加 0.91%，同期海通证券收入市场份额从 5.83% 上升至 6.99%，增加 1.16%。

图 10：中信证券集中度 2015 年后出现上扬



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 11：海通证券集中度 2015 年后出现上扬



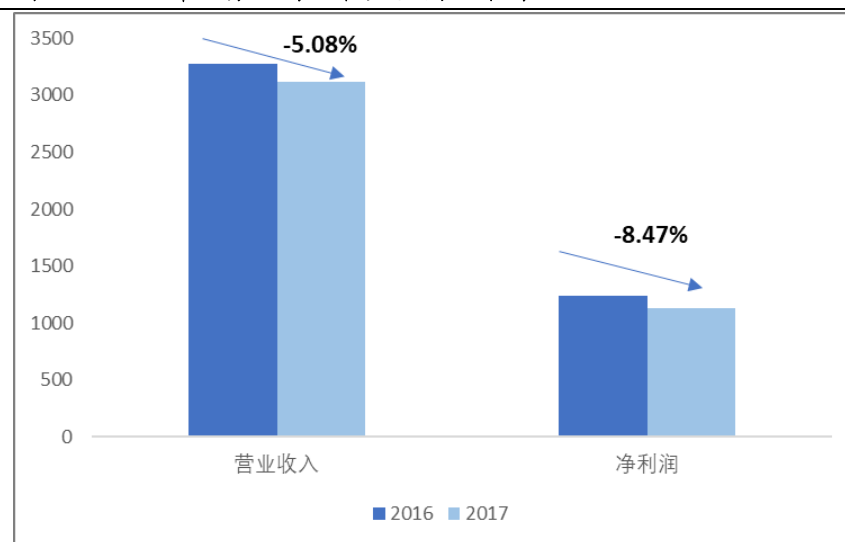
数据来源：wind，国泰君安证券研究

由于我们对行业集中度的统计口径是合并口径，目前绝大部分券商 2017 年合并财务报表尚未披露，但从协会公布的行业数据（专项口径）和部

分上市券商披露的 2017 年业绩快报可以推测，2017 年行业集中度和大券商市场份额进一步提升的概率非常大。

第一，2017 年全行业收入与净利润双双同比下滑。根据协会数据，2017 年行业 131 家证券公司当期实现营业收入 3113.28 亿元，同比下滑 5.08%，当期实现净利润 1129.95 亿元，同比下滑 8.47%；

图 12：2017 年证券公司经营数据同比下滑



数据来源：证券业协会，国泰君安证券研究

第二，2017 年大券商业绩领跑明显，不仅大幅跑赢行业平均，部分大券商还取得了两位数左右的净利润正增长，大幅跑赢中小券商。根据中信证券、海通证券、广发证券等披露的 2017 年业绩快报，归母净利润 YOY 分别达到+10.57%、+7.04%、+7.01%。中小券商业绩普遍承压，部分中小券商业绩下滑幅度较大，根据国海证券、太平洋等披露的 2017 年业绩快报，归母净利润 YOY 为-60%到-65%、-82%到-85%。

表 1：2017 年上市券商业绩快报显示：大券商领跑中小券商

	营业收入 YOY	归母净利润 YOY
东方证券	53.16%	53.57%
华泰证券	24.64%	49.17%
兴业证券	16.60%	13.01%
中信证券	13.92%	10.57%
海通证券	0.65%	7.04%
广发证券	3.89%	7.01%
光大证券	7.11%	0.64%
国泰君安	-7.61%	0.41%
国信证券	-6.46%	-0.18%
山西证券	88.02%	-10.23%
国元证券	3.77%	-12.92%
申万宏源	-9.36%	-13.98%
浙商证券	-0.19%	-14.36%

财通证券	-5.73%	-15.79%
长江证券	-3.73%	-28.75%
西部证券	-6.94%	-34.52%
国海证券		-60%-65%
太平洋		-82%-85%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

答案二：为何 2016 年初以后市场波动率趋于减弱、行情趋于平稳，行业集中度和大券商市场份额再次上扬。除了大券商收入均衡、业绩稳健性更高的原因之外，我们认为这和新政策环境密切相关，具体我们在下文“新一轮行业集中度上扬的奥秘”中详细分析。

2. 新一轮行业集中度上扬的奥秘

2016 年以后证券行业集中度开始触底回升，进入新一轮上扬周期，我们认为背后深层次的原因在于：

在新的政策环境下，证券行业进入加速洗牌、优胜劣汰的格局重塑期，具有核心竞争能力、强大资本实力、创新能力、积极转型的大券商将占据更大优势。

三大业务共同驱动证券行业集中度上扬：

- 驱动一：金融服务实体经济，大券商机构业务优势尽显**

金融服务实体经济、发展直接融资，券商资本市场融资核心地位加强，这是我国证券行业最大的发展机遇，也是券商机构业务最大的发展机遇，在投行、股票质押、股权投资、主动管理等机构业务具备核心竞争力的大券商市场份额有所提升。

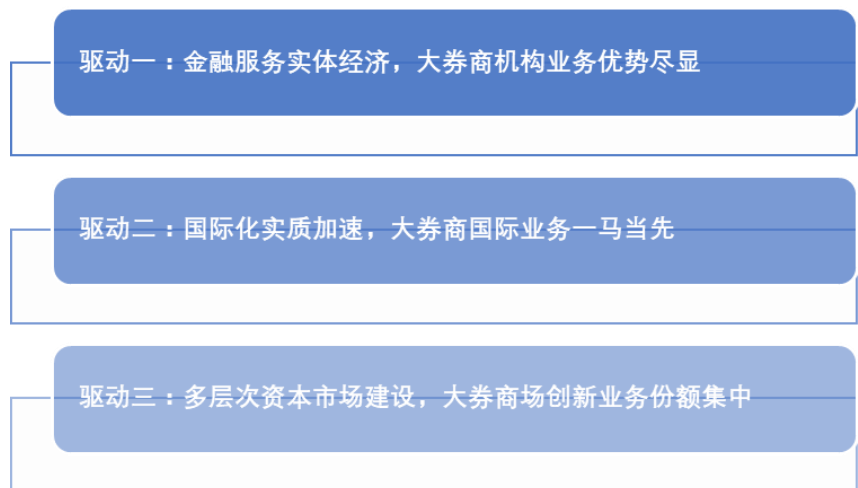
- 驱动二：国际化实质加速，大券商国际业务一马当先**

中国资本市场领域的双向对外开放在加速推进，这为我国券商拓展海外业务带来了契机。大券商资本充足，资源优势和人才优势突出，国际业务收入占比稳健增长，逐渐成为重要的收入贡献。

- 驱动三：多层次资本市场建设，大券商创新业务份额集中**

大券商在场外衍生品等创新业务的竞争优势突出，市场份额集中，在规范发展衍生品市场的政策背景下，大券商的市场份额有望进一步集中。

图 13: 三大业务共同驱动新一轮行业集中度上扬周期



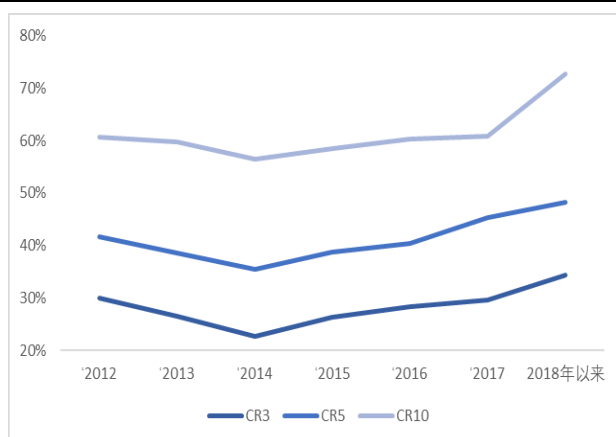
数据来源：国泰君安证券研究

2.1. 驱动一：金融服务实体经济，大券商机构业务优势尽显

2.1.1. 投行业务：大券商优势尽显

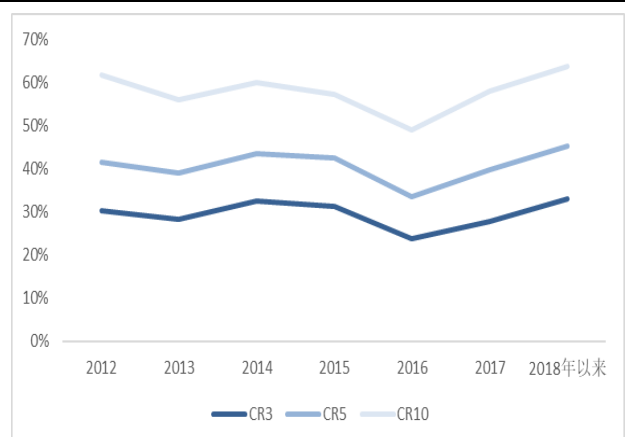
近年来券商股权承销、债券承销的集中度和头部券商市场份额均出现提升，其中 IPO 承销金额集中度提升最为明显，大券商优势尽显。股权承销集中方面，CR10 提升最为明显，从 2014 年 57% 提升至 2018 年以来 73%，增加 16%，同期 CR5 从 35% 提升至 48%，增加 13%；债券承销集中度方面，2016 年开始提升，CR10 提升最为明显，从 2016 年 49% 提升至 64%，增加 15%；IPO 承销集中度方面，2015 年开始提升，CR5 和 CR10 提升都较为明显，CR5 从 2015 年 40% 提升至 2018 年以来的 70%，增加 30%，同期 CR10 从 63% 提升至 91%，增加 29%。

图 14: 近年来券商股权承销金额集中度上升



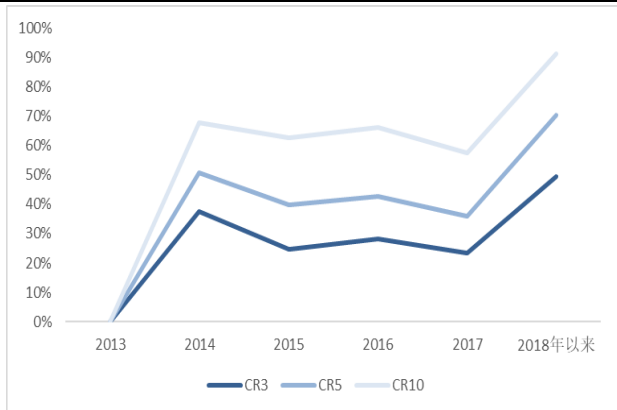
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 15: 近年来券商债券承销金额集中度上扬



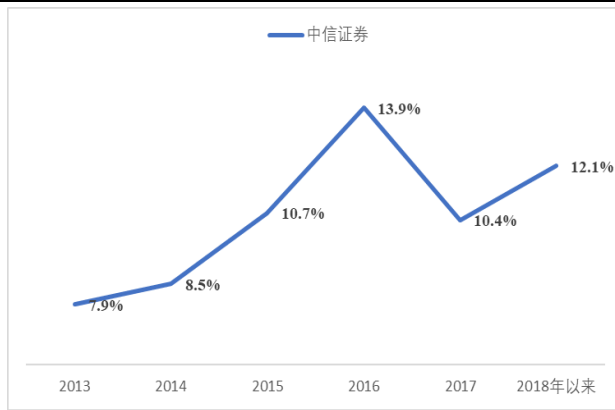
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 16: 近年来 IPO 承销金额集中度上扬最为明显



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

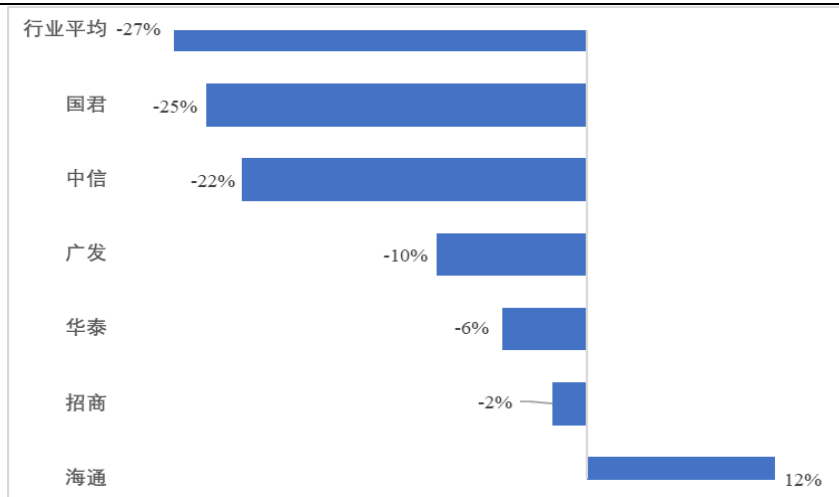
图 17: 中信股权承销金额市场份额保持上涨态势



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从投行业务收入增速来看, 2017Q1-Q3 TOP6 上市券商增速均领先于行业平均, 随着四季度以来再融资回暖, 大券商收入增速优势有望继续保持。具体来看, 2017 年前三季度, 中信、国君、海通、广发、华泰、招商投行业务收入同比增速分别为-22%、-25%、+12%、-10%、-6%、-2%, 均高于同期行业投行收入-27%的下滑。

图 18: 2017 前 3 季度大券商投行收入增速均领先于行业平均水平



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

投行业务市场份额向大券商集中的原因主要在于以下两点:

- 2015 年行业监管从严后, 大券商投行业务风控合规更加严格、经营较为稳健规范, 面临的监管风险相对较少; 在投行内控新规 (征求意见稿) 的作用下, 券商投行业务集中度有望继续提升。2015 年以来, 部分中小券商投行业务受到监管处罚, 带来业务暂停、团队流失、业务开拓受限等一系列影响。2017 年 9 月证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》(征求意见稿), 券商投行业务迎最严内控新规, 这对部分粗放式发展、过度激励的中小型投行不利, 对经营稳健、合规严格的大型投行影响不大。

表 2：2016 年以来部分券商投行业务受到监管处罚

时间	券商	事件	处罚要点
2018/2/13	中原证券	担任天津丰利收购杰能科技的财务顾问中未勤勉尽责	责令公司改正，每 3 个月定期合规检查，相关负责人予以公开谴责
2017/5/31	新时代证券	登云股份 IPO 申报文件存在虚假记载、重大遗漏	责令公司改正，给予警告，没收业务收入 1676.96 万元并处以 1 倍罚款，相关负责人予以警告并罚款
2017/5/16	西南证券	为鞍重股份重大资产重组出具的独立财务报告存在虚假记载	责令公司改正，没收业务收入 100 万元并处以 5 倍罚款，相关负责人予以警告并罚款
2017/5/12	西南证券	对大有能源 IPO 尽调、持续督导过程中未勤勉尽责	责令公司改正，给予警告，没收业务收入 1000 万元并处以 2 倍罚款，相关负责人予以警告并罚款
2017/1/9	爱建证券	对康华农业尽调未勤勉尽责	责令公司改正，罚款 30 万元，相关负责人予以警告并罚款
2016/11/11	中投证券	担任福建金森并购连城兰花的财务顾问中未勤勉尽责	责令公司改正，罚款 30 万元，相关负责人予以警告并罚款
2016/9/23	中德证券	为紫光卓远出具的财务顾问核查意见存在重大遗漏	责令公司改正，没收业务收入 300 万元并处以 1 倍罚款，相关负责人予以警告并罚款
2016/9/5	信达证券	对振隆特产 IPO 尽调未勤勉尽责	没收业务收入 160 万元并处以 2 倍罚款，相关负责人予以警告并罚款
2016/7/25	兴业证券	出具的欣泰电气 IPO 保荐书等文件存在虚假记载	对公司予以警告，没收业务收入 3278 万元并处以 2460 万元罚款，相关负责人予以警告、罚款并撤销从业资格

数据来源：证监会，公司公告，国泰君安证券研究

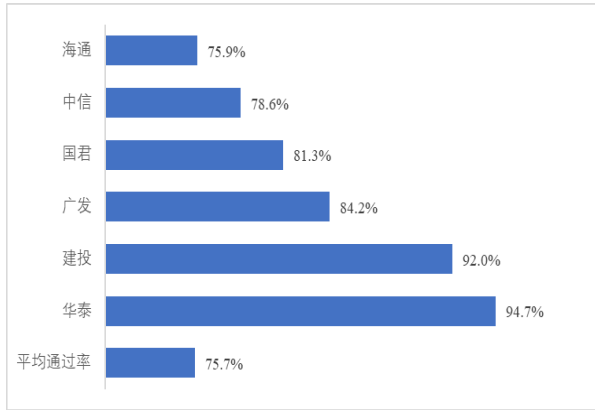
表 3：2017 年投行内控新规（征求意见稿）五大要点

	主要内容
1	投行“大包干”过度激励终成历史
2	严禁“价格战”、“零收费”等恶性竞争，明确底线要求
3	非投行部门不得承做投行业务
4	首提“三道防线”提升投行内控效率
5	明确公司债、并购重组和财务顾问业务内控的特殊要求

数据来源：证监会，证券业协会，国泰君安证券研究

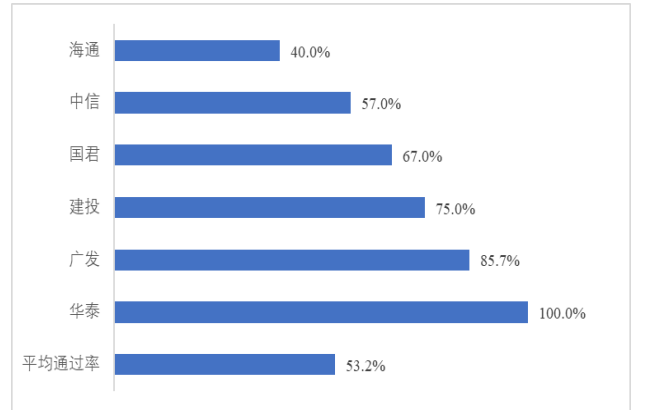
- **IPO 审核从严常态化，大型投行经营更为规范、合规标准更高、团队经验和项目资源更为丰富，IPO 审核通过率往往较高。**企业客户也更倾向于选择大券商作为其保荐人和主承销商。我们注意到，2017 年以来 IPO 审核通过率大型投行普遍高于行业平均，2017 年 10 月后 IPO 审核从严常态化，IPO 审核通过率大幅下降，大型投行的通过率优势更为明显。

图 19: 2017 年以来 IPO 审核通过率大券商占优



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 20: IPO 审核从严后通过率大券商依然领跑



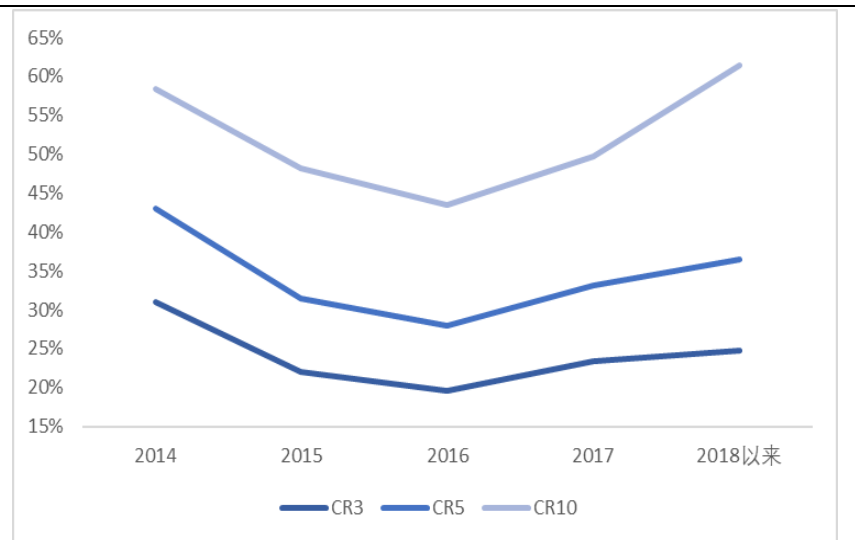
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.1.2. 信用业务: 股票质押市场份额向头部集中趋势加强

券商股票质押业务开闸于 2013 年, 作为一项券商创新业务, 其市场竞争格局变迁非常具有典型性。创新业务开闸初期往往由综合实力较强的大券商拔得头筹, 行业集中度较高, 随着进入者逐渐增加、竞争日益激烈, 头部券商的市场份额将有所下滑从而导致行业集中度下行。

2015 年后随着监管加强, 资金本更充足、综合实力更强、机构客户资源更丰富的大券商获得更多客户青睐, 股票质押市场份额向大券商集中, 行业集中度上扬。

图 21: 券商股票质押行业集中度 2015 年后上扬



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

股票质押新规下, 市场份额有望继续向头部券商集中。根据股票质押新规, 分类评价结果为 A 类、B 类、C 类及以下的券商, 自有资金融资余额分别不得超过公司净资本的 150%、100%、50%。根据上市券商 2017 年中报披露的股票质押余额和 2017 年分类评价结果进行测算, 上市券商自有资金股票质押融资余额与净资本的比例基本都在规定范围之内, 高评级的大券商股票质押业务发展空间更大。未来随着业务持续扩张, 风控合规更为严格以及资本金更为充足的大券商将进一步扩大股票质

押市场份额。

表 4: 高评级大券商股票质押业务发展空间更大

	2017H1 股票质押余额 (亿)	2017H1 净资本 (亿)	比例	2017 分类评价结果	征求意见稿警戒线
兴业证券	338	330	102%	BBB	100%
东方证券	353	353	100%	A	150%
长江证券	223	232	96%	A	150%
华泰证券	418	436	96%	AA	150%
中信证券	696	788	88%	AA	150%
海通证券	609	726	84%	AA	150%
太平洋	92	125	73%	A	150%
国信证券	302	422	72%	A	150%
国泰君安	684	966	71%	AA	150%
第一创业	47	71	66%	BBB	100%
东吴证券	127	196	65%	A	150%
国元证券	66	112	59%	A	150%
东北证券	68	138	49%	BBB	100%
国海证券	64	132	48%	B	100%
招商证券	237	522	45%	AA	150%
光大证券	152	348	44%	A	150%
申万宏源	192	502	38%	AA	150%
方正证券	85	225	38%	C	50%
中国银河	198	532	37%	AA	150%
广发证券	226	640	35%	AA	150%
华安证券	31	94	33%	A	150%
中原证券	25	84	31%	A	150%
西部证券	50	165	30%	BBB	100%
国金证券	44	168	26%	A	150%
东兴证券	41	199	21%	BBB	100%
山西证券	15	81	18%	B	100%
西南证券	15	137	11%	C	50%
浙商证券	NA	97	NA	A	150%

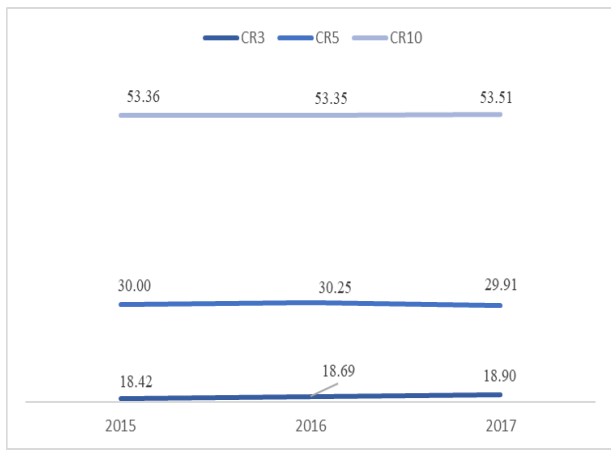
数据来源: wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

近三年来两融业务市场集中度变化不大。CR3、CR5、CR10 保持在 19%、30%、53% 左右, TOP2 (中信、国君) 领先优势较为明显, 第 3-10 名市场份额相差不大, 名次竞争异常激烈。中信证券稳居两融市场份额第一, 且近年来持续提升并拉大了和第二名的距离, 2015 至 2017 年底两融市占率分别为 6.30%、6.67%、6.91%。

我们认为, 两融业务市场集中度变化不大的原因主要在于, 1) 需求驱动、费率刚性: 融资融券是典型的市场风险偏好驱动型业务, 客户对价格敏感程度低于经纪业务, 而且券商对两融业务基本秉承风险第一的发展原则, 目前费率仍较为刚性, 2) 两融市占率和经纪业务份额并不直接挂钩: 两融客户脱胎于经纪业务客户, 但客户转化率受客户结构、开户时间、客户风险偏好等因素影响, 因此券商的两融市占率和经纪业务并不直接

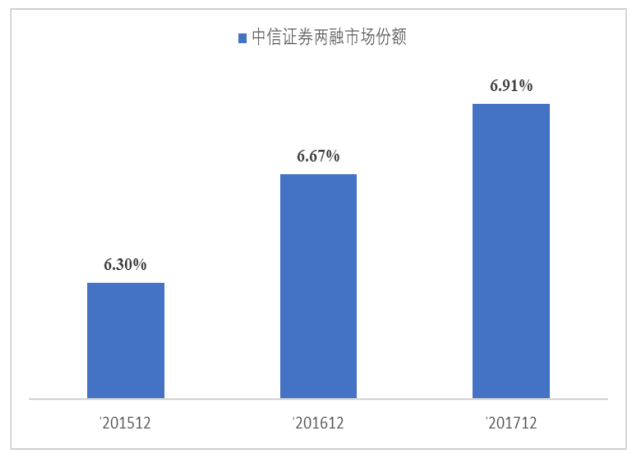
挂钩,不完全随着经纪业务集中度的变化而变化。

图 22: 近三年来两融业务市场集中度变化不大



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 23: 中信证券两融市场份额持续提升



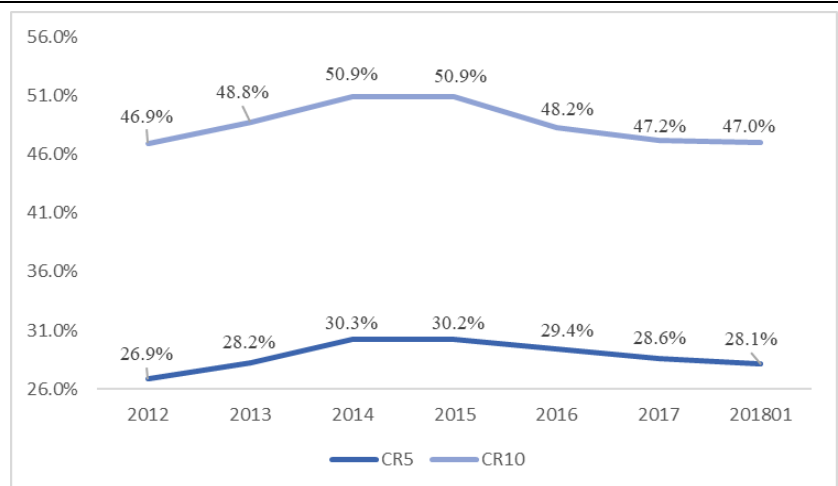
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.1.3. 机构经纪业务: 大券商的战场

• 传统经纪业务竞争激烈, 份额集中度趋于下行

2012年以来, 行业经纪业务份额集中度经历了先升后降的过程, 我们认为随着佣金率触底、监管加强、市场趋稳等因素影响, 经纪业务竞争格局有望趋于稳定。2012-2014年, 受行业新设网点审批放开和“互联网+”浪潮影响, 经纪业务市场份额集中度经历了一轮上涨 CR5 从 26.9% 提升至 30.3%, 增加 3.4%, 同期 CR10 从 46.9% 提升至 50.9%, 增加 4%。2015 年以后 “存量市场” 下经纪业务竞争加剧, 佣金战愈演愈烈, 以东方财富、平安证券为代表的部分中小券商弯道超车, 市场份额逆市提升, 侵蚀了头部券商的市场份额, 行业市场集中度开始下滑。截止 2018 年 1 月, 经纪业务 CR5 从 2015 年底 30.2% 下滑至 28.1%, 减少 2.1%, 同期 CR10 从 50.9% 下滑至 47.0%, 减少 3.9%。

图 24: 行业经纪业务市场份额集中度先升后降

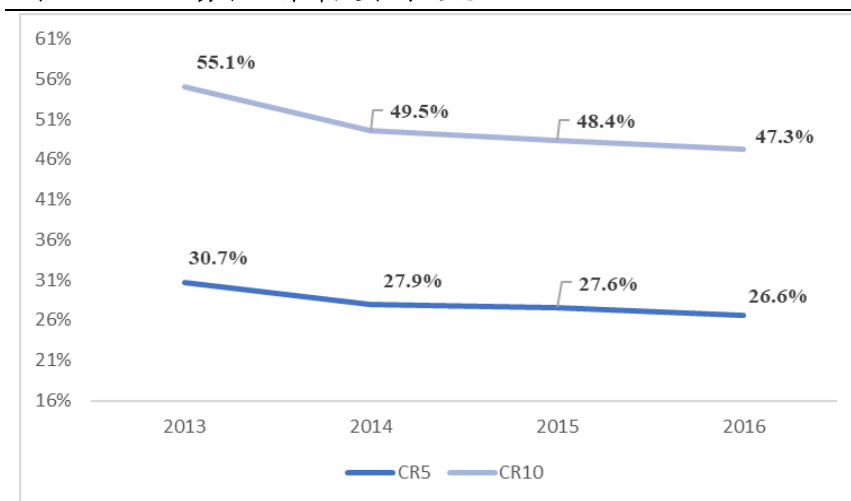


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

• 机构经纪业务助力收入集中度企稳回升

随着份额集中度下滑，经纪业务收入集中度也有所下滑，我们认为随着行业佣金率企稳、机构客户占比提升，大券商凭借机构客户优势，经纪业务收入有望企稳提升。我们用证券业协会披露的代理买卖证券业务收入（含席位租赁）刻画经纪业务收入，2015年后，经纪业务收入CR5从27.6%降至26.6%，减少1.0%，同期CR10从48.4%下降至47.3%，减少1.3%。

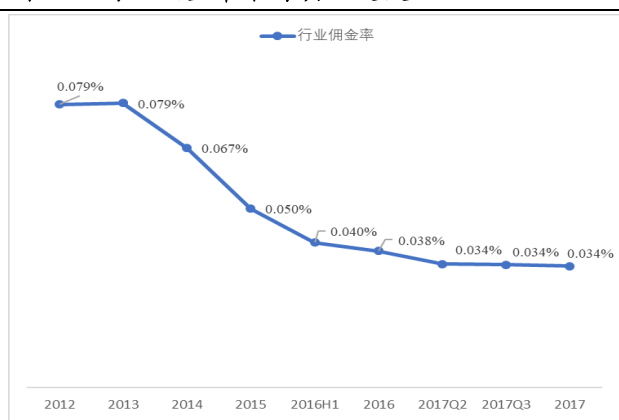
图 25：经纪业务收入集中度下滑趋稳



数据来源：wind，国泰君安证券研究

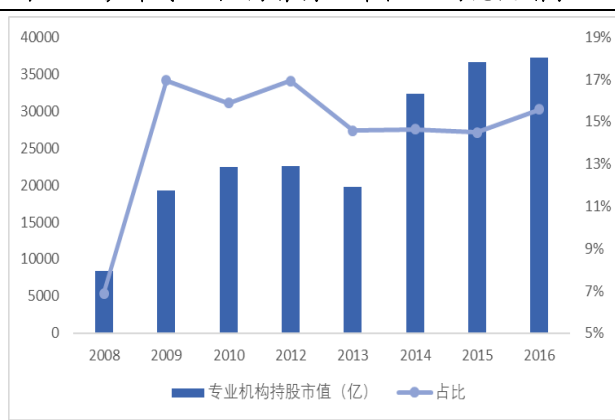
随着机构投资者逐步成为证券市场的主导力量，我们认为经纪业务收入集中度有望企稳回升。第一，行业佣金率经历多年调整后下滑空间比较有限，当前监管环境不再支撑佣金战再次升级，部分券商佣金率已经暂时触底回升；第二，机构客户占比逐渐提升，对稳定佣金率和经纪业务收入有重要意义；第三，大券商基于规模效应和优秀的中后台体系，在经纪业务成本上具有优势。

图 26：行业佣金率下滑明显趋缓



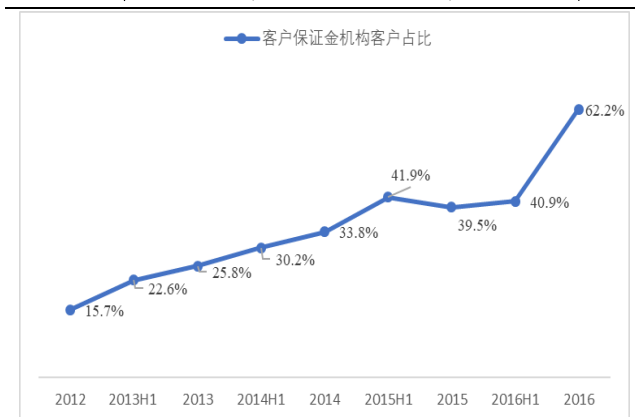
数据来源：wind，证券业协会，国泰君安证券研究

图 27：沪市专业机构投资者持股市值比例稳健增长



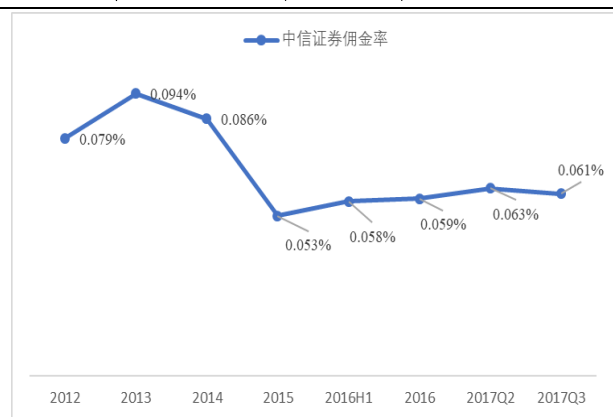
数据来源：上交所，国泰君安证券研究

图 28: 中信证券客户保证金机构客户占比提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 29: 中信证券佣金率企稳回升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 5: 当前监管环境不再支持佣金战

时间	事件
2017.11	2017 年版《券商经纪业务管理办法》(征), 实际收取的证券交易佣金应当与公示标准一致
2017.9	据新浪报道, 证券业协会召集数家券商高管讨论当前经纪业务佣金费率竞争以及停止或放缓下调佣金费率的潜在解决方案, 但报道称并未达成结论
2017.7	证券业协会公布适用于 2017 年证券公司分类评价工作的排名, 代理买卖证券业务收入=代理买卖证券业务净收入-股票基金交易额*万分之 2.5

数据来源: 证券业协会, 新浪, 国泰君安证券研究

2.2. 驱动二: 国际化实质加速, 大券商国际业务一马当先

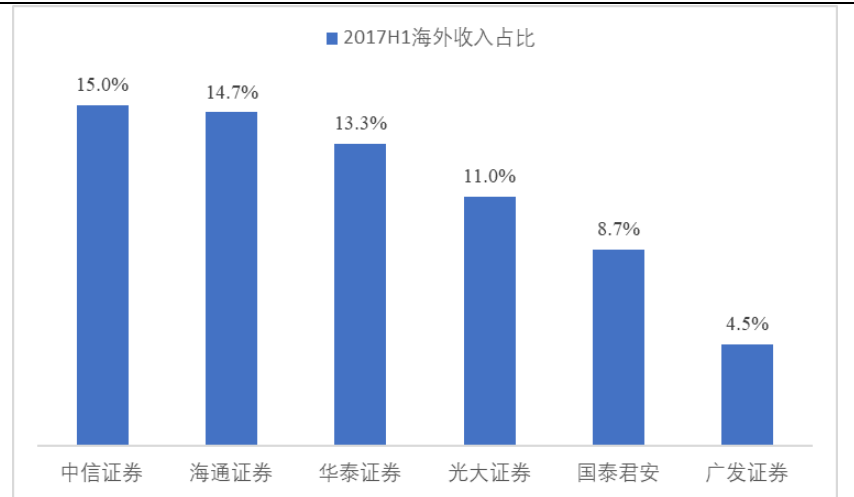
中国资本市场领域的双向对外开放在加速推进, 中国企业逐渐加入到全球配置资源中去, 这为我国券商加快拓展海外业务带来了契机。

监管部门鼓励券商大力发展国际业务。时隔 7 年后, 2017 年 7 月证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》, 海外业务收入占比首次纳入评级指标。“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”。2016 年, 境外子公司证券业务收入占营业收入比例最高的公司是中金公司, 占比达到 23.85%; 其次是海通证券, 占比为 21.2%; 中信证券排名第三, 占比为 12.14%。

为什么大券商在国际业务上一马当先?

第一, 海外并购是券商国际化最直接也最有效的方式, 多家券商海外业务的拓展史就是一部“买买买”的历史, 大券商资本充足, 具有显著的资源优势和人才优势, 因而能在国际业务拓展方面先声夺人。根据上市券商 2017 年半年报数据, 海外收入占比最高的仍然集中在大券商阵营, 分别为中信证券 (15.0%)、海通证券 (14.7%)、华泰证券 (13.3%)、光大证券 (11%)、国泰君安 (6.21%)。

图 30：大券商国际业务收入占比领先



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

第二，大券商发展国际业务，政策红利是加分项。随着证券期货业对外开放进入实质加速阶段，行业中有竞争力的大券商有望在包括国际业务的创新业务方面获得监管的重点支持。

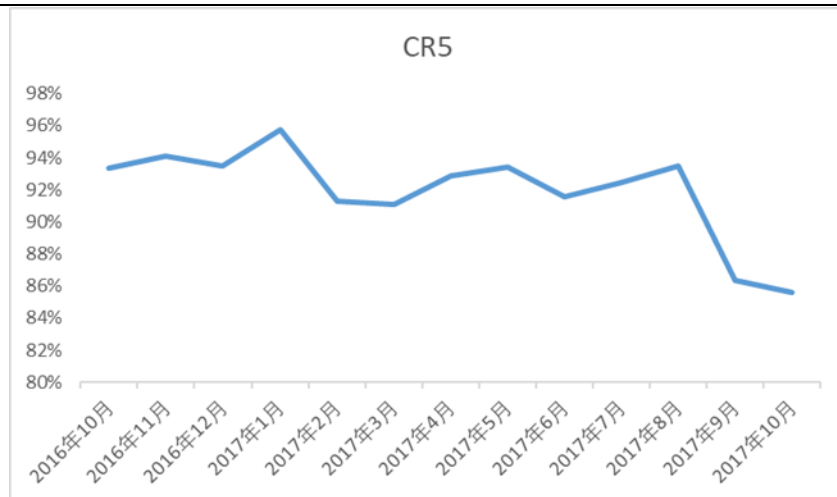
2.3. 驱动三：多层次资本市场建设，大券商创新业务份额集中

大券商在场外衍生品等创新业务的竞争优势突出，在规范发展衍生品市场的政策背景下，大券商的市场份额有望进一步集中。

2017 年是券商场外期权业务跨越式发展之年，衍生品业务规模效应显著。场外期权市场集中度 CR5 在 85% 以上，TOP2 为中信证券、中金公司，市场份额约在 60% 以上。

规范发展在路上，券商场外衍生品的市场集中度有望继续提升。券商场外衍生品业务是高端业务，对证券公司专业能力、系统建设、风控水平要求都很高，导致业务集中度不断攀升。衍生品业务具有明显的规模效应，大券商强者愈强。衍生品具有相互对冲的属性，随着合约规模的不断增长，产品之间可以相互对冲，因此风险非但不会成倍增长、反而会带来风险的降低。这意味着大券商的规模效应在衍生品业务方面发挥得更为突出。衍生品市场是多层次资本市场的重要组成部分，在“规范发展、合规发展”的政策背景下，大券商市场份额有望进一步集中。

图 31：券商场外衍生品市场集中度（CR5）在 85% 以上



数据来源：证券业协会，国泰君安证券研究

敏感性分析下，相较于2017年，假设2018年券商场外期权未了结名义本金增长0%/20%/50%/100%，在个股期权占资收益率(ROE)8%/10%/12%的假设下，2018年券商场外期权业务将为行业贡献利润19.5-58.6亿元。具体测算过程，请参考我们的深度报告：券商商业模式转型系列之一《星星之火：场外期权规范发展，成长可期》。

表 6: 敏感性分析下 2018 年券商场外期权业务利润测算

2018 年券商场外期权业务利润测算（亿元）		资本金收益率（ROE）假设		
		8%	10%	12%
未了结名义本金增速假设	0%	19.5	24.4	29.3
	20%	23.4	29.3	35.2
	50%	29.3	36.6	43.9
	100%	39.1	48.8	58.6

数据来源：国泰君安证券研究

乘政策东风，叠加日益增长的客户需求，券商场外衍生品业务规范发展，有望成为下一阶段证券公司用资业务的重要增长点。一方面，券商场外衍生品业务是多层次资本市场的重要组成部分，监管定调规范发展，规范发展可期；另一方面，场外衍生品特别是场外期权市场刚刚起步，规模尚幼，商业银行、私募基金等金融机构、实体企业对衍生品工具的需求有望进一步释放。此外，发展衍生品市场对推动机构资金入市、服务实体经济都有重要意义。

场外衍生品业务对证券公司的资金实力、专业团队、风险控制和定价能力都有较高要求，且具有明显规模效应，这导致业务集中度不断攀升。我们认为未来这一趋势将会持续，大券商在衍生品业务方面的领先优势将愈加增强。

3. 最大的超预期：行业进入发展与监管并行阶段

3.1. 金融业对外开放加速，龙头券商更为获益

在新的政策环境下，在中央金融工作会议、十九大、中央经济工作会议确立的总基调，我国资本市场深化改革开放已经到了关键窗口期，证券行业进入加速洗牌、优胜劣汰的格局重塑期

始于 2015 年的金融强监管周期，证券业首当其冲，其监管先于保险、银行启动，历时两年半以后，在稳中求进的总基调下，是时候开始思考“行业发展和监管辩证统一”。

我们认为，证券行业将进入发展和监管并行的阶段，来自监管的政策超预期将成为 2018 年券商股估值修复的核心动力。

表 7: 深化改革与“依法全面从严”监管的并行

时间	会议	重点内容
2017.7	全国金融工作会议	服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革
2017.1	十九大	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，加强党对经济工作的领导，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念。
2017.12	中央经济工作会议	化解重大风险、精准扶贫、防治污染。改革开放要加大力度，扩大对外开放，大幅放宽市场准入，加快形成全面开放新格局。
2018.1	证监会系统 2018 年工作会议	十九大对资本市场改革发展提出了更高要求。要以时不我待、只争朝夕的精神，加快建设富有国际竞争力的中国特色资本市场。以深化改革和扩大双向开放促进各类市场主体核心竞争力的全面提升。

数据来源：新华网，中国政府网，证监会，国泰君安证券研究

券商行业全面对外开放加速推进，国内券商机遇与挑战并存。17 年 11 月财政部、证监会明确放宽证券期货业准入限制，标志我国在放宽金融服务业准入方面迈出实质性步伐，全面开放将为国内券商带来深远影响。一方面，通过引进优质、领先的外资券商，鼓励中外机构的互利合作和良性竞争，将有利于提升中国证券期货行业的整体素质，增强证券期货机构服务实体经济的能力；另一方面，我国券商与外资投行在发展阶段、商业模式方面仍有较大差距，虽然全面放开尚不能对国内当前证券行业市场格局产生重大影响，但势必会带来一定的压力。

表 8: 金融业全面开放渐行渐近

时间	来源	重要条款
2012	《外资参股证券公司设立规则》修订	外资股东持股证券公司比例由不超过 1/3 到不超过 49%。
2013	《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA) 补充协议十	放开对港资、澳资参股证券公司比例至不超过 51%，CEPA 协议下成立的券商业务范围拓宽为经纪业务、承销保荐业务、自营业务和资管业务。
2017	《关于促进外资增长若干措施的通知》	从五个方面提出促进外资增长政策措施，明确证券、保险等行业对外开放时间表、路线图
2017	财政部	中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券公司持股比例限制放宽至 51%，上述措施实施三年后，持股比例不受限制
2017	《中国银监会外资银行行政许可事项实施办法》修订	进一步扩大银行业对外开放、最大限度减少行政许可事项、统一中外资银行市场准入标准。

数据来源：国务院、财政部、银监会、证监会，国泰君安证券研究

在深化改革、金融业对外开放加速的背景下，具有竞争优势的大券商将更为获益，有望获得监管的重点支持。一方面，大券商资本实力雄厚，对风险的防御能力更强；另一方面，大券商的沟通汇报机制更优，与监管层保持良好的互动。从目前跟踪的政策方向来看，我们认为，证券行业的创新模式未来有望有从过去自上而下的“标准化创新”过度到自下而上的“自主创新”。

3.2. 创新方向来自于资产端，

在发展与监管并行的背景下，行业创新的推出对于大券商未来基本面将有较大边际改善，更有望在目前大券商低估状况下成为板块估值修复行情的重要驱动。

我们认为，券商行业未来的创新方向仍然来自于资产端。经过 2012 年以来资产负债表的快速扩张，中国券商净资产水平和美国同行在同一量级，但是由于发展阶段和商业模式的差异，国内券商总资产规模仍和美国同行有较大距离。截止 2017H1 我国证券行业净资产近 1.75 万亿元，基于 2014 年数据美国同行净资产体量约为 1.6 万亿元，但我国证券业对应的总资产规模只有美国的 20% 左右。

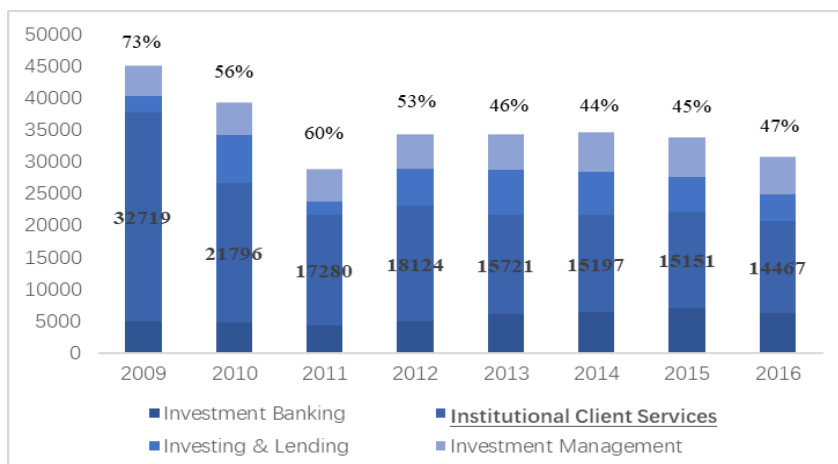
表 9：中美券商净资产体量相当但总资产差异巨大

	中国		美国		中国/美国	
	净资产	总资产	净资产	总资产	净资产	总资产
2011	6303	15728	14084	311240	45%	5%
2012	6943	17200	15253	326113	46%	5%
2013	7539	20800	15871	305179	47%	7%
2014	9205	40900	16080	295803	57%	14%
2015	14515	64200			90%	22%

数据来源：证券业协会，SIFMA，国泰君安证券研究

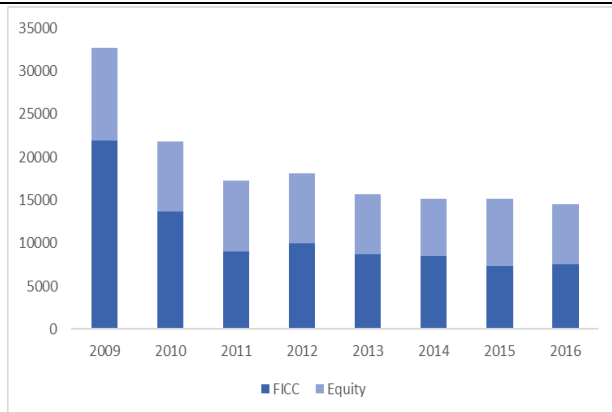
中美投行的差异，根本上来自于资产端的扩张能力，FICC 业务是主要加杠杆领域，并贡献稳定的收入，我国 FICC 业务发展仍非常初级，未来发展空间极大。以高盛为例，机构客户业务(Institutional Client Service)是第一大收入来源，2010 年后基本贡献公司收入的半壁江山，机构客户业务下属 Equity 和 FICC 两大条线，收入占比基本为 1:1。我国证券行业在 Equity 条线（经纪业务、股票质押、融资融券）与海外同行相比差距有限，差距主要体现在客户结构和 Equity 产品创设与做市业务的部分缺失，但我国 FICC 业务仍在发展的非常初级阶段，收入贡献微不足道，未来发展空间极大。

图 32：高盛机构业务贡献公司收入的半壁江山



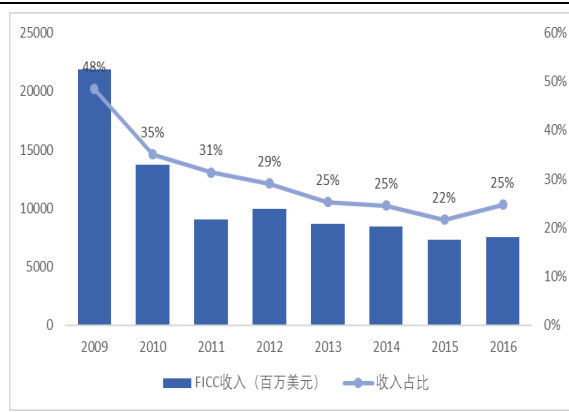
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 33: 高盛 Equity 和 FICC 业务收入占比 1:1



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

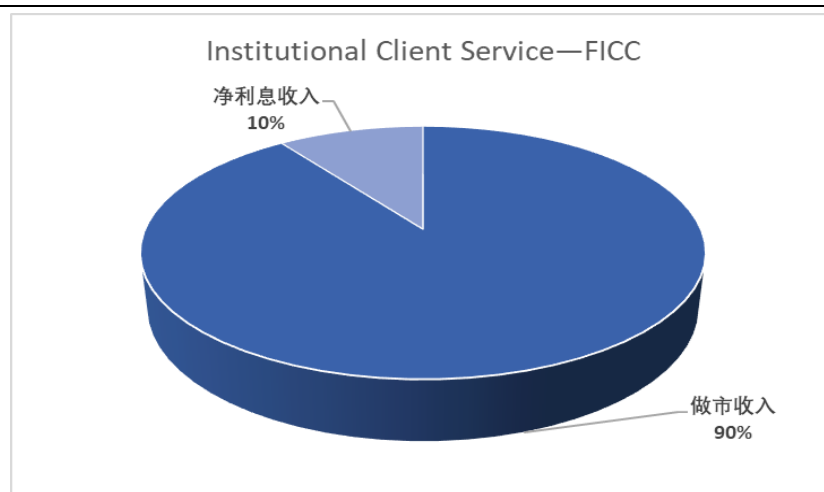
图 34: 高盛 FICC 收入占比近年来稳定在 25%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

FICC 业务的商业模式以赚取差价的做市（产品创设）收入为主，中美投行资产端扩张能力差异导致盈利能力的差异。

图 35: 高盛 FICC 业务收入中做市（产品创设）收入占比 90%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 投资建议

纵观证券行业两轮牛熊周期以来的竞争格局变迁，两个阶段性变化值得关注。第一，行业集中度以及大券商市场份额在 2008 年和 2011 年两次极端行情下达到阶段最高点，大券商收入均衡、业绩稳定性更高是核心原因；第二，2016 年开始行业集中度再次上扬，除了大券商收入均衡、业绩稳健性更高的原因之外，我们认为这和新政策环境密切相关，新政策也带来本轮行业集中度上扬的可持续性。

我们深度剖析本轮证券行业集中度进入新一轮上扬周期的奥秘，背后更深层次的原因在于：在新的政策环境下，证券行业进入加速洗牌、优胜劣汰的格局重塑期，具有核心竞争能力、强大资本实力、创新能力、积极转型变革的大券商将占据更大优势。集中度上扬由券商三大业务共同驱动：1) 驱动一：金融服务实体经济，大型券商机构业务优势尽显；2) 驱动二：国际化实质加速，大型券商国际业务一马当先；3) 驱动三：多层次资本市场建设，大券商创新业务份额集中。

证券行业已经进入发展和监管并行的阶段，我们认为这是行业最大的超预期，金融业全面开放加速背景下龙头券商更为获益，创新方向来自于资产端，相关创新业务的推出对于大券商未来基本面将有较大边际改善。中美投行的差异，根本上来自于资产端的扩张能力，资产端扩张能力差异导致盈利能力的差异。FICC 业务是海外投行主要加杠杆领域，并贡献稳定收入来源，我国 FICC 业务发展仍非常初级，未来发展空间极大。

基于行业集中度提升和监管政策超预期带来的戴维斯双击，我们推荐龙头券商的投资机会。一方面，新政策环境下行业格局重塑，行业集中度进入上扬周期，具有竞争优势的龙头券商市场份额提升、基本面改善；另一方面，来自监管的政策超预期将成为下一阶段龙头券商股估值修复的核心动力，相关创新业务的推出对于大券商未来基本面将有较大边际改善。目前龙头券商 18 年 PB 1.1-1.4X，性价比极高，已经进入增持区间。我们重点推荐受益于政策和基本面双轮驱动，在相关业务领域具备先发优势的低估值龙头券商，推荐中信证券、海通证券、广发证券。

5. 风险提示

- 行业创新不达预期；
- 金融监管预期外加强；
- 市场大幅下跌及交易活跃度下降带来证券公司经纪业务、两融业务、自营业务业绩下滑。

表 10: 推荐公司盈利预测及估值表

公司名称	股票价格	EPS				BVPS				PB				评级
		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
中信证券	18.86	0.86	0.95	1.08	1.28	11.78	11.74	12.33	12.19	1.60	1.61	1.53	1.55	增持
海通证券	12.31	0.70	0.88	1.09	1.20	9.58	10.10	10.75	10.53	1.29	1.22	1.15	1.17	增持
广发证券	16.97	1.05	1.21	1.43	1.73	10.30	10.79	11.57	11.39	1.65	1.57	1.47	1.49	增持

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。注: 股价为 2018 年 3 月 9 日价格。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		