

投资银行业与经纪业行业

2018-10-8

证券业见微知著系列（一） 为何行业利润集中度得以提升？

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 2015 年开始行业收入利润集中度逐步进入上行通道

2015 至 2018 上半年，24 家可比上市公司口径下，行业净利润 CR5 从 43.6% 提升 21.0 个 pct 至 64.6%，中小券商在业务经营和资产负债表的过度扩张是利润集中度提升的主要原因。具体来看，牌照业务集中度提升 7.2 个 pct 至 51.8%，资金业务集中度提升 15.9 个 pct 至 60.9%，推动收入 CR5 从 44.7% 提升至 55.4%；成本端，2014-2015 年行业繁荣掩盖成本扩张的隐忧，市场景气度下滑周期下中小券商费用管理问题暴露，2016 年起管理费 CR5 下降至 47.5%。

■ 资金运用能力差异是导致利润集中度提升的原因之一

资金业务主要分为投资和融资业务，投资业务基本保持平稳，融资业务集中度提升明显；考虑到融资业务资产端规模、收益率的竞争格局变化并不十分显著，成本端成为大小公司之间分化的主要动因；2016-2018H 中小券商逆势通过负债进行资产规模的扩张，但是其信用业务对于负债的覆盖能力弱于大券商，同时市场震荡环境下通过负债形成的投资类资产并未获取确定性收益，加之中小券商负债成本在利率上行时上升幅度大于大型券商导致资金业务集中度上升。

■ 成本管理能力差异是导致利润集中度提升的原因之二

2012 年行业创新推进后证券行业进入扩张之路，但是 2015 年以来随着行业景气度的下滑，前期跑马圈地扩张的后遗症开始逐步显现；2014-2018H 期间券商人员数量增幅在 10%-100%，其中中小券商扩张速度远高于大型券商；以扩张较快的券商为观察样本，不难发现经纪业务线条人数 2017 年较 2014 年增长 35%-80%，但经纪业务收入自 2015 年以来持续下滑；行业收入和利润连续下滑的环境下，中小券商的人均创利能力下滑远大于大型券商，拖累其盈利能力。

■ 集中度提升趋势或从资金业务向牌照业务渗透

在资金业务和费用率的推动下行业利润集中度进入上升通道；展望未来，监管引导之下券商业务自上而下集中态势仍将延续，股票质押、场外期权新规均推动业务回归龙头；另一方面，随着券商着手以客户需求为导向逐步建立综合服务体系，资金业务和牌照业务的边界逐步弱化，龙头券商将通过资金业务的优势逐步向牌照业务渗透，推动行业马太效应进一步加剧。竞争格局的优化将赋予龙头券商更强的业绩韧性，使其相较行业具备估值溢价，个股推荐中信证券。

风险提示：

1. 交易佣金费率大幅下滑；
2. 股票质押和债券投资出现信用风险。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhoulj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

联系人 孙寅

☎ (8621) 61118727

✉ sunyin@cjsc.com.cn

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 吴一凡

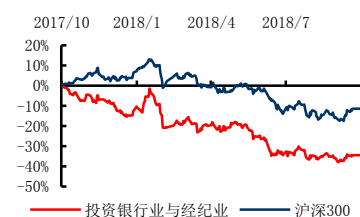
☎ (8621) 61118727

✉ wuyf4@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600030	中信证券	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《第三十九周周报：从经纪业务分化看机构客户的价值》2018-10-7

《第三十八周周报：交易商资格获批后的场外期权业务现状及展望》2018-9-23

《第三十七周周报：上半年券商资产结构发生了哪些变化》2018-9-15

目录

行业利润集中度呈现上升趋势	3
利润集中度呈现提升态势	3
资金业务和费用率是主因	3
资金运用能力差异是利润集中度提升原因之一	4
融资业务集中度提升超投资业务	5
负债管理是融资业务分化的推手	5
成本管理能力差异是利润集中度提升原因之二	13
中小券商的扩张并未转化为利润	13
经纪业务条线人员扩张最为迅猛	15
投资建议	16

图表目录

图 1: 利润集中度呈现提升态势 (单位: %)	3
图 2: 截止至 2018H 收入集中度提升至 55.4% (单位: %)	4
图 3: 资金业务集中度提升的幅度要显著大于牌照业务 (单位: %)	4
图 4: 业务管理费的集中度从 2016 年开始下行 (单位: %)	4
图 5: 投资类业务集中度增幅不大 (单位: %)	5
图 6: 融资类业务集中度显著提升 (单位: %)	5
图 7: 利息收入集中度相对平稳 (单位: %)	6
图 8: 利息支出集中度持续下降 (单位: %)	6
图 9: 融出资金规模集中度保持平稳 (单位: %)	7
图 10: 买入返售金融资产规模集中度略有下滑 (单位: %)	7
图 11: 代理买卖证券款规模集中度保持平稳 (单位: %)	8
图 12: 证券行业经纪业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	16
表 1: 两融业务、股票质押以及客户保证金利息收入合计占比达 60%-90% (单位: 亿元, %)	6
表 2: 大券商在两融利率上具备一定优势 (单位: %)	8
表 3: 应付短融和债券利息支出、卖出回购利息支出是利息支出主要构成 (单位: 亿元, %)	9
表 4: 大券商主动负债规模增速显著低于中小券商 (单位: 亿元, %)	10
表 5: 2014-2018H 中小券商经营杠杆的提升幅度要大于大型券商 (单位: 倍, %)	10
表 6: 大券商信用业务规模/主动负债比例相对中小券商更高 (单位: 亿元, %)	11
表 7: 大券商拟合成本率低于中小券商 (单位: %, pct)	12
表 8: 2012-2018H 上市券商人员数量变化情况 (单位: 人, %)	13
表 9: 2014-2018H 上市券商人均创利情况 (单位: 万元, %)	14
表 10: 人员扩张较快的上市券商中经纪业务条线人数增长最多 (单位: 人, %)	15

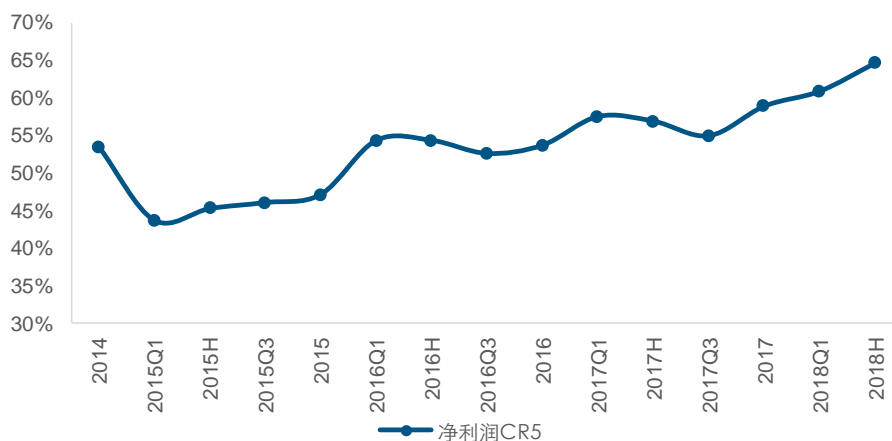
行业利润集中度呈现上升趋势

2015 至 2018 上半年，24 家可比上市公司口径下，行业净利润 CR5 从 43.6% 提升 21.0 个 pct 至 64.6%，中小券商在业务经营和资产负债表的过度扩张是利润集中度提升的主要原因。具体来看，牌照业务集中度提升 7.2 个 pct 至 51.8%，资金业务集中度提升 15.9 个 pct 至 60.9%，推动收入 CR5 从 44.7% 提升至 55.4%；成本端，2014-2015 年行业繁荣掩盖成本扩张的隐忧，市场景气度下滑周期下中小券商费用管理问题暴露，2016 年起业务管理费 CR5 从 51.3% 下降至 47.5%

利润集中度呈现提升态势

大券商利润集中度在持续提升。我们以中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券和海通证券五家券商的合计净利润与 24 家可比上市券商的净利润之比来高频刻画行业净利润集中度，不难发现 2015 年开始，行业净利润集中度即呈现稳步上行态势，2015 年至 2018 年上半年，24 家可比口径下行业净利润的 CR5 从 43.6% 提升至 64.6%，提高了 21.0 个百分点。

图 1：利润集中度呈现提升态势（单位：%）¹



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

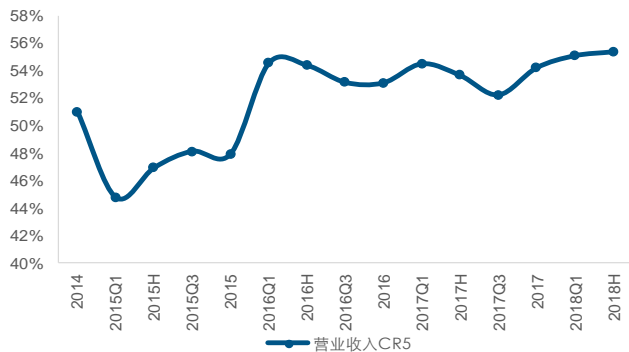
资金业务和费用率是主因

在资金业务推动下行业收入集中度呈现上升态势。2015 年至 2018 年上半年，在 24 家样本口径下，营业收入的 CR5 从 44.7% 提升至 55.4%；进一步的，我们可以把券商的业务分为两类，包括牌照业务（经纪业务、投行业务和资管业务）和资金业务（融资类业务和投资类业务），不难发现 2015 年以来，可比公司口径下，牌照业务和资金业务的市场集中度均呈现逐步上移的态势，但是资金业务的集中度提升的速度要远大于牌照业

¹ 分母为 24 家上市券商的归属净利润，分子锁定中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券和广发证券的归属净利润，分母锁定除上述 5 家券商外，包括申万宏源、国信证券、招商证券、光大证券、东方证券、兴业证券、长江证券、西南证券、东吴证券、国金证券、东北证券、国元证券、西部证券、东兴证券、国海证券、山西证券、太平洋、方正证券和第一创业。下面集中度同理。

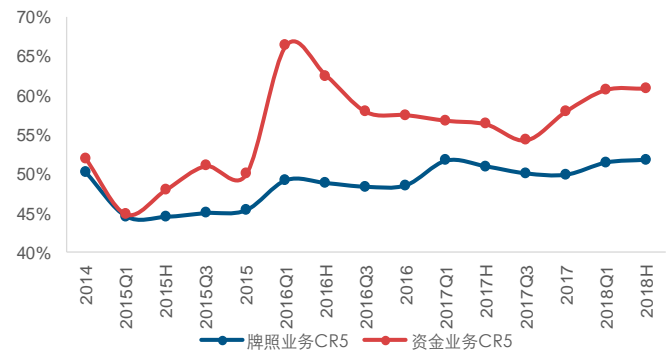
务集中度提升的速度。2015 年一季度至 2018 年上半年，牌照业务集中度提升了 7.2 个百分点至 51.8%，资金业务集中度提升了 15.9 个百分点至 60.9%。

图 2：截止至 2018H 收入集中度提升至 55.4%（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

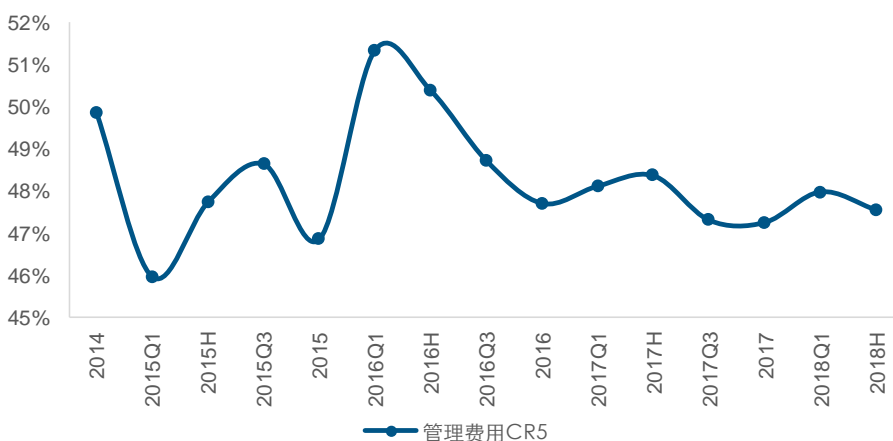
图 3：资金业务集中度提升的幅度要显著大于牌照业务（单位：%）²



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

另一方面，中小券商成本费用压力相对大于大型券商，进一步推动利润集中度上行。2014-2015 年权益市场的繁荣带来行业收入和利润的快速增长，收入的高增长释缓了成本费用增长的压力；但是进入 2016 年以来，市场景气度下行，成本费用的压力开始逐步浮现，我们能够看到 2016 年开始在中小券商持续扩张下，行业业务管理费的集中度开始快速下行，2016 年至 2018 年上半年，业务管理费的 CR5 从 51.3% 下降至 47.5%。

图 4：业务管理费的集中度从 2016 年开始下行（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

资金运用能力差异是利润集中度提升原因之一

资金运用能力差异是导致利润集中度提升的原因之一。资金业务主要分为投资和融资业务，投资业务基本保持平稳，融资业务集中度提升明显；考虑融资业务资产端规模、收益率的竞争格局变化并不十分显著，成本端成为大小公司之间分化的主要动因；

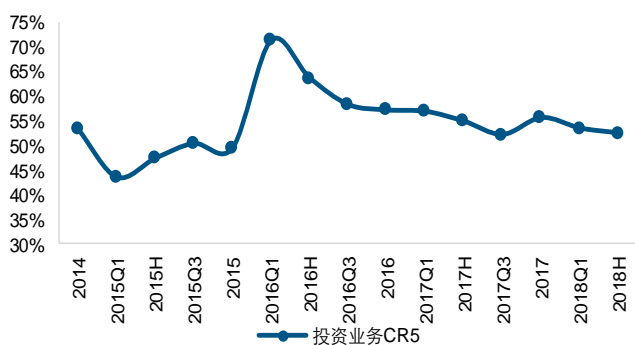
² 2016Q1 资金业务集中度的跃升主要系国泰君安转让海际证券一次性确认较高的投资收益所致。

2016-2018 上半年，中小券商逆势通过负债进行资产规模的扩张，但是其信用业务对于负债的覆盖能力弱于大券商，同时在市场震荡环境下通过负债形成的投资类资产并未获取确定性收益，加之中小券商的负债成本在利率上行窗口上升幅度大于大型券商，导致资金业务集中度持续上升。

融资业务集中度提升超投资业务

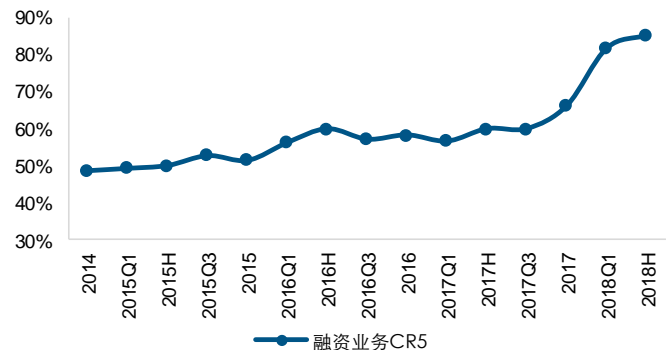
我们可以把资金业务分为投资类业务和融资类业务，可以发现融资类业务集中度的提升幅度远大于投资类业务。我们定义调整后投资业务收入为公允价值变动损益+投资净收益-对联营合营企业的投资净收益，以此来计算投资类业务收入集中度，并用利息净收入来计算融资类业务集中度。2014 年以来 TOP5 券商的投资类业务集中度呈现波动态势，但是中枢并未显著提升；反观融资类业务，2014-2018H 提升趋势明显，2014 年至 2018 年上半年，CR5 从 48.7% 提升至 84.9%，成为推动资金业务集中度提升的主要推手。

图 5：投资类业务集中度增幅不大（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 6：融资类业务集中度显著提升（单位：%）

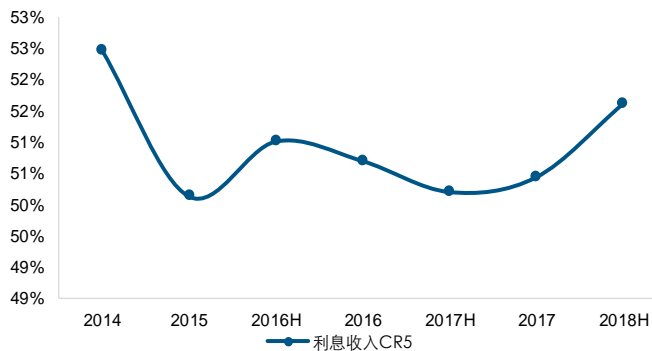


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

负债管理是融资业务分化的推手

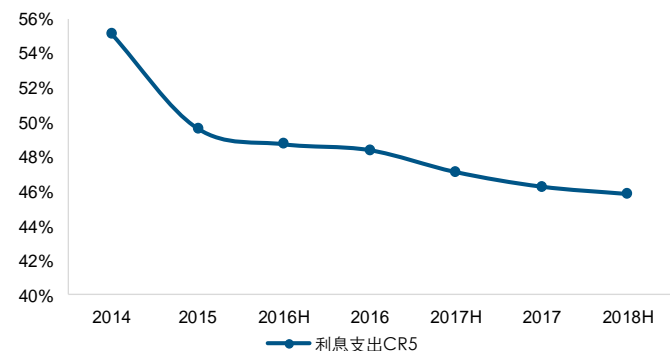
融资类业务差异主要体现在成本端而非收入端。融资类业务的利息净收入，以利息收入扣减利息成本列式。从收入端来看，利息收入 CR5 在 2017-2018H 有所回升，从 2017H 的 50.2% 提升至 51.6%，提升 1.4 个百分点；从成本端来看，2014-2018H 年，利息支出的 CR5 从 55.1% 下降至 45.8%，减少 9.3 个百分点，支出为抵减项目，支出集中度的下滑带来净收入集中度的快速上行。整体来看 2014 年以来利息收入的集中度提升幅度并不明显，信用业务资产端收益率和规模均相对稳定的情况下，成本端才是公司之间分化的核心因素。

图 7：利息收入集中度相对平稳（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，证券业协会，长江证券研究所

图 8：利息支出集中度持续下降（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，证券业协会，长江证券研究所

信用规模和收益率均相对稳定

券商利息收入以两融业务利息收入、股票质押利息收入和客户保证金利息收入为主要构成，合计占比达到 80%-90%。我们从业务规模和收益率两个角度来理解利息收入集中度变化：1、从规模来看，两融业务规模、股票质押业务规模和代理买卖证券款规模集中度中枢均保持稳定；2、从收益率来看，大券商在两融利率上具备一定比较优势，高于中小券商，但在股票质押收益率和客户资金存款收益率上差异不大；3、在融资类业务规模集中度中枢稳定，收益率亦保持相对平稳的环境下，我们并未看到利息收入的集中度出现显著的提升。

利息收入主要由两融业务、股票质押以及客户保证金利息构成。券商利息收入主要包括融资融券利息收入、存放金融同业利息收入、买入返售金融资产利息收入、拆借资金利息收入等，其中融资融券利息收入、股票质押利息收入、客户资金存款利息收入是券商利息收入的主要构成，合计占比达到 60%-90%，其中融资融券利息收入占比约 20%-50%，股票质押利息收入占比约 10%-30%，客户资金存款利息收入占比约 10%-30%。

表 1：两融业务、股票质押以及客户保证金利息收入合计占比达 60%-90%（单位：亿元，%）

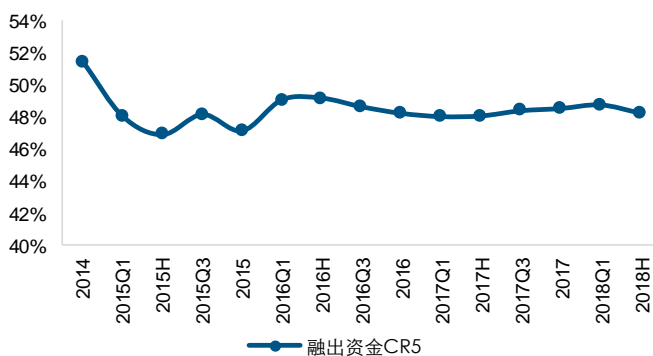
	融资融券利息收入			股票质押利息收入			客户资金存款利息收入			合计		
	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H
中信证券	49	49	26	20	34	20	27	23	11	96	106	57
国泰君安	54	53	27	23	36	19	23	20	9	100	109	55
海通证券	50	41	20	26	32	22	19	18	8	95	91	50
华泰证券	43	42	21	14	21	14	20	16	5	76	78	40
广发证券	44	43	22	5	11	7	19	15	7	68	70	36
招商证券	40	40	20	8	12	9	12	10	5	61	63	34
光大证券	23	22	11	4	8	6	13	12	6	40	42	23
兴业证券	11	12	7	9	16	8	7	6	3	26	35	18
长江证券	18	17	8	7	11	5	7	6	2	31	34	15
方正证券	18	17	9	4	6	3	8	7	3	30	30	15
国元证券	9	10	5	4	4	3	3	3	1	16	17	9

东兴证券	8	7	4	2	3	3	2	2	1	12	13	7
国海证券	5	5	2	3	4	2	3	2	1	11	11	6
山西证券	4	4	2	1	1	1	3	3	1	8	7	4
西部证券	4	4	2	3	2	1	3	3	1	10	9	3
占比												
中信证券	43%	38%	38%	18%	26%	28%	24%	18%	16%	85%	82%	82%
国泰君安	46%	43%	41%	20%	29%	30%	20%	16%	15%	86%	88%	85%
海通证券	31%	27%	23%	16%	21%	24%	12%	12%	9%	59%	60%	56%
华泰证券	48%	45%	43%	16%	22%	29%	22%	17%	10%	86%	84%	83%
广发证券	56%	54%	51%	7%	14%	17%	24%	19%	15%	86%	87%	83%
招商证券	62%	59%	54%	13%	18%	24%	19%	15%	14%	94%	93%	91%
光大证券	48%	43%	43%	7%	15%	21%	27%	24%	23%	82%	82%	87%
兴业证券	38%	34%	37%	30%	42%	41%	22%	17%	16%	90%	94%	94%
长江证券	53%	45%	47%	20%	28%	26%	20%	15%	13%	93%	88%	86%
方正证券	53%	50%	52%	11%	17%	18%	23%	20%	18%	87%	86%	88%
国元证券	51%	49%	48%	20%	21%	27%	19%	14%	12%	90%	83%	87%
东兴证券	48%	46%	41%	15%	20%	32%	16%	15%	12%	79%	82%	85%
国海证券	39%	37%	35%	22%	27%	34%	20%	18%	17%	81%	83%	87%
山西证券	38%	35%	32%	11%	6%	14%	24%	22%	23%	73%	63%	69%
西部证券	37%	32%	43%	21%	20%	21%	28%	23%	25%	86%	75%	68%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

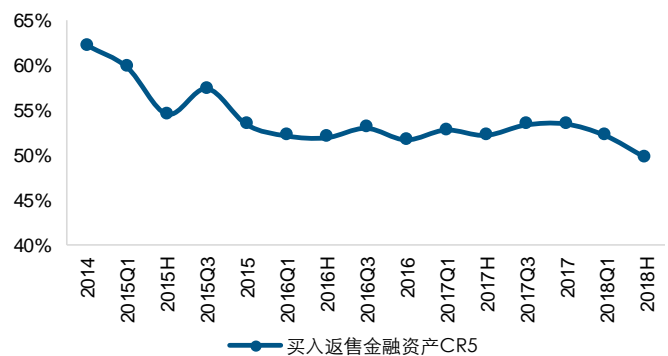
两融业务规模集中度变动幅度不大，股票质押业务和代理买卖证券款规模集中度亦无明显提高。从2016-2018H的数据来看，不难发现融出资金CR5中枢基本保持稳定，2016年末和2018H均为48.3%，买入返售金融资产CR5从51.7%微降至49.8%，代理买卖证券款CR5则从48.88%小幅增长至49.90%。

图 9：融出资金规模集中度保持平稳（单位：%）



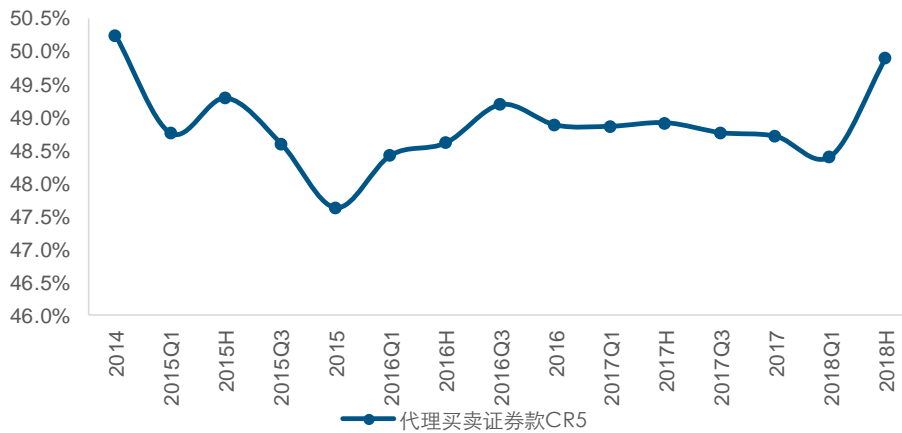
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 10：买入返售金融资产规模集中度略有下滑（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 11：代理买卖证券款规模集中度保持平稳（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

从利率水平来看，大小券商的差异并不显著。大券商在两融利率略高于中小券商，但在股票质押利息上并无明显优势，客户保证金利率方面，大小券商基本在 1.8%-2.5% 左右。

表 2：大券商在两融利率上具备一定优势（单位：%）

	融资融券利率			股票质押利率			客户保证金利率		
	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H
海通证券	9.58%	8.92%	8.75%	5.22%	5.09%	5.82%	1.54%	1.78%	1.88%
广发证券	7.13%	7.68%	8.19%	5.23%	5.56%	5.65%	1.63%	1.85%	1.91%
西部证券	6.86%	7.36%	8.09%	7.88%	6.08%	5.81%	1.83%	2.14%	2.09%
国海证券	6.87%	7.77%	8.04%	8.78%	6.29%	5.96%	1.70%	1.95%	1.93%
方正证券	6.77%	7.44%	7.89%	6.47%	6.08%	6.60%	2.00%	2.35%	2.56%
东兴证券	6.76%	7.60%	7.86%	5.98%	4.49%	6.38%	1.51%	1.98%	1.97%
国泰君安	9.23%	9.72%	7.79%	6.15%	5.51%	5.78%	1.77%	2.15%	2.41%
招商证券	6.79%	7.05%	7.74%	6.15%	5.23%	5.70%	1.47%	1.62%	1.80%
长江证券	6.85%	7.23%	7.73%	5.14%	5.98%	6.43%	1.88%	2.08%	1.81%
华泰证券	7.06%	7.33%	7.50%	4.55%	4.84%	6.39%	1.60%	1.78%	1.41%
国元证券	6.79%	7.53%	7.43%	8.00%	6.42%	6.34%	1.56%	1.66%	1.65%
中信证券	6.91%	7.03%	7.37%	5.89%	5.76%	5.72%	1.67%	1.79%	1.90%
山西证券	6.63%	7.51%	7.31%	8.18%	4.28%	5.98%	1.58%	2.00%	2.37%
光大证券	5.73%	5.90%	6.14%	5.07%	5.58%	5.65%	1.89%	2.23%	2.67%
兴业证券	6.96%	7.72%	3.40%	5.37%	6.20%	5.72%	1.86%	2.23%	2.31%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

龙头信用业务覆盖成本能力强

券商利息支出明细中主要包括应付短融和债券利息支出、客户资金利息支出、卖出回购利息支出、拆入资金利息支出、长短期借款利息支出等，合计占比达到 90%-100%，其中应付短融和债券利息支出、卖出回购利息支出是主要构成。我们从负债规模和成本率

两个角度来理解利息支出集中度的大幅下滑：1、从规模来看，2016-2018H 年期间大小券商均处于扩张周期，但中小券商的扩张幅度显著高于大型券商，从实际效果来看，大券商信用业务收入对于负债的覆盖能力更强，中小券商负债形成的投资类资产在震荡的市场环境下并未形成确定性收益；2、从成本率来看，大券商在平均综合成本率要略低于中小券商，且 2016-2018 上半年大券商成本率对利率上行的幅度要小于中小券商。

应付短融和债券利息支出、卖出回购利息支出是券商利息成本的主要构成。券商利息支出主要包括应付短融和债券利息支出、客户资金利息支出、卖出回购利息支出、拆入资金利息支出、长短期借款利息支出等，合计占比达到 80%-100%，其中各项分别占比约 30%-70%、2%-5%、13%-50%、0%-10%、0%-10%。

表 3：应付短融和债券利息支出、卖出回购利息支出是利息支出主要构成（单位：亿元，%）

	债券类支出		客户资金支出		卖出回购支出		拆入资金支出		长短期借款支出		合计	
公司名称	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H
海通证券	60	40	3	2	18	8	4	3	24	12	108	64
中信证券	41	32	3	2	29	16	8	5	4	3	85	57
广发证券	38	21	2	1	19	11	5	4	3	2	68	39
华泰证券	27	23	3	1	9	7	3	3	0	0	42	34
招商证券	34	24	2	1	9	5	1	1	1	1	47	31
光大证券	21	14	1	0	7	5	1	1	4	2	36	22
国泰君安	29	8	4	2	16	8	3	2	11	1	64	21
兴业证券	25	15	1	0	6	4	0	0	1	1	33	21
方正证券	18	9	1	1	9	4	0	1	0	0	29	15
长江证券	14	9	1	0	11	4	1	1	0	0	27	14
东兴证券	9	6	0	0	3	2	1	2	1	1	14	10
国海证券	7	4	0	0	8	5	1	1	0	0	17	9
国元证券	8	4	0	0	3	3	0	0	0	0	12	7
山西证券	3	2	0	0	6	3	2	1	0	0	11	6
西部证券	3	1	0	0	5	3	0	0	0	0	8	5
占比												
海通证券	52%	62%	2%	3%	16%	12%	3%	5%	21%	18%	94%	99%
中信证券	40%	53%	3%	3%	28%	27%	7%	8%	4%	4%	82%	95%
广发证券	51%	50%	3%	2%	25%	26%	7%	9%	4%	6%	90%	93%
华泰证券	48%	65%	5%	4%	15%	19%	5%	9%	0%	0%	73%	96%
招商证券	68%	73%	4%	3%	19%	15%	3%	3%	2%	2%	96%	96%
光大证券	55%	60%	3%	2%	19%	21%	4%	3%	11%	7%	92%	94%
兴业证券	44%	22%	6%	5%	24%	21%	5%	6%	16%	3%	95%	57%
长江证券	75%	70%	2%	2%	17%	21%	1%	2%	4%	5%	99%	99%
国海证券	63%	62%	4%	4%	32%	29%	1%	4%	0%	0%	100%	99%
方正证券	51%	58%	3%	3%	39%	24%	4%	7%	1%	1%	99%	94%
东兴证券	50%	48%	2%	1%	15%	17%	4%	12%	8%	6%	79%	85%
国泰君安	41%	43%	2%	2%	49%	48%	6%	8%	0%	0%	98%	100%
山西证券	69%	61%	4%	3%	25%	34%	0%	0%	2%	2%	99%	100%

国元证券	27%	37%	2%	2%	51%	39%	19%	20%	0%	0%	99%	98%
西部证券	29%	31%	5%	4%	52%	64%	0%	0%	0%	0%	87%	100%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

大券商主动负债规模增速显著低于中小券商。我们将利息支出明细中相对应的应付短期融资款、应付债券、卖出回购、拆入资金、短期借款、长期借款等负债之和作为经营负债规模。不难发现，2014-2018 上半年期间，大型券商的主动负债规模大约增长了 50%-200%，中小券商增长区间在 200%-500%，中小券商扩张速度显著高于大型券商。

表 4：大券商主动负债规模增速显著低于中小券商³（单位：亿元，%）

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018H	18H较14变动
海通证券	1,058	2,583	2,509	2,570	3,023	186%
中信证券	1,588	2,495	2,089	2,576	2,640	66%
广发证券	675	1,893	1,602	1,718	1,941	188%
国泰君安	510	1,736	1,391	1,499	1,703	234%
华泰证券	543	1,256	920	1,168	1,482	173%
招商证券	459	1,349	1,032	1,062	1,383	201%
光大证券	266	764	569	811	981	268%
兴业证券	228	512	458	745	878	286%
方正证券	186	582	634	604	621	235%
长江证券	141	468	403	549	543	285%
东兴证券	125	359	336	316	465	272%
国海证券	68	196	234	387	400	485%
国元证券	116	249	202	258	309	167%
山西证券	35	138	183	236	290	725%
西部证券	47	176	213	190	193	310%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

与此同时，中小券商经营杠杆的提升速度要显著大于大型券商。中小券商在 2014-2018 上半年的经营杠杆明显提升，太平洋、国海证券和山西证券分别提升了 98.09%、76.65% 和 74.07%，而国泰君安、华泰证券和广发证券等大券商经营杠杆分别下降 45.93%、25.70%和 8.82%。

表 5：2014-2018H 中小券商经营杠杆的提升幅度要大于大型券商（单位：倍，%）

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018H	18H较14变动
太平洋	1.63	3.87	3.05	3.58	3.22	98.09%
国海证券	2.29	2.76	4.03	3.98	4.05	76.65%
山西证券	2.11	2.57	2.99	3.15	3.67	74.07%
方正证券	2.21	3.07	3.43	3.33	3.52	59.55%

³ 每年的主动负债为一季报、中报、三季报和年报的均值

国金证券	1.57	2.06	1.81	1.67	2.03	29.10%
东北证券	2.63	4.76	3.83	3.09	3.36	27.79%
东吴证券	3.12	3.42	3.46	3.86	3.88	24.33%
国元证券	2.29	2.47	2.66	2.61	2.80	22.33%
光大证券	2.88	3.11	2.59	3.40	3.47	20.34%
兴业证券	3.53	4.27	3.32	3.87	4.11	16.55%
申万宏源	3.65	4.00	3.55	4.28	4.03	10.49%
华安证券	2.78	3.34	2.01	2.48	3.06	10.36%
海通证券	3.98	4.15	4.15	3.83	4.19	5.36%
西南证券	2.84	2.77	3.04	2.78	2.91	2.45%
第一创业	3.25	4.09	2.97	3.13	3.18	-2.12%
长江证券	3.27	3.84	3.11	3.42	3.17	-3.14%
国信证券	3.44	3.27	2.89	3.09	3.30	-3.90%
招商证券	3.27	4.20	2.93	2.96	3.08	-5.58%
浙商证券	3.65	4.16	4.07	3.16	3.42	-6.24%
中信证券	3.81	3.35	3.24	3.51	3.51	-7.80%
广发证券	4.26	3.88	3.49	3.44	3.88	-8.82%
东兴证券	4.27	4.21	3.30	3.56	3.86	-9.64%
中国银河	3.50	3.21	2.68	2.95	3.03	-13.36%
东方证券	4.67	4.71	4.37	3.84	3.77	-19.24%
华泰证券	4.89	4.01	3.66	3.60	3.63	-25.70%
西部证券	3.25	3.13	3.18	2.31	2.25	-30.68%
国泰君安	5.53	3.37	3.19	2.94	2.99	-45.93%
财通证券	4.45	3.46	2.59	2.28	2.39	-46.16%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

大券商信用收入对负债成本覆盖能力更强。由于券商报表中利息收入和利息支出并非完全对应信用业务，利息支出对应的主动负债实则同时包含信用业务和投资业务的成本，因此利息净收入一定程度能衡量券商信用业务收入对负债成本的覆盖能力。我们将两融余额和买入返售金融资产规模之和作为信用业务规模，并与主动负债规模进行比较，不难发现，大券商信用业务规模/主动负债大约在 50%-100%，而中小券商这一比例则在 30%-80%，这意味着每单位负债大券商通过信用业务确定性的覆盖资金成本的能力更强，差额部分或沉淀为闲置资金，或形成投资类资产，在股票和债券市场均缺乏确定性机会的背景下，这部分资产难以创造较好投资回报。

表 6：大券商信用业务规模/主动负债比例相对中小券商更高（单位：亿元，%）

	融出资金			买入返售金融资产			信用业务规模/主动负债		
	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H	2016	2017	2018H
国泰君安	689	740	622	632	926	745	95%	111%	80%
华泰证券	566	600	521	463	618	565	112%	104%	73%
国元证券	122	139	124	64	88	101	92%	88%	73%

长江证券	236	236	198	206	251	178	110%	89%	69%
招商证券	534	592	525	190	361	405	70%	90%	67%
光大证券	374	377	362	96	201	222	83%	71%	60%
中信证券	650	740	677	592	1,146	810	59%	73%	56%
海通证券	632	616	589	845	965	981	59%	62%	52%
兴业证券	155	181	186	209	332	266	80%	69%	52%
方正证券	231	237	217	122	132	97	56%	61%	51%
广发证券	590	618	553	220	337	385	51%	56%	48%
西部证券	54	54	45	59	54	33	53%	57%	40%
东兴证券	96	96	84	126	96	101	66%	61%	40%
国海证券	67	63	50	111	83	106	76%	38%	39%
山西证券	54	54	50	64	63	56	64%	50%	37%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

大券商平均资金成本率略低于中小券商。我们以主动负债规模和主要利息支出之和来简单测算券商负债的综合成本率，大券商的成本率明显低于中小券商，其中东兴证券、国元证券、兴业证券等中小券商 2018 上半年拟合成本率分别为 5.25%、5.05%、5.01%，而广发证券、国泰君安、中信证券等大券商拟合成本率分别为 4.13%、4.22%、4.25%。

表 7：大券商拟合成本率低于中小券商（单位：%、pct）

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018H	18H较16变动
东兴证券	5.75%	7.53%	4.50%	4.14%	5.25%	0.7
国元证券	4.76%	6.62%	4.24%	4.96%	5.05%	0.8
兴业证券	4.76%	7.04%	3.88%	5.31%	5.01%	1.1
招商证券	2.94%	7.22%	4.41%	4.35%	4.96%	0.5
华泰证券	2.50%	6.05%	3.03%	3.75%	4.90%	1.9
光大证券	4.36%	8.13%	3.96%	5.00%	4.90%	0.9
长江证券	4.27%	8.32%	4.26%	5.41%	4.89%	0.6
山西证券	5.04%	9.73%	4.11%	5.09%	4.78%	0.7
国海证券	2.77%	7.17%	4.00%	5.36%	4.72%	0.7
方正证券	4.56%	8.13%	5.29%	4.48%	4.65%	-0.6
西部证券	2.79%	6.51%	3.26%	3.53%	4.56%	1.3
海通证券	3.96%	7.04%	4.64%	4.14%	4.44%	-0.2
中信证券	3.92%	4.89%	2.82%	3.50%	4.25%	1.4
国泰君安	7.35%	7.27%	3.87%	4.12%	4.22%	0.4
广发证券	3.80%	6.58%	3.45%	3.95%	4.13%	0.7

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

成本管理能力差异是利润集中度提升原因之二

成本管理能力差异是导致利润集中度提升的原因之二。2012 年行业创新推进后，证券行业进入扩张之路，但是 2015 年以来随着行业景气度的下滑，前期跑马圈地扩张的后遗症开始逐步显现；2014-2017 年期间小券商人员数量增幅在 10%-100%，中小券商扩张速度远高于大型券商，以扩张较快的券商为观察样本，不难发现经纪业务线条人数 2017 年较 2014 年增长 35%-80%，但经纪业务收入自 2015 年以来持续下滑；行业收入和利润连续下滑的环境下中小券商的人均创利能力的下行幅度远大于大型券商。

中小券商的扩张并未转化为利润

推动行业利润集中度上行的另一重要原因在于中小券商过度扩张。2012 年以来随着行业进入创新周期，证券行业开启扩张进程，而 2014-2015 年市场的牛市效应进一步加速了行业的扩张节奏，券商公司员工数量随之大幅提升，上市券商 2018 上半年员工数量较 2014 年增长了 10%-100% 区间，其中部分中小券商扩张速度尤为明显。分券商来看，除申万宏源由于公司重组员工扩张速度较快外，第一创业、太平洋、方正证券等中小券商 2018 上半年员工总数较 2014 分别增加 163.90%、100.19%、89.89%，海通证券、华泰证券、广发证券、和中信证券分别增加 36.62%、36.54%、30.48%、19.46%，处于行业中等水平。

表 8：2012-2018H 上市券商人员数量变化情况（单位：人，%）

名称	2014	2015	2016	2017	2018H	18H相比14
第一创业	1,626	1,916	2,803	4,291	4,291	163.90%
申万宏源	5,281	14,807	13,831	14,129	13,887	162.96%
太平洋	1,032	1,394	1,714	2,032	2,066	100.19%
方正证券	4,500	8,363	7,777	8,527	8,545	89.89%
国泰君安	8,290	12,364	14,573	14,877	15,257	84.04%
招商证券	5,505	6,711	10,817	10,633	9,908	79.98%
兴业证券	3,608	4,484	5,635	5,705	5,848	62.08%
东方证券	2,962	3,698	4,171	4,710	4,710	59.01%
国金证券	2,265	3,003	3,240	3,282	3,282	44.90%
华安证券	1,880	2,515	2,719	2,700	2,700	43.62%
西部证券	2,163	2,420	2,770	3,013	3,013	39.30%
光大证券	6,472	7,164	7,932	9,089	8,978	38.72%
海通证券	7,464	9,024	9,800	10,084	10,197	36.62%
华泰证券	6,421	6,853	6,967	8,135	8,767	36.54%
东吴证券	2,099	2,336	2,663	2,864	2,864	36.45%
长江证券	4,936	6,091	5,918	6,544	6,637	34.46%
广发证券	9,276	11,126	11,544	12,019	12,103	30.48%
东兴证券	2,353	2,773	3,158	3,022	3,022	28.43%
国元证券	2,609	3,060	3,269	3,330	3,330	27.64%
国信证券	7,174	9,143	9,344	9,109	9,131	27.28%

中信证券	13,209	15,836	16,964	16,161	15,780	19.46%
中国银河	8,275	10,091	10,465	10,099	9,774	18.11%
华西证券	2,715	3,156	3,139	3,170	3,170	16.76%
西南证券	2,449	3,412	3,311	2,906	2,801	14.37%
东北证券	2,701	2,995	3,442	3,622	3,005	11.26%
山西证券	2,163	2,156	2,218	2,353	2,374	9.75%
浙商证券	2,632	3,027	3,175	3,308	2,684	1.98%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

在连续三年市场景气下行周期下，券商在人员和网点等方面的投入并未转化为利润。

2015 年下半年以来市场迅速完成风格切换，证券行业景气度随着指数下行而不断下滑，收入利润自 2015 年以来均呈现收缩态势，预计 2018 年行业盈利能力仍将持续下降；行业景气度的下降致使前期券商跑马圈地的扩张带来的费用率的高企，拖累行业的人均创收和创利能力，2018 上半年华泰证券人均利润较 2014 年增加 3.14%，华西证券和浙商证券由于在 2017 年完成上市盈利增强，其余均有不同幅度下滑，太平洋、东吴证券、第一创业等中小券商人均贡献利润下滑幅度超过 50%。整体来看，在这一轮扩张周期后，中小券商人均创利的下滑幅度远远大于大型券商。

表 9：2014-2018H 上市券商人均创利情况（单位：万元，%）⁴

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018H	18H相比14
华西证券	25.46	84.95	53.09	32.15	33.86	33.00%
浙商证券	28.50	60.60	39.08	32.15	29.89	4.86%
华泰证券	69.87	156.09	90.00	114.03	72.06	3.14%
广发证券	54.15	118.65	69.56	71.52	47.23	-12.77%
东兴证券	44.22	73.71	42.84	43.32	38.11	-13.83%
中信证券	85.83	125.03	61.10	70.75	70.53	-17.82%
国金证券	36.93	78.58	40.08	36.61	30.20	-18.23%
光大证券	31.96	106.74	37.99	33.19	21.58	-32.47%
国泰君安	81.52	126.98	67.53	66.42	52.55	-35.53%
中国银河	45.57	97.47	49.25	39.42	26.83	-41.13%
海通证券	103.30	175.52	82.07	85.47	59.45	-42.45%
西部证券	30.69	81.51	40.60	24.97	16.66	-45.72%
招商证券	69.95	162.55	49.95	54.42	36.47	-47.86%
华安证券	36.50	74.16	22.14	24.06	18.15	-50.28%
兴业证券	49.38	92.93	36.31	40.05	23.48	-52.45%
申万宏源	64.91	82.08	39.11	32.55	29.75	-54.17%
东北证券	39.25	87.81	38.20	18.41	16.54	-57.84%
西南证券	54.68	104.18	27.71	23.01	21.76	-60.21%
东方证券	79.06	198.09	55.48	75.45	30.39	-61.56%

⁴ 2018H 数据经过年化

国信证券	68.69	152.57	48.76	50.22	25.36	-63.09%
山西证券	27.11	66.74	21.09	17.38	9.29	-65.73%
国海证券	30.98	79.30	40.06	15.00	10.40	-66.43%
长江证券	34.55	57.35	37.29	23.61	11.39	-67.04%
国元证券	52.58	90.99	42.99	36.15	13.92	-73.53%
方正证券	39.91	48.60	33.04	17.04	4.82	-87.93%
第一创业	31.25	53.30	20.04	9.85	3.36	-89.23%
东吴证券	53.14	115.95	56.26	27.52	1.83	-96.55%
太平洋	52.65	81.28	38.96	5.72	-10.20	-119.38%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

经纪业务条线人员扩张最为迅猛

经纪业务员工和网点扩容是主要扩张方向。在人员扩张较快的这部分上市券商中，人数增长最多的是经纪业务部门，2017 年较 2014 年经纪业务员工增长数量占总员工增长数量的区间大致在 35%-80%左右。然而经纪业务收入除了在 2015 年牛市时期有较大的提升，2016 年至今收入规模不断下滑，经纪业务人员的扩张无法抵抗周期的向下。

表 10：人员扩张较快的上市券商中经纪业务条线人数增长最多（单位：人，%）

名称	2014	2015	2016	2017	经纪员工17相比14	总员工17相比14	占比
方正证券	2,870	6,708	5,673	6,247	3,377	4,027	83.9%
兴业证券	2,115	2,704	3,485	3,222	1,107	2,097	52.8%
光大证券	5,041	5,414	5,797	6,405	1,364	2,617	52.1%
国金证券	1,199	1,632	1,690	1,698	499	1,017	49.1%
招商证券	5,783	8,005	8,546	8,269	2,486	5,128	48.5%
太平洋	632	850	998	1,090	458	1,000	45.8%
东吴证券	1,171	1,250	1,416	1,457	286	765	37.4%
西部证券	1,311	1,389	1,528	1610	299	850	35.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：证券行业经纪业务收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

投资建议

在资金业务和费用率的推动下行业利润集中度进入上升通道；展望未来，监管引导之下券商业务自上而下集中态势仍将延续，股票质押、场外期权新规均推动业务回归龙头；另一方面，随着券商着手以客户需求为导向逐步建立综合服务体系，资金业务和牌照业务的边界逐步弱化，龙头券商将通过资金业务的优势逐步向牌照业务渗透，推动行业马太效应进一步加剧。竞争格局的优化将赋予龙头券商更强的业绩韧性，使其相较行业具备估值溢价，个股推荐中信证券。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。