

# 深耕区域，差异化发展的地方型券商

## ——地方型上市券商专题报告（一）

专题研究小组成员：张继袖

2019年04月01日

### 专题研究小组

张继袖

SAC No: S1150514040002

zhjxnk@126.com

洪程程

010-68104609

hong.chengcheng@outlook.com

SAC No: S1150518040001

### 子行业评级

证券 看好

### 重点品种推荐

中信证券 增持

### 投资要点：

- 截至 2018 年末，直接上市券商中以地方国资委为实际控制人的上市券商有 17 家。而此篇报告中涉及其中 14 家，分别为：东北证券、国元证券、国海证券、山西证券、西部证券、西南证券、兴业证券、东吴证券、华安证券、中原证券、财通证券、天风证券、华西证券、南京证券。由于营收数据体量大，此篇报告中不涉及中信建投、国信证券以及华泰证券。
- 各区域经营环境梳理：
  - 上海、北京两地 A 股成交额市占率全国最高，且 2018 年市占率分别上涨 0.62、0.46 个百分点，市占率增幅也位居全国前列。
  - 以各省市存款余额衡量各地区财富水平，2018 年末存款余额排名前三的地区分别为广东、北京、江苏；而增幅较 2017 年末最大的三个区域是安徽、河北、北京。
  - 广东、浙江、江苏三地证券公司营业部数量 2017 年末位居全国前三，2017 年全年新增营业部数量这三个区域也为全国前三。
  - 结合 IPO 承销市占率、并购重组业务来看，在区域内投行业务具备较强话语权的上市券商为安徽省的国元证券、福建省的兴业证券以及河南省的中原证券。

### 投资策略：

对于券商板块我们的投资逻辑主线之一是，投行业务线强的券商（包括研究能力、销售能力）将在接下来的行业竞争中具备一席之地，而除了市场对头部券商投行全产业链较为一致的看好的预期下，我们认为部分地方型上市券商由于在区域内深耕发展，在其所在地区具备一定的投行业务竞争优势，且背靠当地国资委，也将受益于地方经济发展及资本市场改革。结合各省市 2018 年 GDP 增速和对 2019 年 GDP 增速的预期，再结合各地资本市场数据，我们认为安徽省的国元证券、福建省的兴业证券以及河南省的中原证券在区域内投行业务的基本面较好，在其所在区域内具备一定影响力。伴随安徽、河南、福建三地 GDP 增长预期，其市场经营环境也向好。

在经济发达的地区，包括江浙沪地区、京津冀地区、广深地区，大券商的优势是非常显著的。我们认为能够保持区域优势的地方型券商是以二三线城市为根基的券商，因为深耕当地，所以优势根基深，竞争优势强。

在资本市场改革逐步深化、制度改革落地速度逐步加快的当下，我们依旧认为头部券商会从资本改革中收益最多，各项业务市场集中度会依旧逐步集中到头部券商手里，我们依旧推荐中信证券（600030.SH）。与此同时，如果从深耕区域性这条逻辑来看，可以关注投行业务在其区域内具有一定影响力的上市券商。

**风险提示：**资本市场改革不及预期，市场下行导致券商营收下降。

## 目 录

1.地方型券商十大股东及经营数据梳理.....	4
1.1 地方型国资委为实际控制人的直接上市券商股东详情.....	4
1.2 区域性直接上市券商经营数据.....	6
2. 地方型上市券商经纪、投行业务条线梳理及其区域优势.....	8
2.1 经纪业务.....	8
2.2 投行业务.....	11
3. 投资要点.....	15
4. 风险提示.....	16

## 表 目 录

表 1: 地方型国资背景的直接上市券商其十大股东 (根据万得数据整理) .....	4
表 2: 地方型上市券商营收 (亿元) 及其同比 .....	6
表 3: 地方型上市券商各主营业务收入 2018Q3 较 2017Q3 同比数据 .....	7
表 4: 地方型上市券商 2018Q3 各主营业务对总营收的贡献率 .....	7
表 5: 全国各省 2018 年全年股票交易额 (亿元)、交易额市占率、交易额同比、2018 年成交额市占率变化、2017 年成交额市占率变化 .....	8
表 6: 截至 2018 年末各省市地区各项存款余额 (亿元) .....	9
表 7: 截至 2017 年全国各省证券公司营业部数量及同比 .....	11
表 8: 2018 年各地区 GDP 增速、2019 年 GDP 增速目标 .....	12
表 9: 各省市地区 2017-2018 年股权融资规模同比 .....	13
表 10: 地方型直接上市券商 IPO 承销家数、其 IPO 承销企业中是其地方企业的数量 .....	13
表 11: 地方型上市券商并购重组企业家数及占该地区并购重组总数的比例 .....	14
表 12: 地方型上市券商 IPO 排队数量及在其区域内排队 IPO 企业数量占比 .....	14
表 13: 兴业证券、国元证券、中原证券 2017 年在其省内营收, 及五家头部券商 2017 年在其区域内的营收 (单位: 万元) .....	15

## 1. 地方型券商十大股东及经营数据梳理

### 1.1 地方型国资委为实际控制人的直接上市券商股东详情

截至2018年末,直接上市券商中以地方国资委为实际控制人的上市券商有17家。但在此篇研究报告中,我们以2017年年报的营收数据为基础,营收进入行业前十名的以地方国资委为实控人的上市券商不纳入此篇报告的范围,因此排除中信建投、国信证券以及华泰证券。此篇报告中涉及的14家直接上市的以地方国资委为实控人的区域性券商分别为:东北证券、国元证券、国海证券、山西证券、西部证券、西南证券、兴业证券、东吴证券、华安证券、中原证券、财通证券、天风证券、华西证券、南京证券。

表1: 地方型国资背景的直接上市券商其十大股东(根据万得数据整理)

上市券商	前十大股东	所在地域	备注
东北证券	吉林亚泰(集团)股份有限公司;吉林省信托有限责任公司;中国证券金融股份有限公司;中央汇金资产管理有限责任公司;吉林省爱都商贸有限公司;吉林省正茂物流仓储经营有限公司;长春市正茂家佳物流有限公司;吉林省申广商贸有限公司;华信信托股份有限公司;吉林省投资集团有限公司	吉林省	吉林亚泰集团实际控制人为长春市国资委。
国元证券	安徽国元金融控股集团有限责任公司;安徽国元信托有限责任公司;建安投资控股集团有限公司;安徽省粮油食品进出口(集团)公司;安徽省皖能股份有限公司;中国证券金融股份有限公司;安徽全柴集团有限公司;安徽皖维新材料股份有限公司;广东省高速公路发展股份有限公司;安徽国海投资发展有限公司	安徽省	实际控制人为安徽省国资委。
国海证券	广西投资集团有限公司;广西荣桂物流集团有限公司;广西桂东电力股份有限公司;株洲市国有资产投资控股集团有限公司;广西梧州中恒集团股份有限公司;中国证券金融股份有限公司;广西投资集团金融控股有限公司;中央汇金资产管理有限责任公司;广西贺州市广元资产运营有限公司;中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	广西省	广西投资集团实控人为广西壮族自治区国资委。
山西证券	山西金融投资控股集团有限公司;太原钢铁(集团)有限公司;山西国际电力集团有限公司;北京中吉金投资资产管理有限公司-中吉金投-稳赢2号投资基金;中央汇金资产管理有限责任公司;河南省安融房地产开发有限公司;郑州市热力总公司;山西省科技基金发展有限公司;西藏鹏华投资管理有限公司;山西杏花村汾酒集团有限责任公司	山西省	山西省财政厅为实际控制人。
西部证券	陕西省电力建设投资开发公司;上海城投控股股份有限公司;西部信托有限公司;北京远大华创投资有限公司;中央汇金资产管理有限责任公司;陕西投资集团有限公司;北京紫光通信科技集团有限公司;	陕西省	陕西省国资委为实际控制人。

	紫光集团有限公司; 中铁宝桥集团有限公司; 中国电信集团陕西省电信公司		
国信证券	深圳市投资控股有限公司; 华润深国投信托有限公司; 云南合和(集团)股份有限公司; 中国第一汽车集团有限公司; 北京城建投资发展股份有限公司; 中国证券金融股份有限公司; 全国社会保障基金理事会转持二户; 中央汇金资产管理有限责任公司; 中欧基金-农业银行-中欧中证金融资产管理计划; 银华基金-农业银行-银华中证金融资产管理计划	深圳市	深圳市国资委为实际控制人。
西南证券	重庆渝富资产经营管理集团有限公司; 重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司; 中国建银投资有限责任公司; 重庆市城市建设投资(集团)有限公司; 重庆高速公路集团有限公司; 中国证券金融股份有限公司; 招商财富-招商银行-渝富 4 号专项资产管理计划; 重庆市水务资产经营有限公司; 重庆国际信托股份有限公司; 中央汇金资产管理有限责任公司	重庆市	重庆国资委为实际控制人。
兴业证券	福建省财政厅; 福建省投资开发集团有限责任公司; 上海申新(集团)有限公司; 中国证券金融股份有限公司; 华域汽车系统股份有限公司; 厦门经济特区房地产开发集团有限公司; 上海市糖业烟酒(集团)有限公司; 福建省融资担保有限责任公司; 厦门象屿集团有限公司; 中央汇金资产管理有限责任公司	福建省	福建省财政厅为实际控制人。
东吴证券	苏州国际发展集团有限公司	苏州市	苏州市国资委为实际控制人。
华泰证券	香港中央结算(代理人)有限公司; 江苏省国信集团有限公司; 江苏交通控股有限公司; 江苏高科技投资集团有限公司; 阿里巴巴(中国)网络技术有限公司; 苏宁易购集团股份有限公司; 安信证券-招商银行-安信证券定增宝 1 号集合资产管理计划; 中国证券金融股份有限公司; 中国国有企业结构调整基金股份有限公司; 江苏省苏豪控股集团有限公司	江苏省	江苏省国资委为实际控制人。
华安证券	安徽省国有资产运营有限公司; 安徽出版集团有限责任公司; 东方国际创业股份有限公司; 安徽省皖能股份有限公司	安徽省	安徽省国资委为实际控制人。
中原证券	香港中央结算(代理人)有限公司; 河南投资集团有限公司; 渤海产业投资基金管理有限公司-渤海产业投资基金一期; 安阳钢铁集团有限责任公司; 中国平煤神马能源化工集团有限责任公司; 全国社会保障基金理事会转持一户; 安阳经济开发集团有限公司; 江苏省苏豪控股集团有限公司; 广州立白投资有限公司; 河南神火集团有限公司	河南省	河南省发改委为实际控制人。
财通证券	浙江省金融控股有限公司; 浙江天堂硅谷银嘉创业投资合伙企业(有限合伙); 杭州万丰锦源京新股权投资合伙企业(有限合伙); 杭州邮政科技实业有限公司; 浙江中大集团投资有限公司; 台州市金融投资有限责任公司; 维科控股集团股份有限公司; 杭州恒鑫股权投资合伙企业(有限合伙); 浙江华联集团有限公司; 苏泊尔集团有限公司	浙江省	浙江省财政厅为实际控制人。
中信建投	北京国有资本经营管理中心; 中央汇金投资有限责任公司; 香港中央结算(代理人)有限公司; 中信证券股份有限公司; 镜湖控股有限公司; 西藏腾云投资管理有限公司; 上海商言投资中心(有限合伙); 中	北京市	北京市国有资本经营管理中心为第

	国国有企业结构调整基金股份有限公司;世纪金源投资集团有限公司;领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金(交易所)		一大股东 (35.11%)。
南京证券	南京紫金投资集团有限责任公司;南京新工投资集团有限责任公司;江苏凤凰置业有限公司;南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司;南京紫金资产管理有限公司;江苏云杉资本管理有限公司;南京农垦产业(集团)有限公司;南京长江发展股份有限公司;南京市国有资产经营有限责任公司;南京国资新城投资置业有限责任公司	南京市	南京市国有资产投资管理控股集团为第一大股东(27.14%)。
天风证券	武汉国有资产经营有限公司;人福医药集团股份公司;湖北省联合发展投资集团有限公司;陕西大德投资集团有限责任公司;宁波信达天赢投资合伙企业(有限合伙);中航信托股份有限公司;苏州建丰投资中心(有限合伙);武汉高科国有控股集团有限公司;武汉当代科技产业集团股份有限公司;武汉恒健通科技有限责任公司	武汉市	武汉市国有资产经营有限公司为第一大股东(12.29%)。
华西证券	泸州老窖集团有限责任公司;华能资本服务有限公司;泸州老窖股份有限公司;都江堰蜀电投资有限责任公司;四川剑南春(集团)有限责任公司;中铁信托有限责任公司;重庆市涪陵投资集团有限责任公司;四川省宜宾五粮液集团有限公司;中国民生银行股份有限公司成都分行;浙江北辰投资发展有限公司	泸州市	泸州市国资委为其实际控制人。

资料来源: WIND, 渤海证券

## 1.2 区域性直接上市券商经营数据

从 2018 三季报的数据来看, 营收同比上涨的是山西证券、东北证券, 分别同比上涨 27.94%、16.22%。

表 2: 地方型上市券商营收(亿元)及其同比

上市券商	营业收入(亿元)		营收同比		
	2017A	2018H1↓	2018Q3	2018H1	2017A
兴业证券	88.19	33.09	-26.24%	-18.42%	16.20%
山西证券	43.93	29.80	27.94%	41.99%	87.28%
东北证券	49.26	20.57	16.22%	-2.73%	9.92%
财通证券	40.12	18.14	-24.86%	-16.13%	-5.73%
东吴证券	41.44	15.36	-21.33%	-24.96%	-10.79%
西南证券	30.61	14.16	-17.91%	3.65%	-15.72%
华西证券	26.70	13.61	-0.19%	0.58%	-1.51%
天风证券	29.86	13.49	-7.98%	-9.68%	-3.61%
西部证券	31.72	11.43	-27.48%	-19.78%	-6.94%
国元证券	35.11	11.10	-34.92%	-29.39%	4.00%
国海证券	26.59	9.87	-32.96%	-31.37%	-30.72%
中原证券	21.48	8.65	-19.18%	2.73%	5.96%
华安证券	19.18	8.10	-20.38%	-19.45%	10.57%

南京证券	13.85	6.37	-9.83%	-6.30%	-7.67%
------	-------	------	--------	--------	--------

资料来源: WIND, 渤海证券

就地方型上市券商各主营业务营收同比数据来看:

- 1) 代理买卖证券业务收入都有不同程度下滑, 同比下滑幅度在一位数以内的有两家: 兴业证券、天风证券, 分别同比减少 1.83%、2.71%;
- 2) 证券承销业务收入同比正增长的是南京证券, 较 2017Q3 同比上涨 75.12%;
- 3) 受托资管业务净收入同比正增长的有 4 家, 分别为华西证券、华安证券、中原证券、山西证券, 分别同比上涨 234.81%、53.97%、50.57%、31.08%;
- 4) 投资净收益同比正增长的有 4 家, 分别是华西证券、西部证券、华安证券、以及山西证券, 分别同比上涨 46.34%、16.31%、16.27%、6.21%;
- 5) 利息净投入同比正增长的只有华西证券, 较上一年同期上涨 6.92%。

表 3: 地方型上市券商各主营业务收入 2018Q3 较 2017Q3 同比数据

上市券商	代理买卖证券业务收入同比	证券承销业务净收入同比	受托资管业务净收入同比	利息净收入同比	投资收益同比	其他业务同比	归母净利润同比
华西证券	-27.28%	-63.75%	234.81%	6.92%	46.34%	139.62%	-5.27%
兴业证券	-1.83%	-46.93%	-29.31%	--	-47.33%	689.56%	-63.34%
财通证券	-21.05%	-13.34%	-9.43%	-28.61%	-33.99%	-71.09%	-44.38%
华安证券	-24.49%	-49.94%	53.97%	-59.86%	16.27%	834.78%	-40.68%
西部证券	-21.99%	-57.90%	-30.09%	--	16.31%	11.63%	-51.55%
国元证券	-26.02%	-43.94%	-32.22%	-31.22%	-44.81%	46.27%	-63.15%
西南证券	-21.25%	-13.05%	-11.99%	--	-19.14%	-26.53%	-49.71%
东北证券	-8.93%	-34.12%	-25.18%	--	-20.95%	69.25%	-57.73%
天风证券	-2.71%	-33.87%	-6.87%	--	-10.44%	3457.98%	-6.90%
南京证券	-24.79%	75.12%	-7.91%	-15.25%	-7.43%	-6.37%	-29.14%
东吴证券	-18.73%	-43.17%	-10.03%	--	-32.25%	63.97%	-76.22%
中原证券	-28.50%	-28.45%	50.57%	-31.37%	-10.61%	-17.06%	-61.82%
国海证券	-21.26%	-61.59%	-11.83%	--	-19.90%	37.02%	-77.18%
山西证券	-22.97%	-62.30%	31.08%	--	6.21%	79.65%	-69.40%

资料来源: WIND, 渤海证券

表 4: 地方型上市券商 2018Q3 各主营业务对总营收的贡献率

上市券商	代理买卖证券业务收入	证券承销业务净收入	受托资管业务净收入	利息净收入	投资收益	其他业务
华西证券	30.16%	4.24%	5.06%	18.87%	40.60%	1.08%
兴业证券	35.98%	17.06%	7.16%	-7.23%	42.85%	4.19%
财通证券	25.50%	6.16%	19.62%	6.68%	41.72%	0.31%

华安证券	38.80%	2.73%	6.22%	14.85%	34.06%	3.34%
西部证券	27.71%	10.00%	3.07%	-0.62%	59.78%	0.06%
国元证券	27.97%	11.78%	2.76%	27.86%	27.29%	2.34%
西南证券	25.18%	21.70%	4.65%	-8.31%	55.95%	0.83%
东北证券	13.78%	3.66%	2.82%	0.41%	20.63%	58.69%
天风证券	22.16%	15.55%	28.02%	-14.45%	32.75%	15.98%
南京证券	31.60%	10.30%	5.03%	33.00%	19.58%	0.49%
东吴证券	26.81%	15.00%	5.44%	-20.36%	35.68%	37.43%
中原证券	26.87%	3.91%	6.73%	20.38%	24.30%	17.81%
国海证券	31.93%	11.00%	8.15%	-31.90%	65.53%	15.30%
山西证券	6.77%	3.59%	2.49%	-1.93%	19.03%	70.05%

资料来源: WIND, 渤海证券

## 2. 地方型上市券商经纪、投行业务条线梳理及其区域优势

### 2.1 经纪业务

#### 各地区股票成交额及市占率变化

上海、北京两地 A 股成交额市占率高, 且 2018 年其市占率上涨幅度大。从 A 股市场成交额来看, 2018 年全国股票成交额市占率前三的地区分别为上海、广东、北京, 市占率分别为 24.21%、18.08%、13.64%, 三地成交额市占率之和(55.93%) 已经超过全国成交额的一半。从交易额市占率的变动来看, 2018 年市占率上涨幅度最高的三个地区分别为江苏、北京、上海, 其市占率分别上涨 1.12、0.62、0.46 个百分点。

表 5: 全国各省 2018 年全年股票交易额 (亿元)、交易额市占率、交易额同比、2018 年成交额市占率变化、2017 年成交额市占率变化

地区	交易额 (亿元)	交易额市占率 (%)	交易额同比	交易额市占率变动	
				2018 年↓	2017 年
江苏	482368.03	7.22	2.91%	1.12%	0.02%
北京	911465.80	13.64	-8.88%	0.62%	1.55%
上海	1617933.64	24.21	-11.38%	0.46%	-0.07%
湖北	174977.74	2.62	4.09%	0.43%	0.14%
深圳	163501.29	2.45	-0.08%	0.32%	-0.32%
江西	105682.87	1.58	7.34%	0.30%	-1.47%

境外	20166.29	0.30	110.35%	0.18%	0.12%
西藏	37638.71	0.56	18.90%	0.15%	0.17%
山西	46159.83	0.69	9.47%	0.14%	0.08%
山东	170786.38	2.56	-7.96%	0.14%	0.09%
陕西	68256.64	1.02	-1.62%	0.12%	0.09%
广州	65544.25	0.98	-4.02%	0.09%	-0.23%
广西	43940.39	0.66	0.60%	0.09%	-0.05%
黑龙江	79762.86	1.19	-6.60%	0.08%	0.19%
安徽	70796.50	1.06	-6.06%	0.08%	0.04%
河北	54800.87	0.82	-7.66%	0.05%	0.04%
天津	51574.32	0.77	-10.05%	0.03%	-0.05%
贵州	19048.92	0.29	-4.92%	0.02%	0.04%
云南	35801.83	0.54	-9.82%	0.02%	-0.22%
宁夏	6253.89	0.09	7.52%	0.02%	0.01%
浙江	375494.06	5.62	-12.92%	0.01%	-0.07%
内蒙古	35615.09	0.53	-13.57%	0.00%	0.06%
海南	13362.36	0.20	-16.68%	-0.01%	0.01%
青海	3982.66	0.06	-29.83%	-0.01%	0.01%
甘肃	10253.53	0.15	-26.02%	-0.03%	-0.01%
重庆	51412.16	0.77	-16.45%	-0.03%	0.06%
吉林	34179.29	0.51	-18.57%	-0.04%	0.02%
湖南	97205.19	1.45	-15.34%	-0.04%	0.00%
新疆	14678.33	0.22	-26.71%	-0.04%	0.02%
河南	62958.03	0.94	-18.42%	-0.06%	0.00%
福建	234563.80	3.51	-17.02%	-0.17%	-0.40%
辽宁	89110.46	1.33	-28.69%	-0.29%	0.16%
四川	225922.98	3.38	-23.83%	-0.48%	1.00%
广东	1208644.17	18.08	-26.36%	-3.27%	-1.00%

资料来源：WIND，渤海证券

### 各地区财富水平

券商财富管理业务受居民财富水平影响，我们以各省市存款余额为基础来简单衡量各省市地区的居民财富水平。截至 2018 年年末，存款余额排名前三的省市地区分别为广东省、北京市、江苏省。2018 年末存款余额较 2017 年末增幅最大的三个区域是安徽、河北、北京，因此我们认为这三个区域由于财富水平的上涨将带动财富管理需求的上涨。此外就相关性来看，证券公司营业部的数量和其所在地区各项存款余额是正相关的关系。

表 6: 截至 2018 年末各省市地区各项存款余额 (亿元)

省市区域	2018 年末各项存款余额	较 2017 年末同比增减幅
广东	208,051.16	6.95%

北京	157,092.23	9.03%
江苏	144,227.38	7.01%
上海	121,112.33	7.66%
浙江	116,512.74	8.57%
山东	96,412.70	5.93%
四川	77,391.02	5.90%
河北	66,245.21	9.58%
河南	64,983.00	8.24%
辽宁	57,611.30	6.20%
湖北	56,076.44	7.11%
安徽	51,199.15	10.95%
湖南	48,994.56	4.85%
福建	45,812.94	3.92%
陕西	40,927.56	7.27%
重庆	36,887.34	5.84%
山西	35,339.99	7.60%
江西	35,290.69	8.47%
天津	30,983.17	0.14%
云南	30,740.84	1.92%
广西	29,789.78	6.77%
贵州	26,542.45	1.33%
黑龙江	25,486.60	7.10%
新疆	22,378.08	2.87%
吉林	22,056.27	1.66%
甘肃	18,678.46	5.07%
海南	9,610.47	-4.81%
宁夏	6,046.14	3.05%
青海	5,770.89	-1.24%
西藏	4,934.62	-0.49%

资料来源：WIND，渤海证券

### 各省市营业部数量

广东、浙江、江苏证券公司营业部数量位居全国前三、2017 年新增营业部数量也为全国前三。截至 2017 年末证券公司营业部数量最多的省市分别为广东、浙江、江苏，营业部数量分别为 1446、973、919 家。而较 2016 年证券营业部数量增加最多的省市前三名也是这三个区域，广东、浙江、江苏地区分别新增营业部数量 194 家、174 家、129 家。结合前面经纪成交额地区市占率的数据及增幅数据，我们可以看出，广东地区成交额市占率没有大幅上涨，而营业部数量、存款余额水平增幅都处在行业第一，因此我们可以认为该地区的机构业务客户、企业客户对于投行业务、资管业务的需求要高于股票成交业务的需求。

此外 2014 年-2017 年全年证券公司营业部数量增速平均值分别为 24.27%/16.33%/14.25%/16.63%，而连续四年营业部增速都高于平均值的地区有四个，西藏、浙江、贵州和河南。

表 7：截至 2017 年全国各省证券公司营业部数量及同比

省市区域	2017 年证券公司营业部数量	较 2016 年新增营业部数量↓
广东	1446	194
浙江	973	174
江苏	919	129
北京	553	97
山东	602	85
上海	783	74
湖北	403	70
四川	443	63
河南	378	62
陕西	273	49
安徽	308	45
湖南	393	42
河北	272	38
辽宁	383	35
江西	325	31
重庆	222	27
山西	199	26
新疆	111	22
贵州	118	20
吉林	157	17
广西	199	17
天津	175	15
黑龙江	181	13
内蒙古	116	11
海南	72	10
甘肃	106	9
西藏	26	9
宁夏	52	8
青海	29	4

资料来源：WIND，渤海证券

## 2.2 投行业务

投行业务主要是 IPO、再融资以及并购重组业务，主要服务于实体经济。因此在  
 请务必阅读正文之后的免责声明

区域内投行业务的表现与区域内的经济表现呈现一定相关性。截至 2018 年末，GDP 增速位居全国前十的地区分别为西藏、贵州、云南、江西、福建、山西、安徽、四川、湖南、湖北；与此同时股权融资规模增速全国前十的地区分别为广西、贵州、山西、辽宁、海南、安徽、四川、江苏、广东、西藏。GDP 增速和股权融资增速都进入前十的区域有五个，分别是西藏、贵州、山西、安徽和四川。因此我们认为未来这五个地区的经济体对融资需求的规模也将保持上涨态势，在这五处地区存在地域优势的券商大概率能够借经济发展之路发展自己的投行等相关产业链业务。(其中涉及到的地方型直接上市券商包括:山西证券(山西)、国元证券(安徽)、华安证券(安徽)、华西证券(泸州)。

**表 8: 2018 年各地区 GDP 增速、2019 年 GDP 增速目标**

省、自治区,直辖市	2018 年 GDP 增速	2019 年 GDP 增速目标
西藏	10%左右	10%左右
贵州	9.10%	9%左右
云南	8.90%	8.5%左右
江西	8.70%	8%-8.5%
福建	8.30%	8%-8.5%
陕西	8.30%	7.5%-8%
安徽	8.02%	7.5%-8%
四川	8.00%	7.5%左右
湖南	7.80%	7.5%-8%
湖北	7.8%左右	7.5%-8%
河南	7.60%	7%-7.5%
青海	7.20%	6.5%-7%
浙江	7.10%	6.5%左右
宁夏	7.00%	6.5%-7%
广东	6.80%	6%-6.5%
广西	6.80%	7%左右
江苏	6.70%	6.5%以上
山西	6.70%	6.3%左右
河北	6.60%	6.5%左右
上海	6.60%	6%-6.5%
北京	6.6%左右	6%-6.5%
山东	6.40%	——
甘肃	6.30%	6%左右
重庆	6.00%	6%
新疆	6%左右	5.5%左右
海南	5.80%	7%-7.5%
辽宁	5.6%左右	与全国保持同步
内蒙古	5.30%	6%左右
黑龙江	5%左右	5%以上

吉林	4.50%	5%-6%
天津	3.6%左右	4.5%左右

资料来源：网上信息整理，证券时报，渤海证券

表 9：各省市地区 2017-2018 年股权融资规模同比

省(直辖市)	2017 同比	2018 同比↓	省(直辖市)	2017 同比	2018 同比↓
广西	-90.29%	532.05%	浙江	-12.33%	-50.00%
贵州	-88.58%	337.83%	上海	-33.10%	-51.03%
山西	-77.69%	100.92%	山东	-20.09%	-52.68%
辽宁	-58.61%	33.58%	吉林	-42.08%	-56.27%
海南	-91.56%	19.76%	河北	-41.84%	-57.98%
安徽	-32.42%	6.77%	河南	-16.40%	-60.30%
四川	-32.21%	1.42%	湖北	7.63%	-66.65%
江苏	-18.99%	-1.22%	湖南	175.08%	-67.41%
广东	-36.66%	-9.39%	福建	-14.98%	-67.72%
西藏	149.14%	-12.46%	天津	107.24%	-73.15%
新疆	-81.71%	-19.62%	陕西	-7.90%	-81.67%
北京	3.91%	-21.33%	甘肃	232.81%	-87.79%
江西	-67.78%	-37.34%	黑龙江	-84.84%	-88.24%
内蒙古	-77.36%	-38.69%	重庆	-62.90%	-88.39%
云南	1.87%	-49.54%	宁夏	-97.62%	N/A

资料来源：WIND，渤海证券

结合 IPO 的市占率来看，在区域内，投行具备较强话语权市占率的上市券商为河南省的中原证券、安徽省的国元证券以及福建省的兴业证券。根据 2014 年至今的 IPO 企业及其信息来看，除中德证券以外（因为山西省在这期间只有 2 家企业 IPO，其中一家承销商为中德证券，因此市占率为 50%，在此我们不将中德证券纳入比较范围），地方型上市券商在其区域内 IPO 的市占率最高的三家分别是国元证券、中原证券和兴业证券，其 IPO 数量在其区域内的市占率分别为 42.86%、30.77%、19.57%。

表 10：地方型直接上市券商 IPO 承销家数、其 IPO 承销企业中是其地方企业的数量

地方型上市券商	2014 年至今该券商承销 IPO 企业数量	该券商所在区域	2014 年至今所在区域 IPO 企业数量	该券商为其区域内企业 IPO 的数量	该券商在其区域内 IPO 的市占率
华创证券	3	贵州省	9	0	N/A
中德证券	19	山西省	2	1	50.00%
国元证券	18	安徽省	28	12	42.86%
华安证券	2	安徽省	28	0	N/A
华西证券	9	四川省	36	2	5.56%
中原证券	4	河南省	13	4	30.77%
兴业证券	27	福建省	46	9	19.57%

请务必阅读正文之后的免责声明

国海证券	13	广西壮族自治区	7	1	14.29%
东吴证券	20	江苏省	174	13	7.47%
财通证券	2	浙江省	185	2	1.08%

资料来源: WIND, 渤海证券 注: 中德证券为山西证券旗下投行子公司

再从并购重组业务来看, 根据 2014 年至今的数据显示, 地方型直接上市券商中并购重组数量最多的三家分别是西南证券、兴业证券和国元证券。就其在区域内的并购重组市占率来看, 最高的三家是国元证券、西南证券、兴业证券, 分别占比 39.39%、31.25%、19.44%。

表 11: 地方型上市券商并购重组企业家数及占该地区并购重组总数的比例

地方型上市券商	2014 年至今该券商并购重组数量	该券商所在区域	2014 年至今所在区域并购重组数量	该券商在其区域内并购重组数量	该券商在其区域内并购重组的市占率
西南证券	53	重庆	16	5	31.25%
东吴证券	8	江苏省	120	3	2.50%
财通证券	6	浙江省	108	1	0.93%
南京证券	6	江苏省	120	1	0.83%
天风证券	15	湖北省	32	5	15.63%
中原证券	4	河南省	25	4	16.00%
兴业证券	24	福建省	36	7	19.44%
国元证券	18	安徽省	33	13	39.39%

资料来源: WIND, 渤海证券

就 IPO 排队数量来看, 区域性上市券商在其所在区域内排队 IPO 企业数量最多的两家是国元证券、东吴证券, 都有 5 家在其区域内 IPO 排队企业, 就占比来看, 国元证券、东吴证券 IPO 排队数量占其所在区域 IPO 排队数量的比例分别为 38.46%、14.71%。

表 12: 地方型上市券商 IPO 排队数量及在其区域内排队 IPO 企业数量占比

地方型上市券商	所在区域	所在区域内 IPO 排队数量	券商在其区域内 IPO 排队数量
中德证券	山西	1	0
国元证券	安徽	13	5
华安证券	安徽	13	0
华西证券	四川省	8	1
中原证券	河南	3	0
兴业证券	福建	4	2
国海证券	广西	1	0
东吴证券	江苏	34	5
财通证券	浙江	26	0

资料来源: WIND, 渤海证券注: 此处 IPO 排队数量包括: 已受理+已反馈+已预披露

### 3. 投资要点

对于券商板块我们的投资逻辑主线之一是，投行业务线强的券商（包括研究能力、销售能力）将在接下来的行业竞争中具备一席之地，而除了市场对头部券商投行全产业链较为一致的看好的预期下，我们认为部分地方型上市券商由于在区域内深耕发展，在其所在地区具备一定的投行业务竞争优势，且背靠当地国资委，也将受益于地方经济发展及资本市场改革。结合各省市 2018 年 GDP 增速和对 2019 年 GDP 增速的预期，再结合各地资本市场数据，我们认为安徽省的国元证券、福建省的兴业证券以及河南省的中原证券在区域内投行业务的基本面较好，在其所在区域内具备一定影响力。伴随安徽、河南、福建三地 GDP 增长预期，其市场经营环境也向好。

在经济发达的地区，包括江浙沪地区、京津冀地区、广深地区，大券商的优势是非常显著的。我们认为能够保持区域优势的地方型券商是以二三线城市为根基的券商，因为深耕当地，所以优势根基深，竞争优势强。

在资本市场改革逐步深化、制度改革落地速度逐步加快的当下，我们依旧认为头部券商会从资本改革中收益最多，各项业务市场集中度会依旧逐步集中到头部券商手里，我们依旧建议关注中信证券（600030.SH）。与此同时，如果从深耕区域性这条逻辑来关注地方型券商的差异化发展，可以关注国元证券（000728.SZ）。

表 13: 兴业证券、国元证券、中原证券 2017 年在其省内营收，及五家头部券商 2017 年在其区域内的营收（单位：万元）

地方型券商	地方型券商在其省内营业收入	其省内营收占总营收的比例	中信证券在其省内的收入	国泰君安在其省内的收入	华泰证券在其省内的营收	海通在其省内的营收	广发证券在其省内的营收
兴业证券（福建省）	169232.80	19.19%	3242.72	14373.10	无细分	无细分	10164.20
国元证券（安徽省）	47614.01	13.56%	1955.74	无细分	无细分	无细分	1882.86
中原证券（河南省）	51846.47	24.14%	2078.64	15324.16	无细分	无细分	4530.65

资料来源：公司公告，渤海证券

## 4. 风险提示

资本市场改革不及预期，市场下行导致券商营收下降。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波  
+86 22 2845 1632  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振  
+86 22 2845 1605  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123  
李元玮  
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
李莘泰  
+86 22 2387 3122  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮  
+86 22 2845 1659

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)