

证券 II 行业

金融供给侧改革，券商迎来战略发展期

核心观点：

● 经济与金融共生共荣，金融供给侧改革呼之欲出

中共中央政治局 2 月 22 日第十三次集体学习上，习近平总书记提出“经济与金融共生共荣”，推动金融供给侧改革，赋予我国资本市场新使命。

实行金融供给侧改革，从宏观上讲，我国经济已基本告别高速增长周期，将向高质量发展阶段转型，需要从金融供给端赋予经济发展新动力；微观上，以间接融资为主的金融体系在服务中小企业融资上存在难点，需要从供给端提供更为丰富的融资方式。

● 金融供给侧改革的三条主线

我们认为，金融供给侧改革内涵丰富，但对证券行业而言有三条主线：

一是提升直接融资占比，推进产业结构优化升级。目前我国直接融资比例较美国有一定差距，由于缺乏机构长期资金支持且居民风险偏好较低。1) 股票市场受市场影响，融资波动较大，提升机构投资者比例，促进股权融资长期稳健发展；2) 创投市场投资主要集中在企业中后端，前端初创企业需要给予更多支持；3) 债券市场多样性与流动性亟待完善。因此，创投市场、债券市场、股票市场均将迎来有利发展期。

二是证券行业集中度进一步提升，走向头部化。近年来证券行业 CR5、CR10 券商的市占率不断提升，且出现加速态势。伴随政策与业务突破、市场体量增速放缓、金融监管趋严，强者恒强格局有望巩固。分业务市场竞争程度加深；经纪、投行业务的行政管制逐步放开，行业集中度进一步强化；通道业务占比下降，用资类业务占比提升，头部券商具备天然优势。

三是金融行业迎来市场、产品的高水平双向开放。1) 2018 年以来我国金融市场对外开放提速，MSCI 等海外长线资金循序进入，金融业务牌照正向外资加速开放，同时，鼓励国内金融企业积极开拓海外业务；2) 产品开放水平不断提升，衍生品方面场内金融衍生品流动性逐步恢复，场外业务逐步进入正轨。

● 证券行业迎来有利的战略发展期

政策环境趋于市场化，助力估值修复。近期多项政策相继出台，纾困、回购、再融资等政策落地，监管政策由去杠杆转变为鼓励业务创新并行，政策支持有利于激发市场活力，证券板块整体估值水平得以修复。

金融供给侧改革下，新兴业务赋予券商发展新动力。借助供给侧改革，我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看，证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。我们看好中国证券行业的中长期发展机会，建议关注头部券商的配置价值。

风险提示

1. 宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2. 金融市场开放对国内证券行业形成过大冲击；3. 证券行业创新不足导致过度同质化经营。

行业评级

买入

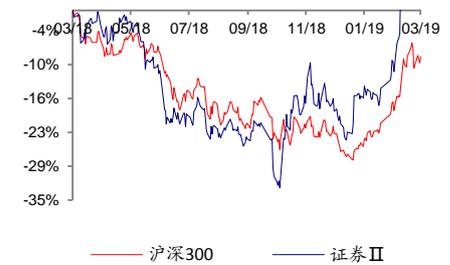
前次评级

买入

报告日期

2019-03-17

相对市场表现



分析师： 陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究：

证券 II 行业：价值重估，业绩 2019-03-06

验证——证券业 2 月经营数

据月报点评

证券 II 行业深度：寻找证券板 2019-03-04

块价值重估逻辑

证券 II 行业：交投数据持续向 2019-02-14

好，重要催化剂仍呈正面影

响——证券业 1 月经营数据

月报点评

联系人： 陈卉 0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表（券商）

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	15.39	-	0.85	0.92	18.12	16.74	1.84	1.74	9%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	22.52	-	0.88	0.95	24	23	1.71	1.62	7%	7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（*注：中金公司 2019 年 3 月 15 日收盘价为 18.0 港元，按 3 月 15 日港币兑人民币汇率 0.8551 折算，人民币价格约为 15.39 元）

目录索引

经济与金融共生共荣，金融供给侧改革呼之欲出	6
高级别、高规格，资本市场赋予新使命	6
金融供给侧改革的主要原因	7
金融供给侧改革的三条主线	13
优化金融服务体系结构，提升直接融资占比	13
证券行业集中度进一步提升，呈现头部化趋势	18
金融行业迎来市场、产品的高水平双向开放	23
证券行业迎来有利的战略发展期	27
政策环境趋于市场化，助力估值修复	27
新兴业务赋予券商发展新动力	29
风险提示	31

图表索引

图 1: 我国 GDP 同比增速	8
图 2: 社会融资规模存量同比 (%)	8
图 3: 中国直接融资、间接融资占比	9
图 4: 美国直接融资、间接融资占比	9
图 5: 中国股市、债市与贷款规模 (万亿元)	9
图 6: 美国股市、债市与贷款规模 (万亿美元)	9
图 7: 新增人民币贷款占社会融资规模比例 (%)	10
图 8: 70-80 年代美国共同基金管理规模 (左轴, 亿美元) 与增速 (右轴)	11
图 9: 美国养老金资产规模高速增长 (单位: 万亿美元)	11
图 10: 美国保险主要配置固定收益资产 (单位: 万亿美元)	11
图 11: 美国居民通过共同基金、保险、养老金配置金融资产占比提高	11
图 12: 中国居民资产结构	12
图 13: 美国居民资产结构	12
图 14: 我国企业贷款余额同比 (%)	12
图 15: 中国 IPO 规模 (左轴, 亿元) 与家数 (右轴, 家)	13
图 16: 美国 IPO 规模 (左轴, 亿美元) 与家数 (右轴, 家)	13
图 17: 中国 IPO 行业分布	14
图 18: 美国 IPO 行业分布	14
图 19: A 股机构持股比例 (%)	15
图 20: 中美股权投资金额 (亿美元)	15
图 21: 美国股权投资市场投资金额 (左轴, 十亿美元) 与增速 (右轴)	16
图 22: 中国股权投资市场投资金额 (左轴, 亿元) 与增速 (右轴)	16
图 23: 中国创投金额阶段分布	16
图 24: 美国创投金额阶段分布	16
图 25: 中国债券市场余额 (亿元)	17
图 26: 美国债券市场余额 (十亿美元)	17
图 27: 美国债券市场日均交易量 (十亿美元)	18
图 28: 券商营业收入集中度	18
图 29: 股票市场总市值 (左轴, 亿元) 与同比增速 (右轴)	19
图 30: 证券行业通道业务占比	20
图 31: 2010-2018H 佣金率变化	21
图 32: 龙头券商经纪业务占比 (左轴)、全行业经纪业务占比 (左轴) 与龙头券商, 全行业经纪业务占比差 (右轴)	21
图 33: 股权承销集中度加速提升	22
图 34: 债券承销集中度加速提升	22
图 35: 融资融券余额 (左轴, 亿元) 及 A 股流通市值占比 (右轴)	22
图 36: 证券行业杠杆率 (倍)	22
图 37: QFII 投资额度 (亿美元)	25
图 38: RQFII 投资额度 (亿元人民币)	25

图 39: 50ETF 月成交量 (张)	25
图 40: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况 (亿元)	26
图 41: 证券公司新增衍生品交易集中度情况	26
图 42: 券商交易对手占比变化: 私募机构和银行	26
图 43: 场外衍生品参与者结构变化	26
图 44: 市场质押股数 (左轴, 亿股) 与市场质押股数占总股本比例 (右轴)	29
图 45: 人均 GDP (万元)	31
图 46: 中国个人可投资资产总体规模 (左轴, 万亿元) 与同比增速 (右轴)	31
表 1: 资本市场改革梳理	7
表 2: 2018 中国社会融资增量结构	10
表 3: 经纪业务逐步放开营业部设立、网上开户、一人一户等行政管制	20
表 4: 2018 年以来对外开放意见/政策一览	23
表 5: A 股纳入 MSCI、富时罗素指数体系进程	24
表 7: 2018 年以来业务环境意见/政策一览	28
表 8: 券商规模居前的私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元)	30

经济与金融共生共荣，金融供给侧改革呼之欲出

中共中央政治局2月22日举行第十三次集体学习。习近平主席发表了重要讲话，就推动金融业高质量发展作出了重要部署。讲话提出“经济与金融共生共荣”，强调金融是国家重要的核心竞争力，金融供给侧改革被提上重要议程。金融供给侧改革的内核是提升金融服务实体经济的能力，实现金融资源有效配置，推动我国金融行业的健康发展，促进我国经济产业结构不断升级。

高级别、高规格，资本市场赋予新使命

回顾我国资本市场改革，每当国家层面部署金融发展新规划时，我国金融市场将迈上新的台阶。2004年“国九条”指出大力发展资本市场，促进了我国股市股权分置改革与资本市场的完善，我国资本市场发展掀起新篇章；2014年“新国九条”的提出发展注册制，加快多层次市场建设，推动我国股市迎来一轮牛市。

本次在中央政治局上习近平总书记提出的金融供给侧改革，体现了在当前新经济发展阶段国家对于我国资本市场发展的重视，赋予我国资本市场推动金融业高质量发展，增强金融服务实体经济能力的新使命。

表1: 资本市场改革梳理

时间	背景	改革内容
“国九条”	2004	股市低迷，股权分置问题
“国九条”	2004	大力发展资本市场，完善相关政策，健全资本市场体系；提高上市公司质量，促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平；加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平；防范和化解市场风险；积极稳妥地推进对外开放
股权分置改革	2005-2006	两类股份、两种定价的股权方式严重阻碍了资本市场的发展
股权分置改革	2005-2006	《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，解决流通股与非流通股分置状况
证券公司综合治理	2004-2007	证券公司自身运营与风险控制能力较弱，多次曝光出现挪用客户资金、“老鼠仓”等现象，
证券公司综合治理	2004-2007	进行证券公司摸底核查工作，整改、解决历史遗留问题、夯实资产质量、促进证券公司不断完善公司治理，增强合规经营意识，提升经营管理和内部控制水平，增强证券公司的创新意识和动力建立比较科学、客观的评价指标体系，建立创新试点类和规范类证券公司信息披露机制，提高了证券行业的公开透明度。
券商创新大会	2012	券商业绩萎靡，发展进入瓶颈期
券商创新大会	2012	《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》，提出了支持券商创新发展的十一大方针政策，资管业务，自营业务得到高速发展
“新国九条”	2014	我国资本市场仍不成熟，一些体制机制性问题依然存在
“新国九条”	2014	积极稳妥推进股票发行注册制改革，加快多层次股权市场建设，提高上市公司质量，鼓励市场化并购重组，完善退市制度
金融供给侧改革	2019	强化金融服务功能，以服务实体经济、服务人民生活为本，优化融资结构和金融机构体系、端正发展理念，坚持以市场需求为导向，积极开发个性化、差异化、定制化金融产品，增加中小金融机构数量和业务比重，改进小微企业和“三农”金融服务
金融供给侧改革	2019	供给侧改革仍然是我国政策体系和经济工作的主线，我国金融体系发展尚不成熟、完善

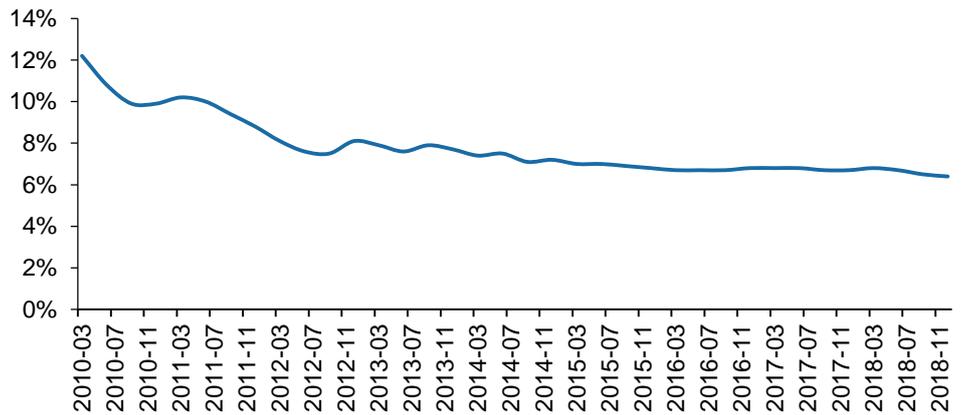
数据来源：国务院、证监会、中央政治局、广发证券发展研究中心

金融供给侧改革的主要原因

经济下行压力叠加，需要从金融供给端赋予经济发展新动力

改革开放以来中国经济一直保持高速增长，2010年后，伴随我国人口红利逐步消失，传统产业发展陷入瓶颈期，高端产业转型较慢等因素，中国GDP增速逐步下降。2010年一季度GDP同比增速达12.2%，而2018年四季度同比增速为6.4%。传统的经济发展模式需要发生变革，供给侧改革呼之欲出。

图1: 我国GDP同比增速



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

社会融资规模增速放缓, 企业融资问题愈发突出。随着近年来我国经济增速放缓, 以及金融政策变化, 2017年-2018年社会融资规模不断下滑, 截至2019年2月, 社会融资成本同比增速10.1%。

图2: 社会融资规模存量同比 (%)



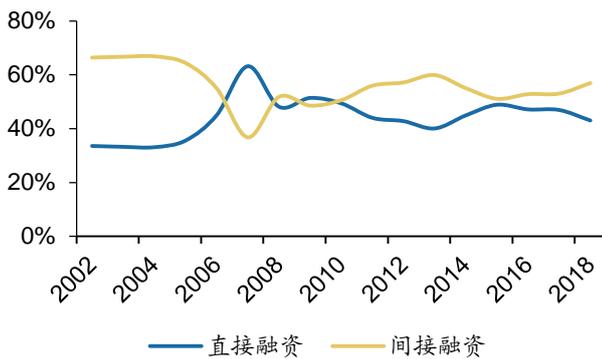
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

我国直接融资比例较美国有较大差距

美国采取的是以债券和股市为主的直接融资模式, 1970年以来美国直接融资占比基本保持在70%以上。2010年后美国直接融资占比继续上升, 2017年占比达77%, 其中债券市场市值44万亿美元, 股票市值42万亿美元, 银行贷款25万亿美元。

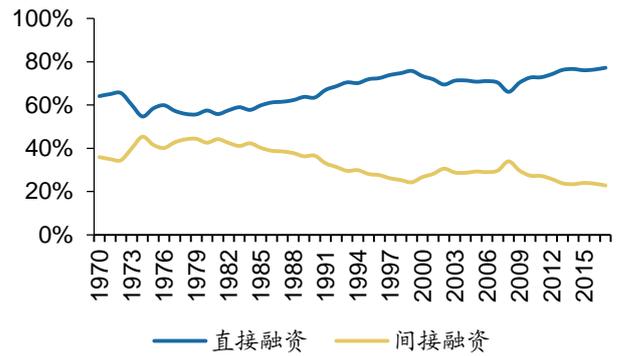
相比较而言, 目前我国融资模式以间接融资为主, 直接融资占比在常年保持50%以下。2000年-2019年直接融资平均占比为44%, 2018年受IPO审核趋严影响, 直接融资占比所有下降至43%, 其中债券市场市值58万亿元, 股票市场市值45万亿元, 银行贷款136万亿元。

图3: 中国直接融资、间接融资占比



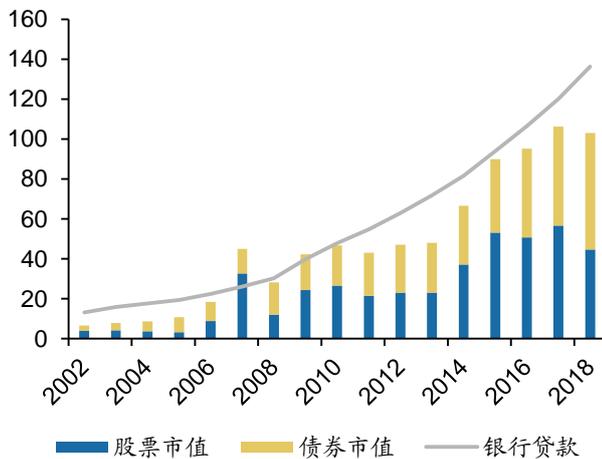
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 美国直接融资、间接融资占比



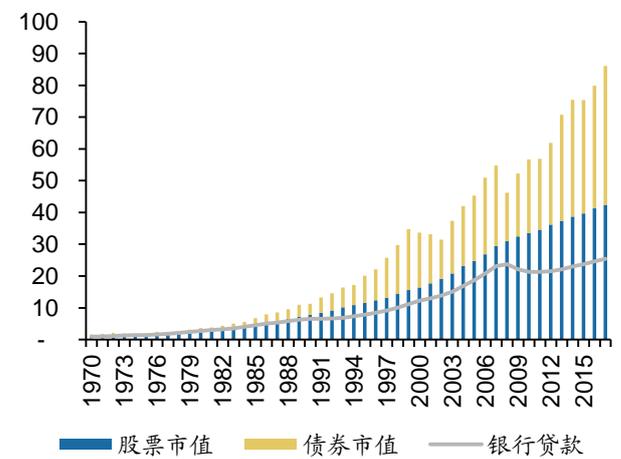
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 中国股市、债市与贷款规模 (万亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

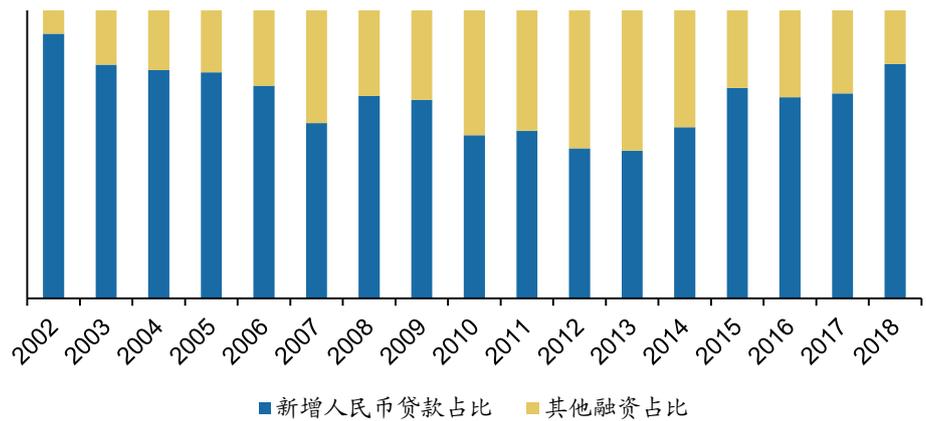
图6: 美国股市、债市与贷款规模 (万亿美元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

我国企业的融资方式以间接融资的人民币贷款为主, 2000年以来人民币贷款平均占比达69%。2018年中国社会融资增量结构中, 人民币贷款占81.4%, 处于绝对主导地位; 企业债券融资、地方政府专项债券净融资位列二、三, 分别占比12.9%、9.3%; 其他融资方式占比较低。

图7: 新增人民币贷款占社会融资规模比例 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表2: 2018中国社会融资增量结构

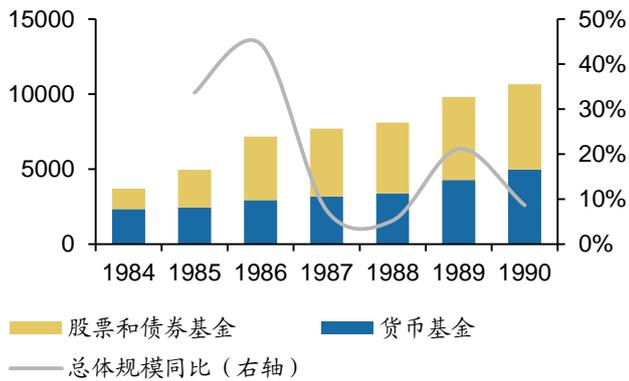
种类	占比 (%)
贷款 (人民币)	81.40
企业债券净融资	12.90
地方政府专项债券净融资	9.30
其他融资: 贷款核销	5.30
其他融资: 存款类金融机构资产支持证券	3.10
非金融企业股票融资	1.90
贷款: 外币	-2.20
银行承兑汇票	-3.30
贷款: 信托	-3.60
贷款: 委托	8.30

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

缺乏机构长期资金支持，直接融资市场发展缓慢。目前我国直接融资市场中机构投资者较少，在西方发达国家中，养老金、年金、公募基金等机构投资者的长线资金支持直接融资市场繁荣发展。我国养老金入市目前尚处于试点阶段，截至2019年2月，养老金入市规模8560亿元，仅占总规模的15%。

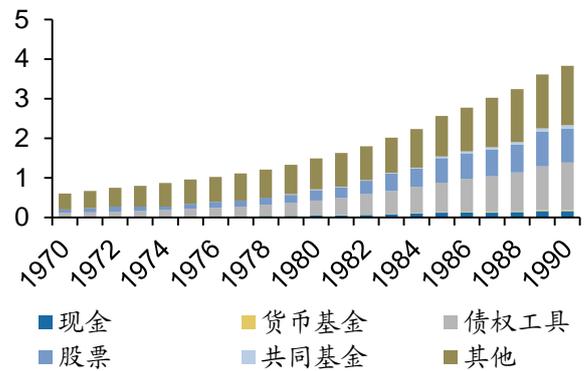
美国20世纪末机构投资者发展壮大，推动直接融资市场稳定发展。70-80年代，美国经济持续向好，基金公司、资管机构、保险公司等专业投资者充分受益于美国经济的持续发展，1990年货币基金、共同基金、养老金、人寿保险管理规模分别达0.39万亿美元、0.47万亿美元、4.44万亿美元、0.39万亿美元，合计占居民金融资产35.9%，较1970年28.0%水平有所提升。

图8: 70-80年代美国共同基金管理规模(左轴, 亿美元)与增速(右轴)



数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

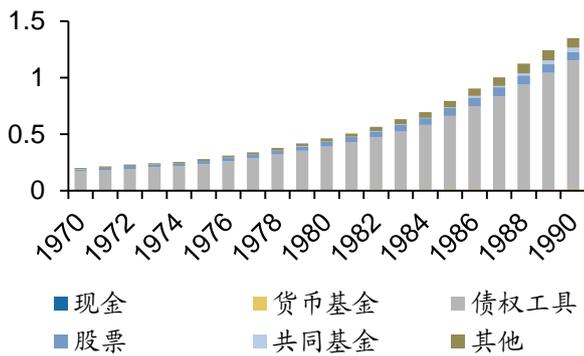
图9: 美国养老金资产规模高速增长(单位: 万亿美元)



数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

注: 现金包含现金等价物和回购协议

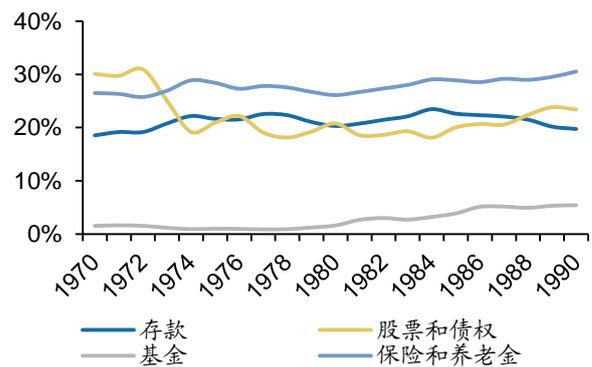
图10: 美国保险主要配置固定收益资产(单位: 万亿美元)



数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

注: 现金包含现金等价物和回购协议

图11: 美国居民通过共同基金、保险、养老金配置金融资产占比提高



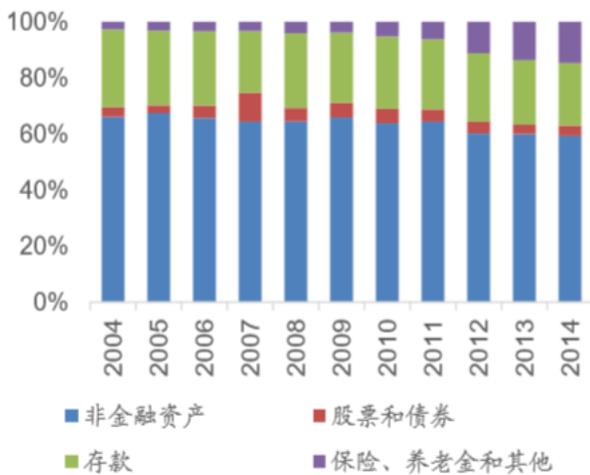
数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

注: 基金包含货币基金和共同基金

居民资产配置结构不同, 我国居民配置直接融资市场资金较少。我国居民资产配置中以房地产为主的非金融资产处于主导地位, 2004年-2014年非金融资产占总资产结构的60%以上。金融资产中, 银行存款占绝大多数, 股票债券占比相对地位。近年来保险与养老金占比逐步提升, 但总体而言规模依旧较低。

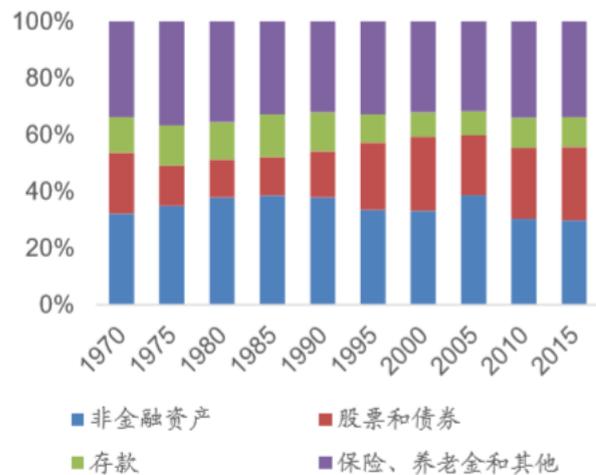
美国居民资产结构配置相对多元化, 1970年以来股票、债券与保险等产品占资产结构的50%以上, 间接促进了美国直接融资市场的繁荣。

图12: 中国居民资产结构



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图13: 美国居民资产结构



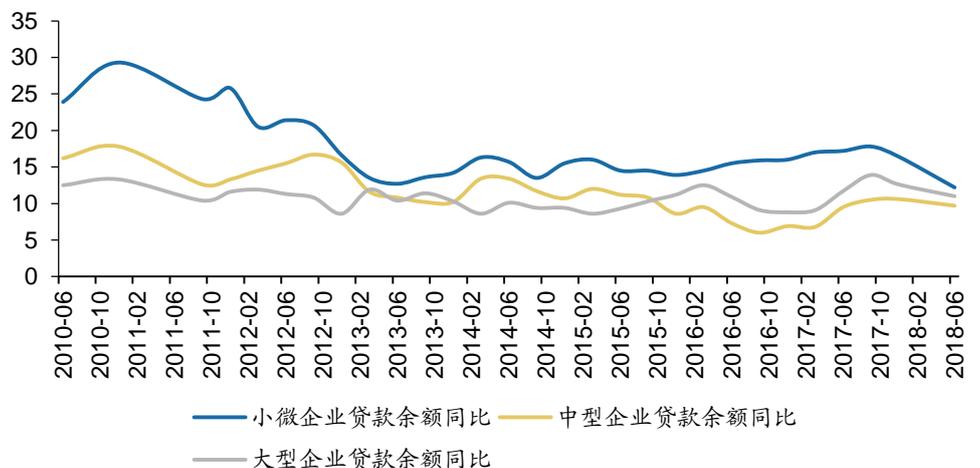
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

中小企业融资难问题亟待解决, 需要从供给端提供更为丰富的融资方式

中小企业融资成本较高。银行信贷更愿意贷款给上市公司、集团公司、大型企业或有土地、房地产等抵押物的企业, 中小企业更易从小贷、租赁、保理等获得资金。相比较而言, 小贷、保理、租赁等本身资金成本偏高。根据中国社会融资成本指数统计, 2018年2月中国社会融资(企业)平均融资成本为7.60%, 银行贷款平均融资成本为6.6%, 承兑汇票平均融资成本为5.19%, 企业发债平均融资成本为6.68%, 融资性信托平均融资成本为9.25%, 融资租赁平均融资成本为10.7%, 保理平均融资成本为12.1%, 小贷公司平均融资成本为21.9%, 互联网金融(网贷)平均融资成本为21.0%, 上市公司股权质押的平均融资成本为7.24%。

近年来我国中小企业贷款同比持续下滑。2010年我国小微企业贷款余额同比增速29%, 2018年6月同比增速降至12%、下滑17%; 中型企业从18%下降至10%, 下滑8%; 大型企业从13%下降至11%、下滑2%。相比较而言, 当前中小企业融资难现象愈发突出。

图14: 我国企业贷款余额同比 (%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

除去间接融资渠道，中小企业较难获得直接融资。由于中小企业自身素质不高，一些企业自主创新能力弱，产品和市场竞争力不强，企业发展具有不确定性，较难获得市场化的直接融资。

金融供给侧改革的三条主线

优化金融服务体系结构，提升直接融资占比

股票市场：提升机构投资者比例，促进股权融资持续发展

我国股权融资规模波动较大，融资额度不稳定。根据我们统计，2008年-2018年中国年平均IPO规模1720亿元，区间在0-4885亿元波动，整体上下波幅较大。2018年受IPO审核趋严影响，融资规模同比下降40%。

2008年-2018年美国股票市场平均IPO规模382亿美元，区间在50-855亿美元波动，整体融资规模在2015年后高速增长，2018年融资规模同比上升47%。

图15: 中国IPO规模(左轴, 亿元)与家数(右轴, 家)



图16: 美国IPO规模(左轴, 亿美元)与家数(右轴, 家)



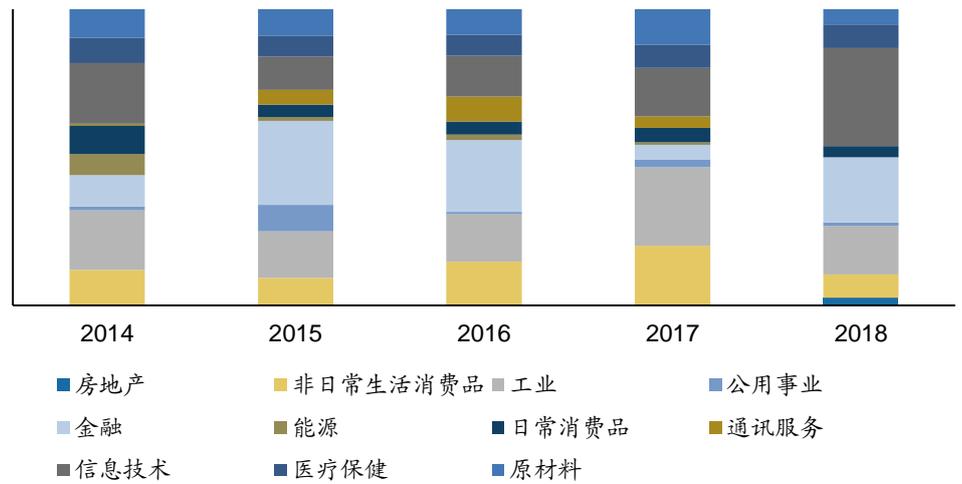
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

近年来信息技术行业IPO占比逐步提升，高新企业融资逐步扩容。我们从数据看到，2015年-2018年中国IPO行业分布中，信息技术行业占比从11%提升至33%，增幅显著。金融行业与工业IPO占比相对较大，近5年来金融行业IPO占比在5%-28%之间波动，工业在16%-26%之间波动。

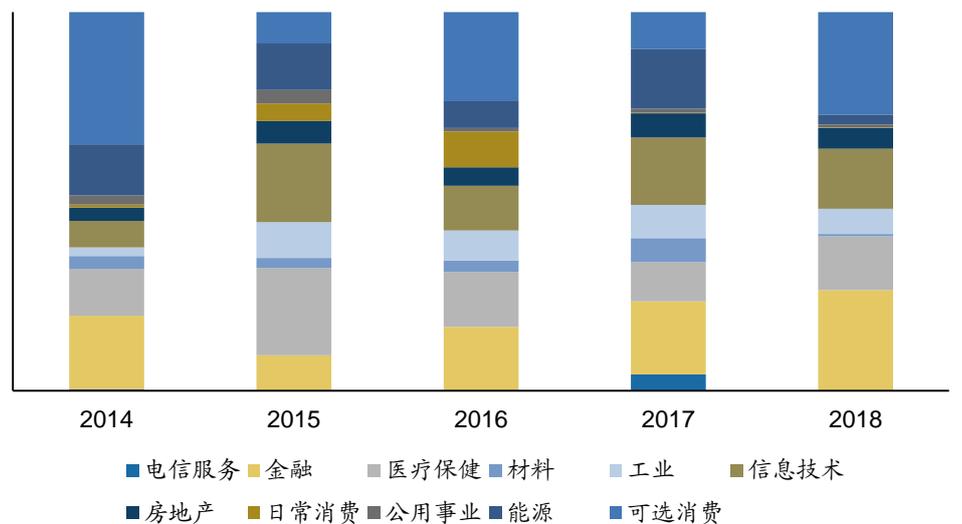
美国IPO行业呈现多元化发展趋势，占比较大的行业包括金融、医疗、信息技术、可选消费等行业，近5年来波动区间分别在9%-27%、10%-23%、7%-21%、10%-35%。

图17: 中国IPO行业分布



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

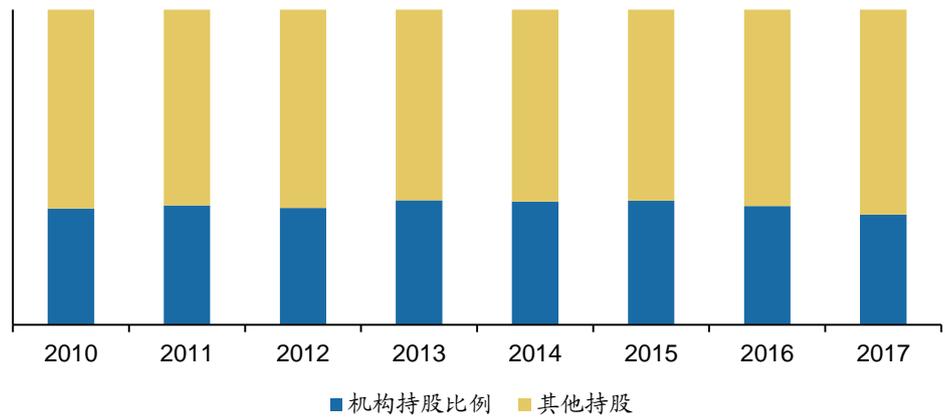
图18: 美国IPO行业分布



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

提升机构投资者比例, 推进股权融资市场长期稳健发展。2010年-2017年我国A股机构持股比例基本在40%以下, 2015年以来机构持股占比呈现下降趋势, 2017年我国机构持股比例仅为35%。相对美国成熟的股票市场而言, 个人投资者多导致市场缺乏稳定性, 股票市场难以获得长期稳定的发展。

图19: A股机构持股比例 (%)

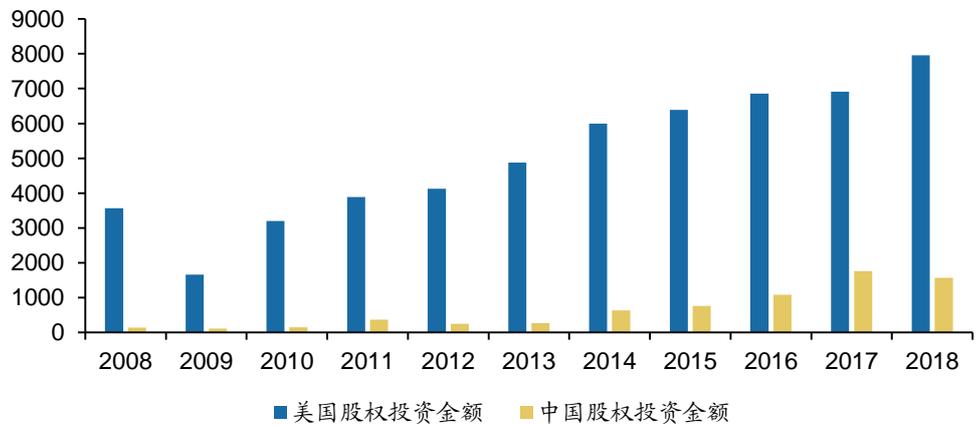


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

创投: 投资主要流向后端, 成长期企业尚需得到更多支持

近年来中国股权投资处于高速发展阶段, 2018年中国股权投资市场投资金额1万亿元, 投资案例10788个。美国是世界上最早进行开展股权投资的国家之一, 发展也为最成熟。2018年美国PE与VC投资金额接近8000亿美元, 2009年以来一直稳健增长, 2009年-2018年复合增速达19%。

图20: 中美股权投资金额 (亿美元)



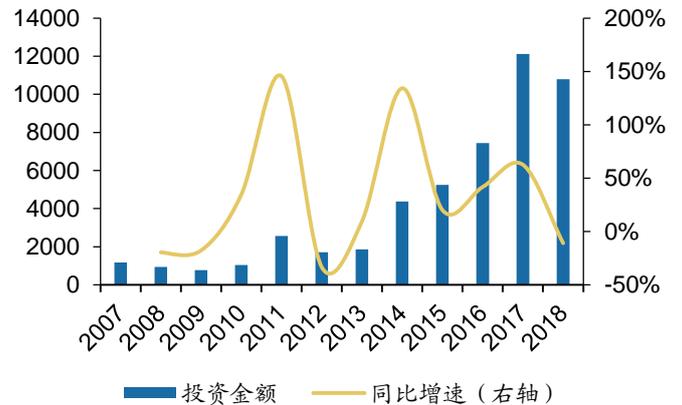
数据来源: 清科研究中心、pitchbook、广发证券发展研究中心

图21: 美国国股权投资市场投资金额 (左轴, 十亿美元) 与增速 (右轴)



数据来源: pitchbook、广发证券发展研究中心

图22: 中国股权投资市场投资金额 (左轴, 亿元) 与增速 (右轴)

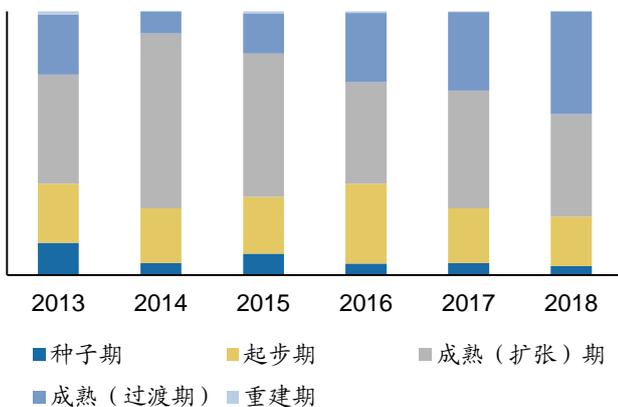


数据来源: 清科研究中心、广发证券发展研究中心

目前中国股权投资尚处于初级阶段, 资金主要流向pre-ipo阶段的企业, 初创企业获得资金有限。近五年来我国种子期平均投资金额仅占总规模的6%, 起步期金额占比22%, 相反成熟期投资金额占到总投资金额的70%以上。

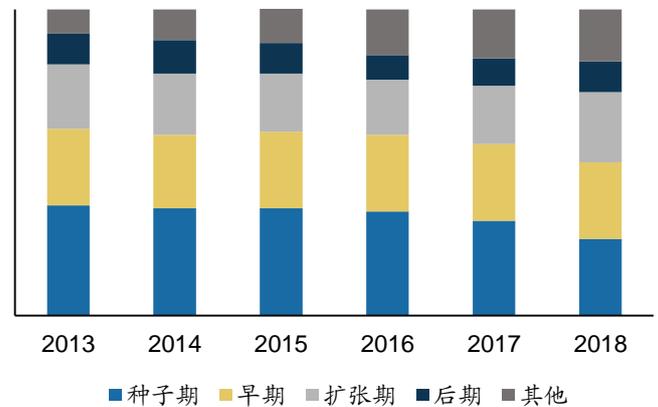
反观美国创投, 近五年来种子期投资平均金额占到总规模的33%, 早期投资金额占到25%, 二者占到总规模的58%, 初创企业在资金层面得到了较好的支持。

图23: 中国创投金额阶段分布



数据来源: 清科研究中心、广发证券发展研究中心

图24: 美国创投金额阶段分布

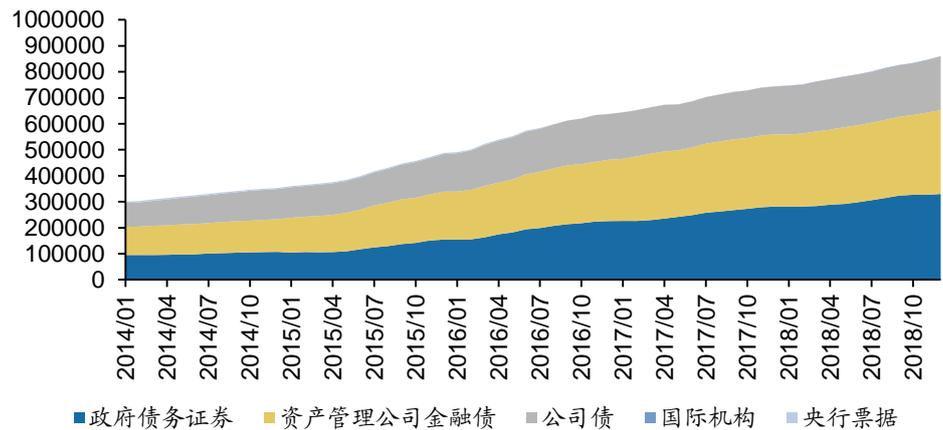


数据来源: pitchbook、广发证券发展研究中心

债券: 多样性、流动性待完善

近年来我国债券市场高速发展, 政府债券、公司债、金融债券占据债券种类的绝对主导地位。根据中国人民银行统计, 2014年-2019年1月, 我国政府债平均占比34%, 金融债平均占比37%, 公司债平均占比28%。截至2019年1月我国债券市场余额87万亿元, 同比增长16%。其中政府债33.1万亿元, 占总债券余额的38%; 公司债32.5万亿元, 占比37%; 企业债21万亿元, 占比24.3%, 三类债券占总债券余额的99.8%, 相对而言, 创新型债券规模较小, 债券种类有待完善。

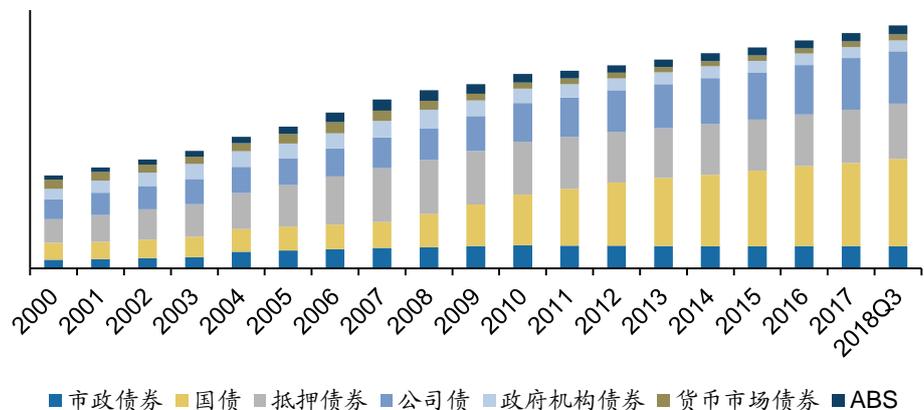
图25: 中国债券市场余额 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

债券市场在美国资本市场中占据重要地位, 整体规模大于股票市场。截至2018年三季度, 美国债券市场余额42万亿美元, 其中国债、抵押债券与公司债占据主导地位。2018年三季度美国国债15万亿美元, 占总规模的36%, 抵押债券与公司债券分别占22.7%与21.63%。较中国债券市场而言, 美国债券市场多样性较好, 近年来美国国债规模持续提升, 占总规模的比例从2000年的18%提升至2018年的36%。

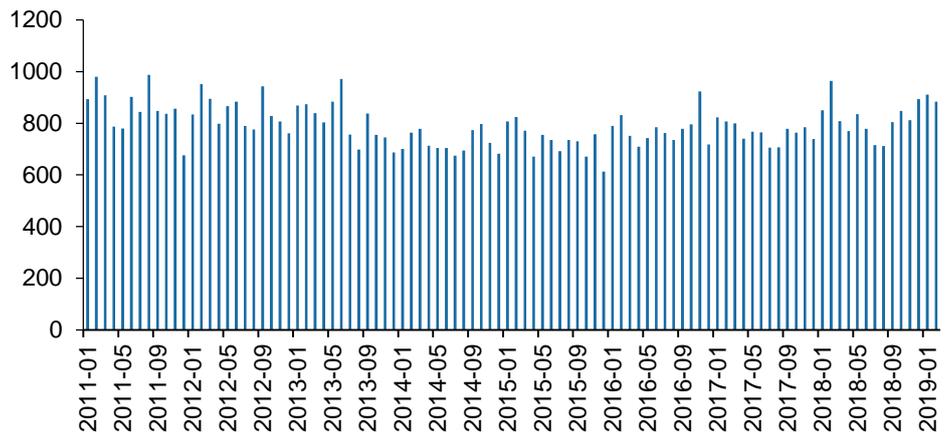
图26: 美国债券市场余额 (十亿美元)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

美国债券市场流动性高, 市场化高度成熟。美国债券市场各类债券均有较强的流动性, 全天24小时交易, 债券种类齐全, 交易量巨大, 整体市场化程度强。我们看到, 从2011年-2019年1月美国债券日均交易量保持稳定, 2011年1月日均交易量8935亿美元, 2019年1月为8833亿美元, 整体变化幅度不大。国内债市的流动性与美国相比有一定差距。

图27: 美国债券市场日均交易量 (十亿美元)



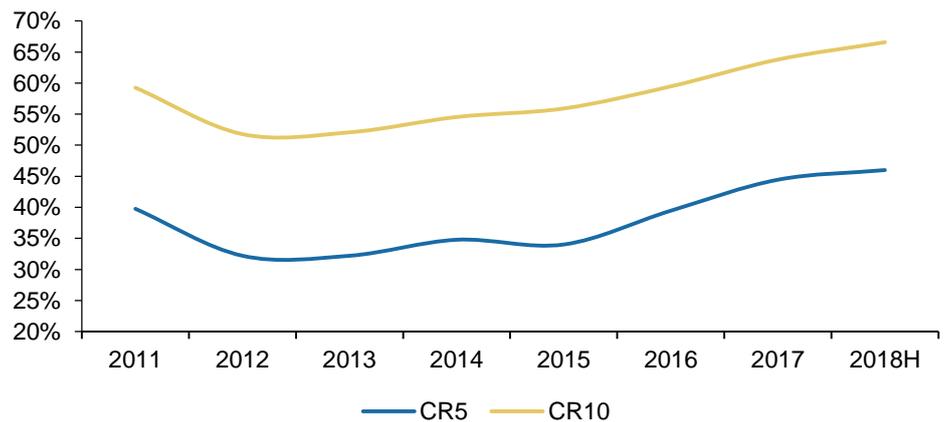
数据来源: sifma、广发证券发展研究中心

证券行业集中度进一步提升, 呈现头部化趋势

行业集中度显著提速

受业务模式同质性较高的影响, 投资者往往对证券行业集中度提升的逻辑并不敏感。事实上, 近年来证券行业CR5、CR10券商的市占率不断提升, 且出现加速态势。2012年, 营业收入排名前10的券商占行业总收入的51.78%, 至2018年上半年, 已达66.57%, 每年提升约2个百分点。一般认为行业集中度 $CR4 < 30\%$ 或 $CR10 < 50\%$, 则该行业集中度较低, 为竞争型; 如果 $30\% \leq CR4$ 或 $50\% \leq CR10$, 则该行业集中度较高, 为寡占型。

图28: 券商营业收入集中度

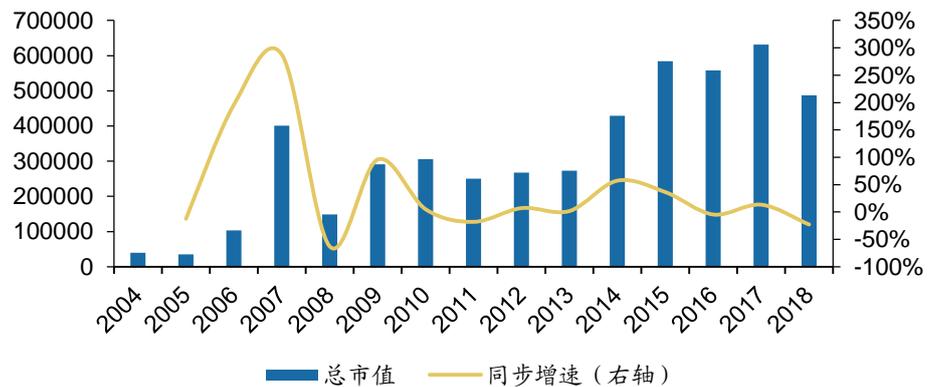


数据来源: 证券业协会、wind、广发证券发展研究中心

市场体量增速放缓，强者恒强格局有望巩固

2005年股权分置改革以来，股权市场扩容带动券商行业的高速发展；随着我国证券化率的逐步提高，二级市场体量快速增加，但增速开始放缓，2004年至2011年，二级市场市值年化增速为28%。近年来，二级市场规模扩容速度放缓，2012-2018年，二级市场市值年化增速为11%。市场体量增速放缓背景下，随着金融监管趋严，行业强者恒强格局有望巩固。

图29：股票市场总市值（左轴，亿元）与同比增速（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

分业务市场化竞争程度提升

分业务市场化竞争程度提升，监管引导行业优胜劣汰。1) 经纪业务方面，服务供给逐步放开：2013年以来，经纪业务逐步放开营业部设立、网上开户、一人一户等行政管理制，经纪业务竞争更为市场化；2) 投行业务方面，客户需求多样化催化投行产业链发展模式：伴随着我国经济结构调整，跨区域、跨行业的并购重组不断增加，企业客户对财务顾问、多品种融资等专业化需求日益增多，投行业务竞争已由传统的股债承销服务，延伸至覆盖企业成长路径的财务顾问、IPO、融资、并购、产业整合、资产证券化等持续综合服务，市场化竞争日趋激烈，投行产业链发展趋势下，大型券商更具业务整合发展潜力；具备专业行业认知、企业战略规划、具备实力机构、高净值客户的大型投行更具优势。3) 监管引导行业优胜劣汰，通过竞争程度的提升带来竞争格局的实质性转变。近期证券行业政策已体现出这一趋势：2017年6月，中国证券业协会发布“关于修改《公司债券承销业务规范》的决定（征求意见稿）”，为券商承销公司债券资格划定门槛，首次将成熟业务资格与证券公司分类评级结果挂钩：一是公司债主承销商资格与分类评级结果挂钩，必须最近两年内，至少一年评级在A以上，二是非A类券商的公司债主承销资格与其公司债承销金额挂钩，必须进入前20位；2017年7月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，将净资产规模、分业务市场化竞争力、境外子公司收入规模纳入评分体系。

表 3: 经纪业务逐步放开营业部设立、网上开户、一人一户等行政管制

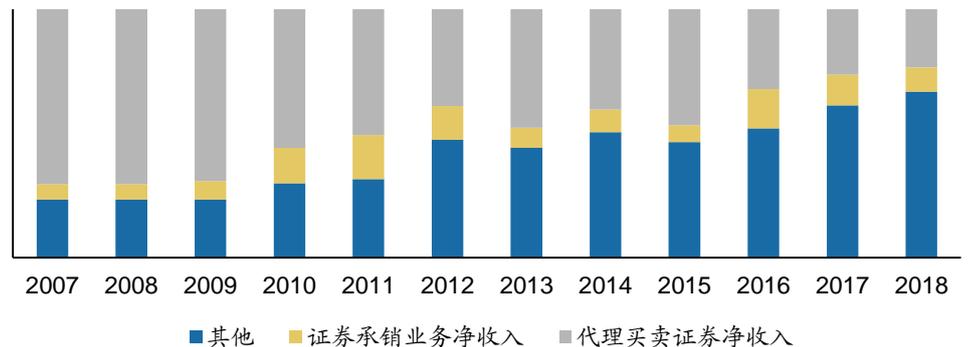
时间	事件	概述
2012 年 12 月	证券业协会修订《证券公司证券营业部信息技术指引》	允许证券公司设立 C 型营业部
2013 年 3 月	证监会发布《证券公司分支机构监管规定》	放松证券公司设立分支营业网点的主体资格限制和地域饱和限制
2013 年 3 月	中国结算发布实施《证券账户非现场开户实施暂行办法》	允许投资者非现场开户
2015 年 4 月	中国结算发布《关于取消自然人投资者 A 股等证券账户一人一户限制的通知》	取消自然人投资者 A 股等证券账户一人一户限制

数据来源: 证券业协会、证监会、中国结算、广发证券发展研究中心

通道业务占比下降, 重资产业务占比提升, 龙头受益

近年来我国证券行业盈利模式呈现出由通道驱动向资产驱动转变的特征, 业务模式由轻转重。通道业务(代理买卖、证券承销)占比2016年首次低于营业收入50%, 2018年经纪业务占比23%, 投资银行业务占比9.7%, 合计占比33%, 达到近年来的新低。

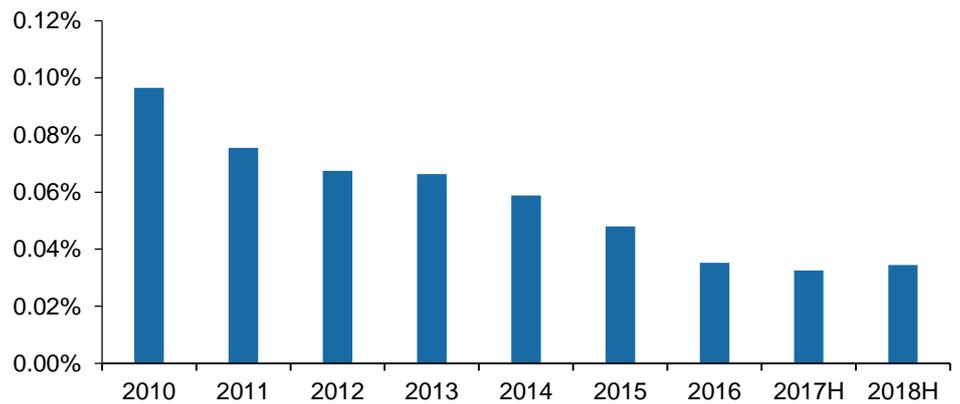
图 30: 证券行业通道业务占比



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

佣金率进一步下滑, 对经纪业务依赖高的中小券商带来经营压力。近年来佣金率不断下滑, 佣金率快速下滑的原因主要有两点: 一是非现场开户的合法化。非现场开户打破了区域垄断, 客户的跨地区并不再受到区域价格的制约, 经纪业务竞争环境由区域分割演变为全国一体; 二是一人三户的政策出台, 实际降低客户流动成本。

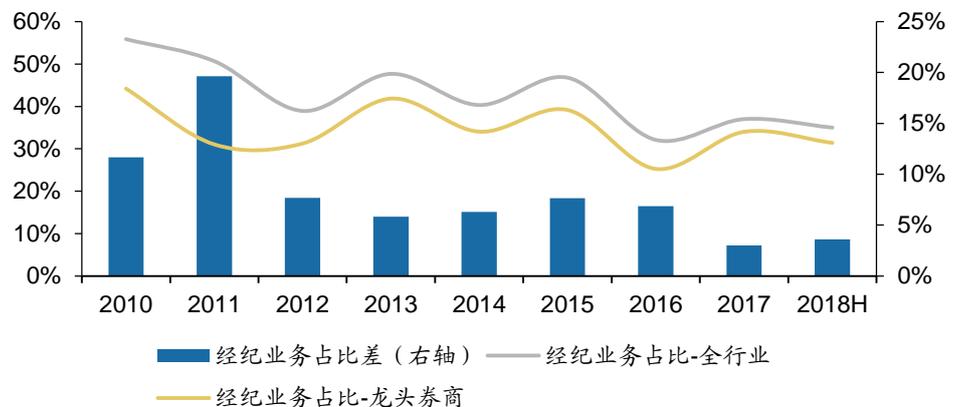
图31: 2010-2018H佣金率变化



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

龙头券商的经纪业务占比低于整个行业平均, 更具业务多元化竞争力。行业转型发展趋势下, 经纪通道业务占比快速下降, 以总资产规模位于前10的券商为例, 其2018H经纪业务占比为31.4%, 比全行业经纪业务占比低3.6个百分点, 在通道经纪收入贡献不断降低的推动下, 大型券商更具业务多元化竞争力。

图32: 龙头券商经纪业务占比(左轴)、全行业经纪业务占比(左轴)与龙头券商, 全行业经纪业务占比差(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

投行业务方面, 证监会发布《证券公司投资银行业务内部控制指引》(征求意见稿), 针对当前投行业务“重发展, 轻质量”, “重规模, 轻风险”等现象, 要求强化投行业务承做管理, 完善内部控制体系建设。投行内控指引中提出“证券公司在开展投行类业务时, 应在综合评估项目执行成本基础上合理确定报价”并要求“证券公司对投资银行业务承做实行集中统一管理, 明确界定总部和分支机构的职责范围, 确保其在授权范围内开展业务活动”。投行内控指引出台后, 部分风格激进的中小券商投行业务发展受到遏制; 强调风险监控, 注重项目质量的券商投行更具竞争优势。

2016年以来，券商行业发展从创新转向稳健，政策资源头部汇集，投行行业集中度进一步增强。2013至2016年股权承销市场CR10在60%之下小幅波动，2018年证券公司股权承销金额CR3、CR5分别为39.6%、57.7%，较2017年的31.7%、46.3%增幅显著；证券公司债券承销金额CR3、CR5分别为31.8%、44.1%，较2017年的27.8%、39.8%持续增长。回顾投行业务竞争格局，竞争分层的特征较为明显：大型证券公司依靠资本实力、股东背景等资源优势，抢占大型项目资源，2016年之前，牌照依赖更高的股权承销市场呈现份额较为稳定的寡占型竞争格局；中小型证券公司依靠本土资源优势，开发区域项目资源。

图33: 股权承销集中度加速提升

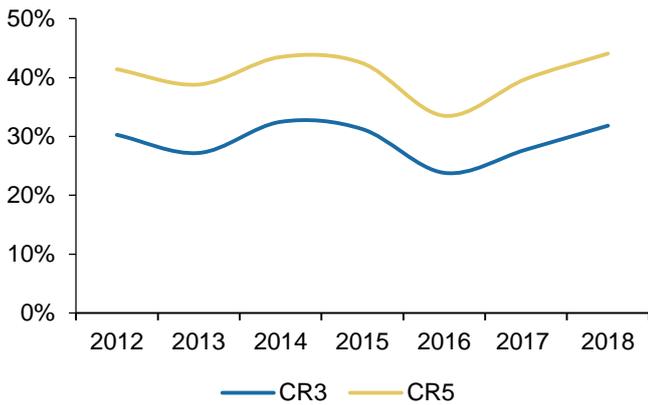
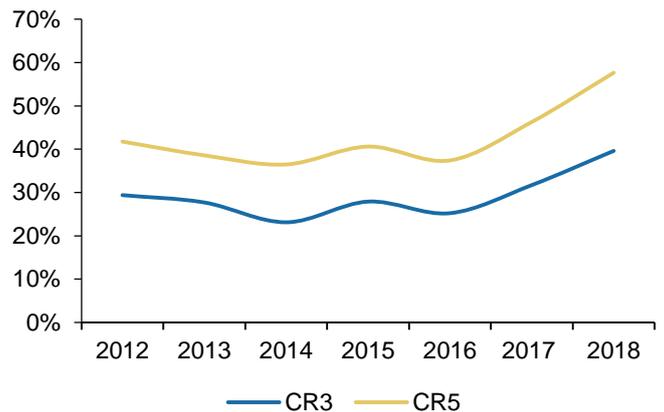


图34: 债券承销集中度加速提升



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

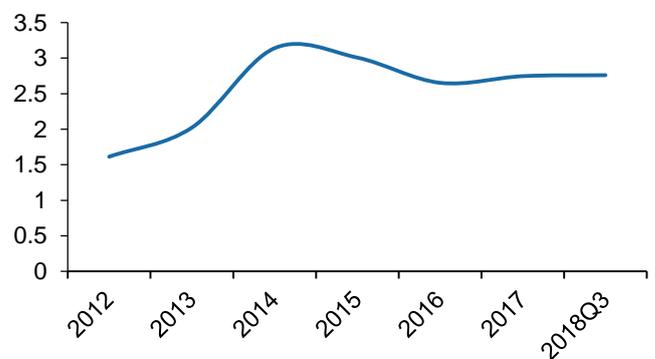
资本中介业务以资本金为核心，头部券商具备天然优势。监管层2010年以来对资本中介业务放开，引导行业业务发展由轻转重，龙头券商凭借自身雄厚的资本实力，重资产业务上优势明显。随着融资融券、股票质押回购业务规模扩容发展，行业整体杠杆水平趋于提升，2018年三季度券商杠杆率达到2.76倍，较2012年的1.61倍有明显提升。两融余额在2015年6月达到顶峰，占A股流通市值达4.34%，截至2019年2月底，两融业务余额为8047亿元，占据A股流通市值1.9%。

图35: 融资融券余额(左轴, 亿元)及A股流通市值占比(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图36: 证券行业杠杆率(倍)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 杠杆率=剔除客户保证金后的权益乘数

金融行业迎来市场、产品的高水平双向开放 金融市场开放提速

自加入WTO始，中国逐步实现对外开放的承诺，有序推进金融开放进程。2018年4月上旬召开博鳌亚洲论坛发布金融业对外开放措施和时间表，表示将在未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务，不再对合资证券公司业务范围单独设限；5月证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，从法规层面落实国内证券业首次实现向外资放开控股权的对外开放承诺；8月出台关于修改《证券登记结算管理办法》的决定，允许在境内工作的外国自然人投资者开立A股证券账户；2019年2月颁布《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理办法》，实行登记管理，境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务；境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金，可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。

表 4：2018 年以来对外开放意见/政策一览

发布日期	会议/文件	主要内容
2018 年 4 月	博鳌论坛开幕式重要讲话	发布金融业对外开放措施和时间表，确定在未来几个月未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%。进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务不再对合资证券公司业务范围单独设限
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元，2018 年 5 月 1 日起实行
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%；外商投资证券公司经营业务范围扩大；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例；境外股东资质进一步完善
2018 年 6 月	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不超过上年末境内总资产 20%的限制；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
2018 年 8 月	关于修改《证券登记结算管理办法》的决定	在原有规定的中国公民、中国法人、中国合伙企业等投资者范围基础上，增加“符合规定的外国人”作为投资者类别之一，将允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户
2019 年 2 月	《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理办法》	实行登记管理，境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务；境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金，可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。

数据来源：证监会、银保监会、金融委、中国人民银行、广发证券发展研究中心

市场开放程度提高，循序渐进引入海外长线资金。自2018年6月将A股以2.5%的纳入因子纳入MSCI之后，A股部分纳入MSCI指数成功进行第二步：纳入因子由2.5%提升至5%，调整结果已于8月31日收盘后正式生效。2019年3月1日，实现第三步：MSCI宣布将现有A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子由5%提高至20%。MSCI表示将在2019年5月把指数中的现有的中国大盘A股纳入因子从5%增加至10%，2019年8月提升至15%，在2019年11月提升至20%。

2018年9月27日，富时罗素宣布纳入A股，第一阶段在其新兴市场指数占比为5.5%，在其全球股票指数为0.57%并分三个时点生效（2019年6月24日、9月23日、2020年3月23日）。目前上交所已完成收盘集合竞价机制调整、上市公司停复牌监管从严、进一步放开外国人开立A股证券账户权限等。根据我国台湾、韩国的历史经验，资本开放政策配合MSCI进入市场，有利于循序渐进引入海外长线资金，促进资本市场长期繁荣发展。

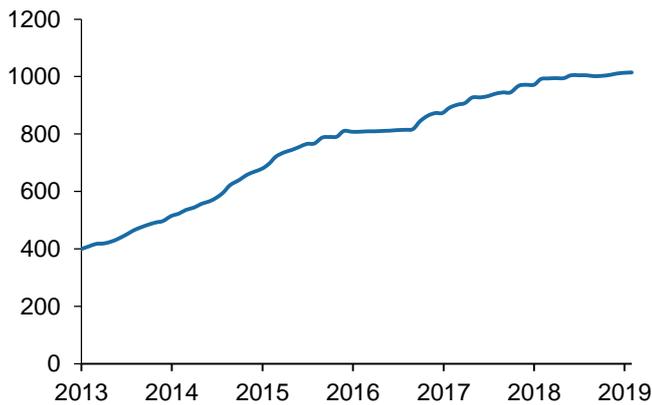
表5: A股纳入MSCI、富时罗素指数体系进程

时间	进程
2013-2014	被列入 MSCI 新兴市场指数观察名单
2015 年 5 月	富时罗素启动将中国 A 股纳入富时全球股票指数体系的过渡计划
2017 年 6 月	MSCI 公司宣布决定将 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数
2017 年 9 月	富时罗素对 A 股进行评估
2018 年 Q1	MSCI 发布详细 A 股纳入文件
2018 年 3 月	“MSCI 中国 A 股指数”更名为“MSCI 中国 A 股在岸指数”
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度并于 5 月 1 日开始实行
2018 年 6 月	A 股正式纳入 MSCI，纳入因子 2.50%
2018 年 9 月	A 股的 MSCI 纳入因子提高至 5%
2018 年 9 月 26 日	MSCI 将就“进一步提高 A 股在 MSCI 指数中的权重”展开咨询
2018 年 9 月 27 日	A 股成功纳入富时指数
2019 年 3 月 1 日	MSCI 宣布将 A 股的 MSCI 纳入因子提高至 20%

数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

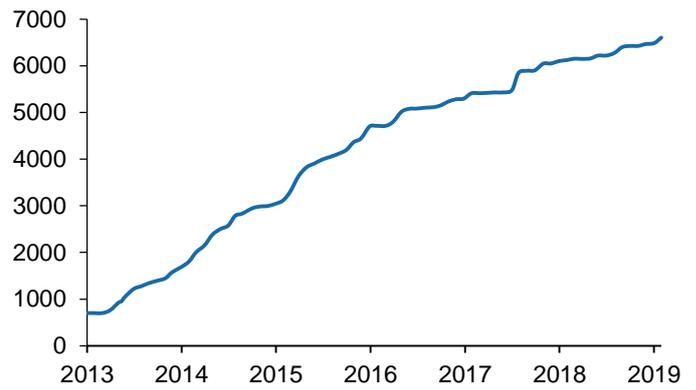
外资流入渠道持续扩容。2019年1月14日，中国国家外汇管理局将合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，2019年3月4日，证监会核准了国际货币基金组织(IMF)人民币合格境外机构投资者资格，股市对外开放水平进步提升。近年来QFII，RQFII规模持续增加，2019年2月底，QFII日投资额度达到1000亿美元，RQFII日投资额度达到6600亿人民币。

图37: QFII投资额度(亿美元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图38: RQFII投资额度(亿元人民币)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

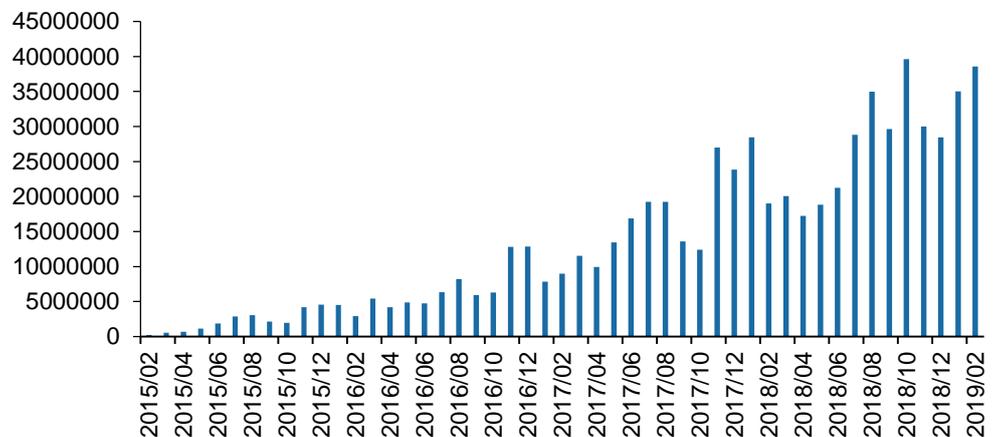
外资券商加速开放, “鲶鱼效应”激发市场活力。根据2018年4月证监会发布《外商投资证券公司管理办法》及博鳌论坛上宣布对中国金融开放具体措施, 中国下一步将大幅放宽对合资券商上述两点限制: 外资持股非上市券商比例上放宽为“可控”, 持股上限放宽至51%, 三年后不再设限, 并放宽全部境外投资者及单个境外投资者持股上市券商比例; 业务范围上逐步放开合资券商业务范围, 明确可“新设合资证券公司可依法有序申请证券业务”。

综合而言, 我们判断外资进入国内金融市场会带来一定竞争, 但更应乐观地看到, 在“鲶鱼效应”下国内机构的经营效率可能提升, 而且, 在金融市场对外开放进程中, 风险可控的金融创新可能不断推出, 未来金融市场将更加成熟和内涵丰富, 国内已有的头部机构将充分受益于此。

产品开放水平不断提升, 衍生品萌芽

场内金融衍生品流动性有望逐步恢复。目前场内产品类型以50ETF为主。据wind数据, 2019年2月50ETF月成交量3857万张, 同比增长103%, 50ETF2018Q3末名义初始本金累计存量已有413.1亿元规模, 同比上升13.9%。

图39: 50ETF月成交量(张)

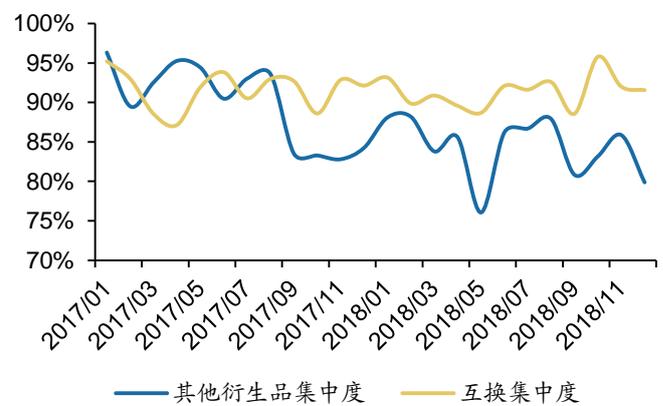
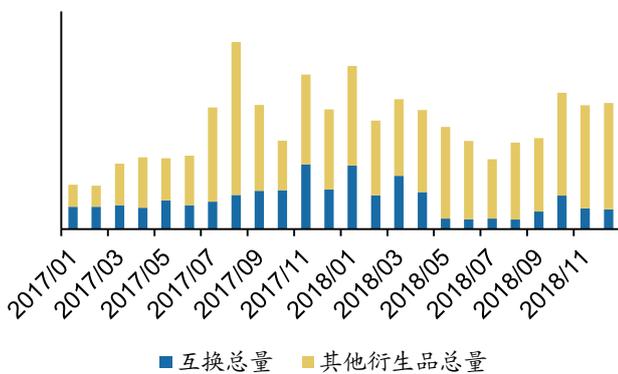


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

场外业务规范新规落地，进入规范发展阶段，格局维持强者恒强。场外衍生品业务由于市场壁垒以及先发优势，市场维持高集中度格局。2017年前8月，场外衍生品CR5占比一直在90%左右；2018年5月，证监会发布《关于进一步加强证券公司场外业务监管的通知》，首次提出场外交易商分类监管体系。《通知》对交易商资质分级管理、业务准入门槛、业务规模均作出明确规定。受新规提升投资者准入门槛影响，新规落地后交易规模略有下降，7月以来开始回升，其对交易商准入及规模管理的分层要求，体现出对龙头券商先行先试、做大做强的支持态度，由于场外竞争优势主要取决于规模经济和信息优势，大型交易商市场地位将持续巩固。

图40: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况 (亿元)

图41: 证券公司新增衍生品交易集中度情况



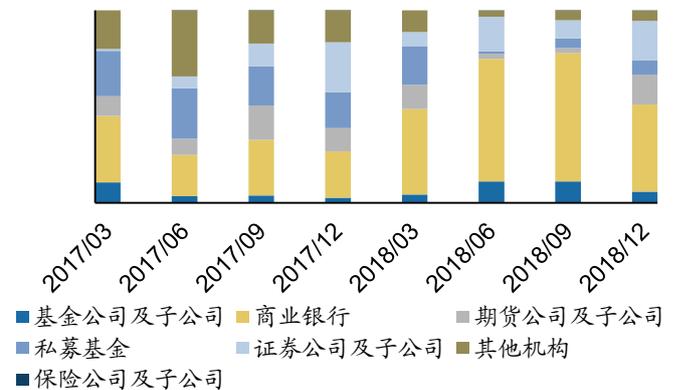
数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

从交易对手变化情况来看，2017年10月份之前私募机构大量进场，取代商业银行成为券商第一交易对手，2018年场外交易新规从酝酿到落地阶段，商业银行重新成为券商第一交易对手，5月新规落地之后，受投资者门槛大幅提高及市场持续调整影响，私募基金占比降幅显著。以名义金额计算，私募机构在2018年12月新增场外交易中，占比为7.53%，商业银行为45.22%。

图42: 券商交易对手占比变化: 私募机构和银行

图43: 场外衍生品参与者结构变化



数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

证券行业迎来有利的战略发展期

政策环境趋于市场化，助力估值修复

2018年下半年各项政策陆续出台，监管环境由从严限制转变为相对市场化宽松。7月23日国常会表态政策由去杠杆转向稳杠杆；11月9日，证监会、财政部、国资委联合发布了《关注支持上市公司回购股份的意见》，“回购新规”主要内容包括：1）支持上市金融企业依法回购股份用于实施股权激励或者员工持股计划；2）支持上市公司通过发行优先股、可转债等多种方式为股份回购提供融资等支持；3）简化实施回购的程序等。同日，证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。“再融资新规”主要内容包括：1）放松募资对补充流动资金和偿还债务的监管限制；2）放松再融资间隔不得少于18个月的时间限制。2019年1月证监会就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定（征求意见稿）》公开征求意见，提出证券公司可以为符合相关规定，且自身存在合理交易需求的专业投资者提供交易信息系统外部接入服务，券商交易系统松绑。

并购重组限制放松；回购适用情形扩大，决策程序得以简化。2018年10月通报近期完善并购重组监管工作情况，针对小额并购交易，推出快速审核通道，简化审批程序；对于募集配套资金，放松管制，允许上市公司用于补充流动资金和偿还债务；对于并购非金融类资产少数股权的，取消财务指标限制；对于交易对方涉及200人公司的，明确经中介机构合规性核查后可以依法参与并购重组活动。11月《上市公司回购股份实施细则（征求意见稿）》中细化了股份回购的具体适用情形；对于通过集中竞价出售已回购股份的，设置了6个月的锁定期，并要求上市公司需提前15个交易日进行减持预披露；延长回购实施期限。

表 6: 2018 年以来业务环境意见/政策一览

发布日期	会议/文件	主要内容
2018 年 1 月	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》	规范融入方资质、资金用途、最低交易金额和初始质押标的范围，融入方首笔最低交易金额不得低于 500 万元，后续每笔不得低于 50 万元，不再认可基金、债券作为初始质押标的；明确了股票质押集中度和质押率上限要求；明确了证券公司开展业务的资质条件
2018 年 4 月	开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点	针对少数符合国家战略、具有核心竞争力的高新技术产业和战略性新兴产业产业选取一定规模的红筹企业和中小规模的新兴境内企业在境内发行上市；对试点股票上市企业按照境内现行股票发行的投资者保护制度执行。
2018 年 10 月	通报近期完善并购重组监管工作情况	针对小额并购交易，推出快速审核通道，简化审批程序。对于募集配套资金，放松管制，允许上市公司用于补充流动资金和偿还债务；对于并购非金融类资产少数股权的，取消财务指标限制；对于交易对方涉及 200 人公司的，明确经中介机构合规性核查后可以依法参与并购重组活动
2018 年 11 月	证监会、财政部、国资委《关注支持上市公司回购股份的意见》	支持上市金融企业依法回购股份用于实施股权激励或者员工持股计划；支持上市公司通过发行优先股、可转债等多种方式为股份回购提供融资等支持；简化实施回购的程序等。
2018 年 11 月	沪深证券交易所发布《上市公司回购股份实施细则（征求意见稿）》	细化了股份回购的具体适用情形；对于通过集中竞价出售已回购股份的，设置了 6 个月的锁定期，并要求上市公司需提前 15 个交易日进行减持预披露；延长回购实施期限。
2019 年 1 月	《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定（征求意见稿）》公开征求意见	证券公司可以为符合相关规定，且自身存在合理交易需求的专业投资者提供交易信息系统外部接入服务

数据来源：证监会、银保监会、金融委、国资委等、广发证券发展研究中心

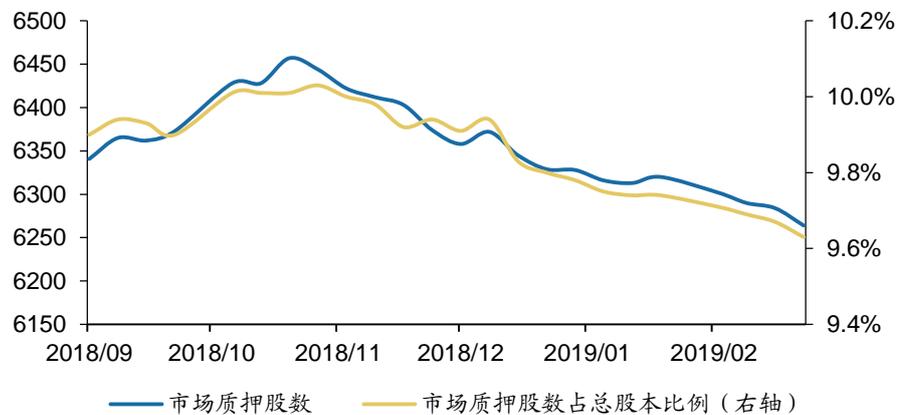
“回购”、“再融资”及“并购重组”新规有望提升上市公司资本运作需求，有利于活跃市场交投环境。受 2017 年定增新规及减持新规影响，定增规模持续缩减，“再融资新规”对募资投向及间隔限制均有所放松，有望提升上市公司募资需求，但资金供给方面，仍受定价原则及减持新规在减持数量、锁定期安排等方面的限制。

市场化措施缓解股票质押风险纾困计划持续扩容，市场化措施缓解股票质押风险。针对 2018 年爆发的股票质押业务危机，系列政策及资金支持高效落地，旨在化解上市公司面临的股票质押流动性危机。第一阶段主要由政府资金参与化解风险；第二阶段则由券商、保险、银行等金融机构以设立、参与专项资管计划的方式参与纾困；第三阶段，配套政策出台提升市场活跃度，鼓励各类资金化解民企流动性问题，如央行引导设立民企债券融资支持工具、交易所推出纾困专项公司债券、回购及再融资政策放松等。根据《证券公司分类监管规定》，将化解股票质押风险、支持民营企业发展纳入专项工作民企债券融资支持工具。

救助方案灵活，缓解优质公司流动性问题。据不完全统计，为缓解股票质押业务风险，各级地方政府成立的纾困专项基金规模超过1700亿元。支持方式多样，如采取股权、可转债等方式向上市公司提供资金支持；设立市场化基金，受让不超过上市公司总股本10%的股权来帮助企业；设立纾困专项债；以资管计划和私募基金的形式等等；11家券商发起设立规模在8亿-50亿不等的资管计划，11只产品中2只为固定收益类，其余为混合类，原定规模210亿元，后部分券商追加资金，平安证券拟成立总规模200亿元纾困资管计划，并推进纾困专项债承销；保险相关产品达780亿元。目前纾困基金规模逾4000亿元。

纾困基金设立、政策落地初见成效，股票质押整体规模趋于回落。根据wind数据，市场股票质押数达最高值时，股票质押数达到6456.89亿股，市场质押股数占总股本10.05%，截至2019年3月5日，市场质押股数6284.38亿股，较2018年11月初的高点持续收缩，较2018年末减少60.74亿股。

图44：市场质押股数（左轴，亿股）与市场质押股数占总股本比例（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

新兴业务赋予券商发展新动力

受我国政策监管要求，截至2018年3季度末，国内证券行业杠杆率仅2.8倍，相比较而言美国行业龙头杠杆在20倍左右。通过高ROA市场创新：衍生品、投行资本化、财富管理业务助力券商实现新发展。

1. 衍生品：对外开放促使金融市场产品丰富，衍生品业务发展空间广阔

我国目前处在新一轮对外开放进程中，证券公司各业务类型已基本完善，但衍生品业务从发展的深度和广度上，和国际大行相比仍有明显短板，具体来看：内地券商衍生品业务体量较小，主要投向限于固收投资、利率产品和大宗商品体量很小。对比而言，外资大行相关FICC业务包括大宗商品、利率产品、货币产品、信用产品和抵押贷款五大类，利率产品、信用产品以及外汇大宗商品等均具有显著收入贡献。从1993年至2016年，美国头部证券公司FICC收入中，信用产品、利率产品以及外汇/新兴市场/大宗商品三者的平均贡献占比约为32%、34%和34%。由于信用债做市受市场环境影响较大，信用产品在FICC中的收入贡献占比波动也最大，在1993年至2016年间，波动幅度从-29%至45%，是唯一出现过负收入贡献的FICC品种。

借鉴日本及台湾金融业对外开放的经验，渐进式开放将促使合资企业增加，外资券商进入后行业业务链得以完善，如衍生品业务和跨国经纪业务，促进了本地市场与国际成熟市场接轨，同时，配合资本流通渠道的逐步扩容，对外开放进程为本土资本市场引入大量合格境外投资机构，本土市场机构投资者占比将会逐渐提升。届时，投资者结构极大丰富，对冲交易及产品设计需求提升，衍生品等投资工具也将相应升级，具备资本金规模优势及创新业务先发优势的头部券商市场地位将进一步巩固。

2. 投行资本化：绝对规模仍有较大提升空间

投行资本化特指投行业务+私募股权，在券商行业商业模式正由通道业务向买方业务转型期，投行资本化恰好卡在承上启下的C位。一方面，投行业务是券商的基础业务之一，在多层次资本市场不断完善、直接融资不断壮大过程中，其营收规模仍有持续提升的空间；另一方面，私募股权业务也逐渐迎来收获期，在注册制推出预期下退出更为顺畅。

目前内地券商投行资本化占比已达10%-15%，绝对规模仍有较大提升空间。我国投行资本化业务已有长足发展：（1）在中小板、创业板、新三板开闸和扩容下，承销业务呈提振态势，贡献收入10%-15%；（2）顾问咨询业务收入从不足1%提升至5%；（3）私募股权业务快速发展，2016年实现净利润合计35亿元，占当年行业净利润5.6%。但相比美国投行，国内投行资本化仍有较大空间：（1）中美投行资本化业务营收占比已大致相当，但在绝对金额维度上，中美差距巨大；（2）国内证券化率2017年末为71%，与美国十年前的79%大致相当，壮大直接融资政策导向下，国内投行资本化业务仍有较大提升空间。（详见广发报告《投行资本化：头部券商新盛宴》）

表 7：券商规模居前的私募股权基金和另类投资业务情况（亿元）

证券公司	直投/私募基金子公司	设立时间	管理资产规模	注册资本	净资产	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017年3月	2516				
中信证券	金石投资	2007年10月	超过600亿	30	100.9	34.55	15.21
中信建投	中信建投资本	2009年7月	425.25	16.5	9.81	1.89	0.96
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	422.07（认缴金额）	60	63.45	11.4	7.34
东方证券	东证资本	2010年2月	243.43	40	38.76	2.91	0.91
招商证券	招商致远	2009年8月	超过200亿	18	22.98	5.29	3.08
海通证券	海通开元	2008年10月	176	106.5	143.87	26.64	18.39
兴业证券	兴证资本	2010年4月	49	7	10.19	0.89	0.36

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

3.财富管理：居民财富高速积累，潜力巨大

降佣趋势下，经纪业务意义在于导流，零售业务转型财富管理为必然趋势。经纪业务作为通道业务，类比互联网金融的支付行业——作为导流的基础业务存在，将逐步发展为券商业务的流量入口。对标中国，行业佣金率下行趋势在所难免，随着美国“零佣金”产品的推行，预计国内经纪业务佣金率将进一步贴近成本线。经纪业务转型，对存量客户的二次开发成为券商的主要任务，财富管理业务作为渠道、服务业务，具有轻资产、收益稳定的优点，有利于券商获得稳定且较高的ROE水平。

券商发展财富管理还有较大的空间。过去十年间，人民财富快速累积，可投资金融资产逐年增加。人均GDP由2006年的1.7万元发展到2018年的6.4万元。经济的快速增长带动了人民财富的快速累积，到2017年，中国个人可投资金融资产总额约为188万亿元，年均增长20.3%。

图45：人均GDP（万元）

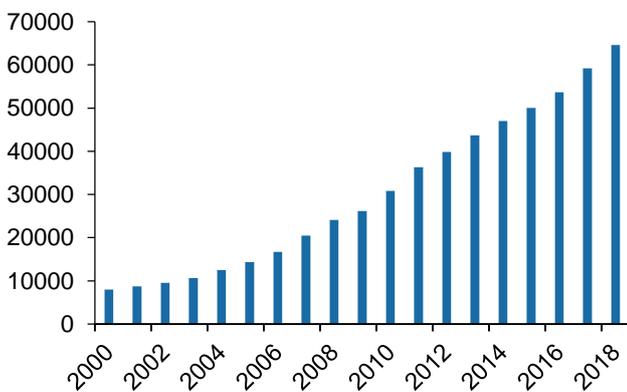


图46：中国个人可投资资产总体规模（左轴，万亿元）与同比增速（右轴）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

近年来我国财富管理市场整体发展较快，但渗透率仍偏低。2015 年仅有约 20%，与美国（54%）、香港（34%）等财富管理较为发达的市场相比仍有差距。提升财富管理的渗透率，有利于拓宽我国居民的财产性收入渠道。

综上，在金融供给侧改革的指引下，包括创投业务、债券业务和股票业务的直接融资市场有望得到长足发展，证券行业将成为充分的受益者。在信用创造能力尚不具备的情况下，我国证券行业有望通过发展衍生品、投行资本化、财富管理等高 ROA 业务提升整体盈利能力。我们看好证券行业在金融供给侧改革下的战略发展期，建议关注头部券商的配置价值。

风险提示

1.宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2.金融市场开放对国内证券行业形成过大冲击；3.证券行业创新不足导致过度同质化经营。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。