



## 强于大市

# 证券行业集中度专题报告

长期头部集中化趋势显现，差异化发展成金钥匙

2015年以来，周期性因素与监管因素共同作用且监管等趋势因素不断强化，券商集中度处于上升通道。虽然集中度在2019H1有所回落，但中小券商依靠行情与活跃度的业绩增长方式难以持续，长期来看头部集中化趋势难以逆转。差异化、特色化发展或将成为中小券商未来发展的唯一出路。

- **周期因素弱化，监管因素强化，集中度趋势性上升。**2012年之前券商集中度体现出显著逆市场周期属性。2012年之后，随着证券业竞争格局的日趋稳定与监管影响的日趋深入，周期因素逐渐弱化，监管因素逐渐强化，使得监管与政策层面对于集中度的趋势性影响被放大。在当前金融供给侧改革的大背景下，享有持续政策利好的大券商的系统重要性将不断提升，相比于中小券商，大券商具备强大的综合实力，资本金实力、专业能力、定价能力、销售能力、资源禀赋、创新业务与海外业务先发优势明显，尤其是在当前行业同质化现象严重的情况下，大券商更易脱颖而出，抢占行业改革创新的先机。
- **传统业务转型升级、重资产业务发展或助推行业集中度提升。**1) 在政策引导下，券商的传统业务领域（包含经纪、投行、资管以及融合的财富管理领域）有望发生业务结构调整与优化、盈利模式转型升级的重大转变，集中度有望呈现趋势性上升。2) 股票质押业务所需的资金门槛较高，同时券商分类评级规定限制了中小券商开展股票质押业务的规模；由于衍生品、做市商、FICC业务同属于重资产业务且业务复杂性高，对券商资金实力与专业能力的门槛很高，创新类业务的发展将成为未来助推券业集中度提升的根本动力。
- **同质化严重成为中小券商发展瓶颈，差异化发展是唯一出路。**1) 无论从既有业务的规模、质量、多元化程度方面，还是从享有的创新业务、海外业务的的政策红利与壁垒方面，大型券商都具备绝对的优势，中小券商在各业务条线都难以和头部券商正面较量。2) 证监会发布券商分类管理规定，将券商划分为综合类与专业类，将引导券商差异化、特色化发展方向。3) 中小券商的优势在于细分领域的专业能力与局部资源，可以补充大型券商的功能缺失，填补市场需求的空白区域。中小券商应当从现有存量业务与创新业务两方面进行差异化发展。

### 相关研究报告

《上市券商8月业绩点评》20190909  
《证券行业2019年半年报综述》20190902  
《证券行业政策点评》20190810

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 非银金融: 证券

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

### 投资建议

- 1) 2019H1行业集中度有所回落，但是中小券商更加依赖市场行情与活跃度的业绩兑现方式，其可持续性与确定性较低，长期来看，行业集中度的提升仍将成为大趋势。2) 行业长期享有持续且确定性较高的政策面利好，龙头券商尤为收益。当前行业利好政策仍持续推出。长期来看，政策利好持续支撑板块表现，龙头券商凭借其强大的综合实力将充分受益。3) 强Beta属性下，短期表现主要受市场波动影响。受到中美关系、宏观经济和利率环境等因素影响，市场波动较大，短期来看，外部市场因素将成为左右券商行情走势的主导因素。重点推荐业绩抗压性强、充分受益于资本市场改革且估值较低的券商龙头海通证券、中信证券。

### 风险提示

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。



## 目录

<b>1 周期与趋势性因素共振，券商集中度呈快速上升之势.....</b>	<b>4</b>
1.1 周期与监管因素共同作用下，上市券商净利润集中度处于上升通道.....	4
1.2 相比海外市场，我国证券行业集中度还有较大上升空间.....	6
<b>2 赢家通吃格局确立，多业务领域现头部集中化趋势.....</b>	<b>8</b>
2.1 经纪业务集中度：周期因素影响较小，或将重新进入上升通道.....	8
2.2 投行与资管业务集中度：监管与政策影响下止降回升.....	9
2.3 信用业务集中度：上升趋势明显，监管趋严助推集中度加速提升.....	10
2.4 自营业务集中度：2012年以来保持稳定，新会计准则下波动将加剧.....	11
2.5 创新与海外业务集中度：业务资质与牌照壁垒致使集中度维持高位.....	12
2.6 传统业务转型升级、重资产业务未来发展或助推行业集中度提升.....	14
<b>3 券商分类管理规定出台，引导行业差异化、特色化发展.....</b>	<b>15</b>
3.1 我国证券行业现状：同质化严重，中小券商发展遇瓶颈.....	15
3.2 券商分类管理规定出台，引导券商差异化、特色化发展方向.....	15
3.3 中小券商未来出路：摒弃“大而全”，追求“小而美”.....	16
<b>4 投资建议.....</b>	<b>19</b>
<b>5 风险提示.....</b>	<b>21</b>



## 图表目录

图表 1. 2007-2018 上市券商营业收入集中度 CR10.....	4
图表 2. 2007-2018 上市券商归母净利润集中度 CR10 .....	5
图表 3. 2007-2018 上市券商营收 CR10 vs. 归母净利润 CR10.....	5
图表 4. 2013-2018 美国投行与经纪商营业收入集中度 vs. 中国券商集中度.....	6
图表 5. 2013-2018 美国投行与经纪商净利润集中度 vs. 中国券商集中度.....	7
图表 6. 2007-2018 上市券商经纪业务收入 CR10 .....	8
图表 7. 经纪业务平均佣金率 vs. 公募基金分仓佣金率 .....	8
图表 8. 公募基金成交额与分仓佣金占比.....	8
图表 9. 2007-2018 年上市券商投行业务收入 CR10.....	9
图表 10. 2007-2018 年上市券商资管业务收入 CR10.....	10
图表 11. 2010-2018 上市券商信用业务收入 CR10 .....	11
图表 12. 2007-2018 上市券商自营业务收入 CR10 .....	12
图表 13. 2018/09-2019/06 收益互换与场外期权新增本金 CR5 .....	13
图表 14. 2018/09-2019/06 收益互换与场外期权存量本金 CR5 .....	13
图表 15. 2018 年券商场外衍生品业务情况.....	13
图表 16. 2010-2018 年上市券商五大主营业务收入 CR10 变化对比.....	14
图表 17. 2019H1 全部 131 家券商业务收入结构.....	15
图表 18. 2019H1 大券商业务收入结构 (11 家) .....	15
图表 19. 2018 美国五大投行业务收入结构各具特色 .....	17
图表 20. 中小券商寻求差异化发展路径选择 .....	18
图表 21. 上市券商估值表 .....	20

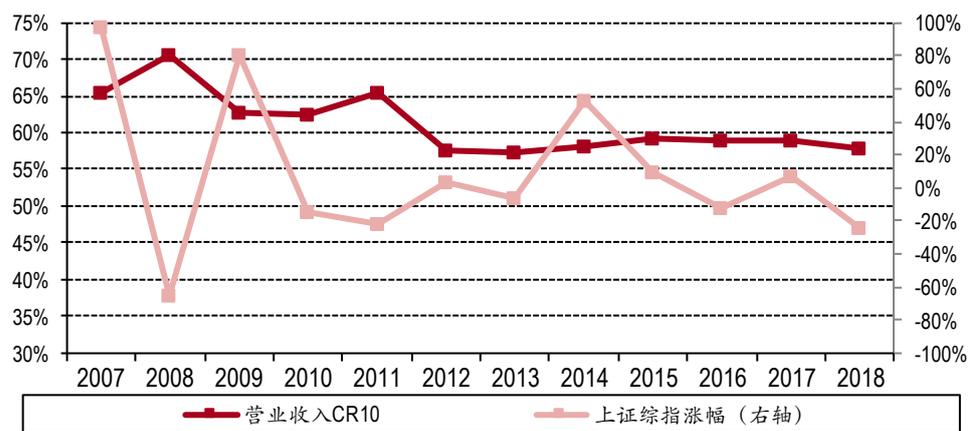
## 1 周期与趋势性因素共振，券商集中度呈快速上升之势

券商板块集中度处于新一轮上升周期。2015 年以来，券商净利润的集中度呈现出明显的加速上升势头。相比于前几轮行业集中度的变化，本轮周期性因素减弱，监管等趋势性因素更强：1) 集中度的上升固然离不开周期性因素，大券商具备更强的综合实力，因此业绩稳定性、均衡性更好，在市场低迷时期抗压性更强会促使集中度的提升；2) 与此前不同的是，资本市场供给侧改革下，监管与政策层面为券商集中度的上升带来了更多趋势性动力，大券商享有相对友好的监管环境与更多的政策红利，助推行业集中度的提升。

### 1.1 周期与监管因素共同作用下，上市券商净利润集中度处于上升通道

券商营业收入集中度的周期性减弱，12 年以来保持平稳。我们测算了 2007 年至今行业营收集中度的变化与市场行情（上证综指涨幅）之间的关系，发现证券公司营业收入集中度 CR10（前 10 名券商占 45 家有可比合并口径的券商的比例，45 家券商占全行业的比例超过 90%）与上证综指涨幅相关系数为-0.13，未发现显著的相关性：1) 其中，在 2012 年之前周期属性较强，相关系数达到-0.57。2012 年之后，集中度的周期性明显减弱，营业收入集中度 CR10 与上证综指涨幅相关系数仅为 0.12，营收集中度处于 57%-59% 之间，保持平稳状态。2012 以来，证券行业营收头部阵营的券商构成保持稳定，有 10 家券商排名连续保持前 12 名，其中 7 家券商稳居前 10，分别是中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券、申万宏源。

图表 1. 2007-2018 上市券商营业收入集中度 CR10

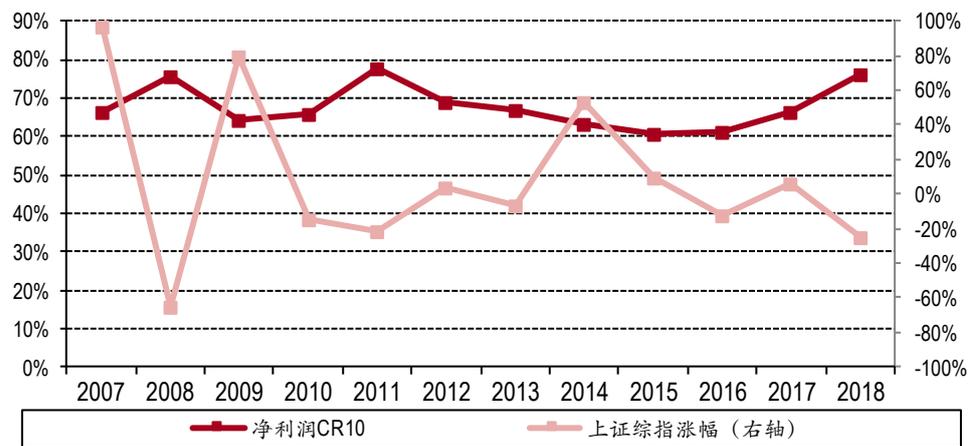


资料来源：万得，中银国际证券

券商净利润集中度周期性更强，但同样表现为前高后低。我们测算了 2007 年至今行业净利润集中度的变化与市场行情（上证综指涨幅）之间的关系，发现证券公司净利润集中度 CR10（前 10 名券商占 45 家有可比合并口径的券商的比例，45 家券商占全行业的比例超过 90%）与上证综指涨幅相关系数为-0.52，市场周期与集中度呈现较为明显的负相关性，其中 2012 年之前周期属性更强，相关系数为-0.72；2012 年之后，集中度的周期性有所减弱，净利润集中度 CR10 与上证综指涨幅相关系数下降为-0.50，同样表现为前高后低。相比营收头部阵营，证券行业净利润头部阵营则更趋稳定，除中金公司外，其余 10 家头部券商稳居前 11 名，并逐步拉开与第二阵营的差距。其中中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券作为第一阵营的佼佼者，也在逐渐拉开与第一阵营其他券商的差距，行业竞争格局日渐清晰。

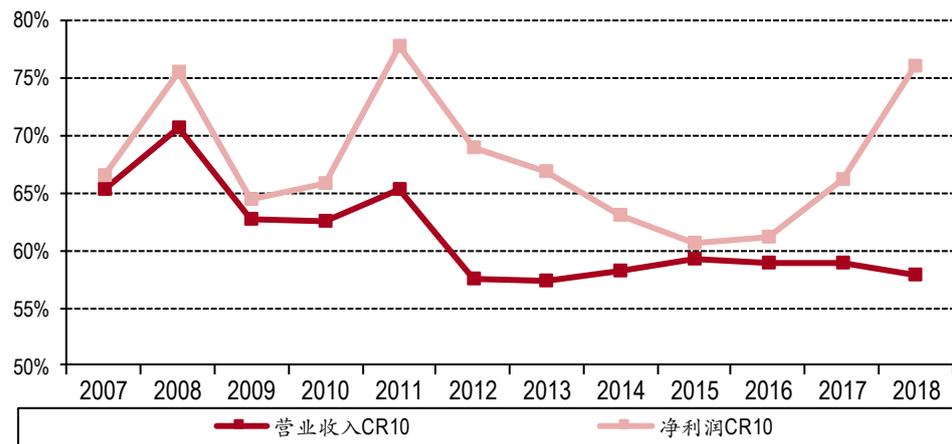
**监管从严，规模效应助推行业集中度提升。**与营业收入集中度自2012年以来平稳趋势不同的是，净利润集中度先降后升，主要有两方面原因：1) 2012-2015年，净利润集中度下降，主要因为监管层鼓励创新，中小券商发力互联网金融，成本较低，且全面改革下，中小券商纷纷弯道超车，加剧行业竞争，集中度下降。2) 2015-2018年，净利润集中度开始上升，并逐渐拉开与营收集中度的差距，主要因监管从严，市场情绪整体不高的环境下互联网业务开发到达瓶颈，大券商的规模效应再次显现，利润率更高，回归净利润集中度高于营业收入的常态。可以看出，除14-15年外，其他年份净利润集中度均显著高于营收集中度，体现了大券商在行业同质化严重的情况下借助规模效应的巨大优势，实现了更好的成本管控效果与更高的毛利率，助推行业集中度的上升。

**图表 2. 2007-2018 上市券商归母净利润集中度 CR10**



资料来源：万得，中银国际证券

**图表 3. 2007-2018 上市券商营收 CR10 vs. 归母净利润 CR10**



资料来源：万得，中银国际证券

**周期因素与监管趋势性因素相辅相成，共同影响集中度。**通过观察不难发现，周期与监管本身相辅相成，比如2013-2014年的行业开放创新，也是2014-2015年牛市的催化因素之一，2018年去杠杆、股票质押新规等对流动性造成短期压力，也是市场下跌的原因之一。市场周期因素与集中度的负相关性出现特例的时期，指数涨幅接近于零，市场窄幅震荡期间，此时周期性本身较弱，监管对集中度的影响更为重要。



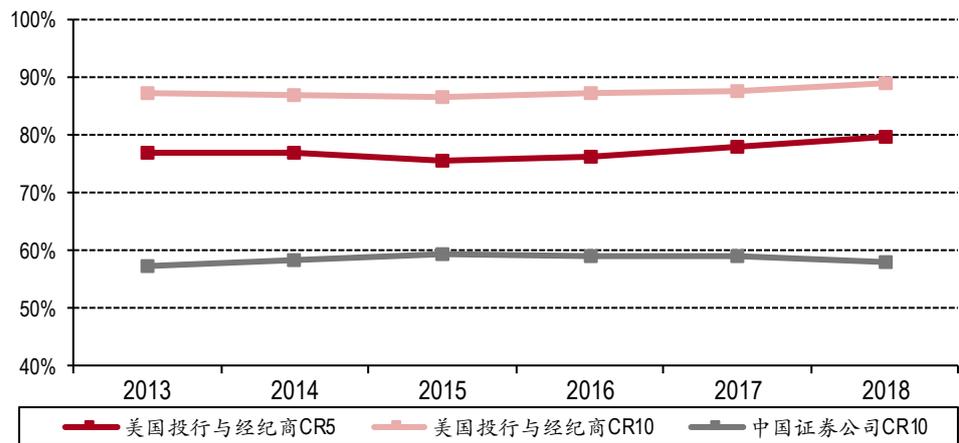
**周期因素弱化，监管因素强化，集中度趋势性上升。**2012 年之前券商集中度的市场周期属性较强，且是逆周期。2012 年之后，随着证券业竞争格局的日趋稳定与监管影响的日趋深入，周期因素逐渐弱化，监管因素逐渐强化，使得监管与政策层面对于集中度的趋势性影响被放大。在当前金融供给侧改革的大背景下，享有持续政策利好的大券商的系统重要性将不断提升，相比于中小券商，大券商具备强大的综合实力，资本金实力、专业能力、定价能力、销售能力、资源禀赋、创新业与海外务先发优势齐备，抢占转型升级先机，尤其是在当前行业同质化现象严重的情况下，大券商更易脱颖而出，抢占转型发展的先机。

## 1.2 相比海外市场，我国证券行业集中度还有较大上升空间

**美国投行与经纪商集中度明显高于我国券商集中度。**为了更加直观地了解我国证券行业集中度的水平以及未来变化趋势，我们选取了美国市场作为横向对比的对象。由于美国采用混业经营且市场对外资开放程度极高，因为我们难以直接找到我国证券行业的可比行业；根据全球行业分类标准（GICS），投资银行业与经纪业（Investment bank and brokerage）是最接近可比的行业，美国本土共有 51 家企业（包括顶级投行高盛集团与摩根士丹利）归属这一行业，我们统计并计算了其中 45 家企业（其余 6 家企业均为非上市企业，无法获取数据且数量级较低可忽略不计）2013 年至 2018 年间的营业收入与净利润水平：1) 美国投行与经纪商营业收入集中度 CR5 处于 76%-80%之间，CR10 处于 87%-89%之间；2) 美国投行与经纪商净利润集中度 CR5 集中度处于 87%-94%之间，CR10 处于 96%-102%之间。

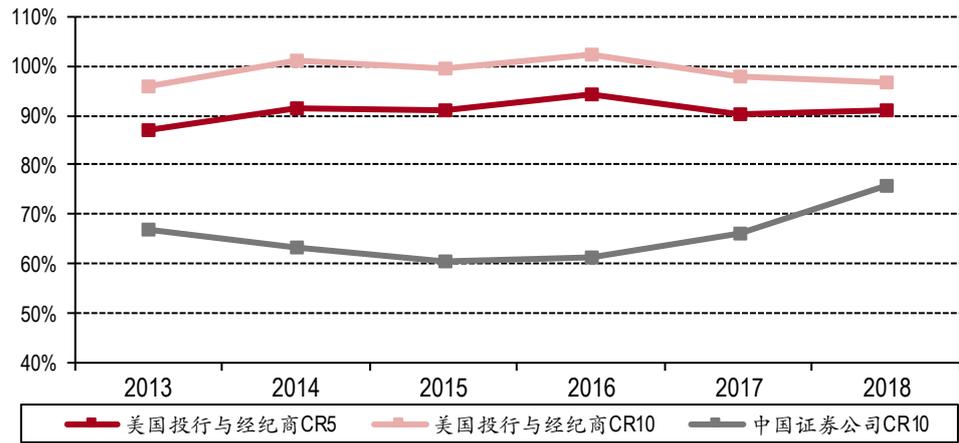
**我国券商集中度仍有较大上升空间。**美国投行与经纪商的集中度有两大特点：1) 无论是营业收入集中度还是净利润集中度均显著高于我国证券公司；2) 市场竞争格局稳定且固化，市场寡头垄断局面已确立，集中度高且稳定。经历了几十年的发展，美国投行业在尝尽兴衰更替与跌宕起伏之后，行业已步入成熟期，各类投行与经纪商阶层已经固化；而我国证券行业起步较晚，当前仍然处于快速发展的时期，面临转型升级带来的极大不确定性，行业格局未来仍有可能经历新一轮的洗牌与重塑，集中度有较大的上升空间。

图表 4. 2013-2018 美国投行与经纪商营业收入集中度 vs. 中国券商集中度



资料来源：Bloomberg，中银国际证券

图表 5. 2013-2018 美国投行与经纪商净利润集中度 vs. 中国券商集中度



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

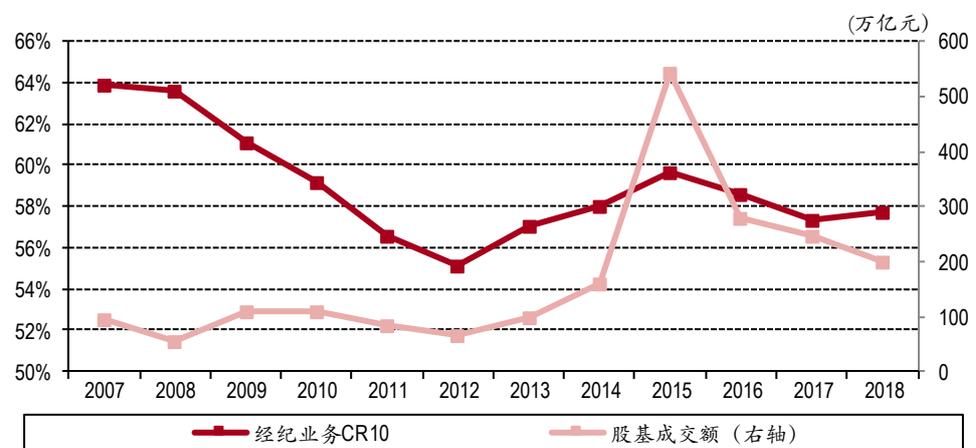
## 2 赢家通吃格局确立，多业务领域现头部集中化趋势

### 2.1 经纪业务集中度：周期因素影响较小，或将重新进入上升通道

券商经纪业务集中度的周期属性较低。我们测算了2007年至今券商经纪业务集中度与全市场股票成交额以及市场行情（上证综指涨跌幅）之间的相关性，发现证券公司经纪业务集中度CR10（前10名券商占45家有可比合并口径的券商的比例，下同，45家券商占全行业的比例超过90%）与全市场股票成交额相关系数仅为-0.06，与上证综指涨跌幅相关系数为0.28，均未表现出明显相关性，可见经纪业务集中度的市场周期属性较低。

经纪业务集中度有望重新步入上升通道。从集中度水平来看，2007-2015年，经纪业务集中度经历了先降后升的过程。2015年以来，东方财富等中小券商通过互联网经纪业务平台压低成本，大打佣金价格战，市场份额实现弯道超车，同时大券商也被迫降低佣金率导致利润空间下降，致使集中度出现再次下降。但是随着佣金率的不断下降，中小券商的利润空间被显著压缩，传统经纪业务收入弹性与收入贡献度均达到历史低水平，未来券商经纪业务面临较大的转型，机构化程度较不断提高，有助于经纪业务集中度的提升，一方面机构客户占比提升有利于行业佣金率与经纪业务毛利率的提升，另一方面，大券商更强的综合服务能力能够更好地服务机构客户，有利于增强存量客户粘性并扩大新增客户渠道，同时在规模效应下享有更低的业务成本与更厚的利润。

图表 6. 2007-2018 上市券商经纪业务收入 CR10



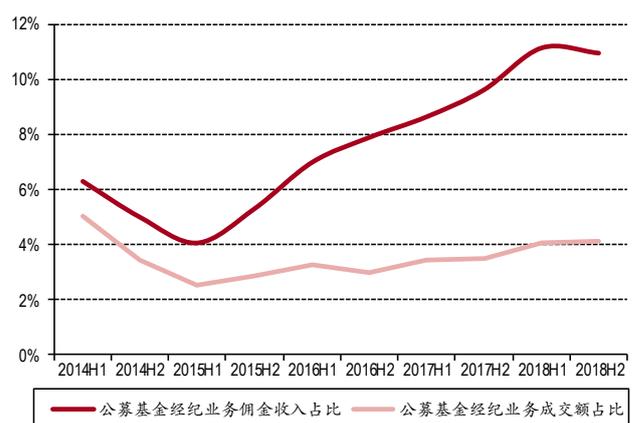
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 经纪业务平均佣金率 vs. 公募基金分仓佣金率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 公募基金成交额与分仓佣金占比



资料来源：万得，中银国际证券

经纪业务头部阵营优势显著。从经纪业务的竞争格局来看，头部阵营构成十分稳定，中信证券、国泰君安、中国银河、广发证券、华泰证券、申万宏源、国信证券、招商证券、华泰证券 9 家券商稳居前十名，且与其他券商的收入差距十分明显，其中中信证券、国泰君安经纪业务较为突出，分别独自占据第一阵营的第一梯队与第二梯队，较第一阵营的其他券商有明显优势。此外，中金公司经纪业务发展较快，一直保持增长态势，并于 2018 年首次跻身行业前十。

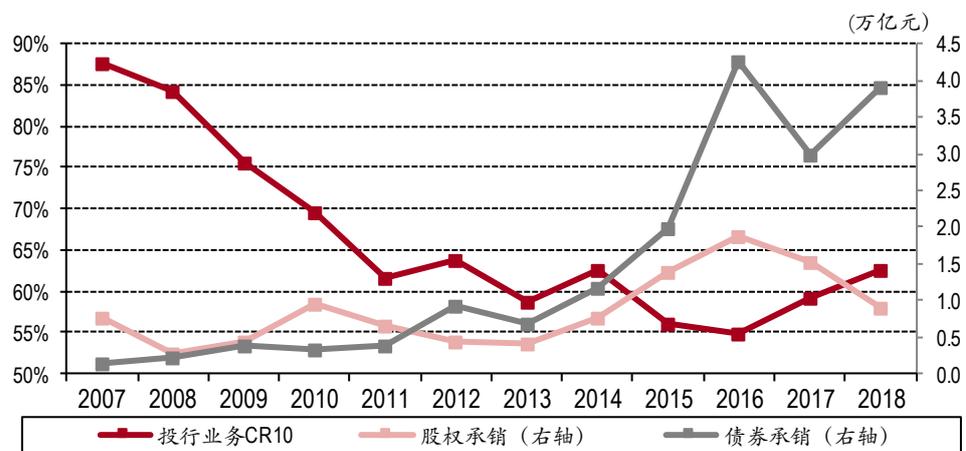
## 2.2 投行与资管业务集中度：监管与政策影响下止降回升

券商投行与资管业务集中度的周期属性较低。我们测算了 2007 年至今券商投行业务集中度以及资管业务集中度与市场行情（上证综指涨跌幅）之间的相关性，发现投行业务集中度 CR10 与上证综指涨跌幅相关系数为 0.29，资管业务集中度与上证综指涨跌幅相关系数为 0.23，均未表现出明显相关性，可见投行与资管业务集中度在快速发展时期表现出的市场周期属性较低。

随着各业务市场的不断扩容，投行与资管业务集中度不断下降。相反，我们观察到投行与资管业务与全市场业务规模呈现明显的负相关性，2007-2018 年投行业务集中度与股债合计承销规模的相关系数为-0.62，资管业务集中度与全行业资管规模的相关系数为-0.79，负相关性显著。2007 年以来，券商投行业务与资管业务均取得了长足的发展，全行业股债合计承销规模由 2008 年的 4978.31 亿元增长至 2015 年的 6.13 万亿元，累计涨幅达 1131.46%；全行业资管规模由 2007 年的 788 亿元快速增长至 2016 年的 17.58 万亿元，累计增长 222 倍。业务发展初期，由于投行与资管业务市场规模较小，券商参与度较低，呈现出“几家独大”的景象；由于投行与资管业务属于牌照类业务，资金与专业能力门槛较低，因此随着市场的不断扩容，券商的参与度快速提升，竞争日趋白热化，业务费率逐渐降低，一方面大券商的部分市场份额被挤占，另一方面，大券商的毛利率逐渐下降，最终导致集中度的持续下降。

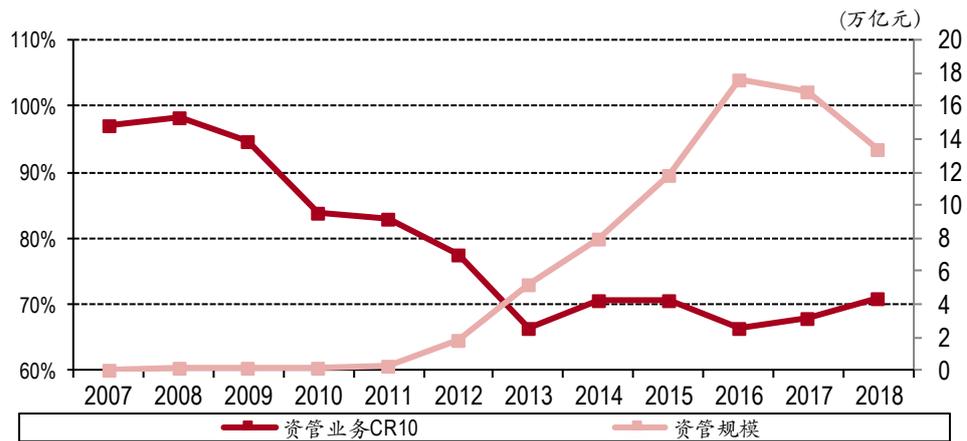
严监管与强监管背景下，集中度止降回升。2015 年以来，行业进入严监管、强监管时期：1) 券商投行业务迎来史上最严内控新规，加之股权再融资与并购重组的监管尺度与政策趋严，使得股权承销规模由 2016 年的 1.87 万亿降至 2018 年的 0.91 万亿，业务风格偏激进、风控不严的中小券商受到了较大的影响，相反大券商由于风控合规更严、业务规范化程度更高受到监管趋严的影响更小；2) 券商资管业务同样受到了《资管新规》的洗礼，在去通道、去杠杆的不利影响下，券商总资管规模由 2016 年的 17.58 万亿元降至 2018 年的 13.36 万亿元，中小券商由于业务风险更高同样受影响更大。在这一影响下，券商投行与资管业务集中度双双于 2016 年触底回升。

图表 9. 2007-2018 年上市券商投行业务收入 CR10



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2007-2018 年上市券商资管业务收入 CR10



资料来源：万得，中银国际证券

**投行业务头部阵营相对稳定，阵营内部排名起伏较大。**2012 年以来，券商投行业务头部阵营日趋稳定，中信证券、中信建投、华泰证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、招商证券、广发证券、国信证券 9 家券商稳居前 10 名，其中中信证券自 2013 年以来保持行业第一，中信建投稳居前三，而其他头部阵营的券商相对排名起伏较大，主要受投行项目储备季节性、周期性波动的影响。随着设立科创板与试点注册制的落地，大投行业务的转型与升级对券商定价能力、销售能力等专业能力提出更高要求，投行业务头部阵营的优势将会被放大，投行业务集中度有望持续提升。

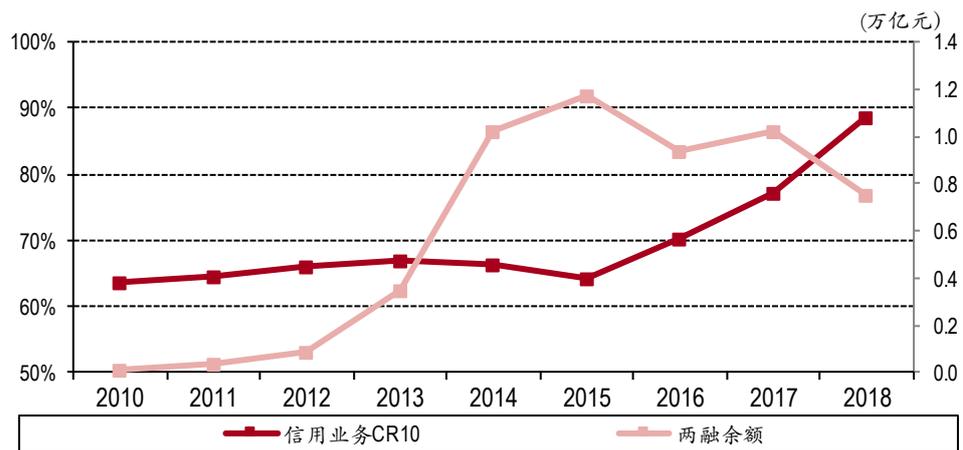
**资管业务头部阵营日趋稳定，财富管理转型与升级或助部分券商后来居上。**资管业务由于起步较晚，发展初期头部阵营变化较大，2015 年以来趋于稳定，中信证券、广发证券、华泰证券、东方证券、海通证券、中金公司、国泰君安、招商证券、申万宏源、光大证券稳居前 10（仅海通证券 2016 年位列 15 名）：1) 其中中信证券、广发证券稳居前两名，分别单独占据第一梯队与第二梯队。2) 华泰证券借助互联网金融平台推动财富管理转型与升级，加速传统经纪业务与资管业务融合，资管收入增长较快，已连续两年位居第三。3) 其他券商排名起伏较大，其中东方证券、光大证券作为中型券商能够跻身并稳居行业前十体现了各自资管业务的优势，尤其是东方证券，其资管业务一直是公司特色与优势业务。随着资管新规对行业影响持续深入、财富管理转型与升级不断推进，资管业务有望向主动管理能力与综合服务能力更强的头部券商集中。

### 2.3 信用业务集中度：上升趋势明显，监管趋严助推集中度加速提升

**券商信用业务集中度与市场周期因素相关度较低。**我们测算了 2010 年至今券商信用业务集中度与市场行情（上证综指涨跌幅）之间的相关性，发现信用业务集中度 CR10 与上证综指涨跌幅相关系数为 -0.29，未表现出明显的相关性，由此可见信用业务集中度受市场行情周期因素影响较小。

**严监管助推信用业务集中度加速提升。**我国券商信用业务起步较晚，两融业务 2010 年起步，场内股票质押业务 2013 年才正式开启，截至 2015 年都取得了快速发展；2010-2015 年，信用业务集中度较为稳定，CR10 维持在 64%-67% 之间，2015 年略有下降。自 2015 年开始，券商信用业务同样遭遇了严监管：1) 券商分类评级标准规定，分类评价结果为 A 类、B 类、C 类及以下的券商，自有资金参与股票质押回购交易业务融资规模分别不得超过公司净资本的 150%、100%、50%，高评级的大券商股票质押业务发展空间更大。2) 股票质押新规规定，单只股票的质押率不得超过 60%，对于质押率过高的股票，将停止新增业务。3) 减持新规的影响下，持股 5% 以上大股东的股票难以轻易减持，导致金融机构主动缩减股票质押业务规模，致使部分大股东由于难以还钱触发违约事件。相对而言，部分中小券商由于风控不严、业务过于激进，面临更高的股票质押风险。在政策的影响下，风险把控更严、业务更加规范的大券商得以脱颖而出，尤其是 2018 年行业股票质押风险事件频发，致使众多中小券商折戟沉沙，而大券商凭借更加严格的风控避开了大部分的风险事件，使得信用业务集中度加速提升，由 2015 年的 64.3% 提升至 2018 年的 88.5%。

图表 11. 2010-2018 上市券商信用业务收入 CR10



资料来源：万得，中银国际证券

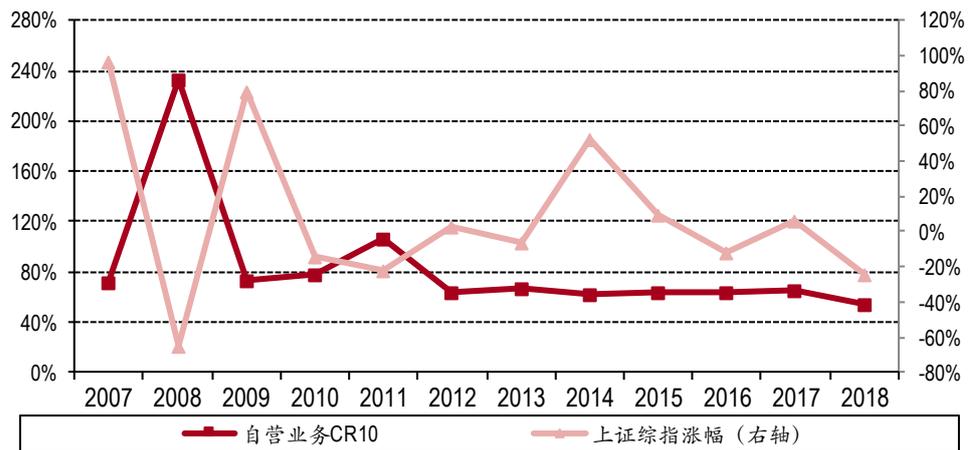
信用业务头部阵营逐渐明朗，阵营内部排名起伏较大。2015 年以来，券商信用业务头部阵营日趋稳定，国泰君安、海通证券、中国银河、申万宏源、华泰证券、中信证券、中信建投、光大证券、国信证券 9 家券商稳居前 11 名，其中国泰君安、海通证券连续四年保持行业第一、第二名，而其他头部阵营的券商相对排名起伏较大，主要受股票质押风险不可控所致。近日券商分类管理规定出台，券商被分为综合类与专业类，5 年过渡期后，专业类券商将失去开展股票质押业务等高风险业务的资质，信用业务集中度将有望维持高位。

#### 2.4 自营业务集中度：2012 年以来保持稳定，新会计准则下波动将加剧

券商自营业务集中度周期性前高后低。我们测算了 2007 年至今券商自营业务集中度与市场行情（上证综指涨跌幅）之间的相关性，发现自营业务集中度 CR10 与上证综指涨跌幅相关系数为-0.51，表现出显著的负相关性，自营业务集中度的市场周期属性较强。其中，2012 年之前自营业务集中度 CR10 与上证综指涨跌幅相关系数为-0.75，负相关性极高；2012 年以后集中度日趋稳定，CR10 保持在 64%-67% 之间（由于会计准则调整，加剧了自营业务的波动性），与上证综指涨跌幅的相关系数为 0.21，周期属性明显下降。

券商自营受市场系统性风险影响较为一致，表现为集中度的相对稳定。与其他业务不同，各家券商自营业务的表现主要受市场系统性风险以及自营投资策略与行情匹配度等不可控因素左右，致使自营业务难有“常胜将军”；由于券商自营资产规模庞大且相对稳定，难以实现灵活且大幅度的资产配置调整，且权益类资产配置占比的调整步调相对一致（行情上涨，加大权益类配置；反之则减少）因此这些不可控因素对各家券商的影响是相对一致的。尤其是在市场行情大起大落的时期，系统性风险的影响更是主导了券商自营业务的表现，因此券商近年来自营业务集中度变化不大。

图表 12. 2007-2018 上市券商自营业务收入 CR10



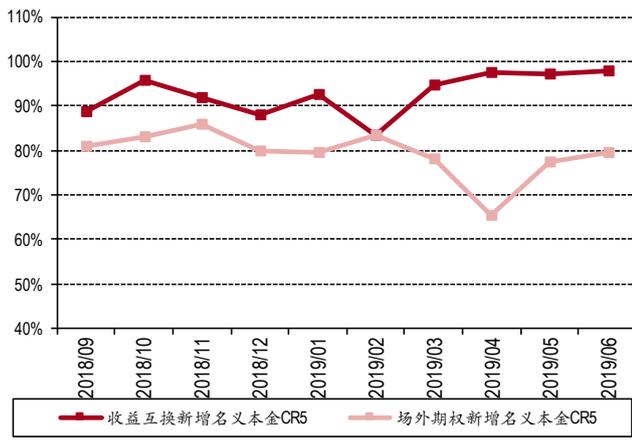
资料来源：万得，中银国际证券

**自营业务头部阵营变化大，中信证券一枝独秀。**2012年以来，虽然券商自营业务集中度 CR10 保持相对稳定，但是头部阵营的构成却变化频繁，凸显出自营业务的波动性，尤其是 2018 年以来，部分大券商开始采用新的金融资产分类标准，将原本归属于可供出售金融资产的部分权益类资产划归交易性金融资产，并将其他债权投资收益由利息净收入科目划至投资收益科目，加剧了自营业务的波动性，仅中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券 4 家券商持续保持在前 10 名，其中中信证券凭借其自营资产规模、投管能力以及精准交易操作等方面的优势，常年稳居行业第一，且优势明显。此外，广发证券与东方证券自营业务排名一直位列前 10，仅 2018 年由于权益类资产亏损严重且新会计准则下自营口径的调整，排名跌出前 10，直接导致 2018 年自营业务 CR10 出现明显下滑（由 65% 下滑至 54%）。

## 2.5 创新与海外业务集中度：业务资质与牌照壁垒致使集中度维持高位

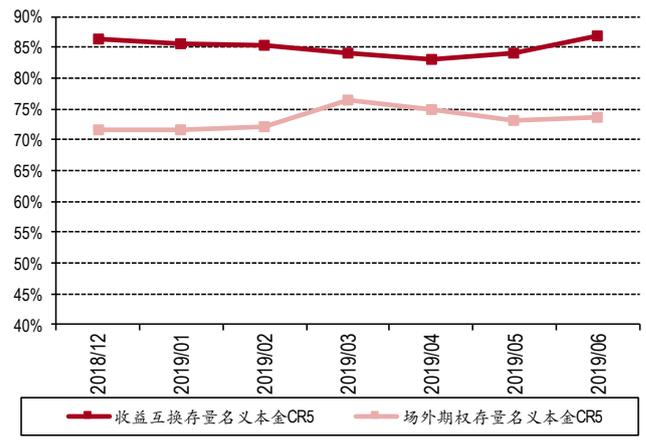
**创新业务几乎被大券商所垄断。**由于创新业务资本金占用较高且风险相对较大，因此监管对这类业务设置了较高的门槛，大券商更易获得从事创新业务的牌照或资质。以场外期权业务为例，自 2018 年 8 月 1 日开始，中证协分四批公布了场外期权一级、二级交易商，其中一级交易商有 7 家（包含中信证券、华泰证券、中信建投等），二级交易商 24 家。一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易；二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。未跻身一二级交易商的券商不得开展场外期权业务。此外，券商分类评级监管也对场外期权业务的两类交易商主体资质进行严格限制（一级交易商：AA 级或以上；二级交易商：A 级或以上）。可以看到，相比此前众多券商纷纷进入场外期权市场的景象，新规之后仅有 31 家券商有资格进行场外期权业务，极大地限制了中小券商从事场外期权业务，致使场外期权业务集中度维持高位。

图表 13. 2018/09-2019/06 收益互换与场外期权新增本金 CR5



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 2018/09-2019/06 收益互换与场外期权存量本金 CR5



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 2018 年券商场外衍生品业务情况

新增交易名义本金排名	收益互换		场外期权		合计	
	证券公司	全年新增名义本金	证券公司	全年新增名义本金	证券公司	全年新增名义本金
第一名	中金公司	669.83	中信证券	1548.71	中信证券	2081.19
第二名	中信证券	532.48	中信建投	1298.19	中信建投	1316.07
第三名	广发证券	230.71	中泰证券	952.51	中金公司	1097.70
第四名	华泰证券	162.99	广发证券	537.43	中泰证券	955.40
第五名	申万宏源	152.15	中金公司	427.87	广发证券	768.14
第六名	国泰君安	85.49	申万宏源	367.21	申万宏源	519.36
第七名	国信证券	67.35	海通证券	323.64	海通证券	323.64
第八名	光大证券	27.12	国泰君安	208.40	华泰证券	320.12
第九名	东兴证券	20.11	招商证券	165.60	国泰君安	293.89
第十名	招商证券	18.06	华泰证券	157.13	国信证券	197.01
前十名合计		1966.27		5986.69		7872.52
前十名占比(%)		95.74		89.11		89.75

资料来源：中证协，中银国际证券

海外业务集中度同样较高。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”。在这一评级指标的影响下，由于大券商海外业务具备明显的先发优势，更易获得加分，得到更高的评级结果。而券商分类评级结果又直接影响券商从事海外业务的资质，比如券商可通过设立、收购、参股在港开展跨境业务，但是对分类评级结果要求为最近两次分类评价均获得 B 类 BBB 级以上分类级别，其中一次分类评价获得 A 级以上分类级别，同时对净资本、风险控制指标、最近三年净利润等进行明确规定。在分类评级的正反馈机制下，强者愈强、弱者愈弱，加剧了海外业务向头部券商集中。

多业务出现头部集中化趋势，自营业务难以成为救命稻草。当前我国证券行业多业务领域出现头部集中化趋势，集中度或将持续上升。

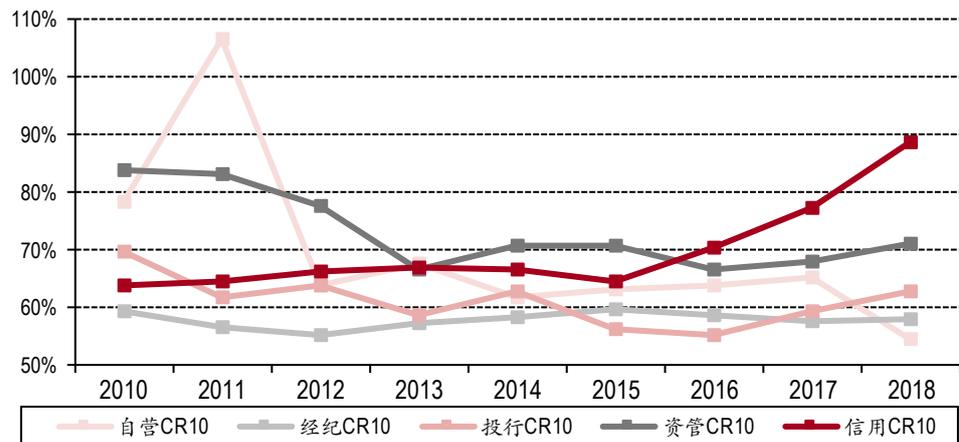
## 2.6 传统业务转型升级、重资产业务未来发展或助推行业集中度提升

**传统牌照类业务:** 1) 我国券商经纪业务、投行业务、资管业务等传统牌照类业务经历了多年发展, 由于资金门槛与所需专业能力较低, 市场迅速扩容, 市场参与者日趋增多, 业务同质化明显, 致使竞争日趋白热化, 集中度不免出现下降。2) 随着各业务领域规模显著增加, 市场已经日渐成熟与饱和, 同质化的传统业务已经产能过剩, 券商利润空间逐渐被压缩且风险迅速累积, 在严监管、强监管的影响下, 各业务都在经历了粗犷式扩张发展之后, 放缓了发展步调, 风险得以逐步释放, 业务日趋规范化, 集中度均出现向上拐点。3) 当前证券行业政策导向重心已经逐渐由严监管、去杠杆、控风险转向持续推进深化改革与扩大开放, 同时市场对特色化、定制化、以及综合性服务的需求逐渐增加, 在政策引导下, 券商的传统业务领域有望发生业务结构调整与优化、盈利模式转型升级的重大转变, 集中度有望维持趋势性上升。

**股票质押、创新业务等重资产业务:** 1) 由于股票质押式回购业务所需的资金门槛较高, 考验券商的融资能力与资金实力, 同时券商分类评级规定限制了中小券商开展股票质押业务的规模, 业务集中度快速提升。2) 衍生品业务、做市商业务、FICC 业务对于我国券商来说都属于欠发展的创新类业务, 但是这些业务都是我国券商重要的未来的发展方向。由于同属于重资产业务且业务复杂性高, 对券商资金实力与专业能力的门槛很高, 创新类业务的发展将成为未来助推券业集中度提升的根本动力。

**自营业务:** 自营业务集中度较低且波动较大, 对于中小券商来说, 或许能提供逆势突围、弯道超车的机会, 但是正是因为自营业务受不可控因素影响而波动较大, 因此中小券商无法实现持续而稳定的收益, 长期来看难以改变行业集中度上行的趋势。

图表 16. 2010-2018 年上市券商五大主营业务收入 CR10 变化对比



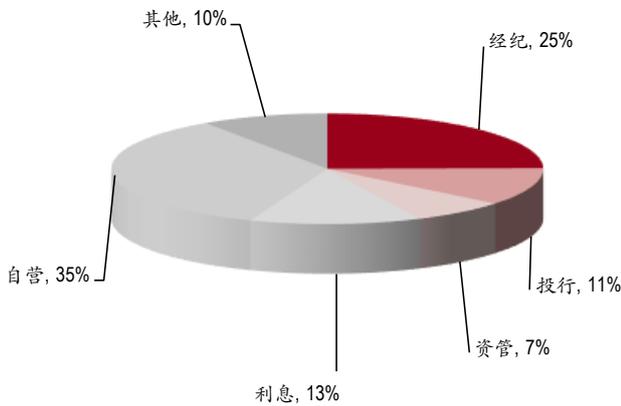
资料来源: 万得, 中银国际证券

### 3 券商分类管理规定出台，引导行业差异化、特色化发展

#### 3.1 我国证券行业现状：同质化严重，中小券商发展遇瓶颈

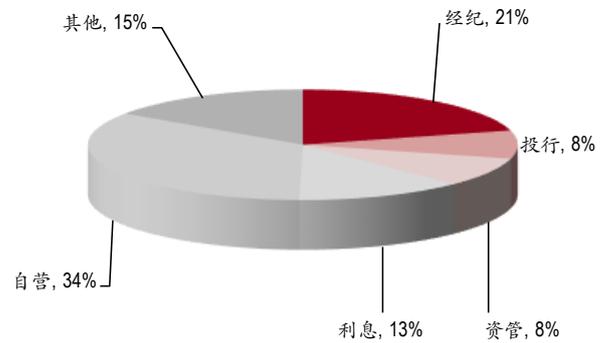
同质化严重间接导致集中度提升，中小券商利润空间被压缩。当前中国证券行业的现状是：无论券商规模大小，都走的是同质化的发展路线，业务结构与业务模式趋同。1) 当前中国的券商在经营策略方面选择的是中庸之道，投行、经纪、资管、信用等主营业务齐头并进，轻易不会战略性舍弃任何一条业务条线，使得部分资源配置效率低下。以东方证券为例，公司的自营业务与资管业务优势明显且极具特色，是公司重要的业绩贡献来源，但是信用业务利息净收入拖累业绩，而且占用了资源。2) 在经纪、投行等传统牌照类业务的竞争中，由于业务同质化严重、提供的服务较为单一，国内券商选择大打价格战，恶性竞争抢夺市场份额，使得这些传统业务的费率不断下降，收入弹性越来越小，面临很大的发展瓶颈，尤其对于中小券商来说，由于不具备规模效应，其业务成本更高，利润空间被压缩得非常的小。

图表 17. 2019H1 全部 131 家券商业务收入结构



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 2019H1 大券商业务收入结构（11家）



资料来源：万得，中银国际证券

同质化已经成为限制中小券商未来发展的瓶颈。无论从既有业务的规模、质量、多元化程度方面，还是从享有的创新业务、海外业务的的政策红利与壁垒方面，大型券商都具备绝对的优势，中小券商在各业务条线都难以和头部券商正面竞争。在当前业务结构与模式同质化、发展路线单一的背景之下，拥有更强核心竞争能力、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，差距不但不会缩小，反而会进一步拉开，行业集中度会不断提升，中小券商的未来发展前景堪忧。因此中小券商需要打破同质化竞争格局，另辟蹊径寻求差异化发展，将自己塑造具有特色的精品券商，以获取证券行业发展的一席之地。

#### 3.2 券商分类管理规定出台，引导券商差异化、特色化发展方向

监管层引导绝大多数券商要向差异化、专业化、特色化发展。7月4日，证监会主席易会满主持召开证券基金机构座谈会，会议对证券基金公司进行重新定位：资本市场看门人、直接融资的服务商、社会财富的管理者、资本市场的稳定器与市场创新的领头羊。证券基金公司应当把握历史机遇，突出主业，突出合规，突出创新，突出稳健，采取多举措以不断提升服务实体经济的能力，包括（1）不辱使命，提升格局，自立自强，强化证券公司中介机构责任和能力。具备条件的优质头部券商要有“大格局”、“大视野”，踏踏实实做好自己的事情，当好领头羊，做好排头兵。绝大多数券商要向差异化、专业化、特色化发展。在特定行业、一定区域内精耕细作，做出特色、做出强项、做出专长、做出精品。各类机构要分工负责，围绕解决实体经济融资痛点多做工作。



我国券商正式被划分为综合类券商与专业类券商两类。2019年7月，证监会正式发布《证券公司股权管理规定》，明确根据证券公司从事业务的风险及复杂程度对证券公司的分类管理安排：1) **专业类券商**：对于从事常规传统证券业务（如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等）的证券公司（专业类证券公司），由于其业务活动以中介服务为主，不涉及大额负债及大额资本中介，外部性较低，仅要求其主要股东、控股股东具备《证券法》《证券公司监督管理条例》等规定的基本条件。2) **综合类券商**：对于从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司（综合类证券公司，业务范围除传统证券业务外，还包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等复杂业务），由于资本消耗较高，与其他金融体系联系紧密，外部性显著，要求其主要股东和控股股东需具备较高的管控水平和资本补充能力。综合类证券公司的控股股东的资质要求：i) 总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币；ii) 核心主业突出，主营业务最近5年持续盈利。

**中小券商业务风险偏好下降，不利于满足新经济多元化融资需求。**与传统大中型企业主要通过银行信贷融资不同，新经济企业由于处于发展的初期，难以获取大额度的银行信贷，因此其融资结构也更加多元化，包括私募股权融资（包含PE、VC）、债券融资、IPO以及定增等股债融资途径。尤其对于发展初期的小规模民营新经济企业来说，中小券商往往是融资方的主力。相较于银行与大型券商，中小券商凭借其更加灵活的机制、业务模式与更高的风险偏好，可以为新经济民营企业提供差异化、多元化融资方式。严监管与强监管的大趋势下，中小券商开展业务的风险偏好明显下降，对实体经济尤其新经济的支持力度也随之下降，不利于满足新经济企业发展过程中的巨大的融资需求，也不利于金融供给侧改革大背景下发挥资本市场服务实体经济功能的政策改革方向。

**证监会支持证券公司差异化发展，以更好服务实体经济和市场客户。**证券公司可以根据自身战略规划和风险管控能力，选择不同的发展路径。专业类证券公司在其控股股东、主要股东具备《股权规定》明确的资质条件后，可以依法申请各类创新复杂业务，转型为综合类证券公司。综合类证券公司也可以根据自身发展战略考虑，依法变更业务范围，转型为专业类证券公司。分类管理安排有助于支持各类证券公司差异化、专业化、特色化发展。

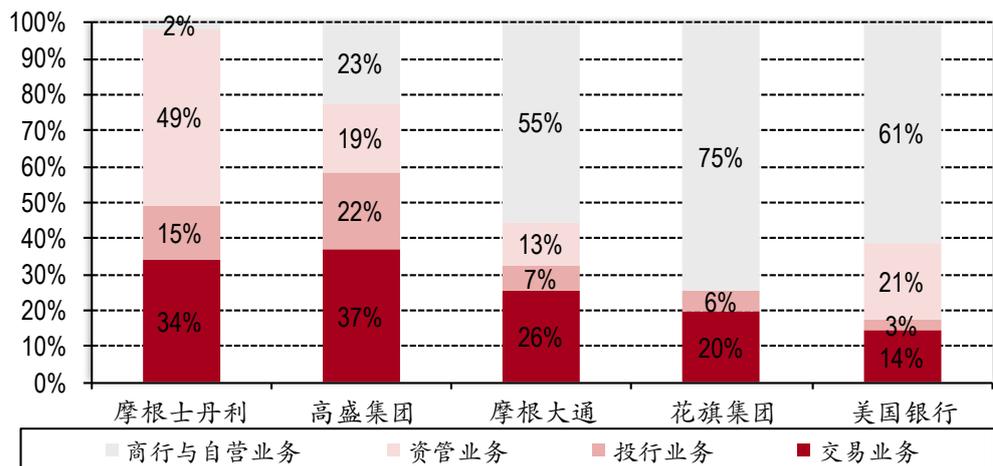
### 3.3 中小券商未来出路：摒弃“大而全”，追求“小而美”

**中小券商应发挥自身比较优势，打破同质化桎梏。**当前绝大多数国内券商走的都是同质化的综合型券商发展道路，力图成为综合实力强劲的大型券商，但是海外投行的发展经验与竞争格局告诉我们，这一思路对于中小券商来说是不现实的。大型券商尤其是头部券商在主流业务市场中占据绝对主导地位，而主流业务市场空间有限，中小券商难以在主战场获得发展机会。中小券商的优势在于细分领域的专业能力与局部资源，可以补充大型券商的功能缺失，填补市场需求的空白区域。中小券商应当从现有存量业务与创新业务两方面进行差异化发展：1) 在现有业务方面，虽然中小券商在任一业务领域都不掌握绝对优势，但是根据比较优势理论，在资源、人力、资金等各方面实力有限的情况下，中小券商应当勇于壮士断臂，舍弃“大而全”的千篇一律的综合券商的发展路线，找准自身比较优势，集中资源聚焦自身现有核心优势业务领域，提供特色化定制化服务，避免与大型券商正面竞争，走“小而美”的差异化发展道路；2) 在创新业务方面，中小券商应当在市场夹缝中求生存，转战细分业务市场，挖掘特色创新业务机会，储备细分业务资源、知识与人才，逐步形成自己的核心特色创新业务，以谋求差异化发展的良机。

**五种券商差异化发展路径选择：**在券商差异化发展的路径选择上，我们不妨借鉴欧美投行领域的发展经验：目前，欧美投行商业模式主要有大型全能投行、中型综合投行、精品投行、网络经纪商和资产管理公司五类，五种投行模式各具特点，同时对公司资源禀赋、专业能力等各方面的要求均不相同：

**(1) 大型全能投行：业务种类“全光谱”，高杠杆运作。**大型全能投行是欧美资本市场乃至金融系统的中流砥柱，是资本市场主要的资金融通方、中央交易对手方、产品创设方，掌握极高的定价权与话语权。大型全能投行具有很高的系统重要性，对于维持金融市场秩序、防范系统性风险、保证国民经济平稳运行发挥十分关键的作用。当前，美国市场具有全球系统重要性的大型全能投行共5家，分别是摩根大通、美国银行、花旗集团、高盛、摩根士丹利。

图表 19. 2018 美国五大投行业务收入结构各具特色



资料来源：万得，中银国际证券

顾名思义，大型全能投行能够提供全面而综合的服务，由于海外采用混业经营的模式，其业务种类相当于我国大型商行与头部券商业务种类的合集，包含商业银行业务（如贷款、信用卡、私人银行业务等）、投资银行业务（包括投资咨询、股票和债券承销、并购重组等）、交易业务（包括 FICC 和股票交易执行等）以及资产管理业务 ii) 交易业务是业务组合核心。从业务结构来看，交易业务是大型全能投行非商行业务中的核心业务，占非商行业务的比重往往超过 50%。其中 FICC 业务以及做市商业务是最重要的交易业务，是大型全能投行重要的收入贡献来源与经营杠杆来源。

**(2) 中型综合投行：业务多元且均衡，经营杠杆较低。** 中型综合投行的前身大多是区域性投行，经历 2008 年次贷危机的洗礼后，欧美中性综合投表现出较强的业绩稳定性与抗压性，究其原因主要是中型综合投行业务多元化且经营更加灵活，同时经营杠杆较低保证了财务稳健性。此外，中型投行受宏观监管政策的影响较小，经营自主权更大。当前美国市场中型综合投行有杰富瑞 (Jefferies & Co)、史迪富 (Stifel Financial Corporation)、奥本海默控股 (Oppenheimer Holdings)、瑞杰金融 (Raymond James) 等。从经营绩效来看，部分中型综合投行的 ROE 水平已超过高盛等大型全能投行。2018 年，瑞杰金融净资产收益率为 13.46%，史迪富金融净资产收益率为 13.07%（同期，高盛 ROE12.13%，摩根士丹利 ROE11.10%）。

与大型全能投行相比，中型综合投行业务同样多元化，但是不同的是，其业务更多偏向传统业务，如经纪业务、投行业务以及资管业务。中型投行提供的服务主要面向中小企业，因此避免了与大型投行的正面竞争。由于其各类业务发展水平十分均衡，中型投行具备较强的综合竞争力，同时由于其更多从事传统业务而非交易业务，经营杠杆较大型投行明显更低，因此具备较强的业绩稳健性。2013 年，杰富瑞 (Jefferies & Co) 的经营杠杆为 4.68 倍，而史迪富 (Stifel Financial Corp) 的经营杠杆仅为 8.01 倍（远低于同期高盛的杠杆率 12.38 倍与摩根士丹利的杠杆率 12.13 倍）。

**(3) 资产管理公司：独立基金公司占据资管领域主导地位。** 美国的资产管理公司是指那些将资管业务收入作为全部或主要利润来源的金融机构，当前资产管理公司在美国拥有庞大的群体，且具有多元性。根据美国投资公司协会 (ICI) 统计数据，截至 2018 年底，美国各类资产管理机构中，独立基金公司占总数的 81%，非美基金公司占总数的 9%，保险公司占总数的 4%，银行和储蓄机构占总数的 4%，证券经纪公司占总数的 2%。

从市场竞争格局来看，独立基金公司在品牌知名度以及产品创设能力和投资管理专业能力等方面具备明显竞争优势，在资产管理市场居于绝对的主导地位。不同资产管理机构的产品线特点决定了其业务结构和收入结构特征。各类资产管理公司发行的产品主要有共同基金、封闭式基金、ETFs 和单位投资信托等类型。据美国投资公司协会 (ICI) 统计，截至 2018 年底，美国共同基金资产规模达 17.7 万亿美元，ETFs 资产规模为 3.37 万亿美元，在所有资管产品中合计占比达 98.45%；其中国内股票基金占 41%，债券基金占 22%，全球股票基金占 15%，混合型基金占 7%，货币市场基金占 14%

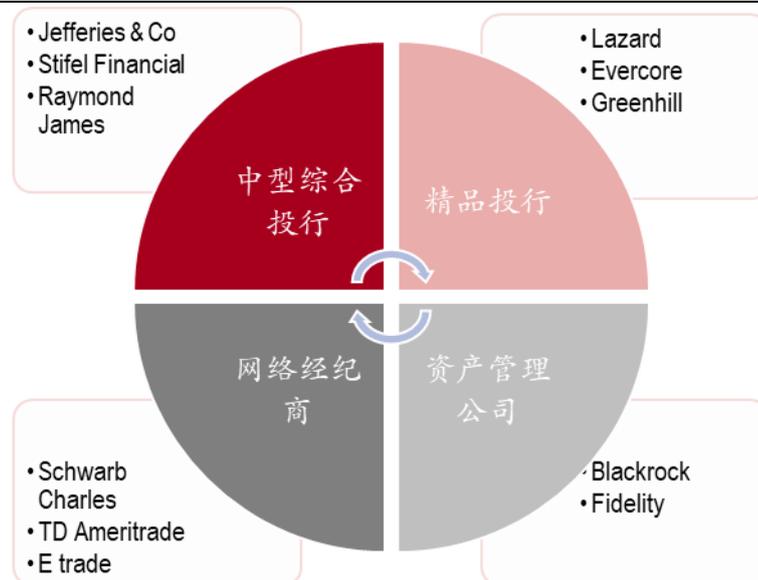
**(4) 精品投行：精准定位于并购重组市场。**美国的精品投行的主战场在并购重组领域，其主要工作包括设计并购交易架构，制定具体并购策略，并发表独立的并购重组咨询意见。当前欧美的精品投行的领军者通常具备跨境以及跨行业的布局，主要的竞争者包括瑞德集团 (Lazard Ltd.)、恒芯 (Evercore partners)、格林希尔 (Greenhill) 等。

并购业务虽然是精品投行的主战场，但是精品投行一般会将目标放在那些规模相对较小的并购项目上，对于大型的并购重组项目，精品投行不会独立承担，而是会选择与大型投行合作的方式开展业务：其主要承担发表并购出租独立意见、设计并购重组架构与方案并推动方案过会等责任，而将具体实际操作层面的工作交由大型投行去做。

**(5) 网络经纪商：借助互联网平台采用低价策略占领零售客户市场。**1975年美国佣金自由化之后，网络经纪商或折扣经纪商应运而生，其主要客户群体是价格敏感性高的长尾零售客户，通过低成本策略抢占零售市场份额。20世纪90年代初，折扣经纪商开始借助互联网平台并采用电子交易的方式降低运营成本。当前美国网络经纪商众多，主要竞争者包括，嘉信理财 (Schwab Charles)、亿创 (E\*Trade)、亚美利交易 (TD Ameritrade)、史考特 (Scotttrade) 等机构。

网络经纪商将传统经纪业务与财富管理业务有机融合。其中，传统经纪业务主要通过低廉的佣金吸引客户，扩大零售客户基础，抢占市场份额；而财富管理业务则是通过财富管理业务平台向新老客户提供各类财富管理业务，提升客户资源利用程度，不断增强客户黏性。财富管理业务的内容包括购买共同基金、银行服务、保证金账户管理和提供投资产品等。不同机构其财富管理业务的侧重有所不同。

图表 20. 中小券商寻求差异化发展路径选择



资料来源：万得，中银国际证券

对于中小券商来说，成为大型全能投行并不是十分现实的发展目标，因此中型综合投行、精品投行、网络经纪商和资产管理公司四种发展路径将是我国中小券商寻求未来发展可借鉴的方向



## 4 投资建议

1) 中小券商业绩增长可持续性与确定性低，长期集中度提升趋势或难以逆转。2019H1 行业净利润 CR10 由 2018 年的 73% 降至 60%。从收入结构来看，2019H1 大券商投资收益（含公允价值变动损益）、经纪业务收入占比分别为 34%、21%，中小券商投资收益、经纪收入占比分别为 36%、33%。在牛市行情下，中小券商投资收益弹性放大，且市场活跃度提升下能够通过低价竞争来争夺更多长尾客户与新增客户经纪业务市场份额；同时中小券商相对激进的业务模式所导致的风险也尚未暴露。多重因素共同作用下，市场集中度出现暂时性回落。但是更加依赖市场行情与活跃度的业绩兑现方式，其可持续性与确定性较低，因此集中度的下降难以持续，长期来看，行业集中度的提升或仍将成为大趋势。

2) 行业长期具有明显领先其他金融子行业的政策面利好。科创板等重大政策利好已经相继落地，但是证券行业所享有的政策面催化剂是可持续的且确定性较高。龙头券商凭借其更加强大与均衡的综合实力，将充分受益于资本市场深化改革的不断推进。

3) 强 Beta 属性下，短期主要受市场波动影响。受到中美关系、宏观经济和利率环境等系统性风险影响，市场出现波动，短期来看外部市场因素风险成为左右券商行情走势的主导因素。

**投资建议：**政策面稳定友好，不断开放，证券行业享有中长期持续且确定的政策面利好。**短期来看，券商的强 beta 属性将主导板块行情走势。重点推荐业绩抗压性强、充分受益于资本市场改革且估值较低的券商龙头海通证券、中信证券。**

图表 21. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600030.SH	中信证券	22.96	2,567.00	1.82	1.75	1.68	1.61	29.63	24.43	21.26	18.08	买入
601688.SH	华泰证券	19.33	1,610.00	1.70	1.64	1.57	1.50	35.15	23.86	19.72	17.11	买入
600837.SH	海通证券	15.26	1,494.00	1.49	1.43	1.37	1.30	33.68	17.95	15.57	13.50	增持
601211.SH	国泰君安	18.08	1,515.00	1.30	1.26	1.21	1.16	24.01	18.64	15.72	14.13	增持
000776.SZ	广发证券	14.11	964.00	1.26	1.22	1.16	1.11	25.01	16.03	13.42	11.51	增持
600999.SH	招商证券	17.05	1,055.00	1.74	1.66	1.58	1.49	25.81	18.21	15.79	13.81	增持
601066.SH	中信建投	24.16	1,610.00	3.88	3.47	3.09	2.76	59.83	40.44	33.09	29.30	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.87	1,147.00	1.76	1.63	1.49	1.37	28.65	22.14	18.04	16.23	增持
601881.SH	中国银河	11.39	875.00	1.75	1.52	1.38	1.18	22.40	28.82	26.29	23.77	未有评级
002736.SZ	国信证券	12.47	1,023.00	2.16	1.83	1.75	1.69	22.44	19.17	16.81	14.77	未有评级
601788.SH	光大证券	11.84	501.00	1.16	1.10	1.05	0.99	18.12	20.79	17.94	15.93	未有评级
300059.SZ	东方财富	15.49	1,040.00	5.10	4.53	4.16	3.80	83.51	55.59	44.91	37.22	买入
601901.SH	方正证券	7.24	596.00	1.58	1.52	1.48	1.44	90.50	37.44	36.68	31.89	未有评级
600958.SH	东方证券	10.53	673.00	1.42	1.38	1.33	1.28	59.82	22.20	19.54	16.81	增持
601377.SH	兴业证券	6.48	434.00	1.33	1.29	1.24	1.19	320.61	20.25	18.51	15.43	中性
000728.SZ	国元证券	8.83	297.00	1.21	1.17	1.14	1.09	44.15	32.70	26.93	23.23	未有评级
601555.SH	东吴证券	9.70	291.00	1.44	1.38	1.30	1.23	80.83	17.14	15.00	13.48	未有评级
600369.SH	西南证券	4.65	262.00	1.41	1.36	1.32	1.29	116.25	31.59	29.60	25.74	未有评级
600109.SH	国金证券	9.04	273.00	1.40	1.32	1.24	1.14	27.07	20.85	18.56	16.49	未有评级
000783.SZ	长江证券	7.21	399.00	1.50	1.45	1.39	1.33	155.00	19.68	16.72	14.78	中性
000686.SZ	东北证券	8.49	199.00	1.32	1.26	1.20	1.14	65.31	16.62	14.26	13.73	未有评级
601198.SH	东兴证券	11.41	315.00	1.60	1.46	1.37	1.27	31.17	17.51	15.22	13.03	未有评级
000750.SZ	国海证券	5.12	216.00	1.59	1.58	1.57	1.56	256.00	155.15	129.29	112.43	未有评级
601099.SH	太平洋	3.56	243.00	2.36	2.22	2.08	1.93	(18.35)	22.82	19.02	16.54	未有评级
002673.SZ	西部证券	9.16	321.00	1.85	1.80	1.73	1.66	160.14	38.55	28.64	24.26	未有评级
002500.SZ	山西证券	8.13	230.00	1.85	1.78	1.71	1.63	101.63	28.64	24.89	21.65	未有评级
002797.SZ	第一创业	6.59	231.00	2.62	2.46	2.32	2.12	183.06	63.73	51.01	44.86	未有评级
601375.SH	中原证券	5.12	155.00	1.99	1.92	1.89	1.86	256.00	81.66	78.05	72.52	未有评级
600909.SH	华安证券	6.46	234.00	1.87	1.78	1.71	1.65	43.07	26.02	23.92	21.83	未有评级
601878.SH	浙商证券	9.04	301.00	2.21	2.11	2.02	1.92	41.09	29.81	27.34	24.42	未有评级
601108.SH	财通证券	10.57	379.00	1.98	1.86	1.77	1.69	48.05	31.29	29.42	27.62	未有评级
601990.SH	南京证券	10.14	266.00	1.45	1.43	1.30	1.21	30.73	16.23	14.50	13.22	未有评级
601162.SH	天风证券	9.18	303.00	2.38	2.31	2.23	2.15	102.00	45.95	40.71	35.94	未有评级
002939.SZ	长城证券	9.21	477.00	3.87	3.77	3.66	3.53	143.91	87.22	72.68	63.20	未有评级
002926.SZ	华西证券	16.15	501.00	3.03	2.92	2.79	2.66	76.90	46.61	38.84	33.77	未有评级
002945.SZ	华林证券	17.28	467.00	10.31	9.82	9.29	8.74	123.43	123.08	104.35	88.03	未有评级
	<b>大券商</b>		<b>14,362.00</b>	<b>1.66</b>	<b>1.55</b>	<b>1.47</b>	<b>1.38</b>	<b>27.42</b>	<b>21.03</b>	<b>18.07</b>	<b>15.88</b>	
	<b>行业</b>		<b>21,958.00</b>	<b>1.69</b>	<b>1.61</b>	<b>1.54</b>	<b>1.46</b>	<b>79.32</b>	<b>31.80</b>	<b>27.69</b>	<b>24.48</b>	
	<b>中小券商</b>		<b>6,314.79</b>	<b>1.73</b>	<b>1.66</b>	<b>1.59</b>	<b>1.51</b>	<b>104.48</b>	<b>36.94</b>	<b>32.28</b>	<b>28.57</b>	

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 9 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 5 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险。；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371