

证券

行业深度分析

中小券商差异化、专业化、特色化发展研究

投资要点

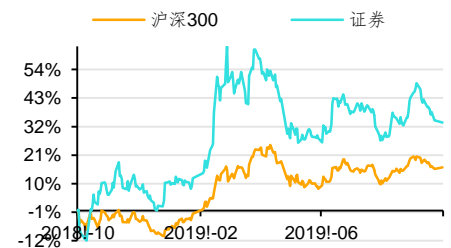
- ◆ **中小券商差异化发展契机已来。**受同质化强、格局分散影响，多年来证券业竞争持续恶化。“股权新规”从控股股东层面明确了证券公司未来的两大方向，即实力强者向综合类发展，实力偏弱只能走专业化路线。我们认为**业绩压力和明确监管导向**下，我国中小证券公司真正差异化发展的契机已经到来。
- ◆ **他山之石：海外中小金融机构的差异化发展之路。**1) **拉扎德-华尔街精品投行的代表：**坚信“精英式”运作；专注**财务顾问和并购**领域；坚持**轻资产运营**，厌恶高昂资本开支。2) **爱德华·琼斯-北美最大零售证券经纪商：**以**社区为基础**，打造**标准门店**；专注于**个人客户**；采取**有限责任合伙制**；坚持**全面服务**，不做折扣经纪商。3) **ASPIRIANT-美国领先的独立财富管理公司：**真正站在**客户角度**，向**客户提供独立而客观的投资意见**；采用**后端收费方式**，业绩**稳定且连续**。4) **Cantor Fitzgerald：**主要**服务机构和高净值客户**，至今仍屹立于**华尔街顶级投行**之列，很大程度受益于**2011年开始深度切入房地产及相关金融业务**。
- ◆ **国内少数证券公司差异化发展初见成效：**1) **中信建投：**凭借**投行业务的异军突起**，公司已跻身行业最前列，2018年净利润市占率自2007年已累计上升2.78pts。2) **东方财富证券：**依托**东方财富网的支持和互联网基因**，完成**增资和客户导流**，在**经纪、两融业务**的拉动下，公司**盈利能力快速提升**，净利润排名由2014年的第76位升至2018年的第22位。3) **中金公司：**2016年末**并购中投证券**并对其进行**整合改制**，2019年更名为**中金财富**，定位**中金公司零售经纪与财富管理统一平台**。基于**中金先进、强大的管理能力和管理方法**，依托**中金财富（原中投）丰富的客户资源**，我们期待**中金的财富管理给业界带来惊喜**。
- ◆ **具备差异化发展潜力的证券公司：**1) **国金证券：**民营背景，坚持**低杠杆稳健经营**。2) **华菁证券：**精品投行之路目前只能算刚刚起步，未来能否成功需拭目以待。3) **第一创业：**在**经纪份额仅0.44%**下，公司能够**形成并发挥固收特色**，**转型资产管理**，并借此吸引**银行委外资金快速做大规模**的路径值得借鉴。
- ◆ **我国中小证券公司未来前景展望：**借鉴海外中小金融机构的发展经验，我们认为**在某些细分市场更加专业，形成比较优势是差异化发展的关键**。我们看好**财富管理、资管管理或社区金融、养老金融、房地产金融**等领域，期待我国中小券商在**差异化发展道路**上百花齐放，并最终实现**部分公司的脱颖而出**。
- ◆ **风险提示：**1) 宏观经济或股票市场景气低于预期；2) 股市景气度过高致转型动力不足；3) 专业能力不足或风控能力不足；5) 企业文化不兼容；6) 监管转向、客户诉讼、声誉受损、大额处罚等。**说明：**本文提及公司不涉及任何投资建议。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票	评级
600030	中信证券 买入-B
601211	国泰君安 买入-A
300059	东方财富 增持-B
601688	华泰证券 增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.50	-4.26	17.26
绝对收益	-7.90	-3.08	33.96

分析师

 崔晓雁
 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

 范清林
 fanqinglin1@huajinsec.cn
 021-20377065

相关报告

- 证券：8月可比净利润同比+349%，环比+17% 2019-09-07
- 证券：券商风控指标计算标准公开征求意见快评 2019-08-11
- 证券：7月可比净利润同比+0.85%，环比-5.64% 2019-08-08
- 证券：并购，最快的扩张之路 2019-07-23
- 证券：竞争中崛起的中小券商 2019-07-10

内容目录

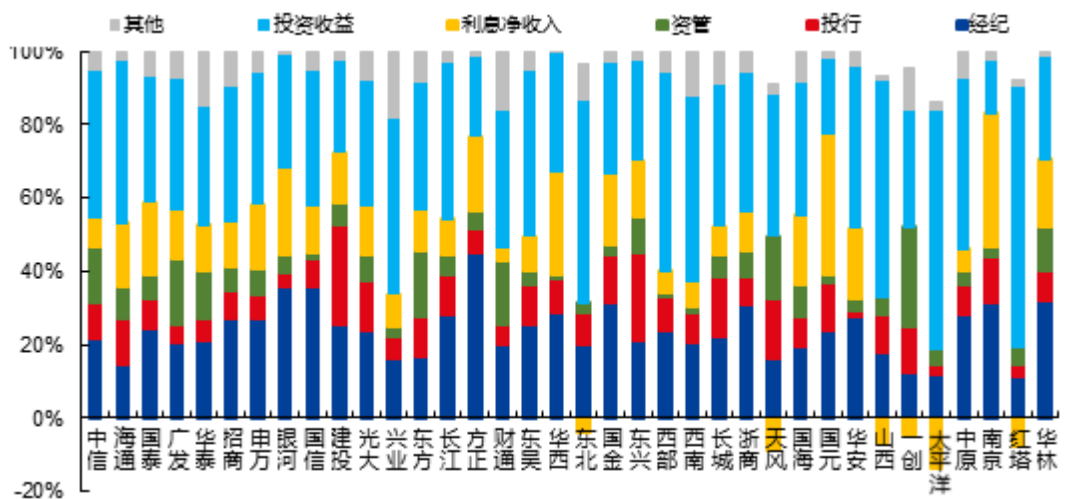
一、中小证券公司差异化发展的契机已经到来.....	3
二、海外中小金融机构发展路径管窥.....	6
(一) 拉扎德：专注并购和财务顾问的精品投行.....	6
(二) 爱德华·琼斯：北美最大零售证券经纪商.....	7
(三) ASPIRIANT：美国领先的独立财富管理公司.....	8
(四) Cantor Fitzgerald：转战房地产金融领域.....	10
三、我国中小证券公司差异化道路探讨.....	12
(一) 少数公司差异化发展初见成效.....	12
1、中信建投：依靠投行业务异军突起，跻身行业前列.....	12
2、东方财富证券：互联网基因下大力发展经纪和融资类业务.....	15
3、中金公司：定位富裕人群的财富管理业务值得期待.....	17
(二) 具备差异化发展潜力的证券公司.....	19
1、国金证券：民营背景，坚持低杠杆稳健经营.....	19
2、华菁证券：潜在的精品投行？.....	21
3、第一创业：固收、资管能成就公司特色吗？.....	22
(三) 我国中小证券公司未来前景展望.....	24
风险提示.....	26

受同质化强、格局分散影响，多年来证券业竞争持续恶化。同时，“扶优抑劣”的监管导向下，随着业务资本化、客户机构化、服务智能化的演进，头部券商优势越发明显，中小证券公司经营境况不断恶化。如何差异化发展已成为关系中小证券公司生死存亡的重大课题。借鉴拉扎德（精品投行）、爱德华·琼斯（北美最大零售证券经纪商）、ASPIRIANT（美国排名前三的独立财富管理公司）、Cantor Fitzgerald（美联储 21 家一级交易商之一）等海外中小金融机构的发展经验，我们认为在某些细分市场更加专业，形成比较优势是我国中小证券公司差异化发展的关键。目前来看，中信建投、东方财富证券、中金公司是差异化发展的优秀代表；国金证券、华菁证券、第一创业证券等皆具有差异化发展的潜力。我们看好财富管理、资管管理、精品投行或社区金融、养老金融、房地产金融等领域，期待部分中小证券公司脱颖而出。

一、中小证券公司差异化发展的契机已经到来

我国证券业，关于中小证券公司差异化、特色化发展的探讨由来已久。然而，历经几轮牛熊周期，从综合治理到创新发展，再到管制趋严，我国证券业整体上仍未摆脱同质性较强、高度依赖股票市场等特点。部分证券公司在差异化发展上做了一些探索，值得肯定，但整体同质化仍然较高。

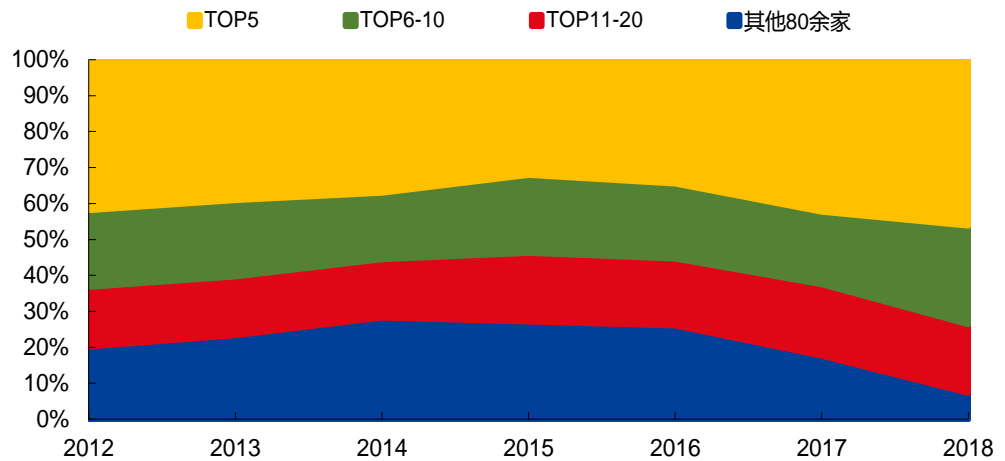
图 1：上市证券公司收入结构大同小异（H119）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

受同质化强、格局分散影响，多年来证券业竞争持续恶化，手续费佣金率越来越低，股票质押、融资融券甚至债券承销都曾陷入价格战，证券业制度红利不断缩减。同时，最近两三年，随着业务资本化、客户机构化和服务智能化的演进，头部券商优势越来越明显，中小证券公司经营境况更加恶劣。中小证券公司差异化发展已不再是单纯的学术问题，而是关系到生死存亡的战略问题。

图 2: 创新发展阶段, 中小证券公司利润占比缓慢提升; 2015 年以来向头部集中迹象明显



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

此外, 2019 年 7 月 5 日, 证监会发布《证券公司股权管理规定》及其配套规定。根据新规, 监管层将按照从事业务的复杂程度及风险程度将证券公司分为专业类证券公司和综合类证券公司。专业型证券公司不得从事具有显著杠杆性质且业务间存在交叉风险的业务, 如股票期权做市、场外衍生品、股票质押等。“股权新规”从控股股东层面明确了证券公司未来的两大方向, 即实力较强者优先向综合类发展, 实力偏弱者优先走专业化路线。

综合上述几方面因素, 我们认为业绩压力和明确监管导向下, 我国中小证券公司真正差异化发展的契机已经到来。

表 1: 控股股东总资产、净资产不符合综合类证券公司标准的证券公司 (单位: 亿元)

序号	公司	实际控制人	控股股东	持股比例 (%)	控股股东总资产	控股股东净资产
持股超过 50%						
1	网信证券	先锋系	联合创业集团	55.61		
2	银泰证券	吕慧	北京嘉鑫世纪投资	91.43		
3	华信证券	郑雄斌, 苏卫忠	华信集团	100.00		
4	中山证券	杨志茂	锦龙股份	70.96	288.69	52.46
5	华鑫证券	上海国资委	华鑫股份	100.00	222.15	66.17
6	国融证券	侯守法	长安投资集团	70.61	256.36	66.71
7	爱建证券	浦东国资委	陆家嘴金融发展	51.14	100.44	85.43
8	宏信证券	刘沧龙	四川信托	60.38	199.11	81.28
9	国盛证券	杜力, 张巍	国盛金控	100.00	370.27	117.61
10	江海证券	哈尔滨国资委	哈投股份	100.00	414.14	135.37
11	华林证券	林立	深圳立业集团	64.46	312.57	140.95
12	财富证券	湖南省政府	湖南财信投资控股	96.49	385.62	154.24
13	华创证券	刘永好	华创阳安	97.44	426.38	153.97
14	浙商证券	浙江交投集团	浙江上三高速	63.74	603.29	164.84
15	东方财富证券	其实	东方财富	99.89	544.47	202.45
实质性重大影响:						
16	东莞证券	杨志茂	锦龙股份	40.00	288.69	52.46
17	新时代证券	明天系	上海宜利实业发展	45.48		

序号	公司	实际控制人	控股股东	持股比例 (%)	控股股东总资产	控股股东净资产
18	大通证券	华信系	华信信托	28.26		
19	华菁证券	华兴资本	万诚证券	48.83		
20	联储证券	杨涛	正润集团	22.02		

资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：数据缺失部分系未上市公司没有强制披露要求）

二、海外中小金融机构发展路径管窥

欧美资本市场历经 200 多年的发展，投资者结构、金融机构以及金融产品等相对我国更为成熟。以往，我们耳熟能详的主要是高盛、美林、大摩、花旗等著名金融财团，体量庞大、跨国经营、业务广泛、资本雄厚。国际一流金融机构当然可为头部券商的发展提供很多宝贵的经验和教训，但对众多中小机构的借鉴意义不大。

为探索我国中小证券公司差异化发展道路，我们从细分领域出发，找到几家海外金融机构。这些金融机构在他们的专业领域之外或许知名度不高，资产规模、盈利规模相对国际一流公司也较小，但他们在各自的细分市场更加优秀，是差异化、专业化、特色化发展的典范。当然需特别说明的是，欧美国家的资本市场是由萌芽一步步自然发展而来，与我国资本市场和金融机构的成长路径差异很大，因此欧美经验可借鉴，但难以复制。

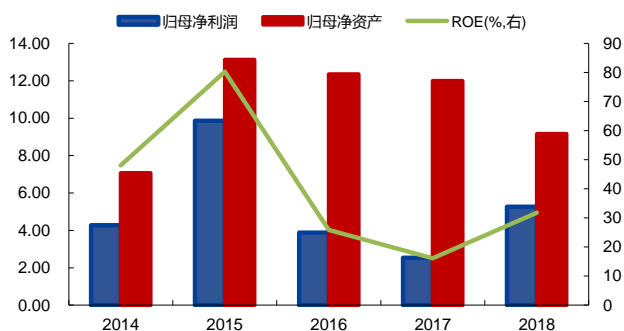
（一）拉扎德：专注并购和财务顾问的精品投行

拉扎德（Lazard Freres）是精品投行的代表。投行界对其的形容是“在华尔街无人不晓，而在华尔街之外无人知晓”，我们认为这正是差异化发展的最佳境界。

2018 年末拉扎德共 2996 名员工，团队规模远少于雇佣数万名员工的大型投行，如高盛（36,600）、大摩（59,513）。拉扎德的业务范围也主要专注于财务顾问和资产管理方面，其中资产管理还是最近十年才涉足的领域。

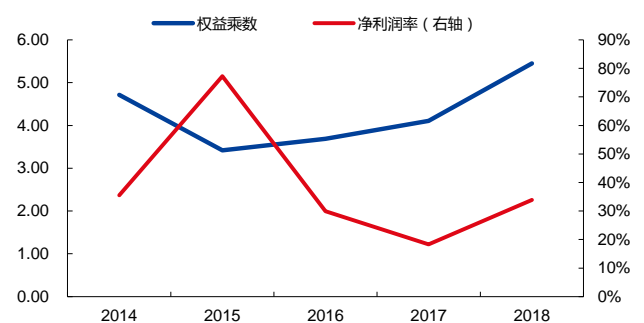
在拉扎德近 200 年的经营历史中，光辉战绩数不胜数。其中知名案例包括 1988-1989 年 KKR 以 310 亿美元收购烟草巨头纳贝斯科，制药业巨头辉瑞 2000 年以 900 亿美元收购沃纳-兰伯特公司、2002 年以 610 亿收购法玛西亚公司，2004 年摩根大通以 590 亿美元收购美一银行。这些载入教科书的经典并购案例赋予了拉扎德并购之王、华尔街最神秘投行的美誉。

图 3：拉扎德公司最近 5 年关键财务指标（单位：亿美元）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：拉扎德公司最近 5 年权益乘数与净利润率



资料来源：wind，华金证券研究所

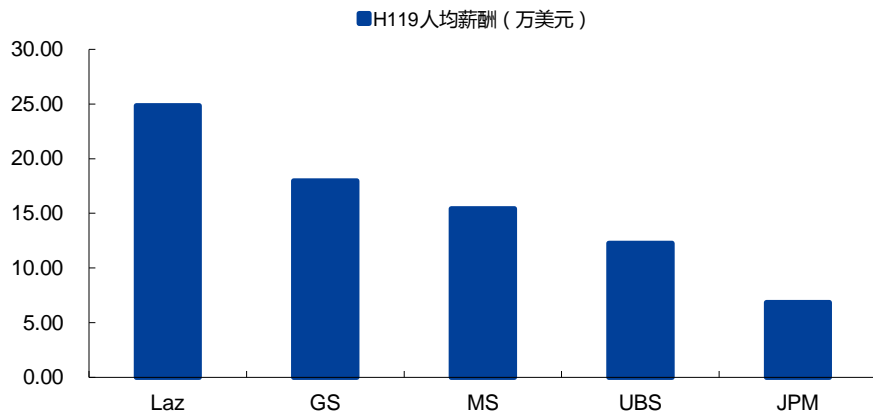
拉扎德公司成立于 1848 年，由拉扎德三兄弟共同创立。开始从事干货生意，后做黄金生意并逐步成为欧美之间最大的黄金交易商；1876 年剥离干货生意，全面转向金融业务。20 世纪初，拉扎德公司在当时的全球三大金融中心——纽约、巴黎和伦敦均建立了本地机构，这在当时诸多银行中是独一无二的，连 JP·摩根也难以企及。外汇兑换和外汇交易是这一时期拉扎德公司的

主要业绩来源。在 20 世纪 30 年代拉扎德开始涉足承销、分销业务。第二次世界大战几乎摧毁了公司在欧洲的业务，此后公司将重心定位在美国，果断停止零售业务聚焦投行业务，并抓住美国 50-60 年代的并购浪潮的时机，完成一系列知名案例，实现再度崛起。

回顾拉扎德公司发展历程，可以发现公司成功主要基于 1) 相信“精英”的力量而非团队，涉足投行业务之初公司就是使用聘请知名公众人物的方法，提升公司和项目知名度；2) 坚持非“主流”，拉扎德没有像高盛、大摩和其他很多华尔街投行一样走大而全、综合经营的路径，而是专注于财务顾问和并购这一细分领域；2009 年公司才启动私人财富管理，开始涉足资产管理业务。3) 坚持轻资产运营，尽量避免成为大机构，厌恶高昂资本开支。

从拉扎德也可看到精品投行的优势所在 1) 业务简单且灵活，可以精选回报更高、风险更低的项目，与客户发生直接利益冲突的可能性也较小；2) 轻资本运营，风险敞口较小，危机爆发时受损较轻；3) 人均利润较高，员工平均薪酬高于主流大型投行，能够吸引和留住最优秀的人才。

图 5：拉扎德与国际一流投行人均薪酬比较（H119）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）爱德华·琼斯：北美最大零售证券经纪商

爱德华·琼斯（Edward Jones）公司，1922 年设立，目前仍是北美金融服务业里最大、盈利最高的零售经纪商。截至 2018 年末，公司共有 14,172 个营业网点（美国 13,540 个、加拿大 632 个），雇佣约 4 万名员工，其中独立理财顾问约 15000 名。

爱德华·琼斯秉承为“市郊及乡镇独立投资人士提供个人投资服务”的战略，其零售业务模式与国际主流投行重点发展机构和高净值客户的路径大相径庭。公司成功很大程度在于自始至终坚持四个经营理念：

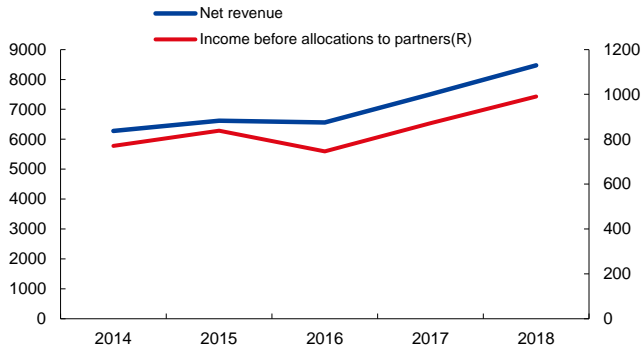
1) 以社区为基础，打造标准门店。爱德华·琼斯是社区金融的先行者，社区营销是公司成功的关键之一。公司并不注重媒体广告，但非常注重每一个营业网点的选址和招牌，营业网点一般都选择在街面或路边，统一标志的绿色招牌做得很大，来往行人、车辆很容易看到和寻找。除外部装修，公司还给每个门店实现标准配置。公司通常根据某一社区潜在客户的数量和该社区居民的经济状况决定是否设立网点。每个门店面积约 80 到 150 平方米，包括两到三个房间，有一

个独立理财顾问和一个营业部行政主管，行政主管主要负责处理客户交易，文件，日常客户咨询和公司信件。理财顾问开发客户前必须提前做详细的市场调查和研究，了解社区的经济状况和居住人口数字。之后亲自上门拜访了解社区具体每一户居民的家庭和财务状况。

2) 专注于个人客户。爱德华·琼斯认为个人客户才是长期、持续利润的来源，这是他们与美林、高盛等著名投行显著不同之处。公司将客户分为退休人群，14-64岁退休前人群和小业主，退休人群约贡献公司50%的收入。针对不同客户，爱德华·琼斯会举办不同的社区活动吸引客户。同时，爱德华·琼斯推荐给客户的投资组合或策略秉承保守和长期的策略。公司相信“为了短期的收益，大做短线，会导致你最终失去客户。”他们的目标是将客户的一生甚至下一代的家庭财产作为营销和管理的对象。为此，他们对上市公司的预测通常比市场平均水平更低，同时禁止理财顾问向客户推荐低价股和垃圾股，一般也不向客户出售期权、期货等杠杆产品。

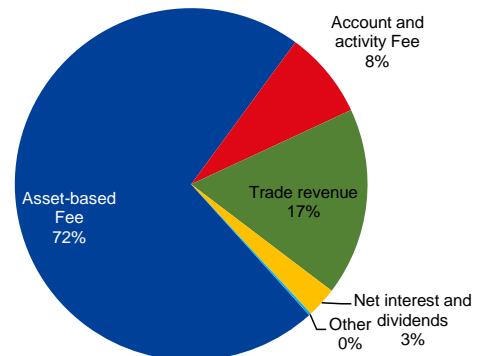
3) 采取有限责任合伙制。合伙人制度是爱德华·琼斯成功的另一关键。目前公司共有约250位普通合伙人和超过10000名有限合伙人。一般而言，在公司工作两年的辅助人员以及达到公司特定盈利目标的独立理财顾问都可以购买公司有限合伙人资本。多数有限合伙人都是业绩良好的独立理财顾问升级而来。独立理财顾问得到毛佣金的40%，但奖金制度需根据公司盈利状况制定。公司组织架构扁平、培训机制完善、激励机制具有吸引力，理财顾问们在爱德华·琼斯不但享有很高的声誉和社会地位，还拥有经营自己企业的自由和很高的薪酬。爱德华·琼斯已连续多年被评为最佳雇主。

图 6: 爱德华·琼斯最近 5 年盈利情况 (\$ millions)



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 7: 爱德华·琼斯 2018 年收入结构



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

4) 坚持全面服务, 不做折扣经纪商。1975年, 美国证券监管机构放松了对交易佣金的管理, 在此后的10年里, 嘉信理财等折扣券商乘势崛起, 高盛、大摩等大型投行几乎放弃了零售业务。爱德华·琼斯坚持零售业务, 但从不做折扣券商, 爱德华·琼斯的秘诀在于全面服务。公司依托自身的研究力量, 坚持面对面的投资者服务和个性化的产品组合, 为客户进行人生规划和全面财富管理为公司在激烈竞争中另辟蹊径。随着科技进步, 目前爱德华·琼斯也在每个网点都建立了独立完备的信息技术系统, 在爱德华·琼斯的网站上每个独立理财顾问都有自己的个人网页, 发布他们的照片和感兴趣的股票。但爱德华·琼斯搭建的系统不提供网络在线交易服务, 而在于给客户提供一个一天24小时与独立理财顾问联系的便捷方式。

(三) ASPIRIANT: 美国领先的独立财富管理公司

Aspiriant 是美国领先的独立财富管理公司，总部位于加利福尼亚，目前为 1700 多户个人或家庭的超过 120 亿美元的资产提供全方位的财富管理服务，在洛杉矶、旧金山、硅谷等地设有办事处。

Aspiriant 于 2007 年由 Kochis Fitz 公司和 Quinine Wealth Management 公司合并而成。合并之初 Aspiriant 的客户数约 400 个，管理资产约 70 亿美元，在全美独立财富管理机构中排名约第 20 位左右，经过十几年发展目前行业排名已升至前三。

表 2: ASPIRIANT 公司概况

项目	标准或条件	备注
客户数	1700 位	
管理资产规模	约 120 亿美元	
员工人数	约 200 人（其中理财顾问 170）	2017 年数据
收入结构	咨询费 10%；管理费 90%	2018 年数据
收费标准	咨询费：首次咨询约 20000-25000 美元	
	管理费：小于 500 万，0.85%	
	超过 500 万，不足 1000 万部分，0.50%	
	超过 1000 万部分，0.30%	

资料来源：《第三方理财获客与发展》，华金证券研究所

Aspiriant 主营业务可分为三类 1) 为客户制定投资策略 (Investing)；2) 财富规划 (Wealth Planning) 以及 3) 家族办公室 (Family Office)。具体包括退休金规划、佣金、收支管理、房地产规划、税收规划、慈善以及风险管理等。

与国内众多第三方财富管理机构不同，Aspiriant 是一家受托资产管理机构，即买方，采用的是后端收费方式，具体的收费方式可分两项。

第一项是理财规划服务收费，这是占比较小的一部分（约 10%）收入。可按小时、项目固定费率或年度固定费率收取。第一年的费用通常较高，大致在 2 万到 2 万 5 千美元之间。这是因为在起始阶段，理财师们需要投入很多精力去了解客户、为客户制定全面的理财规划。规划制定后，每年的收费会大幅降低，一般在数千美元的范围内。

第二项收费是为客户管理资产组合的收费，管理费率随着资产规模的增加而递减：第一个 500 万美元每年收取 0.85% 的服务费，合 42500 美元；下一个 500 万美元，每年收取 0.5%，合 25000 美元，超过 1000 万美元部分，每年收取 0.3%。资产管理组合收费占到公司收入的 90%，是公司主要的收入来源。

Aspiriant 的后端收费方式拥有极强的稳定性和连续性。只要不出现客户自身财务状况的重大变故，或是市场风险偏好急剧转变的极端情况，Aspiriant 的收入波动就非常小，盈利也会随着客户资产的增长而增加。而从客户关系角度分析，一旦获取了高净值人群的信任，那么客户本人以及他们的家庭、朋友，以致于子孙后代都可能成为忠实客户，最终成就一段长期稳定的合作关系。此外，Aspiriant 非常重视投研，公司有一个 10-20 人的投研团队（约占员工总数的 10%），专职从事产品开发、资产配置和投资研究。

同时，Aspiriant 高度的独立性也来源于后端收费模式。由于采取了只对客户直接收费的方式，Aspiriant 与产品提供方不存在利益输送，使公司可以真正站在客户角度，向客户提供独立而客观的投资意见。

（四）Cantor Fitzgerald: 转战房地产金融领域

Cantor Fitzgerald 成立于 1945 年，总部在纽约，是全球首屈一指的金融服务公司，也是华尔街少数几家至今仍坚持合伙制的投行之一。目前，Cantor Fitzgerald 公司在全球 20 多个国家的 30 多个城市拥有 150 多个办事处和约 1600 名员工；旗下子公司另外雇佣约 8500 人（其中 5200 人就职于房地产咨询公司）。Cantor Fitzgerald 业务范围涵盖 6 大板块——资产管理、股权业务、固定收益与货币、投资银行、房地产融资、主经纪商服务。

Cantor Fitzgerald 主要服务机构和高净值客户，所以声名不显。同时由于公司没有上市，可查的公开资料较少。但从公司 70 多年发展史上的几次重要事件可以窥见公司强大的实力。

1972 年公司创新的全球首家使用电脑辅助政府债券交易，此后建立并不断完善交易系统，占据了债券、外汇和其他金融产品交易和发售方面的领先地位，并成为美联储 21 家一级交易商之一。

2001 年，911 恐怖袭击摧毁了公司位于世贸大楼 101 至 105 层的总部，公司失去了 658 名员工，总部人员几乎殒难。同时，袭击中公司交易系统和备份服务器被毁，大量账户密码亟待破解。两天后他们就恢复正常运营，此后又设立救济基金，援助受伤害员工家庭，至今已支付约 2 亿美元。

2011 年通过子公司 BGCP 收购知名商业地产咨询公司 Newmark Knight Frank，全面介入商业地产服务，业务包括地产融资、资本市场的投资销售、债务和结构性融资、贷款销售、代理租赁、物业管理、房产估值和咨询等。

金融领域竞争激烈，资本消耗越来越大，虽然 Cantor Fitzgerald 公司拥有领先的交易系统和大量客户积累，并通过旗下子公司 IPO 补充资本金，但资本实力和市场影响力已远远不能和大型商业银行或投资银行比拟。公司至今仍屹立于华尔街顶级投行之列，很大程度受益于 2011 年开始深度切入房地产及相关金融业务。

收购 Newmark Knight Frank 后，公司依托房地产平台丰富的市场数据和研究，在资产管理（资产支持票据、商业房地产基金）、另类投资（房地产投资）、投资银行（地产融资）、固定收益类产品发行、交易和投资等方面取得较快成长。被收购后，Newmark 借助金融业务的加持也成为美国商业房地产服务业务增长最快的上市公司，收入年复合增长率达 41%。

在欧美 200 多年金融发展史上，像 Cantor Fitzgerald 一样探索新业务转战新领域的公司还有很多。如塞利格曼（J.&W Seligman）公司，19 世纪 60 年代到 20 世纪 20 年代是美国的著名投资银行，参与过标准石油和通用汽车的组建，曾被称为美国的罗斯柴尔德。1933 年格拉斯-斯蒂格尔法案（Glass-Steagall Act）出台，公司主动剥离其投资银行部门，转型买方业务。至今仍以 Seligman Investments 为品牌经营一家投资管理公司，提供独立管理的账户和退休服务，还有一系列共同基金。

我们认为，中小金融机构差异化发展的关键恰在于其在某些细分领域更加专业。拉扎德公司的“在华尔街无人不晓，而在华尔街之外无人知晓”正是差异化发展的最佳境界。

三、我国中小证券公司差异化道路探讨

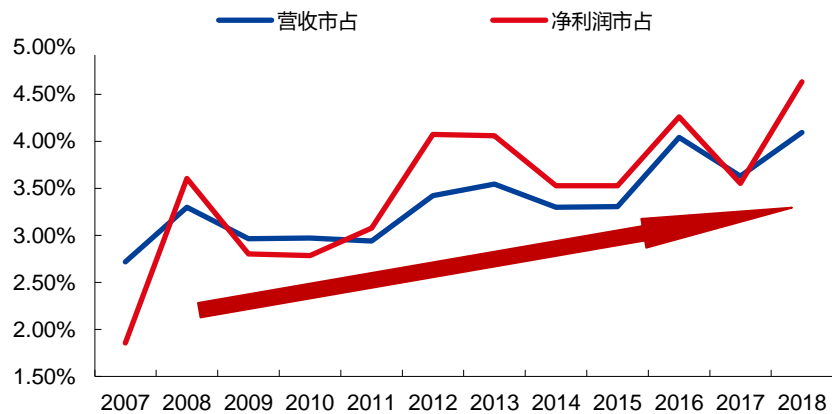
(一) 少数公司差异化发展初见成效

尽管我国证券业整体上仍未摆脱同质性较强、高度依赖股票市场的特点，但部分优秀的证券公司已进行了差异化、特色化发展的探索，并取得了不错的成绩。目前来看，中信建投、东方财富证券、中金公司是差异化发展的优秀代表。

1、中信建投：依靠投行业务异军突起，跻身行业前列

中信建投证券可以说是近年来证券业冉冉升起的新星中最光彩夺目的一颗。目前，凭借投行业务的异军突起，公司已跻身行业最前列，2018年净利润市场占有率自2007年已累计上升了2.78pts。

图 8：2007 年以来中信建投证券净利润市占累计提升 2.78pts



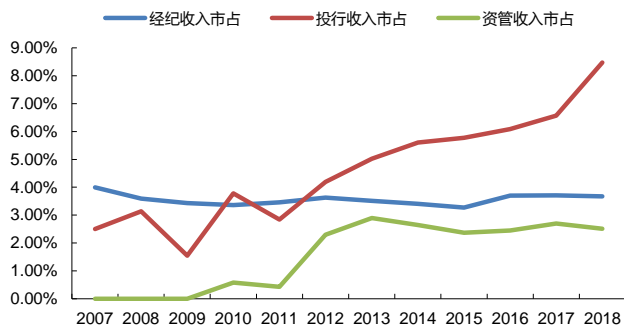
资料来源：公司公告，华金证券研究所

中信建投成立于 2005 年，经纪业务承接于破产的华夏证券。华夏证券曾是我国成立最早、规模最大的全国性证券公司之一。中信建投目前的第一大股东是北京国有资本经营管理中心，2010 年接手中信证券进入，目前持股比例 35.11%。

中信建投起点较高，设立之初注册资本 27 亿元；同时受益于华夏证券庞大的客户储备，2005 年经纪份额已达 3.61%，位居行业第十位。但公司真正引起市场瞩目是投行业务，值得注意的是，中信建投的投行业务是自中信证券 2010 年退出后才真正起步的。

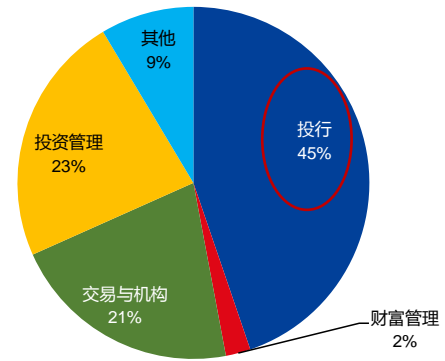
从经纪、投行、资管业务过去 12 年收入市占来看，中信建投投行收入市占持续提升，经纪、资管业务则表现平平。2018 年公司投行业务收入达 29.10 亿元，超越中信位居行业首位，占全行业投行收入的 8.47%，贡献公司 2018 年年度营业利润的 45%。

图 9: 中信建投证券经纪、投行、资管业务收入市占



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

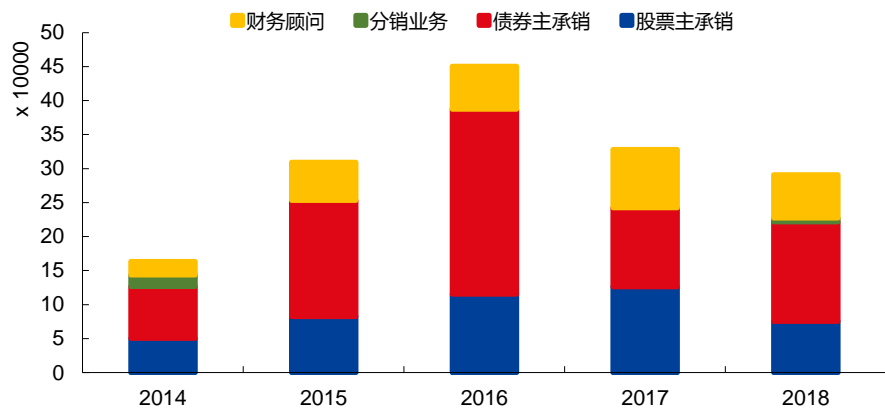
图 10: 中信建投证券 2018 年营业利润构成



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

从公司投行业务收入构成看, 债券承销是其投行收入占比 50%以上的重要收入来源; 股票承销占比略低, 约 30%左右; 财务顾问收入占比 20-25%。2018 年, 财务顾问收入中并购业务仅占 27%。

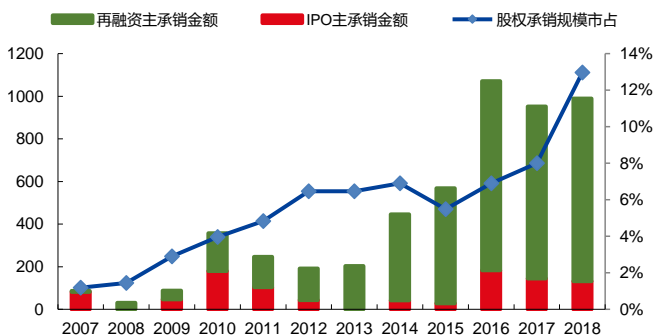
图 11: 2014-18 年中信建投投行收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (注: 无 2014 年之前数据)

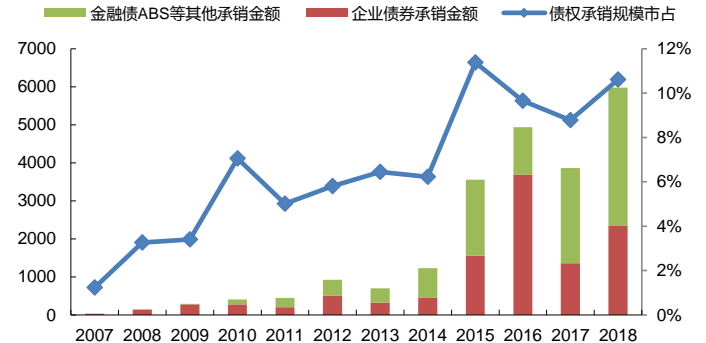
承销金额和市场表现也显示中信建投的债券承销业务市占增长更稳健, 股权承销业务在 2014-16 年出现小幅波折。

图 12: 中信建投证券股权承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

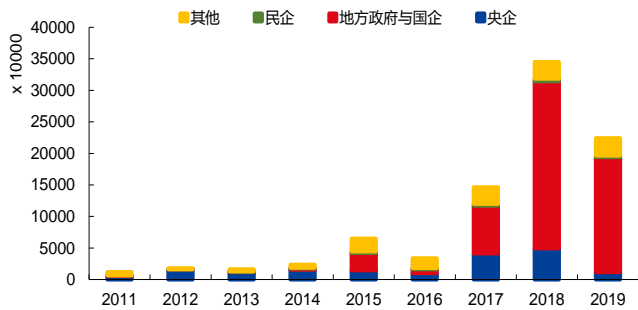
图 13: 中信建投证券债券承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

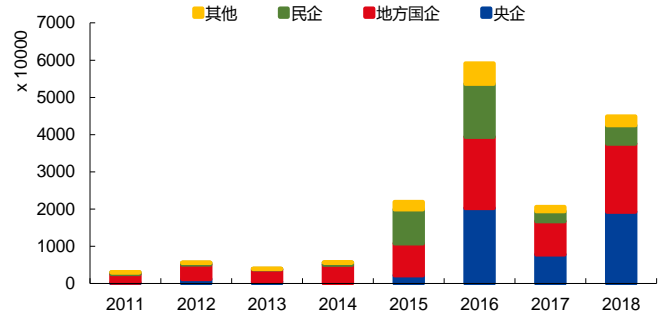
我们认为中信建投投行业务发展较好，主要受益于公司管理层采用了较好的策略。2010年北京国资委成为公司控股股东，公司管理层依托大股东的优势地位，取得众多央企、北京地区国企项目，此后公司将这一经验推广至其他区域，又取得众多地方国企的项目。

图 14：中信建投短融、金融债、资产证券化等企业性质构成



资料来源: wind, 华金证券研究所

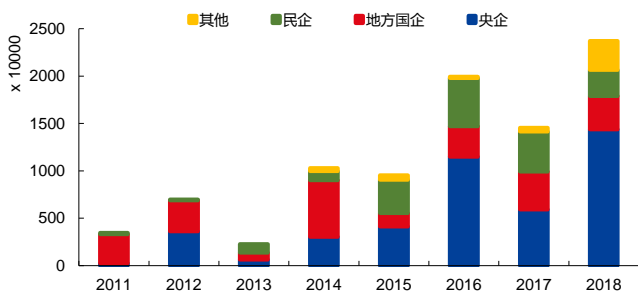
图 15：中信建投企业债券项目企业性质构成



资料来源: wind, 华金证券研究所

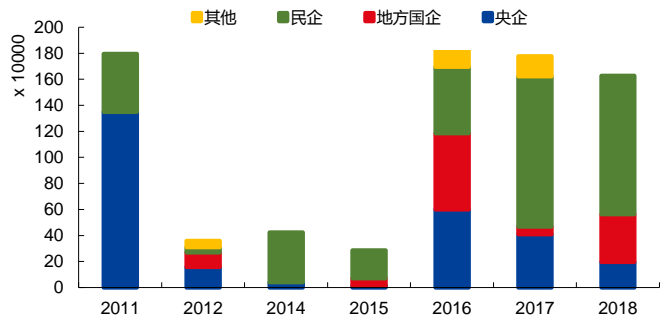
股权承销业务方面，增发项目同样呈现央企、地方国企占比较高的现象；IPO 业务则受优质央企、地方国企大多已上市影响，民企占比较高。

图 16：中信建投短融、金融债、资产证券化等企业性质构成



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 17：中信建投企业债券项目企业性质构成



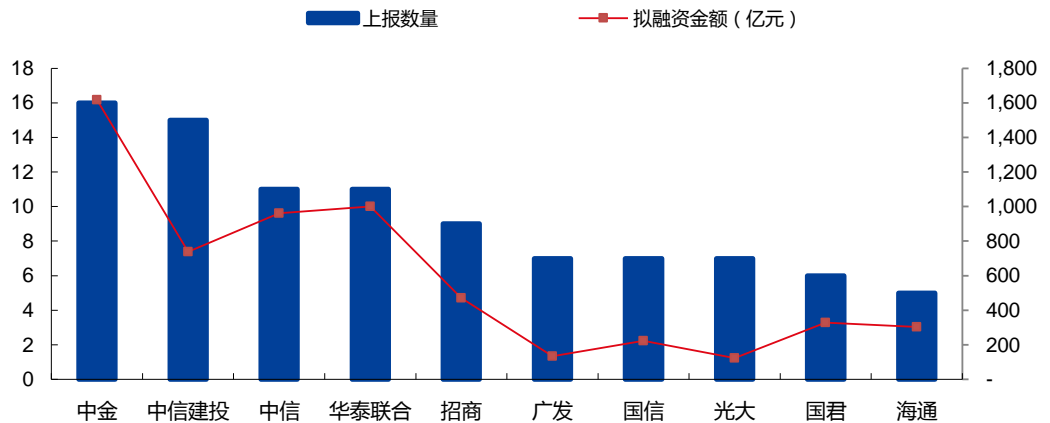
资料来源: wind, 华金证券研究所

需要说明的是，中信建投投行业务突发猛进除了北京国资的背景，其管理层和投行团队的努力也至关重要。其他众多背靠财政部、汇金公司、地方国资或大型央企的证券公司也在奋力挖掘央企和国资资源，但中信建投业务表现明显更加亮眼。

科创板及项目储备方面，中信建投也表现优异。在首批上市交易的 25 家公司中，中信建投独立主承销了 5 家、联合主承销 2 家，募资金额占比 13.5%。项目储备方面，截至 2019 年 9 月末，中信建投上报项目数量居行业第 2 位，拟融资金额居行业第 4 位。在公司上报的 15 家公司中，注册地位于北京的共 7 个，占比 47%；广东 3 家、江苏 2 家、西安 2 家、哈尔滨 1 家。企业性质方面，中信建投上报的 15 个项目中 3 家国企，国企数量占比也高于 9% 左右的市场平均水平。

科创板是资本市场改革的重中之重，上报项目约 80% 集中在北京、长三角和珠三角，民营企业占比 90%，地域分布中长三角和珠三角企业占比近 60%。我们认为虽然中信建投 IPO 业务确有重北京地区、重国企的特点，但在其他地域和民营企业领域，公司同样交出了优异的答卷。

图 18: 截至 2019 年 9 月末科创板报会项目分布于排名 (按主承销商, TOP10)

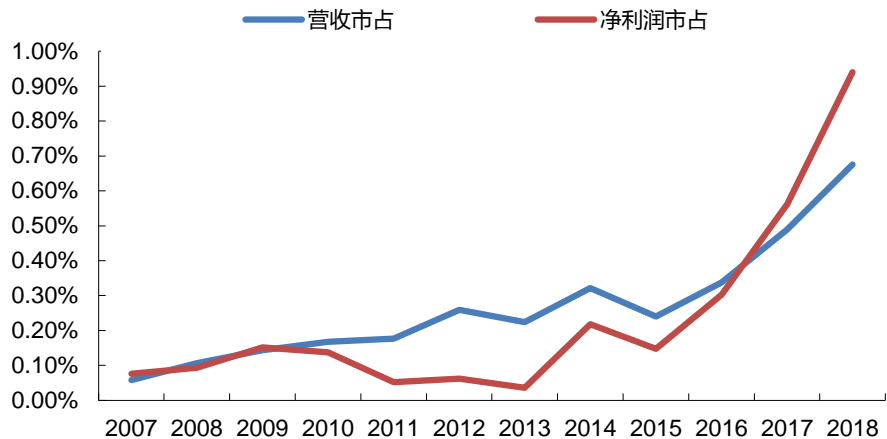


资料来源: wind, 华金证券研究所

2、东方财富证券：互联网基因下大力发展经纪和融资类业务

西藏东方财富证券是证券业另一个突飞猛进的典型。自 2015 年东方财富网入主，完成增资和客户导流，在经纪、两融业务的拉动下，公司盈利能力快速提升。净利润行业排名由 2014 年的第 76 位升至 2018 年的第 22 位。

图 19: 2015 年以来西藏东方财富证券净利润行业排名提升了 54 位



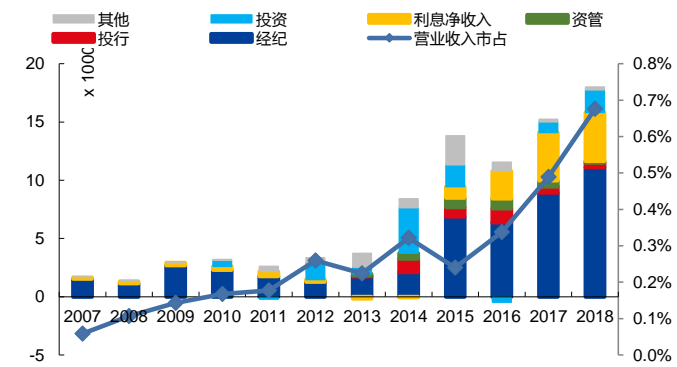
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

东方财富证券全称西藏东方财富证券股份有限公司，前身西藏同信证券，2015 年被东方财富网收购后正式更名，拥有经纪、两融、投行、资管、自营等全牌照。东方财富网是我国访问量最大、影响力最大的垂直类财经证券门户网站，2004 年上线，多年来积累了丰富的股民用户资源。依托东方财富网的支持和互联网基因，东财证券自 2015 年开始突飞猛进。

从东财证券 2007-18 年的收入和市场占有率数据可以看到，公司投行和资管业务一直表现平平，经纪业务自 2015 年开始快速提升，经纪业务市场份额（按股基交易额）由 2015 年初的 0.20% 快速提升至 2018 年 3 月的 2.07%，成为近 5 年来成长最快的证券公司。依托经纪业务

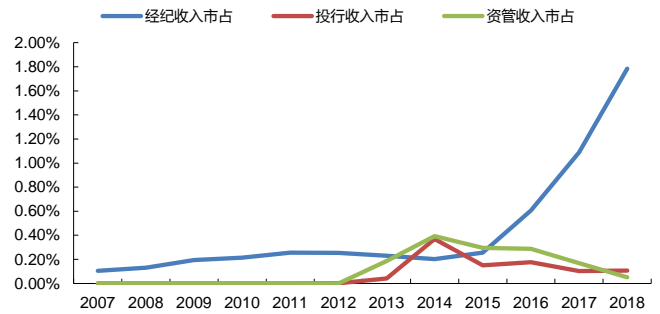
快速扩展，由此产生的经纪佣金收入和融资类业务利息净收入推动公司利润排名由行业的第 70 几位跃升至 2018 年的第 24 位。

图 20: 东方财富证券营业收入及构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

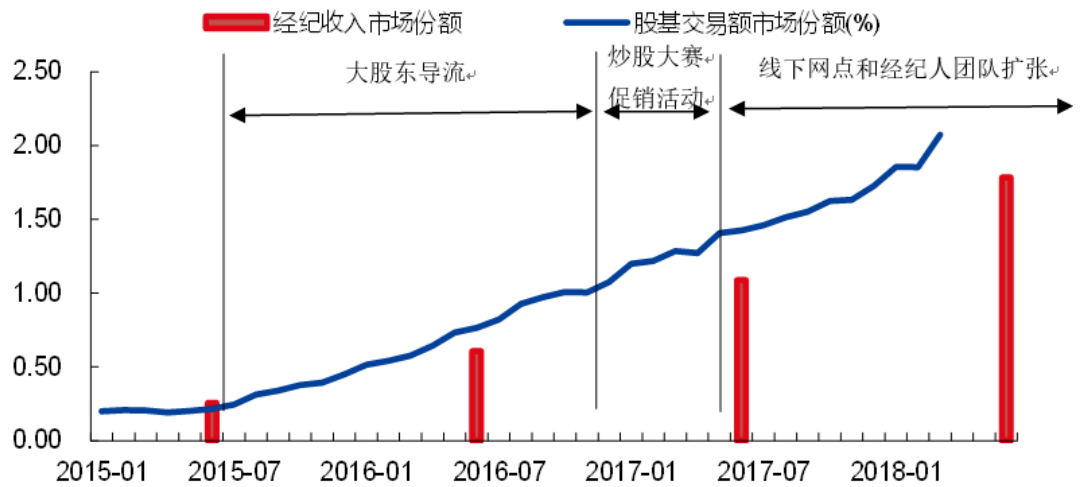
图 21: 东财证券经纪、投行和资管业务收入市场占有率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

回顾东财证券扩张过程，我们将公司经纪业务增长划分为大股东导流、营销活动和线下扩张三个阶段。

图 22: 东财证券经纪业务增长过程的三个阶段



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

虽然东方财富证券号称互联网券商，但受我国监管制度约束，公司并不能完全复制海外互联网券商的低价扩张路径。事实上我们认为在 2015 年 6 月至 2018 年 3 月公司经纪份额快速提升的过程中，只有最初约一年的时间是依靠大股东导流。2016 年 6 月之后，尤其 2017、18 年公司经纪份额的扩张更多是依靠增加线下营业网点和扩张经纪人团队。

这一转变的关键在于 2016 年 6 月原光大证券市场总监、历任光大证券经纪业务总部总经理、国际业务部(策略投资部)总经理的陈宏出任东方财富证券董事长兼总经理。陈宏入职后，东方财富先后推出了炒股大赛和优惠两融利率等促销活动，并大力拓展线下营业网点。炒股大赛和以低于市场平均水平的“优惠”价格（两融利率）招揽客户均是传统证券公司常用的竞争手段。此外，我们注意到截至 2019 年 1 月，东财证券已在全国 28 个省（自治区、直辖市）设立了 136 家营

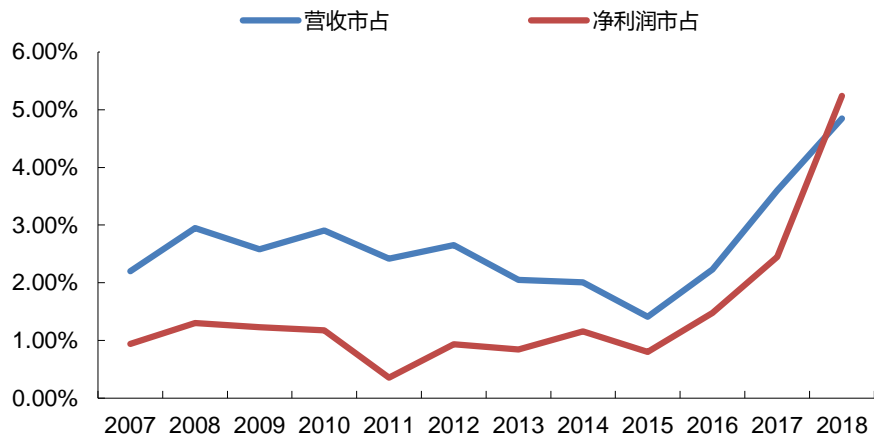
业部和 12 家分公司，较 2017 年初的 42 家增加 2 倍以上。同时，截至 2019 年 6 月公司经纪人总数已达 2230 人，经纪人数量高于国泰君安、银河证券这些老牌大型证券公司。

3、中金公司：定位富裕人群的财富管理业务值得期待

中金公司全称中国国际金融股份有限公司，成立于 1995 年 6 月，最初的两大股东分别是中国建设银行、摩根士丹利、中投保和 GIC。虽然当时证监会明文规定，合资证券公司外方持股不得超过 33%，但在中金公司，摩根士丹利持股 34.3%，外方合计持股比例超过 50%。中金公司设立伊始，定位就非常高，以“为国有大中型企业的体制改革、战略重组和海外融资提供多种服务”为使命，并且从组织架构、业务流程以及薪酬体系全面参照摩根士丹利。

受国际投行基因影响，中金与国内绝大多数证券公司业务构成、发展路径、企业文化等均存在较大差异。与国际投行类似，中金公司始终坚持以投行业务为核心，专注于机构和高净值客户。然而，由于我国资本市场与海外成熟资本市场在监管制度、投资者结构等方面的差异长期存在，2007-15 年中金公司业绩表现不佳。这一境况在 2016 年公司管理层开始重视中小企业和中小客户，组建“成长企业投行部”后逐步改观。中金公司的没落在投行业务上显现无疑，2009-15 年股债主承销业务承销金额市占均处持续下滑态势。究其原因主要在于公司过于专注大项目，而随着多数大中型央企、国企的上市，大型项目上市资源枯竭，而中金又没有抓住中小板、创业板及新兴产业大发展的机遇。

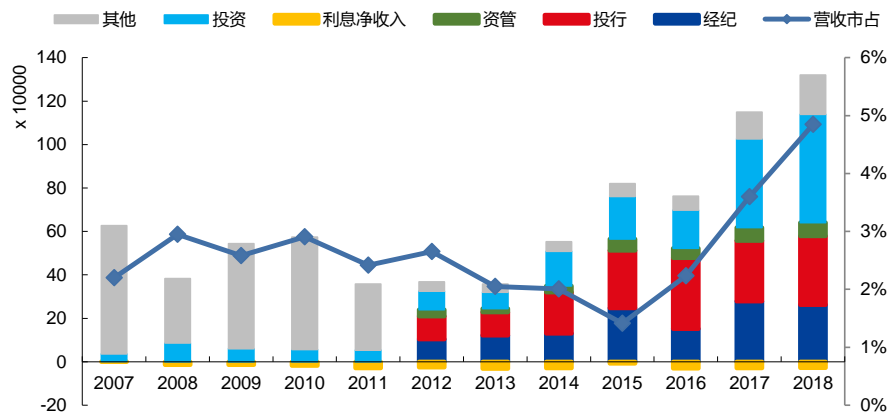
图 23：中金公司净利润行业排名自 2016 年快速提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2016 年至今，中金公司的业绩在各方面均表现较好。自身业务的经纪和投行业务的改善当然是重要的原因，但中金公司于 2016 年末顺利全资并购中投证券，则给公司财务状况和经营状况带来了显著改善。

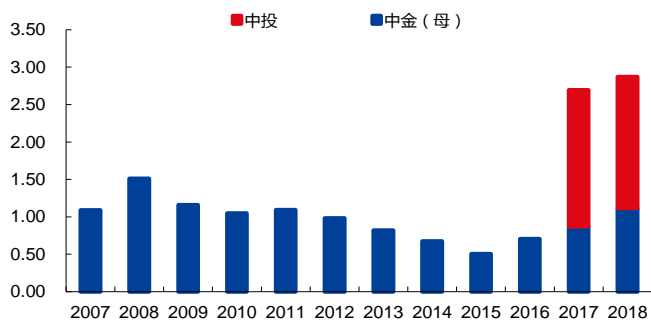
图 24: 2007-18 年中金公司营业收入市占



资料来源：公司公告，华金证券研究所，注：2007-2011 年无经纪、投行、资管分项数据，合并计入其他

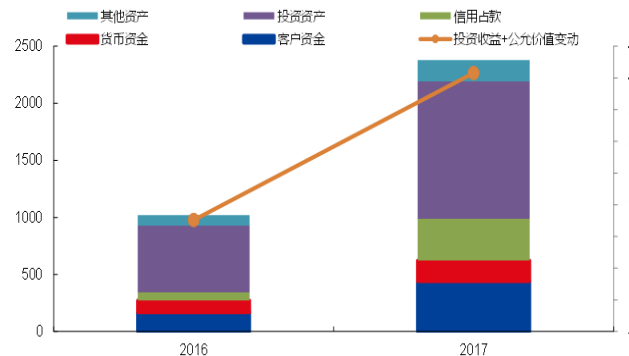
参考我国金融业和国际投行发展历程，可以发现大型企业很少完全依靠内生性增长，并购尤其是市场低迷时期低价并购是快速扩张的不二法则。以下两图更能展现并购中投给中金带来的增量，经纪份额提升约 2.5x，总资产增加增厚约 1.3x（1,359 亿元），净资产增加增厚约 99%（183 亿元）。投资资产规模大幅提升约 100%，投资收益提升约 130%。此外，中投公司资管业务 2016 年资管业务收入 2.23 亿元也并入中金财务报表，中金公司资管收入提升约 67%。

图 25: 中金公司经纪业务股基交易额市占



资料来源：wind，华金证券研究所

图 26: 中金公司合并报表 2016 年与 2017 年总资产比较



资料来源：wind，华金证券研究所

并购中投后，中金公司对其进行了一系列强势的整合和改制，各项业务全面融合，并将中投证券的客户引导向 50 万以上资产规模的富裕人群。2019 年中投证券正式更名为“中国中金财富证券有限公司”，简称中金财富，定位是成为中金公司零售经纪与财富管理的统一平台。财富管理是中金公司 2018 年业务融合的工作重心，总部相关职能部门基本实现了全面对接。在业务流程方面，中金公司已协助中投证券完成系统梳理优化；在培训方面，中金公司和中投证券基本实现了全体系培训资源共享；在绩效考核方面，投资经理考核制度共同优化，方向基本趋同。

中金公司年报显示，2018 年末中投证券共有机构客户 5,417 户，户均资产 1.90 亿元；富裕客户 35.20 万户，户均资产 58 万元；零售客户 251.40 万户，户均资产 1.62 万元。基于中金先进、强大的管理能力和管理方法，依托中金财富（原中投）丰富的客户资源，我们十分看好中金的财富管理之路，期待公司继续给业界带来惊喜。

（二）具备差异化发展潜力的证券公司

考虑到经济下行、监管导向下，行业资源向头部券商集中趋势明显，我们预计差异化发展是中小证券公司必然的选择。对于我国众多的中小证券公司如何将如何差异化、特色化发展，我们充满期待。就目前情势来看，我们认为国金证券、华菁证券、第一创业证券等皆具有差异化发展的潜力。

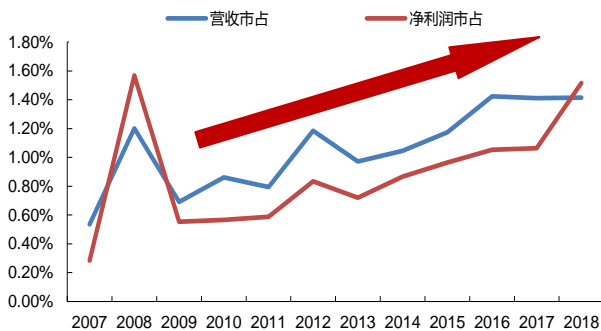
此外，基于大股东资源禀赋不同，平安证券、五矿证券、国开证券、东兴证券、华融证券等也有望走出差异化发展的道路。

1、国金证券：民营背景，坚持低杠杆稳健经营

国金证券前身是成立于 1990 年的成都证券，2005 年变更控股股东并更名国金证券，2007 年借壳上市，涌金系核心资产，实际控制人陈金霞。

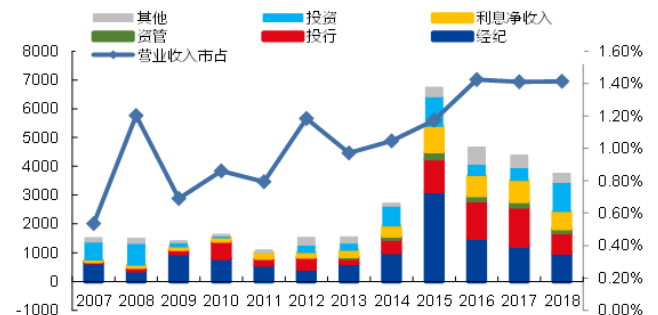
自上市十多年以来，国金证券的行业地位（按利润排名）持续提升，净利润市场占有率由 2007 年的 0.28% 升至 2018 年的 1.52%，利润排名也由第 56 位逐步升至第 15 位，进步十分明显。

图 27：国金 2007 年以来营业收入和净利润市场占有率



资料来源：wind，华金证券研究所

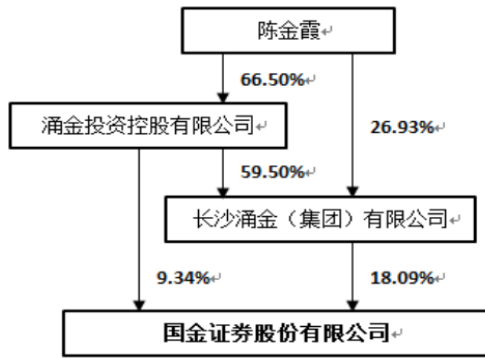
图 28：国金证券营业收入市场占有率提升趋势持续（百万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

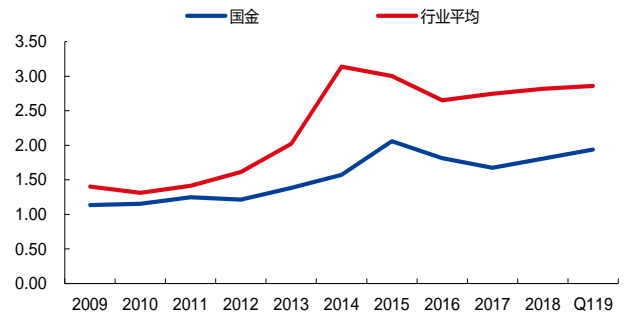
相对同业，国金证券最大的特点在于其民营背景和保持低杠杆稳健运营的定力。民营背景的特点是机制灵活，能最大限度激发员工积极性。国内证券业也有不少民营背景的证券公司，如天风证券、湘财证券、恒泰证券、九州证券等，但民营背景又能保持稳健经营和低调则是国金的最大特点。国金证券的有效杠杆率长期低于行业平均水平 100pts 左右，即便在市场最为活跃的 2014-15 年也大幅低于行业平均。我们认为控制杠杆率是金融机构降低风险敞口的最佳手段。

图 29: 国金证券股权结构



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 30: 国金证券有效杠杆率长期低于行业平均水平

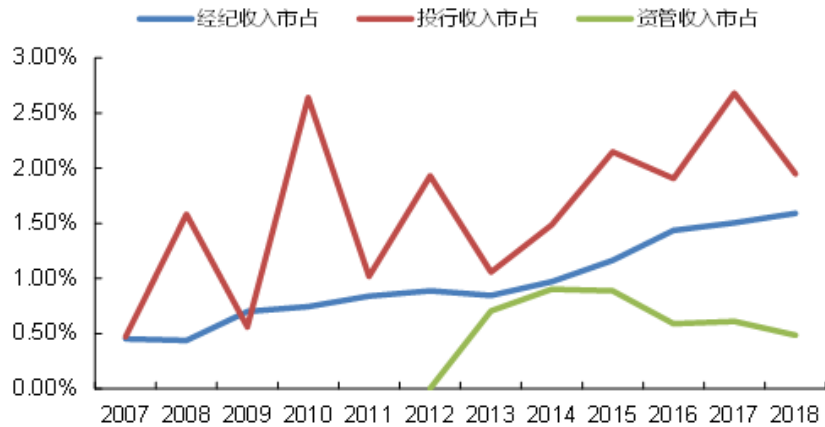


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司在投资业务（包括权益和固收）和信用业务上均较为谨慎，没有像很多中小证券公司一样走依赖固定收益投资的路径。公司行业地位提升主要靠低资本消耗的经纪和投行业务拉到。

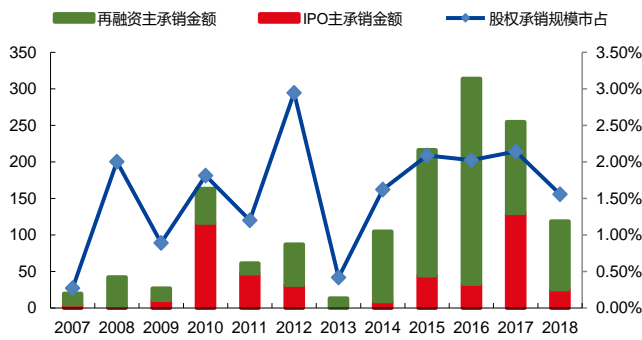
- 投行业务国金最出色的业务，投行业务收入市场占有率虽有波动，但基本趋势是从 2007 年的 1.00% 左右升至 2018 年的 2.00% 左右；
- 受益于与腾讯合作备受市场关注的原因，经纪业务（佣金宝）成为国金最广为人知的业务条线。经纪收入市占率基本由 2007 年的 0.50% 左右提升至 2018 年的 1.50% 左右。其中 2014-16 年借助网上开户和低价策略经纪份额提升速度最快。

图 31: 国金证券投行、经纪收入市占趋势性向上



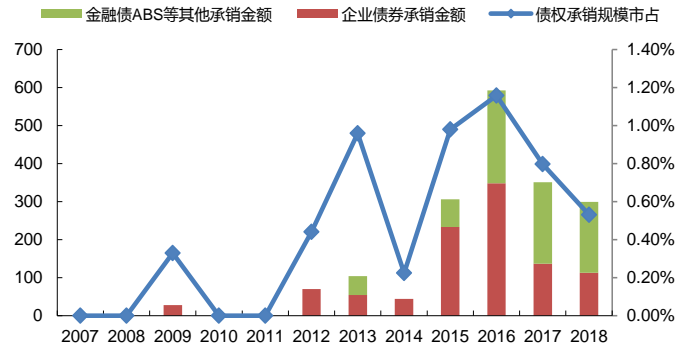
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 32: 国金证券股权承销业务情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

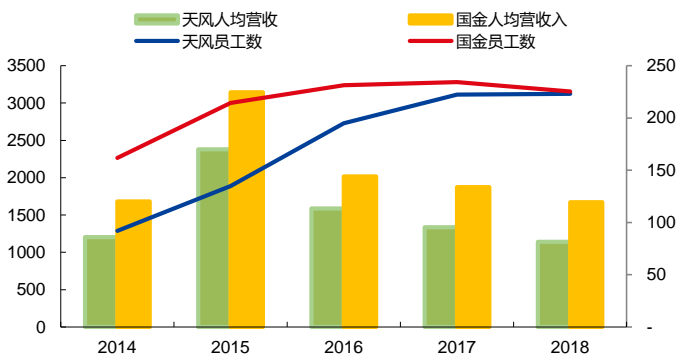
图 33: 国金证券债权承销业务情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

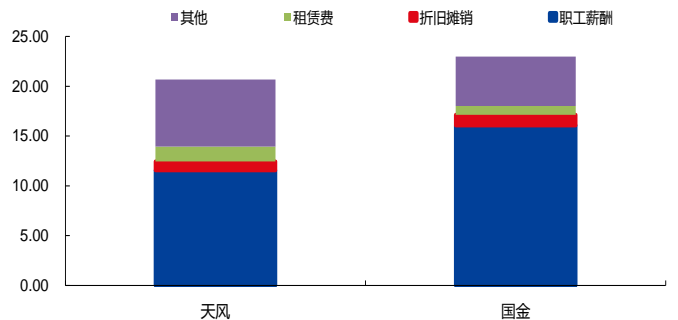
此外, 国金的稳健经营还表现在成本控制上。国金证券和天风证券同样以机制取胜, 推行高薪酬、高激励的中小证券公司。天风最近 5 年扩张很快, 员工由 2014 年的 1289 人快速增加至 2018 年的 3125 人, 而国金的扩张相对克制。截至 2018 年末, 国金证券净利润是天风 3.33x, 而国金员工人数只比天风多 30 人。同时, 国金 2018 年业务及管理费金额也仅比天风高 11%。

图 34: 国金与天风最近 5 年员工人数与人均营业收入¹



资料来源: wind, 公司公告, 华金证券研究所

图 35: 国金 18 年净利润是天风 3x+, 两家业务及管理费相当



资料来源: wind, 公司公告, 华金证券研究所

2、华菁证券：潜在的精品投行？

华菁证券是根据内地和香港、澳门 2013 年签署的《<关于建立更紧密经贸关系的安排> (CEPA) 补充协议十》设立的合资多牌照证券公司。公司 2016 年设立, 同年 10 月取得证监会颁发的《经营证券期货业务许可证》。第一大股东是香港万诚证券, 实际控制人是华兴资本创始人兼首席执行官包凡。

截至 2018 年末, 华菁证券注册资本人民币 14.05 亿元, 总资产 29.19 亿元、净资产 27.48 亿元。目前公司仍处于持续亏损状态, 2016-18 年净利润分别为-4950 万元、-1.63 亿元和-6428 万元。截至 2018 年末, 华菁证券共有员工 158 人, 网点仅证券营业部 1 家、分公司 1 家, 是国内规模最小的全牌照证券公司 (vs 申港证券 680 人, 北京高华 (含高盛高华) 222 人、汇丰前海 179 人)。

¹ 考虑到天风的其他业务收入金额过大、毛利过低, 此处予以剔除

华菁证券自设立开始,战略定位就十分清晰——“成为服务中国新经济最专业的投资银行”。董事长兼实际控制人包凡也曾明确表示,“华菁证券不想成为一个大而全的泛泛之辈,会坚持有所为有所不为,持续挖掘差异化优势,打造成专注新经济的创新型投资银行”。华菁证券这一定位与其股东背景和自身禀赋密切相关。华兴资本成立于 2004 年,是国内最知名的财务顾问服务公司,业务范围包括私募融资、兼并收购、股权投资等,同时拥有香港、美国证券业务牌照,专注于高科技、媒体、教育、医疗、消费等新经济领域。可以毫不夸张地说,中国互联网行业最具影响力的一系列融资、并购、上市行为的背后,都有华兴资本的身影。

华菁证券目前拥有证券承销与保荐、资产管理、经纪、投资咨询、新三板主办券商、银行间债券交易、深港通下港股通业务交易权限等业务资格,但投行业务是公司战略的重中之重。具体表现包括:

聘用前中信证券投资银行管理委员会副主任、执行委员会委员刘威为总经理;

近 50%的员工(不含 IT、财务、人力等后台人员)配置在投行、固收(债务融资)、结构化金融等业务部门;

经纪业务定位机构和高净值客户,截至 2018 年末经纪+财富管理+研究共 16 人,仅一家营业部。

2018 年末华菁证券独立完成会畅通讯(300578.SZ)定向增发,实现了股权承销业务的突破;2019 年 7 月,公司作为主承销与国泰君安证券共同完成科创板公司心脉医疗(688016.SH)的 IPO 项目,承销保荐费用合计 8734 万元。

华菁证券自身定位明确、股东投行资源丰富,我们期待公司能够走出一条特色鲜明的精品投行之路。然而不可忽视的是,投行资本化对公司业务发展产生较大的约束。

科创板施行注册制,且对拟上市公司无硬性盈利要求。科创板的推出对于有大量新经济企业资源的华菁本是重大利好,然而根据《科创板股票发行与承销业务指引》,承销科创板项目的证券公司需进行一定比例的跟投,锁定期 2 年。以承销心脉医疗为例,华菁跟投 86.52 万股、占总股本 1.20%,占用资金 4000 万元。截至 2019 年 9 月末,心脉医疗的投资收益率高达 200%,收益丰厚。但未来股价下跌的风险始终存在,同时股权投资资本消耗较大且占用流动性。华菁证券资本金较少,我们测算在两家证券公司联席承销的情况下,公司净资本也最多只能支撑 50 个与心脉医疗等量级的项目,或独立主承销 25 个。因此,华菁精品投行之路目前只能算刚刚实现突破,未来能否成功还需拭目以待。

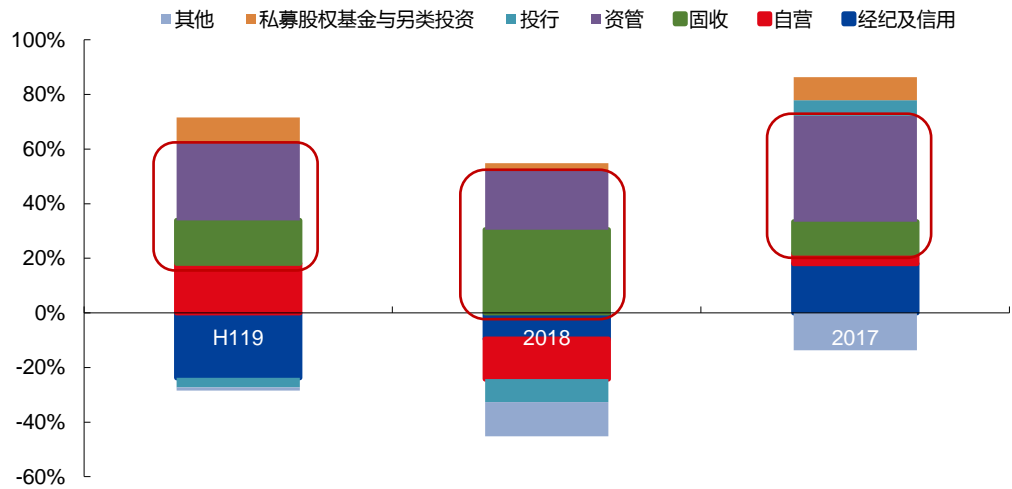
3、第一创业：固收、资管能成就公司特色吗？

第一创业证券前身是 1993 年 4 月成立的佛山证券公司,2002 年增资扩股并更名为第一创业证券。公司股权结构分散,无实际控制人,2018 年末注册资本 35.024 亿元、总资产 335.64 亿元,归母净资产 88.02 亿元;2018 年营业收入 17.70 亿元,归母净利润 1.24 亿元;拥有 44 家营业部、6 家分公司。2016 年 5 月上市,证券代码 002797.SZ。

固定收益业务是公司特色业务,成为“中国一流的债券交易服务提供商”是公司上市以来一直强调的发展目标。2018 年公司又提出了“有固定收益特色、以资产管理业务为核心”的战略。

从盈利来源来看，受市场低迷和竞争激烈影响，第一创业的经纪、信用、投行和自营盈利情况均不佳，甚至处于亏损状态，固收和资管条线贡献公司绝大多数利润来源。

图 36：第一创业证券 2017-H119 营业利润结构（固收+资管分别占比 69%、539%和 102%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们将第一创业的固收和资管业务分开来看：

（1）固定收益业务

一创的固定收益业务主要分为债券承销和投资交易。承销业务是指销售由本公司及子公司开发的和由其他金融机构开发的固定收益产品，包括但不限于国债、地方政府债、政策性金融债、同业存单、其他金融债、非金融企业债务融资工具、资产支持证券等；投资交易业务是指公司以自有资金，通过证券市场买卖固定收益类产品、类固定收益类产品、固定收益衍生品等，获取投资收益。根据公司分部报表，2017-H119，承销业务的手续费及佣金净收入分别占公司固收业务总收入的 134%、39%和 76%；投资收益扣减利息支出分别占比-34%、61%和 24%。

图 37：2017、18 年第一创业证券固定收益类产品承销情况

发行类型	销售数量（只）		销售金额（万元）	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
企业债 ^注	1,209	866	8,559,000.00	9,996,000.00
国债	218	163	1,858,000.00	4,438,000.00
政策性银行金融债	580	621	6,647,000.00	7,407,700.00
短期融资券	2,098	1,835	13,274,900.00	16,937,000.00
其他债券	30	12	360,875.00	498,968.16
合计	4,135	3,497	30,699,775.00	39,277,668.16

资料来源：公司公告，华金证券研究所，注：企业债包括中期票据、非公开定向债务融资工具

根据 2018 年年报，公司是拥有“全国银行间债市做市商资格”的 5 家证券公司之一，同时还是财政部指定发行国债的承销团成员，拥有国家开发银行、中国农业发展

银行和中国进出口银行金融债承销商资格，也是非金融企业债务融资工具的承销商，并已搭建起覆盖债券承销、债券销售、债券做市交易、债券资产管理、宏观与信用研究的全业务链。此外，公司现券交易量已连续 10 余年保持银行间市场同业前 5 名。一创的固收业务，尤其是其中的债券承销，确实表现不俗。

（2）资产管理业务

公司在资产管理业务领域实现了券商资管、公募基金、私募股权基金管理三驾马车齐驱。其中券商资管和公募基金都延续了固收特色，私募股权业务目前规模尚小。券商资管 AUM 中 97% 为定向资管，公募基金公司 AUM 中 96% 是专户，二者的资金来源均是发挥固收产品方面的主动管理能力吸引而来的银行委外资金。

2019 年上半年，受银行委外需求萎缩影响，公司券商资管和公募基金受托资产管理规模分别下降 14% 和 4%。但 1821 亿元的券商资管管理规模，使公司在券商资管中跻身行业前 15；创金合信 3408 亿元的管理规模也远超多数中小公募基金公司。

整体而言，第一创业证券在债券承销上相对头部券商差距较大，参与分销又难以贡献更多业绩。同时，我们对高度依赖自有资金投资（无论股、债还是其他）的业务模式也较为担忧其可持续性。但作为经纪份额仅 0.44% 的中小证券公司，第一创业能够形成并发挥固收业务特色，转型资产管理，并借此吸引银行委外资金快速做大规模，我们认为这一路径值得借鉴。

（三）我国中小证券公司未来前景展望

我们将金融机构核心竞争力归纳为资本实力、销售能力、定价能力和风控能力。从核心竞争力的比较来看，大型证券公司综合实力强、各方面均优势明显。与此同时，监管层“扶优抑劣”的导向不断强化，新近出台的各种政策均利好大型头部券商。这一境况下，中小证券公司的市场空间不断被挤压，因此主动收缩战线、到细分领域差异化发展可以说是中小证券公司无奈之选、必然选择。

从中信建投、东方财富证券的成功经验来看，依托大股东资源和自身禀赋，在细分领域内脱颖而出，然后以优势业务带动整体业务交互促进是比较顺畅的。但是，对于多数与大股东协同效应不强，或大股东资源已不足以支撑继续发展的公司，我们认为寻找细分领域，集中有限资源打造比较优势是较好的策略。对此我们认为应从以下几点入手：

- **确定细分领域，明确客户定位。**参考海外金融机构发展历程并结合我国经济前景，我们认为财富管理、资管管理、精品投行或社区金融、养老金融、房地产金融等领域都很有前景。我们认为找到适合自身的细分领域、明确客户定位并持续深耕的公司，未来脱颖而出的可能性比较大。
- **重视人力资源，平衡收益与成本。**人力是证券公司最最重要的核心资源，销售、定价（投研）、风控乃至渠道、品牌都需依靠人力。中小证券公司差异化发展，首先要解决的应该是人的问题，即如何招聘、培训，如何建立合理的考核和激励长效机制，当然做到激励员工和成本控制的平衡也十分重要。

- **调整组织架构,完成以客户需求为中心的转变。**目前国内证券公司的组织架构多以经纪、投行、资管、投资等业务条线划分。现在金融牌照带来的制度红利已越来越少,中小证券公司开拓业务只能转向客户需求。原有组织架构不但不能适应客户需求,反而可能成为综合金融服务的阻碍,要转型组织架构调整不可避免。
- **做好短期利益和长期利益的平衡,实现持续积累。**证券类业务专业性强,风险隐蔽,若过度强调短期利益,展业中或积累下大量潜在风险,一旦风险暴露将为整体带来不可忽视的重大损失。此外,合伙人制度虽是华尔街投行早年普遍采用的机制,也适用于投行、投资、咨询等依靠人力的业务,然而事异时移,我们并不认为事业部制(借鉴合伙制而来)适用于证券公司的所有业务,细分至每一个业务团队更不可取。分工合作、优势互补才是现代企业制度的基础。

风险提示

我们认为中小证券公司差异化发展或将面临的风险主要包括：1) 宏观经济或股票市场景气低于预期；2) 股票市场景气度过高致转型动力不足；3) 专业能力不足或人员流失；4) 风控能力不足，较弱的资本实力致抗风险能力不足；5) 企业文化不兼容；6) 监管转向、客户诉讼、声誉受损、大额处罚等。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com