



从扩大直接融资规模看券商发展机遇 ——兼谈券商行业投资机会

2020年09月22日

分析师:

吴琪

执业证书编号: S1380516100001

联系电话: 010-88300860

邮箱: wuqi@gkzq.com.cn

程凌

执业证书编号: S1380515080001

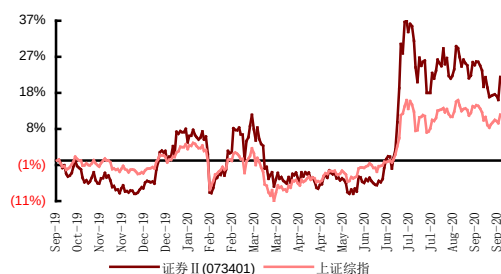
联系电话: 010-88300845

邮箱: chengling@gkzq.com.cn

内容提要:

- 与发达国家相比,我国直接融资比重依然偏低。间接融资主导的融资结构带来了许多问题,如债务问题越滚越大,金融风险过度集中,信贷资金无法高效支持不同成长阶段企业的融资需求及对新兴行业的支持不足,不利于经济结构转型升级等。因此,提高直接融资比重势在必行。
- 和国际一流投行相比,国内券商在资产规模、盈利能力等方面都存在较大差距。应当认识到,孱弱的券商除了难以担当起改善融资结构的重任外,在稳定金融市场、抵御金融风险方面也难有实质性作为,做大券商已经箭在弦上。
- 从国际投行发展历程看,国际一流投行经历了混业分业的更迭,伴随着资本市场的发展和国际化进程的持续推进,不断壮大。当前疫情对经济带来冲击,国际上混业经营再次松动。
- 我们认为促进证券行业做大做强,主要有以下几种路径:一是提升金融协作,发展金控公司;二是促进券商多渠道融资壮大规模;三是兼并重组促进行业集中度提升;四是特色券商深耕细分领域形成有效补充。
- 资本市场在我国金融体系内存在的历史并不长,具有一定的后发优势。在直接融资比重提升的大背景下,资本市场的地位空前提高,行业迎来中长期发展的重大机遇。我们看好证券行业的发展前景,建议投资者与行业共同成长,做好中长期布局,尤其头部券商,综合竞争优势突出,人才储备丰富,在发展机遇面前更有可能觅得先机。
- 风险提示:国内外经济形势急剧恶化风险;国内外证券市场系统性风险;疫情超预期变化风险;证券行业相关政策出现重大调整变化;行业创新转型不及预期;业绩增长不及预期。

证券Ⅱ(073401)与上证综指走势图



行业评级

强于大市

相关报告

《策略专题报告:救市政策渐次展开,恐慌修复性行情可期》

《策略专题报告:双主线布局:内生产业周期景气+国家意志推动》

《策略专题报告:万事皆备,东风渐至——环保行业国际比较》

目录

1、国际主要经济体及国内融资结构现状	4
1.1 国际发达经济体直接融资比重较高	4
1.2 我国直接融资比重依然偏低	5
1.3 国内融资结构存在的问题	6
(1) 资金期限错配致债务问题越滚越大，金融风险过度集中	6
(2) 信贷资金无法满足不同成长阶段的企业融资需求	7
(3) 银行贷款对新兴行业支持不足，不利于经济结构转型升级	7
2、做大券商是提高直接融资比例的必然选择	8
2.1 国内外主要券商实力对比	8
2.2 孱弱的券商难以担当起改善融资结构重任	9
(1) 资本金制约	9
(2) 人才制约	10
(3) 客户池制约	10
3、国外主要券商发展路径	11
2.1 摩根斯坦利：源于分业 回归混业	11
2.2 高盛：国际业务为公司重要支柱	12
4、国内券商面临的发展机遇	14
4.1 国际上混业经营在疫情重创经济大背景下再次松动	14
4.2 国内出于现实需要，做大券商已经箭在弦上	14
(1) 提升金融协作 发展金控公司	15
(2) 多渠道融资助力券商壮大规模	15
(3) 兼并重组促行业集中度提升	17
(4) 特色化券商将形成有效补充	17
4.3 推进对外开放，做大资本市场	18
5、现有头部券商在发展机遇面前更有可能觅得先机	18
5.1 市场竞争优势	18
5.2 人才优势	19
5.3 头部券商有望迅速成长	20
5.4 投资建议	22
6、风险提示	22
附录：证券行业 2020 年营收预测	22
(1) 关键假设	22
(2) 证券行业 2020 年营业收入预测	22

图表目录

图 1: 2018 年全球主要国家直接融资比重对比	4
图 2: 2019 年末社会融资规模存量结构	5
图 3: 2010-2019 社融存量人民币贷款占比变化	5
图 4: 2010-2019 社融存量直接融资占比变化	5
图 5: 2010-2019 社会融资规模增量变化 (万亿元)	6
图 6: 工商银行 2019 年末公司类贷款行业分布	7
图 7: 2019 年末全球主要券商资产情况 (亿美元)	8
图 8: 2019 年度全球主要券商业绩情况 (亿美元)	8
图 9: 2019 年末全球主要券商杠杆倍数	9
图 10: 2019 年度全球主要券商 ROE	9
图 11: 2020 年 6 月末银行业与证券业资产规模 (万亿元)	10
图 12: 证券行业营业收入结构结构变化	10
图 13: 2012-2017 银行与证券从业人员数	10
图 14: 当前证券从业人员结构	10
图 15: 摩根斯坦利发展历史回顾	11
图 16: 摩根斯坦利业务架构	12
图 17: 摩根斯坦利收入结构 (百万美元)	12
图 18: 高盛发展历史回顾	13
图 19: 高盛业务架构	13
图 20: 高盛收入结构 (百万美元)	13
图 21: 《证券公司股权管理规定》主要修订	16
图 22: 2020 年 4 月国泰君安组织架构调整	19
图 23: 全球前十大券商营收结构	21
 表 1: 2020 年初至今上市券商增发配股情况	16
表 2: 证券从业人员基本情况	20
表 3: IPO 项目储备排名	21
表 4: 证券行业分业务条线营业收入预测 (亿元)	23

1、国际主要经济体及国内融资结构现状

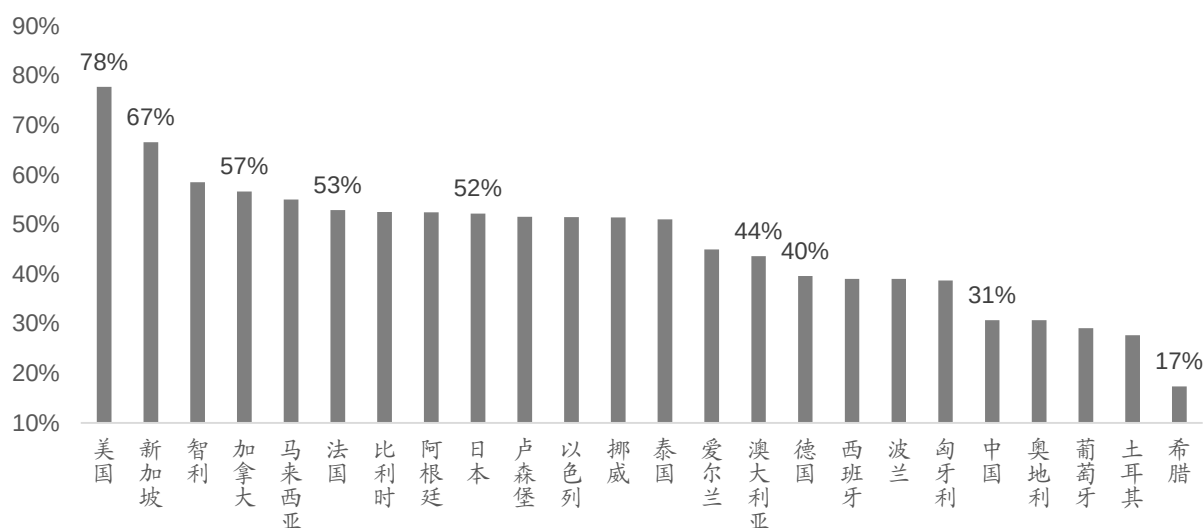
1.1 国际发达经济体直接融资比重较高

受历史文化、经济发展水平、法律环境等多方面的影响，各国融资结构存在较大差异。从国际情况来看，多数发达国家直接融资相对较高，发展中国家间接融资比例较高。

根据BIS和世界银行的数据，我们按照存量法对2018年世界各国的直接融资比重进行估计，即：

$$\text{直接融资比重} = \frac{\text{上市公司总市值} + \text{非金融企业债券融资}}{\text{上市公司总市值} + \text{非金融企业债券融资} + \text{银行贷款余额}} \times 100\%$$

图 1：2018 年全球主要国家直接融资比重对比



资料来源：世界银行，BIS，Wind，国开证券研究部

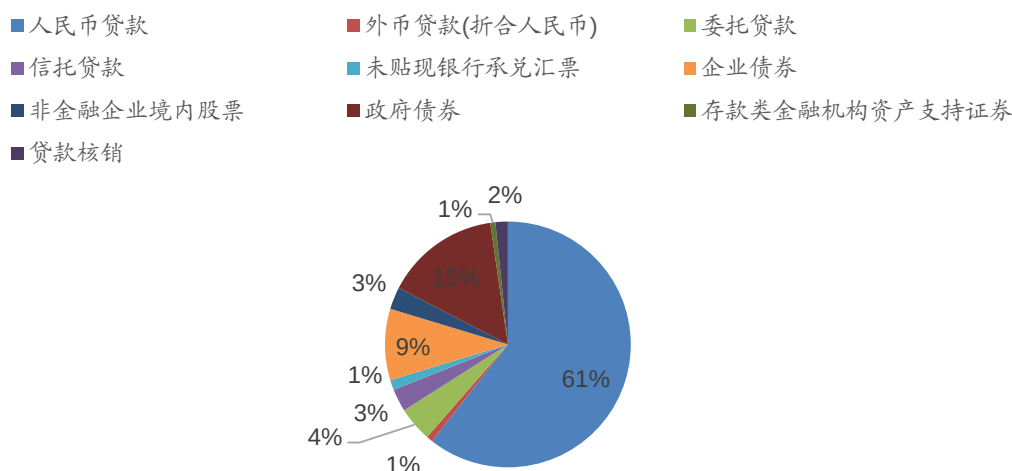
美国是典型的直接融资比重为主的国家，金融市场高度发达，资本化率高，直接融资比重达到了78%。传统意义上的“银行主导型”国家，如日本等直接融资比重也都超过了40%。中国直接融资比例为31%，在世界范围内处于偏低水平。总体而言，直接融资比重和经济发展水平高度正相关，随着经济发展水平越来越高，金融结构的演进会逐步偏向直接融资而降低间接融资的比重，是一个世界性的结构变迁趋势¹。

¹ 林毅夫、付才辉、任晓猛，《金融创新如何推动高质量发展——新结构经济学的视角》，《2019•径山报告》，中国金融四十人论坛，2019

1.2 我国直接融资比重依然偏低

当前我国融资结构依然以间接融资为主。根据央行公布的社融数据，2019年末人民币贷款占社融规模的比重为61%，以企业债券和非金融企业境内股票之和衡量直接融资比重为12%，直接融资比重显著偏低。

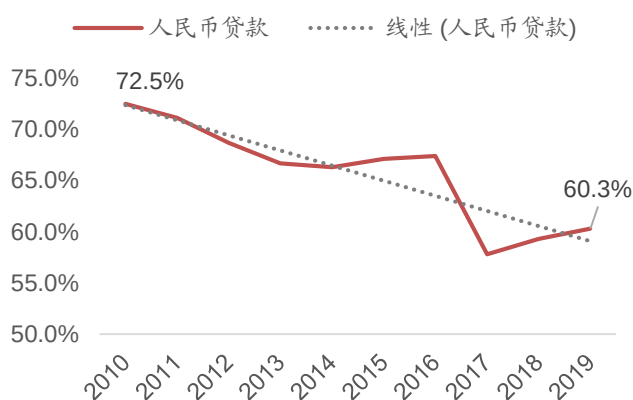
图 2：2019 年末社会融资规模存量结构



资料来源：Wind，国开证券研究部

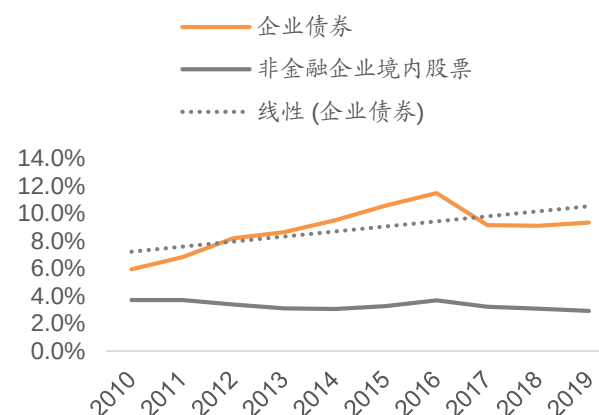
从社融结构变化来看，近十年人民币贷款占比整体处于下降通道，从2010年的72.5%降到2019年的60.3%。值得注意的是，2018年央行调整社融统计口径，将存款类金融机构ABS、贷款核销和地方专项债纳入社融，并追溯调整了2017年数据，因此，2017年贷款占比出现陡降。2018年中以来，货币政策进入宽松周期，人民币贷款扩张速度高于其他融资增长，因此贷款占比出现小幅回升。直接融资方面，近十年企业债券占比小幅上升，非金融企业境内股票融资维持在3%左右。同样考虑口径调整因素，实际上直接融资比重也出现了小幅上行。

图 3：2010-2019 社融存量人民币贷款占比变化



资料来源：Wind，国开证券研究部

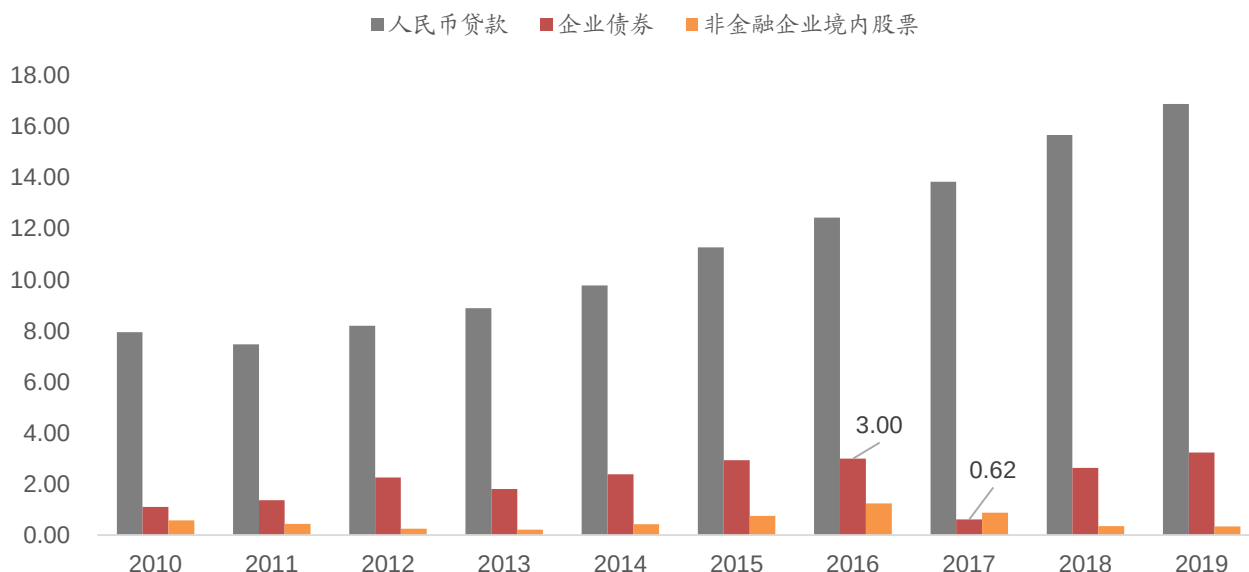
图 4：2010-2019 社融存量直接融资占比变化



资料来源：Wind，国开证券研究部

从社融增量数据来看，近十年人民币贷款增量保持了连续增长，但是，企业债券和非金融企业境内股票融资受监管政策影响波动较大，如2017年宏观去杠杆开推行、企业债和公司债风险管理加大，企业债券规模增量同比下滑近80%。今年受疫情影响，上半年央行增加1.8万亿元再贷款、再贴现额度支持疫情防控和复工复产，信贷调控仍然是最直接、最重要的金融工具。可见，我国间接融资的主体地位没有根本性改变。

图 5：2010-2019 社会融资规模增量变化（万亿元）



资料来源：Wind，国开证券研究部

1.3 国内融资结构存在的问题

如前所述，我国以间接融资为主，直接融资比重明显低于发达国家水平，对经济发展带来了诸多隐患。

(1) 资金期限错配致债务问题越滚越大，金融风险过度集中

这里我们所说的资金期限错配实际上有两个层面的含义，一是信贷资金供给和企业成长资金需求之间的期限错配，二是银行内部的存贷款期限错配。

从企业发展的角度来看，企业需要长期稳定的资金支持，但是信贷资金并不具备这一特点，即便是中长期贷款，期限也很少超过十年。而企业短期经营业绩、银行贷款抵押物价值变动、信贷政策收紧等都会影响贷款的稳定性，因此企业贷款往往以借新还旧的方式得以延续。随着企业资金需求扩张，信贷规模也会随之扩张。

对银行来讲，存贷款期限错配是指“银行资金来源短期化、资金运用长期化”问题。在以银行为主导的融资体系中，银行承担了长期融资的功能，发放大量的中

长期贷款。而银行资金来源呈现短期化特征，实际上银行承担了流动性期限转换的角色，依靠流动性管理能力改善存贷款的期限错配问题，但是依赖银行自身并不能够完全解决存贷款期限错配问题。

期限错配的存在导致了债务规模居高不下，高度依赖银行的融资结构也将更多的金融风险留在了银行系统，银行本身还要承担流动性风险，金融风险过于集中。

(2) 信贷资金无法满足不同成长阶段的企业融资需求

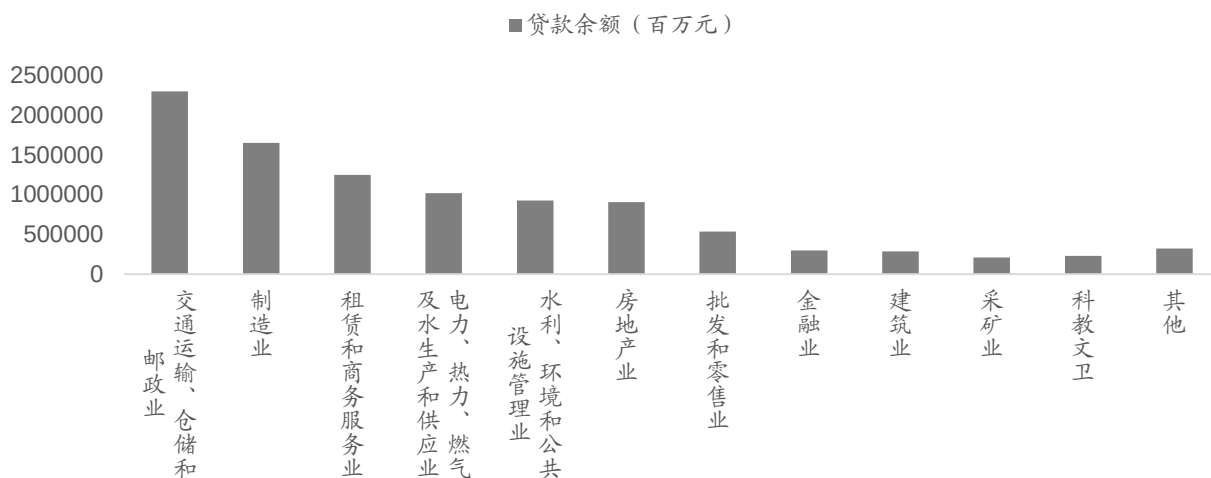
在不同的企业生命周期中，企业对于资金的需求存在较大不同，信贷资金无法充分满足。

在企业初创期，企业发展的不确定性高，高风险高回报是这一阶段的核心特征。这个阶段，企业业务处于起步阶段，风控要求较高的银行很难进入，天使投资、风险投资、私募基金和券商直投机构更为合适。在企业成长期，生产走向正轨，具备了一定的债务融资能力，但是企业需要利润留存扩大生产，在资金运用方面也需要更灵活，因此股权融资更为合适。企业进入成熟期后，业务模式稳定，盈利能力稳定，风险和收益均在相对合理水平，可选择包括银行贷款在内的多种融资方式扩张资本。因此，从企业生命周期来看，信贷资金更契合成熟期的企业需求，对初创期和成长期企业支持不足。

(3) 银行贷款对新兴行业支持不足，不利于经济结构转型升级

随着经济结构的转型升级不断推进，新兴行业的发展需要金融支持。但是，如前所述，存贷款期限错配导致银行贷款发放存在一定惯性，存量贷款投向难以大规模转向新兴行业。同时，新兴行业具有一定高风险特征，部分新兴行业缺乏传统意义上的抵押物，受银行信贷风控要求难以投放。这就导致了银行贷款对新兴行业的支持不足，不利于经济结构转型升级。根据工商银行2019年年报，公司类贷款行业分布中交通运输、仓储和邮政业占比最高，达到23.15%。

图 6：工商银行 2019 年末公司类贷款行业分布



资料来源：公司年报，Wind，国开证券研究部

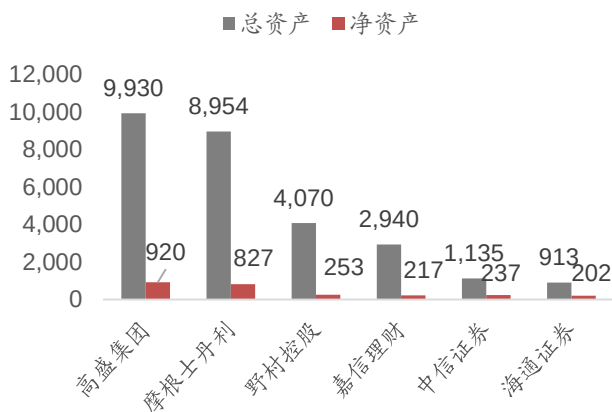
2、做大券商是提高直接融资比例的必然选择

券商的业务范围横跨一级市场和二级市场。一级市场业务主要涉及发行环节，包括股权融资、债券融资、财务顾问、资产证券化和直投等，二级市场业务主要涉及流通环节，包括经纪业务、信用交易、自营、做市业务、研究业务等。一级市场和二级市场不是独立的，提高直接融资比例，不仅要重视一级市场业务的发展，也要重视二级市场的建设。因此，做大券商，提升券商综合实力，是提高直接融资比例、有效防范金融风险的必然选择。

2.1 国内外主要券商实力对比

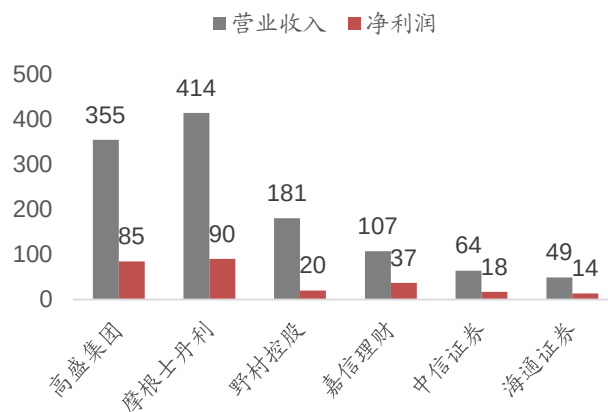
我们选取全球投资银行与经纪业的代表券商进行横向对比，2019年末高盛集团总资产达到9930亿美元，净资产为920亿美元，同期中信证券的总资产为1135亿美元，净资产为237亿美元。经营业绩方面，中信证券等国内龙头券商与国际一流投行也存在较大差距，营收和净利润不及高盛的五分之一。即使是以经纪业务和资产管理业务为特色的嘉信理财，资产规模也达到中信证券2倍以上。

图 7：2019 年末全球主要券商资产情况（亿美元）



资料来源：公司年报，Wind，国开证券研究部

图 8：2019 年度全球主要券商业绩情况（亿美元）

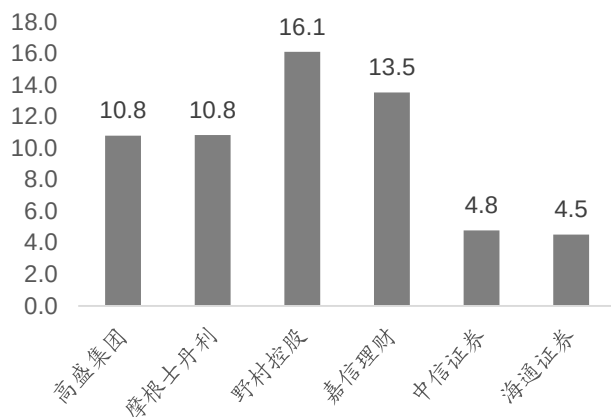


资料来源：公司年报，Wind，国开证券研究部

受政策监管和发展路径影响，我国券商杠杆水平偏低，国际主要投行均在10倍以上。较低的杠杆倍数导致公司盈利能力偏弱，我国券商ROE徘徊在6%-7%左右，国际投行ROE波动相对较大。

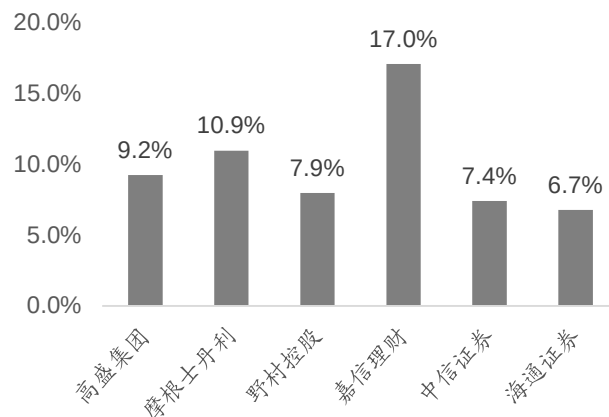
通过以上比较可以看出，国内券商和国际一流投行相比实力相差悬殊，从总量方面来看这种差距更加直观。2019年末我国证券行业总资产为72635亿元，按2019年12月31日汇率折算约为10421亿美元，仅与高盛一家规模相当。今年以来券商把握利率窗口和再融资放松的政策环境积极扩表，6月末全行业资产规模8.03万亿，较年初增长了10.6%。

图 9：2019 年末全球主要券商杠杆倍数



资料来源：公司年报，Wind，国开证券研究部

图 10：2019 年度全球主要券商 ROE



资料来源：公司年报，Wind，国开证券研究部

2.2 孱弱的券商难以担当起改善融资结构重任

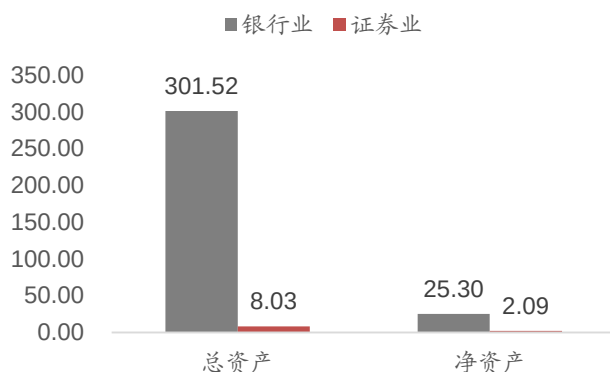
券商作为资本市场中最重要的主体之一，不应仅发挥投融资中介的功能，而应当更加深度参与资本市场建设，挖掘客户需求，培育潜在客户，通过创新发展推动资本市场向更高质量发展迈进。但是，现阶段我国券商在体量规模、业务种类、创新发展方面与发达国家存在较大差距，与全球第二大经济体的地位不符，也难以担当起改善融资结构的重任。

(1) 资本金制约

当前证券业资产规模远小于银行业，截止2020年6月末，证券行业总资产和净资产分别为8.03万亿和2.09万亿，同期银行业总资产规模和净资产分别为302万亿和25万亿。银行业在金融体系居主导地位，证券业与之相比实力相差悬殊，难以实体经济提供有力的融资支持。

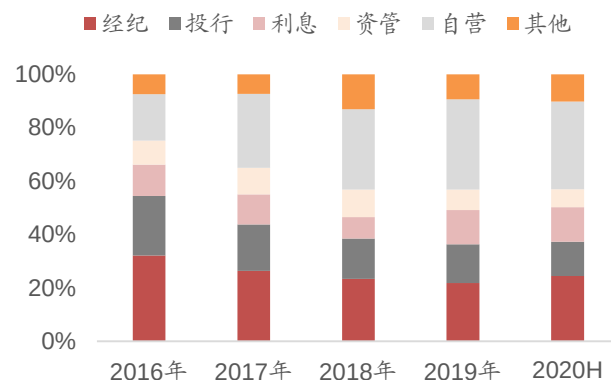
从证券行业各项业务发展来看，通道业务的地位削弱、重资本业务地位提升成为行业趋势。2020年上半年券商重资本业务占比接近50%。从重资本业务的发展来看，科创板强制跟投等制度的出现使得投行业务开始与资本深度结合，投行业务资本化转型持续推进；融资融券业务能够提升市场活跃度，更好地发挥资本市场的价值发现功能，推动资本市场长远健康发展；质押业务直接满足客户的融资需求，为股东开辟了新的融资渠道。重资本业务的发展不仅是提升券商实力、提高券商系统重要性的重要途径。缺少资本金的支持，券商重资本业务发展受限，也就很难改变企业寻求金融服务时高度依赖银行的惯性。所以，资本金不足不仅制约了券商投融资功能的发挥，也制约了其改善融资结构功能。

图 11: 2020 年 6 月末银行业与证券业资产规模 (万亿元)



资料来源: 银保监会, SAC, 国开证券研究部

图 12: 证券行业营业收入结构变化

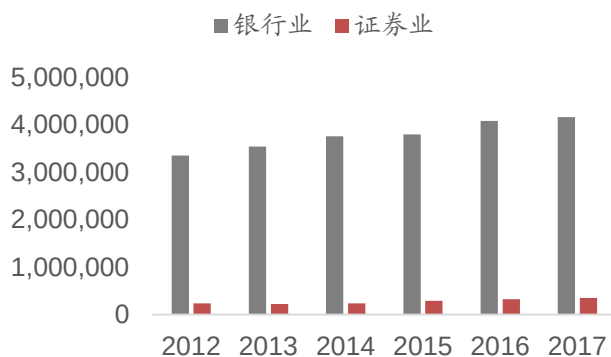


资料来源: SAC, 国开证券研究部

(2) 人才制约

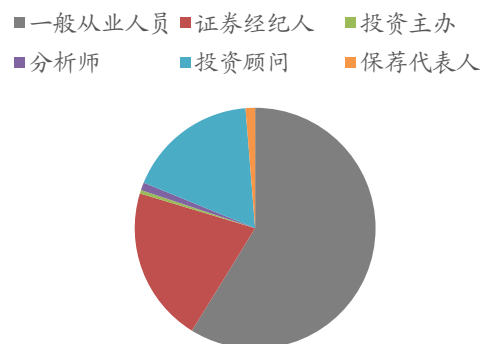
和银行从业人员数对比, 证券从业人数不及其十分之一。从人员结构来看, 证券从业人员以一般从业为主, 分析师、投顾和保代占比合计仅为20%, 关键人才供给不足。证券行业是人力与资本高度结合的行业, 人才是券商的核心竞争力之一, 人才数量和质量都是业务进一步扩张的关键。在当前的人力资源格局下, 券商难以迅速扩展业务边界, 也制约了其在直接融资中的作用。

图 13: 2012-2017 银行与证券从业人员数



资料来源: 券商中国, 国开证券研究部

图 14: 当前证券从业人员结构



资料来源: SAC, 国开证券研究部

(3) 客户池制约

在企业高度依赖银行贷款的格局下, 优质企业自然向银行靠拢, 银行的客户开发相对容易, 间接融资的优势地位进一步巩固。对应的, 券商提供的金融服务类型相对单一且门槛较高, 客户开发难度较大。券商由于人才储备、成本约束、项目开发难度较高的制约, 客观上形成了对潜在的客户开发不足的局面。券商客户储备有限, 后续开发客户的金融服务需求的空间也就受到限制, 难以撼动间接融资的主体地位。

3、国外主要券商发展路径

国际一流投行往往有超过百年的发展历史，在其发展过程中，国际金融环境也在不断变化。从其发展路径来看，国际投行随着监管从混业和分业的交替变迁而相应调整。当前国际金融业的格局以混业为主导，从分业向混业经营转变的标志性事件为1999年11月美国通过的《金融服务现代化法》。根据《金融服务现代化法》，美国确立了金融控股公司的混业经营形式。2008年金融危机暴露了监管短板，已有法案无法妥善解决危机的后果。为了修正这些弊端，美国相继颁布了《金融监管改革方案》和《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，加强宏观审慎和微观审慎，调整监管体系，强调消费者权益保护等。此外，除了混业分业的更迭外，金融全球化也不断发展，国际一流投行通过不断的兼并重组扩大业务范围，拓展国际业务，不断发展壮大。

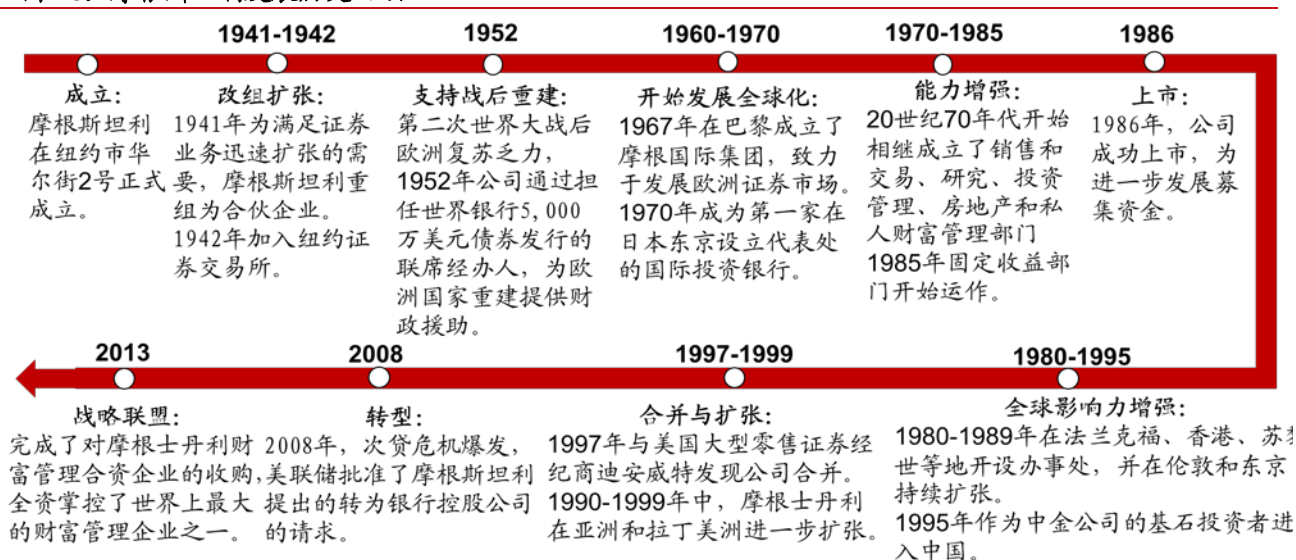
2.1 摩根斯坦利：源于分业 回归混业

摩根斯坦利的前身是摩根大通的投资银行部门，受1933年《格拉斯——斯蒂格尔法案》禁止公司同时提供商业银行和投资银行服务的影响，1935年集团将投资银行业务独立出来成立了投资银行摩根斯坦利，JP摩根则从事商业银行业务。

独立出来的摩根斯坦利开启了新的发展篇章，业务品种不断丰富，积极布局全球业务，成为国际领先投行之一。1995年，公司作为中金公司的基石投资者进入中国市场。

2008年次贷危机的影响下，摩根斯坦利和高盛也提交了改组申请，华尔街五大投行中最后两家独立投行也转为了银行控股公司。

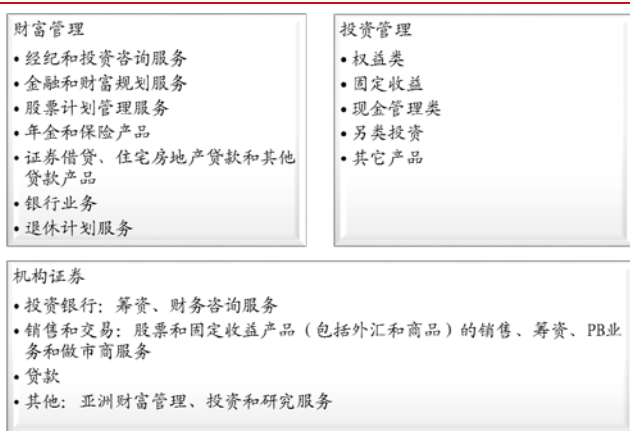
图 15：摩根斯坦利发展历史回顾



资料来源：公司年报，国开证券研究部

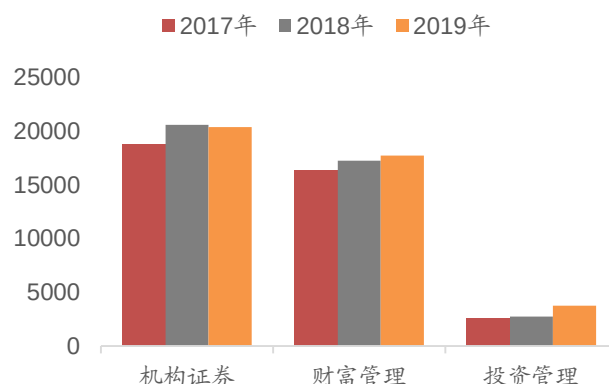
摩根斯坦利的业务主要分为三个板块，分别为机构证券、财富管理和投资管理服务，分别定位于服务于机构客户、个人客户和投资机构及个人投资者，总体来看是以客户需求为主要划分依据。从收入结构来看，机构证券业务占比最高，2019年达到48.6%，是主要收入来源。

图 16：摩根斯坦利业务架构



资料来源：公司年报，国开证券研究部

图 17：摩根斯坦利收入结构（百万美元）



资料来源：公司年报，国开证券研究部

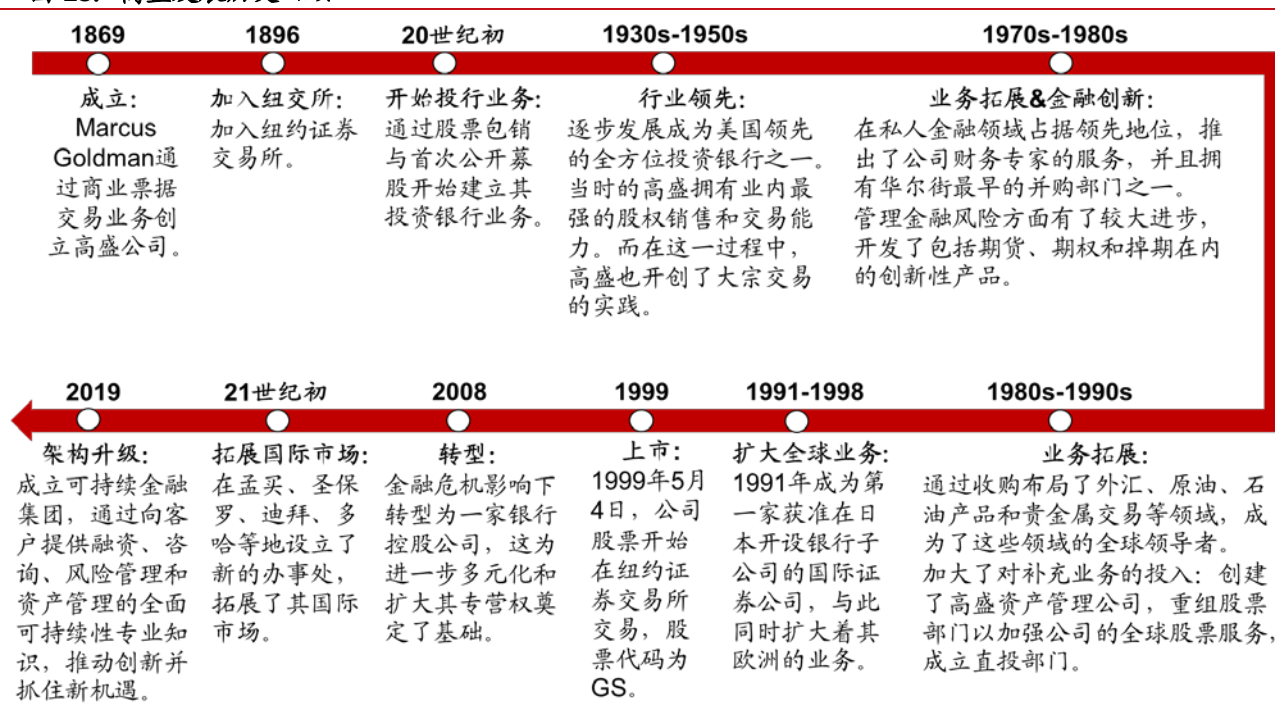
2.2 高盛：国际业务为公司重要支柱

高盛成立于1869年，以商业票据业务起家，并在20世纪初开始其投行业务。大萧条期间，高盛旗下的投资信托公司——高盛交易公司巨额亏损，高盛损失了92%的原始投资，濒临破产。

1930年，现代高盛之父Sidney Weinberg接任主席，逐渐带领高盛走出阴霾，经过多年发展，高盛确立了其领先的地位，稳居全球前三。在此期间，高盛也大幅拓展了国际市场，国际运作能力领先。

在金融危机的影响下，2008年9月，高盛发布公告转型成为银行控股公司，接受美联储的监管，面临更严格的资本要求和杠杆要求，同时在过渡期可以享受从美联储获得紧急贷款的权利。

图 18: 高盛发展历史回顾



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

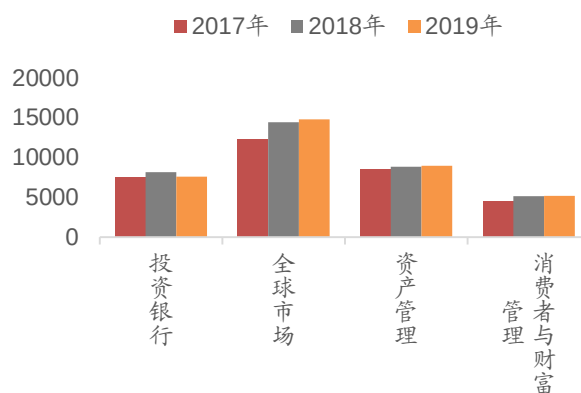
2019年, 高盛调整了其业务架构, 目前四大业务板块分别投资银行、全球市场、资产管理和消费者与财富管理, 其中全球市场板块是最主要的收入来源, 并保持了相对较高的增长率。2019年全球市场收入占营收比重达到40.4%。

图 19: 高盛业务架构



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

图 20: 高盛收入结构 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

4、国内券商面临的发展机遇

4.1 国际上混业经营在疫情重创经济大背景下再次松动

沃尔克规则诞生于2010年，时任经济复苏顾问委员会主席保罗·沃尔克提出将银行自营交易与商业银行业务分离，即禁止银行利用参加联邦存款保险的存款，进行自营交易、投资对冲基金或者私募基金。奥巴马批准了沃尔克提出的建议，并将其命名为沃尔克规则。该规则是2010年7月通过和实施的《多德—弗兰克华尔街金融改革与消费者保护法》中的一项重要内容。2013年12月10日，包括美联储在内的美国五家金融监管机构正式表决通过了禁止金融机构进行自营交易的“沃尔克规则”最终版本，禁止银行从事自营性质的投资业务以及禁止银行拥有、投资或发起对冲基金和私募基金。自2014年4月1日起生效，相关银行机构应当于2015年7月21日达到沃尔克规则及其实施规则的相关要求。今年6月末，美联储等多家监管机构投票通过修改已执行六年的“沃尔克规则”，放松银行对于风险投资基金等方面的交易限制，新规将于10月1日起生效。

今年以来，疫情对全球经济造成巨大冲击，美国银行业在坏账大幅增加的压力下经营承压，沃尔克规则的修订有助于提升银行经营的灵活性。沃尔克规则的适当放松，也意味着混业经营再次迎来松动。

4.2 国内出于现实需要，做大券商已经箭在弦上

为扩大直接融资比重，监管层已经推进了多项政策，其中最重要的是注册制改革。今年3月，《证券法》修订完成，明确全面推行注册制。目前科创板和创业板注册制试点稳步推进，为未来注册制全面推广打下了坚实基础。新三板改革系列政策推出，包括精选层上市满一年可以转板，有利于新三板市场实现错位竞争，拟引入混合做市商制度，进一步优化公募基金入市制度，优化市场指数促进产品开发，畅通社保、保险、基本养老金、企业年金等中长期资金投资新三板渠道等，改善流动性问题。可以看出，多层次资本市场建设正在稳步推进。今年7月，央行和证监会宣布同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，未来债券市场分割的局面或迎来改变，资本市场的互联互通进一步提高，券商可以更多地参与到银行间市场中来，在债券业务方面迎来新机遇。

可以看出，在政策护航下，资本市场正在迈向高质量发展路径。券商未来需要承担的职能更加丰富，市场空间广阔，业务空间也将进一步拓展。为了更好地发挥其在资本市场乃至社会融资体系中的作用，做大券商已经箭在弦上。

我们认为，促进证券行业做大做强，主要有以下几种路径选择：

(1) 提升金融协作 发展金控公司

从近期政策导向来看，借力银行业或成为未来做大证券行业的选择。在当前分业监管的总体格局下，如何加强监管协同、加强金融机构的协作，助力证券行业做大做强，这也是对发展中国式混业经营的探索。

关于开放证券牌照申请的探索早有端倪，未来或有望实质推进。2014年5月，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出有条件地向其他金融机构开放证券牌照。2015年市场曾经有过向四大行发放券商牌照的讨论，后来受股灾影响暂未实施。今年6月，市场消息称证监会计划向商业银行发放券商牌照，或将从几大商业银行中选取至少两家试点设立券商，证监会对此进行回应，进一步指出发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，也是推进和扩大直接融资的重要手段。

向商业银行发放券商牌照或有可能成为做大券商的催化剂。当前银行和证券业的对比来看，银行业资本实力和客户基础远优于证券行业，如果能借力银行获得更多资本支持和增量投资者，将对证券行业的发展提供外源动力。

近期出台的《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》征求意见稿，特别提到证券公司可以租用商业银行、保险公司的网络平台开展证券业务活动，但是要求证券公司与相关商业银行、保险公司应当存在股权控制关系，或者由同一金融控股公司控制。这意味着同时具有多个金融牌照的金融控股集团内的合作壁垒下降，客户和技术资源可能在集团内实现共享。结合向商业银行发放证券牌照的试点，客户资源或可以借助网络平台租赁实现共享，银行的证券业务能够实现快速起步，将为做大证券行业带来直接动力。

我们预计中国式混业经营探索将从金融控股集团起步。考虑到风险隔离因素，为了避免风险在细分行业之间、跨市场之间大面积传导，将金融风险限制在同一集团内部，先从个别业务条线开始，再到混业经营试点，将是一个逐渐发展的过程。这不仅需要监管政策的逐步放松和监管水平的提高，需要金融机构的自发探索，也需要金融监管的高度协调。混业经营的推进能够为证券行业提供资本支持和客户基础，但这也将会是一个慎之又慎的发展过程。

(2) 多渠道融资助力券商壮大规模

增资证券行业，壮大资本金规模，是对行业发展直接的支持。今年6月，证监会修订《证券公司股权管理规定》，为券商进一步增资打开制度空间。

根据新修订的《规定》，券商主要股东门槛降低，资质要求也大幅放松，尤其是不再要求主要股东必须有金融业务经验和行业龙头地位，减少了其他领域资本进入证券行业的障碍，有利于券商进行再融资。

图 21: 《证券公司股权管理规定》主要修订

修改主要股东定义	“持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司5%以上股权的股东”。
适当降低主要股东资质要求	取消主要股东具有持续盈利能力的要求; 将主要股东净资产从不低于2亿元调整为不低于5000万元人民币; 不再要求主要股东具备相匹配的金融业务经验; 不再要求主要股东为行业龙头等。
调整证券公司股权相关审批事项	证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人,应当依法报中国证监会批准; 取消的审批情形调整为备案事项。
进一步明确监管要求	禁止证券公司股权相关的“对赌协议”; 明确控股股东变更为持股100%的股东的备案程序; 明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过50%的豁免情形

资料来源: 证监会, 国开证券研究部

除了股东增资外, 今年以来, 多家券商也通过发行债券、定增、配股等方式补充补充资金, 积极扩表。债券融资方面, 得益于上半年较宽松的利率环境, 年初至今券商累计债券融资规模达到9134亿元, 同比增长86%; 已经有6家上市券商完成定增, 累计募集资金高达612亿元, 此外, 中信建投等4家券商也披露了定增方案, 预计募资规模达到365亿元, 全行业通过定增补充资金规模近千亿元; 配股方面, 年内共有5家成功实施配股, 合计募资316亿元, 还有红塔证券等3家券商也公布了配股方案, 预计募资规模达到175亿。

表 1: 2020 年初至今上市券商增发配股情况

增发	方案进度	发行方式	募集资金 (亿元)	配股	方案进度	募集资金 (亿元)
国信证券	已完成	定向	150.00	招商证券	已完成	126.83
海通证券	已完成	定向	200.00	山西证券	已完成	37.57
中原证券	已完成	定向	36.45	东吴证券	已完成	58.51
西南证券	已完成	定向	49.00	天风证券	已完成	53.25
第一创业	已完成	定向	42.00	国海证券	已完成	39.43
中信证券	已完成	定向	134.60	红塔证券	董事会预案	80.00
中信建投	证监会通过	定向	130.00	华安证券	董事会通过	40.00
浙商证券	股东大会通过	定向	100.00	国元证券	证监会通过	55.00
南京证券	证监会通过	定向	60.00			
西部证券	股东大会通过	定向	75.00			
		合计	977		合计	491

资料来源: Wind, 国开证券研究部

(3) 兼并重组促行业集中度提升

受历史发展和以经纪业务为代表的传统业务模式的影响，早期证券公司有很强的地域性特征，券商在各省分布较为分散，以当地市场为主。但是，随着互联网金融的发展，券商逐渐摆脱物理网点的限制，经营的地域性特征被大大削弱。根据年初监管通报，目前线上成交额占比已经达到95%。近年来，地区性券商扩大经营范围、布局一线城市和经济发达地区、走向全国经营逐渐成为行业趋势。但是，在监管层扶优限劣的导向下，当前龙头券商的优势明显，区域性券商实力有限，业务和大型券商同质化程度较高，比较优势不明显，很难实现弯道超车。

今年一季度，中信证券换股收购广州证券100%股权，被认为是行业并购的开端。中信证券通过收购广州证券，布局粤港澳大湾区，实现了对中国内地31个省区市的营业网点全覆盖，有效提升公司在华南地区的服务能力。随后，在监管打造航母券商的导向下，关于证券行业横向并购的预期进一步升温。9月20日晚间，国金证券和国联证券均发布了公告，国联证券拟受让长沙涌金持有的国金证券约7.82%股份，同时国联证券向国金证券全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并国金证券。

横向并购是打造航母级券商最直接的手段，也是行业竞争发展的必然结果。从当前行业发展特点来看，在业务高度同质化和经营分散化的格局下，中小券商直面大型券商竞争，在特色化转型压力下很难实现突围，随着证券行业进入成熟期，横向并购是实现规模效应必然出现的结果。此外，随着混业经营预期提升，银行资本进入行业，银行有动力收购券商牌照起步证券业务，券商提升自身竞争力迫在眉睫，均催生了并购需求。我们认为，银行跨行业收购、大型券商强强联合和大券商并购中小券商的模式均有可能出现。

(4) 特色化券商将形成有效补充

做大做强证券行业同时也将带来对行业竞争格局的洗牌。头部券商全面占据市场优势地位，中小券商的生存空间受到挤压，寻求差异化竞争策略已经成为行业共识。

从行业监管来看，打破同质化竞争格局，引导行业差异化竞争，也是近期监管的重要导向。今年7月，证监会发布《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》，对此前分类评级规则进行修改。分类评级新规在强调合规风险底线的前提下优化了对券商的专业能力的评价，提高了专业能力强但规模有限的中小券商保持高评级的可能性。根据2020年的分类评级结果，多家中小券商获得了专项加分，AA级券商中的中小券商比例明显增加。

我们认为，未来行业将形成综合性头部券商和专业性非常明确的特色券商共存、错位竞争、互补发展的竞争格局，中小券商结合自身特点探索发展道路，在细分领域占据领先地位，将成为行业的有效补充。

4.3 推进对外开放，做大资本市场

推进资本市场的对外开放，引入外资，不仅是参与国际竞争的需要，也是做大资本市场的重要途径。今年以来，监管层发布多项对外开放政策，积极引入外资进入资本市场，一方面为资本市场引入了增量资金，另一方面也有效提高了我国资本市场的国际影响力。根据证监会数据，截至9月3日，境外投资者通过沪深港通持有我国股市的股票市值为2.01万亿元，在A股流通市值的比重是3.28%，如果加上QFII和RQFII的持股，所有外资持有我国流通股市值的比重是4.69%。

提高对外开放水平，也将带来很多挑战，如国际化程度提高后资本市场的波动加剧，对风险管理和市场监管提出更高要求；机构投资者国际一流投行进入国内展业，加剧证券行业竞争等。但是，这是资本市场走向成熟的必经之路，也是借助国际力量加速资本市场成熟的重要手段。做大资本市场，引入增量，盘活存量，券商面临的机遇大于挑战。

5、现有头部券商在发展机遇面前更有可能觅得先机

5.1 市场竞争优势

伴随着我国资本市场的发展，券商也不断走向成熟。尤其是近十年来，资本市场法治化、市场化程度不断提高，制度建设提速，对外开放程度提升，证券行业也在逐渐探索适合自身发展的路径。相比银行其他金融市场主体，券商在资本市场竞争中占有优势地位。首先，券商更具备市场化基因，对资本市场的了解更加深入，尊重市场，敬畏市场；其次，券商适应全球业务机构化趋势，对标国际大型券商，积极调整了业务架构，蓄力后续发展；第三，券商激励机制相对灵活，能够更好地发挥人才的主观能动性。

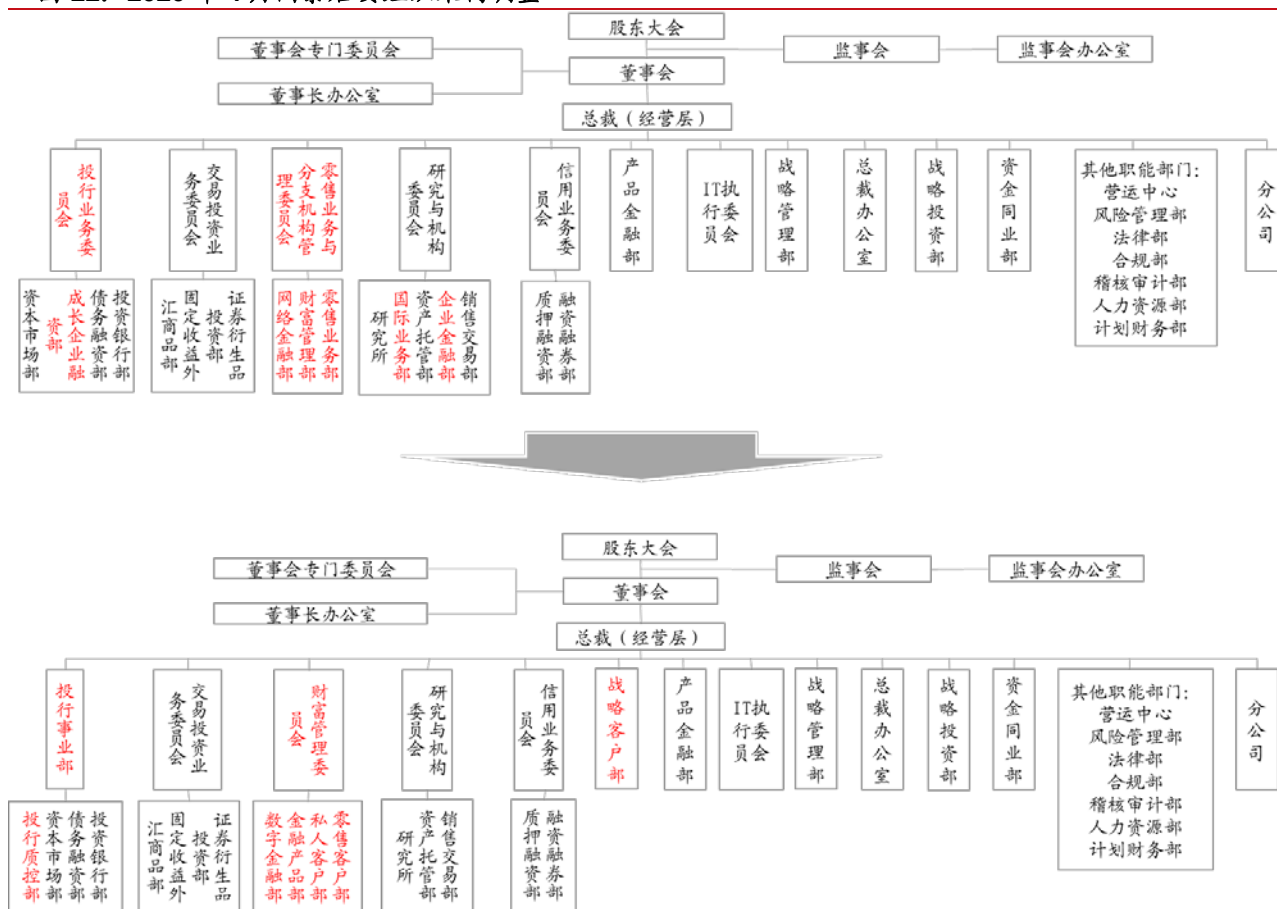
券商的市场竞争优势在大型券商中体现更为明显。近年来，大型券商在面临新的业务竞争时，表现出了较强的灵活性和执行力。如在业务架构方面，面对财富管理的兴起，大型券商开始设立财富管理委员会，整合相关业务资源；在客户综合金融服务需求日益增加的背景下，大型券商率先设立战略客户部等，围绕客户需求整合业务资源。

以国泰君安为例，今年上半年国泰君安大幅调整了机构设置，主要调整包括：

（1）顺应财富管理转型要求，将零售业务和分支机构管理委员会更名为财富管理委员会；（2）调整研究与机构业务委员会下设部门及职责，原企业金融部更名为战略客户部，调整为公司直属部门；（3）设立投行事业部，下设投资银行部、债务融资部、资本市场部、投行质控部4个部门。调整后的部门设置凸显业务条线核心功能，服务于客户的不同需求，同时顺应直接融资发展大趋势。今年6月，国泰君安推出了涉及公司执行董事、高管和核心骨干成员共451人的员工持股计划，对核心团队实现长期激励和约束。在新《证券法》放松了证券公司员工

通过股权激励计划的持股限制后，国泰君安迅速推出了激励方案，且其规模和激励范围在业内是前所未有的，有利于培育公司长期竞争力。

图 22：2020 年 4 月国泰君安组织架构调整



资料来源：Wind，国开证券研究部

5.2 人才优势

证券行业具有较高的人才壁垒。首先，证券公司主要通过为客户提供专业化的金融服务和产品获取收益，其竞争更多地表现为人才的竞争，具有是典型的人才密集型特征；其次，证券行业是联系实体经济与资本市场的重要枢纽，除了金融背景外，对复合型、专业型人才的需求量较大，这类人才需要长时间的培育；第三，从监管方面来看，证券公司开展单项具体业务，必须有规定数量的相应业务的专业人员。因此，即使向其他金融机构开放券商牌照，人才储备不足也是制约其发展的重大挑战。

证券行业作为人才密集型行业的一个典型特征表现是人员流动对于券商业绩的影响较大。其中最典型的如券商投行业务、卖方研究业务。过去几年，部分中小券商在投行、研究条线加大投入，引入市场前列的团队，基本都能带来业务收入和行业排名的显著提升。这种人力资源特点意味着在面临行业机遇时，人才储备较强的券商能够把握先机，赢得快速发展。

从券商从业人员来看，行业集中度高，规模最大的五家券商从业人员占比高达17%。其中，专业人才的分布集中度更高，行业前五家券商合计占比基本都超过20%，前十家券商占比超过30%。其中，投顾集中度最高，CR10近50%，其次为保代，CR5和CR10分别达到26%和44%。从券商的专业人才储备来看，大型券商的优势非常明显，中信证券、国泰君安、广发证券、中信建投等大型券商各项人才储备均居行业前列。我们认为，大型券商人才储备丰富，其人才优势在直接融资提升、资本市场发展的机遇中厚积薄发，赢得发展先机。

表 2：证券从业人员基本情况

	从业人员数	投资主办人	分析师	投资顾问	保荐代表人
行业总计	330372	1548	3444	57976	4221
前五合计	57111	316	667	16714	1092
CR5	17.29%	20.41%	19.37%	28.83%	25.87%
前十合计	105035	502	1179	27944	1850
CR10	31.79%	32.43%	34.23%	48.20%	43.83%
前五大券商	中信证券	申万宏源	海通证券	中信证券	中信证券
	广发证券	中信证券	中金公司	广发证券	中信建投
	国信证券	中金公司	国泰君安	中信建投	华泰证券
	国泰君安	广发证券	长江证券	国泰君安	国信证券
	方正证券	海通证券	广发证券	中国银河	国泰君安

资料来源：SAC，国开证券研究部

5.3 头部券商有望迅速成长

头部券商在市场中的核心地位将进一步巩固，有望迎来迅速成长。我们认为，头部券商成长的主要驱动力来自以下几个方面：

(1) 注册制全面推广带来的业务机会

提高直接融资比例势在必行，注册制是其中的关键一环，目前创业板注册制已经实施，注册制的全面推广可期。注册制意味着投行业务市场化程度提升，在更加充分的市场竞争中，得益于业务基础和人才储备，大型券商的项目储备充足，未来业绩有望加速兑现。目前有8家券商的IPO项目储备超过100家，占行业储备项目的39%。还应注意的是，IPO项目对券商其他业务条线的协同效应不容小觑。IPO项目发行意味着券商获得了深度客户储备，机构业务方面可以继续开发其再融资需求、债券融资需求、质押业务及其他综合金融服务需求，甚至可以继续延伸到个人金融服务方面。

此外，科创板开创了保荐券商跟投制度，投行业务和资本开始深度结合，跟投浮盈成为新的利润增长点。预计投行业务资本化还将持续推进，券商直投等将成为新的利润增长点。

表 3: IPO 项目储备排名

	券商	IPO 项目储备
1	中信证券	177
2	中信建投	129
3	海通证券	129
4	招商证券	113
5	华泰证券	113
6	国金证券	112
7	民生证券	108
8	国泰君安	100

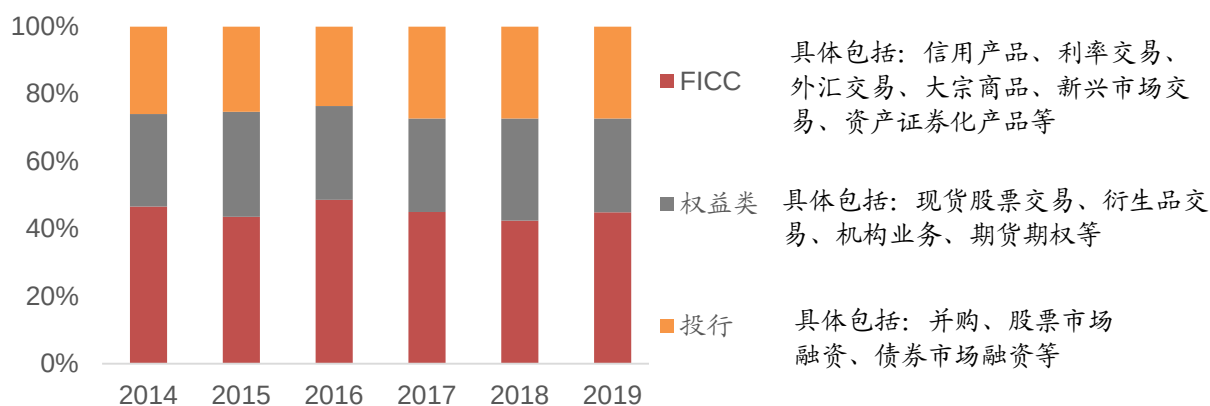
资料来源: Wind, 国开证券研究部

(2) 在国际竞争和金融协作中迎来业务产品升级

由于金融发展水平存在差距,国内券商和国际一流投行的业务架构存在很大不同。从国际一流投行的业务架构来看,FICC业务贡献超过50%,是最大的收入来源。国内FICC起步较晚,且受到分业监管的限制,包括外汇、大宗商品在内的多项业务不能够在券商内部直接开展,发展显著落后于国际一流券商。未来随着国内金融的协作加强,FICC有望迎来新的发展机遇。

从FICC业务基础来看,大型券商综合金融布局相对完善,业务发展显著占优。2014年国泰君安获批结售汇业务资格,为业内首家试点券商,也成为业内FICC业务当之无愧的龙头。2019年末,外管局发布公告批准了中信证券、华泰证券和招商证券的结售汇业务资格,允许其在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务,并按规定参与银行间外汇市场交易。在证券行业全面对外开放的竞争格局下,外汇业务在跨境和跨币种业务开展及风险对冲方面意义重大,将有效助力头部券商提升国际化水平、应对外资同业竞争和实现经营转型。

图 23: 全球前十大券商营收结构



资料来源: Coalition, 国开证券研究部

(3) 客户储备相对丰富，将发挥其综合业务优势

头部券商的客户储备相对丰富，在市场化程度进一步提升的趋势中，客户储备意味着业绩的蓄水池。如注册制实施后，IPO发行竞争重点转向券商的定价能力和销售能力，客户储备丰富的券商将更受发行人青睐。此外，其他业务条线的发展中，客户储备也将发挥协同支持作用，如资管产品发行与销售、衍生品等创新产品等。

5.4 投资建议

资本市场在我国金融体系内存在的历史并不长，具有一定的后发优势。在直接融资比重提升的大背景下，资本市场的地位空前提高，行业迎来中长期发展的重大机遇。预计未来金融协作将进一步加强，金控公司发展进一步规范；多渠道融资，券商规模不断扩大；兼并重组促进行业集中度提升，航母级券商和特色券商并存。我们看好证券行业的发展前景，建议投资者与行业共同成长，做好中长期布局，尤其应给予头部券商重点关注。

6、风险提示

国内外经济形势急剧恶化风险；国内外证券市场系统性风险；疫情超预期变化风险；证券行业相关政策出现重大调整变化；行业创新转型不及预期；业绩增长不及预期。

附录：证券行业 2020 年营收预测

(1) 关键假设

假设1：截止7月末，两市日均成交额至8486亿，行业佣金持平2019年水平万分之3.49，席位费与2019年持平。

假设2：IPO保持常态发行，创业板注册制实施后发行速度提升，新三板精选层稳步推进，再融资保持上半年增速，债券月均承销7000亿元。

假设3：日均融资余额在12000亿左右，融券业务稳步发展，日均融券余额达到500亿左右。质押业务持续收缩。

假设4：行业资产托管规模企稳，收入同比增长5%。

假设5：全年自营投资收入同比增长20%。

(2) 证券行业 2020 年营业收入预测

基于以上假设，我们预计行业2020年营业收入为4449亿元，同比增长31%。

表 4：证券行业分业务条线营业收入预测（亿元）

	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020E	YOY
经纪业务	1053	821	623	788	1096	39.2%
首发承销	82	156	55	65	81	25.6%
增发配股承销	136	91	34	22	30	35.5%
科创板承销				48	100	109.9%
精选层					10	
债券承销	339	163	169	243	268	10.3%
财务顾问	164	125	112	105	80	-24.0%
投资咨询	51	34	32	38	40	5.7%
资产管理	296	310	275	275	261	5.0%
融资融券利息	728	710	672	652	895	37.3%
股票质押回购	226	370	463	352	239	-32.1%
自营投资	568	861	800	1222	1466	20.0%
其他业务收入	245	230	347	336	336	0.0%
总营业收入	3280	3113	2663	3605	4449	31.0%

资料来源：SAC，国开证券研究部

分析师简介承诺

吴琪，策略分析师，中央财经大学金融学硕士，21 年证券从业经验，先后任职于北京证券研究发展中心、瑞银证券，于 2015 年加入国开证券担任股票自营投资经理，2016 年起负责公司研究部，重点研究方向为市场策略。

程凌，金融行业分析师，北京大学财政学硕士，2013 年进入国开证券股份有限公司研究部。

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：未来六个月内，相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间；

回避：未来六个月内，相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深 300 指数涨幅在 20% 以上；

B：未来三年内，相对于沪深 300 指数涨跌幅在 20% 以内；

C：未来三年内，相对于沪深 300 指数跌幅在 20% 以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层