

证券行业竞争梯队基本形成 差异化优势显现

□申万宏源研究 蒋健蓉 龚芳 陆媛媛

一、什么是证券公司核心竞争力

1、证券公司核心竞争力的“表象”

从现代投行的发展经验来看,我们发现国际一流的投行(或在混业经营背景下的银行集团)都以庞大的资产规模、较高的盈利能力以及业务的市场影响力等作为标榜其成功的重要标志。在系统重要性金融机构的评定标准中,规模是最重要的评定指标之一,其中表内外资产余额的指标占比为20%,托管资产总额的指标占比约为6.67%。从境内外大投行的发展来看,尽管高盛、摩根士丹利这类大投行在资本构成、业务结构和服务模式上存在一定的差异,但均具有强大的资本实力、较高的风险调整后盈利能力以及在业务市场上的影响力。即使像杰富瑞(Jefferies)和拉扎德(Lazard)为代表的精品投行采取“小而精”的发展模式,但仍具备特有的业务竞争力和较高的盈利能力。因此我们认为证券公司核心竞争力的“表象”主要表现在规模及盈利能力、业务的市场竞争力这两个方面。

2、证券公司核心竞争力的“根源”

如果说规模、盈利及业务的市场竞争力是直观竞争力的“表象”的话,那么决定证券公司具备这些表象优势的“根源”在于客户资源及渠道能力和专业竞争能力两方面。

客户资源是证券公司的竞争之根本,丰富的渠道网络以及强大的客户资源是证券公司核心竞争力的重要基础,能够真正以客户为中心的金融机构才可能拥有强大的客户资源基础。我们发现以高盛、瑞银为代表的国际大机构,都构建了广覆盖的全球经营网络,其管理客户资产规模都至少超过1万亿美元。如果说客户资源是证券公司的竞争之本,那么证券公司各项专业竞争能力就是竞争力之“源”。

纵观企业竞争力构成的相关理论和境内外投行的发展历程,我们认为证券公司的专业竞争能力主要表现为六大力量:一是风险管理能力,证券公司就是经营风险的机构,风险管理不是简单的风险管理,核心是风险识别、风险计量、风险处置,面对风险业务有经营的能力;二是投资交易能力,交易撮合是证券公司的三大基本功能之一,投资交易旨在为客户提供投融资服务,为市场创造流动性,以高盛、摩根士丹利为代表的大投行就是借助卓越的交易撮合能力奠定了市场地位,2016年高盛做市商交易实现营业收入接近100亿美元,收入贡献超过30%;三是产品能力,产品是连接资金端和资产端的桥梁,是实现资源配置的主要载体,证券公司的专业服务最终都表现为多样化的金融服务体系;四是金融科技能力,金融科技浪潮已经席卷全球,也正在不断改变金融业务模式和竞争格局,高盛和JP摩根都相继宣称自己是一家科技公司,高盛的人员构成中金融科技人员占比接近1/3,JP摩根2016年的科技投入是90亿美元,占公司总投资规模的1/3;五是研究能力,研究核心反映的是一家证券公司的资产定价能力,具备资产定价能力应当是证券公司区别其它类别金融机构的重要特征之一;六是成本管理能力,全国金融工作会议指出“金融机构要降低经营成本”,这对证券行业未来加快脱虚向实、迎接利润率下降挑战至关重要。

二、构建由表及里的核心竞争力 三级评价体系

1、构建证券公司核心竞争力评价体系的三大意义

构建证券公司核心竞争力体系旨在更好推动行业转型发展。从收入结构来看,我国证券行业仍然没有摆脱“靠天吃饭”盈利模式,传统通道业务仍然是最重要的收入来源之一,截至2016年底我国证券行业中代理买卖证券业务和承销保荐业务收入合计为1570亿元,占营业收入比重接近48%,融资融券等信用交易及资产管理业务收入仅为20%。比较而言,以美国为代表的成熟市场,证券行业收入结构已经实现多元化和均衡化发展,传统佣金及承销收入、资产管理收入、证券交易执行收入以及非证券业务收入是其四大收入支柱,多元化收入结构有利于证券公司增强抗风险和抗周期的能力。

构建证券公司核心竞争力体系能够更好的衡量行业竞争力的变化。截至2016年底我国证券行业总资产规模为5.79万亿元,境内外上市证券公司32家,其中A+H上市证券公司8家。然而隐藏在资产规模增长背后的是市场行情推动的增长还是行业的内生发展,我们无从判断。借助核心竞争力评级体系这一工具可以相对客观地衡量行业竞争力的变化以及行业发展模式的转变。

构建证券公司核心竞争力体系能够为证券公司之间的横向对比提供重要的参考维度。近年来证券公司之间的差异化竞争开始逐步显现,以国泰君安、华泰证券、广发证券为代表的大券商快速发展,跻身行业第一梯队,其中国泰君安在各方面都呈现快速赶超趋势,直接挑战中信证券行业老大的位置;以中泰证券、兴业证券等为代表的中型券商异军突起,综合实力显著提升;与此同时,银河证券、招商证券则呈现出相对稳定的发展态势。除了直接的业务指标对比外,从核心竞争力评价的维度来考量,有利于更好地综合衡量证券公司的潜在发展能力。

2、评价体系构建的三大原则

一是“表象”评价与“里象”评价相结合。我们从境内外投行的发展经验出发,提炼了证券公司核心竞争力的“表”和“里”,既注重证券公司的发展表象,更注重证券公司内含的专业能力。

第五次全国金融工作会议开启中国新金融时代的起点,要求金融回归本源,服从服务于经济社会发展。在“要把发展直接融资放在重要位置”的定位下,证券行业将面临重要的发展机遇,但同时在“要促进金融机构降低经营成本,清理规范中间业务环节,避免变相抬高实体经济融资成本”的要求下,证券行业盈利模式将面临重构,靠牌照和通道赚轻松钱、赚快钱的日子将终结,只有依靠提升核心竞争力,做精做深做专来谋发展才是正途。申万宏源研究基于对证券公司核心竞争力的“表”与“里”构成的认识和理解构建了证券公司核心竞争力评价指标体系并每年发布,旨在积极推进证券行业加快转型发展。

2016年TOP20核心竞争力的得分情况										
	规模及盈利能力		客户基础及渠道资源		市场竞争力		竞争能力		核心竞争力	
	得分	排名	得分	排名	得分	排名	得分	排名	综合得分	排名
中信证券	25.35	1	14.47	1	27.98	1	16.44	6	84.23	1
国泰君安	19.34	3	13.35	3	16.76	3	20.99	1	70.44	2
海通证券	19.61	2	10.27	5	18.12	2	15.21	8	63.22	3
广发证券	16.86	4	9.85	6	14.50	5	18.33	2	59.54	4
申万宏源	14.56	6	12.18	4	13.30	6	18.32	3	58.36	5
华泰证券	14.96	5	9.73	7	12.71	8	17.45	4	54.86	6
中信建投	10.20	9	8.51	8	16.37	4	15.87	7	50.96	7
招商证券	12.61	7	8.32	9	11.84	9	16.90	5	49.67	8
银河证券	10.58	8	13.50	2	11.10	10	13.28	12	48.46	9
国信证券	9.84	10	8.14	10	12.91	7	13.12	14	44.01	10
安信证券	6.62	13	7.18	11	8.47	12	14.62	10	36.89	11
光大证券	7.40	12	6.08	15	8.07	13	14.04	11	35.58	12
中泰证券	6.55	14	7.06	12	6.82	16	13.15	13	33.59	13
东方证券	7.50	11	3.57	18	6.96	15	12.03	18	30.05	14
兴业证券	6.38	16	2.95	25	8.04	14	12.14	17	29.51	15
长江证券	6.13	17	4.95	16	5.62	19	12.68	15	29.38	16
方正证券	6.54	15	6.33	14	5.93	17	8.94	52	27.75	17
中金公司	4.71	22	2.33	40	10.34	11	10.37	31	27.74	18
中投证券	4.60	27	6.73	13	3.97	22	10.85	26	26.15	19
平安证券	5.82	18	2.49	38	5.20	20	11.50	20	25.02	19

证券公司“竞争能力”得分(2016)											
	二级指标	研究能力		投资交易能力	产品能力	金融科技能力	成本管理能力	风险经营能力		竞争能力	
		综合排名	三级指标	市场权威评选得分	基金分仓	资金业务收益率	客户资产管理业务净收入	APP月度活跃用户数	成本管理能力	净资本收益率	证监会分类评价结果
				亿元	%	亿元	万人			%	
	权重	2%	2%	4%	4%	4%	4%	4%	2%	5%	27% 满分27
1 中信证券	0.8	4.08	11.7	17.2	441.1	1.5	8.13	BBB	6	16.44	
2 国泰君安	2.0	3.61	15.3	3.1	528.7	1.6	10.8	AA	1	20.99	
3 海通证券	1.9	3.62	12.9	15.9	405.9	1.8	6.58	BBB	8	15.21	
4 广发证券	1.4	3.43	11.5	13.5	741.6	1.5	10.49	BBB	2	18.33	
5 申万宏源	1.3	3.85	9.3	13.0	471.1	1.5	11.58	AA	3	18.32	
6 华泰证券	0.1	2.89	17.5	5.0	803.0	1.7	9.05	BBB	4	17.45	
7 中信建投	0.6	2.75	11.1	8.1	278.9	1.8	15.72	AA	7	15.87	
8 招商证券	1.0	4.10	6.4	3.6	375.0	2.0	10.46	AA	5	16.90	
9 银河证券	0.1	3.46	10.3	3.3	380.0	1.6	7.82	A	12	13.28	
10 国信证券	0.2	3.03	8.0	2.3	432.3	1.8	11.26	BBB	14	13.12	

二是风险评价与价值评价相结合。证券公司是经营风险的机构,通过风险经营进而创造价值是证券公司的核心运营模式。因此我们在评价体系的构建上非常注重风险评价与价值评价的统一,在引入证券公司分类评级结果的基础上,我们还注重风险经营能力的评价。

三是合理性与可得性相结合。评价体系的构建一方面要客观有效的反映证券公司核心竞争力的变化,另一方面也需要考虑现实的数据可得性。因此我们在评价指标的选取上首先从合理性出发,根据核心竞争力构成的“表”和“里”的因素进行选择;然后从数据可得性出发,对所选指标进行修正和完善。

3、评价体系指标选取及权重设置

我们构建了由表及里的证券公司核心竞争力三级评价指标体系。指标体系包含4个一级指标,14个二级指标和20个三级指标。

在具体的指标选取上,我们用总资产和总市值来衡量证券公司的规模,因为资本实力是证券公司市场影响力的基础,我们发现目前国内证券公司之间的竞争基本呈现出“资本为王”的特征,总资产规模的排名决定了其业务的市场排名;与此同时,总市值可以全面反映一个企业的市场价值,因此我们也将纳入评价指标。在盈利能力上,营业收入和净资产收益率是最直观的指标,也是影响证券公司估值的重要参考指标。在客户基础及渠道资源的指标选取上,客户资产规模是反映客户量的一个新指标,可以较好综合反映证券公司使用自有资金的投资交易能力;用资产管理业务净收入来反映产品能力,因为证券公司的资产管理业务是内部的产品平台,资产管理业务净收入的变化能够有效反映证券公司产品能力的高低;用APP月度活跃用户数衡量科技金融能力,金融科技是未来证券行业的发展趋势,其运用范畴远超移动终端交易和服务能力的概念,但目前国内证券公司的金融科技投入还主要集中于提升客户体验的APP开发及交易系统上,因此短期内用这个指标来衡量变化;用净资本收益率和证监会分类评级结果来衡量风险经营能力,旨在数据可得基础上尽量衡量一家证券公司管理风险创造价值的能力;用协会披露的剔除投资收益及公允价值变动后的成本管理指标能够有效反映证券公司日常的成本管理能力。在指标权重的设定上,主要采取层次分析法,在专家打分基础上,我们也结合从证券行业收入结构以及中国证券投资者结构出发来设定指标权重。

4、评价体系计量的四点补充说明

在评价体系指标统计口径上,我们基本采用证券业协会专项合并口径,营业收入和成本管理能力采用证券公司合并报告口径。采用此种统计口径的原因在于:一方面该口径能够直接反映证券公司所有主营业务的变化,包含了所有的主营业务子公司;另一方面数据来源公开透明,均以证券业协会每年发布的行业数据为准。在指标计算方式上,大多数指标以证券业协会直接发布的指标计算口径为主。其中总市值、全球营业网点数量、市场评选影响力排名、资金业务收益率、APP月度活跃用户数、客户资产管理业务净收入(调整)等几个指标需要进行补充说明。

在具体的计分方法上,我们采用无量纲化处理。由于各类原始数据的量纲存在显著差异,因此我们以分析样本中对应指标的最大值为基准,将所有指标除以最大值进行无量纲化处理,进而所有样本证券公司的指标得分都在(0,1)区间内。在进行无量纲化处理的基础上,按照分析样本各指标的得分和指标权重进行加权求和,进而得到证券公司的最终评价结果。在结果处理上,本报告采取百分制,将相应的加权结果乘以系数100,进而得到评分结果。

在历史数据一致性的处理上,绝大多数指标我们均以历年证券业协会发布的排名数据为准,针对个别数据缺失的指标我们依据上面的计算口径进行回溯处理,尽量保持数据口径的一致性。针对APP月度活跃用户数量这个指标,由于2016年