

# 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资银行（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现状来看，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，但仍然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”  
如果我们说规模、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史，我们认为证券公司的专业竞争能力主要表现为六大能力：一是风险经营能力，证券公司就是经营风险的机构，风险经营不是简单的风险管控，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，是实现资源市场化配置的主要载体，证券公司的专业服务最终都表现为多样化的产品服务体系；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于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）											
综合排名	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	
	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	净资产收 益率	证监会分类 评价结果	排名	得分
	权重	2%	2%	4%	亿元 4%	万人 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定  
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，总资产规模的排名基本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最重要的指标，网络资源是影响客户量的重要因素，我们发现全球主要的金融中心都是金融网络分布最密集的区域，金融机构的国际化布局也是优先选择渠道资源丰富的区域，因此我们将全球营业网点数量作为渠道资源的评价指标。在市场竞争力的指标选取上，我们以代理买卖证券业务净收入和代理销售金融产品净收入作为零售市场竞争力的指标，因为当前零售客户的收入贡献呈现出从单一佣金向佣金与代销产品收入并重的趋势转变；以交易单元席位租赁收入反映机构市场竞争力，尽管机构客户的收入贡献远不止席位租赁收入，但席位租赁收入可以很好的直接反映证券公司机构客户的数量和规模，这是目前最直观的可得数据指标；以投资银行业务净收入反映企业市场竞争力，因为我们对企业客户的服务最终都将体现在投行业务净收入中；以境外业务净收入来反映境外市场竞争力。在竞争能力的指标选取上，从境外投行的发展经验出发我们总结提炼了证券公司的六大能力，其中我们用市场权威机构排名和公募佣金分仓来衡量研究能力，境内外市场权威机构排名反映的是对研究能力的“口碑”，其排序基本能反映一家机构研究能力的相对强弱，另外，我们增加了公募佣金分仓这一指标作为补充；用资金业务收益率来衡量投资交易能力，资金业务收益率是我们创设

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，其运用范畴远超过移动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在旨在提升客户体验的APP开发及交易系统上，因此短期内用这个指标来衡量变化；用净资产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来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采用证券公司合并报告口径。采用此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，本报告采取百分解，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年以前的数据缺失，因此我们对各家证券公司都以0分来处理，尽管这在一定程度上可能会拉低证券公司2016年之前的竞争力得分，但这也从客观上反映了近年来证券公司在金融科技能力上的提升。

## 三、证券公司核心竞争力评价的结果分析

### 1、2016年证券公司核心竞争力排名的三大变化

行业竞争赛道日渐激烈，不同梯队券商之间的竞争加剧。尽管2016年行业第一、二的位置仍然由中信证券和国泰君安把持，但行业整体的竞争赛道更加激烈，核心竞争力综合排名第3至第10位位次竞争白热化。从行业竞争梯队来看，行业排名前十的券商与前二十券商之间的竞争差距日渐拉大，近三年来还没有出现十名之外的券商闯入前十的情况，这在一定程度上说明行业内不同梯队证券公司的竞争差距已经形成。

2016年广发、华泰、中信建投等证券公司呈现快速发展趋势，综合竞争实力显著提升。2016年行业核心竞争力排名前十的证券公司中，广发证券、华泰证券、中信建投位居显著，其中广发证券综合实力突出，业务发展均衡，资本补充与业务发展同步推进，基本没有业务短板；华泰证券借助A+H上市和金融科技战略在规模和竞争能力上具备优势；中信建投凭借投行业务显著提升市场竞争力，在前十证券公司中资本规模相对较小，2016年的H股上市打开资本补充通道。与此同时，2016年申万宏源和国信证券的核心竞争力排名呈现一定的下滑趋势，其中申万宏源主要源于整合磨合期经营成本上升，国信证券应与其降杠杆的经营调整相关。

证券公司的差异化优势已有所显现。经过行业的加快转型发展，证券行业的同质化程度已有所改变，证券公司的差异化优势不断显现。中信证券投资行业优势明显，2014—2016年中信证券企业市场竞争力排名一直位居行业第一；华泰证券以金融科技竞争力的优势带动零售市场竞争力的显著提升；银河证券借助庞大的营业网络在零售市场的竞争优势十分突出。

### 2、近年来证券公司核心竞争力呈现三大变化

规模为王，规模排名决定核心竞争力排名。当前我国证券行业呈现出“规模为王”的竞争态势，总资产规模的排名在很大程度上直接决定了证券公司经营业绩及核心竞争力的排名。我们将2014—2016年证券公司核心竞争力得分排名与总资产规模排名进行了对比分析，发现“规模为王”这一特征在规模行业排名前十的券商中表现的更为突出。主要原因在于，近年来证券行业已逐步从轻资本的通道中介型业务模式向重资本的资本中介型业务模式转型，并且营业网点布局、业务扩张都需要以强大的资本实力做支撑。因此，对于核心竞争力排名高于其总资产规模排名的证券公司其内涵式发展能力是相对较优的。

行业竞争梯队基本形成，梯队内部的竞争格局还未形成。近年来尽管证券行业的竞争日渐激烈，各家证券公司之间的核心竞争力得分差距有所缩窄，但毋庸置疑的是行业排名前十的券商基

本稳定，十名之外券商的突围显得愈加困难。尽管近年来以东方证券、中泰证券为代表的公司加快了资本扩充步伐，以兴业证券、长江证券为代表的券商积极推行员工持股，探索机制创新，综合竞争力有所提升，但与前十券商之间的差距仍然较大，强者恒强是市场竞争法则，这一趋势会日渐显著。与此同时，同一梯队内证券公司之间的竞争激烈，竞争格局尚未固化。从集中度来看，我们发现2016年客户资金余额、全球营业网点数量、代理买卖证券业务净收入、代理销售金融产品净收入、交易单元席位租赁收入、境外业务收入、基金分仓等核心指标CR5、CR10集中度都出现较大幅度下降，显示出零售客户市场、企业客户市场、境外市场以及证券公司研究能力的竞争正在不断加剧，这不仅体现在排名相对靠后券商的不断崛起，也同样体现在行业前五、前十证券公司之间的“你追我赶”。

机构与企业市场竞争力在很大程度上决定证券公司的市场竞争力。尽管目前零售客户市场对证券行业的收入贡献最大，但从综合的市场竞争力来看，我们发现机构市场和企业市场的竞争力直接决定了证券公司整体的市场竞争力。这一现象背后的原因在于对机构和企业客户的服务能力更直接反映证券公司的综合服务能力，其中对企业客户的服务能力反映了证券公司获取资产的能力，机构市场和企业市场的优势能够为零售市场提供强大的产品支持，而这也是零售市场突破同质化竞争的关键所在，因此这在一定程度上也说明机构业务和投行业务是证券公司市场竞争力的基础，尤其在“资产荒”的大背景下。

3、证券公司竞争要素的细项分析  
“表象”因素决定当期核心竞争力的排名，“里象”因素决定未来潜在核心竞争力。从2016年评价结果来看，证券公司核心竞争力评价结果与“表象”指标打分结果基本保持一致，这从侧面印证了“表象”指标是决定证券公司当前竞争实力的关键。具体来看，“表象”指标排名靠前的证券公司有中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、申万宏源等，显示出上述公司在规模及盈利能力方面表现突出，同时在针对零售、机构、企业三大类客户的服务以及海外市场业务方面都具备较强的业务基础及竞争实力。“里象”指标更多反映证券公司的潜在竞争实力，客户基础及渠道资源是证券公司的竞争之“本”，各项专业竞争能力是证券公司的竞争之“源”，这是决定证券公司未来竞争潜力的关键。具体来看，“里象”指标排名靠前的证券公司有国泰君安、中信证券、申万宏源、广发证券、华泰证券等，尽管华泰证券的综合竞争力排名未在前五，但其“里象”指标测度的竞争力位居前列，这意味着后续华泰证券可能延续快速发展趋势。

赢者通吃，零售市场竞争最激烈、机构与企业市场利润率高、国际市场布局差异化最大。从四大类客户市场竞争力来看，我们发现整体上呈现出赢者通吃的格局，中信证券和国泰君安在各大客户市场上都呈现出强劲的竞争实力，近年来中信证券基本在四大类市场中都维持行业第一的位置，仅海外业务在2016年被海通证券赶超；国泰君安近年来在四大类客户市场中的竞争力一直维持在行业前四的水平。从不同客户市场的战略布局来看，我们发现不同证券公司之间还是有所差异化，除了中信和国泰君安是赢者通吃外，海通证券的比较优势在机构客户和海外客户市场，一直位居行业数一数二的水平；华泰证券的比较优势在零售客户和企业客户市场，零售市场的竞争力稳步提升，并购重组业务行业领先；中信建投的比较优势在企业客户市场，一直位居行业前三的水平；中金公司的比较优势在海外客户市场，境外业务收入占比高达23.85%，远高于行业平均水平；银河证券的比较优势在零售客户市场，网络布局一直位居行业首位，从市场格局来看，目前零售市场的竞争最激烈，机构与企业客户市场的利润率较高，国际市场布局的差异化最大。

“八仙过海，各显神通”，大券商在研究能力和综合产品上具备比较优势，小券商成本管理及投资交易能力突出，风险经营能力差异最大。我们在评价体系中提炼出的六大专业能力是证券公司核心竞争力的基础，从整体上我们发现大型证券公司在研究能力上占据绝对优势，以国泰君安、海通证券、申万宏源等老牌券商均保持了较高的市场影响力，而广发证券、安信证券的研究实力也在稳步提升；在投资交易能力上，中小券商的投资能力相对较强，以华融证券、网信证券、九州证券、首创证券为代表的中小券商资金业务收益率一直居于前列；在产品能力方面，大券商综合服务能力较强，产品线完整，以国泰君安、广发证券、中信证券、申万宏源和东方证券为代表的大券商一直位居行业前列；在金融科技能力方面，以东方财富为代表的互联网券商占据流量优势，但近年来以华泰证券、广发证券为代表的券商加大对信息系统和金融科技投入，竞争力也直线提升，截至2016年底华泰证券研发投入达2.93亿元，拥有研发人员500余人，占公司总人数的比例超过8%；广发证券手机证券用户规模已接近1000万；在成本管理能力方面，以国盛证券、东海证券、红塔证券为代表的中小券商似乎会更会“精打细算”，招商证券、中信建投、光大证券等大型券商亦在成本管理能力方面表现突出；在风险经营能力方面，整体上大型证券公司风险经营能力更强，中信建投、申万宏源、国泰君安、招商证券等在证监会分类评价中连续获得AA级，同时在广发证券、中信证券、海通证券为代表的大券商近年来遭遇了较大的风险事件，风险经营能力有待进一步加强。