

# 证券业见微知著系列四

## 进击中的“银行系券商”， 如何影响券业竞争格局？

### 分析师

- 周晶晶  
021-61118727  
zhoujj1@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490514070005
- 徐一洲  
021-61118727  
xuyz1@cjsc.com.cn  
执业证书编号：  
S0490518070002

### 联系人

- 宋筱筱  
021-61118727  
songxx3@cjsc.com.cn



# 报告要点

## MAIN POINTS OF REPORT

|      |            |
|------|------------|
| 报告日期 | 2019-10-26 |
| 行业研究 | 深度报告       |
| 行业评级 | 看好   维持    |

市场表现对比图(近 12 个月)



| 行业内重点公司推荐 |      |      |
|-----------|------|------|
| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 |
| 600030    | 中信证券 | 买入   |
| 600837    | 海通证券 | 买入   |
| 601688    | 华泰证券 | 买入   |

### 相关研究

- 《每周话：并购新规推动投行复苏，保险多因素边际改善》2019-10-20
- 《证券业见微知著系列三：谁与争锋——龙头券商竞争路径选择》2019-10-13

### • 通过多元化股权结构，银证曲线“协同经营”

中银国际证券上市阶段，银证业务合作和“协同”经营讨论增加。《商业银行法》明确“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务”。在这一约束下，当前“银证协同”通过“境内银行-境外券商”和“境外银行/信托-境内券商”股权方式拓展，典型案例包括：中国银行通过香港子公司中银国际控股于 2002 年发起设立中银国际证券，国开行于 2010 年收购航空证券并更名为国开证券，此外大多数中资银行均在香港设立证券子公司。我们以国开证券、中银国际证券和交银国际为案例，聚焦券商和银行系股东之间的关联交易来理解和观察银证业务协同范式及瓶颈，并前瞻协同对券商行业格局的影响。

### • 类债务优势明显：资管、债券融资和资金业务银证协同顺畅

受益于股东资源和业务基础银行系券商在资管、债承和部分资金业务方面优势显著。协同一：银行资产出表需求创造银证定向资管合作机遇，2012-2018 年券商定向规模从 1.68 万亿扩张至 10.16 万亿，银行是主要推手，中银国际亦协同中国银行保持月均资管规模稳居行业前 10，关联交易收入占比超过 50%成为资管增长动力；协同二：资金业务协同，包括客户保证金托管、资管投向和券商贷款融资等，中银国际超过 30%客户资金存款利息源于中国银行，交银国际 20-40%融资支出源于交通银行；协同三：依托债承能力服务客户多元融资需求。

### • 偏股类业务尚需挖潜：经纪和股权融资协同偏弱

偏股业务尚需挖潜，上述银行系券商在经纪和股承业务协同均偏弱。经纪业务方面，银行理财客户和股票交易客户风险偏好有一定分层，同时考虑股权结构问题，转化效率并不高，中银国际经纪业务排名徘徊在 30-35 名；股承方面，激励机制缺乏和项目资源储备偏少，新兴产业证券化阶段银行系券商并无显著优势，首批 28 家科创板企业上市前中短期+长期借款占总负债比重不足 10%，远低于 A 股传统行业，银行在新兴产业中融资渗透度低，导致新兴产业主导 IPO 进程中银行系券商股承优势不显著。

### • 银证竞争和而不同，银行重券商服务职能，券商需拓展投资优势

银证竞争和而不同。券商 ROE 远低于银行，银行需要券商的客户服务功能而非股权本身，银行优势在于“经营客户+债权管理”，深入协同或加剧券商通道/类债业务压力；券商成长方向在于“经营偏股类业务”，发挥资本金监管、市场化机制和专业化定价能力优势，最大化融券/衍生品等偏股类资产投资经营能力。

### 风险提示：

1. 交易规模和交易佣金费率大幅下滑；
2. 股票质押和债券投资出现信用风险。

## 目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 引言                     | 4  |
| 银证曲线“协同经营”，业务拓展重心各有千秋  | 5  |
| 国内协同经营银行已先行先试          | 5  |
| 银行系券商经营各自具有特色          | 5  |
| 业务协同聚焦资管和资金运用          | 6  |
| 类债优势明显：资管、债承、资金业务协同顺畅  | 7  |
| 协同业务一：银行出表需求孕育券商资管发展契机 | 7  |
| 协同业务二：资产负债配置需求衍生银证资金协同 | 9  |
| 视角一：第三方资金存管为银行创造负债端基础  | 9  |
| 视角二：银行资产储备为券商资产配置创造空间  | 10 |
| 视角三：银行为券商资金融通提供一定便利条件  | 11 |
| 协同业务三：顺应客户融资需求拓展债券承销业务 | 12 |
| 偏股尚需挖潜：经纪、股权融资的协同效应偏弱  | 13 |
| 经纪业务：风险偏好迥异限制客户转化效率    | 13 |
| 股票承销：融资主体差异限制业务协同空间    | 15 |
| 和而不同，银行重服务职能券商需拓展投资优势  | 16 |
| 银行意在获取券商客户服务职能而非股权本身   | 16 |
| 银行：依托资金规模和成本优势发展类债属性业务 | 17 |
| 券商：发挥资本金监管和市场化机制恢复定价能力 | 19 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1：中国银行通过中银国际控股间接持股中银国际（单位：%）             | 5  |
| 图 2：国家开发银行直接持有国开证券股权（单位：%）                 | 5  |
| 图 3：2012-2018 年银信合作和银证合作成为通道业务的主要方式（单位：亿元） | 8  |
| 图 4：中银国际资管月均规模排名行业前 10 名（单位：亿元，名）          | 8  |
| 图 5：中银国际主动资管月均规模排名行业前 20 名（单位：亿元，名）        | 8  |
| 图 6：中银国际存放金融同业利息关联交易占比超 30%（单位：亿元）         | 10 |
| 图 7：国开证券持有国开行发行的 ABS 规模超 70 亿（单位：亿元）       | 11 |
| 图 8：国开证券 2017 年协同投资收益超过 5 亿元（单位：万元）        | 11 |
| 图 9：交银国际 20%-40% 的融资成本来源于关联交易融资（单位：千元，%）   | 12 |
| 图 10：中银国际代理买卖证券收入行业排名（单位：亿元，名）             | 14 |
| 图 11：中银国际经纪业务收入市占率和股基市占率缓慢下滑（单位：%）         | 14 |
| 图 12：我国理财市场呈现典型的金字塔格局                      | 14 |
| 图 13：银行贷款是传统企业重要融资渠道（单位：%）                 | 16 |

|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 14: 科创板为主体的新兴产业对于银行贷款依赖度低 (单位: 亿元, %)             | 16 |
| 图 15: 券商 ROE 远低于银行因此单纯获取股权并无意义 (单位: %)              | 17 |
| 图 16: 中国资金传导流程                                      | 17 |
| 图 17: 银行负债成本和短融、公司债发行成本比较 (单位: %)                   | 17 |
| 图 18: 结构性存款原理在于通过部分存款利息购买期权博取向上的弹性                  | 18 |
| 图 19: 经历周期考验银行的不良率基本稳定 (单位: %)                      | 18 |
| 图 20: 券商在 2018 年信用风险爆发背景下质押损失率陡增 (单位: %)            | 18 |
| 图 21: 银行债券承销的规模并不落后于券商 (单位: 亿元)                     | 19 |
| 图 22: 场外期权和收益互换进入稳步发展阶段 (单位: 亿元)                    | 22 |
| 图 23: 场内期权交易进入稳步增长态势 (单位: 万张)                       | 22 |
| 图 24: 海通国际多数资产用于交易、做市和投资业务 (单位: %)                  | 23 |
| 图 25: 高盛资产较大部分分布于机构客户服务业务 (单位: %)                   | 23 |
| 表 1: 交银国际 2014-2018 年核心财务数据 (单位: 亿元, %)             | 5  |
| 表 2: 中银国际的资管净收入较为领先 (单位: 名)                         | 6  |
| 表 3: 国开证券的债承收入较为领先 (单位: 名)                          | 6  |
| 表 4: 中银国际业务协同聚焦于资管和资金类业务 (单位: 万元, %)                | 7  |
| 表 5: 国开证券业务协同聚焦于资管和资金类业务 (单位: 万元)                   | 7  |
| 表 6: 交银国际业务协同聚焦于资管和资金类业务 (单位: 百万元)                  | 7  |
| 表 7: 中银国际因关联交易产生的定向资管收入占营业收入比重达到 15% 以上 (单位: 亿元, %) | 9  |
| 表 8: 中银国际通道和主动型资管业务的费率对比 (单位: %)                    | 9  |
| 表 9: 中银国际存放同业的关联交易在价格方面并无显著收益优势 (单位: %)             | 10 |
| 表 10: 国开证券持有的国开行发行的资产支持证券明细 (单位: 亿元)                | 11 |
| 表 11: 中银国际通过关联交易运用负债融资规模不大 (单位: 万元, %)              | 11 |
| 表 12: 政府支持机构债和企业债是国开证券承销的优势品种 (单位: 亿元, %)           | 12 |
| 表 13: 政府支持机构债、地方政府债、金融债是中银国际债承的优势品种 (单位: 亿元, %)     | 13 |
| 表 14: 银行客户通过券商牌照变现的测算 (单位: 亿元, 倍, %)                | 15 |
| 表 15: 2014-2018 年投行股票承销净收入排名前十的公司汇总 (单位: 万元)        | 15 |
| 表 16: 中国银行的理财子公司以固收类产品为主 (单位: %)                    | 19 |
| 表 17: 从员工费用的视角来看券商的激励机制优于银行 (单位: 万元, 倍)             | 20 |
| 表 18: 《商业银行资本管理办法 (试行)》对于不同资产的风险权重划分 (单位: %)        | 20 |
| 表 19: 银行和券商资本金管理差异                                  | 21 |

## 引言

近期市场存在不少关于银行获取券商牌照的讨论，“协同经营”预期引发市场对于券商竞争格局的担忧，因此本篇报告我们希望通过以银行系券商的经营情况来探讨股权混合或者业务混合下银证经营的业务空间以及对于行业可能产生的潜在影响。

中银国际证券上市阶段，银证业务合作和“协同”经营讨论增加。《商业银行法》明确“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务”。在这一约束下，当前“银证协同”通过“境内银行-境外券商”和“境外银行/信托-境内券商”股权方式拓展，典型案例包括：中国银行通过香港子公司中银国际控股于 2002 年发起设立中银国际证券，国开行于 2010 年收购航空证券并更名为国开证券，此外大多数中资银行均在香港设立证券子公司。我们以国开证券、中银国际证券和交银国际为案例，聚焦券商和银行系股东之间的关联交易来理解和观察银证业务协同范式及瓶颈，前瞻协同对券商行业格局的影响。从上述公司经营情况来看，主要集中于资管和资金业务，以中银国际为例，2018 年经纪业务、投行业务、资管业务和资金业务<sup>1</sup>的关联交易收入分别为-2.31、0.01、5.02 和 1.23 亿，其中，资管和资金业务关联收入占当期业务收入的比重达到 54.7% 和 11.7%。

类债业务优势明显，资管、债券融资和资金业务银证协同顺畅。受益于股东资源和业务基础，银行系券商在资管、债承和部分资金业务方面优势显著。协同一：银行资产出表需求创造银证定向资管合作机遇，2012-2018 年券商定向规模从 1.68 万亿扩张至 10.16 万亿，银行是主要推手，中银国际亦协同中国银行保持月均资管规模稳居行业前 10，关联交易收入占比超过 50% 成为资管增长动力；协同二：资金业务协同，包括客户保证金托管、资管投向和券商贷款融资等，中银国际超过 30% 客户资金存款利息源于中国银行，交银国际 20-40% 融资支出源于交通银行；协同三：依托债承能力服务客户多元融资需求，国开证券和中银国际均在部分品种表现可圈可点，主要系股东背景决定其在央企国企和政府项目获取方面更加具备优势。

偏股类业务尚需挖潜，经纪和股权融资协同偏弱。偏股业务尚需挖潜，上述银行系券商在经纪和股承业务协同均偏弱。经纪业务方面，银行理财客户和股票交易客户风险偏好有一定分层，同时考虑股权结构问题，转化效率并不高，中银国际经纪业务排名徘徊在 30-35 名；股承方面，激励机制缺乏和项目资源储备偏少，新兴产业证券化阶段银行系券商并无显著优势，首批 28 家科创板企业上市前中短期+长期借款占总负债比重不足 10%，远低于 A 股传统行业，银行在新兴产业中融资渗透度低，导致新兴产业主导 IPO 进程中银行系券商股承优势不显著。

银证竞争和而不同。银行对于券商牌照青睐已久，但是考虑到券商的股东回报低于银行，我们认为银行获取券商牌照的目的在于完善其客户服务链条而非股权本身；“经营客户+债权管理”，深入协同或加剧券商通道/类债业务压力；券商成长方向在于“经营偏股类业务”，发挥资本金监管、市场化机制和专业化定价能力优势，最大化融券/衍生品等偏股类资产投资经营能力。

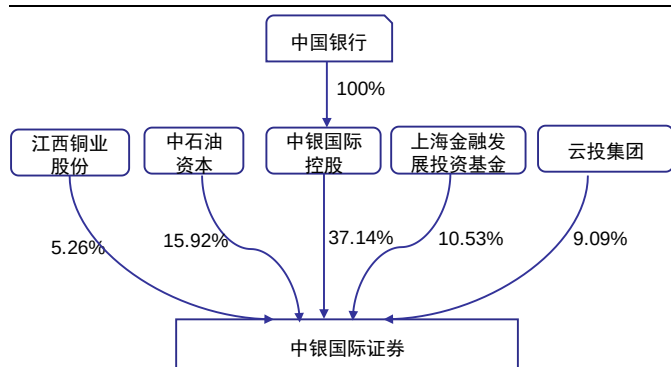
<sup>1</sup> 资金业务收入=利息净收入+投资净收益+公允价值变动损益

## 银证曲线“协同经营”，业务拓展重心各有千秋

### 国内协同经营银行已先行先试

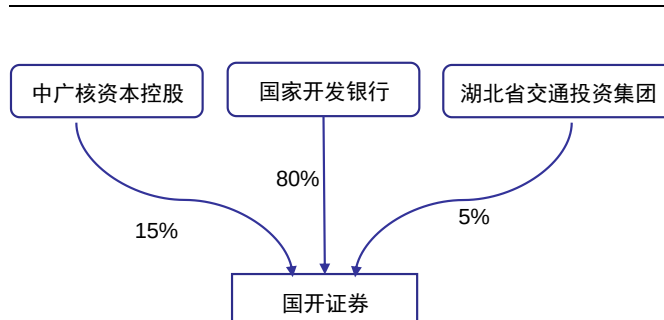
银证协同经营在国内已经早有案例。目前国内金融行业实行分业监管，商业银行无法直接控股券商开展券商业务，但是银行依然在进行一些积极的尝试：其中，中国银行通过其香港子公司中银国际控股于 2002 年参与发起设立中银国际证券；国家开发银行于 2010 年收购航空证券并更名为国开证券进入证券领域；交通银行曾积极尝试收购华英证券 33% 股权；兴业银行则通过子公司兴业国际信托直接持有华福证券 4.35% 股权。

图 1：中国银行通过中银国际控股间接持股中银国际（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 2：国家开发银行直接持有国开证券股权（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

在香港市场对于银行参与券商业务没有明显牌照约束，因此中资银行大多通过设立香港子公司参与券商业务。目前招商银行（招银国际）、交通银行（交银国际）、农业银行（农银国际）、工商银行（工银国际）、建设银行（建银国际）等均通过香港子公司开展证券业务，其中交银国际更是于 2017 年 5 月完成港股上市，2014-2018 年期间盈利呈现良好的增长态势；在香港市场 IPO 领域，银行系券商具备较强的竞争优势，招银国际、农银国际等银行系券商排名较为靠前。

表 1：交银国际 2014-2018 年核心财务数据（单位：亿元，%）

| 交银国际  | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A  |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入  | 6.10  | 9.34  | 9.34  | 10.06 | 12.62  |
| 归属净利润 | 0.13  | 2.76  | 3.40  | 3.62  | 3.49   |
| 总资产   | 50.28 | 73.69 | 91.05 | 150.2 | 126.71 |
| 净资产   | 26.05 | 30.54 | 35.66 | 53.16 | 54.97  |
| ROE   | -     | 4.9%  | 5.1%  | 4.1%  | 3.2%   |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 银行系券商经营各自具有特色

银行系券商整体规模不大，但凭借股东资源各具特色。从中银国际证券和国开证券近年来主要财务指标排名来看，整体竞争力处于行业中等偏下水平；2018 年中银国际证券和国开证券净资产分别排名行业第 38 和 30 名，营业收入排名分别行业第 28 和 38 名，净利润分别排名行业第 20 和 23 名。但是中银国际和国开证券凭借特殊的银行系股东背



景，开展业务协同，分别在各自领域形成一定竞争优势，其中中银国际资管净收入行业排名领先，2018 年提升至第 11 名，国开证券债券承销收入行业排名领先，2018 年提升至第 10 名，均显著高于公司净资产和净利润排名。

表 2：中银国际的资管净收入较为领先（单位：名）

| 中银国际         | 2010A    | 2011A     | 2012A     | 2013A     | 2014A     | 2015      | 2016A     | 2017A     | 2018A     |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 净资产          | 30       | 34        | 36        | 25        | 28        | 38        | 44        | 42        | 38        |
| 营业收入         | 22       | 24        | 24        | 36        | 30        | 32        | 35        | 30        | 28        |
| 净利润          | 24       | 24        | 22        | 36        | 25        | 31        | 35        | 24        | 20        |
| 代理买卖证券净收入    | 28       | 31        | 30        | 32        | 35        | 33        | 35        | 36        | 36        |
| 股票承销净收入      | -        | -         | -         | -         | 40        | 49        | 27        | 19        | 31        |
| 债券承销净收入      | -        | -         | -         | -         | 25        | 37        | 37        | 53        | 42        |
| <b>资管净收入</b> | <b>-</b> | <b>26</b> | <b>28</b> | <b>17</b> | <b>21</b> | <b>17</b> | <b>17</b> | <b>17</b> | <b>11</b> |
| 融出资金余额       | -        | -         | -         | -         | 24        | 25        | 23        | 28        | -         |
| 股票质押回购融出资金   | -        | -         | -         | -         | 23        | 36        | 30        | 18        | -         |
| 证券投资收入       | -        | -         | -         | -         | 24        | 36        | 60        | 50        | 54        |

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

表 3：国开证券的债承收入较为领先（单位：名）

| 国开证券           | 2010A    | 2011A    | 2012A    | 2013A    | 2014A    | 2015      | 2016A     | 2017A     | 2018A     |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 净资产            | 60       | 26       | 23       | 23       | 24       | 37        | 29        | 28        | 30        |
| 营业收入           | 91       | 67       | 35       | 46       | 55       | 72        | 51        | 47        | 38        |
| 净利润            | 84       | 48       | 17       | 24       | 41       | 66        | 29        | 27        | 23        |
| 代理买卖证券净收入      | -        | 88       | 88       | 89       | 86       | 85        | 87        | 90        | 89        |
| 股票承销净收入        | -        | -        | -        | -        | 57       | 56        | 71        | 62        | 低于55名     |
| <b>债券承销净收入</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>6</b> | <b>28</b> | <b>28</b> | <b>18</b> | <b>10</b> |
| 资管净收入          | -        | -        | -        | -        | 57       | 50        | 38        | 24        | 24        |
| 融出资金余额         | -        | -        | -        | -        | 78       | 78        | 81        | 79        | -         |
| 股票质押回购融出资金     | -        | -        | -        | -        | 15       | 30        | 37        | 21        | -         |
| 证券投资收入         | -        | -        | -        | -        | 28       | 34        | 20        | 36        | 20        |

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

## 业务协同聚焦资管和资金运用

中银国际、国开证券和交银国际的关联交易是我们观察银行系券商进行银证业务协同的一面镜子。从这三家公司的经营情况来看，经调整口径后中银国际在 2018 年经纪业务、投行业务、资管业务和资金业务<sup>2</sup>的关联交易收入分别为-2.31、0.01、5.02 和 1.23 亿元，资管业务和资金业务关联交易收入占当期收入的比重分别达到 54.7%和 11.7%；2017 年国开证券的投行业务、资管业务和资金业务的关联交易收入分别达到 0.63、1.48 和

<sup>2</sup> 资金业务收入=利息净收入+投资净收益+公允价值变动损益

5.78 亿元，尽管国开证券没有披露 2017 年详细的财务数据，但是参考其整体收入规模预计关联交易占比依然不低；交银国际的关联交易则聚焦于经纪和资管业务。

表 4：中银国际业务协同聚焦于资管和资金类业务（单位：万元，%）

| 收入规模 | 2016A  | 2017A   | 2018A   | 收入占比 | 2016A | 2017A  | 2018A  |
|------|--------|---------|---------|------|-------|--------|--------|
| 经纪业务 | -2,138 | -16,716 | -23,123 | 经纪业务 | -2.5% | -25.6% | -44.8% |
| 投行业务 | -2,214 | -5,294  | 111     | 投行业务 | -3.8% | -12.3% | 0.5%   |
| 资管业务 | 43,007 | 47,360  | 50,157  | 资管业务 | 73.4% | 55.5%  | 54.7%  |
| 资金业务 | 20,536 | 20,176  | 12,275  | 资金业务 | 26.2% | 18.2%  | 11.7%  |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 5：国开证券业务协同聚焦于资管和资金类业务（单位：万元）

| 收入规模 | 2015A | 2016A  | 2017A  |
|------|-------|--------|--------|
| 经纪业务 | 0     | 54     | 0      |
| 投行业务 | 5,331 | 3,941  | 6,349  |
| 资管业务 | 9,292 | 17,548 | 14,785 |
| 资金业务 | 6,633 | 50,882 | 57,839 |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 6：交银国际业务协同聚焦于资管和资金类业务（单位：百万元）

| 收入规模 | 2016A | 2017A | 2018A |
|------|-------|-------|-------|
| 经纪业务 | 8.2   | 3.4   | 5.8   |
| 投行业务 | 8.0   | 6.0   | 4.8   |
| 资管业务 | 28.4  | 60.1  | 48.9  |
| 资金业务 | 2.1   | 75.5  | 83.8  |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

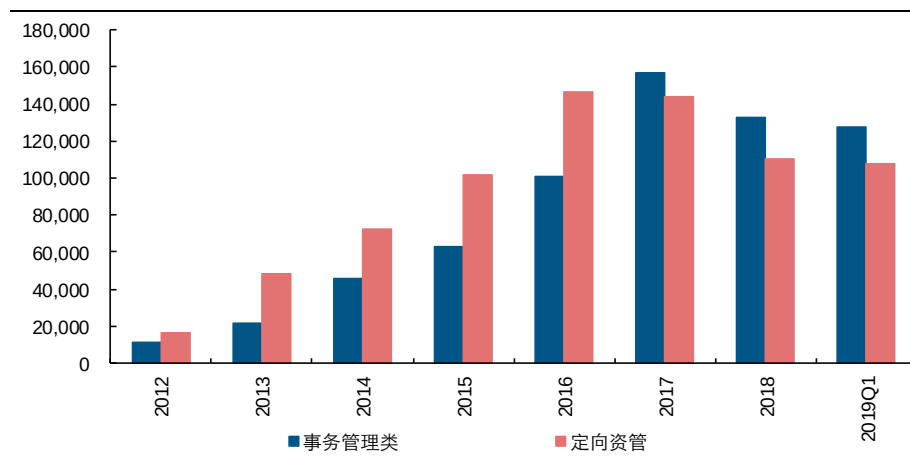
## 类债优势明显：资管、债承、资金业务协同顺畅

### 协同业务一：银行出表需求孕育券商资管发展契机

2012 年券商资管创新业务的扩容下银证通道业务成为两者合作的重要路径。从银行的视角来看，贷款业务和债券投资业务均存在出表的需求，以贷款业务的视角来看，监管会通过各类风险指标约束银行的投放行业和投放规模，使得即使存在信用资质良好的客户银行也无法开展业务，信托、券商定向资管此时成为银行通过非银工具实现表内资产出表来规避监管的重要手段。2012-2015 年蓬勃发展的银信通道业务和银证通道业务即为一个缩影，2012-2015 年期间以通道业务为主的事务管理类信托规模和券商定向资管规模分别从 1.14 和 1.68 万亿元增长至 6.31 和 10.16 万亿元。



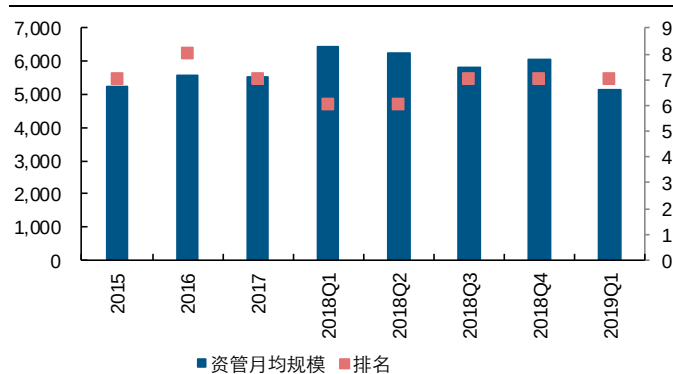
图 3：2012-2018 年银信合作和银证合作成为通道业务的主要方式（单位：亿元）



资料来源：Wind，基金业协会，长江证券研究所

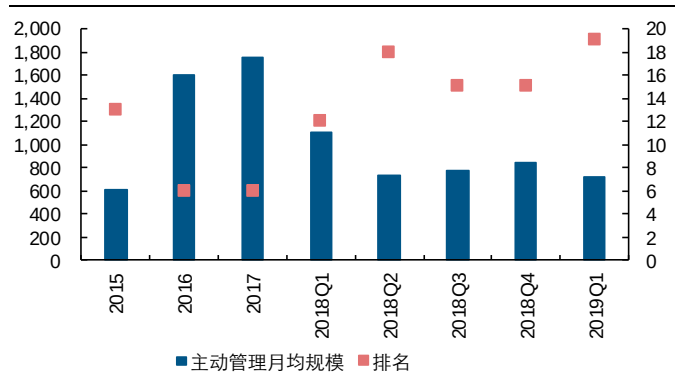
**银证协同推动中银国际资管业务规模扩张。**2015-2019 年期间，中银国际月均资管规模基本稳定在行业前 10 名，月均主动资管规模稳定在行业前 20 名，受托客户资管业务净收入稳定在行业前 20 名，业务排名显著超过公司资本金排名，呈现良好的发展态势，其总规模排名显著高于主动业务规模排名，意味着以通道业务为主的银证定向资管业务是推动其资管规模行业领先的重要原因。

图 4：中银国际资管月均规模排名行业前 10 名（单位：亿元，名）



资料来源：Wind，基金业协会，长江证券研究所

图 5：中银国际主动资管月均规模排名行业前 20 名（单位：亿元，名）



资料来源：Wind，基金业协会，长江证券研究所

2016-2018 年期间，中银国际因关联交易产生的定向资管收入达到 4.34、4.67 和 4.96 亿元，占公司当期资管业务收入的比重达到 75.0%、55.7%、54.8%，占公司当期营业收入的比重达到 15.3%、15.2%和 18.0%，成为公司资管业务成长的重要助力；考虑到 2016-2018 年公司定向资管平均管理费率为 0.07%，预计通道类业务是银证合作的主要方式。

值得注意的是，通道型资管业务方面关联方和非关联方定价差异不大，主动型资管业务方面关联方定价介于非关联方定价区间当中，整体来看公司在与中国银行合作过程中定价机制均较为市场化。

表 7：中银国际因关联交易产生的定向资管收入占营业收入比重达到 15%以上（单位：亿元，%）

| 中银国际                | 2016A | 2017A | 2018A |
|---------------------|-------|-------|-------|
| 资产管理净收入             | 5.79  | 8.39  | 9.05  |
| 其中：集合资管净收入          | 0.45  | 1.31  | 1.24  |
| 其中：定向资管净收入          | 4.82  | 5.08  | 5.57  |
| 其中：专项资管净收入          | 0.10  | 0.08  | 0.20  |
| 其中：公募基金净收入          | 0.43  | 1.92  | 2.05  |
| 关联交易收入              | 6.30  | 6.58  | 6.13  |
| 关联交易收入/营业收入         | 22.3% | 21.5% | 22.3% |
| 其中：关联交易-定向资管收入      | 4.34  | 4.67  | 4.96  |
| 关联交易-定向资管收入/关联交易收入  | 68.8% | 70.9% | 80.9% |
| 关联交易-定向资管收入/定向资管净收入 | 90.0% | 91.9% | 89.1% |
| 关联交易-定向资管收入/资管净收入   | 75.0% | 55.7% | 54.8% |
| 关联交易-定向资管收入/营业收入    | 15.3% | 15.2% | 18.0% |

资料来源：Wind，招股说明书，长江证券研究所

表 8：中银国际通道和主动型资管业务的费率对比（单位：%）

| 中银国际      |      | 2016A       | 2017A       | 2018A       |
|-----------|------|-------------|-------------|-------------|
| 通道型资产管理业务 | 关联方  | 0.08%       | 0.08%       | 0.08%       |
|           | 非关联方 | 0.10%       | 0.08%       | 0.09%       |
| 主动型资产管理业务 | 关联方  | 0.10%-0.15% | 0.10%-0.15% | 0.10%-0.15% |
|           | 非关联方 | 0.05%-1.00% | 0.05%-1.00% | 0.10%-1.00% |

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

## 协同业务二：资产负债配置需求衍生银证资金协同

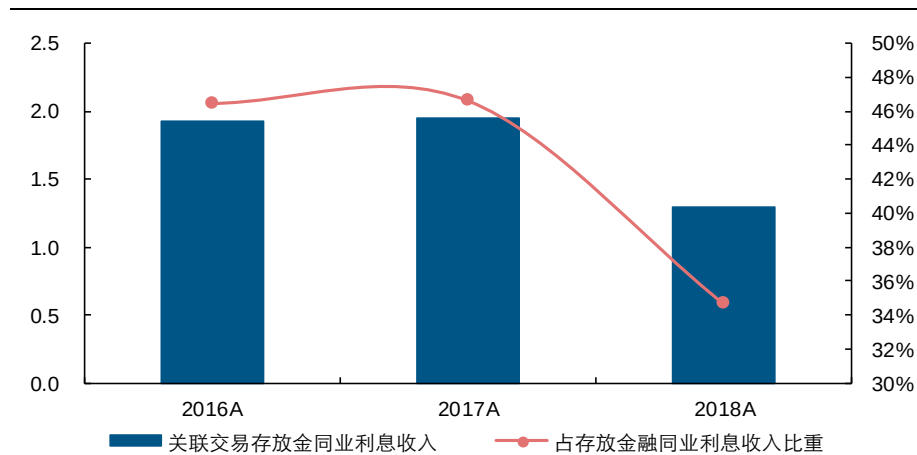
券商资产端的主要存在形态是融资类资产和投资类资产，对应利润的兑现方式为利息收入和投资收入<sup>3</sup>，负债端为各类融资工具，参考中银国际和国开证券的案例来看，资产和负债两端均具备协同的空间。

### 视角一：第三方资金存管为银行创造负债端基础

客户资金存款利息收入是银证资产端协同的路径之一。券商交易客户的交易结算资金目前实行第三方存管制度，存管银行负责投资者交易清算和资金交收，券商的交易结算端资金天然为银行提供了优质的负债资金来源，中银国际证券的客户交易结算资金多托管于中国银行。中银国际开立的中国银行资金账户因使用性质不同导致存款利率存在差异，利率水平主要受资金存放规模、存放周期影响，通过询价、协商等通行机制确定。2016-2018 年，自有资金存放在中国银行利率为 0.72%-1.98%，存放在非关联方的利率区间为 0.72%-2.30%；客户资金存放在中国银行的利率为 1.82%-1.85%，存放在非关联方的利率为 1.62%-3.53%，整体来看利率水平差异并不十分显著。

<sup>3</sup> 投资收入含公允价值变动损益和投资净收益

图 6：中银国际存放金融同业利息关联交易占比超 30%（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 9：中银国际存放同业的关联交易在价格方面并无显著收益优势（单位：%）

| 项目名称         | 利率下限  | 利率上限  |
|--------------|-------|-------|
| 自有资金存放中国银行利率 | 0.72% | 1.98% |
| 自有资金存放非关联方利率 | 0.72% | 2.30% |
| 客户资金存放中国银行利率 | 1.82% | 1.85% |
| 客户资金存放非关联方利率 | 1.62% | 3.53% |

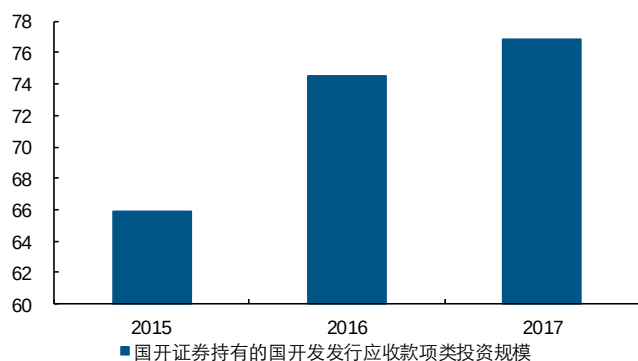
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 视角二：银行资产储备为券商资产配置创造空间

金融资产投资是银证资产端协同的路径之二。券商投资类资产的配置既包括标准化的股票、债券类资产，又包括非标准化的信托等非标资产，银行资产获取能力为券商金融资产投资提供了新的路径和方向；2015-2017 年期间，国开证券购买了大量的以国家开发银行信贷资产为标的而发行的资产支持证券产品的次级档，持有规模区间在 60-80 亿元，这些投资产品的法定到期日集中于 2018 年至 2024 年，国开证券将享有回收的信贷资产本息扣除优先级本金的部分，其中在加速清偿事件发生前按不超过 2% 的年预期期间收益率获得次级档资产支持证券的期间收益。2017 年公司因此实现的投资收益超过 5 亿元。

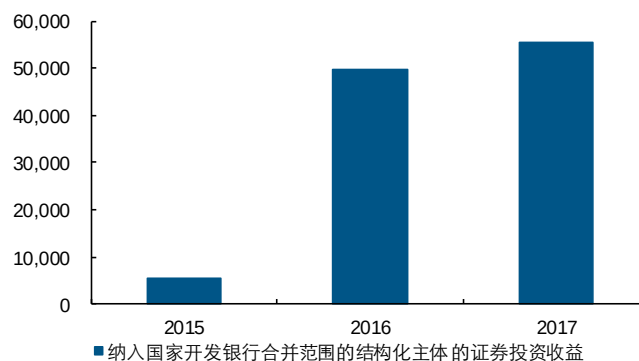


图 7：国开证券持有国开行发行的 ABS 规模超 70 亿（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 8：国开证券 2017 年协同投资收益超过 5 亿元（单位：万元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 10：国开证券持有的国开行发行的资产支持证券明细（单位：亿元）

| 序号 | 产品名称                | 发行人 | 承销商  | 发行规模   | 优先级规模  | 普通级规模 | 持有规模  |
|----|---------------------|-----|------|--------|--------|-------|-------|
| 1  | 开元2014年第四期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 109.33 | 103.34 | 5.99  | 1.57  |
| 2  | 开元2014年第六期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 114.43 | 107.45 | 6.98  | 2.89  |
| 3  | 开元2014年第八期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 102.36 | 95.28  | 7.08  | 3.09  |
| 4  | 开元2015年第三期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 30.41  | 27.91  | 2.5   | 2.72  |
| 5  | 开元2015年第六期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 139.65 | 129.9  | 9.75  | 9.55  |
| 6  | 开元2015年第七期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 69.07  | 63.4   | 5.67  | 5.7   |
| 7  | 开元2015年第九期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 134.61 | 124.5  | 10.11 | 10.02 |
| 8  | 开元2015年第十一期信贷资产支持证券 | 国开行 | 国开证券 | 111.41 | 102.6  | 8.81  | 9.03  |
| 9  | 开元2016年第三期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 118.28 | 109.3  | 8.98  | 8.53  |
| 10 | 开元2016年第四期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 119.13 | 110.85 | 8.28  | 7.85  |
| 11 | 开元2017年第二期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 59.55  | 53.95  | 5.6   | 5.32  |
| 12 | 开元2017年第三期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 44.69  | 40.46  | 4.23  | 1.27  |
| 13 | 开元2017年第四期信贷资产支持证券  | 国开行 | 国开证券 | 119.6  | 109.8  | 9.8   | 9.31  |
| 合计 |                     |     |      |        |        |       | 76.87 |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

### 视角三：银行为券商资金融通提供一定便利条件

券商的负债融资主要是长短期借款、长短期债券融资和卖出回购负债。我们观察中银国际和国开证券，负债端开展银证协同的规模并不大，中银国际的卖出回购金融资产、拆入资金和应付债券利息支出占相应利息支出的明细比重均不足 5%，且定价方式市场化程度均极高，并未因为关联关系产生成本下移；交银国际则较多运用了集团资源，通过交通银行香港分行获得后偿贷款和银行借款，为保证金融资业务和日常运用提供资金，2017-2018 年来自关联方的融资成本支出占比达到 20%-40%。

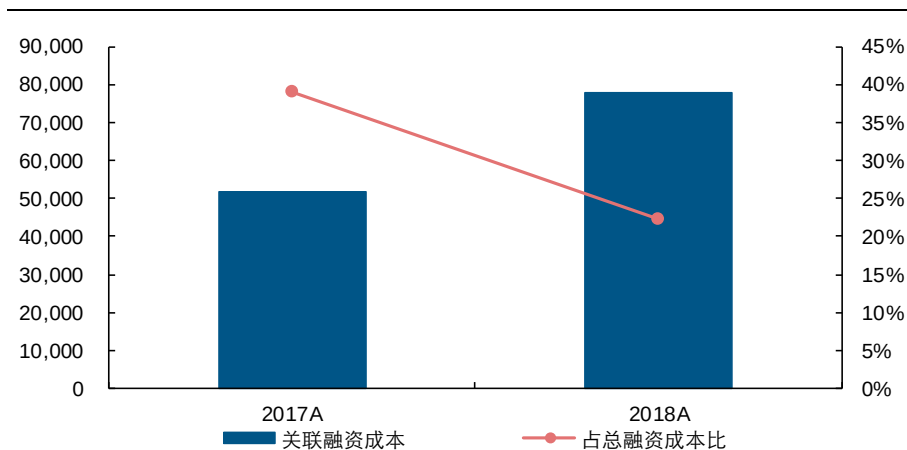
表 11：中银国际通过关联交易运用负债融资规模不大（单位：万元，%）

| 关联交易收支及其占比   | 2016A | 2017A  | 2018A  |
|--------------|-------|--------|--------|
| 卖出回购金融资产利息支出 | -     | 145.79 | 403.22 |

|                 |   |       |          |
|-----------------|---|-------|----------|
| 占卖出回购金融资产利息支出比例 | - | 0.60% | 3.41%    |
| 拆入资金利息支出        | - | 6.71  | 116.73   |
| 占拆入资金利息支出比例     | - | 0.16% | 1.63%    |
| 应付债券利息支出        | - | -     | 1,878.15 |
| 占应付债券利息支出比例     | - | -     | 4.75%    |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 9：交银国际 20%-40% 的融资成本来源于关联交易融资（单位：千元，%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

### 协同业务三：顺应客户融资需求拓展债券承销业务

债券承销业务从客户属性来看，第一类是包括以政府为主导的央企、国企和地方政府，这类融资品种主要涵盖金融债、政府支持机构债和地方政府债；第二类是企业，这类融资品种主要是公司债、企业债和资产支持证券；围绕前者的竞争更多在于资源禀赋的竞争，银行的特殊背景使得其较券商天然具备更强的竞争优势，围绕后者的竞争更多在于融资服务的竞争，从发债企业的属性来看集中于传统制造业、基建等行业，银行贷款依然是这类企业主要的融资渠道，因此银行同样具备与券商竞争的能力。

国开证券凭借股东资源实现债券承销领域的弯道超车。尽管国开证券投行业务净收入表现平平，但是债券承销业务净收入在行业具备一席之地，2018 年公司债承收入行业排名第 10，主要系公司在承销政府支持机构债、资产支持证券方面具备一定优势，其发行主体主要是中国国家铁路集团有限公司和需要将信贷资产证券化的银行，企业债亦表现不俗，地方政府平台是主要发行主体。国开证券凭借国开行的股东背景，在获得国企和央企项目能力方面具备一定竞争力。中银国际证券同样在金融债、政府支持机构债券等领域有较好的业务表现。

表 12：政府支持机构债和企业债是国开证券承销的优势品种（单位：亿元，%）

| 债券品种 | 2014A  | 2015A  | 2016A  | 2017A  | 2018A  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司债  | 16.00  | 60.00  | 383.92 | 120.05 | 162.72 |
| 企业债  | 648.00 | 211.16 | 226.72 | 168.69 | 222.76 |
| 金融债  | 22.67  | 55.47  | 35.00  | 232.37 | 22.00  |

|                  |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 政府支持机构债          | 216.67       | 133.47       | 142.51       | 245.20       | 578.78       |
| 地方政府债            | 7.86         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 10.30        |
| 资产支持证券           | 933.08       | 604.12       | 417.20       | 447.99       | 226.24       |
| 合计               | 1,844.27     | 1,064.22     | 1,205.35     | 1,214.30     | 1,222.80     |
| <b>品种市占率 (%)</b> | <b>2014A</b> | <b>2015A</b> | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018A</b> |
| 公司债              | 1.1          | 0.6          | 1.4          | 1.1          | 1.0          |
| 企业债              | 9.3          | 6.2          | 3.8          | 4.5          | 9.3          |
| 金融债              | 0.5          | 0.8          | 0.5          | 2.1          | 0.2          |
| 政府支持机构债          | 14.4         | 7.9          | 12.6         | 15.8         | 43.0         |
| 地方政府债            | 50.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.3          |
| 资产支持证券           | 30.1         | 10.9         | 6.1          | 3.5          | 1.3          |
| 合计               | 9.2          | 3.4          | 2.3          | 2.7          | 2.1          |

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 13：政府支持机构债、地方政府债、金融债是中银国际债承的优势品种（单位：亿元，%）

|                  |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>债券品种</b>      | <b>2014A</b> | <b>2015A</b> | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018A</b> |
| 公司债              | 62.86        | 293.74       | 515.13       | 156.14       | 225.56       |
| 企业债              | 88.27        | 8.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 金融债              | 50.00        | 25.00        | 5.00         | 514.72       | 885.32       |
| 政府支持机构债          | 183.33       | 218.50       | 120.84       | 123.03       | 0.00         |
| 地方政府债            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 27.30        | 145.68       |
| 资产支持证券           | 47.93        | 59.01        | 108.04       | 227.44       | 464.60       |
| 合计               | 432.39       | 604.25       | 749.01       | 1,070.21     | 1,767.23     |
| <b>品种市占率 (%)</b> | <b>2014A</b> | <b>2015A</b> | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018A</b> |
| 公司债              | 4.5          | 2.9          | 1.8          | 1.4          | 1.4          |
| 企业债              | 1.3          | 0.2          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 金融债              | 1.0          | 0.4          | 0.1          | 4.6          | 7.9          |
| 政府支持机构债          | 12.2         | 13.0         | 10.7         | 7.9          | 0.0          |
| 地方政府债            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 7.0          | 4.7          |
| 资产支持证券           | 1.5          | 1.1          | 1.6          | 1.8          | 2.7          |
| 合计               | 2.2          | 1.9          | 1.4          | 2.3          | 3.1          |

资料来源：Wind，长江证券研究所

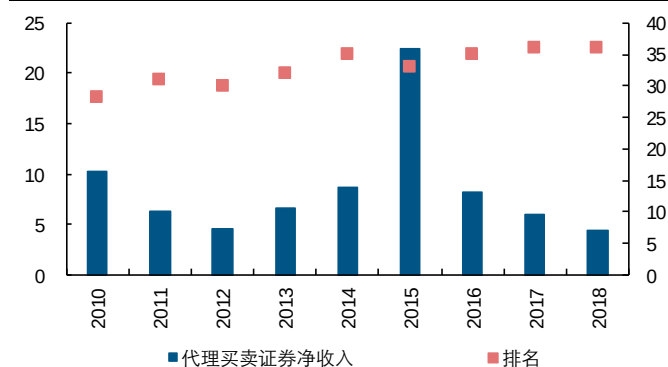
## 偏股尚需挖潜：经纪、股权融资的协同效应偏弱

### 经纪业务：风险偏好迥异限制客户转化效率

纵观券业经纪业务发展历程，能够实现弯道到超车的有几个重要的时间窗口：1998-2006 年银证通赋予分支机构较少的券商以逆序契机；2005-2007 年券商托管清算大潮孕育的并购良机；2013-2015 年互联网开户大潮叠加资本市场赚钱效应下的获客窗口。

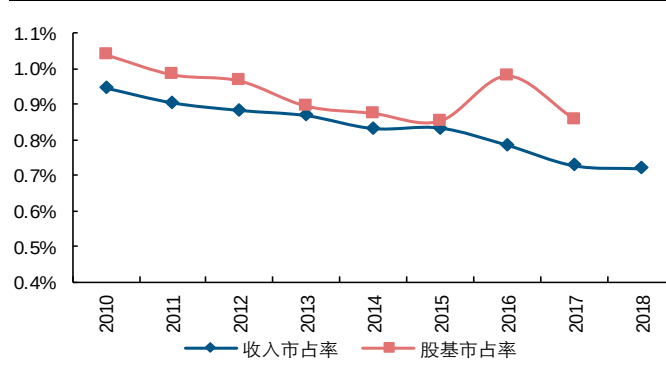
反观中银国际的经纪业务表现，其经纪业务收入排名区间在 30-35 名，和净资产排名差异不大，并未体现出良好的竞争优势。尽管有良好的股东资源禀赋，但是其并未通过银证合作实现客户资产的快速扩张；2002 年期间公司仅收购港澳信托所属 20 家证券营业部，对于市占率的提升有一定贡献但是增量有限，主要系公司当时资产规模并不突出无力支撑大规模收购；2013-2015 年公司没有把握住互联网开户的发展机遇；2017-2018 年大力铺设营业部，新增 51 家 C 型营业部，但是此时行业已经进入景气下行周期，线下和线上渠道建设的滞后较大限制了公司经纪业务的发展潜力。

图 10：中银国际代理买卖证券收入行业排名（单位：亿元，名）



资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

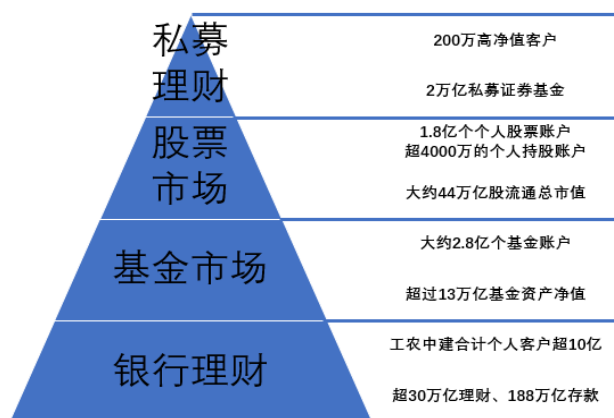
图 11：中银国际经纪业务收入市占率和股基市占率缓慢下滑（单位：%）



资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

银行和券商的客群风险偏好天然存在差异。从国内理财市场客群风险偏好的结构来看：2 万亿的私募基金构成理财市场的塔尖，根据招行和贝恩联合发布的《2019 年中国私人财富报告》，这部分群体大约 200 万人；次之是 1.8 亿户股民，真实持有股票资产的账户数则仅为 4000 多万；再次之是 2.8 亿户基民，持有超过 13 万亿的基金资产；最后是象征着低风险偏好的 10 亿银行个人客户持有超过 30 万亿的银行理财资产。银行通过私行业务锁定塔尖的高净值客户和零售业务锁定塔底的常规客户，进行股票交易客户的风险偏好天然与购买银行理财的客户群体重合度较低，一定程度上限制客户转化效率。

图 12：我国理财市场呈现典型的金字塔格局



资料来源：Wind，长江证券研究所



对于银行来说将存款客户转化为证券交易客户难以创造增量收益。客户在银行端的变现模式主要是银行通过客户储蓄为自身创造负债资金，银行放贷后赚取净息差；客户在券商端的变现模式主要是券商通过客户交易创造交易佣金，同时部分客户交易结算资金能产生一定利息。

我们依然以中银国际为样本。首先，我们通过全市场自由流通市值和全市场交易结算资金测算出流通值/交易结算资金的倍数，因为必然有部分客户资产已经转换成股票，因此会形成自由流通值但是不会以交易结算资金的形式存在，我们大致估算其倍数为 15 倍。假设客户本金规模全部为交易结算资金\*15，按照中国银行 2016-2018 年年报自身测算的资产端收益率 3.4%-3.5% 区间，能赚取 50-80 亿元收入，反之如果通过券商牌照变现交易佣金+客户资金存款利息收入创收则为 8.9-12.8 亿元，因此对于银行来说，将存款类客户转化为券商交易类客户同样无益于自身经济效益的实现。

表 14：银行客户通过券商牌照变现的测算（单位：亿元，倍，%）

| 项目           |                              | 2016A        | 2017A        | 2018A        |
|--------------|------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 市场倍数<br>测算   | 全部A股自由流通值                    | 201,860      | 226,629      | 170,814      |
|              | 交易结算资金                       | 14,432       | 10,621       | 9,379        |
|              | 自有流通值/交易结算资金的倍数              | 14           | 21           | 18           |
| 银行信贷<br>经营测算 | 年均交易计算资金 <sup>4</sup> （1）    | 171.9        | 125.8        | 103.1        |
|              | 假设换算倍数（2）                    | 15.0         | 15.0         | 15.0         |
|              | 对应客户资产（3）=（1）*（2）            | 2,577.8      | 1,886.9      | 1,546.1      |
|              | 资产端收益率（4）                    | 3.4%         | 3.4%         | 3.5%         |
|              | <b>交易结算资金生息收入（5）=（3）*（4）</b> | <b>87.18</b> | <b>64.75</b> | <b>53.89</b> |
| 券商牌照<br>经营测算 | 代理买卖净收入（6）                   | 8.63         | 6.53         | 5.16         |
|              | 客户资金存款利息（7）                  | 4.14         | 4.19         | 3.75         |
|              | <b>券商牌照收入合计（8）=（6）+（7）</b>   | <b>12.77</b> | <b>10.72</b> | <b>8.91</b>  |

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

## 股票承销：融资主体差异限制业务协同空间

纵观最近 10 年来能够脱颖而出的投行，股东禀赋和公司机制无疑是其能够成功的最核心秘诀。早期 IPO 上市以国有大型企业为主，中信证券、中金公司凭借良好的股东资源获取较多优质国企项目从而促使投行业务排名行业前列；创业板开启背景下大量中小民营企业迎来证券化浪潮，广发证券、平安证券、国信证券、招商证券等券商通过项目承包制实现中小企业 IPO 业务的弯道超车。因此，股票融资业务的成长同样具备其特殊的时代背景和公司基因。

表 15：2014-2018 年投行股票承销净收入排名前十的公司汇总（单位：万元）

| 经营排名 | 2014A |        | 2015A |         | 2016A |         | 2017A |         | 2018A |        |
|------|-------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|--------|
|      | 公司名称  | 股销收入   | 公司名称  | 股销收入    | 公司名称  | 股销收入    | 公司名称  | 股销收入    | 公司名称  | 股销收入   |
| 1    | 广发证券  | 85,340 | 中信证券  | 155,080 | 中信证券  | 194,399 | 中信证券  | 174,133 | 中信证券  | 83,532 |

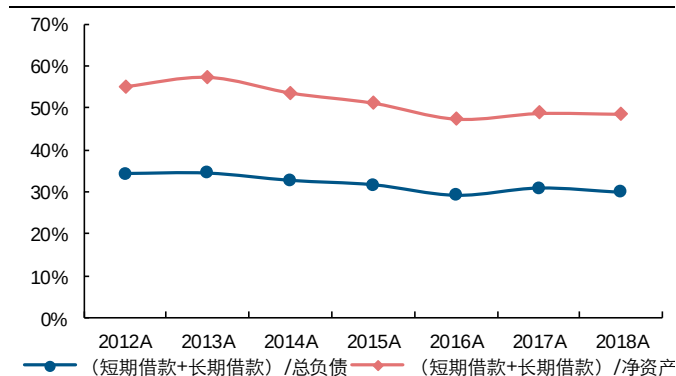
<sup>4</sup> 年均交易结算资金=（年初代理买卖证券款+年末代理买卖证券款）/2

|    |      |        |      |        |      |         |      |         |      |        |
|----|------|--------|------|--------|------|---------|------|---------|------|--------|
| 2  | 中信证券 | 62,200 | 国泰君安 | 94,704 | 中信建投 | 115,154 | 中信建投 | 126,270 | 中信建投 | 75,099 |
| 3  | 海通证券 | 61,154 | 中信建投 | 82,584 | 广发证券 | 97,905  | 广发证券 | 126,180 | 华泰证券 | 69,116 |
| 4  | 西南证券 | 58,991 | 广发证券 | 80,183 | 国泰君安 | 96,938  | 国泰君安 | 118,937 | 中金公司 | 66,597 |
| 5  | 国泰君安 | 52,519 | 国信证券 | 78,080 | 华泰证券 | 86,455  | 海通证券 | 113,482 | 国泰君安 | 48,758 |
| 6  | 中信建投 | 50,532 | 中金公司 | 67,896 | 中金公司 | 85,188  | 国信证券 | 110,394 | 国信证券 | 34,542 |
| 7  | 国信证券 | 49,467 | 招商证券 | 67,870 | 安信证券 | 80,448  | 国金证券 | 93,052  | 广发证券 | 33,610 |
| 8  | 银河证券 | 43,391 | 华泰证券 | 67,465 | 国信证券 | 73,339  | 中金公司 | 83,706  | 招商证券 | 29,569 |
| 9  | 中金公司 | 40,595 | 海通证券 | 57,262 | 海通证券 | 66,278  | 招商证券 | 81,691  | 国金证券 | 28,813 |
| 10 | 招商证券 | 37,745 | 西南证券 | 56,748 | 国金证券 | 55,413  | 安信证券 | 78,472  | 海通证券 | 27,097 |

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

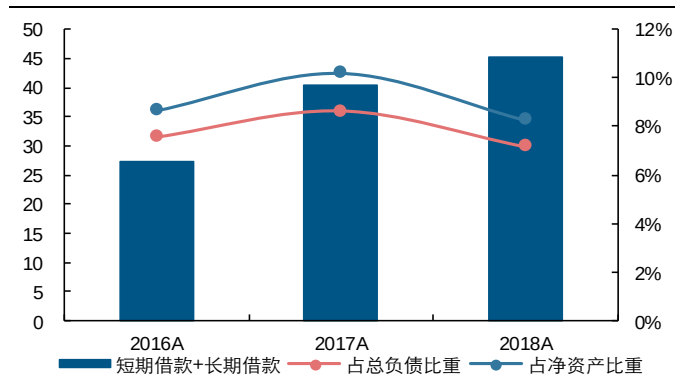
从股权融资的视角来看，商业银行的股东背景在新兴产业进行资产证券化的竞争过程中未必具备领先优势。从传统制造业的融资渠道来看，对于银行贷款的依赖度较高，我们以剔除金融、石油石化的全部 A 股样本来看，2012-2018 年期间短期借款+长期借款的规模占总负债的比重达到 30%-40%，占净资产的比重达到 40%-60%；反观以科创板为主体的科创企业，在首批 28 家企业中，短期+长期借款占总负债比重不足 10%，对于银行信贷渠道较低的依赖度弱化了银行对于新兴产业的话语权，因此在这类企业的股票和债券融资业务方面，银行系券商未必会具备良好的竞争优势。

图 13：银行贷款是传统企业重要融资渠道（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：科创板为主体的新兴产业对于银行贷款依赖度低（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

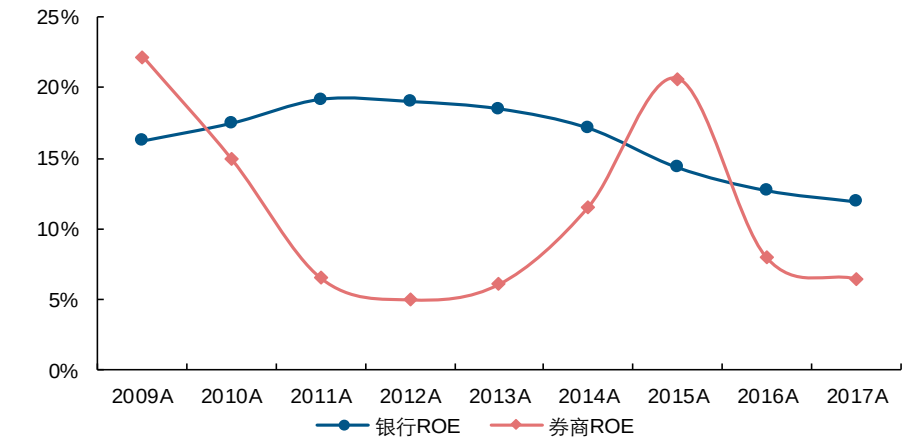
## 和而不同，银行重服务职能券商需拓展投资优势

### 银行意在获取券商客户服务职能而非股权本身

银行获取券商牌照目的在于完善其客户服务的职能而非单纯获取股权本身。目前工商银行、建设银行、农业银行、招商银行等大型银行均已经在香港市场建立独立的券商子公司开展证券类业务；除此之外，银行亦积极加大内资券商牌照获取的节奏，2015 年交通银行意图收购华英证券 33% 股权，兴业银行通过控股子公司兴业国际信托持有华福证券 4.35% 股权，可以说银行对于券商牌照的渴求从来没有结束。但是从真实的盈利效应来看，券商并不是一门好生意，证券行业的股东回报率较低且具有较强波动性，反观银

行的股东回报率则长期稳定在 10% 以上, 因此我们认为银行获取券商牌照主要目的在于补全其股权类业务服务的短板, 而非单纯获取券商股权本身。

图 15: 券商 ROE 远低于银行因此单纯获取股权并无意义 (单位: %)

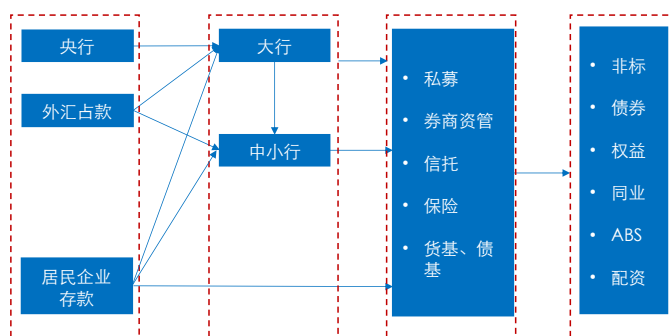


资料来源: Wind, 证券业协会, 长江证券研究所

## 银行：依托资金规模和成本优势发展类债属性业务

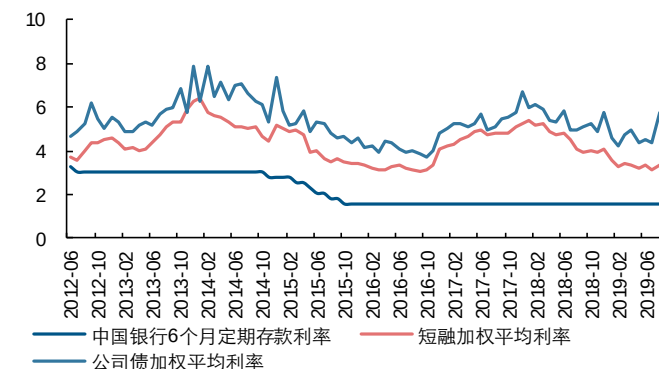
资金类业务方面, 券商主要通过两融、质押赚取息差和通过自营投资赚取买卖价差, 两融业务具备牌照管制, 而质押、自营投资无牌照限制, 银行亦实际参与这类业务的经营。资金类业务的开展核心考核三大能力, 第一在资产端提高收益的能力, 第二在负债端降低成本的能力, 第三在风险管控能力。在负债端, 银行的账户体系决定其天然具备沉淀低成本资金的能力。从国内货币传导链条来看, 主要来自于央行和居民企业存款, 银行具备主账户优势, 无论是央行投放的货币还是居民企业存款资金均将首先沉淀于银行中, 再从银行流向非银机构, 这天然决定银行的负债成本低于非银机构。较低的负债成本决定了银行无需通过提高风险偏好来提升资产端收益即可有效覆盖负债成本。

图 16: 中国资金传导流程



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 银行负债成本和短融、公司债发行成本比较 (单位: %)

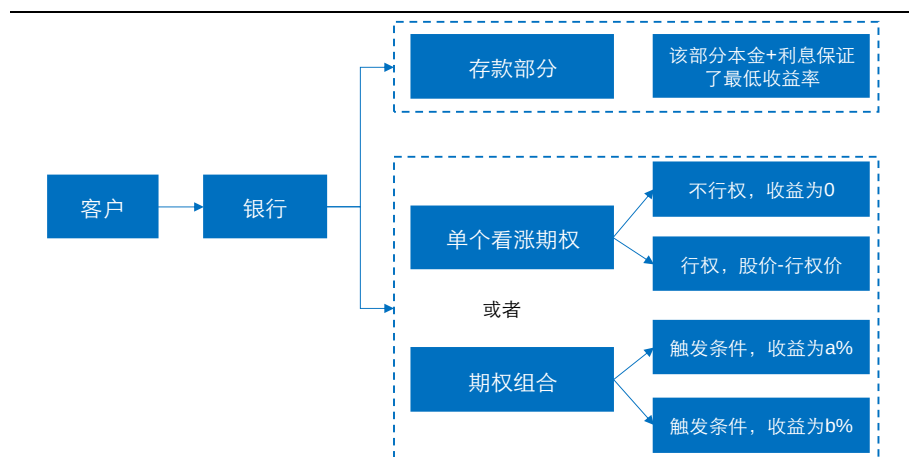


资料来源: Wind, 长江证券研究所

在资产端, 大量类固收资产的托底赋予银行更多的资产运用空间。银行自身资本金规模较大, 通过高经营杠杆配置大量的类固定收益资产, 形成较大规模的利润垫, 这意味着银行能够从自身的利润垫中抽取一部分资金进行股票、股权等高风险资产配置, 这部分

资产即使亏损也不会对整体盈利能力产生显著影响，其抗风险能力依然要远远强于券商。券商资本规模相对小于银行，资金成本较高决定了其必然需要提高风险偏好配置高风险资产，而缺少类固收资产的托底使其盈利难以抵御市场风险波动。因此低风险偏好资金通过类似“结构化产品”设计的方式进行高风险资产配置相对容易，但是高风险偏好资金受制于机会成本则很难介入低风险偏好的资产配置，银行资产配置能力优于券商的核心逻辑正在于此。

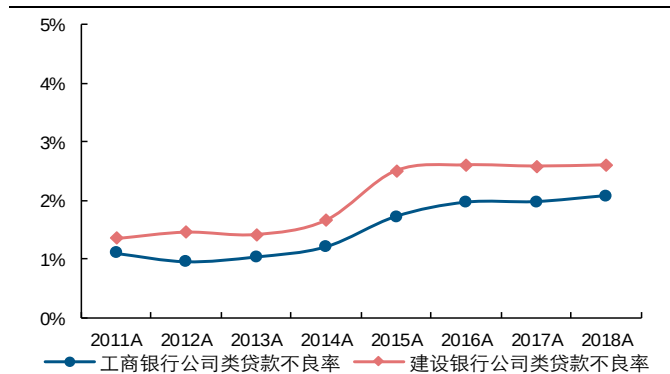
图 18：结构性存款原理在于通过部分存款利息购买期权博取向上的弹性



资料来源：Wind，长江证券研究所

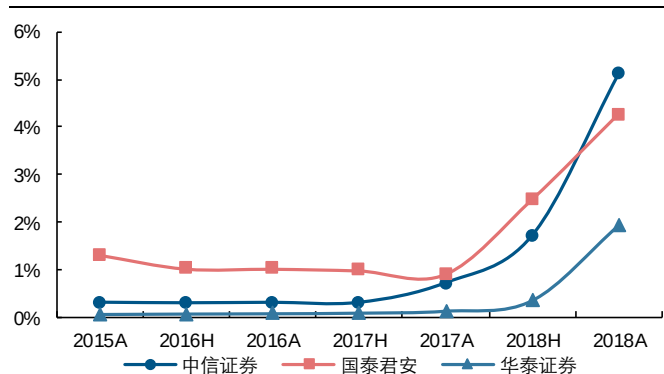
同时，从风险管理的视角来看，银行开展信贷业务已经经历漫长经济周期波动的洗礼，从而建立了一套完善的风险管理机制，反观券商资本中介类业务的起点在于 2013 年，股票质押业务规模的增长集中于 2016 年后，并未经市场周期波动的考验，缺少明确的风险控制和逆周期调节措施，使得券商资产质量在 2018 年市场下行背景下出现了大幅恶化，部分券商当期股票质押的资产减值率达到 2%-5%。因此对于资金类业务，尤其是融资类业务的风险管理能力来看，银行相较于券商具备一定的比较优势。

图 19：经历周期考验银行的不良率基本稳定（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 20：券商在 2018 年信用风险爆发背景下质押损失率陡增（单位：%）

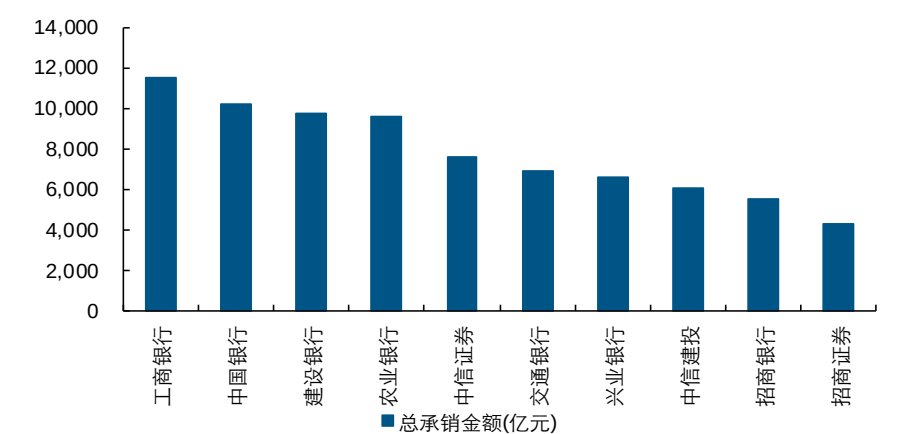


资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

在类债收费类业务层面银行同样表现不俗。目前银行已经具备债券承销和资产管理的业务资质；债券承销方面，银行承销的主要品种集中在银行间市场的利率债和 ABS 等，2018 年工商银行债券承销规模超过 1 万亿元，远超券商债券承销规模；资管业务方面，

银行理财业务和券商资管业务商业模式较为类似，随着银行理财子公司陆续获批，将进一步丰富银行资管业务能力，同时从银行理财子公司产品形态来看，同样以固收类产品为主。

图 21：银行债券承销的规模并不落后于券商（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 16：中国银行的理财子公司以固收类产品为主（单位：%）

| 中银理财                         | 募集模式 | 资产配置要求 | 业绩比较基准 |
|------------------------------|------|--------|--------|
| 1.中银理财-智富（封闭式）2019 年 01 期    | 公募   | 混合型    | -      |
| 2.中银理财-智富（封闭式）2019 年 02 期    | 公募   | 混合型    | -      |
| 3.中银理财-智富（封闭式）2019 年 03 期    | 公募   | 混合型    | -      |
| 4.中银理财-稳富（封闭式）2019 年 02 期    | 公募   | 固定收益类  | 4.00%  |
| 5.中银理财-惠享天天                  | 公募   | 固定收益类  | -      |
| 6.中银理财-稳富（封闭式）2019 年 01 期    | 公募   | 固定收益类  | 4.00%  |
| 7.中银理财-智富（封闭式）2019 年 04 期    | 公募   | 混合型    | -      |
| 8.中银理财-稳富（封闭式）2019 年 03 期    | 公募   | 固定收益类  | 3.90%  |
| 9.中银理财-稳富（封闭式）2019 年 04 期    | 公募   | 固定收益类  | 3.90%  |
| 10.中银理财-稳富（封闭式）2019 年 05 期   | 公募   | 固定收益类  | 3.90%  |
| 11.中银理财-稳富（封闭式）2019 年 06 期   | 公募   | 固定收益类  | 3.90%  |
| 12.（江苏专属）中银理财-睿富 2019 年 01 期 | 公募   | 固定收益类  | 4.60%  |
| 13.中银理财-智富（封闭式）2019 年 05 期   | 公募   | 混合型    | -      |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 券商：发挥资本金监管和市场化机制恢复定价能力

激励机制和监管约束是目前券商的相对优势。标准化业务领域银行具备绝对竞争优势，但是在非标准化业务方面则不然，投资管理、股票承销是典型的非标准化业务，这类业务对于平台价值依赖度低，对于员工个人的依赖度高，需要其发挥自身专业能力；因此非银机构在开展这类业务过程中，能够通过更加市场化的激励机制以吸引优秀人才。



我们同样以中银国际为观察样本,2016-2018年期间中银国际人均薪酬为30万元上下,略高于中国银行,但是低于中信证券、华泰证券等一线券商60-80万元的薪资水平,亦落后于兴业证券、国金证券30-60万元的薪资水平。同时我们定义“人均创利倍数=人均利润/人均薪酬,”意味着每一元员工费用能够创造多少净利润,券商这项指标区间在0.6-1.3倍,中国银行则要高达2倍以上,这是由于券商体系中存在大量的非标准化业务,例如股票承销、自营投资、资产管理等,这类业务需要大量优秀员工作为支撑,因此良好的激励机制是券商能够开展此类业务的重要竞争要素。

表 17: 从员工费用的视角来看券商的激励机制优于银行 (单位: 万元, 倍)

| 公司名称 | 人均创利  |        |       | 人均薪酬  |       |       | 人均创利倍数 |       |       |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      | 2016A | 2017A  | 2018A | 2016A | 2017A | 2018A | 2016A  | 2017A | 2018A |
| 中信证券 | 64.73 | 74.11  | 62.34 | 67.83 | 75.13 | 66.44 | 1.0    | 1.0   | 0.9   |
| 华泰证券 | 93.57 | 115.65 | 54.72 | 81.07 | 86.14 | 56.75 | 1.2    | 1.3   | 1.0   |
| 兴业证券 | 41.59 | 46.19  | 8.38  | 49.37 | 59.74 | 38.64 | 0.8    | 0.8   | 0.2   |
| 国金证券 | 39.92 | 36.63  | 32.43 | 68.96 | 65.06 | 50.96 | 0.6    | 0.6   | 0.6   |
| 中银国际 | 40.97 | 38.34  | 26.08 | 32.26 | 30.17 | 31.01 | 1.3    | 1.3   | 0.8   |
| 中国银行 | 59.58 | 59.46  | 62.05 | 26.25 | 26.37 | 27.53 | 2.3    | 2.3   | 2.3   |

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

按照2013年颁布的《商业银行资本管理办法(试行)》,银行的资本充足率包括并表充足率和未并表充足率,两者均需要满足监管需求;如果未来银证协同路径在于以子公司形式控股券商开展证券业务,那么按照现行《办法》,母公司层面需要对于券商子公司出资部分确认250%的风险加权资产,同时合并报表层面需要对于券商的资产配置进行确认风险加权资产,目前可比口径下对于股权类资产银行需要确认高达1250%的风险资产。虽然现在《商业银行法》限制银行不得参与股票投资,但是不同业务对于计提确认风险资产的比重会成为影响银行控股证券公司资产配置的因素,尤其是对于资本金规模本身较小的股份行和城商行。通过简单对比银行和券商资本金管理差异,我们发现券商权益类、衍生品类资产对于资本金的消耗程度小于银行,因此就资本金监管而言券商具备一定的比较优势。

表 18: 《商业银行资本管理办法(试行)》对于不同资产的风险权重划分 (单位: %)

| 一级分类               | 二级分类             | 比例   |
|--------------------|------------------|------|
| 现金及现金等价物           |                  | 0%   |
|                    | AA-(含)以上的        | 0%   |
| 对其它国家或地区政府及其中央银行债权 | AA-以下, A-(含)以上的  | 20%  |
|                    | A-以下, BBB-(含)以上的 | 50%  |
|                    | BBB-以下, B-(含)以上的 | 100% |
|                    | B-以下的            | 150% |
|                    | 未评级的             | 100% |
| 对境外商业银行债权          | AA-(含)以上的        | 25%  |
|                    | AA-以下, A-(含)以上的  | 50%  |
|                    | A-以下, B-(含)以上的   | 100% |

|                           |                               |       |
|---------------------------|-------------------------------|-------|
|                           | B-以下的                         | 150%  |
|                           | 未评级的                          | 100%  |
| 对多边开发银行、国际清算银行和国际货币基金组织债权 |                               | 0%    |
| 对我国中央政府和中国人民银行债权          |                               | 0%    |
| 对我国公共部门实体债权               |                               | 20%   |
| 对我国政策性银行债权                |                               | 0%    |
| 对我国政策性银行的次级债权             |                               | 100%  |
| 持有我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有  |                               |       |
| 银行不良贷款而定向发行的债券            |                               | 0%    |
| 对我国中央政府投资的金融资产管理公司其它债权    |                               | 100%  |
| 对我国其它商业银行债权的风险权重          | 3个月以上                         | 25%   |
|                           | 3个月以内                         | 20%   |
| 对我国其它商业银行的次级债权            |                               | 100%  |
| 对我国其它金融机构债权               |                               | 100%  |
| 对一般企业债权                   |                               | 100%  |
| 对微型和小型企业债权                |                               | 75%   |
| 个人债权                      | 个人住房抵押贷款                      | 50%   |
|                           | 已抵押房产，在购房人没有全部归还贷款前，商业银行以再评估后 |       |
|                           | 的净值为抵押追加贷款的，追加部分              | 150%  |
|                           | 个人其它债权                        | 75%   |
| 租赁业务的租赁资产余值               |                               | 100%  |
| 对金融机构的股权投资                |                               | 250%  |
| 依赖于银行未来盈利的净递延税资产          |                               | 250%  |
| 对工商企业股权投资                 | 被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内      | 400%  |
|                           | 因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权投资     | 400%  |
|                           | 对工商企业其它股权投资                   | 1250% |
| 非自用不动产                    |                               | 1250% |
| 其它资产                      |                               | 100%  |

资料来源：Wind，银保监会，长江证券研究所

表 19：银行和券商资本金管理差异

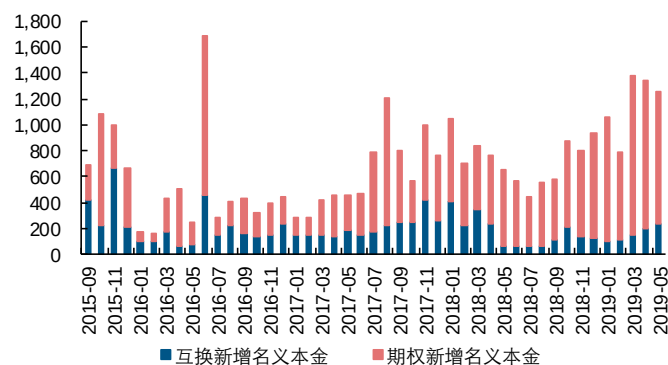
| 对比指标   |         | 银行                   | 券商                       |
|--------|---------|----------------------|--------------------------|
| 核心指标   | 资本充足率   | 不低于8%                | 风险覆盖率                    |
|        | 计算公式    | (总资本-对应资本扣减项)/风险加权资产 | 不低于100%                  |
|        | 备注      | 区分并表和非并表资本充足率        | 净资本/各项风险资本准备之和           |
|        | -       | -                    | 资本杠杆率                    |
|        | -       | -                    | 不低于8%                    |
|        | -       | -                    | 计算公式                     |
| 从资金运用的 | 股票类资产   | 现行监管下无法投资            | 股票类资产                    |
|        | 风险加权资产/ |                      | 上市股票为30%；流通受限股票为50%；其他股票 |
|        |         |                      | 为80%                     |

|         |                       |                                           |        |                                                                                                                                   |
|---------|-----------------------|-------------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 券商风险准备  | 指数基金为5%；分级基金中的非优先级基金为 |                                           |        |                                                                                                                                   |
| 金计提比例差异 | 基金类资产                 | 无明确约束，可按照其它资产为100%                        | 基金类资产  | 50%；其他权益基金为10%；货币基金为5%；其他非权益基金为10%                                                                                                |
|         | 衍生金融工具                | 无明确约束，可按照其它资产为100%                        | 衍生金融工具 | 股指期货、权益互换及卖出期权为20%；买入期权为100%；国债期货、债券远期及利率互换为20%；买入商品期权为100%；已对冲风险的权益类证券及其衍生品为5%；已对冲风险的非权益类证券及其衍生品为1%；买入信用衍生品为100%；卖出信用衍生品为20%/60% |
|         | 债券类资产                 | 按照信用等级差异在0%-100%                          | 债券类资产  | 按照信用等级差异在0%-80%                                                                                                                   |
|         | 非标类资产                 | 无明确约束，可按照其它资产为100%                        | 非标类资产  | 未约定先行承担亏损的集合及信托等产品为25%；约定先行承担亏损的集合及信托等产品为50%；大宗商品现货（含黄金）为8%                                                                       |
|         | 融资类资产                 | 对一般企业债权为100%；对微型和小型企业债权为75%；个人债权为50%-150% | 融资类资产  | 受限股票质押为40%，非受限股票质押为20%；其他场内融资业务为10%；场外融资业务为30%                                                                                    |
|         | 股权类资产                 | 对金融机构的股权投资为250%；对工商企业股权投资为400-1250%       | -      | 股权类资产通过另类子公司运营，按照子公司出资额全额扣减净资产                                                                                                    |

资料来源：Wind，银保监会，证监会，证券业协会，长江证券研究所

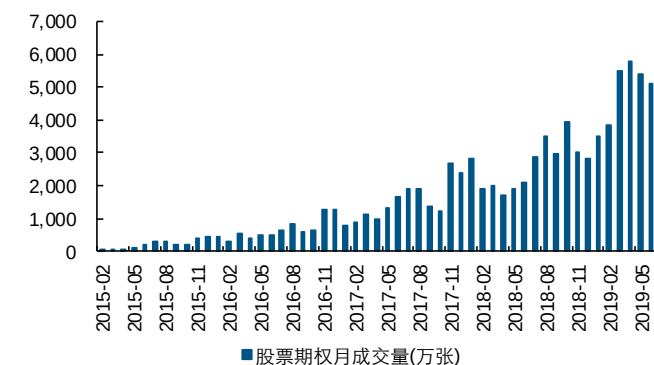
银证协同经营会加速券商纯通道业务牌照价值的下降，券商应该运用其更加贴近资本市场的优势，依托其资产定价能力开展特色业务，例如：1）在投行股票承销业务中，券商需要具备对于不同产业不同生命周期的企业资产定价能力，从而有效满足企业融资需求，在香港和美国市场实行注册制的背景下 IPO 和增发融资均实行市场化定价；2）融资融券交易业务中，券商需要具备对于不同类型标的的差异化费率制定能力，香港市场的券商对于不同类型的标的已经能够制定差异化的融资利率水平；3）顺应机构客户和企业客户风险管理的需求，大力发展场内和场外衍生品业务，在金融产品创设和交易过程中同样需要券商积极发挥资产定价者角色。

图 22：场外期权和收益互换进入稳步发展阶段（单位：亿元）



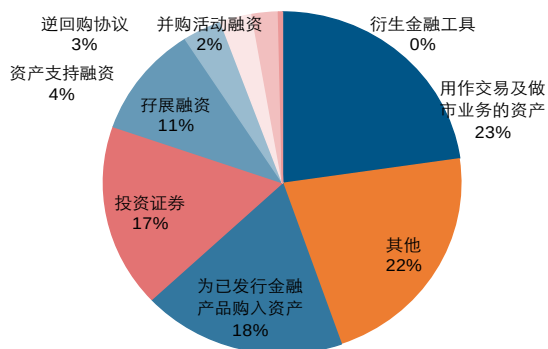
资料来源：Wind，中证场外衍生品市场，长江证券研究所

图 23：场内期权交易进入稳步增长态势（单位：万张）



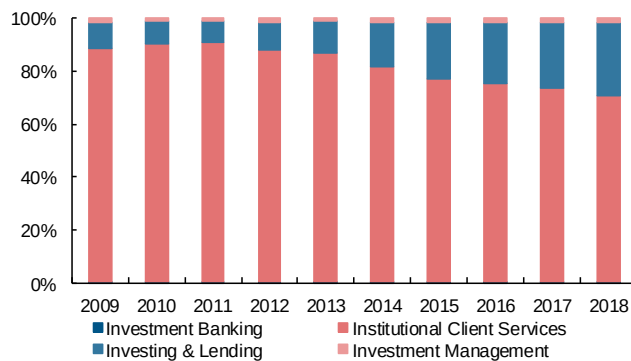
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：海通国际多数资产用于交易、做市和投资业务（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 25：高盛资产较大部分分布于机构客户服务业务（单位：%）



资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                      |
|------|----------------------|
| 看 好: | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
| 中 性: | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 看 淡: | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                             |
|------|-----------------------------|
| 买 入: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%     |
| 增 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间  |
| 减 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%      |

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

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为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的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, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。