

联讯证券：综合类证券公司

2016年7月28日

新三板

商业模式

——新三板公司商业模式研究之九

杨若木	首席行业研究员	电话：010-66554032	执业证书编号：S1480510120014
韩宇	新三板研究员	电话：010-66554131	
岳鹏	新三板研究员	电话：010-66554013	
张高艳	新三板研究员	电话：010-66554030	

一、公司简介

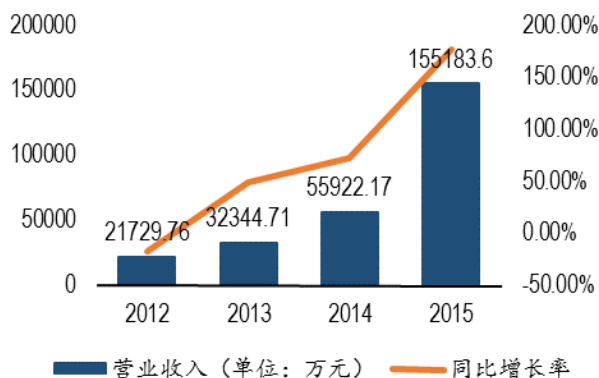
联讯证券前身为惠州证券公司，成立于1988年6月，于2014年4月变更公司形式为股份有限公司，更名为“联讯证券股份有限公司”，并于2014年8月正式在全国中小企业股份转让系统挂牌上市，2015年先后取得保荐、新三板主办券商做市、推荐业务资格，成为业务全牌照的券商。公司定位于为中小企业及中小投资者提供专业的综合投、融资服务，核心业务包括证券经纪业务、证券投资基金代销服务、财务顾问业务、资产管理业务、自营业务、代销金融产品、研究咨询业务及其他创新业务。

二、业绩表现

1. 收入以及净利润增长情况

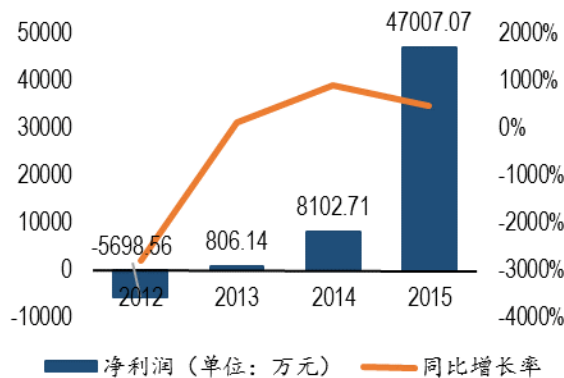
2012-2015年，联讯证券在升级巩固传统经纪业务的同时不断拓展新业务、开辟新网点，盈利能力持续增长。得益于2014、2015年两年营业收入的爆发增长，公司营业收入年均增长率为70.44%。2015年公司实现营业收入15.52亿元，同比增长177.50%，实现净利润4.70亿元，同比增长480.14%，主要是由于2015年中国股票市场行情较好，交易量大幅增长，公司经纪业务收入实现9.01亿，同比增长166.46%。

图1：公司2010-2015年营业收入增长情况



资料来源：wind；东兴证券

图2：公司2010-2015年净利润增长情况



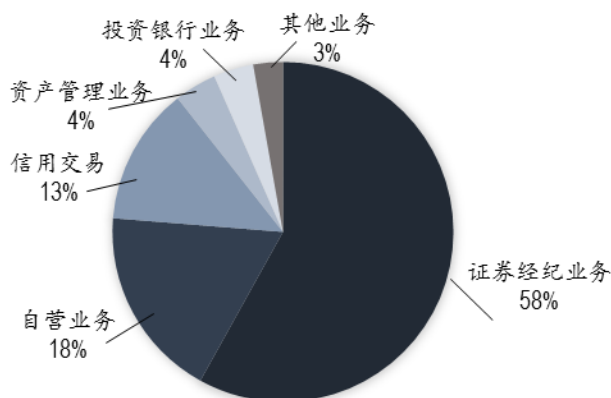
资料来源：wind；东兴证券

2. 收入构成

2015年，公司通过推动传统业务转型升级，同时开辟新业务领域，不断拓展新业务、新网点，初步形成业务收入多元化格局。收入构成中，证券经纪、证券自营和信用交易业务收入占比较高。公司主要创收业务仍以经纪业务为主，2015年实现收入9.01亿，占营业收入58.05%，较2014年贡献率下降，但由于交易量上升，经纪业务收入同比增长166.46%。通过业务转型措施，公司其他业务收入也稳定增长，2015年实

现非经纪业务收入 65,097.52 万元，上年同期 22,114.10 万元，同比增长 194.37%。

图 3：2015 年公司营业收入构成



数据来源：公开资料；东兴证券整理

3. 市场份额

公司在新三板实现挂牌后，通过两次定向增发，以不到 400 万元的融资成本预计募资 40 亿元，资金规模进一步扩大，盈利能力提升、营业网点扩张，市场分额不断提升。2015 年全国 125 家证券公司代理买卖证券业务收入 2689.96 亿元，财务顾问业务净收入 137.93 亿元、投资咨询业务净收入 44.78 亿元、资产管理业务净收入 274.88 亿元、证券投资收益(含公允价值变动)1,413.54 亿元，全国银行间债券市场成交 618.12 万亿。结合市场整体状况和公司 2015 年经营情况测算，公司经纪业务市场份额为 0.33%，融资融券市场份额为 0.21%，固定收益业务市场份额为 0.19%，处于新三板券商领先地位。纪业务收入 65,097.52 万元，上

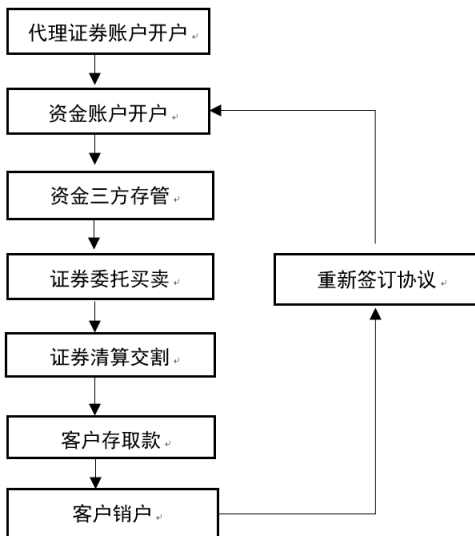
三、核心逻辑

公司专注于为中小投资者和中小企业提供投、融资等中介服务，以传统的经济业务为核心，创建了“营销、咨询、客服、信息技术”四位一体的经营模式，建立客户经理队伍、研发团队、客服团队，技术开发队伍，强化客户服务。**优化收入结构，实施战略转型。**公司近年来不断开辟新的收入来源，积极发展固定收益业务、基金代销、资产管理业务及其他创新业务，逐步摆脱收入单一依靠经纪业务的局面。**借力互联网平台，实现业务拓展。**公司与多家互联网公司建立战略合作关系，“互联网+”将极大拓展公司发展空间。2015 年，分别与新浪网和腾讯签署合作协议。借助于互联网平台优势，推荐公司各项业务的互联网转型升级，拓展基础客户资源，建立互联网特性的服务体系和咨询体系。

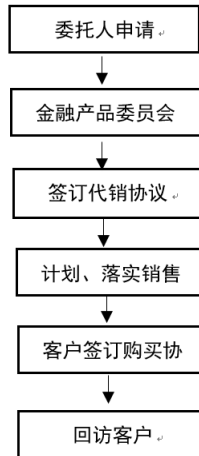
四、运营模式

公司主要业务包括证券经纪业务、证券投资基金代销服务、财务顾问业务、资产管理业务、自营业务、代销金融产品、研究咨询业务及其他创新业务。公司盈利主要以代理买卖证券收取手续费和佣金收入为主，近年来不断拓展财务顾问、资产管理等新业务，寻找新的盈利增长点。在经纪业务上，公司建立了完整的前中后台经纪业务运作体系，前台负责市场开发及客户服务，中台负责经纪业务运行保障工作，后台由公司各

职能部门构成，主要负责对经纪业务的后台支持。公司开展金融产品代销业务时，接受基金公司、信托公司等金融产品发行人的委托，为其销售金融产品或者介绍金融产品购买人。公司提供与证券交易、证券投资活动先关的财务顾问业务，为有上市及挂牌需求的公司提供改制服务和股权激励服务及相关财务顾问业务。开展资产管理业务时，公司主要通过位于各经济发达地区的营业网点和与当地各主要商业银行合作的渠道销售资产管理产品。

图 4：经纪业务流程


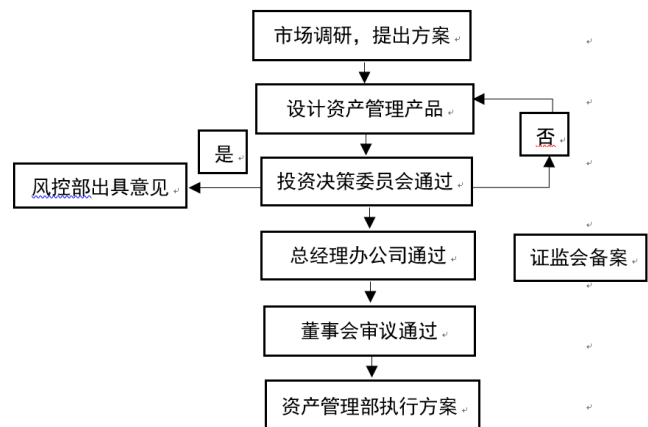
资料来源：wind；东兴证券

图 5：代销金融产品业务流程


资料来源：wind；东兴证券

图 6：财务顾问业务流程


资料来源：wind；东兴证券

图 7：经纪业务流程


资料来源：wind；东兴证券

五、行业标杆

华泰证券股份有限公司

华泰证券股份有限公司前身为江苏省证券公司，成立于 1990 年 12 月，是中国证监会首批批准的综合类

券商，经过二十几年的发展，公司已成功打造庞大的客户基础、领先的互联网平台和协同的全业务链体系。公司所从事的主要业务包括经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、投资及交易业务、海外业务及其他。公司在业务布局上，坚持以投资银行业务为龙头、以经纪及财富管理业务为基础、以资产管理业务和投资及交易业务为两翼的全业务链发展战略，基于证券业务优势积极拓展综合经营，形成了差异化的核心竞争力。2015 年公司实现营业收入 2,626,193.99 万元，同比增长 117.72%；利润总额 1,426,349.68 万元，同比增长 141.15%；归属于上市公司股东的净利润 1,069,687.09 万元，同比增长 138.44%，主要原因是 2015 年市场行情较好，成交活跃，公司经纪业务收入增长较快，较 2014 年增长 156.41%，同时公司全产业链体系发挥优势，投资顾问资产管理业务等非经纪业务也大幅增长。

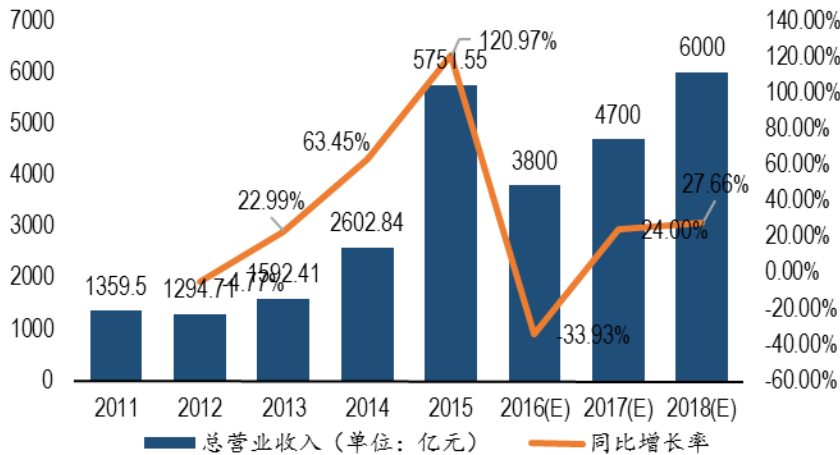
“互联网+”布局巩固经纪业务龙头地位。2010 年，互联网金融趋势尚未兴起之前，华泰证券就开始充分布局互联网，通过公司官网、“涨乐网”、“涨乐财富通手机客户端”等“两网一端”实现经纪业务通道服务以及围绕通道服务的基础理财服务，通过互联网平台低成本、高效率的特性提供标准服务。2014 年，公司牵手网易进行战略合作，在业务创新、品牌推广、资源共享等方面展开深度合作，同时，公司大力推进互联网证券业务创新，通过移动客户端高效引流作用助力公司经纪业务市场占有率持续领先。**经纪业务向财富管理转型稳步推进。**公司建立了以客户为导向、为多样化业务产品提供销售和承揽职能的财富管理架构和业务体系，持续做大客户基础及其资产规模，不断优化客户结构，积极推进产品创新与业务协同。在保证证券经纪业务行业稳步发展的同时，不断巩固提升市场竞争优势，积极主动嫁接集团业务资源，持续提升具有行业差异化竞争优势的专业服务能力，实现业务发展模式的转变和提升。

六、前景展望

1. 业务空间

随着经济的增长和居民收入水平的提高，普通居民的金融投资需求日益增加，对金融服务需求呈现多样化、证券化和组合式的特点，为证券行业的财富管理业务提供发展契机。此外，直接融资日益受到企业的青睐，Wind 资讯统计数据显示，2013 年企业债券和非金融企业境内股票合计融资 3.92 万亿元，是 2002 年的 39 倍，合计占同期社会融资规模的 51.51%。居民日益增长的投资需求和企业的直接融资需求将带动证券市场高速发展。

证券行业作为我国金融体系重要组成部分，与国际领先的投资银行和境内其他金融机构相比，整体规模明显偏小。十三五规划提出建立强大的资本市场，优化金融结构，积极发展直接融资，并部署相关措施，政策的支持将带动证券行业快速发展。证券业存在着巨大的发展空间，125 家证券公司在 2015 年全年实现营业收入 5751.55 亿元，同比增长 120.97%与 153.50%。受股市行情影响，预计 2016 年证券市场将出现一定负增长。但中国证券行业平稳较快发展的总体趋势将会持续，经过一年调整，股票市场有望恢复增长，同时债券市场将继续保持平稳增长，新三板业务发展为证券公司提供增长契机，各证券公司也在不断创新业务实现盈利模式多样化，预计 2018 年证券市场全行业营业收入有望到达 6000 亿。

图 8：中国证券公司总营业收入增长情况


数据来源：中国证券业协会；东兴证券整理

2. 创业团队——技术型

最早推行经纪人管理模式，成为业内表率。公司坚持在传统经纪业务中创新，首创经纪人制度，得到监管部门认可，推动业内经纪人制度的规范发展。**管理团队优秀，激励机制富有竞争力。**公司经营管理团队保持长期稳定、经验丰富且执行力强，短短一年时间利用新三板挂牌机遇，完成了两次较大增发融资，为公司进一步扩大业务规模提供良好基础；公司具有良好企业文化，建立对各类人才有持久吸引力、调动人才创新能力的激励机制，实现人力资源的可持续发展。

3. 核心竞争力的持续性

表 1：公司波特五力模型分析

威创股份 (002308)：波特五力模型分析	
潜在进入者 (3.5)	证券行业是资本和知识密集型行业，具有较高的技术壁垒和资本壁垒。此外，我国证券行业实行许可证制度，市场准入机制严格，因此新进入者难以在短期内进入市场。
买方议价能力 (3.5)	中国证监会对经纪业务实行浮动佣金制，为了吸引客户，券商会灵活降低佣金价格。客户在不同证券公司之间的转换成本较低，议价能力较高。
卖方议价能力 (4.5)	证券公司只要经过证监会审批，注册成立后即可在证券交易所占据席位，自由经纪上市公司的证券，开闸理财业务，因此上市公司作为证券的供给方议价能力不高。
替代品的威胁 (3)	各证券公司依靠自身条件，从经营宽度到具体经营产品的深度都做了大胆的尝试，各种创新业务品种、服务模式相继推出。公司受替代品的威胁较大。
同业竞争程度 (2.5)	我国证券行业呈现证券公司数量偏多、规模较小、注册资本偏低、净资本实力偏弱的格局，各证券公司之间的竞争日趋激烈。伴随着商业银行、保险公司和其他非银行金融机构向证券公司传统业务渗透，未来证券市场的竞争格局会愈加激烈。

总分（17）

企业核心竞争力优秀

数据来源：公司股份报价转让说明书；公司 2015 年年报；东兴证券整理

七、风险因素

1. 市场竞争加剧

目前我国证券行业呈现证券公司数量偏多、规模较小、注册资本偏低、净资本实力偏弱的格局，各证券公司之间的竞争日趋激烈。虽然过去几年中，部分证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模，提升竞争能力。但是商业银行、保险公司和其他非银行金融机构，以及部分产业资本也在向证券公司传统业务渗透，同证券公司形成了竞争，因此，未来证券市场的竞争格局会愈加激烈。

2. 核心人员流失的风险

证券行业是知识密集型行业，行业的竞争关键在于人才的竞争。随着我国证券行业的快速发展，优秀证券专业人才已成为稀缺资源。公司在发展和壮大过程中引进和培养了较多经验丰富的高级管理人员和优秀专业人才，为公司的发展做出了巨大贡献。虽然公司为招聘、培训和使用优秀人才投入了大量资源，并建立了相关的薪酬福利政策和考核机制，但在招聘和挽留该等人员方面，公司面临激烈的竞争。

3. 客户集中度较高

联讯证券公司现阶段收入规模相对较小，客户数量亦较少。证券营业部大部分集中在广东省，客户资源基本集中在广东地区，2015 年收入占比 68.82%。虽然公司近两年也在积极开拓其他客户，同时也在其他业务方面进行了探索，但是随着证券市场竞争的加剧，广东地区的大客户如果出现流失，将会对公司经营带来不利影响。

4. 主营业务风险

公司的产品种类较为单一，收入来源高度依赖经纪业务。2012 年及 2013 年，公司经纪业务收入占营业收入的比重为 85.96%、85.30%。公司近年来通过积极开拓创新业务，努力拓展收入增长点，但经纪业务收入仍然是公司营业收入的主要构成。

八、总体结论

联讯证券定位于为中小企业及中小投资者提供专业的综合投融资服务，通过推动传统业务转型升级，同时开辟新的业务领域，不断拓展新业务、新网点，形成业务收入多元化格局。目前，公司与多家互联网公司建立战略合作关系，“互联网+”将极大拓展公司发展空间。

附注：技术或产品注释

证券经纪：接受客户委托，按照客户的要求，代理客户 W 买卖证券。

财务顾问：与证券交易、证券投资活动先关的财务顾问业务，为有上市及挂牌需求的公司提供改制服务和股权激励服务及相关财务顾问业务。

资产管理：根据约定的方式、条件、要求及限制，对客户的资产进行经营，为客户提供证券及其他金融产品投资管理服务的行为。

证券自营：使用自有资金或者合法筹集的资金以公司的名义买卖证券获取利润。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。张高艳，

张高艳

张高艳，清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。