

## 金融开放专题报告之二

# 借鉴海外看证券开放 格局整体难撼业务局部发力

### 强于大市（维持）

行情走势图



#### 相关研究报告

《行业深度报告\*证券\*龙头起舞强者恒强 创新业务持续催化》 2018-05-07  
 《行业月报\*证券\*一季度券商业绩同比有所下滑 龙头券商优势仍存》 2018-04-12  
 《行业月报\*证券\*受季节因素及市场因素影响, 2月业绩环比大幅下滑》 2018-03-08  
 《行业动态跟踪报告\*证券\*业绩略有增长, 分化较为明显》 2018-01-31  
 《行业专题报告\*证券\*从统计角度研究震荡市中券商买点》 2018-01-24

#### 证券分析师

**陈雯** 投资咨询资格编号  
 S1060515040001  
 0755-33547327  
 CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**赵耀** 一般从业资格编号  
 S1060117090052  
 010-56800143  
 ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 证券行业开放持续推进, 但目前看合资券商发展并不理想:** 我国证券行业开放从持股比例的角度大体可以分为: 不超过 1/3、不超过 49%、CEPA 框架下放宽至 51%、全面放开 51% 的持股比例及业务许可范围四个阶段。从目前我国现存的 11 家合资券商的情况来看发展并不理想, 绝大多数为中资券商投行子公司, 净利润占比不过行业的 2.45%, 如剔除中金则净利润基本为零, 且近年来另有五家合资券商的外资股东选择退出。较差的盈利状况拖累母公司业绩, 牌照限制致使业务范围受限远离行业开放的初衷, 而因持股限制产生的矛盾与分歧以及对融资能力的限制制约了业务拓展。
- 借鉴日韩证券行业开放, 本土券商依旧是主体:** 我们研究同样经历了对外开放的日本及韩国, 在逐步放宽直至取消外资投资的限制之下, 如今境外投资者均已成为两国资本市场上最重要的投资者之一。两国都在 90 年代逐步放宽了对于外资持股 50% 的限制, 日本的外资券商在 21 世纪初保持较强的市场竞争力, 利润占比一度超过 30%, 数量占比也接近过 20%, 但随着国内整体经济形势的变化以及本土券商的崛起, 外资券商逐渐选择退出, 数量占比持续下降, 17 年外营收及净利润占比均已不足 1%, 数量占比仅 4% 左右, 虽然在部分机构业务以及信用业务方面仍有一定竞争力, 但看来也仅是强弩之末。韩国外资券商数量持续保持在接近 40% 的水平, 虽然资产规模及营收行业占比较低, 但是净利润占比基本保持在行业的 15% 以上, 甚至在某些特殊年份接近 50%, 韩国高度发达的衍生品市场为外资券商在衍生品自营和外汇交易领域提供了机会, 此外在财富管理、跨境并购等业务上具有先天优势。
- 海外券商看好国内机会, 积极拓展业务布局:** 在证券业对外开放政策出台不过半个月时间内, 瑞银、野村及摩根大通均已提交设立证券公司或股权变更的申请。瑞银集团作为全球最大的财富管理公司, 多元化的财富管理收入来源以及完善的运作模式并结合银行业务牌照, 在财富管理业务具有先天优势; 结构多元的一流券商野村与投行业务实力强劲的摩根大通也都对国内市场表现了极大兴趣。
- 外资券商将着力发展部分业务, 竞争虽有加剧但本土龙头券商依然保持整体优势:** 由于分支机构网点的限制, 外资券商在个人经纪业务方面并没有优势, 而对于高净值客户的财富管理将会成为其主攻方向, 同时拥有银证牌照的外资投行更具优势, 并对研究业务提出要求; 创新业务、跨境并购以及外汇交易业务方面外资将具有明显优势, 而资管业务以及信用类业务也将会成为部分券商发力点。但是整体来看外资券商的冲击影响有限, 我国现有业务的市场规模和较强的监管会对外资券商产生影响, 而对于资本金的需求将会成为制约外资券商扩大业务规模的重要因素, 此外资源基础的先天不足也会使得外资券商存在木桶效应, 缺乏发展成为综合型券商的能力。我们预计未来行业集中度仍有进一步提升的趋势, 中小券商的竞争加剧需警惕。

■ **投资建议：**我们借鉴日本、韩国等国家证券行业对外开放的经验，整体来看外资券商的进入对行业的整体影响十分有限，同时在财富管理、创新业务等外资券商具有优势的领域可能出现新的机会与发展趋势。我们预计未来上市券商业绩仍将持续分化，龙头券商的市占率有继续提升的空间，在轻资产领域享受提前转型优势和集中度提升红利，重资产领域以资本实力及资产负债管理能力打造核心竞争力，同时在创新业务等方面打造新的业务增长点，我们积极看好大型综合性龙头券商在市占率及竞争力提升的基础上享受更高的估值溢价，维持行业“强于大市”评级，建议重点关注龙头券商中的中信证券、华泰证券。

■ **风险提示**

1) 外资竞争加剧风险

外资券商在部分业务方面具有一定的竞争优势，如果业务发展超出预期可能会瓜分市场份额从而导致本土券商业绩出现下降。

2) 监管政策趋严风险

证券行业受监管影响较大，如行业监管趋严可能会对券商业务开展产生负面影响。

3) 创新业务发展不及预期风险

各类创新业务会成为券商业绩增长新的发力点，如果创新业务发展不及预期，将会对券商业绩产生负面影响。

4) 市场大幅下跌风险

市场大幅下跌将会使得券商自营业务受到明显的影响，从而影响券商业务收入。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/B				评级
		2018-05-28	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
中信证券	600030.SH	19.25	0.94	1.06	1.14	1.28	1.6	1.5	1.4	1.3	推荐	
华泰证券	601688.SH	17.41	1.30	1.42	1.57	1.69	1.4	1.4	1.3	1.2	推荐	

# 正文目录

<b>一、证券行业对外开放政策梳理</b>	<b>6</b>
<b>二、我国合资券商发展并不理想</b>	<b>7</b>
2.1 合资券商在我国发展现状	7
2.2 多种原因致使合资券商发展不理想	10
<b>三、亚洲国家证券市场开放研究</b>	<b>11</b>
3.1 日本：外资券商昙花一现，本土券商依然是主体	11
3.2 韩国：外资券商以中小为主，但盈利能力突出	16
<b>四、海外证券公司研究</b>	<b>22</b>
4.1 瑞银集团：全球布局的财富管理企业	22
4.2 野村证券：多元业务的一流券商	26
4.3 摩根大通：强大的投行业务实力	29
<b>五、证券市场放开趋势预判</b>	<b>31</b>
5.1 长远来看资本市场对外开放会使得外资逐渐成为重要的投资者	31
5.2 海外先发券商具有一定的优势及实力，将着重发力部分业务	32
5.3 国内大型券商依然保持整体优势，外资冲击影响有限	33
<b>六、投资建议</b>	<b>34</b>
<b>七、风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图表 1	截止 2018 年 5 月我国合资券商情况	7
图表 2	我国合资券商数量情况	9
图表 3	合资券商主要指标占比情况	9
图表 4	合资券商净利润情况（亿元）	9
图表 5	合资券商投行业务收入占比	10
图表 6	四家外资股东退出的合资券商整体盈利状况并不理想（亿元）	10
图表 7	70 年代到 90 年代日本对外资证券公司开放进程	11
图表 8	80 年代开始在日本设有分支机构的外资证券公司数量快速增长	12
图表 9	1983 年日本证券业基本情况（十亿日元）	12
图表 10	境外投资者是日本股票市场上的最重要投资者	13
图表 11	1996 年以来日本证券行业收入结构情况	13
图表 12	外资券商净营业收入占比持续下降	14
图表 13	外资证券公司利润行业占比（%）	14
图表 14	1998 年以来日本券商利润对比（单位：十亿日元）	14
图表 15	日本外资证券商数量不断减少	15
图表 16	2001 年日本并购业务前五大参与者情况	15
图表 17	2001 年日本主要本土券商和外资券商业务收入占比	15
图表 18	2016 年日本外资券商收入结构情况	15
图表 19	2017 年日本 IPO 发行高度集中且均为本土券商	16
图表 20	2017 年外资券商在日本并购市场具备优势	16
图表 21	外资机构对韩国上市公司投资比例开放变化（%）	17
图表 22	韩国股票市场上外国投资者交易量占比持续提升	17
图表 23	韩国衍生品交易市场依然十分发达	18
图表 24	韩国证券行业营运收入及结构情况	18
图表 25	韩国证券行业手续费及佣金收入情况	19
图表 26	外资券商已经达到韩国总券商数量的 40%	19
图表 27	2017 年韩国券商营业收入占比情况	20
图表 28	韩国外资券商盈利能力较强	20
图表 29	2017 年韩国外资券商总资产占比 6.9%	20
图表 30	韩国外资券商盈利能力较强（十亿韩元）	21
图表 31	2017 年韩国国内券商收入结构（按收入性质）	21
图表 32	2017 年韩国外资券商收入结构（按收入性质）	21
图表 33	韩国外资券商主要指标占比情况	22

图表 34	UBS Group AG 营收和净利润情况 ( 亿瑞士法郎 )	23
图表 35	UBS Group AG 总资产及 EPS 情况 ( 亿瑞士法郎 )	23
图表 36	UBS 财富管理业务收入占比超过 55%	23
图表 37	财富管理业务保持较高的 ROE	23
图表 38	UBS 财富管理业务中超高净值群体占比提升	24
图表 39	财富管理资产分布中亚太地区占比不断提升	24
图表 40	2017 年 UBS 全球财富管理收入细分情况 ( 亿瑞士法郎 )	25
图表 41	2017 年 UBS 美国财富管理收入细分情况 ( 亿瑞士法郎 )	25
图表 42	2014 年 UBS 财富管理运作模式	25
图表 43	2017 年 UBS 资管规模分地区情况 ( 百万瑞士法郎 )	25
图表 44	2017 年 UBS 资管规模分种类情况 ( 百万瑞士法郎 )	25
图表 45	UBS 投资银行业务主要类别	26
图表 46	2017 年 UBS 投资银行业务收入情况 ( 百万瑞士法郎 )	26
图表 47	野村证券营收和净利润情况	27
图表 48	野村证券总资产及 EPS 情况	27
图表 49	野村控股主要业务	27
图表 50	2016 年野村控股收入构成	28
图表 51	2016 年野村控股不同业务类型的税前净利润 ( 十亿日元 )	28
图表 52	2016 年野村控股税前净利润地区分布情况	28
图表 53	2016 年野村控股全球雇员数量分布 ( 人 )	28
图表 54	野村控股的全球化业务布局	29
图表 55	摩根大通营收和净利润情况 ( 亿美元 )	29
图表 56	摩根大通总资产及 EPS 情况 ( 亿美元 )	29
图表 57	摩根大通业务分类情况	30
图表 58	摩根大通各业务净收入构成情况	30
图表 59	摩根大通收入区域分布情况	30
图表 60	摩根大通 ROE 保持较为稳定	30
图表 61	摩根大通投行业务在全球范围内极具竞争力	31
图表 62	上证 A 股指数市盈率估值相对合理	32
图表 63	我国证券市场上境外投资者累计额度不断增长 ( 亿元 )	32
图表 64	中国高净值人群投资理财渠道变化趋势	33
图表 65	中国高净值人群境内可投资资产配置比例	33

## 一、 证券行业对外开放政策梳理

### ■ 初始阶段：外资股东持股比例不超过 1/3

证券行业对外开放可以追溯到 2002 年 6 月证监会颁布的《外资参股证券公司设立规则》，对境外股东与境内股东依法共同出资设立证券公司以及境外投资者依法受让、认购内资证券公司做出了规定，规定主要包含在以下两个方面：

- **业务经营范围：**包括 1、股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销；2、外资股的经纪；3、债券（包括政府债券、公司债券）的经纪和自营；4、中国证监会批准的其他业务。证券公司应向证监会提出业务范围申请，从事股票承销的应按照国家证券承销资格管理的规定，取得相应业务资格。
- **持股比例限制：**不得控股且持股比例上限不超过三分之一，具体的规定包括：境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例，累计（包括直接持有和间接持有）不得超过三分之一。境内股东中的内资证券公司，应当至少有一名的持股比例或在外资参股证券公司中拥有的权益比例不低于三分之一。内资证券公司变更为外资参股证券公司后，应当至少有一名内资股东的持股比例不低于三分之一。

### ■ 持股限制放开至 49%

《设立规定》在 2007 年 12 月以及 2012 年 10 月进行了两次修订，在 2012 年 10 月修订以后，对持股比例做出了较大限制的放开，由原来的三分之一提升至 49%。

此外对于上市券商股东方面也做出新的修改，境外投资者可以依法通过证券交易所的证券交易持有上市内资证券公司股份，或者与上市内资证券公司建立战略合作关系并经中国证监会批准持有上市内资证券公司股份，上市内资证券公司经批准的业务范围不变；在控股股东为内资股东的前提下，上市内资证券公司不受至少有 1 名内资股东的持股比例不低于 49%的限制。单个境外投资者持有(包括直接持有和间接控制)上市内资证券公司股份的比例不得超过 20%；全部境外投资者持有(包括直接持有和间接控制)上市内资证券公司股份的比例不得超过 25%。

### ■ 监管框架之下区域性放开突破口

2015 年 8 月在《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA) 补充协议十中，内地证券公司对港澳地区进一步开放，具体政策包括：

- 允许符合设立外资参股证券公司条件的港资、澳资金融机构分别按照内地有关规定在上海市、广东省、深圳市各设立 1 家两地合资的全牌照证券公司，港资、澳资合并持股比例最高可达 51%，内地股东不限于证券公司。
- 允许符合设立外资参股证券公司条件的港资、澳资金融机构按照内地有关规定分别在内地批准的在金融改革方面先行先试的若干改革试验区内，各新设 1 家两地合资全牌照证券公司，内地股东不限于证券公司，港资、澳资合并持股比例不超过 49%，且取消内地单一股东须持股 49%的限制。
- 在内地批准的在金融改革方面先行先试的若干改革试验区内，允许港资、澳资证券公司在合资证券投资咨询公司中的持股比例达 50%以上。

此外在 2015 年 4 月国务院印发的《中国（福建）自由贸易试验区总体方案》中，同样提及研究探索允许符合设立外资参股证券公司条件的台资金融机构按照大陆有关规定在自贸试验区内新设立 2 家两岸合资的全牌照证券公司，大陆股东不限于证券公司，其中一家台资合并持股比例最高可达 51%，另一家台资合并持股比例不超过 49%、且取消大陆单一股东须持股 49%的限制。

■ 比例再度放开，境外股东可由参转控

在 17 年 11 月国新办吹风会上，财政部副部长朱光耀表示，中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券的投资比例限制放宽至 51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制；2018 年 3 月证监会发布《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》并在 4 月底正式发布并实施《外商投资证券公司管理办法》，《外资参股证券公司设立规则》同时废止，证券公司“引进来”又迈出重要一步。此管理办法要点在于：

- **允许外资控股合资券商：**合资证券公司的境内股东条件与其他证券公司的股东条件一致，即最高持股可至 51%。
- **逐步放开业务范围：**放开证券业务许可，初始业务与控股股东经营证券业务相匹配；不再局限于股债承销保荐、外资股经纪以及债券经纪和自营，可依法有序申请证券业务。
- **完善境外股东条件：**具有良好的国际声誉和经营业绩，近 3 年业务规模、收入、利润居于国际前列且近三年长期信用均保持在高水平；
- **统一外资持有上市与非上市两类证券公司的持股比例；**全部外资对上市券商持股比例同样不超过 51%，但是单个境外投资者对上市券商持股比例仍有控制，由原先的 20%提升至 30%。

## 二、我国合资券商发展并不理想

### 2.1 合资券商在我国发展现状

截止 18 年 5 月我国资本市场上有 11 家合资券商，此外中银国际和光大证券的境外股东分别为在香港注册的持股比例 37.14%的中银国际控股有限公司和持股 23.30%的中国光大控股有限公司，两者均为红筹股，本质为中资控股，因此我们暂不将其算入合资券商之列。

图表1 截止 2018 年 5 月我国合资券商情况

公司	成立时间	主要中资股东	持股	主要外资股东	持股	主要业务资格情况
中金公司	1995 年 6 月	中央汇金	58.58%	GIC	5.48%	基本为全业务牌照
		中投保公司	3.2%	TPG	4.31%	
				名力	3.08%	
				OppenheimerFunds, Inc.	2.02%	
				KKR Institutions Investments	1.92%	
高盛高华	2004 年 12 月	北京高华证券	67%	高盛（亚洲）	33%	股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销；外资股的经纪；债券（包括政府债券、公司债券）的经纪和自营；中国证监会批准的其他业务
瑞银证券	2006 年 6 月	北京国翔资产管理	33%	瑞士银行（UBS AG）	24.99%	基本为全业务牌照
		广东省交通集团	14.01%			
		国电资本	14%			
		中粮集团	14%			
瑞信	2008 年	方正证券	66.7%	瑞士信贷银行	33.3%	股票（包括人民币普通股、外

公司	成立时间	主要中资股东	持股	主要外资股东	持股	主要业务资格情况
方正	6月					资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐;证券经纪业务(限前海地区);中国证监会批准的其他业务。
中德证券	2008年12月	山西证券	66.7%	德意志银行	33.3%	股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐
东方花旗	2011年12月	东方证券	66.67%	Citigroup Markets Limited Global Asia	33.33%	证券(不含国债、政策性银行金融债、短期融资券及中期票据)承销与保荐;中国证监会批准的其他业务。
摩根士丹利华鑫	2010年12月	华鑫证券	51%	摩根士丹利亚洲	49%	股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐;债券(包括政府债券、公司债券)的自营
申港证券	2016年3月	茂宸集团控股	15%	民众证券	15%	证券经纪;证券承销与保荐;证券自营;证券资产管理
		赛领国际投资基金	10%	民信金控	15%	
		上海长甲投资	10%			
		中诚信投资集团	10%			
		北京国泽资本管理	10%			
华菁证券	2016年4月	上海光线投资	34.24%	万诚证券	48.82%	证券经纪;证券承销与保荐;证券自营;证券资产管理
汇丰前海证券	2017年6月	前海金融控股	49%	香港上海汇丰银行	51%	证券经纪、证券投资咨询及证券承销与保荐
东亚前海证券	2017年6月	银之杰	26.1%	东亚银行	49%	证券经纪;证券承销与保荐;证券自营;证券资产管理
		晨光控股	20%			
		前海金融控股	4.9%			

资料来源:证券业协会、平安证券研究所

#### ■ 部分合资券商的境外股东选择退出

在此之前部分合资券商,包括海际大和、财富里昂等均在成立后的数年时间里外资股东出于各种原因选择了退出,这几家曾经的合资券商均是承接中方大股东的投行业务,股权比例均为外资企业 33.3% 而中资为 66.7%,主要包括:

- **海际大和:**上海证券与日本大和证券于 2004 年合资设立,为上海证券投行子公司,成立十年时间仅完成 4 单 IPO 及 1 单定增,常年处于亏损状态,2014 年大和证券退出同时上海证券受让 33.33% 股权使其成为上海证券全资子公司。
- **财富里昂证券:**前称为华欧国际证券,于 2003 年 4 月成立时股东为湘财证券(持股 66.67%)和里昂证券(持股 33.33%),2006 年 6 月湘财证券将持有的股权转让给华菱钢铁,07 年后者又将股权转让给财富证券并更名,2012 年里昂证券被中信证券全资收购。从业绩方面来看刚刚成立的财富里昂在投行业务表现出色,股债承销均在行业中位居前列,但随后呈现下坡趋势,2012 年以后获得证券经纪和证券投资咨询业务,但发展也并没有明显改善,最终在 2014 年全部股权转让给华信能源。

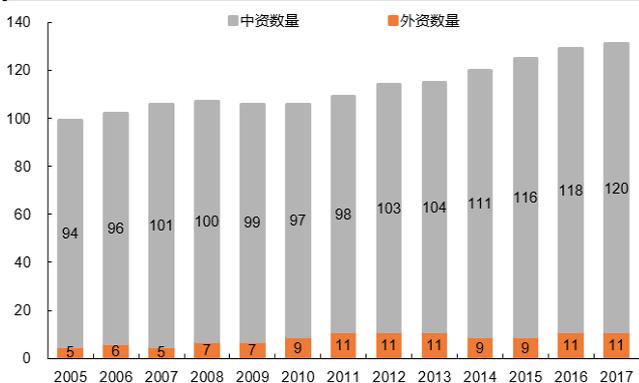
- **第一创业摩根大通：**一创摩根成立于2010年12月，第一创业与摩根大通分别持股66.7%和33.3%，公司为第一创业投行业务控股子公司，但整体业务发展呈现下坡路，最终摩根大通在16年底进行股权的转让，17年一创完成对于股权的收购，公司成为一创的全资投行子公司。
- **华英证券：**公司于2011年成立，股东为国联证券(持股66.7%)与苏格兰皇家银行(持股33.3%)，为国联证券控股投行子公司，2017年外资股东将持有股权转让给国联证券。
- **长江巴黎百富勤证券：**2002年3月长江证券与法国巴黎百富勤证券签署合营框架，并在2003年获证监会批准成立，法国巴黎银行与长江证券分别持股33.33%和66.67%，长江证券将投行业务转移至合资公司，但2007年最终因为“对未来发展方向形成不同观点”，致使法国巴黎银行将其持有的股权转让给长江证券。

■ 合资券商数量少、规模整体较小且盈利状况低于行业

2005年我国99家券商中合资券商仅5家，2008-2011年期间方正证券、山西证券、华西证券和东方证券分别与外资合资设立了投行子公司，但2013-2016年期间先后有四家券商的外资股东选择退出，而此后在CEPA框架下先后有四家港澳合资券商新成立。总体看来合资券商数量在我国证券行业占比一直比较低。

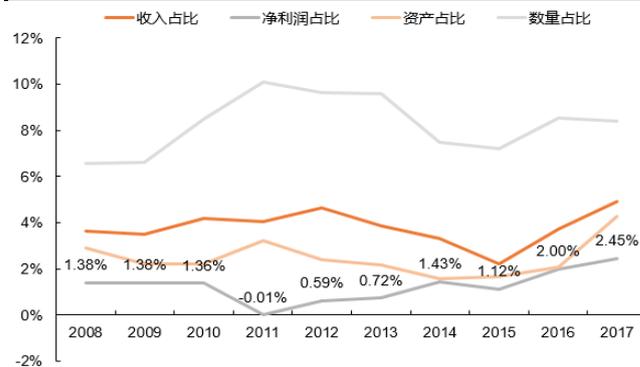
我国合资券商的整体规模偏小，且盈利状况明显差于行业。2017年合计11家合资券商营收及净利润占行业比重均创新高，也仅仅占比4.90%和2.45%，且如剔除中金10家合资券商净利润几乎为零。

图表2 我国合资券商数量情况



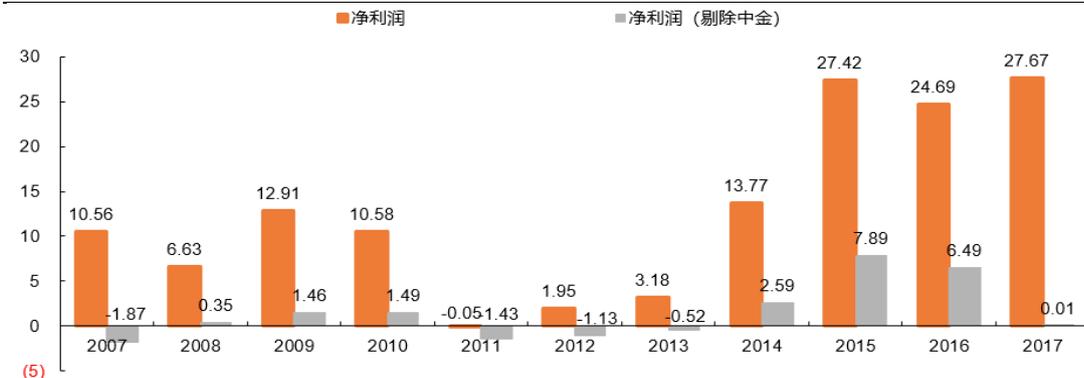
资料来源: 证券业协会、平安证券研究所

图表3 合资券商主要指标占比情况



资料来源: 证券业协会、平安证券研究所

图表4 合资券商净利润情况(亿元)

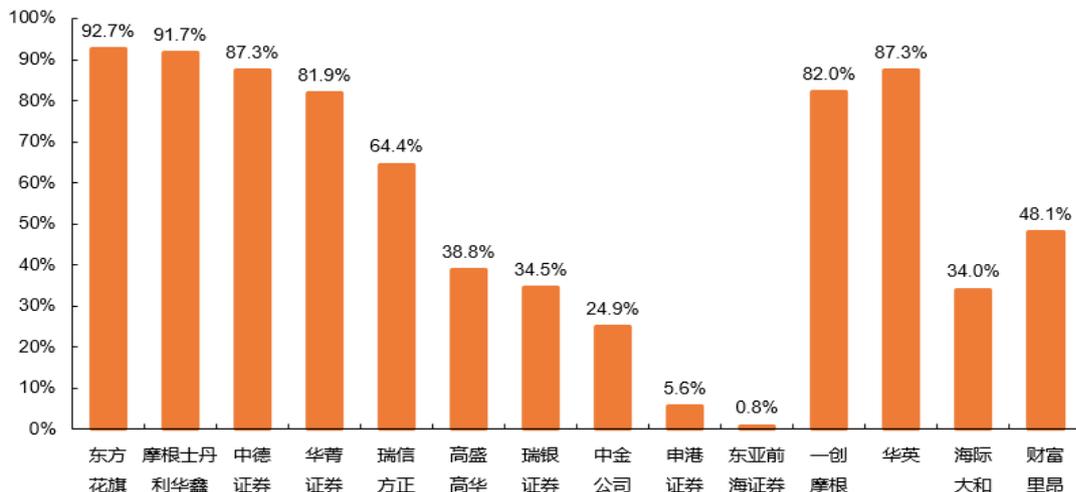


资料来源: 证券业协会、Wind、平安证券研究所

■ 业务以投行为主，大多数为中资券商的投行子公司

由于业务牌照的限制以及对于中资股东的资格要求，大多数合资券商收入来源中以投行业务收入为主，并且考虑到同业竞争问题，往往作为中资股东的投行子公司，将整个投行业务剥离至合资子公司，当前非 CEPA 框架下成立的合资券商中只有中金、瑞银以及高盛高华业务牌照相对齐全。

图表5 合资券商投行业务收入占比



资料来源：Wind、平安证券研究所

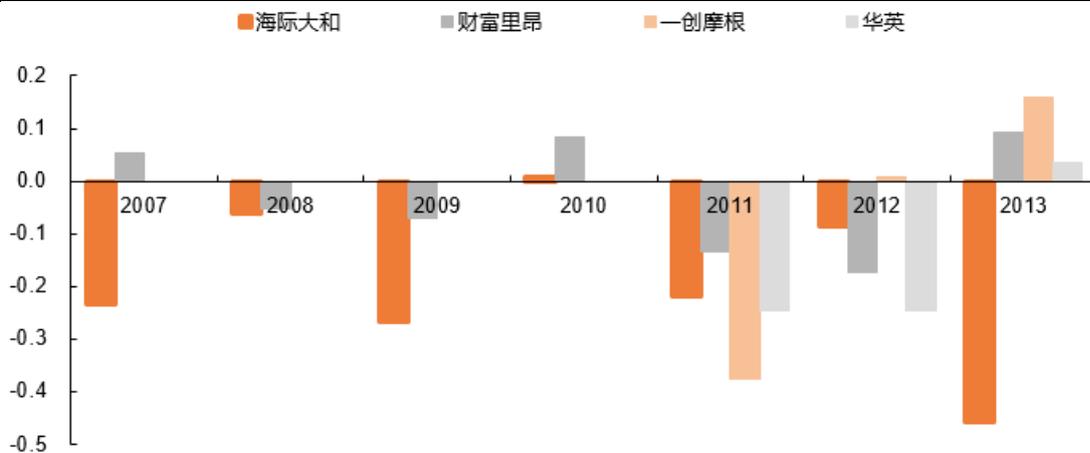
注：其中一创摩根、华英、海际大和以及财富里昂为外资股东退出前一年数据，其余为 2017 年数据

2.2 多种原因致使合资券商发展不理想

■ 整体盈利状况较差，拖累母公司业绩

外资券商盈利状况并不理想，部分券商在经营期间持续亏损或者维持微薄的利润，虽然部分外资股东对于少量的亏损并不在意，更多希望有机会参与中国市场，而中资股东往往并不愿意接受长期的亏损，同时还会成为拖累公司 ROE 的原因。

图表6 四家外资股东退出的合资券商整体盈利状况并不理想（亿元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

注：其中一创摩根、华英分别为 2010 及 2011 年成立

■ 牌照原因致使业务范围受限，远离行业对外开放的初衷

依据金融放开的相关政策规定，合资券商业务范围十分有限，绝大多数只包括股票债券的承销保荐、外资股的经纪以及债券自营，对经纪业务、资管业务等牌照需求强烈但是并没有获取途径，以投行业务为主的合资券商存在诸多弊端：首先投行业务往往周期较长且个单对业绩影响较为明显，致使合资券商业绩波动较大且收入来源过于单一，并难以像内资券商一样各业务条线之间产生协同效应；其次投行业务更多在于资源的获取，而外资机构在运营管理、风险控制等方面的优势并未充分体现，也并未给国内券商带来学习长处的机会。

■ 外资持股限制对公司运营管理产生负面影响，对于控制权的归属问题存在争议

持股比例对公司运营管理产生的负面影响是合资类金融机构普遍存在的问题，围绕公司经营管理权与控制权中外股东往往难以形成合力，同时对于公司战略定位、发展方向、经营策略等方面难免产生分歧与矛盾，无法充分体现双方股东资源的优势；此外由于之前外资股东持股比例 49% 的限制以及对上市公司单一及所有境外股东持股 20% 和 25% 的限制也会使得公司规模扩张受到影响，限制了融资能力。

### 三、 亚洲国家证券市场开放研究

#### 3.1 日本：外资券商昙花一现，本土券商依然是主体

■ 日本 70 年代初至 90 年代证券业对外开放进程

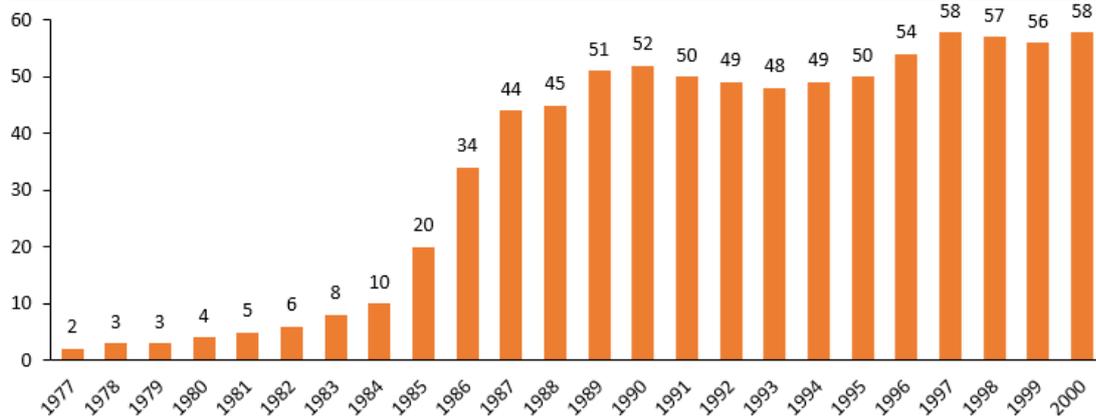
1971 年，日本颁布《外国证券公司法》，外国证券公司可以在日本从事证券业务，是日本证券业对外开放的准入标志。随后三十年间，日本政府、日本证监会（Japan Securities Dealers Association, JSDA）等机构不断推进对外资证券公司的开放进程，旨在引入国外先进证券公司体系和吸引外国投资资金。1971 年到 90 年代结束，外资公司在日本实现了从无到有的转变，1989 年在日本设立分公司的外资证券公司高达 51 家，此后十年内基本维持了这一高水平，成为日本金融业重要一环。

图表7 70 年代到 90 年代日本对外资证券公司开放进程

时间	日本对外资证券公司开放进程
1971 年	允许外国证券公司在日本从事证券业务
1986 年	允许外国金融机构在日本证券市场参加政府长期国债的承销，参加政府中期国债的投标，经营公募债券的柜台交易
1988 年	允许外资证券公司成为东京证券交易所柜员
1991 年	允许未持有在日本设立分支机构执照的外国证券公司接受日本个人投资者的委托从事证券交易业务
1991 年-1993 年	放松外国证券机构在日本设立分支机构的限制，外国证券机构可以持有分公司或子公司 50% 以上股权
1998 年	大幅放宽证券服务业投资限制，业务范围基本上自由

资料来源：《日本资本市场开放、动因、过程与经验教训》，平安证券研究所

图表8 80年代开始在日本设有分支机构的外资证券公司数量快速增长



资料来源：《日本资本市场开放、动因、过程与经验教训》、大藏省《国际金融局年报》、金融财政事情研究会《金融财政事情夏季特刊》各期、平安证券研究所

■ 日本证券业竞争格局：以内资券商为主导、行业集中度虽有所下降但持续保持相对较高水平

在日本证券行业对外开放之前，日本证券业由野村证券、大和证券、日兴证券和山一证券四家内资券商主导，产业集中度高，前四大券商市场份额长期达 80%以上。1983 年，四大券商拥有整个证券业 72.2%的资本，利润占有率达 89.8%，前十大证券公司利润占有率达 93.9%，呈现垄断格局，证券市场缺乏竞争，抑制行业经济活力。到 2017 年日本证券业主要券商（即野村证券、日兴证券、大和证券等其他资本达一千亿日元的证券公司）利润占有率为 57.8%，本土中小型券商利润占有率为 41.3%，行业集中度有所下降但依然处于较高水平。

图表9 1983 年日本证券业基本情况（十亿日元）

	资产	资本	净利润
前四大	2645.98	960.97	72.77
前十大	3709.79	1083.56	76.08
行业总计	6471.68	1331.56	81.06
前四大占比	40.89%	72.17%	89.77%
前十大占比	57.32%	81.38%	93.86%

资料来源：《资本市场开放下证券公司竞争力的国际比较与中国的选择》、《大藏省证券局年报》昭和 58 年版、平安证券研究所

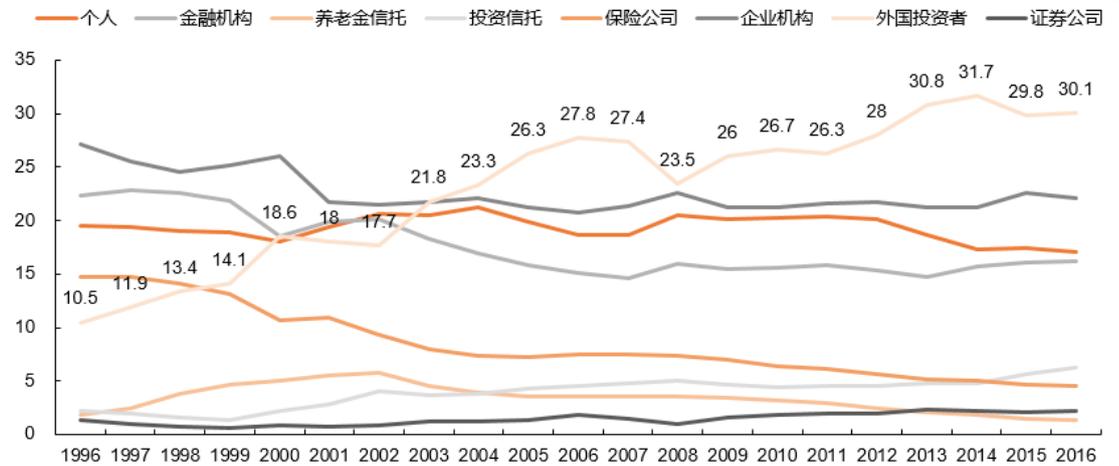
■ 日本资本市场上外资机构是最主要投资者

日本资本市场对外开放从 50 年代开始，当时日本政府规定外国投资所持股份在日本非限制性行业和限制性行业（如铁路、航运、通讯、金融等 19 个行业）所占最高比例分别为 15%和 10%，旨在避免大量外资汇入日本证券市场垄断日本经济命脉。外国投资者购买股票在持有两年后可清偿，股票清偿收益在五年内必须汇出日本。

60 年代，日本加速证券市场国际化步伐。1962 年，政府持有期两年后清偿缩短为 6 个月；到 1963 年，6 个月期限也被取消，外国资本进入日本市场速度加快。1967 年，政府把外国投资所持股份最高限额分别提升至 20%和 15%，1970 年又将非限制性行业的最高限额提升至 25%。1973 年第一次石油危机爆发后，日本国际收支赤字增大，随后外国股份占行业比例的限制被取消，股票收益可直接进入外汇市场进行交易，但对于单个企业的外资持股依然有限制，如持股 10%以上需要预先得到大藏省的许可且经由指定证券公司购入，直到 1984 年限制才被完全取消。

在资本市场完全开放的背景下，日本股票市场上境外投资者持股数量占比不断提升，如今已经成为了股票市场上最重要的投资者，持股比例已经超过了全市场的 30%，而个人投资者一直以来占比均不高，长期保持在 20%左右的水平。

图表10 境外投资者是日本股票市场上的最重要投资者



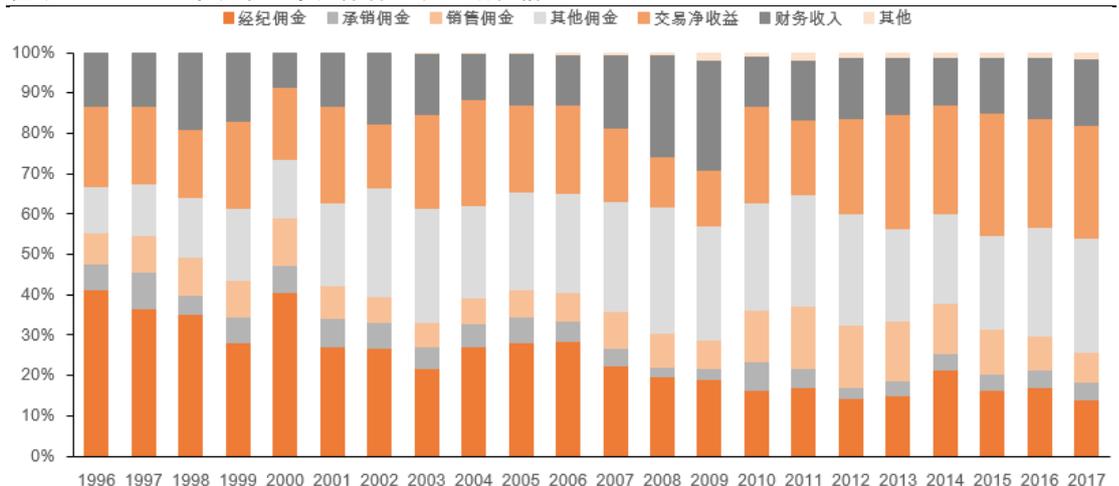
资料来源: Japan Securities Dealers Association、平安证券研究所

■ 21 世纪初期外资券商一度具有极强的市场竞争力，但近年来已不具备明显优势

➢ 日本证券行业业务结构情况：以佣金费及自营业务为主导

从日本证券业的结构来看，以佣金费（commissions）及自营业务（Trading Gain）为主，2001 年两者分别占比 55.8%和 38.8%，合计接近行业收入的 95%，到 2016 年均略有下降，占比分别为 53.9%和 28.1%，合计占比下降至 82.1%。佣金收入中主要包含四类：以二级市场股票交易为主的经纪佣金、投行业务承销佣金、金融产品销售佣金以及包括并购重组、资产管理和海外中介业务等的其他佣金。从近二十年的趋势来看，经纪、承销、销售佣金收入均处于相对低位，其他佣金收入及自营业务收入占比不断提升，以信用类业务为主的财务收入整体维持在 15%左右的比重。

图表11 1996 年以来日本证券行业收入结构情况



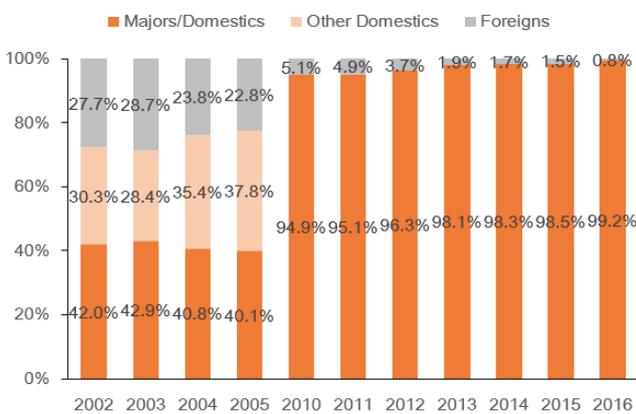
资料来源: Japan Securities Dealers Association、平安证券研究所

➢ 整体来看外资券商在 21 世纪初保持较强的市场竞争力，但伴随数量的下降市场占比及盈利均持续下降

外资券商在进入日本市场后的一段时期内发展不断向好，到 21 世纪初发展进入顶峰：净营收占比一度接近 30%，利润占比在行业高度集中的背景下依然维持在 10%以上。但随着佣金自由化、日本国内经济不景气以及美国互联网泡沫和 911 等国际事件影响，行业经纪业务收入持续下降且部分企业推迟了其上市计划，2002 年公开发行股票公司数同比减少 18.7%，IPO 集资总额 3689 亿日元，同比大幅下降 60.8%，此背景下外资券商开始陆续撤出日本市场或加速了合并重组，随着整合后竞争力的加强 2006 年外资券商净利润占比甚至超过 30%。

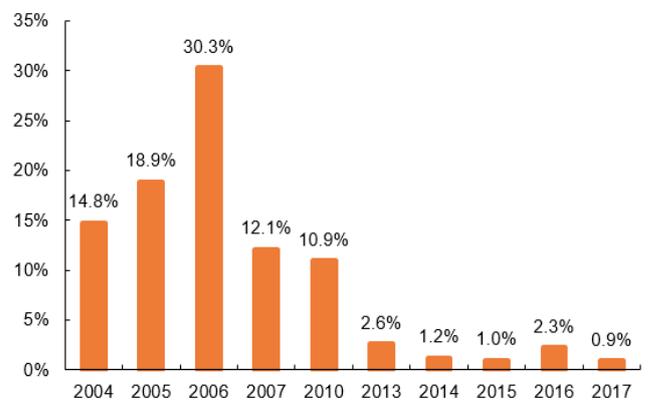
此后 2008 年的金融危机以及 2011 年东日本大地震同时引发的福岛核电站泄漏，严重影响了日本资本市场以及国内经济发展。由于行业的不景气以及对日本未来经济的不看好，外资券商持续选择了退出日本市场，同时市场上外资券商的净营收及净利润占比不断下降，2013 年开始，外资证券公司利润占比在 1%-2%徘徊，到 2017 年净营收及利润占比仅分别为 0.8%和 0.9%。

图表12 外资券商净营业收入占比持续下降



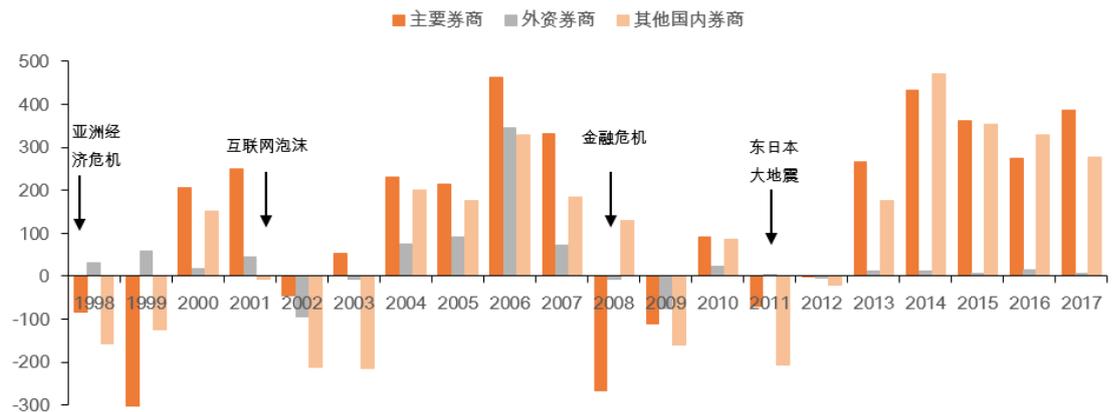
资料来源: Japan Securities Dealers Association、平安证券研究所  
注: 2010 年及以后数据将国内主要券商和国内其他券商合并统计

图表13 外资证券公司利润行业占比 (%)



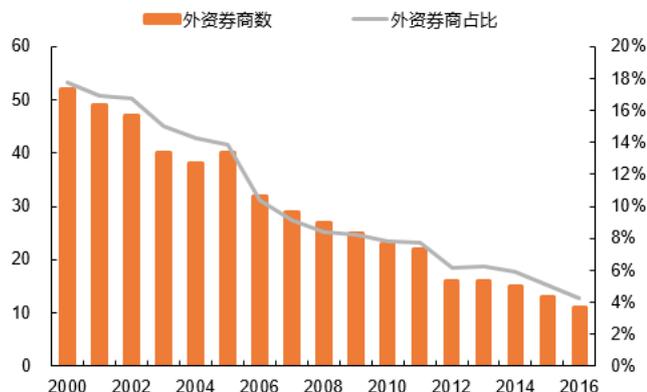
资料来源: Japan Securities Dealers Association、平安证券研究所  
注: 部分缺失年份可能存在负值情况

图表14 1998 年以来日本券商利润对比 (单位: 十亿日元)



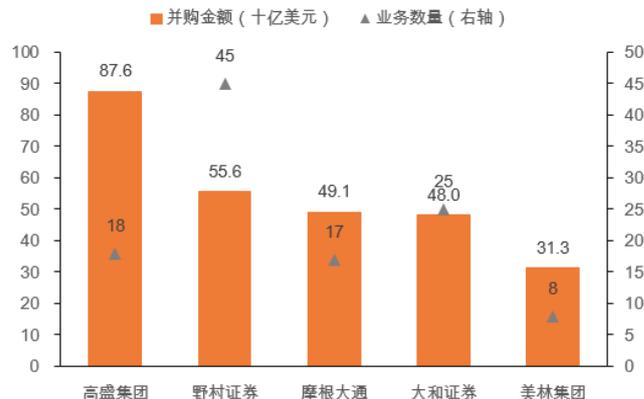
资料来源: Japan Securities Dealers Association、JSDA FACT BOOK 2002-2017、平安证券研究所

图表15 日本外资券商数量不断减少



资料来源: Japan Securities Dealers Association、平安证券研究所

图表16 2001年日本并购业务前五大参与者情况



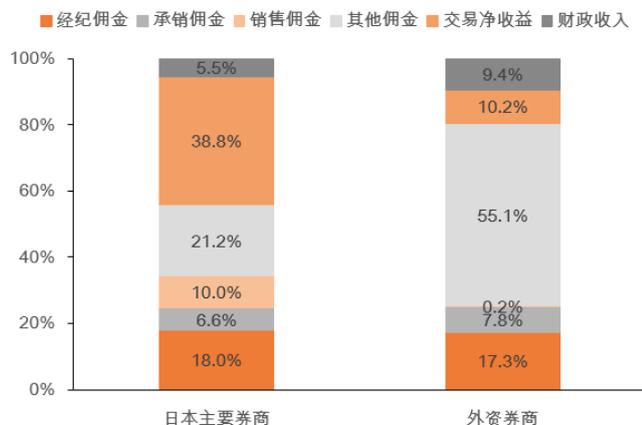
资料来源: Thomson Financial、平安证券研究所

➢ 外资券商在机构业务及信用类业务等方面具有相对优势，但当前来看也仅是强弩之末

21世纪初外资券商在机构类业务、信用业务等方面具有一定的优势，同时即使在经纪业务也具有一定的竞争力。机构业务方面，2001年日本并购重组规模上前五大券商中仅野村及大和两家本土券商上榜，国际投行高盛、摩根大通及美林在总规模及单笔交易规模方面都具有明显优势，其成熟的全球并购经验使日本本土券商在并购和结构融资的大项目中缺乏足够竞争力，加上在海外中介业务、资产管理等业务方面的竞争力，外资券商其他佣金收入占比过半。同时在经纪业务方面外资券商收入占比与内资券商基本相当，也具有一定的市场竞争力。

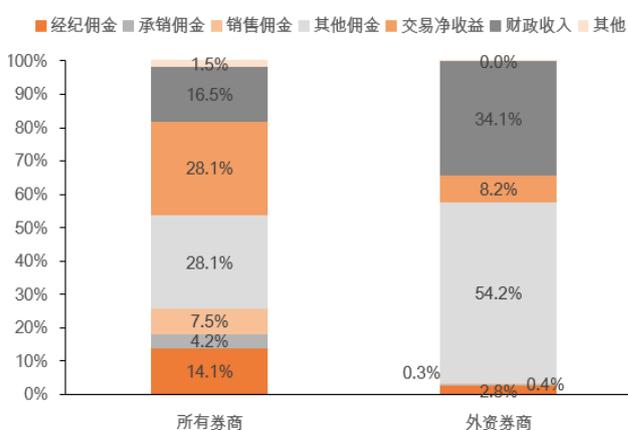
但发展至当前我们看外资券商的优势已经不再。经纪业务方面随着佣金率的放开，中小规模券商以及互联网券商的进入，外资券商在低佣金的比拼上没有优势，因此经纪佣金收入占比下降至 2.8%，同时本土券商在机构业务等方面也积累了一定的经验，野村等也成长为国际化的投行；投行承销业务方面对外资券商已经基本不再贡献收入，IPO 市场被几家本土券商高度垄断。虽然外资券商在其他佣金和信用类业务为主的财务收入占比仍然较高，在并购重组业务方面依然具有优势，但是考虑到极底的营收占比基数，日本证券行业依然是以本土券商为主流。

图表17 2001年日本主要本土券商和外资券商业务收入占比



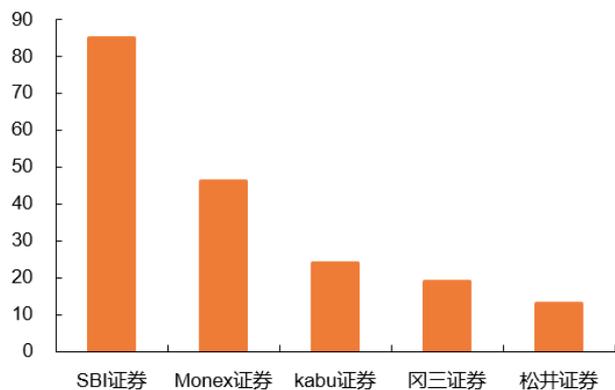
资料来源:《资本市场开放下证券公司竞争力的国际比较与中国的选择》、《大藏省证券局年报》昭和 58 年版、平安证券研究所

图表18 2016年日本外资券商收入结构情况



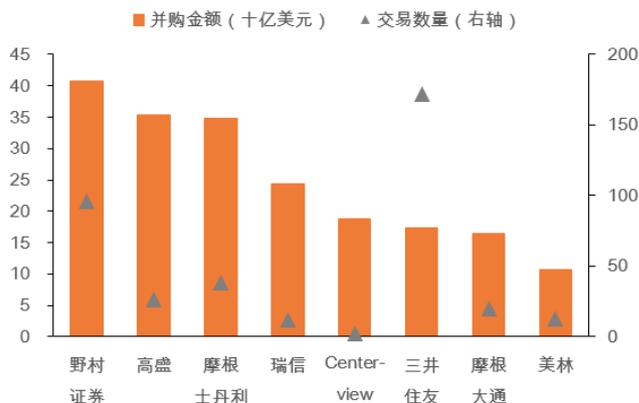
资料来源: Japan Securities Dealers Association、平安证券研究所

图表19 2017年日本IPO发行高度集中且均为本土券商



资料来源: tokyoipo、平安证券研究所

图表20 2017年外资券商在日本并购市场具备优势



资料来源: Bloomberg GLOBAL M&A MARKET REVIEW 2017、平安证券研究所

### 3.2 韩国：外资券商以中小为主，但盈利能力突出

#### ■ 韩国自 20 世纪 80 年代开始逐渐开始金融市场对外开放

20 世纪 80 年代，由于受到来自国内外金融改革的压力，韩国政府于 1981 年 1 月发布《资本市场国际化计划》，逐步推动韩国资本市场对外开放，并在 1992 年正式推出 QFII 制度，使得境外资金连续十年净流入，并在 1998 年基本取消了对外资机构的投资限制。韩国资本市场国际化的进程中，在证券业开放方面有四个重要时点，资本市场对外开放方面则分为四大阶段：

#### ■ 韩国证券业对外开放进程

- **允许设立事务所 (1981)：**在 1981 年的《资本市场国际化计划》发布后，韩国政府有限度地允许外资设立事务所，但禁止事务所从事经营活动，仅允许进行资料采集与联系等工作。
- **允许股份出资 (1983)：**1983 年 7 月《资本市场功能扩充方案》出台，韩国政府同意部分日本以及香港券商小规模入股大信证券、三星证券等国内证券公司。
- **允许设立分公司与合资券商 (1990)：**在加入 WTO 的全球化浪潮背景下，韩国于 90 年代加速其金融自由化以及市场开放，1990 年 12 月颁布《证券产业开放及短期金融公司转换推进方案》，允许在韩国设立办事处 2 年；在其母公司所在地从事证券行业 10 年以上；近 3 年未受到母公司监管处分的外国证券公司在韩国设立分公司。此外，开放资本额超过 3000 亿韩元的外国证券公司或金融机构与非 30 家主要财团之韩国企业合资，其中合资资本金不得少于 500 亿韩元。合资公司设立后得从事自营、经纪、承销等证券相关业务。
- **允许设立独资公司 (1997)：**金融危机过后，韩国证券市场走向完全的开放以及国际化。《证券交易法》的修订废除了外国人持股国内证券公司 50% 的投资比例上限，并允许外资在韩设立独资公司。

#### ■ 韩国资本市场对外开放进程

- **第一阶段(1981—1984) 间接参与阶段：**有限度地允许外国投资人通过韩国证券场所管理的开放型国际信托基金，及有外国公司管理的封闭式基金对韩国证券市场进行间接投资。
- **第二阶段(1985—1987)为有限度地直接参与阶段：**允许外国人通过购买国内企业发行的可转换公司债(CB)与信用债 (DR)等方式直接投资韩国市场。

- **第三阶段(1988—1990)为部分开放投资阶段：**放宽外国投资者得在互惠基础上进行证券投资，并逐年降低外资持股比例限制。
- **第四阶段(1990 年以后)为完全开放投资阶段：**韩国为了加入 OECD 组织，继续加速其金融自由化及市场开放，于 1992 年引进 QFII 制度，历经 8 年循序渐进放宽外资机构对韩国上市企业投资限制，2000 年起全面废除外资持股上限限制，并允许外国证券在韩国证券市场上市。

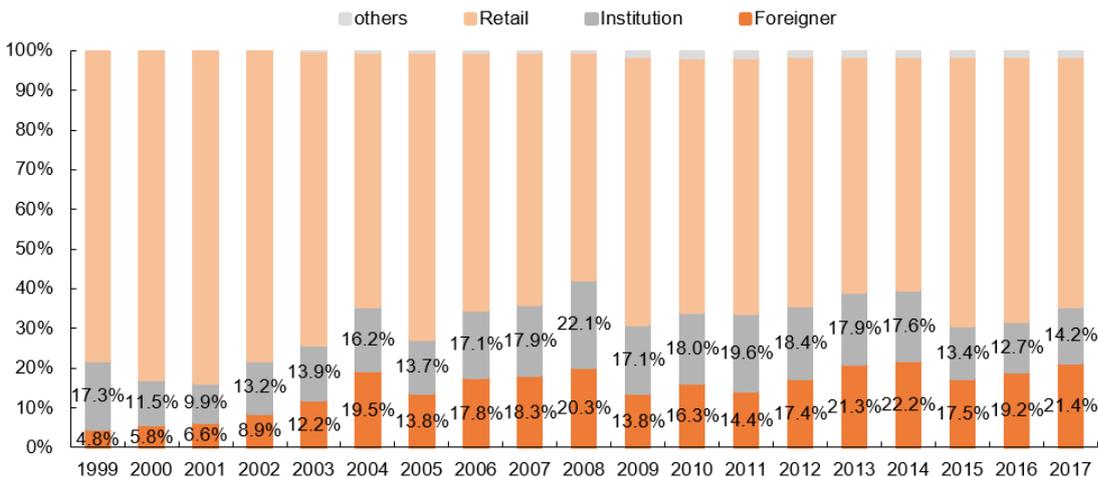
图表21 外资机构对韩国上市公司投资比例开放变化 (%)

	1992.01	1994.12	1995.07	1996.04	1996.10	1997.05	1997.11	1997.12	1998.05
一般上市公司	10	12	15	18	20	23	26	55	100
国有上市公司	8	8	10	12	15	18	21	25	30

资料来源：《从韩国资本市场对外开放看我国的对外开放进程》、平安证券研究所

在持股比例不断放开的背景下，境外投资者在韩国股票市场上的交易量持续提升，在 1999 年境外投资者交易规模占比不到 5%，而后持续处于提升态势，2017 年境外投资者交易占比已经超过 20%，成为个人投资者以外的第二大投资者，且高于所有境内机构的交易量。

图表22 韩国股票市场上外国投资者交易量占比持续提升



资料来源：KOREA EXCHANGE、平安证券研究所

注：以买入金额计算

■ **韩国证券行业业务结构情况：自营业务及手续费收入为主，衍生品市场高度发达**

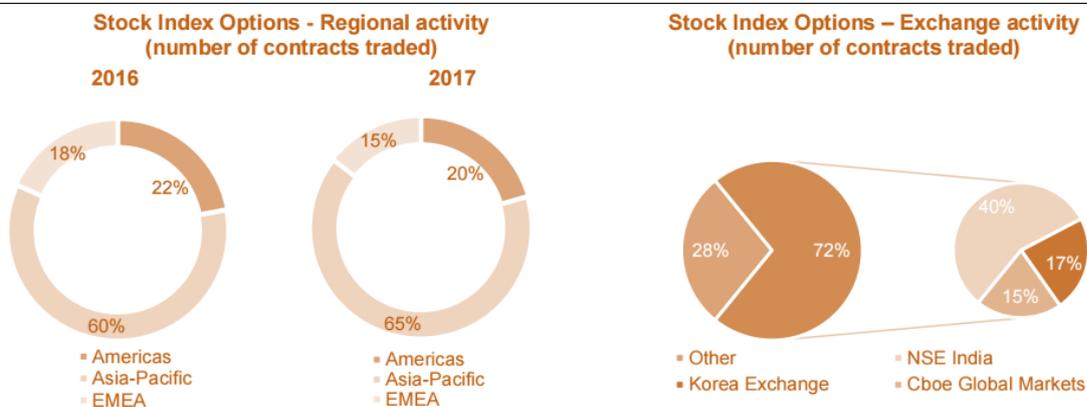
2007 年 7 月韩国国会通过了《金融投资服务和资本市场法案》( Financial Investment Services and Capital Markets Act )，将证券公司业务重新划分为六个类别：经纪 ( brokerage )、交易 ( dealing, 包括自营及承销 )、集合资管 ( collective investment schemes )、非定向资产管理 ( discretionary investment services, )、投资咨询服务 ( investment advisory services )、信托服务 ( trust services, 对信托结算方的资管业务 )，每一项业务之间互相独立，需要取得相应的资格，并于 2009 年生效。

从券商收入的角度来看，主要可以分为自营衍生品交易、佣金收入、证券业务收入以及利息收入、外汇交易收入等。

- **衍生品交易 ( Derivatives Transaction )：**受益于监管政策鼓励、较低的门槛、对风险对冲的需求等诸多原因，韩国衍生品市场高度发达，在 2000 年以后很长时间里韩国交易所股指期货权

的交易量位居全球首位，交易数量一度超过全球的 60%，由于投资者仍然以个人为主且后期风险逐渐暴露，韩国也加强了对个人投资者的管理，17 年股指期货交易笔数依然占到全球市场的 28%。2017 年韩国证券行业衍生品交易收入占比 52.4%，其中交易所交易收入与占比 40.4%，场外交易收入占比 12.0%。

图表23 韩国衍生品交易市场依然十分发达

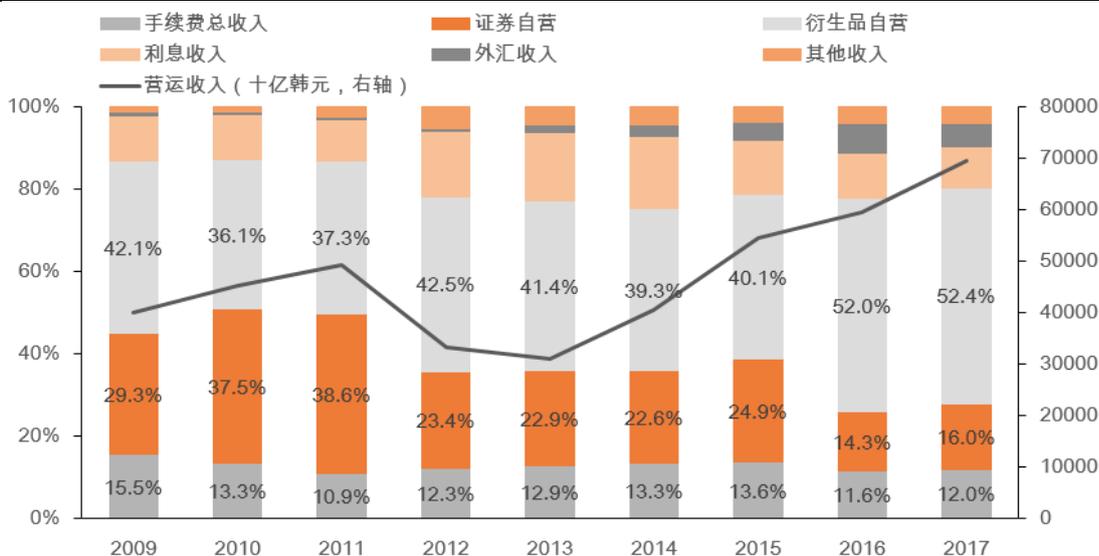


资料来源：2017 IOMA Derivatives Market Survey、World Federation of Exchanges、平安证券研究所

- **佣金收入 ( Commission income )**: 17 年行业佣金收入占比 12.0%，主要包括经纪业务佣金收入 ( 5.7%)、信托手续费 ( 1.5%)、投行承销 ( 1.1%)、资产管理 ( 0.9%，包括集合与非定向)、企业并购 ( 0.9%) 等；
- **证券业务收入 ( Valuation(sales) of securities )**: 17 年收入占比为 16.0%，以自营证券交易为主；

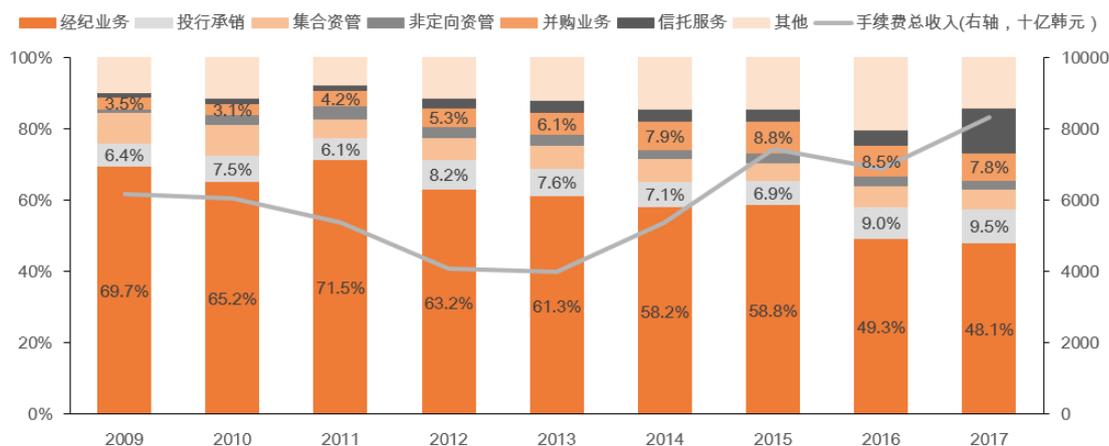
除了以上部分以外，收入结构中还包括利息收入 ( 10.0%)、外汇交易收入 ( 5.6%) 等。

图表24 韩国证券行业营运收入及结构情况



资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

图表25 韩国证券行业手续费及佣金收入情况



资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

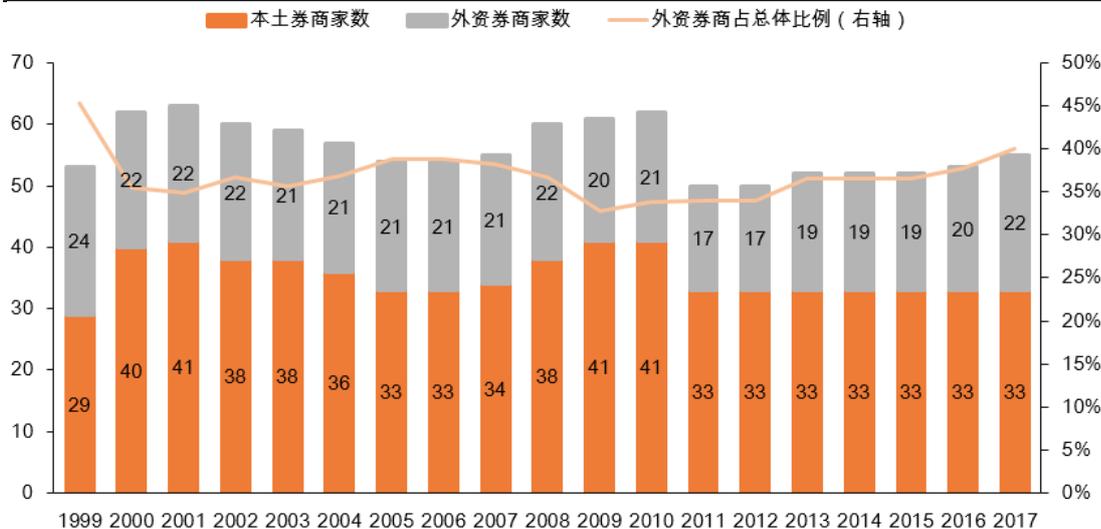
■ 韩国外资券商在资产规模及营收方面并不具备优势，但盈利能力不容小觑

➢ 韩国外资券商数量多但雇员人数少

外资在韩国证券市场蓬勃发展，外资券商数量多，占比整体保持稳定。截至 2017 年底，韩国总计有 55 家券商，其中外资券商有 22 家，占比高达 40%，其中包括野村、大和、麦格里、元大等 11 家外资券商在韩国设立法人，另外包括瑞银、美林、摩根大通等 11 家在韩国设立分行，招商证券在 2017 年 6 月取得韩国金融投资业牌照，成为首家进入韩国市场的中国大陆证券公司，随后日本瑞穗证券也在同年 9 月进入韩国证券市场。在韩国金融监督局 ( financial supervisory service, FSS ) 官网数据库中的“Foreign Securities Companies”仅包含了在韩国设立分行的外资券商，而我们后文中将会对包含在韩国设立法人的所有外资券商进行研究。

韩国外资券商家数虽多，但雇用员工人数少。截至 2017 年底，韩国外资券商总雇用员工人数为 2977 人，仅占韩国券商总雇用人数的 8.3%。其中雇用人数排名前五的外资券商分别为：元大证券 1694 人、野村证券 109 人、花旗集团 106 人、摩根大通 103 人、瑞士信贷第一波士顿 95 人、摩根士丹利 93 人。

图表26 外资券商已经达到韩国总券商数量的 40%



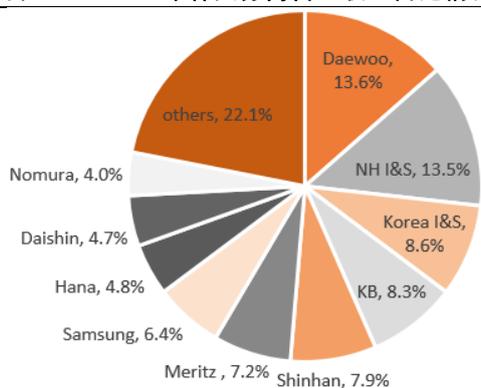
资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

➤ 外资券商资产规模及营收占比较小

截至 2017 年底，韩国券商总资产共计 390 兆韩元（合约 3630 亿美元），其中外资券商总资产占比仅为 6.9%。外资券商总资产规模排名六分别为元大证券（11.2 兆韩元）、野村证券（2.9 兆韩元）、摩根大通（2.4 兆韩元）、瑞士信贷第一波士顿（1.8 兆韩元）、高盛（1.1 兆韩元）及美林证券（1.0 兆韩元）。

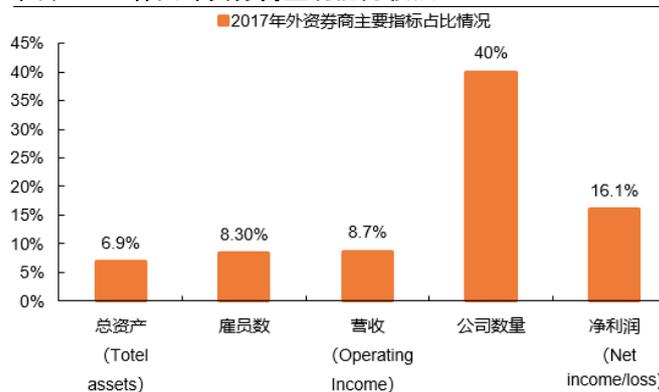
从营业收入来看，韩国券商行业集中度低，竞争性大，以本土券商为主。2017 年营业收入前三名皆为本土券商，分别为大宇证券（9.46 兆韩元）、NH I&S（9.36 兆韩元）、Korea I&S（5.98 兆韩元），营业收入占比合计为 35.7%。野村证券是唯一进入前十名的外资券商，其营业收入为 2.80 兆韩元，占比 4.0%。

图表27 2017年韩国券商营业收入占比情况



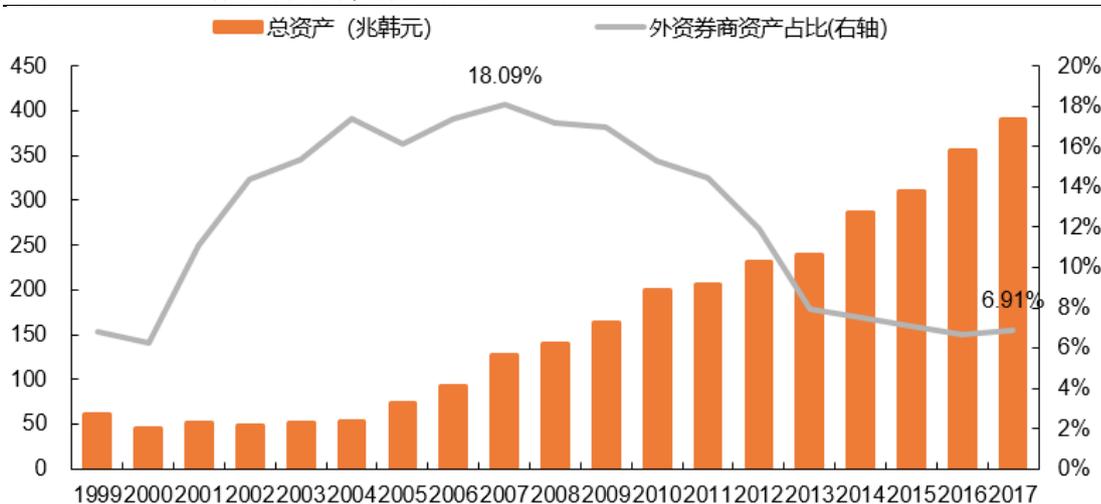
资料来源: 韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

图表28 韩国外资券商盈利能力较强



资料来源: 韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

图表29 2017年韩国外资券商总资产占比6.9%



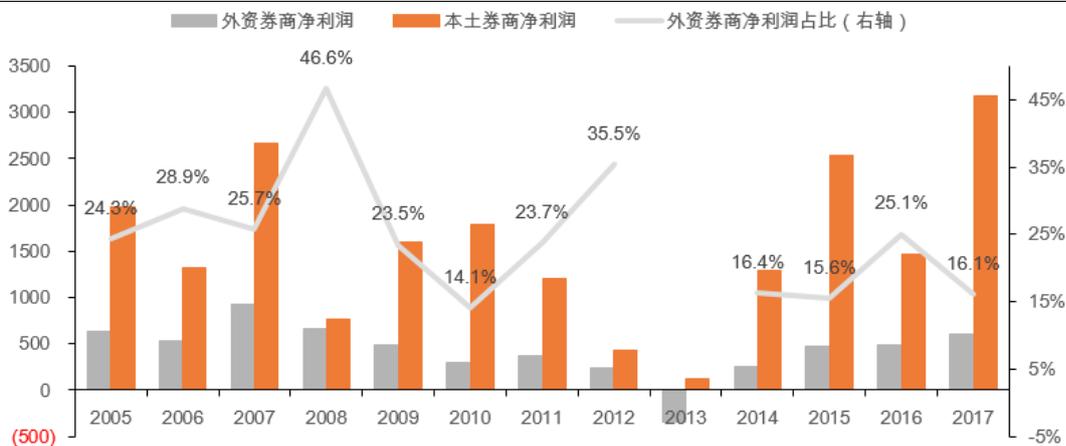
资料来源: 韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

➤ 韩国外资券商以中小为主，盈利能力整体较强

2017 年，韩国外资券商以行业总资产的 6.9%、总雇用人数的 8.3%，创造了行业 16.1% 的净利润。17 年韩国 55 家券商按营业收入（Operating Income）排序，22 家外资券商中除了野村证券和元大证券以外其余 20 家均位居后 30 位，而从净利润的角度（Net Income/loss）来看排序在后 30 位的券商中仅有 12 家为外资券商，本土券商占比过半；同时从历史趋势来看外资券商净利润占比基本维持在行业的 20% 左右的水平，其中部分年份甚至超过 35% 乃至接近半数的行业利润。

近年来韩国多家小型本土券商由于竞争激烈与传统业务收入下滑，进行重组或并购，外资券商顺势扩大规模，例如元大证券在 2014 年收购韩国第六大上市券商东洋证券，成为韩国最大外资券商。此外，外资券商盈利状况稳定，由于证券自营业务占比很低，因此在 2008 年时净利润占比接近 50%，而 2013 年受到元大亏损的影响，净利润为负值。

图表30 韩国外资券商盈利能力较强（十亿韩元）

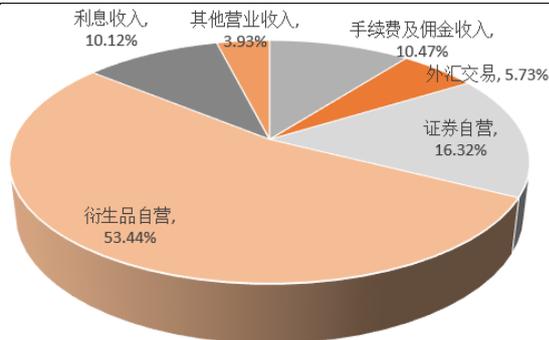


资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

■ 韩国外资券商在外汇交易、跨境并购与金融衍生品等领域具有一定竞争力。

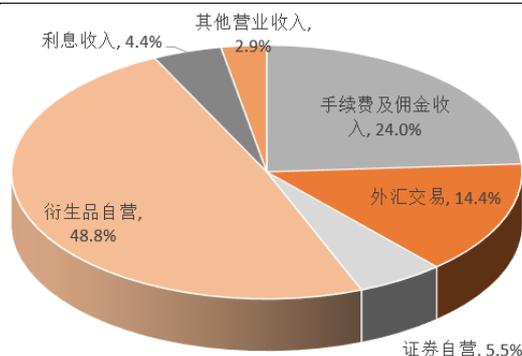
金融衍生品为韩国金融市场相当活跃的交易品种，良好的制度与丰富的投资品种使得外资券商纷纷在韩拓展金融衍生品业务。从收入性质来看，2017 年外资券商收入中 48.8%来自于金融衍生品自营，其次为佣金及手续费收入（24.0%）与外汇交易收入（14.4%）。

图表31 2017 年韩国国内券商收入结构（按收入性质）



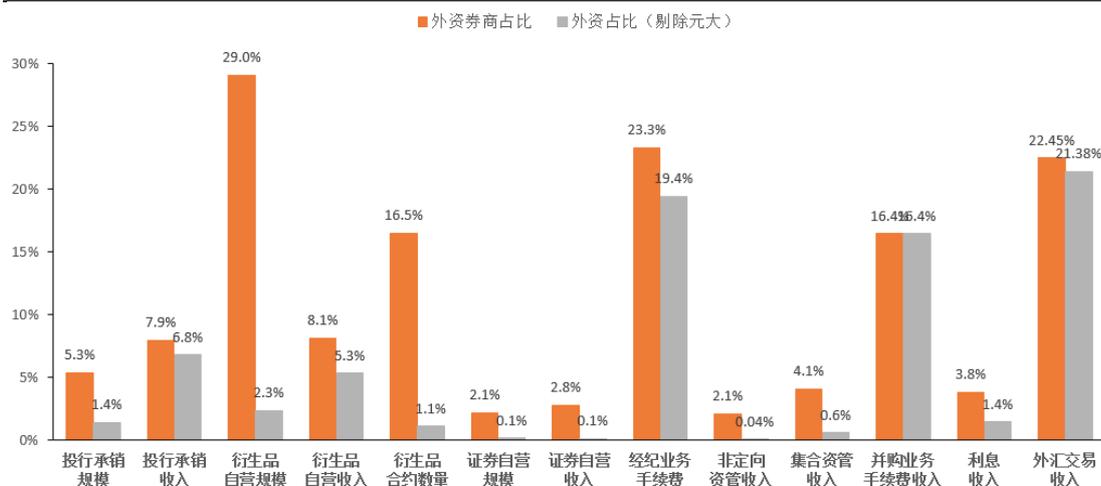
资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

图表32 2017 年韩国外资券商收入结构（按收入性质）



资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

图表33 韩国外资券商主要指标占比情况



资料来源：韩国金融监督局 FSS、平安证券研究所

从具体的业务指标情况来看，韩国外资券商主要在经纪业务、并购业务、外汇交易业务等方面具有优势，元大证券在收购了韩国本土的东洋证券以后主要业务指标有明显提升，成为外资券商龙头。由于外资券商在分支机构设立方面并没有优势，因此经纪业务更多是集中在财富管理方面；韩国相对发达的外汇交易市场同样给外资券商业务带来机会；跨境并购领域一直也是海外大型投行的强项；而韩国衍生品市场领域同样也有境外投资者积极参与。而在资管、证券自营等业务上外资券商基本很少参与。

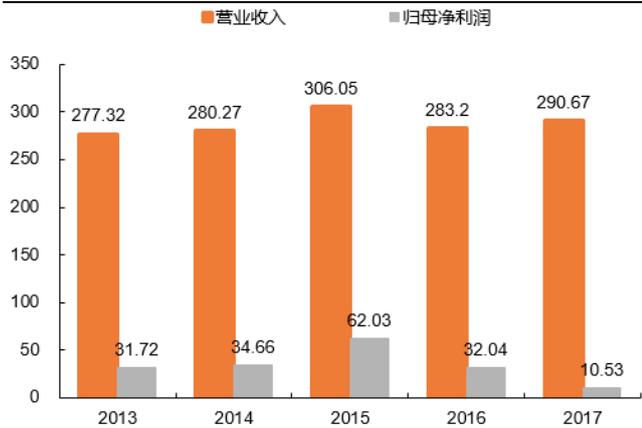
## 四、海外证券公司研究

在证监会 4 月 28 日颁布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资持股比例最高可达 51% 之后仅仅不到十天时间里，先后两家外资申请控股券商。5 月 3 日“瑞银证券股权变更”的申请获得受理；5 月 8 日，野村证券向中国证监会提交了设立外商投资证券公司的申请材料，野村控股株式会社拟持股 51%；10 日证监会发言人也表示 JP 摩根成为第三家提交设立投资证券公司的申请材料。

### 4.1 瑞银集团：全球布局的财富管理企业

瑞银集团自 19 世纪中期成立以来逐渐发展成为一家全球性金融服务公司，拥有包括世界上最大的财富管理公司、瑞士第一银行、一家专业的投资银行以及全球最大资产管理公司之一，前身由 1862 年成立的瑞士联合银行和 1872 年成立的瑞士银行合并而成。2011 公司开始进行转型，专注财富管理、个人和企业的银行业务的核心，业务遍及全球主要的金融中心，在超过 50 个国家均设有办事处。

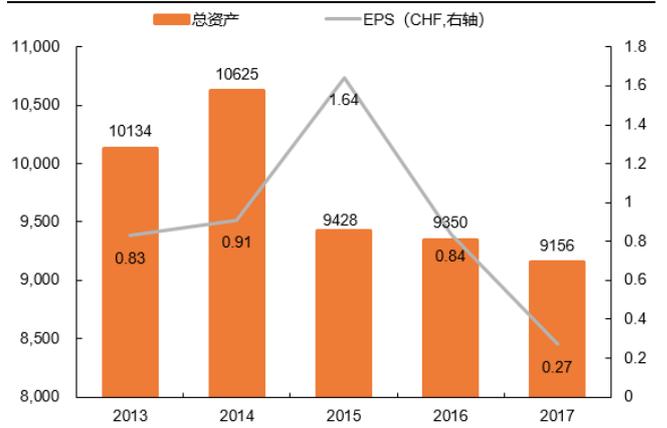
图表34 UBS Group AG 营收和净利润情况 (亿瑞士法郎)



资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

注: 2017 年净利润大幅下降主要受到税率调整影响

图表35 UBS Group AG 总资产及 EPS 情况 (亿瑞士法郎)

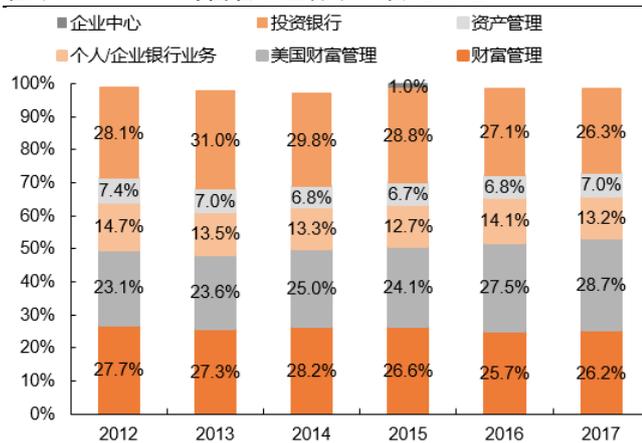


资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

■ 以轻资产财富管理业务为核心, 进行全球业务布局

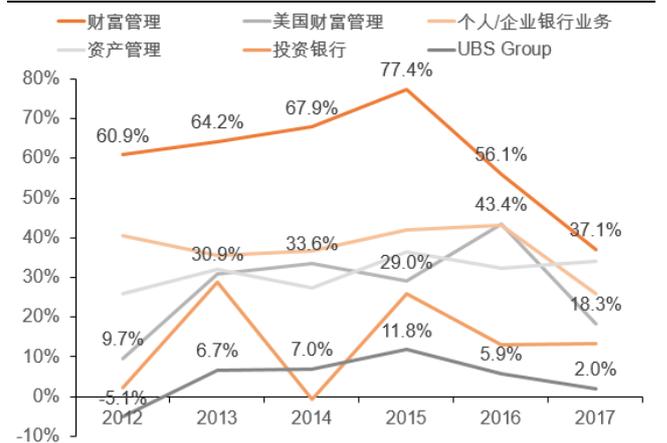
- 全球最大的财富管理公司, 轻资产的财富管理业务贡献超过 55% 的营收且保持较高的 ROE: 瑞银集团以全球的财富管理以及在瑞士的银行为核心, 并通过资产管理和投资银行等业务进行加强, 17 年公司 290.67 亿瑞士法郎 (约合 291 亿美元) 营收中, 55% 来自于财富管理业务, 是全球最大的财富管理公司, 在美国、亚太以及新兴市场均拥有强大的市场地位, 主要由财富管理部与美国财富管理两个部门进行运作, 分别管理的客户资产为 1.34 万亿瑞士法郎和 1.30 万亿美元。公司全球及美国的财富管理业务均保持了较高的 ROE, 有助于整体 ROE 的提升以及降低资本充足率的压力。

图表36 UBS 财富管理业务收入占比超过 55%



资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

图表37 财富管理业务保持较高的 ROE

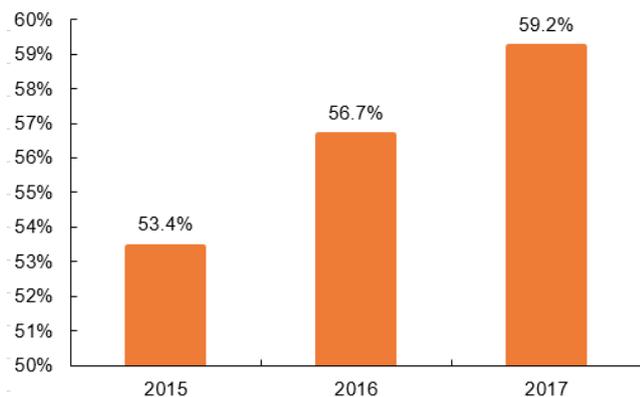


资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

注: 各业务板块为税前 Return on (attributed) equity

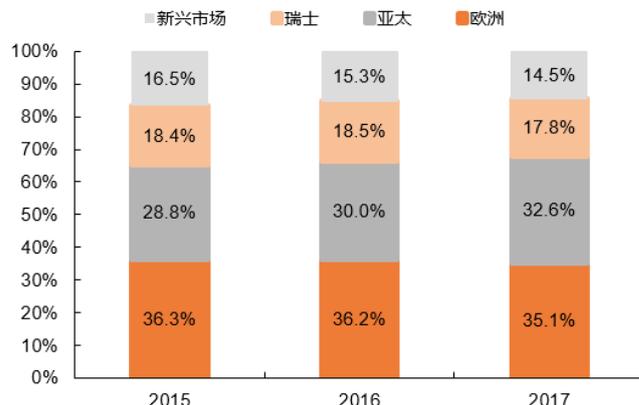
- 亚太市场发展迅速, 服务超高净值客户优势明显: 从 UBS 全球财富管理业务的管理资产分布情况来看, 亚太地区财富管理规模占比不断提升, 2011 年占比仅为 22%, 到 2017 年已经提升至 33%。同时超高净值客户占比不断提升, 可投资资产在千万瑞士法郎的客户占比从 2011 年的 51% 提升至 61%, 2015 年以后使用超高净值群体口径, 占比同样在逐年提升。

图表38 UBS 财富管理业务中超高净值群体占比提升



资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

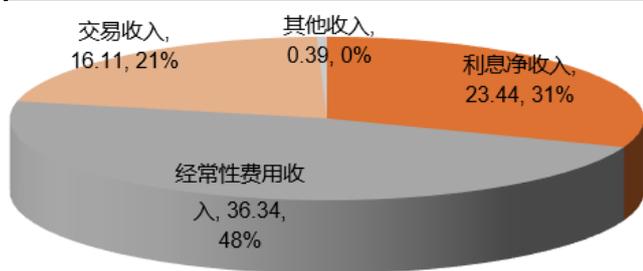
图表39 财富管理资产分布中亚太地区占比不断提升



资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

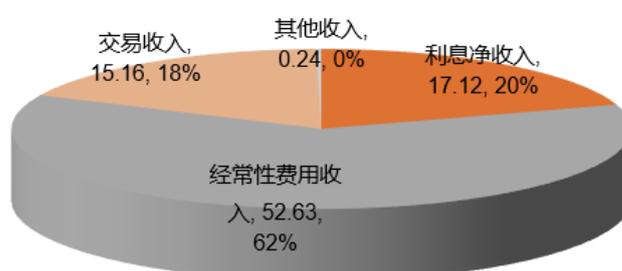
- **财富管理收入来源多元化, 运作模式完善:**
- ◇ **不同于国内财富管理业务收入来源以交易佣金为主, UBS 财富管理业务收入来源更加多元化:** 包括了经常性费用收入 (持续性的服务费用, 如投资咨询管理费或者以资产规模为基础的资产管理费、托管费用等)、交易性收入 (包括非经常性收入和佣金收入, 如基于交易的费用以及信用卡手续费、支付交易费等) 和基于客户贷款等的利息收入。2017 年全球财富管理业务中经常性费用收入占比达到 48%, 而美国财富管理业务中占比更高达 62%, 超过 50 亿瑞士法郎。
- ◇ **高额经常性费用收入来源于 UBS 完善的财富管理运作模式。**全球财富管理部门接近 3800 名客户顾问 (Client Advisors) 以及美国财富管理部门超过 6800 名投资顾问 (Financial advisors) 全方位了解客户资产配置需求, 人均财富管理规模分别约为 3.5 亿美元和 1.9 亿美元。业务部门分为两部分, 一块为全球首席投资办公室 (global Chief Investment Office, CIO), 由 200 余名分析师、策略研究员、投资经理等组成, 基于市场观点形成 UBS 官方观点, 包括对宏观经济和各类投资工具的判断, 将其体现在战略及战术配置上, 其中战略配置更关注长期受益符合客户目标, 而战术配置也会参考投资银行及资产管理部门专家意见, 考虑市场情绪、交易情况等因素, 对投资组合进行短期优化, 另一部分为投资方案解决平台 (Investment Platforms and Solutions, IPS) 为客户提供满足目标的投资建议及方案。
- ◇ **投资服务及产品具有多样性, 同时加强全球化业务布局:** 基于客户不同的需求, 可以自行选择投资咨询服务或者全权委托。公司提供投资管理、财富规划、银行信贷以及企业财务咨询等服务, 为客户提供第三方机构及自己的各类产品, 将资产投资于各类金融产品, 从单一证券到投资基金、各类结构化产品或另类资产, 此外公司还提供结构性贷款和企业融资方面的建议。18 年初, 为了进一步提升客户体验及产品供应, 公司将财富管理业务的两个部门整合为全球财富管理部门, 以适应日益全球化的客户群, 目前在全球超过 40 个国家开展财富管理业务。

图表40 2017年UBS全球财富管理收入细分情况(亿瑞士法郎)



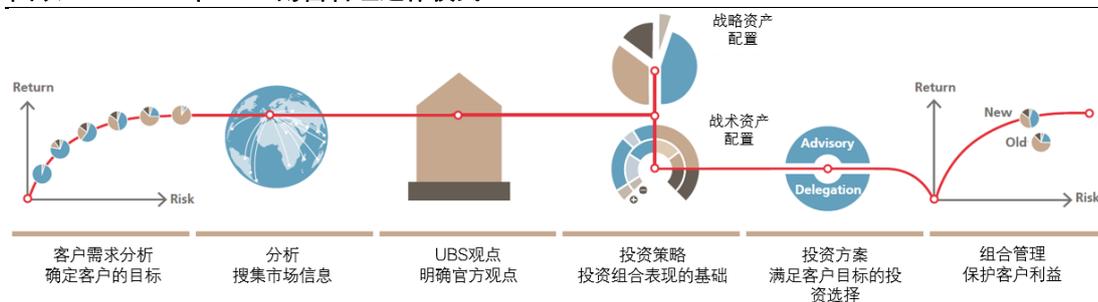
资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

图表41 2017年UBS美国财富管理收入细分情况(亿瑞士法郎)



资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

图表42 2014年UBS财富管理运作模式

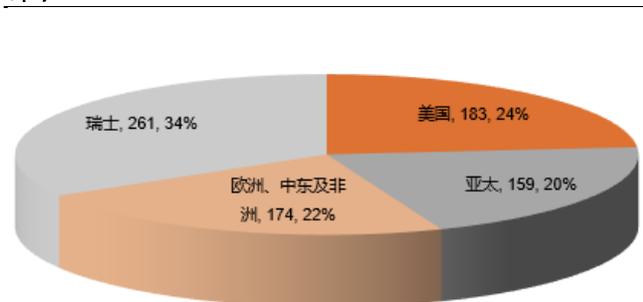


资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

■ 银行、投行及资产管理业务强化公司实力并形成协同效应

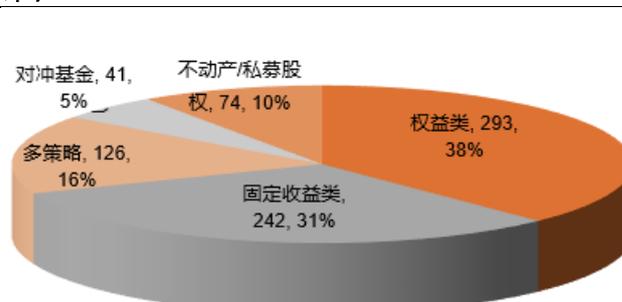
个人及企业银行业务方面，公司也是瑞士企业及个人贷款市场的主要参与者，支持瑞银的资金交付并同样满足客户的财务需求；公司在全球 23 个国家开展在岸资产管理业务，为机构、资本中介以及财富管理客户提供各类投资产品；投行业务方面包括了企业服务以及个人服务，其中如衍生品、外汇交易等均由投资银行业务提供。

图表43 2017年UBS资管规模分地区情况(百万瑞士法郎)



资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

图表44 2017年UBS资管规模分种类情况(百万瑞士法郎)



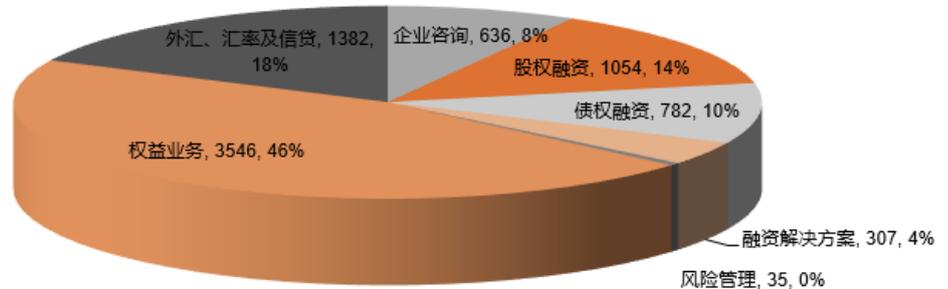
资料来源: UBS Annual Report、平安证券研究所

图表45 UBS 投资银行业务主要类别

业务类型	业务类别	主要业务内容
机构业务	企业咨询	包括分拆并购、换股、杠杆收购、合资、重组、公司经纪业务等提供咨询
	股权融资	一二级各类股权市场融资业务以及相关衍生品
	债权融资	各类债务融资以及风险对冲
	融资解决方案	结构融资、不动产等提供资产解决方案
	风险管理	企业贷款及对冲
个人业务	权益业务	交易结算、投资咨询、衍生工具、融资类业务、大宗经纪业务等
	外汇、汇率及信贷业务	外汇及贵金属交易、利率与信贷产品的销售交易等

资料来源：UBS Annual Report、平安证券研究所

图表46 2017 年 UBS 投资银行业务收入情况（百万瑞士法郎）



资料来源：UBS Annual Report 2017、平安证券研究所

#### ■ 重视中国市场的潜力与机遇

17 年全球私人财富预计增长超过 6%，而亚太地区增速预计达到 9.9% (Global Wealth Report 2017, BCG)，而高净值人群财富增速将更快。得益于对亚洲地区以及高净值领域的长期业务布局，瑞银集团是目前亚太地区资产管理规模最大的外国财富管理公司。公司也在 17 年年报中指明了在亚太地区尤其是中国的巨大市场潜力与机遇，将中国市场列为战略核心。

在中国目前的瑞银证券由瑞士银行有限公司 (UBS AG) 持股 24.99%，是我国证券市场上首家由外资直接入股的全牌照证券公司，致力于为个人客户、企业和机构客户、合格境外机构投资者 (QFII) 等提供品种多样、风险合理、结构灵活的金融产品和服务，主要提供投行、证券、固收、财富管理以及资产管理等服务，如果瑞银能够控股券商，结合银行业务牌照，将来在打造财富管理业务方面将具有天然优势。

## 4.2 野村证券：多元业务的一流券商

野村证券目前是日本最大的券商，成立于 1921 年，目前集团总资产为 42.85 万亿日元 (约合 3905 亿美元，截止 201703)，2017 财年的营收达到 17155 亿日元，归母净利润为 2396 亿日元 (分别约合 156 亿美元与 22 亿美元)。

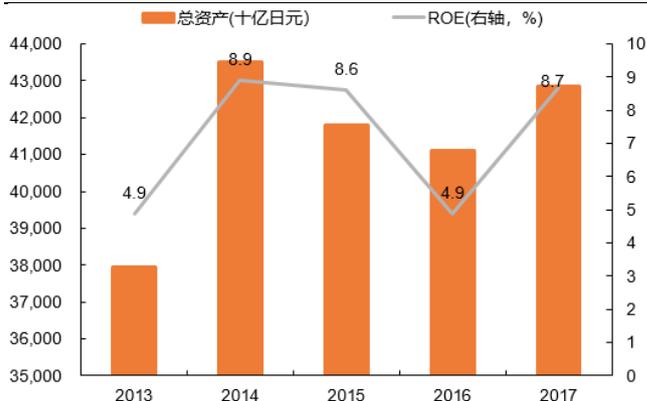
图表47 野村证券营收和净利润情况



资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

注: 2017 年度为 201603-201703, 以此类推

图表48 野村证券总资产及 EPS 情况



资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

■ 批发业务贡献过半利润，收入结构多元均衡

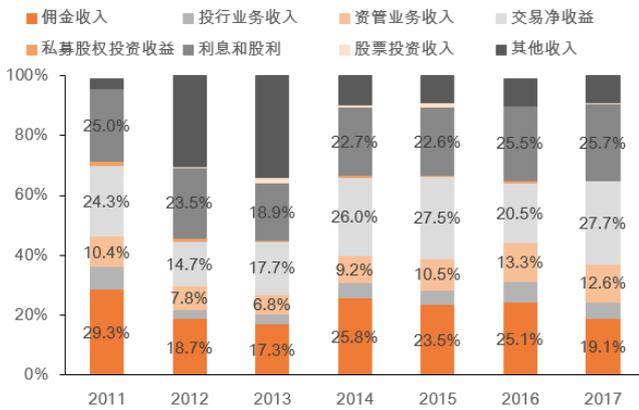
野村控股的主要业务分为三类：零售业务、资产管理业务和批发业务（Wholesale）。零售业务主要通过国内的总部及 158 家分支机构向个人及机构客户提供金融产品和服务，同时还在日本境内外开展财富管理业务，零售业务客户总资产达到 107.7 万亿日元（约合 9800 亿美元）；资产管理业务主要以资管公司为核心，包括信托投资、投资咨询等，管理规模达到 44.4 万亿日元（约合超过 4000 亿美元），在日本的 ETF 市场份额达到 45%；批发业务主要包括投行业务以及在全球市场上提供金融产品解决方案以及二级市场流动性。收入结构方面，以交易收入、利息及股息、佣金和资管业务收入为主。

图表49 野村控股主要业务

业务类型	客户群体	产品及服务内容	优势
零售业务	个人投资者、政府机构、金融机构、企业、教育机构及其他法人主体	金融产品销售、并购咨询、房地产代理、财富传承等	强大的分支机构网络及客户基础；集团业务支持；咨询实力；
资产管理业务	个人投资者、境内外养老基金、政府及央行、机构投资者等	金融产品及其资产管理、销售等	强大的研究实力、投资经验及基金经理团队；广泛的投资产品组合；产品开发及全球销售；
批发业务	金融机构、机构投资者、企业、政府及政府机构	投资银行(股债承销、并购咨询等业务)；全球市场(金融产品及其流动性管理等)	超过 30 个国家的客户群体及业务；全球跨境交易的主要参与者；日本及亚太地区的一流机构；

资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

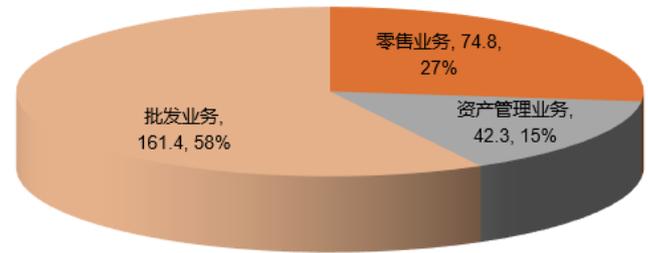
图表50 2016年野村控股收入构成



资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

注: 2017年度为201603-201703

图表51 2016年野村控股不同业务类型的税前净利润(十亿日元)

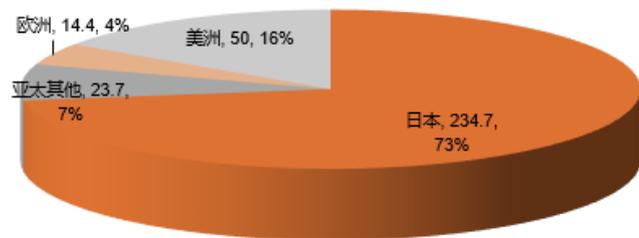


资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

■ 全球化的业务布局

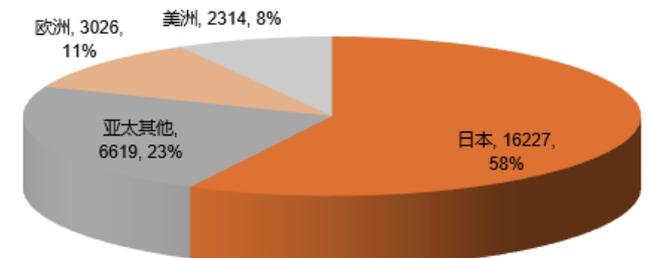
公司积极进行全球业务的布局,尤其在2008年收购了雷曼的亚洲和欧洲业务,全球化布局的意图更为明显,批发业务下除了投资银行也单设了全球市场板块,16年公司税前净利润中大约27%来自于美洲、欧洲以及其他亚太地区,2.8万名雇员中有超过42%位于境外,且在全球超过30个国家和地区开展业务。

图表52 2016年野村控股税前净利润地区分布情况



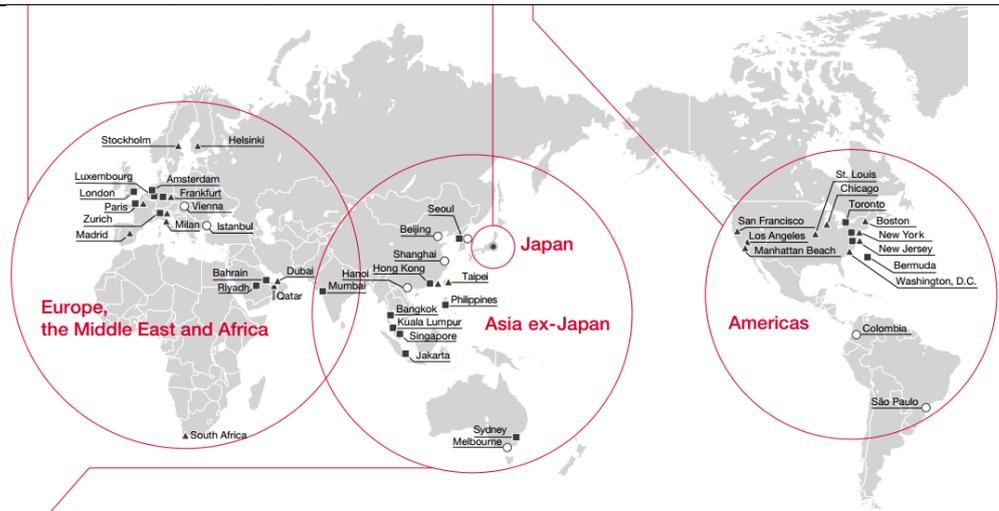
资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

图表53 2016年野村控股全球雇员数量分布(人)



资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

图表54 野村控股的全球化业务布局



资料来源: Nomura Report 2017、平安证券研究所

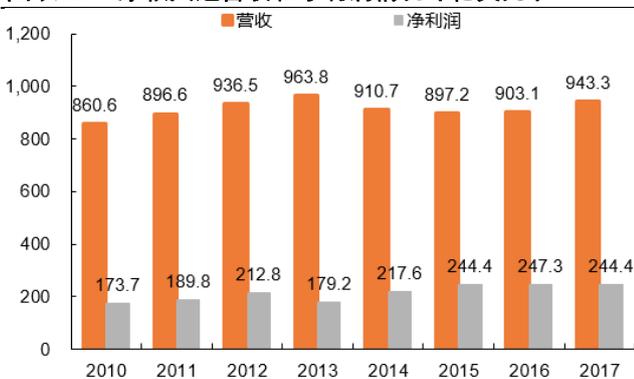
■ 将积极谋求在中国布局

野村证券在中国大陆的业务整体来看起步很早但当前发展较为滞后，但是我们预计未来的布局将明显加速。早在 1973 年野村证券就开始拓展中国金融和投资业务，1982 年在北京设立了代表处，并为中国在海外发行了第一笔国债，也是第一家在中国设立代表处的海外证券公司，2002 年深交所接纳野村证券上海代表处为境外特别会员，但是随后的合资券商潮野村并未参与其中，随着对外商投资合资证券公司持股比例的放开、野村的申请以及人事方面的调整，公司也在积极谋求在中国业务的布局，尤其是发挥机构业务以及财富管理方面的优势。

4.3 摩根大通：强大的投行业务实力

摩根大通是美国历史最悠久的金融机构之一，有超过两百年的历史，目前公司总资产超过 2.5 万亿美元，在超过 100 个国家开展金融业务，全球超过 25 万名雇员，近年来公司年营业收入接近千亿美元，净利润稳中有升。公司业务主要包括四大类：个人及社区银行业务 (Consumer & Community Banking)、企业及投资银行业务 (Corporate & Investment Bank)、商业银行 (Commercial Banking) 以及资产及财富管理 (Asset & Wealth Management)。

图表55 摩根大通营收和净利润情况 (亿美元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 营收剔除贷款损失准备

图表56 摩根大通总资产及 EPS 情况 (亿美元)



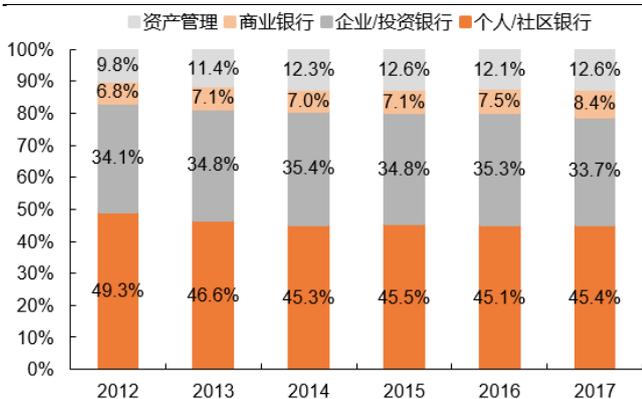
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表57 摩根大通业务分类情况

个人业务			机构业务			
个人/社区银行			企业/投资银行		商业银行	资产管理
个人/商业银行	房屋贷款	银行卡/商户服务/汽车	银行业务	市场及投资者服务	银行间市场、机构客户银行业务、商业银行贷款、不动产等	资产管理、财富管理
个人银行、财富管理、商业银行	房屋贷款产品及服务、房地产投资组合	信用卡、商户服务、汽车服务	投资银行、资金服务、放贷	固收类、权益类、证券服务、信贷调整等		

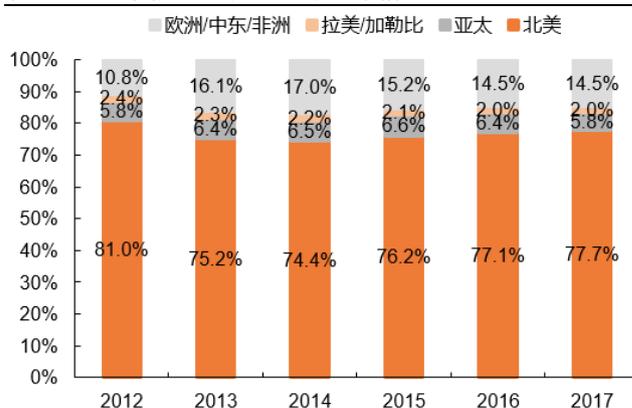
资料来源: JPMorgan Chase 2017 Annual Report、平安证券研究所

图表58 摩根大通各业务净收入构成情况



资料来源: JPMorgan Chase 2017 Annual Report、平安证券研究所

图表59 摩根大通收入区域分布情况

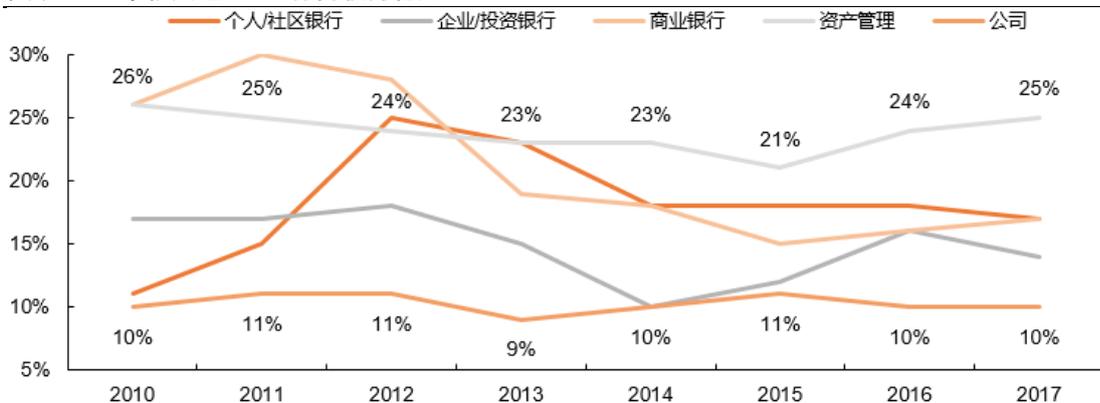


资料来源: JPMorgan Chase 2017 Annual Report、平安证券研究所

■ ROE 较高且稳健，资产及财富管理板块 ROE 持续高位

从公司 ROE 角度来看，摩根大通 ROE 更为稳健，10 年以来基本保持在 10% 以上，银行业务占比高、业务多元使得 ROE 更为稳健，同时资产及财富管理业务的 ROE 更为突出，基本上保持了 25% 以上的水平。

图表60 摩根大通 ROE 保持较为稳定



资料来源: JPMorgan Chase Annual Report、平安证券研究所

■ 投资银行业务全球居首

在摩根大通的各项业务中，企业/投资银行业务占净收入比重超过三分之一，而投资银行业务也是摩根大通全球业务中的优势所在，在美国的投行业务收入份额超过 10%，甚至在全球的收入份额也达到 8.1%且近年来仍稳步提升，按收入口径是全球最大的投资银行，多项投行业务排名位居全球最前列，同时 FICC 业务实力也居全球首位。

图表61 摩根大通投行业务在全球范围内极具竞争力

业务		2017		2016		2015	
		排名	份额	排名	份额	排名	份额
股债融资	全球	1	7.4%	1	7.0%	1	7.6%
	美国	1	11.2%	1	11.9%	1	11.5%
长期债权融资	全球	1	7.6%	1	6.7%	1	8.1%
	美国	2	10.9%	2	11.1%	1	11.7%
股权融资	全球	2	7.1%	1	7.4%	2	6.9%
	美国	1	11.7%	1	13.3%	1	11.3%
企业并购	全球	2	8.6%	2	8.3%	2	8.4%
	美国	2	9.2%	2	9.8%	2	9.9%
银团贷款	全球	1	9.5%	1	9.3%	1	7.5%
	美国	1	11.3%	2	11.9%	2	10.8%
全球合计		1	8.1%	1	7.9%	1	7.8%

资料来源：JPMorgan Chase 2017 Annual Report、平安证券研究所

注：以费用计算

#### ■ 中国业务发展历史悠久且广布

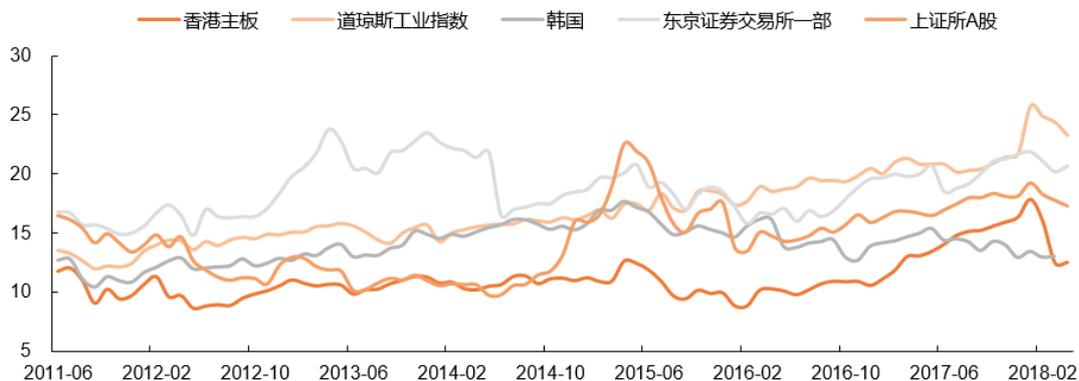
摩根大通在 1921 年就开始对华业务，目前通过北京、上海、天津、广州、成都、哈尔滨、苏州及深圳的业务网络及分支机构开展企业和投资银行、商业银行、资金服务、市场和投资者服务以及资产管理等金融服务。2004 年公司合资建立了上投摩根基金，2007 年建立合资期货公司摩根大通期货，同时摩根大通银行注册成为本地法人银行，2010 年合资一创摩根，2012 年收购百瑞信托 19.99% 的股份，2016 年成立摩根资管（上海）。公司在银行、资管、信托、期货、基金等方面均已布局，而投行业务也有一定的国内经验基础。18 年 5 月公司为了加强中国在岸业务能力，任命了新的中国区首席执行官，在申请控股券商的同时也有意向增加基金管理公司的持股比例，对中国市场表现出极大兴趣。

## 五、 证券市场放开趋势预判

### 5.1 长远来看资本市场对外开放会使得外资逐渐成为重要的投资者

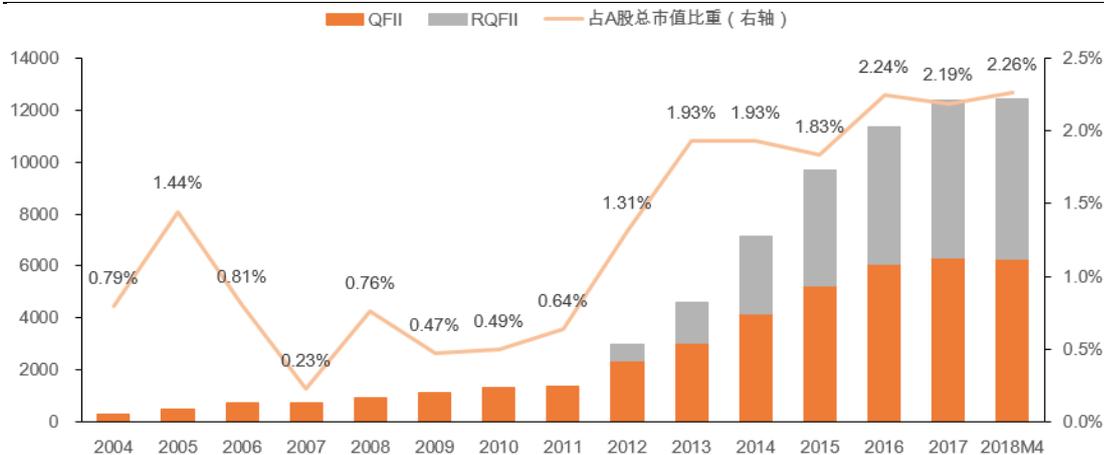
我们参考日本及韩国资本市场，随着对外资持股限制的逐渐放开，目前境外投资者已经成为两国资本市场上重要的参与者，因为早在 80 年代中期及 90 年代末期就完全开放，伴随而来的是境外投资者份额占比的逐渐提升，目前外资持股比例分别超过了两国总市值的 30% 和 20%。在对外开放的渐进过程中我国的 QFII 及 RQFII 额度也在不断提升，必然也会伴随着我国资本市场国际化趋势逐渐提升、市场资金的增加、境外投资者对于蓝筹股的偏好。

图表62 上证 A 股指数市盈率估值相对合理



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表63 我国证券市场上境外投资者累计额度不断增长 (亿元)



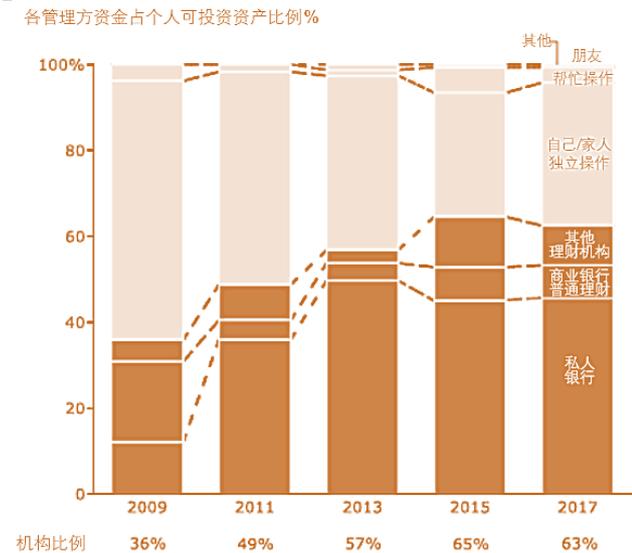
资料来源: Wind、平安证券研究所

## 5.2 海外先发券商具有一定的优势及实力，将着重发力部分业务

- 由于分支机构网点的限制，外资券商在个人经纪业务方面并没有优势，而对于高净值客户的财富管理将会成为其主攻方向，同时拥有银证牌照的外资投行更具优势，并对研究业务提出要求

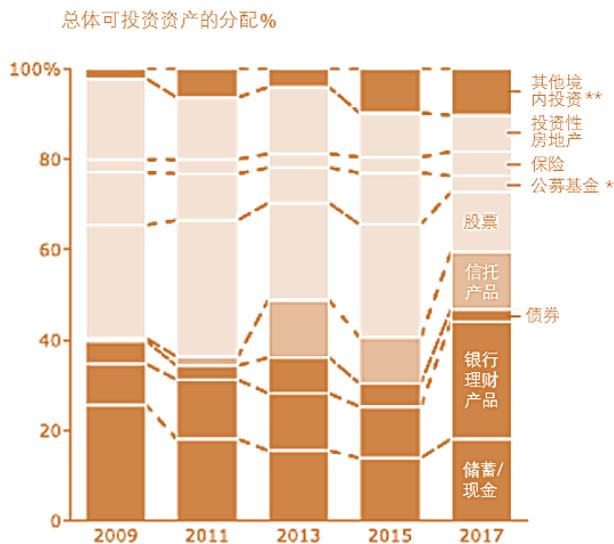
对于传统经纪业务，受制于低位的佣金率和分支机构限制，而对于财富管理业务尤其是高净值客户的需求，外资券商更具有优势。我国的高净值群体增长和财富管理规模增速保持着较好的增长水平，而当前高净值群体的财富管理大约 50% 经由私人银行渠道，但银行理财产品的配置仅占 20% 左右，债券、股票以及另类资产，包括占比不断提升的境外资产的需求均有较大的空间且在这些领域，外资券商更具优势。对于研究业务一方面从成本角度考虑相较于其他业务开展更具操作性，另一方面外资投行对研究业务也足够重视，能够加强对中国市场、各类资产的研究且对其他业务形成明显的支持和协同，也将会成为部分外资券商的发力点，而如果同时拥有银证牌照的外资投行优势将更为明显。

图表64 中国高净值人群投资理财渠道变化趋势



资料来源: 2017 中国私人财富报告、平安证券研究所

图表65 中国高净值人群境内可投资资产配置比例



资料来源: 2017 中国私人财富报告、平安证券研究所

■ 创新业务发展天时地利人和，外资券商优势明显

衍生品业务方面是外资券商的优势所在，海外多年的市场经验使得外资券商在产品创设、定价等方面积累了丰富的经验，即使从韩国市场的情况来看，衍生品业务在 2000 年时就已经非常发达且如今衍生品自营收入占行业收入比重过半。当前来看我国衍生品市场尚处于初级阶段，以场外期权为主且业务开展受政策影响较为明显，但增长明显且集中度非常高。而随着资管新规之下打破刚兑以及债券违约频发，而场外期权更为稳定的非趋势性收益机会价值将更加凸显；同时 5 月份《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》进一步加强了行业规范的管理，监管层期望在规范的前提下引导行业健康发展；此背景下外资券商创新业务的优势将有体现。

■ 资管业务及信用类业务同样将会是外资券商的发力点，而在跨境并购和外汇交易方面实力突出

我们参考日本及韩国证券行业中外资券商的情况，信用类业务收入保持一定的占比；资管业务方面我国 2017 年末 16.9 万亿的券商资管规模中超过 85% 为通道类业务为主的定向资管，而外资券商在资管产品设计、多样性以及对于客户需求的精准化服务上具有明显优势。全球布局的外资投行在跨境并购业务领域已经树立了绝对的优势地位，而外汇业务牌照在证券行业目前仍属于稀缺资源，外资券商同样具有优势。

5.3 国内大型券商依然保持整体优势，外资冲击影响有限

■ 外资券商业务优势及我国证券市场的现状致使外资券商进入对行业影响有限

从外资券商的主要业务情况来看，其主要业务及优势集中在 FICC 业务（包括固定收益、外汇及大宗业务）、财富管理业务等方面，即机构业务以及针对个体的财富管理业务，两类业务与股市的相关性较低，因此盈利模式更为稳健。而我国目前经纪业务、自营业务以及资本中介业务与股市相关度均较高，17 年三项业务收入占行业总收入的比重为 65%。从当前外资券商发展状况来看不仅仅是控股比例和业务限制的问题，我国目前各类业务的市场规模以及较强的监管限制也会对外资券商在我国境内业务的开展产生重要影响，外资券商业务的优势在我国目前的市场规模很多并没有足够大，部分业务还处于相对起步的阶段。

### ■ 业务开展对资本金的需求将成为制约外资券商扩大业务规模的重要因素

近年来证券行业的一个显著变化在于各家券商对资本的需求更为强烈，上市券商也积极通过定增或发债等方式对资本进行补充。在我国整个以净资本为监管核心的制度之下，通过对于资本的补充扩大对传统业务的优势、加强风险控制、积极开展新业务以及业务转型。在这一背景之下即使外资券商进入我国证券市场，在资本增长方面必然难以与本土券商相比，这将成为制约外资券商扩大业务规模的重要因素。

### ■ 资源基础的先天不足致使外资券商存在木桶效应，缺乏发展成为综合型券商的能力

资源基础的不足是各国境外券商普遍面临的问题，因此也就出现了境内外券商业务收入结构的显著差异。在网点布局、投行资源获取、个人及机构客户积累等方面，本土券商尤其是龙头券商已经形成了较为明显的优势，因此外资券商存在较为明显的木桶效应，缺乏发展成为综合型券商的能力。

### ■ 行业集中度未来仍有进一步提升的趋势，竞争加剧中小券商需警惕

我国证券行业集中度正在不断提升，2017年按净资产规模的CR3(中信证券、国泰君安、海通证券)营收集中度行业占比为30.6%，与日本、韩国等相比并不高，未来仍然有提升的趋势。在行业龙头集中度提升以及外资券商进入着力发展部分业务的形势之下，中小券商竞争加剧需警惕，积极加快业务发展与转型。

## 六、 投资建议

我们借鉴日本、韩国等国家证券行业对外开放的经验，整体来看外资券商的进入对行业的整体影响十分有限，同时在财富管理、创新业务等外资券商具有优势的领域可能出现新的机会与发展趋势。我们预计未来上市券商业绩仍将持续分化，龙头券商的市占率有继续提升的空间，在轻资产领域享受提前转型优势和集中度提升红利，重资产领域以资本实力及资产负债管理能力打造核心竞争力，同时在创新业务等方面打造新的业务增长点，我们积极看好大型综合性龙头券商在市占率及竞争力提升的基础上享受更高的估值溢价，维持行业“强于大市”评级，建议重点关注龙头券商中的中信证券、华泰证券。

## 七、 风险提示

### 1) 外资竞争加剧风险

外资券商在部分业务方面具有一定的竞争优势，如果外资券商在资本方面进行较多的投入从而使得业务开展不再受限于资本金的限制，业务发展超出预期可能会对现有市场格局产生一定影响，瓜分市场份额从而导致本土券商业绩出现下降。

### 2) 监管政策趋严风险

证券行业受监管影响较大，如行业监管趋严可能会对券商业务开展产生负面影响，包括当前已经发布的投行业务的规范、资管新规、股押新规等已经对券商投行、资管及资本中介业务产生了影响，未来不排除影响会继续扩大或在其他业务方面出台新的监管规范政策。

### 3) 创新业务发展不及预期风险

各类创新业务成为券商业绩增长新的发力点，包括 CDR 试点、场外业务和境外业务等，而创新类业务目前发展时间相对较短，业务经验及风险认知可能存在不足，如出现 CDR 试点不及预期、场外业务暂停时间过长或者对境外业务采取较为严格的标准致使新业务发展不及预期，将会使得券商新的收入增长点发展不及预期，从而对业绩产生负面影响。

### 4) 市场大幅下跌风险

当前券商自营仍然以方向性投资为主且对券商业绩影响程度不断增加，市场大幅下跌及分化将会使得券商自营业务受到明显的影响，从而对业绩产生影响，而 A+H 券商在新会计准则下利润波动会更加明显。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033