

非银金融行业

完善金控监管体系，金融业态步入新时代

行业评级

买入

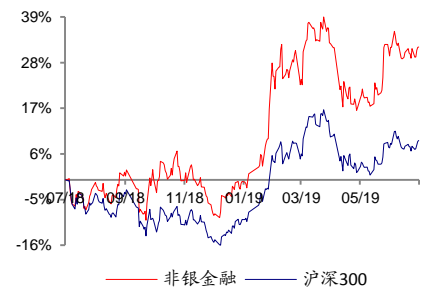
前次评级

买入

报告日期

2019-07-27

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

相关研究:

非银金融行业:对外开放与科 2019-07-21
创挂牌, 资本市场迎来新时代

联系人:

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

核心观点:

7月26日晚, 中国人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法(征求意见稿)》。

● 体现了整合金融资源, 提升机构经营稳健性和竞争力的发展方向。

监管借鉴了美、日、台等地区的对金融控股公司的立法和监督理念; 当前看来发展思路与台湾地区“纯粹型金融控股”模式类似, 强调整合金融资源; 提升资源配置和资本运用效率, 加大我国金融机构的综合服务能力。

● 开放多项举措已加速落地, 下一步推进大综合金融机构已势不可挡。

从国际经验看, 金融业的开放, 要求本土金融机构具备更加强大的竞争优势、更强的抵御风险的能力; 而成立金融控股公司扶持大综合型一站式金融服务平台或是一条较好的路径。在当前对外开放已全方位加速落地的背景下, 促使我国金融业不断改革, 通过更加多样化、集团化、一体化的服务满足客户需求以在与国际大行的竞争中赢得优势。

● 中国金融控股型混业模式已初步具备前期条件。

1) 近年来, 银行、证券和保险不同的金融业务开始不断交叉: 银行为券商提供融资来源, 券商为银行提供资产证券化服务以及三者之间客户资金托管与交叉销售亦有所发展。2) 国内金控集团已初步具备试点成效: 自2002年批准光大/中信/平安集团作为金融控股公司集团进行试点运营以来, 历经10余年的发展探索已初步积累关于金控公司的监管经验; 头部金控也已经形成初步的资本积累, 在资产规模与利润规模上相较于其它单一金融机构均较为领先。推出金控公司经营模式或已到临界点。

● 大金控模式有望助力券商、银行、保险等业务发展更上一阶。

台湾金融市场混业发展显示: 1) 金控融控股公司模式发展有利于提升金融业整体质量。推行金控法以来银行业、证券业各自过度竞争态势被有利缓解, 金融业整体发展迅速, 贡献GDP比重不断增加; 行业资本收益率持续提升(证券业ROE由1.63%提升至7.41%)。2) 背靠金控系的龙头公司有望通过协同效应实现实现业务高速发展, 行业集中度提升、盈利能力分化。目前台湾TOP10券商中有8家为金控系; 金控系券商资产规模、利润在行业内占比不断提升。3) 对于上市证券公司而言, 金控系券商相对于单一券商亦能获得一定估值溢价。

推荐背靠头部金控集团, 未来创新业务有望实现战略发展的龙头券商: 中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、以及已初步具备规模优势及良好组织架构的中国平安(601318.SH)/(02318.HK)。

风险提示: 1) 金融机构的内部风险控制不完善风险; 2) 集团内部关联交易与高杠杆操作等财务风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	CNY	90.10	20190429	买入	92.65	7.34	9.37	12.28	9.62	1.36	1.16	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	55.53	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	18.45	14.02	0.88	0.77	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	38.64	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	16.44	12.88	0.92	0.82	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	95.25	20190429	买入	107.73	7.34	9.37	11.42	8.95	1.27	1.08	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	38.45	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	11.24	8.55	0.54	0.47	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	33.7	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	12.62	9.89	0.71	0.63	13%	14%

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	13.81	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	18.41	14.09	1.25	1.15	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	21.41	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	22.38	11.85	1.04	0.98	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	23.39	20190630	买入	28.90	1.31	1.61	17.85	8.58	1.00	0.92	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.14	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.55	7.31	0.65	0.60	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	13.02	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	11.98	9.83	0.54	0.51	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.46	20190630	买入	20.90	1.31	1.61	10.39	8.45	0.52	0.48	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.34	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	11.35	9.86	1.27	1.16	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 7 月 26 日收盘价计算

目录索引

《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》主要内容	5
一、监管体现出了整合金融资源，提升机构经营稳健性和竞争力的发展方向	6
开放多项举措已加速落地，下一步推进大综合金融机构已势不可挡	8
中国金融控股型混业模式已初步具备前期条件	9
1) 当前国内不同体系金融业务已有交叉	9
2) 国内金控集团已初步具备试点成效	10
3) 金融混业与金控模式已多次提及	12
大金控模式有望助力券商、银行、保险等业务发展更上一阶	12
台湾经验显示：金融控股公司模式发展有利于提升金融业整体质量	12
背靠金控系的龙头公司有望通过协同效应实现集中度提升	13

图表索引

图 1: 台湾“纯粹型金融控股公司”经营管理模式	7
图 2: 台湾混业经营下金融机构监管构架	7
图 3: 中国目前的金融业务交叉模式	9
图 4: 中国金控模式发展阶段	10
图 5: 光大集团/中信集团/中国平安总资产规模(亿).....	11
图 6: 光大集团/中信集团/中国平安净资产规模(亿).....	11
图 7: 光大集团/中信集团/中国平安收入规模(亿).....	12
图 8: 光大集团/中信集团/中国平安净利润规模(亿).....	12
图 9: 台湾金融业贡献 GDP 比重不断上升.....	13
图 10: 金控出台后金融机构整体发展加速	13
图 11: 台湾券商数量	13
图 12: 台湾证券业 ROA 和 ROE	13
图 13: 金控系券商资产占比不断提升	14
图 14: 金控系券商利润占比不断提升	14
图 15: 券商市场集中度 (从总资产占比看)	14
图 16: 台湾券商 ROE	14
图 17: 台湾以券商为主体的金控公司相对非金控系综合型券商享受估值溢价	15
表 1: 金融控股公司监督管理试行办法 (征求意见稿)》主要内容.....	5
表 2: 2018 年以来对外开放意见/政策一览	8
表 3: 中国目前的较大金融控股集团	10
表 4: 大综合性券商以金控系券商为主.....	14

《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》

主要内容》

7月26日晚,中国人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》)。

我们认为《办法》的出台,标志着我国开始搭建起对金控公司的全面系统性监管框架;旨在治理现阶段发展乱象、防范系统性金融风险。推进能满足各类企业和消费者对多元化金融服务的需求的大型综合化金融机构的规范形成、治理、和发展。

主要内容包含:

- 1) 借鉴国际经验,明确金控定义。立足我国实际,将金融控股公司定义为依法设立,对两个或两个以上不同类型金融机构拥有实质控制权,自身仅开展股权投资管理,不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或者股份有限公司。
- 2) 进一步规范了金融控股公司设立条件和设立流程,对设立标准、控股股东资质、资金来源、申请和审批流程均进行规范。
- 3) 强调应完善治理结构和细化风险治理要求;
- 4) 强调发挥协同效应,所控机构之间可以共享客户信息、销售团队、信息技术系统、运营后台、营业场所等资源。

表 1: 金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》主要内容

主要内容		具体事项
对非金融企业设立金融控股公司的要求		1) 实质控制的金融机构中含商业银行,金融机构的总资产规模不少于 5000 亿元的,或者金融机构总资产规模少于 5000 亿元,但商业银行以外其他类型的金融机构资产规模不少于 1000 亿元或受托管理资产的总规模不少于 5000 亿元。2) 实质控制的金融机构不含商业银行,金融机构的总资产规模不少于 1000 亿元或受托管理资产的总规模不少于 5000 亿元。
设立条件		实缴注册资本额不低于 50 亿元人民币,且不低于所控股金融机构注册资本总和的 50%。
主要股东/控股股东/实际控制人的条件		财务状况良好,在不考虑非经常性损益情况下最近三个会计年度连续盈利,年终分配后净资产达到总资产的 40% (母公司财务报表口径),权益性投资余额不超过净资产的 40% 不得以委托资金、债务资金等非自有资金以及投资基金等方式,不得委托他人或者接受他人委托持有金融控股公司的股权(有规定除外)
设立和许可	资金来源	
	申请流程	本办法实施前已符合的机构,应当在本办法实施之日起 6 个月内向中国人民银行提出申请对所控股的金融机构进行股权管理、对所控股的金融机构进行流动性支持,管理集团整体流动性。
	业务范围	
	禁止交叉持股	应当具有简明、清晰、可穿透的股权结构,实际控制人和最终受益人可识别。(目前不符合要求的在限期内整改)
公司治理	参控股金融控股公司数量	同一投资人及其关联方、一致行动人对金控最多一参一控
规范发挥协同效应	其它完善治理结构等	金融控股公司应当完善公司治理结构,依法参与所控股机构的法人治理
应	协同效应	金融控股公司与其所控股机构之间、其所控股机构之间可以共享客户信息、销售团队、信息技术系统、运营后台、营业场所等资源,发挥协同效应。金融控股公司可以在集团内部

建立金融控股公司与其所控股机构之间、其所控股机构之间的协同机制，对集团各项资源进行合理配置。

客户信息共享与保护

金融控股公司及其所控股机构在集团内部共享客户信息时，应当确保依法合规、风险可控并经客户书面授权，防止客户信息被不当使用。金融控股公司所控股机构在提供综合化金融服务时，应当尊重客户知情权和选择权

并表管理

对并表范围进行规定

并表管理与风险

【资本管理要求】、【资本补充要求】【资产负债率要求】【全面风险管理】【所控股金融机构全面风险管理】【集团风险偏好和风险限额】【集团统一风险敞口】【集团统一授信协调】【风险隔离】【关联交易原则】【禁止的关联交易】（尚无细致具体要求，预计未来会持续发布细则）

管理

风险管理

数据来源：中华人民共和国司法部、中国人民银行、广发证券发展研究中心

一、监管体现出了整合金融资源，提升机构经营稳健性和竞争力的发展方向

我们认为，本次《办法》（征求意见稿）的出台释放了几个信号：

- 1) 体现了监管对金融控股公司严把市场准入关以及规范治理的必要和迫切；希望促使经营状况良好、公司治理规范、杠杆率水平适度等符合条件的市场主体可以设立金融控股公司。
- 2) 监管强调希望整合金融资源，提升金融机构的经营稳健性和竞争力；提升资源配置和资本运用效率，加大我国金融机构的综合服务能力。
- 3) 监管借鉴了美、日、台等地区的对金融控股公司的立法和监督理念；当前看来发展思路与台湾“纯粹型金融控股”模式类似；子公司独立经营的基础上，金控集团进行整体的流动性管理和风险管控。监管以审慎管理、穿透监管、协调监管原则对其进行规范。

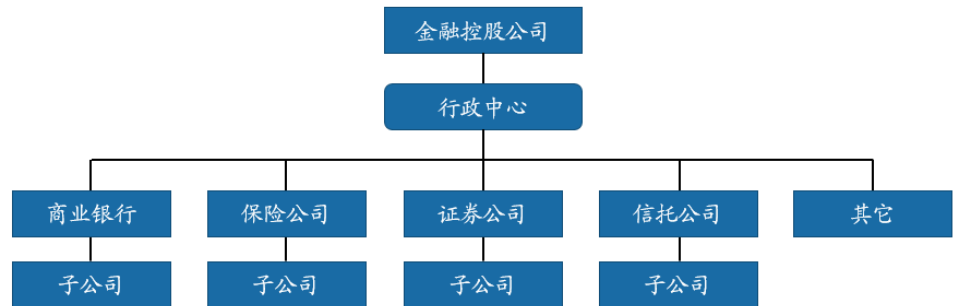
台湾金控公司治理模式（纯粹型）及监管模式（一元分业）：

母公司不从事业务的纯粹型控股模式

台湾的金融控股公司全部为纯粹型金融控股，即其母公司本身并没有从事任何业务，只单纯的掌握子公司的股份，用经营战略的方式来协调各类子公司的业务活动，并从中取得股权利益。

旗下子公司独立性较强，且各自为一单独法人，因此其财务报表与业务状况皆独立，故不同业务的防火墙较清晰，可阻挡风险传递。而金融控股公司由于本身没有经营任何业务，只利用投资控股方式来获得利益，因此母公司会公平的监管且依集团整体利益为优先而提出全面性的策略，可提高资本的使用效率。

图1：台湾“纯粹型金融控股公司”经营管理模式

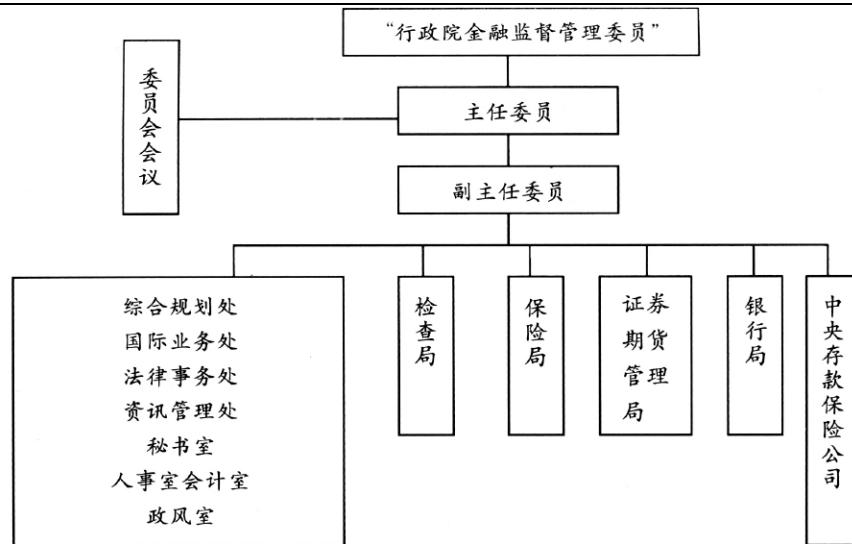


数据来源：台湾金管会、广发证券发展研究中心

业务条线之间监管相对独立，又统一受金管会领导

2003年改革后期，台湾立法院通过“行政院金融监督管理委员会组织法”并于2004年实施。行政院金融监督管理委员会（简称金管会）将原属财政部的保险司、金融局及证券暨期货管理委员会改隶于其下，并改立为保险局、银行局及证券期货局。金融控股公司各个子公司也被其相关业务监管者纳入规范范围之内。各业务条线之间监管相对独立，又统一受金管会领导。

图2：台湾混业经营下金融机构监管构架



数据来源：台湾金管会、广发证券发展研究中心

从经营的角度来说，金控集团下的子公司与各细分行业内的金融机构并无本质不同，属于具备金融业务特征的独立经营的法人实体，只是在集团内部降低运营成本。在目前我国对混业经营监管经验尚有欠缺的情况下，采用与台湾地区相似的模式能较大程度上减少风险的发生。借鉴台湾地区经验，使金融控股公司旗下的子公司仍被原有法律监管，且能维持金融市场的稳定性与公平性。在金控集团统一资源配置下分业经营或能成为较好的中间态。

开放多项举措已加速落地，下一步推进大综合金融机 构已势不可挡

从国际经验可以看出，金融业的开放，要求本土金融机构具备更加强大的竞争优势、更强的抵御风险的能力；而成立金融控股公司扶持大综合型一站式金融服务平台或是一条较好的路径。除了银行、券商、保险板块之间的内部协同以外，亦需要更高质量的资本管理以及协同效应。

习总书记在博鳌讲话中强调将进一步扩大对外开放、易纲行长公布新一轮金融开放的时间表以来，各项金融开放措施加快落地。在当前金融创新、对外开放的背景下，国际金融业的竞争进一步白热化，促使我国金融业不断改革，通过更加多样化、集团化、一体化的服务满足客户需求以及赢得竞争优势。

表 2：2018年以来对外开放意见/政策一览

时间	文件	内容
2018 年 4 月	博鳌论坛开幕式重要讲话	发布金融业对外开放措施和时间表，确定在未来几个月未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%。进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务不再对合资证券公司业务范围单独设限。
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元，2018 年 5 月 1 日起实行。
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%；外商投资证券公司经营业务范围扩大；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例；境外股东资质进一步完善。
2018 年 6 月	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求。
2018 年 8 月	关于修改《证券登记结算管理办法》的决定	在原有规定的中国公民、中国法人、中国合伙企业等投资者范围基础上，增加“符合规定的外国人”作为投资者类别之一，将允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户。
2019 年 2 月	《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理暂行办法》	实行登记管理，境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务；境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金，可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。
2019 年 3 月	博鳌论坛 2019 年年会开幕式重要讲话	中国将持续扩大金融业对外开放，银行、证券和保险业对外资全面放开市场准入正在加快推进。
2019 年 4 月	中日资本市场论坛	全力推动设立科创板并试点注册制改革，努力形成更加开放包容的资本市场基础制度。大幅放宽证券基金期货行业外资准入。持续完善内地与香港股票市场互联互通机制。稳步推进原油、铁矿石等特定期货品种对外开放。进一步优化合格机构投资者制度安排。
2019 年 5 月	银保监会就银行业保险业扩大对外开放接受采访	近期拟推出 12 条对外开放新措施，具体是：（1）取消单家中资银行和单家外资银行对中资商业银行的持股比例上限；（2）取消外国银行来华设立外资法人银行的 100 亿美元总资产要求和外国银行来华设立分行的 200 亿美元总资产要求；（3）取消境外金融机构投资入股信托公司的 10 亿美元总资产要求；（4）允许境外金融机构入股在华外资保险公司（5）取消外国保险经纪公司在华经营保险经纪业务需满足 30 年经营年限、总资产不少于 2 亿美元的要求；（6）放宽中外合资银行中方股东限制，取消中方唯一或主要股东必须是金融机构的要求；（7）鼓励和支持境外金融机构与民营资本控股的银行业保险业机构开展股权等各类合作；（8）允许外国保险集

团公司投资设立保险类机构；（9）允许境内外资保险集团公司参照中资保险集团公司资质要求发起设立保险类机构；（10）按照内外资一致原则，同时放宽中资和外资金融机构投资设立消费金融公司方面的准入政策；（11）取消外资银行开办人民币业务审批，允许外资银行开业时即可经营人民币业务；（12）允许外资银行经营“代收付款项”业务。

证监会宣布进一步扩大对外开放的9项政策措施。（1）推动修订QFII/RQFII制度规则。（2）允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”。（3）合理设置综合类证券公司控股股东的资质要求，特别是净资产要求。（4）放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制。（5）全面推开H股“全流通”改革。（6）持续加大期货市场开放力度，扩大特定品种范围。（7）放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制。（8）研究扩大交易所债券市场对外开放，拓展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道。（9）研究制定交易所熊猫债管理办法，更加便利境外机构发债融资。

2019年6月 第十一届陆家嘴论坛

数据来源：证监会、银监会、保监会、金融委、中国人民银行、广发证券发展研究中心

中国金融控股型混业模式已初步具备前期条件

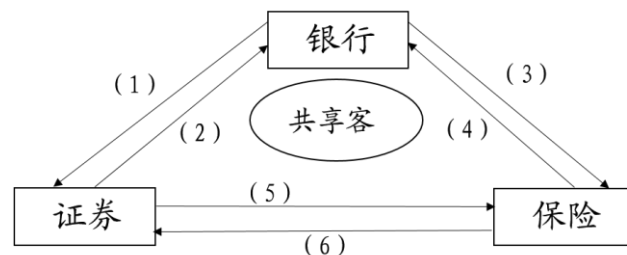
1) 当前国内不同体系金融业务已有交叉

目前，我国虽然是严格分业的经营模式，但近年来，银行、证券和保险不同的金融业务开始不断交叉，出现了互相渗透共同发展的趋势；同时，金融机构开始出现不同程度的跨业经营，金融控股公司雏形也逐渐形成。

2005年一行三会发布《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》，允许商业银行设立基金管理公司。2006年国务院发布简称国十条的《关于保险业改革发展的若干意见》，提出支持保险资金参股商业银行，稳定推进保险公司综合经营，并探索三项核心金融业务间更深更广的合作层次，以提高多元化和综合性的金融保险服务。

从证券业来看，银行与券商合作为证券公司本身经营的业务提供了新的融资来源，因此帮助证券公司实现低成本、跨越式扩张，并提高券商为客户提供服务的能力。同时证券公司亦可以为银行提供资产证券化服务。

图3：中国目前的金融业务交叉模式



注：（1）银行为证券提供基金托管、融资及资金清算等；
（2）证券公司为银行提供资产证券化等服务
（3）银行为保险公司提供销售管道等
（4）保险公司巨额的保费为银行提供存款等
（5）证券公司为保险公司提供销售管道等
（6）保险公司为证券公司提供融资支持等

数据来源：银保监会、证监会、广发证券发展研究中心

2) 国内金控集团已初步具备试点成效

2002年国务院批准光大集团、中信集团、中国平安集团作为金融控股公司集团进行试点运营。2005年出台《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》；2008年，国务院原则同意银行入股保险公司。银行系金融集团已初步呈现。2009年，银监会、央行联合公布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，明确“支持有条件的地方政府组建投融资平台”地方政府国有资产管理平台等纷纷加快金融一体化步伐，成立金控公司

图4：中国金控模式发展阶段



数据来源：国务院、央行、银保监会、广发证券发展研究中心

截至目前，已有**非银金融控股**的中信/光大/平安；**银行系**的中银国际/建行；**产业基本控股**的招商局集团/中航资本；**国有资产投资平台**江苏国信/上海国际集团；**民营财团**的明天系/大家系/复星系/泛海系等金融集团。经历10余年的发展探索，已初步积累关于金控公司的监管经验。

表 3：中国目前的较大金融控股集团

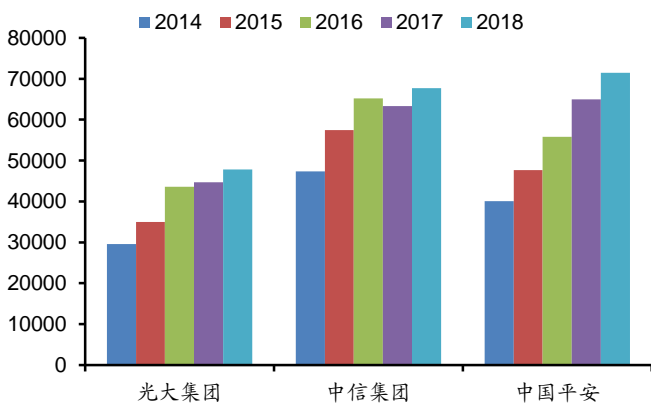
所属类别	金融集团	银行	证券	基金	信托	保险	所属类别
非银金融控股	中信集团	中信银行	中信证券	中信资管、华夏基金	中信信托	中信保诚人寿	非银金融控股
非银金融控股	光大集团	光大银行	光大证券	光大金控资管、光大金瓯资管	光大信托	光大永明人寿	非银金融控股
非银金融控股	中国平安	平安银行	平安证券	平安资产管理、平安基金	平安信托	平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险	非银金融控股
银行系	中国银行	中国银行	中银国际证券、中银国际控股	中银香港资产管理、中银基金管理	-	中银保险	银行系
银行系	中国建设银行	中国建设银行	建银国际控股	建信基金管理	建信信托	建信人寿保险	银行系
产业资本控股	招商局集团	招商银行	招商证券	博时基金管理、招商局创新投	-	招商局仁和人寿	产业资本控股

				资产管理、招商平安资产管理			保	
产业资本控股	中航资本	-	中航证券	-	中航信托	中航安盟财产保 险	产业资本控股	
国有资产投资 平台	江苏国信资产 管理集团	-	-	博腾国际投资贸易	江苏省国际信托	恒泰保险经纪	国有资产投资平 台	
国有资产投资 平台	上海国际集团	浦发银行、上海农 商银行	国泰君安、上 海证券	华安基金、上投摩根基金管理、 国际资产管理、上国投资管理、 赛领资本、金浦投资、国和投 资、科创基金、国防母基金	上海信托、国利 货币	太平洋保险	国有资产投资平 台	
民营金融机构	明天控股	泰安市商行、潍坊 银行、包商银行、 沈阳农商行、广东 华兴银行、哈尔滨 银行HK	恒泰长财证 券、新时代证 券、国盛证券、 恒泰证券HK	新华基金、融通基金、江信基 金	新时代信托、新 华信托、中江国 际信托	华夏人寿、天安 财险、易安财险、 天安人寿	民营金融机构	
民营金融机构	海航集团	营口沿海银行	联讯证券	-	渤海国际信托	新光海航人寿、 渤海人寿、华安 财险	民营金融机构	
民营金融机构	大家保险集团	-	-	-	安邦资产管理	安邦人寿、大家 财险、安邦养老	民营金融机构	
民营金融机构	复星集团	浙江网商银行	德邦证券	德邦基金		复星保德信人寿 保险、永安财险	民营金融机构	
民营金融机构	泛海控股	-	民生证券	-	民生信托	亚太财险	民营金融机构	

数据来源：各公司官网、广发证券发展研究中心

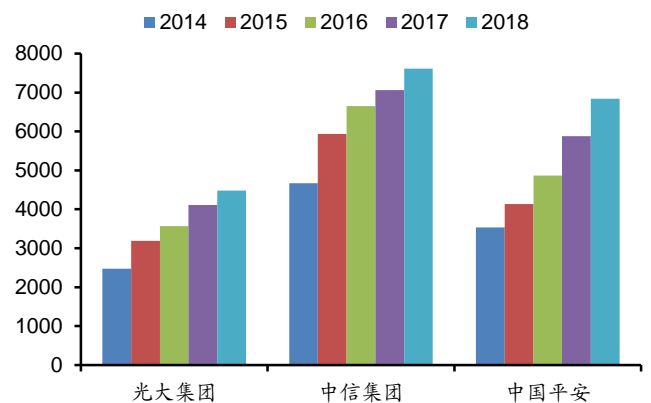
其中规模较大的中信集团、中国平安、光大集团都已经形成初步的资本积累，在资产规模与利润规模上相较于其它单一金融机构均较为领先。

图5：光大集团/中信集团/中国平安总资产规模(亿)



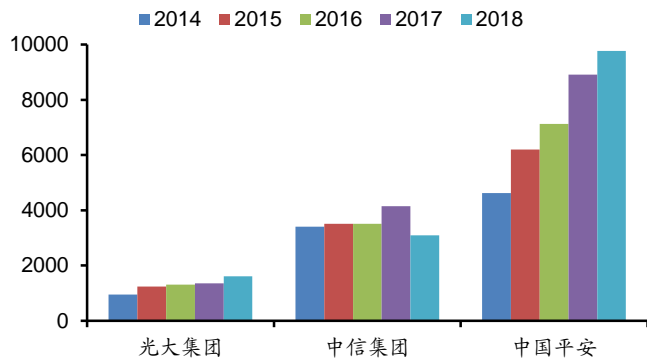
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：光大集团/中信集团/中国平安净资产规模(亿)



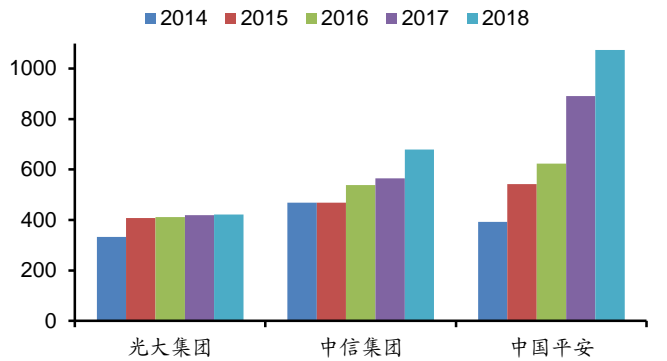
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7: 光大集团/中信集团/中国平安收入规模(亿)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 光大集团/中信集团/中国平安净利润规模(亿)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3) 金融混业与金控模式已多次提及

我国近年来多次提及持续推动金融控股公司监管办法的制定, 在金控集团初探以及对外开放都已落地的如今, 推出金控公司经营模式或已到临界点。

2018年1月25日, 银监会召开2018年全国银行业监督管理工作会议, 安排部署2018年工作。十方面工作中第七条提出: “清理规范金融控股集团, 推动加快出台金融控股公司监管办法。”

2018年2月14日, 央行在发布2017年四季度中国货币政策执行报告中指出, 将“继续推动出台金融控股公司监管规则, 明确市场准入、公司治理、资本充足、关联交易等监管要求, 探索完善相应的监管机制。”

2018年3月6日, 全国政协委员提交了《关于制定出台金融控股公司监管办法的建议》的提案。提案指出, 加快金融控股公司监管立法, 明确人民银行对金融控股公司的监督管理职责, 抓住问题突出金融控股公司分类施策, 以资本金来源和防止不当关联交易为重点, 加强对股东的穿透监管, 切实防范金融控股公司风险。

2019年3月28日, 中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过了《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》。

2019年7月26日中国人民银行发布《金融控股公司监督管理(征求意见稿)》, 标志着我国开始搭建起对金控公司的全面系统性监管框架; 规范型的金融控股公司发展已至拐点。

大金控模式有望助力券商、银行、保险等业务发展更上一阶

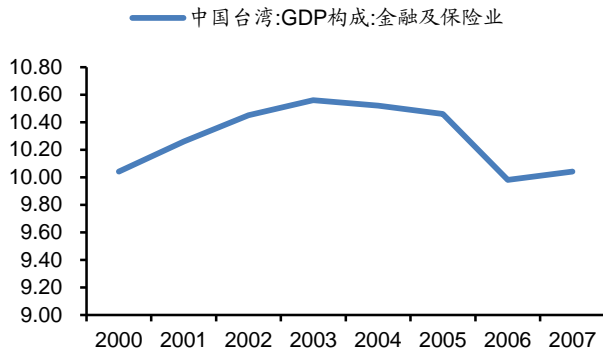
台湾经验显示: 金融控股公司模式发展有利于提升金融业整体质量

20世纪初, 台湾地区为应对对外开放带来的外资竞争以及内资金融机构恶性竞

争格局分散的情况，进行金融体制改革，2001年通过并实施《金融控股公司法》推动大型综合金融集团的形成，提高岛内金融机构竞争力。

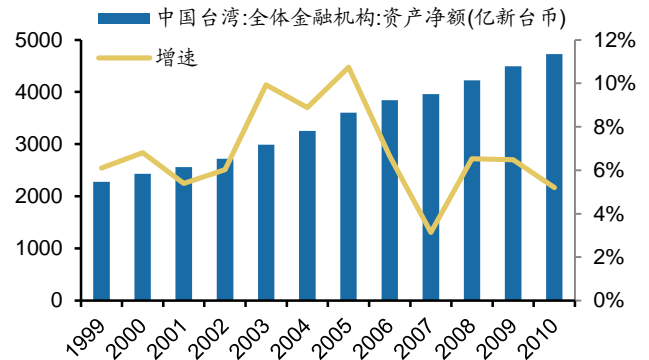
自推行以来，台湾金融行业整体发展质量不断提升，岛内银行业、证券业各自过度竞争态势被有利缓解，金融机构经营质量不断提升，证券业资产收益率有2000年的0.68%提升至2004年的3.16%，净资产收益率由1.63%提升至7.41%。

图9：台湾金融业贡献GDP比重不断上升



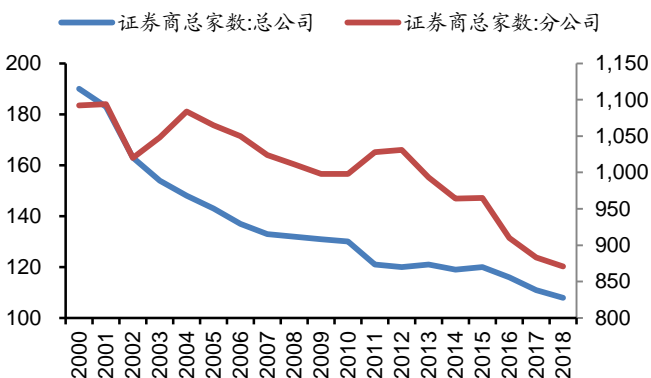
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：金控出台后金融机构整体发展加速



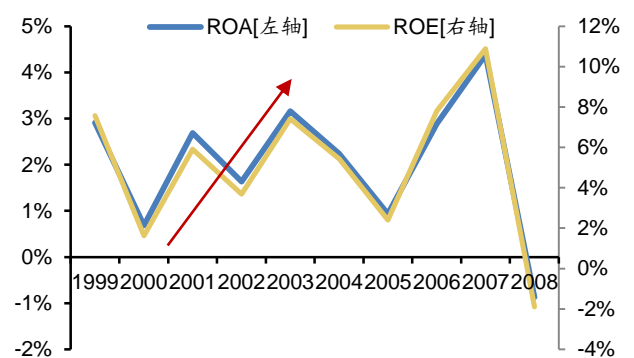
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：台湾券商数量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：台湾证券业ROA和ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

背靠金控系的龙头公司有望通过协同效应实现集中度提升

目前台湾地区本土的54家券商中，按净资产净利润等指标划分排名在前十的均为综合型券商。目前按净资产排名最大的券商当属：元大（元大金控）、凯基（开发金控）、富邦证券（富邦金控）；均属于金控系券商的范畴。

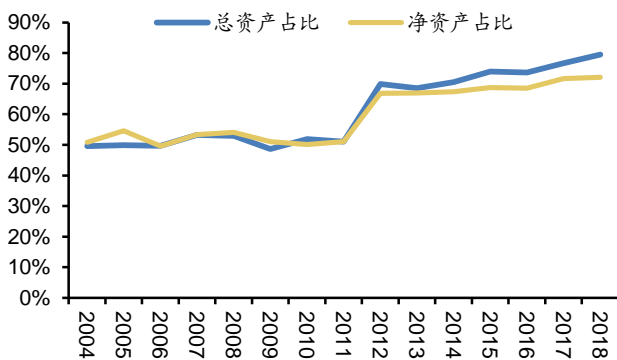
表 4: 大综合性券商以金控系券商为主

券商名称	2018 年净资产 (亿新台币)	2018 年净利润 (亿新台币)	净利润占行 业比	净资产排名	净利润排名	背靠金控
9800 元大	954.39	97.76	39.05%	1	1	元大金控
9200 凯基	584.19	7.83	2.78%	2	8	开发金控
9600 富邦	354.33	23.68	8.40%	3	3	富邦金控
9100 群益金鼎	330.19	10.05	3.56%	4	7	无
1160 日盛	269.96	25.50	9.04%	5	2	日盛金控

数据来源: 台湾金管会、银行局, 广发证券发展研究中心

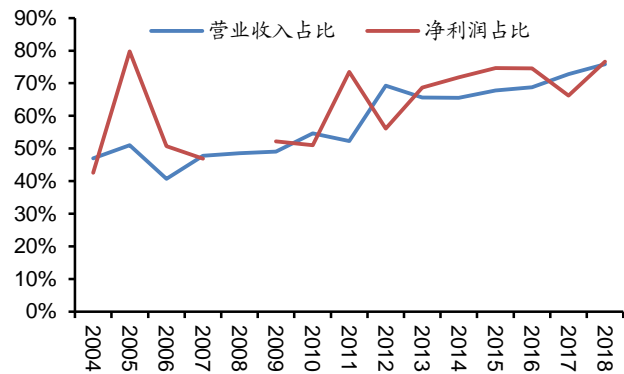
注: 2018 年 54 家券商未全部展示, 仅列示了 TOP5

图 13: 金控系券商资产占比不断提升



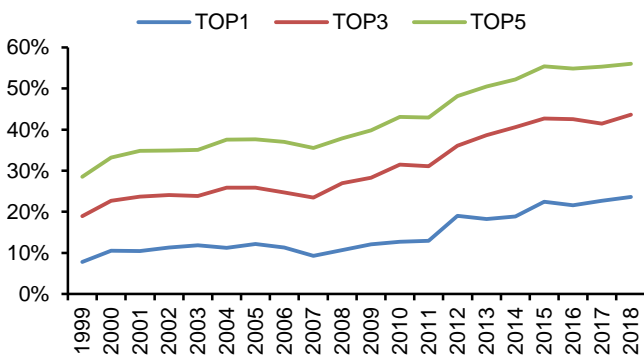
数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

图 14: 金控系券商利润占比不断提升



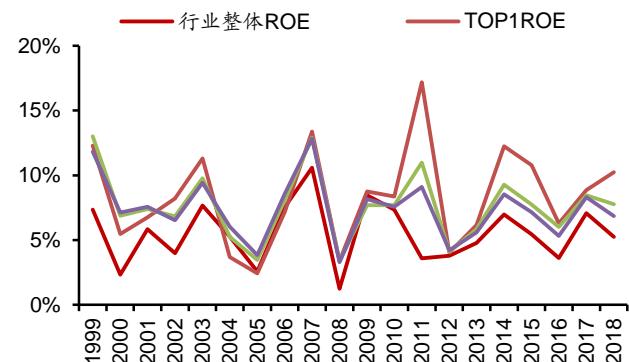
数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

图 15: 券商市场集中度 (从总资产占比看)



数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

图 16: 台湾券商 ROE

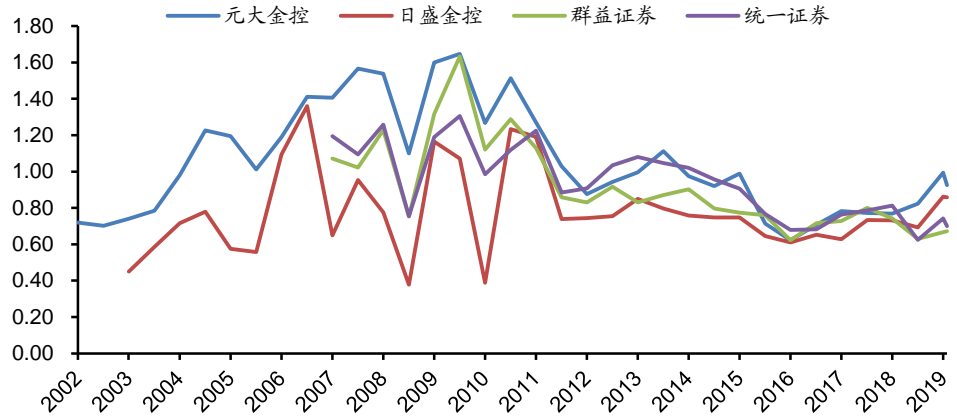


数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

台湾经验显示, 龙头证券公司有望通过与其背后金控集团的其它子公司形成协同效应, 实现业务高速发展; 未来行业集中度有望持续提升, 盈利能力分化, 金控系龙头券商资本收益率增强。对于上市证券公司而言, 金控系券商相对于单一券商

亦能获得一定估值溢价。

图17: 台湾以券商为主体的金控公司相对非金控系综合型券商享受估值溢价



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

推荐背靠头部金控集团, 未来创新业务有望实现战略发展的龙头券商: 中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、以及已初步具备规模优势及良好组织架构的中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)。

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股 (USD)	摩根士丹利	MS.N	44.87	4.73	4.99	5.13	9.49	8.99	8.75	1.05	1.00	0.94
	高盛集团	GS.N	219.98	25.53	26.57	28.16	8.62	8.28	7.81	1.02	0.95	0.90
港股 (HKD)	友邦保险	01299.HK	84.20	1.68	3.77	4.34	50.12	22.33	19.40	3.34	2.92	2.57
	中国太平	00966.HK	21.80	1.81	2.61	3.19	12.98	5.78	5.02	0.86	0.75	0.67

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

风险提示

主要风险点在于: 1) 金控集团大规模增加带来的监管和经营风险; 2) 金融机构的内部风险控制不完善风险; 3) 集团内部关联交易与高杠杆操作等财务风险。

对于证券行业而言, 混业初期银行系保险系等已初步形成混业模式的集团或自建或收购扩展证券业务版图, 行业竞争或将进一步加剧。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。