

证券研究报告·行业深度

“金融平台公司”系列深度研究之六—— 金融平台如何从建立到强大

三阶段模型构架，指导金融平台公司发展

在多重推动力下，近年来我国金融平台公司纷纷建立，但快速发展的背后是管理层对金融平台公司作用与未来发展的疑惑。我们通过产融结合——融融结合——产融结合的三阶段模型构架从不同的层次重新阐述实体产业与金融的融合生态，力图给新兴的金融平台指明未来发展方向。

一阶产融结合，相互助力发展

实体企业发展金融产业的初衷多在于帮实体产业解决融资问题。而金融平台公司形成后，平台应该以此协调旗下实体产业与金融产业，通过实体产业为金融资产提供优质资源，待各金融牌照达到一定规模，反哺实体产业。从简单的融资工具到产融结合相互助力应该成为其未来的重要发展方向。

二阶融融结合，建立生态闭环

在产融结合到达一定阶段后，各壮大的金融牌照将不再满足于平台下实体产业及其上下游利益相关者所带来的业务量。通过建立资源平台、提供一站式产品服务、建立生态闭环、打造品牌效应等方法，在产融结合继续强化的同时，推进各金融牌照之间的融融结合，为平台发展增添新动力。

三阶产融结合，资本整合产业

而随着金融平台公司内各金融资产经过融融结合发展壮大，仅仅依靠金融中介所带来的业务规模将难以满足金融产业和金融平台公司的持续发展需求。第三阶段产融结合的重心在于结合外部实体产业，向外拓展金融平台公司组织边界，以资本的力量整合产业，用自身的金融工具促进行业升级。并完善母公司治理结构，战略职能上移，建立管控委员会，将平台打造成以金融为锁链的大型国际财团。

非银行金融

维持

买入

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理 王舫朝

wangfangzhao@csc.com.cn

010-85130350

发布日期：2017年4月21日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|-------------------------------------|
| 17.04.17 | 4.10-4.14 非银金融周报—进可攻退可守的非银，值得拥有 |
| 17.04.10 | 【中信建投非银周报 4.10】IFRS9 中国版落地，金融监管再落一子 |
| 17.04.04 | 3.27-3.31 非银金融行业周报-低估值绩优非银有望随雄安起飞 |

请参阅最后一页的重要声明



目录

| | |
|------------------------|----|
| 现阶段金融控股平台问题 | 1 |
| 一阶产融结合，相互助力发展 | 2 |
| 实体产业推动金融资本聚集 | 2 |
| 金融产业助力实体业务融资 | 4 |
| 重视风控管理 | 7 |
| 金融平台公司的风险识别 | 7 |
| 完善董事会治理结构 | 7 |
| 建立分级的风险管理结构 | 7 |
| 建立防火墙 | 9 |
| 二阶融融结合，建立生态闭环 | 10 |
| 建立资源平台 | 10 |
| 各牌照下产品协同 | 10 |
| 提供一站式产品服务 | 10 |
| 提供企业全生命周期金融服务 | 11 |
| 金融牌照互动，相互促进发展 | 12 |
| 使用多牌照提升抗周期能力 | 14 |
| 打造品牌效应提升资本实力 | 15 |
| 进行市场化增添公司活力 | 16 |
| 分拆上市 | 16 |
| 股权激励 | 16 |
| 三阶产融结合，资本整合产业 | 17 |
| 以金融为核心，打造产业航母 | 17 |
| 统一战略规划 | 19 |
| 优化管理与控制方式 | 19 |
| 强化财务管理 | 19 |
| 专注投资与资产管理，明确平台作用 | 19 |
| 把控资产配置，调配产业模块发展 | 20 |



图表目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 部分金融牌照开展业务的规模要求 | 3 |
| 表 2: 各金融牌照资本管理要求 | 9 |
| 表 3: 2016H1 平安集团核心金融业务间客户迁徙人次达 760 万人 | 11 |
| 表 4: 日本六大财团产融结合结构 | 17 |
| 图 1: 部分转型金控公司所在行业净利润增速下滑 | 1 |
| 图 2: 银行对企业发放的新增贷款放缓 | 1 |
| 图 3: 金融平台公司发展三阶段模型构架 | 2 |
| 图 4: 2016 上半年东兴证券营业收入占比 | 4 |
| 图 5: 东兴证券资管+另类投资与规模相近券商比较 | 4 |
| 图 6: 信达证券各项业务营业收入结构 | 4 |
| 图 7: 信达证券资管业务规模与行业比较 | 4 |
| 图 8: 各金融牌照对实体产业支持方向 | 5 |
| 图 9: 保险资金运用较借贷有成本优势 | 5 |
| 图 10: 保险资金运用领域的各项余额 | 5 |
| 图 11: 普路通应收账款周转率逐年下降 | 6 |
| 图 12: 瑞茂通为上下游保理应收账款余额快速增长 | 6 |
| 图 13: 投资基金与 REITS 加速项目退出方式 | 6 |
| 图 14: 瑞士信贷银行集团风险管理组织架构 | 8 |
| 图 14: 平安金融一账通服务模式 | 11 |
| 图 15: 平安金融一账通注册用户数快速增加 | 11 |
| 图 16: “客户-平台-资产”生态闭环 | 12 |
| 图 17: 四大牌照互动方式 | 12 |
| 图 18: 安联集团净利润快速增长 | 13 |
| 图 19: 德累斯顿银行银保渠道新增客户速度加快 | 13 |
| 图 20: 银行背景主要信托公司单一信托占比与行业比较 | 14 |
| 图 21: 银行背景主要券商承销保荐收入占比与行业比较 | 14 |
| 图 22: 摩根大通投行与银行业务协作关系 | 14 |
| 图 23: 银行业与证券业净利润变化率对比 | 15 |
| 图 24: 新增人民币贷款与信托贷款占社融比例变化率 | 15 |
| 图 25: 2016 年前 10 大网贷平台成交量 | 16 |
| 图 26: 三井财团产商融结合方式 | 18 |
| 图 27: 综合商社助力丰田汽车发展 | 18 |
| 图 28: 瑞穗控股组织结构 | 19 |



现阶段金融控股平台问题

现阶段，在新兴行业发展亟需多元金融提供支持；我国对金融平台公司发展的监管较为宽松，金融业综合经营试点推进加强；企业的金融需求呈现多元化的趋势，社会金融服务需求多元化；国企改革浪潮推进，资产证券化溢价明显；民营资本传统主业净利润增速下滑明显，投资金融行业寻求增加收益来源；银行等传统金融机构收紧对企业贷款发放，民营资本布局金融业加强融资支持等多重驱动因素下，金融控股平台纷纷设立。

图 1：部分转型金控公司所在行业净利润增速下滑

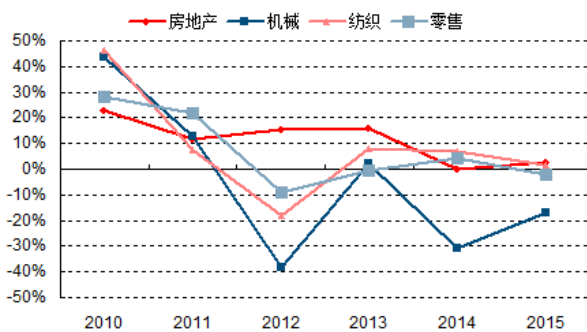
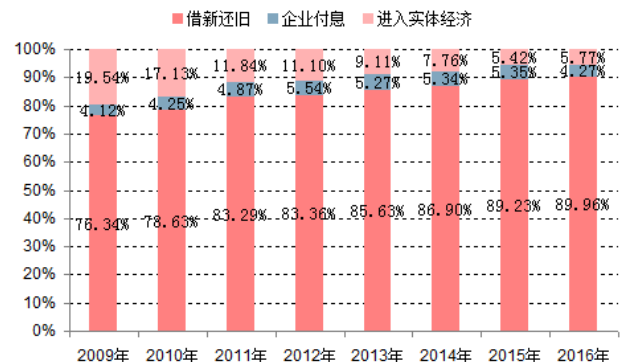


图 2：银行对企业发放的新增贷款放缓



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

近年来金融平台公司层出不穷、蓬勃发展，但金融控股公司的多元化经营战略和综合服务等优势，要通过子公司各项金融业务的良好整合才能反映出来，否则公司不但不能获得发展反而会加剧公司的经营风险。西方发达经济体的金融控股脚步已经走过上百年，内部资源整合已经日益完善成熟，而我国金融平台公司才刚刚上路，无论是从数量还是从质量上来讲，我们距离先进的模式还相去甚远，中国在打造金融平台公司的道路上还有很长的路要走，在前进的道路上，会出现很多难以避免的问题。

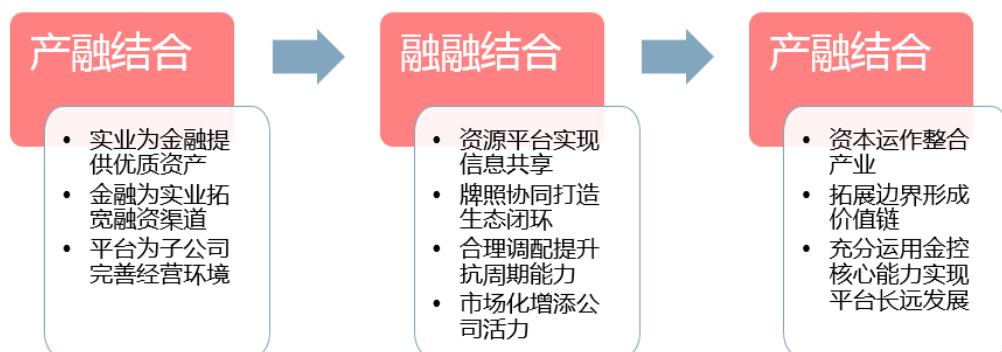
从金融平台公司与子公司关系层面，目前的资本结合，多出于企业富余资本追逐经济利润、扩大经营领域和规模、单方面的、即期盈利的需要，缺乏长远的一体化经营机制设计，表现出不成熟。平台对子公司的经营管理和人力资源整合还停留在表层，子公司无法共享客户资源，在日常运行时存在利益目标上的冲突、不成系统，使这种结合没有形成自身的集团化，管理效率低下。

从平台下的各子公司关系层面，目前产融结合的形式比较机械、松散，大部分还是停留在拼盘式的结合之中，参与结合的资本，尤其是金融资本，其本身的实力并不强，大多数子公司只对目标客户开展单一业务，并没有与其他子公司携手合作对客户的需求展开重点分析，开展综合业务。各子公司间缺乏深层次的交叉渗透，没有形成有机体。更为糟糕的是，面对目标客户，子公司之间还可能出现彼此竞争的局面，强势的子公司在对目标客户的争抢中，往往占据上风，造成子公司强者越强，弱者越弱，不利于公司总体发展。

金融平台公司建立后，最关键的问题在于如何利用手中的金融牌照，实现平台内部资源协同与整合，将手中的一幅好牌打的漂亮。在设立初期，金融平台公司旗下的实体产业与金融产业必须形成产融结合，实现相互助力共同发展；子公司逐渐壮大后，各金融牌照之间必须形成融融结合，依托各自优势，形成生态闭环；金融平台公司发展达到一定阶段后，企业必须向外拓展边界，再次形成更高层面的产融结合，将金融平台公司核心的资本运作和金融工具运用能力投入到实体，整合产业、打造价值链，实现金融平台公司的长期良性发展。我们

遵循这种产融结合——融融结合——产融结合的三阶段理论构架从不同的层次重新阐述实体产业与金融的融合生态，力图给新兴的金融平台指明未来发展方向。

图 3：金融平台公司发展三阶段模型构架



资料来源：中信建投证券研究发展部

一阶产融结合，相互助力发展

金融平台公司四大类型中，地方政府组建的国有资产投资平台和产业资本控股的金融平台公司都带有实体产业，且大多以实体产业为核心，资产规模与利润贡献都较大。这类企业发展金融产业的初衷多在于帮实体产业解决融资问题。而金融平台公司形成后，更多金融工具的加入将为企业提供更角度多层次的金融工具，平台应该以此协调旗下实体产业与金融产业，通过实体产业为金融资产提供优质资源，待各金融牌照达到一定规模，反哺实体产业。从简单的融资工具到产融结合相互助力应该成为其未来的重要发展方向。

实体产业推动金融资本聚集

在金融平台公司建立初期，其金融产业大多在同行业中竞争力并不靠前或各牌照发展十分不均衡，而根据三会相关规定，各金融牌照开展旗下不同新业务有着不同的公司规模与盈利要求。在这种情况下，发展程度不够的金融产业很难充分发挥其对实体产业的支持作用。在金融平台公司建立之初，实体产业应更多的支持金融产业，使实体产业成为旗下金融产业的优质资产，帮助其完成金融资本的聚集，做大做强。

表 1：部分金融牌照开展业务的规模要求

| 时间 | 机构 | 政策文件 | 政策要求 |
|---------|-----|-----------------------------|---|
| 2003-12 | 证监会 | 《证券公司客户资产管理业务试行办法》 | 证券公司从事客户资产管理业务，净资本不低于人民币 2 亿元 |
| 2006-07 | 证监会 | 《证券公司风险控制指标管理办法》 | 证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务中两项及两项以上的，其净资本不得低于人民币 2 亿元 |
| 2014-02 | 证监会 | 《期货公司风险监管指标管理办法》 | 期货公司开展业务净资本不得低于人民币 1500 万元 |
| 2004-04 | 保监会 | 《保险资产管理公司管理暂行规定》 | 保险公司设立资产管理公司净资产不低于 10 亿元人民币；总资产不低于 50 亿元人民币 |
| 2007-07 | 保监会 | 《保险资金境外投资管理暂行办法》 | 保险公司开展境外投资实收资本和净资产均不低于 1 亿元人民币或者等值的自由兑换货币 |
| 2010-09 | 保监会 | 《保险资金投资不动产暂行办法》 | 保险公司投资不动产上一会计年度盈利，净资产不低于 1 亿元人民币 |
| 2013-05 | 保监会 | 《保险公司业务范围分级管理办法》 | 财产保险公司增加一项基础类业务应增加不少于人民币两亿元的注册资本；人身保险公司申请全部基础类业务注册资本不得低于人民币十五亿元 |
| 2015-07 | 保监会 | 《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》 | 保险公司投资单一蓝筹股票需在境内主板发行上市，市值不低于 200 亿元人民币 |
| 2016-11 | 保监会 | 《关于进一步加强养老保障管理业务监管有关问题的通知》 | 开展养老保障管理业务的养老保险公司和养老金管理公司注册资本不得低于 5 亿元人民币 |
| 2005-01 | 银监会 | 《金融机构信贷资产证券化监督管理办法》 | 信托公司担任特定目的信托受托机构注册点，资本不低于五亿元人民币，并且最近三年年末的净资产不低于五亿元人民币 |
| 2007-02 | 银监会 | 《信托公司集合资金信托计划管理办法》 | 开展集合资金信托计划的信托公司最近年度提足各项损失准备后净资产不低于 3 亿元人民币 |
| 2016-07 | 银监会 | 《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》 | 从事综合类理财业务的商业银行资本净额不低于 50 亿元 |

资料来源：中信建投证券研究发展部

地方性金融平台公司往往由地方政府推动建立，控制地方优质的资产端，在政商关系的扶持下具有资产端业务开发和议价的能力，如地方性 AMC 公司，以较低成本掌握了区域内大量待处置不良资产；而产业资本的金融平台公司本身已拥有强大的实体产业基础，并且实体产业已得到很好发展，在行业内拥有较强话语权。以上这些实体产业在金融平台公司中可以为金融子公司提供大量优质资产，协助其完成资本积累，以实现各牌照快速发展。

2014 年以来，我国进入新一轮商业银行不良贷款爆发期，AMC 行业迎来万亿市场空间。东兴证券作为 AMC 系唯一上市券商，受益于母公司东方资管 AMC 业务的快速扩张，通过寻找非标资产项目和分层设计来合作，资产管理和另类投资两项业务得到了迅速发展。在不良资产批量收购阶段，公司资管产品可以参与到东方资管的结构化收购当中，另外，就部分优质的不良资产包，东兴证券有望利用自有资金参与其中，获取高额稳定收益；在不良资产处置阶段，集团 AMC 项目的资产重组、并购等投行业务也会向东兴倾斜。在母公司助力下，东兴证券在另类投资和资产管理领域完成弯道超车，占营业收入比重高达 21.04%，大幅领先其他规模相近的券商，4 年来营业收入从 18.88 亿增长至 53.57 亿，总资产从 206.72 亿长增长至 731.81 亿，实现了快速发展。

图 4：2016 上半年东兴证券营业收入占比

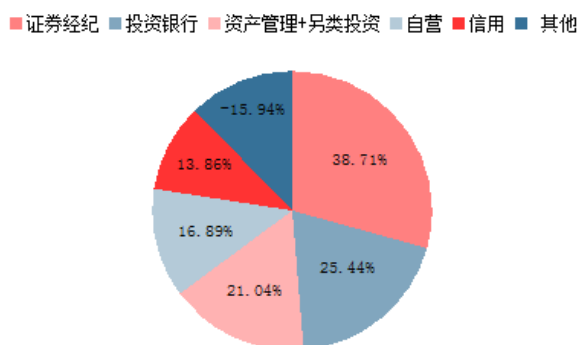
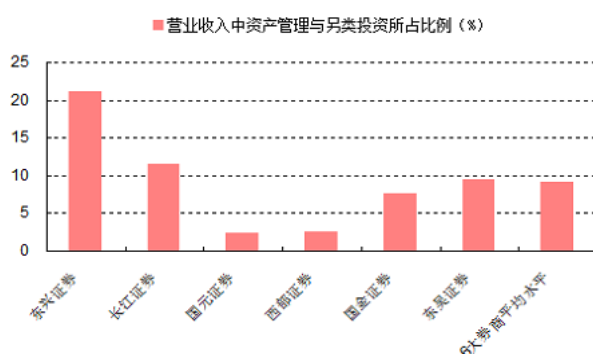


图 5：东兴证券资管+另类投资与规模相近券商比较



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

跟多数券商不同，信达证券由于大股东信达资产管理公司的背景，一成立就把资管业务作为重点发展业务，在 2015 年营业收入中占比 18.35%，仅次于经纪业务。资管业务规模始终远超行业平均水平，且从 2012 年的 0.79 亿元到 2015 年的 10.23 亿元，年平均涨幅接近 300%。在拿到资管资格两年时间，就跻身行业第一阵营，资管业务规模 2014 年排在第 7 位，2015 年为第 11 位。

图 6：信达证券各项业务营业收入结构

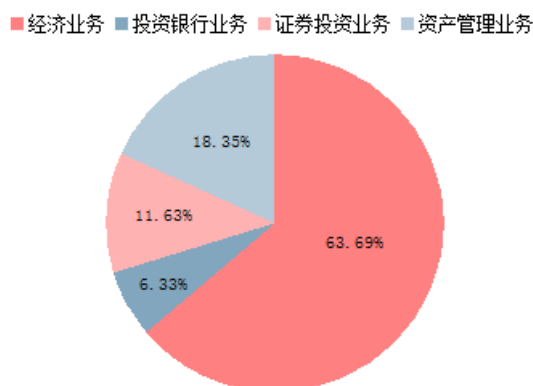
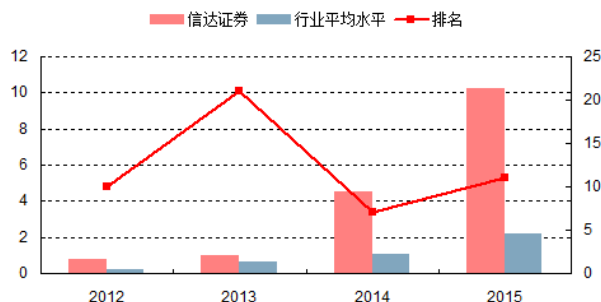


图 7：信达证券资管业务规模与行业比较



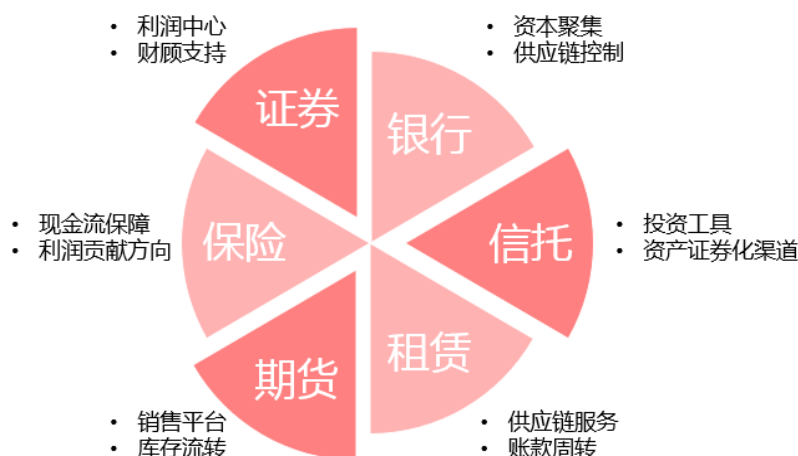
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

除此之外实体产业相较于金融产业可以提供更加稳健的收入，且具有很好的保值价值，为盈利波动较大的金融产业提供有力的支撑。而实体产业带来的品牌效应又可通过金融平台公司传导至金融产业，帮助其迅速建立良好的声誉与可信度，争取到更多的客户资源。

金融产业助力实体业务融资

科斯在《企业的性质》一文中提到：交易费用决定了企业的存在，企业采取不同的组织方式最终目的也是为了节约交易费用。强大的金融牌照体系正为实体产业提供了较低的资金成本，将实体产业的投融资需求在内部金融业务中消化，融资成本利润化，获得更多元、稳定、长期、低成本的资金，减少消息不对称带来的成本与风险。当金融平台公司下各金融牌照形成一定规模，平台便可利用多元化的金融工具使金融产业反哺实业，实现协同发展。

图 8：各金融牌照对实体产业支持方向

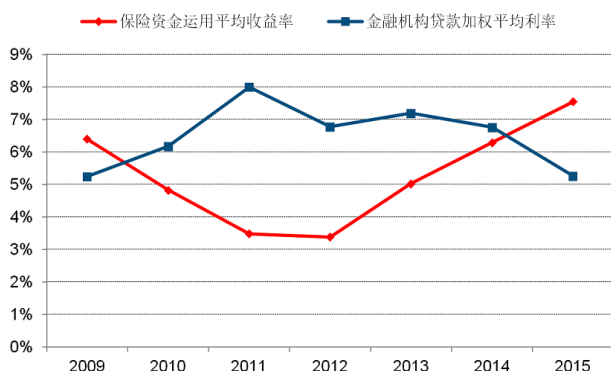


资料来源：中信建投证券研究发展部

商业银行在调配资金，整合资本资源方面的优势，决定了商业银行在金融业的核心地位，信贷关系内部化，对于贷款人的评估等交易费用大幅降低，实体产业的财务费用变为商业银行的营业收入，进而转变成平台的利润。矿产农产为核心的金融平台公司，旗下的期货公司成为其产品的交易平台，增加销量，减少库存，国内的五矿集团中粮集团等通过其下设的期货公司，加快了产品周转速度。

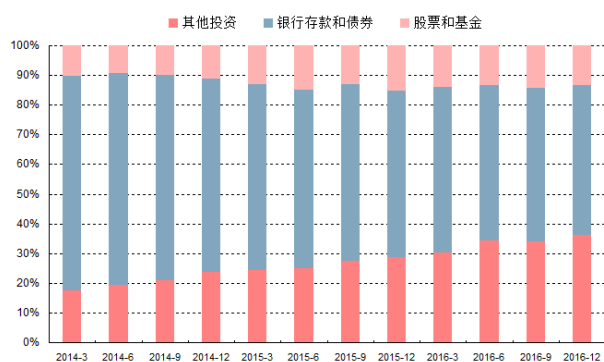
证券公司相对利润丰厚，但更为重要的是，实体产业存在着大量直接融资和产业整合需求，如配股承销、股权受让、兼并收购等，证券公司在这些活动中可以为实体产业提供必要的业务支持与财顾辅导。保险业资产规模庞大，现金流稳定，可成为实业子公司长期稳定的低成本资金来源，输血能力强。随着近年来保险对股权标的投资的不断完善，近年险资投资于实业比例由 13 年 17% 上升至 16 年 36%（其他投资），保险牌照将为金融平台公司丰富投资渠道，贡献更多利润。

图 9：保险资金运用较借贷有成本优势



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图 10：保险资金运用领域的各项余额



产融型银行与信托公司通过对上游供应商与下游分销商的贷款，以供应链金融对整条产业链进行整合与控制，获得有效的市场需求以及产业链企业的生产能力、业务规模等信息，对产业链企业的信贷规模进行合理的分配，从而可以加强实业分公司对供应链的控制，掌握全产业链条的主动权。如昆仑银行的石油产业链贸易融资业务，为中石油能源项目提供发展资金，紧紧围绕产业链客户发展对公业务，保证中石油掌握产业链企业发

展的金融需求和所在市场环境的变动，通过金融手段加强了对供应链的把控能力。

大型设备制造或分销为核心的金融平台公司，旗下的融资租赁公司可以提供供应链金融服务，将实业分公司的应收账款转化为融资租赁分公司的业务资产，加快回款速度的同时为金融板块提供优质项目；旗下商业保理公司对上下游进行应收账款周转，增加客户粘性，建立长期稳定合作关系。普路通应收账款增长迅速，2015 年达 8.78 亿，周转率连年下降，15 年末增资旗下融资租赁公司前海瑞泰，以望加强应收账款管理，并加速公司在医疗器械分销领域的布局。瑞茂通成立保理公司受理煤炭贸易中上下游公司的应收账款保理，在煤炭行业不景气的大环境下逆市迅速发展，受让余额由 1.8 亿元增长至 80.6 亿元，年复合增速高达 255.1%，以金融手段绑定了大量产业链内企业。

图 11：普路通应收账款周转率逐年下降

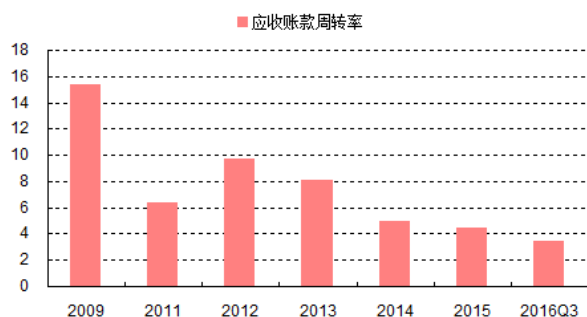
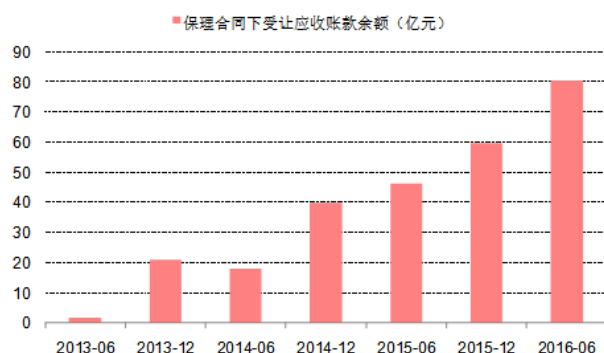


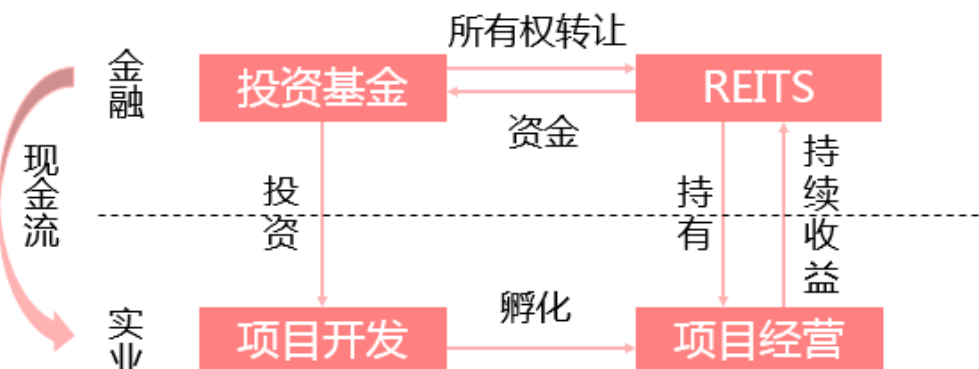
图 12：瑞茂通为上下游保理应收账款余额快速增长



资料来源：wind，公司年报，中信建投证券研究发展部

项目建设导向为核心的金融平台公司，旗下的多种牌照不仅可以项目特点定制融资方案，并可通过其证券子公司、信托子公司等平台的资本市场功能，加速项目退出。例如越秀集团将项目通过 ABS 或 REITS 进行资产证券化，从拿地到退出都通过金融工具融资，迅速回款，并将收入投入下一个项目中，用这种轻资产合作模式在保持较低负债率的同时用较大的资金杠杆拿到优质的土地，提高了资金周转。

图 13：投资基金与 REITS 加速项目退出方式



资料来源：中信建投证券研究发展部

对于地方性金融平台公司而言，区域内新兴行业发展也急需多元金融提供支持。从产业转型升级和产融结



合的角度来看，地方金融牌照提供的多元金融可以对地方产业转型升级起到重要的支持作用。推动地方产业实现规模与效益的扩张，提升产业竞争力。

重视风控管理

金融业发展到当前阶段，严格的分业经营、分业监管模式正向混业经营、双层监管模式不可逆的过渡，以金融平台公司为代表的混业经营模式，将起到增强金融系统的“内在稳定”，降低金融风险，提高金融资源利用效率和金融运行质量，提高金融机构竞争力等作用。但与此同时，风险把控就必须成为金融平台公司生存发展的核心竞争力，金融行业的高风险要求金融平台公司必须建立起一套有效的风险控制机制，使得各子公司间在统一的风控管理体系下进行合理的业务协同，避免风险的内部传导，合理安全的实现协同效应。

金融平台公司的风险识别

金融平台公司整合了银行、保险、证券、信托等多种金融业务，其风险结构呈双层树形特征：在子公司层面存在着汇率风险、利率风险、信用风险、市场风险、流动性风险等一般性风险，这类风险由金融平台公司具体的子公司业务结构决定，其机理与分业状态下的单一金融机构没有本质区别。

因金融平台公司自身特有的复杂的组织结构，在集团层面存在特殊性风险，主要包括财务杠杆风险、利益冲突风险、内部交易风险和组织结构风险。其中，财务杠杆风险是指金融平台公司通过母子公司形式，运用较少的资金控制更多的资产，形成多重财务杠杆风险。利益冲突风险是指金融控股集团在为客户服务时，在内部机构与内部机构之间、机构与客户之间发生利益冲突时，可能会利用信息优势损害客户利益。内部交易风险是指金融控股集团的总部、子公司及关联企业之间存在的协同效应可能会演变为内部交易风险，粉饰财务报表、掩饰实际交易关系，形成风险传递通道。组织结构风险是指金融控股集团由于涉及多个公司、多种金融业务的特殊组织结构而在系统内聚集的风险。

完善董事会治理结构

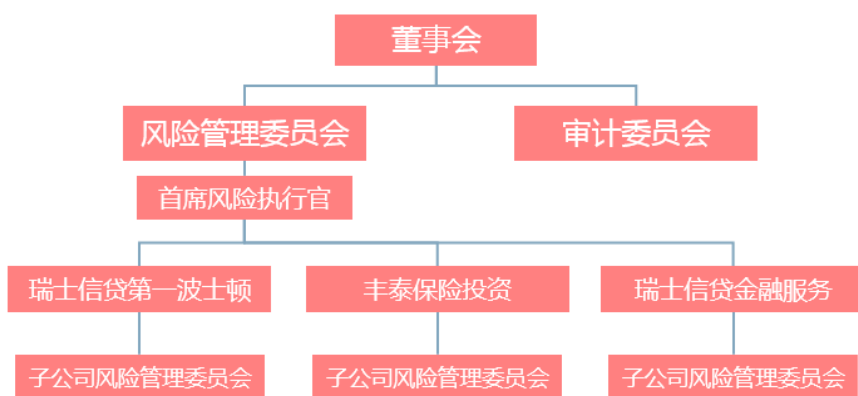
金融平台公司董事会治理结构是否科学，是决定其能否发挥作用的重要因素。在国际先进金融控股公司中，董事会的独立性相当高，外部董事占大多数，集团公司内部的执行董事只占少数。如花旗集团董事会共有 18 名董事，其中 15 人来自集团外部，3 人来自集团内部；汇丰集团董事会有 21 名董事，其中 14 人来自集团外部。这些外部董事一般都是美国知名大型企业的首席执行官或著名大学的教授，拥有很深的专业造诣和较高的社会地位，这样的身份也就保证了他们在制定决策时能以积极、客观的态度进行，从而在最大限度上保证（1）董事会行使权力的公正性，杜绝内部人控制现象的发生；（2）董事会中风险管理委员会的专业性，以督促集团与子公司谨慎经营。董事会作为集团公司风险管理的最高决策机关，对建立一个有效的内部风险管理系统负有最终责任，并将风险管理上升到发展战略的高度，通过制定中长期的经营战略和明确的风险管理政策，为经营者提供经营和管理的目标。

建立分级的风险管理结构

因为金融平台公司存在母子公司的双层树形风险特征，建立分层级的风险管理结构十分重要。这种不同级的风险管理部门职能定位不一样，如董事会负责制定总体的风险管理政策，并分配资本；而集团的风险管理部门则负责制定风险管理的标准和分配风险限额；子公司的风险管理部门则需要根据集团的统一规划，制定适合本公司风险特征的风险管理政策，并定期向集团汇报风险状况。在整个过程中，母公司和子公司的风险管理部门都要独立于经营机构，使其决策不受经营机构的影响。

以瑞士信贷为例，集团由控股母公司层面董事会制定全面风险管理指导意见，具体的风险管理指导、风险暴露和风险状况定期评估以及批准风险限额等工作则由其下属的风险管理委员会负责。当详细的风险管理策略制定完善以后，就由各子公司管理层根据各自的经营特点进行战略指导、监督和控制。在集团母公司层面的风险管理主要包括集团执行委员会制定集团总体风险管理的政策和战略的指导原则；委派子公司风险管理负责人；风险管理委员会和首席风险执行官审核和批准风险管理标准、程序和一般性原则；评估集团公司以及各子公司风险管理战略并监督其实行；以及建立和批准风险计量的标准。在各子公司管理层的风险管理包括资本配置与风险管理委员会在合并的基础上指导、监控子公司的风险管理；批准子公司的风险管理程序；就风险限额向子公司的董事会和风险管理委员会提出建议；在子公司范围内分配风险限额，并定期将各子公司的风险状况向风险管理委员会报告。

图 14：瑞士信贷银行集团风险管理组织架构



资料来源：中信建投证券研究发展部

强调资本管理

金融平台公司承担的全部风险损失包括预期损失和非预期损失。对其而言，真正的风险来源于非预期损失，因为预期损失以提取准备金的形式计入管理成本，并可以在金融产品的定价中得到补偿；而非预期损失则需要通过对风险的计量，最终由资本来弥补。国外领先的金融控股集团均对资本管理高度重视，早在 20 世纪 90 年代，美国花旗集团就开始探索建立以风险资本约束各类风险的新型风险管理方式，在与旅行者集团合并后，资本管理被运用到了更广泛的领域，并取得了可观的成果。

表 2：各金融牌照资本管理要求

| 牌照 | 监管部门 | 资本要求 |
|------|------|---|
| 银行 | 银监会 | 核心一级资本充足率不得低于 5%；一级资本充足率不得低于 6%；资本充足率不得低于 8%。 |
| 信托 | 银监会 | 不低于 2 亿元且不得低于各项风险资本之和的 100%，不得低于净资产的 40%。 |
| 金融租赁 | 银监会 | 资本充足率不得低于 8%，风险加权资产不得超过资本净额的 12.5 倍 |
| 货币经纪 | 银监会 | 现金资产或等值国债形式存在的资本金必须至少能够维持 3 个月的运营支出 |
| 贷款公司 | 银监会 | 资本充足率在任何时点不低于 8%，资产损失准备充足率不低于 100% |
| 券商 | 证监会 | 经营承销保荐、自营、资产管理业务中两项及以上的净资本不低于 2 亿元。 |
| 期货 | 证监会 | 净资本不低于 1500 万元；净资本与公司的风险资本准备比例不低于 100%；净资本与净资产的比例不低于 40%； |
| 保险 | 保监会 | 资本保证金存款存期不得短于一年，每笔金额不得低于人民币 1000 万元。 |
| 融资租赁 | 商务部 | 风险资产不得超过净资产总额的 10 倍 |

资料来源：中信建投证券研究发展部

资本管理是风险管理的核心，目标在于通过资本管理，使金融控股集团风险的增长与资本承受能力相适应。金融平台公司应（1）保证金融子公司的资本充足率，并按照各种金融牌照的业务风险特点配置相应的风险资本；（2）保证集团的整体风险暴露不超过集团资本账户和其他财务实力指标所能承受的范围，以保证整个金融平台公司的安全性和稳健性；（3）控制金融控股公司双重杠杆比率，即长期股权投资账面净值与所有者权益之比，避免母、子公司之间用内部股权投资等方式重复使用同一笔外来资金，造成集团公司内部资本层层虚增，保证风险增长与收益增长相协调。

建立防火墙

有金融平台公司的存在，就必定有内部交易行为的发生，金融平台公司正是凭借其内部公司间的合作来实现经营和财务上的协同效应，从而降低成本，提高效率。但同时，内部交易也是导致金融平台公司风险传递从而威胁其生存安全的最重要因素，是引发利益冲突、产生道德风险的主要原因，“德隆系”的颠覆就是一个典型例子。因此，在金融平台公司内部设立“防火墙”是十分必要的。

金融平台公司进行业务限制，建立各关联子公司间的风险防火墙，应（1）根据不同子公司的经营目标在子公司之间设立防火墙。例如银行子公司追求金融资产的安全性，注重清偿能力，证券子公司则多追求盈利性，业务风险相对较高，金融平台公司分类规范内部交易行为将更有针对性的增强内部交易透明度，限制不当关联交易；（2）根据实际需要，明确规定金融控股公司下的银行、证券、保险等子公司之间资金和业务的比例限制，各子公司必须有自己独立的资本金、财务考核制度、管理队伍；（3）对银行子公司向金融平台公司成员机构的贷款和其他信用延期方面进行严格的审查，防止银行因过度借贷或购买不良资产而直接承担起相关部门的风险，防止银行存款被挤提造成金融平台公司整体风险爆发；（4）金融平台公司与子公司之间以及不同子公司之间开展非股权投资交易，应当按照市场原则签订合同，进行经济性和合规性审核，严格控制经营风险。一次性交易达到一定金额应当向母公司书面报告。



二阶融融结合，建立生态闭环

在产融结合到达一定阶段后，各壮大的金融牌照将不再满足于平台下实体产业及其上下游利益相关者所带来的业务量，在产融结合继续强化的同时，外部客户的扩展需要金融平台公司推进各金融牌照之间的融融结合，为平台发展增添新动力。

建立资源平台

银行业、证券业、保险业和信托业等各牌照下子公司间有相当大的知识结构重合，可以共享证券公司强大研究所的部分研究能力，进行知识共享。各子公司也可共享客户资源，产品信息、业务关系、信息技术、资金流向等，完善平台内部资金调度和财务资源的共享，达到有效平抑各子公司利润水平，实现金融平台公司利润最大化的目的。

通过资源共享平台，金融平台公司可打通旗下各金融板块，财务资源和资金流动信息的共享可以使金融平台公司凭借其多元化的金融资源形成内部资本市场，完成内源融资，降低子公司之间资金的拆借成本，提高资金利用效率。人力资源的共享可以缩减相互重叠的部门来缩减支出，减少财务上的压力。摩根大通收购第一银行后就裁员 12000 人，占总数 7%，节约成本 22 亿美元；收购华盛顿互惠银行后又关停约 10% 的重叠分支机构，节约了 15 亿美元成本。

各牌照下产品协同

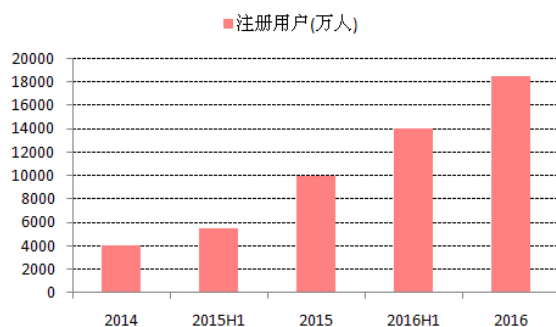
提供一站式产品服务

由于金融平台公司与各子公司实行的是控股公司系统管理，遵循的是法人相分离的原则，各子公司是具有法人地位相对独立的专业公司，各子公司都具有自己的牌照优势、人才优势、专业优势、再加上集团的规模经济优势，平台通过业务渠道嫁接，联动发展，可为顾客提供全金融产品的一站式优质金融服务，将各个牌照下的产品进行配置，提高产品附加值，并进行交叉销售，创造出在收益和风险配比上更具有吸引力和竞争力的产品，客户可根据自己的需求选择到满意的金融产品，减少客户的搜索成本、信息成本和交易成本。同时平台将保持成本控制领先，增加产品和业务创新的灵活性，并可有效展示出金融平台公司的品牌效应，开拓市场空间，分散经营风险。随着中国中产阶级快速崛起以及零售金融服务的提供明显不到位，“以客户为中心”、“以科技为驱动”的金融控股集团将能够捕捉到大量更有价值的高端客户。

图 14：平安金融一账通服务模式



图 15：平安金融一账通注册用户数快速增加



资料来源：平安投资者关系报告，中信建投证券研究发展部

平安集团通过金融超市将旗下各金融公司的产品统一展示，并通过一账通为各金融账户建立了统一入口，用户只需一个账户便可查询和管理自身在平安旗下的 9 大类金融和生活账户，并此基础上进行价值延伸。客户入口的统一和交易所平台的统一构筑了闭环金融服务圈，集团内子公司互相提供用户来源，促使平安集团的客户在平台内的迁徙频次增加，在交叉销售上打开了新的盈利空间。截至 2016 年上半年，集团互联网用户转化为新增客户的人数达 637 万，占上半年新增客户总量的 35.9%；859 万核心金融公司的客户通过注册互联网服务平台账户转化为集团线上客户，占 2016 年上半年新增互联网用户总量的 15.3%。

表 3：2016H1 平安集团核心金融业务间客户迁徙人次达 760 万人

| 迁徙起点 | 迁徙终点 | | | | | 合计 |
|--------|------|------|--------|-------|------|-----|
| | 平安寿险 | 平安产险 | 零售银行业务 | 信用卡业务 | 其他业务 | |
| 平安寿险 | - | 122 | 68 | 68 | 97 | 355 |
| 平安产险 | 36 | - | 28 | 38 | 18 | 120 |
| 零售银行业务 | 32 | 61 | - | 36 | 29 | 158 |
| 信用卡业务 | 13 | 27 | 49 | - | 7 | 96 |
| 其他业务 | 6 | 10 | 8 | 5 | 2 | 31 |
| 合计 | 87 | 220 | 153 | 147 | 153 | 760 |

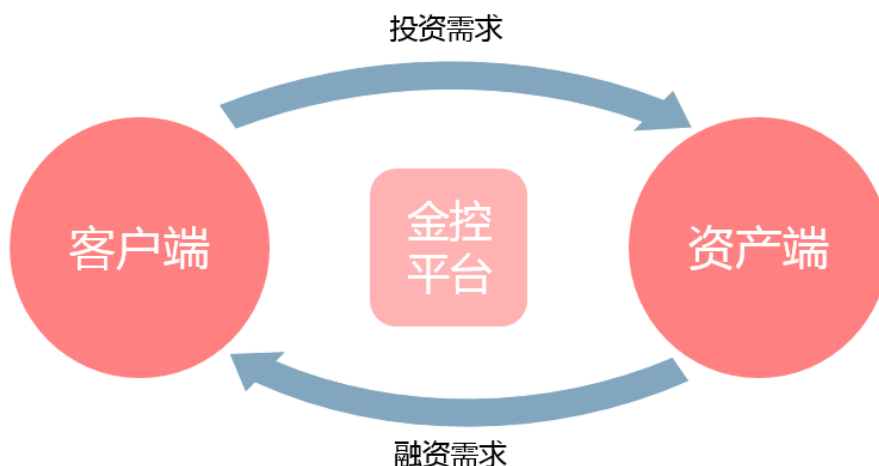
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部 注：其他业务包括平安证券、平安信托等子公司

提供企业全生命周期金融服务

对于企业客户来说，投融资需求伴随着整个生命周期，金融平台公司下的各金融牌照可打造企业客户的多层次金融服务功能，通过商业银行、信托、金融租赁等牌照满足客户的普通融资需求，通过证券、保险、基金公司资管计划、证券协助发行债务等满足客户的结构化融资需求、通过券商顾问业务满足客户上市承销、并购财顾等需求、通过各个牌照满足客户全生命周期都存在的投资需求。

通过各牌照协同服务，金融平台公司可以牢牢掌握客户的相关信息，预判客户在各个周期的投融资需求，增加客户粘性。同时，在多层次的金融服务中，为个人及机构投资者、资产提供方提供金融资产交易的信息服务，融资客户也将是公司的投资客户，而投资客户也将产生融资需求，形成“客户-平台-资产”的金融闭环生态，实现资金流在闭环生态中的循环流转，在不断的投融资循环中，绑定了优质客户获得了优质资产。

图 16: “客户-平台-资产”生态闭环

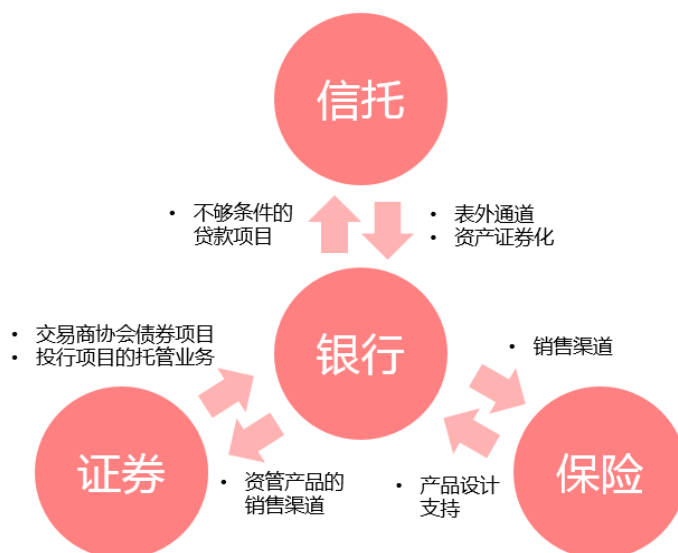


资料来源: 中信建投证券研究发展部

金融牌照互动，相互促进发展

金融平台公司下的多种牌照整合不是简单的牌照叠加和资产归并，而是将各自的专业能力与相关业务板块合并进来，合理运用各项金融牌照的核心功能，让旗下各金融子公司在产品上业务上产生互动，使得各牌照间合作更加紧密，增添金融平台公司整体的竞争力，其中银行业将扮演核心角色。

图 17: 四大牌照互动方式



资料来源: 中信建投证券研究发展部

银保协同: 银行对于保险来说是重要的产品销售渠道，银行拥有众多机构网点，客户群体也最为庞大，对银行的布局将扩大零售规模，大大增加保险产品的销售量，而保险公司拥有对保险产品开发、精算、核保、理赔等专业能力，用于弥补银行相关能力不足，同时银行可以得到保险资金的托管业务。保险与银行拥有庞大的客户基数，两者结合会带来巨大的战略意义。

例如台湾富邦金控的银保协同，旗下产物保险的保费收入中，金控各子公司销售所得保费占比近年一直保持 15% 以上，而对于富邦人寿保险，单是通过富邦银行销售所获得的首年保费收入就占到近 20%，同时银行的存贷款数据为保险精准确定了潜在客户。2001 年安联集团收购了德累斯顿银行，通过向银行派驻保险专业人员进行银保人员合理混编、强化针对个人客户的寿险销售、建立内生激励机制等方式形成银保销售渠道相互渗透。截至 2006 年，德累斯顿银行在德国银行业市场份额仅占 2.4%，却占银行业寿险销售份额的 21.5%；安联集团通过银行销售的保险份额占到 33.7%，远高于德国平均水平。2001-2006 年累计增加客户数 63.4 万人，提速明显。

图 18：安联集团净利润快速增长

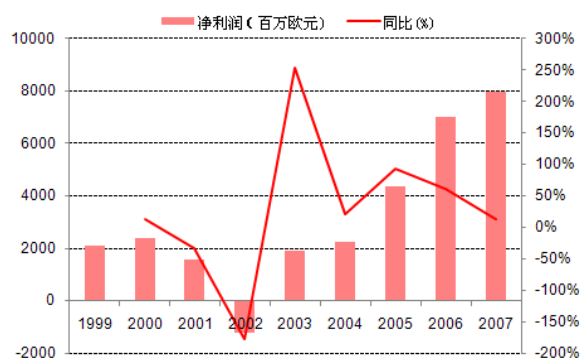
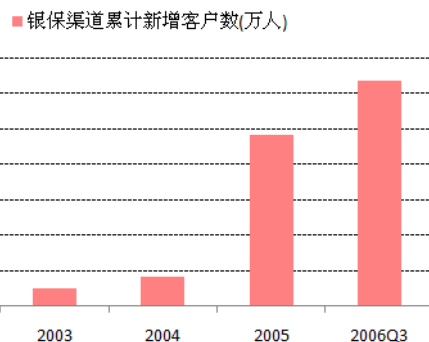


图 19：德累斯顿银行银保渠道新增客户速度加快



资料来源：安联集团年报，中信建投证券研究发展部

银信协同：银行与信托关系更为紧密，长期以来二者就扮演者互为表里的协同关系，信托也长期作为影子银行存在，而在同一金融平台公司下的牌照互动将进一步加强二者的协同效应。对于银行来说，其在股权投资等诸多领域无法提供直接服务，通过间接方式满足需求则衍生出较高成本。信托业务平台的灵活投资功能可以弥补银行在投资手段上的不足，例如通过信托计划实现房地产抵押贷款证券化，信托可以为银行承担产品、架构、股权的平台作用；另外，随着近年来国家对银行表内资产腾挪的限制越来越大，证券资管与基金子公司在通道业务上的优势荡然无存，信托将成为银行最佳的表外通道。

浦发银行收购上海信托后，2016 年上半年浦发银行在自营及理财业务方面与上海信托合作的通道业务规模新增近 900 亿元，同比增长 137%；在 PE 股权直投领域与上海信托 PE 直投子公司合作新增规模约 240 亿元，存量超过 800 亿元；另外还联合上海信托在银行间市场发行了国内规模最大的一单公积金住房抵押贷款证券化项目，单项目规模达 148 亿元。

银证协同：银行与证券合作模式较为成熟，而金融平台公司成立后，旗下的银行子公司与证券子公司将有更紧密的互动。对于证券公司来说，近期因政策利好蓬勃发展的券商集合资管计划可利用银行的网点优势获得销售渠道；银行的庞大客户群体和对贵宾客户的长期良好维护可为证券定向资管业务提供推介帮助；提供证券公司开户驻点等其他帮助。而对银行而言，银行可得到证券公司各项目涉及资金的存管业务收入；可成为证券公司各项承销业务的托管方；证券投行的客户当融资渠道受阻或发债规模达到监管要求时可转由银行发行交易商协会的债券项目；可通过证券公司开展证券质押贷款。

图 20：银行背景主要信托公司单一信托占比与行业比较

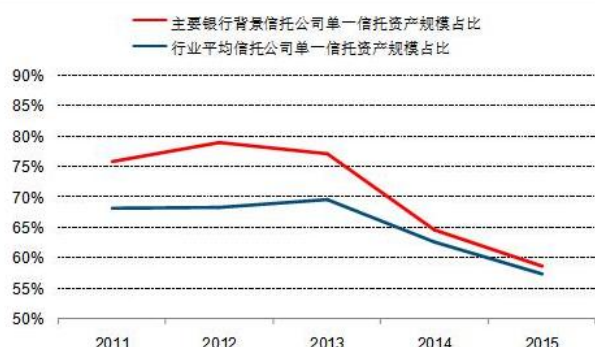
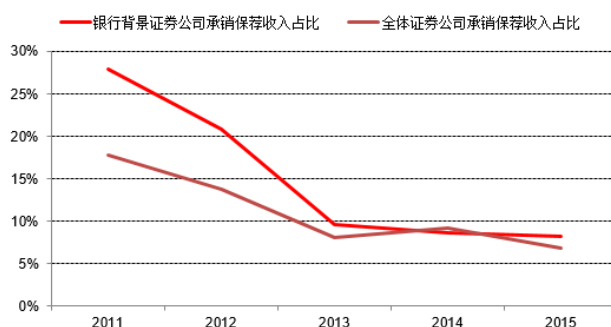


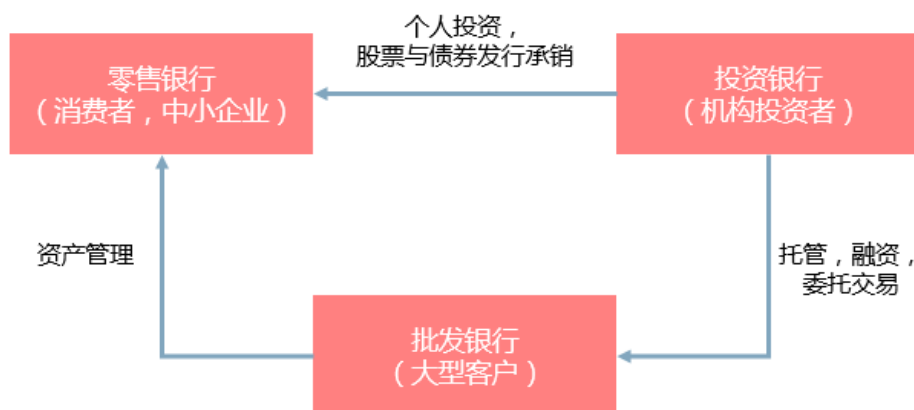
图 21：银行背景主要券商承销保荐收入占比与行业比较



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

摩根大通在美国开放混业经营后并购多家银行，使得许多原先只为存贷款而来的客户加入到摩根大通的金融服务圈中，特别是为新筹集资本的公司承销新股，给集团带来了相当可观的收益。投行业务从批发银行的大型客户中寻找可能的投资者，使得摩根大通在为机构投资者服务的市场上从份额到业务广度得到巨大提升。

图 22：摩根大通投行与银行业务协作关系



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

除以上协同外，多种牌照间还可以开展其他灵活的互动方式，牌照间的协同互动可以使平台借助各子公司的资源优势，降低内部中间环节费用，与此同时，各金融子公司在风险隔离的基础上也执行集团风控体系，降低业务判断、客户准入的成本。

使用多牌照提升抗周期能力

美国经验证明，没有证券业务附属的银行相比有证券业务附属的银行倒闭概率增加 4 倍，从中国 2008 年至 2016 年的银行业与证券业净利润变换率中也明显可以看出，收入变化较为稳定的银行业除 16 年以外，利润变化与证券业相离趋势明显。金融平台公司拥有多牌照后，通过合理配置各牌照业务，将大大降低经营风险。随着资本市场行情轮动，每一块业务在一定阶段都会获得市场垂青，充分洞悉市场变化，运作丰富的金融牌照可以持续地为公司业务扩张补充资本金，壮大金融平台公司资本实力。

对于银行与证券公司来说，在间接融资收紧时，金融平台公司证券子公司的证券承销业务作为企业的直接

融资服务方将得到蓬勃发展，收入将节节攀升，通过判断形势提前布局，可以弥补商业银行信贷业务减少所造成的损失，使得市场格局的变化对金融控股公司的影响变小。同时，银行稳定的利息收入还可以减小旗下金融牌照从事风险较大的投资行为所造成的利润波动。根据现有研究，证券业与银行业的业绩相关性较低，同时布局有利于降低金融平台公司整体风险。

图 23：银行业与证券业净利润变化率对比

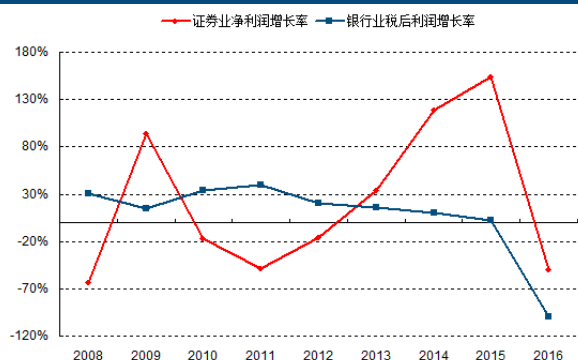
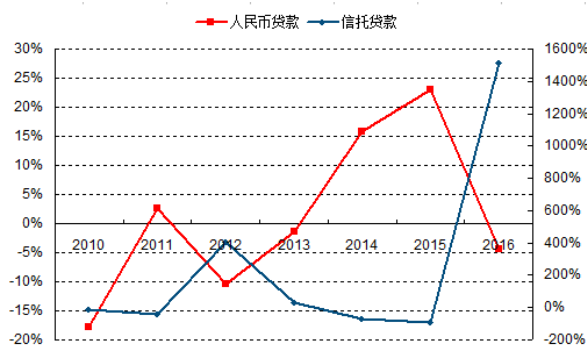


图 24：新增人民币贷款与信托贷款占社融比例变化率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

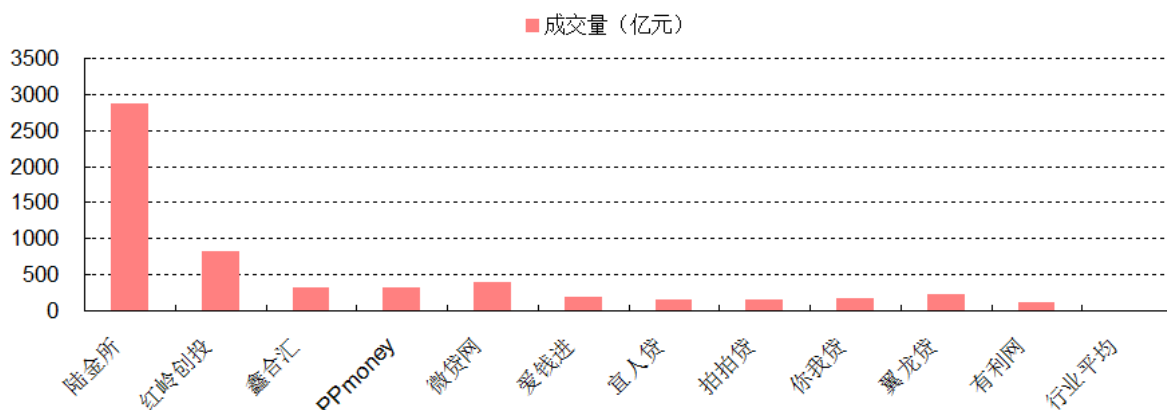
对于银行与信托公司来说，银行业监管严格时，银行公司对于贷款企业的审核标准将提高，较长的审核周期造成银行贷款的放款时间更长，银行利息收入下滑。而当一个有融资需求的企业出现不能满足银行审核标准或授信额度用完却急需用钱等情况时，可以选择审核标准更低但风控体系更完善的信托贷款。信托业也渐渐完善间接融资方式，成为了银行业积极和有效的补充，将失去的客户追回，实现利润回流。从新增人民币贷款与信托贷款占社会融资比例的变化率中可以看出，虽然人民币贷款体量大，波动较小，但以银行贷款为主的人民币贷款与信托贷款对社会融资的贡献仍负相关明显。

打造品牌效应提升资本实力

注重金融平台公司的品牌建设可以为各个金融子公司构建统一的品牌入口，增强集团的品牌效应，并将品牌效应向下辐射，从母公司到子公司的金融产品都将受益于品牌效应带来的信誉提升，金控集团品牌化也有利于为子公司业务板块的外部融资增添竞争力，有助于提高金融平台公司在资本市场上的估值。

金融平台公司下某一业务单元的品牌知名度的增强，往往也可以带动整个金融平台公司旗下各业务单元的整体知名度与可信度，从而为融资、获客、合作等创造有利条件。信誉与知名度的提升将提升平台整体的资本实力，整体资本实力的增强也会提高品牌的知名度与可信度，最终实现品牌和资本实力相辅相成的良性循环。例如陆金所最初为主打 P2P 的网贷平台，在 P2P 违约事件层出不穷的时期凭借着背后平安集团多年来打造的品牌与信誉成为 P2P 领域的一枝独秀，成交量大幅领先其他平台，通过 P2P 实现快速原始积累后，陆金所完成了剥离 P2P 业务、转型平台模式、拿下基金牌照的一系列转型，成为平安的重要互联网金融平台。

图 25：2016 年前 10 大网贷平台成交量



资料来源：wind，网贷之家，中信建投证券研究发展部

进行市场化增添公司活力

金融平台公司的股权结构具有鲜明的市场化优势，母公司作为上市平台控股各子公司，子公司作为大型金融机构又衍生出多个分支机构，形成金字塔的良好股权结构，使得子公司开放部分股权不影响母公司股权结构中国有资本的领导地位。利用这样的特质进行金融平台公司市场化，改变股本结构，多元化经营，可以实现一定意义的体制机制创新，为公司整体增添活力，同时为旗下各个金融子公司创造上市亮点。

分拆上市

实业企业，尤其是国资企业，布局金控本身是其混改市场化的亮点之一，对于国资背景的金融平台公司来说，引入民间资本将使公司整体组织框架和管理层更具有活力，整个公司的运行效率得到提升，其在市场中的竞争力亦会不断加强。然而民营企业战略入股后需要一个顺畅的市场化退出机制，旗下子公司可以分拆上市，重塑估值，分享高溢价，满足“混改”投资者高回报的需求。而金融平台公司拥有丰富的金融资源，熟悉上市公司治理结构、运作方式，通过一系列资本运作可协助子公司更顺利的登陆资本市场。金融平台公司丰富的金融和产业资源也将为子公司股权融资创造更好的条件，其子公司的二级市场股价也将相对被给予高估值。

股权激励

通过市场化，金控子公司可以实现机制上的突破和创新。子公司相对体量小、经营灵活、产权多元化、业绩弹性大，更有利于股权激励和员工持股的实施、推进。这种机制突破可以对高管和员工产生更强的激励与约束，对于公司治理结构的改善以及盈利的提升有明显的帮助。

金融平台公司的一大优势在于通过股权配置、多层布局，实现子公司的多元化。母子公司员工可认购公司股份，在不稀释集团或国资对母公司股票份额的前提下行使部分股东权力，参与对公司的管理，强化了内部的监督机制。员工的利益与企业的利益紧紧捆绑在一起，激发员工的潜力和工作热情，提高企业的核心竞争力，调动员工的归属感和积极性，以此建立起适应企业特色、时代特点和员工需求的激励约束体系。同时可在子公司层面进行机制突破的尝试，通过高管持股计划、合伙人等方式丰富员工长期激励的方式，帮助挽留核心人才，提升公司多元化经营的能力。

三阶产融结合，资本整合产业

处于第三阶段的产融结合与第一阶段层次完全不同，第一阶段产融结合的核心目的是通过金融手段助力平台自身的实体产业蓬勃发展，而随着金融平台公司内各金融资产经过融融结合发展壮大，仅仅依靠金融中介所带来的业务规模将难以满足金融产业和金融平台公司的持续发展需求。第三阶段产融结合的重心在于结合外部实体产业，向外拓展金融平台公司组织边界，以资本的力量整合产业，用自身的金融工具促进行业升级，打造以金融为锁链的大型国际财团。

以金融为核心，打造产业航母

发展壮大的金融平台公司资本实力雄厚，凭借较高的资本充足率可以有更大的投资自由度，金融中介业务不能再为金融平台公司提供充足的增长动力，而仅仅依靠强大的金融产业也难以与世界各国强大的实业集团相抗衡。金融资产和产业资本的再次碰撞是金融平台公司后期规模增长的最佳动力源。

金融平台公司的核心能力在于其资本运作能力，通过股权投资的方式进军产业，将为金融平台公司打造以金融为纽带的多元化经营生态链，从传统工业到新兴技术产业，向经济各部门扩张势力。金融平台公司通过核心的资产运作能力，可以解决各实体产业融资难题，从横向纵向整合产业，布局产业链，增强产业资本的垄断能力，创造从上游到下游的实体产业价值链，打造出产业航母，成为产业的组织者。在产业整合后，金融平台公司将通过降杠杆得到大量投资回报，通过持续经营获取强大的竞争力。

日本财团以都市银行为核心，形成以瑞穗为代表的三大金融平台公司，并以综合商社嫁接制造厂商为主力企业，横跨各产业企业，并实行环形持股而壮大，共同结成庞大的产业网，进行产业资本与金融资本的高阶融合。以此形成控制日本 60% 以上总资产；60% 以上销售额；20% 左右就业人员的六大财团格局。

表 4：日本六大财团产融结合结构

| 三井财团 | | | | | | | 住友财团 | | | | | | | 三和财团 | | | | | | | 三菱财团 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|-------|-------|------|--------|------|----|---------|--------|--------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|-------|------|-------|----------|------|--------|-------|--------|-------|------|------------|------|------|------|------|--------|-------|------|------|--------|--|--|--|--|--|--|--|--|
| 金融 | | | | | | | 合资金融 | | | | | | | 金融 | | | | | | | 合资金融 | | | | | | | 金融 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 樱花银行 三井海上火灾 三井生命保险 | | | | | | | 三井住友银行 | | | | | | | 住友银行 | | | | | | | 三菱东京日联银行 | | | | | | | 三菱银行 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | 三井住友租赁 | | | | | | | 住友信托 | | | | | | | 东洋信托 | | | | | | | 三菱信托银行 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | 日本综合研究院 | | | | | | | 住友生命 | | | | | | | 三和银行 | | | | | | | 三菱东京日联信托银行 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | 三井住友信托 | | | | | | | | | | | | | | 三菱日联证券 | | | | | | | 东京海上火灾保险 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 物业商业 | | 工业制造业 | | | | 化工 | | 工业制造业 | | | | 化工 | | 物业商业 | | 食品 | | 工业制造业 | | | | 化工 | | 通信物流 | | 工业制造业 | | | | 化工 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 三井物产 | 三井不动产 | 三井越前 | 三井造船 | 三井矿业冶炼 | 丰田汽车 | 东芝 | 三井化学 | 三井石油化学 | 住友金属工业 | 松下电器 | 三洋电机 | 住友重机械 | 住友化学 | 住友橡胶 | 住友商事 | 住友房地产 | 朝日啤酒 | 日立造船 | 夏浦公司 | 神户制钢所 | 宇部兴业 | 帝人公司 | 积水化学工业 | 科斯莫石油 | 日本电信电话 | 日本通运 | 三菱重工 | 三菱电机 | 三菱制钢 | 本田汽车 | 三菱汽车 | 尼桑相机 | 三菱综合材料 | 新日本石油 | 三菱化学 | 三菱化工 | 田边三菱制药 | | | | | | | | |

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 4：日本六大财团产融结合结构（续）

| 第一劝业财团 | | | | | | | | | | | | | | 富士财团 | | | | | | | |
|---------|------|------|-------|-------|--------|------|------|------|-----|--------|------|------|------|--------|------|------|-------|------|-----|-------|----|
| 金融 | | | | | | | | | | | | | | 合资金融 | | | | | | | |
| 第一劝业银行 | | | | | | | | | | | | | | 瑞穗银行 | | | | | | | |
| 富国人寿保险 | | | | | | | | | | | | | | 瑞穗法人银行 | | | | | | | |
| 如日本火灾保险 | | | | | | | | | | | | | | 瑞穗信托银行 | | | | | | | |
| 劝业角丸证券 | | | | | | | | | | | | | | 瑞穗证券 | | | | | | | |
| 物业商业 | | | 工业制造业 | | | | | 化工 | | | | | | 食品 | | | 工业制造业 | | | | |
| 西友百货 | 清水建设 | 帝国旅馆 | 东京制钢 | 日本轻金属 | 日本沙铁钢业 | 通用电机 | 日本石油 | 电器化学 | 资生堂 | 日本重化工业 | 横滨橡胶 | 东亚涂料 | 明治制果 | 昭和产业 | 森永乳业 | 富士重工 | 日本钢管 | 日本精工 | 久保田 | 日立制造所 | 佳能 |

资料来源：中信建投证券研究发展部

三井财团三井财团通过综合商社集成各项金融资源来发挥产商融综合效应，以贸易为平台、金融为手段介入到产业里面，进行整合，帮助财团下中小企业迅速发展。综合商社是交易服务的中介人，对接财团下各项金融工具，进行多层次结构融资，提供金融服务，帮助筹集资金或者安排易货贸易，甚至提供全球范围内的运输服务，将触角伸向世界各地，帮助实业打造“全套完整产业链”。三井物产作为三井财团的母体，已经培育出丰田、东芝、三井造船、索尼、商船三井等知名企业。一百年前，丰田汽车还只是一个纺织作坊，三井物产通过入股、将它带到美国学习先进汽车制造技术，还为其提供了大量资金和进入海外市场的渠道，使丰田迅速发展，最终成长为世界一流的制造业企业。

图 26：三井财团产商融结合方式

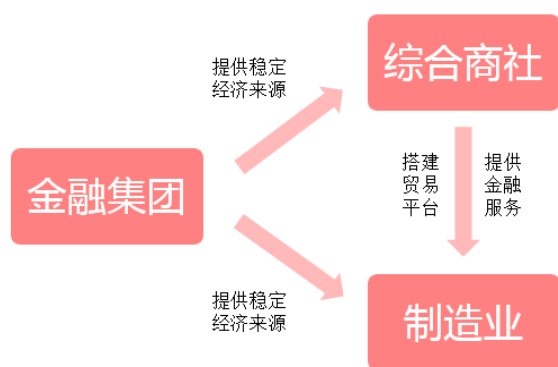
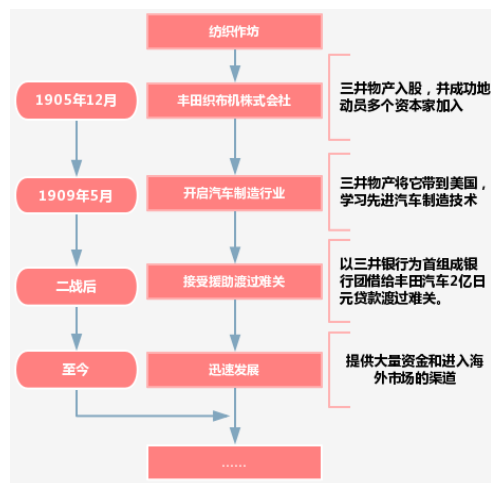


图 27：综合商社助力丰田汽车发展



资料来源：中信建投证券研究发展部

统一战略规划

在第三阶的产融结合中，金融平台公司母公司相较于前两个阶段将承担更多的工作，母公司急需在平台层面进行统一规划，将部分重要的职能上移，发挥母公司指挥协调作用，使各子公司形成有机整体，以此保证各金融牌照在母公司的整体战略下高效支持产业整合与价值链建设，增加金融平台公司总体价值。

优化管理与控制方式

不同类型的金融平台公司对外扩张的战略目的与业务侧重点不尽相同，母公司应根据集团战略和业务特点，确定适合的金融控股管控模式，确立总部战略决策地位，对母子公司进行详细明确的职责与权限划分，在整体战略中扮演好各自的角色，在子公司明晰自己的职能定位基础上，对各板块业务充分授权，放手经营。实现集中与灵活的统一，充分发挥各层次的积极性，长远规划各子公司的资源、技术、业务，有效配置集团资源，优化母公司业务流程和管理体系实现战略协同，在战略协同下高效发展。

强化财务管理

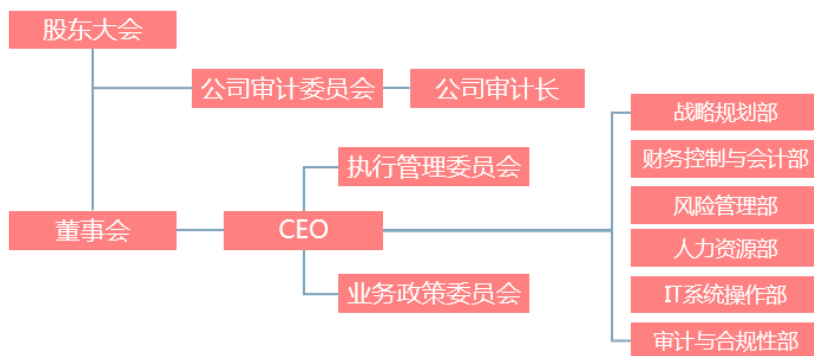
确定集团财务管理模式和职能划分，母公司层面把控战略预算，分析各子公司财务情况，对子公司进行财务绩效考评。以财务管理为核心，在保证内部控制的同时，为集团决策和业务运作提供支持，贯彻战略实现，通过战略计划、预算，资金管理，报告体系，内部审计以及绩效管理等手段，保持金控公司整体战略的统一，使下属子公司在平台领导下高效、步调一致地前进。

专注投资与资产管理，明确平台作用

为提高投资与资产利用效率，平台母公司需界定金融平台公司层面的投资和资产管理内容及模式。完善投资决策和投后评估体系，确保发现机会，建立完善的投资项目评估体系，保证效果和后续评估，提高投资的准确率、效率，减少投资失败。通过优化资产管理流程和报告体系，并尽可能保证资产的安全与保值增值，平台可借助投资与资产管理带动战略实现，完成整体发展战略。

日本瑞穗控股在 CEO 之下专设了执行管理委员会、公司审计委员会、业务政策委员会；在总部层面建立战略规划部、财务控制与会计部、风险管理部、人力资源部、IT 系统操作部、审计与合规性部六个业务部，在平台母公司层面剥离实际业务，专心负责集团的投资战略等职能，保障了战略实施的高效与投资实施的准确。

图 28：瑞穗控股组织结构



资料来源：中信建投证券研究发展部



把控资产配置，调配产业模块发展

青木昌彦最著名的观点之一就是：模块化是新产业结构的本质。在拥有众多各经济部门产业后，将旗下各实体产业模块化，赋予各模块一定的自主性与创造性，将提升平台管控效率。以价值链为核心，以交易成本为衡量标准，将旗下各实业公司进行模块化，金融平台公司可以逐步将价值链形成价值网络，增强行业竞争力。以上市公司为主要操作平台，金控集团可以根据经济周期与行业形势巧妙的实现各模块的置入置出，调整资产的大类配置，增强公司抗周期能力。

通过金字塔的组织结构调节杠杆率，以及通过各种台前主体设计的低调潜行，股权、保险和各种债权等都是其中的募集渠道与杠杆调节器。这种结构的设计将企业大多数运营杠杆和财务杠杆做成金融资产池和资金池抓手，让企业的担保与被担保转换为金融子公司之间的股权债务关系，不仅实现了杠杆倍数的放大，也实现了金融风险的隔离。

德意志银行是欧洲最大的金融综合体，各金融业务齐全。壮大后的德银通过股权投资的方式进军产业，以营利为第一目标，敏锐捕捉市场风向，寻找新的利润增长点，在全球地域上在行业领域上不断积极扩张，再通过兼并收购，资产置出等手段将利润趋薄的产业置换成高增长产业，以德意志银行为核心的财团就有西门子、曼奈斯曼、赫施、克吕克内等财团，控制着德国的电气、机器制造、钢铁等部门，保证了集团的良性发展。



分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。

研究助理 王舫朝： 010-85130350 wangfangzhao@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，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本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622