

证券研究报告·行业深度

“金融平台公司”系列深度研究之五——

非银金融平台公司如何放大协同效应？

术业有专攻，非银金融平台集团应运而生

非银金融平台集团是由保险、资管或券商等非银金融企业出于融融协作的动机而主导创立的综合性金融集团。由于商业银行资本实力强大，国内金融集团多以银行为主导；尽管如此，部分实力突出的非银金融机构仍有同商业银行同场竞技的实力。本文以安联集团为例，分析银保协同的协调与取舍，之后以平安集团为例，梳理综合金融集团的构建过程，试图对非银金融平台集团如何放大协同效应做出解答。

安联集团——银保控股的前车之鉴

(1) 设立平台型集团以促进海外并购的步伐。安联于 1985 年组建了安联 AG 作为纯粹型的金融控股平台，海外并购的一大障碍被破除，促进海外业务收入占比提升。(2) 针对性的业务整合带来银保融合红利。2001 年安联集团收购德累斯顿银行，针对性地制定“3+1”战略，并采取银保人员合理混编、改良产品结构等措施，实现了经营效益的提升和银保渠道渗透率的提高。(3) 舍牌照而换渠道，核心资源为王。2008 年安联以 98 亿欧元将德累斯顿银行出售，借此再次获得了丰富的客户资源和网点布局，可见安联重在获取构建竞争优势的核心资源，而不是牌照本身。

平安集团——综合金融集团的构建

平安集团初期注重获取全方位的牌照，通过交叉销售与后台共享创造协同，以获取增量客户。其中，收购平安银行为基于银行的混业合作创造条件，交叉销售提升获客能力并拉动个人业务增长，亚洲最大的后援中心促进了提效降费。在客户数到达一定水平后，转向注重综合金融服务与互联网平台深度结合，带动用户内部迁徙及向产业延伸。集团通过金融一账通解决线下服务碎片化痛点，围绕四类管理进行价值延伸，由此带来了客户在子公司之间的迁徙；同时，集团围绕“医食住行玩”需求提供多种服务和产品，将金融嵌入线上生活服务，前瞻性形成产融合力。

总结及启示

(1) 关注牌照财务投资价值，也应关注牌照背后的核心资源；(2) 产品、团队、激励机制与“金融平台集团”的目标相匹配；(3) 统一品牌，实现客户美誉度在子公司之间的共享；(4) 围绕互联网入口平台，搭建生态圈系统完善后援平台和技术支持，实现降费提效。(6) 前瞻性识别混业风险，防范于未然。

请参阅最后一页的重要声明

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 |



目录

| | |
|---|----|
| 一、非银金融平台集团现状 | 1 |
| 二、安联集团——银保控股的前车之鉴 | 2 |
| 2.1 平台型集团的设立促进了海外并购的步伐 | 2 |
| 2.2 针对性的业务整合带来银保结合红利 | 3 |
| 2.3 舍牌照而换渠道，核心资源为王 | 5 |
| 三、平安集团——综合金融集团的构建 | 6 |
| 3.1 多元化金融先驱者，从增量获取发展至存量经营 | 6 |
| 3.2 获取全牌照，发力交叉销售与后台共享，以获取增量客户 | 7 |
| 3.2.1 收购平安银行，围绕银行板块展开适度合作 | 8 |
| 3.2.2 交叉销售提升获客能力，拉动个人业务增长 | 10 |
| 3.2.3 建立统一后援中心，标准化服务促进提效降费 | 11 |
| 3.3 “互联网+”提供一站式服务，便利存量用户迁徙，并催生由产到融的布局 | 12 |
| 3.3.1 统一入口解决线下服务碎片化痛点 | 12 |
| 3.3.2 整合交易所平台促进线上业务创新 | 14 |
| 3.3.3 由产到融，打造开放式产融结合平台 | 14 |
| 四、非银金融平台集团的协同方式总结及建议 | 15 |
| 4.1 非银金融平台集团的协同方式总结 | 15 |
| 4.2 非银金融平台集团放大协同效应的建议 | 16 |



图表目录

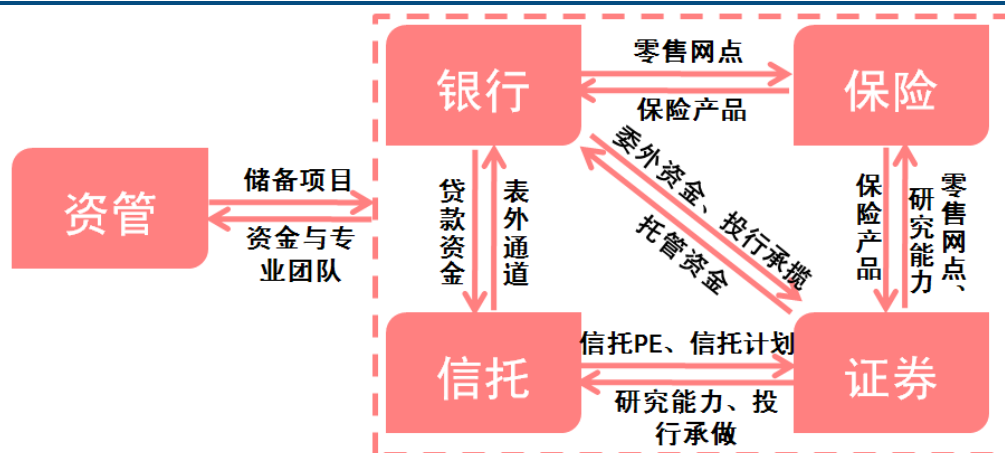
| | |
|---|----|
| 表 1: 国内非银金融平台集团 | 2 |
| 表 2: 平安集团牌照获取过程 | 8 |
| 表 3: 2016H1 平安集团核心金融业务间客户迁徙人次达 760 万人 | 13 |
| 表 4: 2016H1 平安集团 20.7% 的客户持有多种核心金融产品 | 13 |
| 表 5: 平安陆金所控股旗下成员及其定位和规模 | 14 |
| 图 1: 非银企业之间的合作有助于充分发挥各自的业务专长 | 1 |
| 图 2: 设立金融平台集团后, 安联海外并购的步伐大大加快 | 3 |
| 图 3: 安联集团海外业务收入占比逐年上升 | 3 |
| 图 4: 安联集团调整措施图示 | 4 |
| 图 5: 德累斯顿银行净利占比一度达到 23% | 5 |
| 图 6: 安联集团净利润快速增长 | 5 |
| 图 7: 德累斯顿银行银保渠道不断有新增客户 | 5 |
| 图 8: 安联集团产险收入占比增加 | 5 |
| 图 9: 2008 年德国商业银行在欧洲的网点分布 | 6 |
| 图 9: 平安集团保险、银行、投资三大主营业务为一体 | 7 |
| 图 10: 平安集团净利润结构日趋多元化 (百万元) | 7 |
| 图 11: 深发展是当时为数不多的股权分散的大银行 | 9 |
| 图 12: 深发展(粉)与平安(蓝)在营业网点上互补 | 9 |
| 图 14: 平安银行与平安集团的关联交易金额适度增加 (亿元) | 9 |
| 图 15: 2016 年产险业务交叉销售贡献占比升至 16.2% | 10 |
| 图 16: 2016 年养老险业务交叉销售贡献占比升至 44.4% | 10 |
| 图 17: 2014 年信用卡业务交叉销售贡献占比为 39.5% | 10 |
| 图 18: 2014 年信托业务交叉销售贡献占比升至 28.2% | 10 |
| 图 19: 寿险银保渠道占比: 平安<国寿<新华 | 11 |
| 图 20: 退保率: 平安<国寿<新华 | 11 |
| 图 21: 平安后援中心五大层次 | 12 |
| 图 22: 平安后援中心的成立促进费用率下降 | 12 |
| 图 23: 平安金融一账通服务模式 | 13 |
| 图 24: 平安金融一账通注册用户数快速增加 | 13 |
| 图 25: 平安集团大健康医疗产业布局 | 15 |

一、非银金融平台集团现状

非银金融平台集团是由保险、资管或券商等非银金融企业主导的综合性金融集团。非银金融平台集团至少持有两类金融牌照，旗下子公司服从集团整体的发展战略、经营策略和利润分配，在人力、客户、实物和技术资源上进行共享和整合，从而能为客户提供一站式多元化的金融服务，更好地实现范围经济和协同效应。

非银企业之间的合作有助于充分发挥各自的业务专长，实现优势互补，从而实现提效降费。（1）**保险**：保险行业处于成长阶段，多数企业缺乏网点布局和客户资源，需要与其他金融机构建立合作，以分享广泛的网点布局和丰富的客户资源。（2）**资管**：四大资管在完成政策性任务后，积累了一定数量的项目储备，但自身项目变现能力不足，需要通过与投行团队和资本供给方合作，才能将手中的项目彻底盘活。（3）**券商**：券商自有资金不足使得自营、信用和新三板做市等业务过早地遇到天花板，驱动券商寻找资金供应方；券商需要其他金融机构的资金托管服务，以保证经营合规；同时，券商强大的研究能力是其他金融机构所需要的。（4）**信托**：信托行业可投资范围较广、投资手段丰富，弥补银行与险资在这两方面的短板，因而信托被动管理产品主要服务于银行，2016年信托行业总资产中有25.38%来自于银信合作；同时，随着基金子公司和券商资管的监管趋严，信托的通道价值将得到间接提升。因此各类金融企业出于求发展的朴素动机，均希望混业协作，乃至组建金融平台集团，实现协同发展。

图 1：非银企业之间的合作有助于充分发挥各自的业务专长



资料来源：中信建投证券研究发展部

国内非银金融平台集团数量较少，龙头企业同台竞技。金融机构间的联合大多由商业银行主导，国内以四大商业银行为代表，国外以花旗、汇丰、瑞银和德意志银行为代表，这是由于商业银行强大资本实力、良好的品牌信誉和较高的稳定性所决定的。尽管如此，部分实力突出的非银金融机构仍有同商业银行竞争集团主导权的实力。一方面，中信、光大和平安老三家已建立起了全牌照的综合性生态圈，另一方面，保险系（中国人寿、安邦等）、资管系（信达、华融等）和券商系（广发、海通等）集团也在奋起直追，从而形成了各子行业龙头同台竞技的局面。

表 1：国内非银金融平台集团

| 类别 | 集团名称 | 银行 | 证券 | 保险 | 信托 | 期货 | 公募基金 | 租赁 |
|-----|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|---------|------------------|
| 老三家 | 中信集团 | 中信银行 | 中信证券 | 信诚人寿 | 中信信托 | 中信期货 | 信诚基金 | 中信金融租赁 |
| | 光大集团 | 光大银行 | 光大证券 | 光大永明人寿 | 光大兴隆信托 | 光大期货 | 光大保德信基金 | 光大金融租赁 中国飞机租赁 |
| | 平安集团 | 平安银行 | 平安证券 | 平安保险 | 平安信托 | 平安期货 | 平安大华基金 | 平安融资租赁 |
| 保险系 | 中国人寿 | 广发银行 | 西南证券 | 人寿保险 人寿财险 | 重庆信托 | | | |
| | 安邦集团 | 成都农商银行 | 世纪证券 | 安邦财险 安邦寿险 | | | 安邦基金 | 邦银融资租赁 |
| | 华泰保险集团 | | | 华泰人寿 华泰财险 | | | 华泰保兴基金 | |
| | | | | | | | | |
| 资管系 | 长城资管 | 长城华西银行 | 长城国瑞证券 | 长城人寿保险 | 长城新盛信托 | | | 长城金融租赁 |
| | 信达资管 | 南洋商业银行 | 信达证券 | 幸福寿险 信达财险 | 金谷信托 | 信达期货 | 信达澳银基金 | 信达金融租赁 |
| | 华融资管 | 湘江银行 | 华融证券 | | 华融信托 | 华融期货 | 华融基金 | 华融金融租赁 |
| 证券系 | 东方资管 | 大连银行 | 东兴证券 | 中华联合保险 | 大业信托 | 东兴期货 | | 外贸金融租赁 |
| | 广发证券 | | 广发证券 | | | 广发期货 | 广发基金 | 广发融资租赁 |
| | 海通证券 | | 海通证券 | | | 海通期货 | 海富通基金 | 海通恒信租赁 |
| | 中国银河 | | 银河证券 | 银河保险经纪 | | 银河期货 | 银河基金 | |
| | 第一创业 | | 第一创业证券 | | | 第一创业期货 | 创金合信基金 | |
| | 华安证券 | | 华安证券 | | | 华安期货 | 华富基金 | 华安融资租赁 |

资料来源：中信建投证券研究发展部 注：本表不包含地方政府主导的以非银金融为主业的企业

当前金融平台集团的牌照投资价值已被市场充分认知，但协同价值尚不明确，如何放大协同效应是众多潜在金融平台集团构建者的关注点。为此，本文先以安联集团为例，分析银保协同的协调与取舍；之后以平安集团为例，梳理综合金融集团的构建过程，试图对该问题做出解答。

二、安联集团——银保控股的前车之鉴

2.1 平台型集团的设立促进了海外并购的步伐

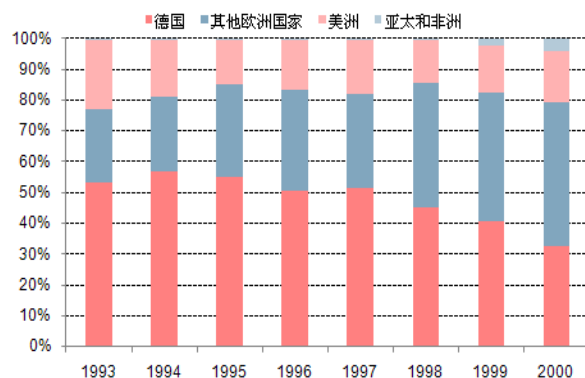
安联集团于 1890 年在德国柏林成立，总部设于德国巴伐利亚州首府慕尼黑市，是欧洲最大的保险集团之一。安联集团的业务遍及寿险、财险、再保险以及风险管理咨询，覆盖世界 70 多个国家和地区，为 8630 万名客户提供服务。2016 年《财富》全球 500 强排名中，安联集团位列第 34 位，并在 32 个国家和地区当中集团的保费收入位居当地保险市场的前 5 名。

从安联的发展历程来看，并购是其快速扩张的捷径。自上世纪 70 年代起，安联的目标转向海外市场，先后在英国、西班牙、荷兰、法国、美国等地设立了分支机构；1984 年收购意大利第二大保险公司 RAS 之后，安联的金融网络进一步复杂化，原有的组织结构已经不能满足集团管理海外子公司的需要。为此安联于 1985 年组

建了安联 AG（2006 年后更名为安联 SE）作为纯粹型的平台型集团，原有保险业务被分拆为安联保险子公司。自此安联海外并购的一大障碍被破除，海外业务收入占比逐年上升。1993 年时安联集团的国外收入占比为 46.7%，至 2000 年已上升至 67.3%，其中来自其他欧洲国家的收入由 23.8% 上升至 46.7%，增幅最大。在此期间，安联基于主营业务延伸的考虑，跨业收购了美国 PIMCO 资管和 Nicholas Applgate 资管，实现了业务的初步多元化。

图 2：设立金融平台集团后，安联海外并购的步伐大大加快
图 3：安联集团海外业务收入占比逐年上升

| 时间 | 事件 |
|------|-----------------------------------|
| 1985 | 改组为金融控股平台，由安联AG统一领导 |
| 1986 | 收购英国Cornhill 保险PLC(2007年更名为安联PLC) |
| 1989 | 收购Rhine et Moselle 保险65%的股份 |
| 1990 | 收购东德国有保险公司 |
| 1991 | 收购俄罗斯、捷克、罗马尼亚、斯洛伐克等国保险公司 |
| 1991 | 收购美国Fireman's Fund 保险，收购瑞士Elvia集团 |
| 1992 | 收购意大利Lloyd Adriaco 保险 |
| 1997 | 收购法国AFG 保险 |
| 1998 | 合资设立安联大众人寿保险 |
| 1999 | 接管韩国第四大保险公司并更名为安联第一人寿 |
| 2000 | 收购美国PIMCO 资管 |
| 2001 | 收购美国Nicholas Applgate 资管 |



资料来源：安联集团官网，安联集团年报，中信建投证券研究发展部

2.2 针对性的业务整合带来银保结合红利

2001 年安联集团以 235 亿欧元的价格收购了德累斯顿银行，主要战略意图在于充分利用双方在客户类型和网点布局上的互补性，为养老金合同等多元化产品的开发提供空间。彼时，德累斯顿银行拥有 600 万客户，专长公司银行业务与投资银行业务，而安联则拥有 1780 万客户，专长保险和资管领域，双方合并后客户资源将达到 2000 万之多（剔除交叉客户），占据德国 37% 的私人家庭市场。为此，业务线条的整合成为了公司的着眼点。

然而混业次年，由于德国金融市场低迷、洪灾大规模爆发的缘故，安联集团整体亏损 12.29 亿欧元；其中，德累斯顿银行直接贡献了 9.72 亿欧元的亏损额（主要因为收入下滑 18.6%，以及巨额坏账准备的计提）。更值得注意的是，双方的融合进程低于预期，安联 2012Q3 售出的 51 万份养老金保险合同中只有 7.4 万份是通过德累斯顿银行售出的。为此安联于 2003 年进行了一系列针对性的业务调整：

（1）实施“3+1”战略。一是加强资本实力，通过增加风险资本剩余、加大对欧洲范围公司的投资等一些方法，形成雄厚的净资本，以重获标准普尔的 AAA 评级；二是提高运营效率，通过持续的成本削减、提高保险服务质量以及合理匹配资产组合的收益与风险等方法增加盈利；三是削减冗余环节，通过收购 RAS 公司剩余股份、转变为欧洲公司模式、简化业务流程等方式实施重组；最终达到 1 个目的——保持可持续的价值增长。

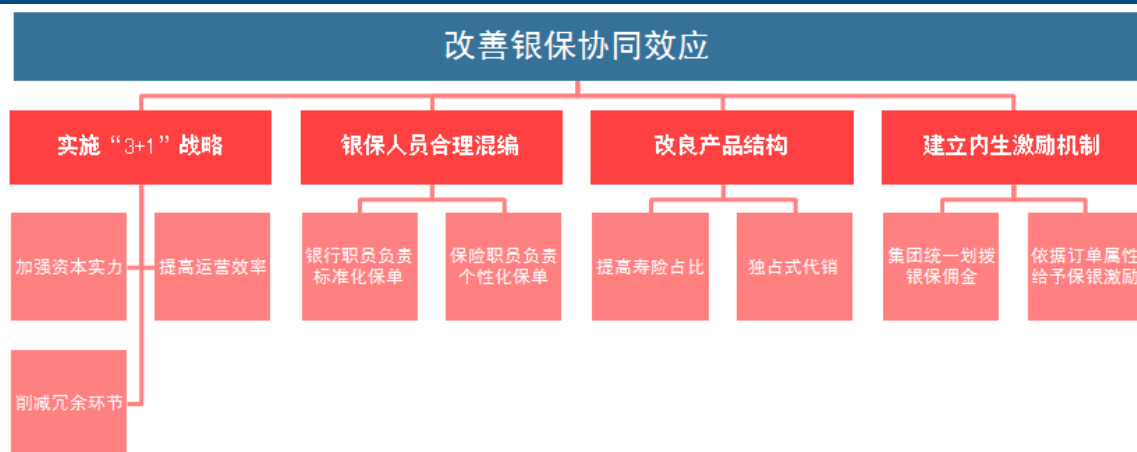
（2）银保人员合理混编。安联向德累斯顿银行累计派驻数千名保险专业人员和近 300 名保险专家，与德累斯顿银行原有柜台销售人员重建团队。混编后的柜台团队中一部分是负责销售德累斯顿银行产品及安联提供的标准化保单，起到销售主力的作用；一部分是安联派驻的销售代表，负责销售定期寿险、终身寿险、年金保险等个性化保单，起支持和辅助的作用。

（3）改良产品结构。安联注重为德累斯顿银行设计专门产品，降低产品复杂性，逐步提高寿险产品的销售

额占比（其中趸缴的养老金保险计划占新保单销售总额的约 40%），并降低财产保险的占比。此外，德累斯顿银行不销售其他保险公司的产品。

（4）建立内生激励机制。对于银保业务，安联集团总部统一划拨给德累斯顿银行 0.5% 的佣金，用于激励销售人员。对于银保业务，则依据订单类别给予奖励：标准化订单技术含量较低，每单 25 欧元的年费中将有 2 欧元交给安总部、3 欧元给予安联的销售人员；个性化订单较为复杂，德累斯顿银行需要将首年收益的 40% 和后续年收益的 10% 交给安联，再由安联将其中的 70% 交给销售人员。

图 4：安联集团调整措施图示

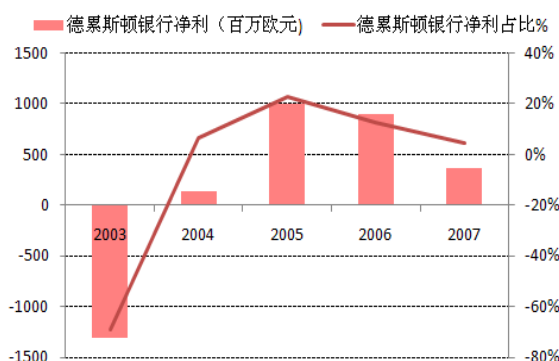


资料来源：中信建投证券研究发展部

针对性调整使得德累斯顿银行产生了一定的协同效果。一方面，集团经营效益明显提升。德累斯顿银行 2004-2007 年连续四年实现盈利，对集团的利润贡献率在 2005 年一度上升至 23%，由此带动集团业绩成长；截至 2007 年末德累斯顿银行母公司总资产达到 86.74 亿欧元，在欧洲、北美洲和亚洲的分支机构数上升至 900 余家；而安联集团营业收入由 2002 年的 925 亿欧元上升至 2007 年的 1026 亿欧元，CAGR(5)=2.09%；净利润由 -12.29 亿欧元上升至 79.66 亿欧元，成功扭亏为盈。

另一方面，集团银保销售渠道相互渗透，相得益彰。2006 年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。反过来，由安联代销的银行产品、客户数和账户数也有显著的增加，2001-2006 年累计增加客户数 63.4 万人、账户数 9 万户和信用卡 5 万张。此外，降低产品复杂性的举措使得安联集团 2007 年人身保险收入占比提升至 48.17%，财产保险收入占比则下降至 43.17%。

图 5：德累斯顿银行净利占比一度达到 23%



资料来源：安联集团年报，中信建投证券研究发展部

图 6：安联集团净利润快速增长

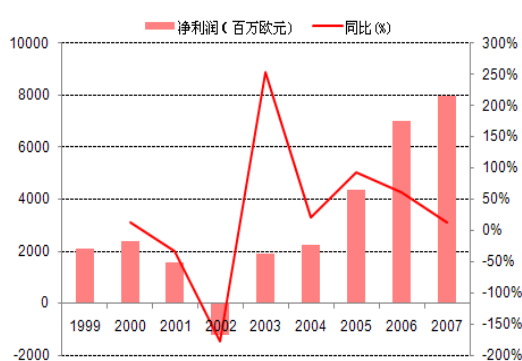
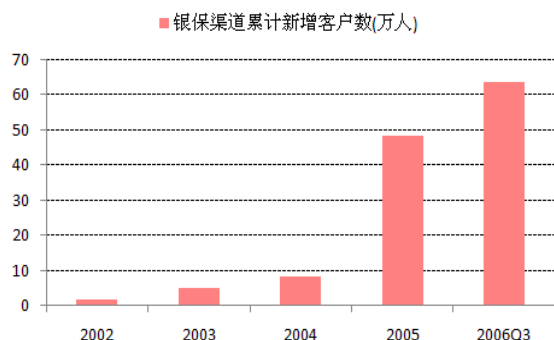
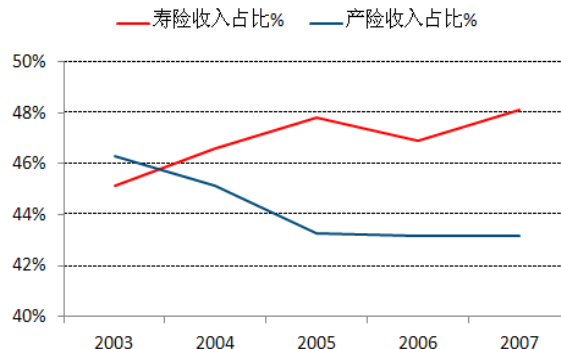


图 7：德累斯顿银行银保渠道不断有新增客户



资料来源：安联集团年报，郭琳《银行保险下一步往哪走》，中信建投证券研究发展部

图 8：安联集团产险收入占比增加

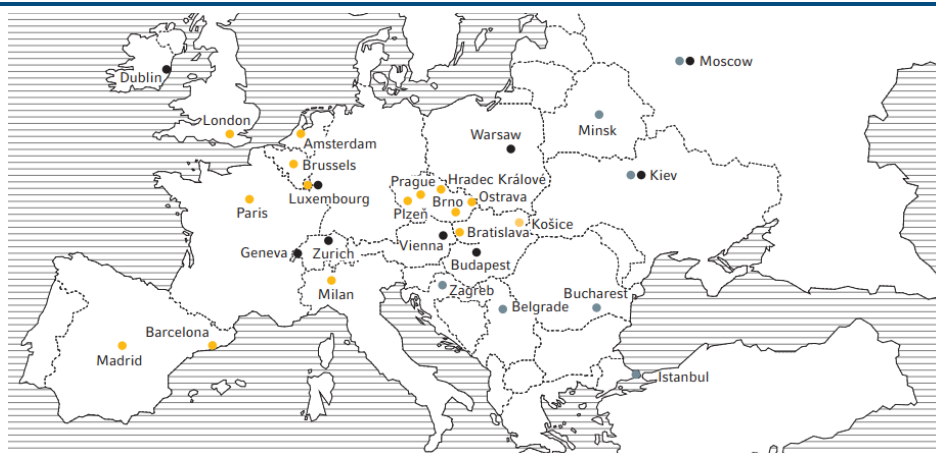


2.3 舍牌照而换渠道，核心资源为王

由美国引发的次债危机在 2008 年席卷全球，导致德累斯顿银行住宅信贷类业务蒙受重大损失，大量结构性金融资产发生减值，2008H1 亏损 9.64 亿欧元，再次严重拖累了安联的业绩。为此，2008 年 8 月安联以 98 亿欧元的价格将其出售给德国商业银行，出售完成后安联不再直接经营银行业务。

但安联集团通过本次交易成为德国商业银行最大的股东，再次获得了丰富的客户资源和网点布局。一方面，安联以一纸长达 15 年的独家代理银行保险销售权将其独享德累斯顿银行和德国商业银行合计拥有的 1100 万客户和 1540 家分行，形成了垄断性的渠道优势；另一方面，安联从德国商业银行获得了资产管理部门 Cominvest，再次巩固了资管领域的优势。由此可见，获取构建竞争优势的核心资源才是安联的最终目的，而不是单纯的获取牌照。

图 9：2008 年德国商业银行在欧洲的网点分布



资料来源：德国商业银行年报，中信建投证券研究发展部

代销协议模式取而代之，成为银保合作主要模式。放弃德累斯顿银行后，安联集团继续在海外扩张银保业务，主要通过与其所在过龙头银行合作创办子公司来共同推广银保渠道。随着市场竞争的加剧，安联集团转向与跨国外资银行签署长期代销协议，以降低销售成本（例如 2012 年安联集团与汇丰银行签署 10 年的销售协议）。此后，安联集团除保留一家小型本土银行 Oldenburgische Landesbank 以外，再无银行纳入的合并范围。

三、平安集团——综合金融集团的构建

3.1 多元化金融先驱者，从增量获取发展至存量经营

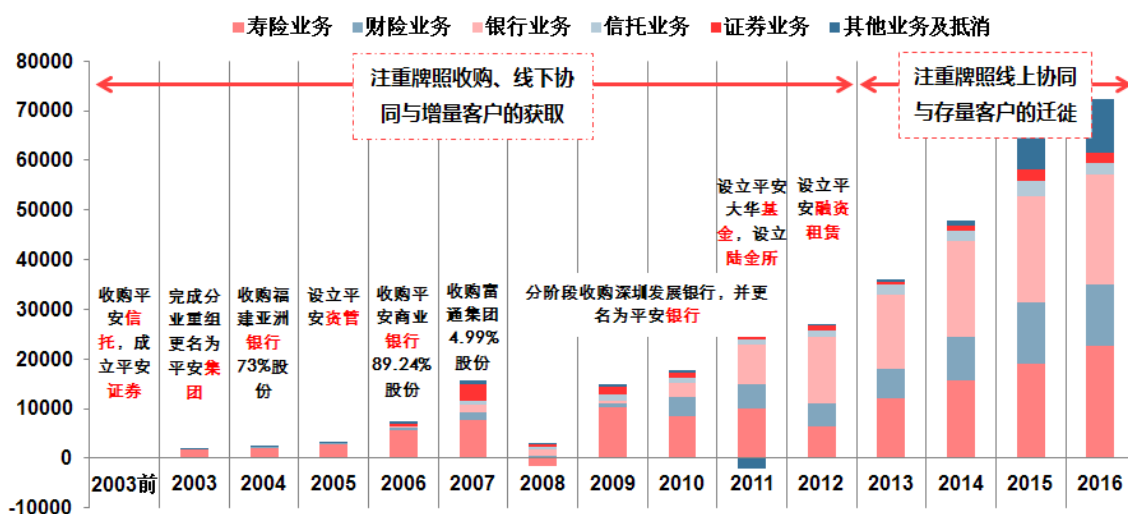
中国平安保险（集团）股份有限公司于 1988 年诞生于深圳蛇口，是中国最早的三家综合性金融平台集团之一，至今已发展成为保险、银行、投资三大主营业务为一体，核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一，拥有完整的金融牌照。随着金融牌照的收购与设立，集团多元化程度不断提高：2012 年集团吸收合并深圳发展银行以来，银行业务成为公司重要资产组成部分和利润来源；2015 年后陆金所、壹钱包等产品规模效应显现，互联网金融业务异军突起。2016 年集团共实现净利润 723.68 亿元，其中银行、互联网金融、信托和证券业务分别占 30.62%、7.50%、3.21% 和 3.06%。

图 9：平安集团保险、银行、投资三大主营业务为一体



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 10：平安集团净利润结构日趋多元化（百万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

我们认为，平安集团的融融结合可大致分为两个阶段。第一阶段注重牌照收购、线下协同与增量客户的获取，先后收购平安信托、富通集团和平安银行等企业，并新设平安证券、平安资管、平安大华基金和平安融资租赁等企业，从而构建全牌照的综合金融帝国，引入增量客户群体；第二阶段注重线上协同与存量客户的迁徙，通过统一线上入口实现子公司之间客户的共享，并解决服务碎片化的问题。

3.2 获取全牌照，发力交叉销售与后台共享，以获取增量客户

平安集团通过发展综合金融的商业模式，获取全方位的牌照，实现保险公司向金融平台集团的转变，并通过交叉销售与后台共享创造协同。董事长马明哲于 1995 年便提出了探索综合金融的构想，在法律的框架下尝试了信托与证券的混业经营。在此期间，监管层并通过《中国人民银行法》、《商业银行法》、《保险法》和《证券



法》明确了“分业经营、分业监管”的制度，平安不符合分业监管的思路，因此多年未能新设分支机构。直至2002年，国务院批准中信集团、光大集团、平安集团为三家综合金融平台集团试点，平安于次年完成分业重组，更名为中国平安保险（集团）股份有限公司，并通过直接设立、收购与战略同盟三种方式，先后获得了平安银行(旧)、平安资管、平安大华基金、平安融资租赁等牌照，着力构建保险、银行和投资三位一体的业务体系，走出一条内生增长与外部并购相结合的规模扩张道路。

表 2：平安集团牌照获取过程

| 时间 | 事件 |
|-----------|-------------------------------------|
| 1995 | 收购中国工商银行珠江三角洲金融信托并更名为平安信托 |
| 1996 | 在平安信托名下正式成立平安证券 |
| 2002 | 国务院批准中信集团、光大集团、平安集团为三家综合金融平台集团试点 |
| 2003 | 完成金融平台集团分业重组，更名为中国平安保险（集团）股份有限公司 |
| 2004 | 收购福建亚洲银行 73% 股份，并更名为平安银行 |
| 2005 | 设立平安资产管理有限责任公司 |
| 2007 | 收购富通集团 4.99% 的股份 |
| 2006 | 收购深圳市商业银行 89.24% 的股份 |
| 2008-2011 | 分阶段收购深圳发展银行；之后深发展吸收合并原平安银行，并更名为平安银行 |
| 2011 | 通过平安信托设立平安大华基金；设立上海陆家嘴国际金融资产交易市场 |
| 2012 | 设立平安融资租赁 |
| 2013 | 通过平安金融科技和平安置业设立深圳前海征信中心 |

资料来源：中信建投证券研究发展部

3.2.1 收购平安银行，围绕银行板块展开适度合作

2008 年一行三会共同制定并发布《金融业发展和改革“十一五”规划》，混业经营模式在国内全面开启；随后，保监会主席助理袁力在保监会 2009 年第一季度新闻发布会公布了允许银行向保险业涉足的决定，强调此项模式开始试点运行。在政策红利的加持下，平安集团做出了收购深圳发展银行的决定：（1）深发展是全国第 11 大银行，且拥有分散的股东基础（大股东新桥投资仅拥有 16.76% 的股份），其他全国性银行已有重大持股比例的股东，引进另外一家主要战略投资者的可能性很小；（2）深发展拥有 302 个分支机构，覆盖华东、华南、华北及西南地区的 20 个重点城市，其中平安集团在 14 个城市没有分支机构，收购深发展将带来互补网点及新分销能力；（3）深发展经营状况处于成立以来最佳状态，2009 年净利润、发放贷款和吸收存款同比+681.03%、+26.21%和+26.11%，不存在亏损的风险。2012 年平安集团完成收购，并将深圳发展银行更名为平安银行。

图 11：深发展是当时为数不多的股权分散的大银行

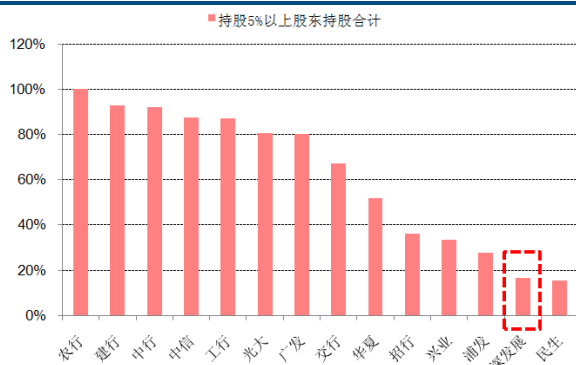
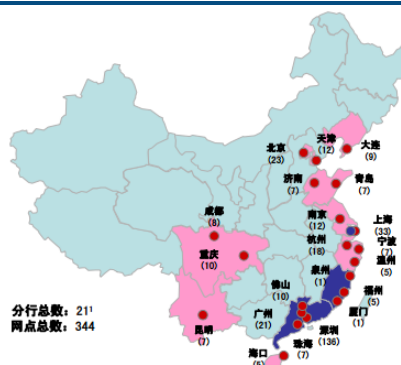


图 12：深发展(粉)与平安(蓝)在营业网点上互补

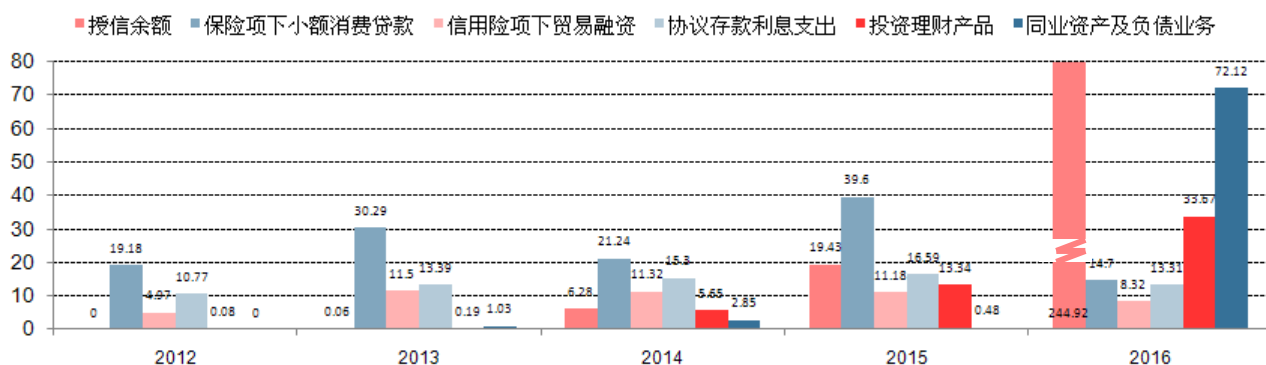


资料来源：公司投资者关系报告，中信建投证券研究发展部

平安银行的收购为混业合作创造了条件，集团围绕银行板块进行适度布局。(1) **银保合作**：平安银行银保渠道的发展策略是注重期缴，通过组合附加险的形式来提升银保渠道的利润率，并借助数据平台实现用户与平安保险的直接联通。2016 年末平安推出银保通 2.0 系统，通过专线方式将银保双方计算机系统连接并进行数据实时传输，为个人客户提供便捷交易处理。(2) **银证合作**：平安银行在银行柜台、银行自助服务区和移动远程终端均实现银行账户和证券账户一体化。2014 年平安银行和平安证券联手推出了“银证一卡通”联名卡，该卡可以累加共享平安银行和平安证券的各项客户权益，实现银行与证券资产合并通算，使得证券投资便捷化；平安银行为银证一卡通提供了平安盈、日添利、日日生金等多款高收益高流动性的理财产品，充分利用客户闲置资金来扩大自身资管规模。(3) **银信、银基合作**：平安银行长期存在资本充足率偏低、存贷比不足的问题，需要通过信用卡透支、个贷资产业务出售、吸收兄弟企业协议存款的方式来弥补短板，以挪出额度满足客户需要，由此与平安信托、平安大华基金等公司产生了关联交易的需求。

我们注意到，这些布局是基于原有业务的延伸，以实现渠道共享和资本合规，而不是变相挪用银行资金进行主业不相关的投资，这在一定程度上规避了银监会的严格监管，体现出集团高度的政策风险敏感性。在此基础上，平安银行与集团的关联交易金额适度增加，其中授信余额由 2012 年的 0 元增长至 2016 年的 244.92 亿元，同业资产及负债业务由 2012 年的 0 元增长至 2016 年的 72.12 亿元。

图 14：平安银行与平安集团的关联交易金额适度增加（亿元）



资料来源：公司投资者关系报告，中信建投证券研究发展部

3.2.2 交叉销售提升获客能力，拉动个人业务增长

平安集团的交叉销售模式以不同业务之间的相互代理为起点，建立起强大的交叉销售队伍，并由集团统一领导。2005 年，集团设立了综合开拓部，专职交叉销售的运作，将适宜的综合金融产品推向销售渠道。2010 年，集团根据个人业务和团体业务在需求上的差异，进一步设立了综合开拓集体、个人业务委员会，分别由寿险和财险的主管来负责。为细化交叉销售的考核制度，平安集团建立了“客户渗透率”的考核指标，用以衡量每个客户在集团内所用产品数量占集团产品总数的比重。

迄今为止，平安集团是国内交叉销售投入度最高、效果最明显的大型保险集团。交叉销售将平安集团多元化的金融产品与多样化的客户需求相结合，提升了各类业务的客户覆盖面，使得平安品牌得以快速推广。2016 年，集团产险及养老险短期团体险的交叉销售收入分别达到 287.92 亿元和 54.89 亿元，交叉销售渠道贡献占比分别为 16.2%和 44.4%。2014 年全年，信用卡交叉销售渠道销量达到 201 万张，渠道贡献占比为 39.5%；信托业务交叉销售规模达到 1703.24 亿元，渠道贡献占比为 28.20%。此外，平安大华基金首发募集资金的 63.3%也是来自于交叉销售。

图 15：2016 年产险业务交叉销售贡献占比升至 16.2%

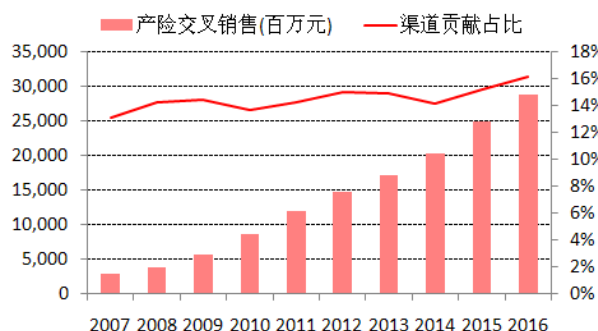
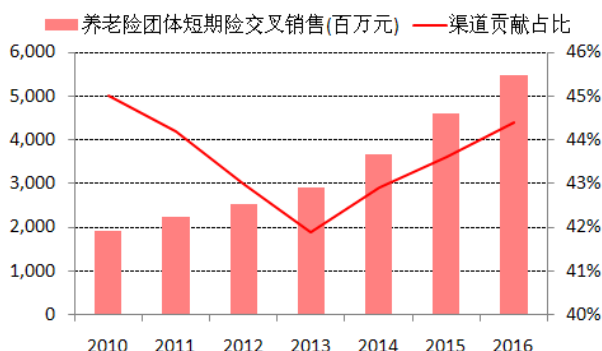


图 16：2016 年养老险业务交叉销售贡献占比升至 44.4%



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图 17：2014 年信用卡业务交叉销售贡献占比为 39.5%

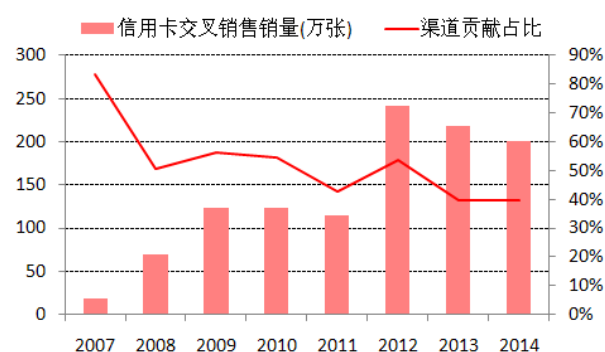
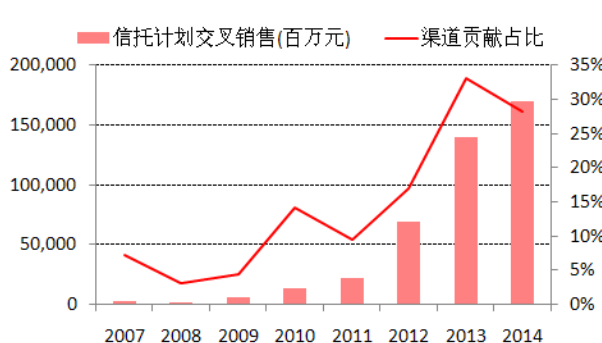


图 18：2014 年信托业务交叉销售贡献占比升至 28.2%



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

从交叉销售的渠道来看，平安前瞻性地将银保渠道占比维持在低位，着重采用互联网和电话渠道。近年来，银保渠道的弊端逐步暴露，一方面银行职员对银行保险业务的重视程度普遍不够，职员的保险知识储备不足，由此造成银保产品销售困难以及较高的退保率。另一方面，银行不介入银保产品开发过程，只是为保险公司设

计的标准产品提供销售渠道并从中收取回佣，从而忽视对代销产品质量的深入考察，导致银保产品功能同质化现象较为突出，体现为代销保险产品以带有储蓄功能的分红保险和传统保险为主，产品结构单一，进而对中长期储蓄构成分流和侵蚀。平安通过减低银保渠道的占比，在充分利用银保渠道便利性的同时，规避退保率高和产品同质化的弊端，体现出前瞻性的经营风险敏感度。

图 19：寿险银保渠道占比：平安<国寿<新华

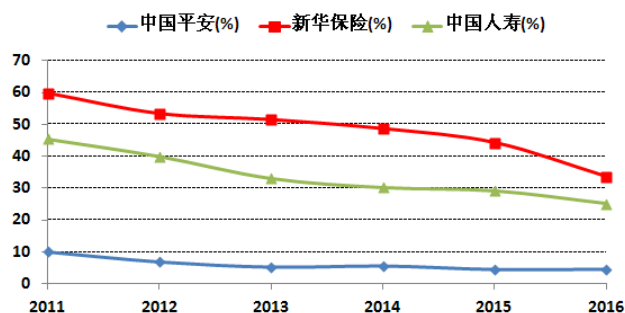
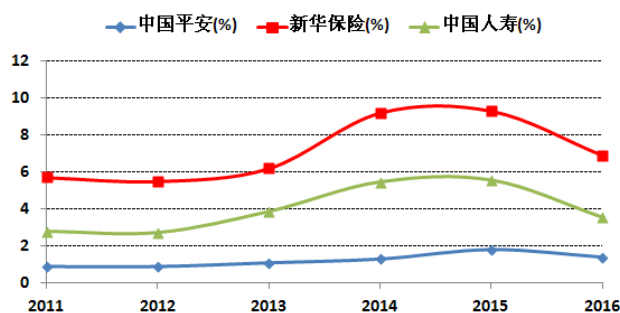


图 20：退保率：平安<国寿<新华



资料来源：三家公司年报，中信建投证券研究发展部

3.2.3 建立统一后援中心，标准化服务促进提效降费

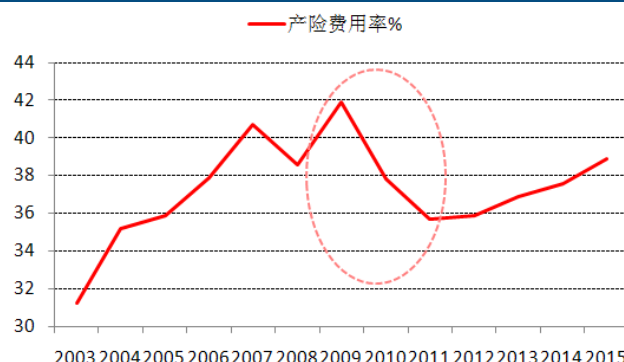
子公司的增多使得集团内独立的后台服务部门数不断增加，营运成本高启，至 2007 年产险费用率攀升至 40.70% 的高位。同时，由于各个子公司均拥有决策权和流程标准，集团财务与管理信息的生成和汇总耗时漫长、效率不高。为此，2006 年平安集团设立了全国第一家大型综合性的后援中心——平安张江运营管理中心，全国 3000 多个分支机构的后台数据中心全部集中，统一纳入到该运营平台操作；2008 年平安后援中心进行公司制改制，分别成立了平安数据科技和平安科技（2016 年，平安数据科技与平安直通又重新整合成为平安金服）。集团后援中心自下而上划分为客户接触层、共享作业层、专业作业层、运营管理控制层和政策规则制定层，分别承担柜台服务、文档财务、核保理赔、运营管理和战略制定的职能，实现全体子公司后台服务标准化。

后援中心的设立实现了运行成本的降低和经营效率的提升。至 2013 年末，专业作业层均实现了主要子公司的集中共享。2014 年上半年，共享作业层的文档作业、财务作业和员工服务也实现了集中共享；电话中心实现了保险、银行、证券、信托、平安科技等公司的共享作业，共享度达成 74.1%。在此基础上，2014 年平安产险费用率下降至 37.6%，较 2007 年低 3.1 个百分点；寿险理赔和车险后端理赔件均时效缩短为 7.25 小时和 10 小时，理赔服务效率持续提升。同时，得益于后援中心的建立，2014 年平安寿险“标准案件，资料齐全，两天赔付”服务承诺完成率上升至 95%，平安产险“万元以下，从报案到赔款，一天赔付”服务承诺完成率上升至 96%。

图 21：平安后援中心五大层次



图 22：平安后援中心的成立促进费用率下降



资料来源：《剖析平安后援中心集中作业模式》，WIND，中信建投证券研究发展部

3.3 “互联网+”提供一站式服务，便利存量用户迁徙，并催生由产到融的布局

平安集团将综合金融服务与互联网平台深度结合，提供一站式多产品 O2O 金融服务，带动存量用户内部迁徙。全牌照使得集团能够提供多样化的服务，但这也带来了服务碎片化的问题，为此，集团于 2015 年起围绕金融一账通、陆金所等平台，将所有金融服务进行整合，从而打造“一个客户、多个产品、一站式服务”的综合金融服务模式，将顾客的操作便捷化。同时，互联网大数据的应用为实业布局创造前提条件，由产到融的前瞻性尝试由此应运而生。

3.3.1 统一入口解决线下服务碎片化痛点

2009 年平安集团推出亚洲首家整合网上金融账户的管理工具——平安金融一账通，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。在此基础上，平安一账通围绕“账户管理、财富管理、信用管理、生活管理”进行价值延伸：

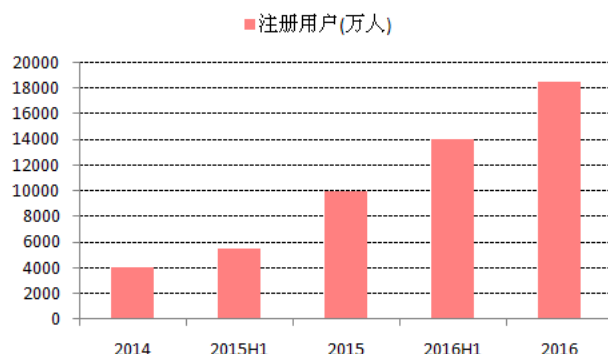
1) **账户管理**：外延覆盖超过 800 家集团内外金融机构、25 类金融账户，提供一目了然的个人资产负债表。同时与 155 家合作银行和 1300 家非银行金融机构建立签约合作关系。2) **财富管理**：依托平安信托、平安证券等投资类子公司，为用户提供自助式、智能式和顾问式三种财富管理方式，每月使用理财平台服务的用户超过 1000 万。3) **信用管理**：依托前海征信子公司，通过丰富的应用场景促进个人征信产品的使用，累计授权查询量超过 7000 万次。4) **生活管理**：依托平安好房、平安好医生等产业类子公司，一站式链接金融超市与生活超市。

至 2015 年，平安金融一账通已覆盖 80% 以上集团金融用户，其中 60% 的用户人均添加 1.9 个账户，在人均账户数上还有提升的空间。2016 年平安一账通用户数达到 1.85 亿，月活跃用户超 3000 万。

图 23：平安金融一账通服务模式



图 24：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

客户入口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，集团客户人均持有产品数量也同步增加。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

表 4：2016H1 平安集团 20.7%的客户持有多种核心金融产品

| | 持有其他核心金融产品 | | | 同时是互联网用户 | |
|--------|-------------------|---------|------|----------|------|
| | 2016H1 客户数(万人) | 客户数(万人) | 占比% | 客户数(万人) | 占比% |
| 平安寿险 | 4,360 | 1,389 | 31.9 | 2,778 | 63.7 |
| 平安产险 | 4,035 | 1,066 | 26.4 | 2,271 | 56.3 |
| 零售银行业务 | 3,509 | 1,481 | 42.2 | 2,169 | 61.8 |
| 信用卡业务 | 2,086 | 1,383 | 66.3 | 1,741 | 83.5 |
| 其他业务 | 1,300 | 513 | 39.4 | 830 | 63.8 |
| 合计 | 11,931 | 2,473 | 20.7 | 6,881 | 57.7 |

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部 注：因对购买多个金融产品的客户进行除重处理，各业务的期末客户数相加不等于合计数

3.3.2 整合交易所平台促进线上业务创新

平安集团旗下的陆金所控股发家于 P2P 业务，经过数年的业务整合已转型为一家互联网财富管理综合平台。陆金所在线上拥有网络融资平台（Lufax）和金融资产交易服务（Lfex）两个平台，为平安旗下子公司在内的各类客户提供融资平台，为合格的投资者提供理财产品，也为平安融资担保公司带来本息担保的业务。

2016 年陆金所控股于完成了对普惠金融业务和重金所业务的重组，从而形成旗下陆金所、重金所、前交所、普惠金融“三所一惠”的战略布局，尽管这一组合的初衷是为了整体上市，但也带来了一定的合作机遇。一方面，平安普惠的注入使得线下服务支持能力大大增强，有助于建立融合线下和线上垂直领域的 O2O 消费金融生态圈。另一方面，重金所和前交所的注入带来了地方政府融资和跨境资产交易的需求，扩大了机构投资者可投资标的范围。

表 5：平安陆金所控股旗下成员及其定位和规模

| 平台名称 | 整合时间 | 平台战略定位 | 2016 年业务规模 |
|---|------------|--|--|
| 陆金所（上海陆家嘴国际金融 资产交易市场股份有限公司） | 2011 年 9 月 | 服务于个人客户的财富管理 和增值需求，致力于为个人投 资者提供一站式投资理财的 金融服务。 | 累计注册用户数 2838 万（同比+55.0%） 活跃投资用户数 740 万（同比+103.9%） 新增投资用户数 445 万（同比+33.3%） 零售端交易量 15351.63 亿元（同比+137.5%） 零售端资产管理规模 4383.79 亿元（同比+74.7%） |
| 前交所（深圳前海金融资产交 易所有限公司） | 2015 年 8 月 | 服务于机构间金融资产交易 需求，致力于跨境业务和机构 间金融资产撮合业务的开拓。 | 机构端交易量 41999.25 亿元（同比+377.9%） |
| 重金所（重庆金融资产交易所 有限责任公司） | 2016 年下半年 | | |
| 普惠金融（锦联有限旗下开展 融资担保、商业保理、小额贷 款等业务的公司的总称） | 2016 年 5 月 | 服务于个人消费金融需求。 | 新增贷款量 1729.19 亿元（同比+257.7%） 管理贷款余额 1466.40 亿元 累计借款人总数 377 万 累计贷款量 2719.97 亿元，其中无抵押贷 1753.64 亿元 |

资料来源：平安集团官网，中信建投证券研究发展部

3.3.3 由产到融，打造开放式产融结合平台

随着互联网布局的深入，平安集团从融融结合延伸至产融结合，围绕用户的“医食住行玩”需求，提供多种服务和产品，将金融嵌入线上生活服务。集团提出了管理财富、管理健康和管理生活的服务框架：（1）管理财富：提供陆金所/平安银行/平安证券的理财产品，享受万里通积分抵现/消费返还和商圈折扣，享受平安普惠信用支付/无卡消费和小额贷款。（2）管理健康：提供健康保险和服务，构建新型健康金融产业链；（3）生活管理：提供壹钱包、万里通、平安好车和平安好房等服务，帮助客户实现衣食住行玩的需求。显然，上述三大功能涉及多类互斥的金融服务，是对综合运用多类牌照的一次尝试，所形成的金融生态圈将进一步提高客户忠诚度，促进用户内部迁徙量的增加。

在上述布局中，大健康医疗是最主要的产融结合布局。平安大健康医疗以医疗保险和商业保险作为支付方，以线上线下的医疗服务管理和医疗服务机构作为服务方，以健康云、平安付、一账通作为服务支持平台，形成整体合力。

图 25：平安集团大健康医疗产业布局



资料来源：公司投资者关系报告，中信建投证券研究发展部

平安大健康医疗从多个方面对原有综合金融业务提供支援，实现了产业与金融的有机集合，是主业延伸的进一步尝试。(1) 提供增值服务：平安人寿在其“平安金管家”APP 中引入家庭医生服务，由平安好医生为平安人寿、平安银行、平安好房以及平安企业客户提供增值型健康管理服务，包括为平安银行客户提供好医生卡、与房产公司在社区合作建立医务室、与大型企业客户合作建立企业医务室；(2) 通过对好医生分流，实现保险理赔控制费：平安好医生将各类医生通过互联网渠道进行分层，合理地将医疗资源分配给相应的客户，以实现分流导诊的目的，进而实现保险理赔控费。(3) 积累医疗数据，支持保险定价：平安健康云可获取病例授权管理，在病例不断准确记录的大数据上，为医院患者术后、慢性疾病管理上提供可操作之处，同时大量的医疗数据方便了集团健康保险的定价、理赔和核赔。

长远来看，回归产业、把握产业资源优势是综合金融平台的重要趋势之一，平安产融结合未来的走向将为行业提供重要的借鉴意义，值得进一步关注。

四、非银金融平台集团的协同方式总结及建议

4.1 非银金融平台集团的协同方式总结

1) 人事协同。在 2008 年之前，安联集团与德累斯顿银行长期互相派驻高管；而平安集团子公司之间的人事调动则更加普遍。通过控股公司统一制定和实施战略规划，能够促进不同金融子公司的管理团队达成战略共识，实现管理整合与行动整合，同时有效补充和调整原金融公司存在的管理缺陷。

2) 风险协同。保险、银行和证券等行业常处于不同的发展周期，业绩波动幅度有所差异。多元化经营可降低和分散风险，实现集团利润长期相对稳定，避免大起大落与收益的脆弱性。

3) 渠道协同。安联集团通过对德累斯顿银行银保渠道的改造实现了扭亏为盈，而平安银行也通过银保渠道实现了信用卡发卡量的高速增长。控股公司内部子公司的营销整合和营销定位分工，加强联合营销、交叉销售、



客户共享、梯度营销，可获得更好的市场占有率或市场份额。

4) 产品协同。安联集团为银保渠道改变了保险产品结构，平安集团也在不断推出“银证一账通”等产品。金融子公司的金融服务产品可以相互供给、相互补充，共同搭建统一的产品供应平台，为整个金融控股集团的客户服务提供强有力的支撑；同时不同子公司之间可以共同开发产品，相互利用各自资源联手开发特色边缘金融产品，为金融创新输出源源不断的动力。

5) 后台协同。平安集团通过统一后援平台实现了提效降费，并进一步开发金融一账通系统实现了操作标准化和信息共享化。金融控股集团可以根据辖属不同子公司的业务特征和业务需求，牵头负责开发和维护业务技术系统，并建立统一的数据库，为各个子公司的业务经营打造共同技术运行平台，从而节约技术开发费用投入和技术人力投入。

6) 品牌协同。安联集团的大多数分支机构均以“安联”来冠名；平安集团的所有子公司也都冠以“平安”二字，旗下的银行业务无论经过多少次重大重组，均更名为“平安银行”。要使客户美誉度在全体子公司之间共享，统一品牌名称是最简单的手段。

4.2 非银金融平台集团放大协同效应的建议

1) 关注牌照财务投资价值，也应关注中牌照背后的核心资源。金融危机前后欧洲及香港投资者往往看空多元化金融平台集团，主要因为金融平台集团无法规避内部风险蔓延、业务复杂难以拆分、集团资本充足率下降等原因，因此国外企业对于构建多元化金融平台集团往往更加谨慎。安联集团无论收购德累斯顿银行还是最终放弃，其最终目的都是为了换取客户资源、销售网络等构建竞争优势的核心资源，而不是牌照本身；而国内企业过度关注牌照的财务投资价值，忽视了牌照背后的资源与自身产业该如何协同。

2) 产品、团队、激励机制与“金融平台集团”的目标相匹配。以产品为例，欧洲地区的银行保险的整合通常由寿险业务起步，再逐渐跨入产险业务，这主要是由于寿险业务与银行业务有较多的延伸性与关联性；而产险业务种类繁多复杂，银行职员容易在后续服务与理赔纠纷上处置不当。因此，欧洲银行保险拓展的重点就放在与储蓄相连接的保险产品、人寿保险产品、与住房按揭相联系的保险产品等银行业本身有竞争优势的领域。同理，只有团队与激励机制与“金融平台集团”的目标相匹配，协同效应方能最大化。

3) 统一品牌，实现客户美誉度在子公司之间的共享。金融平台集团的品牌统一，有助于集中人力与财力塑造综合大品牌，一方面消除顾客对新业务的不信任感，另一方面借助客户美誉度在子公司之间的共享帮助新业务迅速上量，最终巩固企业的市场形象与低位。而当前国内部分非银金融平台集团在子公司的品牌、宣传上不统一，消费者对于不利于形成统一的品牌认同。

4) 借助互联网搭建统一入口的金融生态圈系统。平安一账通以解决服务碎片化为目标形成了一站式门户服务，陆金所则是通过有担保的理财产品搭建了一个开放式交易平台。统一入口的互联生态圈将便利子公司在客户资源、产品信息、业务关系、信息技术和资金流向的共享，促进产品、信息与资本协同的深化。从更广的视角来看，开放性的统一平台能借助源源不断的新加入者实现平台的自我更新，最终实现非银金融平台集团的基业长青。

5) 完善后援平台和技术支持，实现降费提效。平安集团通过亚洲第一的后援中心实现了提效降费，并通过统一领导机构实现了有条不紊的运作。作为多业务的金融平台集团，分散式的后台服务弊端诸多，一方面不利



于实现规模经济，另一方面难以控制标准不统一带来的风险和财务风险，此外前后台不分还容易诱发从业人员的道德问题；而统一的后援平台是解决上述问题的重要手段。目前，国内许多大型非银企业设立了综合性的后援平台，但主要为主业提供服务，对于跨行业的统一后援服务还有改进的空间。

6) 前瞻性识别混业经营风险，防范于未然。通过合理配置各牌照业务，金融平台集团能够大大降低经营风险，但过度混业合作也会带来各方面的隐患。在金融监管日趋严格的当下，金融平台集团需要前瞻性地识别不合时宜的混业合作，及时加以规避。



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