

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 10 月 20 日

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

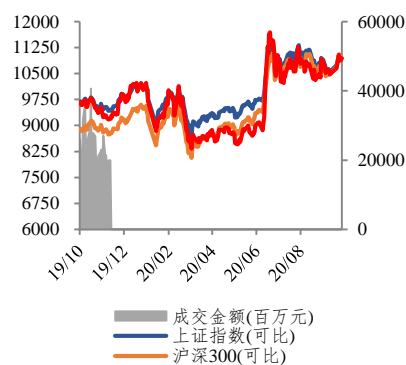
联系人（研究助理）：张文珺

S1070119120046

☎ 0755-83667984

✉ zhangwenjun@cgws.com

#### 股价走势图



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<普惠金融差异性剖析>> 2020-09-29

<<场外期权发展步入新阶段，QFII 新政预示开放加速>> 2020-09-27

<<落地速度略超预期，开启新一轮整合序幕>> 2020-09-20

## 关于“T+0”、混业等几个长期变量的剖析思考

——券商行业专题（六）

### 核心观点

#### ■ 要点 1：优化交易制度及居民资产配置助力券商行业上行空间打开

就其他国家和地区的相关实践经验来看，“T+0”通常会带来市场大盘层面上的活跃度的明显提升，同时没有明显证据表明交易制度的改变会带来剧烈的市场波动。从波动率来看，韩国综合指数和韩国证券公司指数在 T+0 后半年内并未显示出明显的市场波动率的加剧，因此有理由推断后期波动率的上升主要原因是亚洲金融危机的冲击所导致。我国台湾地区，1994 年、2005 年、2014 年出台 T+0 政策后，市场活跃度有所提升。

国际上 T+0 政策的实施通常也伴随着严格的监管条例和要求。以美国为例，美国以总值为基础划分出不同种类的账户，并对不同类型账户回转交易行为制定了非常严格的区别性的监管规则。日本对于 T+0 交易制度的监管则主要是通过特殊的涨跌停制度来控制的。中国台湾于 1985 年禁止日内回转交易，到 2016 年完全重新开放日内回转交易，其“实施-禁止-部分恢复-完全恢复”的发展历程值得我们借鉴。

#### ■ 要点 2：“T+0”、20%涨跌幅限制下的资金演绎

我们对科创板、创业板可能引进“T+0”及 20% 交易制度可能导致的新增交易量及营收做了测算，预计 2020 年新增经纪业务利润（考虑科创板保持前 9 月成交金额）/2019 年净利润的比重在 1.19%-2.97% 之间，预计 2021 年新增经纪业务利润/2019 年净利润 2.05%-5.11%。

#### ■ 要点 3：延长 A 股交易时间，或有助于提升市场活跃度

实践证明，交易时间的延长会带来市场层面上的利好。2011 年，新加坡，香港，日本证券交易所均延长了交易时间，在此之后交易量都发生了明显的提升。以香港为例，自 2011 年 3 月 7 日起，香港股市将交易时段由每日 4 小时延长至 5 小时；2012 年 3 月，香港股市又将交易总时长延长至 5.5 小时，使之与内地股市有更多交易时间上的重叠，让在香港发行的内地证券有更充分的价值发现机会，提升竞争力。从 2011 年第一阶段港交所延长交易时间的统计来看，成交额增加了约 7%。韩国股市也通过取消“午休制”、延长交易时长的方式使其流动性得到了显著提高。

#### ■ 要点 4：居民储蓄：金融资产配置大变化已到来

我国当前正处于居民家庭资产配置的拐点，表现为对金融资产配置的加速，而居民家庭对于不动产配置比例可能已经见顶。不动产的配置与经济发展水平和居民年龄结构息息相关，资产价格的历史表现也有较大影响，

其中,经济发展水平和居民年龄结构是影响居民不动产配置比例变化的核心。

预计在改革开放政策及市场共同驱动下,证券化率有望不断提升,居民股权资产配置迎来上升期。一方面,结合海外经验未来国内居民预计更多会采取通过购买基金的方式入市,提升机构投资者比重;另一方面,预计自然人投资者占城镇适龄人口比重将不断提升,2020E-2014E 在 32.42%-47.91%之间。

#### ■ 要点 5: 引导风险机构出清,金控框架下混业趋势不变

目前海外的混业经营模式主要分为三种:银行母公司模式、全能银行模式以及金融控股公司模式。美国银行系投行市场份额占优,摩根大通混业典范,相对其他机构业绩相对稳健。德国-全能银行占据主导地位,德意志银行仍扮演重要角色,德国商业银行与德国裕信银行是重要组成部分。

英国银行业是英国金融系统最主要组成部分,主要通过子公司来实现控股经营。汇丰银行集团通过已有子公司在世界各地进行并购,将证券,保险纳入经营范围,从而有效抵御风险。巴克莱银行设立巴克莱资本开展投行业务,并在 2008 年金融危机接下雷曼兄弟破产后在北美市场的业务,极大增强了其投行业务实力。

#### ■ 要点 6: 互金巨头具备加入券商行业竞争的可能性,垄断竞争格局夯实趋势不变

目前,我国互联网金融巨头东方财富、同花顺等凭借提供金融资讯的财经网站到一站式金融服务平台,显示出广阔的市场发展前景。结合目前开放的行业政策背景,可以推测有其他互金巨头存在获取大陆地区券商牌照的可能性。

新时代证券、国盛证券、国盛期货实施接管-维护证券市场秩序,促进风险机构退出。金控新规下可能加快推进行业牌照整合。此次国联与国金的整合虽未成行,但我们认为不改变行业并购整合的大势。

#### ■ 要点 7: 估值及投资建议

当前券商板块估值约为 2.11 倍 PB,处于估值低位,远低于 15 年的 5 倍 PB,及 2007 年的 17.66 倍 PB。随着改革的深入推进,预计 10 月会有政策相继落地,行业想象空间持续打开。虽然 8 月因为市场波动及高基数导致增速承压,但从前 8 月数据看,营收及净利润增速分别为 35.75%、49.43%,我们看好券商全年业绩表现。而在明年随着证券化率水平的提升,若成交量在万亿水平常态化,行业营收有望突破 7000 亿元。同时,从基金 Q2 持仓的情况,非银金融板块的持仓继续下降,边际空间改善潜力巨大。我们预计板块有望调整消化一段时间后,从今年三季度,到明年一季度,以券商为代表的资本内循环板块所承接的历史使命愈发重要,逐渐形成“戴维斯双击”效应,随着高估值板块的抱团改变及机构调仓推进,券商等板块有望成为新的抱团,改变目前普遍低配的状态。且在行业混业想象的时代背景下,分化分层发展的趋势将加剧,更为积极从容布局。

#### ■ 风险提示: 中美摩擦波动风险; 美国大选不确定性; 地缘政治风险; 宏

观经济下行超预期风险；蚂蚁金服等巨型 IPO 对股市流动性冲击风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险；疫情蔓延超预期风险。

## 目录

1. 长期新变量：优化交易制度及居民资产配置助力券商行业上行空间打开 .....	7
1.1 “T+0”及 20%涨跌幅预期下的资金增量演绎 .....	7
1.1.1 他山之石：市场稳定基础下的活跃度提升 .....	7
1.1.2 “T+0”展望：严格监管下逐步推进 .....	10
1.1.3 “T+0”、20%涨跌幅限制下的资金演绎 .....	13
1.2 延长 A 股交易时间，或有助于提升市场活跃度 .....	14
1.2.1 扩大 A 股交易时间或正当时 .....	14
1.2.2 扩大 A 股交易时间有助于提升市场活力 .....	15
1.3 居民储蓄：金融资产配置大变化已到来 .....	16
2. 引导风险机构出清，金控框架下混业趋势不变 .....	18
2.1 美德英混业绩效表现 .....	19
2.1.1 混业的海外经验 .....	19
2.1.2 混业经营下的市场结构及绩效特征 .....	20
2.2 互金巨头具备加入券商行业竞争的可能性 .....	32
2.2.1 松鼠证券短期影响有限 .....	32
2.2.2 老虎证券与富途证券表现优异 .....	33
2.3 行业优胜劣汰，垄断竞争格局夯实趋势不变 .....	34
2.3.1 新时代证券、国盛证券、国盛期货实施接管-维护证券市场秩序，促进风险机构退出 .....	34
2.3.2 金控新规下可能加快推进行业牌照整合 .....	34
2.3.3 国内券商或将掀起并购重组浪潮，券商实现差异化发展 .....	35
3. 估值及投资建议 .....	38
3.1 资金面边际改善值得期待 .....	38
3.1.1 国家队资金进场谨慎，所持券商股触底 .....	38
3.1.2 公募等机构持券商股较低，提升空间较大 .....	40
3.1.3 两融资金投资券商在边际有望提升 .....	41
3.2 估值及投资建议 .....	42
4. 风险提示 .....	43

## 图表目录

图 1:	1995 至 1999 年间韩国综合指数波动率 .....	7
图 2:	1995 至 1999 年间韩国综合指数及其涨跌幅 .....	8
图 3:	1995 至 1999 年间韩国证券公司指数及其涨跌幅 .....	8
图 4:	1984 至 1986 年间台湾加权指数及其涨跌幅 .....	8
图 5:	1989 至 1991 年间台湾加权指数及其涨跌幅 .....	9
图 6:	1990 年至 1994 年台湾加权指数波动率 .....	10
图 7:	1990 年至 1994 年台湾加权指数及其涨跌幅 .....	10
图 8:	2003 年至 2008 年台湾柜台指数及涨跌幅 .....	10
图 9:	2014 年 T+0 出台前后台湾加权指数成交额与收盘价 .....	10
图 10:	按照购买力平价调整, 中国当前人均 GDP 水平相当于日本 1970 年代中期, 这也是日本非金融资产配置的拐点 .....	16
图 11:	中国 20-55 岁人口占比拐点已经在 2010-2015 年期间发生, 而日本居民不动产配置的拐点与该年龄段人数拐点比较接近 .....	16
图 12:	A 股市值及证券化率 .....	17
图 13:	中国国民储蓄率 (单位: %) .....	17
图 14:	基金管理公司管理资产规模 (公募基金) 与公募基金发行规模 .....	17
图 15:	理财产品发行规模及预期收益率变化 .....	18
图 16:	余额宝 7 日年化收益率上行 (单位: %) .....	18
图 17:	摩根大通 2019 年营业收入占比 .....	21
图 18:	美国金融机构营收增速对比 .....	22
图 19:	美国金融机构净利润增速对比 .....	22
图 20:	高盛分部门营业收入占比 .....	23
图 21:	摩根斯坦利分部门营业收入 (% , 百万美元) .....	23
图 22:	花旗分部门营业收入 (% , 百万美元) .....	23
图 23:	摩根大通分部门营业收入 (% , 百万美元) .....	23
图 24:	美国机构盈利及估值 .....	24
图 25:	摩根大通分部门 ROE .....	24
图 26:	德国银行按资产总额划分的市场份额 百万欧元 .....	24
图 27:	德意志银行分部门营收结构图 .....	26
图 28:	德意志银行分部门 ROE .....	26
图 29:	德国商业银行分部门营业收入 .....	27
图 30:	德国裕信银行分部门营业收入 (百万欧元) .....	27
图 31:	德国各银行净利润 百万欧元 .....	28
图 32:	英国四大银行营收 .....	29
图 33:	英国四大银行盈利及估值情况 .....	29
图 34:	英国四大银行营业收入同比增速 .....	29
图 35:	英国四大银行净利润同比增速 .....	29
图 36:	汇丰控股分部门营业收入 .....	31
图 37:	巴克莱银行分部门营业收入 百万英镑 .....	31
图 38:	劳埃德银行分部门营业收入 .....	31
图 39:	苏格兰皇家银行分部门营业收入 (百万英镑) .....	31
图 40:	英国三大行净利润 (百万英镑) (公司财报中的 profit/loss for the year 项目, 汇	

丰美元计价未计入)	32
图 41: 老虎证券营收结构占比	33
图 42: 富途证券营收结构占比	33
图 43: 老虎证券净利润及同比	34
图 44: 富途证券净利润及同比	34
图 45: 券商并购多发于市场低迷时期	38
图 46: 2012 年以来的融资融券余额 单位: 亿元	41
图 47: 融资买入券商个股变化	42

表 1: 美国账户分类情况及权限说明	11
表 2: 日本股票市场涨跌幅限制一览表 单位: 日元	11
表 3: “T+0”与 20%预期增量交易量测算及影响	13
表 4: 世界主要证券交易所的标准交易时间	15
表 5: 未来几年自然人投资者开户测算预测	18
表 6: 混业经营模式及其特点	19
表 7: 六大银行并购历程	21
表 8: 德意志银行的战略转型与并购历程	25
表 9: 汇丰控股旗下子公司成立/收购时间	29
表 10: 巴克莱银行旗下子公司成立/收购时间	30
表 11: 劳埃德银行集团旗下子公司收购时间	30
表 12: 苏格兰皇家银行集团旗下子公司收购时间	30
表 13: 员工持股计划要点整理	36
表 14: 高盛合伙人制度	37
表 15: 2020 年 Q2 国家队持股情况	38
表 16: 2020Q2 证金公司在券商持股排名情况	39
表 17: 2020Q2 基金及外资持券商股情况	40



# 1. 长期新变量：优化交易制度及居民资产配置助力券商行业上行空间打开

## 1.1 “T+0”及 20%涨跌幅预期下的资金增量演绎

### 1.1.1 他山之石：市场稳定基础下的活跃度提升

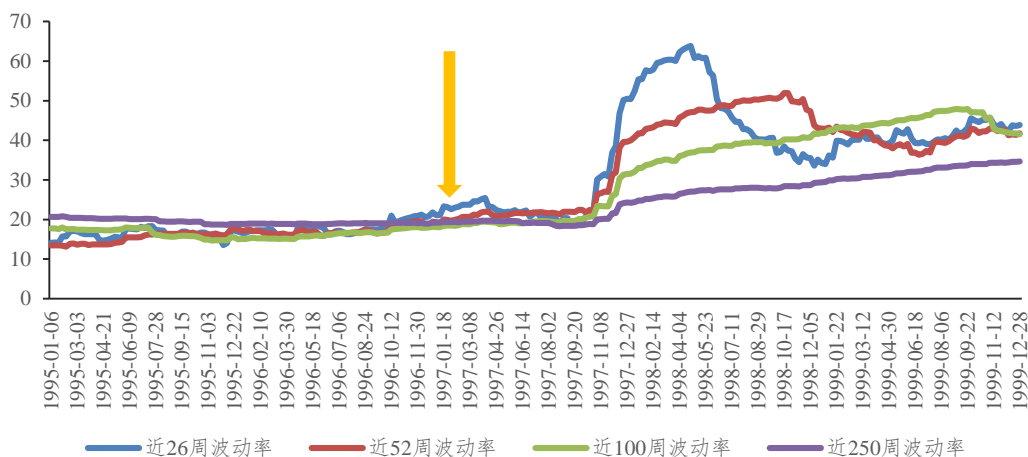
#### ■ 韩国 T+0 后半年内并未显示出明显的市场波动率的加剧

就其他国家和地区的相关实践经验来看，“T+0”通常会带来市场大盘层面上的活跃度的明显提升，同时没有明显证据表明交易制度的改变会带来剧烈的市场波动。

以韩国为例，90 年代，韩国进入了经济发展的黄金期。为顺应时代发展的要求，韩国于 1997 年 1 月实施 T+0 交易制度，从市场基本面的活跃度来看，T+0 实施半年后，韩国综合指数和韩国证券公司指数均震荡上升，市场活跃度启动，走出一段利好行情。韩国综合指数于 6 月 17 日到达小峰值 792.29，韩国证券公司指数于 6 月 14 日到达小峰值 1598.28。7 月份由于亚洲金融危机的影响大盘下跌，然而交易一直较为活跃。1997 年 3 月 24 日，韩国综合指数跌至第一个最低点，为 617.26，随后开始震荡回升，于 6 月 17 日到达第一个小峰值 792.29，涨幅约为 28.36%。韩国证券公司指数于 3 月 21 日跌至 761.1，距 6 月 14 日的峰值有大约 110% 的涨幅。

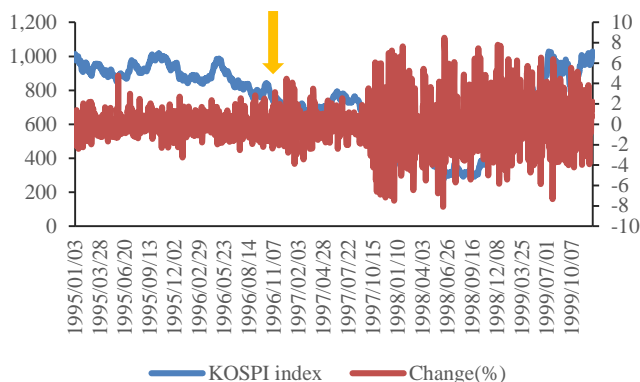
从波动率来看，韩国综合指数和韩国证券公司指数在 T+0 后半年内并未显示出明显的市场波动率的加剧，因此有理由推断后期波动率的上升主要原因是亚洲金融危机的冲击所导致。

图 1：1995 至 1999 年间韩国综合指数波动率



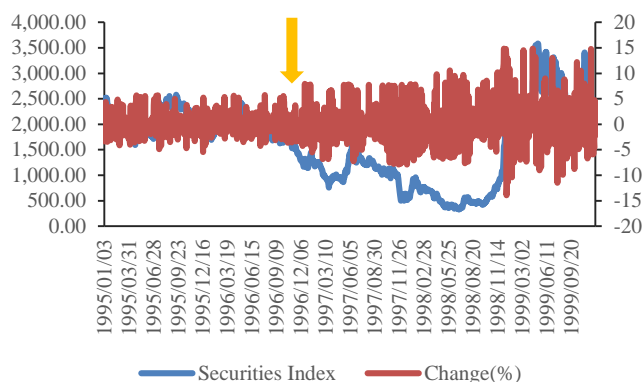
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 2: 1995 至 1999 年间韩国综合指数及其涨跌幅



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 3: 1995 至 1999 年间韩国证券公司指数及其涨跌幅

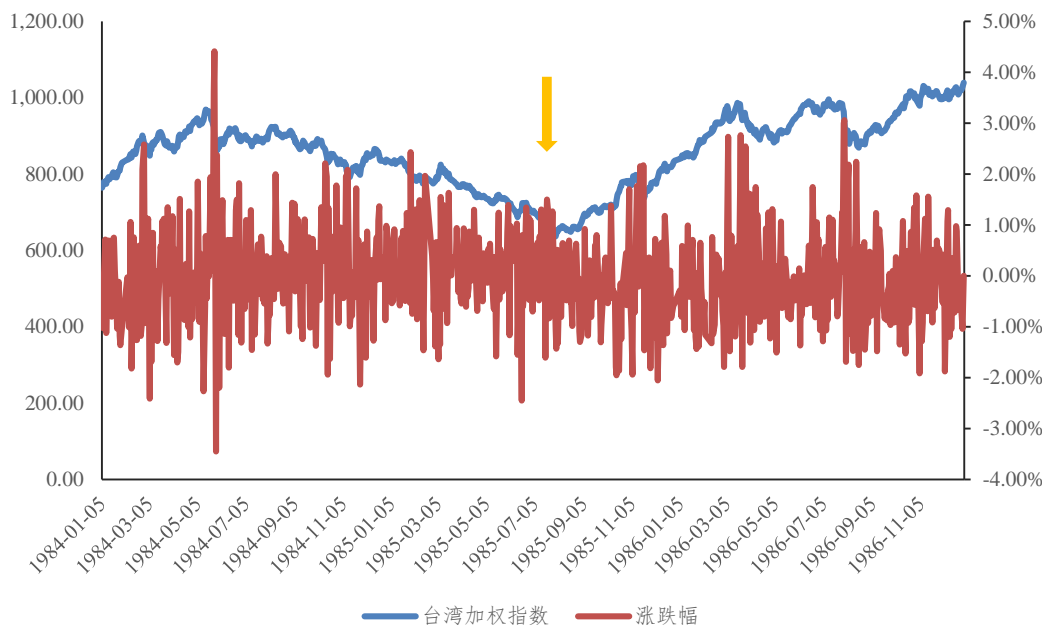


资料来源: wind, 长城证券研究所

### ■ 台湾出台 T+0 政策后，市场活跃度均有提升

我国台湾的 T+0 交易制度的发展则更为曲折。台湾加权指数于 1984 年 6 月 21 日的 919.91 下跌至 1985 年 7 月 30 日的 636.02，连续下跌超过 12 个月，跌幅达 30.86%。基于此，台湾当局为降低市场系统性风险，抑制市场过度投机的风气，于 1985 年 7 月 17 日取消了当日冲销交易。

图 4: 1984 至 1986 年间台湾加权指数及其涨跌幅



资料来源: wind, 长城证券研究所

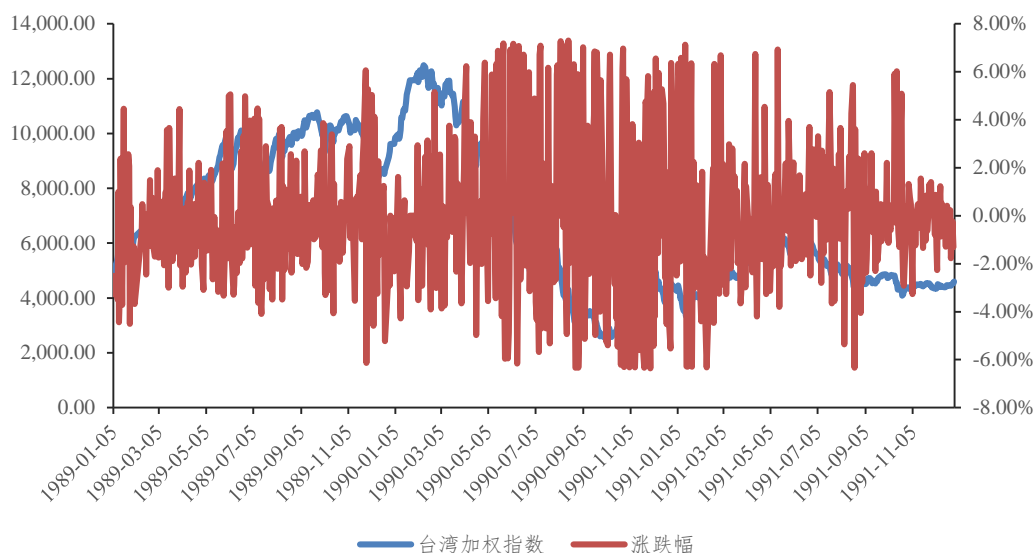
### ✓ 股市大幅波动后 “T+0” 回归

1951 年至 1987 年，台湾年均经济增长高达 9%，劳动密集型出口导向模式带来持续的超额贸易顺差，产生持续的超额储蓄，在岛内投资渠道不足的情况下，超过 90% 的个人投资者涌入股市，加之金融监管的不完善，地下金融与杠杆交易猖獗，股市泡沫日益发酵。1990 年 2 月 10 日，台湾加权指数达到惊人的 12495.34，在过去的三年内几乎翻了约 12 倍，台湾股市的泡沫式疯涨达到了顶点。然而，繁荣的市场背后是投机气氛的极度扩张



和蔓延，股价狂飙，创造了股市泡沫。股市几乎丧失了资源合理配置的功能，而变成了操纵者炒作股价、借机牟利的场所。盲目乐观支撑起来的泡沫繁荣注定不可持续，股市泡沫的破灭甚至比上涨更快，接下来的8个月里，台湾加权指数跌至3316.26，跌掉近一万点，台湾股灾爆发。市场经过泡沫破灭的打击后一蹶不振，指数一直在3000-5000点之间徘徊。市场急需政策的刺激以提振信心、刺激经济。在这种情况下，T+0的回归就显得顺理成章。

图 5: 1989 至 1991 年间台湾加权指数及其涨跌幅



资料来源: wind, 长城证券研究所

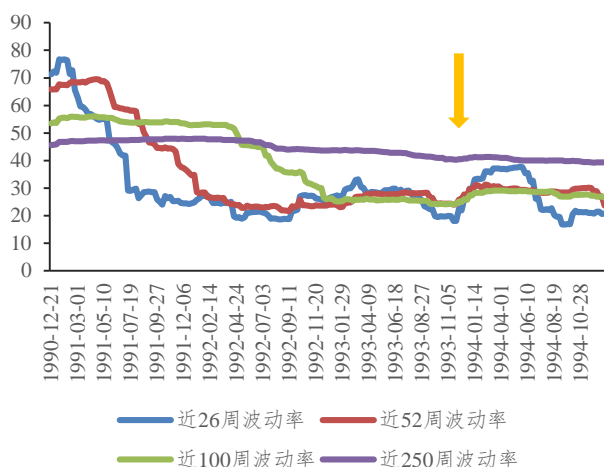
#### ✓ 1994 年、2005 年、2014 年出台 T+0 政策后，市场活跃度有所提升

1993 年 12 月 28 日，《信用交易资券相抵交割之交易作业要点》的公布标志着台湾股票交易市场正式恢复了 T+0 制度。台湾加权指数随后随着市场交易的活跃持续震荡上升，于 1994 年 8 月 9 日达到峰值，为 6944.91，涨幅约为 26.23%，指数波动率未出现明显变化。

2005 年 11 月 2 日，台湾柜台买中心发布《上柜股票信用交易资券相抵交割之交易作业要点》，标志着 T+0 制度进一步放开。台湾柜台指数随即震荡上升，2005 年 11、12 月台湾柜台指数收盘价涨幅约为 9.80%、13.85%。市场活跃启动明显，截至 2005 年 12 月底，台湾柜台指数成交额达 316.36 亿元，而 10 月底成交额为 84.67 亿元，涨幅达 273.64%。

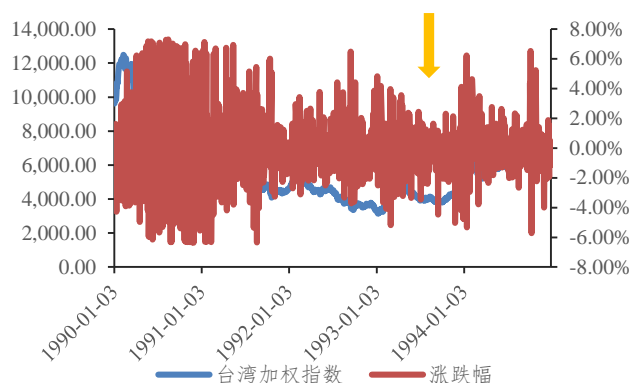
2014 年 1 月 6 日，台湾证券交易所正式放开现金账户有价证券先买后卖的 T+0 制度；2014 年 6 月 30 日，台交所完善《有价证券当日冲销交易作业办法》内容，主要集中在委托现款买进及现券卖出同种类有价证券成交、委托人资格条件、冲销额度计算方式及风控规定等进行了完善，此次修订突出了风控，为后续市场运行奠定了基础。

图 6: 1990 年至 1994 年台湾加权指数波动率



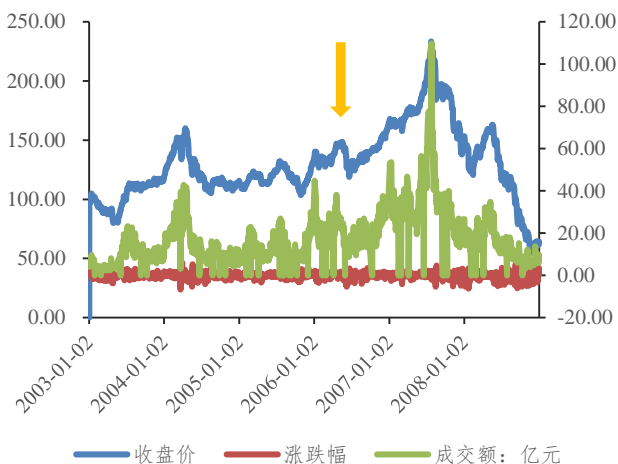
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 7: 1990 年至 1994 年台湾加权指数及其涨跌幅



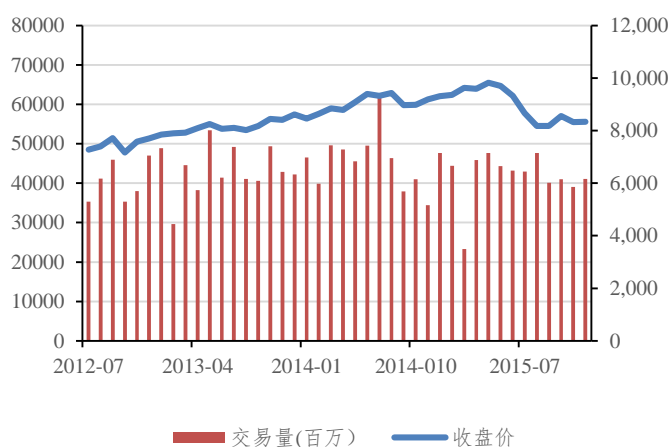
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8: 2003 年至 2008 年台湾柜台指数及涨跌幅



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 9: 2014 年 T+0 出台前后台加权指数成交额与收盘价



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 1.1.2 “T+0” 展望：严格监管下逐步推进

### ■ 美国：准入门槛与保证金的双重制度屏障

国际上 T+0 政策的实施通常也伴随着严格的监管条例和要求。以美国为例，美国以总值为基础划分出不同种类的账户，并对不同类型账户回转交易行为制定了非常严格的区别性的监管规则。在美国，现金账户不允许进行 T+0 的相关交易，只有融资融券账户以及回转交易账户有此权限。另外，由于美国市场未设涨跌停保护制度，因此，对于进行 T+0 交易的账户，美国制定了针对性的准入门槛以及对应的多层次的保证金比例要求。首先，T+0 账户需要满足美联储所制定的初始保证金比例要求。如果余额不低于 3000 美元，融资账户能够以 2:1 的比例进行交易。如果余额少于 3000 美元，融资账户仍然可以像现金

帐户一样以 1:1 的比例进行交易。如果余额超过 25000 美元，回转交易账户将可以使用 4:1 的比例进行交易，作无限制的当日冲销(“T+0”)。当回转交易账户的 T+0 回转交易次数占比达到同期交易总额的 6% 以上，且存在 5 日内的第 4 次及以上的交易记录时，会被标记为典型回转交易账户，其回转交易额度将会限制在前一交易日保证金的四倍，且保证金比例为日内所有交易总额的 25%；其次，证券交易所也对维持保证金有一定的要求；最后，券商针对不同资质的客户也存在着不同的有针对性的保证金要求。

**表 1: 美国账户分类情况及权限说明**

账户名称	总值(美元)	T+0 规定	账户权限
现金账户	<2000	无 t+0 权限	禁止从事融资融券交易，禁止日内回转交易，禁止透支和卖空，有些券商甚至禁止现金账户买卖期权等高风险产品。而且针对同一只股票，该类型账户在 5 日内不能对其买卖 3 次以上，违反该规定的账户将会被冻结 90 天。
融资融券账户	2000-25000	5 天之内，3 次 t+0 权限	可以开展普通的融资融券交易，可以进行期权买卖，但是依然不能随意进行股票日内回转交易。只在 5 天之内，给予 3 次 T+0 交易的机会。
回转交易账户	>25000	可以进行 t+0 交易	拥有上述的所有权限。如果 90 天内没有 T+0 交易，会自动转为普通融资融券账户。

资料来源：美国证监会，长城证券研究所

## ■ 日本：涨跌停制度与交易频率的严格限制

日本对于 T+0 交易制度的监管则主要是通过特殊的涨跌停制度来控制的。首先，为了保护中小投资者的利益，日本股市明确规定开盘不能封涨停和跌停，以防止大股东操纵股价从中牟利。另外，针对不同价格区间的股票，以上一交易日的收盘价为基准，日本股市有针对性的给出了涨跌幅的上限和下限，且其明确规定每只股票每日只能 T+0 交易一次，对交易频率做出了严格的限制，从而在给予投资者一定的止损和获利空间的同时，有效防范了市场过度投机引发的波动和风险。

**表 2: 日本股票市场涨跌幅限制一览表** 单位：日元

收盘价	价格上限/下限
<100	30
100 —— 200	50
200 —— 500	80
500 —— 700	100
700 —— 1, 000	150
1, 000 —— 1, 500	300
1, 500 —— 2, 000	400
2, 000 —— 3, 000	500
3, 000 —— 5, 000	700
5, 000 —— 7, 000	1000
7, 000 —— 10, 000	1500
10, 000 —— 15, 000	3000
15, 000 —— 20, 000	4000
20, 000 —— 30, 000	5000
30, 000 —— 50, 000	7000
50, 000 —— 70, 000	10000

收盘价	价格上限/下限
70, 000 —— 100, 000	15000
100, 000 —— 150, 000	30000
150, 000 —— 200, 000	40000
200, 000 —— 300, 000	50000
300, 000 —— 500, 000	70000
500, 000 —— 700, 000	100000
700, 000 —— 1, 000, 000	150000
1, 000, 000 —— 1, 500, 000	300000
1, 500, 000 —— 2, 000, 000	400000
2, 000, 000 —— 3, 000, 000	500000
3, 000, 000 —— 5, 000, 000	700000
5, 000, 000 —— 7, 000, 000	1000000
7, 000, 000 —— 10, 000, 000	1500000
10, 000, 000 —— 15, 000, 000	3000000
15, 000, 000 —— 20, 000, 000	4000000
20, 000, 000 —— 30, 000, 000	5000000
30, 000, 000 —— 50, 000, 000	7000000
>50, 000, 000	10000000

资料来源：东京交易集团，长城证券研究所

## ■ 韩国：严控风险，确保证券市场稳定运行

韩国拥有较为成熟的证券市场风险评估与监管体系。韩国证券市场包括 KOSPI 市场，KOSDAQ 市场和 KONEX 市场，分别对应不同的风险控制制度。在涨跌幅方面，KOSPI、KOSDAQ 市场的价格变动限制以前一天收盘价的 30% 为限，而 KONEX 市场的每日价格限制以前一日收盘价的 15% 为限上下浮动。另外，针对 KOSPI 市场和 KOSDAQ 市场，韩国也设立了保护投资者的熔断机制。如果证券市场指数下跌 8%，停市 20 分钟；如果证券市场指数下跌超过 20%，那么今日的交易停止，市场关闭。

韩国的保证金制度也具有严格的计算标准。在韩国证券市场交易的证券，其保证金利率，应当根据证券种类和市场的特点等多种因素，以及证券集中品种的价格波动性或市场指数、行业指数等相关指标及时调整。而在 KOSPI 市场或 KOSDAQ 市场上市的股票的会员保证金利率，如果是参与行业指数统计的股票，则应为基于该行业指数计算的价格波动对应的值。然而，无行业指数或外国存托凭证之股票，其会员保证金利率，应相当于 KOSPI 或 KOSDAQ 指数计算之价格波动率的 1.2 倍。另外，在 KONEX 市场上市的股票，其会员保证金利率也是其价格波动率的 1.2 倍。韩国证券交易所还应于每年三月、六月、九月的第十日（简称定期计量日）对会员保证金费率的充分性进行复核。

## ■ 台湾：谨慎评估、步步推进

中国台湾于 1985 年禁止日内回转交易，到 2016 年完全重新开放日内回转交易，其“实施-禁止-部分恢复-完全恢复”的发展历程值得我们借鉴。

台湾证券交易所对能够进行当日冲销的个人投资者设立了一定的准入门槛：需要开立受托买卖账户达三个月，且在一年内成功交易 10 次及以上。另外，台湾证券交易所还明确规定了个人投资者必须与证券经纪商签订授权同意书与风险预告书，知晓相关风险和规定，并授权给券商对当日冲销交易的差额办理款项交割。

在风险管控方面，台湾证券交易所规定，证券经纪商须视情形向委托人预收足额或一定比例的款项。每日收盘后，证券经纪商应根据委托人当日冲洗交易后的损益，评估调整其单日买卖额度或当日冲销额度。如若委托人前月份的当日冲销累计亏损达到其单日买卖额度或者是当日冲销额度的二分之一，则应暂停其从事当日冲销交易，并在委托人提供财力证明后对其单日买卖额度或当日冲销额度进行重新评估。台湾对 T+0 回转交易制度的应用采取了谨慎的试点制。截至目前，台湾证券交易所内可供日内回转交易的证券包括：台湾 50 指数成份股、台湾中型 100 指数成份股和柜台买卖中心的富柜 50 指数成份股；（2）认购(售)权证的标的股票；（3）ETF。

整体的路径上，纵向看，台湾 T+0 的两大特点，一是交易账户逐步由信用账户推进至现金账户，二是交易标的范围从两融标的扩大至有价证券，旨在维持市场稳定的基础上活跃市场交易。横向来看，台湾 T+0 制度的恢复按照先台湾股票市场，再到柜台市场（OTC 市场），体现了监管层谨慎的原则。

### 1.1.3 “T+0”、20%涨跌幅限制下的资金演绎

监管层表示创业板改革并试点注册制，首次将“增量+存量”改革同步推进，也适时研究优化交易制度。监管层表示深入贯彻落实新《证券法》，坚持稳字当头、稳中求进，把握好新旧规则衔接，平稳推进创业板市场改革，并持续梳理总结日常监管中发现的新情况、新问题，广泛收集评估市场主体对规则执行的反馈意见，深入研究论证，及时做好规则适应性修订，不断完善存量市场基础性制度。同时，有监管层领导表示考虑在科创板研究引进“T+0”交易制度，我们认为预计下一步在部分板块进行“T+0”制度回归与经验推广。

我们认为，监管层一直与市场保持良好沟通，积极引导与稳定市场预期。正如，我们在相关的专题评析报告中所指出的，我们认为新《证券法》定调改革方向与节奏，2020 年创业板新股发行提速，未来注册制的推广，监管层可能依次在创业板、中小板和主板分三个阶段有序推出以实现全市场的注册制改革；优化交易制度方面，创业板 20%涨跌幅制度的放开，预计未来在主板及中小板会逐步推进 20%涨跌幅，我们前瞻性的判断基本逐步兑现。基于此，我们对科创板、创业板可能引进“T+0”及 20%交易制度可能导致的新增交易量及营收做了测算，如下表所示，相应测算可能因政策等具体因素差异导致与实际情况存在较大差异。

**表 3：“T+0”与 20%预期增量交易量测算及影响**

	A 股平均/亿元	科创板/亿元	创业板平均/亿元	
2020 年前 9 月的日均成交额	8627.45	271.33	1865.78	
平均佣金率		0.03%		
	20%	30%	40%	50%
预计 2020 年新增成交量（考虑科创板保持前 9 月成交金额）	4,450	6,675	8,899	11,124
预计 2020 年新增成交量（创业板 20%，9 月开始）	30,599	45,898	61,198	76,497
预计 2021 年新增成交量（考虑科创板 T+0，20%）	13,349	20,024	26,698	33,373
预计 2021 年新增成交量（考虑创业板下半年 T+0）	47,018	70,526	94,035	117,544



	A 股平均/亿元	科创板/亿元	创业板平均/亿元	
预计 2020 年新增收入（考虑科创板保持前 9 月成交金额）	19.49	29.23	38.97	48.72
预计 2021 年新增收入（考虑科创板 T+0）	7.42	11.13	14.84	18.56
预计 2021 年新增收入（考虑创业板下半年 T+0）	26.14	39.21	52.28	65.35
预计 2020 年新增利润/亿元	14.62	21.92	29.23	36.54
预计 2021 年新增收入/亿元	33.56	50.35	67.13	83.91
预计 2021 年新增利润/亿元	25.17	37.76	50.35	62.93
预计 2020 年新增收入（考虑科创板保持前 9 月成交金额）/2019 年经纪业务净收入	2.47%	3.71%	4.95%	6.19%
预计 2020 年新增收入（考虑科创板保持前 9 月成交金额）/2019 年营业收入	0.54%	0.81%	1.08%	1.35%
预计 2020 年新增经纪业务利润（考虑科创板保持前 9 月成交金额）/2019 年净利润	1.19%	1.78%	2.37%	2.97%
预计 2021 年新增收入/2019 年经纪业务净收入	4.26%	6.39%	8.52%	10.65%
预计 2021 年新增收入/2019 年营业收入	0.70%	1.05%	1.40%	1.75%
预计 2021 年新增经纪业务利润/2019 年净利润	2.05%	3.07%	4.09%	5.11%

资料来源：wind，长城证券研究所计算整理，净利润为新增收入\*（1-25%）

## 1.2 延长 A 股交易时间，或有助于提升市场活跃度

### 1.2.1 扩大 A 股交易时间或正当时

自上个世纪 90 年代市场创立起，我国 A 股交易时间就分为上下午两个时段，共 4 小时整，上午时段为 9:30-11:30，下午时段为 13:00-15:00。近年来随着经济的飞速发展，我国证券市场交易日趋成熟，交易规模日渐扩大，而 4 小时的交易时间限制却一直没有再得到调整。相比于全球其他主要股票市场，我国目前 4 个小时的交易时长在全球主要股市中时长最短，如纽交所和纳斯达克交易所交易市场为 6.5 小时，伦敦证券交易所交易时长长达 8.5 小时，一些其他的亚洲交易所的交易时长也明显长于 A 股，例如新加坡交易所，其交易时长就长达 8 小时，与 A 股联动性最强的港股，全日交易时长也达到了 5.5 小时。另外，目前我国交易时间中，上午 11 点半至下午 1 点为午休时间，而美国、英国、法国、德国、韩国及新加坡股市均没有设置午间休市，加上我国 A 股交易时长较短，恰好错过了欧洲三大证券交易所的交易时间段，与全球交易体系的时间重叠相对不足。因此，适当延长 A 股交易时间，有利于扩大与全球交易体系的时间重叠，增强和与国际市场的联动性。

同时，与上世纪 90 年代创立初期相比，A 股市场已发生巨大变化。自去年以来，中国修改了《证券法》，加大了对证券市场违法犯罪行为的打击力度，创立了科创板注册制试点，并且创业板改革并试点注册制、新三板改革也在积极推进中。对外开放方面，中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局于今年 9 月 25 日发布了《合格境外机构投资者和



民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》，将 QFII、RQFII 资格和制度规则合二为一，在降低准入门槛的同时，允许 QFII、RQFII 投资全国中小企业股份转让系统挂牌证券、私募投资基金、金融期货期权等。随着我国资本市场持续全面深化改革、加快对外开放，海内外资金对 A 股市场的长期配置增加，尤其是我国今年在疫情管理方面的出色表现，扩大了 A 股避风港的属性，引发 A 股在今年疫情期间较为强劲的上涨行情。据外管局统计，今年上半年，“沪股通”和“深股通”渠道流入资金 167 亿美元，二季度来华证券投资流入显著回升，达历史高值，更是进一步证明了中国股票市场对于全球资本不断提升的吸引力。因此，随着我国资本市场不断发展和完善，A 股当初设立的较短交易时段，已难以满足当前市场国内外投资者的需求。在这种情况下，延长交易时间，巩固并顺势扩大国内证券市场的优势正当其时。

### 1.2.2 扩大 A 股交易时间有助于提升市场活力

实践证明，交易时间的延长会带来市场层面上的利好。2011 年，新加坡，香港，日本证券交易所均延长了交易时间，在此之后交易量都发生了明显的提升。以香港为例，自 2011 年 3 月 7 日起，香港股市将交易时段由每日 4 小时延长至 5 小时；2012 年 3 月，香港股市又将交易总时长延长至 5.5 小时，使之与内地股市有更多交易时间上的重叠，让在香港发行的内地证券有更充分的价值发现机会，提升竞争力。从 2011 年第一阶段港交所延长交易时间的统计来看，成交额增加了约 7%。韩国股市也通过取消“午休制”、延长交易时段的方式使其流动性得到了显著提高。

2016 年 1 月初，我国央行延长了外汇市场和黄金市场的交易时间，也进一步提高了市场交易的流动性和效率。亚洲各主要交易市场如此积极地延长交易时段，说明此项制度改革确实对提升市场竞争力大有益处。交易时间的延长，会更有利于连续交易，而连续交易有助于将私有信息反映到价格中，倘若交易时间不足，市场信息可能难以被及时反映在价格中，从而降低市场流动性，削弱市场的定价效率，进而影响市场的竞争力。同时，非交易时段过长意味着股票市场有更大的波动风险。另外，对投资者而言，如股市交易时间过短，可能因交易时间与工作时间冲突等原因而失去交易的机会。综上所述，延长股市交易时间会丰富市场的参与群体，增加市场对信息的反应时间，有助于减少波动，增加交易量，提升定价效率。在中国金融行业对外开放提速、国际化程度提升、国际资金涌入之际，适当延长 A 股交易时段实有必要。市场已有延长交易时间的呼声，且官方强调优化交易制度，我们静待官方改革新规落地。

**表 4: 世界主要证券交易所的标准交易时间**

交易所	国家	当地交易时间	交易时长
伦敦证券交易所	英国	8: 00-16: 30	8.5 小时
泛欧证券交易所	法国	9: 00-17: 30	8.5 小时
法兰克福证券交易所	德国	9: 00-17: 30	8.5 小时
新加坡证券交易所	新加坡	9: 00-17: 00	8 小时
纽约证券交易所	美国	9: 00-16: 00	6.5 小时
韩国证券交易所	韩国	9: 00-15: 30	6.5 小时
澳大利亚证券交易所	澳大利亚	10: 00-16: 30	6 小时
香港联合交易所	中国	9: 30-12: 00/13: 00-16: 00	5.5 小时
东京证券交易所	日本	9: 00-11: 30/12: 30-15: 00	5 小时
台湾证券交易所	中国	9: 00-13: 30	4.5 小时
上海证券交易所	中国	9: 30-11: 30/13: 00-15: 00	4 小时

交易所	国家	当地交易时间	交易时长
深证证券交易所	中国	9:30-11:30/13:00-15:00	4 小时

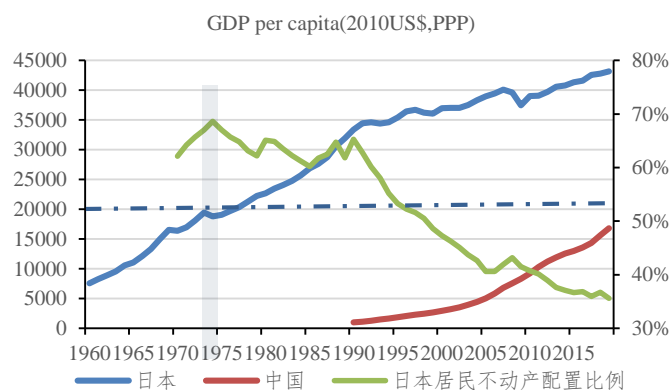
资料来源：相关交易所网站，长城证券研究所

## 1.3 居民储蓄：金融资产配置大变化已到来

### ■ 中国人均 GDP 突破 1 万美元，迎接金融资产配置拐点

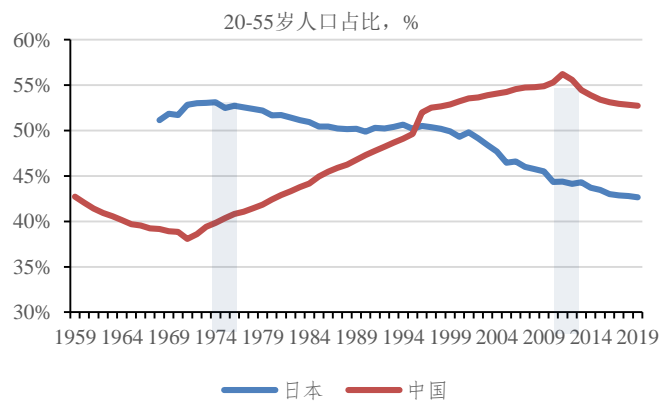
我国当前正处于居民家庭资产配置的拐点，表现为对金融资产配置的加速，而居民家庭对于不动产配置比例可能已经见顶。不动产的配置与经济发展水平和居民年龄结构息息相关，资产价格的历史表现也有较大影响，其中，经济发展水平和居民年龄结构是影响居民不动产配置比例变化的核心。从居民年龄结构角度来看，中国及日本 20-55 岁人口数占比数据显示，我国 20-55 岁人口数占比拐点已经在 2010-2015 年期间发生，而日本居民不动产配置的拐点与该年龄段人口数占比的拐点比较接近，随着日本劳动年龄人口占比的下降，日本居民不动产配置比例也呈下降趋势。从最能够反映经济发展水平的 GDP 指标来看，目前中国居民非金融资产与 GDP 的比值在国际比较中显著高于其他国家，2019 年中国人均 GDP 接近 1.7 万美元。按照购买力平价调整，这一人均 GDP 水平相当于日本 1970 年代中期（PPP，固定价格），而当时正是日本居民资产中不动产占比的峰值，尽管更大幅度的下行发生在 1990 年后，但 1970 至 1990 年间，不动产占比也是在下降的。当前我国未来房产增值预期也正在发生改变，在“房住不炒”政策引导之下，房价涨幅趋缓，加杠杆趋难，而且政策表现出很强的定力，这很有可能将降低不动产的吸引力。随着经济发展水平和居民平均生活水平的提升，不动产吸引力的边际下降导致“低风险、高收益”的资产稀缺，居民将扩大资产配置的范围，以满足收益的目标。且目前中国资本市场发展已经初具规模，居民进行金融资产配置的条件已经基本具备，在我国居民的资产投资品种上，股、债、以及股债相关的产品已经逐渐丰富，可转债、ABS、黄金、商品、衍生品、绝对收益、以及正在试点的 REITs 等另类资产也填补了股债之间的空白。与此同时，需求也能够创造供给，在居民寻找收益、控制风险的需求下，金融产品也有望得到进一步丰富。

图 10: 按照购买力平价调整，中国当前人均 GDP 水平相当于日本 1970 年代中期，这也是日本非金融资产配置的拐点



资料来源：wind，长城证券研究所

图 11: 中国 20-55 岁人口占比拐点已经在 2010-2015 年期间发生，而日本居民不动产配置的拐点与该年龄段人口数拐点比较接近



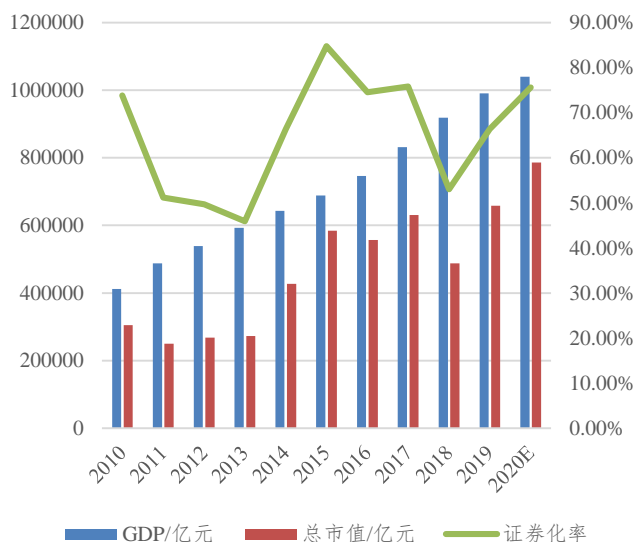
资料来源：wind，长城证券研究所

### ■ 政策与市场共同推动下证券化率有望提升，居民资金有望持续入市

预计在改革开放政策及市场共同驱动下，证券化率有望不断提升，居民股权资产配置迎来上升期。我们预计，2020 年名义 GDP 有望达到 104 万亿，2021 年有望达到 110 万亿，参考目前 A 股约 70% 证券化率，随着创业板注册不断推进及高层定调全面推行、分步实施证券发行注册制，优化发行上市标准，增强包容性，鼓励和支持混合所有制改革试点企业上市等改革措施不断推进。我们认为，相关政策有望进一步提升股权融资规模。初步预计 2021 年有望达到 80%-85%，A 股总市值有望创新高，两融余额有望保持高位运行。

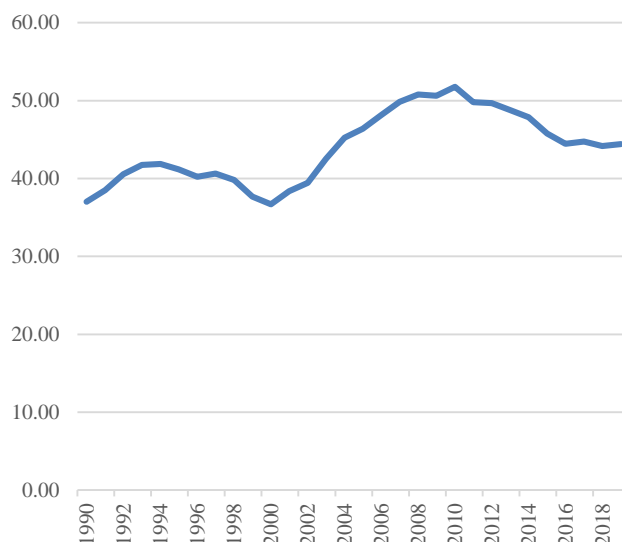
同时，近日国务院发布《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》，大力发展权益类基金，丰富风险管理工具。意见指出探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市。我们坚定认为，一方面，结合海外经验未来国内居民预计更多会采取通过购买基金的方式入市，提升机构投资者比重。另一方面，自然人投资者占城镇适龄人口占比也会不断提升。

图 12: A 股市值及证券化率



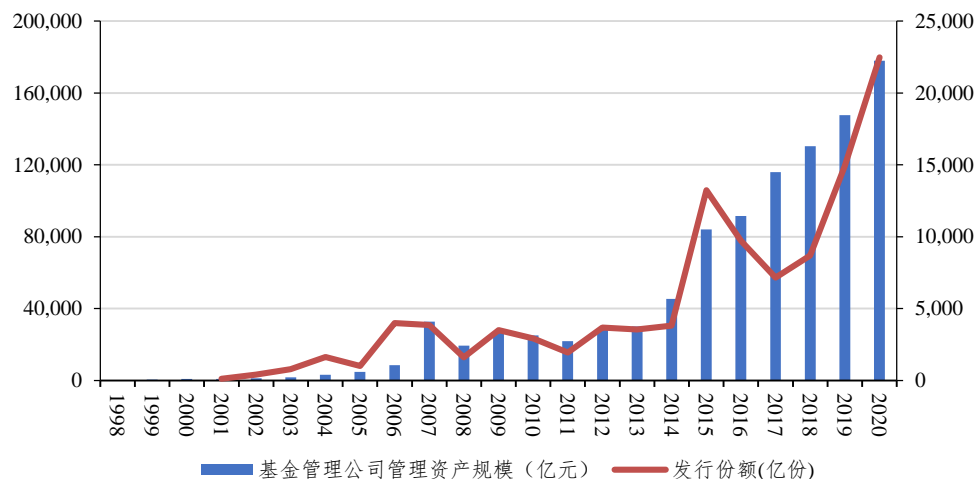
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 中国国民储蓄率（单位：%）



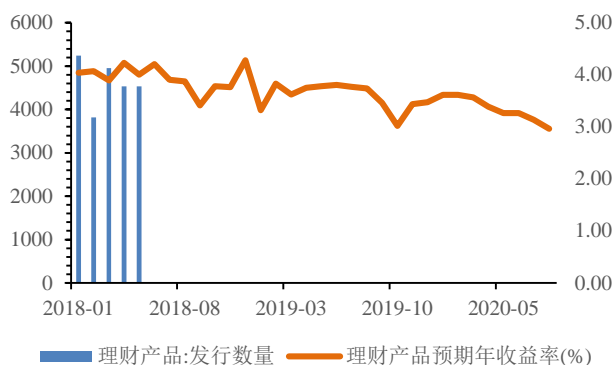
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 14: 基金管理公司管理资产规模（公募基金）与公募基金发行规模



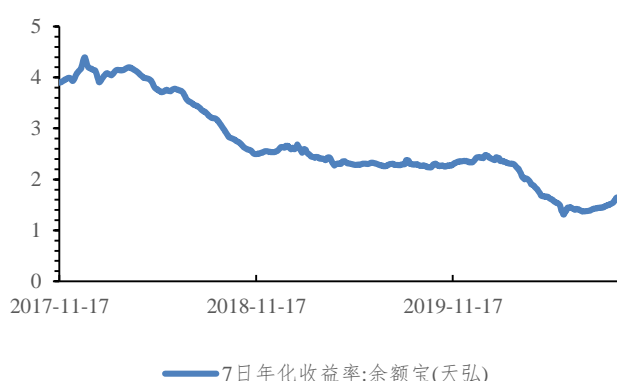
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 15: 理财产品发行规模及预期收益率变化



资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 9 月 30 日

图 16: 余额宝 7 日年化收益率上行 (单位: %)



资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2020 年 9 月 30 日

表 5: 未来几年自然人投资者开户测算预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
自然人投资者 (万)	15937.22	17881.56	20027.35	22430.63	25122.31	28136.98
城镇适龄人口 (万)	54299.54	55157.88	56029.37	56914.64	57813.89	58727.35
占比	29.35%	32.42%	35.74%	39.41%	43.45%	47.91%

资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2. 引导风险机构出清, 金控框架下混业趋势不变

新修改的《证券公司股权管理规定》(征求意见稿) 加大优化股权结构多元化, 提升券商资本实力。(征求意见稿) 共计 5 章 44 条, 及其实施规定主要修改涉及几方面的内容。1 是修改主要股东定义。参考国内外金融监管经验, 结合证券公司股权日渐分散的趋势, 将证券公司主要股东从“持有证券公司 25% 以上股权的股东或者持有 5% 以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司 5% 以上股权的股东”。2 是适当降低证券公司主要股东资质要求。取消主要股东具有持续盈利能力的要求; 将主要股东净资产从不低于 2 亿元调整为不低于 5000 万元人民币; 不再要求主要股东具备相匹配的金融业务经验; 不再要求主要股东为行业龙头等。3 是根据新《证券法》, 调整证券公司股权相关审批事项。将“证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本, 变更持有 5% 以上股权的股东、实际控制人, 应当依法报中国证监会批准”调整为“证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人, 应当依法报中国证监会批准”, 取消的审批情形调整为备案事项。4 是结合实践中出现的新情况, 进一步明确有关监管要求。包括禁止证券公司股权相关的“对赌协议”; 明确控股股东变更为持股 100% 的股东的备案程序; 明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过 50% 的豁免情形等。5 是落实简政放权, 进一步精简申报材料。包括适当减少股东财务审计报告要求, 简化股东及所控制机构诚信合规记录证明文件要求等。整体来说, 本次修订, 对于中小券商更为有利, 预计中小券商随着未来的资



本实力增强，可能存在部分弯道超车的可能性，未来行业竞争格局预计会发生变化，总体方向预计还是集中度不断提升。

近期央行发布《商业银行法》（修改建议稿），明确分业经营，商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。我们认为，《金控办法》的实施不改变我国现行金融业以分业经营、分业监管为主的格局，在金控体系下进行混业经营是对现行格局的完善和补充。

## 2.1 美德英混业绩效表现

### 2.1.1 混业的海外经验

目前海外的混业经营模式主要分为三种：银行母公司模式、全能银行模式以及金融控股公司模式。

在银行母公司模式下，商业银行作为母公司，下设保险、券商、信托等子公司间接开展不同金融业务。其优势如下：第一，业务互补。母公司本身从事金融业务，其附属机构及子公司可以利用母公司品牌和渠道优势迅速进入市场。子公司从事专项业务，依托母公司实现业务互补。银行通常从事风险相对较低的业务，券商子公司可以从事股票投资等业务，综合平衡收益和风险。第二，协同管理，风险隔离。母公司对子公司占据绝对重要的控股地位，可以根据业务需要并结合子公司优势特点影响子公司的决策制定。母公司协调各子公司运作，促进战略目标达成，易于发挥协同作用和规模效应。各子公司业务之间相对分离，有效防止了风险传播，实现风险隔离。当然，这种模式也存在不足。子公司业务专业化程度相对金融控股公司较低。由于母公司主要从事自身业务经营，对附属机构及子公司进行业务和投资管理的专业化程度较金融控股公司更低。

对于全能银行模式而言，全能银行不受金融业务分工限制，可以经营所有种类货币信用业务，内部设置各个部门从事不同金融业务。从系统运行效率来看，公司内部各个部门、各项业务可以实现资源共享，信息资源流动性高，信息优势充分发挥；规模经济、范围经济的实现程度最高，不同金融业务协调成本最低，金融系统运行实现效率最高。但在系统运行风险方面，风险可能在全能银行内传递，“牵一发而动全身”，因此全能银行模式对银行自身的资源、能力和管理质量具有较高要求。

以美国为代表的金融控股公司模式是指母公司不直接参与实际业务经营，只从事股权投资活动，是公司经营战略的决策部门。母公司通过对银行、证券、保险和信托子公司的控股（不需 100% 控股）实现业务渗透，各子公司相对独立运作。金融控股公司模式的优势比较明显。第一，由于母公司仅参与投资功能，其对子公司的监控、绩效评估和资源组合更为有效，对全局战略思考更加专注。第二，各子公司经营自主性高，经营战略调整灵活，对市场变化反应迅速，业务风险隔离较好。从美国的主要投行看，主要分为独立投资银行，又分为独立专业投行如杰弗瑞、拉扎德、嘉信理财及独立投行高盛、摩根士丹利；金融控股公司模式为摩根大通、花旗及美银。

表 6：混业经营模式及其特点

混业经营模式	代表国家	制度特征	监管体系
银行母公司模式	英国	银行与证券公司、保险公司之间通过子公司而非控股公司实现产权联	金融服务监管局(FSA)作为英国唯一的、独立的、对英国金融业实行全面监

混业经营模式	代表国家	制度特征	监管体系
全能银行模式	德国	系。银行是最终的母公司，子公司由银行控股，但具有独立的法人资格，在不超越母公司的权力范围内可以独立决策。	管的执法机构，拥有制定金融监管法规、颁布与实施金融行业准则、给予被监管者指引和建议以及制定一般政策和准则的职能。
		商业银行具有“全能化”或“综合化”的特征，即商业银行没有业务范围限制而可以全面从事银行、证券和保险业务等。其特征是“一个法人、多张执照、多种业务”。	德意志联邦银行和金融监督管理局相互配合，共同承担对德国金融业的全面监管职责。德国金融监管局负责微观金融监管；德意志联邦银行负责货币政策、金融业统计以及部分现场检查等工作。同时，二者实施信息共享和监管协调。
金融控股公司	美国	母公司专门负责投资和管理，不从事任何具体业务，通过股权投资和收购、兼并等整合控股子公司资源，使其成为综合性的大型混业金融机构。各金融子公司之间有防火墙以防范风险交叉传染。特点是“专业控股、多个法人、多块牌照、多种业务”。	美国建立了伞形监管体系。在伞形监管框架中，美联储位于伞部顶端，负责对金融控股公司实行监督。位于伞身的银行类、证券类、保险类、期货类子公司则分别由货币监理署与联邦存款保险公司、证券交易委员会、州保险监管机构 and 商品期货交易委员会负责。

资料来源：文献资料整理，长城证券研究所

## 2.1.2 混业经营下的市场结构及绩效特征

### ■ 美国银行系投行市场份额占优

美国金融机构受分业混业等政策改革的因素，收购兼并步伐从未停止，推动市场发展进一步提升。2000 年大通曼哈顿兼并摩根公司实现投资银行与商业银行的完美结合，成为全美第三大银行集团，同时跻身全球投资银行前列；2008 年美国银行收购美林证券，实现 2009 年营业收入 1196 亿美元，净利润 62.76 亿美元，总资产达到 2.23 万亿美元，跃迁至世界第 12 名，在美国国内仅次于摩根大通公司与花旗集团；2020 年摩根士丹利收购亿创理财，通过数字化平台提升财富管理规模。

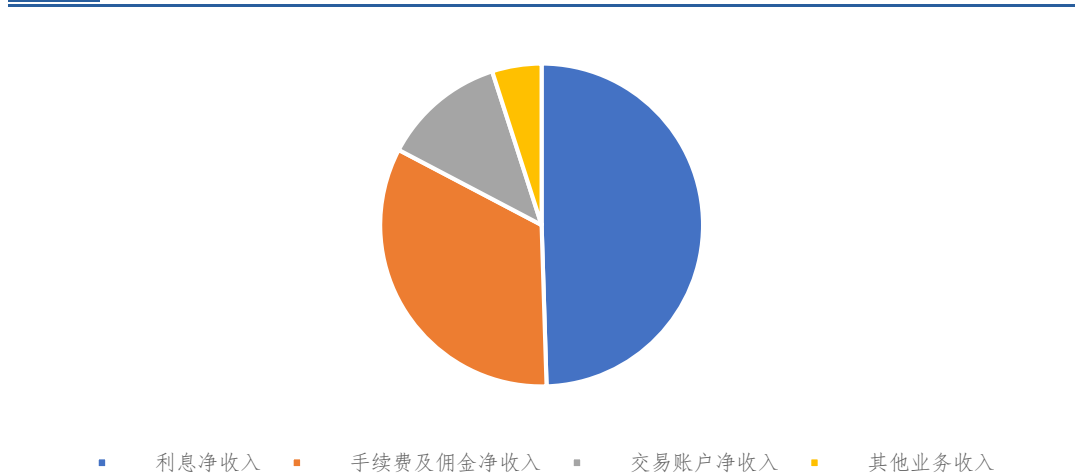
从整体市场表现绩效看，华尔街综合银行实力强劲，远超独立投行。从成因来看，独立银行主要擅长资本市场交易业务、投行业务的波动性较大，周期性明显，拖累业绩的稳健性。2020 上半年美国银行业净利润达到 1552.83 亿美元，环比下降 55%，营收收入 4574.70 亿美元，环比下降 53%。美国大行摩根大通实现营收收入 424 亿美元，占市场份额 9.27%；净利润 76 亿美元，占市场份额 4.89%；投行业务收入 47 亿美元，占非利息收入 14.29%。美国银行实现营收收入 352 亿美元，占市场份额 7.69%；净利润 75 亿美元，占市场份额 4.83%；投行业务收入 35 亿美元，对非利息收入贡献度为 15.84%。摩根士丹利实现营业收入 229 亿美元，占市场份额 5.01%；净利润 49 亿美元，占市场份额 3.16%；投行业务收入 34 亿美元，占非利息收入 17.09%。高盛集团营业收入 195 亿美元，占市场份额 4.26%；净利润 16 亿美元，占市场份额 1.02%；投行业务收入 19 亿美元，占非利息收入 9.58%。花旗银行营业收入 256 亿美元，占市场份额 5.59%；净利润 39 亿美元，占市场份额 2.51%；投行业务收入 59.54 亿美元，占非利息收入 33.22%。



✓ 摩根大通混业典范，相对其他机构业绩相对稳健

在美国的六大行中，摩根大通作为混业经营的典范，较好的发挥了商行和投资银行业务之间的协同效应，其 2019 年全球投行手续费收入位居第一名，净利润水平也是呈现连年上升的趋势。从收入构成的角度来看，摩根大通的非利息收入占扣除贷款损失准备前营业收入的比重达 50.49%，其中手续费及佣金收入占扣除贷款损失准备前营业收入的比重为 33.19%，是非利息收入的主要构成部分。可见投行业务贡献了摩根大通银行非利息收入的大部分，造就了其较高的非利息收入占比。

图 17: 摩根大通 2019 年营业收入占比



资料来源: wind, 长城证券研究所

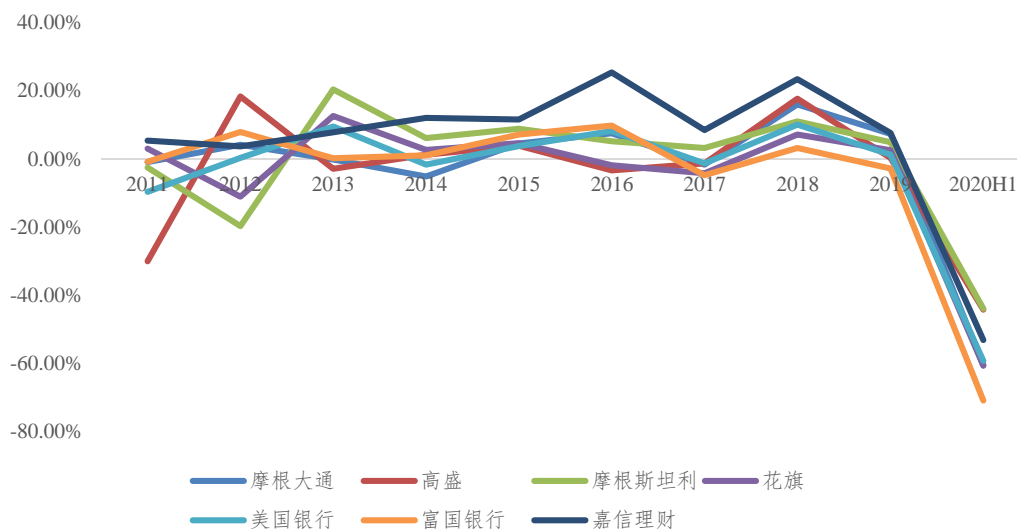
表 7: 六大银行并购历程

机构	时间	事件
美国银行	2007	收购芝加哥银行 lasalle 全部股权
	2008	收购 Countrywide 金融公司 100% 股权
	2008	收购美国国家金融服务公司的 100% 股权
	2008	收购美林集团
摩根大通	2000	大通曼哈顿兼并摩根公司，更名摩根大通
	2008	收购贝尔斯登
	2010	收购 Centennial coal 10% 股权
高盛集团	2004	获得中国牌照，成立合资公司 - 高盛高华证券有限责任公司
	2007	收购日兴证券 56.2% 的股份
	2007	收购华侨银行
	2007	收购 Automated Trading Desk
花旗银行	2008	收购华盛顿互惠银行的股权
	2008	收购美联银行的股权
	2014	收购 OneBay East 东座，达成转让意向
	1998	收购西北银行
富国银行	2008	收购美联银行
	2009	收购 Wells Fargo Advisors LLC 的非控股股权
	1967	收购 Brooks Harvey 建立房地产业务
摩根士丹利	1977	合并 Shuman Agnew

1996	收购 Van Kampen American Capital
1997	合并 Dean Witter Reynolds and Discover
1999	收购西班牙最大金融服务机构 AB Asesores
2004	收购 Canary Wharf Group
2009	兼并 Smith Barney
2020	收购亿创理财

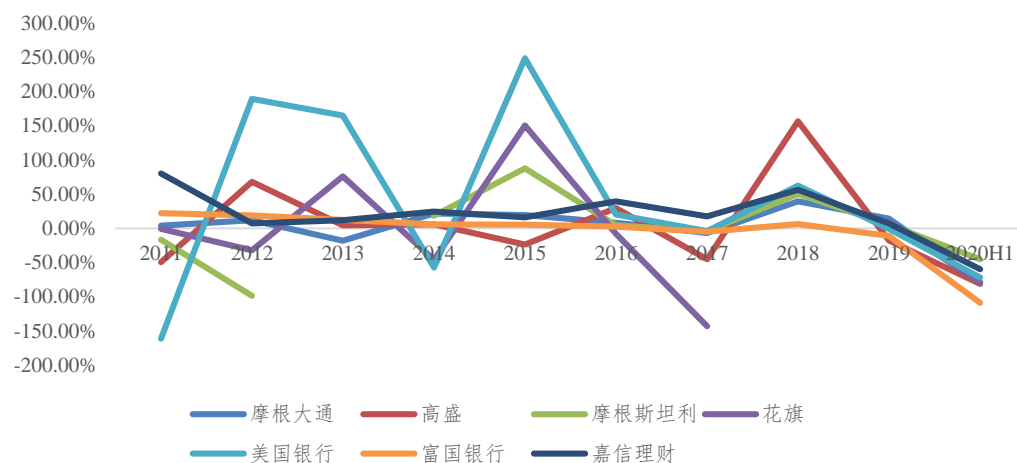
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 18: 美国金融机构营收增速对比



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 19: 美国金融机构净利润增速对比

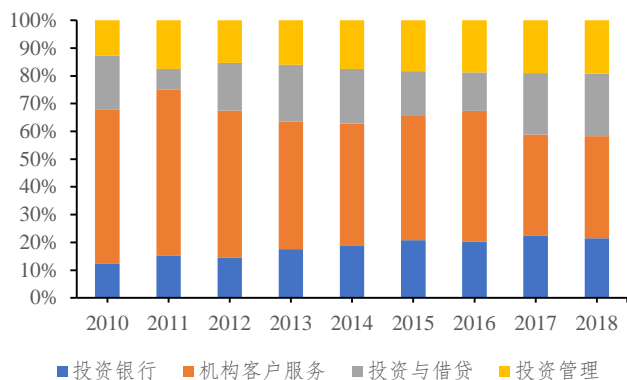


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

对于高盛、摩根士丹利、花旗和摩根大通这四家金融企业而言，投资银行业务是其净营业收入的重要组成部分。高盛的投资银行业务对净营业收入的贡献度逐年递增，且在近年来保持在 20% 左右。摩根士丹利的投行营收占比呈现 V 字形，且在近三年连续下降。花旗集团的净营业收入中，佣金及手续费占比维持在 11% 左右，并未出现太大的波动。

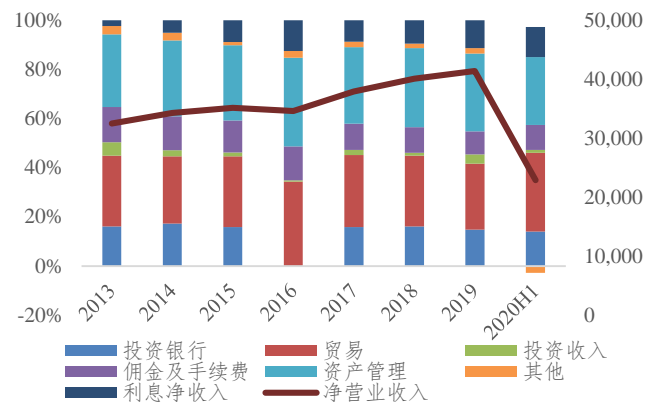
摩根大通最重要的两个收入来源是消费者及社区银行和公司及投资银行，投资银行对营收的贡献维持在 30% 左右，且占比较为稳定。

图 20: 高盛分部门营业收入占比



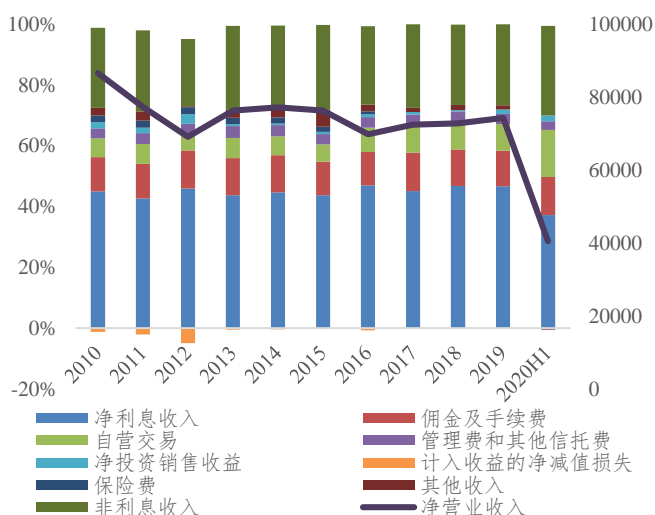
资料来源：公司财报，长城证券研究所，2019 2020H1 涉及业务口径调整

图 21: 摩根斯坦利分部门营业收入（%，百万美元）



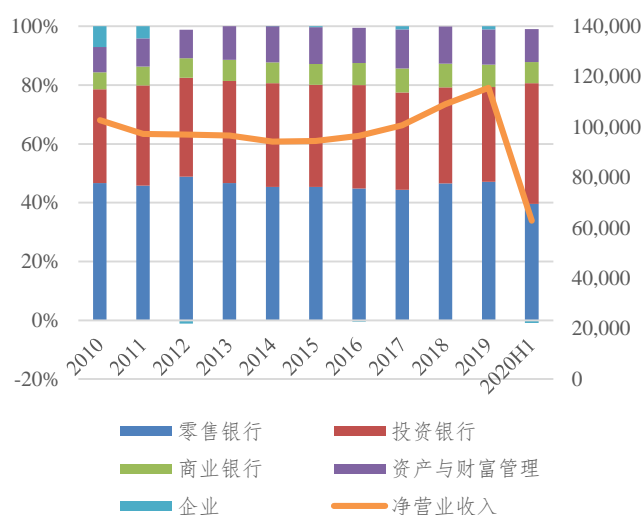
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 22: 花旗分部门营业收入（%，百万美元）



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 23: 摩根大通分部门营业收入（%，百万美元）

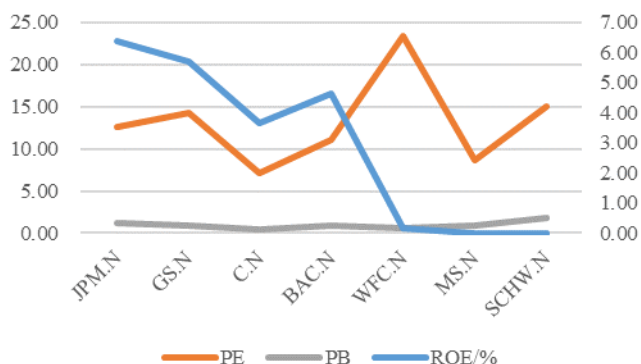


资料来源：公司财报，长城证券研究所

### ✓ 综合型投行 PB-ROE 相关性强

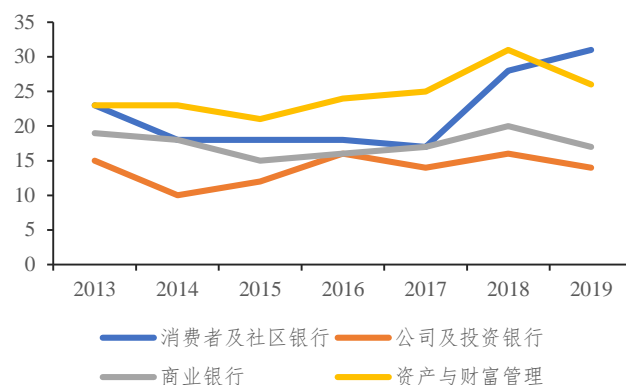
对比 2020 年前三季度的盈利和估值指标，摩根大通银行的年化 ROE 为 8.51%，PB 为 1.25，居前列。其中，财富管理部门维持高 ROE，领跑其他部门。2008 年摩根大通收购贝尔斯登，将其经纪业务归为资产管理板块，为高净值客户、基金经理与小企业提供财富管理与投资建议，这与摩根大通财富管理板块 ROE 维持高位存在必然联系。

图 24: 美国机构盈利及估值



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 25: 摩根大通分部门 ROE



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

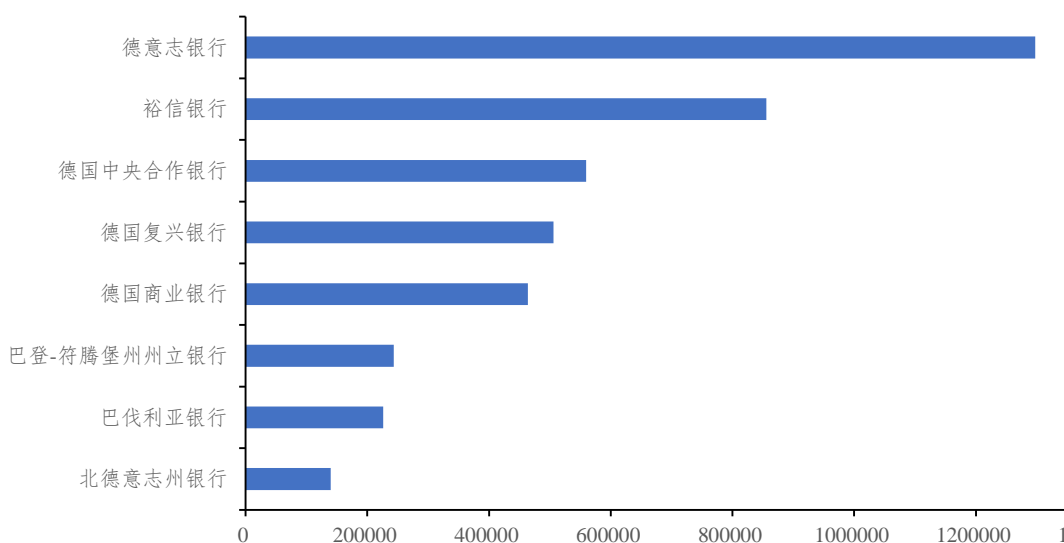
## 德国-全能银行占据主导地位

在全能银行模式下, 银行在德国的金融体系中扮演着至关重要的角色。其银行体系主要由全能银行和专业银行构成, 其中全能银行不论是从银行家数还是从资产总额上看, 都是德国银行体系的核心。2019 年, 德国拥有 1578 家商业银行, 包括 1529 家全能银行和 49 家专业银行。银行业总资产达到 8.2 万亿欧元, 占德国金融业总资产 60% 以上。全能银行体系由三大支柱构成: 商业银行、储蓄银行和合作银行, 其中股份制银行和个体私营银行主要服务于工业经济领域, 合作银行和储蓄银行主要服务于中小型加工工业企业和商业企业以及农业领域。

### ✓ 德意志银行仍扮演重要角色

按照资产划分的市场份额来看, 德意志银行是德国最重要的全能银行。2019 年, 德意志银行的总资产位于第一位, 接近 1.3 万亿欧元, 紧随其后的是裕信银行, 超过 8550 亿欧元, 位列第三、四、五位的分别是德国中央合作银行、德国复兴银行、德国商业银行, 它们的市场份额相差不多, 均在 5000 亿欧元左右。

图 26: 德国银行按资产总额划分的市场份额 百万欧元



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

## 德意志银行的发展历程大致可以分为五个阶段。

第一阶段，1870~1945 年，德意志银行的全方位发展和调整。1870 年德意志银行成立于柏林，1876 年收购德意志联合银行和柏林银行协会，成为德国本土最大的信贷银行。德意志银行自建立起便定位为全能银行，业务重点是国际贸易结算与融资，致力于促进德国、欧洲其他国家及海外市场的贸易发展，在德国及海外工业化融资中承担了重要角色。

第二阶段，1945~1975 年，德意志银行逐步进入零售商业银行领域。1945 年，第二次世界大战结束，德意志银行被拆分成 10 家不同的地方性银行。冷战之后，银行系统的修复、债务负担的减轻以及马歇尔计划的大量资金供应，使得德国经济从 50 年代开始高速发展，德意志银行继续发展企业金融业务，并且开始进入零售银行业务领域。德意志银行积极创新金融产品，推出货币账户、个人账户、支票卡等支持零售业务，为企业发展注入活力，为银行绩效提供推力。

第三阶段，1975~1988 年，德意志银行向国际化发展。宏观经济环境出现了不利变化，世界经济的不确定因素增加，在这样的背景下，德意志银行的国际业务明显提升，国际员工占比上升较快。一方面，德意志银行致力推进国内分支机构建立。1975 年，德意志银行在国内设立 14 家中心支行，并且陆续改变组织结构，增加国内分支机构布置。另一方面，德意志银行积极布局海外网点，在意大利等欧洲各地进行兼并收购，设立分行；同时在亚太地区设立分行及办事处，扩张亚洲业务。

第四阶段，1989~2001 年，进入投资银行领域，由零售商业银行向全能银行转型。德意志银行通过在欧洲的几起收购，巩固了在欧洲国家银行业的领导地位。在整合了美国投资银行 Bankers Trust 并在纽交所交易股票之后，在美国市场的业务也取得突破。经过并购整合、调整组织架构之后，德意志银行的业务重心转移到了投行领域。

第五阶段，2002 年至今，德意志银行在全球化网络的基础上，由规模扩张向提高效益的精细化方向转型。德意志银行的并购战略主要从两个维度展开：以业务线扩张为目的的并购和以地域扩张为目的的并购。二者相辅相成，且大部分并购活动兼具业务扩张和地域扩张的双重功用。

**表 8: 德意志银行的战略转型与并购历程**

时间	事件
1986	收购美国银行在意大利的分支机构 Banca d'Amenrica e d'Italia 98.3% 的股权
1986	收购美国投资银行 C.J.Lawrence,
1988	收购位于多伦多的投资银行 McLean Mc Carthy
1989	以 1780 万美元收购英国的 Morgan Grenfell ( 摩根建富) 集团 4.99% 的股份
1993	在意大利和西班牙收购了 Banca Popolare di Lecco 和马德里银行
1995	以 15 亿美元的价格收购了摩根建富其余的股权，并将其所有投资银行业务都整合进入摩根建富， 成立了一个新机构——德意志摩根建富
1999	以 102 亿美元收购了美国信孚银行。两家银行合并后组成的金融资产高达 8300 亿美元。这次资本并购，不仅帮助德意志银行获得在美欧市场的份额，也为其在德国本土市场的发展创造了更多机会，从而跻身全球领先投资银行之列。
2002	相继收购了美国的房地产投资管理公司 RREEF、商业按揭银行( Berkshire Mortgage)、Chapel Funding、MortgageIT。通过一系列并购，德意志银行在美国的住宅抵押业务迅速成长，占据了美国固定收入市场的领先地位。
2005	2005 年与嘉实基金公司成立合资基金管理公司。
2006	2006 年以战略投资者的身份进驻华夏银行，出资 2.5 亿美元收购其 9.9% 的股权，



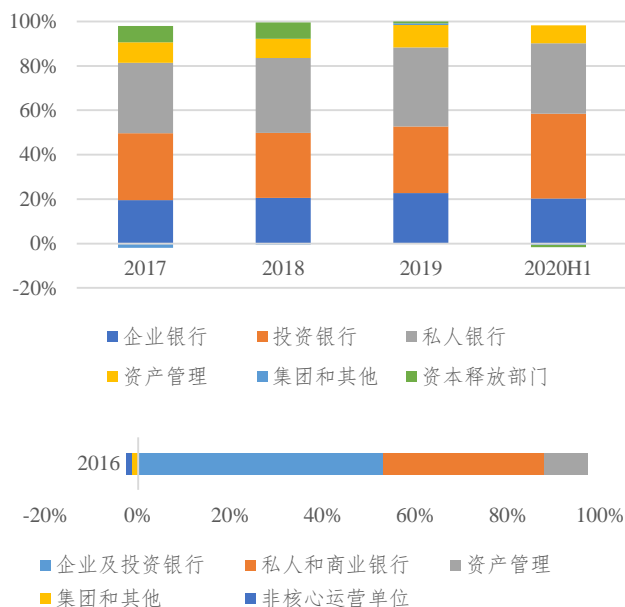
时间	事件
	获得在中国开展银行业务的平台。

资料来源：论文文献整理，长城证券研究所

### 各项业务占比相对稳定。

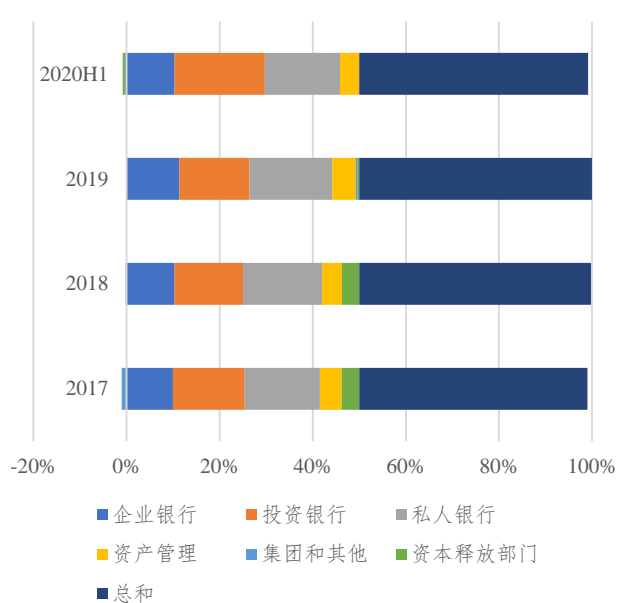
德意志银行 2017-2020H1 整体来看，总体各项业务占比稳定。作为全能银行，经营多项金融业务，包括企业银行、私人银行、资产管理、投资银行和资本释放等。2017-2020H1 期间，私人银行、资产管理、企业银行的营收占比分别维持在 30% 以上、10% 左右以及 20% 左右，投资银行的营收占比在 2017-2019 年为 30% 左右，2020H1 提升至近 40%。资本释放部门是该银行 2019 年新设立的部门，计划 2019 年将约 2880 亿欧元的杠杆敞口和 740 亿风险加权资产进行缩减和处置，从 2022 年起将 50 亿欧元的资本归还给股东。该部门的营收占比在 2019-2020H1 维持在 -1% 左右。总体而言，各业务部门营收占比稳定，企业银行、投资银行的营收占比均有小幅增长，新设立的资本释放部门营收占比为负。

图 27：德意志银行分部门营收结构图



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 28：德意志银行分部门 ROE



资料来源：公司财报，长城证券研究所

### ✓ 德国商业银行与德国裕信银行是重要组成部分

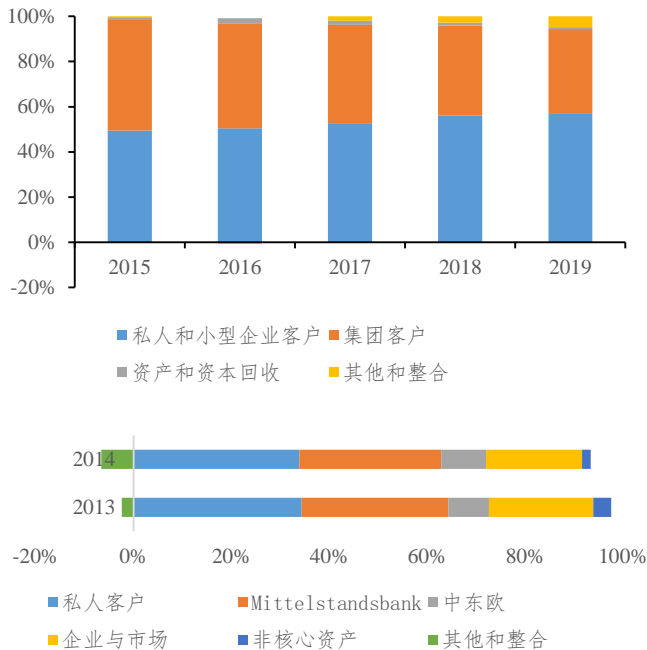
德国商业银行是面向私人和企业客户的德国领先银行之一，也是一家在国际上活跃的商业银行。该银行于 2015 年进行了业务部门重组，之前的投资银行业务基本包括在 Mittelstandsbank 中，相较于 2013 年，2014 年其对于营业收入的占比下降。之后，作为其战略的一部分，该银行将业务活动重点放在私人和小企业客户以及企业客户这两个领域，提供全面的银行和资本市场服务组合。在过去几年成功的资产清盘之后，资产和资本回收部门于 2019 年 7 月 1 日解散，剩余的投资组合转移到其他和合并，并转移到私人和小企业客户部门。

德国裕信银行在 2019 年总资产仅低于德意志银行，在德国的体系中扮演重要的地位。对于裕信银行来说，利息收入和佣金及手续费收入是其营业收入的主要构成。其中利息收入占比在 55% 左右，佣金及手续费收入的占比在 30% 左右，二者占比近年来较为稳定。自 2010 年以来，德国裕信银行的营业收入整体呈下降趋势，2017-2019 年连续小幅下降。



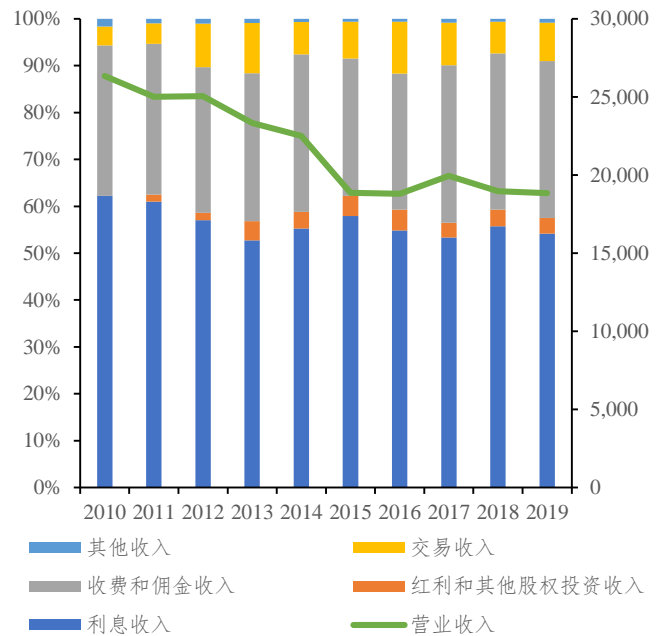
这是受到近十年来宏观经济大环境的不利影响所致，随着 2015 年之后经济形势趋于稳定，裕信银行营业收入也趋于平稳。

图 29: 德国商业银行分部门营业收入



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 30: 德国裕信银行分部门营业收入（百万欧元）

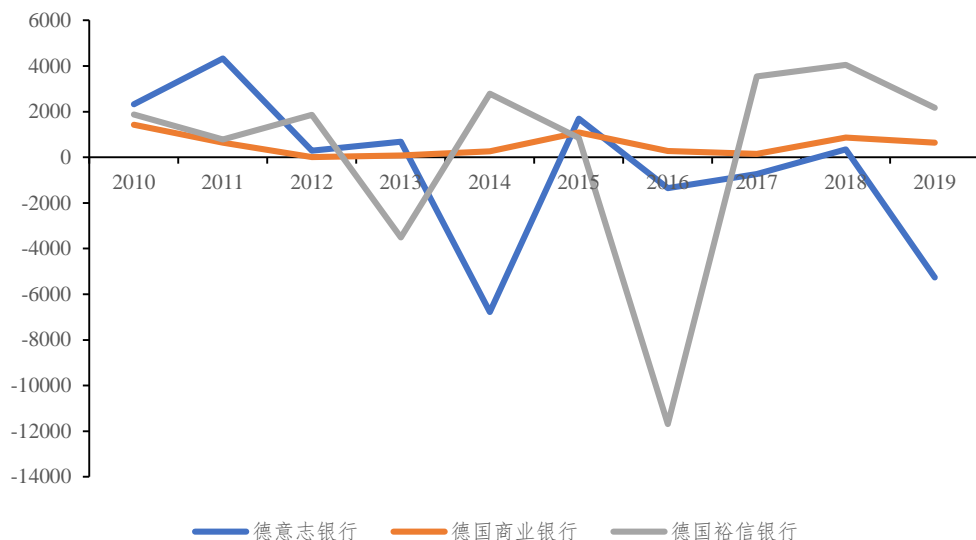


资料来源：公司财报，长城证券研究所

### ✓ 净利润波动大

从净利润的角度来看，除德国商业银行外，德意志银行和德国裕信银行 2010-2019 年的净利润波动相对较大，且有正有负。受金融市场动荡、低利率甚至是负利率水平影响之下经营压力带来的业务转型、规模调整，造成德国银行利润波动较大。2019 年三家银行的净利润均出现下降。其中，德意志银行的净利润在 2019 年下降到 -52.65 亿欧元，仅次于 2014 年的 -67.72 亿欧元，达到近十年来第二大低点。2016-2019 年德意志银行的净利润几乎全部为负。一方面全球交易业务收入下滑、货币宽松大环境、新技术更迭等因素，欧洲宏观经济环境不佳，银行业整体疲软。另一方面德意志银行 2019 年 7 月决定重组业务部门，退出了包含机构客户的股票交易等领域，业务转型花费了巨大的前期成本。较为不利的宏观经济环境加上德意志银行经营战略改变的影响，导致了净利润的下降，也进一步说明持有券商牌照并非银行腾飞的充要条件，还需具有较强的合规风控意识。

图 31: 德国各银行净利润 百万欧元



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

## ■ 英国一银行控股公司模式

英国金融业经历了“混业”“分业”“混业”三个阶段。20 世纪初, 受工业革命影响, 英国商业银行实力雄厚, 直接承担证券承销商, 处于混业状态。1929-1933 年经济大萧条, 大多银行失去信用, 分业有效应对危机, 从而促进混业向分业的转变。20 世纪 70 年代, 全球出现“滞胀”, 银行破产, 英国于 1986 年实行混业至今。英国银行业是英国金融系统最主要组成部分, 主要通过子公司来实现控股经营。汇丰银行集团通过已有子公司在世界各地进行并购, 将证券, 保险纳入经营范围, 从而有效抵御风险。巴克莱银行设立巴克莱资本开展投行业务, 并在 2008 年金融危机接下雷曼兄弟破产后在北美市场的业务, 极大增强了其投行业务实力。

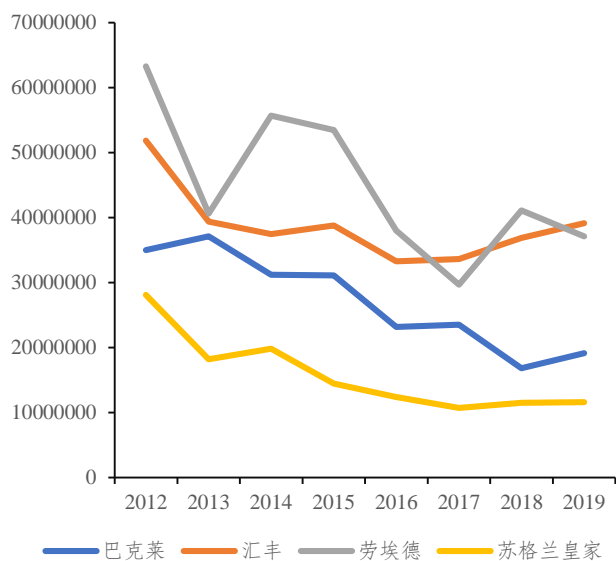
### ✓ 四大行的经营收入较为稳健, 利润收入略有下降

2019 年, 英国银行业总规模为 115974 亿美元, 主要四大行的经营收入较为稳健, 利润收入略有下降。四大行营业收入共计 1590.07 亿美元, 同比增长 31.55%; 净利润为 201.77 亿美元, 同比下降 22.46%。营收方面, 四大行均呈上升趋势, 利润方面, 除汇丰银行和劳埃德银行呈下降趋势外, 其他银行均呈上升趋势。汇丰银行实现营收收入 533.42 亿美元, 同比增长 2.56%; 净利润 73.83 亿美元, 同比减少 46.22%。巴克莱银行实现营业收入 258.65 亿美元, 同比增长 0.26%; 净利润 42.94 亿美元, 同比增长 39.38%。劳埃德银行实现营收收入 555.55 亿美元, 同比增长 91.73%; 净利润 39.43 亿美元, 同比减少 30.13%。苏格兰皇家银行实现营业收入 241.72 亿美元, 同比增长 37.51%; 净利润为 45.91 亿美元, 同比增长 67.30%。

2020H1, 汇丰银行实现营收收入 198.87 亿美元, 同比减少 29.56%, 净利润 26.39 亿美元, 同比减少 71.36%。巴克莱银行实现营业收入 97.03 亿美元, 同比减少 20.07%, 净利润 13.81 亿美元, 同比下降 53.92%。

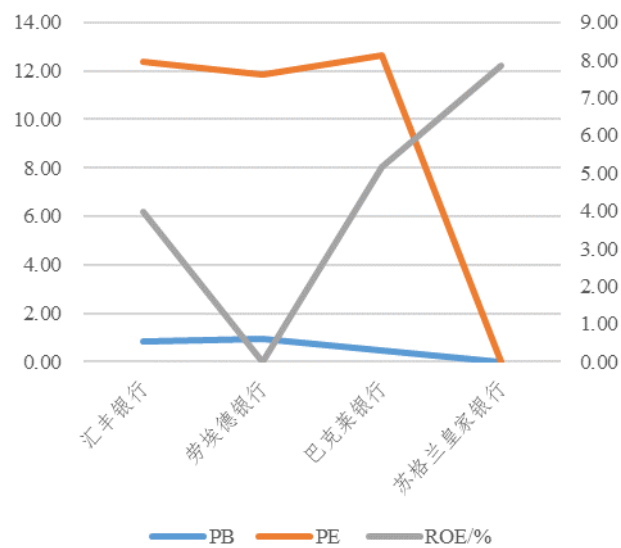
其四大银行汇丰、劳埃德、巴克莱和苏格兰皇家银行, 除了汇丰银行在千亿美元市值行列外, 其他的均在百亿市值的行列。从营收的角度看, 汇丰控股的营收低于劳埃德, 但其营收规模更加稳定, 且近年来呈现上升趋势。

图 32: 英国四大银行营收



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 33: 英国四大银行盈利及估值情况



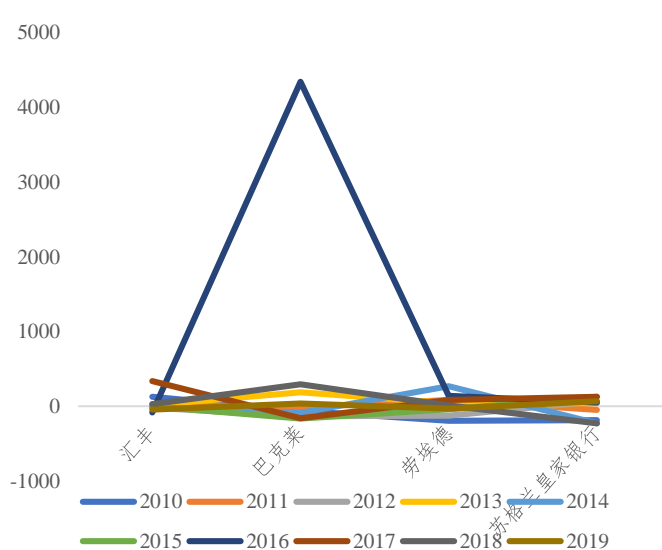
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 34: 英国四大银行营业收入同比增速



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 35: 英国四大银行净利润同比增速



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 9: 汇丰控股旗下子公司成立/收购时间

时间	子公司
1850	HSBC Bank USA
1853	HSBC Bank India
1865	香港上海汇丰银行有限公司
1865	HSBC Bank plc
1878	HSBC Finance

时间	子公司
1884	马来西亚汇丰银行
1889	HSBC Bank Middle East
1892	HSBC Sri Lanka
1941	HSBC Mexico
1965	恒生银行
1981	HSBC Bank Canada
1985	M&S Financial Services plc

资料来源：公司财报，长城证券研究所

**表 10: 巴克莱银行旗下子公司成立/收购时间**

时间	子公司
1997	巴克莱资本（投行业务）
1995	巴克莱全球投资公司
2005	南非联合银行集团有限公司（Absa Group Limited）

资料来源：公司财报，长城证券研究所

**表 11: 劳埃德银行集团旗下子公司收购时间**

时间	子公司
2009	劳埃德银行
2009	苏格兰银行
2009	哈利法克斯
2013	TSB 银行

资料来源：公司财报，长城证券研究所

**表 12: 苏格兰皇家银行集团旗下子公司收购时间**

时间	子公司
1727	皇家苏格兰银行
1999	国民西敏寺银行
1999	阿尔斯特银行
2007	荷兰银行

资料来源：公司财报，长城证券研究所

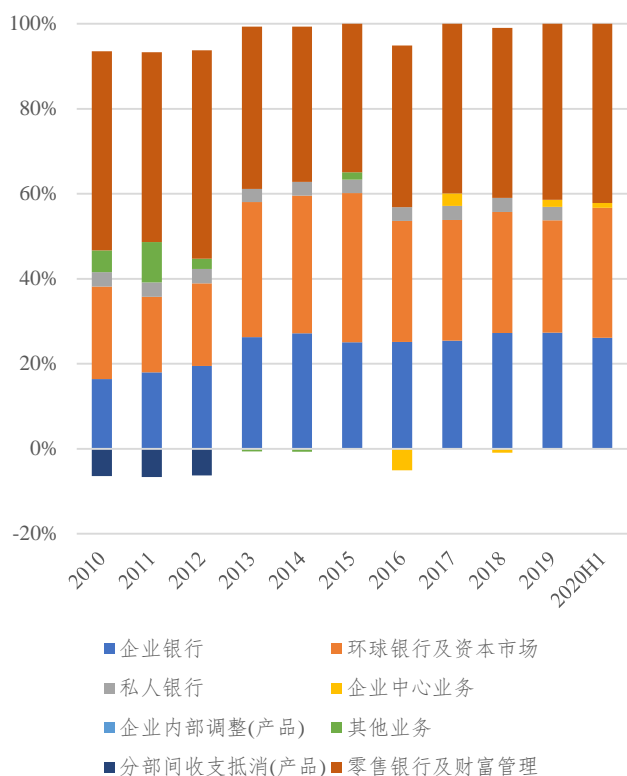
### ✓ 投行业务营收占比略有波动，但总体稳定

汇丰作为银行控股公司的代表企业，可以通过子公司从事多项金融业务，包括银行、资产管理和投资银行等。汇丰历年的营收主要来自三个部门，零售银行及财富管理、环球及资本市场和企业银行，其中汇丰的投资银行业务主要由环球及资本市场这个部门展开。从 2016 年至 2019 年的情况来看，汇丰零售银行及财富管理、企业银行两部门的营收占比较为稳定，但环球银行及资本市场对营收的贡献整体呈下降趋势，在 2019 年达到最低点 26.45%，2020 年上半年汇丰投行业务营收占比继 2016 年后重回 30%，达 30.89%。除汇丰银行外，巴克莱银行、劳埃德银行和苏格兰皇家银行在近年来均进行了业务重组，但从总体数据来看，投资银行业务所属部门的营收份额均波动不大。

2010-2019 年，巴克莱银行、劳埃德银行以及苏格兰皇家银行利润变化差异较大。巴克莱银行在 2012 及 2017 年利润有明显下降趋势，其中在 2017 年利润为负，是因为在 2017 年第三季度，巴克莱向一项黑人经济授权计划贡献了 BAGL1.5% 的普通股，导致巴克莱

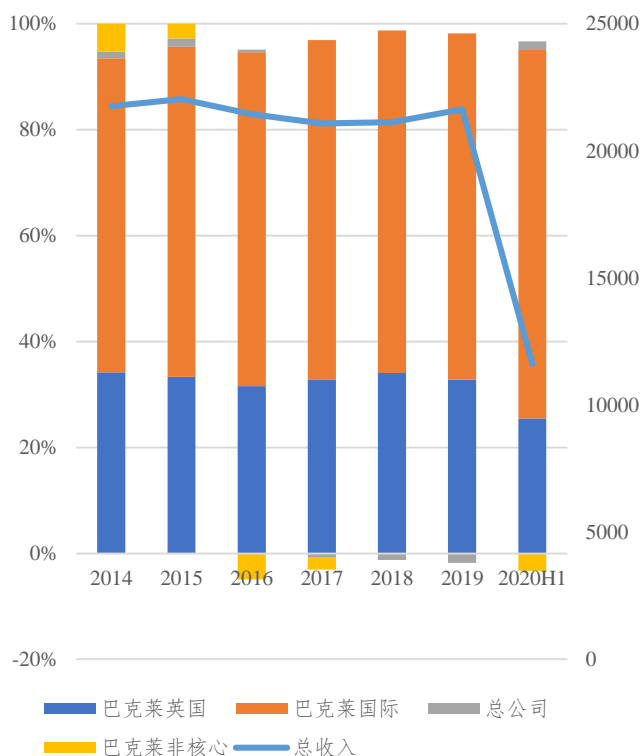
持有 BAGL1.26 亿股普通股，占 BAGL 已发行股本的 14.9%。保留投资报告为可供出售（AFS）资产，巴克莱在 BAGL 股息中的份额在总部损益表中确认。劳埃德银行自 2014 年起利润为正，2015-2018 年利润均呈缓慢上升趋势，2019 年相较前一年又有所下降，很大程度上是由于额外的 PPI 收费导致。苏格兰皇家银行利润水平较低，自 2017 年起才扭亏为盈，近三年均呈上升趋势，其原因是美国司法案件的和解导致该行司法事务费用的减少，从而利润增加。

图 36: 汇丰控股分部门营业收入



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 37: 巴克莱银行分部门营业收入 百万英镑



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 38: 劳埃德银行分部门营业收入

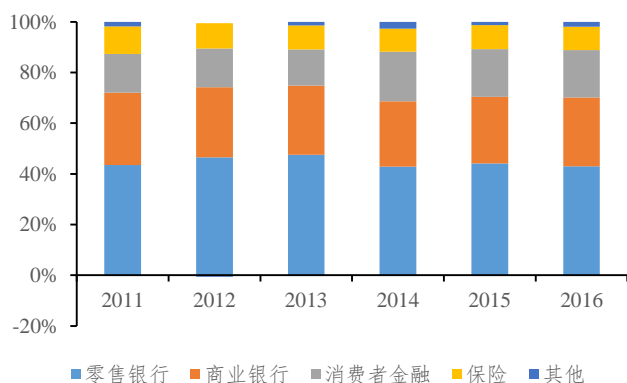
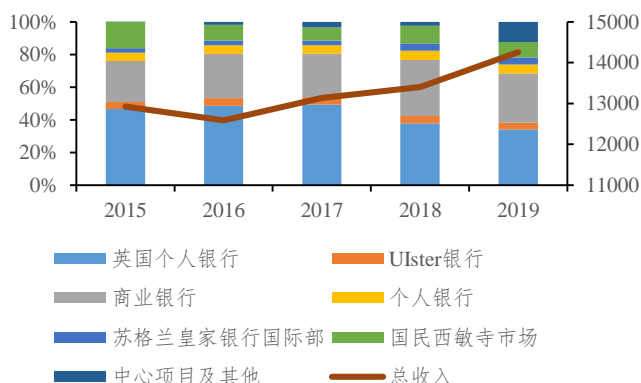
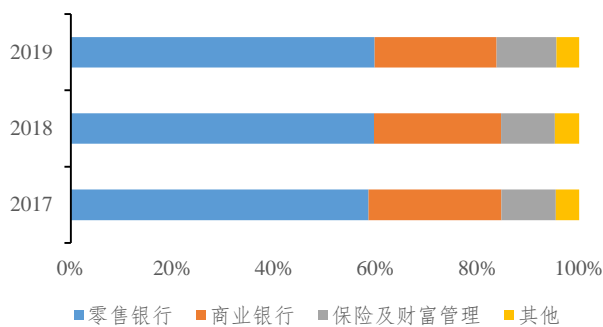
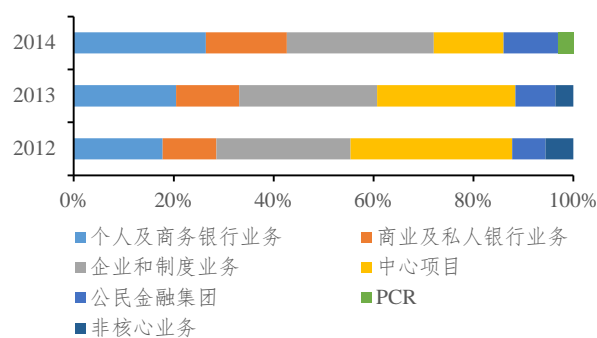


图 39: 苏格兰皇家银行分部门营业收入（百万英镑）



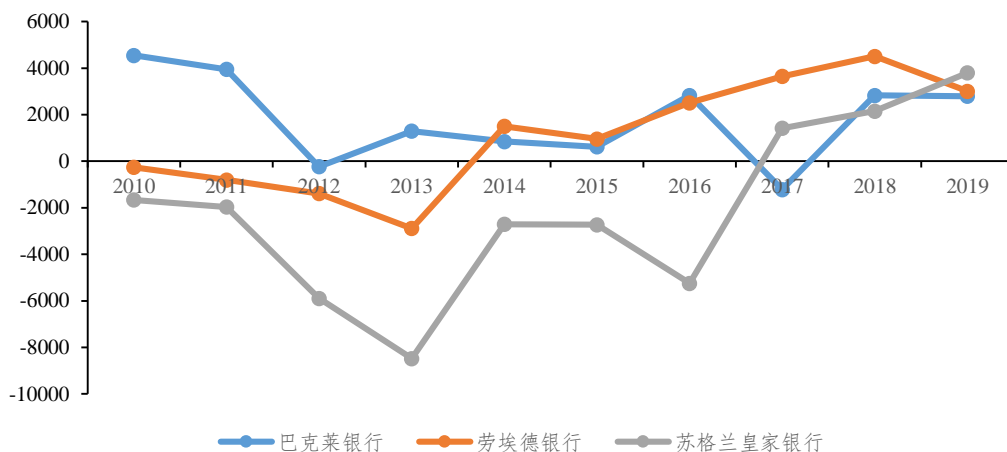


资料来源：公司财报，长城证券研究所



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 40: 英国三大行净利润（百万英镑）（公司财报中的 profit/loss for the year 项目，汇丰美元计价未计入）



资料来源：公司财报，长城证券研究所

## 2.2 互金巨头具备加入券商行业竞争的可能性

### 2.2.1 松鼠证券短期影响有限

近段时间，字节跳动已获得香港证监会的第 1、4、5、6 及 9 类牌照，拟通过 2019 年 12 月注册成立的松鼠证券正式布局券商。互联网巨头具有流量优势，经由零售业务渠道，以大规模、低成本的方式获取增量客户。且相较于传统券商，互联网券商打破时间和空间的限制，通过提供灵活多样的服务方式来满足客户的理财需求，迅速将其流量优势变现，转化为金融市场优势。同时，在一定时期内，其获取券商牌照在一定时期内对港股券商市场以及 A 股的影响相对有限，对内地券商的竞争格局则影响不大。长远来看，不排除松鼠证券以及其他互联网券商股东，例如富途证券、老虎证券股东获得 A 股券商牌照，持续推动国内零售证券经纪业务的发展。同时，蚂蚁金服于 2020 年 7 月 20 日宣布将启动“A+H”股同步上市的计划，该计划将进一步激化国内互联网巨头在国内及香港券商市场的竞争。

如前所述，2020 年 3 月 1 日起施行的新《证券法》对证券公司股东要求有所调整。在新《证券法》框架下，结合境内外金融机构监管实践，证监会发布了《证券公司股权管理



规定》(征求意见稿),相应调整和完善了《股权规定》关于证券公司股东准入和监管的相关要求。

《证券公司股权管理规定》(征求意见稿)修改了主要股东的定义,并适当降低证券公司主要股东资质要求,将主要股东净资产从不低于2亿元调整为不低于5000万元人民币,还根据新《证券法》,调整了证券公司股权相关审批事项。此次股权管理规定的修改,一方面让监管更有针对性和效率性,另一方面是适度降低门槛,有利于中小券商引入股东,引进资本,提升资本实力及激发活力。

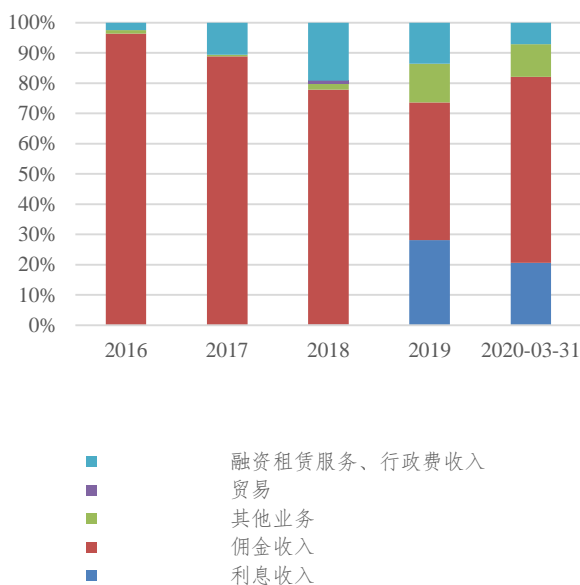
目前,我国互联网金融巨头东方财富、同花顺等凭借提供金融资讯的财经网站到一站式金融服务平台,显示出广阔的市场发展前景。结合目前开放的行业政策背景,可以推测有其他互金巨头存在获取大陆地区券商牌照的可能性。

## 2.2.2 老虎证券与富途证券表现优异

从营收结构看,老虎证券与富途证券佣金收入占营收比重相当可观。截至2019年,老虎证券佣金收入占营收比重为45.51%,而富途证券的投资咨询佣金和手续费收入占比为48.2%。未来如若这些互金巨头能够获得券商牌照,凭借其现有的互联网金融平台及渠道,以及其他传统券商难以企及的成本优势,或将抢占部分市场份额,对现有券商格局造成强力冲击。

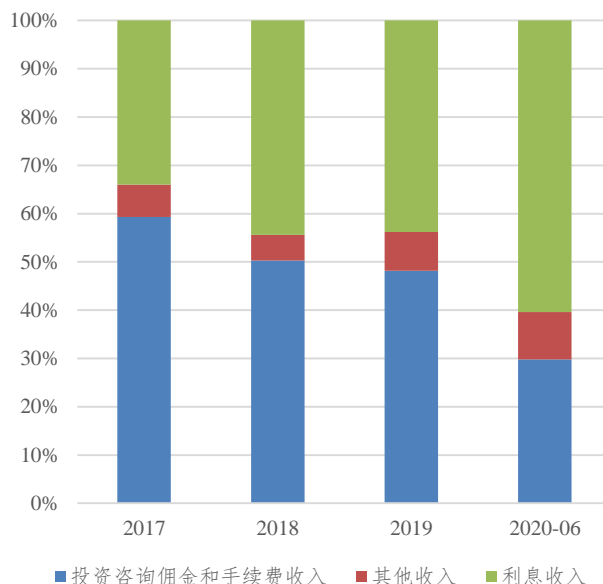
从净利润看,2016年至2019年,老虎证券与富途证券均受市场因素影响净利润额有所波动,但总体呈增长趋势。老虎证券2020H1年净利润同比增长186.75%,富途证券2020H1净利润同比增长287.96%。

图 41: 老虎证券营收结构占比



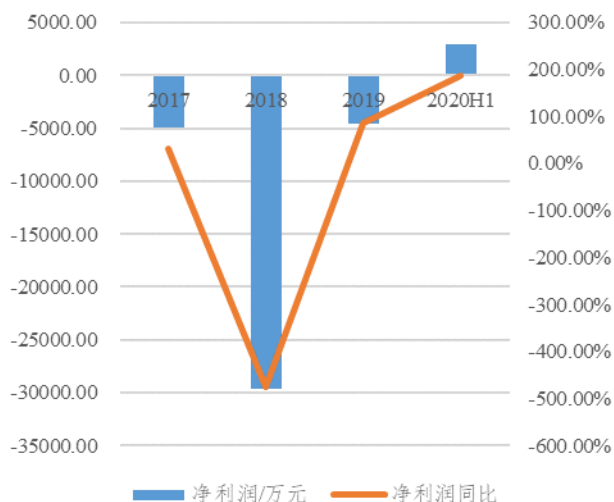
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 42: 富途证券营收结构占比



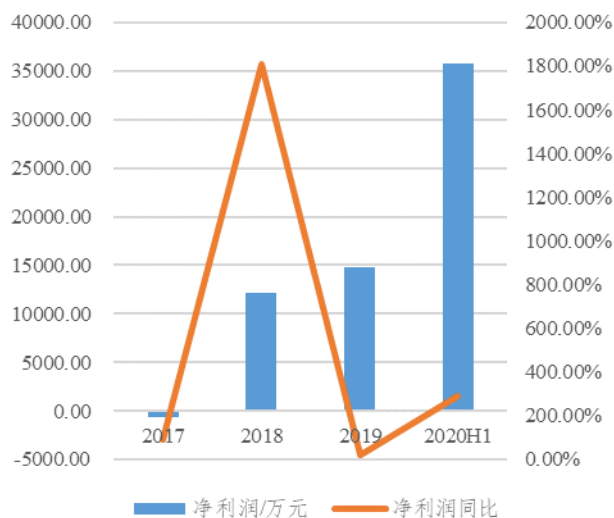
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 43: 老虎证券净利润及同比



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 44: 富途证券净利润及同比



资料来源：公司财报，长城证券研究所

## 2.3 行业优胜劣汰，垄断竞争格局夯实趋势不变

### 2.3.1 新时代证券、国盛证券、国盛期货实施接管-维护证券市场秩序，促进风险机构退出

#### ■ 强化金融供给侧改革与合规经营，打出有效引导机构出清组合拳

新时代证券、国盛证券、国盛期货被接管属于因隐瞒实际控制人或持股比例、公司治理失衡被实施风险处置的个案，对其接管是为了规范相关公司股权和治理结构，防范风险外溢，更有利于证券期货行业的健康稳定发展。

目前，除上述公司治理问题外，新时代证券、国盛证券、国盛期货经营总体正常，员工队伍稳定，各项业务风险控制指标符合监管要求。

#### ■ 不排除未来进一步托管，需理性看待

民营金融存在一定乱象。安邦、先锋系、明天系等民营金融企业的轰然倒塌，但是这些企业的失败也反映了我国民营金融在公司治理方面存在的问题，因此加强金融机构，尤其是对于民营金融机构的监管是必要的。长期来看，加强对民营金融机构或民营控股公司的监管有利于维持我国金融市场的和谐稳定，有利于整顿金融乱象、进一步完善金融秩序，从而有效防范系统性金融风险。我们认为，未来不排除其他金融机构被托管整顿的可能性，需理性看待。

### 2.3.2 金控新规下可能加快推进行业牌照整合

《金融控股公司监督管理试行办法》于 9 月 13 日在央行官网正式发布，11 月 1 日开始执行，意味着金融控股公司也迎来牌照监管时代，告别过去野蛮生长的监管空白阶段。在 9 月 14 日的举行的国务院政策例行吹风会上，潘功胜表示，我国金融业实行的是以分业经

营、分业监管为主的架构。这种格局是在长期实践中探索形成的，符合我国经济金融发展的现状，应当予以坚持。在国际上，主要的经济体也都大多采用金融控股公司的模式，由金融子公司实行分业经营。这种制度框架的安排，使股权结构和组织架构更加简单、明晰、可识别，有利于更好地隔离风险，加强集团整体公司治理和风险管控，也符合现代金融监管的要求。《金控办法》的实施不改变我国现行金融业以分业经营、分业监管为主的格局，是对现行格局的完善和补充。人民银行也将与相关部门建立跨部门工作机制，加强监管协作与信息共享，形成监管合力，共同推动金融控股公司的规范健康发展。

潘行长表示，在这个行业也出现了一些乱象，少部分非金融企业向金融业盲目扩张，组织架构复杂、隐匿股权架构，交叉持股、循环注资、虚假注资，还有少数股东干预金融机构的经营，利用关联交易隐蔽输送利益、套取金融机构资金等等。比如说明天系、华信系、安邦系等。我们预计，在金控新规下可能会迎来牌照整合。

### 2.3.3 国内券商或将掀起并购重组浪潮，券商实现差异化发展

#### ■ 监管引导机构整合出清

中国证券报 7 月 17 日报道，为提升证券基金经营机构核心竞争力，推动行业高质量发展，证监会相关部门向各派出机构发布通知，鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作，由相关派出机构将通知转辖区证券公司，基金管理公司。具体来看，通知内容主要实现两方面创新，一是解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组；二是鼓励员工持股或者股权激励计划。

按照前期财新的相关报道，监管层至少选择 2 家银行机构进行试点获取券商牌照。在此前新《证券法》这一顶层的制度设计下，我们认为当前券商要走出真正的航母级投行还是任重道远。而现在监管机构允许行业内先把组织管理创新率先启动。一方面，解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组；另一方面，鼓励员工持股或者股权激励计划。我们认为，如上述面对将来来自银行系、外资系乃至互金系投资银行的竞争，行业现有机构需要提升规模，先从解决基础制度障碍和中长期激励机制做起，则各种并购猜想空间被进一步打开，也是内在驱动力。而相对银行获取券商牌照，在证券行业内并购慢一点，但这是必然的方向，且在监管掌控范围，也不突破混业格局。此次国联与国金的整合虽未成行，但我们认为不改变行业并购整合的大势。相关负责人在两家公司公告整合后表示两家上市券商确实存在体制、机制、文化等方面的差异，尤其是两家公司在各自的发展过程中，形成了各自鲜明的特色、业务专长及资源禀赋。但是，在中国经济发展的新阶段，券商行业也在经历深刻的变革，国有券商与民营券商同样面临行业的发展机遇与挑战，同样面临做大做强的迫切需要，尤其是国资机构并购民营机构可能相对比较快。未来看，如何机构整合如何打破 1+1>2 的问题，需要进一步在文化、组织架构梳理、人事任命、激励制度等方面，做进一步的完善。

员工持股，形式应多样化。为支持行业机构建立长效激励约束机制，提升公司活力，在有效防范利益输送、操纵股价、内幕交易的前提下，通过直接持股或者设立资产管理计划、信托计划、有限合伙企业等形式实施员工持股或者股权激励计划。

**表 13: 员工持股计划要点整理**

名称	参与对象	资金来源和股票来源	期限规定	过户结果
东方证券	1.参与对象: 范围为截至 2020 年 4 月 30 日与公司或下属控股子公司签订正式劳动合同的董事、监事、高级管理人员及其他员工。 2.规模: 参与本计划的员工总人数预计不超过 4000 人, 认购员工持股计划份额的金额合计不超过人民币 4 亿元(含)。其中认购比例不低于本次员工持股计划总份额的 7%, 其他员工认购比例不超过本次员工持股计划总份额的 93%。	1. 资金来源: 资金来源为员工合法薪酬、自筹资金以及法律、法规允许的其他方式。员工持股计划持有人具体持有份额根据实际出资缴款金额确定。 2.股票来源: 员工持股计划的股票来源, 由受托管理机构根据管理委员会的指示, 通过沪港通及/或深港通等法律法规许可的方式在二级市场直接购买公司 H 股股票。 3. 持股规模: 本计划实施后, 预计全部有效的员工持股计划持有的公司股票总数量累计不超过公司股本总额的 2%。任一持有人持有的员工持股计划份额所对应的公司股票数量累计不超过公司股本总额的 0.1%。	1.存续期: 员工持股计划的存续期为 5 年, 自公司股东大会审议通过本计划之日起算。 2.锁定期: 员工持股计划所获标的股票的锁定期为 12 个月, 自公司公告最后一笔标的股票完成登记过户之日起算。因公司资本公积转增股本、派送股票红利、本计划参与公司再融资等情形所取得的股份, 均应遵守上述股份锁定安排; 但因持有公司股份而获得的现金分红不受前述锁定期限制。	
国泰君安	1.参与对象: 本计划首次授予的激励对象为公司执行董事、高级管理人员以及其他核心骨干人员, 共计 451 人, 占公司截至 2019 年 12 月 31 日在册员工总人数 15, 233 人的 2.96%。 2.规模: 拟向激励对象授予不超过 8, 900 万 A 股限制性股票, 约占 A 股限制性股票激励计划(草案)公布时公司股本总额(8, 907, 948, 568 股)的 1.00%。	1.资金来源: 本次回购股份的资金来源为公司自有资金, 回购资金总额不超过人民币 21.7 亿元。 2.股票来源: 本计划采用限制性股票作为激励工具, 标的股票来源为公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股股票。	1.有效期: 有效期为自首次授予的限制性股票登记完成之日起至激励对象所获授的限制性股票全部解除限售或回购注销完毕之日止, 最长不超过 6 年。 2.限售期: 本计划授予的限制性股票的限售期分别为自相应授予部分股票登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月。	
招商证券	1.参与对象: 公司董事、监事、高级管理人员可认购金额合计约为 6, 200 万元, 合计可认购的本员工持股计划份额约占本次员工持股计划总份额的 8%; 其他员工可认购金额合计约为 74, 600 万元, 合计可认购的本员工持股计划份额约占本次员工持股计划总份额的 92%。 2.规模: 本计划参与对象认购金额合计不超过 8.08 亿元(含)。	1.资金来源: 本计划的资金来源为员工个人的合法薪酬, 以及法律、行政法规允许的其他方式取得的自筹资金。本计划设立后委托资产管理人管理, 并全额认购资产管理计划。资产管理计划的投资范围主要为购买和持有本公司 A 股股票。 2.股票来源与价格: 公司将以自有资金通过集中竞价方式回购 A 股股票, 本计划的股票来源为前述公司回购的股票。本计划在获得公司股东大会批准且前述回购完成后, 将通过非交易过户等法律法规允许的方式获得公司回购的本公司 A 股股票。 资料来源: 长城证券研究所。员工持股计划购买回购股票的价格原则上等于本次回购的均价(含交易费用)。	1.存续期: 本计划的存续期限为 10 年, 自公司股东大会审议通过本计划之日起算。 2.锁定期: 本计划所获标的股票的锁定期为 36 个月, 自公司公告标的股票完成登记过户之日起算。因公司资本公积转增股本、派送股票红利、本计划参与公司再融资等情形所取得的股份, 均应遵守上述股份锁定安排; 但因持有公司股份而获得的现金分红不受前述锁定期限制。	于 2020 年 3 月 3 日完成员工持股计划的股票过户手续, 公司员工持股计划持 40, 020, 780 股公司 A 股股票, 占公司总股本的比例为 0.5974%, 参与人数共 995 人。

资料来源: wind, 公开资料整理, 长城证券研究所



高盛集团作为一家国际领先的投资银行，在其资本积累和扩张的初期，合伙制起到了举足轻重的作用。在有限合伙制公司中，一般合伙人以大约 1% 的资金享有 20% 以内的投资收益、并收入约 3% 的管理费，剩下的部分则属于公司有限合伙人。因此，在合伙人制度下，一般合伙人的利益和地位得到了保障和满足。另外，由于一般合伙人在负责企业经营管理的同时，需要为企业债务承担无限责任，因此公司的经营风险能够得到最大程度的控制。激励与责任并重和合伙人体制因此在高盛的历史上留下了光辉灿烂的一笔。

**表 14: 高盛合伙人制度**

项目	内容
建立时间	1998 年
设计目的	激励人才
数量	409 人（占员工总数 1.6%）
管理机构	设有管理和执行两个委员会 管理委员会参与公司重大决策
职权	执行委员会负责合伙人选拔
选拔标准	对公司有突出贡献的高级经理人
选拔流程	每两年通过“互相筛选”选拔
退出机制	每两年有 1/4 至 1/3 淘汰

资料来源：文献资料整理，长城证券研究所

#### ■ 预计中小券商股权变更显著增多，应理性看待

我们在之前的相关报告一以贯之地阐述了并购整合观点。虽然在证券行业内并购慢一点，但这是必然的方向，且在监管掌控范围，也不突破混业格局，是我们推荐券商板块的重要逻辑线之一。在路径上，预计存在央企券商、基金层面推进整合，地方国资券商整合，国资并民营机构等多条路径展开。但在具体整合方面存在地方与监管的博弈问题，如地方政府想打造金控平台，进行金融机构的横向整合；而并购重组的时间表存在不确定性。我们还是维持前期判断，在不久的将来，将形成大券商并购小券商、银行并购券商、互金巨头入驻券商等至少三条路径打造航母级投行，证券行业的竞争格局将过渡至外资券商、银行系券商（按照央行金控新规，未来可能银行控股或设立券商，只要央行、银保监会、证监会、外汇管理局按照金融监管职责分工对金融控股公司实施功能监管，亦符合分业经营，分业监管为主的格局。未来直接颁发牌照的可能性显著降低，在规范金控运作的基础上以金控形式是大方向）、传统券商（包括几家互联网券商巨头）共存的格局。

此外，需要强调的是国联证券及国金证券合并虽未成行，但我们还是认为折射出国资并民营机构的可行性相对较强，预计国企背景券商混改的重要路径，需要关注民营金融机构的券商牌照-尤其是股权分散的潜在标的，某一业务领域特色显著，投资者可按图索骥。



图 45: 券商并购多发于市场低迷时期



资料来源: wind, 长城证券研究所, 遴选结果可能存在一定差异

## 3. 估值及投资建议

### 3.1 资金面边际改善值得期待

#### 3.1.1 国家队资金进场谨慎，所持券商股触底

2020 年 Q2 国家队维持券商股持股，目前整体持仓维持低位。2020 年上半年，国家队对 7 家上市券商持股超过 5%，本期持股比例位居前五的分别是申万宏源、中信证券、方正证券、国金证券和广发证券。其中对申万宏源持股高达 25.10%，对中信证券持股高达 13.03%，对 20 家券商持股比例基本维持不变。社保基金方面，根据数据显示，目前社保基金对东方财富、第一创业及中信建投有持仓。

表 15: 2020 年 Q2 国家队持股情况

券商	国家队持股			证金持股			汇金持股		
	本期持股比例(%)	持股比例变动(%)	最新持仓市值(亿元)	本期持股比例(%)	持股比例变动(%)	最新持仓市值(亿元)	本期持股比例(%)	持股比例变动(%)	最新持仓市值(亿元)
申万宏源	25.10	-0.88	305.98	2.82	0.00	34.37	22.28	-0.88	271.61
中信证券	13.03	0.00	391.38	3.69	0.00	110.86	2.02	0.00	60.80
方正证券	7.47	0.00	52.46	3.18	0.00	22.35	1.69	0.00	11.83
国金证券	5.53	0.00	25.59	2.99	0.00	13.83	1.55	0.00	7.14
广发证券	5.51	0.00	52.16	3.85	0.00	36.46	1.66	0.00	15.70
国元证券	5.23	0.00	16.62	3.42	0.00	10.86	1.81	0.00	5.77
光大证券	5.12	0.00	43.97	3.53	0.00	30.33	0.96	0.00	8.27

	国家队持股			证金持股			汇金持股		
国信证券	4.91	0.00	54.94	0.92	0.00	10.25	0.60	0.00	6.75
招商证券	4.85	0.00	60.95	3.50	0.00	43.99	1.35	0.00	16.96
兴业证券	4.29	0.00	24.14	2.96	0.00	16.62	1.34	0.00	7.51
东北证券	4.26	0.00	9.97	2.51	0.00	5.88	1.75	0.00	4.10
海通证券	4.25	0.00	49.52	4.25	0.00	49.52			0.00
国海证券	3.90	0.03	11.49	2.37	0.00	6.97	1.53	0.01	4.52
东方证券	3.68	0.00	23.61	3.68	0.00	23.61			0.00
国泰君安	3.47	0.00	48.31	3.47	0.00	48.31			0.00
华泰证券	3.35	0.00	51.74	3.35	0.00	51.74			0.00
西南证券	3.10	0.00	9.40	1.99	0.00	6.04	1.11	0.00	3.36
东兴证券	2.99	0.00	10.79	2.99	0.00	10.79			0.00
长江证券	2.99	0.00	13.46	2.99	0.00	13.46			0.00
东吴证券	2.94	0.00	12.24	2.94	0.00	12.24			0.00
东方财富	1.78	0.00	28.73			0.00	1.78	0.00	28.73
西部证券	1.75	0.00	5.90			0.00	1.75	0.00	5.90
太平洋	2.42	0.78	6.81	1.63	0.00	4.60			0.00
山西证券	1.13	-0.30	3.27			0.00	1.13	-0.30	3.27
中国银河	1.30	0.00	10.94	1.30	0.00	10.94			0.00

资料来源: wind, 长城证券研究所

**表 16: 2020Q2 证金公司在券商持股排名情况**

	证金公司持股排名	证金持股比例	最新持仓市值 (亿元)
海通证券	第一	4.25	49.52
广发证券	第二	3.85	36.46
中信证券	第三	3.69	110.86
东方证券	第四	3.68	23.61
光大证券	第五	3.53	30.33
招商证券	第六	3.50	43.99
国泰君安	第七	3.47	48.31
国元证券	第八	3.42	10.86
华泰证券	第九	3.35	51.74
方正证券	第十	3.18	22.35
国金证券	第十一	2.99	13.83
东兴证券	第十二	2.99	10.79
长江证券	第十三	2.99	13.46
兴业证券	第十四	2.96	16.62
东吴证券	第十四	2.94	12.24
申万宏源	第十四	2.82	34.37
东北证券	第十七	2.51	5.88
国海证券	第十八	2.37	6.97
西南证券	第十九	1.99	6.04
太平洋	第二十	1.63	4.60
中国银河	第二十一	1.30	10.94

证金公司持股排名	证金持股比例	最新持仓市值（亿元）
国信证券	第二十二	0.92

资料来源: wind, 长城证券研究所

### 3.1.2 公募等机构持券商股较低，提升空间较大

从基金及外资所持上市券商股的角度看，基金所持券商股中，中信证券和华泰证券的比重较大，同时值得关注的是 2020Q2QFII 仅持红塔证券、中信建投、华林证券三家券商，另外 Q2 海外机构（除 QFII）并没有积极参与券商股的持仓，Q3 机构间断性参与交易，如东方财富，边际改善空间较大。

**表 17: 2020Q2 基金及外资持券商股情况**

券商	基金持股			QFII 持股			海外机构持股（除 QFII）	
	本期持股占流通股比例（%）	持股比例变动（%）	本期持仓市值（亿元）	本期持股占流通股比例（%）	持股比例变动（%）	本期持仓市值（亿元）	本期持股占流通股比例（%）	持股比例变动（%）
中信证券	7.19	-0.87	175.37	-	-	-	-	-
华泰证券	5.77	0.35	79.84	-	-	-	-	-
海通证券	5.05	-0.16	51.39	-	-	-	-	-
红塔证券	4.75	-2.31	3.47	0.35	0.04	0.24	-	-
国泰君安	0.10	-2.90	0.13	-	-	-	-	-
浙商证券	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-
东方证券	2.59	-0.04	13.96	-	-	-	-	-
招商证券	3.08	0.59	38.63	-	-	-	-	-
广发证券	2.03	-0.13	17.01	-	-	-	-	-
方正证券	0.01	-1.28	0.08	-	-	-	-	-
国金证券	0.09	0.06	0.33	-	-	-	-	-
中信建投	0.48	0.24	1.64	0.42	-0.06	1.42	-	-
兴业证券	2.89	1.20	13.25	-	-	-	-	-
申万宏源	1.81	0.13	20.59	-	-	-	-	-
华林证券	0.00	0.00	0.00	0.13	0.01	0.12	-	-
国海证券	1.05	-2.69	2.49	-	-	-	-	-
华西证券	0.81	-0.10	1.53	-	-	-	-	-
山西证券	0.09	0.09	0.21	-	-	-	-	-
第一创业	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-
光大证券	0.27	0.22	1.71	-	-	-	-	-
东兴证券	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-
中原证券	0.74	-1.52	0.97	-	-	-	-	-
西部证券	0.73	-1.83	2.11	-	-	-	-	-
东北证券	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-
国信证券	0.01	0.01	0.11	-	-	-	-	-
中国银河	0.15	0.14	1.14	-	-	-	-	-
国元证券	0.00	-0.10	0.00	-	-	-	-	-
东吴证券	0.00	-0.09	0.01	-	-	-	-	-
华安证券	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-

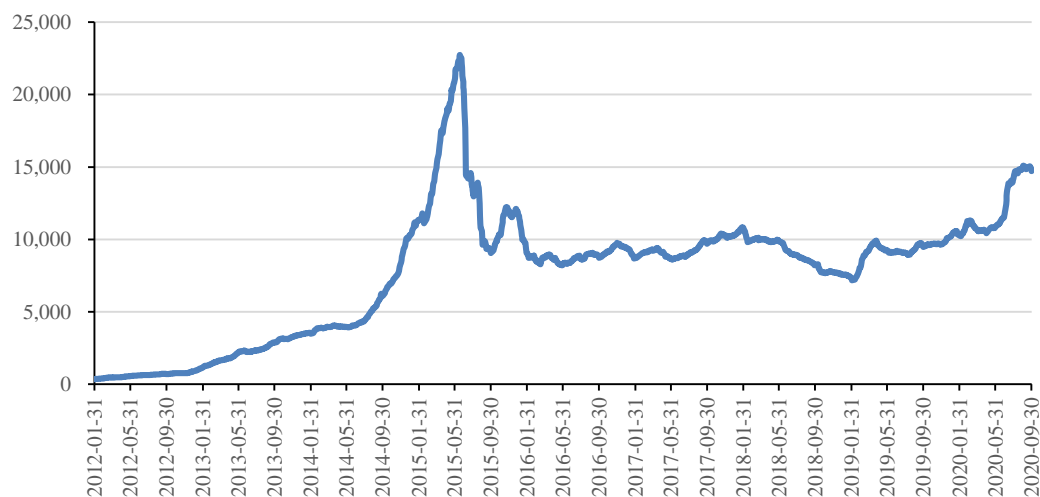
	基金持股			QFII 持股			海外机构持股 (除 QFII)	
长江证券	0.04	-0.03	0.16	-	-	-	-	-
天风证券	0.00	0.00	0.00					
西南证券	0.01	0.01	0.03					

资料来源: wind, 长城证券研究所

### 3.1.3 两融资金投资券商在边际有望提升

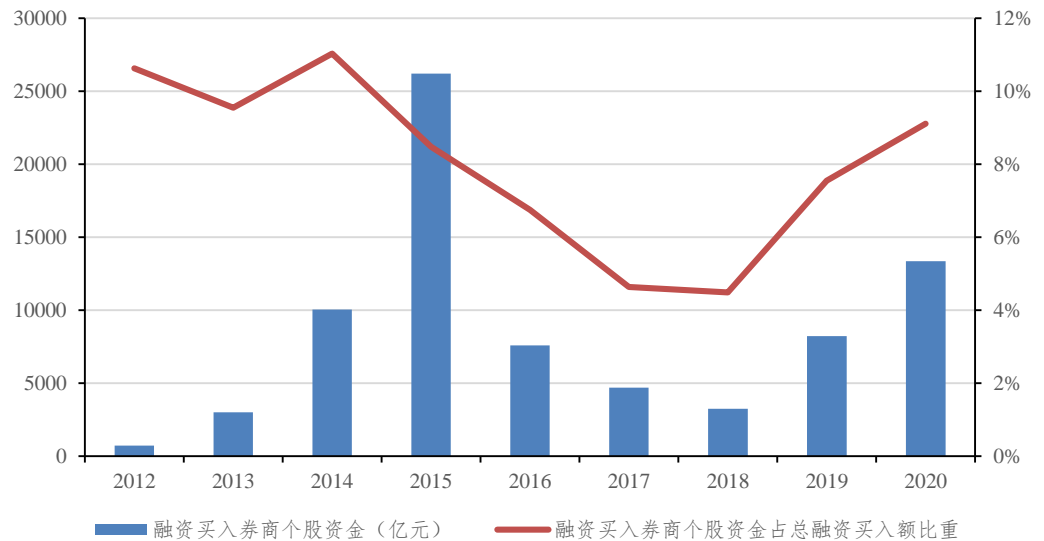
根据 wind 数据, 融资融券余额在 2012 年-2015 年年中大幅增长, 之后回落, 自 2015 年 9 月至今虽有波动但总体稳定在 10000 亿元上下。融资买入券商个股资金自 2015 年持续下降后, 在 2018 年恢复上升, 2020 年继续保持上升趋势, 融资买入券商个股资金占总融资买入额比重呈现同向变化, 但总体变化不大。这反映出个人投资者对券商板块投资在 2019、2020 年有所回升, 但依然低于 2015 年水平。个人投资者对券商板块投资的偏好在边际提升相对有限, 尤其是杠杆资金。

图 46: 2012 年以来的融资融券余额 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 47: 融资买入券商个股变化



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止到 2020/10/11

## 3.2 估值及投资建议

当前券商板块估值约为 2.11 倍 PB，处于估值低位，远低于 15 年的 5 倍 PB，及 2007 年的 17.66 倍 PB。随着改革的深入推进，预计 10 月会有政策相继落地，行业想象空间持续打开。虽然 8 月因为市场波动及高基数导致增速承压，但从前 8 月数据看，营收及净利润增速分别为 35.75%、49.43%，我们看好券商全年业绩表现。而在明年随着证券化率水平的提升，若成交量在万亿水平常态化，行业营收有望突破 7000 亿元。同时，从基金 Q2 持仓的情况，非银金融板块的持仓继续下降，边际空间改善潜力巨大。我们预计板块有望调整消化一段时间后，从今年三季度，到明年一季度，以券商为代表的资本内循环板块所承接的历史使命愈发重要，逐渐形成“戴维斯双击”效应，随着高估值板块的抱团改变及机构调仓推进，券商等板块有望成为新的抱团，改变目前普遍低配的状态。且在行业混业想象的时代背景下，分化分层发展的趋势将加剧，更为积极从容布局。

再次重申，证券指数所处的周期或将处于 2012 年年初对应的周期位置，应战略性与积极布局券商行业，需密切关注本轮行情触发点-流动性拐点的变化及国际局势的外部变量。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置。

建议从三条主线优化配置：

1) 创新+转型发展及受益行情的中小型证券公司：重点关注东方财富（三季度业绩快报超预期，看好公司打造闭环体系，母公司增资提升公司长远发展实力），相关公司：国金证券（投行业务率先突围，受益创业板新政），第一创业（潜在被并购标的，债券业务发展独具特色）、锦龙股份（潜在被并购民资标的）、东方证券（资管业务极具特色）及东吴证券等（未覆盖）。

2) 混业想象、次新股类的相关弹性标的：相关公司中国银河（拥有最多营业网点，经纪业务位列前茅，客户基础强大，有望受益市场回暖）（未覆盖）。有望受益证券公司第三方接口展业新政，金控系、银行系券商光大证券、中银证券（次新）及兴业证券等（未覆盖）；风险偏好投资者可参与次新股，调整力度大，需要把握节奏。



3) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化且低估值的龙头证券公司：重点推荐华泰证券（财富管理转型可期，混改方案落地，实施职业经理人制以激发竞争力，股权激励方案落地彰显公司长远前景，场外衍生品业务居前列），重点推荐海通证券（非公开发行完成，龙头蓄势再出发），相关公司国泰君安（发布限制性股权激励，市场化改革超预期，有望受益证券公司第三方接口新政）、中金公司（场外业务具有特色，机构业务实力强劲，A股即将上市）（未覆盖）；其他为关联券商，未列出。

## 4. 风险提示

中美摩擦波动风险；美国大选不确定性；地缘政治风险；宏观经济下行超预期风险；蚂蚁金服等巨型IPO对股市流动性冲击风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险；疫情蔓延超预期风险。

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

