

Do Mergers and Acquisitions Influence the Core Competency of Chinese Securities

Companies? -- A Quantitative Analysis

by

Lijuan Wang

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2016 by the
Graduate Supervisory Committee:

Wei Shen, Co-Chair

Jun Qian, Co-Chair

Jun Liu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2016

并购对中国证券公司核心竞争力有什么影响？

作者：王莉娟

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
批准于 2016 年 3 月

沈伟，联席主席
钱军，联席主席
刘俊

亚利桑那州立大学

二零一六年五月

ABSTRACT

This thesis investigates whether mergers and acquisitions (M&As) help increase the competitive advantage and core competency of Chinese securities companies. Although M&As among Chinese securities companies were almost exclusively guided by the Chinese government in the earlier years, they have increasingly become more market-driven in recent years. Many large Chinese securities companies have engaged in horizontal mergers, cross-industry mergers, and cross-border mergers to increase their market positions. However, there is little up-to-date evidence about how these market-driven M&As influence the competitive advantage and core competency of securities companies in China. I seek to fill this gap by conducting a systematic analysis about whether M&As increase the core competency of the acquiring companies using data collected over a five-year window from 2010 to 2014.

On the basis of prior research findings and the current situation of the Chinese securities industry, I first develop a theoretical model about the sources of competitive advantage for Chinese securities companies, and then compile a comprehensive list of observable indicators that can be used to assess a Chinese securities company's core competency. Next, I conduct a quantitative analysis to assess the core competency and relative market positions of the leading Chinese securities companies using data from 2010 to 2014. Overall, the results suggest that market-driven M&As increases the core

competency of the acquiring securities companies. I then conduct four in-depth case analyses to better understand the mechanisms through which M&As can help increase the acquiring firms' core competency. I conclude with a discussion of the findings and their implications for Chinese securities companies and the overseeing governmental agencies.

摘要

我国证券公司的并购历程虽然长，但主要阶段为政策性重组和危机救助的非市场化并购，市场化并购的实践还处于尝试期。近年来横向并购、跨业并购、跨境并购逐步增多，但对并购前后证券公司的核心竞争力的变化鲜有动态评估。本文以核心竞争力为研究的出发点和视角，找寻 2010-2014 年五年窗口期内实施了市场化并购的中国证券公司为样本，阐述其并购事件及其核心竞争力评价指标的变化。

不同的证券公司在制定并购战略时，都有其不同的战略需求，也即有不同的获取目标企业核心资源的需求。本文将核心竞争力作为研究并购的基础，将并购与核心竞争力变化作为一个整体来持续观察分析，力求丰富并购与核心竞争力的动态联系研究。通过典型案例分析，观察了并购事件对于我们自主构建的核心竞争力因子的内在影响动力和机制。由于数据采集客观性、可得性，使得核心竞争力评估量表设计偏重规模与绩效，缺乏对于创新及公司治理等全面因素考量，但提供了一个分析并购带来的核心竞争力变化的可量化评价维度，在研究的样本数量和研究周期上，还可继续扩展，持续深入。

致谢

DBA 三年时光，有无数愉快阅读回忆。涉猎的经济、管理、数学等范畴越广、搜索的文献越多，越发不安。我关心的证券公司、并购事件，都有人做出了详尽的、出人意料的探讨，如今我才汇入这股传统，但自己的思考却并未深入。我研究的意义何在？能为其中添加些什么样的新东西？从选题开始到论文答辩终稿，这个问题一直萦绕。诚实面对自己的内心，我想，也许 DBA 学习的“过程”就是我最大的收获。

记得《小王子》里面有句话一直打动我，“你在玫瑰花身上投入的时间，使你的玫瑰花变得如此重要”。你们把这份研究当成了我的玫瑰，倾注了这么多重要的时间。

我的论文委员会教授们倾注了大量的精力给予我研究方法的指导。难以忘记与导师钱军教授认真讨论的下午时光，上海高级金融学院 SAIF 的七层会议室里的阳光挥洒；导师沈伟教授克服美国飞来倒时差的困顿，专程安排来我就职的证券公司拜访；导师刘俊教授提出简单却直抵本质的思辨；特别是贝克伟院长在每次课程中参与的观点分享，督促理论与实践需要走得更近。

同学和同事们给予了大量的研究实践的帮助。张琪同学给我细致的论文结构的调整建议、叶有明同学热心引荐了被并购公司的 CEO 访谈、金政委百忙中参与答辩现场审核；还有中央汇金课题组的朋友和申万宏源研究所的蒋健蓉、龚芳、阮晓琴，一起北上广深差旅同行，调研访谈各家证券公司高层，你们的勤奋一直都在鞭策我。

还要感谢两位引荐我踏上 DBA 的好向导：好友黄昊博士、工作导师陈晓升，这篇基于证券行业的基础性研究，是我在 DBA 的第一份完整小结，希望这仅只是起点。我清

楚，我对世界的理解，仍停留在知识层面，即使这层面也浅薄不堪。我想写的更深入、更系统、更富个人洞察力，要承担起一个博士生对应的知识与责任，而我还生活在生活的表层，链接灵魂深处的根还在生长，需要更多的思考让人生更丰满。

最后特别致谢的，亲爱的东东，没有你的鼓励，我的生活将没有色彩。

目录

	页码
图表目录.....	x
图目录.....	xii
章节	
一、绪论.....	1
1.1、问题的提出.....	1
1.2、研究的意义.....	2
1.3、研究的方法.....	3
1.4、创新与不足.....	4
二、文献综述.....	6
2.1、企业战略理论与核心竞争力理论的演变.....	6
2.2、并购与核心竞争力的相关研究.....	7
2.3、中国证券公司及其核心竞争力研究.....	8
三、中国证券公司的发展与并购.....	11
3.1、中国证券公司面临内外挑战.....	11
3.2、美国证券公司改变业务模式，依靠并购走向国际化.....	15
3.3、中国证券公司的市场化并购正起步.....	19
四、中国证券公司的核心竞争力要素及评估.....	25

章节	页码
4.1、证券公司的样本选取.....	25
4.2、证券公司的核心竞争力指标的设计：三级指标+关注指标.....	26
4.3、数据来源.....	35
4.4、因子分析法	37
4.5、计算规则	38
4.6、实证结果.....	38
五、中信证券的并购与核心竞争力.....	43
5.1、中信并购大事记	43
5.1.1、中信时间轴	43
5.1.2、中信证券股权结构图	44
5.1.3、中信证券业务收入结构.....	45
5.1.4、中信证券最新业务优势.....	46
5.2、中信证券 2010-2014 年主要并购事件分析.....	47
5.3、中信证券核心竞争力指标得分	54
5.4、中信证券估值变动.....	56
六、华泰证券的并购与核心竞争力.....	59
6.1、华泰证券大事记	60
6.1.1、华泰时间轴	60

章节	页码
6.1.2、华泰证券股权结构图	61
6.1.3、华泰证券业务收入结构	61
6.1.4、华泰证券最新业务优势	63
6.2、华泰证券 2010-2014 年重点并购事件分析	63
6.3、华泰证券核心竞争力指标得分	68
6.4、华泰证券差异化竞争力——领先的移动互联网信息技术	69
6.5、华泰证券估值变动	72
七、海通证券的并购与核心竞争力	75
7.1、海通证券大事记	75
7.1.1、海通时间轴	75
7.1.2、海通证券股权结构图	77
7.1.4、海通证券最新业务优势表	79
7.2、海通证券 2010-2014 年重点并购事件分析	80
7.3、海通证券核心竞争力得分	83
7.4、海通证券差异化竞争力——业内领先的资本实力	86
7.5、海通证券估值变动	89
八、广发证券的并购与核心竞争力	90
8.1、广发证券大事记	91

章节	页码
8.1.1、广发时间轴.....	91
8.1.2、广发证券股权结构图.....	92
8.1.3、广发证券业务收入结构	92
8.1.4、广发证券最新业务优势	93
8.2、广发证券 2010-2014 年重点并购事件分析	94
8.2.1、广发期货（香港）并购 NCM.....	94
8.2.2、增资广发基金，强化打造资产管理为核心业务.....	97
8.3、广发证券核心竞争力指标得分	98
8.4、广发证券差异化竞争力——久经考验且行之有效的风险管理机制	100
九、基于核心竞争力的国际化并购策略	107
9.1、国际化并购的四大动因	107
9.2、国际化并购的三个原则	109
9.3、国际化并购策略之：先资本后资源.....	110
9.4、国际化并购策略之：先资管后投行.....	112
十、总结	117
参考文献	118
脚注	120

图表目录

图表	页码
1 2010-2014 年证券行业收入和盈利情况.....	12
2 行业总资产集中度略有提升	14
3 行业 CR10 净资产集中度持续下降	14
4 行业营业收入集中度偏低.....	15
5 行业净利润集中度下降.....	15
6 90 年代美国证券公司通过收购走向国际化	18
7 从证券公司更名看跨界并购	21
8 2014 年以来证券公司与互联网企业合作.....	23
9 证券公司核心竞争力评价—企业规模及经营能力指标的选取理由.....	26
10 证券公司核心竞争力评价—客户基础及市场影响力指标选取理由.....	29
11 证券公司核心竞争力评价指标模型.....	33
12 证券公司核心竞争力评价指标来源	36
13 证券公司核心竞争力评价指标权重	37
14 2010-2014 部分已上市证券公司核心竞争力得分.....	39
15 2010-2014 年已上市证券公司核心竞争力排名 TOP5	40
16 四家典型案例公司的上市市值情况表	41
17 2015 年中信证券业务优势表	46

图表	页码
18 2010-2014 中信证券核心竞争力指标得分	54
19 中信证券 2010-2014 年市值变动表	56
20 2015 年华泰证券业务优势表	63
21 2010-2014 华泰证券核心竞争力得分	68
22 华泰证券 2010-2014 年市值变动表	74
23 2015 年海通证券业务优势表	79
24 2010-2014 海通证券年核心竞争力指标得分	85
25 与国外投行相比，中国证券公司资本补充机制单一	88
26 2015 年广发证券业务优势表	94
27 广发证券核心竞争力指标得分	99
28 广发证券 2010-2014 市值变动表	104
29 中国证券公司加速国际化布局	108

图目录

图	页码
1 美国证券行业业务结构日趋多元化	16
2 美国行业业务收入转向	17
3 中信证券股权结构图	45
4 中信证券业务收入结构图.....	45
5 华泰证券股权结构图	61
6 华泰证券业务收入结构	62
7 华泰证券经纪业务市场份额及佣金率变动.....	62
8 华泰证券布局互联网+的路径	71
9 炒股 APP 覆盖率（2015 年第三季度）	72
10 海通证券股权结构图	77
11 海通证券业务收入结构图.....	78
12 上市推动了摩根史坦利和高盛的净收入提升	87
13 广发证券股权结构图.....	92
14 广发证券业务收入结构图	93
15 广发证券风险管理架构	103

一、绪论

1.1、问题的提出

核心竞争力是企业自身存在的一种区别于其他企业的能力和水平，是判断企业是否保持较高的市场水平和地位的手段，能否获得成本规模综合水平能力的标准，是企业制定战略方案的标准和基础。一般而言，构建核心竞争力的基本模式有两种：一是自我发展构建；二是并购某些具有专长的企业，或与拥有互补优势的企业建立战略联盟。

企业进行并购实现企业的管理和财务效应，根本点是最终提高和增强企业的核心竞争力。与自我发展构建企业核心竞争力相比，并购具有高可得、高效率、低成本等特点。对于那种企业需要的某种知识和资源专属于某一企业的情况，并购就成为企业获得这种知识和资源的唯一途径；尽管要完成从搜寻具有某种资源和知识的并购对象到实现并购，并进行资源重组，构建企业的核心竞争力的过程也需要一定的时间，但这相对于自我发展构建核心竞争力要快得多；通过并购构建核心竞争力的低成本性主要体现在，从事收购的企业有时比目标企业更知道它拥有的某项资产的实际价值。

中国资本市场方兴未艾，相比国外成熟市场，中国证券公司普遍存在业务范围狭窄、同质竞争、规模小、市场集中度低等问题。因此，已经积蓄相当实力的证券公司,更愿意选择“大而全”的并购发展道路。

中国证券公司的并购历程始于 1995 年，历程不短但主要阶段为非市场化并购，以政策性重组和危机救助为主。市场化并购的实践还处于尝试期，2008 年伊始，近两年开始跨界和跨境并购，并购事件发展逐步丰富。特别是 2013 年《新国九条》和 2014 年配套

的并购重组推进审批制度改革，多家证券公司受到鼓舞，多例市场化并购相继发生，横向、跨业并购实现了扩张，或上下游整合、多元化发展，或展开跨境并购进军海外市场。一部分证券公司通过跨业并购，逐步探索多元化经营的雏形；另一些证券公司通过跨境并购，国际化发展路径日益清晰，开始参与国际资本市场。

目前中国证券公司的并购经验和并购前准备工作不足，即使初期成功，但并购后的整合对企业的要求很高。部分证券公司并购中往往更过于看重规模的扩大，对通过并购来强化核心竞争力这一并购的真正目标缺乏有效认识，从而使一些并购徒有“大”的外表，这种缺乏核心能力提升的规模扩张，只能成为不能持久的“泡沫”。中国证券公司并购准备阶段应重点构建“做大时不断做强”的重要理念。

近些年的热门市场化并购案例中，业界对市场化并购前后证券公司的核心竞争力的变化鲜有动态评估，对并购是否构建和提升其核心竞争力没有持续跟踪。为弥补并购前后中国证券公司是否从根本上提升了核心竞争力的问题，本文认为，有必要对证券公司的核心竞争力先进行细致定义，再予以量化评估，并按时间周期进行动态跟踪，深入分析。

1.2、研究的意义

本文将以证券公司的核心竞争力为研究视角，找寻 2010-2014 年五年窗口期内实施了市场化并购事件的中国证券公司为样本，选取典型案例，详细阐述并购事项及公司核心竞争力变化情况。

研究的意义：丰富并购与核心竞争力的动态联系研究。企业的核心竞争力在企业的市场竞争中起着举足轻重的作用，是企业研发技术、实现规模效应、提高营运业绩的主导成

分，并且进一步为企业制定经营和整合战略提供依据。关于核心竞争力的研究一直局限于抽象的概念定义，很少与中国企业实际的企业运营流程结合。中国证券公司处在周期不长、波动强度大的内外部竞争环境中，如何在这样的环境中更好地成长已成为中国证券公司要重点把握的内容。而正确的并购战略与核心竞争力的有效契合，可以使中国证券公司通过并购快速成长，以适应国内金融行业间的竞争，以及多层次资本市场发展提出的综合性需求。本文将核心竞争力作为研究市场化并购的基础，对典型证券公司的核心竞争力进行定量评估，将并购与核心竞争力变化作为一个整体来持续观察和研究，通过案例分析，检验了并购前后核心竞争力的变化，尝试提出中国证券公司并购战略相关建议。

1.3、研究的方法

本文主要采用的研究方法：在规范性分析上，以核心竞争力理论为基础，主要构建了中国证券公司的核心竞争力评估框架。二是结合案例分析。通过选用典型的并购案例，说明并购准备、整合效果，以及对核心竞争力的影响。三是采集 2010-2014 年实施市场化并购的上市券商，回归检验哪些要素对并购后的核心竞争力提升有显著影响。本文的研究中涉及到核心竞争力理论，并购与核心竞争力的关系等，在研究中运用了规范分析和案例分析相结合的方法，并坚持重点突出与整体兼顾相统一的原则。

全文研究框架如下：第一章提出研究问题及研究的意义。第二章针对企业战略理论与核心竞争力理论的发展、并购与核心竞争力的相关研究梳理各种文献综述。第三章展示中国证券公司发展现状，对比国外投行通过并购提升行业集中度、拓展国际化，梳理中国证券公司的历史并购阶段，引出核心竞争力发展的两大关键要素：企业规模及经营能力、客

户基础及市场影响力。第四章通过数据、方法，对中国证券公司 2010-2014 年的核心竞争力进行评估，并做出了概况分析。第五章至第八章，在核心竞争力评估实证结果基础上，筛选出广发证券、华泰证券、海通证券、中信证券四个具有核心竞争力的公司，聚焦其在 2010-2014 年间的重点市场化并购事件进行详细分析，结合探讨四家公司的核心竞争力指标变化。第九章以 2010-2014 年内有市场化并购的上市中国证券公司为样本，回归检验哪些核心竞争力要素对上市证券公司的股价有显著影响，并基于此提出了证券公司基于核心竞争力的并购策略建议。

1.4、创新与不足

创新与贡献：学界对中国证券公司核心竞争力指标体系的构建有不少研究，提供了相对多维的评价视角。但存在两方面的不足，一是相对静态，仅反映了某个年度的证券公司市场竞争优势，没有动态的全面比较，充分反应证券公司综合持续的竞争优势；二是只反映某个时点上的现有竞争优势，未能提示出证券公司获得这些竞争优势的内在动力和机制。针对两方面的不足，本文尝试了对 2010-2014 年的中国证券公司核心竞争力持续观察，通过量化评估，较为全面地刻画了这五年间各家证券公司的核心竞争力优势和排序。选取 2010-2014 年间有市场化并购事件的上市证券公司为典型案例，阐述了重点并购事项及其核心竞争力的变化。本文还创新性地对中国证券公司核心竞争力要素在并购后的变动情况进行回归检验，聚焦哪些要素对并购后的上市公司股价有更为显著的影响。

难点与不足：对证券公司核心竞争力的评估偏重规模与绩效，全面性不够，尤其是证券公司的创新能力、公司治理等评估，由于数据获取、环境发展变化等约束，未能找到最

适配的评估指标，这是未来可以在量表设计方面可继续完善的地方。并购策略方面，主要注重并购前期的标的选择，对并购后期的融合提升方面，还可以继续深入。

二、文献综述

2.1、企业战略理论与核心竞争力理论的演变

自 20 世纪 50 年代企业战略理论成为独立的研究领域以来，经过三个重要的发展阶段，经典战略理论阶段、产业结构分析阶段（波特阶段）、以资源为基础的竞争优势理论阶段（核心竞争力阶段）。

核心竞争力理论ⁱ，代表人物是普拉哈拉德 Prahalad C K 和哈默 Gary Hamel，以资源和能力分析为基础。该理论认为，1) 企业经营战略的关键在于培养和发展能使企业在未来市场中居于有利地位的核心能力。在战略管理过程中，企业应首先考查现有资源和能力，以及在适当的市场机会中这些资源和能力的价值，然后确定与未来可能存在的商业机会所要求的资源和能力相比的差距，最后进行如何弥补差距的战略决策。2) 与企业外部条件相比，企业内部因素对于企业占据市场竞争优势更具有决定性作用，企业培育持续竞争优势的基础在于构筑起与众不同的核心竞争力，企业内部的能力、资源和知识的积累是企业获得和保持竞争优势的关键。3 企业在制定持续发展战略时，应该考察自己是否拥有独特的资源和知识，以及这些资源和知识是否能为企业带来独特的价值企业，是否进入一个新的产业以企业是否拥有产业相关联的核心能力为判断前提，即只有建立在现存优势基础上的战略才会引导企业获取或保持持续的战略优势。

20 世纪 70 年代兴起的多元化热潮逐步冷却，依靠大规模分散化经营而腾飞的企业开始陷入困境，由多元化经营纷纷向专业化经营回归。如可口可乐、DELL 等一些美国

企业，从事单一经营依靠自身能力积累为基础，可以在复杂多变的环境中，增强竞争能力，取得竞争优势，从而走向成功。

需要指出的是，传统的核心能力理论弥补了注重企业外部分析的竞争战略理论的缺陷，本身也由于过分关注企业的内部因素分析，致使企业内外部分析失衡。为了弥补这种失衡，近来的核心能力研究者越来越多地将经典战略管理理论的环境分析和波特竞争战略理论的行业分析融入到基于核心能力的企业战略规划中，实现了三种理论方法的统一。

2.2、并购与核心竞争力的相关研究

海外学者在长周期研究表明，并购可以增加企业的核心竞争力。**Bettis(1992)**在研究企业在并购过程中所采取的策略时发现，如果企业经营过程中开展许多不一样的业务，并且这些业务会在并购过程中获取该企业在并购前已经形成的一些核心优势，则经常并购后可以使整个企业获取成本或其他不同的竞争优势。**Markides(1994)**认为如果从加强核心竞争力角度，或者把这作为最终目标或根本追求，发生的混合并购会使企业在经营过程中获得优势。**Hin(1994)**研究实施过多元化并购的跨国公司得到结论，绝大部分获得充足收益的公司，都是在以增强和提高核心竞争能力这个根本出发点上，来实现多元化并购和生产经营的。**Christine Oliver (2001)**强调，资源和能力对企业获取高额利润回报率和持续市场竞争优势具有作用。企业控制的资源越多，包括物质资源、人力资源、社会资源等诸多方面，它的核心竞争力就越强。企业获取和配置资源的能力的“异质性”决定了其获得高额经济回报率的可能。并购无疑给企业核心竞争力的加强创造了有利条件，因为并购使企业

拥有更多物质资源、人力资源和社会资源等成为可能，这也是将并购作为企业从外部获取核心竞争力的一种重要手段的立足点。

国内学者以核心竞争力为出发点多角度研究了并购方式及策略。吴添祖（2006）认为企业通过跨国并购的来并购被并购方，并购后吸收和汇总后者的核心资源和要素，和创新创新能力并进行汇总、吸收合并从而获取最根本、最强的企业资源，最终可以实现并购方的核心竞争能力得到进步的目标。杨海波（2010）¹提出核心竞争力和并购之间的相互影响关系，最后提出在进行并购行为和决策时应以核心竞争力为出发点来实施战略并购和整合并购。赵卿（2010）提出了以核心竞争力为基础和原则的并购战略的总体结构和方法，并提出以核心能力为标准来选择并购过程中的被并购企业。

2.3、中国证券公司及其核心竞争力研究

研究表明中国证券公司具有规模效应。莫学斌和王中华(2003)ⁱⁱ对我国证券业的规模效应进行实证分析,发现中国证券公司从 2000 年开始表现出明显的规模经济效应。何晓斌(2006)ⁱⁱⁱ认为,证券业具有市场空间广阔、业务形态容易复制、摊销成本随规模扩大而降低三个特征,属于比较典型的规模经济行业。秦劲松²（2011）^{iv}借助超越对数成本函数,利用 2004 年及 2006~2009 年的 5 个年度部分中国证券公司的一组数据,对中国证券公司的规模经济属性进行了实证研究。结果表明,中国证券业仍处于规模经济阶段。为进一

¹ 杨海波，基于核心竞争力的企业并购战略研究，现代管理科学，2003，（5）44-46

² 秦劲松，中国证券业的规模经济与券商退出机制研究，2011 年，四川大学经济学院

步发挥规模经济作用,应主要借助并购方式来实现规模扩张。为促进证券公司间的并购,应完善券商退出机制。券商自身需要调整盈利模式、建立完善的法人治理结构。

中国证券公司的经营绩效与市场势力、市场集中度显著正相关。方芳等(2004)通过实证研究发现,证券业的市场集中度与证券公司绩效正相关,提高证券行业的集中度能够提升绩效水平。王聪等(2012)利用国内证券公司的历史数据,验证了传统 SCP 理论在中国证券市场的适用性,实证结果表明,证券公司的经营绩效与市场集中度显著正相关,即证券市场集中度越高,证券公司的盈利能力越强,净资产收益率越高。

对于中国证券公司核心竞争力内涵,评价维度和细分指标各有不同。熊剑庆提出,中国证券业必须在资本融资能力、业务创新能力、服务营销能力、研发学习能力、风险控制能力等五方面构造自己的核心竞争力。王晓芳、王学伟用因子分析方法发现,资产规模和盈利水平、营业规模、经营效率和创新力、负债水平、成长能力是影响我国证券公司竞争力的五个主要因素。谭显税认为,证券公司竞争力是指证券公司在资本市场上与国内外其他证券公司的竞争中争取生存和发展的能力,并建立了经营能力、盈利能力、业务创新能力和抗风险能力四个方面组成的证券公司竞争力的评价指标体系。2008年10月召开的全国证券公司规范发展座谈会上,核心竞争力被概括为:为客户投资、企业融资、资产定价和风险管理提供优质产品和高效服务的能力与实效,持续维护资本市场安全有序运行的能力与实效,促进资本市场创新发展、提高市场效率和完善市场功能的能力和实效;具体到每家证券公司,则主要体现为经营管理、专业技能、风险防控、业务开拓和持续盈利等方面的比较优势。

本研究中，中国证券公司核心竞争力是证券公司在长期实践中形成的，蕴涵于公司内部，支撑着公司过去、现在和未来竞争优势，并使公司在长时间内在竞争环境中能取得主动的核心能力。证券公司的核心竞争要素主要是企业规模、客户资源基础、高素质人才群体和由此决定的金融创新和风险控制能力。

综上，海外的理论和国内学者研究中，对并购带来企业核心竞争力的提升有较为充分的讨论。近些年中国企业研究中，也逐步基于核心竞争力讨论战略并购方法。国内也有不少结合中国证券公司状况，进行定量或定性的核心竞争力评估的研究文献，但针对中国证券公司的核心竞争力与市场化并购的相关性研究，尚缺乏基于中国证券公司发展历程的实践。中国证券公司处在周期不长、波动强度大的内外部竞争环境中，如何在这样的环境中更好地成长，已成为中国证券公司要重点把握的内容。正确的并购战略与核心竞争力的有效契合，使中国证券公司通过并购快速成长，以适应国内金融行业间的竞争，以及多层次资本市场发展提出的综合性需求。

本文试图描述几张图景，表达出 1) 中国证券行业的现状；2) 四家优秀的中国证券公司并购发展的变化。如何能够动态地对中国证券行业中优秀的证券公司进行描述呢？本研究引入了核心竞争力评估模型，以量化扫描。本文还试图对建立的核心竞争力评估模型中的关键要素进行并购前后的回归检验，找到并购中影响力最为显著的要素，希望以此为基础尝试提出中国证券公司并购策略建议。

三、中国证券公司的发展与并购

3.1、中国证券公司面临内外挑战

中国证券行业经历了 20 多年的发展，取得了不小的进步，对多层次资本市场的建设发挥了不可磨灭的贡献。发展历程的时间周期也决定了其发展经验不足，长期来，盈利模式主要依赖牌照管理和价格保护下的垄断收益，垄断收益又导致证券公司普遍创新动力不足，业务同质化现象严重。中国证券公司面临着一些行业性的问题，突出表现为：在我国整个金融体系中还显得很弱小，在金融深化过程中面临其他金融机构的竞争挑战；盈利模式仍然较为单一，在不断开放的环境下面临着海外投资银行的竞争挑战；行业内竞争激烈，行业集中度不显著。

在资产规模、盈利水平以及业务空间三个方面，近十年来中国证券行业在我国金融体系中的地位呈逐渐下降趋势，面临被动边缘化的隐忧。以 2013 年数据为例，银行业总资产和股东权益分别是证券业的 73 倍和 9.2 倍，而 2003 年这两项指标分别为 52 倍和 8.6 倍。2013 年银行业营业利润约为证券行业的 26.4 倍，而证券行业整体盈利不及一家交通银行，早在 2003 年，仅海通证券的盈利规模便与交通银行相当。无论从绝对盈利规模还是相对盈利占比，证券公司的盈利水平都明显下降，这使得证券公司在金融市场中地位进一步下降，再与保险、信托等高增速急扩张相比，有被动边缘化的隐忧。

我国证券公司业务空间有限，没有真正摆脱“靠天吃饭”的卖方佣金通道制的盈利模式，缺乏多元化的核心竞争力。一直以来，我国证券公司业务结构主要以卖方业务为主，盈利模式还停留在佣金收入阶段。2014 年，我国证券公司经纪业务、投行业务、资产管

理业务、自营业务、其它业务的收入占比分别为 40.32%、9.23%、4.78%、29.15%和 13.01%，传统通道业务收入占比接近 52%，导致整个行业净利润呈现明显周期性特征。最近五年内，我国证券行业的平均佣金率逐级下调，已从 1.73% 已降至 0.66%，行业的净资产收益率（ROE）水平更是继续下滑。

在经济高速增长，证券行业发展初期，伴随着大量公司的 IPO 上市和行业市值的不断提升，传统投行和经纪业务的交易佣金增速即可以支撑行业的快速发展。但在减速转型期的经济体中，IPO 进程放缓，换手率逐步降低，行业竞争加剧，传统业务收入下滑。同时，资本要求基于风险更精准的定价和更有效的配置，市场价格波动要求更多风险分散工具和转移机制，资本市场向证券公司提出了更专业化、多样化的服务需求。在不断开放的竞争格局中，海外投资银行的综合金融服务能力将直接挑战中国证券公司。

图表 1 2010-2014 年证券行业收入和盈利情况

	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入 (亿元)	2202.02	1632.31	1295	1592	2602.84
代理买卖业务净收入占比	53.50%	45.30%	39.80%	47.68%	40.32%
证券承销业务净收入占比	11.40%	13.00%	13.70%	8.08%	9.23%
投资净收益占比	15.40%	13.50%	22.40%	21.49%	29.15%
受托客户资产管理业务净收入占比	1.60%	2.40%	1.10%	4.41%	4.78%
利息净收入占比	8.30%	14.20%	13.60%	11.42%	10.90%
其他业务占比	9.80%	11.70%	7.30%	2.49%	2.11%
净利润 (亿元)	821.68	460.97	329.3	440.21	965.54
行业净资产收益率 (ROE, %)	13.79	6.85	4.74	5.86	10.5
上市公司净资产收益率 (ROE,%)	12.75	9.45	3.23	6.66	12.24

2014 年中国证券行业受益于交易市场回暖、IPO 重启和信用业务大发展的影响，行业经营出现前所未有的良好状况。中国证券业协会的数据显示，总资产规模突破 40921 亿

元，净资产超过 9205 亿元，客户交易资金余额约为 1.2 万亿元；尽管受制于互联网金融冲击的影响，2014 年行业平均佣金率下滑至万分之 6.6 的水平，但行业 ROE 水平较 2013 年提升近 4.6 个百分点，120 家证券公司 2014 年实现营业收入 2602.84 亿元，净利润实现 965.54 亿元，行业盈利大幅提升。2014 年行业负债融资规模的持续增长，证券公司自有资产负债率为 67.64%，剔除客户资金后的行业加权财务杠杆增长至 3.09 倍的水平，最高的公司为 5.10,最低的公司为 1.0。即便经历 2014 年行业增长的上升期，透过持续的数据对比可以观察到，2007-2014 年，除了总资产规模的集中度略有提升外，其他核心指标的集中度均呈现下降趋势，显示行业内竞争依旧激烈，行业集中度不显著。

从行业内总资产与净资产集中度的结构分析来看，2007-2014 年八年间在总资产规模上，2007 年行业总资产约 1.65 万亿元，前 5 家证券公司资产占比约 29%，前 10 家证券公司资产占比约 49%；经历 2008 年金融危机、2010 年上市高潮、2012 年增发融资后，截至 2014 年行业总资产规模上升到 4.093 万亿元，前 5 家证券公司总资产占比回升到 31.23%，前 10 家证券公司资产占比首次超过 50%。但是，净资产集中度却呈现下降趋势，其中净资产的 CR5 从 2007 年 39.1%下降至 2014 年 28.13%的水平；CR10 从 2007 年 53.8%下降至 2014 年 45.99%的水平。

图表 2 行业总资产集中度略有提升

表2: 行业总资产集中度略有提升, 2014年CR10首次超50%

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOP5	4785.6	3361.2	5101.9	4848.1	4169.3	5496.3	6369.9	12784.2
TOP10	8144.9	5406.4	8901.5	8517	6847.1	7681.8	9781.4	20606.8
TOP20	11170	7500.8	12594.9	12118.1	9783.8	10828.9	13416.5	28013.5
TOP25	12049.7	8136.2	13749.7	13256.3	10666.7	11769.7	14600.9	29699.6
行业总资产	16544.6	11452.9	19856.6	19346.3	15664.6	17207.6	20695.7	40930.3
CR5	28.93%	29.35%	25.69%	25.06%	26.62%	31.94%	30.78%	31.23%
CR10	49.23%	47.21%	44.83%	44.02%	43.71%	44.64%	47.26%	50.35%
CR20	67.51%	65.49%	63.43%	62.64%	62.46%	62.93%	64.83%	68.44%
CR25	72.83%	71.04%	69.24%	68.52%	68.09%	68.40%	70.55%	72.56%

数据来源: 证券业协会、wind

图表 3 行业 CR10 净资产集中度持续下降

表3: 行业CR10的净资产集中度持续下降

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOP5	1298.4	1258	1619.3	1825.3	2044.5	2217.9	2280.5	2590.5
TOP10	1785.7	1741.5	2340.8	2708.6	2985.7	3216.3	3396.4	4235.9
TOP20	2307.3	2294.2	3161.7	3687	4090.6	4438.4	4701	5831.5
TOP25	2470.6	2475.5	3405.1	4003.9	4428.7	4829	5106	6308.8
行业净资产	3322.2	3497.6	4779.4	5629	6310.7	6946.2	7528.8	9210.6
CR5	39.10%	36.00%	33.90%	32.40%	32.40%	31.93%	30.29%	28.13%
CR10	53.80%	49.80%	49.00%	48.10%	47.30%	46.30%	45.11%	45.99%
CR20	69.50%	65.60%	66.20%	65.50%	64.80%	63.90%	62.44%	63.31%
CR25	74.40%	70.80%	71.20%	71.10%	70.20%	69.52%	67.82%	68.49%

数据来源: 证券业协会、wind

观察行业内营业收入与净利润的集中度, 2007-2014 年八年间, 营业收入的绝对规模从 2007 年 2674 亿元随行情波动回转至 2014 年 2603 亿元, 但前五家证券公司的收入占比从 2007 年 26.1%下降至 2014 年 23.96%。在净利润指标上, 经历了 2008 年和 2011 年的集中度提升后, 行业前五家证券公司的净利润占比波动回落, 从 2007 年 27.8%回至 2014 年 28.07%, CR10 和 CR20 等指标也出现同趋势的起落波动。

图表 4 行业营业收入集中度偏低

表4: 行业营业收入集中度偏低								
单位: 亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOP5	698.6	377.8	491.6	524.7	395.9	329.7	372.6	623.9
TOP10	1212.4	594.8	844.8	829.8	619.8	550.3	650.9	1118.1
TOP20	1756.8	836.4	1234.9	1196.3	874.5	788.1	939.7	1543.5
TOP25	1914.7	898.2	1353.6	1310.5	951.6	862.3	1032.8	1689.5
行业总收入	2674.3	1177.8	2009.6	1899.5	1360.4	1301.2	1590.6	2603.4
CR5	26.10%	32.10%	24.50%	27.60%	29.10%	25.34%	23.42%	23.96%
CR10	45.30%	50.50%	42.00%	43.70%	45.60%	42.29%	40.92%	42.95%
CR20	65.70%	71.00%	61.40%	63.00%	64.30%	60.57%	59.08%	59.29%
CR25	71.60%	76.30%	67.40%	69.00%	69.90%	66.27%	64.93%	64.90%

数据来源: 证券业协会、wind

图表 5 行业净利润集中度下降

表5: 行业净利润集中度也在下降								
单位: 亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOP5	346.5	207.9	253.8	269.7	165.4	115.7	134	271.4
TOP10	593.1	301.8	426.7	400.7	246.5	186.2	227.1	460.7
TOP20	830.2	393.5	595.5	539.7	318.5	249.1	308.3	620.9
TOP25	903.4	418.3	647.4	583.7	337.7	266.8	332.9	671.9
行业净利润	1248.7	483.7	919.6	777.3	390	331.4	441.1	966.9
CR5	27.80%	43.00%	27.60%	34.70%	42.40%	34.92%	30.37%	28.07%
CR10	47.50%	62.40%	46.40%	51.50%	63.20%	56.20%	51.49%	47.64%
CR20	66.50%	81.30%	64.80%	69.40%	81.70%	75.17%	69.90%	64.22%
CR25	72.30%	86.50%	70.40%	75.10%	86.60%	80.51%	75.49%	69.49%

数据来源: 证券业协会、wind

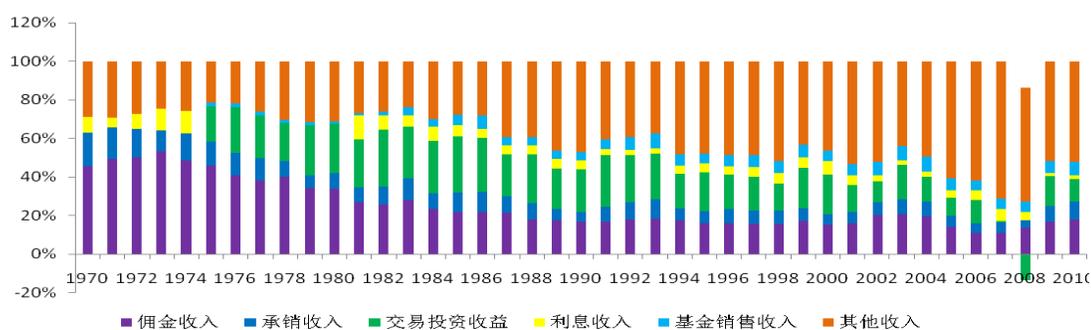
3.2、美国证券公司改变业务模式，依靠并购走向国际化

从八十年代开始美国相继废除了金融管制的利率限制的《Q 条例》、限制跨区经营设立分支机构的《Mcfadden Peppen 法》和限制银行从事投资银行业务的《GlassSteagall 法》，并在1999 年颁布了《金融服务现代化法案》，从而在突破金融业分业经营模式,鼓励金融机构的联合与竞争方面迈出了实质性的步伐。随着市场开放度提高，各国政府放松

金融管制，国际资本流动加剧。金融的全球化 and 自由化趋势，极大地提高了金融业竞争度。

受到信息技术革命以及金融一体化和自由化进程的加速的影响，美国证券公司（投资银行）也爆发过并购浪潮以构建新的核心竞争力。原有竞争均势被打破，投资银行寻求建立新的比较竞争优势。

图 1 美国证券行业业务结构日趋多元化



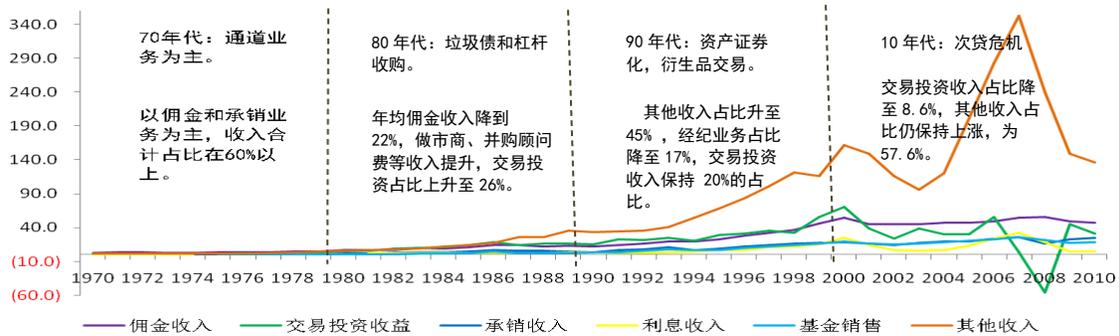
资料来源：SEC，SIFMA，申万宏源研究

从 1975 年的佣金自由化后开始了一系列自主业务创新，一改之前高度依赖佣金的盈利模式。80 年代垃圾债券的盛行推动了杠杆收购的大发展；90 年代，资产证券化深化，推动衍生品交易几何级数增加；创新业务的发展推动美国证券行业 20 年的飞速发展，行业收入从 1980 年到 2000 年增长了 10 倍。从具体业务来看，收入增长幅度最大的业务包括：以做市商为核心的交易损益收入、资产管理收入、其他与证券相关的收入等。

具体来看，经纪和投行等传统通道型业务收入占比出现大幅下降，其他（以 FICC 为主）收入占比大幅上涨，交易投资收益（直投与做市商为主）波动较大，但整体占比较

高，基金销售收入等业务收入占比较小，波动不大。佣金收入占比从 1975 年的 45.8% 降到 2010 年的 17.9%，承销收入从 1975 年的 12.6% 下降到 2010 年的 9.3%，其他收入从 1975 年的 21.6% 上升到 2010 年的 52.0%，在 2008 年达到最高为 81.0%。

图 2 美国行业业务收入转向



资料来源：SIA，申万宏源研究

注：依据 1980-2003 年的平均值进行核算。做市商中包含部分信用交易服务。

“全球化”扩张，追求多元化和区域价值。美林、摩根士丹利等公司国际化的方式是进入海外市场的方式都是以收购成熟公司为主，并派驻管理人员。追求多元化和区域价值是其国际化的动因。以花旗银行为例，1999-2003 年，花旗集团并购交易金额超过 100 亿美元/年，这段时间的并购多是收购综合性、多元化业务结构的金融机构，如并购 Banamex，金州银行等。2004-2005 年为增强高回报业务，花旗银行主要专注弥补空缺且更具策略的小型并购，着眼于信用卡、衍生金融商品等单一业务，强化美国本土业务基础，期间六项较大并购交易的总规模也未超过 60 亿美元。

瑞银对美国市场的布局也是通过系列的横向并购来完成的。为了强化财富管理业务在美国的地位，仅 2004 年瑞银就完成了 6 次大规模并购：买进两家英国私人财产管理机构

—Goodman Harris 和 Laing& Cruickshank、收购知名证券公司 Charles Schwab 的资本市场部门、接手美国运通 (American Express)在卢森堡的私人银行业务、收购德累斯登银行(Dresdner Bank)的拉美财富管理业务、收购竞争对手 Julius Baer 在美国的财富管理业务。

图表 6 90 年代美国证券公司通过收购走向国际化

收购方	收购时间	收购标的	收购代价	收购效果
美林	1998 年 2 月	山一证券的 30 个分支机构		控制了日本第 10 大零售经纪网络，1996 年美林业务量超过野村
美林	1996 年	澳大利亚第三大券商-麦金托什证券公司	9400 万	打通澳大利亚经纪业务市场
美林	1995 年 10 月	英国史密斯纽考特证券公司	8.1 亿	占领了英国经纪业务 20% 份额
美林	1996 年	西班牙 FG 投资公司	3000 万	打通西班牙的共同基金市场
摩根士丹利	1997 年	迪恩、威特发现者公司		合并带来了约 2.5 亿的成本节约，合并后零售经纪业务 ROE26%
摩根士丹利	1997 年	范—坎本—美国资本公司	7.45 亿+ 承担 4.3 亿债务	获得了 396 亿共同基金资产，总资产规模为 573 亿\$

资料来源：申万宏源研究

兼并收购使得行业格局走向规模化。行业集中度从 1972 年的 30% 上升到 1982 年的 53%，在 2005 达到最高为 88%。从细分业务来看，2006 年美国前 25 家投资银行业务收入中，其他业务收入占市场份额为 82.6%，做市商、承销等业务收入占市场份额的比重都是 70% 以上。不过，2007 年以来美国次贷危机对美国投资银行造成巨大冲击，全球前五大投行中的雷曼兄弟破产，贝尔斯登、美林相继被收购，即使在这次危机中幸免的高盛和

摩根士丹利也被迫转型发展。2008年，花旗集团净亏损187.2亿美元，如果没有美国政府出手相救，这个地标式的金融巨人恐已轰然倒地。美国的本土投资银行在这次危机中进入寒冬，全球投资银行的并购发展战略也在这次危机中被重新审视。

3.3、中国证券公司的市场化并购正起步

过去20年间，中国证券公司的发展历程中历经过四个并购阶段，主要以化解券商经营风险为目的，分为功能分离、区域整合、危机救助、扩大规模。自2008年伊始，增进证券公司经营实力的市场化并购才有所发展，特别是2013年《新国九条》和2014年配套的并购重组推进审批制度改革，多家证券公司受到鼓舞，多例市场化并购相继发生，横向、跨业并购实现了扩张，或上下游整合、多元化发展，或展开跨境并购进军海外市场。

以时间为序列，我们把中国证券公司并购重组分为四个阶段：

(1)、1995年~1998年：“银证分离”阶段。1995年7月起施行的《商业银行法》明确规定商业银行在境内不得从事信托投资和股票业务，标志着银行业与证券业正式分离，商业银行设立的大批证券营业部被证券公司并购。

(2)、1999年~2003年：信证分离和增资扩股阶段。1999年7月起实施的《证券法》明确证券业务为专营业务，银行和信托不得兼营。信托公司、资产管理公司的证券业务部门和证券营业部，被证券公司并购。《证券法》规定综合类券商最低资本为5亿元，以及证监会在2001年11月赋予证券公司增资扩股的更大自由度，在这两项政策的推动下，证券行业进行了大规模的增资扩股。

(3)、2004年~2007年：风险券商处置阶段。2001~2005年期间，我国证券市场持续低迷，大批证券公司由于违规操作等原因出现了严重的经营困难，整个行业技术性破产。以风险券商的处置为契机，在证监会的推动下，证券行业展开了大范围、多形式的并购重组，部分大型证券公司获得政府的危机救助，部分高风险和严重违规的证券公司被关闭，还有部分证券公司被同业收购或托管。

(4)、2008年至今：市场化并购重组阶段。随着综合治理的完成，我国证券行业风险基本得到化解，证券公司纷纷通过IPO或借壳的方式实现了上市，并购外延式扩张的方式成为证券公司扩大资产规模、增强竞争力的常用手段之一。借助市场化的并购重组、实现做大做强，成为证券公司这一阶段并购重组的主流，少数龙头券商在国际化进程中开始尝试并购国外券商。这一阶段证券公司并购重组的另一条主线是“一参一控”政策。为了达到政策要求,部分证券公司通过股权转让等方式完成并购重组。

前三个阶段的并购重组主要受政策影响较大，化解经营风险为主要动因。2008年以来的中国证券公司开始主动进行市场化并购，专注于增强公司核心竞争力。目前中国证券行业正处于新的转型期，如何抓住“放松管制、加强监管”的政策松绑机遇，构建证券公司的核心竞争力？为摆脱业务结构雷同、同质化竞争严重、集中度较低的现状，中国证券行业把目光聚焦到了并购战略。尤其是最近两年，多起市场化并购频频发生，其中横向并购、跨业并购、跨境并购越来越丰富。

跨境并购和跨业并购是近年来证券行业并购的两大突出特征。以中信、海通为代表的证券公司相继借助收购境外金融机构实现了国际业务的快速布局；以国泰君安为代表的证

券公司借助构建全功能的账户体系平台积极布局跨界业务。除此之外，近年来其他金融机构对证券行业的渗透也日渐加强，从近年券商更名潮，我们可以清晰的看出私募、信托、金控都相继成为证券公司的控股股东。中国证券公司紧跟跨界融合和跨境发展的趋势，通过并购快速布局多元金融业务和境外业务，完善多元金融的架构布局，抢占市场先机。

图表 7 从证券公司更名看跨界并购

证券公司	时间	事件	特色
华金证券	2015 年 1 月	航天证券完成增资扩股,成为珠海金控旗下重要的成员企业, 更名为华金证券, 珠海铎创持股 50.47%	地方金控系
华信证券	2014 年 8 月	上海华信石油集团全资收购财富里昂证券, 改名为上海华信证券	全资民营券商
海际证券	2014 年 8 月	上海证券受让海际大和证券 33.33% 股权, 改名为海际证券, 是上海证券的全资子公司	投行子公司
中信证券 (山东)	2014 年	2004 年万通证券更名为中信万通证券, 2014 年中信实现对中信万通的全资控股, 更名为中信证券(山东)	区域子公司
九州证券	2014 年	九鼎投资控股天源证券, 后更名为九州证券; 收购前天源证券的控股股东为广州证券	私募系, 民营券商
申万宏源 证券	2014 年	2014 年申万吸收合并宏源证券后重新挂牌上市, 更名为申万宏源集团, 其中申万宏源证券为其全资子公司	强强联合
宏信证券	2012 年	由四川省 6 家信托剥离证券资产合并成立, 其中四川信托持股 60.376%	信托系
华福证券	2011 年	2003 年引入广发证券为控股股东, 2010 年广发转让所持股份后由广发华福证券更名为华福证券	地方国资系
中信证券 (浙江)	2011 年	2011 年中信全资控股中信金通, 改名为中信证券(浙江)	区域子公司
中航证券	2010 年	2010 年 4 月, 中航投资控股有限公司为江南证券第一大股东, 中国航空工业集团公司成为江南证券实际控制人, 后更名为中航证券	国有金控系
国开证券	2010 年 6 月	航空证券原股东中国航空工业集团公司与国家开发银行签订转让 100% 的股权协议	银行系

资料来源：申万宏源研究

中国证券公司跨境并购步伐加速，涉及的金融领域范围更广。目前在香港实现布局的中国证券公司已突破 80 家，美国、日本、法国等地也活跃着中国证券公司的身影。仅在九月，东吴证券于 2015 年 9 月完成了其首家境外分支机构新加坡资管子公司的注册。海通证券亦于 2015 年 9 月完成了对葡萄牙圣灵投资银行的买卖股份交割手续，正式更名海通银行。与以往的中国证券公司海外拓展的态势有所不同，2015 年国内券商的海外资源整合视野更加开阔，涉及的金融产品服务领域更加宽广。

中国证券公司与互联网企业合作的跨业并购方面，主要借助互联网金融火热态势，来实现金融的互联网化。基于从信息-平台-账户的互联网金融产业链，证券公司在互联网金融领域的布局主要以下三种模式：第一种模式是通过互联网金融实现用户流量导入，结合业务及产品服务增加客户黏性，典型案例是华泰、中山和国金证券等借助与腾讯、网易等机构合作实现客户导入；第二种模式是通过做强账户实现互联网金融业务创新，典型案例是国泰君安通过“君弘一户通”为客户在公司内建设一个全账户、全资产和全业务的新一代综合理财服务平台，实现业务资源整合；第三种模式是自建互联网金融平台，最为典型的是华创证券以“金汇理财”作为对外引流和分销的平台，以第三方支付牌照——“证联支付”完善理财账户和消费支付体系，以全国性酒类交易市场和区域性综合融资市场为产品来源池来构建完整的互联网金融业务。证券公司在账户和产品端具有专业优势，与互联网企业的合作可以实现用户流量的导入和业务创新。

图表 8 2014 年以来证券公司与互联网企业合作

日期	证券公司	合作机构	合作内容
2014年2月12日	国金证券等公司	腾讯	双方将在网络券商、在线理财、线下高端投资活动以及微信官方公共账户等四个方面展开全面合作
2014年3月26日	东海证券	万得资讯	东海证券与金融信息服务提供商Wind资讯合作推出的“东海证券Wind资讯金融终端旗舰店”正式上线
2014年4月9日	华泰证券	网易公司	共同携手打造互联网金融，双方将在互联网金融理财、基金销售等众多互联网金融业务方面与网易展开合作
2014年5月8日	国元证券	万得资讯	合作将主要集中集中在大资管、大经纪、大投研等领域，双方将投入各自的优势资源，为各类用户提供专业的、综合的、全面的金融服务
2014年5月16日	方正证券	顺网科技	签署《“互联网普惠金融”战略合作协议》，双方拟在“游戏宝”互联网金融产品、广告宣传与网上开户链接、P2P投融资平台等开展合作
2014年5月20日	财通证券	同花顺	与同花顺在港股和美股的实时行情、交易系统集成等方面进行合作，进一步加快推出线上、线下融合的互联网证券业务；
2014年7月8日	东吴证券	同花顺	双方拟在互联网金融领域展开合作，合作范围及内容将涵盖互联网渠道、大数据服务和互联网信用平台等三大模块
2014年8月12日	湘财证券	大智慧	双方通过此次交易可全面深入整合大智慧及湘财证券业务资源，搭建真正以互联网为基础的业务平台
2014年8月18日	中信证券	金融界	共同打造的“证券通”一站式互联网证券交易服务全面上线，联合打通从咨询到交易的通道
2014年8月25日	长城证券	阿里巴巴	合作开发了基于互联网金融的股票质押创新业务，有效地结合了传统股票质押式回购业务和互联网金融的新模式

2014年9月26日	中信建投	中搜	“聚宝盆”产品基于中搜虚拟货币系统，中信建投将其基金直销系统内置到中搜搜悦移动开放平台中。用户在聚宝盆中的虚拟币可随时消费
2014年10月21日	中山证券	百度财富	共同推出“百度股票”业务，中山证券通过百度搜索引擎抢占大量用户，成为其最有力的核心竞争力之一
2014年11月12日	长城证券	金融界	打造证券行业独特的、具有竞争力的“现金汇”理财产品，为客户股票账户闲置保证金提供了便捷的理财服务。
2014年12月2日	恒泰证券	金融界	合作推出“最强港股资讯服务”，为关心港股的投资者提供专业服务
2014年12月2日	广发证券	新浪	双方将在超级账户对接、产品合作、理财师平台合作、交易通道、流量导入等展开合作；共同宣布推出首款“一齐发”互联网综合理财方案
2014年12月22日	太平洋证券	京东网银	太平洋证券与京东旗下的网银在线（北京）科技公司签署了《证券业务合作协议》，双方合力打造网银在线证券板块，共同为客户提供优质的证券服务。

资料来源：申万宏源研究

对并购绩效分析，多种不同的评估可以被用来确定收购是否成功。一般地，我们可以从股东的角度来评估并购对整体股东财富的影响。金融理论通常视股东财富为主要指标，因为股东持有企业的剩余价值。除了长期及短期的超额收益之外，还可以通过检验并购企业的营运业绩来进行评价。这些指标包括：净收入、销售额、员工数量、ROA、ROE、EPS、杠杆、企业流动性、利润率等。本研究中，我们引入“核心竞争力评估模型”，试图通过经营管理中多个要素，以赋权后的打分方式，对中国证券公司的核心竞争力做出定量的判断，并进行分析比较在市场化并购事件发生前后的变化情况，从而进行动态观察。

四、中国证券公司的核心竞争力要素及评估

设计中国证券公司核心竞争力模型框架时，我们考察了国资委、财政部金融司和上海市金融办分别针对所考评金融企业制定了各有特色的评价体系。国资委以国有资产保值增值为导向，评价体系设计遵循目标管理原则，考核指标少而精，强化对金融企业的分类考核和短板考核；财政部金融司注重国有资产收益，对金融企业的评价体系设计以盈利能力为核心，以绩效评价结果作为考核的依据；上海市金融办注重引导金融企业提升竞争力和行业影响力，注重战略引导作用，加强对金融企业战略落实的考核。但由于列入了较多宏观经济及金融市场等指标，夸大了环境因素对金融企业经营的影响，不利于金融企业挖掘自身差异化发展的竞争力；另外也对证券公司业务分类较为陈旧，资本中介业务等众多创新业务无法纳入其中，尚不能满足客观、科学、合理评价证券公司的要求。因此，本研究对中国证券公司核心竞争力评价模型的量表设计，借鉴监管机构的金融企业评价体系，并前瞻性根据证券公司经营特征进行了重构。

4.1、证券公司的样本选取

以证监会颁布的证券公司分类评级结果为基础，选取 57 家 BBB 以上的综合类证券公司、3 家经纪业务类、10 家承销保荐及财务顾问业务类和 5 家资产管理业务类证券公司、37 家以注册地所在省份为重点业务区域的证券公司为分析样本。数据周期为 2010-2014 年，小计五年周期的同口径数据。

4.2、证券公司的核心竞争力指标的设计：三级指标+关注指标

依据有效性、合理性和全面性的基本原则，衡量一个证券公司的核心竞争力着重体现在两个方面：一是企业规模和经营能力，二是客户基础和市场影响力。企业规模及经营能力主要表现在营业规模、盈利能力和风险管理水平上；客户基础和市场影响力主要表现为客户资源、网络布局和市场影响力。

证券公司核心竞争力评价指标以“三级指标+关注指标”为基础，其中三级指标是核心指标，关注指标是重要的分析类指标；评价指标兼顾重要性和可调整性，其中一、二级指标是评价的不变要素，三级指标和关注指标是可变指标，可依据行业发展的趋势进行调整，体现评价体系的适用性。

图表 9 证券公司核心竞争力评价—企业规模及经营能力指标的选取理由

一级指标	二级指标	指标名称	指标选取理由
企业规模及经营能力	营业规模	营业收入	营业收入反映整体的收入规模
		代理买卖证券业务收入	代理买卖证券业务收入反映佣金收入
		代销产品收入规模	代销产品收入反映证券公司渠道销售能力
		股票承销业务收入	股票承销业务收入反映股票承销能力
		债券承销业务收入	债券承销业务收入反映债券承销能力
		财务顾问业务收入	财务顾问收入反映投资银行的综合服务能力
		资产管理业务收入	资产管理业务收入反映创新类业务能力
		持有或处理长期股权投资收益	持有或处置长期股权投资收益反映自营投资中股权投资的收益
持有或处置交易性金融资产的投资收益	持有或处置交易性金融资产的投资收入直接反映自营投资收益		

	持有可供出售金融资产的收益	持有可供出售金融资产的收益反映自营和融券业务的投资收益
盈利 能力	净资产收益率	净资产收益率反映证券公司的相对盈利能力
	净资产	净资产直接反映公司的自有资本规模
	总资产	总资产反映公司资产总量
	净资本	净资本直接影响业务规模
	净利润	净利润反映证券公司的绝对盈利规模
	净利润规模的市场排名	净利润规模的市场排名反映证券公司盈利能力的市场竞争力
	资产利润率	资产利润率与净资产收益率是较好互补指标
	收入利润率	收入利润率反映证券公司相对盈利能力
	收入支出比	收入支出比反映证券公司的毛利润率
	单位人均资本的创利能力	单位人均资本创利能力反映证券公司的人均创利水平
风险 管理 水平	净资本/净资产	净资本/净资产是证监会使用的监控指标
	RAROC	反映综合风险管理水平但数据不可得
	净资本/各项风险准备之和	净资本/各项风险准备之和是证监会使用的监控指标
	核心净资本/总体风险资本	核心净资本/总体风险资本是净资本/各项风险准备之和的替代指标，能更好反映表内外的总体风险
	流动性覆盖率（LCR）	LCR 能够有效反映30天内证券公司的变现能力和流动性风险管理能力
净稳定资金比例（NSFR）	NSFR 用于度量较长期限内可使用的稳定资金来源对其表内外资产业务发展的支持能力	

在企业规模及经营能力的核心指标选取上，营业规模、盈利能力和风险管理水平是反映企业经营能力的关键要素，其中营业规模用营业收入体现，因为对于证券公司而言最重

要的是创造收入的能力，国外一流投行创造利润能力并不一定很强，但创造收入的能力绝对是领先的；盈利能力是股东最关注的指标，用净资产收益率来体现，这也是国外一流投行最关注的盈利指标；风险管理水平则通过净资本/净资产指标来体现。

为更好的反映和分析证券公司的企业规模及经营能力，针对各类三级指标还筛选了一系列与其对应的关注指标。为更好反映营业收入的结构特征，选取代理买卖证券业务收入、代销产品收入反映公司经纪业务收入规模；选取股票承销业务收入、债券承销业务收入、财务顾问收入反映公司投资银行业务收入规模；选取资产管理业务收入反映公司资产管理业务的收入贡献；选取持有或处理长期股权投资收益、持有或处置交易性金融资产的投资收益、持有可供出售金融资产的收益反映公司自营业务的收入。

为更好分析净资产收益率（ROE）的构成及结构特征，选取净资产、总资产和净资本反映公司资本总量和业务规模；选取净利润、净利润规模的市场排名反映公司绝对和相对的盈利能力；选取资产收益率、收入利润比、收入支出比指标与净资产收益率指标互补综合反映公司的利润率；选取单位人均资本的创利能力反映公司人均盈利能力。借助关注指标的选取多维度的反映公司整体的盈利能力。

在风险管理水平指标的选取上，充分借鉴证监会常用的风险控制指标，这包括净资本/各项风险准备之和等指标；同时，考虑到随着证券公司创新业务的快速发展，原有的指标难以有效的反映证券公司表内外的整体风险，因此选取核心净资本/总体风险资本作为净资本/各项风险准备之和的替代指标，进而更好的反映证券公司的整体风险敞口；由于以约定回购、做市商等为代表的资本中介业务在很大程度上都是资本消耗型业务，因此证

券公司的资本支撑能力和流动性管理成为影响其风险管理水平的关键，选取净稳定资金比例（NSFR）和流动性覆盖率（LCR）指标反映证券公司长期中对资产业务发展的支持能力和短期内变现能力；考虑到风险与收益均衡的原则，我们选取RAROC作为重点关注指标，引导证券公司追求风险调整后的收益最大化。

需要指出，净资本/净资产指标存在一定的局限性，但是由于各家证券公司的各项风险准备之和不完全可得，因此难以用RAROC（Risk Adjusted Return of Capital，风险调整后的收益）指标进行衡量。如果以后RAROC指标的计算数据可得，改用RAROC指标来评价风险管理水平会更加准确。

图表 10 证券公司核心竞争力评价——客户基础及市场影响力指标选取理由

一级指标	二级指标	指标名称	指标选取理由	
客户基础及市场影响力	客户资源	客户总资产排名	客户总资产排名反映证券公司综合的客户资源	
		受托管理资金本金总额的业内排名	受托管理客户资产排名反映证券公司资产管理业务的客户资源	
		客户保证金规模	客户保证金规模反映证券公司交易业务的客户资源	
	网络布局		全球营业网点数量	全球营业网点数量反映证券公司全球网络布局
			营业部的数量	营业部数量反映证券公司在国内的网点数量
			分公司的数量	分公司数量反映证券公司区域布局结构
			海外分支机构数量	海外分支机构数量反映证券公司海外布局结构

市场 影响 力	代理买卖证券业务净收入的业内排名	代理买卖证券业务净收入排名反映证券公司经纪业务的市场地位
	股票基金交易量的业内排名	市场交易份额排名反映证券公司交易业务的市场地位
	公募基金佣金分仓的排名	基金佣金分仓的排名反映证券公司机构销售和渠道整合能力
	股票承销总金额排名	股票承销总金额排名反映证券公司在股票承销市场的影响力
	股票承销与保荐业务收入的业内排名	股票承销净收入排名反映证券公司在股票承销收益率的市场地位
	股票承销家数的业内排名	股票承销家数排名与前两个指标互补，反映股票承销的市场地位
	首次公开发行股票主承销家数的业内排名	IPO 主承销家数排名反映证券公司承销保荐业务能力
	首次公开发行股票主承销金额的业内排名	IPO 主承销金融排名与前面指标互补
	债券承销总金额的业内排名	债券承销总金额排名反映证券公司在债券承销市场的影响力
	债券承销业务收入的业内排名	债券承销净收入排名反映证券公司在债券承销收益率的市场地位
债券主承销家数的业内排名	债券承销家数排名与前两个指标互补，反映债券承销的市场地位	
企业债券主承销家数的业内排名	企业债券主承销家数业内排名反映企业债的承销能力	
企业债券主承销金额的业内排名	企业债券主承销金额业内排名与上述指标互补	
财务顾问业务净收入的业内排名	财务顾问业务净收入排名反映证券公司综合金融服务能力的市场地位	

资金业务收益率	资金业务收益率反映证券公司本金业务运作的市场地位
交易性金融资产的收益率	交易性金融资产的收益率反映证券公司自营交易的收益率
可供出售金融资产的收益率	可供出售金融资产收益率反映证券公司自营和融券业务的收益率
融资融券业务收益率	融资融券业务的收益率反映证券公司双融业务的运作能力
受托客户资产管理业务净收入的业内排名	资产管理净收入排名反映证券公司资产管理业务的市场地位
集合理财产品规模的业内排名	集合理财产品规模的排名反映证券公司集合理财业务的市场地位

在客户基础及市场影响力指标的选取上，重点考虑的是客户资源、网络布局和市场影响力。客户资源主要选取客户总资产排名这一最能体现客户资源的指标；网络布局主要看全球营业网点数量，虽然国内券商目前以国内网点布局为主，但考虑到国际化是未来发展的必然方向，而且国际一流投行也都在全球有网络布局，因此将网点数量的评价放眼于全球；市场影响力是评价体系中的一个重要指标，考虑到数据可得性，鉴于证券业协会每年都有相关数据发布，因此选取了其中代理买卖证券业务净收入、股票承销总金额、债券承销总金额等传统业务的业内排名。除此之外，还关注代表证券公司创新能力的另外两个指标：一个是用自有资金发展业务的情况，具体用资金业务收益率体现买方业务能力；另一个是利用客户资金发展业务的情况，具体用资产管理净收入指标加以体现。

在关注指标的选取上，为更好反映证券公司客户资源的结构特征，选取受托管理资金本金总额的业内排名反映公司拥有客户资源在市场上的影响力；选取客户保证金规模反映

证券公司在交易业务上的市场影响力；其中客户总资产为受托管理资金本金总额与客户保证金规模之和。

在网络布局指标的选取上，用营业部数量、分公司数量和海外分支机构的数量之和反映证券公司全球营业网点的数量；其中营业部数量反映证券公司在国内销售网络的布局，随着营业部改革的深化，营业部职能将实现从单一的交易向交易、销售、咨询等综合职能转变；分公司数量反映证券公司的区域网络布局；海外分支机构数量指证券公司海外分支机构分布区域的数量，不用海外分支机构绝对数量的原因在于分布区域比单一规模指标更能有效反映证券公司海外网络结构。

在市场影响力指标的选取上，我们以各类业务的影响力为基本划分维度，以相对指标和排名指标来衡量市场影响力。1) 在经纪业务的市场影响力上，选取股票基金交易量的业务排名和公募基金佣金分仓的排名反映证券公司代理买卖证券业务的影响力。2) 在投行业务的市场影响力上，选取股票承销与保荐业务收入的业内排名、股票承销家数的业内排名与股票承销总金额排名形成互补，综合反映证券公司的股票承销能力，同时选取首次公开发行股票主承销家数的业内排名和首次公开发行股票主承销金额的业内排名作为补充指标反映 IPO 承销能力；与股票承销相对应的是债券承销，与上相似，选取债券承销总金额的业内排名、债券承销业务收入的业内排名、债券主承销家数的业内排名综合反映债券承销能力，借助企业债券主承销家数和金额的业内排名反映企业债承销能力；选取财务顾问业务净收入的业内排名与股票、债券承销总金额的业内排名指标共同反映证券公司投资银行业务的市场影响力。3) 在自营业务的市场影响力上，选取资金业务收益率综合反映

证券公司本金业务的运作能力，其中资金业务收益率是投资净收益、公允价值变动净收益和利息净收入之和与净资产的比值；为了反映自有资金业务的收入结构，选取交易性金融资产的收益率、可供出售金融资产的收益率和融资融券业务收益率分别反映证券公司自营交易、质押回购业务以及融资融券业务的收益率，其中交易性金融资产收益率等于交易性金融资产收益与交易性金融资产规模的比值，其它收益率指标以此类推。4) 在资产管理业务的市场影响力上，选取受托资产管理业务净收入的业内排名反映证券公司资产管理业务的市场地位，选取集合理财产品规模的业内排名反映证券公司集合理财业务的影响力，基于业务收入和产品规模两个维度综合反映资产管理业务的影响力。

基于如上分析，构建了以企业规模和经营能力以及客户基础和市场影响力为核心的三级指标体系，其包含上述 2 个一级指标、6 个二级指标和 10 个三级指标。此外，我们还选取了 40 个评价关注指标，作为分析的基础指标。详细的证券公司核心竞争力评价指标模型，如表 11 所示。

图表 11 证券公司核心竞争力评价指标模型

一级指标	二级指标	三级指标	关注指标	指标作用力
			代理买卖证券业务净收入	+
			代理销售金融产品业务净收入	+
企业规模 及经营能 力	营业规模	营业收入	股票承销与保荐业务收入	+
			财务顾问业务净收入	+
			投资咨询业务净收入	+
			受托客户资产管理业务净收入	+

		持有或处理长期股权收益	+
		持有或处理交易性金融资产的收益	+
		持有可供出售金融资产的收益	+
		总资产	+
		净资产	+
		净资本	+
		净利润	+
盈利能力	净资产收 益率	净利润规模的市场排名	+
		资产利润率	+
		收入利润率	+
		收入支出比	-
		单位人均资本的创利能力	+
		RAROC	+
风险管理 水平	净资本/ 净资产	净资本/各项风险准备之和	+
		核心净资本/总体风险资本	+
		流动性覆盖率（LCR）	+
		净稳定资金比例（NSFR）	+
客户资源	客户总资 产的业内 排名	受托管理资金本金总额的业内排名	+
		客户保证金规模	+
客户基础 及市场影 响力	网络布局	全球营业 网点数量	+
		营业部的数量	+
		分公司的数量	+
		海外分支机构分布区域的数量	+
市场影响 力	代理买卖 证券业务 净收入的 业内排名	股票基金交易量的业内排名	+
		公募基金佣金分仓的排名	+

	股票承销与保荐业务收入的业内排名	+
股票承销 总金额的 业内排名	股票承销家数的业内排名	+
	首次公开发行股票主承销家数的业内排名	+
	首次公开发行股票主承销金额的业内排名	+
	债券承销业务收入的业内排名	+
债券承销 总金额的 业内排名	债券主承销家数的业内排名	+
	企业债券主承销家数的业内排名	+
	企业债券主承销金额的业内排名	+
	财务顾问业务净收入的业内排名	+
资金业务 收益率	交易性金融资产的收益率	+
	可供出售金融资产的收益率	+
	融资融券业务的收益率	+
受托客户 资产管理 业务净收 入的业内 排名	集合理财产品规模的业内排名	+

4.3、数据来源

为体现证券公司评价体系合理性和可得性相结合的原则，在评价指标的设计上考虑两大因素：其一，尽量选取现有机构常用指标，反映指标的公信力；其二，保障相应指标的原始数据均可从公开渠道获得。

图表 12 证券公司核心竞争力评价指标来源

一级指标	二级指标	三级指标	指标出处或备注	指标来源	
企业规模及经营能力	营业规模	营业收入	证券业协会、上海金融办	证券业协会，Wind	
	盈利能力	净资产收益率	国资委、上海金融办		
	风险管理水平	净资本/净资产	证监会	Wind	
客户基础及市场影响力	客户资源	客户总资产的排名	国际经验	证券业协会，证券公司年报	
	网络布局	全球营业网点数量	证券业协会	证券业协会	
	市场影响力	代理买卖证券业务净收入排名	股票承销总金额排名	证监会、上海金融办	证券业协会，Wind
			债券承销总金额排名	依证券公司业务特征设计	
	资金业务收益率	受托客户资产管理业务净收入的业内排名	证监会、上海金融办		

资料来源：申万宏源研究

以三级指标为例，营业收入是证券业协会和上海金融办常用的评价指标；净资产收益率是国资委、上海金融办等机构现用的衡量证券公司盈利水平的核心指标；净资本/净资产是证监会风险控制的核心指标之一；客户总资产排名指标是国外投行反映客户资源的关键资源；全球营业网点数量是证券业协会以及国外投行的常用指标；代理买卖证券业务净收入排名、股票承销总金额排名、债券承销总金额排名和受托客户资产管理业务净收入的业内排名是证监会、证券业协会和上海金融办常用的评价指标；资金业务收益率是依据证

券公司业务特征设计的特定指标。上述所有指标的原始数据都可以从证券公司年报、Wind 或证券业协会的排名数据中获得。

4.4、因子分析法

计算评估上，主要采用因子分析法的客观赋权方式。在综合证券公司经营现状、行业特征和专家意见的基础上，确定了企业规模及经营能力、客户基础及市场影响力各自 50% 的权重，经一致性检验结果显示：该权重设计在统计结果上符合一致性检验的要求。按照与此相同的检验方法，我们依次对二级指标和三级指标进行权重设计，使得相应的权重设计符合一致性和合理性要求。综上，指标的权重比例如表 13。

图表 13 证券公司核心竞争力评价指标权重

一级指标	二级指标	三级指标
企业规模及 经营能力 (50%)	营业规模 (30%)	总资产 (10%)
		营业收入 (20%)
	盈利能力 (10%)	净资产收益率 (10%)
	风险管理水平 (10%)	证监会分类评级结果 (5%)
净资本/净资产 (5%)		
客户基础及 市场影响力 (50%)	客户资源 (10%)	客户总资产的业内排名 (10%)
	网络布局 (10%)	全球营业网点数量 (10%)
	市场影响力 (30%)	代理买卖证券业务净收入的业内排名 (7%)
		股票承销总金额的业内排名 (3%)
		债券承销总金额的业内排名 (3%)
		资金业务收益率 (9%)
	受托客户资产管理业务净收入的业内排名 (8%)	

资料来源：申万宏源研究

注释：客户总资产=客户资金余额+受托管理客户资金本金规模；

全球营业网点=证券公司的营业部+分公司+有分支机构的境外区域数量；

资金业务收益率=（利息净收入+投资收益+公允价值变动）/净资产。

4.5、计算规则

证券公司核心竞争力评价量表，借助无量纲化处理实现不同指标之间的统一。无量纲化，也称作数据的标准化、规格化，是一种通过数学变换来消除原始变量量纲影响的方法。考虑到证券公司评价指标之间的差异性，借助直线型无量纲化方法中极大值法（阈值法）进行无量纲化处理，即利用变量取值的最大值将原始数据转换为介于 0 到 1 之间的数据，从而消除量纲和数量级的影响。针对评价中的规模类指标，直接选取分析样本中的最大值为量纲值，实行无量纲化处理；针对评价中的市场排名指标，以现有合并口径的证券公司数量为量纲值，实行无量纲化处理。

4.6、实证结果

以无量纲化处理后的结果为基准，按照上文设计的指标权重进行加权求和得到证券公司核心竞争力评价的总分，最终计分结果实行百分制。部分已上市的证券公司核心竞争力得分结果和排序结果如下表。由于申万证券与宏源证券在 2014 年 7 月宣布吸收合并，故统计中采用两家公司合并口径数据，排序中若剔除合并的申万宏源，观察五年得分情况，持续具有核心竞争力优势的前五家证券公司分别是：中信证券、国泰君安证券、海通证券、广发证券、华泰证券。

图表 14 2010-2014 部分已上市证券公司核心竞争力得分

证券公司/ 年度	2014			2013			2012			2011			2010		
	合计	企业规模及 经营能力	客户基础及 市场影响力												
中信证券	91.09	42.59	48.50	85.59	38.75	46.84	84.49	40.92	43.57	92.03	46.39	45.64	89.86	44.68	45.18
国泰君安	82.44	34.84	47.60	82.01	37.05	44.96	84.67	37.11	47.56	72.13	30.27	41.86	70.97	29.74	41.23
海通证券	79.70	32.53	47.17	78.94	35.57	43.37	79.05	37.50	41.56	70.02	31.02	39.01	66.15	27.92	38.23
申万宏源	74.93	30.05	44.88	86.88	39.22	47.66	85.03	37.95	47.09	74.16	31.32	42.84	75.45	31.29	44.17
广发证券	73.40	29.21	44.20	81.62	35.00	46.63	80.66	35.63	45.03	66.60	27.05	39.54	80.77	35.25	45.52
华泰证券	72.22	26.48	45.74	75.07	30.42	44.64	71.98	28.00	43.99	63.88	23.42	40.45	62.65	25.01	37.64
银河证券	70.80	27.17	43.63	79.32	34.09	45.23	77.36	32.41	44.96	69.79	29.12	40.67	72.08	31.00	41.08
国信证券	65.87	28.06	37.80	70.52	32.09	38.43	72.52	33.76	38.76	62.87	29.30	33.58	61.77	28.26	33.51
招商证券	63.34	24.66	38.68	69.98	29.20	40.78	69.22	29.53	39.68	61.46	25.88	35.58	61.03	26.24	34.79
中金公司	55.69	19.22	36.48	48.85	18.05	30.80	55.46	21.57	33.89	44.25	14.70	29.55	49.67	20.81	28.86
光大证券	53.73	16.44	37.29	53.09	17.32	35.76	60.85	22.85	38.00	59.57	23.71	35.86	55.75	20.95	34.80
长江证券	51.79	16.87	34.92	55.23	21.04	34.19	55.64	19.98	35.65	46.42	14.63	31.80	51.98	17.75	34.23
西南证券	45.79	16.48	29.31	46.04	15.37	30.67	41.81	14.04	27.77	39.16	12.21	26.95	37.17	12.59	24.58
国元证券	45.52	13.26	32.26	46.02	14.18	31.84	40.88	12.29	28.59	40.77	14.71	26.06	37.22	13.29	23.93
东吴证券	43.88	12.01	31.86	43.63	14.35	29.28	41.69	13.00	28.69	37.17	12.73	24.44	40.32	13.85	26.47
西部证券	41.72	14.33	27.40	41.55	14.00	27.54	37.51	11.40	26.11	40.02	14.19	25.83	39.82	14.65	25.18
山西证券	37.57	11.60	25.97	41.43	12.38	29.05	38.24	10.34	27.90	36.22	10.67	25.55	34.52	10.01	24.51

图表 15 2010-2014 年已上市证券公司核心竞争力排名 TOP5

2010-2014 中国证券公司核心竞争力得分TOP5										
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
中信证券	89.86	92.03	84.49	85.59	91.09	1	1	3	2	1
国泰君安	70.97	72.13	84.67	82.01	82.44	5	3	2	3	2
海通证券	66.15	70.02	79.05	78.94	79.70	6	4	5	6	3
申万宏源	75.45	74.16	85.03	86.88	74.93	3	2	1	1	4
广发证券	80.77	66.60	80.66	81.62	73.40	2	6	4	4	5
华泰证券	62.65	63.88	71.98	75.07	72.22	9	8	9	8	6

注：申万宏源 2014 年因合并为处理后的数据

通过建立核心竞争力的评估模型量表，以因子分析法进行等权重分配，针对 110 家证券公司的五年数据，采用无量纲化处理后，得到实证结果，我们列示了其中表现较好的已上市证券公司得分情况。

根据实证分析结果，后面四章我们将以典型案例分析，分别梳理其 2010-2014 年间发生的市场化并购事件，并分析并购事件的绩效，以及与公司核心竞争力变化的交互作用。在选择典型案例公司方面，主要考虑三个原则：1) 综合得分排名领先、核心竞争力排名前十的证券公司；2) 已经在 A 股或 H 股上市，资本实力较为雄厚的证券公司；3) 在 2010-2014 年发生过 1~2 起市场化并购，可观察并购发生前后的核心竞争力变化；经过筛选，我们聚焦于四家证券公司：广发证券、海通证券、华泰证券、中信证券。

图表 16 四家典型案例公司的上市市值情况表

证券公司	A股上市		H股上市	总市值(亿元)					净利润(亿元)				
	上交所	深交所	港交所	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
中信证券 (600030)	2003年		2011年	1102.98	980.50	1398.05	1371.61	3687.36	121.36	126.04	43.07	53.08	118.61
广发证券 (000776)		2010年	2015年	619.74	293.30	876.06	718.60	1524.81	41.98	20.58	21.90	28.13	51.46
华泰证券 (601688)		2010年	2015年	710.64	410.48	521.36	483.84	1347.92	34.80	18.21	16.61	22.69	45.50
海通证券 (600837)	2007年		2012年	738.04	577.59	947.93	1058.15	2278.29	38.68	32.82	32.34	42.81	81.19

中信证券 2003 年发行 A 股，2011 年发行 H 股，实现上交所和港交所两地上市，是目前总市值最大的中国证券公司。最早尝试市场化并购，2013 年成功完成对里昂证券收购，收购流程中本文将重点留意并购前期和中期，中信证券全面的部署和准备。

华泰证券 2010 年登陆 A 股，2015 年登陆 H 股，发力移动互联网金融，目前经纪业务市场占有率最高。从 2005 年至 2011 年，由联合证券增资入股引入华泰证券，到华泰证券最终控股 98%，两者的收购整合经历数年，本文将重点留意并购整合过程中的波折和起伏。

海通证券 2007 年 A 股借壳上市，2012 年香港市场 IPO，每一步看似把握机遇，实际源自其管理团队长期的战略坚持。2014 年成功从 TPG 手中收购恒信金融租赁集团，是一场双赢的并购，凸显海通证券的多元化布局日益清晰。

广发证券 2010 年 A 股借壳、2015 年 H 股 IPO，也实现了深交所、港交所的两地挂牌，步伐走得不算超前，国际化步伐却独辟蹊径。广发证券选择了为广发香港增资，以广发香港为载体进行海外收购，2013 年收购法国外贸银行商品期货有限公司 NCM，快速构建国际化的 FICC 平台。本文将重点关注广发证券与其他券商不同的国际化路径。

五、中信证券的并购与核心竞争力

中信证券于1995年10月在北京成立。2002年12月，经中国证监会核准，中信证券发行4亿A股，2003年1月6日在上海证券交易所挂牌上市交易。2011年10月6日在香港联合交易所上市交易。截止2014年末，中信证券总资产4796亿元，净资产991亿元，净资本443亿元，是国内规模最大的证券公司。依托其第一大股东-中国中信股份有限公司，与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，并与中信国际金融控股共同为客户提供境内外全面金融服务。

5.1、中信并购大事记

5.1.1、中信时间轴



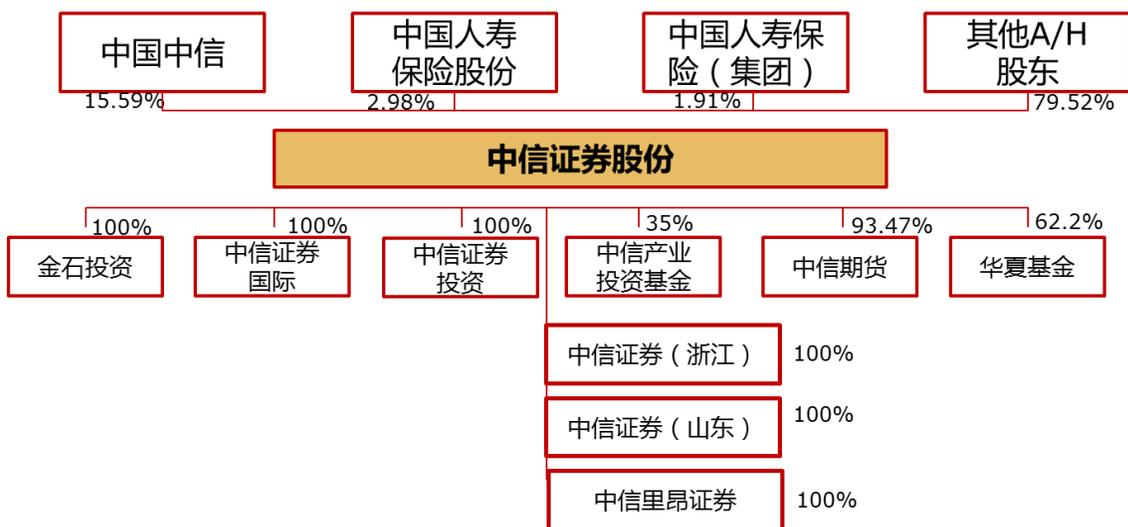
1995年10月25日中信证券公司正式成立。1999年，经中国证券监督管理委员会批准增资改制为股份有限公司。2002年12月13日，经中国证监会核准，中信证券公开发行4亿股A股，2003年1月6日在上海证券交易所上市。2006年5月中信证券收购中信资本的证券业务，更名为中信证券国际有限公司。2009年5月中信证券与美国精品投行 Evercore Partners 合资成立 CSIP(Citics Securities International Partners)的合资公

司,控股 90%。2011 年 10 月, 中信证券香港 H 股上市。2013 年 8 月中信证券完成对里昂证券的收购, 里昂证券成为中信证券国际的全资子公司。

5.1.2、中信证券股权结构图

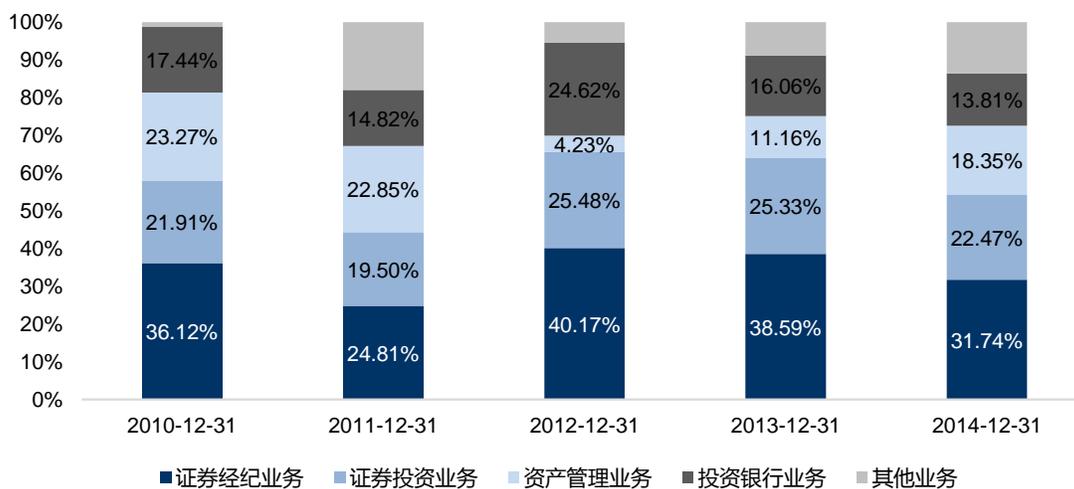
依托其第一大股东-中国中信股份有限公司, 中信证券与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股集团的综合金融机构。2002 年中信证券收购万通证券, 后利用行业低迷和证券公司综合治理, 于 2005 年收购了华夏证券和金通证券, 2006-2007 年又持续收购中信基金、华夏基金、金牛期货获得其全部控制权, 2011 年收购新华期货。通过这系列的国内收购后, 分别组建了中信金通证券、中信万通证券、中证期货经纪有限公司, 另外通过在香港市场上的收购成立了中信证券国际, 把握了国内市场上的直接投资业务试点成立金石投资有限公司。2006 年 6 月中信证券完成非公开定向增发, 中国人寿保险股份、中国人寿保险(集团)增持公司股权, 双方建立战略合作关系, 并一直延续成为中信证券的十大股东, 2005 年 7 月中国人寿保险减持部分股权, 一度引发市场哗然。

图 3 中信证券股权结构图



5.1.3、中信证券业务收入结构

图 4 中信证券业务收入结构图



5.1.4、中信证券最新业务优势

图表 17 2015 年中信证券业务优势表

2015年中信证券业务优势表		
业务类型	指标	行业排名
经纪业务	股基交易额	行业第2名，市占率6.429%（含浙江、山东）； 第一名为华泰证券，市占率8.363%
融资融券	两融余额规模	行业排名第1，两融余额740亿元，市占率6.3%；第2名国泰君安。
投行业务	IPO募集资金额	首发10家、行业排名第5，募集资金120.95亿元，行业第3名； 发行家数前四位分别为光大、瑞银、中信和平安证券。
投行业务	并购业务	并购交易金额2,340亿元，排名第2，同比增长347%； 并购交易29项，排名第6；
资管业务	资管规模	2015年三季度末，管理资产规模11538亿元，位列第1名；同比增长52.8%。
研究所实力	公募基金交易佣金	2014年排名第1，2015年上半年公募基金佣金3.96亿，佣金收入排名第一
研究所实力	新财富榜单	未参加新财富评选

特别需要指出的是，2014 年中信证券重心转向国际业务，跨境业务收入占比显著提升。国际化战略促使中信证券国际化业务从无到有、从小到大。从 2006 年发展国际化战略以来，中信证券在美国与 Evercore 公司、在南美以及欧洲与西班牙 BBVA 银行、在欧洲及亚洲和法国农业信贷集团以及里昂证券、在巴西与 BTG Pactual、在加拿大与 Jennings Capital、Haywood 进行了全方位的战略合作，共同拓展业务。期间，中信证券的跨境并购收入也在不断提升，2009 年到 2012 年，跨境并购收入增长 820%，占并购财务顾问收入由 36% 增至 60%，占比翻了近一倍。中信证券参与了多起具有创新性的跨境并购案例，如 A 股市场最大外资股东要约收购——罗特克斯要约收购双汇发展（涉及金额 164 亿元），中国航空工业领域首例成功并购欧美发达国家飞机整机制造企业——中航通飞

收购美国西锐公司，加拿大新千禧铁矿公司同印度塔塔钢铁建立合资公司——国内券商少有的涉及两家国外公司资本合作项目等等，都彰显其跨境并购业务方面的能力拓展。

依托里昂证券的研究实力，从 2015 年开始，中信证券放弃新财富排名，重点参与由更多国际机构投资者共同评价的《机构投资者》、《亚洲货币》等评选活动，竞争比较的眼光和视野，随着其国际客户拓展布局，做了相应的方向性调整。

5.2、中信证券 2010-2014 年主要并购事件分析

2008-2014 年短短七年间中信证券跨越了几个重要发展阶段，在国际资本市场上建立了良好声誉。2010 年开始与法国东方汇理银行排他性谈判，2013 年完成并购里昂证券，迈出国际化发展重要一步，促使业务协同、品牌增值。

2006 年 5 月中信证券收购中信资本的证券业务，更名为中信证券国际有限公司。

2008 年 11 月完成全球研发及销售平台的搭建。通过中信国际这个拓展海外业务的平台，中信证券积极将境外业务网络延伸至包括香港、新加坡、日本在内的国际金融市场。尤其是在香港，中信证券国际先后承接了中国银行、中国工商银行、中海化学、潍柴动力、汇源果汁等企业在股的上市发售以及后来国家开发银行在香港发行人民币债券的业务。

2008 年与贝尔斯登合作夭折。从 2007 年开始中信证券与当时拥有华尔街第六大投资银行地位的贝尔斯登接触，寻求全面的战略合作。拟定的合作包括：将双方在亚洲地区如香港、新加坡、日本的已有业务进行整合，双方将各自的亚洲业务平台纳入到由双方各出资建立的合资公司当中；联合在中国市场开发新的金融产品，并提供金融服务；互相持股。由于 2008 年金融危机爆发贝尔斯登流动性匮乏夭折后导致合作无疾而终。

2009年5月中信证券与美国精品投行 Evercore Partners 合资成立 CSIP(Citics Securities International Partners)的合资公司,控股 90%。从 2010年5月起,与法国东方汇理银行签署合作谅解备忘录,就整合双方证券经纪业务和投资银行业务展开排他性谈判,迈出国际化发展的重要一步。至 2013年8月中信证券完成对里昂证券的收购,里昂证券成为中信证券国际的全资子公司。

里昂证券创立于 1986年,大股东东方汇理银行经过多次的合并,成法国农业信贷集团的一部分,2003年法国农业信贷集团与里昂信贷银行合并,里昂证券随之成为了农业信贷集团在亚太区投资银行的分支。里昂业务模型简单,主要做机构经纪业务,收入 90%来自于经纪。里昂证券的股权结构中,东方汇理银行持有 65%的股份,而剩余的 35%股份则分别由里昂证券的管理层及员工通过基金持有。

里昂证券是亚洲运营时间最长的独立经纪和投资集团,为全球企业和机构客户提供股票经纪、执行服务、企业融资和资产管理服务。在全球各交易所的会籍使其与世界各地的 65个股票市场有着直接的联系,向超过 9000个全球性机构客户提供股票市场相关服务。里昂证券在 20个国家拥有超过 1500名员工,其中全球拥有 232名销售和交易员。

里昂证券的优势主要在亚洲大多数市场(除日本)的经纪和研究业务都保持前三名。连续 24年获得“机构投资者”杂志评比的“亚洲最佳研究及经纪行”,连续 20年在“亚洲货币”杂志的评比中获选为“最佳整体综合研究及销售实力第一名”,一直提供不冲突的研究、销售和交易服务。由于投行不强大,研究比较中立,能给机构投资者带来独立性的好感。

里昂证券的研究队伍是由超过 150 名专业分析师所组成，专责对 12 个亚太区市场中接近 1200 家来自 18 个行业的上市公司进行研究，并提供全面的企业、国家和行业的研究覆盖。

我们先详细回顾中信证券收购里昂证券的交易过程：

(1) 公布初期业务合作意向。2010 年，中信证券副董事长殷可带领的团队与东方汇理银行开始接触，议题围绕双方的合作展开。4 月，中信证券董事会通过了《关于公司拟与东方汇理银行开展战略合作的预案》，首次向外界公布与东方汇理银行的合作计划。合作内容包括：以唯一合作方的身份与东方汇理银行共同构建全球股票经纪及衍生产品业务平台，建立起战略合作关系；以非现金出资的方式在香港成立合资公司，各占公司 50% 的股权，新公司将整合中信证券和东方汇理银行各自在亚太地区拥有的业务和子公司，中信证券国际、里昂证券以及盛富证券将被注入其中。

(2) 合作遇阻变更为股权收购方案。由于欧债危机使得原合作预案由于东方汇理银行及法国农业信贷银行高层的人事变动并未顺利的按照计划实施，东方汇理银行调整后建议，通过中信证券国际以 3.74 亿美元的价格收购东方汇理银行以各种方式持有的里昂证券及盛富证券各 19.9% 的股权。2011 年 11 月，中信证券决定放弃之前对盛富证券的 19.9% 股权收购协议。2012 年 3 月经再次协商，最终方案是在以 3.1 亿美元收购里昂证券的 19.9% 股份的基础上，完成对其剩余的 80.1% 的股权收购，从而实现对里昂证券的完全控股。

(3) 对里昂重新估值。东方汇理银行提出的里昂证券的整个收购价格超过 15 亿美元，随着欧债危机的进一步扩大，中信证券要求重新估价。双方最终达成的交易价格为 9.41 亿美元的价格完成剩余 80.1% 股权的收购，中信证券为此次收购共支付约 12.52 亿美元，占中信证券 2011 年净利润的 62.7%。对里昂证券的估值超过 2.1 倍市净率，显著高于当期的全球投资银行平均市净率水平，实际估值中包含了控制权溢价、里昂在美国和日本未计入的业务收益、东方汇理银行持续提供清算服务和对里昂美国注资 7500 万美元等综合因素。

(4) 首期 19.9% 股权交割。2012 年 7 月，中信证券对外公布了全资收购里昂证券的方案。7 月，中信证券与东方汇理银行完成里昂证券 19.9% 股权的交割，东方汇理银行获得里昂证券剩余 80.1% 股权的售股选择权。10 月，中信证券国际收到法农控股关于行使售股选择权协定及其补充协定下的售股选择权信函，中信证券根据相关协定，推进相关股权收购事宜。11 月，中信证券收购里昂证券剩余股权获董事会批准，中信证券及中信证券国际与法国东方汇理银行、法农控股签署里昂证券股权转让协议，双方共同对外宣布完成里昂证券的剩余股权交易，目前等待监管机构的审批。

(5) 获得全球 14 个国家和地区的监管审批后完成全部股权收购。其中美国和英国的强势监管审批最为复杂。

英国监管局 FCA 质询。FCA 坚持把中国财政部视作里昂证券英国业务的“控制方”，要求中国财政部在交易审批过程中提交完整申报材料并配合完成多项调查。针对英方上述要求，中信证券进行了大量说服和解释工作，最终，英方对以财政部为主体进行申报做出

一定程度妥协，但作为一项最后监管要求，英方提出需要得到一份中国财政部向其出具的信函，对其关注事项提供书面说明。并要求中信集团作出一些承诺。

来自美国相关法案的限制。美联储认定中信集团属于银行控股集团 **BHC** (**Bank holding Co.**)，持有美国投资银行时会有相应限制。主要是中信集团控股中信银行下属的嘉华银行在美国有两家分行，按照方案要求其自营业务和配售业务不能在美国开展，要求中信集团就相关事宜和美联储做充分交流。银行控股公司法案对中国公司的限制，为此，汪洋副总理在出席中美战略对话时，专门把中信证券收购的监管限制，作为中国向美方要价的一个案例。

(6) 支付方式及融资安排。在并购资金安排上，中信证券国际将通过融资的方式来支付此次收购的相应款项，融资方式包括但不限于中信证券对中信证券国际有限公司增资、对中信证券国际有限公司提供贷款等方式。中信证券应东方汇理银行的要求，将为此次交易提供价值亿美元的担保。

(7) 整合后的人员计划。整合后，中信证券明确表示在一定时期内保持里昂证券的独立性及管理层的连续和稳定；沿用管理层和员工的“股权激励计划”；在人事管理安排上，中信证券副董事长、中信证券国际行政总裁殷可将作为中信证券方面的代表进入里昂证券的七人董事会。中信证券在里昂证券以 **B** 类股东形式（不享有表决权）出现，可以行使为里昂证券提名一名董事的权力，并在任意时间向里昂证券董事会会议提名及委任一名无表决权的观察员。

收购整合后，呈现了中信证券和里昂证券有高度互补性，以优势领域交叉协作维持境外品牌影响力，主要依靠董事会和审计委员会渐进式完善公司治理。

中信证券和里昂证券之间有高度的互补性。中信证券有三个缺乏：首先，里昂证券拥有全球性配售网络，20 个全球国家和地区覆盖 3000 名机构投资者，拥有 9000 个机构经纪账户。其次，里昂证券拥有全球研究体系。由于里昂的投行不强大，研究比较中立。中立性研究为机构投资者带来好感，不是推销股票，而是主动的推荐。独立性变成为品牌。第三，境外的执行能力，主要交易市场的执行能力。里昂证券也有三个缺乏：首先中信证券投行覆盖公司类客户（卖方企业客户）几千家，拥有对公司客户提供综合服务的能力。而里昂证券对公司客户的服务不如交易类的买方机构客户。其次缺乏强大的资产负债表，仅有 6 亿资本金，难以提供资本中介和资金业务的强力支持。第三，缺乏业务线的宽度。只有机构股票交易的业务，中信证券布局比较宽，股权交易、固定收益、融资融券、衍生品、资产管理、资本金直投等业务线，在中国境内能力都很强。中信的多元化弥补了里昂的单一化。且随着境外机构经纪业务的佣金率每年以 5% 速度下滑，业务线做宽有非常重要的意义。

中信证券与里昂证券以优势领域交叉协作维持境外品牌影响力。中信在收购中比较看重里昂的就是，第一，不太过分依赖于资产负债表，第二，资产模型也比较简单，业务本身不承担巨大的市场风险的敞口。中信正好缺少全球性配售和研究体系，和在境外市场的执行能力。第三，里昂证券拥有机构经纪业务同时覆盖全球，中信证券拥有投行、资管、固定收益等全面业务原来固守在本土。并购后两家公司以优势领域之间的交叉协作为境外

业务发展提供有力支持。客户服务人员整合，保持海外机构服务一致性。将原来在股票销售交易部的 QFII 人员合并入里昂销售团队，如富达基金等的客户服务，保持对一家海外机构客户服务的整体协同性。人员合并中的两个原则：机构跟着业务走，人跟着机构走。ECM（资本市场部）整合，明确共享机制。2013 年中信证券在香港五单投行项目，与里昂证券合作了四单境外发行，里昂发挥较强的机构配售能力。IBD 在股票销售方面，有相对明确的共享机制的，ECM 配售方面合作主要目标是做大奖金池，投行和机构配售内部定价按 5: 5 进行收入分配。由于业务操作模式上不同，所以并没有大的冲突。

收购整合后，主要依靠董事会和审计委员会渐进式完善公司治理。中信证券在收购后，没有外派任何人员到里昂证券，主要通过董事会和审计委员会行使管理权力，做好公司治理。里昂证券董事四位：王东明、殷可、葛小波、里昂证券 CEO。董事会要求每年 4 次现场会议频度，且必须要在注册地荷兰举行。审计委员会，包含里昂合规和风控负责人、中信证券国际的合规和风控负责人，共同行使审计职能。财务管理条线和资金线条，基本是统筹管理。

5.3、中信证券核心竞争力指标得分

图表 18 2010-2014 中信证券核心竞争力指标得分

中信证券												
一级指标	二级指标	三级指标	2010	得分	2011	得分	2012	得分	2013	得分	2014	得分
企业规模及经营能力 (50%)	营业规模 (30%)	总资产 (10%) 单位: 万元	10937132	1.00	11439041	1.00	13020150	1.00	19293365	1.00	47962645.02	1.00
		营业收入 (20%) 单位: 万元	1908559	1.00	1479401	1.00	788315	1.00	817903	0.93	2919753.11	1.00
	盈利能力 (10%)	净资产收益率 (10%)	0.21	0.73	0.10	0.89	0.04	0.39	0.04	0.30	0.12	0.53
	风险管理水平 (10%)	证监会分类评级结果 (5%)	1.00	1	1	1	1	1	1	1	1	1
		净资本/净资产 (5%)	0.67	0.48	0.68	0.50	0.56	0.40	0.49	0.43	0.44	0.46
企业规模及经营能力			44.68		46.39		40.92		40.16		42.59	
客户基础及市场影响力 (50%)	客户资源 (10%)	客户总资产的业内排名 (10%)	7	0.94	6	0.95	6	0.96	3.00	0.98	2	0.99
	网络布局 (10%)	全球营业网点数量 (10%)	148	0.63	161	0.64	170	0.66	192.00	0.75	278	1.00
	市场影响力 (30%)	代理买卖证券业务净收入的业内排名 (7%)	7	0.94	4	0.97	2	0.99	3	0.98	2	0.99
		股票承销总金额的业内排名 (3%)	2	0.99	2	0.99	1	1.00	3	0.98	4	0.98
		债券承销总金额的业内排名 (3%)	1	1.00	1	1.00	1	1.00	1	1.00	1	1.00
		资金业务收益率 (9%)	0.31	1.00	0.32	1.00	0.13	0.73	0.19	0.98	0.25	0.86
		受托客户资产管理业务净收入的业内排名 (8%)	3	0.98	2	0.99	2	0.99	2	0.99	1	1.00
客户基础及市场影响力			46.19		46.37		44.10		47.14		48.50	
核心竞争力评估得分			90.86		92.76		85.02		87.29		91.09	

中信证券自 2011 年持续坚持业务转型，提出差异化竞争、多元化业务模式、以客户为中心、大力发展资本中介业务等转型方向，提出了从被动的通道提供者转向市场组织者、流动性提供者、产品创造者、产品销售商、财富管理者和销售对手方的目标，并将公司愿景预设为追逐美国顶尖投行高盛。在本研究模型评估显示，五年间中信证券核心竞争力得分持续排名前两位，为中国证券公司翘楚。

研究周期内，中信证券营业收入和净利润规模位居中国证券行业首位。2014 年受到华泰证券的竞争压力，经纪业务市场份额排名从第一名滑落，但股票主承销金额、债券主承销金额、并购交易金额、资产管理业务资产规模等指标长期在同业排名遥遥领先。银行间债券交易量、QFII 交易量排名第一。

企业规模及经营能力指标上，中信证券在 2012、2013 年的盈利能力受到整体股票市场回落的影响，净资产收益率大幅回落使得该指标得分降低；在客户基础及市场影响力指标上，中信证券 2012 年的资金业务收益率从 32% 显著降至 13%，主要专注于收购里昂证券支付、交割期，里昂证券资产及收益尚未并表，拉低了该指标得分。完成对里昂证券并购后，中信证券 2014 年的全球营业网点数量大幅扩张环比上升 33%，加之净资产收益率得分环比上升 75%，是主要加分项，并购带来的经营能力和市场影响力提升得到当期体现。

5.4、中信证券估值变动

中信证券在 2010-2013 年的总市值相对波动较小，维持在 1000-1300 亿元，2014 受益证券行业整体估值提升，股价上涨，使得总市值增长近 3 倍，成为当年总市值最高的中国证券公司。2015 年为中信证券成立 20 周年，却经历一个多事之秋，数名执委会委员被要求协助调查数月，后最终释放，掌管中信证券数十年的董事长王东明到期卸任。

图表 19 中信证券 2010-2014 年市值变动表

中信证券 (600030)	开盘价	收盘价	总股本(亿股)	总市值(亿元)	总市值变动 (亿元)	总市值变动幅度	证券行业指 数涨跌幅	净利润 (亿元)	EPS	PB	PE
2010	18.34	11.09	99.46	1102.98	-721.06	-39.53%	-24.89%	121.36	1.14	1.78	11.07
2011	11.19	8.90	110.17	980.50	-132.42	-11.90%	-31.92%	126.04	1.23	1.24	8.51
2012	8.98	12.69	110.17	1398.05	408.73	41.31%	28.10%	43.07	0.38	1.70	34.73
2013	12.92	12.45	110.17	1371.61	-51.78	-3.64%	-4.80%	53.08	0.48	1.60	26.79
2014	12.31	33.47	110.17	3687.36	2331.18	171.89%	121.16%	118.61	1.03	3.77	32.94

通过观察中信证券的并购事件及核心竞争力评估得分变动，结合调研访谈，我们认为：

中信证券胜在各业务总部能力很强。中信证券多年的行业第一得益于其不断探索的业务和管理模式，不断向国际大行学习，在业务和管理上积极创新，不断调整去适应内外环境的变化。中信对各业务条线不遗余力地释放能量，最大程度地授权、最市场

化的机制，使各业务条线的创新力和业务开拓力都得到迸发。行业多数证券公司的创新都是自上而下的，但中信证券做到了自下而上的创新，这一类的创新往往是更贴近客户需求的创新。

实施全公司牌照共享的赛马机制，跨业务条线协同难度大。各业务条线出于业务链完善的需要，涉及其他业务条线的牌照业务也都可以做，在公司内部进行赛马，业绩差的自然淘汰出局，团队的撤并在中信都很平常。由于中信证券的各业务条线各自形成业务链闭环，因此通过跨业务条线的协同来打通，很难推动以客户综合需求为中心的金融服务全产业链的实现。营业网点只是经纪业务条线的资源而很难成为全公司的资源，客户资源共享很难；经纪业务条线建设团队开展新三板投行业务；投行业务条线建设投资团队；销售交易部门有单独的交易席位做机构佣金业务等。中信证券各业务条线都基本形成各自的业务闭环，条线内实现了局部效率的提升，但以公司整体观察，重复建设严重。虽然早有内部定价制度，并通过考核等方式鼓励和推动内部业务协同，但跨业务条线的协同问题仍然非常突出。为解决这个问题，中信证券专门成立“业务协同部”来负责总部各业务条线之间的协同问题。

风险控制存在隐忧。中信目前各业务条线基本都没有配备合规风控专业人员，只有一些配合业务做合同审核类工作的合规管理人员。风险控制部门在公司中的地位并不强势，业务部门常常能在和风控部门的打架中占上风。各业务部门过于注重业务盈利，对风险控制重视不足，在行业未来风险呈上升趋势的环境下将成为中信的另一大隐忧。从 2015 年秋中信证券突发变故时，才深刻感受到，风险管理是金融中介机构的生命线，在高举创新

大旗的同时，必须对金融创新和风险控制结点做出准确的判断和把握。诸多次的金融危机警示公司，考验证券公司能否长远持续发展的是风险管理能力。在严格管制的时代，大部分风险识别及防范由监管部门进行把握，证券公司实际上处于“有合规、无风控”的状态。放松管制后，独立、有效的风险控制体系和能力是证券公司创新发展的前提和保证。特别是在当前证券行业由过去的通道规模优势驱动向当前资本驱动、创新驱动的发展模式转型过程中，加强风险管理对于证券公司基业长青具有重大的意义。

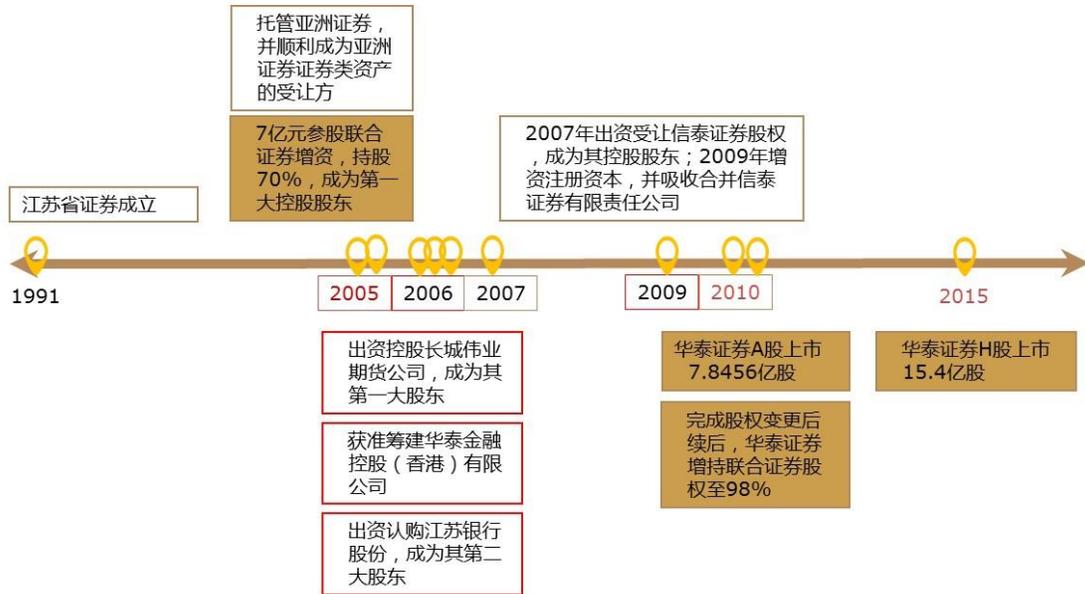
六、华泰证券的并购与核心竞争力

华泰证券于1991年5月成立。在20多年的发展历程中，华泰证券抓住了中国资本市场及证券业变革创新的历史机遇，实现了快速成长，主要财务指标和业务指标均位居国内证券行业前列。2010年2月，在上海证券交易所挂牌上市交易A股，股票代码601688。2015年6月，在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易H股，股票代码6886。近年来，华泰证券着力为客户提供全生命周期综合金融服务，逐步形成了以投资银行业务为龙头，以经纪与财富管理业务为基础，以投资与交易业务和资产管理业务为两翼的全业务链体系。

华泰证券深入推进业务创新与转型发展，深化全业务链体系建设，始终保持稳步发展的良好势头，业务资格不断增多，业务体系和结构不断完善。经营范围增加证券投资基金托管业务、贵金属现货合约代理业务、黄金现货合约自营业务等，并获准开展或开通客户资金消费支付服务、柜台市场业务、A股交易单元港股通业务交易权限等。各项主要业务均衡发展，业务范围不断拓展，逐步形成了涵盖证券、基金、期货和海外业务等为一体的综合金融控股集团。

6.1、华泰证券大事记

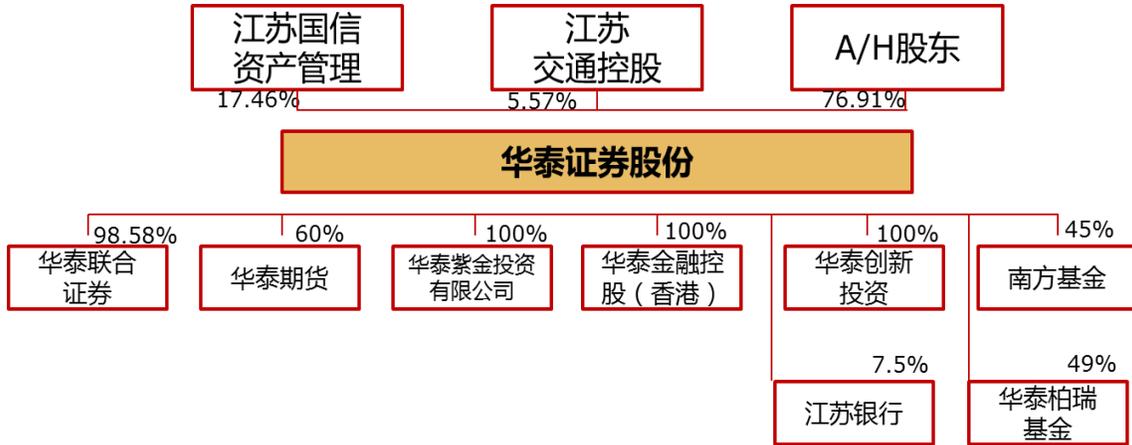
6.1.1、华泰时间轴



1991年4月，华泰证券股份有限公司的前身——江苏省证券公司经中国人民银行总行批准设立，注册资本为人民币1,000万元。2005年4月，托管亚洲证券，并顺利成为亚洲证券证券类资产的受让方。2005年6月，7亿元参股联合证券增资，持股70%，成为第一大控股股东。2006年7月，出资控股长城伟业期货公司，成为其第一大股东。2006年8月，获准筹建华泰金融控股（香港）有限公司。2006年12月，出资认购江苏银行股份，成为其第二大股东。2007年12月，出资受让信泰证券股权，成为其控股股东。2007年12月，改制为华泰证券股份有限公司。2009年7月经中国证监会证监许可，增资注册资本，并吸收合并信泰证券有限责任公司。2010年11月，完成股权变更后，华泰证券增持联合证券股权至98%。2010年2月华泰证券公开发行人民币普通股（A股）7.8456亿股，并在上海证券交易所挂牌上市交易。2015年6月，华泰证券公开发行H股15.4亿股，在香港联合交易所有限公司挂牌上市交易。

6.1.2、华泰证券股权结构图

图 5 华泰证券股权结构图



华泰证券实际控制人为江苏省国资委。2015年6月，因公司发行H股，公司的国有股东包括江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司等21家股东进行国有股减持。减持后，江苏省国信资产管理集团持股比例从23.89%下降至17.97%，江苏高科技投资集团有限公司的持股比例从6.43%下降至4.91%，江苏省苏豪控股集团有限公司的持股比例从5.07%下降至3.87%。此次股份变动，没有导致本公司的第一大股东及实际控制人发生变化。江苏省国信资产管理集团，维持第一大股东地位不变，实际控制人是仍然是江苏省国资委，持股比例从48.96%下降至37.12%。

6.1.3、华泰证券业务收入结构

2014年，华泰证券经纪业务市场份额达到8.15%，比2013年提高2.03%；2014年佣金率万分之4.8，比2013年下降万分之1.7；经纪业务收入50.0亿元，同比增长31%。自营业务收入29.6亿，同比增长196%，投资资产增加及股债两市走强是自营业务

收入增长的主要原因，同时公司加大量化对冲投资等非方向性投资业务占比，固定收益类投资业务营业收入及利润稳步上升，同时积极拓展权益类收益互换与收益凭证等场外业务。资产管理业务收入 2.0 亿，同比增长 44%，主要是由于集合业务规模大幅增长带来的。2014 年底公司集合资产管理业务规模为 572.2 亿，同比增长 158%。投行业务爆发，同比增长 104%。资金+客户资源优势，资本中介业务快速增长。

图 6 华泰证券业务收入结构

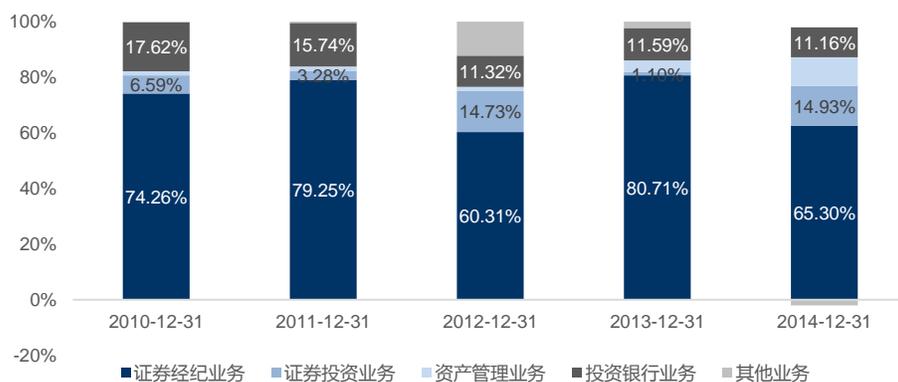
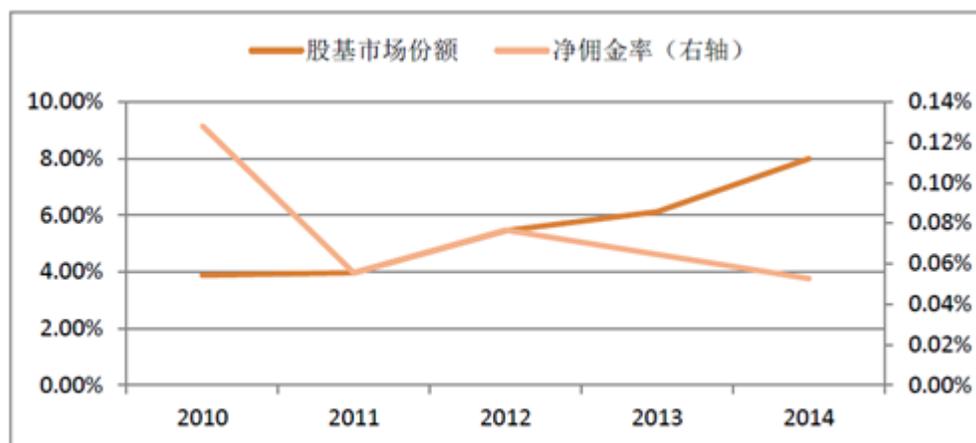


图 7 华泰证券经纪业务市场份额及佣金率变动



资料来源: Wind, 公司年报, 平安证券研究所

6.1.4、华泰证券最新业务优势

华泰证券战略布局清晰，各项业务已经进入行业第一梯队。截止2015年底，融资融券余额排名行业第六，托管市值位居行业第三。经纪业务市场占有率位居行业第一，市占率远超第二名的中信证券。领先的综合投资银行以及业内口碑第一的并购业务，按照中国证监会核准的并购交易数量计，华泰证券并购业务自2012年起连续三年排名行业第一³。

图表 20 2015 年华泰证券业务优势表

2015年华泰证券业务优势表		
业务类型	指标	行业排名
经纪业务	股基交易额	行业第1名，市占率8.363%； 第2名中信证券（含浙江、山东）市占率6.429%
融资融券	两融余额规模	行业排名第6，两融余额661亿元，市占率5.63%； 前三名为中信、国泰君安、申万宏源
投行业务	IPO募集资金额	首发10家、募集资金116.51亿元，家数与募资金额均排行业第5名； 前四位分别为光大、瑞银、中信和平安证券。
投行业务	并购业务	并购交易金额2,667.56亿元，排名第1，同比增长193.47%； 并购交易39项，排名第3，前两名是中信建投(42项)、西南证券(40项)。
资管业务	资管规模	2015年三季度末，管理资产规模5595亿元，位列第3名，同比增长63.3%； 前两位为中信和申万宏源。
研究实力	公募基金交易佣金	2014年排名第18名，2015年上半年公募基金佣金2.10亿，佣金席位占比3.17%；前三名为中信、海通、国信
研究实力	新财富榜单	2015年位列新财富进步最快研究机构第2名，比2014年前进一名； 进步最快第一名为方正证券。

6.2、华泰证券 2010-2014 年重点并购事件分析

2010年11月，华泰联合证券完成了股权变更手续，华泰证券持有其股权比例增至98%。华泰证券并购联合证券，历时数年，在此前亚洲证券、信泰证券并购基础上，华泰证券的横向并购再下一城，但并购中几经波折，经历整合阵痛。

³中银国际证券，魏涛、郭晓蕾，《互联网金融的开拓者，并购业务的金字招牌》，2016。

华泰证券与联合证券的横向并购，历经四年多才开始真正意义的整合。2000年，联合证券因四通集团等部分股东挪用客户保证金，使公司营运资金匮乏。次年联合证券开始谋求扩股增资，但因种种原因未能成功。2005年6月，华泰证券与联合证券签署相关协议，华泰投资7亿元增资，持有联合证券70%股权。后经过吸收、换股等一系列变更，截至2011年底华泰证券共持有华泰联合证券98.19%的股份。在2006-2010年期间，华泰证券并未对联合证券进行实质性的整合，直至2010年华泰证券上市之后才开始大规模的内部调整。

2005年6月，原联合证券股东1:0.3股缩股，华泰证券以7亿元新增入股，收购联合证券70%股权，成为其第一大股东。2007年4月，上海茶叶进出口公司所持有0.42%的股权，以及华东电力公司持有0.27%的股权转让给华泰证券。2009年4月，华泰联合股东大会通过《关于联合证券股权整合的议案》，原股东单位中国华闻投资控股有限公司、中泰信托投资有限责任公司、上海新华闻投资有限公司、中国广东核电集团有限公司等23家以换股方式将其所持有的联合证券股权转换成华泰证券股份。变更后，华泰证券成为华泰联合证券公司97.43%的股权持有人，股东家数减少至12家。在2009年以定向发行股份和现金收购方式对联合证券进行股权整合的基础上，2010年7月华泰证券与中国东方资产管理公司长沙办事处签订了《产权交易合同》，以935万元受让其所持华泰联合证券公司0.3%股权。2010年11月，华泰联合证券公司完成了股权变更相关手续，股权比例增至98%。

引致这种缓慢整合的三个原因。其一，由于联合证券是管理层控制权较大，华泰证券有心无力，“整不动”联合证券，受联合证券市场化机制的影响，最后华泰派出联合证券的管理人员成了整合的障碍（派去联合证券的管理人员在联合享受到的薪酬待遇远高于原在华泰的水平，因此派过去后对推动整合的动力明显不足）；其二，华泰证券和联合证券的文化冲突较大，其中华泰证券成立的时间较长，从整体上来看属于保守派，而联合证券偏市场化，属于激进派，华泰股东较强而联合证券管理层的话语权较强，两者文化差异较大；其三，由于华泰收购联合的定价偏低，收购后带来了显著的财务收益，较高的财务收益在一定程度上掩盖了整合中的各种问题，拖延了整合进程。

客户交易系统的切换是较大的挑战。为避免同业竞争，华泰证券和联合证券在 2009 年 10 月进行业务的地域划分，实行划江而治。其中在经纪业务上，华泰联合证券经纪业务经营范围为广东等东南沿海及重庆等西部地区，共 12 个省市（具体为广东、广西、海南、湖北、湖南、福建、江西、四川、重庆、云南、贵州、西藏），其余区域经纪业务划归华泰证券。具体操作方式为，华泰证券收购华泰联合证券 26 家证券营业部（含 3 家证券服务部），华泰联合证券收购华泰证券 37 家证券营业部（含 9 家证券服务部）。两者差额为 362.20 万元，华泰联合证券以货币资金形式汇付 362.20 万元的资产交换差额给华泰证券。从 2010 年 1 月 1 日起转让营业网点产生的一切损益由受让方享有或承担。伴随划江而治而来的是客户交易系统的切换问题。在最初，华泰证券是两个公司的两套体系单独运作，在进行了多次模拟合并后才最终实现了整体的切换。在这个过程中，华泰证券面临了很多困难，客户交易系统的切换在一段时期内成为整合的最大挑战。

业务整合：结合业务特征与整合双方的状况综合考虑。在业务整合上，华泰与联合证券的整合一方面考虑了业务特征，将关联度较大的业务放在一起，如研究与经纪、资管等，而关联度相对较低的投行、投资等可以分开运作；另一方面充分考虑整合双方的业务特征，如投行业务方面，采取强方吸收弱方的形式，联合证券主导了投行业务的整合。

人员整合：有进有出，明确预期。并购重组中不可避免的是人员流动问题，华泰与联合整合中也面临了这个问题。以投行为例，整合前华泰联合有近 500 人的投行队伍，整合后借助结构化的裁员，实现人才的有进有出，调整投行团队的人力结构，打破了小团队作战的运作模式。从经验来看，人员的流动并不可怕，关键是一定要有明确的预期，让留下来的人明确自己的职位和发展方向，在预期明确的前提下，即使整合进程偏缓，问题也不大。

文化融合：取长补短。在整合前，华泰证券是“罚”的文化氛围，风控较严；而联合证券是“奖”的文化，是业务导向型。经过 4-5 年的融合，华泰联合在一定程度上实现了原有两者文化的融合。在成本控制上更多是“罚”的文化，在业务开拓上更多是“奖”的文化；打压“剥削文化”（不做事的人还拿很多钱）和“欺负人的文化”（做事多的人拿钱少），力求营造尽量公平的文化氛围。

激励机制：注重战略性，相对透明。在激励机制设计上，经过近 8 年的融合，华泰联合目前形成了相对透明、注重长期性和战略性的薪酬激励体系。过去的发展经验表明过于直接的绩效考核体系不可行且危害较大，其容易引致公司业务风险收益的失衡，容易引致公司行为的短期化，容易引致局部利益与公司整体利益的冲突。现今华泰联合薪酬体系有

三大特征：一是相对透明，员工对收入有明确的预期；二是鼓励做大蛋糕，个人最终的收入取决于大部门整体的收入，在部门收入翻番且部门人数不变的情况下，个人收入也基本能实现翻番增长；三是追求尽量公平的文化氛围，在保证多劳多得的前提下，尽量缩小同级别职工间的收入差距，使员工更多的注重工作本身，而不是薪酬高低。

6.3、华泰证券核心竞争力指标得分

图表 21 2010-2014 华泰证券核心竞争力得分

华泰证券												
一级指标	二级指标	三级指标	2010	得分	2011	得分	2012	得分	2013	得分	2014	得分
企业规模及经营能力 (50%)	营业规模 (30%)	总资产 (10%) 单位: 万元	8647926	0.79	7469954	0.65	6941791	0.53	8834968	0.46	27222603.55	0.57
		营业收入 (20%) 单位: 万元	531184	0.28	385299	0.26	441579	0.56	592644	0.67	1206230.38	0.41
	盈利能力 (10%)	净资产收益率 (10%)	0.11	0.40	0.05	0.41	0.04	0.41	0.06	0.47	0.12	0.51
	风险管理水平 (10%)	证监会分类评级结果 (5%)	1.00	1	1	1	1	1	1	1	1	1
		净资本/净资产 (5%)	0.72	0.52	0.69	0.51	0.66	0.47	0.60	0.53	0.47	0.49
企业规模及经营能力			25.01		23.42		28.00		31.44		26.48	
客户基础及市场影响力 (50%)	客户资源 (10%)	客户总资产的业内排名 (10%)	2	0.99	3	0.98	3	0.98	5.00	0.97	7	0.95
	网络布局 (10%)	全球营业网点数量 (10%)	135	0.58	226	0.90	236	0.92	239.00	0.93	247	0.89
	市场影响力 (30%)	代理买卖证券业务净收入的业内排名 (7%)	2	0.99	2	0.99	4	0.97	5	0.97	8	0.94
		股票承销总金额的业内排名 (3%)	9	0.92	17	0.85	17	0.86	7	0.95	8	0.94
		债券承销总金额的业内排名 (3%)	24	0.78	25	0.78	17	0.86	11	0.91	9	0.93
		资金业务收益率 (9%)	0.08	0.26	0.08	0.25	0.11	0.62	0.12	0.63	0.27	0.93
		受托客户资产管理业务净收入的业内排名 (8%)	7	0.94	7	0.94	9	0.93	5	0.97	19	0.85
客户基础及市场影响力			38.55		41.48		44.72		45.02		45.74	
核心竞争力评估得分			63.56		64.91		72.72		76.46		72.22	

完成对联合证券的整合后，华泰证券利用资本规模、信息技术开始持续打造业务结构体系，核心竞争力评价指标出现显著变化，五年间，不仅绝对得分持续提升，相对排名亦从2010年第八名，攀升到2014年第五名，尤其是2013年企业规模经营能力得分、客户基础与市场影响力得分都有较好表现。

资本规模跻身行业前列。资本规模是决定券商竞争地位、盈利能力、抗风险能力与发展潜力的关键因素之一，充裕的资本规模将是券商快速发展的基础。华泰证券2014年完成353 亿元人民币短期融资券、160 亿元人民币次级债券、70 亿元人民币短期公司债券的发行，并通过境外特殊目的公司完成4 亿美元首期境外债券的发行，同时启动了H 股发行并上市工作。通过外部融资与内生增长，华泰证券资本结构进一步改善，资本规模逐步跻身行业前列，为华泰证券实施业务转型、加快业务创新提供了先发优势。

6.4、华泰证券差异化竞争力——领先的移动互联网信息技术

在业务发展竞争上，容易仅看到华泰证券祭出价格杀手锏，通过低佣金抢占市场占有率的表象，而忽略了华泰证券背后对信息技术创新的重视和投入，多年来通过合理规划并构建完善信息系统架构和IT支撑平台，致力于打造集中统一的IT支撑系统，提升信息技术对业务发展、运营管理的支撑与引导能力，真正地帮助华泰证券实现了业务转型与创新，可以说，“互联网+”是华泰经纪业务出类拔萃的基石。最大的差异化优势是一流的移动金融平台、基于互联网的全业务链服务、线上线下服务的联动协同能力和高效率、低成本的集约化运营管理能力。

1997年华泰证券率先推出网上交易，提供更为便捷的交易服务。2009年伊始，在互联网金融趋势尚未兴起之前，华泰证券确定并开展实施以移动互联网为主要发展方向的战略目标。2013年3月自建“涨乐网”一站式金融服务平台；同年9月推出网上开户业务，通过官网、涨乐网、涨乐财富通手机客户端等“两网一端”实现经纪业务通道服务以及围绕通道服务的基础理财服务向互联网集中。2014年4月，华泰证券与网易合作，在互联网金融业务方面走在行业的前列，充分利用互联网金融提高理财服务面向客户的覆盖度和渗透率。

华泰证券布局互联网战略十分坚决，并在公司内部克服了许多阻力。几年前开始的各业务条线的整合，围绕客户需求和业务发展需要实现业务部门联动，营业部中后台统筹管理集中到地区分公司和总部。在符合监管规定的前提下，将能在网上操作的业务都“搬上网”，压缩业务成本。由于营业部数量较多，华泰证券制定了“轻物理柜台业务、重业务开展”的模式，实现营业部动态管理，也根据营业部业绩水平适时关停、合并和新设。

与网易独家合作打造第三方金融信息与交易服务平台。华泰证券有多家互联网渠道引流合作方，如小米、先锋、移动、搜狐、网易等。其中2014年4月华泰与网易开展排他性的战略合作，从合作目标来说，一方面希望借助网易公司的平台入口引导客户，另一方面以及利用搜索、移动、数据挖掘等技术，打造一个集网上证券开户、财经资讯服务、理财产品销售、网上交易、投资者社区于一体的开放式第三方金融信息与交易服务平台。但从实现效果来看，目前各大券商通过与垂直门户网站的导流并未实现较理想的效果。

图 8 华泰证券布局互联网+的路径

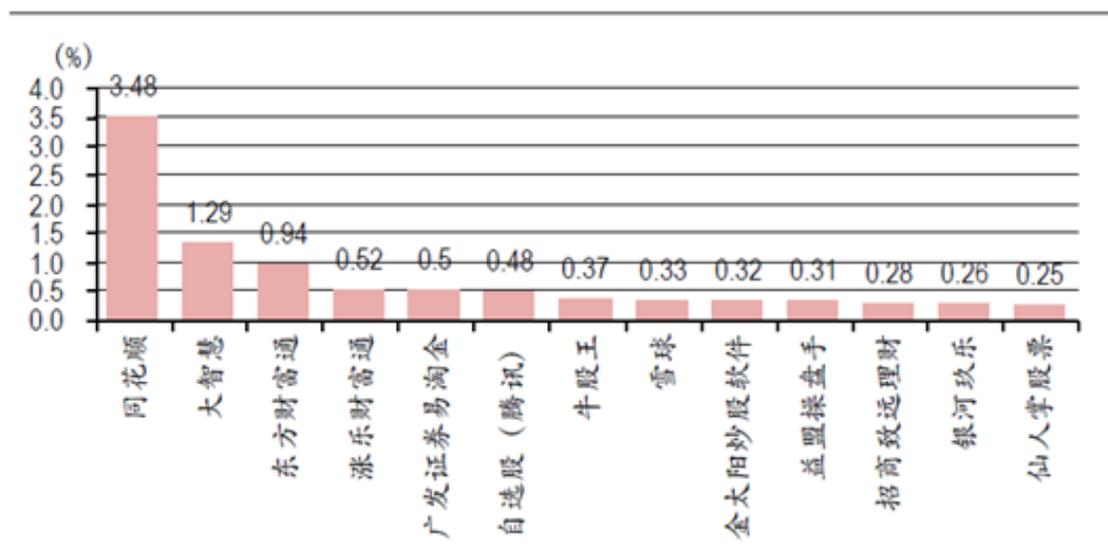


资料来源：公司年报，中银证券

涨乐财富通：口袋里的理财专家⁴。借助IT技术优势，华泰证券在移动端发力较早，打造的“涨乐财富通”在业内拥有较好的声誉。根据移动互联网综合数据服务公司talking data数据显示，“涨乐财富通”应用app在证券公司中的覆盖率排名第一。从功能上移动端APP实现了业务的全覆盖，未来公司计划所有新业务先在移动端而不是PC端上线，内容上也往下游推进业务链。目前已有提供了P2P产品天天财、固定期限产品天天发。依托华泰强大的数据平台，“涨乐财富通”更在业内率先推出客户“综合账户”体系，证券、基金、债券、信托等全交易品种及对应全账户资产盈亏、汇总一目了然，实时展示，还独家创新推出全方位账户分析功能，帮助客户提高投资水平。

⁴ 魏涛、郭晓露，互联网证券的开拓者、并购业务的金字招牌。中银国际证券，2016年，7-10。

图 9 炒股 APP 覆盖率（2015 年第三季度）



资料来源: TalkingData 应用排行, 中银证券

华泰证券大力推进互联网证券业务创新，持续完善优化移动互联网平台业务功能及用户体验，逐步从“客户服务”向“用户服务”突破。2015年上半年，移动终端“涨乐财富通”下载量536.7万次，日均活跃客户数94.2万人次；“涨乐财富通”移动终端客户开户数165.8万人次，占新增开户数89.1%。截止2015年12月4日，华泰证券“涨乐财富通”（手机客户端）下载安装运行设备量超过1000万台。

6.5、华泰证券估值变动

2010-2012 年整合阵痛期间，南北磨合与佣金费率自由化后竞争激烈，华泰证券的净佣金率从 0.084%下降到 0.065%，经纪业务市场份额快速下跌，2010 年被中信证券超越，从第一名回落到第四名。这三年总市值变动落后于申万证券行业指数涨跌幅。

2013-2015年并购整合形成新业务优势，顺应行业佣金率下降趋势，主动实施互联网+战略，采用低佣金策略，净佣金率从0.040%再调降至0.027%，辅以2014年与网易的互

联网合作，推动经纪业务市场份额显著回升，重回占比第一名，从6.01%大幅增长至7.31%，其中2015年前三季度经纪业务市占率超过8.4%。华泰证券整合后明确发展方向，积极打造财富管理和移动互联网平台，一方面通过移动端获客，继续辅以后台支持；另一方面推进更多财富管理产品，提高客户黏性，带来有效客户增长。2014年的总市值当年上涨179%，显著强于申万证券行业指数121%的涨幅。

图表 22 华泰证券 2010-2014 年市值变动表

华泰证券 (601688)	开盘价	收盘价	总股本(亿股)	总市值(亿元)	总市值变动 (亿元)	总市值变动幅度	证券行业指 数涨跌幅	净利润 (亿元)	EPS	PB	PE
2010	19.43	12.69	56.00	710.64	-377.44	-34.69%	-24.89%	34.80	0.63	2.34	22.43
2011	12.72	7.33	56.00	410.48	-301.84	-42.37%	-31.92%	18.21	0.32	1.32	24.54
2012	7.40	9.31	56.00	521.36	106.96	25.81%	28.10%	16.61	0.29	1.61	33.97
2013	9.38	8.64	56.00	483.84	-41.44	-7.89%	-4.80%	22.69	0.39	1.41	22.69
2014	8.63	24.07	56.00	1347.92	864.64	178.91%	121.16%	45.50	0.80	3.32	30.54

从估值看，围绕 28 倍 PE 中枢波动，但 PB 估值近年出现从 1 倍跳到 3 倍。2013 年以来随着经纪业务市占率回升、并购业务持续排行第一，华泰证券的 PB 估值跳升，包含了对于公司互联网+战略带来的技术革新潜力，对客户产出价值的二次开发贡献。“互联网+”对于传统行业的影响不仅是提供高效便捷的服务渠道，证券公司从互联网业务中的收益也不仅仅是经纪业务放量这么简单。“互联网+”给传统行业带来的是管理思路上的变革，给证券行业带来的是更扁平化的管理链条、更低成本的展业方式、更高效的客户渠道建立及维护方式。华泰证券 2014 年底有效用户 600 万，2015 年 11 月底达到 800 万。2015 年用户增量占全部用户数 25%，新开户交易额占公司所有用户总交易额 20%，佣金收入贡献超过 10%。“互联网+”不仅给华泰证券带来了成交量市占率的大幅提升，客户渠道的拓宽，为融资融券、投行新三板、财富管理、PB 主经纪商业务均奠定了良好基础。华泰证券各项业务的齐头并进提升了业务部门对人才的吸引力，公司运作形成了良性循环。

七、海通证券的并购与核心竞争力

海通证券成立于1988年，是国内最早成立的证券公司中唯一未被更名、注资的大型证券公司。海通证券A股于2007年在上海证券交易所挂牌上市并完成定向增发，H股于2012年在香港联合交易所挂牌上市，公司注册资本金增至95.84亿元。自2007年以来，海通证券总资产和净资产一直位居国内证券行业第二位。公司经纪业务基础雄厚，在境内外拥有300余家营业部，拥有500万零售客户和超过1.2万个机构客户及高净值客户，客户资产规模超万亿元。海通证券积极推进金融控股集团建设，基本建成了以证券为核心，业务涵盖期货、直接股权投资、基金和融资租赁等多个业务领域的金融控股集团。

7.1、海通证券大事记

7.1.1、海通时间轴

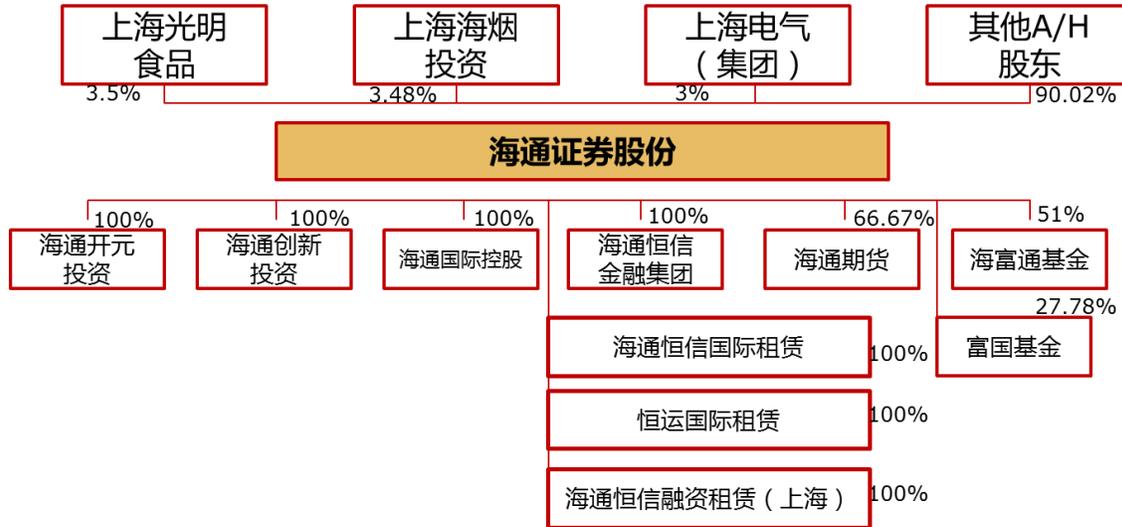


1988年，海通证券成立，注册资本人民币1000万元，注册地为上海，当时名称为上海海通证券公司，主要股东为交通银行上海分行。2002年1月28日，海通证券有限公司整体变更为股份有限公司，海通证券有限公司更名为“海通证券股份有限公司”。注册资本金增至87.34亿元，成为当时国内证券行业中资本规模最大的综合性证券公司。2005年，成

功托管甘肃证券和兴安证券，实现低成本快速扩张。2007年6月7日，都市股份将全部资产与负债出售予公司控股股东光明食品（集团）有限公司，同时吸收合并原海通证券。海通证券A股于2007年在上海证券交易所挂牌上市并完成定向增发。2009年，海通证券成功收购了香港本地老牌券商大福证券，更名为海通国际证券。后又以海通国际为平台在新加坡及日本建立分公司。2012年4月27日，发行1,352,340,000股H股，募集资金143.8亿港元，在香港联交所主板挂牌并开始上市交易。公司注册资本金增至95.84亿元。2014年11月恒信国际租赁有限公司完成更名及增资。2014年10月24日完成更名为海通恒信国际租赁有限公司。公司全资子公司——海通国际控股有限公司，于2014年11月对海通恒信金融集团有限公司增资20亿元人民币。2014年11月下旬，海通国际证券全资附属公司Haitong International (BVI) Limited 于2014年11月下旬与Japaninvest Group plc 达成协议以收购Japaninvest。2014年12月，公司签约收购葡萄牙圣灵投资银行，海外布局进一步完善，国际化战略继续深化。2015年9月7日完成对葡萄牙圣灵投资银行的收购，并将其改名为海通银行。

7.1.2、海通证券股权结构图

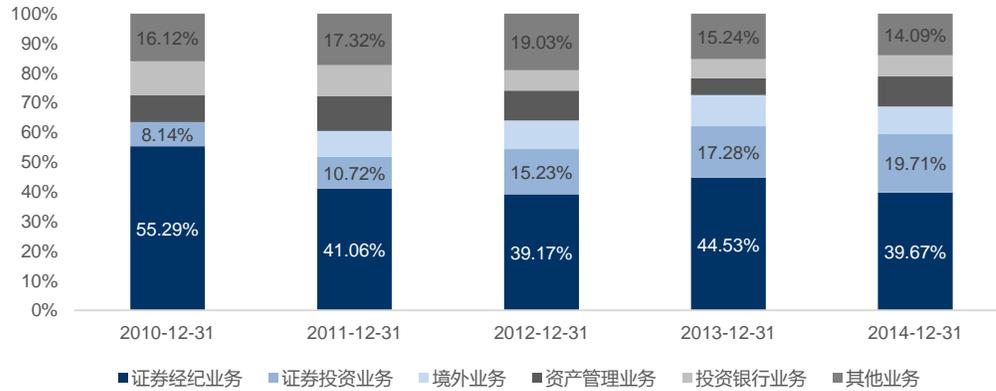
图 10 海通证券股权结构图



海通证券行政管理上归属上海金融工委，从股份公司成立时，即明确建立科学透明的法人治理结构和授权体系，包括：董事会决策权、监事会监督权和经营管理层经营权的制衡治理机制。王开国董事长领衔的管理团队长期稳定，保障了公司长期战略意图的一以贯之，尤其是十年来，董事会一直坚持并贯彻实施海通证券的国际化目标，在并购大事记时间轴上清晰描绘了海通证券的主要步骤和路径。

7.1.3、海通证券业务收入结构

图 11 海通证券业务收入结构图



五年来，海通证券传统业务加快转型，新业务盈利持续释放，形成传统和创新业务多元共赢的创利模式。经纪交易市场占率行业前四，股权融资承销金额排名行业第二，并购交易金额排名行业第一，投资采取多样化策略，资管业务规模持续攀升，资本型中介业务规模化增长，权益类、利率类和跨境类等多元化收益互换业务初显成效，做市业务和资产交易业务较快发展，实现多面开花新局面。

7.1.4、海通证券最新业务优势表

图表 23 2015 年海通证券业务优势表

2015年海通证券业务优势表		
业务类型	指标	行业排名
经纪业务	股基交易额	行业第5名，市占率4.99%；前三名为华泰、中信、国泰君安。
融资融券	两融余额规模	行业第8名，两融余额607亿元，市占率5.17%；前三名为中信、国泰君安、申万宏源
投行业务	IPO募集金额	首发9家、行业排名第9，募集资金30亿元，行业第15名；前四名分别为光大、瑞银、中信和平安证券。
投行业务	并购业务	并购交易金额1,478亿元，排名第5，同比增长6%；并购交易25项，排名第7，前两名是中信建投(42项)、西南证券(40项)。
资管业务	资管规模	2015年三季度末，管理资产规模3803亿元，位列第9名，同比增长33.2%；前三名分别为中信、申万宏源、华泰
研究实力	公募基金交易佣金	2014年排名第2名，2015年上半年公募基金佣金3.35亿，佣金席位占比5.06%，排名第2；第一名是中信
研究实力	新财富榜单	2015年位列新财富最具影响力的研究机构第2名，比2014年后退一名；第一名为国泰君安。

海通证券多项业务指标稳居行业前列，不断拓宽融资渠道，大力发展创新业务，加快海外布局。截止2015年末，经纪业务市场份额为4.99%，行业排名第五；投行首发9家IPO，行业排名第九，并购交易金额行业居第一；资产管理规模3803亿，行业排名前九。总资产行业排名第二，不断通过发行公司债、短期公司债、短期融资券、美元债等方式，海通证券使经营杠杆率从2.01 提高到3.76。融资融券规模行业居第八位；期货市场份额行业居第一。海通证券也着力发展互联网金融，在收益凭证、新三板、黄金交易等创新业务上，凭借强大的资本优势和丰富的客户资源，展示广阔发展前景。

7.2、海通证券 2010-2014 年重点并购事件分析

1) 持续海外收购取得实质性突破，搭建全方位的国际业务平台，有利于把握日益增长的跨境业务机会，满足客户的跨境业务需求，提升海通证券的国际影响力。

2009 年，海通证券收购香港大福证券后改组成为海通国际，其后又以海通国际为平台在新加坡及日本建立分公司。2013 年，海通证券以 7.15 亿美元收购恒信金融集团，进入金融租赁行业。2014 年海通国际成功签约收购日本上市公司 JapanInvest（吉亚），进一步增强对机构投资者的研究服务能力。同年 12 月，海通证券发布公告，拟通过其子公司收购葡萄牙圣灵投资银行。后者为葡萄牙最大投资银行，拥有 144 年的历史，以欧洲为其本土市场，并在伦敦、纽约和香港设立分支机构，2013 年营业利润为 7600 万欧元，净利润为 700 万欧元，以金融投资为主的国际性银行，其业务范围涵盖美国、英国和巴西等 8 个国家的 825 个合作机构。2015 年 9 月完成对葡萄牙圣灵投资银行的收购，并将其改名为海通银行。成功收购葡萄牙圣灵投资银行，使得海通证券的业务布局有望扩展到欧美成熟市场和南美、非洲等新兴市场，并进一步提升了全球化服务的能力。

海通证券在 2000 年就确定了集团化和国际化的战略并一以贯之。2007 年实现 A 股上市，2012 年实现 H 股上市。公司既注重内涵增长，也积极寻求外延式扩张的机会。因此，收购是其中重要的一个战略，并从 2010 年开始不断关注和筛选。海通在 2000 年提出改制，明确要走国际化。最早收购了海通期货，通过收购后业务提升很快。后来 2005 年收购兴安证券、甘肃证券，像这样的机会今后也不会有。之后拟收购百瑞信托，但是因为政策的原因后来没批。2009 年收购香港大福证券，客户和业务发展也比较快，在香港

券商排名为 20 多名。海通证券管理层认为，中国证券公司杠杆率偏低，通过自身精耕细作拓展规模的业务步伐较慢，并购能实现快速扩张，提升发展速度。前期调研充分能够更好控制并购风险。从海通数年的并购案例看，并购成功率非常高，主因还是坚持了市场化并购，并贯彻实施市场化运营机制。如业务条线奖励机制市场化，又确保兑现，形成团队的稳定和凝聚。

2) 海通证券 7.15 亿美元并购恒信金融集团，是一场双赢的并购。

2013 年底，海通证券宣布斥资 7.15 亿美元收购恒信金融集团涉足融资租赁，1.8 倍 PB 估值，以 H 股上市募集 48 亿加上发债，辅以过桥贷款，支付收购款项。恒信金融集团是一家控股公司，其拥有两家直接全资子公司，分别为恒信和恒运，以及一家通过恒信间接拥有的全资子公司泛圆。恒信致力于向各行各业的客户提供设备融资租赁服务，是中国最大的外资控股的租赁公司之一。恒运主要业务为经营目标集团的重型卡车租赁业务。

从被并购方恒信金融租赁角度来看，与海通证券合并带来客户和融资渠道的双重协同，有效控制融资成本。首先，满足企业客户融资需求方面协同。恒信金融租赁（注册资本 2.05 亿美元）的业务范围已从传统医疗、印刷、政教、机床等设备租赁业务向工业、节能环保、农业等领域进行拓展，客户结构与海通证券企业客户（例如融资企业、债券业务的客户等）形成互动。其次，多元化融资渠道的协同。过去恒信金融租赁 80% 的融资渠道依靠银行，在收购后，借助海通证券的资产证券化 ABS 和 OTC 柜台交易实现了融资渠道多元化，并有效控制融资成本。2014 年恒信租赁通过银行贷款、发行境外人民币债和美元债等措施募集资金 122 亿元，全年新增投放融资金额 141 亿元，租赁余额 202 亿

元。2014 年，融资租赁业务实现利润总额 5.17 亿元。未来融资租赁发展空间广阔，核心竞争力在于融资能力和团队管理。

从并购方海通证券来看，收购恒信金融集团能继续完善综合金融服务平台，提升自己的抗风险能力，一方面，通过整合利用和进一步拓展恒信金融集团已经建立的租赁业务实力，能够为处于不同发展阶段的企业提供包括直接股权投资、债务融资、股权融资、结构性融资、租赁、并购咨询等在内的更加全面的服务，以更好的满足机构客户不断多样化的金融需求，从而提高客户的忠诚度。另一方面，恒信金融租赁的业务收入规模性和稳定现金流，使海通证券的营业收入更加多元化，降低证券市场市场周期性波动的影响。

海通证券选择恒信金融集团作为收购标的，主要看中三个因素：一是优秀的管理团队，特别是 CEO 李思明，在融资租赁行业深耕 20 年、管理成绩优异的历史记录；二是非常透明的财务报表和良好的盈利水平；三是原股东 TPG（德州太平洋集团）寻求退出股权投资，可以获得全部控制权。基于行业发展前景、协同效应、资产质量、盈利水平和控制权溢价，本次海通收购恒信金融集团对应的 PB 为 1.86 倍，收购价格相对公允。

海通收购后有效保持了恒信金融租赁管理团队和业务团队的稳定。海通证券设置了“CEO 不能在一年内离职”等保护性条款，维持了原有管理团队。通过董事会成员的调整来发挥控股股东的治理功能。更换原 TPG 的董事会三名成员为：海通证券副总裁、计财部和战略规划部负责人，经营上继续给予恒信金融租赁完全的自主性，目前业务规模已拓展至 200 亿，海通证券为恒信金融设置的远期业务目标是 500-800 亿水平，依靠融资能力的提升，恒信金融租赁目前的 6.6 倍杠杆率，预计可提升至 8 倍。恒信金融建设了一套有

效的风险控制流程，重视风险评估、按照业务发展规模进行人力资源匹配，正是恒信金融租赁的业务核心竞争力之一，目前坏账率 0.9%-1.1%之间，人员离职率 25%（与融资租赁行业平均流动率一致）。融资租赁行业也具有寡头垄断的特征，其中前 20 家企业占 70% 的行业市场份额。

收购以后，海通对恒信金融的核心管理层实施了股权激励计划，有效期 5 年。海通国际控股子公司恒信金融集团于 2014 年 5 月 27 日采纳了一项股票期权激励计划，有效期 5 年。根据该计划，激励对象为恒信金融集团董事会认定的恒信金融集团及其附属公司的董事、高级管理人员、经营管理骨干、核心技术及业务人员等。总计不超过 50 人。

7.3、海通证券核心竞争力得分

通过历年多次并购，使得海通证券拥有卓越的综合性业务平台，核心竞争力得分持续攀升。经纪业务基础雄厚，投资银行业务具有较高的市场影响力，资产管理业务发展迅速，创新业务始终走在市场前列。成功收购并整合香港大福证券、恒信租赁，签约收购葡萄牙圣灵投资银行，海通证券已基本建成涵盖经纪、投行、资产管理、PE 投资、另类投资、融资租赁等多个业务领域的综合性产业链，具有强大的规模效应、交叉销售潜力和较强的全球服务能力，为业务发展提供了有力支撑。

在客户基础及市场影响力指标方面，海通证券拥有广泛的营业网点以及雄厚而稳定的客户基础。海通证券加快新型网点布局，截至 2014 年末，公司在中国境内拥有 307 间证券及期货营业部（其中证券营业部 271 家，期货营业部 36 家），遍布 28 个省、152 个城市；并通过海通国际证券在香港、澳门设有 13 间分支机构；收购圣灵投资银行后，公司

的业务网络进一步扩展到欧洲、北美洲、南美洲、非洲等成熟及新兴市场。凭借遍布全国极具战略性的营业网点，得以建立庞大且稳定的客户群，截至**2014**年末，海通证券境内外拥有超过**500**万名客户。

图表 24 2010-2014 海通证券年核心竞争力指标得分

海通证券												
一级指标	二级指标	三级指标	2010	得分	2011	得分	2012	得分	2013	得分	2014	得分
企业规模及经营能力 (50%)	营业规模 (30%)	总资产 (10%) 单位: 万元	10071766	0.92	8489643	0.74	10860803	0.83	12901784	0.67	35262214.87	0.74
		营业收入 (20%) 单位: 万元	791355	0.41	733892	0.50	690110	0.88	780797	0.89	1797847.44	0.62
	盈利能力 (10%)	净资产收益率 (10%)	0.08	0.28	0.07	0.61	0.05	0.43	0.06	0.43	0.12	0.52
	风险管理水平 (10%)	证监会分类评级结果 (5%)	1.00	1	1	1	1	1	0.8	0.8	1	1
		净资本/净资产 (5%)	0.74	0.53	0.70	0.52	0.67	0.48	0.65	0.57	0.51	0.54
	企业规模及经营能力			27.92		31.02		37.50		36.91		32.53
客户基础及市场影响力 (50%)	客户资源 (10%)	客户总资产的业内排名 (10%)	6	0.95	7	0.94	8	0.94	4.00	0.97	4	0.98
	网络布局 (10%)	全球营业网点数量 (10%)	189	0.81	199	0.79	211	0.82	237.00	0.92	266	0.96
	市场影响力 (30%)	代理买卖证券业务净收入的业内排名 (7%)	6	0.95	7	0.94	8	0.94	6	0.96	6	0.96
		股票承销总金额的业内排名 (3%)	4	0.97	10	0.92	15	0.88	5	0.97	2	0.99
		债券承销总金额的业内排名 (3%)	12	0.90	11	0.91	6	0.96	6	0.96	10	0.93
		资金业务收益率 (9%)	0.08	0.25	0.12	0.36	0.12	0.66	0.11	0.59	0.25	0.85
		受托客户资产管理业务净收入的业内排名 (8%)	26	0.76	24	0.79	30	0.75	21	0.83	5	0.97
客户基础及市场影响力			39.51		39.91		42.21		43.75		47.17	
核心竞争力评估得分			67.43		70.93		79.71		80.65		79.70	

7.4、海通证券差异化竞争力——业内领先的资本实力

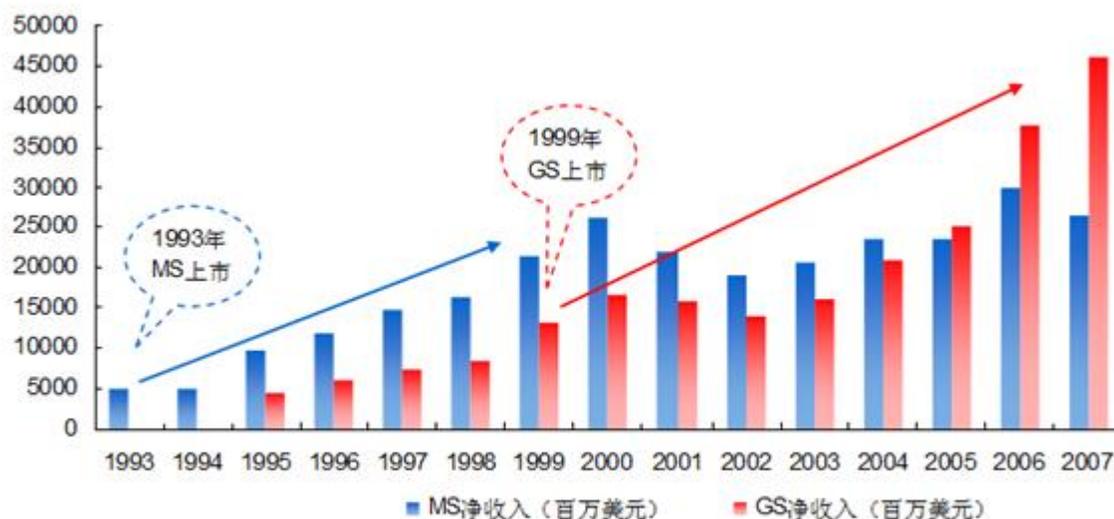
通证券分别以**2009-2014**年的总资产和净资产计，在中国证券公司中均名列第二位。海通证券综合实力雄厚，龙头地位稳固。海通证券曾多次增资，先后托管、并购甘肃证券、兴安证券、香港大福证券等，**2007-2013**年间抓住市场机遇，通过多次战略性的股权融资和债券融资，迅速增强了资本实力；**2015**年，完成了H股增发融资**299**亿港元，资本实力进一步增强。充足的资本为公司业务创新转型提供了先发优势，最近八年期间，由一家中型券商跨越式发展为综合实力行业第二位的大型证券公司。

从美国和日本投资银行的发展经验观察，资本补充是国际投行扩大业务规模的基础。以日本野村证券为例，野村证券在**1961**年较早实现上市。发行上市，累积资本金实力，极大促进了业务发展，为其构建行业领先的地位奠定了基础。野村证券一直维持**36**年，位居行业利润第一，至**1996**年，野村证券累计盈利占当年行业整体盈利的**34%**，远高于同期大和**18%**、日兴**16%**的利润占比。日本大投行在其发展的初期都成功的实现了上市，构建了良好的资本补充机制。

与日本相似，上市也极大推动美国投行的发展。摩根士丹利自**1993**年发行上市后净收入呈现直线上升态势，至**2000**年摩根士丹利净收入增长了**5.2**倍；高盛公司自**1999**年发行上市后，净收入从**1999**年**133**亿美元直线增长至**2007**年**460**亿美元的水平，其中受**2001**年互联网泡沫影响收入略有下滑，**9**年实现净收入增长**3.5**倍。与此同时，高盛公司的净利润从上市前**1998**年**24**亿美元的水平直线增长至**2007**年**116**亿美元的水平，十年净利润增长近**5**倍。除发行上市以外，国外投行还构建了多渠道的资本补充机制，这包括短期融资券、

长期债券、客户资本金等。多渠道的资本补充机制是国外投行实现负债经营的基础，这也使得其经营杠杆从初期的10倍不足的水平增长至危机前30倍杠杆的高水平。

图 12 上市推动了摩根史坦利和高盛的净收入提升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

资本补充更是提升市场影响力的基础，国际投行的发展经验表明良好的资本补充机制能够扩大公司业务规模，提升盈利水平，强化市场竞争力。尤其在我国以净资本为核心的风险监管体系下，证券公司的业务规模受到严格的净资本的限制，极大的阻碍了证券公司业务规模的扩张。从国内证券公司已有的资本补充机制出发，短中长期的资本补充渠道都十分有限，其中短期融资的用途有严格的限制；中长期的资本补充受到严格的资质审批，审批流程长。从负债结构分析，除了部分上市证券公司，多数证券公司的负债都表现为代理买卖/承销证券款，短期借款、长期借款等融资占比不足 5%，而同期国外投行对应项目的占比接近 40%。而以做市商、融资融券等为代表的资本中介型业务在一定程度上都是

资本消耗型业务，单一的资本补充机制极大限制了我国证券公司多元业务的发展。未来，我国证券公司一定要丰富资本补充渠道，强化资本补充机制，为多元化业务发展和盈利模式转型奠定基础。

图表 25 与国外投行相比，中国证券公司资本补充机制单一

负债中占比	高盛	摩根士丹利	中信证券	广发证券	海通证券
短期借款	6%	0%	0%	0%	5%
卖出回购金融资产款	19%	15%	23%	17%	18%
代理买卖/承销证券款	23%	17%	60%	79%	73%
保证金	5%	10%	0%	0%	0%
无抵押长期借款/应付债券	20%	27%	2%	0%	0%

资料来源：各公司年报，申万宏源研究

7.5、海通证券估值变动

海通证券 (600837)	开盘价	收盘价	总股本(亿股)	总市值(亿元)	总市值变动 (亿元)	总市值变动幅度	证券行业指 数涨跌幅	净利润 (亿元)	EPS	PB	PE
2010	17.93	8.97	82.28	738.04	-737.21	-49.97%	-24.89%	38.68	0.45	1.78	21.52
2011	9.05	7.02	82.28	577.59	-167.02	-22.43%	-31.92%	32.82	0.38	1.35	19.65
2012	7.12	9.89	95.85	947.93	362.11	61.81%	28.10%	32.34	0.33	1.67	32.53
2013	10.01	11.04	95.85	1058.15	98.72	10.29%	-4.80%	42.81	0.42	1.76	26.89
2014	11.00	23.77	95.85	2278.29	1223.97	116.09%	121.16%	81.19	0.80	3.37	29.91

海通证券从2012年开始市值波动和估值弹性显著强于申万证券行业指数，显示出公司全产业链模式、创新领先、国际化外延发展等优势，充分得到市场认同，2014年海通证券国际化并购事件频发，连续出售融资租赁、境外证券研究、境外银行等多领域，基本面快速发展预期与股价互动有效，在2014年的PB估值从1.76倍跳升至3.37倍，成长性较完整地体现于股价，估值表现未存在显著预期差。

海通证券的市值中还包含了投资机构对海通证券所拥有的稳健公司治理、有效风险管理及内部控制体系的认可。在投资者沟通中，海通证券一直强调，其在26年的经营历史中，成功度过了多个市场和业务周期、监管改革和行业转型发展，是中国境内二十世纪八十年代成立的证券公司中唯一一家至今仍在营运并且未更名、未被政府注资且未被收购重组过的大型证券公司。

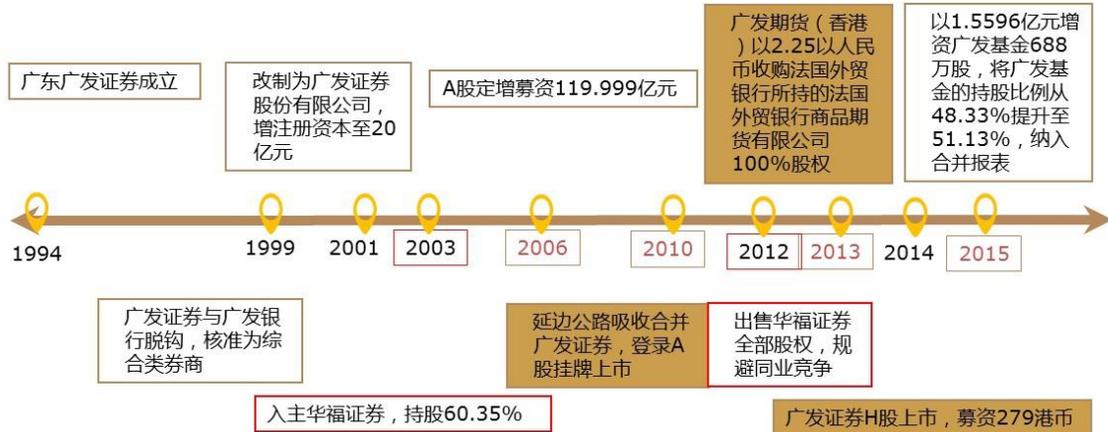
八、广发证券的并购与核心竞争力

广发证券成立于 1991 年，为国内首批综合类证券公司，先后于 2010 年和 2015 年分别在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市（股票代码：000776.SZ，1776.HK），广发证券专注于中国优质中小企业及富裕人群，为企业、个人及机构投资者、金融机构及政府客户提供多元化业务服务。主要业务包括：投资银行、财富管理、交易及机构客户服务、投资管理业务，各项核心业务均处于行业领先地位。

广发证券公司旗下拥有五家全资子公司，分别是广发期货有限公司、广发控股（香港）有限公司、广发信德投资管理有限公司、广发乾和投资有限公司和广发证券资产管理（广东）有限公司，并持股广东金融高新区股权交易中心有限公司、广发基金管理有限公司和易方达基金管理有限公司，间接全资持有广发金融交易（英国）有限公司（伦敦金属交易所 LME 第一类交易会员），形成了以证券业务为核心、业务跨越境内外的金融控股集团架构。公司成长过程中，通过自身积累发展和多次市场化收购兼并行动，规模不断壮大，主要经营指标多年名列行业前茅，是中国市场最具影响力的证券公司之一。

8.1、广发证券大事记

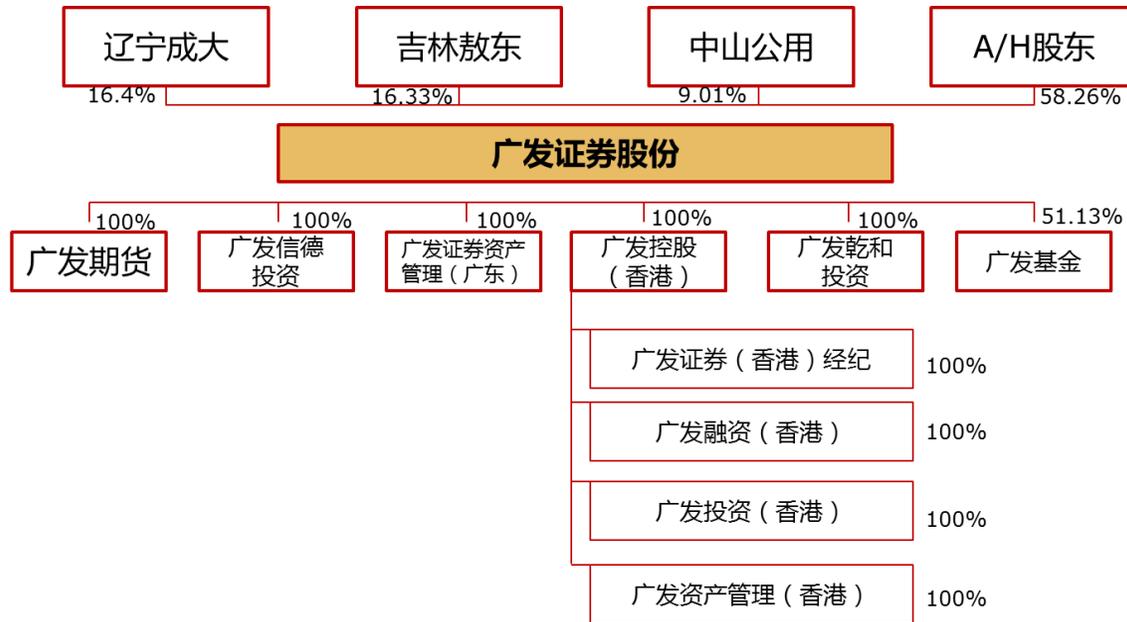
8.1.1、广发时间轴



1994年，广东广发证券公司成立；1999年，广发证券与广发银行脱钩，核准为综合类证券公司；2001年，改制为广发证券股份有限公司，增注册资本至20亿元；2003年，入主华福证券，持股比例之60.3519%；2006年9月，延边公路吸收合并广发证券；2010年2月，延边公路定向回购股份以及新增股份换股吸收合并广发证券，恢复深交所挂牌，股票名称：广发证券，代码：000776；2012年12月，出售华福证券全部持股股权；2011年8月，A股定增4.526亿股，募资119.999亿元；2013年7月，广发期货（香港）以2.25以人民币收购法国外贸银行所持的法国外贸银行商品期货有限公司100%股权。2014年7月，参与广发基金增资，以1.5596亿元增资广发基金688万股，将广发基金的持股比例从48.33%提升至51.13%，纳入合并报表。2015年4月，广发证券H股IPO上市，发行14.8亿股，募资279亿港币。

8.1.2、广发证券股权结构图

图 13 广发证券股权结构图



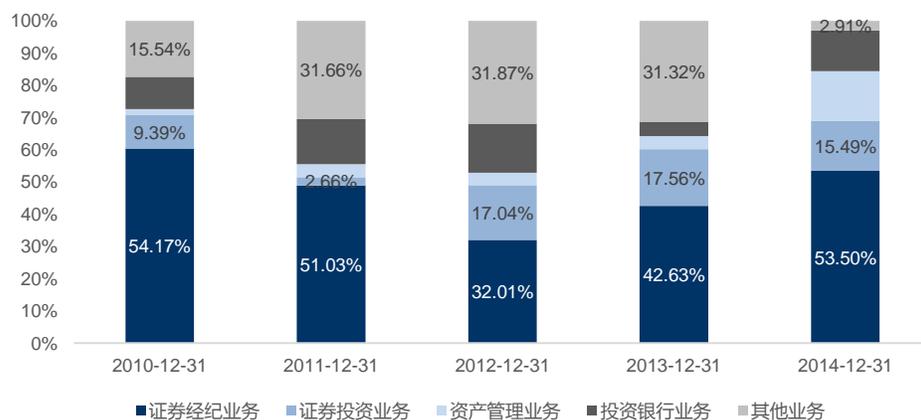
广发证券是前十大证券公司中唯一一家非国有控制证券公司，没有控股股东。广发证券前三大股东辽宁成大、吉林敖东和中山公用（均为上市公司）的持股比例分别为16.4%、16.33%、9.1%。广发证券目前的铁三角股东的结构，源于2004年抵御中信证券的“敌意收购”而结成联盟，三家股东采用增持形式实施反收购防御措施，最终中信证券在宣布收购48天后公告未达目的，解除收购要约。十年来，由三家民营上市公司分散持股，广发证券没有严格意义上的控股股东，形成较为稳定的股权结构，合理的股权结构安排为建立有效的法人治理奠定了良好基础。

8.1.3、广发证券业务收入结构

广发证券遍布全国的营业网点，覆盖了主要经济发达地区。公司营业网点覆盖了中国经济发达的地区，形成了覆盖全国的经纪业务网络体系，为公司营业网点取得良好经济效

益提供了充足的客户资源保障；公司投资顾问团队人数行业排名第一，投资顾问平均拥有八年以上的咨询经验。全资子公司广发期货网点数量在期货公司中名列前茅，与证券经纪营业部共同形成了具有较强辐射性的服务圈。

图 14 广发证券业务收入结构图



8.1.4、广发证券最新业务优势

齐全并居领先行业地位的主营业务，形成了金融集团化优势。公司拥有投资银行、财富管理、投资管理 etc 全业务牌照，各项主要业务相对均衡发展，均取得了靠前的行业排名。同时，公司控股广发期货、广发基金、广发信德等，形成了稳健的集团化架构。公司齐全且领先的主营业务、集团化的金融服务，使得公司保持并持续提升公司在各个业务板块的市场领先地位。

图表 26 2015 年广发证券业务优势表

2015年广发证券业务优势表		
业务类型	指标	行业排名
经纪业务	股基交易额	行业排名第6名，市占率4.78%； 前三名为华泰、中信、国泰君安。
融资融券	两融余额规模	行业排名第5名，两融余额669亿元，市占率5.7%； 前三名为中信、国泰君安、申万宏源
投行业务	IPO募集金额	首发14家、行业排名第2名，募集资金46.16亿元、行业第12名； 前四位分别为光大、瑞银、中信和平安证券。
投行业务	并购业务	并购交易金额1,156亿元，排名第7，同比增长420%； 并购交易38项，排名第4，前两位是中信建投(42项)、西南证券(40项)。
资管业务	资管规模	2015年三季度末，管理资产规模4536亿元，位列第8名，同比增长134.5%； 前三位分别为中信、申万宏源、华泰。
研究实力	公募基金交易佣金	2014年排名第9名，2015年上半年公募基金佣金2.79亿，佣金席位占比4.21%；前三名为中信、海通、国信
研究实力	新财富榜单	2015年新财富最具影响力研究机构第5名，比2014年前进四名； 前三位分别为国泰君安、海通、申万宏源

8.2、广发证券 2010-2014 年重点并购事件分析

8.2.1、广发期货（香港）并购 NCM

2013 年 7 月，广发期货（香港）以 2.25 亿美元收购法国外贸银行所持的法国外贸银行商品期货有限公司（Natixis Commodity Markets Limited 简称“NCM”）100% 股权。广发期货成立于 1993 年，注册资本 11 亿元，为广发证券的 100% 全资子公司。广发期货（香港）设立于 2006 年 5 月，注册资本 3.1 亿元，广发期货 100% 控股的全资子公司。2013 年 3 月 27 日，广发期货（香港）有限公司与法国外贸银行签署了协议，约定以不高于 4,000 万美元的价格收购后者所持有的 NCM 的 100% 股权。6 月 21 日，该次股权收购已经获得英国金融行为监管局等相关监管机构的审批。7 月 23 日，广发期货（香港）有限公司已向法国外贸银行支付 3614.21 万美元（初步对价），获得 NCM 100%

股权；最终成交价格以经审计的 2013 年 7 月 23 日 NCM 的净资产为依据，为 2.25 亿元人民币。本次全资收购法国外贸银行旗下商品期货交易公司（伦敦），一并获得全球著名交易所 LME、ICE、LIFFE 等交易与结算会员资格。广发期货立足珠三角地区，26 家期货营业部覆盖全国主要城市，152 家证券营业部拥有期货 IB 业务资格，并通过香港辐射全球衍生品市场，形成完善业务网络。客户透过广发期货（香港）可代理香港地区及境外的商品期货和指数、外汇、利率等衍生品业务。

广发期货（香港）并购 NCM，体现出广发证券以广发期货香港为国际化平台，打造 FICC 业务链的思路。

以广发控股（香港）公司为国际化平台。广发控股（香港）设立于 2006 年 6 月，为广发证券 100% 全资子公司，注册资本为 14.4 亿港元，通过下属专业公司从事投行、股票销售及交易、资产管理、境外股权投资以及香港证监会批准从事的其他业务。2014 年末总资产 39.76 亿元，净资产 12.74 亿元，2014 年营业收入 2.08 亿元，净利润 6300 万元。广发控股（香港）的下属公司包括：2011 年设立的广发投资（香港）100%、2006 年设立的广发融资（香港）100%+广发证券（香港）经纪 100%+广发资产管理（香港）100%，以此为平台开展海外经纪业务。广发证券 2015 年 4 月完成 H 股上市，打通境外投融资渠道。通过广发控股香港，拓展积累起一批境外机构客户，将境内外的资本、市场、产品等业务资源，以及各个平台的客户资源进行对接和整合，带动投行的承揽、承做、承销业务，形成核心的长期战略性客户，完善“高端、行业代表、合作互惠”的客户关系群。2014 年，广发控股香港取得可喜经营业绩。经纪业务方面托管总资产、融资融券

业务取得大幅增长；投行业务完成 9 单 IPO、3 单并购项目；资管业务管理资产规模大幅提升；直投业务中所投资的 IT 教育项目在纳斯达克交易所实现上市。

广发证券正以香港为中心打造多元化、多区域的跨境业务平台，着力打造全产业链的企业与机构客户服务能力，实现跨境业务超常规发展。展望环球商品未来增长期，公司在国际金融中心伦敦的海外平台初步成形，逐步形成实现全球化、国内外跨境业务平台的差异化优势；其次，广发证券还重点加大跨境并购业务和资产管理业务的投入，择机进行战略性跨境投资与并购，增强国际影响力，利用协同效应，提供多样化产品，满足客户日益增长的全方位需求。

打造国际化 FICC 业务链。2013 年广发期货完成法国 NCM 期货公司的收购，收购整合的目标是搭建国际化 FICC 业务链，打造公司的全球大宗商品业务平台，发展境内外的销售交易业务和期现套利业务，不断做大交易金融资产的规模。该次股权并购，使广发证券获得了战略性的机遇和成熟的国际化期货经营平台，利于提升国际化水平，并同时获得了伦敦金属交易所等多个交易机构的结算会员资格。后续发展路径为：首先积极落实境内的外汇、贵金属、大宗商品等业务资格；其次整合大销售交易团队（含自营投资），与广发期货、广发控股香港和伦敦等子公司平台，实行业务的打通运作和矩阵式管理。为此，可以成建制地引进境外的成熟团队，给予市场化的激励机制。以广发期货作为基础，充实英国公司的境外商品清算、结算和经纪业务功能，再整合以固收销售交易和香港公司的资源，打造公司的全球大宗商品业务平台，发展境内外的销售交易业务和期现套利业

务，不断做大交易金融资产的规模。广发证券所选择的国际化路径对其他证券公司有启发。

8.2.2、增资广发基金，强化打造资产管理为核心业务

2014年7月，广发证券参与广发基金增资，以1.5596亿元增资广发基金688万股，将广发基金的持股比例从48.33%提升至51.13%，纳入合并报表。广发证券第八届董事会2014年7月通过了《关于广发证券参与广发基金增资扩股的关联交易的议案》，以1.5597亿元认缴广发基金新增注册资本688万元，其中6,880,000元计入广发基金的注册资本，其余计入广发基金的资本公积。8月，广发证券持有广发基金的股权比例由48.33%提升至51.13%，广发基金相应纳入公司财务报表合并范围。广发基金注册资本由1.2亿元变更为1.2688亿元。

是次收购，广发证券更加强化打造资产管理业务为公司的核心业务之一。广发证券的资产管理业务板块主要包括母公司资产管理业务、广发期货资产管理业务、广发控股香港资产管理业务、广发基金对应权益归属、易方达基金对应权益归属领域。2013-2014年，广发证券资产管理的银证业务蓬勃发展，通过“抓大放小、聚焦大型银行”的战略定位，开通与诸多大行的合作，规模增长迅速。2014年前三季度，资管业务收入达5.2亿元，同比大增267%，即为并入广发基金后，集合与定向业务规模的增长。

广发证券资产管理子公司，一直以主动性管理业务为主，目前主动性管理资产规模名列同行前列。资产管理产品布局将考虑：保持和扩大多添利等系列产品的竞争规模优势，重点发展权益类及固定收益产品，积极布局跨境业务、资产证券化及创新融资业务，搭建

高效的内部运行机制，实现业务多元发展，进一步提高市场占有率。截止2014年末，资产管理子公司总规模1967.77亿元，集合资产管理规模480.43亿元，集合业务管理规模行业排名第三，业务净收入行业排名第六。

8.3、广发证券核心竞争力指标得分

2010年2月，延边公路换股吸收合并广发证券，广发证券A股上市。自A股上市，是广发证券核心竞争力发生变化的重要拐点。2012年开始，广发证券的企业规模及经营能力得分出现显著提升。主要是营业规模的权重贡献。2010-2011年为股权融资壮大资产负债表时期；2010年反向收购登陆A股市场，通过2011年A股增发融资119亿强壮了资产规模实力。2012-2014年为债权融资壮大资产负债表时期，尤其是2014年总资产出现陡峭变化，同比增幅超过104%，达到2401亿元，资产总额的大幅增长主要来自：当年发行次级债、短期公司债、短期融资券，扩大融资规模，资金得到进一步充实。另外，股市回暖，客户保证金亦增加。我们注意到广发证券负债规模同比增长时，营业收入与净利润增速保持同步，客户总资产、经纪类收入等业内排位没有变动，依然保持在第一梯队。随着融资融券、股权质押回购等资本中介业务的快速增长，对券商资产负债表的要求越来越高，作为上市券商之一的广发证券，通过两次A股/H股上市后的融资，使得资本实力有了非常快速的提升，且后续发展将继续可通过股权进行有效融资，加大杠杆比例。

图表 27 广发证券核心竞争力指标得分

广发证券												
一级指标	二级指标	三级指标	2010	得分	2011	得分	2012	得分	2013	得分	2014	得分
企业规模及经营能力 (50%)	营业规模 (30%)	总资产 (10%) 单位: 万元	9103634	0.83	7205113	0.63	8253162	0.63	10884661	0.56	24009977.55	0.50
		营业收入 (20%) 单位: 万元	1018783	0.53	551160	0.37	635597	0.81	717438	0.82	1339497.29	0.46
	盈利能力 (10%)	净资产收益率 (10%)	0.28	1.00	0.06	0.56	0.06	0.58	0.07	0.53	0.14	0.59
	风险管理水平 (10%)	证监会分类评级结果 (5%)	0.80	0.8	1	1	1	1	1	1	1	1
		净资本/净资产 (5%)	0.63	0.45	0.73	0.54	0.68	0.48	0.62	0.55	0.79	0.82
企业规模及经营能力			35.25		27.05		35.63		35.00		29.21	
客户基础及市场影响力 (50%)	客户资源 (10%)	客户总资产的业内排名 (10%)	3	0.98	4	0.97	4	0.97	6.00	0.96	6	0.96
	网络布局 (10%)	全球营业网点数量 (10%)	196	0.84	205	0.81	213	0.83	229.00	0.89	255	0.92
	市场影响力 (30%)	代理买卖证券业务净收入的业内排名 (7%)	5	0.96	6	0.95	6	0.96	7	0.95	7	0.95
		股票承销总金额的业内排名 (3%)	15	0.87	9	0.93	4	0.97	20	0.83	3	0.98
		债券承销总金额的业内排名 (3%)	22	0.80	10	0.92	14	0.89	12	0.90	6	0.96
		资金业务收益率 (9%)	0.28	0.91	0.07	0.20	0.14	0.79	0.19	0.98	0.17	0.57
		受托客户资产管理业务净收入的业内排名 (8%)	9	0.92	6	0.95	6	0.96	8	0.94	3	0.98
客户基础及市场影响力			45.52		39.54		45.03		46.63		44.20	
核心竞争力评估得分			80.77		66.60		80.66		81.62		73.40	

净资本/净资产指标逐步优化。2010年12月，规避同业竞争，广发证券出售华福证券60.3519%股权，作价24.8951亿元。2003年华福证券增资改制，注册资本金由1.1亿增资至5.5亿，广发证券入主华福证券，并由“福建省华福证券”更名为“广发华福证券”。为规避同业竞争，2010年广发证券将所持有的全部华福证券股权，作价24.8951亿元，转让给福建省能源集团有限公司、福建省交通运输集团有限公司、联华国际信托有限公司，华福证券2010年末总资产41.2499亿元，净资产22.75551亿元，出售价约为1.81倍PB。截至2014年底，广发证券净资产376.68亿元，同比增加43.39亿元；净资本326.64亿元，同比增加119.59亿元，主要是广发证券于2014年7月25日、12月18日、19日发行三期次级债，合计融入资金122亿元，其中107亿元计入净资本。发行次级债补充净资本后，各项风控指标的安全边际大幅增加，为业务发展预留了更大的空间。

8.4、广发证券差异化竞争力——久经考验且行之有效的风险管理机制

国际成熟投资银行的发展历程就是风险管理能力不断提升的过程。良好的风险管理能力是铸就国外投行百年声誉的基础，国际大型投行在风险管理体系建设方面始终走在世界前列。在20世纪70年代，投资银行的风险管理主要集中在信用风险管理方面；到了20世纪80和90年代，包括信用风险、市场风险和运营风险在内的金融风险管理成为投资银行风险管理的主要内容；而进入21世纪后，投资银行风险管理上升到企业风险管理的层面，即除了金融风险管理以外，还要管理在业务、战略问题、流动性和声誉方面的风险；金融危机后，国际大投行还着重提升了风险加权资产规模以用于防止证券化和结构性信贷所引致的过高市场风险。经过半个多世纪的洗礼，国外投行已经形成相对完善的全面风险管理

体系。风险管理能力对于国外投行经营的重要性不仅表现为好的风险管理可以保障公司的持续经营，而且还反映在不足的风险管理将引致巨额亏损，折损企业的经营声誉。

国际投行的风险管理四大特征：其一，将风险控制内嵌在组织结构之中，设有专门的风险管理委员会，在自营业务与中介业务之间构建有效的防火墙，做到人、财、物的隔离操作；其二，坚持外部风控与内部风控相结合的方式，一方面国外关于风险控制的法律及监管条例都十分严明，另一方面国外投行都构建了以VaR为核心的全面风险控制体系，对投资交易的规模、交易异动、委托异常、成交价异常以及资金调整等进行实时监控；其三，建立授权批准和岗位分离制度，交易操作人员、决策人员与控制人口之间相互独立、相互牵制，明确不同岗位的工作任务和权责，推进各部门的目标管理；其四，投资结构的实时调整机制，依赖国外投行强大的研究实力和市场洞察力，其依据市场环境的变化实时调整投资组合和投资策略，增强其市场反应力和综合竞争力。

以高盛为例，高盛在董事会下设立风险管理委员会，在经营层依据风险类型设立了操作风险委员会、信用风险委员会等，借助做实风险管理委员会，高盛较好地实现了逐层授权和风险投资决策体系，风险管理已经成为高盛文化的一部分，内生于高盛的组织架构之中。

风险管理是证券公司实现持续稳健经营的前提和保障。证券公司是经营风险的企业，与风险相对应的是收益，与好的风险管理相对应的是稳健的收益水平。中国证券行业传统的风险管理主要是基于对高度行政监管背景下所要求的合规风险、操作风险等方面的管理，而伴随行业创新业务的发展和券商资产负债规模的不断扩大，对流动性风险、市场风

险和信用风险等各类风险的管理水平要求不断提高。当前已经迈入全面风险管理时代，中国证券公司面临需要不断提升风险管理能力和水平的挑战。

与国外投行不同，现今我国证券公司缺乏全面风险管理体系。体系建设往往采用打补丁的方式，缺乏系统性、长期性的设计，尚未形成全方位、全覆盖、全过程的全面风险管理体系。更为重要的是，由于证券公司的风险识别、评估及管理能力不足，造成大多数证券公司在实践中忽略风险、畏惧风险甚至夸大风险等多种情况发生，很多创新性的业务不敢开拓，制约了证券公司的快速发展。未来我国证券公司要强化风险管理能力的培育，为证券公司创新发展打造安全的界限。

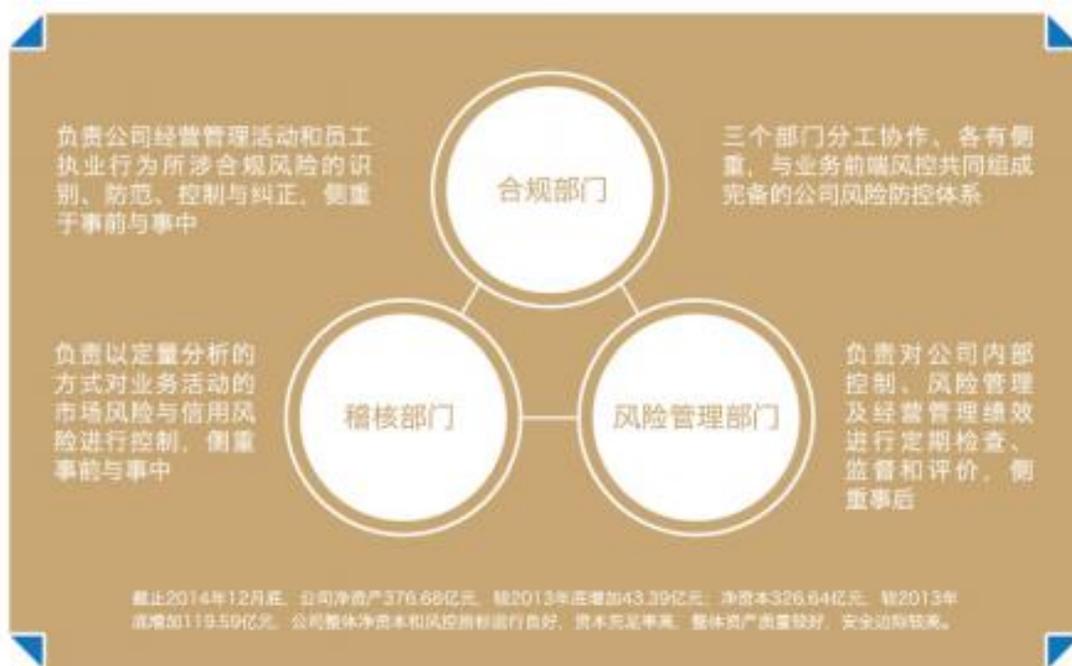
广发证券的风险管理能力在中国证券行业中久经考验，是证监会选定的首批试点合规管理券商之一，也是业务最早推行全面风险管理战略的券商之一，还是80年代末至90年代初成立的第一批券商中仅有的四家未经历过因经营亏损而接受注资和重组的主要券商之一。坚持稳健的风险偏好和风险收益对应的核心管理理念，通过适度承担风险、有效管理风险、独立监督风险，支持业务的稳健开展，并确保在各业务线保持领先。

若干年来，广发证券建立起一套有效的涵盖风险制度、组织、系统、指标、人员和文化的全面风险管理体系，并积极建设新业务的配套风险管理系统，支持创新业务发展。多年以来广发证券的资产质量优良，各项主要风险管理指标均优于监管指标，杠杆监管指标安全边际较大，拥有较强的风险抵御能力。

广发证券实行“董事会（风险管理委员会）——经营班子（风险控制委员会）——各支持与控制部门——各级业务部门”的四级风险管理组织体系，在公司的主要业务部门都设立

了一线的风控组织，各级组织和人员需在授权范围内履行风险管理的职责，分工明细，强调相互协作。

图 15 广发证券风险管理架构



8.5、广发证券估值变动

图表 28 广发证券 2010-2014 市值变动表

广发证券 (000776)	开盘价	收盘价	总股本(亿股)	总市值(亿元)	总市值变动 (亿元)	总市值变动幅度	证券行业指 数涨跌幅	净利润 (亿元)	EPS	PB	PE
2010	4.68	24.72	25.07	619.74	502.41	428.21%	-24.89%	41.98	1.62	6.87	33.08
2011	24.89	9.91	29.60	293.30	-330.70	-44.89%	-31.92%	20.58	0.78	1.96	30.12
2012	10.03	14.80	59.19	876.06	579.20	195.11%	28.10%	21.90	0.37	2.76	41.65
2013	14.97	12.14	59.19	718.60	-167.52	-18.90%	-4.80%	28.13	0.48	2.13	26.27
2014	12.07	25.76	59.19	1524.81	810.35	113.42%	121.16%	51.46	0.85	3.88	30.58

五年间，广发证券总市值从 619 亿上升到 1524 亿。尤其是 2010 年反向收购上市，有显著的预期差，导致当年市值正增长 4.28 倍，大大超越证券行业指数（以申万证券行业指数为对标）-24.89% 的波动幅度。五年间广发证券总市值的波动弹性大于证券行业指数，公司的 PE 和 PB 估值水平处于行业适中水平，PE 中枢在 30 倍，PB 估值倍数较高，说明市场较为认同广发证券的持续高增长。在股权结构均衡、创新能力优异、股权激励可期等方面，强化了市值成长与估值弹性。

管理层稳定，股权分散带来治理均衡。广发证券是前十大券商中唯一一家非国有控制券商，没有控股股东。广发证券前三大股东辽宁成大、吉林敖东和中山公用（均为上市公司）的持股比例分别为**16.4%**、**16.33%**、**9.1%**，形成较为稳定的股权结构，合理的股权结构安排为建立有效的法人治理奠定了良好基础。过去数年，孙树明董事长、林治海总经理为首的经营管理团队和业务骨干队伍的稳定，大大增强了客户的信心和各项业务的连续性、稳定性。广发证券高管平均在公司的任职期限超过**15**年，证券或金融行业管理经验的平均年限超过**16**年。近三年来中高层管理团队和核心业务团队的主动离职率仅有**1%**和**2%**，显示了企业文化对于团队的凝聚力和向心力。

具备较强的创新能力。公司注重创新业务对业务发展、利润贡献的重要性，一直致力于各项业务的创新，并取得了良好的效果。如**2007**年保荐并主承销武钢股份**75**亿元分离交易可转债，是当时国内最早公布设计并使用分离交易可转债这一创新形式的金融衍生产品的证券公司之一；如**2009**年担任闽闽东重大资产出售和发行股份购买资产的独立财务顾问项目，是国内台资企业借壳上市的第一例；如**2013**年采用双SPV结构发行了国内首单的金融租赁资产证券化产品；**2013**年还分别发行了多空杠杆分级产品、结构性分级产品并通过证券公司柜台交易市场进行交易，以及美元债券QDII产品、期限分层并滚动募集的短期理财产品。**2014**年获得银行间市场清算所股份有限公司人民币利率互换集中清算业务资格。创新业务的开展情况对证券公司的长远持续发展将产生重大的影响。

高效、灵活的市场化机制，提前设立员工股权激励集合信托计划。广发证券工会委员会于**2013**年**12**月设立了川信—广发图强长效计划单一资金信托（简称“川信信托”）。设立

川信信托后，其收购广东粤财信托有限公司—广发证券股权激励集合信托（简称“广东粤财信托”）全部的受益权，对价约为人民币13.08亿元。广东粤财信托是由原广发的15名原股东于2006年12月以原广发的9998万股原股份为基础资产而设立的相关员工长效方案。在相关法律、法规、规章等允许情况下，根据原广发的15名原股东或本公司工会委员会等相关法人主体签署的相关协议或约定，可以实施相关员工长效方案。

但证券法规定证券公司员工不能持股的限制使得股权激励始终面临法律障碍。而目前监管层和业内从业人员均在推动证券法修改，证券公司员工持股合法化有较大概率得到突破，这将为证券公司股权激励消除障碍。我们认为，股权激励将持续激发员工积极性、提升团队凝聚力和公司竞争力，帮助公司在行业日新月异的创新大潮中，凭借人才优势争得自己的席位。

九、基于核心竞争力的国际化并购策略

在本文第四至八部分，详细梳理了典型中国证券公司的重要并购事件，先行者以并购方式在国际业务上的快速布局建立了示范效应。中信证券、海通证券和广发证券的步伐较快，中信证券以机构业务和投行业务的国际化并购为重点，相继收购了里昂证券和昆仑国际；海通证券以拓展市场和获取金融牌照为重点，相继在日本、欧洲收购了证券公司和银行；广发证券以FICC业务为重点，通过直接并购相继在英国和加拿大设立分支机构。我们所列示案例并非全部成功，观察华泰证券并购联合证券，并购过程中，如果过多把并购重心放在财务指标的制定，没有制定整合方法或措施来防范被收购方因文化、管理模式不协调，所导致的风险将拖延整合进度、甚至导致并购失败。Kearney(1999)研究表明，没有及时的对企业并购方和被并购方双方进行并购的整合策略制定是研究样本中一半以上并购行为失败的主要理由。在收购前期有清晰并购思路指引、搜索到适合的并购对象、充足的融资来源和支付手段、充分的业务准备，才促使2013年中信证券成功收购里昂证券、2014年海通证券并购恒信金融集团实现双赢。

9.1、国际化并购的四大动因

截至2014年，核心竞争力综合排名前十的证券公司都在香港设立了相应的分支机构。不仅有中信证券、海通证券、中金公司等大型券商，也有国金证券、东吴证券、西南证券等中型券商率先拓展海外版图，目前在香港实现布局的中资券商已突破80家，美国、日本、法国等地也活跃着中资券商的身影。中国证券公司主要通过在香港或新加坡设立子公司、

在亚太地区合资成立证券公司，以及收购欧洲的投资银行等方式进行，“立足香港-布局亚太-辐射全球”的国际化路径已日渐清晰。

图表 29 中国证券公司加速国际化布局

证券公司	子公司/孙公司	注册时间	注册地点	经营范围
光大证券	光大证券金融控股有限公司	2010年11月	香港	全牌照
	新鸿基金融集团	/	香港	财富管理、经纪业务和资本市场业务
广发证券	广发控股香港	2006年6月	香港	合格境外机构投资者、证券经纪业务、证券咨询业务、期货经纪业务、资产管理业务、信贷业务等
	GF Securities (Canada) Company Limited	2014年3月	加拿大	/
	GF Financial Markets (UK) Limited	2013年7月	英国	主要从事基础金属、贵金属、农产品和能源产品的大宗商品及其衍生工具的经纪业务
海通证券	海通国际控股有限公司	2007年7月	香港	作为公司海外业务平台，通过出资设立或参股不同子公司，推进公司海外战略实施及海外金融业务发展。
	japaninvest	2014年	日本	证券经纪商
	海通银行（葡萄牙圣灵银行）	2015年9月	欧洲	以金融投资为主的国际性银行，其业务范围涵盖美国、英国和巴西等8个国家的825个合作机构
太平洋证券	老-中证券有限公司	2013年6月	老挝	综合类全资质券商
中信证券	中信证券国际有限公司	1998年4月	香港	全牌照

	中信里昂证券	2012年 完成收购	香港	从事证券经纪、投资银行及私人投资业务，
	昆仑国际金融	2015年1 月收购其 60%股权	开曼群岛	具有全球外汇造市商、证券经纪、 外汇交易系统供应商及财资管理解 决方案提供等服务功能
中金公司	中国国际金融 (香港)有限 公司	1997年	香港	/
	中国国际金融 (新加坡)有 限公司	2008年 7月	新加坡	经纪服务
	中国国际金融 美国证券有限 公司	2005年 8月	美国	经纪业务，投资银行部门提供多样 化的财务顾问和资本市场融资服务
	中国国际金融 (英国)有限 公司	2009年	英国	提供全方位服务的平台，提供优质 的投资银行服务

资料来源：申万宏源研究

中国证券公司纷纷通过并购加速国际化布局，主要有以下四点考虑：第一，目前中国证券公司传统主营业务高度同质的行业格局下，迫使境内证券公司拓展展业范畴，跟随人民币的海外投资步伐而走出去。第二，立足香港学习新业务模式、创新产品设计，拓展客户服务类别，创造新的盈利增长点；第三，人民币国际化也为中资券商海外拓展提供了良好机遇；第四，海外资产相对处于低估值水平且融资成本相对较低，并购收益比较合理。

9.2、国际化并购的三个原则

大多数证券公司的海外并购战略能否取得成功，关键在于自身的业务能力和长远规划。国际化并购优先考虑三类原则，兼顾自身的发展需求和现实的经济环境，切勿一哄而

上。借鉴中信证券在以并购的方式开展海外业务的案例中，需要有清晰的发展思路作指引，有适合的并购对象、充足的融资来源以及充分的业务准备等可行的现实条件作支撑，谋定而后动。中小券商如尚不具备各方面条件的情况下，应以积极稳妥的发展国内的业务和营销渠道为重。

第一，基于满足境内外客户需求为动因来实现国际化，贯彻“客户在哪里、客户需求在哪里、海外业务布局到哪里”的行动纲领，视客户需求来决定海外业务发展方式、相关国家或企业业务牌照的申请工作等；

第二，国际化的布局应摆脱过去仅专注海外投资者“走进来”投资中国，转向更多资金、资产、渠道和产品等资源的获取，为中国证券公司成为以资本市场为依托的全球领先金融服务商而进行前瞻性布局；

第三，通过业务的内外联动来形成境内外资源的合力，寻求新的盈利增长点，推动盈利模式转型和客户服务能力的升级。

9.3、国际化并购策略之：先资本后资源

国际化布局一定要资本先行，建议先增厚资本，用资本换取业务发展所需要的资源，其后再推进国际化业务的发展。以中信证券为例，在并购里昂证券前，中信证券做了充分的资本准备。资金来源上，先有 H 股上市、后出售华夏基金以及中信建投的股权，以及其他融资渠道的资金，保证了融资结构的合理性。在 H 股上市过程中，中信证券不仅获得了资金，也为自己在香港以及海外市场上逐渐树立了名气。同时，中信证券在此过程中

便已经与里昂证券有过合作，通过里昂证券引入了淡马锡、科威特投资局等家国际基石投资者。

以提升核心竞争力出发，在具体的并购目标所拥有资源的选择上，国际化的布局应以获取渠道资源、金融牌照资源和产品资源为重点。金融牌照资源是国际化业务开展的基础，是满足零售和机构客户大类资产配置需求的前提条件，也是中国证券公司应对未来混业化趋势的重要战略性布局；渠道资源是推进财富管理、资产管理业务快速发展的重要条件；产品资源，尤其是产品技术的引进是中国证券公司提升主动资产管理能力和客户资产规模的重要支撑。

国际化并购的区域布局可考虑从“离岸人民币金融中心（香港、新加坡、伦敦等）——其它国际金融中心（纽约等）——资产密集区域——其它区域”的布局路径。其中，机构业务的国际化并购可重点在香港、伦敦、东京、新加坡和纽约等城市发展；财富和资产管理的国际化并购可重点在香港、新加坡和欧洲等国家或地区发展；投资银行业务的国际化并购可重点在欧洲和东南亚等地区发展。

国际全能投行经营模式以交易业务为业务组合核心，其商业模式的形成需要建立完整的FICC平台，其经营都必须经历多元化和国际化过程。以高盛为例，其业务多元化起步于收购商品交易公司J阿朗，而其业务国际化则率先从进军欧洲开始⁵。

⁵查尔斯 埃利斯.高盛帝国[M].北京:中信出版社,2010.179-198.

(1) “反恶意收购业务”建立投行行业市场地位。20世纪70年代，美国资本市场兴起“恶意收购”，高盛抓住机遇，打出“反收购顾问”的旗帜，为多家遭受恶意收购的公司提供了成功的防御策略。该项业务取得巨大成功，高盛由此在投资银行业建立起重要市场地位。

(2) 收购 J·阿朗公司，获得牌照资源和产品资源，业务多元化起步。1981年11月6日，高盛公司收购了从事商品交易的J·阿朗公司，开始涉足商品、贵金属以及外汇交易，高盛业务多元化正式起步。在短短几年内，J·阿朗成为高盛盈利最主要来源之一。1989年，高盛总利润7.5亿美元，而阿朗公司贡献了其中的30%。

(3) 打造全球业务，把握全球机会，拓展渠道资源。高盛国际化的第一站是伦敦。1970年，高盛在伦敦开设了其在欧洲第一家办事处，最初只开展销售美国股票、美国政府债券以及为美国公司发行欧洲债券等业务。1986年，高盛制定了明确的欧洲战略规划，此后在欧洲开展多项创新业务，帮助欧洲公司收购美国公司、发行商业票据、帮助欧洲公司发展欧洲以外的业务等。高盛欧洲战略的成功执行建立起公司全球化业务的基础。

(4) 上世纪80至90年代，高盛开始布局新兴市场，并提出“金砖四国”概念，此后在中国、巴西、俄罗斯和印度等市场进行了一系列战略投资布局，新兴市场的崛起给高盛带来巨大收益，其全球市场影响力也迅速提升。

9.4、国际化并购策略之：先资管后投行

在选择开展国际业务的道路上，可能一些证券公司会选择直接并购成熟的国外投行。然而基于提升核心竞争力角度开展国际化并购，建议应优先考虑并购资管和财富管理业务，再发展跨境并购的专业投资银行业务。从各类业务特征及开展的前提条件来看，财富

管理业务的国际化以高净值客户为中心，重点要满足境内个人客户的全球资产配置需求，要去境外寻找好的产品为客户提供资产配置的服务，因此具备牌照和渠道资源的第三方财富管理机构、银行以及保险机构是重要的并购对象。资产管理业务的国际化以资产和主动管理能力为核心，重点是要满足客户的资产保值增值的需求，因此境外具备较好主动管理能力的资产管理公司以及具备渠道和产品优势的资产管理团队是重要的并购对象。投资银行业务的国际化重点要满足中国企业走出去的需求，核心是跨境并购的需求，因此在境外具备优质资产储备以及具备较高的跨境并购专业服务能力的精品投行和买方投行是重要的合作对象。

在具体的合作或并购标的的筛选上，财富管理业务合作标的的筛选应突出客户资源、渠道布局、产品线和牌照资源等；资产管理业务合作标的的筛选应突出资产管理能力、产品线和交易能力；投资银行业务合作标的的筛选应突出资产储备优势、并购融资专业能力等。

以德意志银行为例，1998年-2004年间持续进行专项并购⁶，战略性培育资产管理为核心业务。

(1) 通过互补性并购出售非核心业务，强化资产管理业务的市场竞争地位，成为德意志银行提升收益表现的基本思路。自1998年以来，德意志银行逐步通过积极的资本并购，已将资产管理业务渐次培育成为重要的战略性业务。但由于保险等非核心业务影响，收益表现并不稳定。

⁶ 张兴盛、王琪，德意志银行：经营转型，银行家，95-99.

(2) 2001年9月,德意志银行与苏黎世金融服务集团(简称ZFS)签署协议,德意志银行将其人寿保险业务和金融服务公司、财务咨询公司转让给ZFS,换入ZFS市值25亿美元的苏黎世csudder投资公司100%股份。2001年6月底,ZFS资产总和为4158亿瑞郎,其中csudder管理的资产(主要是基金)就达3532亿瑞郎,占比达到83%。2002年并购完成后,德意志银行接管了ZFS在德国和意大利的资产管理业务,大大增强了两个主要市场的资产管理和投资业务实力。

(3) 2002、2003年德意志银行还通过其他方式陆续将其在德国、西班牙、意大利和葡萄牙的保险业务出售,至2003年几乎清退了所有的保险业务,虽然保费收入大幅减少,但对保单持有人的分红及偿付支出也大幅下降。

(4) 2002年德意志银行花费4.9亿美元收购了美国从事房地产投资管理的RREEF公司,该公司管理着大约162亿美元的资产(基本是工业资产、办公大楼、居民住宅以及购物中心,分布在美国50个最大的城市),通过并购,德意志银行进一步加强了其在美国市场的资产管理业务。

(5) 2004年德意志银行签署了并购本土投资管理公司WilhelmvonFinck的协议。该公司管理的资产约为10亿欧元,通过互补性并购,德意志银行进一步巩固在本土市场私人财富管理业务的优势竞争地位,打造出强势资产管理银行的品牌。

2001年前,德意志银行以ROE和成本收入比等绩效评测指标细化考量各业务板块的经营业绩。零售和私人银行、资产管理业务风险较低,资本占用较少,具有较高的资本回报率。其中资产管理业务盈利性最为突出:1998年135%,1999年因为并购原因降至

88%，远高于其他业务的资本回报水平；2000 年达到 90%，继续保持良好的资本回报能力。从成本收入比看，2000 年资产管理业务成本收入比虽较 1998 年上升 5 个百分点，但在各项业务中期投入产出效率最高，这也是德意志银行期间始终将资产管理业务作为并购发展的战略核心业务的一个重要原因。

为了强化财富管理业务并增强在美国的地位，瑞银对美国市场的布局也是专注通过系列财富管理机构并购来完成的。仅 2004 年瑞银就完成了 6 次大规模并购：买进两家英国私人财产管理机构——Goodman Harris 和 Laing& Cruickshank、收购知名证券公司 Charles Schwab 的资本市场部门、接手美国运通 (American Express) 在卢森堡的私人银行业务、收购德累斯登银行(Dresdner Bank)的拉美财富管理业务、收购竞争对手 Julius Baer 在美国的财富管理业务。

对于资产管理和财富管理业务中所涉及的客户资源、渠道布局、产品线和牌照资源而言，易于评估，容易整合。对于跨境并购投行业务所主要依靠的资产储备和专业人才并购融资能力，难于定价，并购后的融合存在较大考验。因此，在选择开展国际业务的道路上，一些证券公司会选择直接并购成熟的国外投行。然而基于提升核心竞争力角度开展国际化并购，本文建议参考德意志银行和瑞银等海外投行相似发展阶段的并购策略，呼吁优先考虑并购资管和财富管理业务，再发展跨境并购的专业投资银行业务。

从各类业务特征及开展的前提条件来看，财富管理业务的国际化以高净值客户为中心，重点要满足境内个人客户的全球资产配置需求，要去境外寻找好的产品为客户提供资产配置的服务，因此具备牌照和渠道资源的第三方财富管理机构、银行以及保险机构是重

要的并购对象。资产管理业务的国际化以资产和主动管理能力为核心，重点是要满足客户的资产保值增值的需求，因此境外具备较好主动管理能力的资产管理公司以及具备渠道和产品优势的资产管理团队是重要的并购对象。投资银行业务的国际化重点要满足中国企业走出去的需求，核心是跨境并购的需求，因此在境外具备优质资产储备以及具备较高的跨境并购专业服务能力的精品投行和买方投行是重要的合作对象。在具体的并购标的筛选上，财富管理业务标的筛选应突出客户资源、渠道布局、产品线和牌照资源等；资产管理业务标的筛选应突出资产管理能力、产品线和交易能力；投资银行业务标的筛选应突出资产储备优势、并购融资专业能力。

十、总结

中国证券公司当前的市场化并购实践中，越来越多的横向并购、纵向产业并购、跨境国际并购，案例和尝试越来越丰富，但是从核心竞争力角度观察，并购是否真的带来了做大做强，由于过往研究鲜有动态评估。本文建立了一个评估中国证券公司核心竞争力模型，可通过历史回溯和未来样本周期的扩大，来持续评价证券公司核心竞争力变动，提供了一个量化分析的框架。计算分析后的中国证券公司核心竞争力变动趋势基本与业内观察相一致，并购带来的规模效应使得国泰君安、中信证券、海通证券、申万宏源、中泰证券等竞争力显著提升。当然，由于重视数据采集的客观性、可得性，摒弃定性判断的主观性，在量表指标设计中比较偏重规模与绩效，缺乏对创新及公司治理等全面维度的考量。为更好适应未来中国证券公司发展需求，量表设计的关注指标还可进行修订。

本文还重点聚焦到 2010-2014 年五年窗口期内实施了市场化并购的中国证券公司，选择了中信证券、华泰证券、海通证券、广发证券等四家主要样本，阐述其并购事件及其核心竞争力评价指标的变化。在典型案例分析中，我们把并购与该公司核心竞争力变化作为一个整体，来持续观察自主构建的核心竞争力因子受到并购事件影响前后发生的变动。对于重点并购事件之外，产生的对核心竞争力的其他综合影响缘由，在该公司差异化竞争力表述中，我们做了补充，以更全面地体现该公司核心竞争力变化。

此外，我们把股价相对收益率作为自变量，找寻与核心竞争力因子的因变量的相关性，囿于样本数量，多数因子暂时没有检验出规律性的相关。有待未来并购案例增多，扩大样本周期，该创新性的因子回归方法值得继续检验。

参考文献

- [1]Hamel, Gary., Prahalad, C.K. (1990) "The Core competence of the Corporation." *Harvard Business Review*, 68(3), 79-91.
- [2]Blodgett,I.,l.,(1992)."Research notes and communications factors in the instability of international joint ventures: an event history analysis." *Strategic Management Journal* 13(6):475-481.
- [3]Markides,C.C., P.J.Williamson (1994) "Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance." *Strategic Management Journal*, 15:149-165.
- [4]Oliver, Christine (1997) "Sustainable Competitive advantage:Combining Institutional and Resource — Based view." *Strategies Management Journal*, 697-713.
- [5]Kearney, A. T. (1999) "Corporate Marriage: Blight or Bliss A Monograph on Post-Merger Integration." Chicago: AT Kearney.
- [6]国务院（2014）《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，5月9日。
- [7]杨海波（2003）《基于核心竞争力的企业并购战略研究》，《现代管理科学》，5，44-46。
- [8]赵卿（2003）《论基于核心竞争力的企业并购》，《广西财经》，3，61-62。
- [9]吴添祖（2006）《跨国并购获取核心技术——中国企业核心竞争力的培育模式》，《科学与科学技术管理》，27（4）：139-143。
- [10]莫学斌，王中华（2003）《论中国证券公司的规模经济效应》，《现代管理科学》，1，78-79。
- [11]何晓斌（2006）《中国证券公司核心竞争力评价与提升研究》，《上海社会科学院》。
- [12]秦劲松（2011）《中国证券业的规模经济与券商退出机制研究》，四川大学经济学院
- [13]赵鑫（2013）创新类券商业务多元化、经营绩效与风险相关性研究[D]。安徽大学。
- [14]方芳，付长文（2004）《中国证券业集中度、规模对绩效的影响》，金融研究，1，70-77。

- [15]王聪（2012）《中国证券公司市场结构与绩效的实证分析》，《经济经纬》，1，157-160.
- [16]熊剑庆（2005）《论中国证券业核心竞争力的构造》，《广东商学院学报》，2，26-30.
- [17]王晓芳，王学伟（2008）《基于因子分析的我国证券公司竞争力研究》，《现代商贸工业》，1，139-141.
- [18]谭显税（2002）《我国证券公司竞争力研究》，《南方经济》，10，64-67.
- [19]魏江等(2002) 《企业并购战略新思维——基于核心能力的企业购并与整合管理模式》，科学出版社,50.
- [20]蒋健蓉等（2013）《证券公司的评价体系研究》，申银万国证券研究，9-11.
- [21]查尔斯·埃利斯（2006）《高盛帝国》，北京:中信出版社，179-198.
- [22]魏涛，郭晓蕾（2016）《互联网金融的开拓者，并购业务的金字招牌》，中银国际证券，7月10日.
- [23]皮辉娟（2015）《新格局下互联网金融服务模式探讨》，财富证券，12月4日.
- [24]张兴盛，王琪《德意志银行：经营转型》，《银行家》，95-99.
- [25]胡继华(2006) 瑞银集团公司治理模式的启示[J]. 企业经济, (10): 200-205.

脚注

- i C.K. Prahalad and Gary Hamel .The Core Competence of the Corporation,*Harvard Business Review*,1990,7:79- 91
- ii 莫学斌, 王中华. 论中国证券公司的规模经济效应[J]. 现代管理科学, 2003, (1):78-79.
- iii 何晓斌. 中国证券公司核心竞争力评价与提升研究[D]. 上海社会科学院, 2006.
- iv 秦劲松.中国证券业的规模经济与券商退出机制研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2011, (1): 69-73.