



收购AssetMark 财富管理再下一城

——华泰证券（601688）深度报告

2016年04月25日

推荐/维持

华泰证券

深度报告

报告摘要:

华泰正在大步迈向一线龙头券商。公司是互联网证券最强王者，经纪、并购业务稳坐行业第一把交椅。

公司4月12日公告拟通过全资子公司收购AssetMark全部股份，交易总对价7.8亿美元。AssetMark是美国TAMP行业第三大机构。

TAMP是第三方一站式统包资产管理平台，致力于为注册投资顾问(RIAs)、经纪人或家庭办公室提供全方位的资产管理服务。TAMP提供投资解决方案，还提供会计对账、税务优化等后台运营服务。TAMP一般提供5种账户类型，费率按资产管理规模(AUM)收取0.85%到2.8%不等。

AssetMark提供三大核心服务：投资管理、客户关系管理和执业管理。截至2016年3月31日，平台管理资产总额约为285亿美元。

华泰具备在财富管理率先突围的潜质。首先，经纪业务市场份额稳居市场第一，1000万客户是公司财富管理转型的客户基础；第二，业内领先的资管、投行业务以及产品创新能力，为财富管理转型提供了产品基础；第三，作为互联网证券龙头老大，华泰在业内以技术基因强大而著称，“互联网+”时代的财富管理离不开强大的技术力量和大数据应用。

本次收购对华泰有三个方面的战略价值。第一，AssetMark在投资管理和投顾领域的专长和理念与华泰财富管理转型战略意图相一致，华泰1000万客户、2.6万亿证券托管总额，如果将这些客户资产转化为华泰管理、或提供投资咨询服务的资产，按收取1%管理费计算，即便成功转化5%的客户资产做财富管理，这项收入即可超过10亿；第二，技术的落地，华泰在技术层面上可以直接进行借鉴和嫁接；第三，满足客户海外资产配置需求。

公司盈利预测和评级：预测公司2016、2017年营业收入170亿、250亿，净利润77亿、115亿，对应EPS分别为1.07元、1.61元，BPS分别为11.51元、12.64元。最新PB为1.53X和1.39X，6个月目标价为23元，维持“推荐”评级。

风险提示：收购不达预期、市场大幅下跌带来业绩和估值双重压力。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	7166.54	12062.30	26261.94	16953.06	25010.52
增长率(%)	21.81	63.81	117.72	-35.45	47.53
净利润(百万元)	2211.71	4539.79	10696.87	7673.91	11511.24
增长率(%)	36.89	105.26	135.62	-28.26	50.00
净资产收益率(%)	6.20	10.86	13.24	9.32	12.74
每股收益(元)	0.39	0.80	1.49	1.07	1.61
PE	6.37	7.37	11.28	11.49	12.62
PB	38.72	18.88	11.77	16.41	10.94

齐瑞娟

010-66554089

qirj@dxzq.net.cn

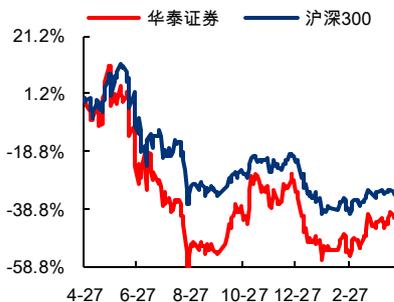
执业证书编号:

S1480515080001

交易数据

52周股价区间(元)	18.21-31.93
总市值(亿元)	1304.34
流通市值(亿元)	991.3
总股本/流通A股(万股)	716277/544372
流通B股/H股(万股)	/171905
52周日均换手率	1.63

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《华泰证券（601688）：互联网证券最强王者，大步迈向一线龙头》2016-03-30
- 《华泰证券（601688）：大象跳舞 客户为王》2016-01-12
- 《华泰证券（601688）：经纪业务份额稳居第一，大资管业务稳健发展》2015-11-02
- 《华泰证券（601688）2014 季报点评：传统优势持续，杠杆率提升显著》2014-10-31

目 录

1. 华泰大步迈向一线龙头券商	4
2. 互联网证券最强王者，经纪、并购稳坐行业第一把交椅	4
2.1 经纪业务份额再创新高，互联网证券成绩斐然	5
2.2 持续推进大投行业务模式，并购业务项目数量在国内和香港地区持续保持第一	6
2.3 资管业务“主动管理”和“产品创新设计”能力不断提升，多业务领域取得突破	7
2.4 信用业务稳妥推进，两融和股权质押余额位列行业第五和第三	7
3. 收购 AssetMark：华泰财富管理又下一城	8
3.1 华泰财富管理转型具有先天优势	9
3.2 收购 AssetMark：让财富管理走的更远	10
4. 揭开 TAMP（Turnkey Asset Management Program）行业的面纱	10
4.1 三张图看懂 TAMP 行业	11
4.2 TAMP 类型和费率水平	12
4.3 TAMP 行业规模和前两大机构	13
4.3.1 Investnet——TMAP 行业龙头老大	14
4.3.2 SEI Investment——国际领先的资产管理外包商	16
5. 华泰收购的 AssetMark 有什么特别之处？	17
5.1 第一大核心服务：领先的投资管理	18
5.2 一流技术支持：强大的客户关系管理	19
5.3 投资顾问的良师益友：经验丰富的执业管理	20
6. 投资建议	20
7. 风险提示	21

表格目录

表 1:华泰并购重组业务在业内长期处于领先地位.....	6
表 2:TAMP 的费率水平.....	13
表 3:Envestnet 公司基本信息.....	15
表 4:Envestnet 公司 2015 年财务和估值信息.....	15
表 5:SEI 公司基本信息.....	16
表 6:SEI 公司 2015 年财务和估值信息.....	17
表 7:AssetMark 公司财务信息.....	17
表 8:AssetMark“GPS 基金策略”旗下多个主题基金池.....	18
表 9: 公司盈利预测表.....	22

插图目录

图 1: 华泰通过一系列外延式并购迅速提升行业地位.....	4
图 2: 华泰互联网战略三步走.....	5
图 3:2015 年华泰经纪业务市场份额稳居行业第一.....	6
图 4: 华泰经纪业务市场份额随着佣金率下降稳步上升.....	6
图 5:华泰并购业务由服务中介向资本中介转型.....	7
图 6: 2015 年华泰资产管理总规模位居行业第三.....	7
图 7: 2015 年华泰资管主动管理规模位居行业第五.....	7
图 8:2016 年 3 月华泰两融余额位居行业第 5.....	8
图 9: 华泰推出多个市场第一的创新型集合资管产品.....	9
图 10:TAMP 的优点有哪些.....	11
图 11:一个好的 TAMP 需要具备哪些因素.....	11
图 12:TAMP 的缺点有哪些.....	12
图 13:TAMP 的 5 种账户类型.....	12
图 14:TAMP 管理的资产规模年化增速达 32%.....	14
图 15:TAMP 行业各机构市场份额.....	14
图 16:Envestnet 公司主页页面.....	15
图 17:SEI 公司主页界面.....	16
图 18:AssetMark 提供的三大核心服务.....	18
图 19:“e 财富经理”登陆页面.....	19
图 20: 华泰 PB Band.....	20

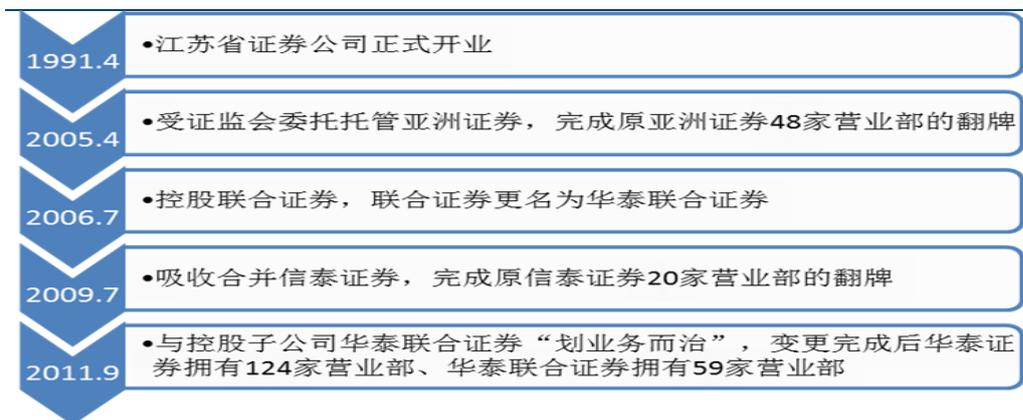
1. 华泰大步迈向一线龙头券商

华泰证券成立于1991年5月26日，是证监会首批批准的综合型券商，是中国最早获得创新试点资格的券商之一，2010年2月在上交所挂牌上市，2015年6月1日在港交所挂牌上市。在2010-2014证券公司分类监管评级中连续被评为最高级A类AA级。

华泰是国有企业，实际控制人为江苏省人民政府国有资产监督管理委员会。公司持股5%以上的股东共有6家，分别是江苏省国信资产管理集团有限公司（24.42%）、江苏交通控股有限公司（8.50%）、江苏汇鸿国际集团有限公司（7.85%）、江苏高科技投资集团有限公司（7.61%）、江苏省苏豪控股集团有限公司（6.10%）、国华能源投资有限公司（6.00%），其中前5家都是江苏省人民政府国有资产监督管理委员会所属独资企业。

华泰管理层高瞻远瞩，通过外延式并购迅速提升了行业地位，跻身国内券商第一梯队，正在大步迈进一线龙头。2005至2006年通过对亚洲证券和联合证券的托管和控股，营收排名从行业前20进入前10；2009年通过对信泰证券的合并，总资产等排名进入行业前10；2011年完成与华泰联合在业务上的整合，营收排名进入行业前5。根据证券公司公布的2015年年报或业绩快报，公司总资产、净资产位列行业第4，营业收入和净利润位列行业第8。

图 1：华泰通过一系列外延式并购迅速提升行业地位



资料来源：网络资料，东兴证券研究所

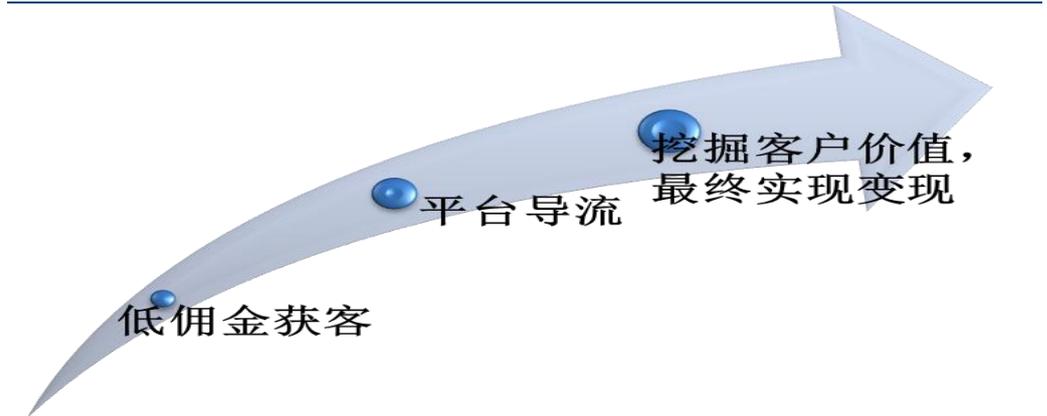
2. 互联网证券最强王者，经纪、并购稳坐行业第一把交椅

华泰是第一家拥抱互联网的大型券商，大象也能翩翩起舞。一般认为，大型券商受制于存量客户体量和国有机制效率不高，在降低佣金和“互联网+”创新方面“船大难掉头”。然而华泰超出市场预期，在大券商中第一个勇敢的拥抱互联网，虽然实施初期有不如人意之处，但公司管理层一直坚持互联网战略，不抛弃不放弃，最终建立起

业内领先的互联网平台，成为经纪业务领域成为当之无愧的行业龙头。

华泰的互联网战略明晰有力，一共三步，步步为“赢”。先用业内最低的佣金水平来敲门，再和网易强强联合、平台引流，最后通过 CRM 系统和大数据技术深度挖掘客户价值，提高客户黏性，最终实现变现。

图 2：华泰互联网战略三步走



资料来源：东兴证券研究所

2.1 经纪业务份额再创新高，互联网证券成绩斐然

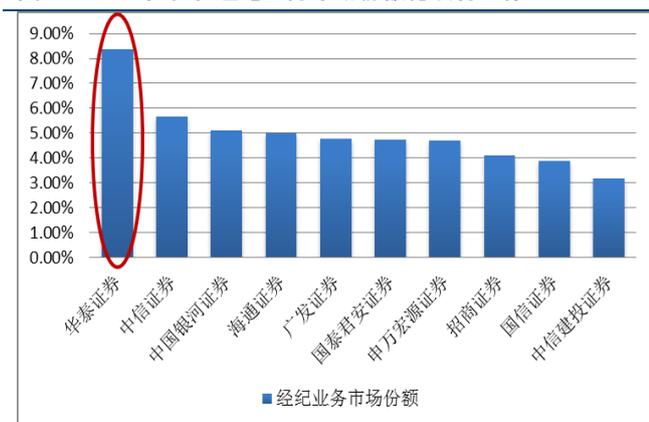
华泰证券经纪业务积累深厚，客户资源禀赋优势明显，经纪业务市场份额稳居全行业第一，2015 年市场份额再创新高。自 2014 年下半年公司经纪业务市场份额超过中信证券坐上行业第一把交椅后，公司逐步拉开了和中信证券的距离，2015 年股基成交量市场份额再创新高高达 8.37%，领先第二名中信证券 2.7 个百分点，进一步扩大领先优势。

华泰 15 年底综合佣金率万二点八，仍然全市场最低水平，与 15 年三季度数值基本一致，表明公司综合佣金率已经触底，几乎没有下行空间。公司自 2014 年以来一直保持业内最低佣金，低佣金的背后是公司高于同业平均的经纪业务毛利率。与行业可比大型券商相比，华泰是经纪业务毛利率最高的大券商之一，表现出公司在经纪业务上杰出的成本控制能力和竞争力，经纪业务高毛利率和低佣金互相作用，形成良性循环。

华泰是互联网证券龙头，2014 年以来坚持互联网助推转型的发展战略，进一步优化完善互联网平台功能，积极构建依托全产业链、以客户为导向、为多样化业务产品提供销售和承揽职能财富管理架构和业务体系。

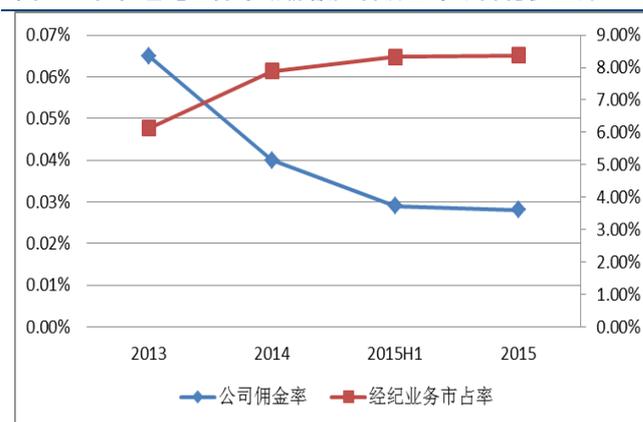
客户体验是互联网战略的精髓，华泰重金打造的全功能移动终端——“涨乐财富通”，专注于提高客户体验，致力于打造业内客户体验最好的移动终端。根据易观智库统计数据，截至 2015 年底，“涨乐财富通”日均活跃用户数位居券商类 APP 第一名。

图 3:2015 年华泰经纪业务市场份额稳居行业第一



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：华泰经纪业务市场份额随着佣金率下降稳步上升



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 持续推进大投行业务模式，并购业务项目数量在国内和香港地区持续保持第一

2011 年华泰投行业务深度整合后，公司并购重组业务在行业内长期处于领先地位。2011 年以来公司主导完成的并购重组过会项目数量位居行业前茅，2011、2013、2014、2015 年过会项目数量都取得了行业**第一名**。

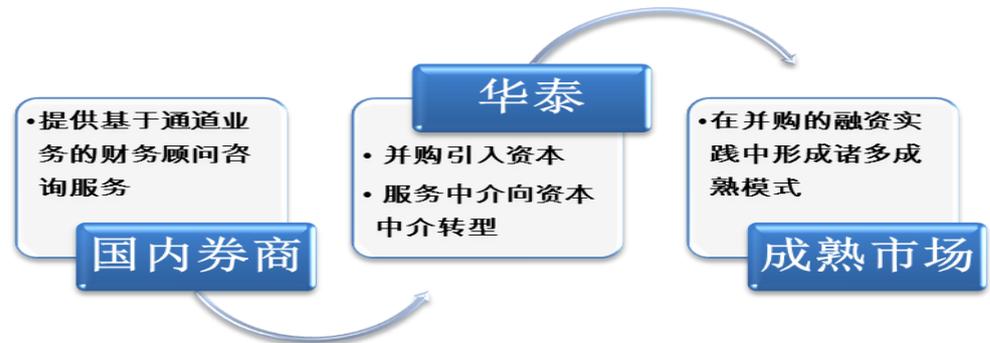
公司依托全业务链体系致力打造以并购为核心的大投行体系。2012 至 2015 年上半年，公司并购业务收入占大投行的比重一直保持在 33%以上，远远高于全行业 20%的平均水平。华泰并购重组业务已经成为公司大投行最好的名片。2015 年全年并购业务收入占比有一定下滑，为 24%。

依托华泰资本优势和整合集团资源构建的全业务链体系，华泰已形成特色鲜明的“投行+投资”的综合金融并购模式。华泰在并购重组中创造性的引入资本，服务中介向资本中介转型，挖掘并购重组带来的投资盈利机会。据了解，资本介入在大投行业务中的收入占比已接近三分之一。

表 1:华泰并购重组业务在业内长期处于领先地位

年份	交易数量	交易数量排名	交易金额市场份额	市场份额排名
2010	2	2	79.98%	2
2011	6	1	18.05%	1
2012	9	2	1.54%	14
2013	27	1	3.97%	6
2014	33	1	7.76%	4
2015	32	2	14.59%	1

资料来源：wind，东兴证券研究所

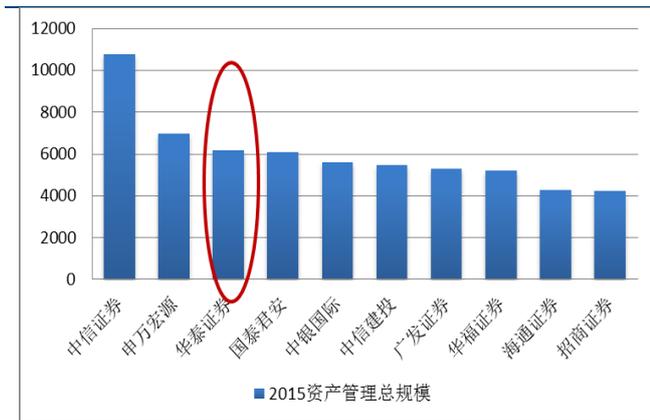
图 5:华泰并购业务由服务中介向资本中介转型


资料来源：东兴证券研究所

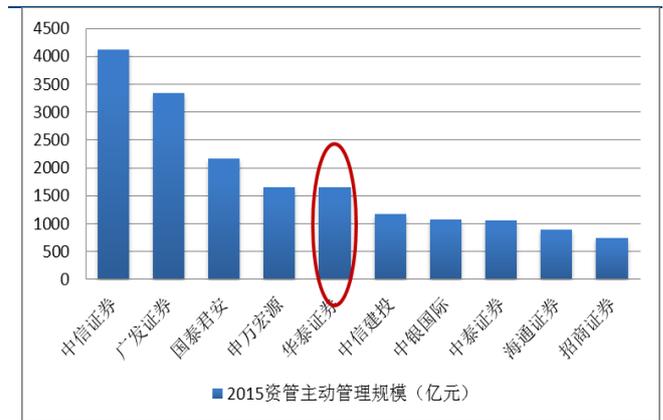
2.3 资管业务“主动管理”和“产品创新设计”能力不断提升，多业务领域取得突破

依托经纪业务高市占率和领先的投资资源，华泰以全业务链理念为指导，确立了打造全方位、综合性资产管理机构的目标。截至 2015 年底，华泰资产管理业务总规模 6163 亿，位列行业第三，仅次于中信证券和申万宏源证券；其中主动管理规模 1652 亿，位列行业第五。

公司集合资管产品“天天发”日均保有规模创历史新高，公司还积极推进资产证券化业务，在两融债权、租赁债权、互联网消费金融等领域形成特色业务。

图 6: 2015 年华泰资产管理总规模位居行业第三


资料来源：wind,东兴证券研究所

图 7: 2015 年华泰资管主动管理规模位居行业第五


资料来源：wind,东兴证券研究所

2.4 信用业务稳妥推进，两融和股权质押余额位列行业第五和第三

公司按照逆周期管理思路，积极关注市场风险累计，提前采取风险控制措施，有效保障公司债权安全，积极稳妥推进各项信用业务发展。截至 2015 年底，公司两融余额 661.14 亿，市场份额 5.63%，位居行业第五；股票质押式回购业务余额 389.28 亿，位居行业第三。

公司两融的市场份额仍有较大提升空间，有望和经纪业务市占率缩小差距。公司目前正在通过财富管理、资管业务等增加客户黏性，大力开拓两融业务，提升两融市场份额。

股权质押是 2016 年公司重点发展业务之一。股权质押以机构客户为主，该业务整体较为稳健、风险可控，一方面上市公司股东不会轻易放弃公司的控制权，另一方面 A 股在当前点位下跌空间有限。股权质押不仅能带给公司相对稳定的利息收入，更重要的，帮助公司消化去年以来账面上的富余现金流。2016 年股权质押余额预计在 400 亿左右。

图 8:2016 年 3 月华泰两融余额位居行业第 5



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 收购 AssetMark：华泰财富管理又下一城

华泰证券 4 月 12 日公告称，已通过其全资子公司 Huatai International Finance 就收购 AssetMark Financial Holdings Inc. 全部股份的交易与 AssetMark 的股东达成协议，并于 4 月 11 日签署了股份购买协议。AssetMark 的现有实益股东为 Aquiline Capital Partners、Genstar Capital 及主要管理层成员。本次交易的总对价约为 7.8 亿美元，对价受限于交割时的调整。上述交易的最终完成，尚须获得相关监管机构的批准及满足其他惯常交割条件。摩根大通、摩根士丹利和华泰金融控股（香港）在交易中担任华泰证券的财务顾问。华泰联合证券担任华泰证券境内财务顾问。

根据 Trust Advisor Survey 于 2015 年发布的研究报告，AssetMark 是美国 TAMP 行业中排名第三的机构。

这是华泰证券在境外进行的第一笔收购交易，将为华泰带来巨大的战略价值。如华泰总裁周易提到的，“AssetMark 在投资咨询和信息技术领域的领先优势，将使我们能为我们的客户提供更多创新的财富管理方案。”

3.1 华泰财富管理转型具有先天优势

华泰管理层高瞻远瞩，在业内较早提出财富管理转型，我们认为**华泰具备在财富管理率先突围的潜质**。

第一，华泰经纪业务市场份额稳居市场第一，1000万客户是公司财富管理转型的客户基础。截至2015年底，公司经纪业务市场份额8.37%，超过第2名中信证券2.7%，经纪业务龙头老大地位进一步巩固。华泰多年以来积累的大量优质高净值客户、富裕人群客户和机构客户将是财富管理业务的主要客户群。

第二，华泰业内领先的资管、投行业务以及产品创新能力，为财富管理转型提供了产品基础。依托经纪业务龙头地位和领先的投资资源，华泰以全业务链理念为指导，确立了打造全方位、综合性资产管理机构的目标。公司自2013年起逐步确立了以固定收益产品为基础、以权益类产品为重心的发展战略，大胆创新，推出多个市场第一的创新型集合理财产品，并充分发挥公司投行产业链优势、直投产业链优势，在定增、直投、新三板、资产证券化、结构化创新等领域广泛开展资管合作。

图 9：华泰推出多个市场第一的创新型集合资管产品



资料来源：东兴证券研究所

第三，华泰作为互联网证券龙头老大，在业内以技术基因强大而著称，“互联网+”时代的财富管理离不开强大的技术力量和大数据应用。

公司从2007年开始一直致力于构建CRM系统，即客户关系管理系统。**CRM系统是华泰全面转型的核心支撑之一，实质是公司发展全产业链的基础数据库。**公司通过整理碎片化的客户资料，进而整理归纳出不同客户的交易偏好、风险偏好和潜在需求，为客户提供精确的客户诊断和投资建议，实现“以客户为中心”，打破各个业务线之间的壁垒，为客户提供一站式综合金融服务。

华泰还将加强在大数据方面的应用。通过对海量数据的实时分析和后台分析，分析挖掘客户的交易行为、交易心理、交易数据等，实现精准营销、差异化风控，从而提升客户体验和黏性。

3.2 收购 AssetMark：让财富管理走的更远

我们认为华泰本次收购 AssetMark，有三个方面的战略价值和协同效应。

◆ 助力财富管理转型

AssetMark 在投资管理和投顾领域的专长和理念与华泰一直积极推进的财富管理转型战略意图相一致。华泰有 1000 万客户、2.6 万亿证券托管总额，目前基本只是收取万三左右的交易佣金，如果将这些客户资产转化为华泰直接管理的、或提供投资咨询服务的资产，按收取 1%管理费计算，管理费收入将增加 30 多倍，即便能成功转化 5% 的客户资产做财富管理，这项业务收入即可超过 10 亿。

◆ 技术的落地

AssetMark 平台上提供的多元投资解决方案、一站式资产管理体系、业务流程等，华泰在技术层面上可以直接进行借鉴和嫁接，国内机构如金证、恒生等并没有提供类似的第三方服务。

◆ 满足客户海外资产配置需求

大资管时代背景下，私人财富增长和居民理财观念的转变给券商提供了历史性发展机遇。出于避险及大类资产配置的考虑，海外投资已经不再是富人的专属，中产人群有海外资产配置需求的也越来越多。华泰作为拥有最多经纪业务客户的国内券商，1000 万客户尤其是其中的富裕人群会产生大量海外投资需求。AssetMark 在美国市场上为投资顾问提供优质的投资管理服务将近 20 年，精选业内顶尖投资管理机构的篮子投资解决方案。AssetMark 这样一个海外平台可以作为华泰客户海外资产配置的窗口，在监管允许的范围内，华泰未来会和 AssetMark 在市场拓展、客户导流、业务协同方面有更多的合作。

4. 揭开 TAMP（Turnkey Asset Management Program）行业的面纱

TAMP（Turnkey Asset Management Program）是独立的、第三方一站式统包资产管理平台，致力于为注册投资顾问（RIAs）、经纪人或家庭办公室提供全方位的资产管理服务。TAMP 提供一系列包括共同基金、ETF、特定账户在内的投资解决方案，同时提供会计对账、业绩披露、税务优化、信息报告等后台运营服务。TAMP 可以帮助投资顾问更有效率的管理客户以及客户资产、提供更丰富和专业的投资解决方案、帮助投资顾问实现更好的投资收益；TAMP 可以帮助投资者获得更及时、更个性化的投资服务，有利于提升客户的满意度和忠诚度；通过外包，投资顾问可以有更多的时间和精力专注于他们擅长的领域——开拓客户并最大化客户价值。

4.1 三张图看懂 TAMP 行业

TAMP 存在的价值有哪些？通过把投资管理、运营管理和客户关系管理外包给 TAMP，投资顾问可以得到什么？简单来说有三点：

更多的时间去经营客户关系、提升客户价值；更少的开支花在账户运营、后台管理方面；更专业、多元的投资解决方案从而最大化客户资产的投资收益。

图 10:TAMP 的优点有哪些



资料来源：东兴证券研究所

一个好的 TAMP 平台需要具备哪些因素？简单来说有 5 点，独立的投资研究和产品研究体系、提供多元化共同基金/ETF/特定账户等投资解决方案、提供对账/会计/信息披露/税务等账户管理和后台服务、有领先的信息技术系统支持、为投资顾问提供专业的培训和发展项目。

图 11:一个好的 TAMP 需要具备哪些因素



资料来源：东兴证券研究所

TAMP 有哪些需要改善的地方？虽然 TAMP 近年来发展非常迅速，但仍然在一些方面受到诟病，这也是 TAMP 在今后发展中需要反思的地方，包括：TAMP 收取的费用比较高、

投资顾问可能会过于依赖 TAMP 而减少对客户账户的关注和服务、TAMP 在个性化服务方面可能有所欠缺等。

图 12:TAMP 的缺点有哪些

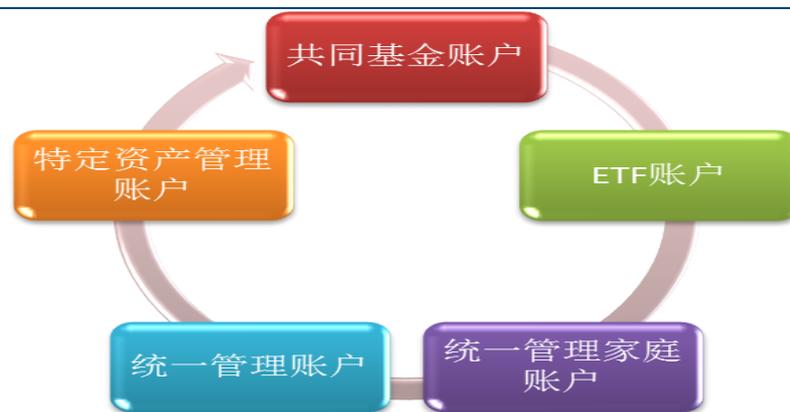


资料来源：东兴证券研究所

4.2 TAMP 类型和费率水平

TAMP 平台一般提供五种账户类型，每种账户的投资范围、费率水平有所不同。按照复杂程度排序，这五种 TAMP 账户分别是共同基金账户、ETF 账户、特定资产管理账户（SMAs）、统一管理账户（UMAs）、统一管理家庭账户（UMHs）。

图 13:TAMP 的 5 种账户类型



资料来源：Trust Advisor 《2015 America's Best TAMPs》，东兴证券研究所

- ◆ **共同基金账户**（Mutual Fund Wrap Accounts）。TAMP 从市场专业资产管理机构的产品中优选出一篮子共同基金产品，供投资顾问选择配置。TAMP 负责对这些机构和共同基金进行必要的尽职调查。共同基金账户收取较低的单一费率，费率水平要比直接去市场机构购买要便宜。共同基金账户的起投金额过去几年是 10 万美元，最近降到 2.5 万美元。

- ◆ **ETF 账户 (ETF Wrap Accounts)**。ETF 账户和共同基金账户的区别在于账户内产品不同,前者是一篮子 ETF,后者是一篮子共同基金。ETF 直接在交易所交易,它们持有的资产有股票、债券或商品,跟踪对应指数。ETF 账户的目标是在最小化成本的前提下向投资者提供基准指数的收益率,并免于佣金负担,ETF 账户的费率要比共同基金账户低。
- ◆ **特定资产管理账户 (Separately-Managed Accounts)**。不同于一篮子共同基金或 ETF,特定资产管理账户 (SMAs) 是由一系列证券组成的投资组合,这些投资组合是从市场专业资产管理机构获得的、为机构或高净值客户定制的一对一账户。每一个账户对应的投资决策一般不同,取决于双方确定的投资策略。SMAs 的个性化程度比较高,还可以被赋予节税功能,即应用“税收损失收割计划”(tax-loss harvesting)为投资组合节税。SMAs 起投金额较高,虽然近年来有一些账户门槛降到 5 万美元,但常见的投资门槛仍然是 10 万美元。
- ◆ **统一管理账户 (Unified Managed Accounts)**。UMAs 几乎包含所有类别的投资标的,如共同基金、ETF、股票、债券等。UMAs 的投资决策一般由技术解决方案(量化策略)或投资顾问做出。和特定资产管理账户一个账户需要一个投资经理不同,UMAs 只需要一个。UMAs 可以简化书面工作,提供税务和交易的便利性。UMAs 是全权委托账户,由发起人或投资经理自行决定税务和交易策略,按需调整组合资产配置。
- ◆ **统一管理家庭账户 (UMHs)**。UMHs 是一个包含家庭中所有投资标的的统一管理账户,在 UMAs 的基础上增加了包括不动产、私人公司等投资标的,投资管理服务范围得到极大扩展。目前真正意义上的 UMHs 还非常少,但是发展迅速,理论上比较接近家庭办公室。

TAMP 的费率水平根据计划类型,从 0.85%到 2.8%不等,其中共同基金和 ETF 账户计划收费最低(0.75%-1.25%),SMA 和 UMA 账户机构收费较高(1.5%-2.5%)。

表 2:TAMP 的费率水平

账户类型	投资费	管理费	总费率
共同基金账户	0.5%-1.5%	0.5%-1.5%	0.75%-1.5%
ETF 账户	0.1%-0.25%	0.5%-1.0%	0.75%-1.25%
特定资产管理账户	0.5%-1.0%	1.0%-1.75%	1.5%-2.5%
统一管理账户 (应用模型)	0.4%-0.6%	0.75%-1.5%	1.5%-2.5%
统一管理家庭账户	一对一具体协商,参照统一管理账户费率和具体资产类别定价		

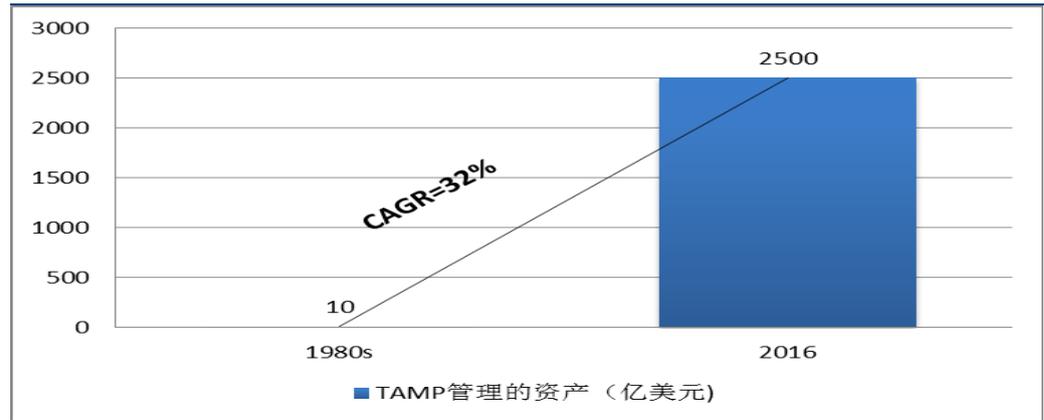
资料来源: Trust Advisor 《2015 America's Best TAMPs》, 东兴证券研究所

4.3 TAMP 行业规模和前两大机构

TAMP 管理的资产规模近年来增长非常迅速。30 年以前,只有不到 10 亿美元资产被 TAMP 管理,今天超过 2500 亿资产由 TAMP 平台管理,年化增长率 32%。根据 Trust

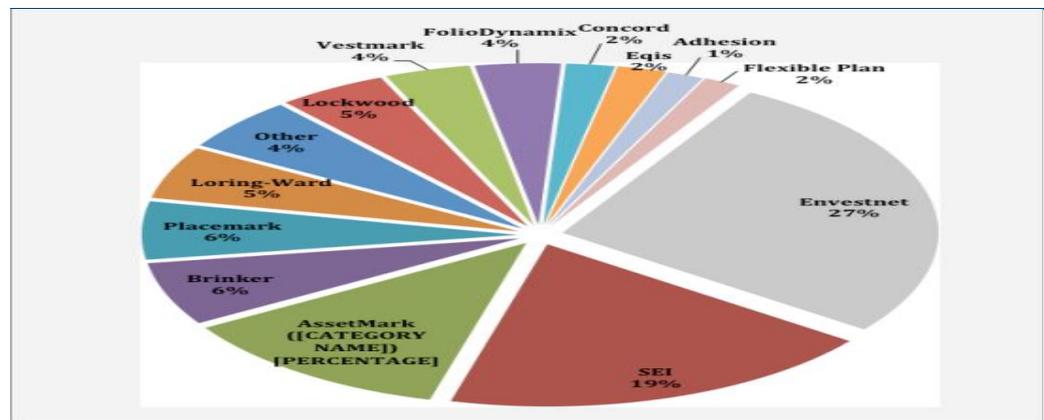
Advisor Survey 于 2015 年发布的研究报告，TAMP 行业最大的机构依次是 Envestnet，SEI 和 AssetMark，市场份额分别为 27%、19%和 13%。

图 14:TAMP 管理的资产规模年化增速达 32%



资料来源：Trust Advisor 《2015 America's Best TAMPs》，东兴证券研究所

图 15:TAMP 行业各机构市场份额



资料来源：Trust Advisor 《2015 America's Best TAMPs》，东兴证券研究所

4.3.1 Envestnet——TMAP 行业龙头老大

Envestnet, Inc. 成立于 1999 年，2010 年 7 月在纽交所上市，是市场领先的投资组合、执业管理和报告解决方案的提供商，服务对象包括投资顾问和市场机构。**Envestnet 是一家专做 TAMP 的公司。**

截至 2015 年底，Envestnet 平台上的资产总额 (Asset Under Administration) 为 2898 亿美元，其中 Envestnet 管理的资产规模 (Asset Under Management) 为 926 亿美元。AUA 较 AUM 多出的部分，包括 Envestnet 平台提供会计对账、账户管理、金融规划 (Financial Planning)、交易服务、客户关系管理等资产。Envestnet 平台服务的投资顾问数量超过 47000 人。

图 16:Envestnet 公司主页页面


资料来源：Envestnet 网站，东兴证券研究所

表 3:Envestnet 公司基本信息

公司基本信息	
公司名称	Envestnet Inc.
股票代码	ENVN
成立时间	1999
上市时间	2010.7
第一大股东	Wells Fargo & Company(14.03%)
注册地址	美国特拉华州
员工人数	2665

资料来源：Envestnet 公司公告，东兴证券研究所

表 4:Envestnet 公司 2015 年财务和估值信息

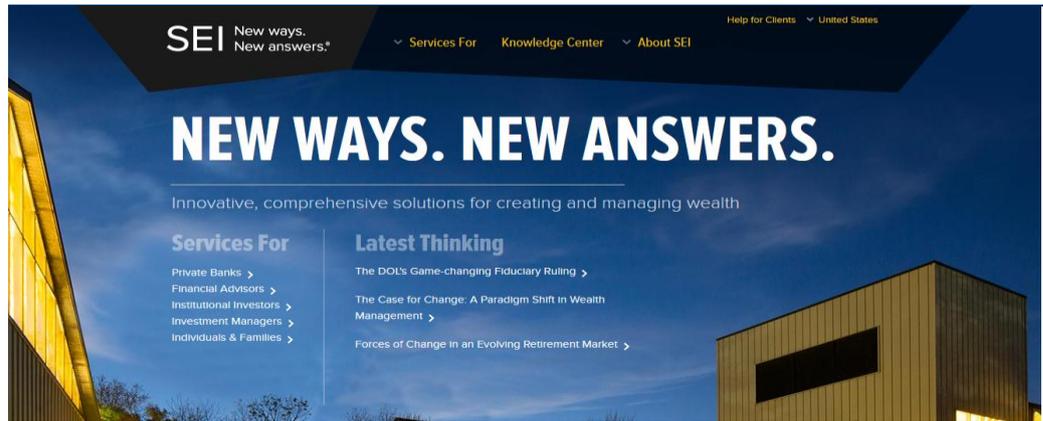
2015 年财务信息（亿美元）	
营业收入	4.21
EBITDA	0.76
净利润	0.38
资产管理规模（AUM）	925.6
资产管理账户数	近 50 万
投资顾问数	3.38 万
总市值（20160420）	12.97
EV/EBITDA	17.07
PE	34.13

资料来源：Envestnet 公司公告，东兴证券研究所

4.3.2 SEI. Investment——国际领先的资产管理外包商

SEI. Investment 成立于 1968 年，是国际领先的资产管理外包、投资过程和投资运作解决方案的提供商，公司富有创造性解决方案帮助企业公司、金融机构、投资顾问和普通家庭创造、管理财富。SEI 最早以生产投资处理外包软件起家，后来扩展到提供投资运营外包解决方案和投资管理解决方案。

图 17:SEI 公司主页界面



资料来源：SEI 网站，东兴证券研究所

表 5:SEI 公司基本信息

公司基本信息	
公司名称	SEI Investment Co.
股票代码	SEIC
成立时间	1968
上市时间	1981.3
第一大股东	Loomis Sayles & Co., L.P.(7.16%)
注册地址	美国宾夕法尼亚州
员工人数	2985

资料来源：SEI 公司公告，东兴证券研究所

SEI 于 1993 年推出了 TAMP 产品“一体化财富管理计划 (Integrated Wealth Management Program)，2015 年推出全新 TAMP 产品“SEI 财富平台 (SEI Wealth Platform)，为投资顾问、理财规划师等提供投资管理、后台投资过程外包、执业管理等一篮子外包服务。

截至 2015 年底，SEI 平台及其附属公司的资产总额合计 6703 亿美元，其中 AUM(Asset Under Management) 2625 亿美元，AUA (Asset Under Administration) 4078 亿美元。TAMP 产品的资产规模超过 495 亿美元。服务超过 6900 个投资顾问。

表 6:SEI 公司 2015 年财务和估值信息

2015 年财务信息（亿美元）		
	SEI Investment Co.	SEI Wealth Platform(TAMP)
营业收入	13.34	3.07
EBITDA	5.68	NA
净利润	3.32	NA
资产管理规模（AUM/AUA）	6703	495
投资顾问数	NA	6900
总市值（20160420）	79.7	
EV/EBITDA	14.03	
PE	24.01	

资料来源：SEI 公司公告，东兴证券研究所

5. 华泰收购的 AssetMark 有什么特别之处？

AssetMark 成立于 1996 年，总部位于美国加利福尼亚州康科德市。截至 2016 年 3 月 31 日，AssetMark 平台上的资产总额约为 285 亿美元，服务超过 6700 个独立投资顾问和 87000 名客户。根据 Trust Advisor 于 2015 年发布的行业报告，以估算的市场份额计算，AssetMark 是美国 TAMP 行业的第三大企业。

表 7:AssetMark 公司财务信息

（百万美元）	2015	2014
收入净额	157.817	141.077
除税前利润净额	18.178	10.002
除税后利润净额	9.853	6.574
总资产	381.366	NA
总负债	243.301	NA
净资产	138.065	NA

资料来源：华泰证券公司公告，东兴证券研究所

在将近 20 年中 AssetMark 一直致力于通过帮助投资顾问从而帮助投资者实现他们的金融目标。AssetMark 一站式统包资产管理计划三大核心服务：投资管理、客户关系管理、执业管理，都是基于其领先的技术水平全面开展。

图 18:AssetMark 提供的三大核心服务



资料来源：AssetMark 网站，东兴证券研究所

5.1 第一大核心服务：领先的投资管理

AssetMark 提供一系列投资组合解决方案，以便于投资顾问为投资者量身定做个性化投资组合，满足每个投资者不同的风险收益偏好。

AssetMark 主要提供两类投资管理产品，一是“GPS 基金策略”，二是“GPS 精选”，前者是一篮子基金产品，后者是一篮子特定资产管理计划。

- ◆ “GPS 基金策略”拥有两个品牌“GuideMark”和“GuidePath”，下属多个主题基金池，对应不同的投资策略和费率水平。该产品不收取平台或托管费，起投金额为 1 万美元。
- ◆ “GPS 精选”，投资者将在一个账户里持有若干特定资产管理计划，在账户层面收取单一费用，起投金额一般为 10 万美元。

表 8:AssetMark “GPS 基金策略”旗下多个主题基金池

品牌	主题基金	投资策略	费率	过去 10 年年化收益率（税前）
GuideMark	大市值基金	追求长期资本升值	1.19%	4.97%
	新兴市场基金	追求长期资本升值	1.44%	2.97%
	中小市值基金	追求长期资本升值	1.41%	5.37%
	全球基金	追求长期资本升值	1.41%	-0.71%
	机会权益基金	追求长期资本升值和当期收益	1.58%	自成立以来 8.83%
	核心固定收益基金	追求当期稳定收益和低波动性	1.32%	3.58%
	免税固定收益基金	追求当期稳定收益并免于联邦收入税	1.29%	3.63%
GuidePath	机会固定收益基金	最大化利息、资本升值和当期收益	1.56%	自成立以来 1.37%
	成长配置基金	追求长期资本升值和当期收益	1.38%	自成立以来 3.20%
	保守配置基金	追求长期资本升值和当期收益，低风险	1.32%	自成立以来 3.32%
	战术配置基金	追求长期资本升值和当期收益	1.25%	自成立以来 1.41%

绝对收益配置基金	追求绝对收益	1.63%	自成立以来 0.92%
多元资产收入配置基金	最大化当期收益并追求长期资本升值	1.63%	自成立以来 3.23%
灵活收入配置基金	追求当期收益并追求长期资产升值	1.29%	自成立以来 -0.22%
未来策略基金	追求长期绝对收益	1.81%	运作未满 1 年

资料来源：AssetMark 官网，东兴证券研究所

为了向投资顾问以及投资者提供更好的投资管理服务，AssetMark 先后收购了两家财富管理或资产管理子公司，包括 Aris Corporation 和 Savos Investments，前者擅长于提供全方位财富管理服务，后者强于风险管理策略。

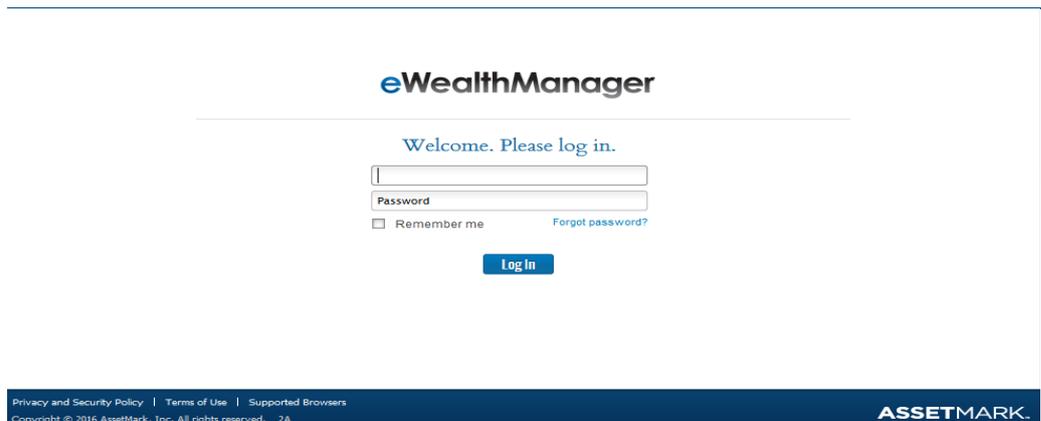
- ◆ Aris Corporation 成立于 1974 年，总部位于宾夕法尼亚州大学城，Aris 向投资顾问及投资者提供全方位的财富管理服务，向商业机构、市政机构、非盈利组织和高净值个人提供退休、信托服务等。
- ◆ Savos Investment 成立超过 25 年，它是最早在投资策略中提供向下保护策略的资产管理公司。如今 Savos 依然保持在风险管理策略的最前沿，专为 AssetMark 的投资顾问和他们的客户提供优质服务。

5.2 一流技术支持：强大的客户关系管理

AssetMark 独具特色的线上客户管理门户“e 财富经理”和 APP 移动终端帮助投资顾问随时随地做出正确决定，投资者也可以通过“e 财富经理”随时随地访问账户、与投资顾问密切沟通。

“e 财富经理”是 AssetMark 一站式投资顾问门户，融合了客户管理和账户管理两大功能。在这个安全的网站门户上，投资顾问可以进行投资研究、新建并维护客户账户、查阅投资组合最新持仓信息、进入托管资源。投资者可以通过“e 财富管理”获取及时的投资组合信息、和投资顾问进行全天（24/7）交流。“e 财富管理”还有 APP 移动终端，真正做到让投资顾问和投资者随时随地了解他们的投资组合，并且随时随地彼此联络。

图 19：“e 财富经理”登陆页面



资料来源：AssetMark 官网，东兴证券研究所

为了让投资顾问和投资者拥有更好的客户体验，AssetMark 和诸多一线技术提供商紧密合作，这些技术提供商包括 Financial Logix、Money Quotient、REDTAIL、ADVISORWEBSITES.COM、ActiFi、Riskalyze 等。

5.3 投资顾问的良师益友：经验丰富的执业管理

AssetMark 提供一流的执业管理服务，帮助投资顾问简化关键的商业模型，应用强大的分析工具和多年经验积累，为投资顾问轻松勾勒出稳健而富有成长性的长期经营策略。

AssetMark 已经和投资顾问一起工作了超过 20 年，深知如何在这个行业里建立起成功稳定的商业关系。AssetMark 一流的执业管理咨询师会手把手的为新入行以及需要“充电”的投资顾问讲授行业策略梗概，提供独家的活动、研讨会和培训，以帮助投资顾问迅速提高技能和实践。

6. 投资建议

我们推荐华泰证券的逻辑。1) 华泰是互联网证券龙头，经纪业务老大，成功的互联网战略带来经纪业务市场份额迅速提升，增加的客户体量又带动了包括资管、两融、财富管理等其他业务，形成良性循环；2) 华泰的并购业务全行业排名第一，投资+投行的综合金融并购模式已经成熟，资本介入贡献稳定收入，当前经济转型和国企改革为公司并购业务提供历史性发展机遇，带动公司大投行业务蓬勃发展；3) 华泰大资管实力雄厚，管理规模位居行业第三，主动管理规模位居全行业第五，公司强大的产品创新能力和互联网战略助力大资管腾飞；4) 公司是大券商中估值最低标的之一，具有很强的防御性和反弹弹性。

我们预测公司 2016、2017 年营业收入为 170 亿、250 亿，净利润为 77 亿、115 亿，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.61 元，对应 BPS 分别为 11.51 元、12.64 元。最新 PB 为 1.53X 和 1.39X，6 个月目标价为 23 元，维持“推荐”评级。

图 20: 华泰 PB Band



资料来源：wind，东兴证券研究所

7. 风险提示

收购不及预期；市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	26,394.7	89,864.9	135,134.	132,453.	229,037.	营业收入	7,166.	12,06	26,261.	16593.06	25010.
结算备付金	8,371.59	18,217.2	36,068.7	36,540.0	50,112.0	手续费及佣金净收	4,825.	6,477	14,524.	8,957.19	12,187
交易性金融资产	20,290.5	55,999.9	131,238.	113,288.	115,554.	其中: 代理买卖证	3,815.	4,995	12,641.	6,804.00	8,640.
买入返售金融资产	4,735.61	20,710.0	25,634.5	37,692.2	52,769.1	证券承销业务净收	577.55	1,180	1,551.1	1635.04	2686.2
存出保证金	4,735.61	20,710.0	6,009.30	6,300.00	8,640.00	受托客户资产管理	314.35	196.5	138.21	407.98	711.16
可供出售金融资产	6,233.49	9,276.15	38,118.7	33,426.6	8,754.60	利息净收入	1,325.	2,384	4,081.4	1,772.69	3,544.
长期股权投资	3,856.92	1,874.49	2,673.83	2,874.03	3,305.14	投资净收益	1,546.	1,821			
固定资产	2,298.51	3,303.69	3,379.02	3,151.71	4,097.22	其中: 对联营企业	219.17	284.9			
无形资产	381.94	401.21	424.97	500.99	575.33	公允价值变动净收	-564.3	1,142			
商誉	51.34	51.34	51.34	51.34	51.34	自营业净收入	763.47	2,678	6,757.2	5545.06	8,277.
递延所得税资产	373.69	178.88	212.61	257.21	268.25	营业支出	4,250.	6,212	11,991.	6,882.94	9,904.
其他资产	399.87	305.54	613.73	1,052.22	1,097.37	营业税金及附加	429.37	660.1	1,722.5	1068.04	1575.6
资产合计	98,248.2	272,226.	452,614.	367,588.	474,262.	管理费用	3,818.	5,288	10,121.	5764.04	8,253.
卖出回购金融资产	8,941.33	49,668.2	33,192.0	83,939.3	109,121.	其他业务成本	27.08	246.7	74.48	50.86	75.03
代理买卖证券款	26,373.7	60,398.7	128,367.	123,480.	169,344.	营业利润	2,915.	5,849	14,270.	10,070.1	15,106
应付职工薪酬	1,092.86	1,740.60	2,807.79	3,836.95	5,755.62	加: 营业外收入	42.55	85.12	85.86	37.3	55.02
应交税费	1,005.09	1,429.90	2,700.69	2,685.87	3,683.60	减: 营业外支出	21.16	19.83	92.43	10.17	15.01
其他负债	4,831.30	52,103.7	88,498.4			利润总额	2,937.	5,914	14,263.	10,097.2	15,146
负债合计	61,923.0	230,281.	371,085.	285,256.	383,872.	减: 所得税	668.36	1,375	3,465.5	2423.34	3635.1
股本	5,600.00	5,600.00	7,162.77	7,162.77	7,162.77	净利润	2,268.	4,539	10,797.	7,673.91	11,511
资本公积金	17,167.0	17,221.2	45,837.7	45,855.9	45,855.9	归属于母公司净利	2,211.	4,486	10,696.	7,673.91	11,511
盈余公积金	1,302.77	1,692.85	2607.38	3,505.69	4,656.81	每股净资产	6.37	7.37	11.28	11.49	12.62
未分配利润	8,847.16	10,319	15232.02	17,570	22,175	基本每股收益(元)	0.39	0.80	1.49	1.07	1.61
一般风险准备	2,817.44	4,611.61	6,681.12	8,237.28	10,539.5						
归属于母公司权	35,698.5	41,298.5	80,784.9	82,332.2	90,390.0						
所有者权益合计	36,325.2	41,944.4	81,528.7	82,332.2	90,390.0						
负债及股东权益	98,248.2	272,226.	452,614.	367,588.	474,262.						

资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师简介

齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。