



# 强于大市

# 券业财富管理专题之一

## 买方投顾梦寥廓，财管转型尽朝晖

证监会放开基金投顾试点，引导公募基金由卖方代理向买方投顾方向转型。买方投顾模式真正以客户需求为中心，投顾与客户利益相一致。当前我国证券业处于财富管理转型关键期，待买方投顾模式成熟之后有望向证券行业移植，加速券商财富管理转型，重点推荐抢占转型先机的龙头券商。

- **基金投顾试点开启买方投顾时代，将助推券业财富管理转型。** 2019年10月底，证监会放开基金投顾试点，已先后有5家基金公司、3家第三方基金销售机构获得资格，待基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植。买方投顾模式将有效破除券商财富管理转型两大障碍——券商无法代客理财以及缺乏以客户为中心的业务文化与组织架构，颠覆现有的以销售为导向的模式，并显著加速券商买方投顾业务的发展与财富管理业务的转型升级。
- **美国财富管理转型珠玉在前，以客户为中心采用差异化买方投顾模式。** 1) 数十年间美国财富管理领域经历了由传统通道类经纪业务向买方投顾业务的转型，实现以费代佣，同时美国 SEC 也顺应行业发展趋势不断扩大投顾监管内容，实现监管统一化。2) 围绕买方投顾建设，美国券商成功探索出全面服务型金融顾问，独立理财顾问，社区经纪商，网络经纪商四种模式。3) 作为美国最高层次投顾服务，账户管理业务围绕客户需求提供一揽子金融服务，近年来取得快速发展。账户管理资产规模由 2009 年的 1.8 万亿美元提升至 2018 年的 6.1 万亿美元，占比由 15% 提升至 29%，为我国买方投顾业务提供良好范本。
- **TAMP 平台助推投顾业务发展，国内券商或享受其发展红利。** 1) TAMP 即统包资产管理服务平台发源于美国，是专门为买方投顾提供系统化服务的平台，为投顾业务的发展提供全方位的支持，在业务流程的获客、策略研究、报告等各个环节都提供了相应的服务，因此 TAMP 平台能够帮助投顾节省时间与资金，并能够转移风险。2) 国内券商发展 TAMP 平台首要目的是自给自足提升自身投顾团队建设，对外服务并非当前主战场。引入美国先进的 TAMP 模式，结合自身财富管理转型需求，开发有各具特色的投顾业务支持平台，不断升级买方投顾业务模式。

### 相关研究报告

《证券业 2019 年报&2020 年一季报前瞻》  
20200301

《上市券商 1 月业绩点评》 20200224

《券业财富管理专题之一》 20200218

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 非银金融: 证券

兰晓飞

(8610)6622-9085

xiaofei.lan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040003

\*孙嘉康、张天愉为本报告重要贡献者

### 投资建议

- 1) 自 2010 年以来，券业投资顾问数量由 3,900 人增加至 2019 年末的 5.37 万人，人员比重由 1.86% 大幅增加至 16.3%；在打造投顾团队方面中信证券、华泰证券等龙头券商更是走在行业最前列，抢占财富管理业务转型先机。2) 围绕买方投顾建设，参照美国投行与经纪商投顾业务模式，i) 中信证券、华泰证券等龙头券商对标美林 FC 金融顾问模式，目标全光谱客户，以高净值客户为主；ii) 东方财富等互联网券商对标嘉信理财独立理财顾问模式，并借鉴美国 TAMP 模式打造一体化投顾平台体系；iii) 中小券商可以对标爱德华·琼斯 IR 社区模式，避开与大券商正面交锋，提升投顾团队专业能力，为细分市场客户提供差异化特色金融服务。3) **重点推荐**在财富管理业务领域拥有客户资源、渠道以及产品优势，并抢占财富管理转型先机的龙头券商**中信证券、华泰证券、招商证券**，以及拥有流量与 Fintech 优势的互联网券商**东方财富**。

### 风险提示

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。



## 目录

<b>1 买方投顾时代开启，助推券商财富管理转型之路.....</b>	<b>5</b>
1.1 基金投顾业务试点开放，正式开启我国买方投顾时代 .....	5
1.2 买方投顾模式有望成为券业财富管理转型的突破口 .....	6
<b>2 珠玉在前，美国投资顾问业务的内涵与外延.....</b>	<b>12</b>
2.1 伴随着经纪业务向财富管理的转型，美国投资顾问的内涵与时俱进.....	12
2.2 美国投顾业务对目标客群的精细化定位 .....	14
2.3 美国财富管理转型探索：围绕买方投顾，追求差异化发展 .....	15
2.4 账户管理业务：高层次的美国投顾业务 .....	22
<b>3 另辟蹊径，TAMP 模式或成为券商投顾业务发展利器.....</b>	<b>26</b>
3.1 TAMP 平台作为美国投顾业务发展的基石之一，持续助推投顾业务转型发展.....	26
3.2 因势利导，我国券商有望享受 TAMP 模式发展的红利.....	29
3.3 以华泰证券收购 ASSETMARK 为例，探寻国内券商发展 TAMP 模式及意义 .....	30
<b>4 去粕取精，我国券商买方投顾业务发展展望.....</b>	<b>33</b>
4.1 八仙过海，我国券商纷纷着力打造买方投顾团队.....	33
4.2 对标美国证券经纪商与投行，中国券商财富管理转型道路 .....	37
<b>5 投资建议.....</b>	<b>39</b>
<b>6 风险提示.....</b>	<b>41</b>



## 图表目录

图表 1.我国买方投资顾问发展历程 .....	5
图表 2.卖方投顾模式.....	6
图表 3.买方投顾模式.....	6
图表 4.2011H1-2019Q3 证券行业经纪业务佣金率.....	7
图表 5.上市券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重 (10 家) .....	7
图表 6.2012-2019Q3 证券行业业务收入结构.....	7
图表 7.中国家庭总资产配比情况.....	8
图表 8.美国家庭总资产配比情况.....	8
图表 9.各国金融资产占家庭总资产配置比例 .....	9
图表 10.中国家庭金融资产配比情况 .....	9
图表 11. 2011-2018 股市规模对比：美国 vs 中国 .....	10
图表 12.2014-2019H1 资产管理规模对比：美国 vs 中国.....	10
图表 13.2018 年中国公募基金结构.....	11
图表 14.2018 年美国公募基金结构.....	11
图表 15.美国投资顾问发展历程 .....	12
图表 16.美国投资顾问业务范畴.....	12
图表 17.1999-2016 年美国交易佣金及佣金率.....	12
图表 18.1999-2016 年美国经纪人与交易商总收入.....	13
图表 19.美国的投顾服务模式变化历程.....	14
图表 20.美国投顾服务三大客户群体划分.....	14
图表 21.美国经纪商高端客户细分模型 .....	15
图表 22.美国投顾管理模式.....	16
图表 23.美林投顾培训流程.....	17
图表 24.美林投顾主要获客方式.....	18
图表 25.爱德华·琼斯 IR 遴选的主要标准.....	20
图表 26.爱德华·琼斯的投顾培训流程.....	21
图表 27.爱德华·琼斯的 3P 评价模型.....	21
图表 28.爱德华·琼斯的获客方式.....	22
图表 29. 账户管理业务的服务层次.....	22
图表 30.2009-2018 年美国账户管理及资产管理规模.....	23
图表 31.账户管理业务参与主体的内在关系 .....	24
图表 32.美国账户管理业务的收费方式.....	24
图表 33.全权委托账户管理模式流程 .....	25



图表 34.非全权委托账户管理模式流程.....	25
图表 35. TAMP 在投资顾问业务各环节中提供的服务.....	26
图表 36. TAMP 平台搭建并提供高效服务.....	27
图表 37. TAMP 平台的三大核心优势.....	27
图表 38. TAMP 平台多层次立体化的财富管理与服务.....	28
图表 39.截至 2018 年末美国投顾结构.....	28
图表 40.我国 TAMP 的三大应用环节.....	29
图表 41.中国 TAMP 渗透率预测.....	30
图表 42.美国 TAMP 渗透率预测.....	30
图表 43.AssetMark 三层级投资策略.....	31
图表 44.AssetMark 战略实施下的发展历程.....	32
图表 45.2014-2019/03 AssetMark 平台资产规模.....	32
图表 46.2014-2018 年 AssetMark 平台客户创收.....	32
图表 47.证券行业从业人员的结构变化.....	33
图表 48.截至 2019/01 券商投资顾问团队建设情况 (30 家).....	34
图表 49.中信证券投资顾问发展情况.....	35
图表 50.华泰证券投资顾问发展情况.....	35
图表 51.2015-2018 年华泰证券“涨乐财富通”平均月活数.....	36
图表 52.2017/01-2018/12 中信建投线上投顾服务人次.....	37
图表 53.我国券商四类划分.....	38
图表 54.上市券商估值表.....	40



## 1 买方投顾时代开启，助推券商财富管理转型之路

### 1.1 基金投顾业务试点开放，正式开启我国买方投顾时代

基金投顾业务试点开放，孕育基金业代客理财新模式。我国基金业早在 2012 年就开始对买方投顾模式的探索，嘉实基金、华夏基金、中欧基金等公司先后展开对买方投顾业务的实践。直到 2019 年 10 月底，基金投顾业务取得重大进展，证监会机构部正式下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》。根据《通知》规定，试点机构从客户的财务状况和真实理财需求出发，为客户量身定制专属投顾账户，拟定资产配置方案，构建基金组合，并由投资经理根据市场变化对投顾账户内的底层基金资产进行持续的动态跟踪和调整，通过优化组合不断贴近客户的投资目标，帮助客户获得良好的长期收益。基金业期盼已久的公募基金投顾业务试点正式落地，这也意味着我国财富管理领域正式进入了“买方代理”的代客理财时代。与此同时，嘉实基金、华夏基金、易方达基金、南方基金、中欧基金 5 家公募基金公司成为首批获得基金投顾试点业务资格的公司。

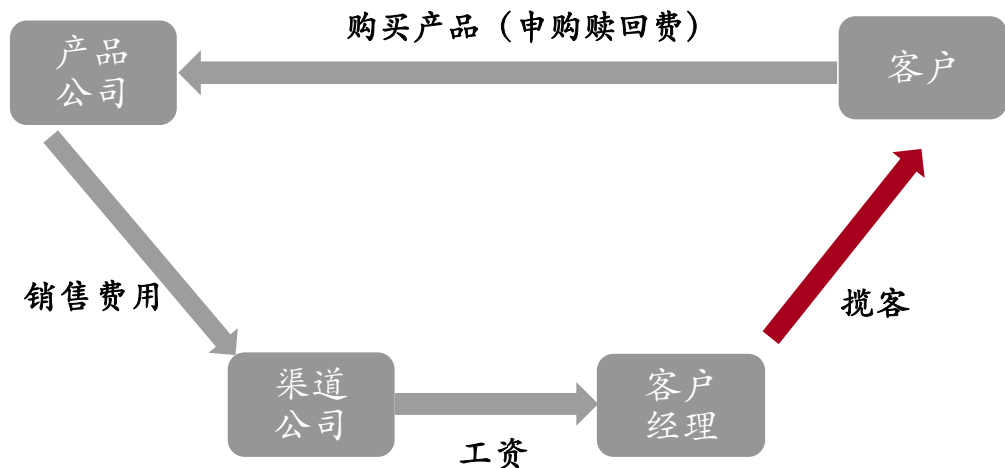
图表 1.我国买方投资顾问发展历程

时间	公司	事件
2012 年	嘉实基金	嘉实投资者回报研究中心自主研发 FAS 系统，为投资者在全市场范围内优选一篮子基金组合，并提供多种组合建议。 正式为投资者提供“嘉实定制账户服务”。 子公司嘉实财富自主开发投资者 RPS 风险定位系统、全市场资产配置管理系统、海量投资者管理系统和交易流程监控系统，初步建立起基金投顾业务的“雏形”。
2016 年	华夏财富	自行研发智能投顾系统。
2016 年	中欧基金	推出“水滴智投”系列服务，已上线“水滴智投”和“水滴养老”两大产品线。
2018 年 1 月	华夏财富	与母公司华夏基金共同推出华夏查理智投——市场上首个基于养老、教育、资产增值三大生活目标的场景化智投平台，通过客户画像和场景定位精准挖掘客户实际需求，借助算法和模型为其匹配合适的配置方案。
2018 年初	易方达基金	通过旗下智选理财平台为个人投资者提供基金组合配置服务。
2018 年末	易方达基金	进一步将覆盖范围拓展到全市场基金，与中国建设银行合作开发“建行龙财富”基金投资顾问服务业务。
2019 年 10 月	5 家公司	嘉实基金、华夏基金、易方达基金、南方基金、中欧基金获得第一批基金投顾试点资格。
2019 年 10 月	华夏财富	签订首单基金投顾授权委托协议。
2019 年 11 月	南方基金	公布费用细则。
2019 年 11 月	3 家机构	腾安基金（腾讯旗下）、盈米基金、蚂蚁基金（蚂蚁金服旗下）三家独立基金销售机构获得第二批试点资格。

资料来源：各公司公告，中银证券

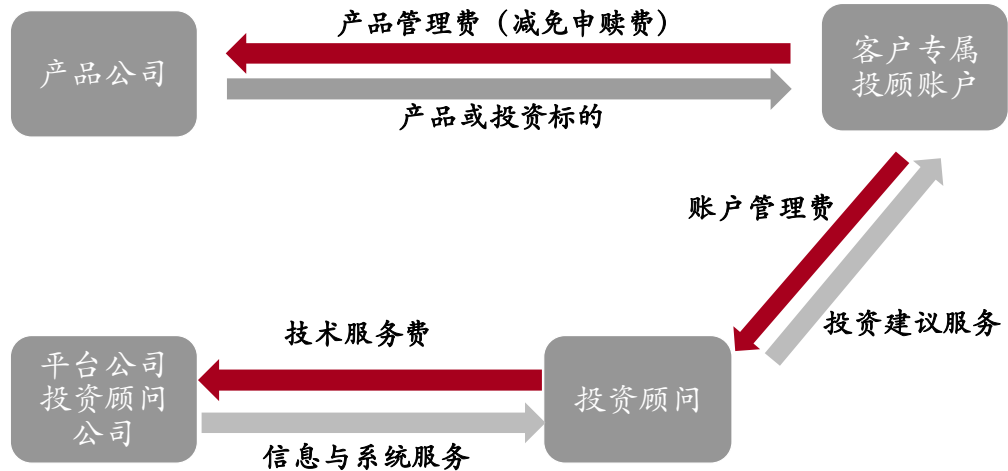
“卖方投顾” vs “买方投顾”，财富管理将真正以客户为中心。与传统的基于“卖方代理”的基金销售模式相比，基金投顾采用“买方代理”模式，强调以客户为中心、为客户提供量身定制的理财规划和全天候的资产配置服务，对专业性提出更高的要求。通过减免认申购赎回费和收取一定的账户管理费，与客户投资利益更好地进行绑定，帮助客户赚取长期受益，基金投顾的模式将改变长久以来以销售代理机构为主导的基金营销格局。

图表 2. 卖方投顾模式



资料来源: SEC, ICI, 中银证券

图表 3. 买方投顾模式



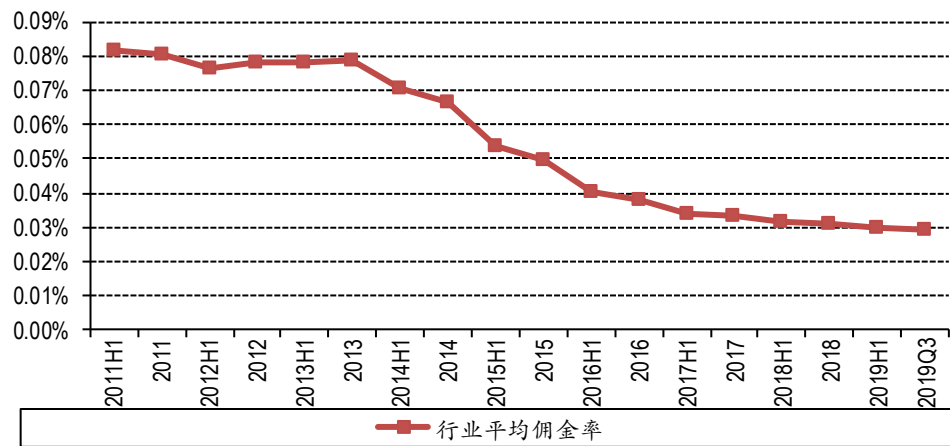
资料来源: SEC, ICI, 中银证券

基金投顾放开将引领买方投顾时代的开启。公募基金投顾的放开或将为券商的买方投顾与代客理财新模式提供一定的示范效应，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植。届时，在代客理财新模式的引领下，国内券商将真正摆脱佣金束缚，加速财富管理业务转型。

## 1.2 买方投顾模式有望成为券业财富管理转型的突破口

传统经纪业务同质化及价格战促使国内佣金率不断下行，收入弹性与贡献度显著下降。我国券商曾经高度依赖传统经纪业务，但是由于传统经纪业务主要是提供基础的通道服务，同质化严重。自佣金自由化以来，各家券商之间逐渐开打价格战，且有愈演愈烈，日趋白热化之势，因此券业佣金率呈现快速下滑态势，由 2013 年的万分之 8.0 降至 2018 年的万分之 3.1，2019 年前三季度行业平均佣金率万分之 2.94，较上半年万分之 3.01 持续小幅下滑，行业佣金率首次跌破万三，其中 19Q3 单季佣金率仅为万分之 2.78。由于当前国内券商经纪业务仍然以收取代理买卖证券佣金为主（绝大多数券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重在 70% 以上），近年来经纪业务收入占比逐年下降，由 2013 年的 48% 下降至 2019 年前三季度的 24%，虽然仍是第二大收入贡献来源，但其收入弹性与贡献度已不可同日而语。

图表 4.2011H1-2019Q3 证券行业经纪业务佣金率



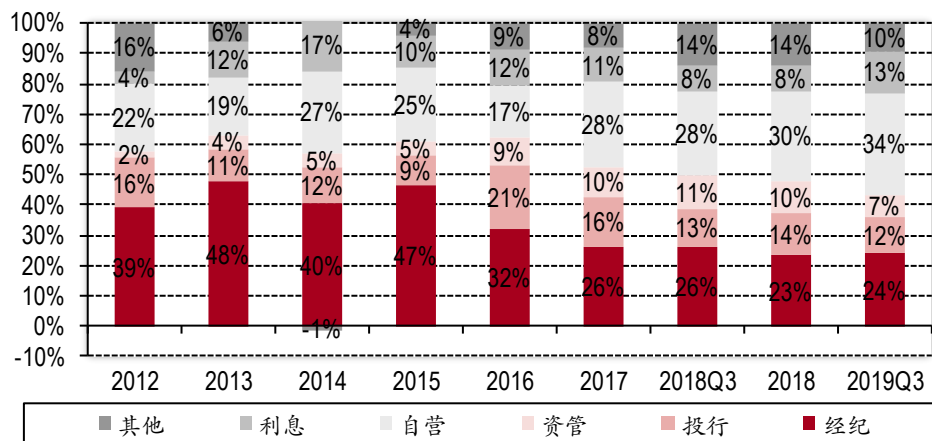
资料来源：万得，中银证券

图表 5.上市券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重（10家）

单位：亿元	代理买卖证券净收入 (亿元)	经纪业务净收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	代买收占经纪业务比例(%)	代买收占总营收比例(%)
中信证券	30.11	37.99	217.91	79	14
华泰证券	21.50	22.43	111.07	96	19
海通证券	14.41	18.96	177.35	76	8
国泰君安	26.55	31.50	140.95	84	19
东方证券	7.85	7.78	80.79	101	10
兴业证券	4.69	8.12	70.41	58	7
长江证券	6.62	10.34	37.28	64	18
东方财富	7.85	8.76	19.98	90	39
南京证券	2.19	3.12	10.02	70	22
红塔证券	1.00	1.01	7.53	99	13

资料来源：万得，中银证券

图表 6.2012-2019Q3 证券行业业务收入结构



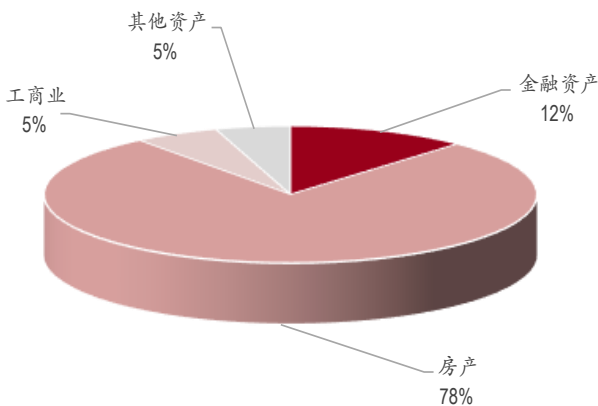
资料来源：万得，中银证券

**财富管理转型迫在眉睫，已成为证券行业共识。**我国财富管理领域近年来取得较快发展，商业银行、信托公司、证券公司、保险公司以及第三方财富管理机构群雄逐鹿。在激烈的竞争之中，商业银行尤其是私人银行业务的大力发展之下，券商显然并不具备先发优势。同时，在产品端、渠道端、客户资源等方面均处于相对劣势。显然我国券商通过提供同质化的交易通道服务收取佣金收入的盈利模式难以为继，且当前券商的财富管理业务发展处于相对落后的位置，因此财富管理转型已经迫在眉睫。美国等海外发达市场为我们提供了财富管理转型的良好范本，其要点在于基础通道服务趋于免费，增值财富管理服务加速收费进程，逐渐降低对于通道业务收入的依赖，以费代佣。同时这对于我国券商的资产配置、主动管理等专业能力提出了全新的更高要求。

**然而，券商财富管理转型面对六大天然障碍。**虽然我国券商对于财富管理转型有着相同的共识，但是在实际推进过程中，也面临着来源于政策、文化以及社会环境等多方面的天然障碍：

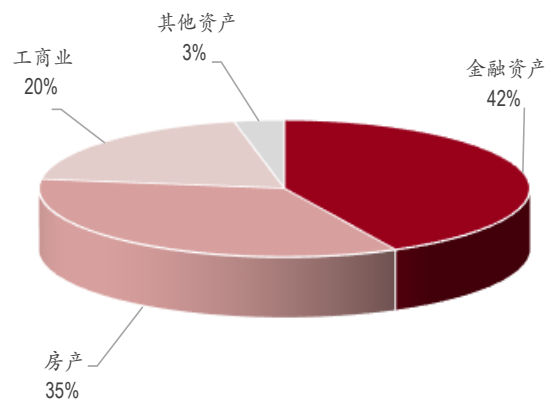
**1) 家庭资产配置中房产比重过高，严重影响资金流动性，挤压金融资产配置空间。**广发银行联合西南财经大学发布的《2018中国城市家庭财富健康报告》显示，截至2018年末，中国家庭住房资产在家庭总资产中占比77.7%，远高于美国的34.6%；而金融资产在家庭总资产中占比仅为11.8%，在美国这一比例为42.6%。

图表 7. 中国家庭总资产配比情况



资料来源：《2018中国城市家庭财富健康报告》，中银证券

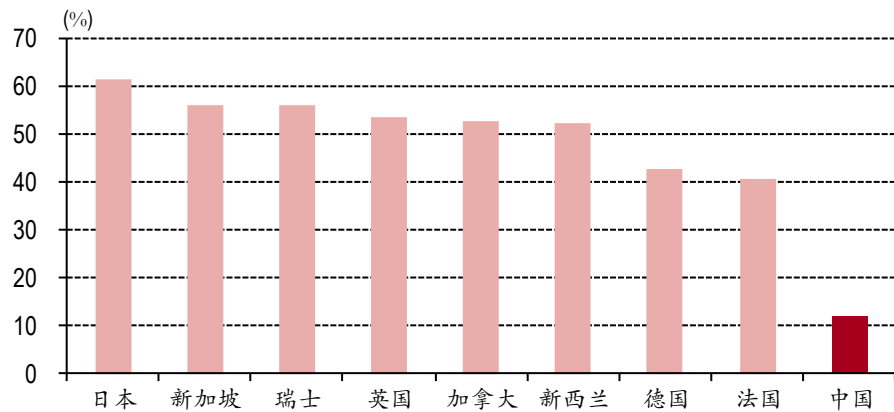
图表 8. 美国家庭总资产配比情况



资料来源：《2018中国城市家庭财富健康报告》，中银证券

与日本、新加坡、英国等其他发达国家相比，中国家庭金融资产配置比例依然很低。日本2017年金融资产占总资产配置比例达61.1%，新加坡、瑞士和英国的金融资产配置也都在50%以上。较高的房产比例吸收了家庭过多的流动性，挤压了家庭的金融资产配置。

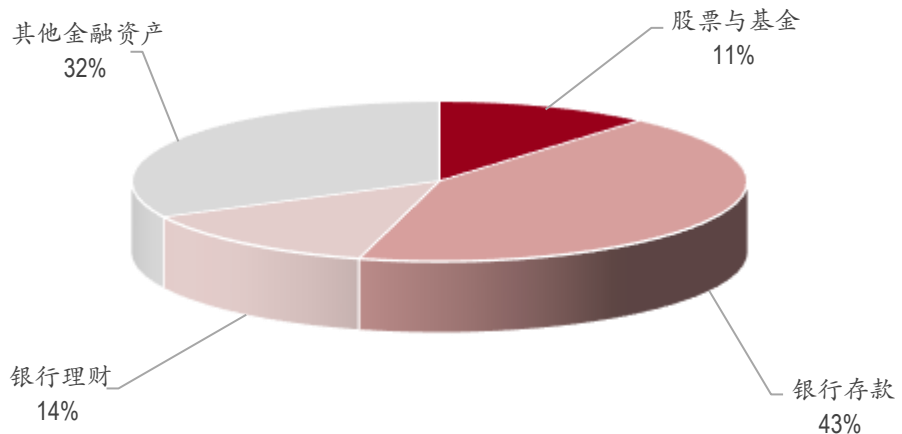
图表 9. 各国金融资产占家庭总资产配置比例



资料来源：万得，《2018 中国城市家庭财富健康报告》，中银证券

而在家庭金融资产构成中，银行存款和理财产品占比超过了一半，其中银行存款占比高达 42.9%，银行理财产品占比 13.4%；相对而言，权益类风险资产的占比则明显偏低，股票占比为 8.1%，基金占比为 3.2%。

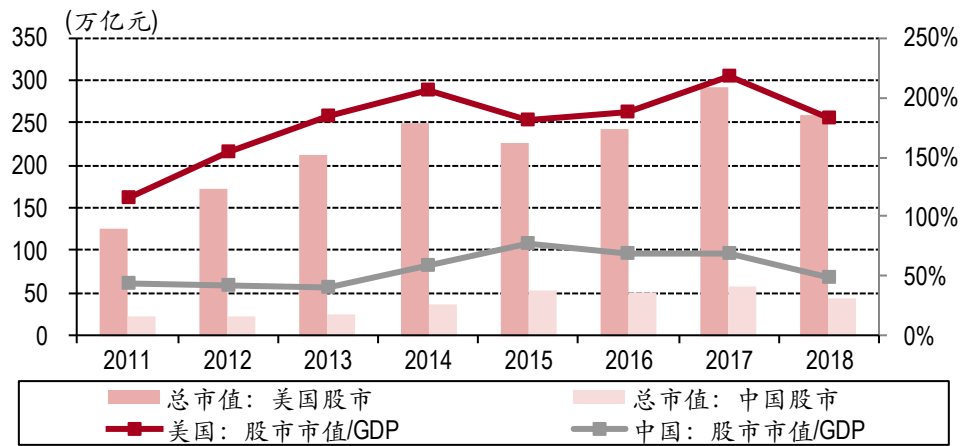
图表 10. 中国家庭金融资产配比情况



资料来源：万得，《2018 中国城市家庭财富健康报告》，中银证券

2) 中国股票市场的发展规模以及资管市场的产品供给均阻碍了财富管理的转型进展。现阶段中国股票市场的发展速度与规模难以匹配我国 GDP 的规模与增速，显然当前中国股市对实体经济的支持力度仍然较为有限。据万得资讯数据显示，截至 2018 年末，我国股市总市值达 43.49 万亿元，与当年 GDP 的比值仅为 0.48；而美国股市总市值高达 260.21 万亿元，与当年 GDP 的比值高达 1.83。

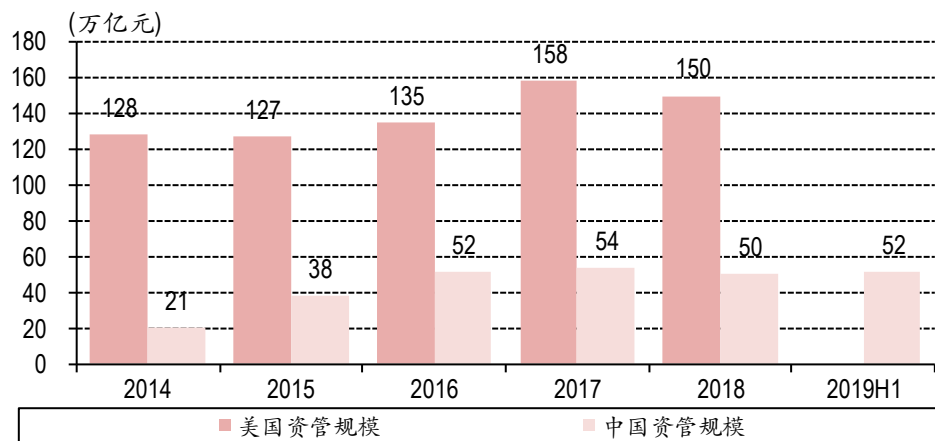
图表 11. 2011-2018 股市规模对比：美国 vs 中国



资料来源：万得，中银证券

我国资管市场快速增长，但与美国市场仍有较大差距。2014-2018 年，我国资产管理市场取得了飞速的发展，据万得资讯数据，全市场资管总规模（剔除银行理财与保险资管）由 2014 年底的 20.5 万亿元增长至 2018 年末的 50.36 万亿元（截至 2019H1 资管规模回升至 51.67 万亿元），剔除超过 10 万亿元的通道类产品规模后，相比美国市场资管规模仍有较大差距。据美国投资公司协会数据，截至 2018 年末，美国全市场资产管理规模约合 149.79 万亿元（按 7.0 汇率计算，下同；2019H1 的数据暂无）。

图表 12. 2014-2019H1 资产管理规模对比：美国 vs 中国

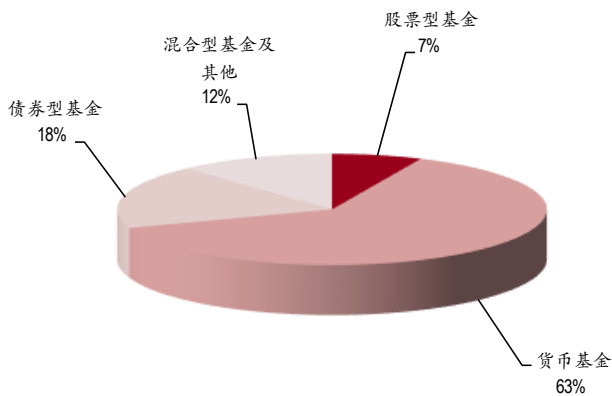


资料来源：万得，ICI，中银证券

注：资产管理规模不包含银行理财与保险资管。

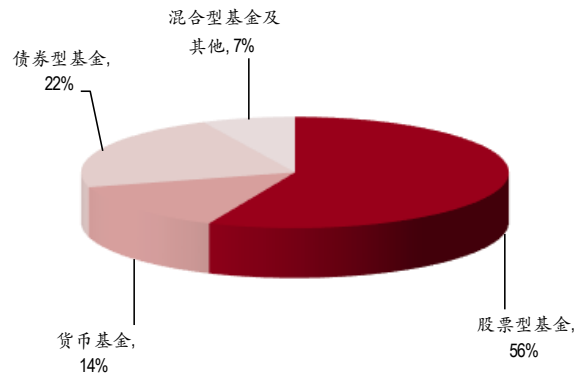
当前我国资管市场的主动管理产品供给严重不足。中美资产管理领域之间的差距并不仅仅是规模上的差距，结构上的差距更是短时间内难以追赶上的。以开放式基金为例，2018 年，我国的开放式基金以货币基金为主，占比高达 63%，而更加体现主动管理能力的股票型基金+混合型基金占比仅为 19%，美国的开放式基金结构刚好相反，股票型基金+混合型基金占比高达 63%，货币基金占比仅有 14%。巨大的结构差距体现出了我国资管产品供给不足，直接导致券商竞争手段单一，产品同质化严重，产品、服务的创新度都较低。资管新规明确要求去通道，采用净值化管理，不断提升主动管理能力，在监管的引导之下，各家券商也纷纷开始转型与改革。

图表 13.2018 年中国公募基金结构



资料来源：万得，中银证券

图表 14.2018 年美国公募基金结构



资料来源：ICI，中银证券

3) 外部环境不健全，主要体现在监管效率较低、且监管成本较高。当前我国券业监管层将资管业务与投资咨询分开管理；对资管业务按照主体类别（券商、基金、私募等）分开管理。随着新修订《证券法》将“证券”定义扩容，对相似性质的证券业务施行统一的监管规则，未来我国有望实现监管的统一化，破除这一大障碍。

4) 证券行业相关监管政策限制券商代客理财，同时券商无法自由使用客户资产。受当前相关监管政策的影响，我国券商一直无法开展代客理财业务，这一定程度上制约了券商买方投顾业务与财富管理转型与发展，同时受监管限制券商无法自由使用客户保证金，降低了券商资金的流动性。

5) 我国券商尚未形成以客户为中心的财富管理文化与组织架构，目标客户不清晰，且同质化严重。在传统的财富管理业务中，券商遵循的是以销售为导向的业务模式，追求产品的销售量，赚取相对固定的佣金收入，一切以把产品销售掉为目标。显然在这种模式下，投顾与投资者之间的利益并不一致。券商财富管理业务没有形成以客户为中心的文化，因此对客户群没有明确的定位与精细划分。目前我国券商财富管理业务主要服务对象是高净值客户，对于普通投资者关注度不够。

6) 当前我国投顾人员素质有待提高，暂时只能提供相对基础的服务，而无法提供多样化、差异化的增值服务。目前，大部分券商的投顾人员是由过去的传统经纪业务人员转化而来的，其专业能力以及教育程度都亟待提升。

买方投顾模式将彻底颠覆我国财富管理领域的盈利模式，将成为券商财富管理转型的突破口。就以上四大障碍而言，前两大障碍更多的是与中国经济社会、资本市场以及金融行业的发展阶段息息相关，短时间内难以发生明显的转变。公募基金投顾业务试点的开启将为券商的买方投顾与代客理财新模式提供一定的示范效应，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植，同时将引导券商培育以客户为中心的文化，搭建以客户为中心的业务体系。买方投顾模式将有效破除后两大障碍，颠覆现有的以销售为导向的模式，并显著加速券商买方投顾业务的发展与财富管理业务的转型升级。

证监会有望逐渐放开头部券商对客户资金的使用权限。2019 年 11 月证监会在答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时，表示为推动打造航母级证券公司主要开展六方面工作，其中包括进一步丰富证券公司服务功能，鼓励证券公司以客户为中心，依法盘活客户存量资产。由于监管出于风险控制的考量禁止动用客户保证金，当前我国券商在资金运用以及杠杆使用方面受到了一定的局限（众多发达国家包括美国是允许券商或投行使用客户资金的）。此次证监会传递了积极的信号，有望逐渐放开头部券商对客户资金的运用，不仅将提升券商资金使用效率、降低资金成本，也有助于提升券商的杠杆运用水平，进而提升 ROE 与盈利能力。同时，此举旨在顺应券商业务模式转型的需要。

## 2 珠玉在前，美国投资顾问业务的内涵与外延

### 2.1 伴随着经纪业务向财富管理的转型，美国投资顾问的内涵与时俱进

**美国投资顾问的根源——《投资顾问法》厘清投顾定义。**按照美国 1940 年《投资顾问法》及 60 年代的相关规则，美国 SEC 将资产管理、证券投资建议、理财规划服务提供方作为投资顾问进行统一监管，投资顾问监管牌照基本涵盖了整个市场的资产管理和理财服务，为今后投资顾问业务的发展奠定了法律与制度基础。2010 年，美国 SEC 又将对冲基金以及私募股权基金纳入到监管体系之下，投资顾问的内涵在不断发展壮大。《投资顾问法》将“投资顾问”定义为：以获取报酬为目的，直接或通过出版物形式提供证券价值分析或买卖证券的投资建议的任何人；或者以获取报酬为目的并作为特定商业活动的一部分，发表或提供证券分析意见或报告的任何人。

图表 15. 美国投资顾问发展历程



资料来源：SEC，中银证券

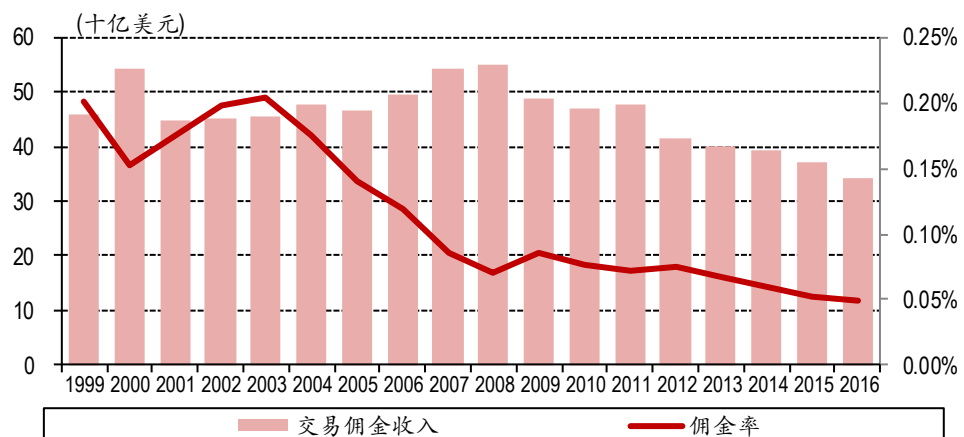
图表 16. 美国投资顾问业务范畴



资料来源：SEC，中银证券

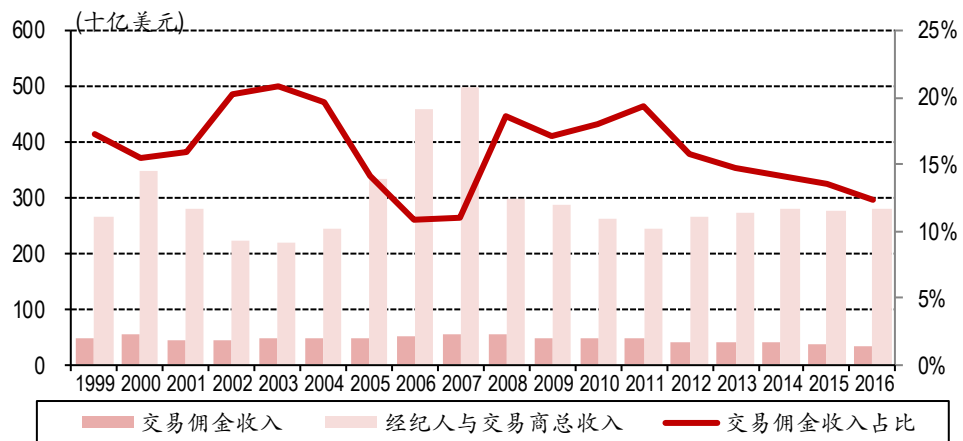
**美国投资顾问业务是由传统经纪业务发展演变而来的。**1975 年美国取消了固定佣金制度以后，由于价格战导致佣金率下滑、佣金收入占证券行业总收入的比例大幅下降，原有的盈利模式致使一些券商无法生存，美国投顾业务开始转型发展。券商经纪业务创新和业务变革层出不穷，市场上出现了折扣证券经纪商，如嘉信理财，收取的佣金费率不到全面服务券商的 1/3，但是却实现了市场份额的弯道超车。同时，全面服务券商也开始推出具有差异性的产品，谋求差异化发展道路。

图表 17. 1999-2016 年美国交易佣金及佣金率



资料来源：SEC，中银证券

图表 18.1999-2016 年美国经纪人与交易商总收入

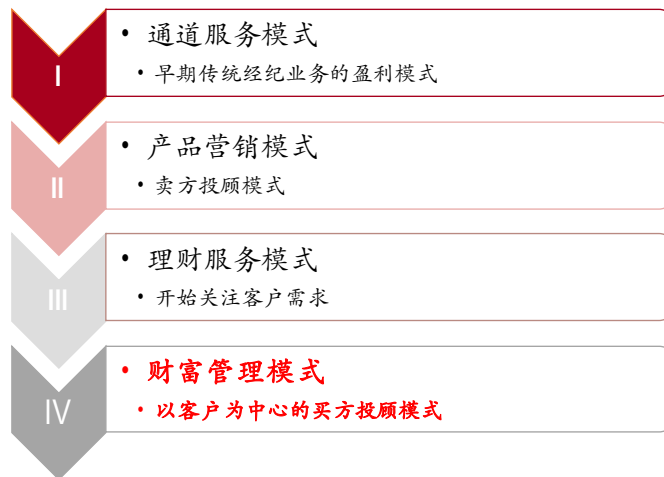


资料来源：SEC，中银证券

传统经纪业务向财富管理转型带动了投顾服务模式的变迁。从早期的传统经纪业务到当今的财富管理业务，美国的投顾服务模式经历了多次的变迁：

- 1) 通道服务模式：早期传统经纪业务的主要盈利模式。** 券商为客户提供开户、资金存取、交易场地、交易工具以及连接交易所的交易通道。券商主要通过赚取固定的佣金收入来盈利，牌照成为了传统经纪业务的唯一重要价值所在，而投顾（早期的投顾）发挥的作用较小。然而通道服务模式难免受到佣金不断下滑的挑战，因此券商纷纷寻求新的业务机会促使传统经纪业务创新和转型。
- 2) 产品营销模式：卖方投顾模式。** 随着佣金价格战不断挤压券商的利润空间，投顾业务市场客户规模的增长，以及金融市场投资产品的日益丰富，代销金融产品成为了券商的又一盈利点。产品营销强化了客户服务意识和全员营销的理念，同时也增加了券商经纪业务的销售收入。但是这种模式作为卖方投顾模式，是以销售为导向的，追求金融产品的销售规模，而忽视客户的真正需求。**当前我国券商的经纪业务仍然处于通道服务模式与产品营销模式的阶段。**
- 3) 理财服务模式：开始关注客户需求的模式。** 随着财富管理转型的推进，券商逐渐意识到客户利益是财富管理的最终目的，服务和支持客户实现客户资产的保值增值始终是券商财富管理转型的中心工作。此种模式下，无论是提供投资咨询、建议还是提供投资组合解决方案，都是相对标准化的基础服务，缺乏真正考虑客户个性化需求的差异化、定制化服务。
- 4) 财富管理新模式：以客户为中心的买方投顾模式。** 财富管理新模式本质是买方投顾模式，即以客户为中心，以实现客户利益最优化，以客户需求为服务导向的经纪业务客户服务诉求；整合了解客户、了解产品的理念，提出了适当性服务的服务理念。通过结构化的了解客户程序，与客户轻松愉快的交流以了解客户的人生目标，并把这些人生目标连接起来，在客户的每一个生命阶段，为客户提供定制的个性化财富管理计划。财富管理新模式凸显个性化思想，运用现代投资组合理论、风险管理理论，并逐渐运用 Fintech 核心技术搭建投研支持平台以更好地服务于财富管理客户。

图表 19.美国的投顾服务模式变化历程



资料来源：各公司公告及官网，彭博，中银证券

## 2.2 美国投顾业务对目标客群的精细化定位

美国投顾服务主要面向三大客户群体。美国投顾业务可大致划分为三大客户市场：面向大众散户的零售经纪、面向核心客户的高净值经纪市场和面向投资机构的“机构经纪”业务（Prime Brokerage）。与我国主流券商杂糅的“全方位”目标市场定位不同，美国经纪商的目标客户群比较有针对性。

传统大型综合性投行如高盛、摩根斯坦利，定位于中高端客户及机构客户市场提供差异化定制服务；美林虽然是“全光谱型”经纪商，服务的对象从资产 2,000 美元起步的零售经纪客户到资产达千万级别的高端客户，但是主要定位于中高端市场；以嘉信理财为代表的折扣经纪商以及新兴的网络经纪商如 Scottrade、Etrade、Ameritrade 等，更多地专注于资产规模中等及以下、对交易成本高度敏感的零售客户。因为网络经纪商主要通过互联网提供标准化服务，因此成本较低。美国不同经纪商的最低账户余额限制的高低充分反映出不同券商的差异化市场定位。

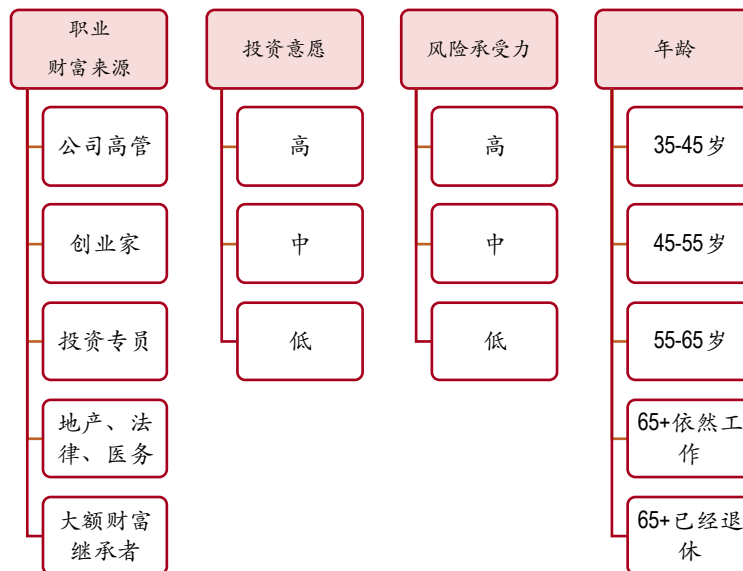
图表 20.美国投顾服务三大客户群体划分

经纪商	最低账户余额要求 (美元)	
中高端客户市场	摩根斯坦利	100000
	瑞银集团	100000
	爱德华兹父子公司 (A.G.Edwards)	10000
	Dreyfus	10000
全光谱定位	美林证券	2000
	亿创证券 (Etrade)	10000
	史考特证券 (ScotTrade)	2500
	普信证券 (T.RowePrice)	2500
	富达投资公司	2000
中低端客户市场	宏达理财 (T.D.Waterhouse)	2000
	嘉信理财	1000
	Ameritrade	0
	SiebertNet	0

资料来源：各公司公告及官网，彭博，中银证券

更加细化的目标客户市场划分。与中国券商不同的是，在三大客户群体的大类划分基础上，美国投行与经纪商还会进行更精细化的目标客户划分，依据细分市场的不同的客户需求分别设计不同的营销策略与服务内容。以嘉信理财为例，1975 年佣金自由化以来，嘉信理财顺势将目标客户群体设定为增值服务需求不大、对经纪业务佣金率高度敏感的零售交易者，提供不含增值服务佣金费率极低廉的代理买卖证券服务，迅速挤占了中低端市场。

图表 21.美国经纪商高端客户细分模型



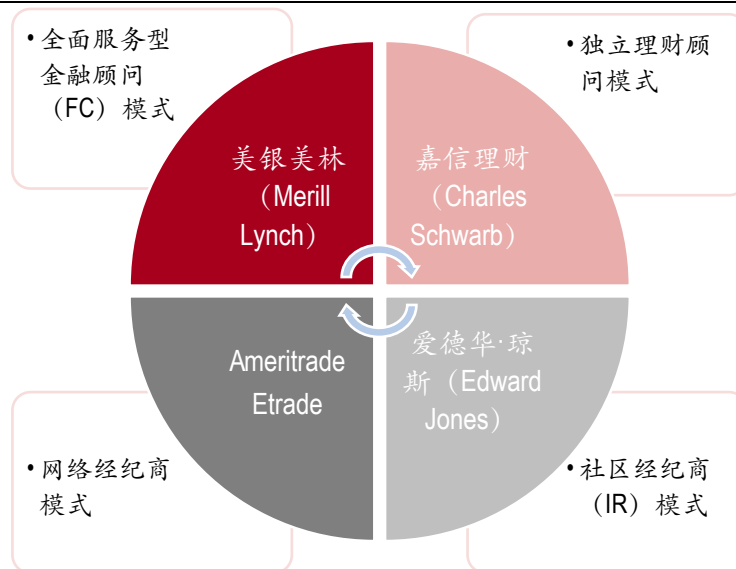
资料来源：各公司官网，中银证券

**多元化的客户市场细分指标。**目标客户市场的划分指标并不局限于资产的量级，通常经纪商会综合考虑多维指标数据，包括风险承受能力、投资意愿、年龄、职业、财富来源、地理区域以及其他细分指标。多元化的市场划分指标最终是为了更加准确地将拥有相似投资行为与服务需求的客户归入同一级别，有的放矢地进行产品与服务的设计与开发。

### 2.3 美国财富管理转型探索：围绕买方投顾，追求差异化发展

围绕买方投顾体系的建设，美国券商成功探索出四种财富管理转型模式。为了应对佣金价格下降和市场生存竞争，美国券商在财富管理转型过程中逐渐探索出四种成功转型模式：**1) 全面服务型金融顾问 (FC) 模式**，其代表是美林证券，主要是面向对价格不太敏感的、要求产品多样化及优质服务的富裕阶层客户，提供全面的产品和服务，但收取的费用较高。**2) 独立理财顾问模式**，其代表是 CharlesSchwab，主要是面向思想独立的小康客户，提供多种交易渠道和广泛的标准化产品，在实行低佣甚至零佣的基础上，仅收取仅相当于全面服务型投资顾问收费 1/3 的费用。**3) 社区经纪商 (IR) 模式**，其代表是 EdwardJones，主要是面向被大型券商忽略的美国小城镇的投资者，为这些地区的投资者提供高质量和长期的理财咨询服务，手段是雇佣本社区人员为亲善投顾，提供个人服务，佣金水平与全面服务型投资顾问相当。**4) 网络经纪商模式**，其代表是 Ameritrade 和 Etrade，它们是面向对价格敏感的频繁交易者，只提供简单产品而不提供服务，成本低廉，主要是网上交易通道，在全面实行零佣金的背景下，收取的管理费也是业内最低的。

图表 22.美国投顾管理模式



资料来源：各公司官网，中银证券

### 2.3.1 全面服务型金融顾问 (FC) 模式

**定位于中高端市场的全面服务型模式。**以美银美林为代表的全面服务型金融顾问 (FC) 模式是定位于高净值客户以及机构客户市场的投顾业务模式。由于其服务的对象位于中高端层次，需求更具个性化与多样性，因此该模式对投顾的专业能力与全面服务能力提出了很高的要求，投顾提供服务的业态也最为丰富，往往需要设计并制定高端定制方案。金融顾问模式下，单个 FC 无论从管理客户数还是管理资产量都是所有模式中最高，每个 FC 开发和管理的客户少则一二百，多则七八百，甚至上千，受托资产则从两千万到成百上千亿。美银美林证券(MerrillLynch)拥有超过 1.5 万名金融顾问，管理了超过 2.2 万亿美元客户资产。

**招聘机制的高标准、高门槛。**在美林的定位和营销服务模式中，金融顾问 (FinancialConsultant, 下称 FC) 有着核心的地位，他们作为营销和服务传递、客户资料和需求信息输入的“界面”与“通道”，他们的个人素质直接决定了服务水平的高低。美林对 FC 的招聘甄选设定了比较高的标准与门槛——通过美林官方网站的招聘信息或其它相关报道都可以看到，美林证券一般强调招聘大学毕业生以上学历的为销售员，尤其是那些有着出色沟通技巧和能力强的人。这些人一方面具备良好的业务拓展潜质，另一方面也具有较强的专业学习能力，再加上社会经历较少，更易于被培养成适合公司业务需要、能很好融入公司文化的专业人才。而这也仅仅是成为一名投资顾问的基本条件，新人要成为合格的 FC，必须通过长达三年培训期考验，培训期内虽然给予固定工资，但是考核非常严格，淘汰率很高，第一年通常就会淘汰 75% 之多。除了必不可少的通过从业资格考试等要求，三年内开发的客户资产量要达到 3,000 万美元才能最后取得 FC 的资格。

**完备的培训体系与流程。**美林证券作为美国现在主流的高端投顾业务体系始创者，其 FC 体系仍然声誉卓著。美林是率先在华尔街设立培训学校的证券公司，美林把证券分析等作为新投顾的必修课，新投顾集中精力在 3-6 个月内学习和通过牌照考试，期间薪水照发。销售学员在集中培训学习前，一般需要在美林的各地分公司实习、工作两三个月，以熟悉公司的运作程序。当学员返回原来的分公司后，会被分配去招徕新客户并为中小客户服务。

图表 23.美林投顾培训流程

阶段	名称	培训内容	目的
一	预生产阶段	公司制度政策培训, 准备 NASD 系列 7 和 66 考试 熟悉美林的产品和服务, 认识财富管理流程和工具	获得适应证券行业所需的基本知识和技能
二	季度考核阶段	完成每季度下达的商业考核指标 完成日常培训要求, 内容通过在线培训传送 当地导师的定期指导和面谈 实践: 与当地客户的会议	获得开发、服务高端客户所需的财富管理能力和关系维护技能
三	完成为期三年的实践管理发展计划 PracticeManagementDevelopmentProgram(PMDP)		

资料来源: 公司公告及官网, 中银证券

**先培训后贡献, 一场昂贵的赌博。**在销售部门的新员工能对公司佣金收入作出重要贡献之前, 就为他们提供广泛的教育和培训项目, 并提供固定生活费保障, 在这方面美林堪称真正的先驱, 在刚推出的时候堪称昂贵的赌博, 因为公司要发给每期 20-30 个学员 3-6 个月数额不低的起薪, 在这段时间里他们不会为公司带来佣金收入或为公司分担多少工作。但美林的管理人认为, 要为公司的发展打下基础, 培训学校和生活费保障是必要的开支。而为了降低培训过的新投顾跳槽的风险, 美林设立了一种“永不再用”的雇佣政策, 以惩罚违约学员。美林还制定了一项利润分享计划, 雇员除了可享受奖金外, 还可享受纯利润分成。通过这套体系, 美林在相当时期里为遍布全美城市和乡村甚至是中美地区的 600 多家分支机构稳定地提供了大批优秀投顾。

**提供美国目前最高的投顾业绩提成。**美国券商在对投顾的考核和激励体系上共同之处比较多, 都是严格的绩效导向考核和高额的业绩提成奖励为主, 美林的 FC 体系就是其中的典型代表。投顾在成为正式 FC 后, 要持续的接受绩效导向为主的考核, 内容除了营业收入、客户资产增长量外, 还有客户的反馈和执行纪律等指标。业务管理部门内设有负责监察的副经理, 对 FC 的执业情况进行监督。在收入方面, 正式 FC 不再享受美林的底薪待遇, 其收入全部来源于他所管理的客户资产为公司带来的利润提成, 但是美林公司对此绝不吝啬, 提供的利润提成比例高达 32-50%。为了更充分的激励 FC 拓展业务、提升 FC 团队的忠诚度, 2001 年 10 月美林宣布了 FC 新的薪酬方案, 将表现极其良好的 FC 平均利润提成比例提高了 5 个百分点, 即从原先的 50% 提高到 55%, 成为美国目前业界最高的提成水平。

**降低人才流失的长期激励措施。**美林美林的其中一项激励措施则是推出旨在挽留“超级 FC”的新长期奖励措施: 凡是有能力跻身“美林高绩效俱乐部”的 FC, 可要求公司提供分期付款购置新屋的首付款。这项抵押贷款担保计划可多达 10 万美元, 但条件是必须通过美林申请贷款, 并且 FC 若要离职, 原款要退还。美林的这项方案从 2002 年开始实施, 其目的在于贯彻大客户战略, 并鼓励 FC 引导客户使用付费式服务, 在尽可能长期留住 FC 高手的同时, 尽早淘汰绩效差的员工。这些措施再结合对投顾的培养投入、生涯规划、员工服务待遇等, 充分体现了对投顾身份和地位的认可, 对于投顾来说是最好的激励之一。以美林为例, 只有大约 25% 的接受培训的 FC 后来离开了公司, 而且并不是全部跳到了竞争对手, 也有很多其实是选择了离开这个行业。

**拥有充分业务自主权的美林 FC 团队。**美林证券 FC 投顾及其相关营销模式经历史检验取得巨大成功。众多定位高端客户市场的券商均效仿此种典型模式, 其特点是投顾集销售和服务职能于一身, 其团队直接构成了券商的经纪业务部门核心部分, 具有充分的业务自主权可以调动公司的资源, 决定开展哪些业务以及如何开展业务, 而公司也全力以赴地予以支持和帮助。

**开发客户的主要方式。**美林的投顾团队由上万名 FC 组成, 每个 FC 的下属客户都是 FC 自己开发获得的, 下属客户数量少则成百, 多则上千, 客户委托管理的资产从两千万美金到成百上千亿。美林 FC 常用的开发客户的方法主要包括打陌生电话、参加聚会、举办投资讲座、利用运动或娱乐、加入社团或基金会组织等。

图表 24.美林投顾主要获客方式

获客方式	主要内容
1.打陌生电话 (Coldcall)	这是美林 FC 最常用,也是最直接原始的获客方式之一。 FC 常常会积极参加朋友的、社区的各种聚会,借机认识更多的人,并储备潜在的客户群体。FC 也会自己举办一些聚会,例如利用自家的后院举办的 BBQ (烧烤) 聚会,让熟悉的客户邀请他们的朋友——潜在客户一起参加,在轻松的氛围中开展营销工作。
2.参加各种聚会	美林不允许 FC 自己做广告,也不允许他们上电视发表评论,所以他们进入社区或联系一些社团组织,举办免费的投资讲座就成为宣传自己的最好方式。但是在举办讲座之前,FC 必须要获得上级管理层的批准。
3.举办投资相关讲座	FC 通过与客户一起打高尔夫、打网球等共同的运动拉近与客户之间的距离,以达到客户开发的目的。
4.利用运动或娱乐	在美国有大量的各种社团和基金会等社会组织,包括移民民族组织(例如各地华人商会)、环保组织、慈善组织、兴趣组织(例如跳伞运动协会、球迷协会等)、宗教组织等等,FC 加入其中并担任一些重要职务,譬如说成为董事,或者主席等,就可以充分利用组织的力量去接近其潜在客户资源。
5.加入各种社团或基金会组织	

资料来源:公司官网,中银证券

**FC 根据客户投资目标制定投资计划与投资组合建议。**首先,FC 会根据客户的财务状况、退休与否、子女教育、消费计划和风险偏好等因素,采用填写问卷调查表的形式帮助客户确立自己的投资目标,评估自身的风险承受能力,并制定一个长期的投资计划;然后,FC 将根据客户的投资目标和投资计划,帮助客户在美林研究和业务部门提供的产品和服务以及其它金融工具中,选择和构建与客户投资目标相符的投资组合;此后,FC 会定期帮助客户复核其投资组合和投资计划,并适时进行调整,以适应客户生活和市场环境的变化,保证客户的投资组合、投资计划与投资目标保持一致。

**TGA 系统协助 FC 更好服务客户。**TGA (TrustedGlobalAdvisor) 系统主要是一个投顾工作平台,实现投顾与研究部门的沟通,还可以根据客户的信息自动制作完成制定财务计划书等工作。在美林,财务计划书的制作以及金融信息的资料来源和提供投资组合建议等其实并不需要 FC 进行研究分析和动手操作,只需要通过美林的 TGA 系统输入客户的相关资料,客户的财务计划书即可在短时间内由总部研究部门制作完成。金融信息资料也由总部的研究机构收集制作后存放至信息平台,通过 TGA 系统传递给 FC。美林的 FC 可以通过 TGA 系统查询到所有股票的信用评级,不用去阅读长篇大论的投资研究报告,从而保证了 FC 在最短的时间内将股票的评价资料传递给客户。美林要求 FC 为客户提供任何投资建议,都是 TGA 系统内公布的代表美林整体研究结论的观点。

**美林投顾模式的成功经验。**美林 FC 营销模式经受住时间的考验,其成功经验可以归结为:1) 正确的市场定位。FC 的主要职能是开拓中高端客户市场,以服务带动销售,而研究咨询主要凭借研究部门和 TGA 信息平台来完成。因此,FC 的营销能力远比其证券专业技能更为重要。2) 有实力雄厚的研究力量作后盾。美林公司财富管理业务下的产品由其研究机构——美林全球研究所研发,该研究机构涵盖 700 多名分析师,覆盖全球范围内超过 3100 家上市公司所发行的证券,研发实力强劲其研究报告的设计注重为投顾的对外服务提供便利。3) 有功能强大的 TGA 信息平台实现研究后台对投顾前台的支撑。TGA 主要是一个投顾工作平台,实现投顾与研究部门的沟通,还可以根据客户的信息自动制作完成财务计划书等,当然客户通过这个平台也能查询相关信息。TGA 信息平台是美林 FC 展业及提供客服的重要保障。

### 2.3.2 独立理财顾问模式

**内外投顾紧密结合,双赢的模式。**嘉信的独立理财顾问模式在业界是独树一帜的。相比于简单地雇佣外部理财顾问的方式,独立理财顾问模式是将内部投顾与外部独立理财顾问紧密的结合起来提供传统经纪业务与理财服务。该模式取得成功的核心因素在于经纪商与外部独立理财顾问被绑定成为利益共同体,理财顾问对于经纪商平台的粘性极大。经纪商不仅为为理财顾问提供丰厚的报酬,更重要的是为他们提供了展业的平台与丰富的资源;反过来说,理财顾问不仅为经纪商的客户提供了顾问资源,也为经纪商带了客户增量客户资源,对于双方来说,此种模式是双赢的局面。独立理财顾问模式一般适用于定位于中低端零售客户市场的经纪商或投行。截止 2017 年底,嘉信理财拥有 1075.5 万个活跃的经纪客户账号,管理资产规模达到 3.362 万亿美元,在美国 46 个州拥有 345 家网点。



**源源不断的优质顾问资源。**与其他美国经纪商或投行不同，嘉信理财有其非常独特的一套投顾体系，除了其内部的投顾，嘉信采用与外部独立理财顾问紧密合作并为其提供展业平台的形式，建立起一支为客户服务的咨询团队。嘉信的目标客户群主要集中于中小客户，尤其是有成为高净值潜力的中小客户，针对这一类客户的价格敏感度和风险偏好，嘉信推出佣金费率更低、用户体验和品质较好的投资者咨询服务。嘉信模式的典型特点是“中等服务+中端收费”。1995年嘉信正式推出了“顾问资源 (AdvisorSource)”项目，向有咨询需求的投资者提供一张合格、独立、主要依靠收费为生的金融顾问名单以供挑选。而作为回报，名单上的这些顾问会把他们的客户的资产放在嘉信理财，并须向该嘉信交纳一定的费用。而为了保护客户，嘉信理财对这些独立投资顾问的资质有一整套严格的“资质审核系统”，标准包括参加项目的顾问管理的客户资产必须达到2500万美元以上，有5年工作经验和大学学位，或者有10年工作经验，或者持有CFA（注册金融分析师）证书。600个独立的顾问每人每个季度向公司支付2,000美元，以取得为嘉信公司客户咨询的权利。公司每季度收到的钱连管理该项目所需要的开支都不够，嘉信公司获得的利益在于与投资经理建立联系，要把他们的资产放到嘉信公司来。

**嘉信理财为独立理财顾问提供全面支持保障。**为吸引更多优秀金融顾问加入“顾问资源”项目，嘉信除了与之共享潜在客户资源，更提供周全服务。嘉信专门设立了“机构部”作为内部与独立顾问的协调、监督桥梁，为独立顾问提供一整套工具和产品，帮助他们快速响应客户需求。如“嘉信连线” (Schwablink) 系统，合作的顾问可以在嘉信的计算机网络上进行交易，并使用嘉信的软件管理客户账户。此系统允许顾问把所有交易记录的保管和编制报告书的责任交给嘉信公司承担，嘉信公司根据交易笔数和客户资产规模收取费用。这种服务非常成功，以致在所有通过主要依靠收费的金融顾问引入的资产中，82%利用“嘉信连线”进行管理。同时，嘉信还成立公关团队、操作服务团队、沟通团队、产品服务团队等支持独立理财顾问的工作。

**独立理财顾问对于嘉信的粘性极大。**从表面上看，嘉信的模式与我国的“外挂式”投顾体系有一定相似之处，但深入分析并不然。那些独立理财顾问首先是嘉信的客户，通过嘉信提供的良好服务，独立理财顾问愿意把他们自己的客户资源放在嘉信的平台上进行交易，而且对于嘉信平台的粘性极大。而国内券商“外挂式”投顾却是受国内券商委托进行客户开发的，刺激他们行为的主要动机是交易佣金提成。在此情况下，只要别家券商给的提成比例更高，投顾对于转换公司便不会有顾虑。此外，与嘉信合作的独立理财顾问本身是集服务和销售一体的全能投顾或投顾团队；我国的“外挂式”投顾是“拉客仔”角色，或是拥有丰富人脉关系资源的“寻租者”，甚至都不能真正称之为“证券投顾”。

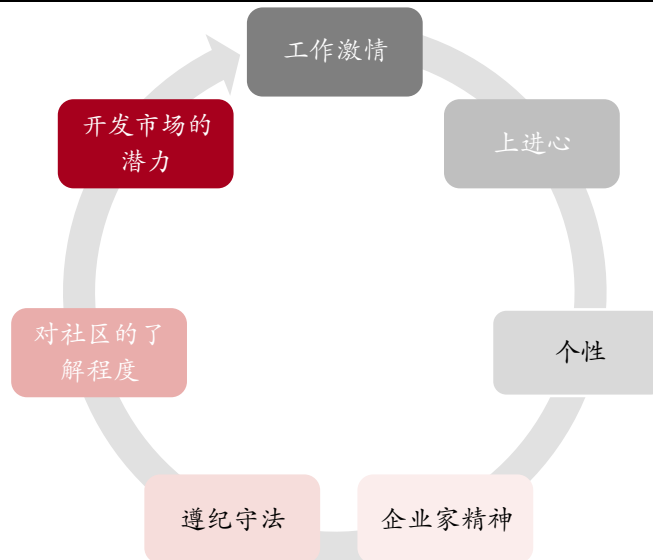
### 2.3.3 社区经纪商 (IR) 模式

**扎根社区、提供面对面定制化服务与长期投资策略。**爱德华·琼斯的社区经纪商 (IR, Investment Representative) 模式在业界是其首创并贯彻始终的经纪业务模式。将自身目标客户定位于“知道自己不懂得投资的明智的投资人”。爱德华琼斯坚守其传统的实体营业点渠道，不断适应客户需求，为其提供“定制化服务”。该公司将经营网点开设遍及各个社区，通过深入了解社区人们的投资偏好和特点，为客户提供长期优质服务。其核心特点如下：1) 以社区为基础，营业网点选址标准是综合考量某一社区潜在客户数量和该社区居民的经济状况，要方便和客户面对面的接触；2) 以个人客户为基础，个人零售客户才是长期、持续的利润创造来源，定位的是中低端的零售市场；3) 选用保守的策略，证券分析师为投资者提供的投资组合和投资策略倾向于“保守”；4) 坚守长期的策略，IR 会主要向客户建议“长期投资的策略”，他们的目标是将客户的一生甚至下一代的家庭财产作为营销和管理的对象。2017年营业收入为70亿美元，现拥有个人客户将近700万户，管理资产1万亿美元。

**“前调研，后招聘”。**爱德华·琼斯有专门的市场分析人员，这些市场分析人员通过前期的市场调研在整个北美地区已经提前确定了5,000个左右的选址地域。应聘投资代表 (Investment Representative, 下称 IR) 的人员在填写应聘申请表时，应首先写明自身的背景以及拟选择的网点社区，还要写出详细的市场分析报告。填写的网点选址一般参照提前确定的“5,000个预选地域”的说明。应聘 IR 的人员一般都选择自己居住或熟悉的社区市场。

**爱德华·琼斯 IR 遴选的主要标准。**爱德华的招聘专员审核选拔 IR 时，对应聘者的学历和金融背景并不注重，他们选人的主要标准是：工作激情、上进心、强调个性、是否具备企业家精神、是否遵纪守法等，当然更重要的是考察应聘者对所选社区的了解程度，以及应聘者对所选的市场是否具备开发的潜力。每个潜在的 IR 在递交工作申请时就开始了营业部的选址过程。一旦成功通过电话面试，IR 就和市场分析部谈论选址问题，因此新的 IR 要对市场进行全面、深入的调研。

图表 25. 爱德华·琼斯 IR 遴选的主要标准



资料来源：公司官网，中银证券

在未来的培训结束后，公司还将给新的 IR 八周时间与初步选定市场的潜在客户进行接触。8 周后，若接触客户的成绩理想，公司总部就着手在该社区寻租和装修办公室。如此的招聘操作流程，产生了非常好的效果。因为，他们招聘了一个 IR，就意味着确定了一个接近成功的营业网点，招聘过程其实就等于确定一个潜在市场的过程。

**避开与大型综合投行的正面交锋，开拓社区细分市场寻求差异化发展道路。**与定位高端市场的美林、高盛等相比，爱德华·琼斯最显著的特点是以中小个人客户为市场定位，投顾团队向客户推销的是高风险产品以外的各种金融产品，而且注重客户的长期投资和社区开发，在美国拥有营业网点超过 10,000 家，分布广泛，很多网点设在市郊住宅区。由于其特殊的产品和客户定位，爱德华·琼斯在招聘投顾时会要求应聘者自己选取社区营业网点，并考察应聘者对该社区的了解程度，目的是利用投顾对社区的熟悉和人脉优势来拓展客户。因此，公司的关注重点是帮助投顾如何利用其人脉优势及时并最大限度地拓展客户。这就导致了爱德华·琼斯在培训投顾时更加强调实践经历。

**爱德华·琼斯的投顾培训流程。**爱德华·琼斯的培训期较短，相较于美国投顾一般性的 1-2 年的培训期，爱德华·琼斯的培训期只有 20 周，除了为获得从业资格考试而占用的时间，培训生都是在实践中掌握了客户开发和服务的各种技巧。出于对 IR 在所服务的社区建立长期关系的需要，爱德华·琼斯的培训非常注重培养 IR 规范而职业化的形象，对服务的很多细节都有具体要求，例如拜访客户时敲门的技巧、握手的方式、名片的放置位置、进门谈话的技巧等都有细致的规定。

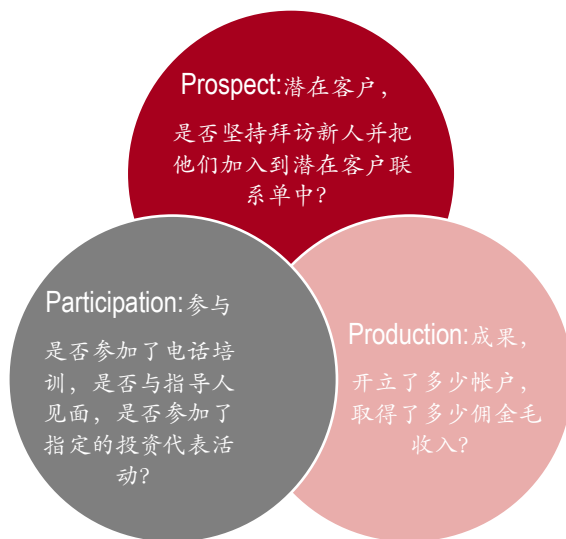
图表 26.爱德华·琼斯的投顾培训流程

时间安排	项目	内容说明
第 1—11 周	从业资格 2 考试准备	自修, 要求通过从业资格考试
第 12 周	“认识您的客户”	产品培训、面对面的展业训练、系统培训、销售演示等
第 13—15 周	市场调研 计划制定 拜访潜在客户	学习如何进行市场调研和制订营销计划, 要求填写 250 个潜在客户 (企业主和住户) 的联系名单并逐家拜访。
第 16—18 周	客户接触技巧 销售技能 办公室运作	在爱德华·琼斯的分支机构, 公司为培训生指定老资格的投顾担任导师进行培训
第 19 周	展业周	要求至少拜访在市场调研期间曾拜访过的 125 名潜在客户
第 20 周	投资、拜访客户和销售技巧 等培训 培训回顾 评价/毕业周	对前几周培训进行回顾, 找到弱点以便安排个性化的后继培训; 培训指导人、同事和培训生本人一起评价在市场调研和展业期间收集到的客户资料; 培训生获得公司颁发的牌照并在培训结束后返回社区展业
后继培训	强化培训班 盈利发展培训 其他附加培训	公司在投顾的全部职业生涯中提供持续培训

资料来源: 公司官网, 中银证券

公司运用 3P 模型评价 IR 的未来发展。3P 模型包含潜在客户 (Prospects)、成果 (Production) 以及参与 (Participation)。公司的每个培训阶段都有严格的考核, 考核不能通过, 公司将随时可能与 IR 解除合同。但是, 该公司培训的通过率一般在 90% 以上, 只要新 IR 用心学习和工作, 一般都可顺利通过培训阶段。爱德华·琼斯致力于在 IR 的全部职业生涯中提供持续培训。

图表 27.爱德华·琼斯的 3P 评价模型



资料来源: 公司官网, 中银证券

**爱德华·琼斯人性化的激励机制。**除了现金激励方式, 爱德华也通过提供股权、优质工作环境、出国旅游等多种措施来奖励高绩效的投顾。爱德华的 IR 在业界享有很高的声誉和社会地位, 公司为 IR 提供统一装修风格办公室、统一的设备配置, 办公环境高贵、典雅, 每一个投资代表都有自己的专门秘书。他们根据销售业绩可以拥有公司股份, 更可享受出国旅游奖励, 公司会为 IR 安排好出国旅游期间的住宿, 尽可能使他们体验到贵宾级待遇。

**爱德华·琼斯的获客方式。**爱德华·琼斯定位于住宅社区的中小客户, 其 IR 投顾的客户开发的工作可以说从他应聘的那一刻起就开始了。IR 通常采用社区市场调研、上门拜访以及社区广告的方式来开展客户的开发工作。

图表 28. 爱德华·琼斯的获客方式

获客方式	主要内容
1. 社区市场调研	一个新的 IR 要想被爱德华·琼斯雇用, 就必须提前做详细的市场调查和研究。IR 对社区的经济状况、社区文化、居民财富结构、潜在客户的财务状况、投资理念等信息要做到了然于胸。社区的经济状况和居住人口数字从市政当局和公开的图书馆里查到资料。
2. 上门拜访	社区具体每一户居民的财务状况和熟悉程度, 只有 IR 亲自上门拜访了解才能获得。而在培训和实习的后期, IR 必须确定 250 个潜在客户和实际上门拜访其中的 125 位。
3. 开办投资讲座	爱德华·琼斯的 IR 也会通过开办讲座的形式, 吸引开发客户。但 IR 开办的任何讲座都必须上报总部批准, 只能讲述规定范围的内容。
4. 社区招牌广告	爱德华·琼斯并不注重媒体广告, 这也是他们不如美林、摩根等名气大的原因之一。但是, 爱德华·琼斯非常注重每一个营业网点的选址和招牌, 营业网点一般都选择在街面或路口, 统一标志的绿色招牌做的很大, 来往行人、车辆很容易看到和寻找, 给客户带来方便。

资料来源: 公司官网, 中银证券

**爱德华·琼斯的研究支持与信息技术系统。**爱德华·琼斯总部只有 40-50 个证券分析师来为客户提供研究支持, 原因是爱德华·琼斯将自身定位为零售类经纪型券商, 并不以全面的市场研究为核心竞争力。他们的研究部门从市场上所有股票中筛选出有限的数目和种类, 然后才进行跟踪分析。不过爱德华·琼斯的信息系统也非常完备, IR 每天都可以在网点的电脑上通过卫星收看很多的特别节目, 客户的详细资料可以在电脑上随时查阅。客户打来电话, IR 通过电脑马上可以查阅到许多有关客户的个性化资料, 使得与客户的谈话更容易拉近距离, 赢得客户信任。爱德华·琼斯每开发一个地区的市场一般都要建立独立的信息技术系统, 所有交易数据、信息资料、客户资料都通过自己的技术系统来实现传输。

## 2.4 账户管理业务: 高层次的美国投顾业务

### 2.4.1 账户管理业务的核心内容与主体

**账户管理以投资者需求为中心, 提供一揽子金融服务。**经历了数十年的发展, 无论是哪种模式的美国投顾业务, 基于个人客户需求, 均包含三个层次与业态: 1) 经纪人或投顾仅向客户提供经纪业务附带的投资建议服务, 在经纪佣金之外不再单独收取费用; 2) 投顾提供超出附带投资建议范畴的金融产品选择、理财规划服务或资产配置建议; 3) 投顾提供账户管理服务(包括全权委托和非全权委托服务), 采取按照资产规模、按服务期限、按客户资产市场表现等方式收费。其中账户管理服务也是我国买方投顾业务的发展方向, 本次基金投顾试点即参照这一模式。

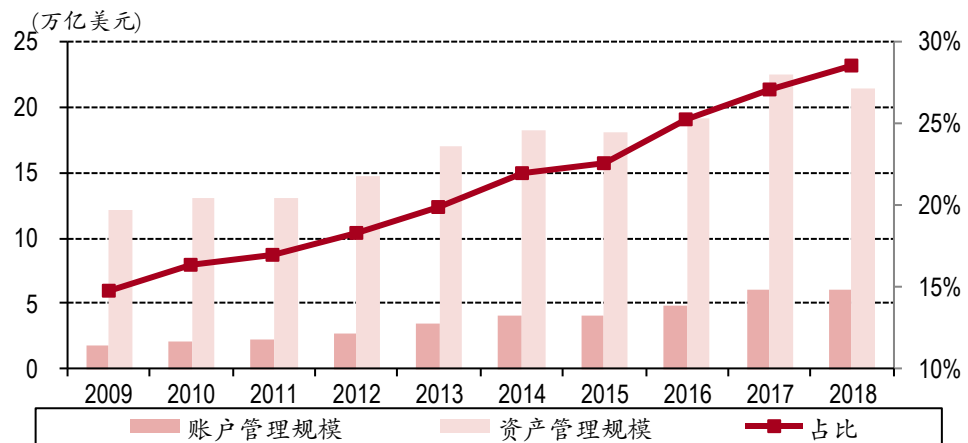
图表 29. 账户管理业务的服务层次



资料来源: 中证协, 中银证券

账户管理又称管理账户 (Managed Account)，即以投资者需求为中心，为投资者提供涵盖投资、税务、教育、养老等个性化的投资方案，并按约定方案提供投资组合管理、交易执行、清算交收等一揽子金融服务，其核心内容包括：1) 账户管理是基于充分了解客户需求的前提下，将客户在投资、税务、教育、养老等方面的财务需求转换为可执行的投资目标；2) 投资者的目标是通过个性化的资产配置策略和专业化的投资组合管理来实现的；3) 账户管理业务的目标客户是有着中长期投资计划，且不过分追求频繁和投机交易的投资者。账户管理业务作为美国投顾所提供的的最高层次的业务，近年来取得了快速发展，据美国 ICI 协会与 MMI 协会数据，账户管理资产规模由 2009 年的 1.8 万亿美元提升至 2018 年的 6.1 万亿美元（2019 年预计将达到 7 万亿美元），占美国投资公司资产管理规模的比重由 2009 年的 14.82% 提升至 2018 年的 28.51%。

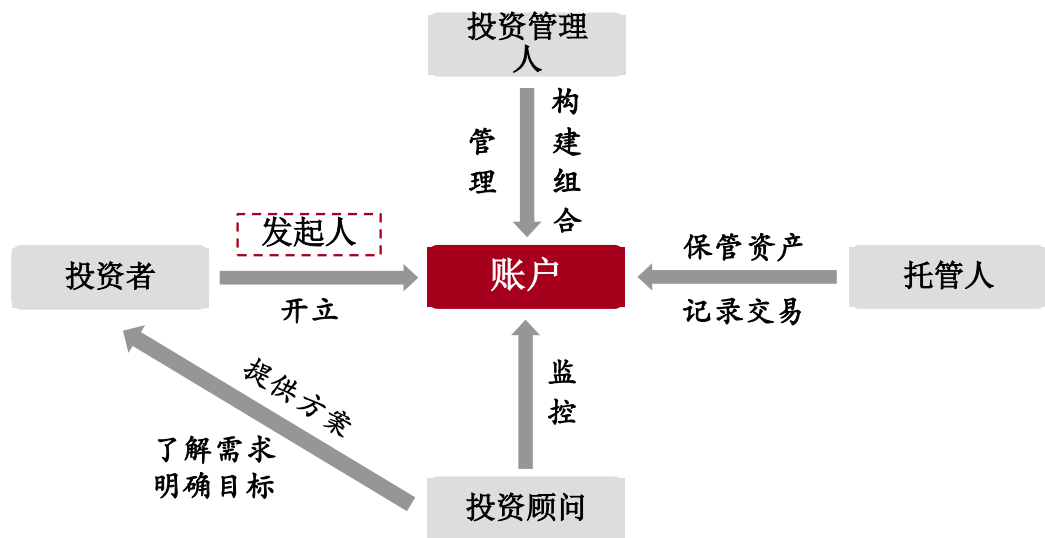
图表 30.2009-2018 年美国账户管理及资产管理规模



资料来源：ICI, MMI, 中银证券

账户管理业务由五个主体构成：1) 投资者：资产的委托人，即账户管理业务的客户。2) 投资顾问：为客户提供的服务包括了解客户需求，建立客户档案，明确投资目标，提供投资建议或资产配置策略，协助或代替客户选择投资经理、账户监控以及投资建议调整等。投资顾问既可能是从属于发起人的投资顾问，也可能是独立的第三方投资顾问。3) 发起人：不同类型的账户管理项目的发起人提供的服务内容有所不同，一般包括协助或代替客户进行开立账户、协调投资顾问与投资管理人、交易执行，同时负责后台业务处理（技术支持、合规风控、账户报告、绩效考核）等。通常发起人与投资顾问、投资管理人为同一机构，或存在密切的关联，或处于合作关系。4) 投资管理人（也称“投资经理”）：负责投资组合构建和管理，下达交易指令，由发起人进行交易执行。5) 托管人：其职责通常包括客户资产的保管、处理所有交易的交割和提供账户明细记录等。

图表 31. 账户管理业务参与主体的内在关系



资料来源：中证协，中银证券

### 2.4.2 账户管理业务的收费方式及资金门槛

账户管理业务以费代佣，体现了账户管理以客户需求为导向的业务导向。与传统卖方代理模式的财富管理业务不同，账户管理业务并非以收取交易佣金与手续费收入为主，而是以费代佣。收费包括咨询顾问费、交易佣金（低佣或免佣）、清算和托管费、发起人收费以及投资管理人收费等。因为美国实行金融混业经营，所以在账户管理业务中，经常由同一家金融机构或有关联关系的机构同时承担了以上职责。因此，在美国证券公司或其关联投资顾问提供的账户管理业务中，最常见也最典型的收费模式是打包收费（Wrap Fee），即统一按照一定标准，如账户管理资产规模的一定比例，收取账户管理费用，无需单独收费。传统的佣金与手续费收入与账户的交易量挂钩，而账户管理收费是与管理资产的规模相关。管理资产的规模需要通过满足客户需求来提高，即投资顾问、投资管理人与客户的利益达到一致，在一定程度上防范了利益冲突，体现了账户管理以客户需求为导向的业务导向。根据账户管理模式、提供服务内容的不同，美国账户管理业务有以下 4 种收费方式：1) 按资产规模；2) 按固定金额；3) 按小时收费；4) 基于业绩表现收取浮动管理费。

图表 32. 美国账户管理业务的收费方式

序号	收费方式	适用情况
1	按资产规模的一定比例收费	费率根据资产规模、服务范围、个性化程度、投资标的和投资策略的复杂程度确定。一般，资产规模越小、服务个性化程度越高、投资标的和投资策略越复杂，费率越高。瑞银一般不高于 2.5%，美林收费在 2.2% 以内，以低成本为导向的先锋基金费率不高于 0.3%。
2	按固定金额收费	多适用于规模较小或非全权委托账户管理模式
3	按小时收费	多适用于非全权委托账户管理模式
4	基于业绩表现收取浮动管理费	美国证券交易委员会（SEC）规定，只有当资产规模达到一定要求时，才允许按业绩收费（2011 年 SEC 新规则规定总资产在 1000 万美元以上，净资产在 200 万美元以上）。

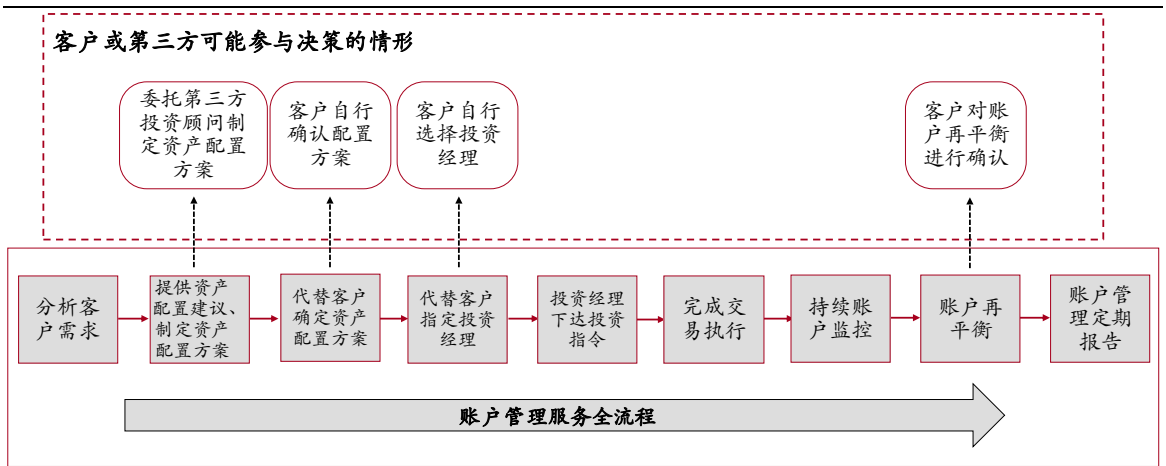
资料来源：中证协，中银证券

账户管理业务的资金门槛明显高于其他投顾业务。根据业务定位、服务范围、个性化程度、投资标的和投资策略复杂程度等方面的不同，账户管理业务的客户资金规模门槛也高低不等，但是明显高于其他类型投顾业务。如美林定位于服务高净值客户群体，而先锋基金以低成本为业务导向，所以相似的服务项目中，美林的资产门槛从10-25美元不等，而先锋基金也有5万美元，相较于一般投顾业务几千美元（美林一般业务资金门槛2,000美元）的门槛明显更高。再比如，同样是瑞银证券，非全权委托模式下资产门槛可低至5,000美元，而服务范围更宽、允许个性化程度更高的统一账户管理项目资产门槛高达37.5万美元。

### 2.4.3 账户管理业务模式：全权委托与非全权委托

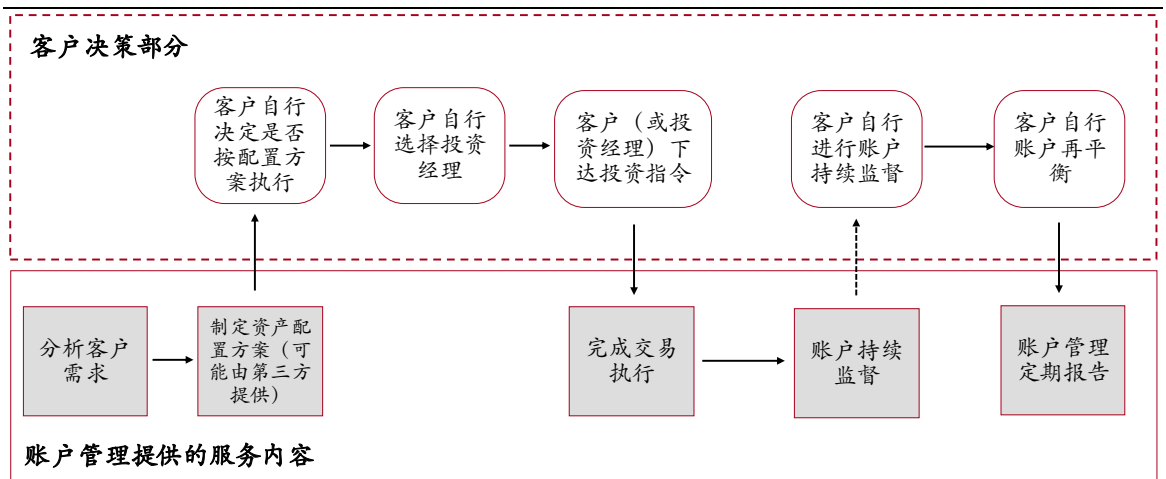
根据客户决策参与度的高低，账户管理业务可分为全权委托与非全权委托。按照投资顾问与客户在账户管理业务中决策权的分配情况，可以将账户管理业务分为全权委托账户管理模式与非全权委托账户管理模式：1) 全权委托账户管理模式下，当客户签订全权委托账户管理协议后，投资顾问为客户提供资产配置建议并与客户确定资产配置方案，在协议约定的范围内，投资顾问或投资经理可以在不与客户确认的情况下代客户进行交易。2) 在非全权委托账户管理模式下，投资顾问就客户需求提供资产配置建议，制定资产配置方案，但完全由客户决定是否以及如何来执行具体的资产配置方案，并且由客户自行维持资产配置与个人投资目标的一致性。可以看出，无论是何种模式，相对于传统的卖方代理模式，客户都享有对所持资产的直接所有权，拥有对于账户资产更大的控制权与决策权，同时也享有更加充分的信息披露，进一步体现出以客户为中心的理念。

图表 33.全权委托账户管理模式流程



资料来源：中证协，中银证券

图表 34.非全权委托账户管理模式流程



资料来源：中证协，中银证券

### 3 另辟蹊径，TAMP 模式或成为券商投顾业务发展利器

#### 3.1 TAMP 平台作为美国投顾业务发展的基石之一，持续助推投顾业务转型发展

TAMP (Turn-key Asset Management Platform) 统包资产管理服务平台，是致力于为注册投资顾问(RIAs)、经纪人、家庭办公室等提供全方位资产管理服务的平台。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，同时还提供会计对账、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地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，帮助投资顾问实现投资收益最大化。简而言之，TAMP 平台是专门为买方投顾提供系统化服务的平台，为投顾业务的发展提供全方位的支持。

TAMP 在投资顾问业务流程的各个环节都提供了相应的服务。例如客户与风险明细问卷、投资提案生成、投资框架和投资声明等服务可以帮助投资顾问提高获客与客户管理的效率；在策略研究与组合创建环节 TAMP 提供了投资经理研究与尽职调查、资产配置模型等服务；在组合执行、监控与完善环节提供了投资组合解决方案、CRM 管理等。此外，TAMP 还包括产品组合清算、投资表现报告、资金收付、培训、业务评估等报告和商业支持方面的辅助功能。

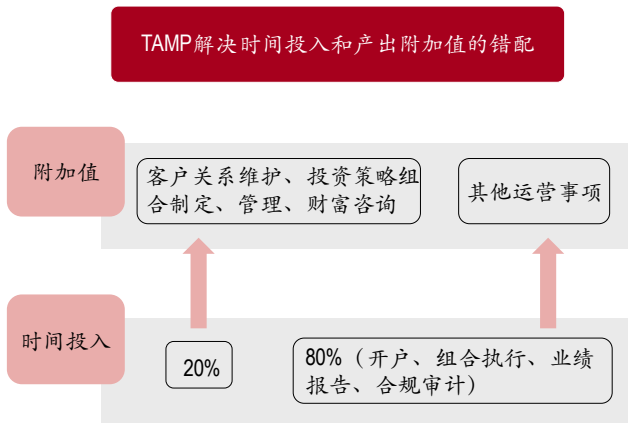
图表 35. TAMP 在投资顾问业务各环节中提供的服务



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

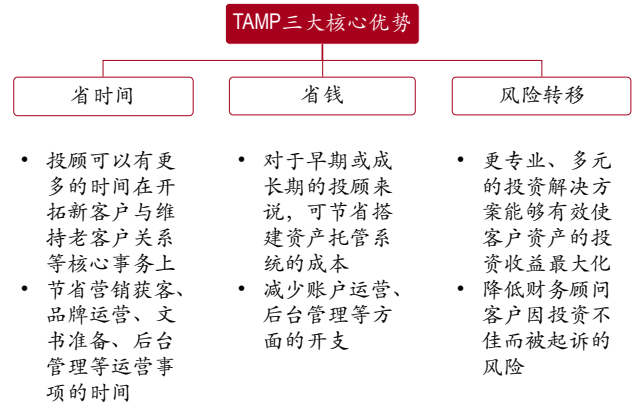
TAMP 平台能够节省时间与资金，并能够转移风险。TAMP 平台具备三大优势：1) TAMP 通过完成一系列耗时的中后台工作，例如产品的研究、尽职调查、投资组合构建与管理、托管账户的校对协调、投资业绩报告、税务优化等，帮助投顾节省时间。利用 TAMP 的服务，投顾能显著提升产出附加值与投入时间的比例。以往，投顾近乎 80% 的精力都用在了低附加值、重复劳动的运营项目上，而仅能投入 20% 的时间在高附加值的工作上。投顾可以利用 TAMP 省下的时间专注于客户关系维护、投资策略组合制定、管理、财富咨询等高附加值业务，释放自身最大优势。2) 早期或成长期的投顾往往缺少专有资产管理系统，TAMP 可以帮助他们节省搭建系统的成本，也减少了中后台管理等方面的开支。3) TAMP 也有着风险转移的优势。其专业、多元化的投资解决方案能够有效地使客户资产的投资收益最大化。

图表 36. TAMP 平台搭建并提供高效服务



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 37. TAMP 平台的三大核心优势



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

**TAMP 平台能够提供多层次、立体化的财富管理与投顾支持服务。**经历了长时间的发展与积淀，美国 TAMP 平台业务日趋多层次与立体化，根据客户的资产量级与投资产品复杂程度等维度的不断提升，TAMP 依次能够提供包含共同基金打包账户(MFW)、交易所交易基金打包账户(ETF)、独立资产管理账户(SMA)、统一管理账户(UMA)、统一管理家庭账户(UMH)五种档次的服务：

**1) 共同基金打包账户 (MFW)：**TAMP 平台上有一篮子预先筛选好的合格基金经理可供选择。平台供应商已完成了对这些基金经理的尽职调查，并确认了他们的投资策略。平台对客户收取一笔统一的费用，使客户享受批发的价格，这个价格通常要比客户自己直接去购买基金会更便宜。公募基金打包账户的最低资产通常是 25000 美元。

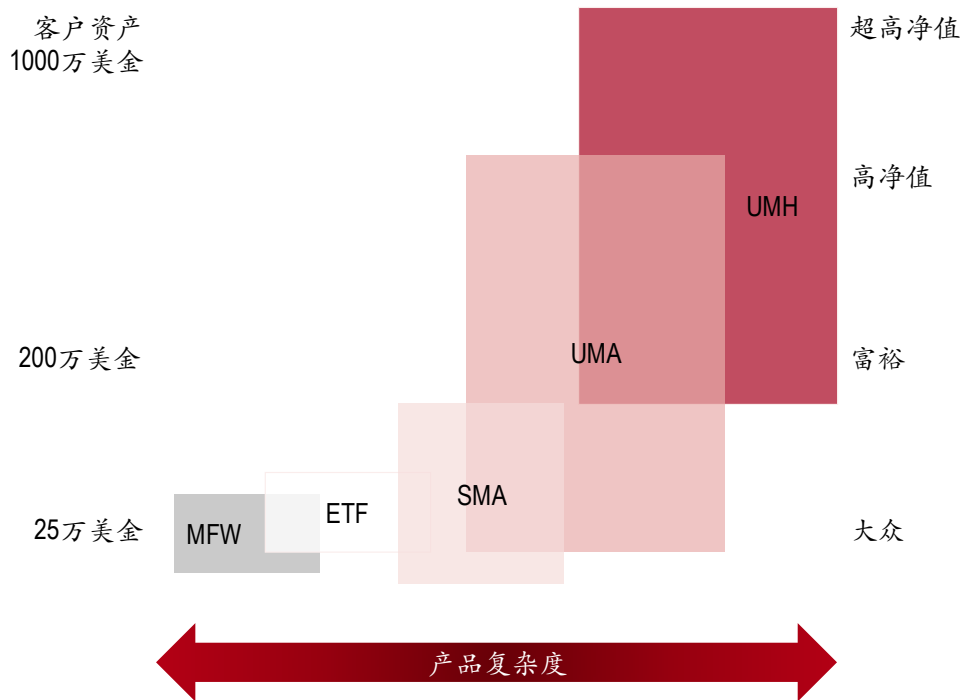
**2) 交易所交易基金打包账户 (ETF)：**在此类账户中，TAMP 平台上预先选好的是一篮子可供投资的 ETF。ETF 在证券交易所交易，可以被动地跟踪股票、债券、大宗商品等指数。ETF 打包账户的目标是以最低的成本为投资者提供基准的回报，通常交易是免佣金的。总费用往往比公募基金打包账户还要少。

**3) 单独管理账户 (SMA)：**在这类账户中，TAMP 平台上预先选好的是一篮子可供投资的个股而不是 ETF 或基金。SMA 直接投资个股使大规模个人定制变的可能，并可以用不同个股之间的盈利和亏损相抵消的方法来优化税收效益，使税负极小化。SMA 一般需要更多的资产才有资格参与，一般账户的最低额度是 50000 美元。

**4) 统一管理账户 (UMA)：**这类私人投资账户的篮子里拥有所有可投资的产品（包括公募基金、ETF、股票、债券）为客户账户做投资组合。UMA 与 SMA 的不同之处是 SMA 是一个基金经理对应一个账户，而 UMA 只需要一个账户即可，类似于 FoF 或者是 MoM 类型的统一管理，能使税务、交易、投资组合再平衡等决策更优化。费用由平台商统一收取，并在投顾、保荐商、平台供应商、和资管公司之间分配。

**5) 统一管理家庭账户 (UMH)：**UMH 是一种 UMA，不过它覆盖资产是一个家庭的所有个体账户的集合，并包括家庭的非流动资产（房地产或私持的公司）。投资组合的优化覆盖整个家庭，以尽量减少交易成本和税负。这是一个家庭理财办公室所用的方法，这种方法能够提高客户的粘性。

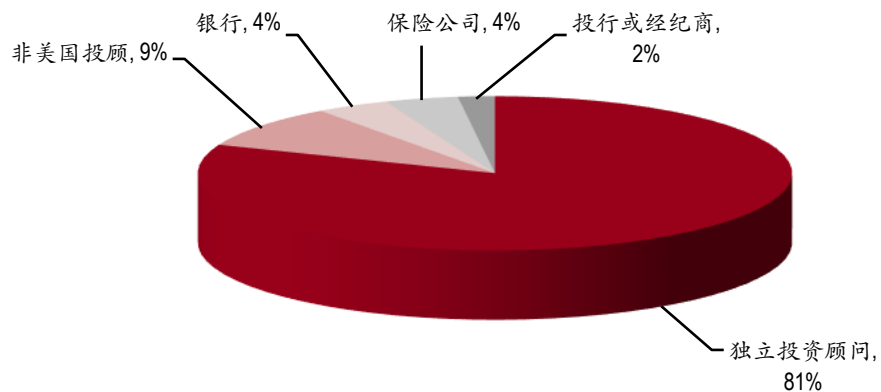
图表 38. TAMP 平台多层次立体化的财富管理与服务



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

以独立投资顾问为主的结构为 TAMP 平台的发展提供了天然的土壤。中小型和独立运营的注册投资顾问 (Registered Investment Adviser, RIA) 公司是 TAMP 的重要服务对象，这是由美国的投顾结构所导致的，截至 2018 年末，美国 81% 的投顾是独立或第三方投顾，管理了超过 70% 的资产量（包含共同基金、ETF 等主要资产），正是由于大部分美国投资顾问 RIA 公司小而精，需要高效的资源分配，这样的需求促使 TAMP 诞生。

图表 39. 截至 2018 年末美国投顾结构



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

RIA 在业务流程上极为相似，分为：获客，投资，管理和报告。TAMP 的标准化、流程化、定制化服务符合 RIA 业务流程特色。美国的金融市场秩序较为规范，金融市场监管严格且成熟，因此在美国注册 RIA 的公司众多。根据艾瑞咨询数据，2018 年在美国证监会注册的 RIA 达 12,578 家，2019 年更是超过了 13,000 家。普通投资顾问公司员工数的中位数在 8 人左右，管理客户的数量在 150 家左右，平均规模在 2 亿美金，美国注册的 RIA 公司的总资产规模超过了 75 万亿美金。需求 TAMP 服务的 RIA 基数众多、提供的业务范围广，是美国 TAMP 市场持续稳健发展的基石。

美国 TAMP 行业稳健快速增长，增速远超美国总体可投资金额。根据艾瑞咨询的报告，TAMP 行业渗透率在 2017 年为 17.2%，至 2019 年增长到 22.65%。并预计从 2019 年至 2022 年，美国 TAMP 行业资产管理规模将会以 20.6% 的年复合增长率增长。由于退休人群的壮大，TAMP 平台服务的美国居民家庭可投资金融资产不断扩张。预计从 2016 到 2022 年，将会新增 4 万亿退休人群的可投资资产额度。在此背景下，预计从 2019 年至 2022 年，TAMP 服务的美国居民家庭可投资金融资产规模将以 5.1% 的年复合增长率增长。

### 3.2 因势利导，我国券商有望享受 TAMP 模式发展的红利

财富管理行业碎片化趋势孕育国内 TAMP 市场的发展。2016-2018 年，原先在金融机构和第三方财富管理公司工作的投顾纷纷面临刚兑逐渐打破后产品销售难题，投入产出不平衡，难以帮助客户分散风险等问题，从而选择独立创业，使得新增的中小型投资顾问公司数量大幅增加。参照美国市场的经验来看，凭借长期的专业能力和行业资源累积，大型财富管理机构如银行、券商、公募基金等培养的投顾构成了财富管理和资产配置的中坚力量。据艾瑞咨询，短期内创业型中小财富管理机构数量快速增长，有望从当前的 6000 家提升至数以万计。行业碎片化的趋势成为 TAMP 市场在我国发端的主要动因之一。

国内 TAMP 按照提供的功能性质主要分为前、中、后台三大应用环节。在国内市场中前台产品宣传和中台交易功能凭借在提高运营效率，增加与客户沟通的时间方面的优势，目前得到广泛使用者青睐。

图表 40.我国 TAMP 的三大应用环节

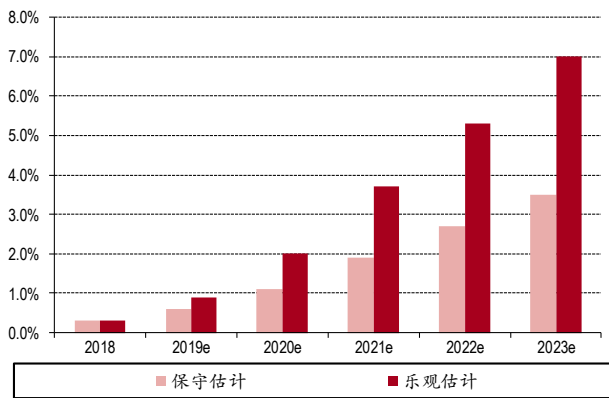


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

国内 TAMP1.0 向 TAMP2.0 进化中。目前国内 TAMP 行业现状处于从 TAMP1.0 全托资产管理服务程序向 2.0 全托资产管理平台全面转化的进程中。TAMP1.0 是通过流程化、程序化的业务以及最佳实践模式固化财富管理和资产管理行业的业务程式，具有较强程序属性。而 2.0 通过建立更加丰富的功能体系，使财富管理行业更加规范和精确地展业，成为联通上游资产端和下游需求端的核心网络平台，具有较强平台属性。这一转变意味着资产配置与产品选择的阶段从流程化、程序化向数据驱动转化，可以完善与平衡短期与长期目标，增强了投顾角色的重要性。

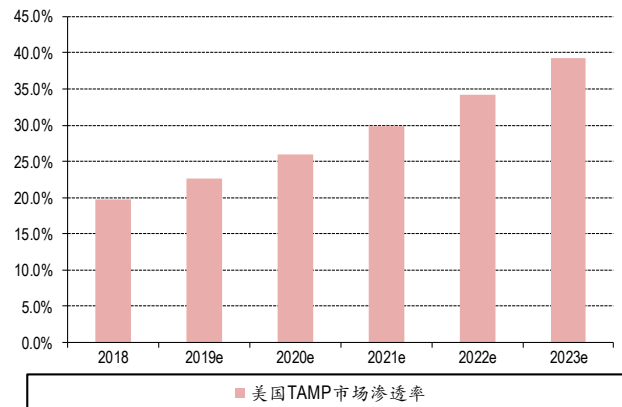
目前国内 TAMP 市场发展空间广阔。TAMP 模式在国内财富管理领域尚处于萌芽和起步阶段，当前国内 TAMP 行业渗透率低。以 AUM 口径计算的目标市场渗透率处于 1% 以下，未来会随着交易规模迅速提升和 AUM 规模的增长而快速上升，发展空间巨大。考虑到美国 TAMP 模式在个人金融可投资资产类别上的渗透率有望达到接近 40%，以及国内金融体系的巨大制度性和结构性差异，据艾瑞咨询预计，国内的远期（15 年以上）TAMP 市场渗透率应能对标接近美国的一半水平或更高。这意味着 TAMP 模式一旦被国内市场所接受，可能会被逐渐确立为泛资管行业的重大发展方向，以适应未来市场竞争的需求。

图表 41. 中国 TAMP 渗透率预测



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 42. 美国 TAMP 渗透率预测



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

国内券商发展 TAMP 平台首要目的是自给自足提升投顾团队建设，对外服务并非当前主战场。中国各类金融机构的财富管理业务主要收入来源是通过向卖方提供理财产品分销渠道，赚取代销产品的佣金。但这种重销售的模式会存在一定的道德风险，利益冲突导致财富管理机构向客户推荐产品时，会以佣金高的产品作为重点，从而忽视产品的风险和客户的实际偏好，劣币驱逐良币不利于行业健康发展。这种销售驱动的模式也使得行业人才结构不均衡，以客户经理、证券经纪人等为代表的销售型人才数量远超具有专业资质的投顾。对于我国券商而言，当前内部投顾的主要供给还是来源于内部传统经纪人的转化，但是显然无论是从投顾数量还是投顾综合素质及专业能力方面都难以满足财富管理业务转型对投顾的需求。因此，在国内买方投顾时代开启的大背景下，建设内部投顾队伍无疑是券商财富管理转型工作中的重中之重。引入美国先进的 TAMP 模式，结合自身财富管理转型需求与业务发展需求，开发有针对性的、差异化的投顾业务支持平台，能够有效提升自身投顾团队建设，不断升级买方投顾业务模式。显然当前国内券商发展 TAMP 平台的首要目标是自给自足，而非为外部独立或第三方投顾服务。

未来券商 TAMP 平台有望从多方面进行升级。未来券商搭建的 TAMP 平台不仅将从产品、渠道、投研等多方面不断进行完善与升级，同时以人工智能、大数据、云计算以及区块链等 IT 技术为代表的最新核心前沿的 Fintech 应用将不断提升 TAMP 的系统化、自动化、服务效率以及安全属性：1) 通过大数据与 AI 技术的赋能，实现系统流程高度自动化，并在智能获客营销、策略生成、产品推荐、投后管理与跟踪等环节大幅提升系统效率，充分锁定终端投资顾问和理财师群体，进一步升级 TAMP 解决方案，更有效的赋能券商开展其他业务；2) 区块链技术也将应用于交易环节确认确权，可保证信息无篡改，确保交易信息合规性。待 TAMP 平台日趋成熟，承载能力逐渐加强之后，将对券商财富管理转型提供更大的中后台支持。

### 3.3 以华泰证券收购 AssetMark 为例，探寻国内券商发展 TAMP 模式及意义

华泰证券收购 AssetMark，抢占 TAMP 平台布局先机。2016 年 4 月 13 日，华泰证券将通过其全资子公司华泰金融控股(香港)有限公司收购 AssetMark Financial Holdings, Inc. 全部股份，交易的总对价约为 7.80 亿美元。这是华泰证券的首次海外并购。2016 年 11 月 2 日公告，公司完成对 AssetMark 的收购，最终交易对价为 7.68 亿美元，AssetMark 成为公司间接控股的下属公司。2019 年 7 月 18 日，AssetMark 以 22 美金的价格，在纽交所挂牌，募集 2.75 亿美金。上市首日即上涨 22%，市值近 20 亿美金，PE 超过 60 倍。过去 5 年中，Assetmark 平台资产规模的年化复合增长率高达 17%，目前为美国 TAMP 供应商平台资产规模排名第三的企业。截至 19Q1，AUM 较年初提升 24.96% 至 560.51 亿美元，AssetMark 的市场占有率达到 10%，排名第三位。

收购 AssetMark，战略意义远高于短期创收考量。华泰收购 AssetMark 的战略初衷是增强技术能力，扩大服务半径，更是为了长远的财富管理业务转型考量的：

1) **助力财富管理转型。**华泰平台上目前收取万分之三交易佣金,但通过对接 AssetMark,后续华泰展开投资咨询服务的资产,如按收取 1%的管理费用,华泰管理的同等资金收入将增加 30 多倍。AssetMark 为华泰财富管理转型对接全球资源提供强大平台支撑。

2) **加快平台财富管理体系与技术体系建设,加速投顾团队建设。**CRM 是华泰全面转型核心支撑之一,实质是公司不断完善全产业链基础数据库。通过收购 AssetMark,华泰加强其财富管理平台上的实时数据分析与管理,分析挖掘客户行为交易、精准营销、差异化风控,以及加快总体对 AssetMark 技术平台的借鉴、管理服务流程的优化和产品的协同,加强用户对其平台的粘性。同时,平台与体系建设也将促进投顾团队的不断升级。

3) **打造中国居民海外资产配置特色平台。**华泰多年积累大量优质高净值客户、富裕人群和客户与机构客户,这部分人群也是华泰财富管理业务的主要客户人群。通过收购 AssetMark,充分利用 AssetMark 对接海外下游 RIAs 与海外财务顾问公司资源,为华泰原本高净值、富裕人群提供更丰富的海外资产配置,同时获取更多潜在优质高净值、富裕客群与机构客户。

4) **提供投资策略组合借鉴。**AssetMark 拥有专业的金融投资背景的团队,运用精细化、多维度评判方式去布局投前、投中、投后产品成交与追踪策略,基于诸如交易结构、产品基本面等信息,能形成优秀且丰富的产品策略,为投资顾问做产品策略时增值保值。在交易工具不健全、市场信息不对称的中国国情下,借鉴 AssetMark 多维度、精细化的产品寻找、定制与跟踪策略,能完善产品的风险控制与投资策略的定制化方案。

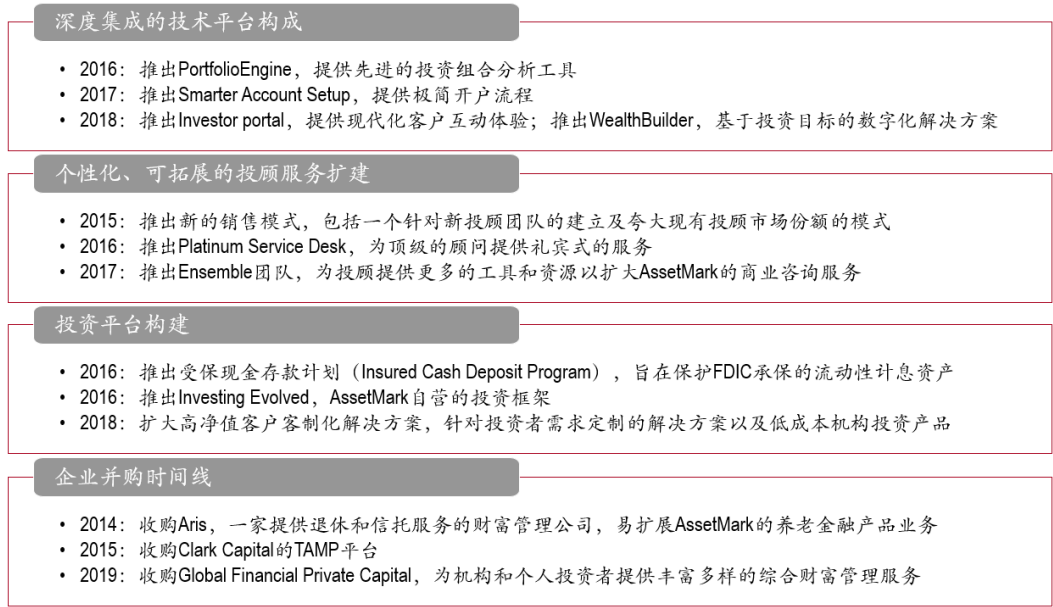
图表 43.AssetMark 三层级投资策略

投资策略层级	含义	具体细分策略类别	细分类别含义
核心市场策略 (Core Markets)	在广泛市场范围内投资,使得投资者可以分享美国与全球经济潜在增长	Core Market Exposure	-
战术策略 (Tactical Strategies)	辅助类策略,放大投资组合收益或防止极端损失	Enhanced Return Focus	通过增强投资提高组合收益
多元策略 (Diversifying Strategies)	平滑投资组合业绩表现	Limit Loss Focus	加入对冲工具及资产配置防止极端损失出现
		Bonds & Bonds Alternatives	加入相对低波动投资品类,在核心及战术策略基础上进一步减少风险
		Equity Alternatives	加入低相关性股票降低整体组合股票市场风险

资料来源:艾瑞咨询,中银证券

**AssetMark 被收购以来技术平台、投顾服务等多方面取得显著进展。**AssetMark 成立于 1996 年,为独立投资顾问及客户提供全面的财富管理和技术解决方案。当今最核心的总体战略总结为快速拓展 RIA 数量、平台资产规模、TAMP 技术,从而达成行业规模效应,巩固市场核心竞争力。自 2016 年被华泰证券收购以来,AssetMark 进行战略实施的重要方针为购买+推出新的技术业务与平台,其近期发展历程可归纳为如下 4 大领域:

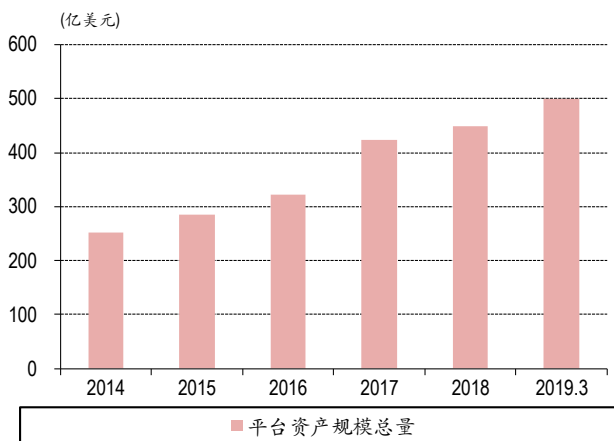
图表 44.AssetMark 战略实施下的发展历程



资料来源: 公司公告, 中银证券

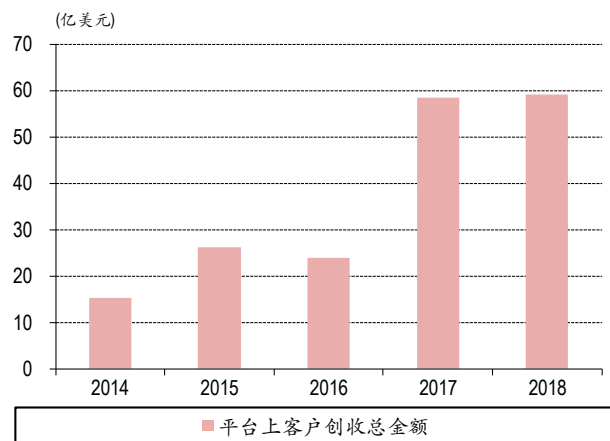
AssetMark 在不断良性循环发展之下, 资产规模与收入均取得快速增长。AssetMark 平台资产规模发展迅猛, 在过去 5 年中, 从 252 亿美元增长至 500 亿美元, 年复合增长率为 14.69%。同时, 平台上的投资顾问总收入从过去 5 年的 15.3 亿美元增长至 59.2 亿美元, 年复合增长率为 40.25%。使用平台服务的投资顾问增收效果显著, 从而吸引更多投顾在过去 5 年中入驻 AssetMark, 形成规模效应, 客户数量增长, 粘性提高与客户收益增加的良好循环。

图表 45.2014-2019/03 AssetMark 平台资产规模



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 46.2014-2018 年 AssetMark 平台客户创收



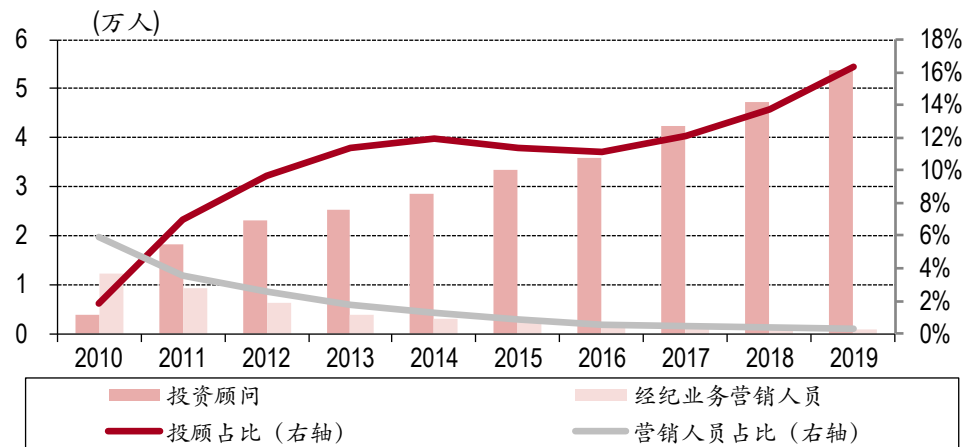
资料来源: 公司公告, 中银证券

## 4 去粕取精，我国券商买方投顾业务发展展望

### 4.1 八仙过海，我国券商纷纷着力打造买方投顾团队

券商人员结构变化已凸显财富管理转型方向。自2010年以来，证券行业从业人员的结构发生了显著变化，其中投资顾问数量由2010年的3,900人增加至2019年末的5.37万人，人员比重由1.86%大幅增加至16.3%；而营销人员数量由2010年的1.23万人，人员比重由5.89%降至仅0.27%。人员结构翻天覆地的变化也印证了行业以费代佣、以卖方销售为导向向买方投顾业务发展的财富管理转型趋势。

图表 47. 证券行业从业人员的结构变化



资料来源：万得，中银证券

众多国内券商已着手投资顾问团队建设。目前国内券商逐渐意识到投顾团队建设的重要性，并已经着手不断扩充投顾人员队伍。据中证协，截至2019年1月21日，共有8家券商的投资顾问数量超过2,000人，分别是中信证券、广发证券、中信建投、国泰君安、中国银河、华泰证券、申万宏源、国信证券，其中中信证券与广发证券投资顾问人数已超过3,000人。从投资顾问占比来看，中信证券、中信建投、广发证券、华泰证券、中国银河分别达到32.70%、31.40%、29.38%、28.29%、28.28%，排名行业前五。可以看出在投顾团队建设方面，龙头券商无论从投顾数量还是投顾占比均领先行业。

图表 48.截至 2019/01 券商投资顾问团队建设情况 (30 家)

	机构名称	从业人员数	投资顾问	投资顾问占比(%)
1	中信证券	11,497	3,759	32.70
2	广发证券	10,816	3,178	29.38
3	中信建投	9,489	2,980	31.40
4	国泰君安	12,732	2,741	21.53
5	中国银河	9,315	2,634	28.28
6	华泰证券	8,428	2,384	28.29
7	申万宏源	10,792	2,367	21.93
8	国信证券	9,729	2,044	21.01
9	方正证券	10,467	1,810	17.29
10	长江证券	7,554	1,692	22.40
11	中泰证券	7,928	1,545	19.49
12	兴业证券	8,022	1,433	17.86
13	海通证券	10,362	1,323	12.77
14	安信证券	7,519	1,085	14.43
15	中金财富	4,267	1,082	25.36
16	招商证券	7,903	945	11.96
17	光大证券	7,202	811	11.26
18	国元证券	4,260	804	18.87
19	东方证券	5,647	743	13.16
20	平安证券	3,703	644	17.39
21	中原证券	2,776	618	22.26
22	东北证券	3,384	606	17.91
23	华西证券	3,553	596	16.77
24	华创证券	2,566	592	23.07
25	华福证券	3,912	575	14.70
26	信达证券	2,772	554	19.99
27	山西证券	2,546	459	18.03
28	西南证券	3,000	455	15.17
29	华龙证券	1,863	451	24.21
30	财通证券	3,263	445	13.64
	<b>行业总计</b>	<b>328,625</b>	<b>53,672</b>	<b>16.33</b>

资料来源：万得，中银证券

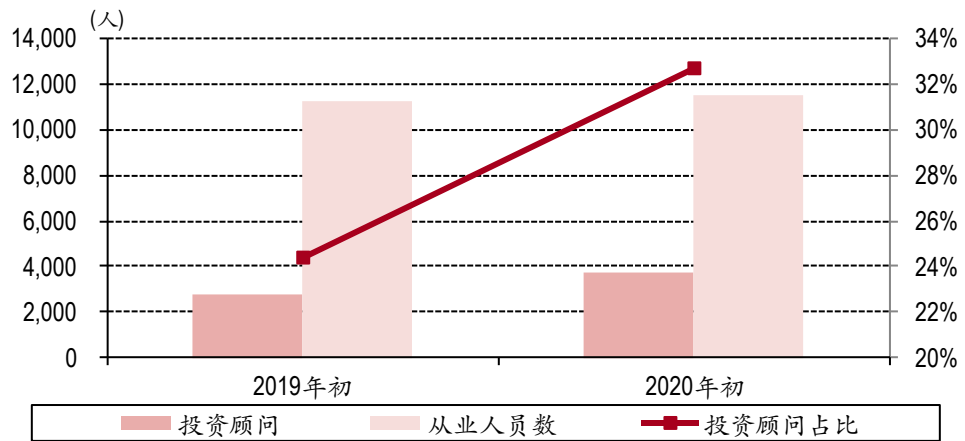
#### 4.1.1 中信证券：追求全员投顾化

中信证券以全员投顾化作为公司发展的长远战略，并将投顾资格作为新进员工的门槛。近两年来，中信证券在财富管理转型中，强调加强投顾能力，以全员投顾化为公司的发展战略。中信证券坚信投顾能力是资产配置的基本能力，将是所有券商竞争的核心。因此，公司要求全员投顾化，并且规定财富管理体系内的校招生进公司第一年必须先通过投顾资格考试。对于从业满两年的员工，必须具备投顾资格，不然不许加薪不许升职。

**组织架构调整与升级以适应财富管理需求。**2018 年 12 月 10 日，中信证券公告称将“经纪业务发展与管理委员会”更名为“财富管理委员会”。财富管理委员会的最新组织架构中，除了各地分公司外，由原先的经纪业务发展与管理委员会下设个人客户部、财富管理部、机构客户部、金融产品部、市场研究部、运营管理部、人力资源部等部门，转变为财管委下设零售客户部、财富客户部、金融产品部、投资顾问部、金融科技部、运营管理部等部门。投资顾问部的设立以及组织架构的调整升级体现了公司对投顾职能的进一步强化，以及公司确立以投顾建设为核心的财富管理转型思路。

**公司后来居上，投顾人员数量与占比均跃居行业第一。**据中证协数据，截至 2020 年初，公司及中信（山东）投资顾问人数合计 3,759 人，较 2019 年初增长 37.29%，占公司证券从业人员比重也由 24.36% 提升至 32.70%，无论从投顾数量还是投顾人员占比均跃居行业第一，行业龙头老大的投顾团队建设走在了行业的最前沿。

图表 49. 中信证券投资顾问发展情况



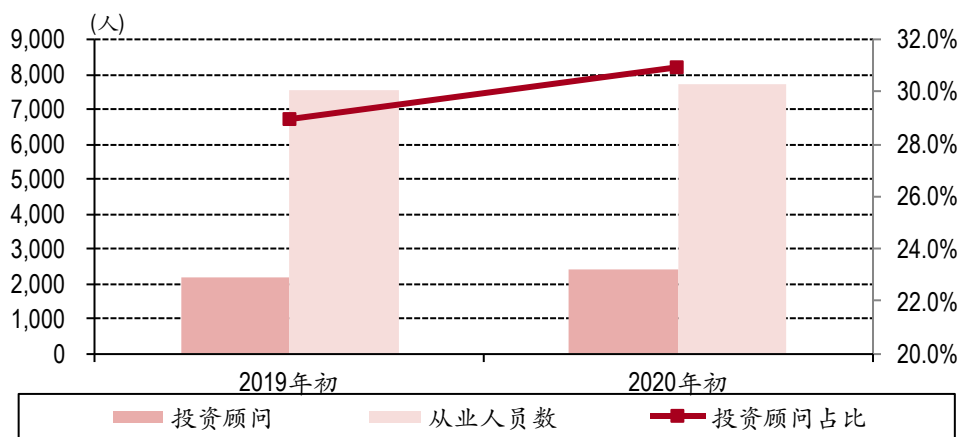
资料来源：万得，中银证券

#### 4.1.2 华泰证券：借鉴 AssetMark 成功经验，不断升级投顾工作平台

“涨乐财富通”与投顾成为华泰证券财富管理转型两大抓手。华泰充分借鉴国内外先进的财富管理服务体系 and 经验，从服务、流程和技术平台等方面加快推进财富管理转型落地。华泰证券以涨乐财富通 APP 和投顾为两大“触点”，实现线上线下一体化面对客户，围绕“以客户为中心”的理念坚定执行向财富管理转型的战略。

公司开启财富管理转型战略以来，一直致力于打造财富管理团队。据公司集团 2018 年半年报，集团全部 9,432 名员工中，财富管理达到 5,731 人，占比达 58.89%。根据中证协，截至 2020 年初，华泰证券母公司证券从业人员 7,708 人，其中投资顾问 2,384 人，较 2019 年初提升 8.66%，占比由 2019 年初的 28.98% 进一步提升至 30.93%，投资顾问人数与占比均排名行业前列。

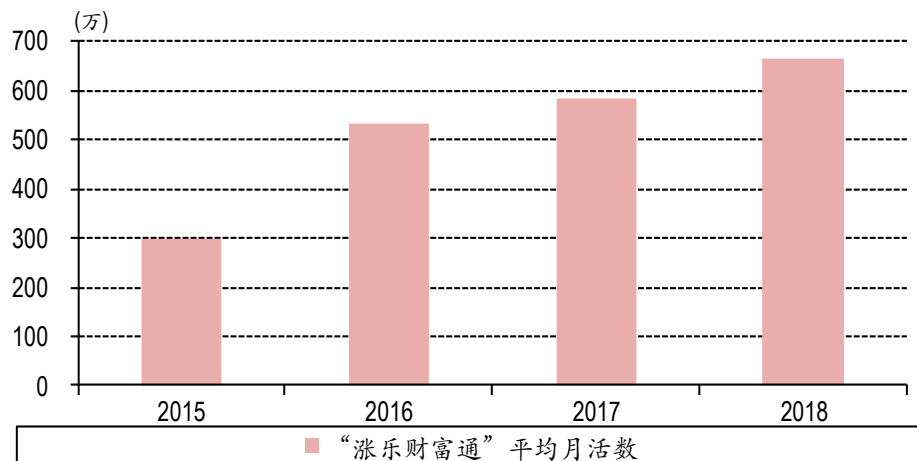
图表 50. 华泰证券投资顾问发展情况



资料来源：万得，中银证券

搭建财富管理服务平台，助推财富管理业务转型与升级。集团持续升级及创新移动金融服务模式，成为聚集和服务客户的大平台。2018 年“涨乐财富通”平均月活数为 663.69 万，截至 2018 年末月活数为 712.88 万，月活数位居证券公司类 APP 第一名。这种财富管理服务平台可以识别客户需求、推荐投资解决方案及实现自动高效的精准营销，为投资顾问提供全面智能化的客户服务支持，积极推进投资顾问专业人才队伍和财富管理服务能力建设。收购 AssetMark，并成功引入 TAMP 模式的先进理念，华泰证券将在未来继续积极打造一体化运营的投资顾问服务体系，持续升级投资顾问工作平台。

图表 51.2015-2018 年华泰证券“涨乐财富通”平均月活数



资料来源：公司公告，中银证券

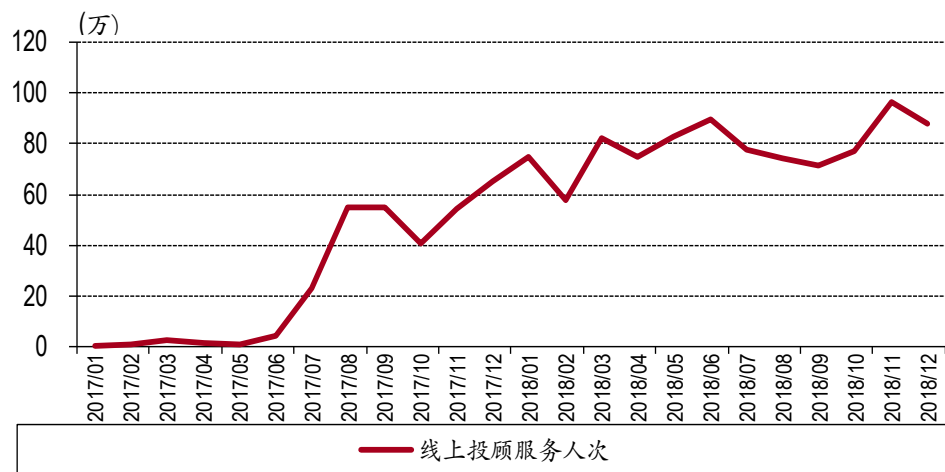
**华泰证券财富管理组织架构调整升级。**华泰证券于19年上半年将经纪财富管理部并入网络金融部，统称为网络金融部。公司将线上线下业务合并，统一交由网络金融部负责。新设立财富管理部：1) 网络金融部主要服务普通零售客户；2) 财富管理部则主要服务高净值客户。网络金融部下设四条主线：1) 零售及财富管理业务；2) 数字化中台；3) 金融科技；4) 机构业务，每一条主线下又包含四到五个团队。网络金融部同时负责对营业部进行相关培训。公司目前仍在进行大范围的组织架构调整，计划在组织架构中取消副总裁级别，并设立执委会与相关执委职位，未来公司主要分为两条执委会主线：1) 机构服务：大投行业务条线，包括投行承销业务、创新直投业务、投行ECM、研究与机构销售等。2) 财富管理：建立总部一体化运营的投顾服务体系，加强基于投研的资产配置策略统一输出；打造线上线下一体化的运营服务新模式，交易型服务向线上集中，线下转向富裕及高净值客户的资产配置服务。

#### 4.1.3 中信建投：借力互联网+，打造线上投顾服务平台

中信建投投资顾问数量行业第三，占比行业第二。据中证协，截至2020年初，中信建投共有证券从业人员9,489人，其中投顾数量为2,980人，排名行业第三，较2019年初提升19.06%；投顾人员占比31.40%，排名行业第二。

中信建投打造特色线上投顾服务。自2017年起中信建投开始着力打造具有公司特色的线上投顾服务，仅2018年累计服务人次达到1千万，月度服务人次呈逐月上升趋势，由2017年12月的65.27万人提升至2018年12月的88.04万人。2019年前7个月，累计线上服务人数达1,200万+，已超2018年全年水平。

图表 52.2017/01-2018/12 中信建投线上投顾服务人次



资料来源：券商中国，中银证券

2019年起中信建投以财富管理转型为方向，以客户服务为核心，借力互联网+，助力新零售成长。通过互联网加系统、平台、工具，促使客户、员工以及服务行为都往线上走，实现线上和线下相结合：

1) 树立“找好投顾，到中信建投”的线上服务品牌。通过线上平台打破投资顾问所在区域限制，形成专业化的人才发展通道。目前同时在投顾产品方面扩充品类，包括股票、基金、债券、期权、两融等种类。上线直播、社交、音频、诊断类、资产配置类、投教类等付费产品，强化优质服务内容供给。

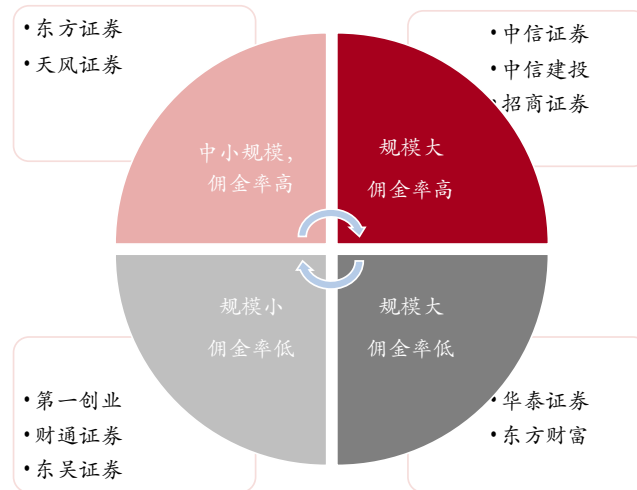
2) 提供“优问”互联网证券在线咨询服务平台。由理财顾问提供 7×24 小时在线解答客户关于金融投资与股票账户等各类问题，随问随答，目前提供线上服务的有 6,000 名理财规划师，客户体验满意度达到 96%，实现了线下投顾到线上的全面打通。

## 4.2 对标美国证券经纪商与投行，中国券商财富管理转型道路

### 4.2.1 我国券商经纪业务竞争格局

根据经纪业务的规模以及佣金率划分，国内券商可以分为四大类。从券商的经纪业务佣金率以及经纪业务规模两个维度来划分我国的券商，大致可以划分为四类：1) 规模大，佣金率高的券商。此类券商多为行业龙头券商，其在传统经纪业务在客户、渠道以及产品等方面的优势基础上，大力发展机构 PB (Prime Brokerage) 业务以及高净值客户财富管理业务，在经纪业务转型方面取得了先发优势；2) 规模大，佣金率低的券商。此类券商主要借助金融科技以及互联网平台等途径，主打低成本竞争战略，实现弯道超车抢占市场份额，如华泰证券、东方财富。3) 中小规模，佣金率较高的券商。此类券商主打个性与特色的差异化业务，如主动管理资管业务或研究所业务，并借此获得竞争优势，获得较高佣金率；4) 规模小，佣金率低的券商：此类券商多为经纪业务实力较差的小型券商，如何能加快经纪业务转型将成为这些小型券商未来能否逆袭的关键。

图表 53.我国券商四类划分



资料来源：各公司公告，中银证券

#### 4.2.2 对标美国经纪商与投行，中国券商的未来之路

**中信证券、华泰证券等龙头券商对标美林金融顾问（FC）模式。**1) 中信证券是国内龙头的综合金融服务商。公司深耕社保、年金、银行等机构客户，依托强大的品牌效应、扎实的业务基础、深厚的机构客户基础，在机构业务领域率先取得突破，与机构客户建立良好且稳定的合作关系。公司综合金融服务商雏形已现，未来仍将持续深化转型，发展重心从经纪业务向财富管理转型，加大机构业务投入力度，同时凭借先发优势，占领业务制高点。2) 华泰证券就开始了由产品导向转为客户导向的战略布局，这种转变也正是互联网思维的萌芽。华泰从 2007 年开始围绕“以客户为中心”建立相关信息系统，统一后台、建立 CRM。2013 年华泰主动放弃了以往赖以盈利的通道业务，将重心完全转移到了互联网上，并成功收购 AssetMark，植入 TAMP 发展思维，对业务体系进行了彻底的重塑。公司股基交易份额自 2014 年以来连续 4 年维持市场首位，零售业务客户基础稳固。互联网基因深厚，流量优势助推业务转型。3) 此外，国泰君安、招商证券等龙头券商均已开启经纪业务向机构业务以及财富管理业务转型的道路。对于龙头券商来说，以美林等美国顶级投行为取经对象，能够帮助他们尽快完成财富管理业务的成功转型。

**东方财富等互联网券商或机构对标嘉信理财独立理财顾问模式。**东方财富由互联网财经门户起家，已形成“门户网站+垂直财经频道+互动社区”三大流量入口，奠定自身流量龙头地位。基于长期积累的流量优势和客户粘性，公司积极向综合金融服务平台转型，实现流量的多层次变现。东方财富可借鉴美国嘉信理财的独立理财顾问模式以及其 TAMP 发展模式，开发并不断升级 TAMP 平台，为独立投顾及其开展投顾业务提供强大支持与服务，并加速其财富管理业务转型升级，实现弯道超车。

**中小券商对标爱德华·琼斯 IR 社区模式。**爱德华·琼斯 IR 社区模式的核心思路是避开与大型券商与投行的正面竞争，转而向夹缝与细分市场进军，定位于拥有一定财富基础但缺乏基本理财能力的客户群。当前我国券商的传统经纪业务以及卖方投顾业务存在较高同质化，且缺乏专业度，中小券商的生存空间被挤占，借鉴爱德华·琼斯模式，提升投顾专业服务能力，开发多样化投资策略，为特殊客群提供个性化、定制化综合金融服务方案，或许将为中小券商财富管理转型提供重要的参考模板。



## 5 投资建议

1) **基金投顾放开将引领买方投顾时代的开启。**公募基金投顾的放开或将为券商的买方投顾与代客理财新模式提供一定的示范效应，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植。届时，在代客理财新模式的引领下，国内券商将真正摆脱佣金束缚，加速财富管理业务转型。

2) **买方投顾模式将彻底颠覆我国财富管理领域的盈利模式，将成为券商财富管理转型的突破口。**公募基金投顾业务试点的开启将为券商的买方投顾与代客理财新模式提供一定的示范效应，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植，同时将引导券商培育以客户为中心的文化，搭建以客户为中心的业务体系。买方投顾模式将有效破除我国财富管理转型的障碍，颠覆现有的以销售为导向的模式，并显著加速券商买方投顾业务的发展与财富管理业务的转型升级。

3) **国内众多券商已着手投资顾问团队建设，财富管理转型进入快车道。**当前众多国内券商已意识到投资顾问对于财富管理转型的重要性，纷纷开始着手打造投资顾问团队，中信证券、华泰证券等龙头券商更是走在行业最前列，抢占财富管理业务转型先机。围绕买方投顾，参照美国投行与经纪商财富管理转型模式，1) 中信证券、华泰证券等龙头券商对标美银美林 FC 金融顾问模式，目标全光谱客户，以高净值客户为主；2) 东方财富等依托互联网平台以及 Fintech 等核心技术的券商对标嘉信理财独立理财顾问模式，并借鉴美国 TAMP 模式搭建投顾工作平台，打造一体化投顾体系，以服务中高端客户为主；3) 中小券商可以对标爱德华·琼斯 IR 社区模式，避开与大券商正面交锋，提升投顾团队专业能力，为细分市场客户提供差异化特色金融服务。

重点推荐在财富管理业务领域拥有客户资源、渠道以及产品优势，并抢占财富管理转型先机的龙头券商**中信证券、华泰证券、招商证券**，以及拥有差异化、特色化竞争优势的券商如**东方财富**（流量平台及技术优势）。

图表 54.上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600030.SH	中信证券	24.48	2,757	1.94	1.82	1.70	1.59	31.59	21.75	19.26	16.85	买入
601688.SH	华泰证券	19.33	1,635	1.54	1.44	1.38	1.31	31.69	21.13	18.66	16.38	买入
600837.SH	海通证券	14.79	1,460	1.44	1.35	1.29	1.23	32.64	17.42	15.08	13.04	增持
601211.SH	国泰君安	18.23	1,538	1.32	1.27	1.22	1.17	24.21	18.79	15.85	14.24	增持
000776.SZ	广发证券	15.19	1,046	1.36	1.31	1.25	1.19	26.92	17.26	14.45	12.39	增持
600999.SH	招商证券	18.32	1,132	1.87	1.78	1.69	1.60	27.74	19.57	16.96	14.84	增持
601066.SH	中信建投	33.24	2,202	5.34	4.78	4.26	3.79	82.32	55.63	45.52	40.31	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.86	1,141	1.75	1.63	1.49	1.37	28.59	22.09	18.00	16.20	增持
601881.SH	中国银河	11.31	874	1.74	1.63	1.54	1.44	22.25	22.65	20.95	19.20	未有评级
002736.SZ	国信证券	12.19	1,000	2.11	1.80	1.70	1.62	21.94	19.10	16.73	14.73	未有评级
601788.SH	光大证券	12.56	528	1.23	1.17	1.12	1.05	19.22	22.42	19.19	16.90	未有评级
300059.SZ	东方财富	18.18	1,221	7.78	6.46	5.34	4.42	127.35	64.12	51.32	42.77	买入
300033.SZ	同花顺	131.00	704	21.09	17.61	14.62	12.15	111.09	77.00	59.44	48.42	增持
601901.SH	方正证券	7.59	625	1.66	1.60	1.55	1.51	94.88	39.25	38.45	33.43	未有评级
600958.SH	东方证券	10.44	665	1.41	1.36	1.32	1.27	59.31	31.08	22.01	17.33	中性
601377.SH	兴业证券	7.15	479	1.47	1.42	1.37	1.32	353.76	22.34	20.43	17.02	中性
000728.SZ	国元证券	9.49	319	1.30	1.26	1.22	1.18	47.45	34.90	28.94	24.97	未有评级
601555.SH	东吴证券	10.12	304	1.51	1.40	1.33	1.26	84.33	19.87	17.38	15.86	未有评级
600369.SH	西南证券	5.25	296	1.59	1.54	1.50	1.45	131.25	35.67	33.42	29.06	未有评级
600109.SH	国金证券	10.44	316	1.62	1.54	1.47	1.40	31.26	27.70	25.82	24.90	未有评级
000783.SZ	长江证券	7.08	391	1.47	1.42	1.37	1.31	152.21	21.06	16.90	14.38	中性
000686.SZ	东北证券	9.54	223	1.49	1.43	1.36	1.29	73.38	21.57	17.75	15.43	未有评级
601198.SH	东兴证券	12.64	349	1.77	1.69	1.60	1.50	34.54	20.93	17.44	15.17	未有评级
000750.SZ	国海证券	4.82	262	1.50	1.49	1.48	1.46	241.00	146.06	121.72	105.84	未有评级
601099.SH	太平洋	3.79	258	2.51	2.36	2.21	2.05	-19.54	24.29	20.25	17.60	未有评级
002673.SZ	西部证券	9.95	348	2.01	1.95	1.88	1.80	173.95	41.88	31.11	26.36	未有评级
002500.SZ	山西证券	8.27	234	1.88	1.81	1.74	1.66	103.38	29.13	25.32	22.02	未有评级
002797.SZ	第一创业	7.96	279	3.17	2.93	2.74	2.55	221.11	63.78	50.67	44.35	未有评级
601375.SH	中原证券	5.56	166	2.16	2.08	2.05	2.01	278.00	88.68	84.76	78.75	未有评级
600909.SH	华安证券	8.40	304	2.43	2.32	2.23	2.14	56.00	33.83	31.10	28.39	未有评级
601878.SH	浙商证券	11.04	368	2.69	2.58	2.46	2.35	50.18	36.40	33.39	29.82	未有评级
601108.SH	财通证券	11.67	419	2.19	2.05	1.96	1.87	53.05	34.55	32.48	30.49	未有评级
002926.SZ	华西证券	11.76	309	1.68	1.66	1.50	1.41	35.64	18.82	16.81	15.33	未有评级
601990.SH	南京证券	14.01	462	3.64	3.53	3.41	3.29	155.67	70.12	62.13	54.86	未有评级
601162.SH	天风证券	6.91	358	2.90	2.83	2.74	2.65	107.97	65.44	54.53	47.42	未有评级
002939.SZ	长城证券	13.32	413	2.50	2.41	2.30	2.19	63.43	38.44	32.03	27.86	未有评级
002945.SZ	华林证券	13.98	377	8.34	7.70	7.06	6.44	99.86	60.52	50.43	43.85	未有评级
601236.SH	红塔证券	22.68	824	6.56	6.41	6.24	6.07	189.00	166.03	145.57	131.25	未有评级
<b>大券商</b>			<b>15,312</b>	<b>1.67</b>	<b>1.56</b>	<b>1.47</b>	<b>1.39</b>	<b>27.51</b>	<b>19.97</b>	<b>17.33</b>	<b>15.32</b>	
<b>行业</b>			<b>23,460</b>	<b>1.85</b>	<b>1.76</b>	<b>1.68</b>	<b>1.60</b>	<b>86.37</b>	<b>34.33</b>	<b>29.79</b>	<b>26.33</b>	
<b>中小券商</b>			<b>6,915</b>	<b>1.96</b>	<b>1.88</b>	<b>1.80</b>	<b>1.72</b>	<b>114.80</b>	<b>41.04</b>	<b>35.63</b>	<b>31.49</b>	

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2019 年 3 月 2 日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期



## 6 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路200号  
中银大厦39楼  
邮编200121  
电话:(8621)68604866  
传真:(8621)58883554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通10省市客户请拨打：108008521065  
中国电信21省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
传真:(852)21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街110号8层  
邮编:100032  
电话:(8610)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
LondonEC2R7DB  
UnitedKingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道1045号  
7BryantPark15楼  
NY10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371