

证券 II 行业

财富管理：头部券商新机遇

行业评级

买入

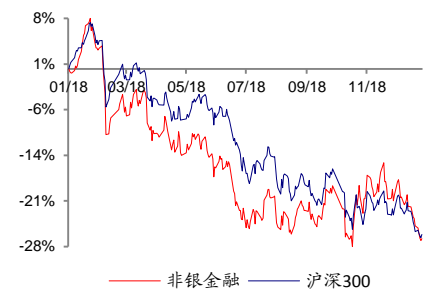
前次评级

买入

报告日期

2019-01-05

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执业证号：S0260517050001



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

商田



SAC 执业证号：S0260516050001



SFC CE No. BMV314



021-60750634



shangtian@gf.com.cn

请注意，陈福并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发非银】证券：股指期货加大松绑力度，券商板块优先受益 2018-12-02

【广发非银】战略性看好，配置头部券商——证券行业 2019 年投资策略 2018-12-02

【广发非银】激荡四十年：美国证券业研究 2018-09-05

联系人：陈卉 0755-82535901
gfchenh@gf.com.cn

近十余年，财富管理业务是国际大型投行重点布局领域

基于佣金自由化后经纪业务的转型探索和迫于金融危机后降杠杆压力，美国投行开始重点发力财富管理业务。实践表明，财富管理是一项高 ROE、高壁垒、全产业链运营的业务。1) 利润率高，瑞银、大摩、小摩、美银美林的财富管理部门近十年的平均利润率分别为 26.0%、16.0%、17.8%、14.0%，且财富管理的费率普遍高于资产管理费率；2) 财富管理业务壁垒较高，前期投入较大，顶尖的国际财富管理机构需要花费大量资金进行并购、搭建高素质的投顾团队，规模效应明显，中小投行难以弯道超车；3) 顶尖投行财富管理业务全产业链运营，高净值客户是珍贵的渠道资源，可为其他业务线条引流。2017 年末，瑞银、大摩、美银美林的财富管理规模均逾 2 万亿美元，位列全球前三，小摩、高盛亦跻身全球前十。2017 年，瑞银、大摩的财富管理业务净收入为 156 和 168 亿美元。

大行经验：做大做强财富管理的核心要素

观察国际大行的经验，财富管理业务有五大核心要素：1) 并购、整合双管齐下，做大 AUM，从海外案例看，并购是最直接的手段；2) 打造强大的资产配置能力，既有投行类产品，又有资管业务线条的产品，并具有自己的特色；3) 集团化打法、全产业链运营，满足客户各个维度的要求，形成金融服务的闭环，提升客户粘性。4) 内部管理上，将客户的个性化需求与标准化服务相结合，改善用户体验、提升服务效率；5) 科技赋能，运用智能投顾服务长尾客户。

国内现状：券商财富管理业务仍处初级阶段，但有较大发展空间

伴随交易换手率和佣金率双双走低，国内券商经纪业务转型压力凸显，效仿国际投行做大财富管理业务成为国内券商的共同选择。客观而言，国内券商的财富管理尚未形成成熟的财富管理体系，业务模式尚处于一般产品代销的初级阶段。但是，伴随人均可投资资产的持续增长、金融资产配置的提升与财富管理行业渗透率的提升，国内财富管理发展空间较大。

借鉴大行经验，国内头部券商有望实现突破

借鉴国际大行经验，在以下三个维度具备优势的券商有望率先实现突破：1) 经纪业务实力强，即客户结构好或者线上线下具备渠道优势的券商；2) 拥有强大资产管理能力的券商；3) 投行资本化能力具有优势的券商。综上，建议关注中金、中信、华泰等头部券商。

风险提示

监管政策风险、市场波动风险、人才流失风险、产品间风险传导等

目录索引

为什么要重视财富管理业务?	5
近十年, 美国投行致力于财富管理业务转型.....	6
美国投行为什么要发展财富管理业务?	6
近十年, 以大摩、美国银行为首的美国投行致力于发展财富管理业务, 取得了较好的成果.....	7
一门好生意: 空间较大、盈利持续稳定、费率较高.....	8
财富管理业务收益率较高、ROE 稳定.....	8
盈利模式&费率高于资产管理业务.....	10
进入门槛较高、规模效应明显, 头部机构的盛宴, 具有行业壁垒	14
反向引流, 为其他业务线条带来新机遇	14
从海外经验看财富管理的核心竞争力	16
并购、整合双管齐下, 做大 AUM.....	16
产品丰富、全球配置, 打造强大的资产配置能力.....	18
集团化打法、全产业链运营, 满足客户各个维度的要求.....	20
内部管理上, 将客户的个性化需求与服务标准化相结合	22
科技赋能服务长尾客户	26
国内券商财富管理业务: 发展空间较大, 关注头部券商	30
券商财富管理业务现状: 二级金融产品代销为主, 仍处初级阶段	30
券商发展财富管理还有较大发展空间	35
按图索骥, 关注头部券商	36
风险提示	41

图表索引

图 1: 70-80 年代美国共同基金管理规模持续增长 (单位: 亿美元)	6
图 2: 养老金资产规模高速增长 (单位: 万亿美元)	6
图 3: 瑞银、摩根士丹利、摩根大通 ROE (单位: %)	8
图 4: 财富管理部门利润率 (单位: %)	8
图 5: 摩根士丹利十年拆项业务 ROE (单位: %)	9
图 6: 瑞银按业务分类净收入 (单位: 百万瑞郎)	9
图 7: 摩根士丹利按业务分类总资产 (单位: 亿美元)	9
图 8: 摩根士丹利按业务分类净收入 (单位: 亿美元)	9
图 9: 海外投行财富管理业务收入占比 (单位: %)	10
图 10: 财富管理收费模式由佣金模式向服务费模式迁移 (单位: %)	12
图 11: 高盛和小摩的财富管理、资产管理同一部门	12
图 12: 瑞银和大摩的财富管理单独核算	13
图 13: 摩根士丹利财富管理部门架构	13
图 14: 瑞银财富管理、资产管理业务综合费率对比 (单位: %)	14
图 15: 大摩财富管理、资产管理业务综合费率对比 (单位: %)	14
图 16: 摩根士丹利财富管理收入细分 (单位: 百万美元)	15
图 17: 瑞银财富管理收入细分 (单位: 百万美元)	16
图 18: 美银财富管理收入细分 (单位: 百万美元)	16
图 19: 瑞银集团并购、整合历史 (部分)	18
图 20: UBS AG 客户资产数量 (单位: 十亿瑞郎)	18
图 21: 客户资产及其增长率 (单位: 十亿美元, %)	18
图 22: 财富管理产品占晨星评级 4 星以上比率 (单位: %)	19
图 23: 摩根士丹利产品配置 (单位: 十亿美元)	20
图 24: 瑞银产品配置 (单位: 十亿瑞郎)	20
图 25: 摩根大通产品配置 (单位: 亿美元)	20
图 26: 瑞银 One Firm 模式	22
图 27: 美林客户服务流程	22
图 28: 瑞银将客户人生目标分为十大板块	23
图 29: 瑞银财富管理服务内容	23
图 30: 各公司投资顾问数 (条形图) 和投资顾问占雇员比例 (折线图) (单位: 人, %)	25
图 31: 智能投顾与新兴技术应用	28
图 32: 智能投顾服务	29
图 33: 中国高净值人群年龄分布 (单位: %)	30
图 34: 招商证券代理销售金融产品收入与代理销售金融产品收入占经纪和财富管理业务比率 (单位: 亿元, %)	31
图 35: 中信证券代理销售金融产品收入与代理销售金融产品收入占经纪业务比率 (单位: 亿元, %)	31
图 36: 2016 年基金销售渠道占比 (单位: %)	32

图 37: 国内外投行财顾人员数据.....	33
图 38: 中金公司财富管理业务收入 (单位: 百万元)	34
图 39: 招商证券经纪和财富管理业务收入 (单位: 百万元)	34
图 40: 人均 GDP (单位: 万元)	36
图 41: 个人持有的可投资资产总体规模 (单位: 万亿元、%)	36
图 42: 券商资产管理产品规模与资产管理产品数量 (单位: 亿元, 支)	37
图 43: 中国居民部门资产配置比例 (单位: %)	37
图 44: 美国家庭资产配置比例 (单位: %)	37
图 45: 按图索骥, 对标国内	38
图 46: 国内证券行业对接互联网的案例.....	40
图 47: 券商投顾人数.....	43
表 1: 2017 年全球私人银行私人财富规模变动 (单位: 十亿美元)	8
表 2: 财富管理基本管理费用收费标准 (单位: 美元, %)	11
表 3: 财富管理特定投资策略收费标准.....	11
表 4: 瑞银服务内容及策略.....	21
表 5: 国外投行财富管理投顾团队配置和投顾人员要求	24
表 6: 美林投顾团队培养体系	25
表 7: 瑞银财富顾问培养体系	26
表 8: 瑞银财富管理体系.....	27
表 9: 国际投行智投布	30
表 10: 国内国外财富管理产品比较.....	33
表 11: 券商财富管理改革梳理.....	35
表 12: 券商 APP 特色	35
表 13: 券商客户资产数据对比	38
表 14: 2017 年部分券商股基交易市场份额与代销总金额 (单位: 亿元)	39
表 15: 2017 年部分券商资管规模与主动管理规模 (单位: 亿元)	40
表 16: 2015-2018 年部分券商 11 月 IPO 及增发总额与数量.....	41
表 17: 2015-2018 年部分券商 11 月并购重组总额与数量	41
表 18: IPO 正常审核状态企业基本信息情况表 (截至 11 月 22 日)	41
表 19: 2017 年末部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (单位: 亿元) ..	42
表 20: 2018 年智能投顾平台排行.....	43

为什么要重视财富管理业务？

近来，中信、银河、兴业将经纪业务部门改名为财富管理部门，一时间，财富管理成为行业转型的新风标。此前，我们在《财富管理专题：嘉信理财的经验和启示》中依托嘉信理财的案例对财富管理业务进行了分析，提出了转型财富管理的基本框架。本篇报告，我们聚焦国际大行从事财富管理业务的背景，剖析做大财富管理业务的核心要素，为国内同行提供借鉴，并寻找通过财富管理提升ROE的券商投资标的。

什么是财富管理业务？不同于资产管理负责创设资管产品、管理证券组合，财富管理部门（公司）作为分销渠道，负责维护客户关系，向终端客户销售资管产品，追求实现客户财产的保值增值。财富管理客户主要分为大众人群、大众富裕人群、高净值人群，针对不同客户的特征，财富管理机构采用更加多元的方式服务客户。（1）折扣券商主要服务大众人群和富裕人群，向客户提供通道经纪、投资产品代销、投资顾问等服务，其特点是费率低，通过互联网实现交易；（2）智能投顾主要服务大众人群，向客户提供在线的智能化财务规划和投顾服务；（3）中小投行/注册投顾（RIAs）主要服务富裕人群，向客户提供投顾服务，一般而言，其收入以客户服务费为主，不向客户收取买卖佣金或申购赎回费用，最大程度上减少利益冲突；（4）大型投行主要服务富裕人群和高净值人群，向客户提供综合财富管理和财富传承规划；（5）私人银行主要服务高净值人群，服务内容与大型投行类似，私人银行一般为商业银行或全能银行的一个部门。

从财富管理的分类上说，我们认为，中低端客户的财富管理意味着标准化服务与产品的提供，高端财富管理客户的财富管理意味着把个性化需求做到极致，而智能投顾意味着服务边界的拓展、在提升效率节约费用的前提下满足客户一定的个性化需求。

近十年来，国际投行致力于做大财富管理业务，战略地位不断提升。在佣金自由化后，经纪业务持续下行，转型的探索持续进行；2008年金融危机中，由于抵押物资产质量下降，系统性风险蔓延，投行资产负债表急剧收缩，危机后，监管政策限制了大型投行依靠重资产、高杠杆的高速扩张。在此环境下，美国投行致力于寻找一门可以抵抗经济周期、高利润率的好生意。实践表明，财富管理是一项高利润率、高ROA的业务，具有轻资产、稳定性强、抵抗周期、高收益、天花板较高，行业潜力大的优点。根据我们对瑞银、摩根士丹利、摩根大通、美银美林四家传统财富管理业务具有优势的国际投行近10年年报的梳理，我们发现这四家公司财富管理部门的平均利润率分别为26.0%、16.0%、17.8%、14.0%。2017年，财富管理业务对瑞银、摩根士丹利的净收入分别贡献156.10和168.36亿美元。另外，值得一提的是，2017年全球十大财富管理公司中，投行占据五席。

那么，国际投行有何成功经验可循？通过案例研究，我们总结出五个要点：

1) 并购、整合双管齐下，做大AUM。根据海外发展历史来看，海外投行多靠并购整合做大。并购是最直接的扩张方式，可以较快为公司带来核心客户群体和全球的客户资源与资产配置资源。海外并购需要公司花费较多的资本、资源与精力，并购后公司之间的融合又考验管理体系与执行能力，具备外延扩张能力是公司资本实力、战略能力与管理能力的综合体现。2) 丰富产品、全球配置，打造强大的资产配置能力。全球顶级的财富管理机构一般都具有产品品类丰富的特点，既有投行类产

品，又有资管业务线条的产品，并具有自己的特色。资管业务线条的优势体现较强的资产配置能力。3) 集团化打法、全产业链运营，满足客户各个维度的要求。形成金融服务的闭环，提升客户粘性。以瑞银为例，在增强风控、足额计提风险资本的前提下，运营协作已经浸入瑞银的血液，体现出极强的部门协作能力。4) 内部管理上，将客户的个性化需求与内部服务的标准化结合起来，为高净值客户带来更好的体验，同时提升经营效率。5) 科技赋能智能投顾，服务长尾客户，拓宽客户服务范围。

国内证券行业转型财富管理已成行业共识。一方面，伴随机构投资者壮大、尤其是海外资金入市，交易换手率呈现下降趋势；另一方面，受行业价格战及竞争加剧影响，行业佣金率从2010年的千一下滑至当前的万三左右，贴近成本价，佣金战虽然近期有缓和的趋势，但行业利润明显压缩。经纪业务收入占比逐渐下降，根据中国证券业协会统计，131家证券公司2018H1实现营业收入1,266亿元，代理买卖证券业务净收入364亿元，占营收28.7%，较2016年同期下滑6.9个百分点。发挥产品线和渠道优势、对存量客户进行二次开发，券商转型财富管理业务已成为行业共性话题。

当前，国内券商的财富管理业务仍处初级阶段，除中金外，其他券商财富管理业务暂时没有形成成熟的财富管理体系，从客均资产到产品配置结构都与海外优秀的财富管理机构有一定差距。当前券商在代销市场中并不占据太大优势，2016年券商基金销售渠道只占到整个市场的7.8%，只有直销及第三方平台的十分之一。**国内券商财富管理业务仍有较大发展空间，**一方面来自于人均可投资资产的持续增长、金融资产配置的提升与财富管理行业渗透率的提升，另一方面来自券商财富管理部门的不断提升、与国际接轨。

按图索骥，国内头部券商具有领先优势。借鉴国际投行的经验，在以下三个维度具备优势的券商有望率先实现突破：1) 经纪业务实力强，即客户结构好或者线上线下具备渠道优势的券商；2) 拥有强大资产管理能力的券商；3) 投行资本化能力具有优势的券商。基于财富管理的广阔前景，建议关注中金、中信、华泰等头部券商的新机遇。

近十年，美国投行致力于财富管理业务转型

美国投行为什么要发展财富管理业务？

一是美国特定的历史背景与环境的滋养——复杂的税费结构、养老金入市与美股长牛，极大促进了大资管行业、包括财富管理行业的发展。1) **养老金入市促进财富管理行业蓬勃发展。**美国的养老金结构分为法定养老金、雇主养老金及个人养老保险。401k计划投资方向包括投资于共同基金、债券、股票、货币市场基金等多种金融产品。根据wind显示，截至2017年，共同基金占比为59%。IRA账户为个人养老保险账户，参与者可以到有资格设立IRA基金的银行、基金公司等金融机构开设账户。根据ICI官网披露，截至2018年第二季度，IRAs账户中共同基金金额为4.326万亿美元，占比47%。2) **美股长牛，为财富管理公司带来源源不断的客户。**股指上行，为共同基金、股指类产品和ETF类产品带来了较大的销售空间。根据美银美林数据，1990-2000年的牛市历时113个月，涨幅高达417%。在经济复苏的推动下，居

民可投资资产持续增长。3) 美国的养老金、税费结构复杂, 报税、避税等方式较多, 专业的财富管理机构可以为客户提供专业的养老计划、税筹等服务。

图1: 70-80年代美国共同基金管理规模持续增长
(单位: 亿美元)

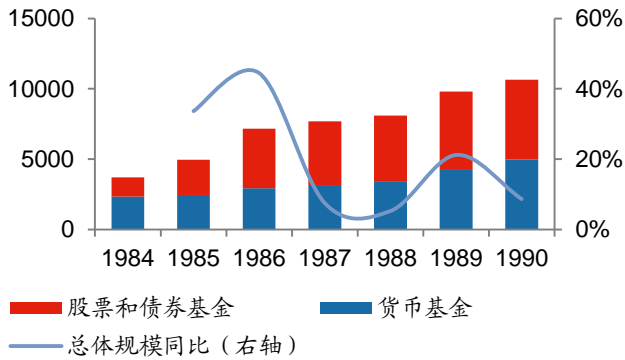
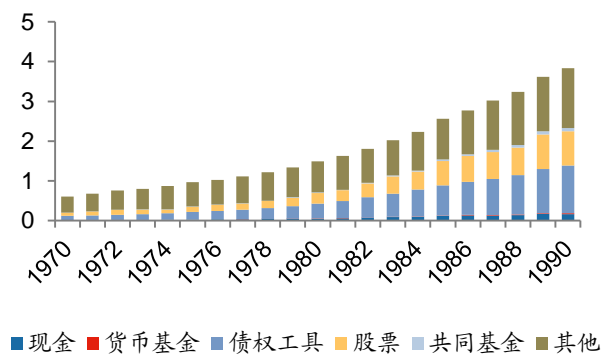


图2: 养老金资产规模高速增长 (单位: 万亿美元)



数据来源: ICI、广发证券发展研究中心

注: 现金包含现金等价物和回购协议

数据来源: 美联储、广发证券发展研究中心

二是内在原因, 发展财富管理业务是美国投行在经纪业务长期下行与金融危机冲击、杠杆率下行后的明智之选。1) 佣金自由化、经纪业务收入占比持续下滑。

1975年佣金率自由化后, 经纪业务竞争加剧, 佣金收入下滑, 交易佣金在证券行业总收入的占比由1975年以前的40%下滑至当前的10%-20%区间震荡。美国投行在业务多元化上进行尝试, 寻找服务投资者的新模式, 大型投行将转型的重点放在机构业务, 大力发展做市业务, 用资产负债表服务客户。折扣券商为零售客户提供廉价的经纪交易通道服务, 并依托客户基础探寻以零售客户为核心的财富管理新模式。2) 高杠杆业务遭遇滑铁卢。1990-2008年证券业处于机构业务大发展时期, 投行使用高杠杆博取超额收益, ROE中枢高达18.3%。2008年金融危机中, 由于抵押物资产质量下降, 系统性风险蔓延, 投行资产负债表急剧收缩导致流动性枯竭。2008年次贷危机后, 美国大型投行受到《多德-弗兰克法案》的约束, 被迫缩减自营交易和做市交易规模, 在监管逐渐升级的情况下, 投行主动降低杠杆, 由2007年的37倍降至2015年的16.7倍。由于行业ROA中枢基本保持在0.7%, 杠杆率下降导致ROE持续下滑, 2015年行业ROE跌至9.5%。

在这样外在和内在环境下, 美国投行开始寻找一门好生意, 向高利润率、高ROA的业务转型, 财富管理业务具有轻资产、稳定性强、抵抗周期、高收益、天花板较高, 行业潜力大的优点。

近十年, 以大摩、美国银行为首的美国投行致力于发展财富管理业务, 取得了较好的成果

1) 金融危机后, 美国银行2008年收购收购美国第三大投资银行美林公司, 由此成为全球第一大高收益债券的承销商, 全球第三大股票承销商和全球第九大并购顾问。

2) 2009年**摩根士丹利**与花旗集团合资组建成立**摩根士丹利美邦**，私人财富管理实力直逼瑞银。

3) 根据国际管理咨询公司Scorpio Partnership的年度报告，2017年全球私人银行业的资产管理规模整体上呈现上升趋势，全球财富管理运营商中排名前10位的资产管理公司平均增长16.0%。这得益于全球私人财富整体增长，以及财富管理朝数字转型的热潮推动，财富管理机构利用2017年有利的市场条件作为增长的核心驱动力。其中，全球前三大私人银行分别为**瑞银**、**美国银行**和**摩根士丹利**，**大摩**、**高盛**进入前十。

表1：2017年全球私人银行私人财富规模变动（单位：十亿美元）

机构	AUM 2017	AUM 2016	同比增长
瑞银集团	2403.75	2056.90	16.86%
摩根士丹利	2223.10	1948.38	14.10%
美国银行	2206.03	1971.97	11.87%
富国银行	1899.30	1717.10	10.61%
加拿大皇家银行	907.88	786.51	15.43%
瑞士信贷	792.02	669.57	18.29%
花旗银行	529.90	452.00	17.23%
摩根大通	526.00	435.00	20.92%
高盛	458.00	413.00	10.90%
法国巴黎银行	436.75	361.90	20.68%

数据来源：Scorpio Partnership全球私人银行基准2018、广发证券发展研究中心

一门好生意：空间较大、盈利持续稳定、费率较高

财富管理业务收益率较高、ROE 稳定

财富管理业务具有高收益、稳定性较强的特点。根据我们对瑞银、摩根士丹利、摩根大通、美银美林四家传统财富管理业务具有优势的国际投行近10年年报的梳理，除了特殊年份外（金融危机），瑞银、摩根士丹利、摩根大通平均ROE分别为59%（本部，美国部分为16%）、15%、23.5%；瑞银、摩根士丹利、摩根大通、美银美林平均利润率分别为26.0%、16.0%、17.8%、14.0%。2017年，财富管理业务对瑞银、摩根士丹利的净收入分别贡献156.10和168.36亿美元。

图3: 瑞银、摩根士丹利、摩根大通ROE (单位: %)

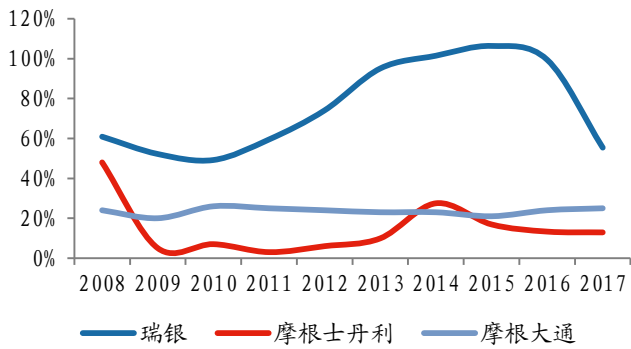
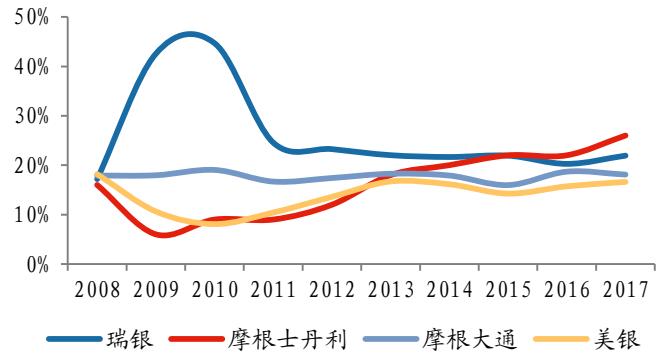


图4: 财富管理部门利润率 (单位: %)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

以摩根士丹利为例, 公司十年年化ROE为7%; 其中, ROE较高的三项业务分别为机构证券、全球财富管理、资产管理业务, 平均ROE分别为8.2%、14.95%、12.21%, 财富管理业务ROE常年高于其他业务。财富管理业务具有轻资产的特点。2017年财富管理业务虽只占摩根士丹利资金的20%左右, 但是却带来了34%的净利润, 利润率达到了26%。

图5: 摩根士丹利十年折项业务ROE (单位: %)

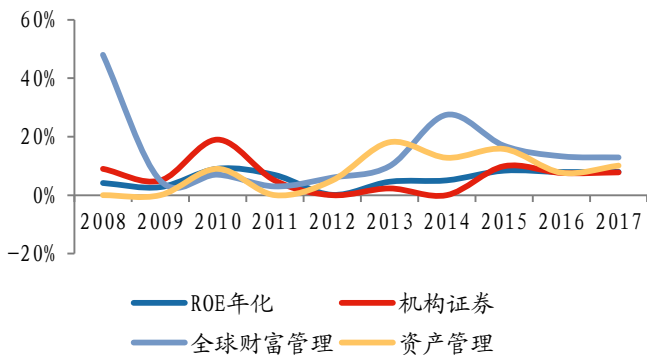
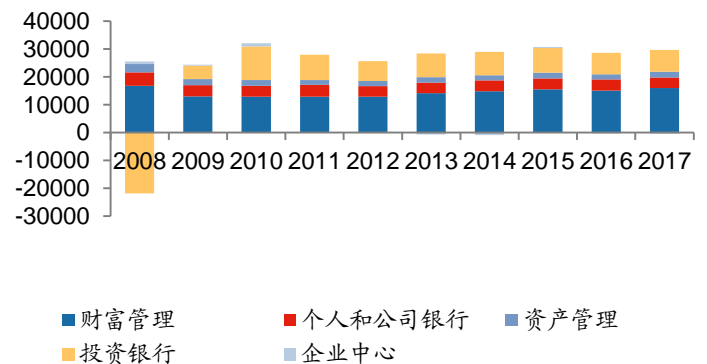


图6: 瑞银按业务分类净收入 (单位: 百万瑞郎)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 瑞银集团年报, 广发证券发展研究中心

图7: 摩根士丹利按业务分类总资产 (单位: 亿美元)

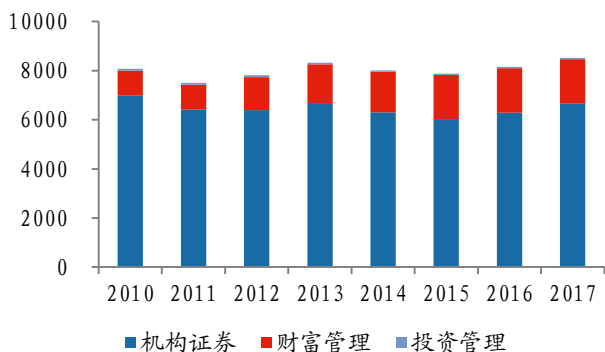
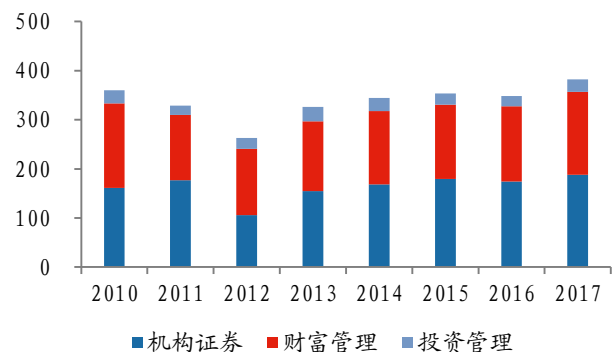


图8: 摩根士丹利按业务分类净收入 (单位: 亿美元)

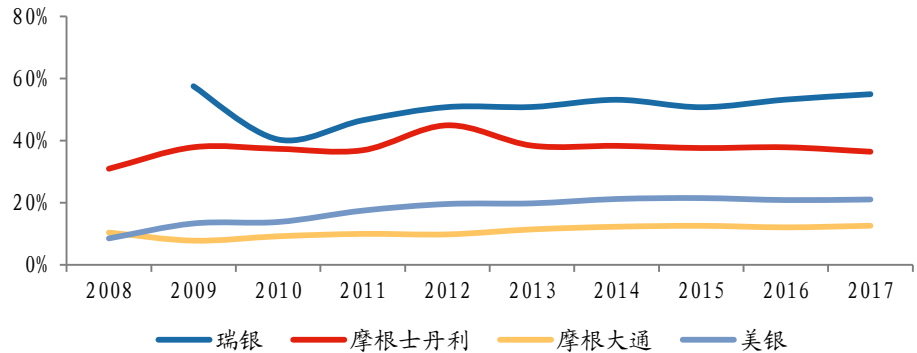


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

海外投行财富管理业务收入占据收入比例中，瑞银、摩根士丹利、摩根大通和美银近十年分别占比约为 50%、38%、11%、19%。是海外投行收入的重要来源之一。

图9：海外投行财富管理业务收入占比（单位：%）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利模式&费率高于资产管理业务

根据我们对瑞银、摩根士丹利、摩根大通、美银和高盛这五家国际投行财富管理业盈利模式、费率的梳理，我们发现国际投行财富管理业务的费率主要基于客户投资的金额以及他们追求的策略。国际投行财富管理业务主要有以下两种收费模式：

1) 基于客户资产金额的综合管理费。综合管理费包括客户账户的管理服务、交易执行、交易清算和结算、客户资产保管和定期书面绩效评估等项目的费用，涵盖了财富管理的基本收费项目，是现在财富管理的主流收费方式，具有一次性付费、方便快捷的特点。

综合管理费的费率按客户资产规模的百分比计算，且资产规模越大，费率越低。投行的财富管理项目通常会规定综合管理费的最高费率，同时客户也可以和财富管理顾问协商费率，协商的费率低于最高费率。以美林为例，在美林财富管理项目中对于低于 500 万美元的账户，综合管理费的最高费率为客户资产的 2.20%，对于 500 万美元或以上的账户，综合管理费为客户资产的 2.00%。

表 2：财富管理基本管理费用收费标准（单位：美元，%）

账户金额	瑞银	摩根士丹利	摩根大通	美林	高盛
\$0 - \$100,000	最高费率 2.5%	最高费率 2.5%	1.45%	最高费率 2.2%	1.75%
\$100,000 - \$250,000			1.45%		1.15%
\$250,000 - \$500,000			1.30%		1.05%
\$500,000 - \$1 million			1.15%		0.95%
\$1 million - \$2 million			1.00%		0.90%

\$2 million - \$5 million		0.75%		0.85%
\$5 million - \$10 million		0.65%		0.80%
\$10 million - \$15 million		0.55%		0.80%
\$15 million - \$25 million		0.50%	最高费率 2.0%	0.80%
\$25 million - \$50 million		0.40%		0.80%
大于\$50 million		0.30%		0.80%

数据来源: smartasset、广发证券发展研究中心

2) 客户选择特定投资策略的费用。在基本的账户管理费用之外, 如果客户追求特定的投资策略或者是要选择特定的投资组合模型, 他们需要支付特定的投资策略费用。目前国外投行财富管理部门的投资领域不仅包括传统权益投资、固定收益投资, 也包括影响力投资、绿色投资等各个细分方面。通过特定投资策略, 财富管理部门可以满足高净值客户独特的要求。特定投资策略的费用率取决于客户的策略类型和资产类别。摩根士丹利、摩根大通、美林在客户综合管理费的基础上收取额外的策略费。以摩根大通为例, 如果客户选择使用 JPMCAP 模型, 那么他每年要为这个投资模型额外支付基于资产 0.34% - 0.43% 的费用; 如果客户选择使用 SAS 股票投资组合策略, 他每年要为这个投资模型额外支付基于资产 0.75% 的费用。

表 3: 财富管理特定投资策略收费标准

公司名称	收费标准
摩根士丹利	费率将取决于客户所追求的特定策略, 在某些项目中向客户收取 0.05% 的平台费用
摩根大通	JPMCAP 模型策略费用: 0.34% - 0.43% CSP 模型策略费用: 0.12% - 0.30% 投资组合经理计划 (PMP) 经理费用: 0.12% - 0.75% SAS 股票投资组合策略费用: 0.45% SAS 美国能源与工业复兴股票投资组合策略费用: 0.38% - 0.55%
美林	费率将取决于客户所追求的特定策略, 利率一般为资产的 0.14% - 0.65%
高盛	股权投资策略费用 0.80% - 1.75% 指数投资策略费用 0.45% - 1.40% 其他投资策略费用 0.30% - 0.75%

数据来源: smartasset、广发证券发展研究中心

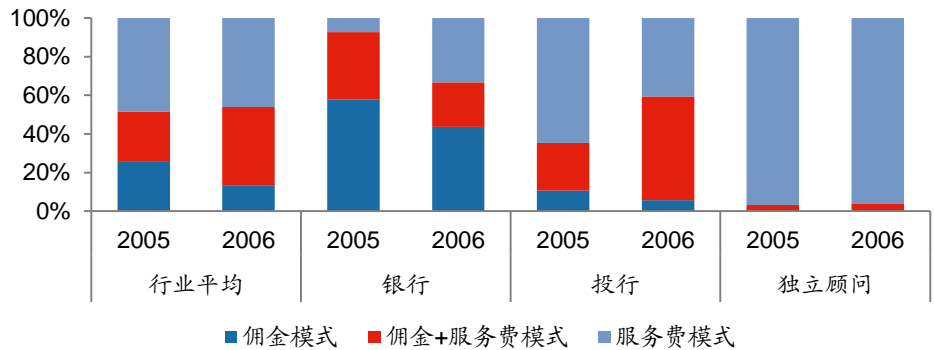
高盛允许客户在客户管理费或者是策略费用这两种收费模式中选择一个, 如果客户选择使用股权投资策略费用, 那么他每年只用支付基于资产 0.80% - 1.75% 的策略费用, 不用为额外支付基于自己资产金额的综合管理费。

3) 其他费用。除上述两种费用之外, 在某些情况下客户还会被收取额外的佣金和加价, 包括账户维护费、账户转账费、账户终止费、现金管理服务费等以及第三方费用等。

4) 从收费方式趋势上来看,财富管理服务客户的方式更加多元化, 商业模式由佣金模式向服务费模式迁移。根据摩根士丹利奥纬咨询测算, 行业采用服务费模

式或佣金+服务费模式的比重由2005年74.1%增至2005年86.9%，其中国际投行的比重由89.4%增至94.4%，服务费模式的广泛采用增加了投行收入的稳定性。

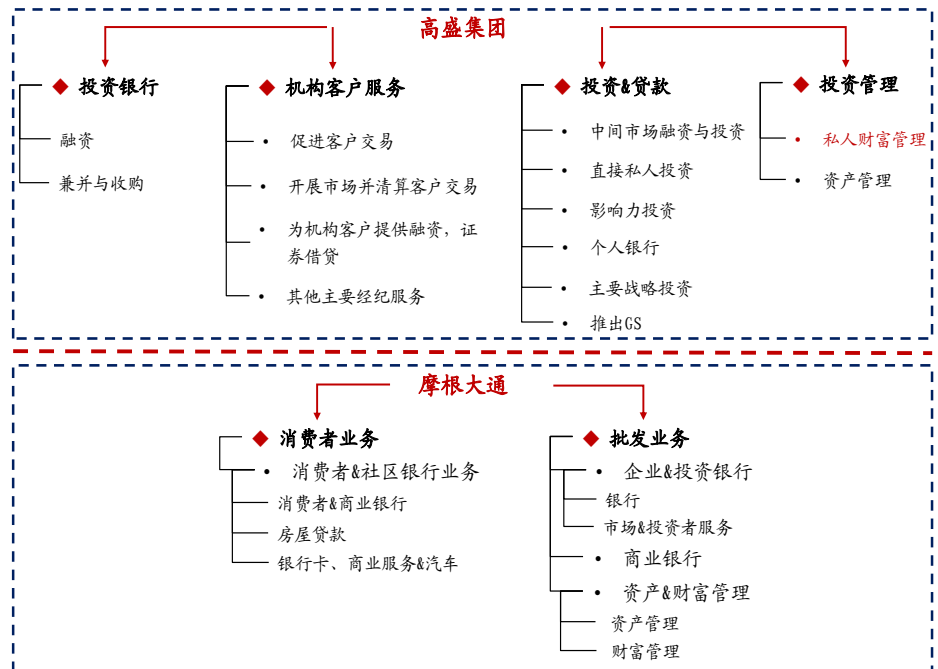
图10: 财富管理收费模式由佣金模式向服务费模式迁移 (单位: %)



数据来源: 摩根士丹利年报、广发证券发展研究中心

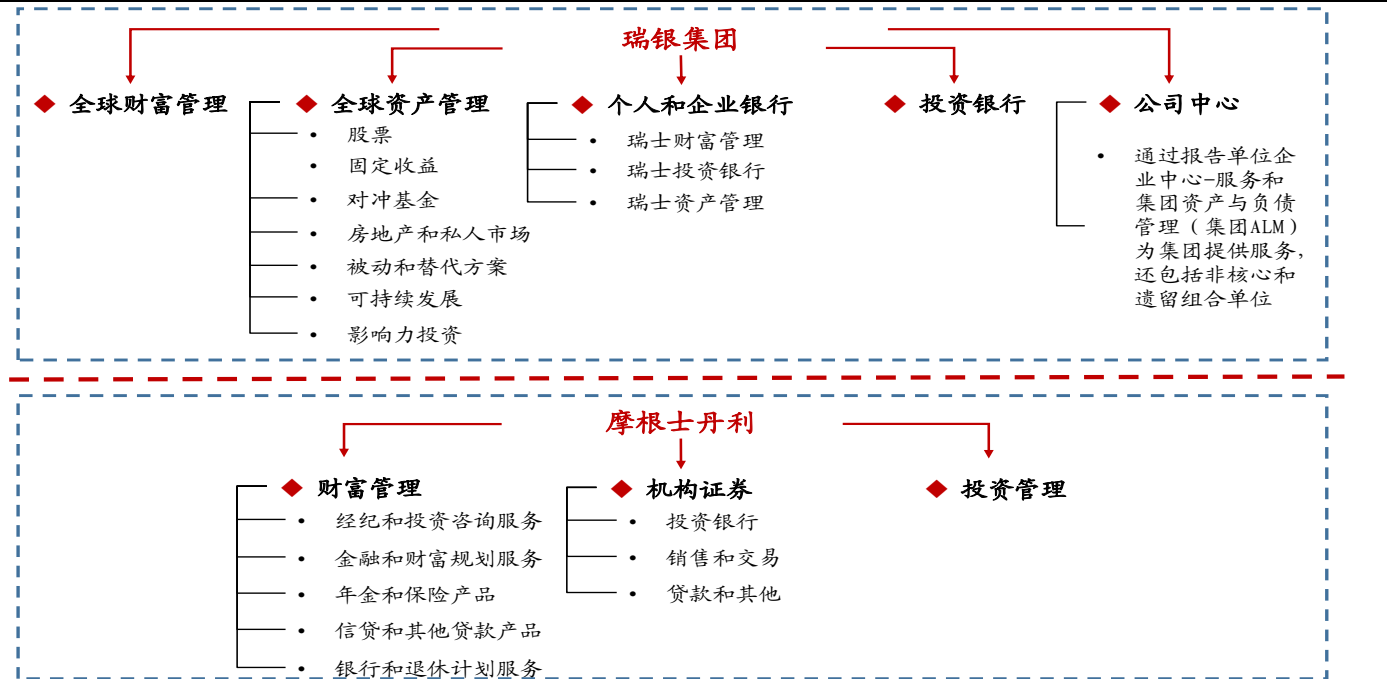
从组织架构上看, 海外投行普遍拥有银行业务, 银行渠道极大的拓展了财富管理获客的途径。但是我们发现, 财富管理业务排名靠前的瑞银和摩根士丹利都单独设置了财富管理部门, 美国银行、高盛、摩根大通的财富管理部门都与资管业务线条设置在一起。摩根士丹利的财富管理业务子部门较多。

图11: 高盛和小摩的财富管理、资产管理同一部门



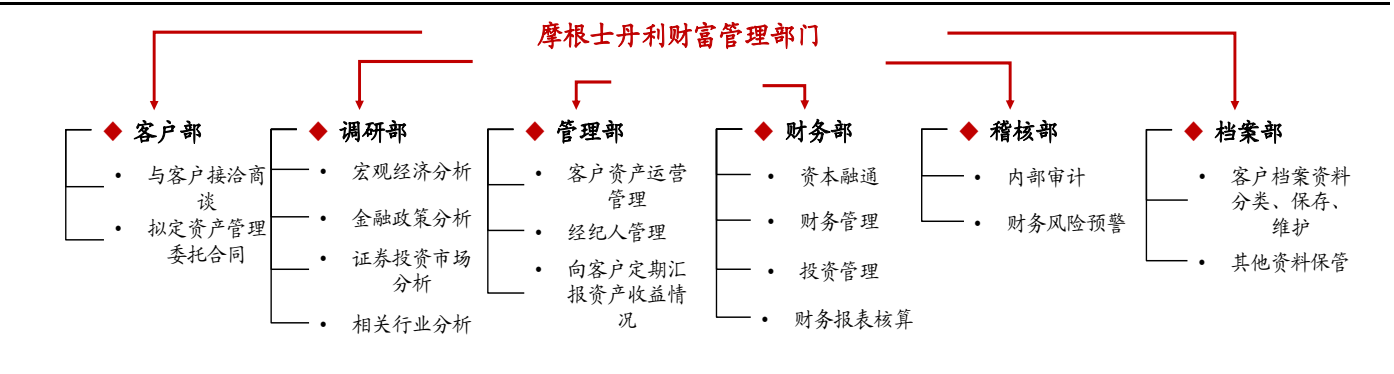
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图12: 瑞银和大摩的财富管理单独核算



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图13: 摩根士丹利财富管理部门架构

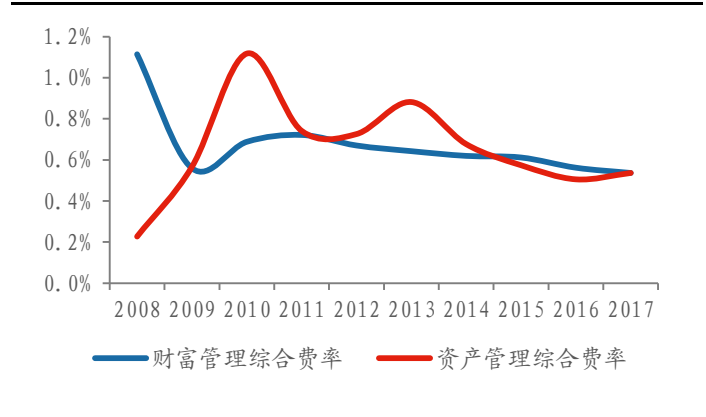
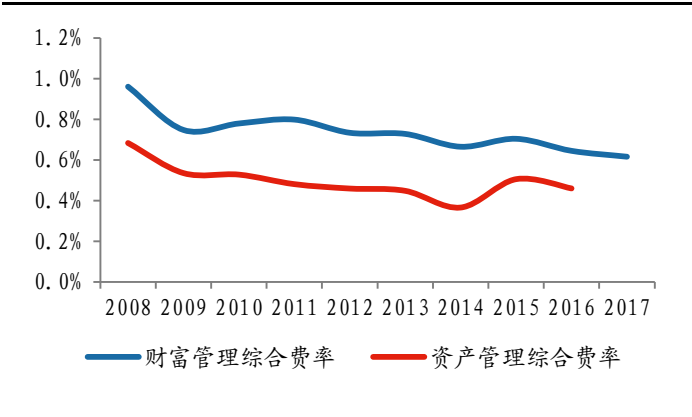


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

从费率上看, 瑞银、大摩财富管理的费率也略高于资产管理业务费率。瑞银的数据更加清晰: 财富管理综合费率在 0.62%-0.96%左右, 资产管理综合费率在 0.46%-0.68%左右, 财富管理费率长期比资产管理费率约高 0.2 个百分点。

图14: 瑞银财富管理、资产管理业务综合费率对比(单位: %)

图15: 大摩财富管理、资产管理业务综合费率对比(单位: %)



数据来源: 瑞银集团年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

进入门槛较高、规模效应明显, 头部机构的盛宴, 具有行业壁垒

财富管理业务具有轻资产的特点, 但是: 1) 前期投入较大, 顶尖的国际财富管理机构需要花费大量资金进行并购、搭建高素质的投顾团队, 需要5-6年方能收回成本。2) 规模效应明显, 财富管理收入=AUM*费率, 在费率差异较小的情况下, 与收入直接挂钩的参数是规模。规模越大、财富管理机构收入越高。不同机构之间的客均资产、产品、与服务都需要时间的沉淀与品牌的积累, 我们认为, 只有具有渠道优势的头部金融机构才能通过规模效应赚取管理费或佣金提成。低端的财富管理也需要具有较大流量优势的头部机构, 才具竞争优势。财富管理业务具有一定的行业壁垒。3) 对公司综合水平要求较高, 小型券商难以弯道超车。

不同公司之间差异较大的ROE水平体现了公司不同发展阶段的差距, 瑞银、摩根士丹利、摩根大通平均ROE分别为59% (本部, 美国部分为16%)、15%、23.5%。瑞银本部的ROE远高于其美国部分的ROE, 我们认为, 除了瑞士当地具有税费、监管优势外, 还有一个较大的原因就是美国的财富管理部门规模效应与资金沉淀不及本部。

反向引流, 为其他业务线条带来新机遇

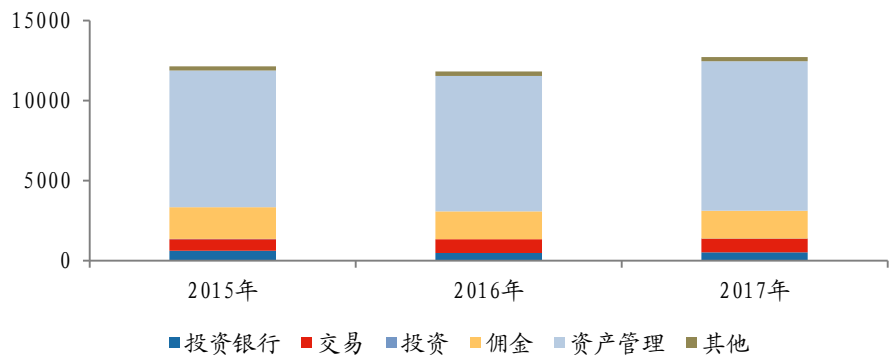
成熟的财富管理业务部门具有全产业链发展的特征, 财富管理业务中的高净值客户, 是投行最珍贵的资源, 通过财富管理部门反向引流, 可以为各条业务线带来机会。

摩根士丹利财富管理部门的收入包括交易佣金和费用、资产管理、净利息收入等。其中交易收入包括投资银行业务, 交易, 佣金和费用, 客户购买和出售金融工具的收入以及与某些员工递延补偿计划相关的收益和损失。机构证券主要针对企业、政府、金融机构以及高高净值客户服务, 而财富管理部门针对的是个人投资者和中小型企业/机构, 两部门业务之间可以开展合作, 互相引流。资产管理收入包括个人和机构投资者选择收费定价安排和投资管理费用的收入。共同基金分配费用基于平均每日基金净资产余额或平均每日总基金净销售额, 并受总体水平和资产管

理组合变化的影响。这些不部分收入与投资管理部门联系密切，投资管理部门提供广泛的投资策略和产品，可以通过附属和非附属的分销商进行销售，同样也可以通过财富管理的客户资源进行销售。

2016年7月1日起，摩根士丹利机构证券和财富管理业务部门签订协议，机构证券承担管理财富管理的固定收益客户驱动的交易活动和员工。机构证券现在根据分销活动（统称为“固定收益整合”）向财富管理部门支付费用。进一步增强了两部门之间的联系，部门之间相互促进。

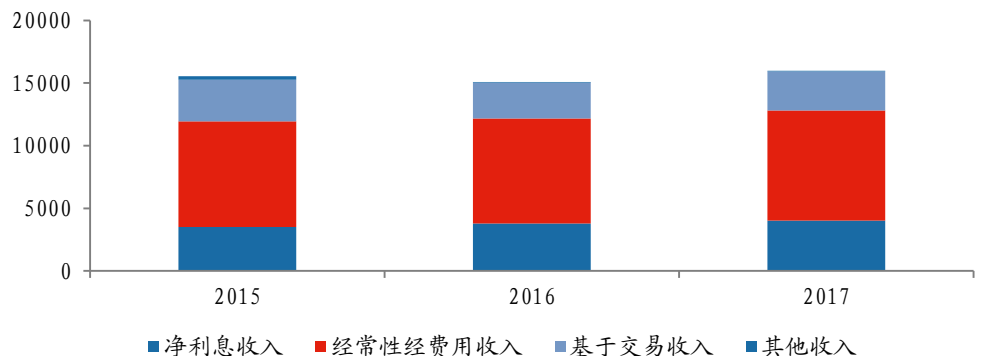
图16: 摩根士丹利财富管理收入细分 (单位: 百万美元)



数据来源: 摩根士丹利、广发证券发展研究中心

瑞银财富管理的收入主要来源于客户资产的管理费用。经常性净费用收入包括持续提供服务的费用，如投资组合管理费，基于资产的投资基金费，托管费和账户管理费等。这些费用由客户资产产生，与全球资产管理部的投资服务有着密切的关系。基于交易的收入包括净费用和佣金收入的非经常性部分，主要包括经纪和基于交易的投资基金费用以及信用卡费用、支付交易费用，以及净交易收入。瑞银的投资银行将发行的产品向财富管理和资产管理销售，通过内部的交易方式，节约成本，为各部门提供更多收入。通过部门之间的客户介绍，产品交换及业务间配送服务，共享客户资源，提升服务效率。

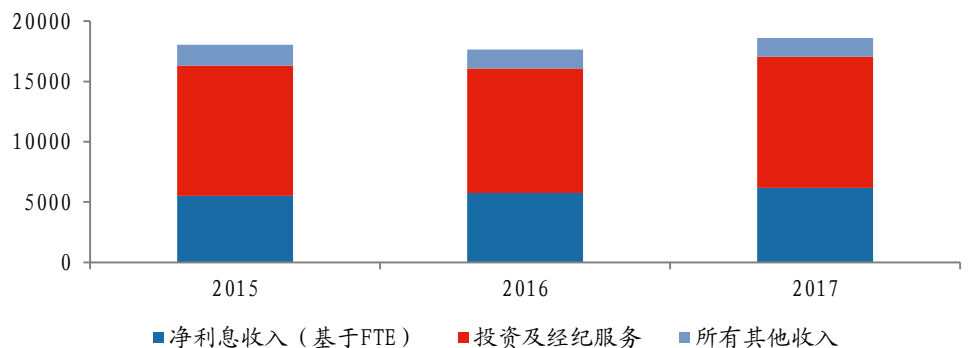
图17: 瑞银财富管理收入细分 (单位: 百万美元)



数据来源: 瑞银集团年报、广发证券发展研究中心

美林财富管理收入包括利息收入与非利息收入。美林全球财富管理咨询业务通过一个财务顾问网络提供高接触客户体验，该网络专注于总投资资产超过250,000美元的客户。通过全套投资管理、经纪、银行和退休产品为客户提供量身定制的解决方案。利息收入方面与银行服务（个人银行、全球银行）联系较为紧密，银行服务专注于各个公司、金融机构和政府服务，基于此，很多企业主、企业家和高净值人群成为美林各部门的共享客户源。非利息收入与全球市场业务联系较为紧密。全球市场为固定收益，信贷，货币，商品和股票业务的机构客户提供销售和交易服务，包括研究。财富管理与其他部门再提供的服务方面有密切联系，互享资源，互通合作，促进公司整体全面发展。

图18: 美银财富管理收入细分 (单位: 百万美元)



数据来源: 美银年报、广发证券发展研究中心

总体来看，国外顶级的财富管理机构均有一个共同点：有着优秀的财富管理服务部门，且该部门一般都有全产业链发展的特征。财富管理业务部门既是利息的提供者也是借款者（利息费用主要包括借款的利息），同时，能为公司带来更多的业务资源，促进公司其他业务部门的发展。

各个部门业务之间的联系和合作，促使公司全面的发展，探索更多的可能性，同时也使公司内部融合，增强核心竞争力。

从海外经验看财富管理的核心竞争力

并购、整合双管齐下，做大 AUM

在瑞银集团、摩根士丹利的发展历史中，我们可以看到公司客户范围的扩大、全球布局的进程与AUM的增加，最直观的外在原因是并购。

瑞银集团的并购历程

我们将瑞银集团的并购与整合分为三条路线，外延式扩张是UBS成功的重要原

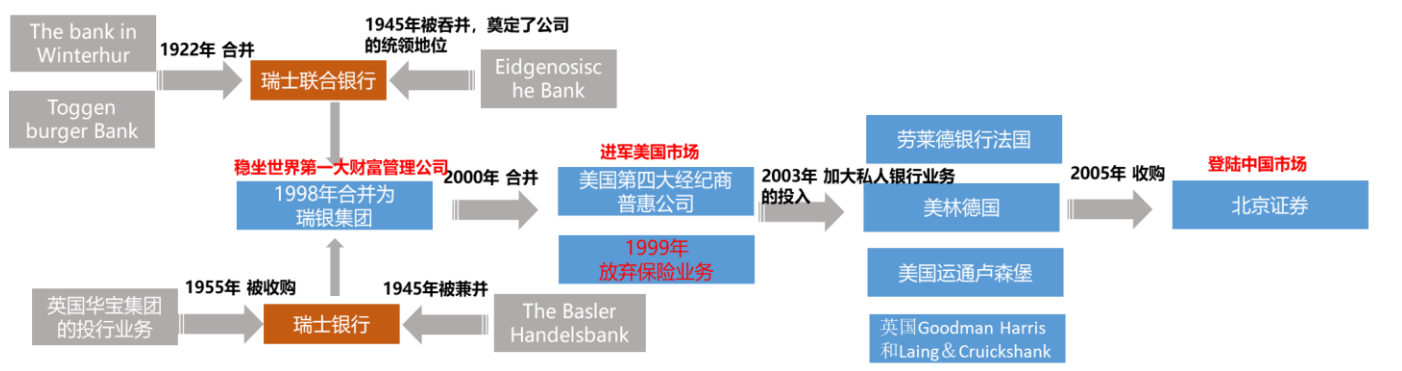
因之一。公司战略非常明确——通过并购有效资产获得稳健发展。在已有的业务范围内，保持全球的领先地位，并达到增长潜力平均线以上的水平。

1) **瑞士联合银行与瑞士银行的合并使得公司坐稳世界第一大财富管理公司交椅。**为了应对国内外的竞争压力，瑞银集团在1998年由瑞士两大银行——瑞士联合银行与瑞士银行合并而来。在此之前，这两家瑞士排名前列的银行也多次收购、吞并瑞士的大中小型银行。1998年的合并使得瑞银集团成为世界第一大财富管理公司，公司总资产达一万亿瑞士法郎，管理客户资产规模1.32万亿瑞士法郎。

2) **并购助力公司全球业务布局。**瑞士银行1955年收购英国华宝集团的投行业务，实现了欧洲业务的布局。2000年，公司意识到瑞士市场的局限性，开始进军美国市场，收购美国著名零售经纪商、债券销售冠军普惠公司。2003年，公司加大私人银行业务的全球布局，分别在法国、德国、美国、英国收购多家知名投行的财富管理业务分部，谋求欧洲布局。2005年，公司开始登陆中国市场，开始探索中国财富管理领域。全球业务并购使得瑞银高效获得了全球范围内的高净值客户，谋求全球资产端与产品端的同步发展。

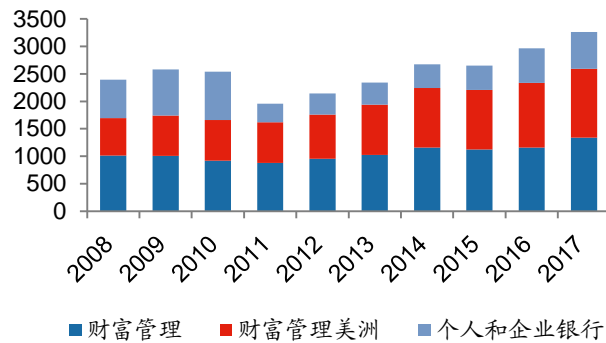
3) **业务的舍弃与整合使得公司有的放矢，精于强项。舍弃弱势业务：**曾经在对冲基金的巨大损失与在保险行业的微薄利润，使得公司战略发生转变，公司于1999年出售旗下保险业务与国际贸易融资业务。对对冲基金业务的舍弃使得公司避免了金融危机泡沫破裂的更大损失。2000年，公司积极拓展美国业务、缩减国内业务。**整合业务品牌，使得公司品牌更加深入人心：**2005年，公司整合旗下四个品牌：瑞银华宝(UBS Warburg)(投资银行业务)、瑞银普惠(UBS PaineWebber)(投资银行业务)、瑞士银行私人银行(UBS Private Banking)(私人银行和资产管理业务)、瑞银环球资产管理(UBS Global Asset Management)(国际业务)，将重组为以瑞银(UBS)命名的三大业务：瑞银财富管理(UBS Wealth Management)、瑞银环球资产管理(UBS Global Asset Management)及瑞银投资银行(UBS Investment Bank)。

图19: 瑞银集团并购、整合历史(部分)



数据来源: 公司官网、公司公告、广发证券发展研究中心

图20: UBS AG客户资产数量 (单位: 十亿瑞郎)

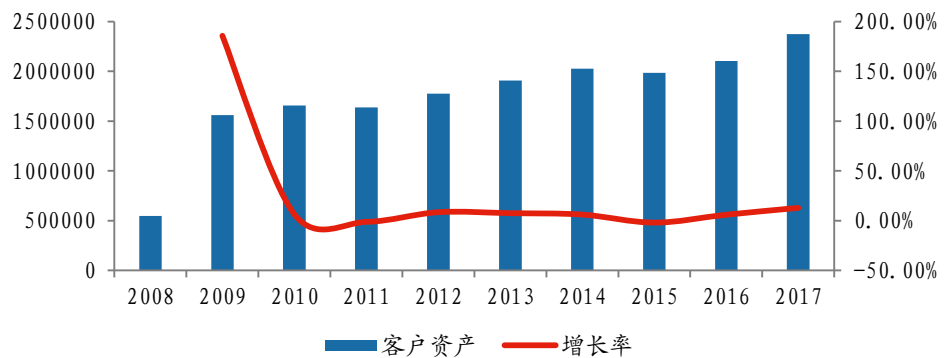


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

摩根士丹利与花旗银行共同成立财富管理公司

我们从摩根士丹利财富管理资产的增速中更易发现并购对财富管理的重要性。摩根士丹利以投行起家，金融危机后，公司寻求收益率更高、波动率更小的发展业务。公司旗下财富管理业务与花旗银行旗下美邦、英国奎尔特、澳大利亚美邦的零售部门合并成为摩根士丹利美邦。公司财富管理部门掌管客户资产由5460亿美元增长至2009年的15600亿美元，增长将近万亿美元。

图21: 客户资产及其增长率 (单位: 十亿美元, %)



数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心

综上所述，并购是最直接的扩张方式，可以较快为公司带来核心客户群体和全球的客户资源与资产配置资源。海外并购需要公司花费较多的资本、资源与精力，并购后公司之间的融合又考验管理体系与执行能力，具备外延扩张能力是公司资本实力、战略能力与管理能力的综合体现。

产品丰富、全球配置，打造强大的资产配置能力

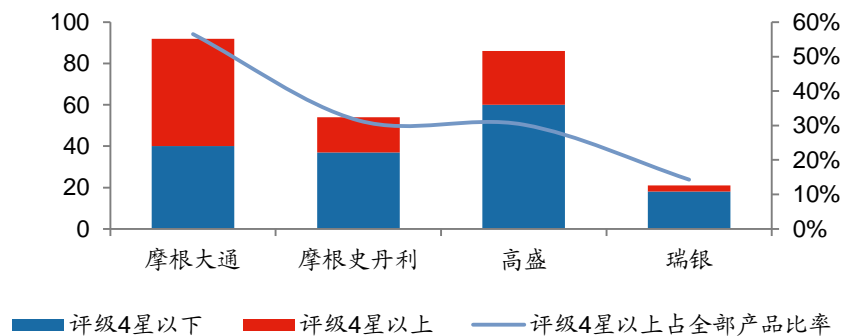
我们认为，要做好财富管理，资产配置能力或产品端具有特色也是重要的成功因素之一。

1) 产品品类丰富，独具特色。全球顶级的财富管理机构一般都具有产品品类丰富的特点，既有投行类产品，又有资管业务线条的产品，并具有自己的特色。瑞

银推出的美国货币市场基金、市政建设固定收益、共同基金等。其中，美国货币市场基金由全球流动性管理团队了解美国投资者每日现金管理要求，提供一系列机构和零售货币市场基金，投资于高质量、短期、以美元计价的货币市场工具。市政建设固定收益由 UBS 市政固定收益团队专注于利用市场的低效率实现税后收益最大化和波动性最小化。此外还有全面的对冲基金投资解决方案，全面满足投资者需求。大摩也推出了全球固定收益机会基金、全球特许经营投资组合基金、全球机会组合基金等特色产品。美银则有对冲基金、私人股权及房地产等有形资产的产品。品类丰富，满足投资者需求。

2) 在资管业务线条具有一定优势。我们总结了四家国际投行在晨星基金评级中的表现，摩根大通共有 92 支基金，晨星评级 4 星以上的基金有 52 支；摩根士丹利共有 54 支基金，晨星评级 4 星以上的基金有 17 支；高盛共有 86 支基金，晨星评级 4 星以上的基金有 26 支；瑞银共有 18 支基金，晨星评级 4 星以上的基金有 3 支。晨星评级在 4 星的基金以上占全部基金产品的比率从高到低分别为摩根大通，摩根士丹利，高盛，瑞银，比率分别为摩根大通 57%，摩根士丹利 31%，高盛 30%，瑞银 14%。

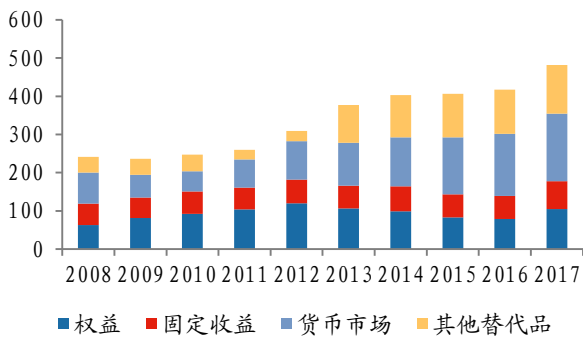
图22: 财富管理产品占晨星评级4星以上比率 (单位: %)



数据来源: 晨星、广发证券发展研究中心

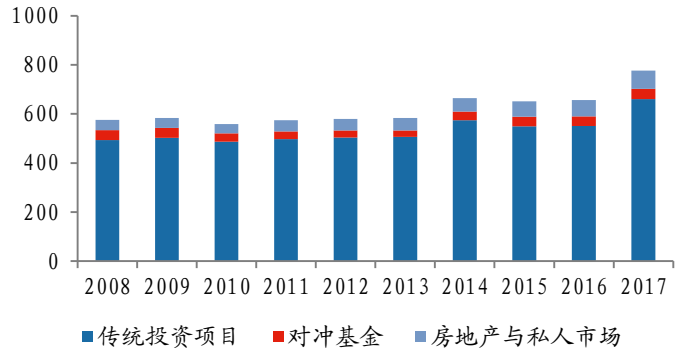
3) 资产配置丰富。由于瑞银、摩根士丹利财富管理线条业务布局并未披露，美林与摩根大通资产管理与财富管理业务线条合并在一个部门。我们列举了四家资产管理业务配置，窥一斑而见全豹，试图获得其产品配置的规律。产品分别配置在权益、固定收益、货币市场、私募股权、对冲基金和房地产等领域。

图23: 摩根士丹利产品配置 (单位: 十亿美元)



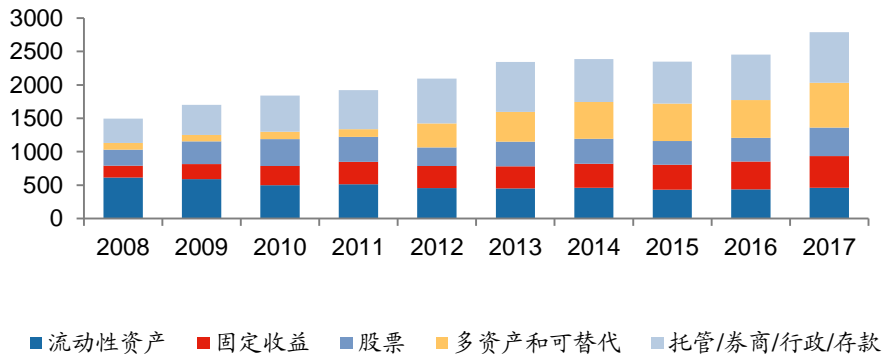
数据来源: 摩根士丹利年报, 广发证券发展研究中心
注: 其他替代品类别包括基金, 实物资产, 私募股权和信贷策略以及多资产组合中的产品。

图24: 瑞银产品配置 (单位: 十亿瑞郎)



数据来源: 瑞银集团年报, 广发证券发展研究中心
注: 传统投资项目包括股票、固定收益、多资产和解决方案。定制的多资产解决方案, 咨询和信托服务, 包括风险管理和结构化战略, 养老金风险管理和外包首席投资办公室服务

图25: 摩根大通产品配置 (单位: 亿美元)



数据来源: 摩根大通年报, 广发证券发展研究中心
注: 多资产指将管理资产分配给多个资产类别的任何资金或账户

集团化打法、全产业链运营, 满足客户各个维度的要求

海外财富管理部门为客户提供全产业链的服务。瑞银致力于服务高净值个人客户、家庭办公室及中小企业提供财富管理、融资、财富规划等服务。

表4: 瑞银服务内容及策略

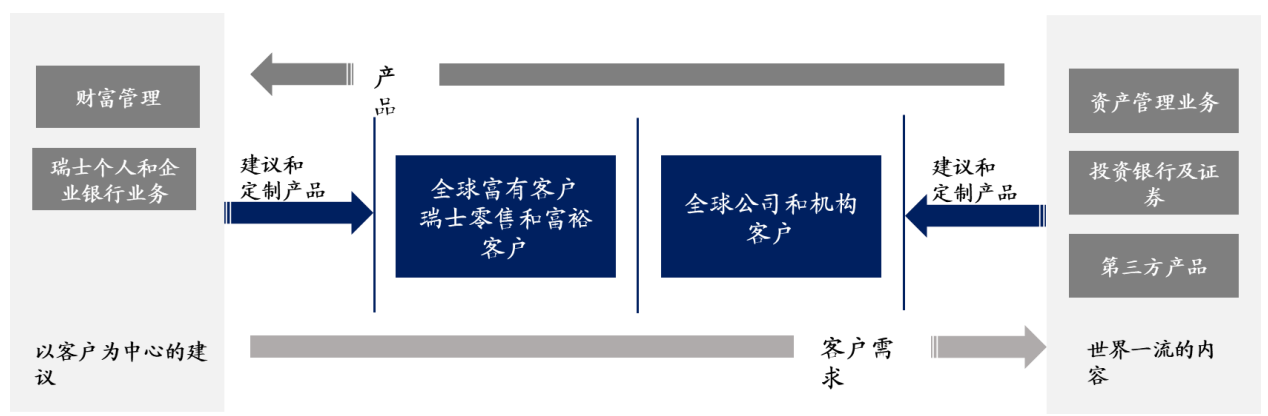
核心持有	短期持有	长期持有
企业财务顾问/行业知识、股票和出售方并购执行、股票/债务资本市场 (IPO, 大宗交易)、结构性结论/融资、对冲/风险管理	机构销售范围 (EQ,FI,FX,衍生品)、机构交易工具、场外衍生品/量身定制的 SP、针对特定资产类别的机构资产管理、对冲基金咨询、经纪人和管理账户、研究	私人配置/配对、通过 IPO 锚定投资、私募股权基金咨询、基于价值的投资、艺术和钱币
覆盖策略		
财富规划, 家庭咨询和慈善事业、综合监管和报告、风险管理和资产分配、外汇和杠杆覆盖		

数据来源: GLOBAL VIEW, 《瑞银集团的财富管理经验与启示》, 广发证券发展研究中心

瑞银的曾经 One Firm 模式为公司财富管理业务的全方位服务提供了组织架构支撑。根据《金融长尾战略》记载, 瑞银于 2006 年提出 OneFirm 模式, 即强化总公司的资源配置的权利, 使得不同部门之间产品可以交叉销售, 共享客户资源。但是由于风控和杠杆问题, 使得产品风险在不同部门之间蔓延, 最后导致瑞银在次贷危机中损失惨重, 瑞银减计 300 多亿美元损失。公司对自身战略进行反思, 决定降低杠杆, 并重新按部门为单位核算资本需求 (部门风险资本需求之和大于总部风险资本需求), 将运营与风控加以区分。

在增强风控、足额计提风险资本的前提下, 运营协作已经浸入瑞银的血液, 体现出极强的部门协作能力。现在瑞银的商业模式是在同一瑞银品牌下经营, 但独立核算业绩、承担风险、金融拨备资源。不同部门可以在合规的前提下为财富管理业务部门客户提供服务, 包括为高净值客户提供供给机构客户的产品和投行服务。

图26: 瑞银One Firm模式



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

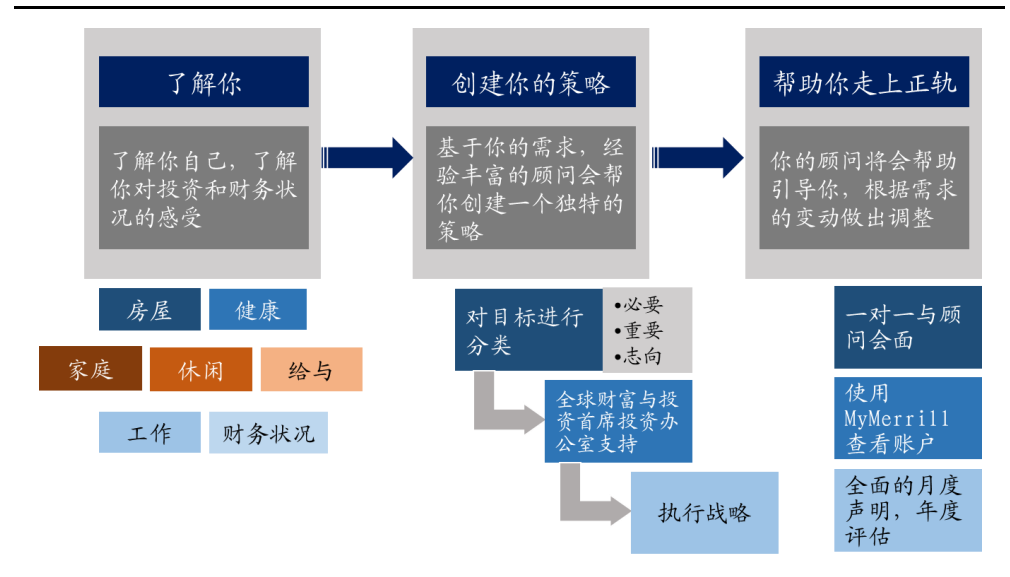
内部管理上，将客户的个性化需求与服务的标准化相结合

服务高净值客户的关键词是个性化

瑞银和美林的财富管理都并不仅仅注重投资收益或者相对收益的多少，而是注重满足客户个性化需求，制定符合客户个人目标与人生规划的财富管理计划。

美林的服务流程分为三步，了解客户、制定规划、定期汇报&及时调整。1) 了解客户：美林将客户的人生目标分为家（房产）、健康、家庭、休闲、赠与、工作、金融七个大类；让客户对个人目标进行思考，顾问也将对客户的风​​险承受能力、财富管理参与意愿与目的进行充分了解。美林还有专门开发的Discovery App，对客户的社保、健康、信托、长期收入目标等进行详细的规划。2) 制定理财规划：美林的顾问将与客户探讨目标中可以实现的问题与需要付出的努力，并制定虚拟的资产配置计划。3) 定期汇报：美林的顾问将为每一位客户制定财富月报，客户可以通过在线网站或者APP查看、修改自己的计划。

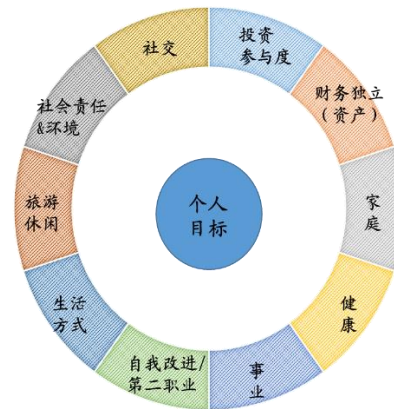
图27：美林客户服务流程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

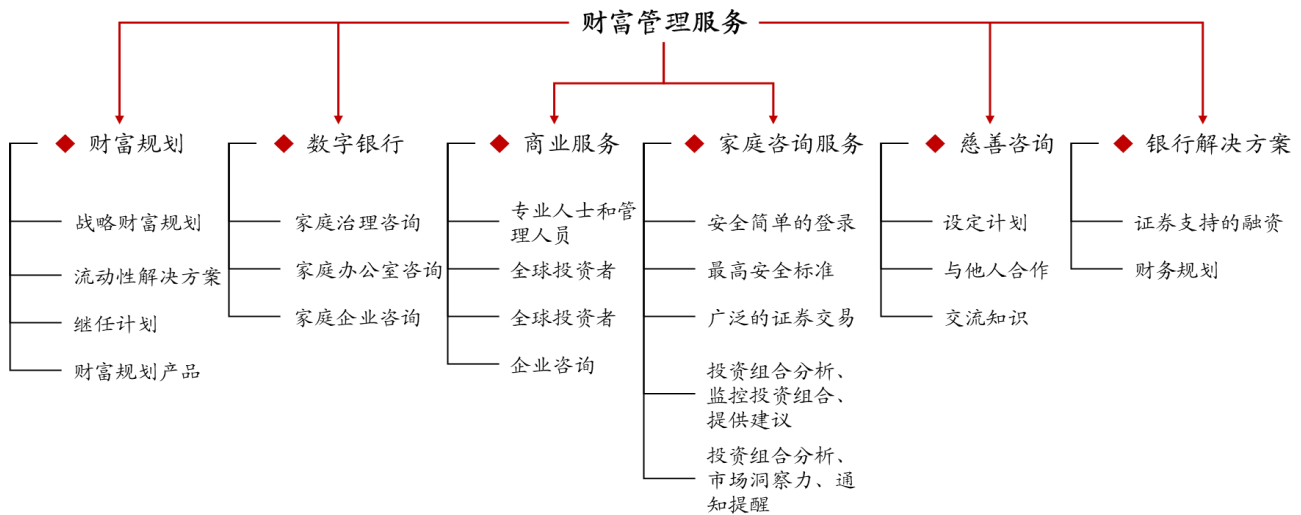
瑞银也非常重视客户的个性化定制。1) 根据瑞银报告《Your wealth and life》，瑞银将客户的目标分为十大板块，财务独立、家庭、健康、事业、自我改进、生活方式、旅游休闲、社会责任和环境、社交参与、投资参与度。内容不仅包含了财务规划、退休计划、娱乐旅行规划、慈善事业等；也包含了用户与顾问互动的具体诉求。帮助客户梳理目标并制定计划。2) 在目标定制阶段，瑞银将客户资产分为满足日常花销的**流动性投资组合**、满足退休计划的**长期组合**和满足遗产分配、甚至艺术品捐赠的**遗产投资组合**。

图28: 瑞银将客户人生目标分为十大板块



数据来源: 瑞银集团官网, 广发证券发展研究中心

图29: 瑞银财富管理服务内容



数据来源: 瑞银集团官网, 广发证券发展研究中心

投顾服务标准化

让客户在任意全球分支机构都能享受到标准化的服务, 搭建高素质、高密度、稳定的投顾团队。

1) 高素质、专业化分工的投顾团队。

为最富有、最聪明的人服务, 需要高质量的投顾团队为客户提供高质量的咨询服务和全面的解决方案。国外投行财富管理团队不仅配置全面、分工专业化, 而且对于投顾人员素质要求高。以瑞银为例, 瑞银的投顾团队(CIO)不仅有研究金融市场的行为金融学专家, 为客户贴身服务的资产配置专家还有专业的团队建设专家, 可以全方位专业化的提供各种服务。同时, 瑞银要求其投顾人员必须拥有4年以上专业经验并且必须是优秀大学/商学院的MBA学位。通过高素质的人才, 专业化

的分工，投行的财富管理部门可以满足客户日益多样化的投资选择，提供更专业化的服务。

表5: 国外投行财富管理投顾团队配置和投顾人员要求

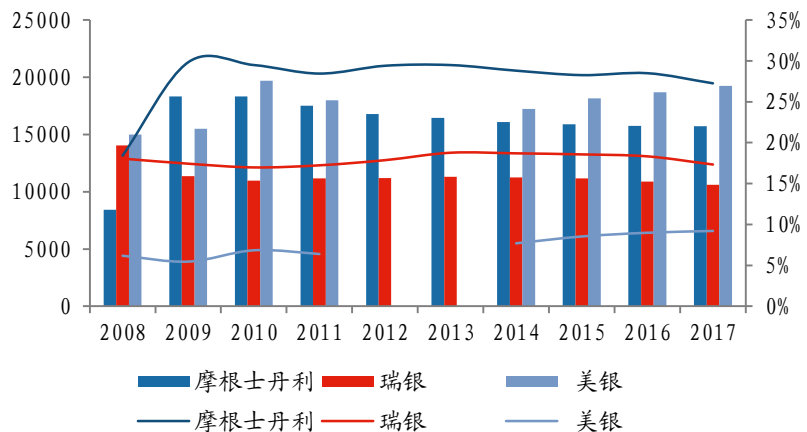
公司	投顾团队配置	投顾人员要求
瑞银	研究团队 (CIO)，有行为金融学专家、资产配置专家、团队建设专家 (负责团队建设、训练、增强投顾生产力)。	拥有 4 年以上专业经验并且必须是优秀大学/商学院的 MBA 学位
美林	银行、市场、金融团队 (包括研究团队、全球市场团队、Global Wholesale Credit (负责综合承保、监控和产品管理)、消费者与小企业银行团队、全球企业与投资银行团队、全球财富与投资管理)、业务支持功能团队 (包括首席行政团队、首席财务团队、首席运营团队、公司审计、人力资源、营销和公司事务团队)、技术与运营团队	12 年以上的私人银行业务或复杂的金融服务经验，学士学位以上
摩根士丹利	解决方案和多资产团队、真实资产团队 (实物资产投资、房地产投资)、积极的基本收益团队 (各地区股票团队、成长团队、全球新兴市场团队)、私人信贷与股权团队、固定收入团队、流动性团队	持有商科或其他商业相关领域的学士学位或同等学历五年的专业经验

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

2) 高密度的投顾团队，确保客均服务时长与服务质量。

为了给客户提供更为优质的服务，每个公司都拥有着大量的投资顾问。其中，美银拥有者19238名投资顾问，在750多个分支机构为客户提供服务，平均每个分支机构有超过25名投资顾问。摩根士丹利同样拥有者大量的投资顾问，截止2017年末为15712名，占雇员总数的27.26%。瑞银拥有者10616名投资顾问，占雇员比例17.33%。

图30: 各公司投资顾问数 (条形图) 和投资顾问占雇员比例 (折线图) (单位: 人, %)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

注: 瑞银 2012、2013 年数据缺失

大量的投资顾问确保了每一位客户都能得到最合适的投资规划建议。围绕大客户的个性化需求，可以开展基于大量投资顾问的高端定制服务模式，优化客户体

验。同时，重组的投资顾问确保了客均服务时间，给予每位客户充足的时间去了解投资理财内容，提升了服务质量。虽然当前智能投顾兴起，必不可少的会代替一部分投顾的作用，但是客户的需求多样化、个性化更需要的是有温度、有感情的投资建议，尤其是针对高净值客户的多样化需求。

以高密度的投资顾问团队为基石，以客户需求为导向，提供专业化的资产配置服务和全业务范围的综合服务，有助于进一步提升公司整体业务收入。

稳定的团队保证客户投资的稳定性与可持续性。

1) **成熟的投顾团队培养体系。**为了增强自身财富管理投顾团队实力，形成稳定的投顾团队。各家投行建立了完善的投顾队伍培养体系。各投行财富管理部门建立财务顾问培训体系，自我培养高质量顾问，为投顾团队不断注入新鲜血液。美林证券投顾团队每年招收相当数量的新人进行培训，培训期为三年，这三年中新人会收到系统的财富管理知识培训，三年内的客户资产量达到 3000 万美元才能取得理财顾问的资格。在拿到理财顾问资格后每年还要接受至少两次、每次 3-5 天的培训。

表6: 美林投顾团队培养体系

阶段	时间	内容
训练	前四个月	定向和许可，学习业务和营销计划
发展	接下来的三个月	销售技巧，基于目标的财富管理，开展会议
第一阶段	接下来的十二个月	扩展以前阶段的培训
第二阶段	第二个十二个月	掌握角色，任务和活动，对系统和工具的高级培训
第三阶段	第三个十二个月	关于客户服务，系统和工具的高级培训

数据来源：美林证券官网、广发证券发展研究中心

摩根士丹利相应也有 FAA 计划，会对新人进行 36 个月培训和发展计划。在三阶段计划结束时，选取最好的候选人。层层选拔提高了顾问团队的整体素质，提供高质量的服务。

瑞银财富规划助理 (WPA) 计划是一个结构化的 24 个月发展计划，旨在为新人提供成为瑞银财务顾问所需的知识和技能。在该计划的每个阶段，将向财富规划专家学习，与行业中的一些顶级财务顾问合作，并培养成为成功财富管理人所需的技能。除了严格的专有培训外，还将在计划期间寻求并获得公认的财富管理顾问 (AWMA) 和 CFP 指示。

表7: 瑞银财富顾问培养体系

阶段	时间	内容
了解核心财务规划概念和工具	前四个月	介绍 UBS 产品和服务产品以及财务规划流程和相关工具。
开发中级计划知识并提供客户演示文稿	接下来的八个月	应用在第一阶段学到的知识，同时利用虚拟课堂会话，在线模块和案例研究建立知识。

掌握您市场中的规划理念和领先的财务规划	接下来的八个月	作为市场中财务顾问的财富规划专家独立运营。
加入一个团队作为财务顾问	接下来的四个月	续领导与客户的计划讨论，同时开始参与可能与您将进入职业生涯下一阶段的财务顾问团队进行匹配的正式流程。

数据来源：瑞银集团官网、广发证券发展研究中心

2) 优良的公司文化。良好的文化有助于激发团队成员的积极性，提升投顾团队的凝聚力，提升团队的稳定性。各个投行都有着自己不同的投行文化风格，各具特色。瑞银的包容性文化鼓励合作伙伴关系，支持员工的专业和个人抱负。开放的态度，团队合作，诚实和尊重是瑞银文化的基石。摩根士丹利的文化核心是多样性，摩根士丹利近期新晋的员工来自 37 个不同的国家，来自各种不同的专业，有着各种各样的兴趣爱好，比如艺术、电子游戏、厨艺、运动、旅游与社交等等。摩根士丹利鼓励自己的员工进行丰富的兴趣爱好，享受生活。这些优良的公司文化，构建了稳定的投顾团队，使财富管理能更好的服务于客户。

3) 具有竞争力的薪酬。根据 glassdoor 统计摩根士丹利财富管理顾问平均年薪为 69068 美元，美银财富顾问的平均工资在年薪 63000-67000 美元，瑞银财富顾问的平均年薪为 67500 美元。具有行业竞争力的薪酬保证了团队的稳定性以及服务的可持续性，为客户带来更好的服务体验。同时这也使得这几家顶尖的财富管理机构成为优秀人才的梦想之地，为财富管理服务储备更多资源，促进财富管理业务的发展。

科技赋能服务长尾客户

服务长尾客户，寻求更多客源

智能投顾最早出现在美国，2008 年出现的 Betterment 和 2010 年出现的 Wealthfront 开启了智能投顾的新时代。根据权威在线统计数据门户 Statista 数据显示，2017 年全球智能投顾管理资产达 2264 亿美元，年增长率高达 78%。到 2022 年，智能投顾的全球用户数量也将从 2017 年的 1290 万高速增长到 2022 年的 1.2 亿。

由于传统投顾是针对高净值人群，而有财富管理需求的中低端人群，则没有合适的方法来进行自我的财富的投资增值。正是由于这种原因以及巨大的、未被传统投顾覆盖的中低端人群的理财需求，驱动了欧美智能投顾快速发展。和传统投顾相比，智能投顾最大的特征是门槛低、费用低、高效率。因此对于作为“长尾客户”的中低端客户尤其具吸引力。付出较低的成本，享受同样的专业化、个性化、高效率的金融投资顾问服务。同时，智能投顾由于其本身的相对透明、避免情绪化等优点，发展迅速。

对于传统券商而言，激烈的竞争下迫使他们转向发展新的、具有发展潜力的业务。券商佣金费率不断降低。自 2009 年到 2017 年，佣金费率从 0.13% 下降至 0.034%，券商佣金收入占比从 79% 下降至 30%，仅仅靠佣金费率的降低并不能占有优势。原先被忽略的长尾客户成为券商新的争夺点。长尾客户潜力巨大。据相关统计数据表明，年收入低于 4 万的家庭占比 50%，低于 15 万的家庭占比高达 90%。传统的投顾服务主要针对高收入人士，在对于广大中低收入群体客户覆盖极其有

限，使得投资信息不对称 以导致资源配置不合理。所以长尾市场潜在空间巨大。

表8: 瑞银财富管理体系

	传统投顾	智能投顾
服务人群	针对高净值人群	覆盖高、中、低净值的大多数人群，但以中产、大众投资者为主要目标客户
投资门槛	高，国内外平均在 100 万美元以上	极低，甚至可实现零门槛
服务模式	一对一人工服务	有限或无人工服务，纯线上服务
服务内容	全方位、个性化的财富管理	只能资产配置及自动多样化投资
资产配置	涵盖大部分资产类别	以 ETF、基金为主的多资产类别投资
投资依据	公司及投资顾问经验和理论水平	在传统投资理论上，借助新兴技术构建投资组合模型
管理费率	高，平均费率在 1%-3%	低、平均费率在 0.25%-0.5% 之间
时效性	会存在一定延迟性，无法实现全程实时监控	高，24 小时/7 天监控市场变化并及时响应
风险控制	存在道德风险，易受主观情绪影响	严格遵守现代投资组合理论，分散投资，基于模型控制风险
投资结果	依据个人投资顾问水平而定	基于 MPT，专区 β 收益
用户体验	流程繁琐，所需时间较多	流程简单清晰以实现快速投资建议及交易执行

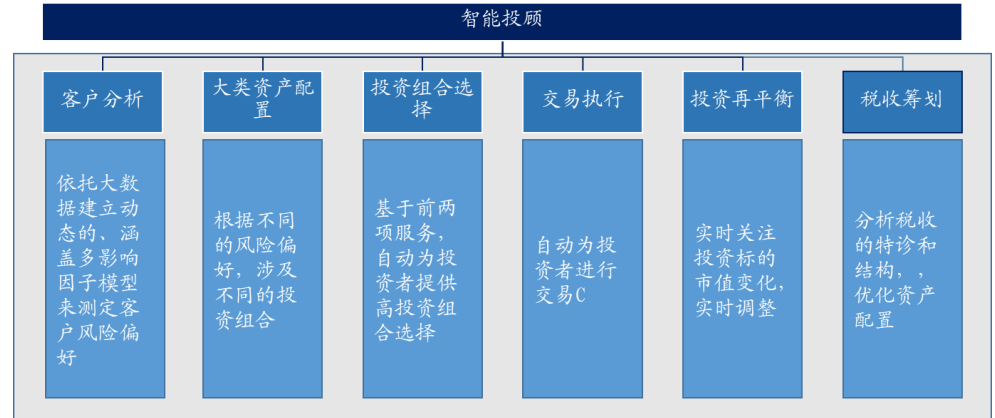
数据来源：埃森哲、广发证券发展研究中心

图31: 智能投顾与新兴技术应用



数据来源：埃森哲研究院、广发证券发展研究中心

图32: 智能投顾服务



数据来源: 埃森哲研究院、广发证券发展研究中心

完善客户服务体验, 提供多样化服务

1) 抓住中低端长尾市场, 提供标准化服务。驱动欧美智能投顾快速发展的最直接的因素, 是巨大的、未被传统投顾覆盖的中低端人群的理财需求。就我国投资顾问领域而言, 供需的巨大差异给智能投顾的发展留下很大的空间。智能投顾将大量问题标准化处理, 极大的降低了用户的使用成本, 能覆盖了更多的普通投资者。因此, 抓住中低净值群体, 服务之前缺乏投资顾问的长尾客户, 是一个重要手段。

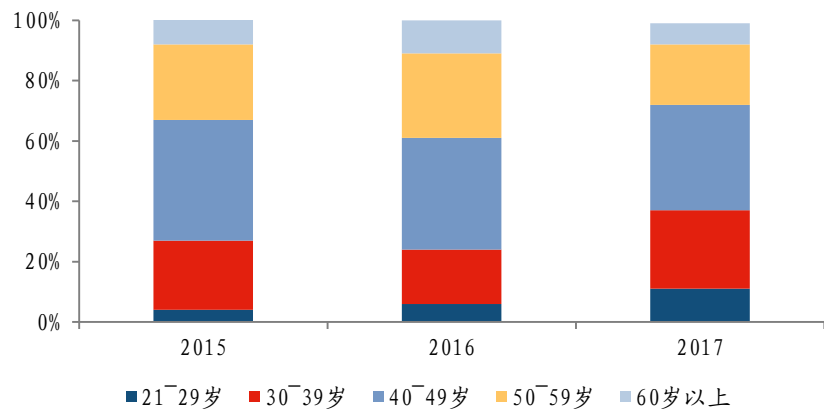
2) 针对进阶型客户, 提供“专业化+智能投顾”服务。智能投顾起初虽是聚焦在长尾客户上, 但部分长尾用户将逐渐成长为进阶型投资客户。进阶型投资者希望智能投顾提供多种投资策略, 对金融产品的丰富性和复杂性有一定的要求, 投资顾问需要根据客户的风险承受能力、投资经验、投资策略等信息, 选择投资策略。券商可以针对该类用户推出“专业化+智能投顾”服务, 投资顾问利用大数据分析、机器学习和人工智能等技术, 更为精准的进行市场预测和资产组合选择。

3) 基于“新高净值群体”, 提供“个性化+智能投顾”服务。中国高净值群体发展前景广阔, 投资需求与日俱增。根据招商银行和贝恩公司联合发布《2018中国私人财富报告》显示, 中国私人财富市场的可投资资产总量和高净值人群数量一直保持着两位数的快速增长。报告预计2018年中国私人财富市场仍将保持增长势头, 全国个人总体可投资资产规模预计将达到129万亿元, 同比增长16%; 高净值人群规模将达到126万人, 同比增长22%; 高净值人群持有的个人可投资资产规模将达到37万亿元, 同比增长17%。

其中需要注意的是, 这里的新高净值群体, 是指专业化、年轻化的“新富人群”。由于近年来政府出台的一系列“大众创业, 万众创新”就业政策, 新型致富模式和“新富人群”的涌现。从中国产业信息网2017年公布的数据看, 高净值人群呈现年轻化, 专业人士化趋势, 财富积累主要为工资收入的人群显著增加, 占比从

2015年的11%增至2017年的21%，财富主要来源占比较大的还有经营私人企业47%、投资22%和继承8%。从年龄分布上看，40-49岁占比最大为35%，30-39岁和21-29岁的高净值人群占比继续扩张，分别为26%和11%。这部分新富人群迈入高净值人士行列的时间尚短，他们中大部分是因从事互联网等信息产业、生物医药、节能环保、高端制造等创新型行业而在近几年实现了个人财富的快速增长。高净值人群的年轻化以及专业人士化的特征表明，他们有更少的渠道获取投资机会和更少的时间管理个人财富，同时在投资行为偏好方面，“新富人群”眼界开阔、思维活跃，投资风险偏好较强。因此“个性化定制+智能投顾”相结合的财富管理新模式有望发挥更强的相对吸引力。同时，如果新净值用户进一步进阶，对所提供的产品复杂性和多元性有一定的要求，券商也可以提供“智能投顾+私人银行”服务。

图33: 中国高净值人群年龄分布 (单位: %)



数据来源: 中国产业信息网、广发证券发展研究中心

4) 针对传统高净值用户，提供“智能投顾+传统投顾”。虽然日益增长的高净值用户正在向年轻化、专业化方向发展，但仍有一大批高净值用户停留在投资理念保守、科技产品可接受化程度低的阶段。针对这一群目标客户，券商应该以传统投顾模式为主，增强客户洞察能力、多元化投资能力与客户交互能力，优化客户资产配置，让客户享受“私人银行”级别的顾问服务。同时对该类客户群体进行智能化产品的理念渗透，随着智能投顾在资产管理行业的不断成熟，使客户逐渐接受智能投顾服务。

国际投行智能投顾布局

2008年算是智能投顾的元年，智能投顾体系最早由几家硅谷金融科技初创公司如威尔斯弗朗，贝特曼和普森诺资本的设立。贝特曼和威尔斯弗朗的成立标志着智能投顾模式的开启。

表9: 国际投行智投布局

国际投行名称	Citibank	JP Morgan Chase	Goldman Sachs	UBS	Morgan Stanley	Merrill Lynch	Wells Fargo
智能投资产品	Betterment	Motif	Honest Dollar	Smart Wealth	Access Investing	Merrill Edge	Intuitive Investor
成立时间	2008	2013	2016	2016	2017	2017	2017
管理费率	0-1 万美元: 0.35% 1-10 万美元: 0.25% 10 万美元以上: 0.15%			主动受管资产的 1.7%	0.35%	管理资产总数的 0.45%，ETF 费用率介于 0.07% 至 0.12% 之间	
投资门槛	0			15000 英镑	5000 美元	5000 美元	
是否提供人工服务	是, 对投资额达到 50 万美元的提供人工服务						
存续情况	是	是	是	否	是	是	是

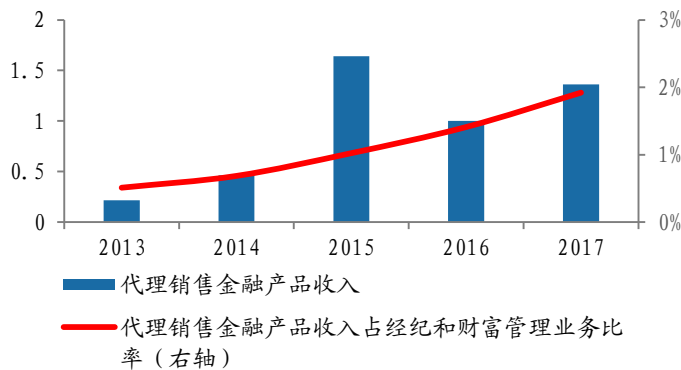
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

国内券商财富管理业务: 发展空间较大, 关注头部券商

券商财富管理业务现状: 二级金融产品代销为主, 仍处初级阶段

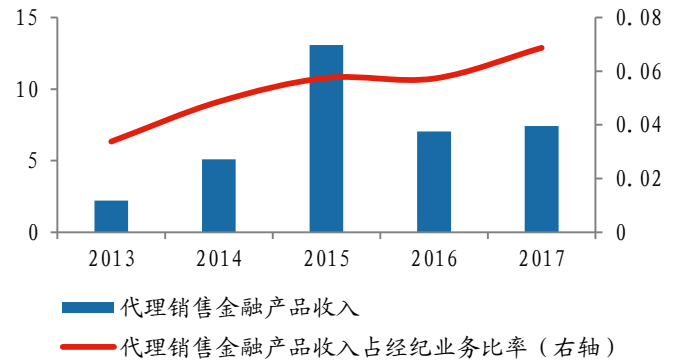
券商财富管理以代销金融产品为主要形式。近年来, 券商代销金融产品收入不断上升。以招商证券和中信证券为例, 这两家证券公司代理销售金融产品收入占经纪&财富管理部门收入比率从 2013 年-2017 年持续上升。招商证券销售金融产品的占比从 2013 年的 0.51% 上涨到了 2017 年 1.92%, 增幅近三倍; 中信证券销售金融产品的占比在五年中也翻了一番。同时我们看到代理销售金融产品收入在 2015 年出现最高峰, 除 2015 年之外, 剩余四年代理销售金融产品的收入稳步上升。

图34: 招商证券代理销售金融产品收入与代理销售金融产品收入占经纪和财富管理业务比率 (单位: 亿元, %)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

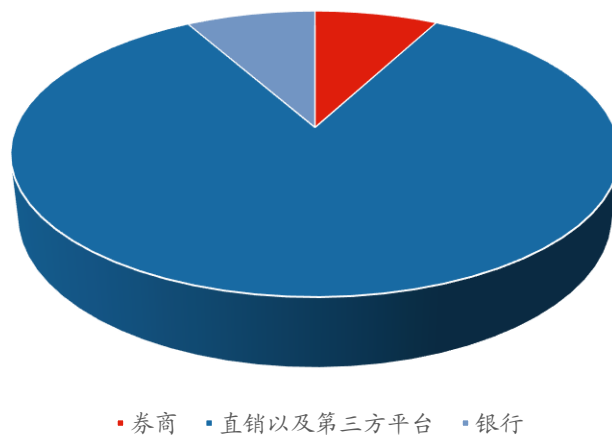
图35: 中信证券代理销售金融产品收入与代理销售金融产品收入占经纪业务比率 (单位: 亿元, %)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

当前券商在代销市场中并不占据太大优势，但是应有较大发展空间。我们从数据中看到，2016年券商基金销售渠道只占到整个市场的7.8%，只有直销及第三方平台的十分之一，暂时并不具备优势。我们认为，券商具备一定优势，在代销市场中具有较大的潜力。相对其他行业而言，1) 券商客户风险偏好较高，比较能接受二级市场的产品代销服务；2) 自身长期从事资本活动，专业化强。3) 券商在进行机构业务拓展的过程中，与机构建立了良好的关系，应当加大开发力度，增强客户粘性。

图36: 2016年基金销售渠道占比 (单位: %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

业务发展处于初级阶段

近年来，各家券商指出要大力发展财富管理业务，进行经纪业务转型。但是由于国内券商财富管理业务起步较晚，还处于初级阶段，除中金外，其他券商财富管理业务暂时没有形成成熟的财富管理体系，从客均资产到产品配置结构都与海外优

秀的财富管理机构有一定差距。

产品体系不够完善，产品深度挖掘空间大。国内券商财富管理部门目前还是以传统的投资产品出售为主，缺乏对客户的个性化定制，财富管理产品深度挖掘空间大。目前国内券商的资管产品包括股票型基金，债券型基金，混合型基金，货币市场基金，另类投资基金和 QDII 基金这六大类别，另类投资数量比较少，只有少数部门公司如中金公司、中信证券等可以提供一些私募股权基金等高端产品。国外的投行的财富管理部门不仅包含了传统的主流投资方式，也能提供结构化、全球化的高端产品，包括 IPO 锚定投资、私募股权基金、非金融资产投资等，国外的财富管理部门还可以为其高净值客户定制特殊产品，包括家族理财、影响力投资、环境投资、艺术品投资、遗产信托等等。国内券商的财富管理部门应该将财富管理看成一种长期持续性的服务，对于产品服务进行深度扩展，而不是进行简单的产品出售业务。

表10: 国内国外财富管理产品比较

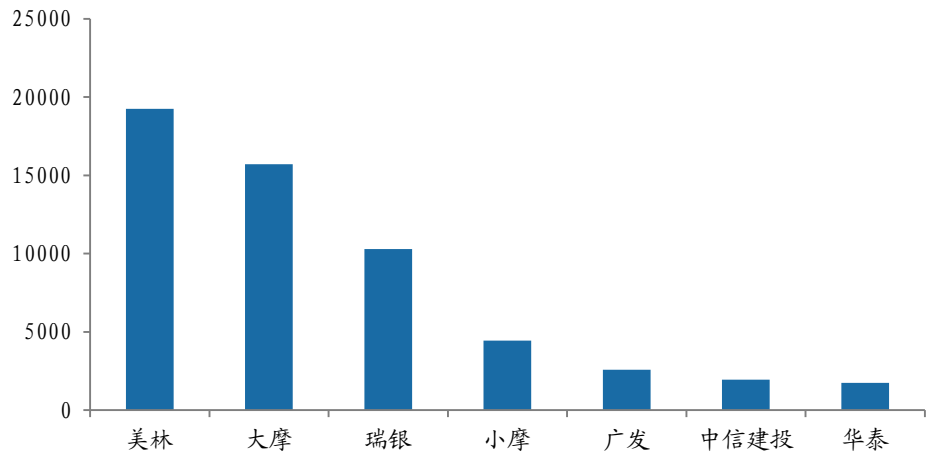
类别	国外投行产品	国内券商产品
传统型	股票型基金，债券型基金，混合型基金，货币市场基金以及另类投资基金和 QDII 基金	
高端型	IPO 锚定投资、私募股权基金、非金融资产投资、多资产配置定制化产品、全球范围的机会投资	少数公司开展私募股权基金
定制性	家族理财计划，遗产信托计划、影响力投资、财务避税计划、艺术品投资	

数据来源：公司官网、WIND、广发证券发展研究中心

中金公司在财富管理产品深度方面走在前列。中金公司早在 2007 年开启了财富管理业务，为高净值客户提供投资咨询服务。现如今，伴随着财富管理业务的发展，中金公司不仅可以提供传统的投资产品，而且还能结合自身的投行业务以及私募股权基金，向其高净值客户提供投行资本化等一级股权产品，既提升了自己产品的种类与深度，也能满足高净值客户的需求。

专业化的投顾人员不足，缺乏系统的培训。财富管理业务要想发展，高质量和数量充足的投顾团队必不可少。根据我们统计的数据，在国外投行中美林证券，摩根士丹利，瑞银的投顾人数都达到了 10000 人以上，其中美林证券的投顾人数为 19238 人，排名第一。中信建投的投顾人数为 1945 人，华泰证券投顾人数为 1745 人，投顾团队差距明显。相对于国外投行对于财富管理投顾人员系统的培训，比如摩根士丹利的 FAA 计划，瑞银的 WPA 计划等，国内券商目前缺乏一套成熟的投顾人员培养体系。

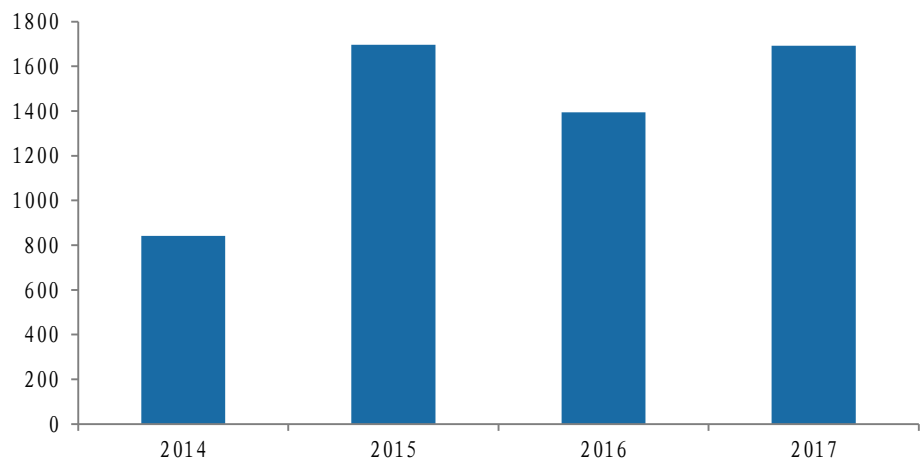
图37: 国内外投行财顾人员数据



数据来源: smartasset、公司年报、广发证券发展研究中心

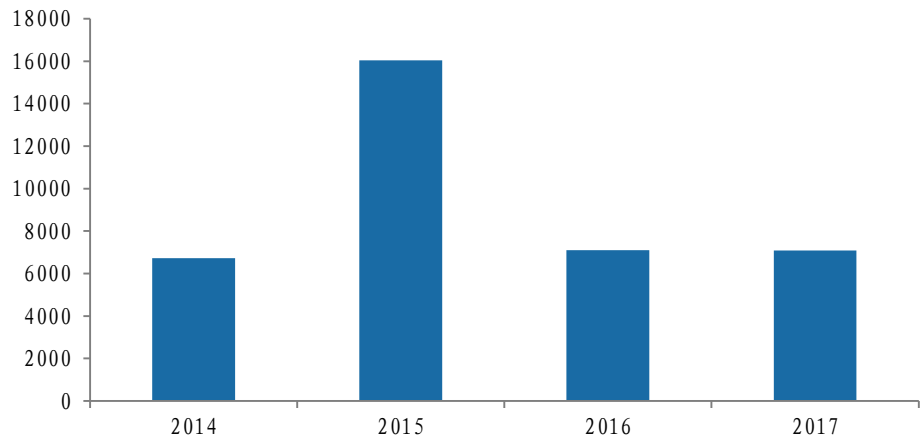
尚未发现稳定的收入增长点。国内券商财富管理业务起步较晚，还处于初级阶段，没有形成成熟的财富管理体系，因此收入增长较为缓慢，缺乏稳定的增长点。以中金公司和招商证券为例，中金作为券商中财富管理业务发展较快的公司，其财富管理收入在 2015 年增长迅速，达到 1698.5 百万元，是 2014 年的一倍，但是在 2016 年收入出现下滑，到了 2017 年又有所上升；招商证券经纪和财富管理部门的收入在 2015 年达到了一个高峰，在随后的 2016 年-2017 年中经纪和财富管理部门的收入趋于平稳。

图38: 中金公司财富管理业务收入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图39: 招商证券经纪和财富管理业务收入 (单位: 百万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

内部不断改革, 推动经纪业务向财富管理业务转型。面对广阔的财富管理市场, 以及自身经纪业务的下滑的局面, 券商内部不断进行改革, 推动经纪业务向财富管理业务转型。2018年, 华泰证券重新构建了零售及财富管理、机构客户服务两大业务体系, 推动财富管理业务的发展; 中信证券、中国银河、兴业证券都提出将经纪业务部门改名为财富管理部门, 彰显改革的决心。相比而言东方证券在早期就开始对财富管理业务进行布局, 东方证券在2015年就将经纪业务部门改名为财富管理业务总部, 几年来持续推动财富管理业务转型。

表11: 券商财富管理改革梳理

公司	时间	内容
东方证券	2015年	经纪业务部门改名为财富管理业务总部
华泰证券	2018年	重新构建了零售及财富管理、机构客户服务两大业务体系
中信证券	2018年	经纪业务发展与管理委员改名为财富管理委员会
银河证券	2018年	经纪业务总部改名为财富管理总部, 推动经纪业务和资产管理相融合的财富管理转型
兴业证券	2018年	经纪业务总部改名为财富管理总部, 将零售经纪业务一起并入到财富管理总部

数据来源: 公开资料整理、广发证券发展研究中心

注重移动端财富管理, 大力发展线上业务。针对中国投资以散户为主, 移动终端业务发达, 智能手机普及率高的国情, 近年来国内券商在大力推行移动端财富管理服务。各家券商结合自己的业务基础, 推出了很多各具特色的APP, 争夺线上财富管理客户资源。总的来说, 券商APP在开展线上财富管理业务的基础上, 提供即时资讯, 智能投资服务辅助客户, 销售丰富的投资产品等功能。

表12: 券商APP特色

公司	APP名称	特色
----	-------	----

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

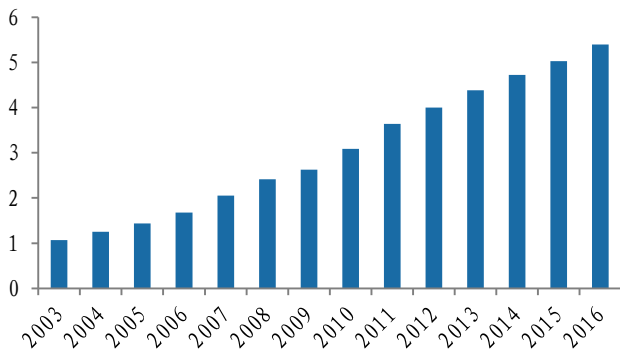
华泰证券	涨乐财富通	推出“泰牛智投”、“智能家族”、“智能实时账户”、“涨乐课堂”、“专家”、“涨乐U会员”六大核心模块，旨在将智能科技和财富管理紧密结合，为金融理财客户提供量身定制的解决方案
方正证券	小方	极速行情数据、智能交易体验、智能数据中心、智能客服体系、综合资产配置等多元化业务领域快速升级进化，在海量数据汇聚和智能算法的基础上持续提升智能化服务能力，推出金融科技FIRST实践理念，逐步通过技术驱动服务，全面提升客户的投资体验
东方证券	东方赢家财富版	实现资讯、行情、交易、理财等多个板块的综合服务，并以用户投资行为周期为主线，设计开发了一系列具有智能化特征的服务功能，初步构建了人工智能投资服务体系，实现用金融科技手段扩大用户服务覆盖面，提升用户服务效率

数据来源：APP 下载中心、广发证券发展研究中心

券商发展财富管理还有较大发展空间

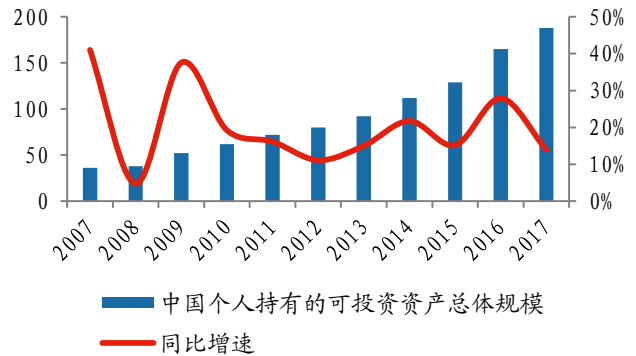
1) GDP 高速发展，人民可投资金融资产总额将持续增长。过去十年间，人民财富快速累积，可投资金融资产逐年增加。人均GDP由2006年的1.7万元发展到2016年的5.4万元。经济的快速增长带动了人民财富的快速累积，到2017年，中国个人可投资金融资产总额约为188万亿元，年均增长20.3%。

图40: 人均GDP (单位: 万元)



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

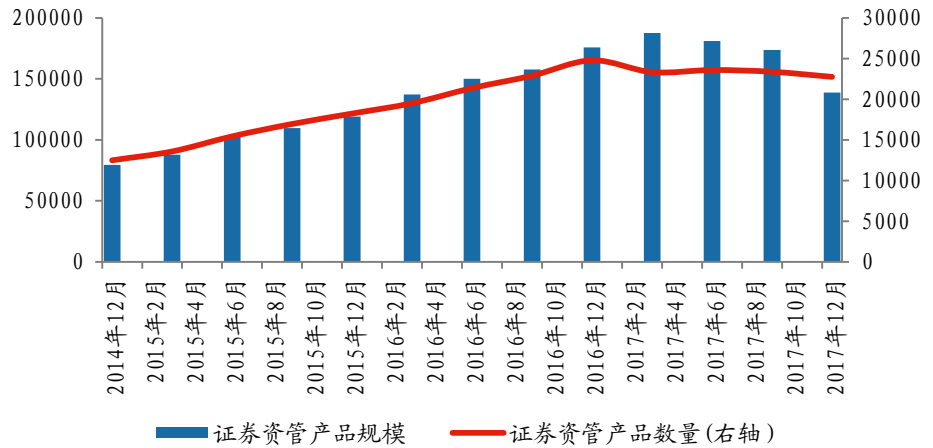
图41: 个人持有的可投资资产总体规模 (单位: 万亿元、%)



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

资产管理业务高速发展，为财富管理业务的发展提供了广阔的空间。券商资产管理业务的不断发展一方面可以提升券商自身管理资金的能力，为财富管理业务的发展打下坚实的基础；另一方面也可以为财富管理业务提供高质量的产品，吸引客户。根据数据统计，截至2017年12月，券商资产管理产品规模达到138842.95亿元，共有22745支资管产品，虽然2017年末资管规模略有下降，但是总体而言，3年来券商资管业务规模提升了一倍以上，发展迅速，为财富管理业务的发展提供了广阔的空间。

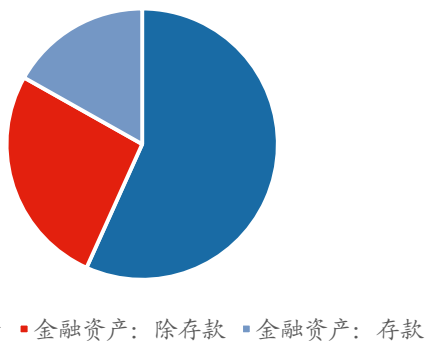
图42: 券商资产管理产品规模与资产管理产品数量 (单位: 亿元, 支)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

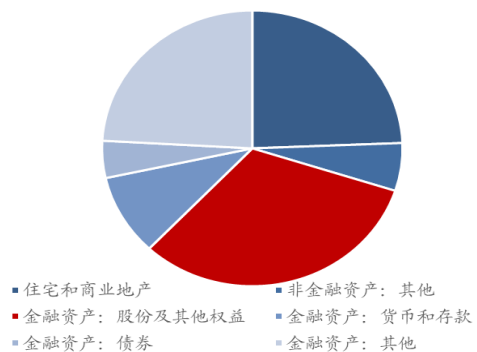
2) 近年来我国财富管理市场整体发展较快,但渗透率仍偏低,2015 年仅有约 20%, 与美国 (54%)、香港 (34%) 等财富管理较为发达的市场相比仍有差距。提升财富管理的渗透率,有利于拓宽我国居民的财产性收入渠道。

图43: 中国居民部门资产配置比例 (单位: %)



数据来源: Wind、央行、广发证券发展研究中心

图44: 美国家庭资产配置比例 (单位: %)

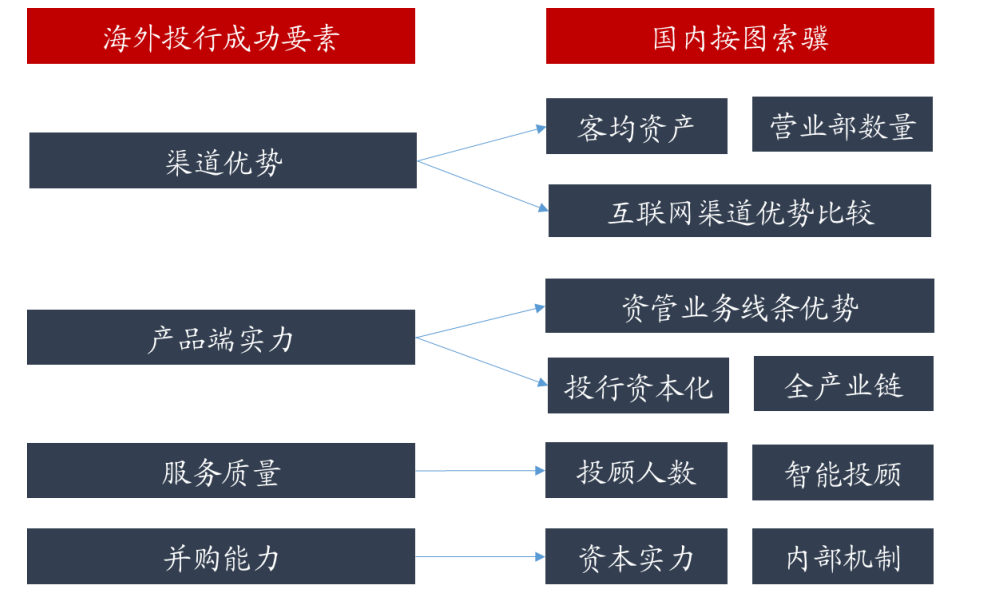


数据来源: CEIC数据、广发证券发展研究中心

按图索骥, 关注头部券商

我们总结了海外投行成功的要素, 1) 渠道方面的优势包括客户质量 (客均资产)、渠道网点数量 (营业部数量)、互联网渠道优势; 2) 产品端实力包括资管业务线条的产品优势和全产业链运营的多种产品优势; 3) 服务质量包括投顾人数和智能投顾发展等。4) 并购能力包括公司的资本实力与内部灵活的机制。

图45: 按图索骥, 对标国内



资料来源：广发证券发展研究中心

甄选客均资产高，线上线下渠道优势的券商

财富管理业务做大，最核心的条件还是高客均资产，高客均资产是收取咨询费用、附加费用的基础；是帮助客户配置资产的条件。

表13: 券商客户资产数据对比

公司	年份	客户资产/亿元	客户数量/万	户均资产/万元
华泰	2015	4526		
	2016	8800		
	2017	27000	1200	22.5
招商	2015	4153	189	21.9
	2016	6213	244	25.8
	2017	7707	254	30.3
中金（不包括中投）	2015	3990	2.6	1500
	2016	6192	2.9	2065
	2017	7369	3.9	1907
中信	2015	38000	543.5	70.8
	2016	43000	662.9	64.9
	2017	50000	773.3	64.7

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：统计口径为中信证券户均资产=经纪业务托管客户资产总额/（零售客户+机构客户数量）；华泰证券户均资产=财富管理客户资产/财富管理客户数量。由于每家券商年报中披露口径不一样，可能造成户均资产计算结果的偏差。

经纪业务业务在一定程度上意味着财富管理业务的实力。根据我们整理的数据
1) 股基交易业务中，华泰证券处于领先地位，占市场份额 7.7%，中信证券，海通证券，中国银河和招商证券处于第二梯队。2) 代销总金额上华泰证券处于压倒性优势，2017 年的代销总金额是第二名中信证券的四倍以上，海通证券尾随其后。

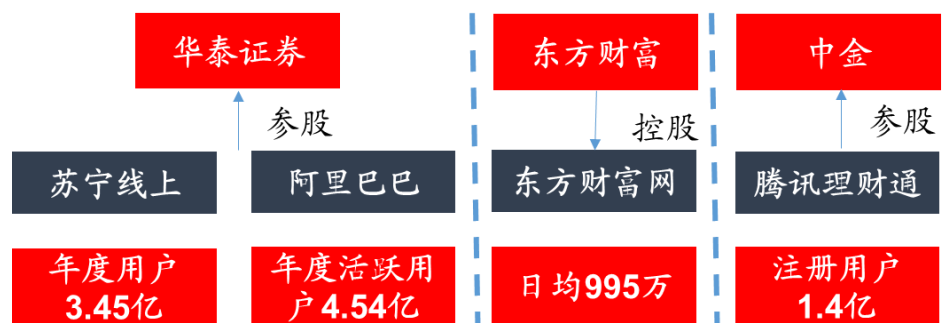
表 14: 2017 年部分券商股基交易市场份额与代销总金额 (单位: 亿元)

公司	市场份额(%)	公司	代销总金额 (亿元)
华泰证券	7.708	华泰证券	32,018
中信证券	5.227	中信证券	7,033
海通证券	4.601	海通证券	3,136
中国银河	4.532	中国银河	1,486
招商证券	4.076	东方证券	1,383
申万宏源	3.090	申万宏源	715
中信建投	3.075	招商证券	598

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

头部券商凭借资金实力雄厚，在线上渠道占得先机。阿里巴巴、苏宁分别认购华泰定增、腾讯入股中金、东方财富卡位个人投资者交流端口，流量优势明显

图46: 国内证券行业对接互联网的案例



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

甄选产品端实力强，资管业务领先的券商

资产管理能力是各类机构财富业务竞争的关键，依托于公司有效的研究和团队的支持，良好的项目储备以及高质量的个人及机构客户资源，各头部券商在资管线条的不同方面有着自己的有优势。1) 中信证券在资管规模上有着绝对的优势，2017 年中信证券的资管规模达到 16182.12 亿元，是第二名华泰证券近一倍，华泰证券，申万宏源资管规模在 7000 亿元以上，中银国际，招商证券资管规模在 5000 亿元以上。2) 在主动管理规模上，中信证券同样是排名第一，主动管理规模在 6231 亿。

表 15: 2017 年部分券商资管规模与主动管理规模 (单位: 亿元)

公司	资产管理规模	公司	主动管理规模
中信证券	16182	中信证券	6231
华泰证券	7886	华泰证券	2402
申万宏源	7057	华融证券	2005
中信建投	6157	中银国际	1748
中银国际	5523	中信建投	1553
招商证券	5474	中泰证券	1540
海通证券	4427	申万宏源	1429
华福证券	3890	中金公司	1403

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

甄选投行资本化业务领先的券商

投行资本化是指投行业务+私募股权基金业务/直投业务, 作为券商的交叉业务, 投行资本化业务的发展可以促进财富管理业务的发展。

券商投行资本化的能力主要看两个方面, 一是传统投行业务, 二是私募股权。

传统投行业务上, 整理2015-2018年11月末作为IPO、增发及并购重组的主承销商/主财务顾问, 从总额与数量看, 中金、中信、中信建投、华泰、招商等位前列。

表 16: 部分券商2015-2018年11月IPO及增发总额与数量主承销商

IPO				增发					
募集金额 (亿元)		数量 (家)		募集金额 (亿元)		数量 (家)			
中金公司	634.4	9.43%	中信证券	70	中金公司	2,621	5.44%	中信建投	198
中信证券	573.92	8.53%	中信建投	53	中信证券	5,765	11.96%	中信证券	182
华泰证券	486.33	7.23%	招商证券	50	华泰证券	4,091	8.48%	华泰证券	181
中信建投	461.92	6.87%	海通证券	47	中信建投	3,862	8.01%	海通证券	114
招商证券	281.93	4.19%	华泰证券	43	招商证券	1,442	4.01%	西南证券	97
安信证券	254.69	3.79%	国金证券	41	安信证券	746	2.99%	招商证券	91
国金证券	211.05	3.14%	中金公司	38	国金证券	770	1.55%	国金证券	86
			安信证券	36			7.10%		
							1.60%		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 联合主承销发行费用按算数平均加进各项统计)

表 17: 2015-2018年11月并购重组总额与数量

公司		公司	
中信建投	1,473	中信建投	21
华泰证券	1,047	华泰证券	14
中信证券	680	海通证券	13

东方花旗证券	564	中信证券	13
海通证券	513	中金公司	11
中金公司	493	招商证券	8
瑞银证券	485	申万宏源	6
申万宏源	234	国金证券	5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表18: IPO正常审核状态企业基本信息情况表(截至11月22日)

证券公司	储备数量(在审)
中信证券	29
中信建投	26
招商证券	19
中金公司	16
国金证券	10
东兴证券	9
海通证券	9
长江证券	9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2017年年证券公司私募投资基金子公司共发起设立直投资基金712只,募集资金6175亿元,截至2017年末,中金公司旗下中金资本(多家子公司合并而来)在私募股权基金管理规模已超2500亿元,大幅领先于同行,中信(金石投资和中信证券投资)超800亿元,中信建投、华泰等也快速发展。

表19: 2017年末部分券商私募股权基金和另类投资业务情况(单位:亿元)

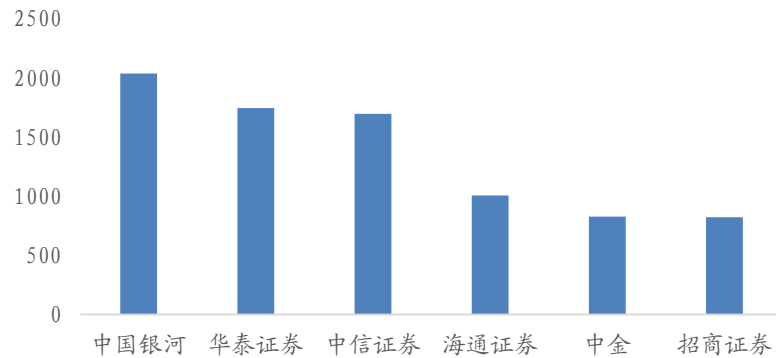
证券公司	私募股权/另类投资	设立时间	管理资产规模	注册资本	净资产	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017年3月	2486				
	金石投资/中信证券投资	2007年10月				34.55/96.6	
中信证券	资	/-	600/219.85	30/140	100.9/156.38	4	15.21/8.63
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	348.46	60	63.45	11.4	7.34
东方证券	东证资本/东证创投	2010年2月/-	243.43/28.86	40/30	38.76/-	2.91/-	0.91/-
招商证券	招商致远	2009年8月	200	18	22.98	5.29	3.08
中信建投	中信建投资本	2009年7月	186	16.5	9.81	1.89	0.96
海通证券	海通开元	2008年10月	176	106.5	143.87	26.64	18.39

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

服务质量高, 科研投入大

充足的投顾人员对于客户而言, 可以使客户有充分的时间和投顾进行沟通, 更好的了解财富管理的产品; 对于投顾人员而言, 可以为客户定制更合理财富计划方案, 提升客户满意度。从2017年的数据上, 中国银河共有2039名投顾人员; 华泰证券, 中信证券处于第二梯队, 投顾人员在1700名左右; 海通证券, 中金公司和招商证券的投顾人员数量处于第三梯队。

图47: 券商投顾人数(人)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

在智能投顾方面, 券商面临着银行, 保险, 互联网金融和新兴金融公司的多方面的竞争。大部分券商布局较慢, 目前处于相对落后的状态。

表 20: 2018 年智能投顾平台情况

智能投顾平台	主体
平安一账通	中国平安
摩羯智投	招商银行
AI 投	工行
理财魔方	
金贝塔	嘉实基金
京东智投	京东
璇玑智投	
阿尔法智投	江苏银行
羽时金融	

数据来源: 2018《互联网周刊》&eNet研究院、广发证券发展研究中心

综上所述, 借鉴海外投行发展财富管理业务成功的要素, 我们认为具备渠道优势和丰富产品线的券商有望率先迎来财富管理业务突破, 看好中金、中信、华泰、招商等头部券商。

风险提示

政策风险、市场波动风险、人才流失风险、产品间风险传导等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：南开大学硕士，4年证券行业工作经验。曾在中银国际证券担任非银金融行业分析师。2018年进入广发。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。