

# 非银行金融

# 行业深度分析

## 第三方财富管理怎么了？

### 投资要点

◆ **风险频现，第三方财富管理怎么了？** 2019年7月，诺亚财富（NOAH.N）为承兴国际提供的34亿元供应链融资风险暴露，相关方涉嫌欺诈造假，引起市场关注。事实上，2018年以来钜派投资（JP.N）、恒宇天泽等许多知名机构也出现了大面积产品延期、兑付困难。我们认为经济景气下行和重营销轻风控的发展路径是第三方财富管理机构风险频现的根本原因。

◆ **整体而言，我们仍然看好高端财富管理行业，但目前模式亟待转型。**

我们看好**高端财富管理行业中长期前景**，主要基于我国宏观经济中长期依然向好，目前只是经济转型阵痛叠加去杠杆、中美冲突加剧等不确定因素。我国GDP增速虽降至**6.2%**的低位，但仍显著高于美英日等绝大多数国家。此外，我国经济总量庞大，目前的兑付危机、违约事件舆论影响虽大，但并不影响宏观大局。同时，我国可投资资产千万以上的高净值人群已近**200万人**，可投资资产超**60万亿人民币**，高端财富管理市场需求十分旺盛。

**转型之路在何方？**目前第三方财富管理机构仍高度依赖非标固收类产品，实际充当了影子银行融资渠道的角色。未来**1-2年**非标产品到期额将持续增加，去杠杆破刚兑下，我们担忧若经济景气不大幅好转，更多风险将暴露。我们认为投资于标准资产的净值型产品才是未来发展方向。风险定价、产品筛选、大类资产配置能力将成为财富管理机构的**核心竞争力**。

**维护投资人利益是财富管理的生存之本，风险控制是财富管理的生命之源。**参考海外财富管理机构发展历程，我们认为独立性十分重要，财富管理机构首先是投资人财富的守门人，其次才是投资人金融需求的服务商。重营销轻风控是“蒙眼狂奔”式冲刺，经济上行周期或可攫取短期利益，而一旦遭遇宏观或监管转变，前期积累的巨量风险将不断暴露。

◆ **诺亚财富面临较大不确定性，可关注后续进展。** 承兴事件爆发后，诺亚采取了一系列危机公关，包括主动排查并提前结束一些产品；投资策略会上宣布不再做单一非标产品、坚定转型；两次内部邮件安抚员工、客户和媒体等，但公司对自身风控漏洞的回避态度让我们十分忧虑。此外，我们虽认同向综合型净值化、标准化产品转型的方向，但基于诺亚基因，我们认为转型效果仍待观察。最后，兑付风险持续暴露带来的监管风险、诉讼风险、声誉受损风险不可忽视。

7月以来诺亚股价下跌约**35%**，目前**PE、PB**跌至上市以来较低位。但我们认为公司仍面临较大不确定性，风险较大，建议关注后续进展。

◆ **风险提示：**经济增速放缓、货币政策收紧、监管处罚、声誉受损、人员流失、自有资金大额亏损等。

投资评级

**领先大市-A 维持**

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.78	4.53	20.96
绝对收益	-5.34	6.22	35.85

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

报告联系人

范清林

 fanqinglin1@huajinsec.cn  
 021-20377065

### 相关报告

保险：7月寿险保费同比+8.84%，产险保费同比+6.06% 2019-08-16

证券：券商风控指标计算标准公开征求意见快评 2019-08-11

非银行金融：保险：伏击正当时，业绩为矛、估值为盾 2019-08-08

证券：7月可比净利润同比+0.85%，环比-5.64% 2019-08-08

证券：并购，最快的扩张之路 2019-07-23

## 内容目录

一、从承兴国际的供应链金融谈起.....	3
(一) 承兴事件概述 .....	3
(二) 风险频现，第三方财富管理怎么了？ .....	4
二、高端财富管理行业前景看好，但短期亟待转型 .....	7
(一) 我国经济整体仍然向好.....	8
(二) 高端财富管理业务的需求端非常旺盛 .....	8
1、持有千万以上可投资资产的高净值人群已达 200 万人.....	8
2、房产调控不放松下，资产结构调整在即.....	9
3、集合类信托、私募基金等蓬勃发展印证了高端财富管理需求旺盛 .....	10
(三) 高端财富管理业务的供给端亟待改变 .....	11
1、去杠杆破刚兑，非标产品风险或不断暴露 .....	11
2、目前环境下，投资于标准资产的净值型产品才是发展方向 .....	12
(1) 我国股债市场已初具专业投资者发挥主动管理能力的空间.....	12
(2) 部分主动管理能力较强的专业投资机构已脱颖而出 .....	13
3、高独立性是财富管理的生命之源 .....	14
三、诺亚财富价值探讨：不确定性下宜观望为主 .....	16
(一) 承兴事件或使经营陷入低谷，但诺亚仍具价值 .....	16
(二) 用户价值预计约 46 亿元.....	16
(三) 诺亚的风险点或不确定性有哪些？ .....	17
四、风险提示.....	18

## 一、从承兴国际的供应链金融谈起

### （一）承兴事件概述

2019年6月20日，香港上市公司承兴国际控股(2662.HK)实际控制人罗静在上海被刑拘，由此牵出一系列“罗生门”。京东(JD.O)、苏宁(002024.SZ)、诺亚财富(NOAH.N)、湘财证券、云南信托、博信股份(600083.SH)、法尔胜(000890.SZ)、上海摩山商业保理等众多企业卷入，其中影响最大的莫过于诺亚财富为承兴国际提供的34亿元供应链融资风险暴露，影响到相关资管产品兑付。

2018年初开始，诺亚为承兴国际募资约34亿。诺亚财富本次踩雷的产品名为“创世核心企业系列私募基金”。根据中国基金业协会官网信息，诺亚财富2015-18年共发行了38期创世核心企业系列私募基金，其中2018年初发行的近10期创世核心企业产品，用于承兴国际与京东的供应链融资。

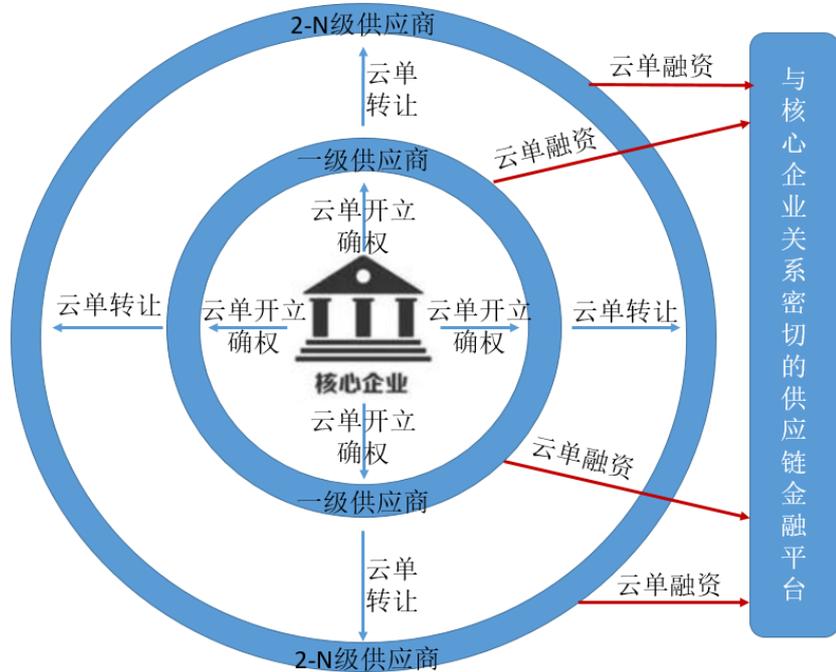
**供应链金融的主要风控措施：应收账款债权转让+股权质押增信。**“创世核心企业系列私募基金”是供应链金融产品，具体操作大致是：1) 承兴国际作为融资方将其对京东的应收账款债权转让给诺亚(合并口径，具体为诺亚旗下的歌斐资产和诺亚融资租赁)；2) 诺亚将债权资产包装成私募基金产品对外销售，募集资金用于承兴国际借款；3) 承兴国际承诺以应收账款回款还款，或设立共管账户以便京东直接将款项汇给诺亚，或到期回购标的债权；4) 最后，在风险完全暴露于媒体之前，诺亚要求承兴国际实际控制人罗静将所持承兴国际股份质押进行增信。

**风险点众多，显示诺亚存在重大风控漏洞。**知名企业债权转让+上市公司股权质押，产品设计看似优质合理，然而实则风险众多。

- 首先，我们注意到承兴国际控股(2662.HK)股权质押办理的时间是2019年6月19日，罗静女士被刑事拘留的前一天。查封上市公司股票；查封相关银行账户；发催款函等均在风险完全暴露之后。这说明“创世核心企业系列私募基金”发售之初，只有应收账款转让一项风控措施。
- 其次，京东声明“承兴国际涉嫌伪造和京东的业务合同”，并指出诺亚“在被诈骗的过程中自始至终没有通过任何方式和京东进行合同真实性的验证”。底层资产质量对于实业资产包装而来的金融产品非常关键，若连底层资产的真实性和真实性都不能保证，那么由此产生的任何金融价值都瞬间化为乌有。虽然目前诺亚与京东各执一词，但我们认为作为产品销售方和管理人，诺亚有确认应收债权属实的义务和责任。
- 再次，作为增信措施的承兴国际控股(2662.HK)股权，自6月底以来暴跌近90%，并于7月19日停牌。股价暴跌和股票停牌使得股票质押增信形同虚设。
- 最后，即便底层资产真实、质押股权股价稳定，诺亚为承兴国际进行供应链融资的行为仍存在众多风险点。通常供应链金融是核心企业运用自身信用为上下游提供融资便利，如知名供应链金融平台——“TCL简单汇平台”、“海尔云单平台”、中国中车牵头打造的“中企云链平台”都是围绕核心企业展开。承兴国际在京东、苏宁供应链中处于非核

心弱势地位。非核心企业供应链融资即便债权真实，后续也需面临回款周期、回款时点、资金监控、核心企业或融资企业违约风险等多重不可控因素。

图 1：供应链金融的普遍模式：商业承兑汇票的另一种形式



资料来源：华金证券研究所

## （二）风险频现，第三方财富管理怎么了？

2014 年以来，诺亚多次出现风险事件。诺亚财富是第三方财富管理行业的缔造者和标杆，然而，本次承兴国际事件暴露出诺亚的风控能力确实不佳。公司自 2014 年以来已多次出现风险事件，如投资于个人房屋按揭贷款受益权的景泰基金遭管理人挪用；投资于酒店私募股权的悦榕基金未如期上市，收益率大幅低于预期；投资辉山乳业应收账款债权，因辉山乳业资不抵债，迟迟不能兑付；此外，投资股票二级市场的创世鑫根并购基金，也因重仓乐视网而大幅缩水。

表 1：2014 年以来诺亚财富出现的风险事件

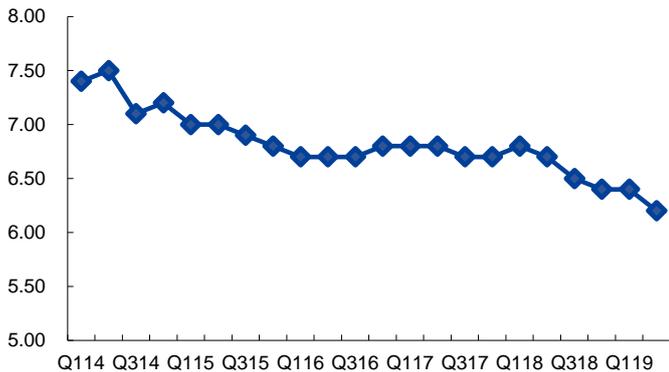
事件	爆雷时间	涉及金额	事由	后续进展
景泰事件	2014 年 8 月	9.5 亿	产品原为一手个人房屋按揭贷款受益权，但资金被基金管理人景泰公司蓄意诈骗挪用。	涉案人被判刑罚款
悦榕基金	2016 年 11 月	10.7 亿	酒店私募股权产品，销售时承诺“3.4 倍回报、四年半收回本金、六年后上市”，2016 年到期未上市。	2017 年底完成退出，实现 1.3x 退出净值
辉山乳业	2016 年 12 月	5.46 亿	投资于辉山乳业应收账款债权，但辉山乳业资不抵债	破产重组进程中
创世鑫根并购基金	2017 年 7 月	23 亿	作为优先级合伙人踩雷乐视网	要求管理人暂停新投资，推动已投项目加快退出
永宣资源系列基金	2018 年 12 月	16 亿	主要投向金山矿业、西部矿业(601168)等矿业领域。有投资者称截至 2018 年末仅回本 5%。	尚未到期
承兴国际事件	2019 年 7 月	34 亿	供应链金融，底层资产涉伪造欺诈，增信股票股价跌 90%且停牌	报警，处理中

资料来源：根据公开资料整理，华金证券研究所

事实上，受宏观经济表现不佳影响，公开市场的债券违约也越来越多。近年来受人口红利减少、中美贸易摩擦等因素影响，我国宏观经济增速出现放缓。国家统计局最新数据显示，2019年2季度我国GDP增速6.2%，创2009年1季度以来最低，且自2018年1季度以来呈逐季下滑的态势。

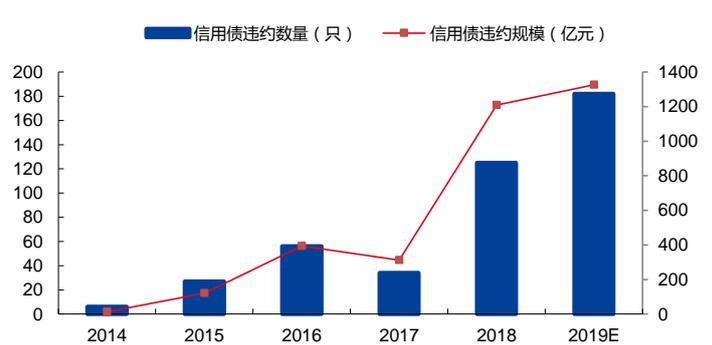
7月15日一天出现4只债券违约，分别是中城建的“15中城建MTN001”、精功集团的“18精功SCP003”、胜通集团的“17胜通MTN001”以及康得新的“17康得新MTN002”。根据WIND数据统计，2018年至2019年7月中旬共216只信用债出现违约，总金额1873亿元，涉及76家企业，其中63家为民营企业。

图2：2014年以来GDP季度同比增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

图3：2014年以来信用债违约统计



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：2019年全年=上半年数据\*2（或低估）

非标资产主要供应方，信托、私募基金的兑付危机近年来也越来越多。2018年以来，先后有中融信托云南国资项目，中江信托浙江同城项目，山西信托“信实55号”、“信达3号”，湖南信托神鹰123资管计划及英大信托融御信托计划出现违约。其中中江信托出险项目多达20余只，涉及金额近50亿元，最终于2019年变更控股股东。虽然部分出险项目最终完成兑付，但非标市场的风险已开始暴露。此外，截至2019年中期，P2P网贷爆雷平台已多达3000多家。

图4：集合类信托计划出险项目自2018年以来快速提升



资料来源：信托业协会，华金证券研究所，注：出险率=风险项目规模/集合类信托资产余额

作为理财产品销售方的第三方财富管理自然难以幸免。诺亚之外，钜派投资、恒天财富、宜信财富、红岭创投等是我国规模较大的知名第三方财富管理公司。钜派投资（JPN），同样在美国上市，2018年亏损3.88亿元人民币，市值目前已跌至约0.65亿美元，目前多只产品逾期，深陷还款资金去向不明等负面新闻。与此同时，钜派创始人胡天翔失联，其2017年8月离开钜派前推动的部分项目及离职后重新创立的钜登投资风险暴露，牵涉较广泛。

恒天财富创始人梁越2014年创立的另一家公司恒宇天泽，2018年到期产品不能按时兑付、2019年到期产品全部延期，旗下170亿基金产品疑似兑付困难，深陷投资人维权困境。

元老级P2P平台红岭创投也于2019年3月宣布清盘，涉及待收184亿元，投资人共48万。

图5：钜派投资的市值和PE估值表现不佳



资料来源：WIND，华金证券研究所

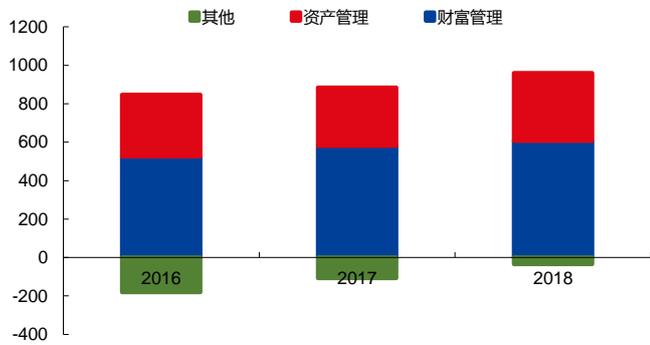
目前，国内财富管理的本质只是金融产品代销，重营销轻风控埋下隐患。在诺亚承兴国际事件中我们看到，供应链金融产品很容易让投资人以为既有真实业务支撑、又有核心企业兜底、还带有普惠金融光环，感觉放心，从而容易销售。然而销售容易销售的产品正是我国第三方财富管理机构重营销轻风控的体现。

目前我国的财富管理机构，无论第三方财富管理公司，还是银行、保险、券商、信托推动的财富管理部门，都以推销各类金融产品为主，代销收入是主要收入来源。严格的指标考核和业绩提成机制更使销售员（或称理财经理、投资顾问）展业过程中一味强调收益和项目前景。刚性兑付的潜规则也使得投资人风险意识不足，看重投资收益率、忽视潜在风险，更加重了财富管理机构重营销轻风控的状态。

以诺亚为例，尽管公司2010年已设立歌斐资产主动向资产管理转型。截至2018年末，拥有资产管理、公募私募代销、保险经纪、支付、互联网理财、网贷等金融牌照；歌斐AUM规模也达到RMB 1,692亿元。但2018年歌斐资产贡献的管理费和业绩提成仅占公司总收入的39%（利润贡献约40%）。同时，歌斐管理的资产同样主要分布在私募股权、地产基金、信贷等非标领域。而承兴事件也暴露出歌斐资产的主动管理能力并不是很强。根据诺亚年报，固定收益类产品占公司销售产品总额2016-18年均在60%以上。承兴爆雷后，汪静波发给员工的内部邮件中也提到要“摆脱巨大的非标固定收益资产路径依赖”。

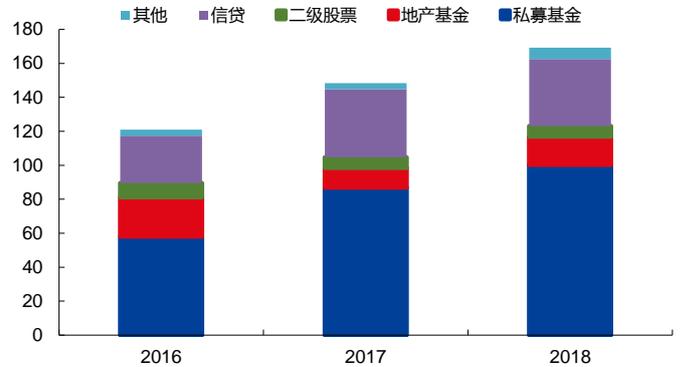
简而言之，即便如诺亚一样业务布局广泛、转型较早的第三方财富管理机构，但其业绩仍主要来源于非标固定收益类产品销售。其实质是影子银行的一部分，充当了房地产、PE 机构、私募基金等的融资渠道。

图 6：诺亚财富最近 3 年利润构成（单位：百万元）



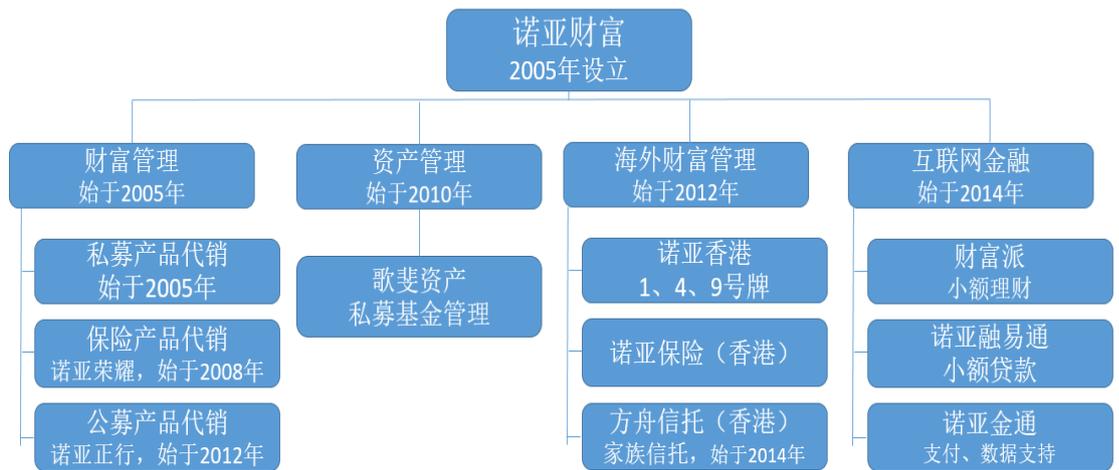
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：歌斐资产最近 3 年 AUM 结构（单位：10 亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：诺亚财富的业务布局



资料来源：华金证券研究所

第三方财富管理机构难以体现作为“第三方”的独立性。理论上，财富管理机构应站在投资人角度精选资产管理机构和投资标的，向投资人推荐与之风险偏好相匹配的金融产品，收益源自投资人。然而真实的非标市场则是财富管理和资产管理机构及其销售人员收入来源均取决于融资方，融资方得到融资是一切的前提。财富管理机构作为第三方的独立性很难体现，若财富管理机构与一家或几家资管机构深度绑定，则更加以实现融资为重点目标。

第三方财富管理机构本身资本实力较弱，非标产品又流动性不佳。当潜在风险积累到一定程度，叠加宏观经济增速放缓和去杠杆，风险暴露也就不意外了。当然，这也将成为投资者教育和打破刚兑的契机。

## 二、高端财富管理行业前景看好，但短期亟待转型

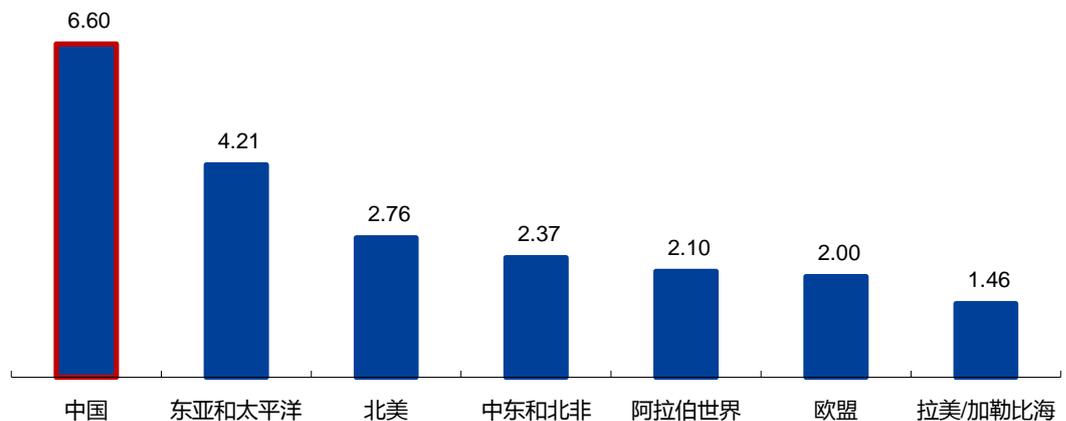
## （一）我国经济整体仍然向好

尽管目前非标和第三方财富管理领域暴露出一些风险，但我们仍看好我国高端财富管理行业的发展前景。

原因主要在于我们认为我国宏观经济中长期前景依然向好，目前只是经济转型的阵痛期叠加去杠杆、中美冲突等不确定因素。展望未来，我们相信经济转型势在必行且终将成功，高质量的发展才更健康持久。我国 GDP 增速虽然降至 6.2% 的低位，但仍然高于美国、英国、日本等绝大多数国家。

此外，我国经济体量庞大，目前出现的兑付危机、违约事件舆论影响虽大，但并不影响宏观经济大局。2019 年 1 季度集合类信托风险暴露率仅 1.85%，上半年信用债违约率仅 0.69%，显示我国经济运行整体仍然良好。

图 9：中国 2018 年 GDP 增速与全球主要地区比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

## （二）高端财富管理业务的需求端非常旺盛

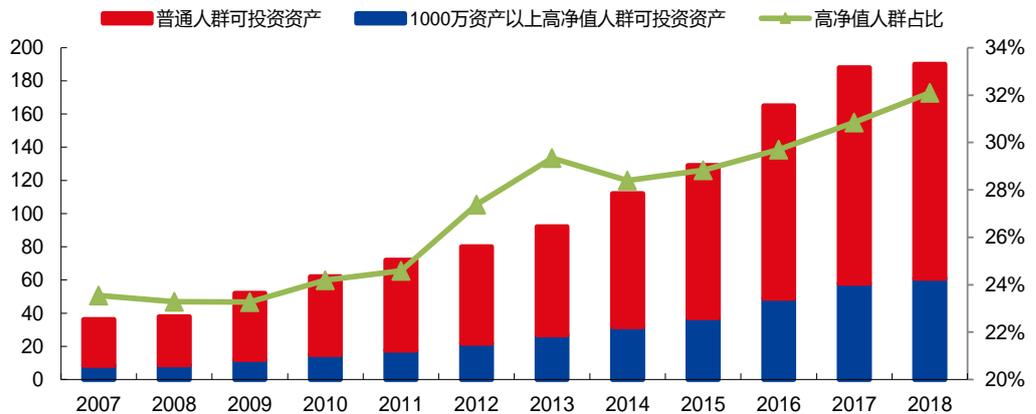
### 1、持有千万以上可投资资产的高净值人群已达 200 万人

**高净值人群可投资资产金额年复合增速保持 12%**。根据招商银行和贝恩公司联合发布的《私人财富报告》，2018 年末我国个人持有的可投资资产总规模已达 190 万亿元。其中可投资资产在 1000 万以上的高净值人群人数和可投资资产总额分别已达 197 万和 61 万亿人民币。

尤其值得注意的是，高净值人群持有财富在总可投资资产中占比一直在稳步提升，2018 年已达 32%，占比较 2009 年提升近 10 个百分点。2009 年以来高净值人群可投资资产年复合增长率 12%，显著高于普通人群可投资资产增速。

《报告》中贝恩公司同时指出“2018 年中国私人财富市场增速较往年放缓，但仍具增长潜力，预计到 2019 年底个人持有的可投资资产总规模将突破 200 万亿大关”。

图 10：我国社会居民持有的可投资资产规模持续增长（万亿元）



资料来源：招商银行私人财富报告，华金证券研究所

高净值人群正是高端财富管理的目标客户，高净值人群及其持有可投资资产的不断增长正是高端财富管理业务的基础。

我国高净值人群主要由创一代企业家、二代继承人和新富人群构成。《2019 年私人财富报告》显示在新经济、新动能的推动下，企业中、高级管理层与专业人士为代表的新富群体涌现，已成为高净值人群的中坚力量。

- 创一代人群占比约 36%，这一人群主要来自房地产、制造业等传统行业，年龄分布在 55 岁到 65 岁。由于年龄较大，他们更关注财富的保值和传承。同时，他们经历过创业、企业从 0 到 1 的过程，更易于接受通过私募股权投资间接参与到企业管理。
- 二代继承人占比约 35%，这一人群成长于互联网时代，更青睐于通过电子手段自主理财。通常他们所接受的教育程度较高，有较强的的自信和自主性，理念较为成熟，关注于长期资产配置而非择时。
- 新富人群占比约 29%，这一人群主要来自于互联网、消费升级、高端制造等技术密集型的新兴行业。与二代继承人类似，普遍接受过良好的教育，尊重行业细分和专业知识，对财富管理机构的接受度较高。

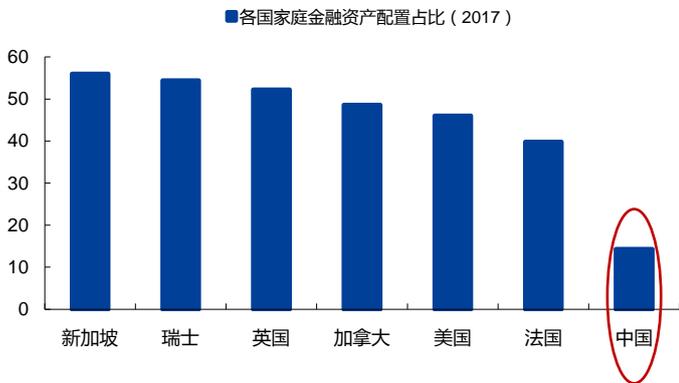
## 2、房产调控不放松下，资产结构调整在即

我国居民家庭财富主要配置于房产，金融资产则主要是低风险低收益的现金存款。根据经济日报社中国经济趋势研究院编制《中国家庭财富调查报告（2018）》，房产净值是我国家庭财富最主要组成，2017 年占比 66.4%。金融资产是家庭财富的第二大组成部分，2017 年比重 16.3%。《报告》同时指出我国家庭金融资产中现金、活期存款和定期存款之和占比超过八成。

我们使用个人存款、个人持有的银行理财、货币基金、自然人投资者持股市值等官方细分数据对上述结论进行验证。估算取得，我国社会居民金融资产中现金和存款占比约 52%、银行理财和货币基金占比约 16%，合计 68%。虽然低于 80%，但印证了低风险低收益资产是我国社会居民金融资产最主要构成的结论。

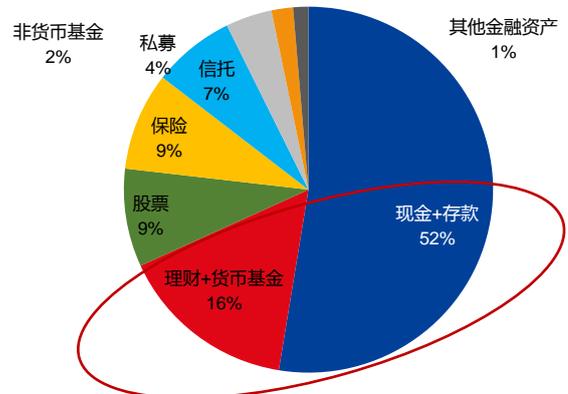
我们预期高房价叠加房产调控不放松的情况下，我国社会居民已难以继续加大房产投资，那么金融类资产比例提升将成大概率事件。

图 11：各国家庭金融资产配置占比（%，2017）



资料来源：CHFS、2017 瑞信《全球财富报告》、华金证券研究所

图 12：我国社会居民金融资产构成（2017）



资料来源：银行业理财登记托管中心、证券业协会、信托业协会、保险业协会、证券投资基金业协会、华金证券研究所；注：民间借贷、草根金融在我国家庭财富中也占一定比重，但受数据限制无法估算

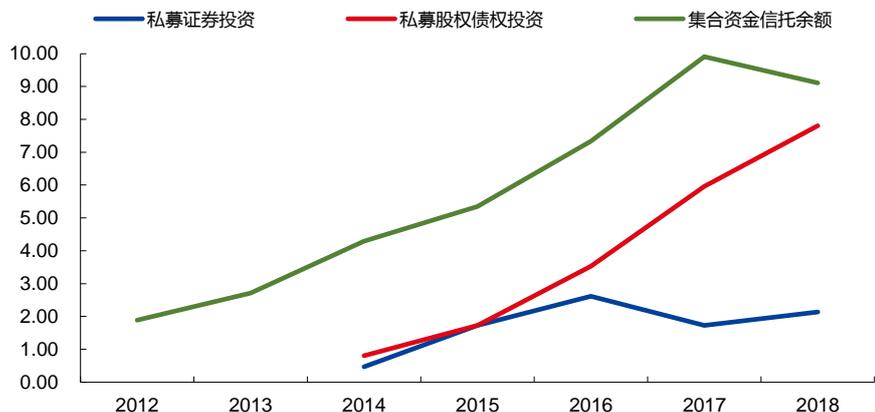
### 3、集合类信托、私募基金等蓬勃发展印证了高端财富管理需求旺盛

2012 年以来高门槛固收类产品快速增长，侧面反映了我国高端财富管理业务的旺盛需求。2012-17 年受益于管制放松，包括券商资管、公募基金、私募基金、信托、保险在内的大资管行业快速发展。其中集合类信托的资产规模从 2011 年末的 1.36 亿元快速增长至 2017 年末的 9.91 亿元，年复合增速 39%；2018 年受去杠杆影响，规模有所收缩，但也仅下滑 8%。

私募股权债权投资基金的规模增速更快。由 2014 年的 0.80 万亿元增至 2018 年末的 7.80 万亿元，年复合增速高达 77%。2018 年在去杠杆的大环境下，仍保持了 31% 的同比增长。

集合类信托计划、私募基金产品的起售额至少 100 万元，投资门槛较高。我们认为这类金融产品的蓬勃发展正是我国高净值人群旺盛财富管理需求的体现。需要说明的是，此前热销的信托计划、私募基金、有限合伙等多是固定收益类产品，以结构化优先级或附加保底收益、回购协议等条款存在。

图 13：2012-17 年私募、信托等高门槛产品规模快速增长（单位：万亿元）



资料来源：信托业协会、基金业协会、华金证券研究所

### （三）高端财富管理业务的供给端亟待改变

#### 1、去杠杆破刚兑，非标产品风险或不断暴露

**2018年发布的《资管新规》影响深远。**2018年4月27日，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇管理局四部委联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，即《资管新规》。过去由于分业经营分业监管的原因，导致同类资管业务的监管规则 and 标准不一致，从而监管套利活动频繁。

通道业务、资金池、多层嵌套、刚性兑付等积累了越来越多的潜在风险。在正规金融体系之外形成了监管不足的影子银行，一定程度上干扰了宏观调控，提高了社会融资成本，影响了金融服务实体经济的质效，加剧了风险的跨行业、跨市场传递。《资管新规》正是对这些漏洞推出的监管措施。

表 2:《资管新规》关键内容

监管方向	监管对象	新规内容
去杠杆	通道业务	穿透式监管，将嵌套层级限制为一层，禁止开展多层嵌套和通道业务
	统一负债管理	限定总资产/净资产比例，每只开放式公募产品 $\leq 140\%$ ；每只封闭式公募产品、每只私募产品 $\leq 200\%$
	分级类产品	固定收益类产品的分级比例不得超过 3:1，权益类产品的分级比例不得超过 1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2:1。公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。
	非标债权	严格非标准化债权类资产投资要求，应遵守有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准
	资金池	每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算
	质押融资	金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。
	投资人	投资者同时投资多只不同产品的，不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资。”
破刚兑	净值化	对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险
	固定收益类	明确资产管理业务不得承诺保本保收益，出现兑付困难时金融机构不得以任何形式垫资兑付。
	兜底条款	金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺
	投资人	将投资者分为不特定社会公众和合格投资者。合格投资者应具备相应风险识别能力和风险承担能力

资料来源：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，华金证券研究所

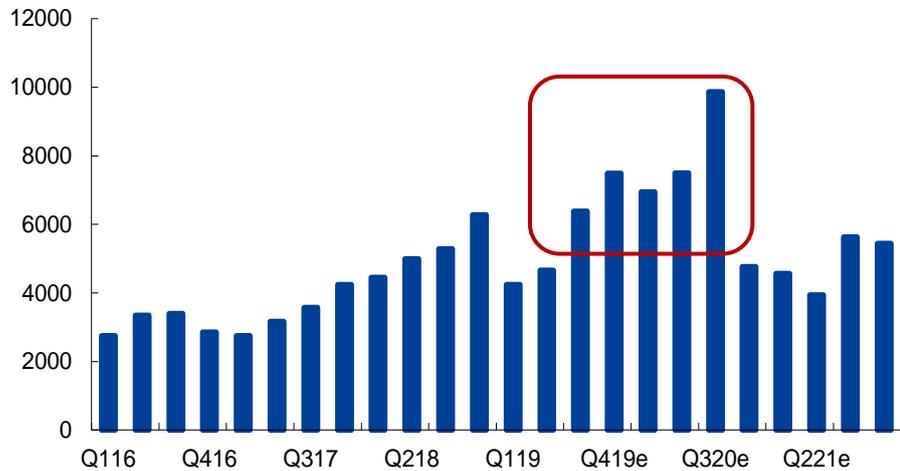
**《资管新规》去杠杆破刚兑正式对金融机构的保护，利于金融市场长远发展。**高净值人群通常视野开阔，日常接触金融人士较多，可选择的金融服务类别也多种多样。金融产品理论上风险与收益对等，然而刚性兑付下，信托等固收类产品成为高净值人群的福利，享有高收益却不承担高风险。

《资管新规》明确指出要打破刚兑，相关措施虽然限制了一些金融业务的发展，但本质上是对金融机构的保护。过去几年固收类金融产品增长过快，随着宏观环境的转变，存量中积累的潜在风险逐步暴露出来。风险暴露过程中打破刚兑的过程或比较痛苦，可能出现部分投资人面临损失，部分实力较弱的财富管理机构、资管机构陷入营运困境。但这一过程是投资人风险自担的开始，也是我国金融机构、金融市场和投资者走向成熟的过程。

**未来 1-2 年兑付危机或越来越多。**根据信托业协会披露的季度新增数量和金额，假设产品期限 1-2 年，我们预计集合类信托计划的兑付高峰将从 2019 年 3 季度延续至 2020 年 3 季度，2020

年 3 季度到期金额将达 9800 多亿元。私募股权债权基金数据难以测算，我们估计与信托产品大致相当或稍晚半年至一年。若货币政策不放松、《资管新规》严格执行，我们担忧未来 1-2 年非标类资产将有越来越多的兑付风险暴露。

图 14：我们预计信托产品的兑付最高峰将在 2020 年 3 季度到来



资料来源：信托业协会，华金证券研究所

## 2、目前环境下，投资于标准资产的净值型产品才是发展方向

参考海外成熟资本市场和我国优质企业经验，我们认为财富管理主要有两大方向。要么下沉至大众理财、普惠金融，做大体量，薄利多销，即东方财富的路线；要么上行，服务于高净值客户，围绕高净值客户及其家庭、家族，提供专属、专业、私密的定制化金融服务。

相对而言，我们更为看好高端财富管理，因为普通大众的财富管理同质化严重，竞争已十分激烈，基金代销手续费低至 1 折，未来可能更多依靠科技进步；而高端财富管理面向高净值客户，具有个性化，更能体现专业能力，当然竞争同样是激烈的，但没有恶价格的问题，给了金融人员更多的空间。

### （1）我国股债市场已初具专业投资者发挥主动管理能力的空间

庞大的市场规模、丰富的产品类别给予投资者多样选择的可能。尽管我国股票、债券市场一直为人诟病，存在各种制度性或投资者结构方面的问题，然而整体来看，都处于持续发展之中。截至 2019 年 7 月末，A 股市场上市公司已达 3600 多家<sup>1</sup>，总市值 60 万亿元、流通市值 44 万亿元，日均成交 5000 多亿元（低迷时也有 3000 多亿元）；债券市场总存量达到 90 多万亿，具有国债、央行票据、地方政府债、金融债、企业债、可转债、资产支持证券等众多类别。

同时，国内还有股指期货、国债期货、原油期货、黄金期货、螺纹钢/焦炭/大豆/白糖等多种大宗商品期货；中信证券、中金公司也可提供一定品类的场外期权；通过沪港通、深港通可直接投资香港市场。此外，投资于股票、债券、期货等公开上市交易的标准化资产，资金证券托管于银行或证券公司，市值实时可查，可以很好的解决资金流向不明、规避非法挪用、隐瞒亏损、虚假底层资产、没有流动性等问题。

<sup>1</sup> 3600 多家上市公司包括主板、创业板、中小板、科创板的所有 A 股

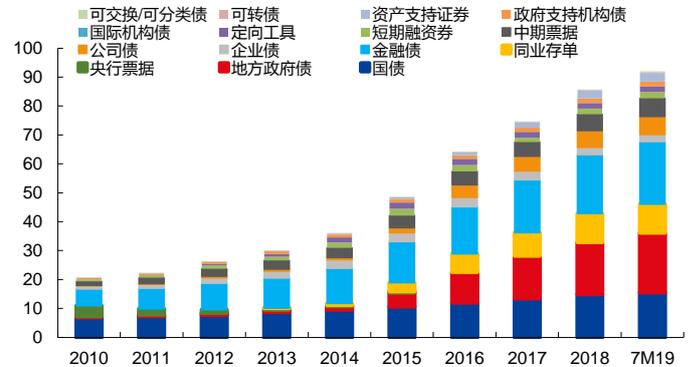
2019年7月末，诺亚财富在2019年下半年投资策略报告会上正式对外表示，从7月份开始诺亚不再做单一非标产品，转型为综合型的净值化标准化产品。我们认为诺亚的战略布局还是领先的。

图 15：我国股票市场持续扩容，上市公司已达 3600 余家



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 16：我国债券市场规模已达 90 多万亿，品类丰富



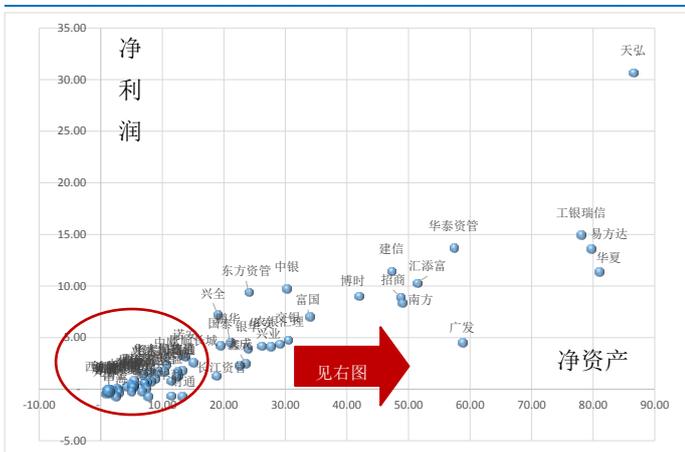
资料来源：WIND，华金证券研究所

国家战略引领资本市场成长，坚定看好我国资本市场前景。2019年2月新华社摘录了习近平总书记在政治局会议上的讲话“要正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力，推动我国金融业健康发展。”这是我国最高层首提金融供给侧改革并重点题资本市场建设。本次会议上，习近平总书记同时指出包括股票市场在内的资本市场是国家重要核心竞争力的组成部分。我们认为资本市场的重要性正在不断提升，未来空间必然更加广阔。

(2) 部分主动管理能力较强的专业投资机构已脱颖而出

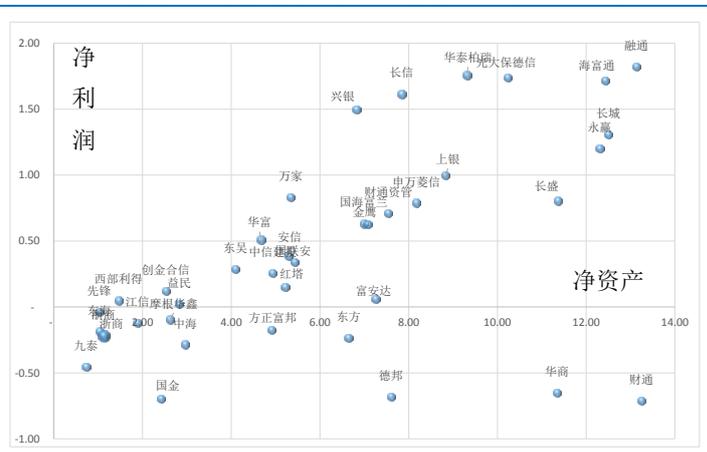
随着时间的积累，部分主动管理能力较强的专业投资人员和机构脱颖而出。截至2018年末，我国共有120家公募基金管理公司；私募证券投资基金管理人8,989家；私募股权、创业投资基金管理人14,683家；其他类型管理人776家；合计24,448家私募基金管理公司。这些专业投资机构中有的展业年限，以及其中的资深人士从业年限均超过20年。朱雀、重阳、高毅、泓湖、从容、幻方、九坤等成为知名品牌。我们认为虽然营销能力和投资能力对资管机构同样重要，但大浪淘沙，主动管理能力较强的资管机构终将脱颖而出。优秀的管理人也为财富管理机构提供了策略多样的组合产品。

图 17：以净资产和净利润为双轴，公募行业格局（2018 年）



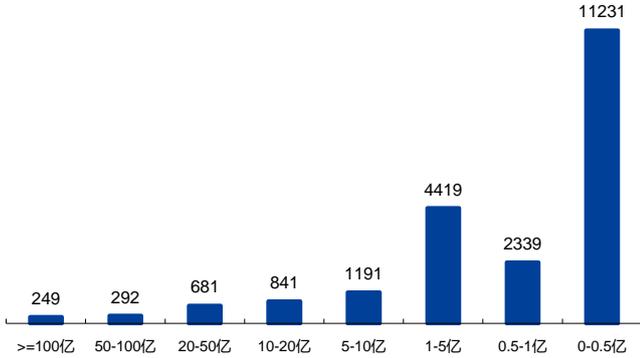
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 18：以净资产和净利润为双轴，公募行业格局（2018 年）



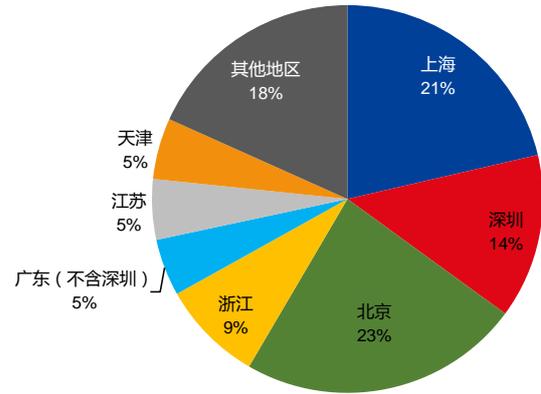
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 19: 私募基金管理人管理资产规模分布 (H119)



资料来源: 基金业协会, 华金证券研究所

图 20: 私募基金管理人注册地分布 (按 AUM, H119)



资料来源: 基金业协会, 华金证券研究所

### 3、高独立性是财富管理的生命之源

他山之石, 美国第三方财富管理行业发展要件分析。参考美国财富管理业务发展历程, 起步阶段 (1920-30s) 同样出现过缺乏独立性、过度营销、误导销售, 最终投资人损失惨重进而信任丧失的过程。此后, 独立理财工作室出现, 不再以赚取代销费用为收入, 而通过向客户收取咨询费用模式保持与客户利益一致, 第三方财富管理行业得以出现。这一模式的代表是 **ASPIRIANT**, 他们向客户提供一对一的理财规划和投资咨询服务 (按小时收取或推行会员制收取年费); 也会为客户管理资产, 收取咨询费的同时也收取管理费。

相对于全球知名的瑞银集团、瑞士信贷、巴黎银行、汇丰控股、摩根大通、摩根士丹利等全能型银行或一流投行, **ASPIRIANT** 的知名度不高, 管理资产规模、盈利规模也较小。但高端财富管理业务本是相对狭窄的细分领域, 服务客户数也不多、口碑积累更重要, 对团队人数、网点和资本的依赖度不高。同时, 相对于大型企业集团的一个部门或业务条线, 第三方财富管理机构更容易形成独立性。截止 2018 年, 第三方财富管理机构的美国市场份额约占 60%, 是高端财富管理业务的主流。

表 3: **ASPIRIANT** 公司概况

项目	标准或条件	备注
客户数	400 位	2007 年数据
管理资产规模	约 70 亿美元	2007 年数据
员工人数	约 200 人 (其中理财顾问 170)	2017 年数据
收入结构	咨询费 10%; 管理费 90%	2018 年数据
收费标准	咨询费: 首次咨询约 20000-25000 美元 管理费: <500 万, 0.85% 超过 500 万, 不足 1000 万部分, 0.50% 超过 1000 万部分, 0.30%	

资料来源: 《第三方理财获客与发展》, 华金证券研究所

我们认为高度独立、发达的金融市场以及高品质的服务是美国第三方财富管理机构蓬勃发展的三大必要条件。

- 第三方财富管理机构的独立性在于：独立于资金端和资产端，利益方向与客户保持一致，收入来源于咨询服务费和资产管理费。
- 金融市场发达的重要性在于：各金融机构可提供的产品和服务种类众多，金融机构间竞争激烈。竞争不断提高产品和服务质量，并且投资者的投资和风险意识较强，这也推动了财富管理机构的发展。
- 第三方财富管理机构战胜商业银行、投资银行，占据一半以上市场份额的原因在于专注细分领域，吸纳财富管理的专业人才，挖掘客户需求，提供高质量的咨询服务和资产管理。

我们认为我国财富管理机构应重新定位，明确首先是投资人财富的守门人，其次才是投资人金融需求的服务商。财富管理机构作为企业，实现盈利、创造经济效益是非常重要的，但我们更应看重的是中长期利益而非短期利益。“蒙眼狂奔”式地冲刺在货币政策宽松、金融管制放松阶段或可攫取不错的短期利益，但势必积累巨量潜在风险。一旦宏观或监管态度转变，风险持续暴露下能否持续经营都面临不确定性。

因此我们认为风险控制才是财富管理机构的生命之源、中长期发展的保障，为其在经济周期中度过一次次低谷保驾护航。目前，宏观环境不佳、信用风险较大，推行财富管理业务尤其要保持定力。

- **宁可牺牲短期利益，也要做好守护投资人财富的守门人。**我国第三方财富管理机构大多脱胎于证券公司、信托公司或银行的私人银行部门，独立出来设立企业，注册资本金额不大、股东背景不强。因此，第三方财富管理机构的项目获取能力和销售实力通常弱于银行、大券商或大信托公司。出于融资成本考虑，优质项目方也更倾向于和银行等传统大型国有金融机构合作。因此，第三方财富管理机构及其背后的资产管理公司（或私募基金）能够拿到的项目通常具有一定潜在风险。这一情况下，第三方财富管理机构只能在短期利益和中长期利益之间进行平衡。

产品选择或项目筛选是财富管理业务链条的第一环，严格的项目筛选和投后管理或许会牺牲一定短期利益，但更利于中长期持续经营。我们认为自身风控体系不完善，向投资人销售潜在风险较大的金融产品，风险暴露后又号称自己也是受害者的行为或直接损伤投资人（客户及潜在客户）的信任基础。

- **金融服务基于投资人金融需求，而非融资人需求。**参考保险业、信托业，我们认为财富管理也应回归本源。究其业务实质，财富管理机构应独立于投资人、融资人和项目管理人，始终维护投资人利益。谨慎筛选金融产品或投资项目并做好投后管理事务，维系投资人信任才是财富管理机构的生存之本。简而言之，财富管理应基于投资人金融需求，为其匹配与需求相对应的金融产品。

### 三、诺亚财富价值探讨：不确定性下宜观望为主

#### （一）承兴事件或使经营陷入低谷，但诺亚仍具价值

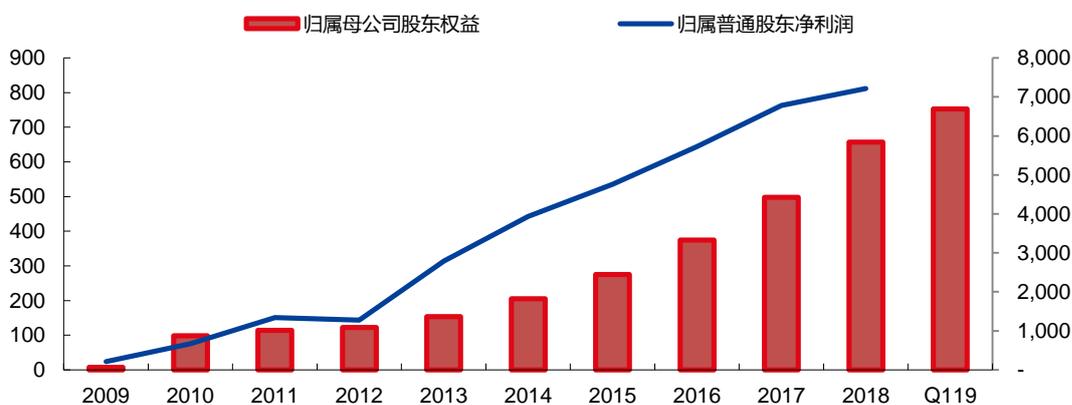
**承兴事件或对诺亚经营产生较大负面影响。**本次承兴供应链金融爆雷事件影响较大，涉及金额及由此带来的负面影响远超此前的多个风险项目。

虽然，诺亚自称“整体非常健康”、“每个基金资产都相互隔离，不会发生连锁反应和系统性风险”，但基于投资人信任是财富管理机构的生存之本的观点，我们认为承兴事件的负面影响不可忽视。尤其诺亚本次暴露出来的风控漏洞、误导销售及此前类似风险事件的处理方式，经过媒体发酵，很难不破坏多年积累的高净值客户基础。叠加宏观经济增速下滑压力，我们担忧未来1-2年，公司经营都将处于相对艰难的状态。

回顾诺亚发展历程，公司开创了我国第三方财富管理行业，顺应了我国高净值人群崛起的趋势，并抓住了2008年以来内地宽松货币环境加金融管制放松催生的房地产信托、股权投资、海外置业等业务爆发式增长的机遇。

受益于第三方财富管理业务的蓬勃发展，诺亚财富实现了净利润由2009年的RMB 2349万元增至2018年的RMB 8.11亿元，CAGR高达48%；净资产也由2009年的RMB 6722万元增至Q119末的RMB 66.92亿元，CAGR高达58%。“诺亚”、“歌斐”、“方舟”等在国内拥有较高知名度，ROE多年持在20%左右。2010年在纽交所上市，总市值峰值曾达250亿元人民币。

图 21：诺亚财富净利润与净资产（RMB 百万元）



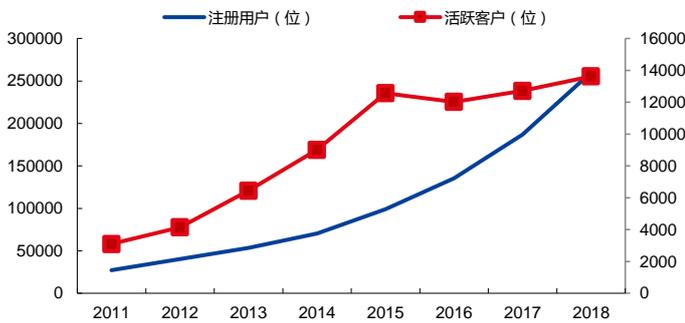
资料来源：公司年报，华金证券研究所

#### （二）用户价值预计约 46 亿元

我们认为诺亚最大的价值源自过去十多年积累的高净值客户资源。经过十多年积累，诺亚储备了大量高净值客户，这正是他们最大的价值所在。截至2018年末，诺亚注册用户26.03万人，其中购买产品的活跃客户13,628人，人均购买产品金额RMB 810万元。此外，2018年末诺亚还在全国81个城市设有313个服务网点，理财顾问（relationship managers）1583人。考虑到

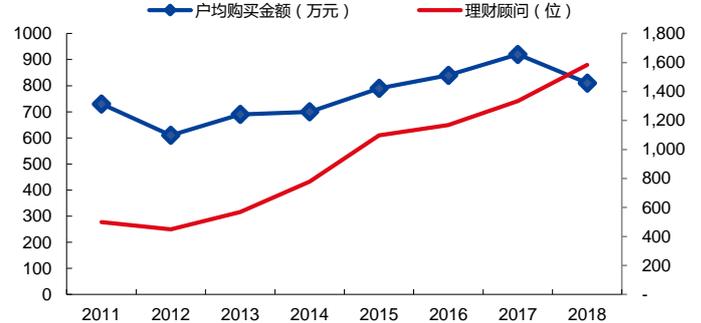
每一个高净值个人背后还有家庭、家族甚至上市公司或产业集团，我们认为这块高净值客户资源意味着巨量可投资资产和金融需求，极具开发价值。

图 22: 诺亚的注册用户与活跃客户 (单位: 人)



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

图 23: 诺亚户均购买产品金额与理财顾问数量



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

基于 RFM 模型，从 Recency (活跃度)、Frequency (忠诚度)、Monetary (消费能力) 几个方面估算用户贡献，结合市销率的概念估算用户价值。

根据公司数据，2015 年以来实际购买产品的活跃客户一直维持在 12500 人左右，户均购买金额数据也比较平稳，过去 5 年平均 800 万元。考虑宏观经济压力，我们保守的假设未来户均购买金额降至 750 万元。

根据固收类非标产品期限通常 1-2 年，销售费用率通常 1-2%，我们假设活跃客户 1.5 年购买一次、销售费用率 1.50%，其中 60% 由诺亚旗下的资产管理公司管理，管理费率 1%/年。给予 3x<sup>2</sup> 市销率，则单客户价值约 36 万元。12500 名活跃客户直接价值 45 亿元，二次开发、延式业务链价值难以测算。

公司另有约 25 万非活跃注册用户，假设按每一用户价值 400 元（互联网金融火爆时期导流价格），这部分用户价值约 1 亿元。

综上所述，公司活跃客户直接价值 45 亿元、非活跃注册用户价值约 1 亿元，公司用户价值至少 46 亿元。

### （三）诺亚的风险点或不确定性有哪些？

**危机公关及转型效果仍待观察。**2019 年 7 月上旬承兴事件曝光以来，诺亚财富采取了一系列措施，包括主动排查所有存续产品；协调推动一些非标类固收产品提前结束；照常召开 2019 年中期投资策略会，并在会上公开宣布不再做单一非标产品，展示转型决心；两次内部邮件稳定员工、客户和媒体，强调公司“没有资金池、没有期限错配、没有高杠杆产品和刚性兑付，100% 第三方托管”，“风险不会相互传导”。

诺亚的股东和管理层为度过这次危机确实做了大量的工作，展示了诺亚的实力和积极转型的态度。然而，我们唯独没有看到对自身风控漏洞的检讨。若真的如诺亚强调的没有风险，又该如

<sup>2</sup> 参考部分消费类企业估算取得

何解释承兴供应链金融产品中近乎毫无风控的产品设计以及“自始至终没有通过任何方式和京东进行合同真实性的验证”？

此外，公司提到“协调推动一些非标类固收产品提前结束”。我们预计“一些”的数量并不多，也难以确定是否存在借新还旧。同时，没有提前结束的非标类产品并不能保证没有潜在风险。

最后，我们认可诺亚向综合型的净值化、标准化产品转型的方向，但净值化、标准化产品同样多种多样，涉及多种策略、市场和区域。对于没有标准投资基因的诺亚是否具备优秀的筛选能力，我们认为仍有待观察。毕竟 2018 年有超 4000 只私募产品清盘。

**监管风险不可忽视。**理论上金融产品销售过程中，只要第三方财富管理机构遵循了“投资者适当性管理”、“反洗钱义务”、无保本保息等不当承诺，即便金融产品出现兑付问题，第三方财富管理机构也不需承担法律责任。

然而，金融市场天然具有信息不对称性，购买金融产品的投资人天然处于资讯弱势。一旦纠纷出现，是否存在虚假宣传、误导销售、风险提示不足等问题难以界定。美国《金融服务现代化法》、日本《金融商品交易法》等都提出了金融消费者保护，明确指出金融消费者具有知情权、隐私权、求偿权。其中求偿权指金融消费者购买理财产品后若利益受到侵害，可依据要求赔偿；若得不到赔偿，可向有关金融监管部门投诉或向法院起诉。

我国虽没有引入金融消费者这一法律概念，但维稳当先、防范金融风险漫蔓延社会背景下，我们担忧若产品连续爆雷、造成恶劣社会影响，监管措施或不期而至。

## 四、风险提示

我们认为经济增速放缓、货币政策收紧、监管处罚、声誉受损、人员流失、自有资金大额亏损等都是财富管理机构展业过程中的潜在风险。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)